

2021年08月13日

## Q2 业绩受无缝影响较大，期待 Q3 产能爬坡

### 健盛集团 (603558)

评级:	买入	股票代码:	603558
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	10.69/7.2
目标价格:		总市值(亿)	34.74
最新收盘价:	8.84	自由流通市值(亿)	34.74
		自由流通股数(百万)	392.94

#### 事件概述

2021H 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 9.11/1.08/1.00 亿元、同比增长 25%/96%/156%、较 19H1 增长 10%/-25%/-16%，业绩符合预期。21Q2 收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 4.97/0.61/0.53 亿元、同比增长 40%/19385%/982%、较 19Q2 增长 17%/-19%/-26%，收入环比提速、净利降幅缩窄、但扣非净利降幅扩大。

2021 年 5 月 19 日，公司发布回购预案，拟回购股份资金总额不超过 2 亿元、不低于 1 亿元。截止 2021 年 7 月 31 日，公司累计回购 223.13 万股，占公司总股份的比例为 0.57%，回购均价为 8.94 元。

#### 分析判断:

**棉袜环比加速，无缝越南仍未满产。**拆分来看：1) 棉袜收入约 6.74 亿元、同比增长 27.6%、较 19H1 增长 28%，收入增长来自：1) 提价；2) 贵州扩产 1000 台、其中 440 台将于 21Q3 投产；实现净利润约 9750 万元、同比增长 114%，净利增幅较高主要由于净利率恢复至正常水平（净利率为 14.47%、同比提高 5.84PCT，主要得益于产能利用率较 20H1 大幅改善）；2) 无缝收入约 2.37 亿元、同比增长 18.6%、较 19H 仍下降 19%，主要由于越南新工厂尚未满产（产能利用率 70%以上），Q3 有望满产。此外，无缝也受到客户集中度高、客户 DELTA 流失影响，但公司积极拓展新客户（李宁、HM、以色列 TEFRON、IKAR），我们估计越南无缝 8 月有望实现满产，贵州投产 50 台。无缝业务实现净利润约 1068 万元、同比增长 11.5%，净利率为 4.5%、同比下降 0.3PCT，我们分析主要受越南无缝工厂爬坡影响。

**毛利率较疫情前微降，净利率降幅较大主要由于财务费用增加、其他收益大幅减少。**2021H 毛利率为 27.75%、同比增长 6.58PCT、较 19H1 下降 0.97PCT；净利率为 11.88%、同比提高 4.31PCT、较 19H1 下降 5.52PCT。从费用率看，2021H1，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.32%/6.86%/2.89%/1.38%、同比提高 0.05%/-1.31%/0.02%/1.14PCT、较 19H1 提高 0.52%/0.08%/-0.03%/1.08PCT，财务费用率提升主要由于贷款增长使得利息支出增长以及人民币升值使得汇兑损失增长。其他收益/收入为 0.69%、同比下降 2.6PCT、较 19H1 下降 2.97PCT，主要由于政府补助大幅减少。投资净收益/收入为 0.67%、同比提高 0.83PCT、较 19H 提高 0.5PCT。2021Q2 毛利率为 28.71%、较 19Q2 下降 2.51PCT，净利率为 12.23%、较 19Q2 下降 5.47PCT、净利率降幅环比缩窄 0.16PCT。

**经营现金流大幅下降主要由于原材料备货及海运影响发货推迟。**2021H 经营活动现金流净额/净利为 8%（归母净利润与经营活动现金流差额约 1 亿元）、同比下降 132PCT，主要由于 1) 原材料涨价背景下，公司增加原材料备货，原材料库存增加约 8200 万元；2) 受海运影响部分成品推迟出货，在产品、成品库存增加约 4500 万元；3) 疫情后延长了部分客户的账期使得应收账款增加，2021H 应收账款周转天数为 72.6 天、同比下降 7 天、较 19H1 增长约 11 天。

#### 投资建议

我们判断，短期来看，公司无缝业务新客户拓展顺利、8 月有望实现满产；中长期来看，行业洗牌有利于优质公司集中度提升，公司凭借日本管理+欧洲研发+越南布局优势，有望提升市场份额。我们假设：1) 棉袜产量稳步增长，2021/2022/2023 年有望达到 3.4+/3.9+/4.6 亿双左右。2) 2020 年国内无缝编织设备 400 台左右，越南 110 台；越南 110 台 2020 年尚未贡献产出、2021 年将贡献增量，公司在贵州已新增 50 台产能，中期来看 2023 年公司无缝设备将达 850-900 台，其中越南 300-350 台。3) 预计未来 3 年资本开支合计 4-5 亿左

右。考虑到无缝拓展新客户、产能利用率有望逐渐爬坡，维持 2021、2022、2023 年归母净利为 2.84、3.82、4.79 亿元，目前股价对应 21/22/23PE 为 12/9/7X，目前股价处于估值底部、且预期 Q3 有望迎来无缝拐点，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情发展的不确定性、客户开拓的不确定性、汇率波动风险、棉价波动风险、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,780	1,582	2,034	2,571	3,150
YoY (%)	12.9%	-11.1%	28.5%	26.4%	22.5%
归母净利润(百万元)	273	-528	284	382	479
YoY (%)	32.4%	-293.1%	153.8%	34.5%	25.4%
毛利率 (%)	29.2%	20.1%	28.0%	28.4%	28.7%
每股收益 (元)	0.70	-1.34	0.72	0.97	1.22
ROE	9.0%	-22.1%	11.2%	13.9%	15.8%
市盈率	12.52	-6.49	12.05	8.96	7.14

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,582	2,034	2,571	3,150	净利润	-528	283	381	478
YoY (%)	-11.1%	28.5%	26.4%	22.5%	折旧和摊销	147	86	94	102
营业成本	1,264	1,465	1,841	2,245	营运资金变动	53	-129	-148	-163
营业税金及附加	14	18	23	28	经营活动现金流	259	279	368	460
销售费用	50	64	77	99	资本开支	-111	-152	-145	-130
管理费用	155	160	193	236	投资	20	0	0	0
财务费用	26	34	33	34	投资活动现金流	-35	-153	-147	-132
资产减值损失	-563	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	3	-1	-1	-2	债务募资	951	-147	101	-20
营业利润	-499	309	421	527	筹资活动现金流	-96	-325	-116	-239
营业外收支	-10	2	-2	-2	现金净流量	57	-199	106	89
利润总额	-509	311	419	525	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	19	28	38	47	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	-528	283	381	478	营业收入增长率	-11.1%	28.5%	26.4%	22.5%
归属于母公司净利润	-528	284	382	479	净利润增长率	-293.1%	153.8%	34.5%	25.4%
YoY (%)	-293.1%	153.8%	34.5%	25.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	-1.34	0.72	0.97	1.22	毛利率	20.1%	28.0%	28.4%	28.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	-33.4%	13.9%	14.8%	15.2%
货币资金	534	335	441	530	总资产收益率 ROA	-15.8%	8.4%	10.1%	11.5%
预付款项	12	5	6	8	净资产收益率 ROE	-22.1%	11.2%	13.9%	15.8%
存货	430	558	706	861	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	368	435	533	645	流动比率	1.81	2.04	1.97	2.18
流动资产合计	1,344	1,333	1,686	2,044	速动比率	1.22	1.18	1.14	1.25
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.72	0.51	0.52	0.56
固定资产	1,480	1,555	1,612	1,651	资产负债率	28.4%	25.3%	27.9%	27.4%
无形资产	263	253	244	235	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1,989	2,059	2,112	2,141	总资产周转率	0.47	0.60	0.68	0.75
资产合计	3,333	3,392	3,798	4,185	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	419	272	373	353	每股收益	-1.34	0.72	0.97	1.22
应付账款及票据	175	220	280	341	每股净资产	6.07	6.45	6.97	7.74
其他流动负债	147	161	201	245	每股经营现金流	0.66	0.71	0.94	1.17
流动负债合计	742	653	854	939	每股股利	0.00	0.33	0.42	0.42
长期借款	201	201	201	201	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	5	5	5	5	PE	-6.49	12.05	8.96	7.14
非流动负债合计	206	206	206	206	PB	1.32	1.35	1.25	1.12
负债合计	948	859	1,060	1,145					
股本	416	393	393	393					
少数股东权益	0	-1	-2	-3					
股东权益合计	2,385	2,533	2,738	3,039					
负债和股东权益合计	3,333	3,392	3,798	4,185					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。