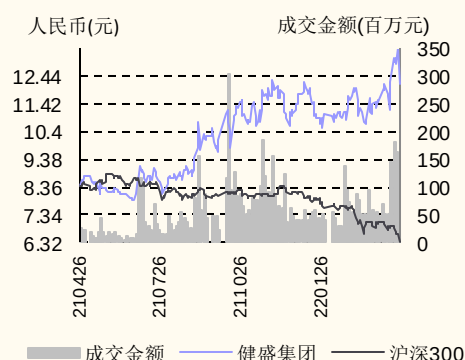


健盛集团 (603558.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 12.11 元

全年业绩稳健恢复, 22 开局增长强劲**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	3.93
已上市流通 A 股(亿股)	3.93
总市值(亿元)	47.59
年内股价最高最低(元)	13.45/7.87
沪深 300 指数	3815
上证指数	2929

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,582	2,052	2,509	2,934	3,404
营业收入增长率	-11.12%	29.65%	22.27%	16.98%	16.00%
归母净利润(百万元)	-528	167	298	376	485
归母净利润增长率	-293.09%	131.69%	78.38%	26.05%	28.98%
摊薄每股收益(元)	-1.267	0.426	0.759	0.957	1.234
每股经营性现金流净额	0.62	0.69	0.87	1.44	1.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	-22.13%	7.22%	11.42%	12.75%	14.45%
P/E	-6.33	27.68	15.95	12.65	9.81
P/B	1.40	2.00	1.82	1.61	1.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 25 日发布 21 年报及 22 年一季报, 21 年实现营收 20.52 亿元(+29.7%), 归母净利 1.67 亿元(+131.7%), 位于此前业绩预盈下限。若加回商誉减值 0.09 亿元及股权激励支付股利费用 0.37 亿元, 净利为 2.13 亿元。
- 1Q22 公司实现营收 5.32 亿元(+28.5%), 归母净利 0.82 亿元(+74.1%), 扣非净利润 0.66 亿元(+40.7%), 符合此前预期。

经营分析

- **21 年棉袜稳健增长, 无缝业务实现反弹:** 21 年棉袜/无缝业务营收为 15.03/5.02 亿元, 同增 41.8%/4.8%, 分别占总营收的 73.3%(+6.3Pct)/24.45%(-5.8Pct)。其中棉袜同比 19 年提升 36.1%; 无缝处于客户、产能调整阶段, 反映到收入端有所延滞。分量价, 棉袜业务销量达 3.83 亿双(+34.42%), ASP 提升约 6%, 提价主要系原材料上涨及客户结构优化; 无缝业务销量为 0.21 亿件(+34.08%), ASP 下滑 14.8%。
- **毛利、净利显著恢复, 加大优质客户合作提升盈利空间:** 21 年公司毛利率为 26.76% (+6.66 Pct), 主要系产能利用率同比提升、客户优化且原材料涨价向下传导顺利。其中棉袜/无缝毛利率分别为 31.2% (+8.6Pct)/11.7% (-2.6Pct)。净利率恢复至 8.15% 实现扭亏, 其中 Q4 净利率仅为 -2.62%, 主要系期间产生 0.11 亿元资产减值损失。
- **2022 开年表现良好, 看好全年业绩高增长:** 1Q22 公司实现营收 5.32 亿元(+28.5%)、归母净利 0.82 亿元(+74.1%); 其中 1-2 月营收/净利分别 +38%/+137%超预期增长, 3 月受疫情影响增速有所放缓。展望全年, 我们认为在公司客户优化、产能顺利推进下, 棉袜/无缝收入分别将实现双位数/30%-40%的增长。盈利能力方面, Q1 毛利率/净利率分别为 28.1%/15.5% 已恢复至疫情前水平, 全年预计保持稳中有升。

投资建议与风险提示

- **投资建议:** 公司客户优化、产能稳步提升带动订单提升, 且无缝业务卡位高景气运动赛道长期增长动力充足。考虑到短期疫情可能影响物流及产能爬坡进度, 下调 22-23 年并新增 24 年预测, 预计 22-24 年 EPS 为 0.76(-5.6%)/0.96(-5.3%)/1.23 元, 对应 PE16/13/10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求增长不及预期、产能爬坡受阻, 核心客户订单转移等。

相关报告

1. 《棉袜龙头优势稳固, 深耕无缝成长可期-健盛集团深度》, 2022.4.17

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

1、事件：21 业绩符合增长预期，22 年开局表现亮眼

全年营收/净利实现高增，处于业绩预盈区间下限。公司于 4 月 25 日发布 21 年报，全年实现营收 20.52 亿元、同比增 29.65%，归母净利润实现 1.67 亿元、同比增 131.69%，扣非净利润实现 1.53 亿元、同比增 128.03%，位于此前业绩预盈区间下限。其中计提商誉减值损失 913.41 万元、员工股权激励确认股份支付 0.37 亿元，若刨除该两项一次性费用开支，公司净利润为 2.13 亿元。

分季度来看，21 年 Q1-4 营收分别为 4.14/4.97/6.10/5.30 亿元，同比增 11.26%/39.54%/44.50%/22.81%，归母净利润分别为 0.47/0.61/0.73/-0.14 亿元，同比-14%/19134%/2163%/98%，其中 Q2-Q3 增幅较大主要受到 20 年低基数影响。

1Q22 延续靓丽表现，3 月业绩增速有所放缓。公司于 4 月 25 日发布 22 年一季报，实现营收 5.32 亿元、同比增 28.54%，实现归母净利润 0.82 亿元、同比增 74.08%，实现扣非净利润 0.66 亿元、同比增 40.73%。符合此前预期。其中 1-2 月营收为 3.55 亿元、同比增 38%，3 月营收为 1.77 亿元、同比增 13%；1-2 月归母净利实现 0.48 亿元、同比增 136.69%，3 月归母净利实现 0.34 亿元、同比增 27.23%，3 月营收、净利增长均有所放缓。

2、财务分析：棉袜贡献主要收入增长，至 1Q22 毛利、净利基本恢复疫前水平

■ 收入：21 年棉袜稳健恢复，海外需求拉动订单增长

公司 2021 全年实现营收 20.52 亿元、同比增 29.65%。**分业务看**，21 年公司棉袜/无缝业务营收分别为 15.03 /5.02 亿元，同比分别增 41.78%/4.84%，分别占总营收的 73.25% (+6.27 Pct) /24.45% (-5.79 Pct)，其中棉袜业务疫后稳健恢复，同比于 19 年提升 36.10%，较疫情前增长亮眼；无缝业务 21 年仍处于客户优化、产能调整进程中，反映到收入端有所延滞。

另外，公司卡位优质运动服饰赛道，21 年运动棉袜收入达到 12.68 亿元、占到棉袜收入的 84% (较 19 年提升 9 Pct)，无缝运动服饰收入达到 3.41 亿元、占无缝收入的 68%。

按量价拆分，21 年棉袜业务销量达到 3.83 亿双，同比增 34.42%，ASP 提升约 6%，提价主要系原材料上涨及客户结构优化；无缝业务销量为 0.21 亿件、同比增 34.08%，ASP 下滑 14.82%。

分地区看，21 年公司海外/国内业务营收分别为 17.83/2.41 亿元、同比增 31.48%/15.96%，占比分别为 88.08% (+1.38 Pct) /11.92% (-1.38 Pct)，其中 2H21 海外/国内营收占比分别为 88.81%/11.19%，海外订单占比提升 1.65 Pct，海外疫情常态化下终端需求得以快速释放、带动公司订单增长。

1Q22 公司实现营收 5.32 亿元、同比增长 28.54%；其中 1-2 月营收为 3.55 亿元、同比增 38%，3 月营收为 1.77 亿元、同比增 13%。

■ 盈利：21 年盈利水平显著恢复，1Q22 基本恢复至疫前水平

毛利率方面，21 年公司毛利率实现 26.76%、较 20 年增 6.66 Pct。棉袜业务毛利率为 31.18% (+8.64 Pct)，其中运动棉袜毛利率为 32.28%、休闲棉袜毛利率为 25.27%，运动棉袜占比提高带动棉袜整体毛利水平提升。无缝业务毛利率为 11.68% (-2.59 Pct)，其中无缝运动/休闲服饰毛利率分别为 13.85%/7.04%，尚未恢复到疫情前水平。

费用方面，21 年公司销售费用率为 2.91%、较 20 年下降 0.24 Pct，主要系营收增幅大于销售人员薪资等费用增幅。21 年公司管理费用率为 9.56%、较 20 年提升 2.26 Pct，主要系 21 年的股份支付费用摊销及员工薪资调整等。21 年公司研发费用率为 2.87%、同比于 20 年下降 0.04 Pct。

净利率方面，21 年公司净利率恢复至 8.15%、较 20 年实现扭亏，其中 Q1-4 净利率分别为 11.45%/12.23%/11.95%/-2.62%，其中 Q4 为负主要系期间产生 0.11 亿元资产减值损失。

1Q22 公司毛利率为 28.05% (+1.45 Pct) 且环比于 4Q21 提升 3.97 Pct 有显著改善；1Q22 公司净利率为 15.51% (+4.06 Pct)，毛利率和净利率均基本恢复至疫情前水平。

■ **营运能力：原材料涨价、运输拖累致存货周转下降，应收账款周转良好**

21 年末公司存货水平为 6.65 亿元、较年初提升 54.44%，存货提升一方面系公司增加库存备货以应对原材料上涨，另一方面则是由于运输滞缓导致公司出货延迟。21 年末公司存货周转天数对应 131.18 天，周转能力较去年略有下滑。

21 年末公司应收账款达到 4.38 亿元、较年初提升 38.81%，增长主要系销售增长。21 年末公司应收账款周转天数为 66.17 天，周转能力较去年有所提升。

3、业务分析：订单需求旺盛，扩产节奏稳健

■ **客户端：订单需求旺盛，加大与优质客户合作力度**

21 年公司棉袜业务实现量价齐升，主要受益于原材料价格上涨、核心客户订单提升以及客户结构优化；该业务目前核心客户包括 Puma、迪卡侬、Under Armour、Bombas、Gap、Bonds、Adidas 等，公司凭借自身高质量、快交期的优势与海外头部运动品牌客户深度绑定，运动棉袜占比提升对公司盈利水平改善显著。无缝方面，公司在与优衣库、Delta、迪卡侬的基础上，开拓了李宁、H&M 等国内外品牌客户，扩大自身业务规模的同时降低核心客户过度集中的风险。

■ **生产端：海内外稳步扩产，一体化再布局提质增效**

棉袜方面，21 年公司在越南清化工厂大幅扩产，其中越南地区棉袜出货量超 2.1 亿双、同比提升 35%；国内江山基地产能规模进一步扩张，棉袜出货超 1.6 亿双、同比增长 33%；另外公司计划在贵州新增 1000 台袜机，对应约 5000 亿双棉袜产能，目前首期 440 台袜机已于 21 年 Q3 开始投产。

无缝方面，21 年公司一方面在贵州鼎盛大幅扩产，其中无缝织机增至 309 台 (+136 台)；另一方面越南无缝工厂逐步投产，开机率达 70%以上，为后期实现规模量产奠定基础。另外，公司 21 年在贵州新建氨纶、包覆纱等辅料生产项目、产能规模达到 2000 吨，主要用于棉袜及无缝生产；公司通过一体化再布局，在无缝业务方面实现产业链的延伸，自身“高品质、短交期”优势得以巩固。

■ **未来展望：1Q22 无缝快速放量，看好全年业绩增长**

1Q22 公司营收、归母净利分别同增 28.54%、74.08%，其中无缝业务快速增长。展望 22 全年，一方面公司产业链一体化继续布局，不断强化“高品质、低成本、短交期”核心优势；另一方面在无缝业务上大力拓展李宁、H&M 等品牌客户，结合扩产计划顺利推进，预计去年无缝延滞的需求将在 22 年进一步释放。

4、投资建议与风险提示

投资建议：公司客户优化、产能稳步提升带动订单提升，且无缝业务卡位高景气运动赛道长期增长动力充足。考虑到短期疫情可能影响物流及产能爬坡进度，下调 22-23 年并新增 24 年预测，预计 22-24 年 EPS 为 0.76(-5.6%)/0.96(-5.3%)/1.23 元，对应 PE16/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求增长不及预期、产能爬坡受阻，核心客户订单转移等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,780	1,582	2,052	2,509	2,934	3,404
增长率		-11.1%	29.7%	22.3%	17.0%	16.0%
主营业务成本	-1,261	-1,264	-1,503	-1,783	-2,068	-2,373
%销售收入	70.8%	79.9%	73.2%	71.1%	70.5%	69.7%
毛利	520	318	549	726	867	1,032
%销售收入	29.2%	20.1%	26.8%	28.9%	29.5%	30.3%
营业税金及附加	-15	-14	-16	-20	-23	-27
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-55	-50	-60	-70	-82	-102
%销售收入	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%
管理费用	-151	-155	-196	-199	-229	-255
%销售收入	8.5%	9.8%	9.6%	7.9%	7.8%	7.5%
研发费用	-50	-46	-59	-60	-70	-78
%销售收入	2.8%	2.9%	2.9%	2.4%	2.4%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	248	54	218	377	462	569
%销售收入	13.9%	3.4%	10.6%	15.0%	15.7%	16.7%
财务费用	-3	-26	-20	-56	-56	-46
%销售收入	0.2%	1.6%	1.0%	2.2%	1.9%	1.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	-1	0	0	0
投资收益	-3	3	4	8	8	11
%税前利润	n.a	-0.6%	2.2%	2.4%	1.9%	2.1%
营业利润	302	-499	200	329	414	534
营业利润率	17.0%	n.a	9.8%	13.1%	14.1%	15.7%
营业外收支	-3	-10	-7	-1	-1	-1
税前利润	299	-509	194	328	413	533
利润率	16.8%	n.a	9.4%	13.1%	14.1%	15.7%
所得税	-27	-19	-27	-30	-37	-48
所得税率	9.0%	n.a	13.7%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	272	-528	167	298	376	485
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	273	-528	167	298	376	485
净利率	15.4%	n.a	8.2%	11.9%	12.8%	14.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	272	-528	167	298	376	485
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	127	710	172	150	159	177
非经营收益	15	24	22	70	72	60
营运资金变动	-64	53	-91	-175	-40	-122
经营活动现金净流	351	259	271	343	567	600
资本开支	-356	-111	-312	-117	-219	-228
投资	36	20	-13	-177	-55	-24
其他	89	56	25	8	8	11
投资活动现金净流	-232	-35	-301	-286	-266	-241
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	-49	234	426	369	-255	-21
其他	-154	-331	-334	-76	-118	-149
筹资活动现金净流	-201	-96	92	293	-373	-170
现金净流量	-63	57	58	351	-72	189

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	312	534	615	965	893	1,083
应收款项	341	331	461	496	580	673
存货	458	430	665	625	708	806
其他流动资产	69	48	86	61	84	103
流动资产	1,180	1,344	1,826	2,148	2,266	2,665
%总资产	31.4%	40.3%	46.2%	48.7%	49.4%	52.8%
长期投资	42	41	134	305	310	318
固定资产	1,636	1,552	1,562	1,535	1,591	1,639
%总资产	43.5%	46.6%	39.5%	34.8%	34.7%	32.5%
无形资产	902	387	415	418	422	423
非流动资产	2,583	1,989	2,127	2,258	2,322	2,380
%总资产	68.6%	59.7%	53.8%	51.3%	50.6%	47.2%
资产总计	3,763	3,333	3,953	4,406	4,588	5,045
短期借款	390	419	852	1,211	952	926
应付款项	209	209	470	264	335	399
其他流动负债	105	114	112	113	148	159
流动负债	705	742	1,433	1,589	1,435	1,483
长期贷款	0	201	202	202	202	202
其他长期负债	9	5	4	3	2	4
负债	714	948	1,638	1,793	1,638	1,689
普通股股东权益	3,049	2,385	2,315	2,613	2,950	3,356
其中：股本	416	416	393	393	393	393
未分配利润	809	141	299	597	934	1,340
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,763	3,333	3,953	4,406	4,588	5,045

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.656	-1.267	0.426	0.759	0.957	1.234
每股净资产	7.322	5.729	5.891	6.650	7.507	8.541
每股经营现金净流	0.843	0.623	0.689	0.874	1.444	1.528
每股股利	0.050	0.350	0.000	0.000	0.100	0.200
回报率						
净资产收益率	8.96%	-22.13%	7.22%	11.42%	12.75%	14.45%
总资产收益率	7.26%	-15.83%	4.23%	6.77%	8.20%	9.61%
投入资本收益率	6.55%	1.85%	5.59%	8.52%	10.24%	11.54%
增长率						
主营业务收入增长率	12.86%	-11.12%	29.65%	22.27%	16.98%	16.00%
EBIT增长率	18.76%	-78.31%	306.41%	72.61%	22.53%	23.11%
净利润增长率	32.39%	-293.09%	-131.69%	78.38%	26.05%	28.98%
总资产增长率	3.94%	-11.41%	18.59%	11.47%	4.13%	9.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.5	72.3	67.1	67.0	67.0	67.0
存货周转天数	128.1	128.2	133.0	128.0	125.0	124.0
应付账款周转天数	38.4	36.4	36.3	28.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	278.6	341.4	259.3	200.9	176.1	155.9
偿债能力						
净负债/股东权益	1.83%	3.43%	18.80%	16.91%	8.47%	0.90%
EBIT利息保障倍数	85.2	2.1	10.9	6.7	8.3	12.5
资产负债率	18.97%	28.44%	41.44%	40.70%	35.71%	33.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	10	19	22	47
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-17	买入	12.23	14.46 ~ 14.46

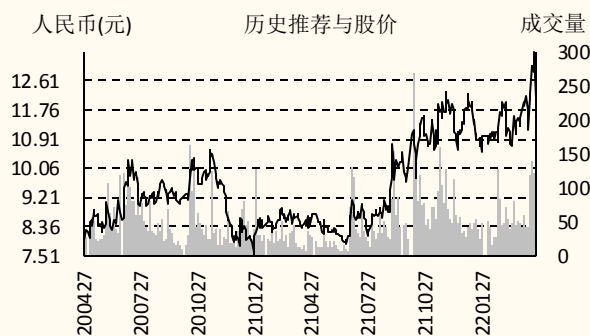
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402