

# 盛泰集团 (605138.SH)

## 受需求不佳及贸易摩擦影响，短期业绩承压

增持

### 核心观点

**2023 年受海外品牌去库存影响，收入下降 22%，归母净利润下降 72%。**公司是纺纱、织造、染整、制衣一体化纺织集团。2023 年受到海外品牌去库存及中美贸易冲突影响，订单明显减少，收入下降 22%至 46.5 亿元，归母净利润下降 72%至 1.0 亿元，扣非净利润下降 92%至 0.3 亿元。其中，纱线/面料/成衣收入分别同比变动+9%/-1%/-30%至 3.0/8.9/33.0 亿元。受开机率不足及原材料上升影响，毛利率同比减少 2.2 个百分点至 16.2%，其中，纱线/面料/成衣毛利率分别同比变动-5.9%/-4.6%/-1.4 个百分点。同时期间费用率提升 3.6 个百分点，主要由于收入下降后固定费用比率提升、海内外生产基地整合产生的额外支出、以及海外加息导致利息费用大幅提升。即使资产处置收益增加 1.1 亿元，但在以上不利因素影响下，归母净利率下降 4.1 个百分点至 2.2%。2023 年公司经营活动现金流净额 6.9 亿元，年内资本支出 10.6 亿元。

**2024 第一季度订单需求延续疲软，但收入降幅环比收窄。**第一季度继续受到大客户减单影响，经营压力较大，但环比第四季度小幅好转。2024Q1 公司收入同比减少 23%至 10 亿元，相比较 2023 第四季度 35%的降幅收窄。归母净利润同比减少 88%至 0.07 亿元，环比第四季度扭亏为盈。第一季度毛利率同比减少 2.5 个百分点至 14.1%，期间费用率同比下降 0.8 个百分点。同时其他收益减少、资产减值损失增加，因此归母净利率同比减少 3.6 个百分点至 0.7%。

**短期关注订单拐点，中长期积极扩张、提质增效。**短期看公司订单受到品牌去库存和贸易摩擦双重影响，公司在 2023 年积极整合海内外生产基地，并完成澳洲农场收购、对产业链上游进行深度开发拓展，降低原材料风险，前期投入较大，未来效益有望逐步显现，短期继续关注订单拐点。中长期，公司和国内外优质品牌客户建立良好合作，产品竞争力较优、份额增长空间较大。同时智能化系统上线将实现工厂降本增效，推动利润率提升。

**风险提示：**海外品牌去库存；疫情反复；贸易摩擦；原材料价格大幅波动。

**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、效率和交期切入中高端品牌供应链。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。由于受到客户去库存、需求不佳、贸易摩擦等多重不利因素影响，公司业绩不及预期，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.3/1.9/2.4 亿元(原 2024-2025 年为 2.9/3.7 亿元)，同比增长 21%/52%/27%，由于盈利预测下调，下调目标价至 6.2-6.6 元(原为 8.3-8.8 元)，对应 2025 年 18-19x PE，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,966	4,651	4,768	5,292	5,852
(+/-%)	15.7%	-22.0%	2.5%	11.0%	10.6%
净利润(百万元)	376	104	126	192	244
(+/-%)	29.1%	-72.2%	21.0%	52.2%	26.8%
每股收益(元)	0.68	0.19	0.23	0.35	0.44
EBIT Margin	8.7%	6.6%	7.0%	7.7%	7.9%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	4.0%	4.7%	6.8%	8.1%
市盈率 (PE)	8.8	31.6	26.2	17.2	13.6
EV/EBITDA	9.8	12.6	12.3	10.8	9.8
市净率 (PB)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：关竣尹

0755-81982834

cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	6.20 - 6.60 元
收盘价	6.20 元
总市值/流通市值	3444/1843 百万元
52 周最高价/最低价	10.48/4.45 元
近 3 个月日均成交额	41.88 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) - 受需求不佳及贸易摩擦影响，第三季度业绩承压》——2023-11-07

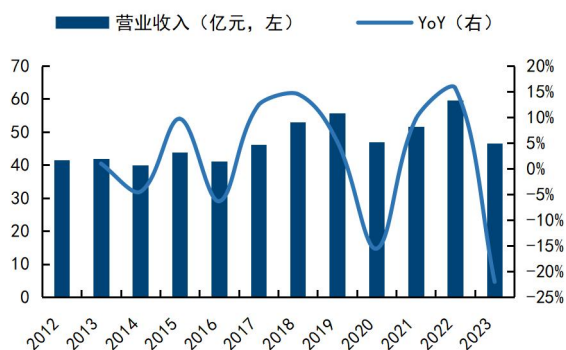
《盛泰集团 (605138.SH) - 海外需求疲软，2023 上半年收入下滑 10%》——2023-09-06

《盛泰集团 (605138.SH) - 海外需求疲软，2023 一季度收入下滑 5%》——2023-04-26

《盛泰集团 (605138.SH) - 三季度净利润上升 97%，稳步提质增效促高质量成长》——2022-10-29

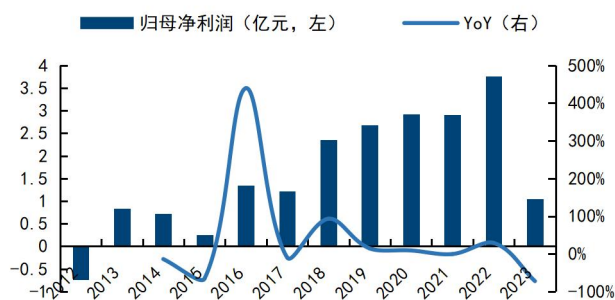
《盛泰集团 (605138.SH) - 二季度扣非净利润增长 165%，稳步提质增效》——2022-08-29

图1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）



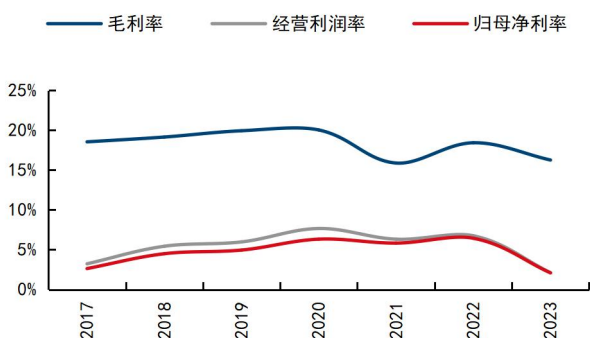
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润和增长（亿元，%）



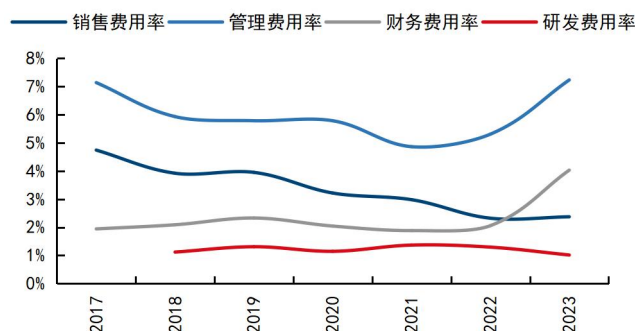
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率



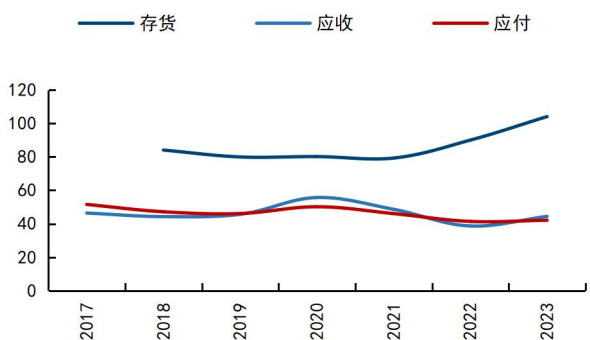
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



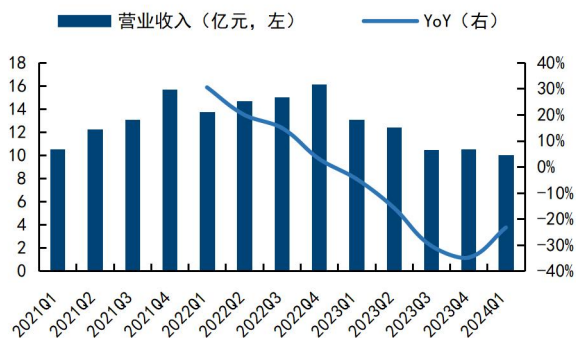
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司年度资本开支



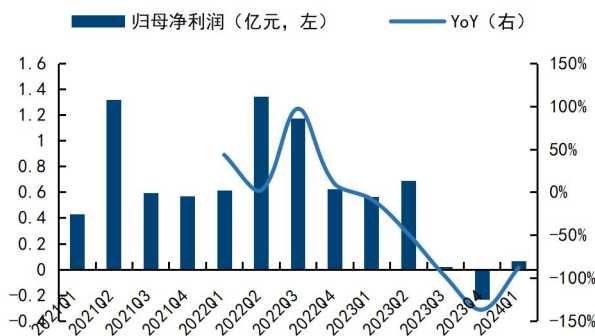
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增长



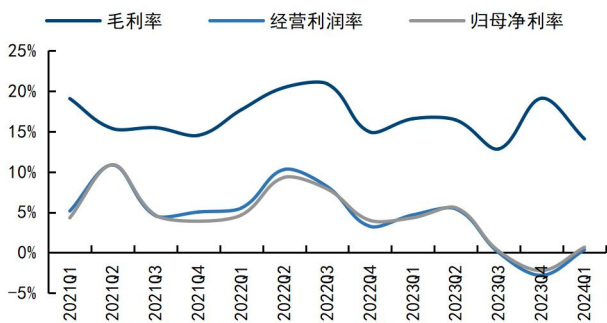
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润及增长



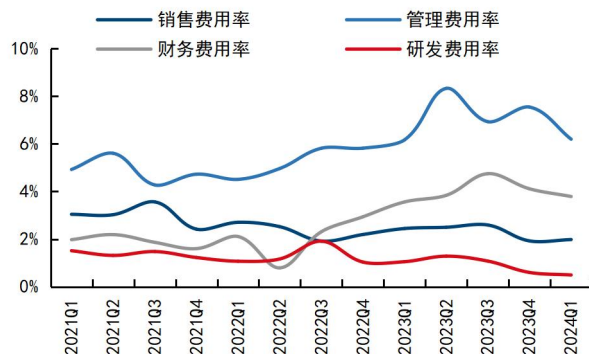
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

## 由于订单恢复不及预期，下调盈利预测

公司2023年及2024年第一季度业绩表现低于预期，即使海外品牌去库存已经逐步进入尾声，但公司同时受到贸易摩擦的影响导致大客户减单，因此订单恢复进度及幅度均不及预期。据此，我们下调公司未来收入预期，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2024-2026年收入同比变动+2.5%/+11.0%/+10.6%至47.7/52.9/58.5亿元（原2024-2025年为56.8/63.0亿元）。
- 2) 预计2024-2026年公司毛利率分别为17.1%/17.6%/17.8%（原2024-2025年为18.0%/18.4%）。
- 3) 预计2024-2026年期间费用率分别为13.1%/12.6%/12.2%（原2024-2025年为12.2%/11.6%）。

综上所述，预计2024-2026年归母净利润为1.3/1.9/2.4亿元（原2024-2025年为2.9/3.7亿元），同比增长21.0%/51.8%/26.8%。

图11：公司盈利预测拆分假设

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入 (百万元)</b>	<b>5570</b>	<b>4702</b>	<b>5157</b>	<b>5966</b>	<b>4651</b>	<b>4768</b>	<b>5292</b>	<b>5852</b>
YoY	5.3%	-15.6%	9.7%	15.7%	-22.0%	2.5%	11.0%	10.6%
<b>纱线</b>	<b>378</b>	<b>318</b>	<b>262</b>	<b>277</b>	<b>301</b>	<b>301</b>	<b>316</b>	<b>331</b>
YoY	0.2%	-15.7%	-17.7%	5.7%	8.6%	0.0%	5.0%	4.8%
占比	6.8%	6.8%	5.1%	4.6%	6.5%	6.3%	6.0%	5.7%
<b>面料</b>	<b>891</b>	<b>814</b>	<b>982</b>	<b>894</b>	<b>887</b>	<b>904</b>	<b>959</b>	<b>1015</b>
YoY	12.8%	-8.7%	20.6%	-8.9%	-0.9%	2.0%	6.1%	5.8%
占比	16.0%	17.3%	19.0%	15.0%	19.1%	19.0%	18.1%	17.3%
<b>成衣</b>	<b>4119</b>	<b>3160</b>	<b>3771</b>	<b>4689</b>	<b>3300</b>	<b>3399</b>	<b>3845</b>	<b>4326</b>
YoY	6.6%	-23.3%	19.3%	24.3%	-29.6%	3.0%	13.1%	12.5%
占比	74.0%	67.2%	73.1%	78.6%	71.0%	71.3%	72.7%	73.9%
<b>毛利率</b>	<b>19.9%</b>	<b>20.0%</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.4%</b>	<b>16.2%</b>	<b>17.1%</b>	<b>17.6%</b>	<b>17.8%</b>
纱线	8.2%	7.7%	13.7%	9.6%	3.8%	10.0%	10.0%	10.0%
面料	23.0%	22.5%	13.7%	15.9%	11.3%	11.8%	12.1%	12.2%
成衣	20.4%	20.6%	16.2%	18.7%	17.3%	17.8%	18.4%	18.6%
<b>费用率</b>	<b>13.4%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.0%</b>	<b>14.6%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.2%</b>
销售费用	3.9%	3.2%	3.0%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	5.8%	5.8%	4.9%	5.3%	7.2%	6.2%	6.0%	6.0%
研发费用	1.3%	1.1%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
财务费用	2.3%	2.0%	1.9%	2.1%	4.0%	3.6%	3.3%	2.9%
<b>其他</b>								
其他经营收益率	-0.1%	0.5%	2.1%	-0.2%	1.2%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
所得税率	16.2%	17.1%	10.2%	6.3%	6.2%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>归母净利润</b>	<b>269</b>	<b>293</b>	<b>291</b>	<b>376</b>	<b>104</b>	<b>126</b>	<b>192</b>	<b>243</b>
YoY	14.4%	9.0%	-0.6%	29.1%	-72.2%	21.0%	51.8%	26.8%
归母净利率	4.8%	6.2%	5.6%	6.3%	2.2%	2.6%	3.6%	4.2%

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、效率和交期切入中高端品牌供应链。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。由于受到客户去库存、需求不佳、贸易摩擦等多重不利因素影响，公司业绩不及预期，我们下调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为1.3/1.9/2.4亿元（原2024-2025年为2.9/3.7亿元），同比增长21%/52%/27%，由于盈利预测下调，下调目标价至6.2-6.6元（原为8.3-8.8元），对应2025年18-19x PE，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,966	4,651	4,768	5,292	5,852
(+/-%)	15.7%	-22.0%	2.5%	11.0%	10.6%
净利润(百万元)	376	104	126	192	244
(+/-%)	29.1%	-72.2%	21.0%	52.2%	26.8%
每股收益(元)	0.68	0.19	0.23	0.35	0.44
EBIT Margin	8.7%	6.6%	7.0%	7.7%	7.9%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	4.0%	4.7%	6.8%	8.1%
市盈率 (PE)	8.8	31.6	26.2	17.2	13.6
EV/EBITDA	9.8	12.6	12.3	10.8	9.8
市净率 (PB)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
605138. SH	盛泰集团	增持	5.94	0.68	0.19	0.23	0.35	8.7	31.3	25.8	17.0
可比公司											
2313. HK	申洲国际	买入	76.93	3.04	3.03	3.58	4.24	25.3	25.4	21.5	18.1
002003. SZ	伟星股份	买入	12.09	0.47	0.48	0.56	0.64	25.6	25.3	21.7	18.8
<b>平均值</b>								<b>25.5</b>	<b>25.4</b>	<b>21.6</b>	<b>18.5</b>

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测, 备注: 无评级公司的 EPS 预测值来自彭博一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1162	521	600	600	600	营业收入	5966	4651	4768	5292	5852
应收款项	727	754	773	858	949	营业成本	4868	3896	3954	4361	4812
存货净额	1242	1011	1021	1124	1239	营业税金及附加	28	33	28	31	35
其他流动资产	121	182	187	208	229	销售费用	178	108	110	122	135
<b>流动资产合计</b>	<b>3396</b>	<b>2604</b>	<b>2717</b>	<b>2925</b>	<b>3153</b>	管理费用	372	307	344	371	411
固定资产	2792	3174	3473	3646	3771	财务费用	123	187	173	172	168
无形资产及其他	440	822	805	789	772	投资收益	9	1	5	0	0
投资性房地产	549	421	421	421	421	资产减值及公允价值变动	44	(65)	(67)	(69)	(76)
长期股权投资	165	340	340	340	340	其他收入	(49)	42	33	37	41
<b>资产总计</b>	<b>7342</b>	<b>7361</b>	<b>7756</b>	<b>8121</b>	<b>8458</b>	营业利润	403	99	131	202	258
短期借款及交易性金融负债	2596	1611	1863	2025	2113	营业外净收支	7	5	0	0	0
应付款项	571	415	419	462	509	利润总额	410	104	131	202	258
其他流动负债	361	270	325	357	394	<b>所得税费用</b>	<b>26</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>23</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3528</b>	<b>2296</b>	<b>2608</b>	<b>2844</b>	<b>3017</b>	少数股东损益	8	(7)	(7)	(8)	(9)
长期借款及应付债券	925	2017	2017	2017	2017	归属于母公司净利润	376	104	126	192	244
其他长期负债	244	235	235	235	235						
<b>长期负债合计</b>	<b>1168</b>	<b>2252</b>	<b>2252</b>	<b>2252</b>	<b>2252</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>4696</b>	<b>4548</b>	<b>4860</b>	<b>5096</b>	<b>5269</b>	净利润	376	104	126	192	244
少数股东权益	107	205	200	195	188	资产减值准备	21	20	(82)	0	0
股东权益	2539	2608	2696	2831	3001	折旧摊销	295	313	333	375	415
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7342</b>	<b>7361</b>	<b>7756</b>	<b>8121</b>	<b>8458</b>	公允价值变动损失	(44)	65	67	69	76
						财务费用	123	187	173	172	168
关键财务与估值指标						营运资本变动	(244)	36	(56)	(134)	(144)
每股收益	0.68	0.19	0.23	0.35	0.44	其它	(13)	(28)	77	(6)	(6)
每股红利	0.38	0.50	0.07	0.10	0.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>391</b>	<b>511</b>	<b>465</b>	<b>496</b>	<b>584</b>
每股净资产	4.57	4.69	4.85	5.09	5.40	资本开支	0	(635)	(600)	(600)	(600)
ROIC	10%	5%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(3)	7	0	0	0
ROE	15%	4%	5%	7%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(147)</b>	<b>(803)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
毛利率	18%	16%	17%	18%	18%	权益性融资	167	109	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	332	1069	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(210)	(277)	(38)	(58)	(73)
收入增长	16%	-22%	3%	11%	11%	其它融资现金流	51	(2043)	252	162	89
净利润增长率	29%	-72%	21%	52%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>463</b>	<b>(350)</b>	<b>215</b>	<b>104</b>	<b>16</b>
资产负债率	65%	65%	65%	65%	65%	<b>现金净变动</b>	<b>707</b>	<b>(642)</b>	<b>79</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	6.4%	8.4%	1.1%	1.7%	2.2%	货币资金的期初余额	455	1162	521	600	600
P/E	8.8	31.6	26.2	17.2	13.6	货币资金的期末余额	1162	521	600	600	600
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	0	2	(21)	11	90
EV/EBITDA	9.8	12.6	12.3	10.8	9.8	权益自由现金流	0	(972)	71	12	23

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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