

健盛集团 (603558)

证券研究报告

2021年10月27日

棉袜业务产销齐增，21Q3 盈利能力持续改善

公司 21Q1-3 营收 15.21 亿元同增 32.2%，归母净利 1.81 亿同增 210.7%

Q1、Q2、Q3 分别实现营收 4.14/4.97/6.10 亿元，分别同比增长 11.3%/39.5%/44.5%；归母净利分别为 0.47/0.61/0.73 亿元，分别同比增长 -13.5%/+19034.4%/+2163.6%。21Q3 业绩增长的主要原因系：1) 2020 年同期受疫情影响，业绩基数较低；2) 21Q3 公司棉袜业务从疫情影响中逐渐恢复，回归正常发展轨道，产、销均有较大增长。

毛利率、净利率均有所回升，费用率整体保持稳定

21Q1-3 公司销售毛利率为 27.7%，同比增长 7.5pct；销售净利率为 11.9%，同比增长 6.9pct，整体盈利能力呈回升态势。

21Q1-3 公司销售费用率 3.4% (+0.3pct) 主要系期间销售业务员增加以及薪资调整，职工薪酬增加所致；管理费用率 6.6% (-1.2pct)、财务费用率 1.2% (-0.1pct)、研发费用率 2.8% (-0.1pct)，整体保持稳定，较 2020 年同期略有下降。

受原材料提价与国际海运影响，库存备货同比增长

截至 2021 年 9 月 30 日，公司存货为 5.58 亿元，同比增长 38.3%，主要是由于：1) 21H1 原材料价格上涨，公司增加了库存备货；2) 受国际海运影响，公司库存商品出货延迟。21Q1-3 存货周转率为 2.22 次，较 20Q1-3 增加 0.09 次，基本恢复疫情前水平。截至 2021 年 9 月 30 日，公司应收账款为 4.85 亿元，同比增长 45.1%，随公司营收同步增长。

持续拓产、产业链延伸促多业务协同增长，推动业绩持续恢复

- 1) 头部优质客户持续赋能增长，开发新客户助力客户结构优化
- 2) 持续优化拓展无缝服饰、棉袜产能，贵州基地快速拓展有望近期投产
- 3) 积极拓展延伸产业链，提升一体化棉袜无缝生产能力
- 4) 精进研发智造提升长期核心竞争力，海外疫情防控有效、对产能影响有限

维持盈利预测，维持买入评级。随着公司新基地逐渐投产、业绩持续恢复，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 20.26、25.22、30.59 亿元，2021~2023 年归母净利润分别为 2.44、3.10、3.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.79 元、1.01 元/股，对应 P/E 分别为 18.55、14.59、11.42X。

风险提示：原材料价格上升；海外产能利用、生产效率提升不及预期等风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,780.37	1,582.45	2,025.86	2,521.52	3,058.67
增长率(%)	12.86	(11.12)	28.02	24.47	21.30
EBITDA(百万元)	418.39	805.75	371.44	440.63	532.05
净利润(百万元)	273.31	-527.73	243.58	309.67	395.64
增长率(%)	32.39	-293.09	-146.16	27.13	27.76
EPS(元/股)	0.70	-1.34	0.62	0.79	1.01
市盈率(P/E)	16.53	-8.56	18.55	14.59	11.42
市净率(P/B)	1.48	1.89	1.72	1.56	1.37
市销率(P/S)	2.54	2.86	2.23	1.79	1.48
EV/EBITDA	10.69	4.15	12.13	9.36	7.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	11.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	392.94
流通 A 股股本(百万股)	392.94
A 股总市值(百万元)	4,518.84
流通 A 股市值(百万元)	4,518.84
每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	40.24
一年内最高/最低(元)	12.17/7.20

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

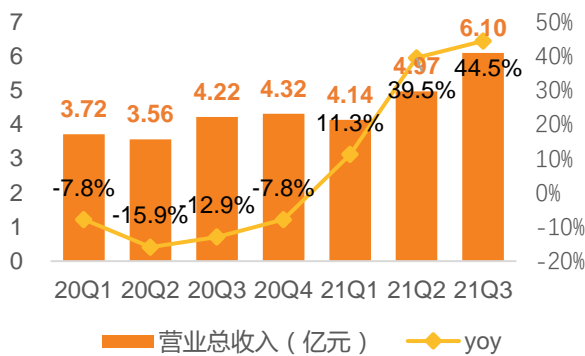
相关报告

- 1 《健盛集团-半年报点评:21H1 盈利能力改善持续拓产，棉袜业务供不应求》 2021-08-13
- 2 《健盛集团-年报点评报告:多因素短暂影响 20 年盈利，21 轻装上阵业绩有望加速回升》 2021-04-23
- 3 《健盛集团-季报点评:Q3 业绩承压，盈利环比改善，积极扩产推动未来业绩回升》 2020-10-30

1. 21Q3 实现营收 6.10 亿同增 45%，归母净利 0.73 亿同增 2164%

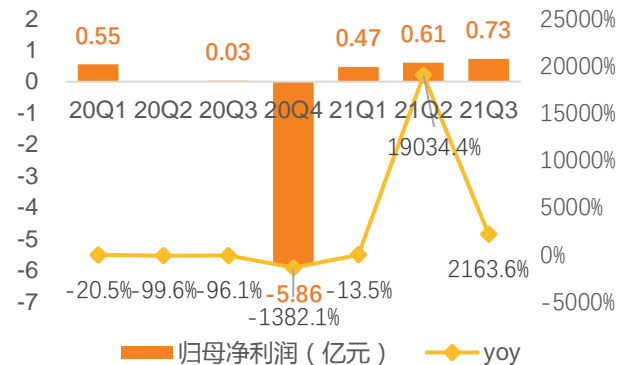
公司 21Q1-3 共实现营收 15.21 亿元，同比增长 32.2%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 4.14/4.97/6.10 亿元，分别同比增长 11.3%/39.5%/44.5%；21Q1-3 共实现归母净利润 1.81 亿，同比增长 210.7%，其中 Q1、Q2、Q3 归母净利分别为 0.47/0.61/0.73 亿元，分别同比增长 -13.5%/+19034.4%/+2163.6%。21Q3 业绩高速增长的主要原因系：1) 2020 年同期受疫情影响，业绩基数较低；2) 21Q3 公司棉袜业务从疫情影响中逐渐恢复，回归正常发展轨道，产、销均有较大增长。

图 1：20Q1-21Q3 公司营业总收入（亿元）及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：20Q1-21Q3 公司归母净利润（亿元）及同比

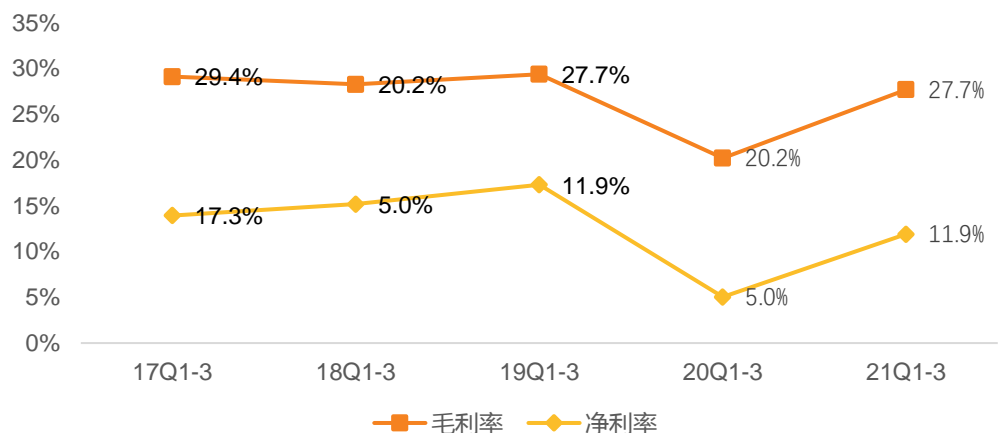


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 费控良好，盈利能力持续改善

21Q1-3 公司毛利率为 27.7%，同比增长 7.5pct；销售净利率为 11.9%，同比增长 6.9pct，整体盈利能力呈回升态势。

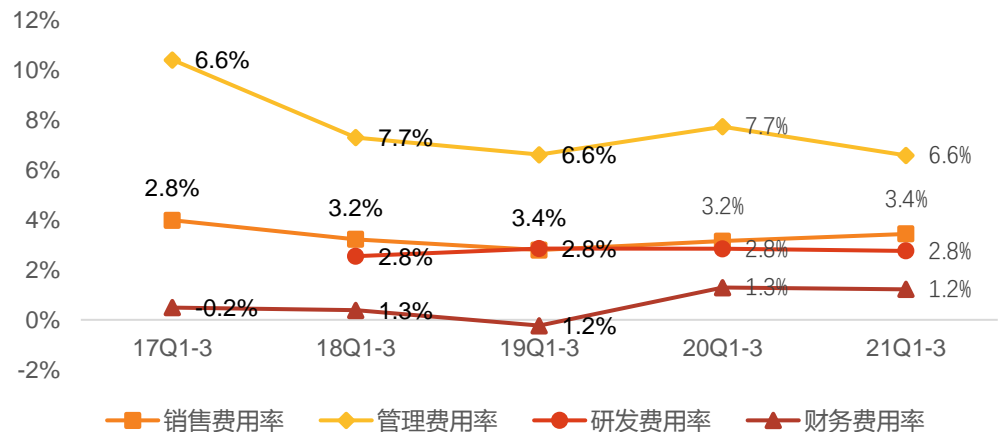
图 3：公司近五年 Q1-3 销售毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率有所优化。21Q1-3 公司销售费用率 3.4% (+0.3pct) 主要系期间销售业务员增加以及薪资调整，职工薪酬增加所致；管理费用率 6.6% (-1.2pct)、财务费用率 1.2% (-0.1pct)、研发费用率 2.8% (-0.1pct)，整体保持稳定。

图 4：公司近五年 Q1-3 各细分费用率



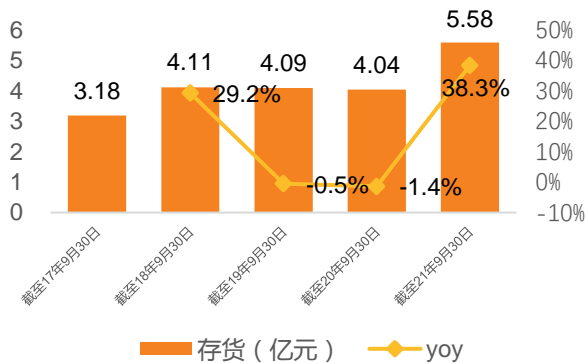
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2017 年研发费用归在管理费用中

3. 受原材料提价与国际海运影响，库存同比增长

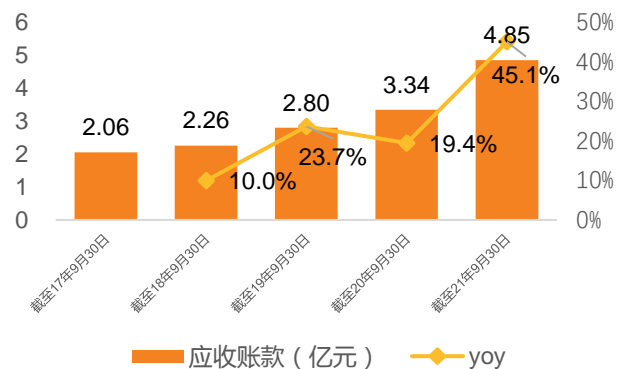
截至 2021 年 9 月 30 日，公司存货为 5.58 亿元，同比增长 38.3%，主要是由于：1) 21H1 原材料价格上涨，公司增加了库存备货；2) 受国际海运影响，公司库存商品出货延迟。21Q1-3 存货周转率为 2.22 次，基本恢复疫情前水平。截至 2021 年 9 月 30 日，公司应收账款为 4.85 亿元，同比增长 45.1%，随公司营收同步增长。

图 5：公司近五年 Q1-3 存货（亿元）及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司近五年 Q1-3 应收账款（亿元）及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 稳拓产能、一体化延伸促多业务协同成长，推动业绩持续恢复

1) 棉袜细分龙头，头部优质客户持续赋能增长，开发新客户助力客户结构优化

公司作为全球化、垂直一体化运动服饰生产制造商，与头部运动品牌、优质服饰品牌合作关系紧密牢固，主要客户包含 PUMA、迪卡侬、优衣库、Adidas 等，形成了日本、欧洲、大洋洲、美国等四大稳固市场。

2021 年公司持续优化已有客户结构，积极开发全球优质新客户，目前已与 H&M、李宁品牌建立了合作关系，并同时着力开发以色列 TEFRON、IKAR 客户；目前 TEFRON 已经开始下单，IKAR 预计 21 年下半年开始生产。

2) 持续优化拓展无缝服饰、棉袜产能，贵州、越南等多基地有望近期投产

全球化产能布局：公司已于 2013 年开始生产基地海外布局，目前在越南海防、兴安、清化等地规划建设了三大生产基地，充分利用东南亚当地劳动力成本优势、税收政策优势、较为优惠国际贸易政策等有力因素，提升公司在棉袜及无缝服饰代工生产领域竞争力。

无缝产能拓展优化：一方面，公司于 21H1 扩建贵州鼎盛产能规模，新增购买 50 台无缝针织机，2021 年内力争完成 96 台无缝编织机投产工作；另一方面，越南无缝工厂逐步投产，21H1 已达 7 成以上开机率，逐步实现规模化量产。

棉袜产能顺利拓产：21H1 公司新设立贵州健盛运动服饰有限公司，规划新增 1000 台袜机，已完成项目配套建设，其中首期配置 440 台袜机，预计于 21 年下半年投产。

此外，公司计划推进越南海防基地清化工厂棉袜扩建项目，计划 2021 年实现棉袜编织产量 8000 多万双，确保越南棉袜年产量达到 2 亿双。

3) 积极拓展延伸产业链，提升垂直一体化能力

公司 2021 年规划贵州健盛运动服饰有限公司棉袜及辅料项目建设，项目规划年产中高档棉袜 6000 万双，氨纶、橡筋、包覆纱 3500 吨，其中 2000 吨产能已于 21H1 期末建成投产，为公司无缝服饰及棉袜生产提供产业链配套，提升公司垂直一体化生产能力，并对公司无缝服饰业务实现产业链延伸。

4) 精进研发智造提升长期核心竞争力，海外疫情防控有效、对产能影响有限

公司持续注重研发投入，组建欧洲公司，聘任国际高端人才，提升公司设计研发能力；此外，公司信息化建设持续推进，为无缝服饰生产线优化 ERP 系统，贵州、越南清化工厂及时上线 ERP 系统，对公司运营生产效率提升起到重要作用。

公司重视疫情防控，21H1 越南疫情局部爆发，仅对公司外部环境造成影响；公司防控措施卓有成效、配合当地政府，基本实现越南基地无人员感染，保障生产正常进行。

5. 盈利预测

维持盈利预测，维持买入评级。公司持续拓产、协同发展棉袜、无缝业务，业绩持续恢复，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 20.26、25.22、30.59 亿元，2021~2023 年归母净利润分别为 2.44、3.10、3.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.79 元、1.01 元/股，对应 P/E 分别为 18.55、14.59、11.42X。

6. 风险提示

原材料价格上升；海外产能利用、生产效率提升不及预期等风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	311.72	534.04	465.95	554.73	782.23	营业收入	1,780.37	1,582.45	2,025.86	2,521.52	3,058.67
应收票据及应收账款	311.17	315.85	413.13	365.59	409.28	营业成本	1,260.63	1,264.38	1,461.67	1,799.86	2,177.78
预付账款	9.13	12.07	7.38	17.97	14.09	营业税金及附加	14.69	13.69	0.00	0.00	0.00
存货	457.66	430.42	580.49	608.32	730.65	营业费用	55.48	49.91	57.53	71.86	81.36
其他	90.32	51.76	89.53	77.37	102.45	管理费用	151.47	154.75	173.21	220.63	264.27
流动资产合计	1,180.00	1,344.14	1,556.47	1,623.98	2,038.69	研发费用	50.38	45.99	54.70	75.39	88.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.91	25.68	16.85	10.14	1.52
固定资产	1,359.08	1,480.24	1,462.47	1,452.39	1,433.92	资产减值损失	-2.58	-563.00	-2.56	-2.00	-3.00
在建工程	277.12	72.08	79.25	95.55	87.33	公允价值变动收益	-0.79	0.11	4.34	2.31	-2.98
无形资产	234.39	262.75	251.56	240.36	229.17	投资净收益	-2.56	3.07	4.00	-2.42	-2.42
其他	712.06	174.02	159.67	152.76	145.27	其他	-51.63	1,087.17	-16.68	0.23	10.81
非流动资产合计	2,582.64	1,989.08	1,952.95	1,941.06	1,895.69	营业利润	302.36	-499.31	272.80	345.51	442.64
资产总计	3,762.64	3,333.22	3,509.42	3,565.03	3,934.38	营业外收入	1.03	0.87	1.33	5.67	2.62
短期借款	389.93	418.92	440.48	227.58	150.00	营业外支出	4.12	10.90	6.29	7.11	8.10
应付票据及应付账款	200.44	175.39	226.59	283.92	337.39	利润总额	299.27	-509.35	267.84	344.08	437.17
其他	114.33	147.35	118.17	146.58	139.86	所得税	26.82	18.79	24.27	34.41	41.53
流动负债合计	704.70	741.66	785.24	658.08	627.26	净利润	272.46	-528.13	243.58	309.67	395.64
长期借款	0.00	201.46	82.03	0.00	0.00	少数股东损益	-0.86	-0.41	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	273.31	-527.73	243.58	309.67	395.64
其他	8.93	4.75	17.94	10.54	11.08	每股收益(元)	0.70	-1.34	0.62	0.79	1.01
非流动负债合计	8.93	206.21	99.97	10.54	11.08						
负债合计	713.63	947.86	885.21	668.61	638.33						
少数股东权益	0.29	0.21	0.21	0.21	0.21	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	416.36	416.36	392.94	392.94	392.94	成长能力					
资本公积	1,910.67	1,822.66	1,822.66	1,822.66	1,822.66	营业收入	12.86%	-11.12%	28.02%	24.47%	21.30%
留存收益	2,771.76	2,015.50	2,231.06	2,503.27	2,902.90	营业利润	27.98%	-265.14%	-154.64%	26.65%	28.11%
其他	-2,050.06	-1,869.38	-1,822.66	-1,822.66	-1,822.66	归属于母公司净利润	32.39%	-293.09%	-146.16%	27.13%	27.76%
股东权益合计	3,049.01	2,385.35	2,624.21	2,896.42	3,296.05	获利能力					
负债和股东权益总计	3,762.64	3,333.22	3,509.42	3,565.03	3,934.38	毛利率	29.19%	20.10%	27.85%	28.62%	28.80%
						净利率	15.35%	-33.35%	12.02%	12.28%	12.93%
						ROE	8.96%	-22.13%	9.28%	10.69%	12.00%
						ROIC	9.74%	-16.13%	11.01%	12.27%	16.06%
						偿债能力					
						资产负债率	18.97%	28.44%	25.22%	18.75%	16.22%
						净负债率	2.57%	3.62%	2.16%	-11.30%	-19.18%
						流动比率	1.67	1.81	1.98	2.47	3.25
						速动比率	1.03	1.23	1.24	1.54	2.09
						营运能力					
						应收账款周转率	5.93	5.05	5.56	6.48	7.89
						存货周转率	4.02	3.56	4.01	4.24	4.57
						总资产周转率	0.48	0.45	0.59	0.71	0.82
						每股指标(元)					
						每股收益	0.70	-1.34	0.62	0.79	1.01
						每股经营现金流	0.89	0.66	0.30	1.32	0.89
						每股净资产	7.76	6.07	6.68	7.37	8.39
						估值比率					
						市盈率	16.53	-8.56	18.55	14.59	11.42
						市净率	1.48	1.89	1.72	1.56	1.37
						EV/EBITDA	10.69	4.15	12.13	9.36	7.20
						EV/EBIT	15.04	5.02	15.55	11.60	8.63

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com