

2022年04月19日

成本端 22Q1 改善，可转债聚焦针织面料扩产

盛泰集团 (605138)

评级:	买入	股票代码:	605138
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	17.58/10.01
目标价格:	14.9	总市值(亿)	59.67
最新收盘价:	10.74	自由流通市值(亿)	5.97
		自由流通股数(百万)	55.56

事件概述

年报低于预期，一季报符合预期。2021 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 51.57/2.91/1.59 亿元、同比增长 10%/-1%/-34%，非经主要为政府补助 0.37 亿元、投资收益 0.89 亿元（包括投资非凡股份收到的股利、以及出售部分股份和公允价值变动产生的投资收益 0.76 亿元）、其他营业外净收入 0.17 亿元、其他非经收益 0.21 亿元、所得税影响额-0.24 亿元。公司每股派发 0.108 元，全年分红率为 41%，股息率为 2%。

21Q4 公司收入/归母净利分别为 15.69/0.57 亿元、同比增长 31%/-36%，收入环比加速增长（21Q3 收入+8%）、净利环比下滑。22Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 13.73/0.62/0.7 亿元、同比增长 31%/43%/62%，略超预期。

公司发布可转债预案，拟发行不超过 8.5 亿元可转债，期限为 6 年，募集资金用于：1) 年产 48,000 吨高档针织面料印染生产线项目（一期），总投资额 3.03 亿元，拟投入募投资金 2.2 亿元，2) 越南十万锭纱线建设项目，总投资额 4.02 亿元，拟投入募投资金 3 亿元，3) 嵊州盛泰 22MWp 分布式光伏电站建设项目，总投资额 0.88 亿元，拟投入募投资金 0.55 亿元，4) 信息化建设项目，总投资额 0.25 亿元，拟投入募投资金 0.2 亿元，5) 补充流动资金 2.55 亿元。

分析判断：

Ralph Lauren 重回第一大客户位置，收入增长主要来自产能利用率恢复贡献。2021 年针织成衣/梭织成衣/针织面料/梭织面料/纱线/受托加工业务收入分别为 22.83/14.88/5.52/4.29/2.62/0.19 亿元、同比增长 34%/2%/28%/12%/-18%/-94%，分量价来看，针织成衣/梭织成衣/针织面料/梭织面料量增分别为 49%/-5%/34%/30%，价增分别为-10%/8%/-4%/-14%，量增主要来自产能利用率提升，针织成衣/梭织成衣/针织面料/梭织面料产能利用率分别为 113%/81%/102%/83%、同比提高 35/3/36/4PCT。2021 年 Ralph Lauren/优衣库/Lacoste/FILA/ HUGO BOSS 收入分别为 7.89/5.65/5.45/5.15/3.15 亿元、同比增长 42%/-15%/3%/3%/21%，前五大客户占比合计为 53%。

毛利率受原材料、能源及运输成本影响下滑，22Q1 毛利率已现环比改善。2021 年公司毛利率为 15.87%、同比下降 4.14PCT，主要由于原材料及能源大幅涨价，且海外受疫情、海运不畅等因素影响一度生产受阻，公司通过空运等方式确保公司产品可以准时交付，额外产生超过 8000 万元运费。21Q4 公司毛利率为 14.5%、环比下降 1PCT，22Q1 公司毛利率已现改善、环比提高 3.17PCT。

净利率下降受毛利率影响，职工薪酬下降带动管理费用率下降。2021 年公司净利率为 5.83%、同比下降 0.49PCT，主要来自毛利率下降。从费用率看，销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.0%/4.9%/1.4%/1.9%、同比提高-0.2/-0.9/0.2/-0.2PCT，管理费用率下降主要来自职工薪酬下降。投资收益/收入提高 0.63PCT 至 0.57%，公允价值变动净收益/收入提高 1.34PCT 至 1.63%，信用减值损失/收入减少 0.2PCT 主要来自计提应收账款坏账准备转回，资产减值损失/收入增加 0.17PCT 主要来自存货跌价准备增加。营业外收入/收入提高 0.21PCT 至 0.35%，主要来自违约金和赔款收入。所得税率为 10%、下降 7PCT，主要由于非同一控制企业合并资产评估增值、交易性金融资产公允价值变动、固定资产折旧导致递延所得税负债增加。21Q4 净利率为 3.89%、同比下降 3.8PCT、环比下降 0.74PCT、主要来自毛利率下降，22Q1 净利率为 4.66%、同比提高 0.4PCT、环比提高 0.8PCT，22Q1 已现改善。

原材料备货增加。2021 年末公司存货为 11.93 亿元、同比增长 66%，主要来自原材料备货增加。公司应收账款周转天数为 49 天、同比下降 7 天，应付账款周转天数为 46 天、同比下降 4 天。

投资建议

短期来看，受益疫情后复苏 22 年公司有望迎来产能利用率改善，叠加 21 年原材料上涨带来的产品滞后提价、22 年毛利率有望迎来改善。中期来看，公司 22 年、23 年募投项目有望逐步投产，将新增针织面料产能 2400 吨 (+13%)、及针织成衣产能 920 万件 (+29%)，此外公司可转债项目将新增针织面料和纱线产能，全部投产后公司针织面料产能将较目前增长 255%；长期来看，公司净利率提升空间较大。维持 22/23 年收入分别为 63.77/72.69 亿元，新增 24 年收入为 83.09 亿元，维持 22/23 年归母净利分别为 4.15/5.00 亿元，新增 24 年归母净利 5.82 亿元，维持 22/23 年 EPS 分别为 0.75/0.90 元，新增 24 年 EPS 为 1.05 元，2022 年 4 月 18 日收盘价 10.74 元对应 PE 分别为 14/12/10X，维持 83 亿元目标市值、对应目标价 14.9 元，维持“买入”评级。

风险提示

原材料波动风险；汇兑风险；可转债发行的不确定；产能扩张不及预期；贸易摩擦风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,702	5,157	6,377	7,269	8,309
YoY (%)	-15.6%	9.7%	23.6%	14.0%	14.3%
归母净利润(百万元)	293	291	415	500	582
YoY (%)	9.0%	-0.6%	42.3%	20.7%	16.3%
毛利率 (%)	20.0%	15.9%	16.9%	18.1%	18.3%
每股收益 (元)	0.59	0.57	0.75	0.90	1.05
ROE	20.5%	14.2%	16.8%	16.9%	16.4%
市盈率	18.20	18.84	14.39	11.93	10.25

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：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,157	6,377	7,269	8,309	净利润	300	423	510	594
YoY (%)	9.7%	23.6%	14.0%	14.3%	折旧和摊销	272	625	955	1,350
营业成本	4,339	5,300	5,955	6,789	营运资金变动	-148	-232	-158	-183
营业税金及附加	31	38	41	44	经营活动现金流	416	861	1,417	1,934
销售费用	154	174	196	224	资本开支	-760	-4,162	-4,995	-5,995
管理费用	251	287	327	332	投资	35	76	-4	-5
财务费用	97	76	146	214	投资活动现金流	-660	-4,060	-4,970	-5,967
研发费用	71	64	73	83	股权募资	488	0	0	0
资产减值损失	-41	0	0	0	债务募资	103	3,147	3,734	4,286
投资收益	29	26	29	33	筹资活动现金流	411	3,067	3,585	4,068
营业利润	326	488	590	688	现金净流量	132	-132	32	36
营业外收支	9	10	11	11					
利润总额	334	498	601	699	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	34	75	90	105	成长能力 (%)				
净利润	300	423	510	594	营业收入增长率	9.7%	23.6%	14.0%	14.3%
归属于母公司净利润	291	415	500	582	净利润增长率	-0.6%	42.3%	20.7%	16.3%
YoY (%)	-0.6%	42.3%	20.7%	16.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.57	0.75	0.90	1.05	毛利率	15.9%	16.9%	18.1%	18.3%
					净利率	5.8%	6.6%	7.0%	7.1%
					总资产收益率 ROA	4.9%	4.4%	3.6%	3.1%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净资产收益率 ROE	14.2%	16.8%	16.9%	16.4%
货币资金	455	323	355	391	偿债能力 (%)				
预付款项	56	11	12	14	流动比率	0.74	0.39	0.28	0.22
存货	1,193	1,017	1,142	1,302	速动比率	0.39	0.23	0.17	0.13
其他流动资产	1,011	1,287	1,459	1,661	现金比率	0.12	0.05	0.03	0.03
流动资产合计	2,716	2,637	2,969	3,367	资产负债率	64.5%	73.1%	77.9%	80.7%
长期股权投资	22	22	22	22	经营效率 (%)				
固定资产	2,156	5,702	9,753	14,409	总资产周转率	0.86	0.68	0.53	0.44
无形资产	386	386	386	386	每股指标 (元)				
非流动资产合计	3,261	6,806	10,857	15,513	每股收益	0.57	0.75	0.90	1.05
资产合计	5,977	9,443	13,826	18,880	每股净资产	3.69	4.44	5.34	6.39
短期借款	2,431	5,578	9,312	13,598	每股经营现金流	0.75	1.55	2.55	3.48
应付账款及票据	737	755	848	967	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	503	382	426	482	估值分析				
流动负债合计	3,672	6,715	10,587	15,047	PE	18.84	14.39	11.93	10.25
长期借款	7	7	7	7	PB	3.27	2.42	2.01	1.68
其他长期负债	176	176	176	176					
非流动负债合计	184	184	184	184					
负债合计	3,855	6,899	10,770	15,231					
股本	556	556	556	556					
少数股东权益	70	78	89	101					
股东权益合计	2,122	2,545	3,055	3,649					
负债和股东权益合计	5,977	9,443	13,826	18,880					

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。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。