

盛泰集团 (605138.SH)

三季度净利润上升 97%，稳步提效促高质量成长

买入

核心观点

海外产能扩张和需求恢复带动三季度收入增长 15%，净利润增长 97%。公司是纺纱、织造、染整、制衣一体化纺织集团，2022 前三季度收入+21.2%至 43.5 亿元，净利润+33.8%至 3.1 亿元，扣非净利润增长 128%；单三季度收入+15.0%至 15.1 亿元，净利润+97.1%至 1.18 亿元，扣非净利润+157%至 1.2 亿元，收入提升主要由于海外产能扩张和需求恢复，部分被国内消费疲软所抵消，2022 1H 公司来自国内收入占比相对 2021 年下降 8 个百分点至 39.8%。**三季度毛利率环比继续提升，公司继续保持扩张态势。**公司收入与我们此前三季报前瞻的预期一致，而净利润小幅高于预期。主要受益订单回暖、生产效率优化、原材料和运费成本压力减轻，毛利率改善好于预期，单三季度毛利率 20.8%，环比/同比提升 0.5/5.4 个百分点。费用率合计提升 0.7 个百分点至 12.4%，其中测算三季度汇兑收益约 70 万元，预计对利润贡献较小。从资本开支看，上市以来公司积极投入产能扩张和智能化项目建设，2021 年/2022 前三季度资本开支分别为 7.7/5.6 亿元。

预计欧美通胀影响小，短期有望延续盈利改善趋势。中长期积极扩张提效，深化品牌合作。1) **短期看**，虽然高通胀对欧美零售环境造成冲击，但公司主要大客户维持良好预期，拉夫劳伦截至 7 月初的 FY23Q1 销售增长 13%，管理层乐观预计 FY23 将增长 8%，未来 3 年复合增速中至高个位数；Hugoboss 在今年 8 月提高全年销售增长指引至 20-25%（原 10-15%）；优衣库则于今年 6~8 月实现收入增长 23%，管理层预计未来 1 年增长 15%；安踏集团管理层预计 FILA 2022 2H 增长双位数，中长期目标双位数复合增速；以上品牌占公司收入 43%。同时近期棉价和运价继续下降，公司有望延续盈利改善。2) **中长期看**，公司携手优质大客户，积极投入产能扩张和技改提效（招股募投项目有 4 个已达预定可使用状态，并发布转债预案计划 4.8 万吨针织面料和 1.5 万吨纱线），凭借优秀品质和交期深化合作，具备长期成长潜力。

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：赛道景气，积极扩张和提效，全产业链集团具有长期成长潜力。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。由于定位赛道较景气，且积极投入产能扩张、效率提升、项目技改，中长期成长潜力充足，利润率仍有较大改善空间。主因三季度业绩好于原来预期，小幅上调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润 4.4/5.5/6.6 亿元（原 3.9/4.9/6.0 亿元），同增 51%/25%/21%。上调合理估值至 14.2~15.0 元（原为 14.1~14.8 元），对应 2022 年 17~18x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,702	5,157	6,060	6,956	7,929
(+/-%)	-15.6%	9.7%	17.5%	14.8%	14.0%
净利润(百万元)	293	291	439	548	664
(+/-%)	9.0%	-0.6%	50.5%	25.0%	21.0%
每股收益(元)	0.59	0.52	0.79	0.99	1.19
EBIT Margin	8.3%	5.1%	10.6%	11.2%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	14.2%	15.1%	16.6%	17.6%
市盈率 (PE)	17.4	19.4	12.9	10.3	8.5
EV/EBITDA	13.7	18.8	10.4	8.9	7.8
市净率 (PB)	3.6	2.8	1.9	1.7	1.5

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

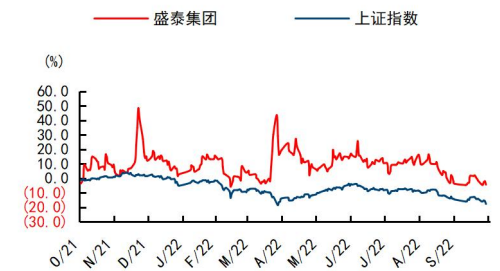
0755-81982834

 dingshijie@guosen.com.cn 关竣尹@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	14.20 - 15.00 元
收盘价	10.20 元
总市值/流通市值	5671/3029 百万元
52 周最高价/最低价	17.58/9.98 元
近 3 个月日均成交额	43.78 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) - 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
- 《盛泰集团-605138-深度报告：全产业链制衣集团重启成长》——2022-02-16

图1: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



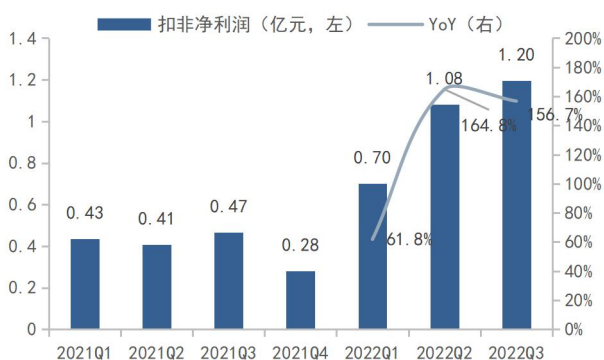
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度净利润和增长 (亿元, %)



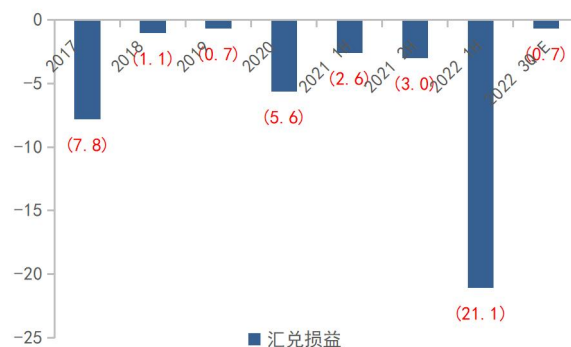
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司分季度扣非净利润和增长 (亿元, %)



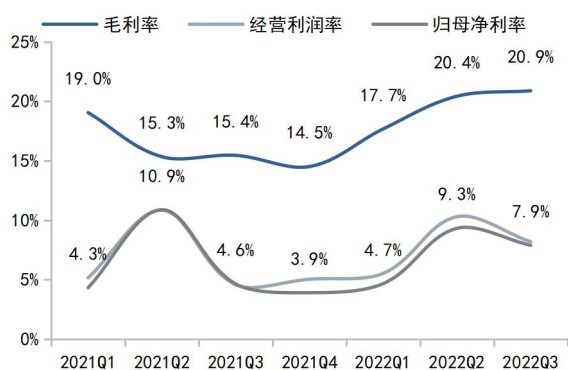
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 测算 Q3 汇兑收益较少 (百万元, 负数表示收益)



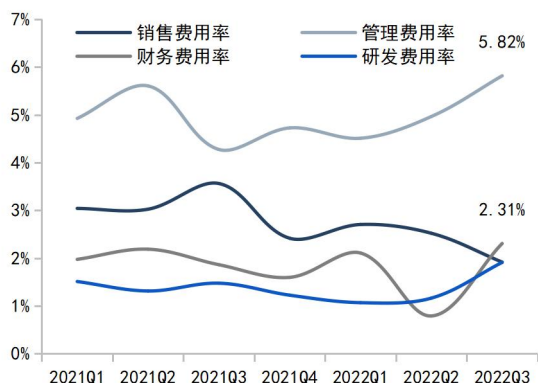
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分季度利润率 (%)

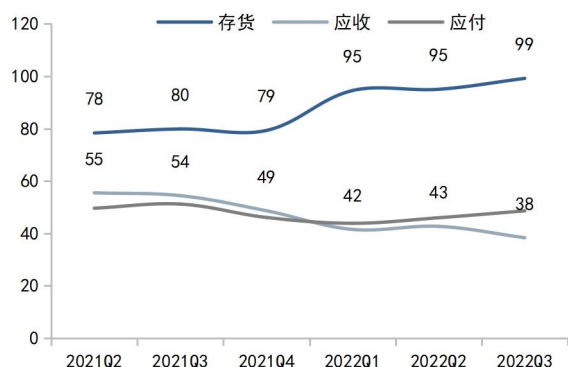


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

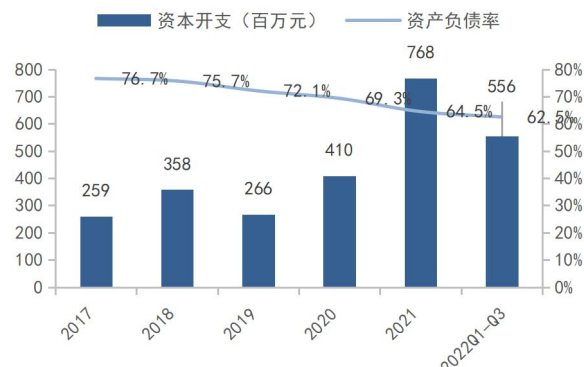
图6: 公司分季度费用率变动 (%)



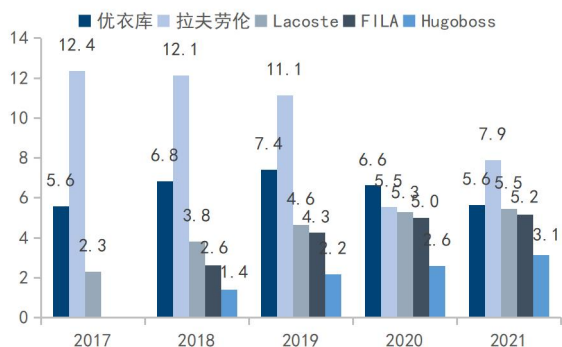
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营运资金周转（天）


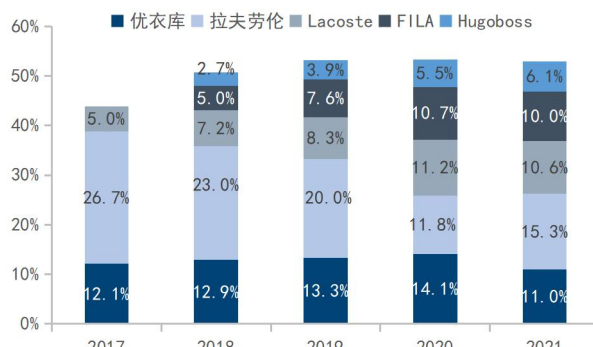
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司各年度资本开支和资产负债率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司主要客户销售金额（亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司主要客户销售占比


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：招股书中公司募投资金扩产或提效项目

项目名称	扩产增效项目	建设计划总投资(百万元)	建设计划总投资(百万元)	预计年收入(百万元)	预计年净利润(百万元)	募集资金投入进度	达到预定可使用状态	本年度实现的效益(百万元)
面料技术改造及扩能建设项目(越南)	项目建成后可新增针织面料2,400吨/年,达到针织面料6,000吨/年	24个月	99.1	937.2	53.5	91.5%	2022年3月	9.15
湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目	320万件成衣	24个月	63.3	325.5	21.2	99.8%	2022年1月	1.92
河南织造及成衣生产中心建设项目	项目建成后形成胚布产品4,000吨/年,成衣产品600万件/年	24个月	166.0	439	24	91.3%	2022年8月	-
面料技术改造建设项目	项目建成后保持原有面料产能不变。智能化有效降低用工成本,提升效率	24个月	134.2	-	51.4	92.3%	2022年10月	-
智能制造系统建设	提升生产效率,缩短供货周期,提高品质	24个月	49.1	-	-	78.3%	2022年8月	-
合计			511.8	1701.7	150.1			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 可转债预案的产能扩张计划

	投资金额	产能扩张	内部税后收益率
年产 48000 吨高档针织面料印染生产线项目（一期）	302.7	4.8 万吨针织面料	11.40%
越南十万锭纱线建设项目	401.9	10 万锭纱线	10.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：赛道景气，积极扩张和提效，全产业链集团具有长期成长潜力

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。由于定位赛道较景气，且积极投入产能扩张、效率提升、项目技改，中长期成长潜力充足，利润率仍有较大改善空间。由于三季度业绩好于原来预期，小幅上调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润 4.4/5.5/6.6 亿元（原 3.9/4.9/6.0 亿元），同增 51%/25%/21%。上调合理估值至 14.2~15.0 元（原为 14.1~14.8 元），对应 2022 年 17~18x PE，维持“买入”评级。

表3: 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,702	5,157	6,060	6,956	7,929
(+/-%)	-15.6%	9.7%	17.5%	14.8%	14.0%
净利润(百万元)	293	291	439	548	664
(+/-%)	9.0%	-0.6%	50.5%	25.0%	21.0%
每股收益(元)	0.59	0.52	0.79	0.99	1.19
EBIT Margin	8.3%	5.1%	10.6%	11.2%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	14.2%	15.1%	16.6%	17.6%
市盈率 (PE)	17.4	19.4	12.9	10.3	8.5
EV/EBITDA	13.7	18.8	10.4	8.9	7.8
市净率 (PB)	3.6	2.8	1.9	1.7	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表4: 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				CAGR 2021~2023	PEG 2022
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
605138	盛泰集团	买入	10.2	0.59	0.57	0.79	0.99	17.29	17.89	12.91	10.30	31.8%	0.41
同类公司													
02313	申洲国际	买入	51.74	3.40	2.24	3.25	4.03	15.22	23.10	15.92	12.84	34.1%	0.47
300979	华利集团	买入	42.09	1.79	2.45	2.96	3.58	23.51	17.18	14.22	11.76	20.9%	0.68
1476	儒鸿	无评级	102.54	3.60	4.32	6.24	6.01	28.48	23.73	16.43	17.05	18.0%	0.91
1477	聚阳实业	无评级	48.26	2.17	2.70	3.21	3.31	22.24	17.90	15.04	14.60	10.7%	1.40
平均值								22.36	20.48	15.40	14.06		0.87

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所预测；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）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	304	455	300	300	300	营业收入	4702	5157	6060	6956	7929
应收款项	868	762	1035	1188	1355	营业成本	3761	4339	4854	5519	6266
存货净额	719	1193	1338	1522	1728	营业税金及附加	29	31	27	42	48
其他流动资产	136	166	195	224	255	销售费用	186	166	145	174	198
流动资产合计	2142	2716	3008	3374	3777	管理费用	334	357	390	445	507
固定资产	2023	2396	2722	2991	3213	财务费用	96	97	103	106	101
无形资产及其他	258	386	378	370	363	投资收益	(3)	29	6	7	8
投资性房地产	344	458	458	458	458	资产减值及公允价值变动	(30)	(21)	(76)	(52)	(59)
长期股权投资	54	22	22	22	22	其他收入	96	150	36	35	40
资产总计	4821	5977	6587	7215	7832	营业利润	360	326	507	660	797
短期借款及交易性金融负债	2348	2468	2225	2259	2183	营业外净收支	(1)	9	1	0	0
应付款项	502	737	652	742	842	利润总额	359	334	508	660	797
其他流动负债	362	467	494	563	639	所得税费用	61	34	58	99	120
流动负债合计	3212	3672	3371	3564	3664	少数股东损益	4	9	11	12	14
长期借款及应付债券	33	7	7	7	7	归属于母公司净利润	293	291	439	548	664
其他长期负债	98	176	219	261	303						
长期负债合计	131	184	226	268	310	现金流量表（百万元）					
负债合计	3343	3855	3597	3832	3975	净利润	293	291	439	548	664
少数股东权益	45	70	77	86	96	资产减值准备	(2)	11	(41)	0	0
股东权益	1433	2052	2913	3297	3761	折旧摊销	224	241	247	287	326
负债和股东权益总计	4821	5977	6587	7215	7832	公允价值变动损失	30	21	76	52	59
						财务费用	96	97	103	106	101
关键财务与估值指标						营运资本变动	(6)	(82)	(504)	(165)	(184)
每股收益	0.59	0.52	0.79	0.99	1.19	其它	7	(2)	49	9	10
每股红利	0.46	0.29	0.24	0.30	0.36	经营活动现金流	545	480	265	730	875
每股净资产	2.87	3.69	5.24	5.93	6.77	资本开支	0	(594)	(600)	(600)	(600)
ROIC	9%	6%	12%	12%	14%	其它投资现金流	(88)	(25)	0	0	0
ROE	20%	14%	15%	17%	18%	投资活动现金流	(32)	(587)	(600)	(600)	(600)
毛利率	20%	16%	20%	21%	21%	权益性融资	(71)	488	554	0	0
EBIT Margin	8%	5%	11%	11%	11%	负债净变化	(77)	(25)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	15%	15%	16%	支付股利、利息	(230)	(161)	(132)	(165)	(199)
收入增长	-16%	10%	17%	15%	14%	其它融资现金流	265	144	(243)	34	(76)
净利润增长率	9%	-1%	51%	25%	21%	融资活动现金流	(420)	259	179	(130)	(275)
资产负债率	70%	66%	56%	54%	52%	现金净变动	93	152	(155)	0	0
息率	4.1%	2.8%	2.3%	2.9%	3.5%	货币资金的期初余额	210	304	455	300	300
P/E	17.4	19.4	12.9	10.3	8.5	货币资金的期末余额	304	455	300	300	300
P/B	3.6	2.8	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	0	(198)	(288)	181	316
EV/EBITDA	13.7	18.8	10.4	8.9	7.8	权益自由现金流	0	(80)	(640)	125	151

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