健盛集团（603558.SH）

Q3 加速恢复，优秀表现不负预期

单 Q3 收入业绩快速增长。据公司公告：1）前三季度营收/业绩分别同比增长 32.2%/210.7%至 15.2 亿元/1.8 亿元(**单 Q3 季度营收/业绩分别同增 44.5%/大幅增长至 6.1 亿元/0.73 亿元**），**符合快速增长预期**，产能进一步释放。2）前三季度毛利率水平较同期+7.5PCTs 达 27.7%（单 Q3 较同期+9PCTs 达 27.6%），毛利率提升主要系产能利用率提升、产品结构优化所致。3）前三季度销售费用率+0.3PCTs 达 3.4%，管理费用率-1.2PCTs 至 6.6%，研发/财务费用率基本稳定为 2.8%/1.2%。4）综合以上，公司净利率+6.8PCTs 至 11.9%，盈利质量持续恢复。

棉袜销售优化高速增长，无缝业务恢复良好。1）棉袜业务高速增长。①销售端：随海外客户销售恢复，我们判断棉袜订单充沛，根据订单及生产节奏我们预计单 Q3 棉袜业务销售较 2020Q3 增长 60%+/较 2019Q3 增长 50%左右。②利润端：棉袜业务盈利质量佳，我们判断三季度利润主要系棉袜业务贡献。**2）无缝销售环比改善：**我们预计单 Q3 无缝销售同比 2020Q3 基本持平/环比 2021Q2 有所改善，随公司拓展 HM、李宁等优质新客户，我们判断无缝业务当前订单及产能利用率充沛，根据订单及生产节奏我们预计 Q4 无缝有望迎来明显改善。

产能稳健扩张，持续驱动订单。1）短期产能情况稳健。6 月末起越南局部地区暴发疫情，我们据产能所在地情况判断公司所受影响甚微；9 月末绍兴出台双控政策，目前来看我们跟踪判断公司所受影响较小。**2）规模扩张，产业链延伸。**①棉袜产能扩张：疫情可控下我们预计 2021-2023 年棉袜产能约 3.5/3.9/4.6 亿双左右，有望持续驱动订单。②无缝优化产能布局，疫情下越南原先拟新增产能暂移至国内贵州，我们预计此前无缝业务国内/越南产能占比 80%/20%。③向上游延伸产业链，据公司公告，贵州辅料项目已投产，有望为主业提供良好协同。

偶发因素使得营运短期承受压力。公司 2021Q3 末存货同比增长 38%至 5.6 亿元，前三季度经营现金流净额同比大幅下降至 0.5 亿元，我们判断主要系：1）原材料价格上涨、公司加大备货。2）海运因素影响出货带来库存积压。后续随货品发出、生产节奏正常推进，我们预计营运水平有望恢复正常。

全年业绩恢复。1）展望全年，公司订单充沛，我们据产能投放节奏估算 2021 年收入端有望实现 20%+的增长/业绩端有望恢复至 2019 年 90%左右水平。2）公司回购股份以维护投资者利益，截止当前累计回购总股本的 1.24%，约 0.45 亿元（计划回购总规模不超过 2 亿元，不低于 1 亿元）。

投资建议。公司是领先的针织运动服饰制造商，具备一体化生产链优势。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别 2.40/2.92/3.54 亿元，当前 11.50 元，对应 2022 年 PE 为 15.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情影响超预期，东南亚地区疫情反复；汇率异常波动风险；越南政策变化风险；客户订单转移风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,780	1,582	1,988	2,320	2,726
增长率 yoy（%）	12.9	-11.1	25.6	16.7	17.5
归母净利润（百万元）	273	-528	240	292	354
增长率 yoy（%）	32.4	-	-	22.0	21.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.70	-1.34	0.61	0.74	0.90
净资产收益率（%）	8.9	-22.1	9.1	10.2	11.2
P/E（倍）	16.5	-8.6	18.9	15.5	12.8
P/B（倍）	1.5	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 10 月 25 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10 月 25 日收盘价(元)	11.50
总市值(百万元)	4,518.84
总股本(百万股)	392.94
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	7.68

股价走势

作者

分析师　鞠兴海
执业证书编号：S0680518030002
邮箱：juxinghai@gszq.com
分析师　杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com
研究助理　侯子夜
邮箱：houziye@gszq.com

相关研究

1、《健盛集团（603558.SH）：业绩改善，销售增长，产能稳健》2021-10-16
2、《健盛集团（603558.SH）：棉袜业务稳健，无缝业务恢复》2021-08-12
3、《健盛集团（603558.SH）：袜业龙头再起航，深挖运动品类机会》2021-07-18

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1180	1344	1779	1972	2395
现金	312	534	717	837	984
应收票据及应收账款	311	316	408	472	541
其他应收款	30	16	42	25	54
预付账款	9	12	15	17	20
存货	458	430	561	585	760
其他流动资产	60	36	36	36	36
非流动资产	2583	1989	2236	2375	2561
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1359	1480	1687	1816	1982
无形资产	234	263	287	295	300
其他非流动资产	989	246	262	264	279
资产总计	3763	3333	4015	4347	4956
流动负债	705	742	1220	1356	1704
短期借款	390	419	806	917	1193
应付票据及应付账款	200	175	244	241	329
其他流动负债	114	147	170	198	183
非流动负债	9	206	170	132	94
长期借款	0	201	165	127	89
其他非流动负债	9	5	5	5	5
负债合计	714	948	1390	1488	1798
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	416	416	416	416	416
资本公积	1911	1823	1823	1823	1823
留存收益	861	193	366	592	854
归属母公司股东权益	3049	2385	2625	2860	3158
负债和股东权益	3763	3333	4015	4347	4956

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	351	259	202	452	370
净利润	272	-528	239	292	354
折旧摊销	127	147	148	174	188
财务费用	3	26	17	34	33
投资损失	3	-3	-1	1	0
营运资金变动	-64	41	-202	-49	-205
其他经营现金流	10	577	0	0	0
投资活动现金流	-232	-35	-394	-315	-374
资本支出	372	111	247	139	186
长期投资	36	20	0	0	0
其他投资现金流	176	96	-147	-175	-188
筹资活动现金流	-201	-96	-71	-128	-92
短期借款	-47	29	-60	1	33
长期借款	0	201	-36	-39	-38
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-88	0	0	0
其他筹资现金流	-154	-239	25	-91	-87
现金净增加额	-63	57	-263	10	-97

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1780	1582	1988	2320	2726
营业成本	1261	1264	1411	1631	1915
营业税金及附加	15	14	18	20	24
营业费用	55	50	52	56	63
管理费用	151	155	179	190	210
研发费用	50	46	57	71	86
财务费用	3	26	17	34	33
资产减值损失	-3	-563	0	0	0
其他收益	60	33	15	15	15
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-3	3	1	-1	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	302	-499	270	331	410
营业外收入	1	1	8	8	5
营业外支出	4	11	6	6	7
利润总额	299	-509	273	333	408
所得税	27	19	33	41	54
净利润	272	-528	239	292	354
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	-528	240	292	354
EBITDA	441	-340	446	541	637
EPS（元）	0.70	-1.34	0.61	0.74	0.90

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.9	-11.1	25.6	16.7	17.5
营业利润(%)	28.0	-265.1	154.2	22.4	24.0
归属于母公司净利润(%)	32.4	-293.1	-145.4	22.0	21.2
获利能力					
毛利率(%)	29.2	20.1	29.0	29.7	29.7
净利率(%)	15.4	-33.3	12.1	12.6	13.0
ROE(%)	8.9	-22.1	9.1	10.2	11.2
ROIC(%)	8.3	-16.8	7.2	8.1	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	28.4	34.6	34.2	36.3
净负债比率(%)	2.8	3.7	11.4	8.8	10.9
流动比率	1.7	1.8	1.5	1.5	1.4
速动比率	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.9	5.0	5.5	5.3	5.4
应付账款周转率	7.2	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.70	-1.34	0.61	0.74	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.66	0.51	1.15	0.94
每股净资产(最新摊薄)	7.76	6.07	6.68	7.28	8.04
估值比率					
P/E	16.5	-8.6	18.9	15.5	12.8
P/B	1.5	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.0	-14.3	11.4	9.3	8.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 10 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com