

健盛集团 (603558)

业绩底部复苏，棉袜无缝业务逐步恢复向好 买入 (首次)

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

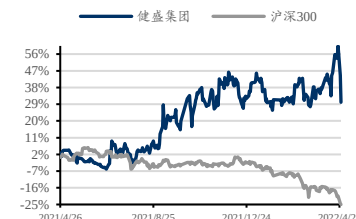
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,052	2,476	2,908	3,363
同比	30%	21%	17%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	167	294	373	409
同比	132%	76%	27%	9%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.43	0.75	0.95	1.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	25.61	14.56	11.47	10.48

投资要点

- **棉袜+无缝内衣龙头，近 2 年业绩波动较大，21 年扭亏、22Q1 高增。**公司为袜业生产龙头，2017 年通过收购俏尔婷婷切入无缝内衣赛道，主要客户包括迪卡侬、优衣库、彪马、UA 等，2021 年棉袜/无缝服饰产能分别超 3.9 亿双（境内/越南分别占比 45%/55%）/0.2 亿件，出口收入占比 88%。2020 年以来业绩波动较大：1）2020 年疫情冲击以及主要客户 delta 自建工厂导致无缝内衣收入下滑 25%、拖累整体收入下滑 11.12%，毛利率大幅下降+计提俏尔婷婷商誉损失约 5.5 亿元、拖累净利润降至-5.28 亿元。2）2021 年业绩显著恢复，营收 20.52 亿元/yoy+29.65%，其中棉袜收入+41.78%贡献主要增长，净利 1.67 亿元扭亏（剔除股权激励费用和商誉减值损失约 0.46 亿影响，调整后净利约 2.13 亿元/较 2019 年-22%、仍未回到疫情前水平），净利润大增主要源于同期低基数、毛利率同增 6.66pct、期间费用率同降 1.14pct、资产减值损失基本恢复正常水平。3）22Q1 在越南疫情逐步建立免疫背景下，收入、净利仍分别同增 28.54%/74.10%，主要受益于无缝订单恢复、产能利用率提升。
- **棉袜业务：量价齐升促 21 年以来收入保持较好增长。**公司棉袜产能居全球首位，深耕棉袜领域多年，客户资源丰富，2021 年前三大客户 PUMA/UA/BOMBAS 收入占比约 23%/15%/11%。业绩端历史增长稳健，2011-2019 年收入 CAGR13.70%。2020 疫情冲击下棉袜收入略降 4.01%，2021 年收入同增 41.78%/较 2019 年+36.10%，主营收入占比 74.25%，量价齐升扭转下滑趋势（销量同增 34.4%/均价同增 5.5%）。22Q1 棉袜收入继续增长 17%，主要来自均价提升带动（销量同降 1-2%），2021 年优化客户结构并基于原料上涨等因素上调产品价格，促 22Q1 提价策略显效。我们预计 2022 年棉袜产能、均价分别有望达低双位数/单位数增长。
- **无缝内衣业务：22Q1 收入拐点已现。**2017 年收购俏尔婷婷后，无缝业务持续扩张。但受制于客户储备有限且集中度较高、抗风险能力不足，2020 年疫情冲击以及主要客户 Delta 自建工厂拖累收入下滑 25.24%（销量同降 20.7%/均价同降 5.7%）。因 Delta 收入较 2019 年降幅较大、而新客户开发周期较长，2021 年收入恢复较慢、同增 4.84%/较 2019 年-21.62%，主要来自销量推动（销量同增 23.1%/均价同降 14.8%），总收入占比 24.79%，迪卡侬、Delta 贡献收入占比超 60%。22Q1 无缝收入同增超 56%，主要推动力来自：新客户拓展（H&M、IKAR）及老客户新增品牌&产品合作（优衣库（新系列合作）/Delta（新品牌合作）收入同增分别超 200%/68%），带动销量同比提升约 68.3%。目前越南产能处于爬坡阶段、新订单确定性较高，有望继续推升收入端增速。
- **毛利率：棉袜达历史高位、无缝业务仍处恢复中。**2015-2019 年毛利率基本于 26-30% 区间波动，2020 年毛利率下滑 9.09pct 至历史低点 20.10%，2021 年显著恢复 6.66pct 至 26.76%。分产品看，2021 年棉袜毛利率达近年最高水平，2020/2021 年分别同比 -4.97/+8.64pct，22Q1 仍保持 31.5% 高位；无缝毛利率 2020-2021 年连续下滑 18.52/2.60pct 至 11.67%，22Q1 提升至 21%，受制于产能利用率较低，毛利率尚未恢复至正常水平。鉴于 2022 年无缝产能利用率向好、无缝产品均价较高提供盈利改善弹性，预期未来无缝毛利率有望逐步恢复至疫情前高于棉袜毛利率的水平。
- **盈利预测与投资评级：**公司为棉袜龙头，近年来无缝内衣业务影响净利端波动较大，2021 年以来呈现底部回升趋势，其中，2021 年棉袜业务高增，22Q1 无缝业务收入明显复苏、利润率处恢复过程中。2022Q1 在疫情影响越南生产等不利因素下仍实现亮眼增长，随人民币贬值、产能利用率回升，预计全年业绩持续向好。预计 2022-2024 年归母净利润分别同增 75.93%/26.94%/9.38%，EPS 分别为 0.75/0.95/1.04 元/股，对应 PE 为 15/11/10X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动、海外扩产不达预期、疫情恶化、大客户订单波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.90
一年最低/最高价	7.87/13.45
市净率(倍)	1.84
流通 A 股市值(百万元)	4,283.07
总市值(百万元)	4,283.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.93
资产负债率(% ,LF)	41.45
总股本(百万股)	392.94
流通 A 股(百万股)	392.94

健盛集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,826	1,860	2,131	2,337	营业总收入	2,052	2,476	2,908	3,363
货币资金及交易性金融资产	618	612	735	793	营业成本(含金融类)	1,503	1,725	2,016	2,367
经营性应收款项	457	499	586	669	税金及附加	16	20	23	27
存货	665	658	714	775	销售费用	60	69	81	98
合同资产	0	0	0	0	管理费用	196	233	273	319
其他流动资产	86	91	95	100	研发费用	59	69	84	101
非流动资产	2,127	2,051	1,974	1,849	财务费用	20	53	39	20
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	16	30	35	34
固定资产及使用权资产	1,458	1,393	1,325	1,210	投资净收益	4	5	6	7
在建工程	105	105	105	105	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	266	256	246	236	减值损失	-17	-4	-4	-4
商誉	100	100	100	100	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	49	49	49	49	营业利润	200	338	428	468
其他非流动资产	149	149	149	149	营业外净收支	-7	-4	-4	-4
资产总计	3,953	3,911	4,105	4,186	利润总额	194	334	424	464
流动负债	1,433	1,097	918	590	减:所得税	27	40	51	56
短期借款及一年内到期的非流动负债	852	646	398	0	净利润	167	294	373	408
经营性应付款项	465	312	354	396	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	2	2	2	归属母公司净利润	167	294	373	409
其他流动负债	115	137	164	192	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.75	0.95	1.04
非流动负债	205	205	205	205	EBIT	227	360	430	451
长期借款	202	202	202	202	EBITDA	381	485	558	576
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.76	30.34	30.69	29.61
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	8.15	11.88	12.84	12.15
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	29.65	20.66	17.48	15.64
负债合计	1,638	1,302	1,123	796	归母净利润增长率(%)	131.69	75.93	26.94	9.38
归属母公司股东权益	2,315	2,609	2,982	3,391					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
所有者权益合计	2,315	2,609	2,982	3,390					
负债和股东权益	3,953	3,911	4,105	4,186					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	271	302	459	473	每股净资产(元)	5.89	6.64	7.59	8.63
投资活动现金流	-301	-29	-58	-7	最新发行在外股份(百万股)	393	393	393	393
筹资活动现金流	92	-258	-288	-418	ROIC(%)	6.14	9.28	10.76	11.06
现金净增加额	58	14	113	48	ROE-摊薄(%)	7.22	11.28	12.52	12.05
折旧和摊销	155	125	128	125	资产负债率(%)	41.44	33.30	27.36	19.01
资本开支	-312	-54	-54	-4	P/E (现价&最新股本摊薄)	25.61	14.56	11.47	10.48
营运资本变动	-127	-191	-105	-104	P/B (现价)	1.85	1.64	1.44	1.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

