

2025 年 08 月 08 日

俏尔婷婷盈利能力改善，上半年高分红

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:	11.86/7.88
目标价格:		总市值(亿)	34.05
最新收盘价:	9.64	自由流通市值(亿)	34.05
		自由流通股数(万)	353.18

事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为 11.70/1.42/1.36/2.52 亿元、同比增长 0.19%/-14.46%/-15.84%/146.96%，净利下降我们分析主要由于关税反复、市场疲软影响下而产能端人员配备超配，叠加引入新高管导致管理费用增加；经营性现金流净高于归母净利主要由于经营性应收项目减少。25Q2 收入/归母净利/扣非净利分别为 6.1/0.82/0.75 亿元、同比下降 1.52%/2.23%/8.39%，业绩略低于市场预期，归母净利下降由于费用率增长及资产减值损失增加。

公司每股派发现金红利 0.25 元，对应分红率 61.27%，对应年化股息率 5.2%。

25 年 3 月公司发布回购公告，拟于 2025/4/15-2026/4/14 以不超过 15.33 元/股回购金额 5000 万-1 亿元；截至 2025 年 7 月 31 日，公司已以 8.78-9.73 元/股均价回购 515.9 万股，回购金额 4776 万元，占公司总股本 1.46%。

24 年 12 月，公司与杭州芯聚半导体有限公司以及其全体股东签署了《杭州芯聚半导体有限公司增资扩股协议》，公司以人民币 1 千万元认购杭州芯聚半导体有限公司人民币 183.20 万元注册资本，持股比例为 2.4392%，剩余人民币 816.80 万元计入杭州芯聚半导体有限公司资本公积。本次增资完成后，公司成为杭州芯聚半导体有限公司的正式股东。杭州芯聚半导体有限公司于 2025 年 4 月 18 日完成相关工商登记变更程序。

分析判断：

俏尔婷婷盈利能力大幅提升。从产品结构来看，我们判断上半年袜子业务收入略有下滑，无缝业务微增。从子公司来看，25H1 重点子公司江山针织（棉袜）/江山思进（棉袜）/健盛越南（棉袜）/俏尔婷婷（无缝）/贵州鼎盛（无缝）营收分别为 2.13/0.74/3.45/0.79/1.41 亿元，净利分别为 0.27/0.21/0.11/0.06/0.17 亿元，同比增长 -21.64%/59.75%/-73.22%/169.46%/-18.79%，净利率分别为 12.78%/28.52%/3.33%/7.10%/12.10%，俏尔婷婷净利大幅增长，健盛越南净利下降较多。7 月 2 日晚间，美国总统特朗普宣布，已与越南达成一项贸易协议：越南出口至美国的商品，将需向美国缴纳 20%的关税，好于此前 46%的水平。

25Q2 净利率下滑主要受资产减值及所得税增加影响。（1）25H1 毛利率 28.18%，同比下降 0.7PCT；净利率为 12.1%，同比下降 2.1PCT。从费用端来看，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.25%/8.88%/1.54%/-0.26%，同比增加 0.2/1.0/-0.3/0.5PCT；管理费用增加由于引入新高管及薪资调整；财务费用增加主要由于汇率变动导致汇兑收益减少。公允价值变动净收益/收入为 0.26%，同比增加 0.3PCT；资产减值损失占比计提增加 0.57PCT，主要为存货跌价损失增加；信用减值损失占比冲回增加 0.59PCT，主要为坏账冲回；所得税费用/收入为 2.6%，同比增加 0.3PCT。（2）25Q2 毛利率为 29.4%，同比增长 0.9PCT，归母净利率为 13.4%，同比下滑 0.1PCT。25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.12%/8.23%/1.48%/-0.58%，同比增长 0.3/0.2/-0.4/0.2PCT；资产减值损失占比计提增加 1.1pct；其他收益占比上升 1.3pct；信用减值损失占比冲回增加 0.38pct；所得税/收入同比增加 0.86pct。

存货周转天数增加。25H1 存货为 7.05 亿元，同比增加 4.65%，存货周转天数 149 天，同比增加 19 天；应收账款为 5.11 亿元，同比下降 1.17%，应收账款周转天数为 84 天，同比增加 7 天；应付账款为 1.46 亿元，同比下降 13.32%，应付账款周转天数为 35 天，同比增加 4 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，下半年订单可能仍受到贸易战影响承压；但一方面，7月美越已达成20%关税协议，我们分析公司凭借越南产能长期仍存在抢占市场份额逻辑；另一方面，我们判断优衣库的采购节奏上下半年有望改善。（2）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、HBI、DBS；（3）根据我们测算，预计未来棉袜有望保持稳健增长，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2025-2027年收入预测28.44/31.52/34.98亿元至26.56/29.71/32.62亿元；下调25-27年归母净利3.9/4.6/5.4亿元至3.3/3.8/4.4亿元；对应下调25-27年EPS 1.10/1.31/1.52元至0.94/1.08/1.23元，2025年8月7日收盘价9.64元对应25/26/27年PE分别为10/9/8X，目前股息率2.6%，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	2,656	2,971	3,262
YoY (%)	-3.1%	12.8%	3.2%	11.9%	9.8%
归母净利润(百万元)	270	325	332	382	435
YoY (%)	3.3%	20.2%	2.0%	15.1%	14.0%
毛利率 (%)	26.0%	28.8%	29.0%	29.2%	29.3%
每股收益 (元)	0.77	0.92	0.94	1.08	1.23
ROE	11.1%	13.0%	12.3%	13.2%	13.8%
市盈率	12.59	10.48	10.27	8.92	7.82

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	2,656	2,971	3,262	净利润	325	331	380	434
YoY (%)	12.8%	3.2%	11.9%	9.8%	折旧和摊销	187	86	94	102
营业成本	1,833	1,886	2,104	2,307	营运资金变动	-197	142	-83	-82
营业税金及附加	24	27	30	23	经营活动现金流	342	606	442	511
销售费用	84	88	98	108	资本开支	-277	-151	-145	-130
管理费用	212	196	218	234	投资	0	0	0	0
财务费用	-3	52	46	54	投资活动现金流	-274	-146	-144	-130
研发费用	46	66	74	82	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	5	1	1	筹资活动现金流	-69	-444	-119	-171
营业利润	382	372	435	495	现金净流量	14	17	179	211
营业外收支	-1	2	-2	-2	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	381	374	432	493	成长能力				
所得税	56	44	52	59	营业收入增长率	12.8%	3.2%	11.9%	9.8%
净利润	325	331	380	434	净利润增长率	20.2%	2.0%	15.1%	14.0%
归属于母公司净利润	325	332	382	435	盈利能力				
YoY (%)	20.2%	2.0%	15.1%	14.0%	毛利率	28.8%	29.0%	29.2%	29.3%
每股收益	0.92	0.94	1.08	1.23	净利率	12.6%	12.4%	12.8%	13.3%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	8.3%	8.5%	8.9%	9.4%
货币资金	319	335	515	726	净资产收益率 ROE	13.0%	12.3%	13.2%	13.8%
预付款项	11	7	7	8	偿债能力				
存货	689	718	807	885	流动比率	1.23	1.37	1.44	1.56
其他流动资产	702	583	636	693	速动比率	0.73	0.77	0.84	0.96
流动资产合计	1,720	1,643	1,965	2,311	现金比率	0.23	0.28	0.38	0.49
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	36.1%	30.9%	32.2%	32.1%
固定资产	1,579	1,654	1,711	1,750	经营效率				
无形资产	304	295	285	276	总资产周转率	0.66	0.68	0.70	0.70
非流动资产合计	2,184	2,254	2,307	2,337	每股指标 (元)				
资产合计	3,905	3,897	4,272	4,648	每股收益	0.92	0.94	1.08	1.23
短期借款	956	706	816	881	每股净资产	7.07	7.62	8.21	8.94
应付账款及票据	237	284	320	351	每股经营现金流	0.97	1.72	1.25	1.45
其他流动负债	205	206	230	252	每股股利	0.00	0.37	0.48	0.48
流动负债合计	1,397	1,195	1,366	1,483	估值分析				
长期借款	1	1	1	1	PE	10.48	10.27	8.92	7.82
其他长期负债	10	10	10	10	PB	1.52	1.26	1.17	1.08
非流动负债合计	11	11	11	11					
负债合计	1,408	1,206	1,376	1,494					
股本	369	369	369	369					
少数股东权益	0	-1	-2	-3					
股东权益合计	2,497	2,691	2,896	3,154					
负债和股东权益合计	3,905	3,897	4,272	4,648					

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%
行业评级标准		
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。