

盛泰集团 (605138.SH)

海外需求疲软，2023 一季度收入下滑 5%

买入

核心观点

2022 全年在外需回暖推动下收入增长 16%，净利润增长 29%。公司是纺纱、织造、染整、制衣一体化纺织集团。2022 年收入增长 15.7%至 59.7 亿，归母净利润增长 29.1%至 3.76 亿元，扣非净利润增长 118.4%至 3.5 亿元，业绩增长主要由于海外需求回暖带动订单上升。开机率提升、棉价回落带动 2022 年毛利率增长 2.5 个百分点至 18.4%，四大费用率微幅下降至 11.0%，其他经营收益率合计下降 2.3 个百分点至-0.2%，主要由于公允价值变动收益和投资收益的减少，归母净利率提升 0.6 个百分点至 6.4%。年末存货、应收周转天数分别为 90/39 天，维持健康水平。全年 ROE 提升 0.6 个百分点至 14.8%。2022 年资本支出 7.5 亿元，同比基本持平，资产负债率 64.0%，延续上市以来回落的趋势。

2022 四季度和 2023 一季度受到内外需疲软影响，收入和毛利率承压。1) 2022Q4 公司收入增长 3.0%至 16.2 亿，归母净利润增长 10.5%至 0.63 亿元，扣非净利润增长 75%至 0.49 亿元，毛利率同比增长 0.41 个百分点至 14.9%，但是环比 Q3 下降 6 个百分点。2) 2023Q1 收入同比-4.7%至 13.1 亿，归母净利润-9.7%至 0.56 亿元，扣非净利润-51.4%至 0.34 亿元，毛利率同比下降 1.1 个百分点至 16.6%，环比 2022Q4 提升 1.7 百分点，收入和毛利率下降主要由于内外需疲软，开机率下降。2023Q1 费用率同比 2.8 百分点主要是管理和财务费用率提升，其他收益、非凡中国等金融资产的公允价值收益及其他投资收益比率增加、资产减值比率小幅收窄带来其他经营收益率同比增加 3.4 百分点至 1.8%，2023Q1 归母净利率/扣非净利率-0.3/-2.5 百分点至 4.3%/2.6%。

短期仍需关注国内外品牌客户去库进展，中长期积极扩张、提质增效。短期国内外库存仍在去化过程，需求有望陆续恢复，关注后续订单的边际改善。中长期，公司合作拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、Hugoboss、FILA、李宁等优质品牌客户并积极扩张产能，同时智能化系统的陆续上线有望降本增效，澳洲棉花基地将打通产业链，减少贸易壁垒的风险及提升毛利率水平。

风险提示：海外高通胀；疫情反复；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

投资建议：关注全产业链集团的中长期成长潜力。公司具有业内稀缺的从纺纱到制衣全产业链模式，通过较好的研发、品质、效率和交期切入高端品牌供应链。合作优质品牌、积极投入产能扩张及智能化升级，中长期成长潜力充足，利润率仍有较大改善空间。由于海外客户需求下滑超出预期，下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润 3.9/4.8/5.7 亿元（原 2023-2024 年为 5.5/6.6 亿元），同比+4%/+23%/+19%。由于盈利预测下调，下调目标价至 11.2-12.0 元（原为 14.2~15.0 元），对应 2024 年 13~14x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,157	5,966	6,373	7,314	8,288
(+/-%)	9.7%	15.7%	6.8%	14.8%	13.3%
净利润(百万元)	291	376	389	477	567
(+/-%)	-0.6%	29.1%	3.6%	22.6%	18.8%
每股收益(元)	0.52	0.68	0.70	0.86	1.02
EBIT Margin	6.1%	9.0%	8.2%	9.1%	9.3%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	14.8%	13.9%	15.2%	16.0%
市盈率 (PE)	16.5	12.8	12.3	10.1	8.5
EV/EBITDA	15.6	11.4	12.0	10.0	8.8
市净率 (PB)	2.3	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	11.20 - 12.00 元
收盘价	8.64 元
总市值/流通市值	4800/2569 百万元
52 周最高价/最低价	16.90/8.49 元
近 3 个月日均成交额	30.78 百万元

市场走势

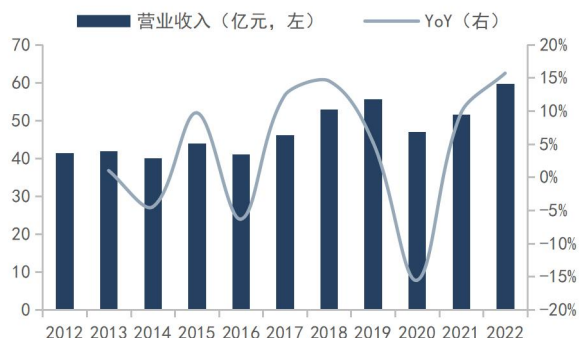


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

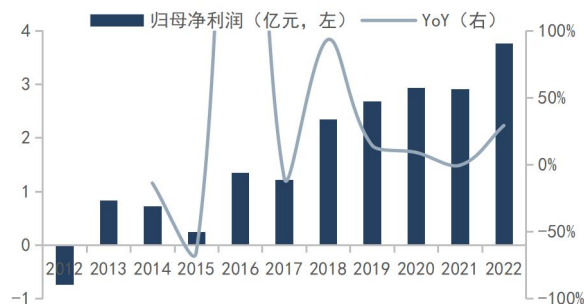
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 三季度净利润上升 97%，稳步提质增效高质量成长》——2022-10-29
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 二季度扣非净利润增长 165%，稳步提质增效》——2022-08-29
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 成本压力逐步可控，一季度净利增长 43%》——2022-04-20
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 2022 年一季度业绩预计增长 42%至 70%》——2022-03-29
- 《盛泰集团-605138-深度报告：全产业链制衣集团重启成长》——2022-02-17

图1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）



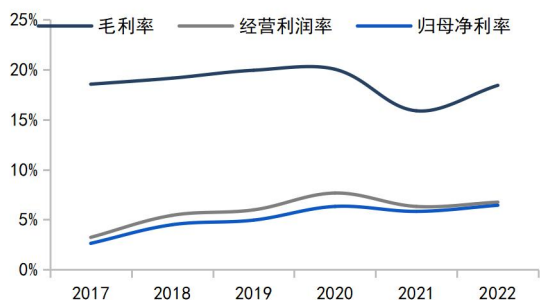
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度净利润和增长（亿元，%）



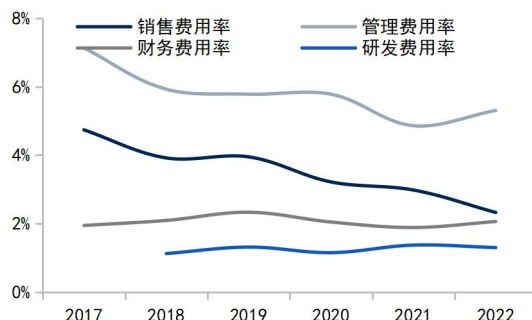
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率



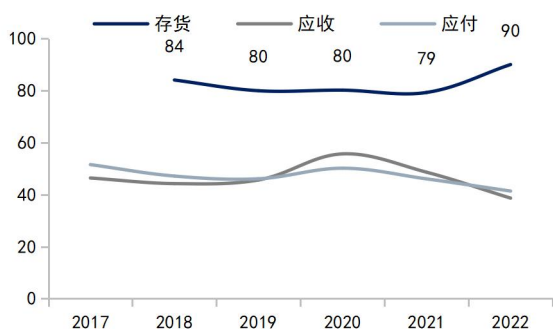
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率



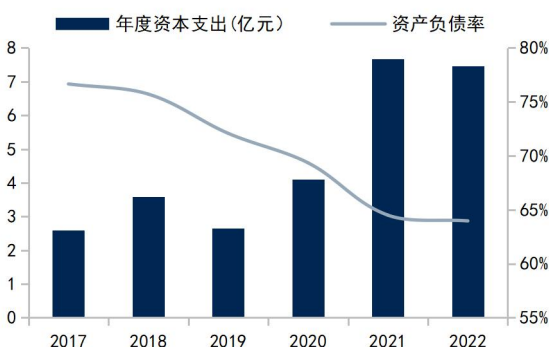
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度营运资金周转天数



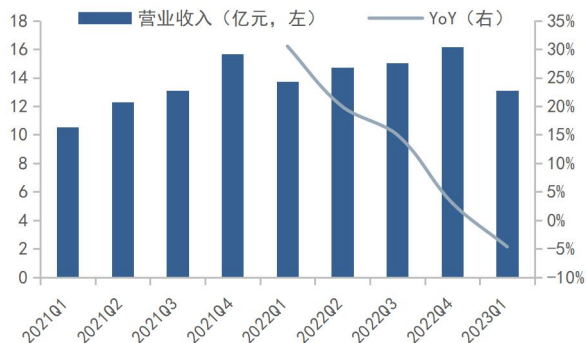
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司年度资本开支及资产负债率



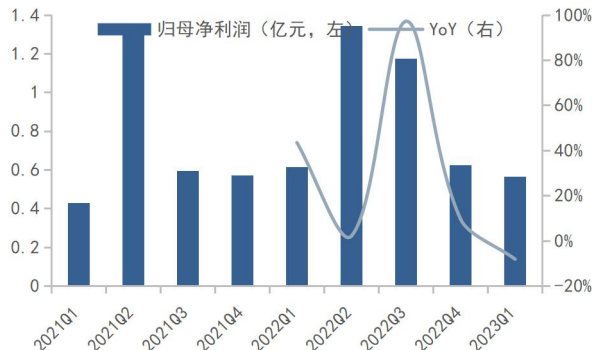
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增长



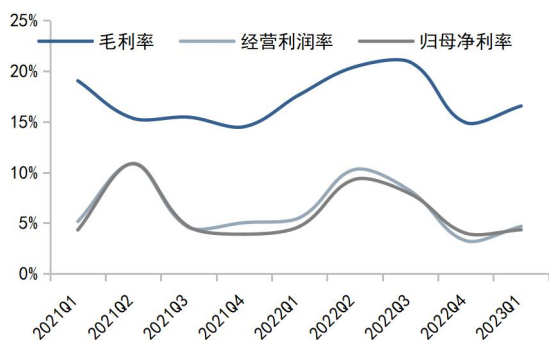
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度净利润及增长



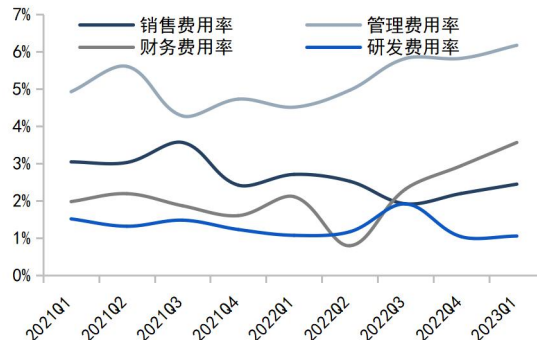
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

由于需求承压超预期，下调盈利预测

与上次盈利预测相比，公司海外品牌下单减少，同时国内服装行业虽然终端零售逐步回暖，但是仍在去库阶段，品牌下单相对谨慎，因此我们下调公司2023年收入预期，同时由于开机率不足导致单位固定成本提升，收入预期下调导致固定费用率预期上升，因此我们下调毛利率预期、上调费用率预期。调整后假设如下：

- 1) 预计2023-2025年公司收入增长7%/15%/13%至63.7/73.1/82.9亿元，主要由销量驱动，其中随着产业链一体化进程加速，成衣增长有望快于面料和纱线增长。
- 2) 预计2023-2025年公司毛利率分别为18.1%/18.8%/19.0%，预计今年毛利率会同比去年有所下滑主要是受开机率下降影响，预计2024-2025年随着开机率回升、智能化改造效益释放、上游棉花产业打通有望提升毛利率水平。
- 3) 由于2023Q1有较多的其他收益、公允价值变动和投资收益，预计全年其他经营收益率0.9%，2024-2025年预计回落至0.1-0.2%的正常水平。
- 4) 综上所述，预计2023-2025年归母净利润为3.9/4.8/5.7亿元，同比+4%/+23%/+19%。

图11：公司盈利预测拆分假设

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入（百万元）	5290	5570	4702	5157	5966	6373	7314	8288
YoY	14.5%	5.3%	-15.6%	9.7%	15.7%	6.8%	14.8%	13.3%
纱线	377	378	318	262	277	305	320	335
YoY	19.2%	0.2%	-15.7%	-17.7%	5.7%	10.0%	5.0%	4.8%
占比	7.1%	6.8%	6.8%	5.1%	4.6%	4.8%	4.4%	4.0%
面料	790	891	814	982	894	939	1044	1154
YoY	20.5%	12.8%	-8.7%	20.6%	-8.9%	5.0%	11.1%	10.6%
占比	14.9%	16.0%	17.3%	19.0%	15.0%	14.7%	14.3%	13.9%
成衣	3863	4119	3160	3771	4689	5017	5834	6676
YoY	12.2%	6.6%	-23.3%	19.3%	24.3%	7.0%	16.3%	14.4%
占比	73.0%	74.0%	67.2%	73.1%	78.6%	78.7%	79.8%	80.5%
毛利率	19.1%	19.9%	20.0%	15.9%	18.4%	18.1%	18.8%	19.0%
纱线	8.1%	8.2%	7.7%	13.7%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
面料	23.1%	23.0%	22.5%	13.7%	15.9%	16.3%	16.8%	17.0%
成衣	19.1%	20.4%	20.6%	16.2%	18.7%	18.7%	19.4%	19.6%
费用率								
销售费用	3.9%	3.9%	3.2%	3.0%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	5.9%	5.8%	5.8%	4.9%	5.3%	5.4%	5.2%	5.2%
研发费用	1.1%	1.3%	1.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费用	2.1%	2.3%	2.0%	1.9%	2.1%	2.4%	2.0%	1.8%
其他								
其他经营收益率	-0.1%	-0.1%	0.5%	2.1%	-0.2%	0.9%	0.2%	0.1%
所得税率	15.6%	16.2%	17.1%	10.2%	6.3%	9.0%	9.0%	9.0%
归母净利润	235	269	293	291	376	389	477	567
YoY	93.2%	14.4%	9.0%	-0.6%	29.1%	3.6%	22.6%	18.8%
归母净利率	4.4%	4.8%	6.2%	5.6%	6.3%	6.1%	6.5%	6.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：关注全产业链集团的中长期成长潜力

公司具有业内稀缺的从纺纱到制衣全产业链模式，通过较好的研发、品质、效率和交期切入高端品牌供应链。合作优质品牌、积极投入产能扩张及智能化升级，中长期成长潜力充足，利润率仍有较大改善空间。由于海外客户需求下滑超出预期，下调盈利预测，预计2023-2025年净利润3.9/4.8/5.7亿元（原2023-2024年为5.5/6.6亿元），同比+4%/+23%/+19%。由于盈利预测下调，下调目标价至11.2-12.0元（原为14.2~15.0元），对应2024年13~14x PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,157	5,966	6,373	7,314	8,288
(+/-%)	9.7%	15.7%	6.8%	14.8%	13.3%
净利润（百万元）	291	376	389	477	567
(+/-%)	-0.6%	29.1%	3.6%	22.6%	18.8%
每股收益（元）	0.52	0.68	0.70	0.86	1.02
EBIT Margin	6.1%	9.0%	8.2%	9.1%	9.3%
净资产收益率（ROE）	14.2%	14.8%	13.9%	15.2%	16.0%
市盈率（PE）	16.5	12.8	12.3	10.1	8.5
EV/EBITDA	15.6	11.4	12.0	10.0	8.8
市净率（PB）	2.3	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	455	1162	600	600	600	营业收入	5157	5966	6373	7314	8288
应收款项	762	727	1177	1351	1530	营业成本	4339	4868	5217	5938	6711
存货净额	1193	1242	1343	1526	1725	营业税金及附加	31	28	38	44	50
其他流动资产	166	121	129	148	168	销售费用	154	139	159	183	207
流动资产合计	2716	3396	3392	3768	4166	管理费用	321	394	433	483	547
固定资产	2396	2792	3180	3416	3603	财务费用	97	123	150	146	145
无形资产及其他	386	440	431	422	413	投资收益	29	9	13	7	0
投资性房地产	458	549	549	549	549	资产减值及公允价值变动	44	(65)	(7)	(52)	(59)
长期股权投资	22	165	165	165	165	其他收入	37	44	51	59	66
资产总计	5977	7342	7717	8320	8897	营业利润	326	403	431	535	636
短期借款及交易性金融负债	2468	2596	2187	2197	2101	营业外净收支	9	7	6	0	0
应付款项	737	571	888	1009	1140	利润总额	334	410	437	535	636
其他流动负债	467	361	485	551	623	所得税费用	34	26	39	48	57
流动负债合计	3672	3528	3560	3757	3864	少数股东损益	9	8	8	10	11
长期借款及应付债券	7	925	925	925	925	归属于母公司净利润	291	376	389	477	567
其他长期负债	176	244	309	374	439						
长期负债合计	184	1168	1233	1298	1363	现金流量表（百万元）					
负债合计	3855	4696	4793	5056	5227	净利润	291	376	389	477	567
少数股东权益	70	107	113	119	127	资产减值准备	11	21	(62)	0	0
股东权益	2052	2539	2811	3146	3543	折旧摊销	241	295	276	321	362
负债和股东权益总计	5977	7342	7717	8320	8897	公允价值变动损失	(44)	65	7	52	59
						财务费用	97	123	150	146	145
关键财务与估值指标						营运资本变动	(82)	(244)	(114)	(125)	(130)
每股收益	0.52	0.68	0.70	0.86	1.02	其它	(2)	(13)	68	7	8
每股红利	0.29	0.38	0.21	0.26	0.31	经营活动现金流	415	500	564	733	866
每股净资产	3.69	4.57	5.06	5.66	6.38	资本开支	0	(633)	(600)	(600)	(600)
ROIC	7%	10%	8%	10%	11%	其它投资现金流	(25)	(3)	0	0	0
ROE	14%	15%	14%	15%	16%	投资活动现金流	7	(780)	(600)	(600)	(600)
毛利率	16%	18%	18%	19%	19%	权益性融资	(35)	748	0	0	0
EBIT Margin	6%	9%	8%	9%	9%	负债净变化	(25)	332	0	0	0
EBITDA Margin	11%	14%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(161)	(210)	(117)	(143)	(170)
收入增长	10%	16%	7%	15%	13%	其它融资现金流	137	(6)	(409)	11	(96)
净利润增长率	-1%	29%	4%	23%	19%	融资活动现金流	(271)	986	(526)	(133)	(266)
资产负债率	66%	65%	64%	62%	60%	现金净变动	152	707	(562)	0	0
息率	3.4%	4.4%	2.4%	3.0%	3.5%	货币资金的期初余额	304	455	1162	600	600
P/E	16.5	12.8	12.3	10.1	8.5	货币资金的期末余额	455	1162	600	600	600
P/B	2.3	1.9	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	0	(78)	39	204	336
EV/EBITDA	15.6	11.4	12.0	10.0	8.8	权益自由现金流	0	248	(503)	78	104

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032