

# 剔除奖励基金影响后净利增长近30%

## 健盛集团(603558)

评级:	买入	股票代码:	603558
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	12.66/8.09
目标价格:		总市值(亿)	36.70
最新收盘价:	10.39	自由流通市值(亿)	36.70
		自由流通股数(万)	353.18

### 事件概述

2024年公司实现收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为25.74/3.25/3.21/3.42亿元、同比增长12.81%/20.15%/22.48%/-12.31%；剔除奖励基金0.16亿元及非经影响后归母净利3.37亿元，同比增长29%；经营性现金流高于归母净利主要由于应付及折旧增加。从单季趋势来看，24Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为6.5/0.62/0.64亿元、同比增长4.40%/-11.63%/4.05%，我们分析高基数基础上保持平稳增长（归母下滑主要由于23Q4存在非流动资产处置及公允价值变动收益等非经影响），且无缝业务迎来拐点。

24年末公司每股派息0.3元，结合中期每股分红为0.2元，合计每股分红0.5元，分红率54.74%，股息率4.8%。

25年3月公司发布回购公告，拟于25/4/15-26/4/14以不超过15.33元/股回购金额0.5-1亿元，回购数量326-652万股，占公司总股本比例0.92%-1.85%。

公司公告聘任杨勇先生（此前曾为百隆东方总经理）、陈垂妆女士（越南籍）为公司副总裁。

### 分析判断：

**24年越南无缝净利率改善，25年越南无缝已实现阶段性盈利。**拆分来看：1）24年棉袜收入/净利为19.18/2.79亿元、同比增长15.89%/12.5%，净利率下降0.5pct至14.5%；全年棉袜销量3.78亿双、同比增长14.55%，推出价格增长1%至5.07元/双。2）无缝收入6.61亿元、同比增长5.6%，销量/单价同比增长25%/-15%，倒算24年无缝净利/净利率为0.58亿元/8.8%，同比增长160%/5.2pct、净利率改善主要集中在下半年，25年无缝业务迎来重要转折点，越南兴安基地整顿成效显著，实现阶段性盈利，业务板块复苏的基础已经夯实。3）分地区来看，境外/境内收入同比增长13.75%/9.04%，欧/美/日/亚/澳地区收入同比增长分别为9.77%/-5.01%/18.08%/20.63%/49.46%（占比分别为22%/26%/22%/9%/7%）；4）24年重点子公司江山思进/江山针织/健盛越南/俏尔婷婷/贵州鼎盛净利分别为0.29/0.80/0.83/0.11/0.42亿元，同比增长23.1%/11.4%/30.5%/扭亏/1555.2%，贵州鼎盛与俏尔婷婷净利大幅增长。

**无缝毛利率大幅改善，归母净利率增幅低于毛利率主要受奖金计提及所得税增加影响。**（1）24年毛利率28.8%，同比增长2.8PCT；净利率为12.6%，同比增长0.8PCT。分产品来看，24年休闲棉袜/运动棉袜/无缝休闲/无缝运动/家居服饰毛利率分别为24.02%/31.13%/19.74%/21.95%/61.08%，同比增长-0.6/0.71/6.49/9.42/-2.02PCT。从费用端来看，24年销售/管理/研发/财务费用率分别为3.25%/8.23%/1.80%/-0.13%，同比下降0.06/-0.4/0.41/0.29PCT；管理费用增加由于计提职工奖励基金导致职工薪酬增长较大；财务费用下降主要由于利息支出降低及汇兑损益变动。其他收益/收入同比减少0.16PCT；信用减值损失占比增加0.16PCT；所得税费用/收入为2.18%，同比增加1.92PCT；所得税率为14.73%、同比提升12.6pct，主要由于越南南定公司土地使用权评估增值部分的递延影响，导致递延所得税负债增加。（2）24Q4毛利率为28.9%，同比增长3.1PCT，归母/扣非净利率为9.5%/9.8%，同比下滑1.7PCT/基本持平。24Q4销售/管理/研发/财务费用率分别为4.29%/10.41%/1.92%/-0.74%，同比增长1.2/2.1/-0.2/-1.7PCT；其他收益/收入同比增加0.15PCT；公允价值变动损益占比减少2.1pct；资产及信用减值损失占比减少0.7pct；所得税/收入同比增加1.75pct。

**存货增加。**公司24年末存货金额6.89亿元，同比上升30.25%，主要由于越南清化及越南印染规模化生产导致在产品增加；应收账款为5.87亿元，同比上升19.0%；公司存货周转天数119.63天，同比减少6.04

天；应付账款为 1.79 亿元，同比增加 57.02%，应收账款周转天数 75.55 天，同比增长 2.45 天；应付账款周转天数为 28.76 天，同比增长 4.18 天。

### 投资建议

我们分析，（1）短期来看，Q1 可能受到部分客户发货前置影响，且从美国非农就业数据来看，今年海外需求景气度不及去年，叠加关税影响，我们对海外需求谨慎乐观；（2）但公司中长期看点在于无缝产能利用率改善带来的利润弹性，特别是越南，目前兴安已实现阶段性盈利，未来主要驱动来自优衣库和 HBI，我们估计 25/26 年无缝净利率分别为 11%/13%；（3）根据我们测算，预计未来棉袜有望保持 10%以上收入增长，主要来自海防和清化扩产，以及南定补足印染产能、有利于一体化快反能力提升；同时公司积极推进了在越南南定省投资建设年产 6,500 万双中高档棉袜、2,000 吨氨纶橡胶筋线、18,000 吨纱线染色生产项目，有望扩充产能。考虑海外需求及加税风险，下调 2025-2026 年收入预测 31.36/36.66 亿元至 28.44/31.52 亿元，新增 27 年收入预测 34.98 亿元；下调 25-26 年归母净利 4.0/4.8 亿元至 3.9/4.6 亿元，新增 27 年净利预测 5.4 亿元；对应 25-27 年 EPS 为 1.10/1.31/1.52 元，2025 年 3 月 24 日收盘价 10.39 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 9/8/7X，目前股息率 4.8%，公司回购有望提振市场信心，维持“买入”评级。

### 风险提示

汇率波动风险、原材料价格波动风险、终端消费需求疲软的风险、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,281	2,574	2,844	3,152	3,498
YoY (%)	-3.1%	12.8%	10.5%	10.8%	11.0%
归母净利润(百万元)	270	325	388	462	539
YoY (%)	3.3%	20.2%	19.4%	19.2%	16.5%
毛利率 (%)	26.0%	28.8%	29.0%	29.2%	29.3%
每股收益 (元)	0.77	0.92	1.10	1.31	1.52
ROE	11.1%	13.0%	14.1%	15.2%	15.8%
市盈率	13.57	11.29	9.46	7.94	6.81

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@H1x168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,574	2,844	3,152	3,498	净利润	325	387	461	537
YoY (%)	12.8%	10.5%	10.8%	11.0%	折旧和摊销	187	86	94	102
营业成本	1,833	2,020	2,232	2,474	营运资金变动	-197	88	-81	-98
营业税金及附加	24	28	32	24	经营活动现金流	342	608	525	598
销售费用	84	94	104	115	资本开支	-277	-151	-145	-130
管理费用	212	177	168	174	投资	0	0	0	0
财务费用	-3	52	46	54	投资活动现金流	-274	-145	-144	-129
研发费用	46	71	79	87	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	1,615	-250	111	65
投资收益	-4	6	1	1	筹资活动现金流	-69	-444	-119	-171
营业利润	382	436	526	612	现金净流量	14	19	263	298
营业外收支	-1	2	-2	-2					
利润总额	381	438	524	610	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	56	51	63	73	<b>成长能力</b>				
净利润	325	387	461	537	营业收入增长率	12.8%	10.5%	10.8%	11.0%
归属于母公司净利润	325	388	462	539	净利润增长率	20.2%	19.4%	19.2%	16.5%
YoY (%)	20.2%	19.4%	19.2%	16.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.92	1.10	1.31	1.52	毛利率	28.8%	29.0%	29.2%	29.3%
					净利率率	12.6%	13.6%	14.6%	15.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	8.3%	9.7%	10.4%	10.9%
货币资金	319	338	600	899	净资产收益率 ROE	13.0%	14.1%	15.2%	15.8%
预付款项	11	7	8	9	<b>偿债能力</b>				
存货	689	769	856	949	流动比率	1.23	1.41	1.53	1.70
其他流动资产	702	620	671	738	速动比率	0.73	0.78	0.91	1.07
流动资产合计	1,720	1,734	2,135	2,594	现金比率	0.23	0.27	0.43	0.59
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	36.1%	31.1%	31.7%	31.2%
固定资产	1,579	1,654	1,711	1,750	<b>经营效率</b>				
无形资产	304	295	285	276	总资产周转率	0.66	0.71	0.71	0.71
非流动资产合计	2,184	2,254	2,307	2,337	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,905	3,988	4,442	4,931	每股收益	0.92	1.10	1.31	1.52
短期借款	956	706	816	881	每股净资产	7.07	7.78	8.59	9.62
应付账款及票据	237	304	339	376	每股经营现金流	0.97	1.72	1.49	1.69
其他流动负债	205	220	243	269	每股股利	0.00	0.37	0.48	0.48
流动负债合计	1,397	1,230	1,399	1,527	<b>估值分析</b>				
长期借款	1	1	1	1	PE	11.29	9.46	7.94	6.81
其他长期负债	10	10	10	10	PB	1.52	1.33	1.21	1.08
非流动负债合计	11	11	11	11					
负债合计	1,408	1,240	1,410	1,537					
股本	369	369	369	369					
少数股东权益	0	-1	-3	-4					
股东权益合计	2,497	2,748	3,033	3,394					
负债和股东权益合计	3,905	3,988	4,442	4,931					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
<b>行业评级标准</b>		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：H1<http://www.H1x168.com.cn/H1xq/H1xindex.H1tml>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。