

业务稳健优化，产业趋势明朗，2022 静待复苏

2022 年 04 月 29 日

➤ **2021 业务稳健发展，“棉袜+无缝”双轮驱动业绩向上。**2021 年公司实现营业收入 20.52 亿元，同比增长 29.65%；实现归母净利润 1.67 亿元，实现扭亏为盈。单四季度实现营业收入 5.30 亿，同比增长 22.8%，归母净利润为-1390 万，主要系公司在 2021 年四季度遇到疫情影响，出现了短时间停工，同时公司在该季度确认了股权激励费、工厂商誉减值以及支付了部分员工补助。

➤ **棉袜板块：出货量显著提升，产能加速落地。**2021 年公司越南海防基地清化工厂大幅扩产，越南棉袜出货达 2.1 亿双 (yoy+35%)，江山基地实现棉袜出货超 1.6 亿双 (yoy+33%)。2021 年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，2021 年底已完成项目配套建设建设，首期配置 440 台袜机已于三季度开始投产。

➤ **无缝板块：开机率提升至 7 成，越南工厂进入产能释放期。**2021 年公司大幅扩建贵州鼎盛产能规模，无缝编织机由原 173 台增加到 309 台，人员亦大幅增加。同时公司主动降低对单一客户的依赖度，贵州工厂客户已从单一客户向多客户转变。越南无缝工厂 2021 年逐步投产，目前已走出订单不足及疫情等因素影响，目前开机率达到七成以上，逐步实现规模化量产。目前越南无缝工厂管理及生产员工团队已经齐整，有望承接海外复苏所带来的新订单需求，进而提升公司无缝产品毛利率。

➤ **坚定产业链一体化布局，发展持续性稳步提升。**公司 2021 年于贵州新建氨纶、橡筋、包覆纱年产 2,000 吨项目，为无缝服饰和棉袜生产提供产业链配套，在无缝板块实现了产业链的延伸。同时江山基地，越南基地辅料生产规模持续提升，国内外染色工厂的规模和能力均有所加强，印染产能已基本覆盖公司生产经营的需要。

➤ **2022Q1 营收业绩符合预期，头部客户订单或持续提升。**公司 Q1 公司实现营业收入 5.32 亿元，同比增长 28.54%，归母净利润 0.82 亿元，同比增长 74.1%；扣非净利润 6645.8 万元，同比增长 40.73%，非经常性损益主要为政府补助；拆分至月度，2022 年 1 至 2 月，公司营收约 3.55 亿元，同比增长 38%；归母净利润约 0.48 亿元，同比增长 136.69%，单三月份营收 1.77 亿元，归母净利润约为 0.34 亿元。2022 年初越南地区疫情管控已经逐步稳定，公司增产计划有望加速落地，随着海外需求的复苏，我们认为公司大客户或提高单量，公司 2022 年业务有望得到进一步发展。

➤ **投资建议：**在户外运动及健身浪潮的加持下，公司作为运动服饰领域的代工领先企业，能够受益于疫情后需求端井喷、产能扩张释放的成本红利、产品终端零售价格提升以及国际客户合作关系的纵深发展。因此，我们预测公司 2022-2024 年间营业收入达 24.53/29.26/33.87 亿元，同比提升 19.6%/19.3%/15.8%；归母净利润达 2.92/3.75/4.63 亿元，同比增长 74.6%/28.6%/23.2%。当前公司市值对应 2022/2023/2024 年 PE 为 15X/11X/9X，与同行业公司相比估值较低。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**运动服饰需求疲软；疫情反复影响生产

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,052	2,453	2,926	3,387
增长率 (%)	29.7	19.6	19.3	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	167	292	375	463
增长率 (%)	131.7	74.6	28.6	23.2
每股收益 (元)	0.43	0.74	0.96	1.18
PE	26	15	11	9
PB	1.8	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 28 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

10.87 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

研究助理：邓奕辰

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

目录

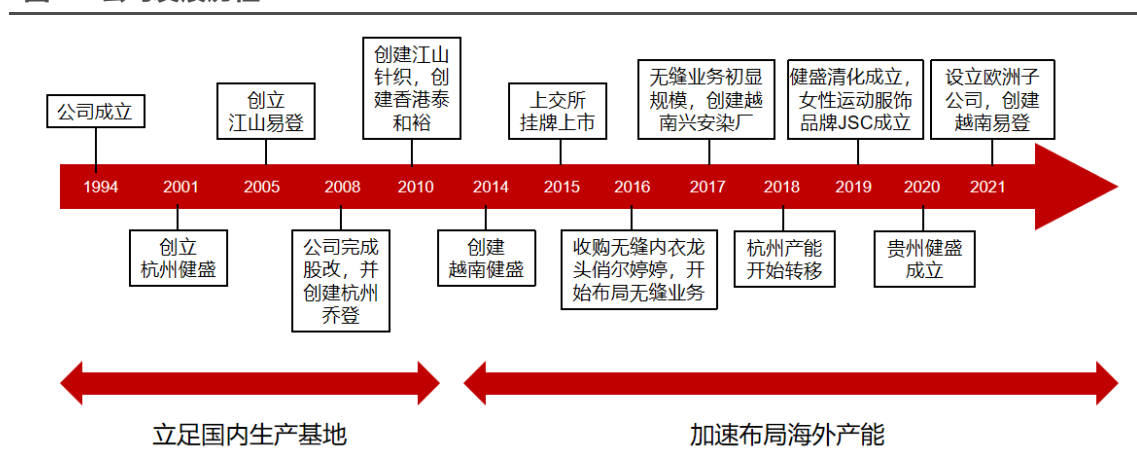
1 健盛集团：深耕近三十年的针织制造领先企业，“棉袜+无缝”双轮驱动筑起业务护城河	3
1.1 公司简介：针织制造领先者，立足国内布局海外	3
1.2 业务概况：棉袜针织双轮驱动，毛利率修复进行时	6
1.3 财务概况：盈利能力持续提升，周转能力保持稳定	11
2 盈利预测与投资建议	14
2.1 盈利预测假设与业务拆分	14
2.2 估值分析与投资建议	17
3 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 健盛集团：深耕近三十年的针织制造领先企业，“棉袜+无缝”双轮驱动筑起业务护城河

1.1 公司简介：针织制造领先者，立足国内布局海外

针织制造领先企业，“棉袜+无缝”双轮驱动。健盛集团成立于1994年，以棉袜生产起家，历经近三十年深耕积累众多优质海外客户，铸成我国针织领先企业。从产能布局角度来看，公司发展历程可以分为两大阶段：**（1）立足国内：**1994-2013年，公司主要布局国内生产基地，先后创立杭州及江山等地产能，分别对接日本及欧洲客户；**（2）放眼海外：**2014年起，公司率先布局越南产能，并先后在海防、兴安及清化等地建立棉袜厂及辅料厂，实现针织制造全环节覆盖；同时，公司自2017年起大力发展无缝服饰业务，在不断加速产能扩张的同时，积极调整国内与越南两地产能布局，更好地凭借成本优势吸收国际客户大订单。2021年，公司境外营收达17.83亿元，营收占比达88.1%。

图1：公司发展历程

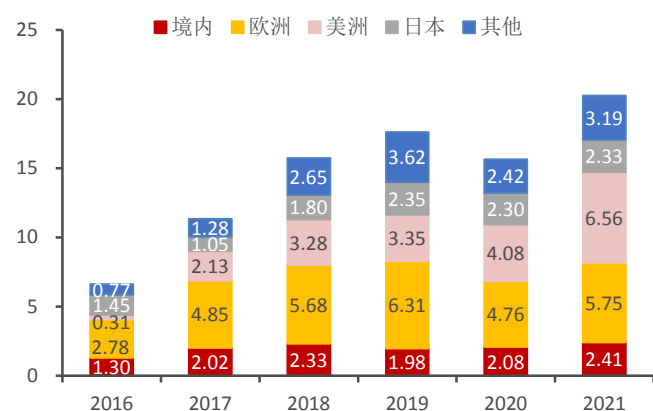


资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

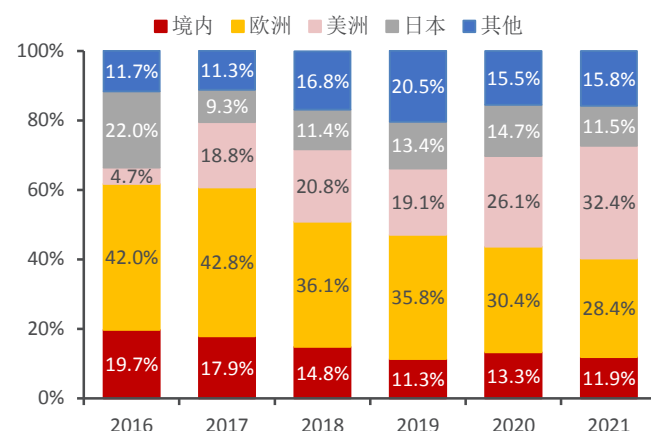
表1：公司已在中国及越南布局七大基地

基地分布	职能	产能状况
杭州	研发、销售、管理等总部职能	-
江山产业园	袜子及辅料的生产、加工及销售	1.79亿双棉袜
绍兴	生产无缝针织内衣及服装	1000万件无缝服饰
贵州	生产无缝针织内衣及服装	1300万件无缝服饰
越南海防	棉袜生产与销售	2.2亿双棉袜
越南清化	棉袜生产与销售	
越南兴安	无缝针织内衣、服装及辅料的生产与销售	1000万件无缝服饰

资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：产能状况截止2021年12月31日

图 2：公司客户主要分布在欧美地区（单位：亿元）


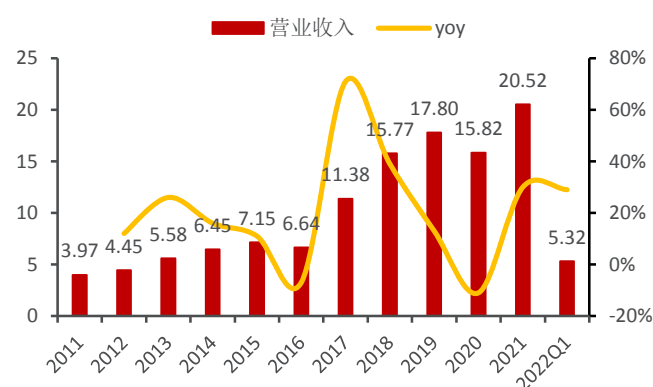
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：公司 2021 年营收接近 90% 来自海外客户


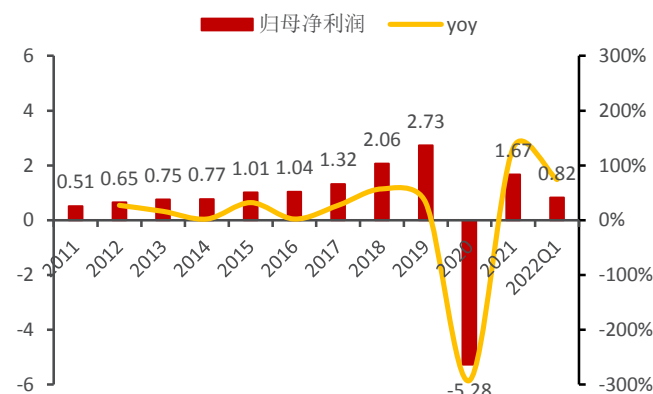
资料来源：公司公告，民生证券研究院

疫情负面冲击逐步退散，期待产能释放带来利好。除 2016 年大客户迪卡侬将部分订单移向土耳其及 2020 年疫情影响外，公司长期保持营收增长态势。而从营收构成来看，公司 2016 年以前主要经营棉袜 ODM/OEM 业务，与迪卡侬、优衣库及 Puma 等国际巨头历经十余年合作。自 2017 年起，公司从收入麾下的俏尔婷婷出发，切入受运动内衣热潮带火的无缝服饰赛道，与 Lululemon 等品牌达成合作，由此实现品类扩充以及营收高增，2019 年公司无缝服饰业务营收占比已达 36.4%。2020 年，受疫情影响部分无缝服饰订单外流相对严重，对公司营收净利产生较为明显的冲击，且俏尔婷婷计提商誉损失 5.54 亿元进一步拖累全年净利水平；同时，在越南兴安新建的无缝产能因疫情搁置而处于试生产阶段无法接单，难以承接国内外流订单。

在积极调整产能布局及疫情对制造业负面影响减弱的格局下，原有订单逐步回流，且越南与贵州新增产能均逐步投产 相应带来业绩高增。2021 年，公司实现营收 20.52 亿元，同增 29.7%；实现归母净利润 1.67 亿元，成功扭亏转盈；2022Q1 实现营收 5.32 亿元，同增 28.5%，归母净利润 0.82 亿元，同增 74.08%，盈利水平持续改善。

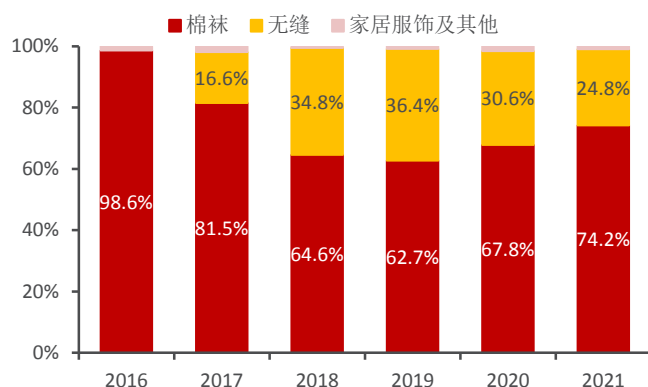
图 4：公司近五年营收体量增速明显（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：公司归母净利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：公司各业务营收占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

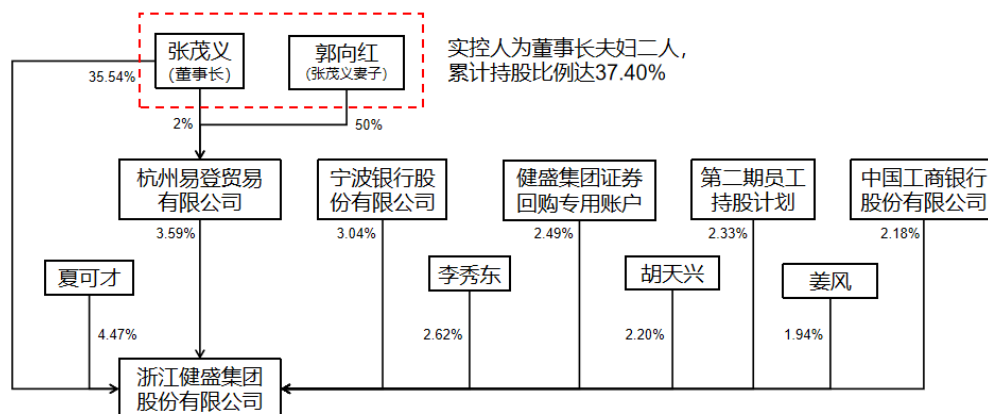
图 7：公司客户矩阵庞大



资料来源：公司公告，民生证券研究院

董事长管理经验丰富，员工持股促业绩增长。公司董事长兼创始人张茂义毕业于北京轻工业学院（现北京工商大学），在针织制造领域从业经验丰富，且曾从事技术及对外经贸相关工作，能够为公司以承接海外 ODM/OEM 订单为主的商业模式提供极为专业的战略经验。公司目前实控人为张茂义及妻子郭向红两人，截止 2022 年 3 月 31 日，两人累计持股比例达 37.40%。此外，公司注重对员工的激励机制，至今已开展两期员工持股计划，其中超 140 名员工积极参与第二期持股计划，相应机制极大地调动了公司员工的生产积极性。

图 8：公司股权结构较为集中



资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：截止 2022 年 3 月 31 日

表 2：公司第二期员工持股计划具体安排

股权激励批次	解锁时点	解锁份额	业绩考核指标
第一批	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 12 个月	上限为本次员工持股计划总数的 40%	2020 年度营业收入或归母净利润不低于 2017-2019 年的平均值
第二批	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 24 个月	上限为本次员工持股计划总数的 30%	以 2017-2019 年的平均值为基数，2021 年度营业收入或归母净利润增长率不低于 30%
第三批	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 36 个月	上限为本次员工持股计划总数的 30%	以 2017-2019 年的平均值为基数，2022 年度营业收入或归母净利润增长率不低于 70%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 业务概况：棉袜针织双轮驱动，毛利率修复进行时

1.2.1 棉袜业务：抢先占领高端份额，行业集中利好头部企业

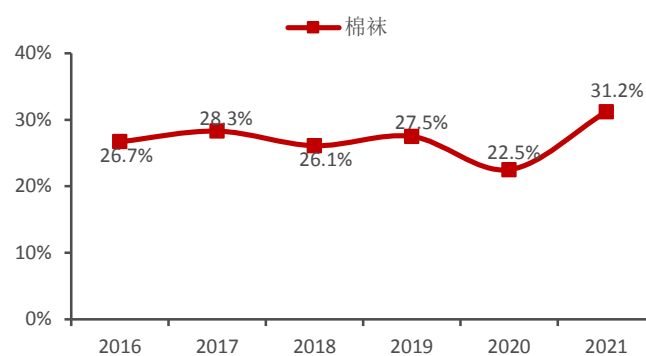
棉袜瞄准中高端市场，需求强劲实现逆增长。健盛集团在棉袜领域深耕多年，目前已经打通针织领域上下游产业链，在制造产能之外，成功覆盖包括染色及原辅料生产等环节，在保证产品质量的同时尽可能压缩成本。同时，凭借丰厚的客户资源以及完善的产销管理，公司在棉袜领域已经筑起了极强的业务护城河，2019/2020/2021 年棉袜业务营收达 11.0/10.6/15.0 亿元，同比+8.7%/-4.0%/+41.8%，迅速走出疫情困扰。另外，公司在棉袜业务上也具备较强的议价能力，通过成本加成方式与下游客户达成订单合作，将 2021 普涨的原材料价格转嫁给下游客户。公司还依托基本能满足生产所需的自有原辅料产能，实现库存结构动态管理，进一步增厚利润空间，2021 年棉袜毛利率因此再创新高至 31.2%。

图 9：棉袜业务受疫情影响较小（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：棉袜业务毛利率恢复至疫情前水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

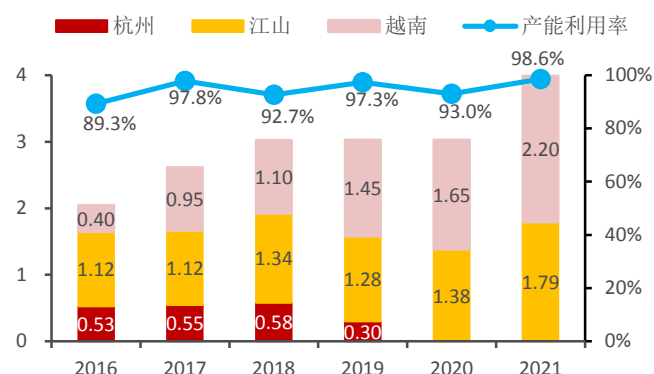
图 11：公司具备完整的上下游产业链



资料来源：公司官网，民生证券研究院

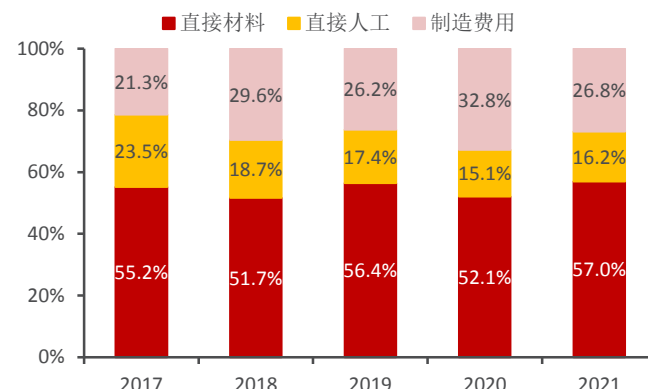
产能集中向越南转移，低人力成本优势显著。公司自 2014 年起开始布局越南棉袜产能，目前越南已经成为公司最大的棉袜生产基地，截止 2021 年越南基地棉袜产能可达 2.2 亿双。相较于公司原有棉袜产能集中分布的杭州市以及衢州江山市，以越南为代表的东南亚地区在人力成本上优势极其明显。从棉袜产品成本构成来看，人力成本占总成本比重已从 2017 年的 23.5% 大幅降至 2021 年的 16.2%，2018/2019/2020/2021 年单双棉袜人力成本分别为 0.51/0.48/0.44/0.44 元/双。疫情以来，公司加速棉袜产能转移扩张并关停杭州智慧工厂，江山与越南棉袜产能提升至 1.79/2.20 亿双，2021 年产能利用率回暖至 98.6%。此外，在贵州政府大力扶持以及 2021H1 越南疫情影响下，公司开始在贵州基地布局棉袜产能以进一步改善水电房租以及人力成本，总规划新增 1000 台袜机，首期配置 440 台袜机已于 21Q3 开始投产，有望于 2022 年释放约 2500 万双棉袜产能，未来将持续从成本端维持行业领先水准。

图 12：公司棉袜产能布局进行调整（单位：亿双）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：扩张越南产能后人工成本占比持续走低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

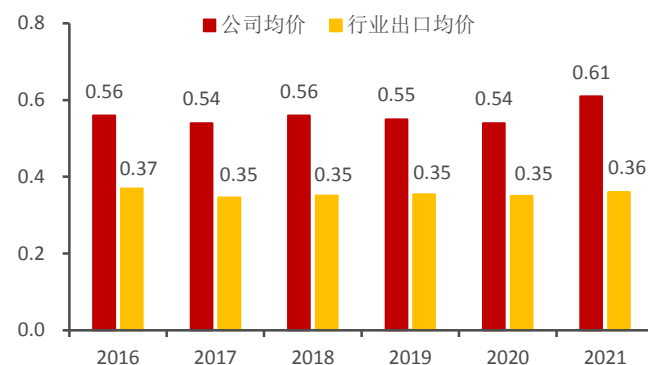
棉袜产能供不应求，行业集中助力高增。棉袜制造作为典型的劳动密集型产业，壁垒较低，也造就了以中国、越南及土耳其等发展中国家小厂商为主的市场格局，行业品牌化程度较低，优质品牌代工订单资源较为稀缺。同时，随着品牌方对企业社会责任的日益重视，难以承担环保成本的小型纺织作坊承接品牌商订单的可能性渐渐变小。因此，品牌商在挑选代工方时，更青睐于具备较强订单生产能力与环保成本承受能力的头部企业。从销量角度来看，公司 2020 年棉袜销量为 2.8 亿双，较 2019 年的 2.9 亿双而言跌幅较小，而 2021 年销量迅速反弹至 3.8 亿双，再创新高。在棉袜出口行业均价难以提升的基础上，严控成本并承接更多订单以实现销量高增才是保障长远发展的核心。当前公司在越南规划的棉袜产能正在持续放量，或将凭借更强的订单吸收能力以及规模优势实现客户深度与广度的双向发展。

图 14：棉袜销量持续高增且维持产销平衡（单位：亿双）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

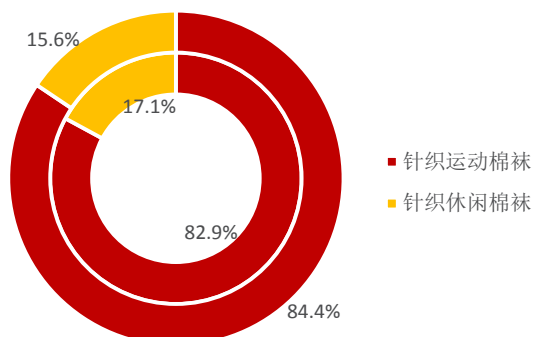
图 15：公司棉袜产品均价持续领先同行（单位：美元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：公司均价以年均汇率换算

运动领域棉袜专家，专业性受客户认可。从棉袜产品营收构成来看，公司目前 80% 以上的棉袜产品为迪卡侬、阿迪达斯及 PUMA 等国际头部运动用品厂商定制。公司已有打造了数十年的日本及欧洲专业团队，能够凭借极强的 ODM 能力推出适应市场的新品，从产品技术路径上提供了产品提价可能。与普通棉袜相比，运动袜对工艺有三大要求：1) 运动袜需要适应消费者运动过程中较多的急停及变向等动作，相应得承担保护脚踝的作用，也就要求产品本身较为厚实，对面料质量要求较高；2) 运动袜需要有较强的包裹力，为足部提供更强的支撑作用，避免在运动过程中发生脱落现象，对厂商的缝纫技术要求更高；3) 运动袜应采用吸汗透气面料，保障穿着者的舒适。这三点要求意味着以健盛集团为代表的专业棉袜厂商更有能力为运动爱好者提供优质的产品，公司因而能更好地享受产品以及品牌溢价。

图 16：公司运动风格棉袜产品营收占比超 80%



资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：内圈 2020 年，外圈 2021 年

图 17：公司棉袜产品主要客户

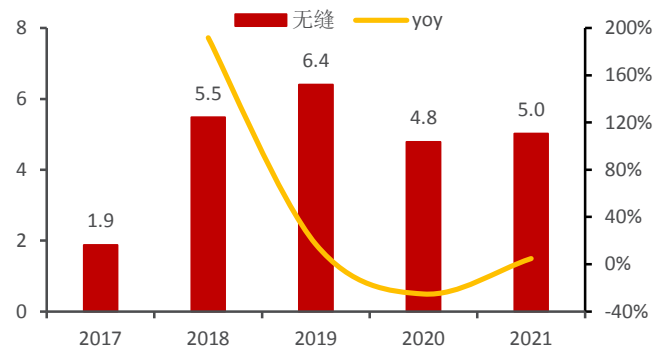


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2.2 无缝业务：业绩修复空间较大，自有品牌表现亮眼

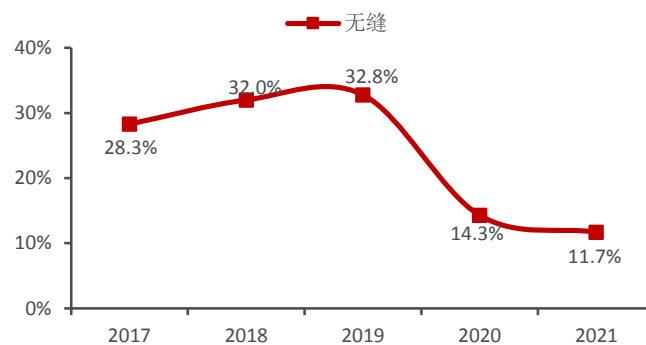
积极开拓新客户，业绩修复会有期。无缝服饰最初主要用在美体内衣等主打舒适贴身的产品，而近年来随着健身热潮兴起，用于塑身、瑜伽及跑步等场景的无缝运动服饰已经成为无缝行业增长的新动力。从营收体量来看，在排除并表影响之后，2019 年公司无缝业务营收同增 16.8%。2020 年新冠疫情对终端零售市场打击较大，部分国际大客户调整订单流向，公司相应压低无缝产品单价，导致毛利率受损较为明显，2019/2020 年无缝毛利率分别为 32.8%/14.3%。在吸取教训后，公司积极调整无缝业务发展战略，成功开拓包括 Lululemon、李宁以及 Ubras 在内的新客户，实现产能利用最大化的同时，避免客户集中度过高带来较大经营不确定性。2021 年，公司无缝业务在承压后有所恢复，营收达 5 亿元，同比增长 4.8%。另外，从 2022 年现有市场情况来看，市场需求迅速回暖，当前公司无缝产能已经接近满载，盈利水准有所修复，相应为公司 2022Q1 整体毛利率环比上抬 3.97%至 28.05%。

图 18：无缝业务疫情承压后迎来业绩修复(单位：亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：无缝产品毛利率受疫情影响波动较为明显

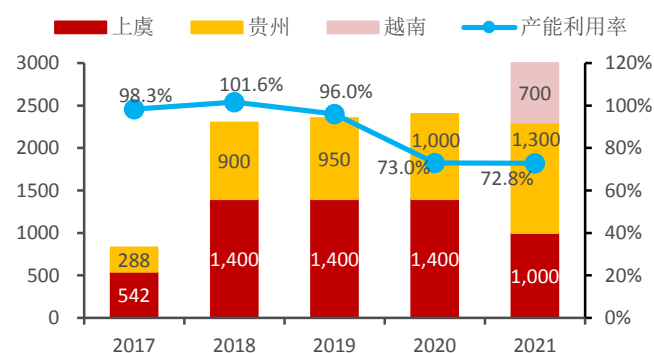


资料来源：公司公告，民生证券研究院

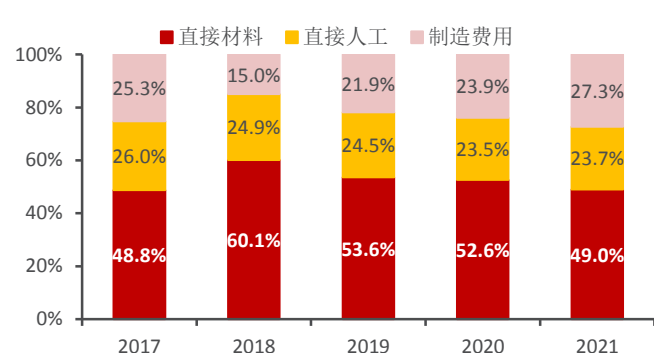
越南产能顺利投产，订单优势日益显著。公司原有无缝服饰产能集中在上虞以及贵州，2017-2019 年间产能利用率基本接近 100%。2020 年上半年受疫情影响，国内工厂停工严重扰乱无缝服饰生产计划，且越南产能在试生产进度被耽误后无法承接国内外溢订单，叠加疫情导致下游户

外运动客户销售情况有所下滑，致使公司无缝产能利用率出现下跌。2021 年，公司在越南兴安布局的无缝产能顺利投产，且下半年越南政府疫情管控政策注重经济与防疫两手抓后，无缝产能总体运转良好，国际订单随之逐步回流。此外，当前在越南地区布局无缝产能的行业“玩家”极少，公司能够在较长时间内享受相应的工资、所得税及关税等方面的优惠。

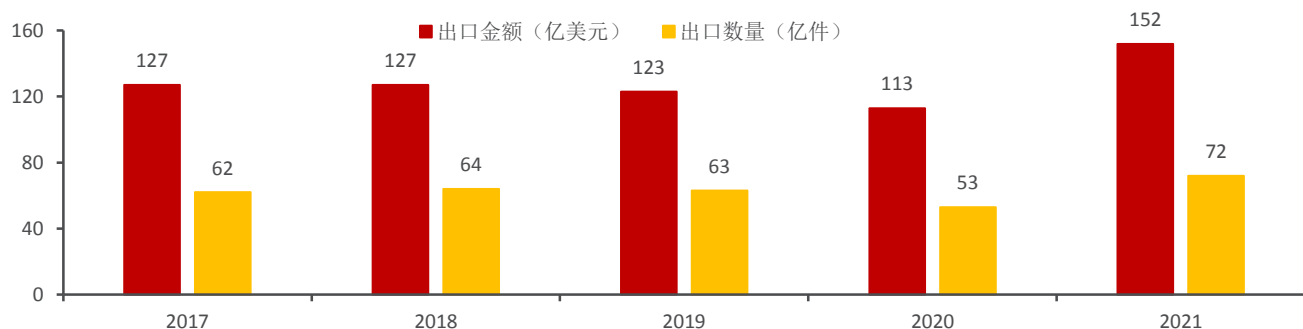
另外，从需求端来看，我国无缝服饰代工市场迎来新生，2021 年无缝服饰出口金额达 152 亿美元，同比增长 34.7%；出口数量达 72 亿件，同比增长 35.6%。在市场需求激增的同时，与公司深度绑定的欧美客户日益重视健盛在越南布局的无缝产能，越南兴安新增无缝产能自 2021 年底已基本实现满载，且 2022 年订单储备充足，未来公司有望凭借极强的成本优势持续占领市场高地。

图 20：公司无缝产能扩张明显（单位：万件）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 21：无缝产品成本拆解情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：我国无缝服饰出口规模再创新高


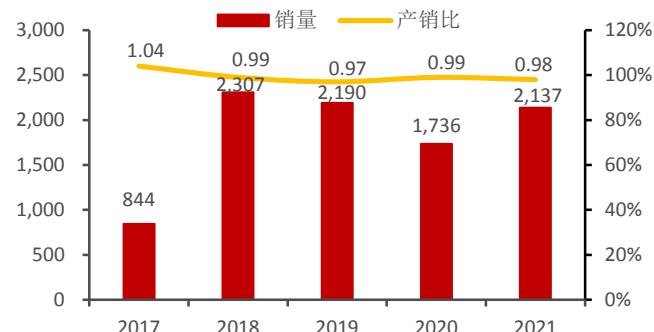
资料来源：公司公告，民生证券研究院

中高档定位无缝产品销量短暂承压，业绩修复弹性较大。公司下属子公司俏尔婷婷成立于 2004 年，是国内最早引入意大利圣东尼针织机的无缝针织厂家之一。作为国内最大的无缝内衣生产商，俏尔婷婷在 2017 年被健盛集团收购前就已经与包括迪卡侬、优衣库、华歌尔等国际大牌达成深度合作，相应将产品定位在中高端水平，近五年保持产品出口均价高于行业均价 1.5-2 美元水平。2020 年，由于中高档无缝服饰需求略有回落，无缝订单数量相应下调，公司通过调整单价以适应代工需求，产品均价较 2019 年略有降低。

相较于注重中低端市场的无缝“玩家”，健盛集团无缝产品单价较高，2020 年无缝业务营收相应地在消费疲软格局下有所回落。2021 年公司无缝产品销量达 2137 万件，同比 2020 年提升 23.1%，并已恢复至疫情前 97.6%水准。随着全球逐步迈入后疫情时代，疫情对消费产生的负面冲击逐步减弱，户外运动热潮席卷重来，直接利好无缝服饰终端零售，中高端市场业绩修

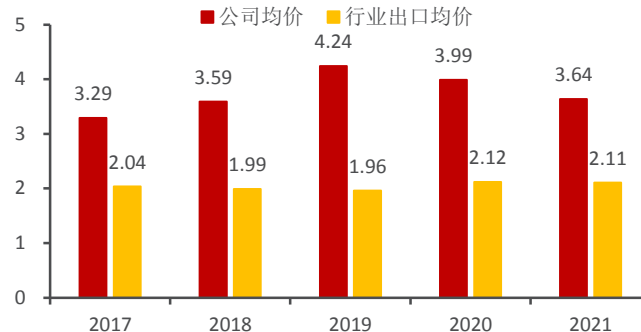
复弹性极强，未来有望持续收益。

图 23：无缝产品销量短暂承压（单位：万件）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

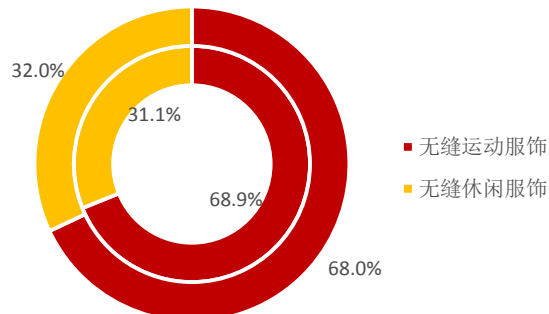
图 24：公司无缝产品差价有所提升（单位：美元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：公司均价以年均汇率换算

新拓客户以运动品牌为主，有利于提升 ODM 产品调性。公司无缝业务模式为 ODM 或 OEM，早期客户以休闲美体风格为主，代工产品终端零售价集中在 100-300 元期间。通过持续拓展下游客户，公司目前无缝服饰产品营收占比已接近 70%，并凭借高专业度跻身瑜伽服新锐高端品牌 Lululemon 的重要代工商，相应产品终端零售价达 500-800 元，显著提升公司代工产品调性。此外，在国际大客户提升核心供应商采购占比、重视代工方研发水准的趋势下，以健盛集团为代表的企业能够凭借极强的产品设计与快反能力更好地迎合订单需要。

图 25：公司运动风格无缝服饰产品营收占比约 70%



资料来源：公司公告，民生证券研究院 注：内圈 2020 年，外圈 2021 年

图 26：公司无缝服饰产品主要客户



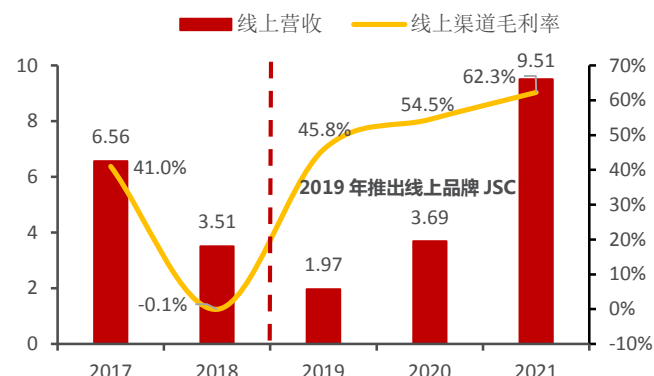
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

自有无缝品牌初露锋芒，有望借力研发乘势而上。公司自 2015 年以来注重 OBM 业务建设，及时把握国内无缝服饰市场方兴未艾的时机，趁着户外运动健身热于 2019 年推出主打无缝运动服饰的线上女性运动品牌 JSC。JSC 品牌邀请曾任 Gianfranco Ferré、Giovanni Valentino 等国际大牌设计总监的意大利著名设计师 Gianni Cinti 担纲创意总监，力求打造舒适的高品质运动服饰，一经推出迅速受到潮酷健身女孩们的追捧。据 JSC 品牌创始人介绍，截止 2021 年 10 月，品牌已经积累 17 万粉丝群体“JSC Girls”，产品复购率达 37%，用户忠诚度明显高于女装行业，也体现了自有品牌在细分领域中的成功。

从品牌营销角度来看，JSC 目前通过深度合作选美小姐、健身教练及瑜伽老师等品牌大使，实现 KOL 渠道推广，并通过在杭州开设线下运动体育馆 JSC Studio 加强用户黏性。从线上渠道来看，JSC 推出后公司线上渠道盈利水平明显改善，2019/2020/2021 年毛利率分别为 45.8%/54.5%/62.3%，并在天猫官方旗舰店试水直播带货。同时，公司在 2017 年发力无缝业务以前仅凭借在棉袜领域的长期耕耘而立足，研发投入始终处于低位。在大力布局无缝服饰后，公司研发费用水平明显上升，研发费用率从 2016 年的 1.70% 提升至 2021 年的 2.87%，相应在

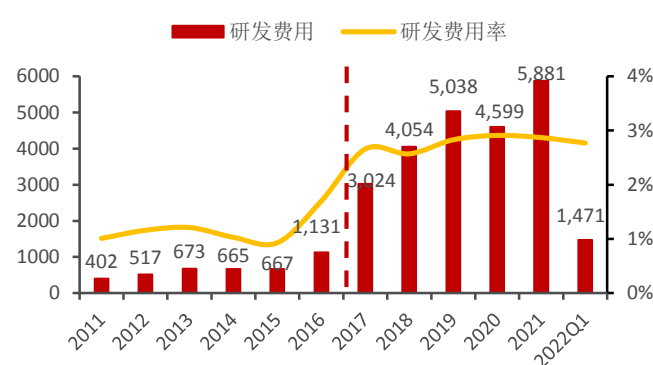
无缝服饰织造、染色、缝纫三大核心环节上积累的技术也能为 OBM 业务赋能。目前公司自有品牌建设情况良好，未来仍然看点十足。

图 27：线上渠道战略调整后业绩改善（单位：百万元）



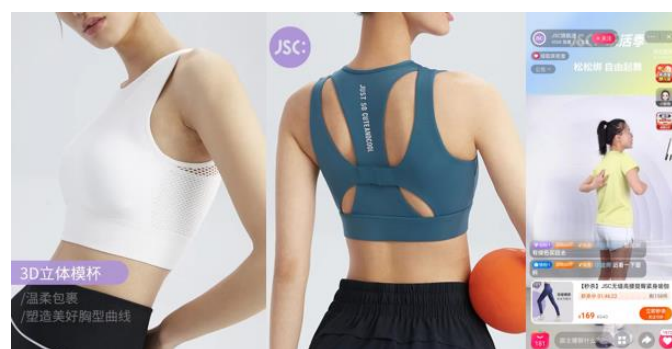
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28：布局无缝业务后研发投入提升明显（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 29：公司自有品牌 JSC 产品一览



资料来源：JSC 官方天猫旗舰店，民生证券研究院

图 30：JSC 品牌在杭州钱塘江畔开设 JSC Studio

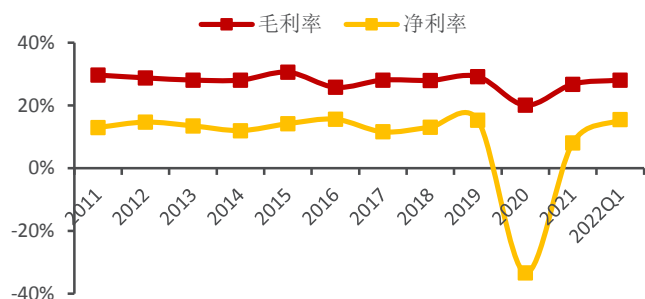


资料来源：JSC 品牌官网，民生证券研究院

1.3 财务概况：盈利能力持续提升，周转能力保持稳定

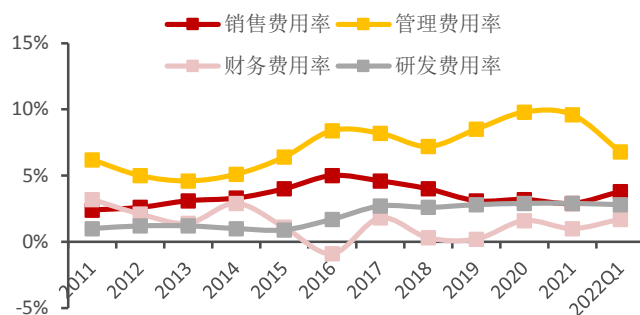
盈利能力迅速改善，毛利水平领跑同业。受无缝产品单价明显下滑、商誉减值及股权激励影响，公司 2020 年净利率首现负值。而随着公司主力产品单价提升以及越南与贵州产能释放带来人工成本红利，公司 2021 年全年及 2022Q1 毛利率达 26.76%/28.05%，净利率达 8.14%/15.51%，2022Q1 净利率水平实现 2020 年来单季最高峰。另外，与同为纺织行业上游“玩家”相比，公司代工产品毛利率始终名列前茅，能够与作为全球领先运动鞋服代工商的申洲国际及华利集团媲美。由于核心客户与两大代工商略有重叠且在产品种类上具备差异，公司未来毛利水平仍然具备一定上升空间。

图 31：盈利水平迅速恢复至疫情前水平



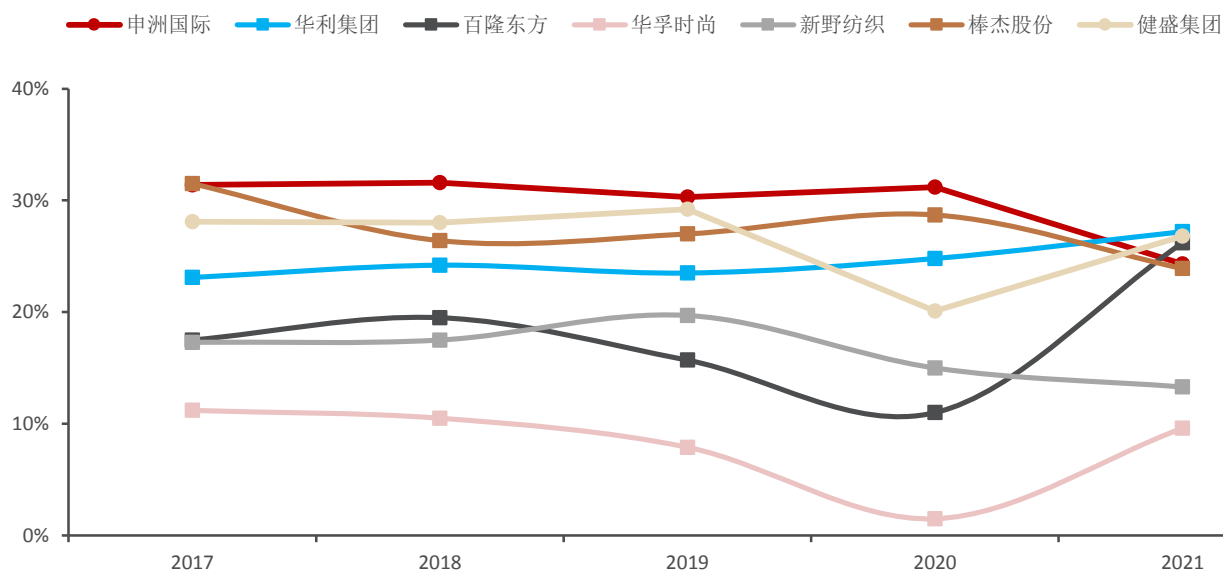
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 32：公司 2021 年费用率有所改善



资料来源：公司公告，民生证券研究院

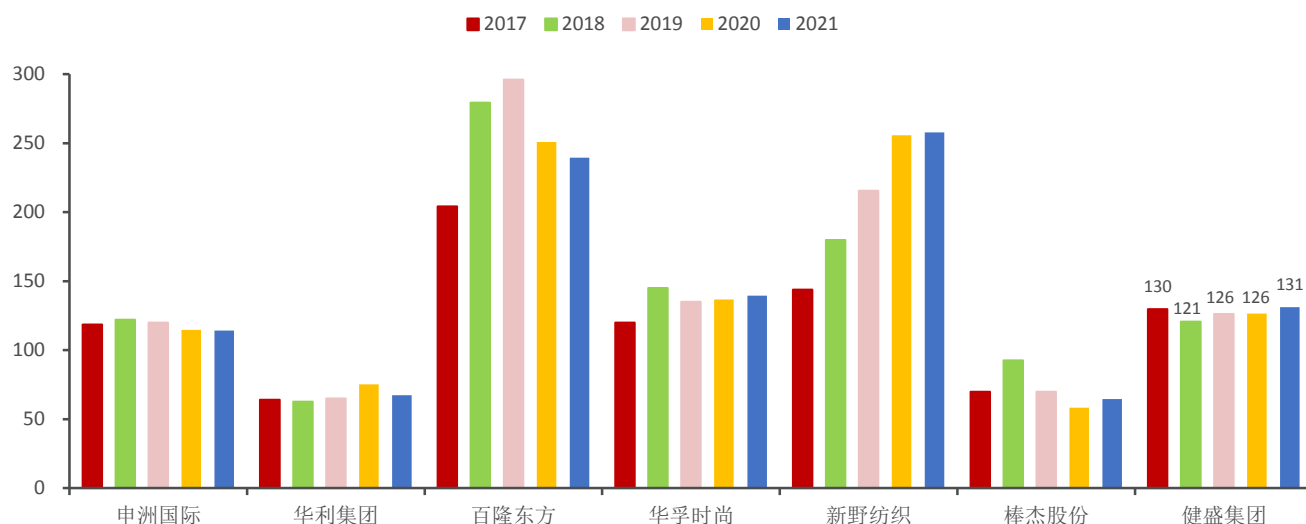
图 33：公司产品毛利率处于行业领先地位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

存货周转保持稳定，多环节覆盖保障生产。从存货周转角度看，公司整体库存水平在针织制造“玩家”中处于中上游水准，存货周转天数维持在 130 天左右。值得注意的是，公司作为打通原辅料生产以及印染织等众多环节的针织“玩家”，整体存货结构中原材料占比通常在 35-40% 之间。公司通过灵活调整原辅料结构，对外部分采购单价较低的纱线，对内基本实现原辅料保供，并根据市场原料价格动态积极调整库存量，在原材料价格大幅提升时与下游客户协商调价，因此整体库存管理水准较高。

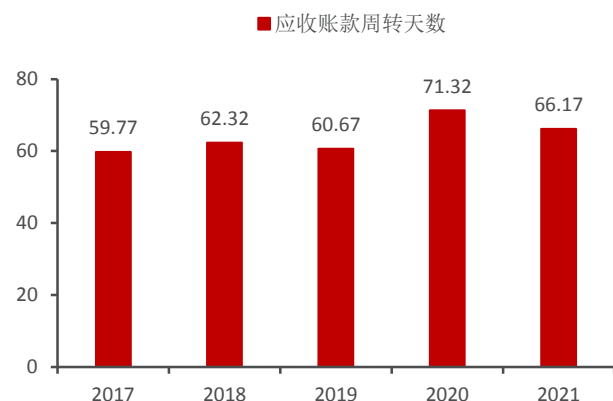
图 34：公司及同行业公司存货周转天数对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

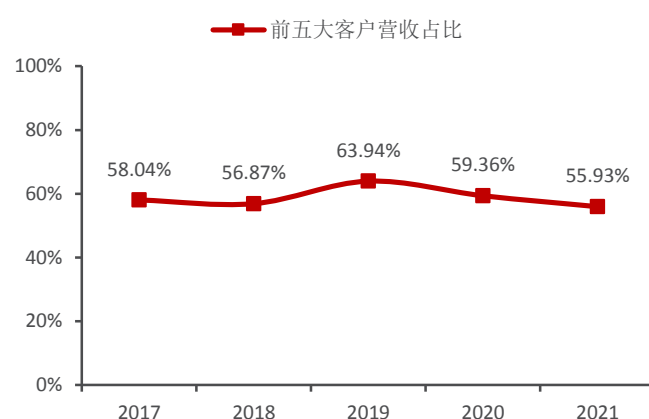
深度绑定优质客户，应收款项质量较高。从应收账款周转天数来看，疫情对公司回款效率略有影响。前五大客户营收占比虽受公司新拓客户而有所下降，但总体保持在 55% 以上。由于公司主要合作方为国际头部企业，下游客户现金流周转情况恢复较快，直接改善公司资金周转效率，应收账款天数从 2020 年的 71.32 下降至 2021 年的 66.17。此外，公司始终保持极为优秀的应收账款质量，2019-2021 年间一年内应收账款占账面余额比为 99.70%/99.77%/99.90%，明显优于同行。

图 35：应收账款周转水准总体良好



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 36：公司客户集中度相对较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为国内领先的针织制造“玩家”，目前主要布局棉袜以及无缝两大业务，产品主要为迪卡侬及PUMA等国际运动服饰品牌进行ODM/OEM代工。凭借近三十年的耕耘，公司在棉袜代工领域已经筑起了极深的业务护城河，下游客户黏性较强；而在新切入的无缝服饰赛道，公司凭借业务协同做到了国内前列。

针对棉袜业务，我们认为：

1) **棉袜产能供不应求，产能释放抬高业绩。**公司凭借在棉袜纺织行业的深厚技术积淀以及产能优势，在江山基地以及越南海防、清化基地共有棉袜产能3.99亿双，2021H1在越南疫情影响下总体产能利用率高达98.6%，订单储备需求旺盛。同时，公司已经在贵州基地安置了440台棉袜织机，预计能够在2022年释放近2500万双棉袜产能，随着贵州与越南两地新增产能逐步投产，公司承载棉袜订单的能力将进一步提升，相应推动产量高增。

2) **规模效应日益显著，人工成本红利依旧。**公司自2013年起开始布局海外产能，并于2017年起加速扩建越南棉袜产能。由于杭州地区人力成本较高，公司将原有杭州产能转移至人力成本较低的江山基地以及越南基地，同时在贵州新建棉袜产能。从产品成本结构来看，当前原材料成本处于上升通道，而人工成本随着产能转移得到明显改善，2019/2020/2021年单双棉袜人工成本分别为0.48/0.44/0.44元。

因此，我们**针对棉袜业务做出如下假设：**

未来三年内，江山基地产能保持在1.79亿双，产能利用率维持在99%；越南基地产能达2.30/2.50/2.75亿双，产能利用率维持在99%；新设贵州基地产能达0.25/0.55/0.65亿双，产能利用率分别为90%/85%/90%。同时，假设2022/2023/2024年棉袜单价达4.09/4.21/4.33元/双，同比增长4.0%/3.0%/3.0%。在维持产销比为98%的假设下，2022/2023/2024年棉袜业务总收入为17.11/19.44/21.58亿元，同比增长13.9%/13.6%/11.0%。

从成本角度来看，由于棉袜产能总体向贵州与越南转移，单双棉袜的人工成本将总体处在平稳态势，而原材料成本与机器设备折旧计入的制造费用将有所提升。我们预计未来三年内单双棉袜直接材料成本为1.57/1.60/1.64元，直接人工成本为0.44/0.45/0.45元，制造费用为0.75/0.78/0.80元，对应棉袜产品毛利率为32.4%/32.8%/33.3%。

表 3：棉袜收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能（万件）	30300	30300	39900	43400	48400	51900
江山（万件）	12800	13800	17900	17900	17900	17900
产能利用率	97.4%	91.4%	99.4%	99%	99%	99%
越南（万件）	14500	16500	22000	23000	25000	27500
产能利用率	99.7%	94.3%	98.0%	99%	99%	99%
杭州（万件）	3000	-	-	-	-	-
产能利用率	85.0%	-	-	-	-	-
贵州（万件）	-	-	-	2500	5500	6500
产能利用率	-	-	-	90%	85%	90%

产量（万件）	29,480.62	28,165.86	39,358.58	42,741.00	47,146.00	50,796.00
产销比	98.7%	101.0%	97.2%	98.0%	98.0%	98.0%
销量（万件）	29,082.95	28,457.44	38,252.55	41,886.18	46,203.08	49,780.08
棉袜单价（元）	3.80	3.72	3.93	4.09	4.21	4.33
yoy	2.8%	-1.9%	5.5%	4.0%	3.0%	3.0%
棉袜收入（万元）	110422.18	105993.26	150281.42	171139.00	194440.35	215778.56
yoy	8.7%	-4.0%	41.8%	13.9%	13.6%	11.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：棉袜成本预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
棉袜成本（万元）	80045.65	82099.28	103418.26	115605.86	130754.72	143864.43
毛利率	27.5%	22.5%	31.2%	32.4%	32.8%	33.3%
直接材料（万元）	45182.70	42763.87	58935.89	65761.30	73924.93	81639.33
单双（元）	1.55	1.50	1.54	1.57	1.60	1.64
直接人工（万元）	13898.40	12393.63	16789.95	18429.92	20791.39	22401.04
单双（元）	0.48	0.44	0.44	0.44	0.45	0.45
制造费用（万元）	20964.54	26941.78	27692.43	31414.64	36038.40	39824.06
单双（元）	0.72	0.95	0.72	0.75	0.78	0.80

资料来源：公司公告，民生证券研究院

针对无缝业务，我们认为：

1) **产能布局加速订单回流，需求回暖激活增量市场。**公司原有无缝服饰产能分布在上虞以及贵州两地，国内疫情管控导致工厂停工后，无法利用国外产能承接相应外溢订单。随着越南兴安的无缝产能逐步扩张，公司无缝业务能够更好地应对生产风险，实现国内外产能互补。随着海外市场疫情政策逐步放松，户外运动浪潮将席卷而来，无缝运动服饰需求热将直接利好公司代工体量，目前公司无缝订单储备较为充足，业绩修复预期良好。

2) **盈利提升空间较大，越南成利润增长点。**据年报披露，贵州基地无缝客户已实现从单一客户至多元客户的转变，且越南基地已达七成以上开机率。随着无缝服饰市场需求提升，公司制造的中高端无缝服饰业绩弹性较大，当前出口单价处在较低水平，未来有望实现量价齐升格局。同时，自2021年下半年越南基地无缝产能投产后，公司单件无缝服饰人工成本从2020年的5.56元降至2021年的4.92元，且越南基地无缝业务规划产能庞大，未来有望持续受益。

因此，我们针对无缝业务做出如下假设：

未来三年内，上虞基地产能为760/700/700万件，产能利用率维持在75%；贵州基地产能达1540/1600/1600万件，产能利用率分别为75%/77%/78%；新设越南兴安基地产能达1500/2550/2700万件，产能利用率分别为65%/65%/85%。同时，假设2022/2023/2024年无缝单价达26.30/27.88/29.55元/件，同比增长12%/6%/6%。在维持产销比为98%的假设下，2022/2023/2024年无缝业务总收入为6.96/9.33/11.78亿元，同比增长38.7%/34.1%/26.3%。

从成本角度来看，由于越南新增无缝产能体量充足，单件无缝服饰的人工成本将持续降低，而原材料成本与机器设备折旧计入的制造费用将有所提升。我们预计未来三年内单件无缝服饰直接材料成本为10.5/10.8/11.2元，直接人工成本为4.4/4.2/4.1元，制造费用为5.75/5.9/6.2元，对

应无缝服饰产品毛利率为21.5%/25.0%/27.2%。

表 5：无缝收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能（万件）	2350	2400	3000	3800	4850	5000
上虞（万件）	1400	1400	1000	760	700	700
产能利用率	96.3%	75.1%	74.10%	75%	75%	75%
贵州（万件）	950	1000	1300	1540	1600	1600
产能利用率	95.4%	70.1%	78.61%	75%	77%	78%
越南兴安（万件）	-	-	700	1500	2550	2700
产能利用率	-	-	60.01%	65%	65%	85%
产量（万件）	2,255.20	1,752.57	2,182.85	2,700.00	3,414.50	4,068.00
产销比	97.1%	99.1%	97.9%	98.0%	98.0%	98.0%
销量（万件）	2,189.76	1,736.13	2,136.77	2646	3346.21	3986.64
无缝单价（元）	29.23	27.56	23.48	26.30	27.88	29.55
yoy	23.1%	-5.7%	-14.8%	12%	6%	6%
无缝收入（万元）	64009.57	47852.01	50170.39	69583.45	93277.13	117797.17
yoy	16.8%	-25.2%	4.8%	38.7%	34.1%	26.3%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 6：无缝成本预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
无缝成本（万元）	43019.25	41025.12	44312.76	54639.90	69935.79	85712.76
毛利率	32.8%	14.3%	11.7%	21.5%	25.0%	27.2%
直接材料（万元）	23058.27	21588.79	21696.82	27783.00	36139.07	44650.37
单件（元）	10.53	12.44	10.15	10.5	10.8	11.2
直接人工（万元）	10521.07	9648.42	10502.61	11642.40	14054.08	16345.22
单件（元）	4.80	5.56	4.92	4.4	4.2	4.1
制造费用（万元）	9439.91	9787.91	12113.33	15214.50	19742.64	24717.17
单件（元）	4.31	5.64	5.67	5.75	5.9	6.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

针对家居服饰及其他业务，我们假设2022/2023/2024年营收达2126.19/2275.03/2411.53万元，同增8.7%/7.0%/6.0%，毛利率维持在25%。而针对其他业务收入，我们假设2022/2023/2024年收入达2500/2600/2700万元，毛利率为40%/38%/35%。

从费用率角度来看，我们认为公司未来会注重自有品牌JSC建设，加强新客户拓展，销售费用有所提升，2022/2023/2024年销售费用率达2.98%/3.01%/3.07%；加强管理费用管控，2022/2023/2024年管理费用率为9.26%/9.29%/9.32%；加大产品研发投入，提升OBM与ODM业务能力，研发费用率相应上升至2.99%/3.11%/3.27%。

表 7：毛利率及各项费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.2%	20.1%	26.8%	29.3%	30.3%	31.2%
综合费用率	14.6%	17.5%	16.3%	16.1%	15.8%	15.7%
销售费用率	3.12%	3.15%	2.91%	2.98%	3.01%	3.07%
管理费用率	8.51%	9.78%	9.56%	9.26%	9.29%	9.32%
研发费用率	2.83%	2.91%	2.87%	2.99%	3.11%	3.27%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 估值分析与投资建议

我们认为，在户外运动及健身浪潮的加持下，公司作为运动服饰领域的代工领先企业，能够受益于疫情后需求端井喷、产能扩张释放的成本红利、产品终端零售价格提升以及国际客户合作关系的纵深发展。因此，我们预测公司2022-2024年间营业收入达24.53/29.26/33.87亿元，同比提升19.6%/19.3%/15.8%；归母净利润达2.92/3.75/4.63亿元，同比增长74.6%/28.6%/23.2%。

我们选取同为针织制造行业上游“玩家”的申洲国际、华利集团、百隆东方以及华孚时尚作为可比公司，发现可比公司当前市值对应2021/2022/2023年平均PE为28X/16X/13X，而健盛集团当前市值对应2021/2022/2023年PE为26X/15X/11X，处于估值低位。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
2313.HK	申洲国际	104.50	2.24	3.32	4.27	55	26	20
300979.SZ	华利集团	68.55	2.37	2.99	3.68	38	23	19
601339.SH	百隆东方	5.55	0.91	0.90	0.90	6	6	6
002042.SZ	华孚时尚	3.59	0.34	0.38	0.44	14	9	8
平均值						28	16	13
603558.SH	健盛集团	10.87	0.43	0.74	0.96	26	15	11

资料来源：Wind，民生证券研究院；

注：申洲国际收盘价以港元计价，当前港币兑人民币汇率为 0.8429。可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 04 月 28 日

3 风险提示

1) 运动服饰需求疲软。公司主要为国际运动品牌代工棉袜以及无缝服饰，如果终端零售需求增长不及预期，公司 ODM/OEM 业务较难提升盈利空间。

2) 疫情反复影响生产。公司目前产能分布在上虞、江山、贵州及越南四大地区，如果部分地区疫情形势变化导致疫情防控政策调整，可能对公司代工生产造成严重影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,052	2,453	2,926	3,387
营业成本	1,503	1,733	2,040	2,331
营业税金及附加	16	20	24	27
销售费用	60	73	88	104
管理费用	196	227	272	316
研发费用	59	73	91	111
EBIT	218	326	411	498
财务费用	20	25	18	10
资产减值损失	-11	-7	-7	-8
投资收益	4	4	5	6
营业利润	200	339	434	533
营业外收支	-7	-10	-10	-11
利润总额	194	329	423	522
所得税	27	37	48	59
净利润	167	292	375	463
归属于母公司净利润	167	292	375	463
EBITDA	373	494	592	691

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	615	545	593	691
应收账款及票据	438	480	594	691
预付款项	19	17	22	26
存货	665	656	786	935
其他流动资产	90	98	100	106
流动资产合计	1,826	1,797	2,094	2,450
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,458	1,472	1,491	1,499
无形资产	266	263	259	256
非流动资产合计	2,127	2,088	2,058	2,055
资产合计	3,953	3,885	4,152	4,505
短期借款	852	624	464	300
应付账款及票据	457	348	438	559
其他流动负债	124	167	202	218
流动负债合计	1,433	1,139	1,104	1,077
长期借款	202	202	202	202
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	205	205	205	205
负债合计	1,638	1,345	1,310	1,282
股本	393	393	393	393
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,315	2,541	2,842	3,222
负债和股东权益合计	3,953	3,885	4,152	4,505

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.65	19.58	19.26	15.75
EBIT 增长率	306.41	49.51	26.04	20.95
净利润增长率	131.69	74.57	28.62	23.24
盈利能力 (%)				
毛利率	26.76	29.35	30.28	31.16
净利润率	8.14	11.90	12.83	13.66
总资产收益率 ROA	4.23	7.51	9.04	10.27
净资产收益率 ROE	7.22	11.49	13.21	14.36
偿债能力				
流动比率	1.27	1.58	1.90	2.28
速动比率	0.80	0.99	1.16	1.38
现金比率	0.43	0.48	0.54	0.64
资产负债率 (%)	41.44	34.61	31.55	28.46
经营效率				
应收账款周转天数	78.00	71.55	74.13	74.56
存货周转天数	161.46	139.41	141.71	147.53
总资产周转率	0.52	0.63	0.70	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.74	0.96	1.18
每股净资产	5.89	6.47	7.23	8.20
每股经营现金流	0.69	1.02	1.20	1.44
每股股利	0.15	0.17	0.19	0.21
估值分析				
PE	25.5	14.6	11.4	9.2
PB	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.63	9.20	7.34	5.91
股息收益率 (%)	1.38	1.57	1.76	1.95

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	167	292	375	463
折旧和摊销	155	168	181	193
营运资金变动	-91	-112	-131	-128
经营活动现金流	271	401	470	568
资本开支	-312	-139	-160	-201
投资	-13	0	0	0
投资活动现金流	-301	-136	-155	-195
股权募资	0	0	0	0
债务募资	426	-227	-160	-164
筹资活动现金流	92	-334	-267	-274
现金净流量	58	-69	47	99

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司客户主要分布在欧美地区（单位：亿元）	4
图 3：公司 2021 年营收接近 90%来自海外客户	4
图 4：公司近五年营收体量增速明显（单位：亿元）	4
图 5：公司归母净利润情况（单位：亿元）	4
图 6：公司各业务营收占比情况	5
图 7：公司客户矩阵庞大	5
图 8：公司股权结构较为集中	5
图 9：棉袜业务受疫情影响较小（单位：亿元）	6
图 10：棉袜业务毛利率恢复至疫情前水平	6
图 11：公司具备完整的上下游产业链	6
图 12：公司棉袜产能布局进行调整（单位：亿双）	7
图 13：扩张越南产能后人工成本占比持续走低	7
图 14：棉袜销量持续高增且维持产销平衡（单位：亿双）	7
图 15：公司棉袜产品均价持续领先同行（单位：美元）	7
图 16：公司运动风格棉袜产品营收占比超 80%	8
图 17：公司棉袜产品主要客户	8
图 18：无缝业务疫情承压后迎来业绩修复（单位：亿元）	8
图 19：无缝产品毛利率受疫情影响波动较为明显	8
图 20：公司无缝产能扩张明显（单位：万件）	9
图 21：无缝产品成本拆解情况	9
图 22：我国无缝服饰出口规模再创新高	9
图 23：无缝产品销量短暂承压（单位：万件）	10
图 24：公司无缝产品差价有所提升（单位：美元）	10
图 25：公司运动风格无缝服饰产品营收占比约 70%	10
图 26：公司无缝服饰产品主要客户	10
图 27：线上渠道战略调整后业绩改善（单位：百万元）	11
图 28：布局无缝业务后研发投入提升明显（单位：万元）	11
图 29：公司自有品牌 JSC 产品一览	11
图 30：JSC 品牌在杭州钱塘江畔开设 JSC Studio	11
图 31：盈利水平迅速恢复至疫情前水平	12
图 32：公司 2021 年费用率有所改善	12
图 33：公司产品毛利率处于行业领先地位	12
图 34：公司及同行业公司存货周转天数对比	13
图 35：应收账款周转水准总体良好	13
图 36：公司客户集中度相对较高	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司已在中国及越南布局七大基地	3
表 2：公司第二期员工持股计划具体安排	5
表 3：棉袜收入预测	14
表 4：棉袜成本预测	15
表 5：无缝收入预测	16
表 6：无缝成本预测	16
表 7：毛利率及各项费用率预测	17
表 8：可比公司 PE 数据对比	17
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001