

2025年08月25日

## Q2 主业收入拐点，现金流表现好于利润

### 盛泰集团(605138)

评级:	买入	股票代码:	605138
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.62/4.57
目标价格:		总市值(亿)	43.83
最新收盘价:	7.89	自由流通市值(亿)	43.83
		自由流通股数(百万)	555.56

#### 事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 17.87/0.31/0.28/4.44 亿元、同比增长-6.17%/21.47%/29.82%/31.51%，经营性现金流净额增长主要由于澳棉自产带来的外采减少，其高于归母净利主要由于折旧及存货减少。2025Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 8.84/0.11/0.02 亿元、同比下降 1.86%/42.69%/90.01%，收入降幅有较大收窄，Q2 扣非微利主要由于受关税影响毛利率下降且费用率提升，非经主要为非流动资产处置损益。

截至 2025 年 6 月 30 日，尚未转股的“盛泰转债”金额约为 7 亿元，占可转债发行总量的 99.9927%。

公司各项募投项目均陆续按计划施工、投产，其中可转债募投项目“越南十万锭纱线建设项目”与“嵊州盛泰 22MWp 分布式光伏电站建设项目”已顺利结项并投入使用。“年产 4.8 万吨高档针织面料印染生产线（一期）和仓储建设”和“信息化建设项目”预计均将于今年内正式投入使用。公司于上半年新增募投项目“12.59 万锭智慧纺纱项目”。该项目已使用前述已结项项目的节余募集资金投入建设，预计 2026 年上半年竣工。

#### 分析判断：

外销好于内销，成衣降幅好于面料，我们分析主要由于面料以内销为主。（1）25H1 成衣收入为 12.00 亿元、同比下降 6.22%，成衣毛利率/利润率为 11.85%/4.59%，同比下降 0.38/4.23PCT。25H1 子公司新马服装净利为 7.52 万元，同比下降 99.90%；新马针织收入为 0.17 亿元，同比下降 77.13%；净利 0.14 亿元，同比下降 64.91%；净利率为 79.64%，同比增加 27.73PCT；河南盛泰收入/净利/净利率为 2.33/0.13 亿元/5.49%；新马制衣宝明收入/净利/净利率为 1.12/0.01 亿元/0.76%。（2）25H1 面料收入为 4.40 亿元，同比下降 13.66%，面料毛利率/利润率为 8.95%/-8.06%、同比下降 0.86/31.81PCT。嵊州盛泰 25H1 收入/净利为 0.48/-0.48 亿元，同比减少 71.05%/238.88%，净利率为-99.95%，同比减少 120.78PCT；HAI MINH 收入/净利为 5.75/0.37 亿元，净利率为 6.38%。（3）纱线收入为 1.30 亿元，同比增长 21.72%，纱线毛利率/利润率为 11.56%/3.95%、同比增加 0.35/8.2PCT。25H1SRS 收入/净利/净利率为 2.03/0.18 亿元/8.89%。（4）其他收入为 0.17 亿元，同比增长 94.92%，其他毛利率/利润率为 16.14%/349.2%、同比下降 11.90/369.69PCT。（5）分地区来看，境内/境外收入分别为 6.12/11.76 亿元、同比下降 18.72%/-2.03%。

25H 净利率增幅低于毛利率主要由于管理费用率提升、投资收益下降；但 Q2 归母净利率降幅低于毛利率则主要由于资产处置收益增长及减值损失减少。（1）25H1 公司毛利率/归母净利率为 16.79%/1.75%、同比增长 1.09/0.40PCT，从费用来看，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.14%/7.74%/0.45%/3.59%、同比增长 0.20/0.79/-0.01/-0.27PCT，管理费用率提升主要由于职工薪酬增加。资产处置收益占比同比增长 0.82PCT 至 1.10%；公允价值变动收益占比上升 0.35PCT 至 0.02%；所得税率同比增长 0.23PCT 到 0.05%；其他收益/收入同比增长 0.06PCT 至 0.51%；投资净收益/收入同比下降 1.71PCT、主要由于权益法核算的长期股权投资收益亏损；资产减值损失/收入同比冲回 0.68PCT；信用减值损失/收入同比冲回 0.43PCT；少数股东损益占比增加 0.22PCT。（2）25Q2 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率为 15.81%/1.23%/0.17%、同比下降 1.70/0.87/1.50PCT，期间费用率合计增长 0.60PCT；资产处置收益同比增长 1.90PCT；减值损失合计占比同比冲回 2.16PCT；投资净收益/收入同比下降 2.56PCT；所得税占比同比增长 0.30PCT。

**公司存货、应收账款同比下降。**25H1 公司存货为 7.3 亿元，同比减少 15.1%，其中原材料/在产品/产成品占比为 30.46%/22.82%/36.53%，同比增长 1.89/-3.70/-4.14PCT。存货周转天数为 100 天、同比减少 5 天。公司应收账款为 3.52 亿元、同比减少 24.7%，平均应收账款周转天数为 39 天、同比减少 7 天。公司应付账款为 2.45 亿元、同比下降 33.1%，平均应付账款周转天数为 32 天、同比减少 12 天。

### 投资建议

我们分析，（1）短期来看，未来收入主要驱动来自新客户拓展、澳洲农场爬坡、以及河南和越南仍在扩产。（2）利润端弹性更大，公司通过加大智能改造，降本增效，基地整合，未来期间费用率仍有下降空间。（3）长期来看，公司扩产及净利率改善长逻辑不变。上调 25/26/27 年收入预测 39.84/43.07/46.44 亿元至 40.36/44.50/49.08 亿元；下调 25/26/27 年归母净利 1.18/1.71/3.01 亿元至 0.82/1.66/3.01 亿元；对应下调 25-27 年 EPS 0.21/0.31/0.54 元至 0.15/0.30/0.54 元，2025 年 8 月 25 日收盘价 7.89 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 53/26/15X，维持“买入”评级。

### 风险提示

贸易摩擦风险；限售股解禁风险；原材料波动风险；汇兑风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,651	3,666	4,036	4,450	4,908
YoY (%)	-22.0%	-21.2%	10.1%	10.3%	10.3%
归母净利润(百万元)	104	47	82	166	301
YoY (%)	-72.2%	-55.3%	75.8%	102.5%	81.2%
毛利率 (%)	16.2%	16.4%	16.6%	17.4%	20.2%
每股收益 (元)	0.19	0.08	0.15	0.30	0.54
ROE	4.0%	1.8%	3.1%	5.9%	9.7%
市盈率	30.32	98.63	53.44	26.39	14.56

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.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)					现金流量表 (百万元)				
	2024E	2025E	2026E	2027E		2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,666	4,036	4,450	4,908	净利润	40	84	169	307
YoY(%)	-21.2%	10.1%	10.3%	10.3%	折旧和摊销	349	330	360	396
营业成本	3,064	3,365	3,674	3,915	营运资金变动	64	336	-73	-81
营业税金及附加	31	34	36	37	经营活动现金流	607	853	625	811
销售费用	79	107	110	111	资本开支	-315	-343	-412	-496
管理费用	260	354	319	386	投资	382	76	-4	-5
财务费用	136	71	122	127	投资活动现金流	112	-266	-415	-500
研发费用	14	16	15	14	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-88	-40	-37	-34	债务募资	-461	3,147	3,757	4,297
投资收益	70	1	1	2	筹资活动现金流	-805	3,072	3,613	4,128
营业利润	41	87	179	326	现金净流量	-55	3,659	3,822	4,439
营业外收支	2	2	2	2	<b>主要财务指标</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	43	89	181	328	<b>成长能力</b>				
所得税	3	6	12	21	营业收入增长率	-21.2%	10.1%	10.3%	10.3%
净利润	40	84	169	307	净利润增长率	-55.3%	75.8%	102.5%	81.2%
归属于母公司净利润	47	82	166	301	<b>盈利能力</b>				
YoY(%)	-55.3%	75.8%	102.5%	81.2%	毛利率	16.4%	16.6%	17.4%	20.2%
每股收益	0.08	0.15	0.30	0.54	净利率	1.1%	2.1%	3.8%	6.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	0.7%	0.8%	1.2%	1.6%
货币资金	406	4,065	7,887	12,326	净资产收益率 ROE	1.8%	3.1%	5.9%	9.7%
预付款项	15	7	7	8	<b>偿债能力</b>				
存货	918	645	705	751	流动比率	0.89	0.97	1.00	1.02
其他流动资产	785	780	862	954	速动比率	0.50	0.86	0.92	0.96
流动资产合计	2,124	5,497	9,461	14,039	现金比率	0.17	0.72	0.83	0.89
长期股权投资	98	88	79	71	资产负债率	59.6%	72.4%	79.1%	82.7%
固定资产	2,870	2,898	2,969	3,091	<b>经营效率</b>				
无形资产	817	802	785	765	总资产周转率	0.56	0.41	0.32	0.26
非流动资产合计	4,453	4,436	4,463	4,541	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,577	9,933	13,924	18,580	每股收益	0.08	0.15	0.30	0.54
短期借款	894	4,041	7,797	12,094	每股净资产	4.59	4.74	5.04	5.58
应付账款及票据	280	479	523	558	每股经营现金流	1.09	1.54	1.12	1.46
其他流动负债	1,210	1,136	1,157	1,174	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,383	5,656	9,477	13,826	<b>估值分析</b>				
长期借款	657	657	657	657	PE	98.63	53.44	26.39	14.56
其他长期负债	879	879	879	879	PB	1.20	1.67	1.57	1.41
非流动负债合计	1,536	1,536	1,536	1,536					
负债合计	3,919	7,191	11,013	15,362					
股本	556	556	556	556					
少数股东权益	108	110	113	119					
股东权益合计	2,658	2,742	2,911	3,218					
负债和股东权益合计	6,577	9,933	13,924	18,580					

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：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 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。