

盛泰集团(605138)

报告日期: 2022年12月02日

## 高档针梭织一体化龙头，精细化管理未来可期

### ——盛泰集团深度报告

#### 投资要点

##### □ 全球化布局的针梭织一体化制造商

**15年高效产业运作，完成全球化布局。**盛泰集团于2007年成立，在浙江嵊州以色织面料起家，2011年并购新马集团切入成衣制造领域并开启东南亚布局，经过10年的产业并购，目前已形成针织、梭织两种织法以及纱线、面料、成衣全产业链格局，客户主要为优衣库、拉夫劳伦、Lacoste、FILA等。

**2022年已走出业绩底部，针织产品及国内客户为重要驱动。**2021年公司收入51.6亿元(+10%)，但由于棉价暴涨，以及疫情导致生产及海运不畅、空运费增加较多，扣非净利润下滑34%至1.59亿元。2022年随着物流恢复、产能释放及调价落地，前三季度收入/扣非净利润同比增长21%/128%。近年来公司针织产品以及国内客户占比逐渐提高，2021年针织成衣/梭织成衣/针织面料/梭织面料收入占比44%/29%/11%/8%，国内(包含港澳台)销售占比50%。

##### □ 产品为基，高档面料绑定中高端客户

**研发能力领先，打造“水柔棉”等拳头产品。**公司自成立之初即定位生产高档面料，一直十分注重研发能力的提升，共拥有85项境内已授权专利，在面料的免烫、抗皱、透气、保暖、轻薄等特性上具有较强的优势，明星产品“水柔棉”拥有介于棉与丝之间的独有质感，受到FILA、BOSS等中高端品牌高度认可。

**大客户合作关系稳固，品类延伸空间较大。**公司已切入全球各细分赛道的优质客户，客户类型包含轻奢品牌、大众休闲品牌、运动品牌以及百货品牌。公司前五大客户占比维持在53%-55%之间，2021年依次为拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、FILA及HUGO BOSS，核心客户合作关系稳固，未来老客户品类延伸+国内新客户挖掘空间广阔。

##### □ 精细生产，国际化、智能化全面赋能

**国内外双循环产业格局，正处产能爬坡期。**公司2019年贸易摩擦后开启“国内外双循环”战略，目前国内产能位于嵊州、湖南、安徽及河南，海外产能位于越南、斯里兰卡及柬埔寨，海外客户均由海外基地生产供给。为适应订单变化趋势，近年来持续扩大针织产能，目前IPO项目及其他海外建设项目已进入产能爬坡期，2022年发行可转债持续推进全球化扩产。

**持续加码智能化建设，营运效率提升显著。**公司将自动化设备引入生产各环节，目前70%的单个工艺程序可实现自动化生产，同时公司投建自研的SPS系统，形成从生产计划到车间执行的闭环管控，提效成果显著：1)员工结构持续精简，人均产出在逆势下仍有改善；2)在JIT库存精细化管理下，存货周转效率持续改善；3)小单快反能力行业领先，最快可一周内交期。

##### □ 财务比较：成长性优于行业，提效潜力巨大

**收入端**，盛泰52亿的体量处于同行前列，但对标申洲超200亿的规模仍有巨大成长空间。**毛利率端**，盛泰(16%-20%)与同为一体化的申洲(24%-32%)存在一定差距，主要是由于产品特征及客户结构不同，海外工厂提效后有望缩小差距。**费用率端**，国际化的销售管理团队、上市前较高的资产负债率，使盛泰的管理、销售、财务费用率均高于行业平均，但近年来改善趋势明显。**营运效率端**，得益于库存精细化管理，盛泰存货周转率稳定在4.5左右，高于同为一体化的申洲；应收账款周转率略低于行业平均，主要是由于海外大品牌客户占比较高，而境外客户一般具有较长的收款期。

##### □ 盈利预测与估值

公司作为全球化布局的针梭织一体化制造商，绑定全球优质客户，随着国内外产能扩张、效率提升，预计公司2022-2024年实现收入62.1/72.1/83.4亿元，同比增长20%/16%/16%；实现归母净利润4.5/5.4/6.8亿元，同比增长54%/21%/25%，对应PE为15/12/10倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：马莉  
执业证书号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

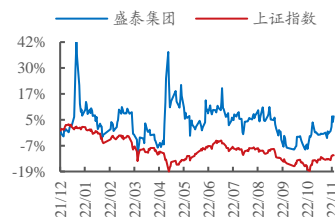
分析师：詹陆雨  
执业证书号：S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：邹国强  
zouguoqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥11.92
总市值(百万元)	6,622.28
总股本(百万股)	555.56

#### 股票走势图



#### 相关报告

**风险提示**

原材料价格波动风险，全球贸易政策变动风险，疫情反复导致客户订单减少或生产受阻

**财务摘要**

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5157.5	6209.0	7205.8	8340.8
(+/-) (%)	9.7%	20.4%	16.1%	15.8%
归母净利润	291.4	449.5	543.9	677.4
(+/-) (%)	-0.6%	54.3%	21.0%	24.5%
每股收益(元)	0.52	0.81	0.98	1.22
P/E	22.7	14.7	12.2	9.8

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2022-2024 年实现收入 62.1/72.1/83.4 亿元，同比增长 20%/16%/16%；实现归母净利润 4.48/5.42/6.76 亿元，同比增长 54%/21%/25%，对应 PE 为 14/12/9 倍，与可比公司平均估值较为接近。考虑到公司一体化优势以及较高的业绩增长预期，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) 需求端：随着国内外疫情影响逐步减弱，服装终端消费市场逐步复苏；随着头部品牌商精简供应商，公司在大客户中的采购份额稳步提升；随着国内产业链布局完善，国内客户的合作深度及广度均明显提升。
- 2) 产能端：IPO、可转债募投项目及其他扩产项目稳步推进，河南、越南、柬埔寨等低成本地区产能逐步扩大，订单充足之下，国内外工厂均保持较高开工率。
- 3) 成本端：原材料价格、能源成本、物流成本保持稳定，2021 年影响毛利率的各项因素得到改善，同时智能化系统在国内外工厂推广后，生产效率逐步提升。
- 4) 费用端：随着将全球化的管理、销售团队转移至国内、越南等地，相关人员薪酬费用大幅降低；随着资产负债率降低，公司财务费用率逐步降低。

### ● 我们与市场的观点的差异

- 1) **市场担忧**在欧美终端消费需求疲软以及国内疫情反复之下，上游纺织服装生产商短期内均面临订单压力；**我们认为**公司客户多为中高端品牌，终端销售韧性较强，并且不同于运动服饰及休闲服饰，公司梭织产品客户在疫情后已完成一轮库存清理，目前库存压力较小，将保持正常下单节奏，中短期内订单增速有望优于行业。
- 2) **市场认为**公司生产基地布局分散，生产效率低于同为一体化的成衣制造商申洲国际，盈利能力难以明显提升；**我们认为**公司近年来持续推进智能化改造、精简海外低效工厂规模、优化资产负债结构，因此不论毛利率还是控费能力的改善趋势明确，未来利润率有望逐步改善。

### ● 股价上涨的催化因素

短期看接单稳定及成本费用改善带来的季度业绩超过市场预期；

中期看国内疫情影响弱化，终端销售复苏，带动订单预期改善；

长期看产能布局优化、智能化推广以及客户、资产结构改善后利润率提升超预期。

### ● 风险提示

- 1、原材料价格波动风险：棉花、纱线等原材料占公司生产成本比例较高，若原材料价格短时间内波动较大，可能无法及时向下游客户充分转嫁，进而对毛利率造成影响。
- 2、全球贸易政策变动风险：美国、日本及欧盟为公司主要出口国，尽管公司已通过国内外双循环战略来减少贸易摩擦，但依然存在贸易政策变动对公司订单和盈利能力造成影响的风险。
- 3、疫情反复风险：国内疫情形势依然不明朗，面临国内订单增长不及预期或国内工厂停产等相风险。

## 正文目录

<b>1 全球化布局的针梭织一体化制造商</b>	<b>7</b>
1.1 15 年高效产业运作，完成全球化布局	7
1.2 针织产品及国内客户为重要增长驱动	8
1.3 高管团队拥有丰富纺织制造管理经验	10
<b>2 产品为基，高档面料绑定中高端客户</b>	<b>11</b>
2.1 研发能力领先，打造“水柔棉”等拳头产品	11
2.2 大客户合作关系稳固，品类延伸空间较大	13
<b>3 精细生产，国际化、智能化全面赋能</b>	<b>17</b>
3.1 国内外双循环产业格局，正处产能爬坡期	17
3.2 持续加码智能化建设，营运效率提升显著	21
<b>4 财务比较：成长性优于行业，提效潜力巨大</b>	<b>24</b>
4.1 收入端：体量及增速位居可比同行前列	24
4.2 盈利端：提效降费趋势明确，未来可期	25
4.3 营运端：库存管控优秀，应收周转稳健	27
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>28</b>
5.1 盈利预测	28
5.2 估值及投资建议	30
<b>6 风险提示</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 盛泰集团发展历程.....	7
图 2: 公司产业链及针梭织产品对比.....	7
图 3: 公司历史业绩及增速.....	8
图 4: 公司历年产品结构.....	9
图 5: 公司分产品收入增速.....	9
图 6: 公司销售收入区域分布.....	9
图 7: 公司综合毛利率及净利率.....	10
图 8: 公司分产品毛利率.....	10
图 9: 公司股权结构(截止 2022 年三季报).....	10
图 10: 公司研发费用及费用率.....	12
图 11: 公司专利数量.....	12
图 12: 水柔棉工艺介绍.....	13
图 13: 公司主要客户及类型.....	14
图 14: 公司主要客户收入占比.....	15
图 15: 公司分品类前五大客户占比.....	17
图 16: 公司全球生产基地.....	18
图 17: 公司全球生产基地布局.....	18
图 18: 公司自动化设备及 SAP 系统.....	22
图 19: 公司员工人数及人均产出.....	22
图 20: 公司智能化库存管理.....	23
图 21: 可比公司毛利率对比.....	25
图 22: 可比公司销售费用率对比.....	26
图 23: 可比公司管理费用率对比.....	26
图 24: 可比公司研发费用率对比.....	26
图 25: 可比公司财务费用率对比.....	27
图 26: 可比公司资产负债率对比.....	27
图 27: 可比公司存货周转率对比.....	27
图 28: 可比公司应收账款周转率对比.....	28
表 1: 公司董事会及高管团队介绍.....	11
表 2: 公司面料相关的部分重要技术.....	12
表 3: 公司主要客户合作情况.....	15
表 4: 公司主要客户采购额增速及自身收入增速.....	16
表 5: 可比公司前五大客户占比.....	16
表 6: 公司各生产基地平均工资对比(单位: 美元/年).....	19
表 7: 公司历年产能、产量及销量情况.....	19
表 8: 公司 IPO 募投项目(技术改造及产能扩建相关).....	20
表 9: 公司可转债募投项目(产能建设相关).....	21
表 10: 分布式光伏电站建设项目效益测算.....	21
表 11: 公司历年电费规模.....	21
表 12: 各产品原材料采购及耗用情况.....	23
表 13: 公司存货规模及周转效率.....	23

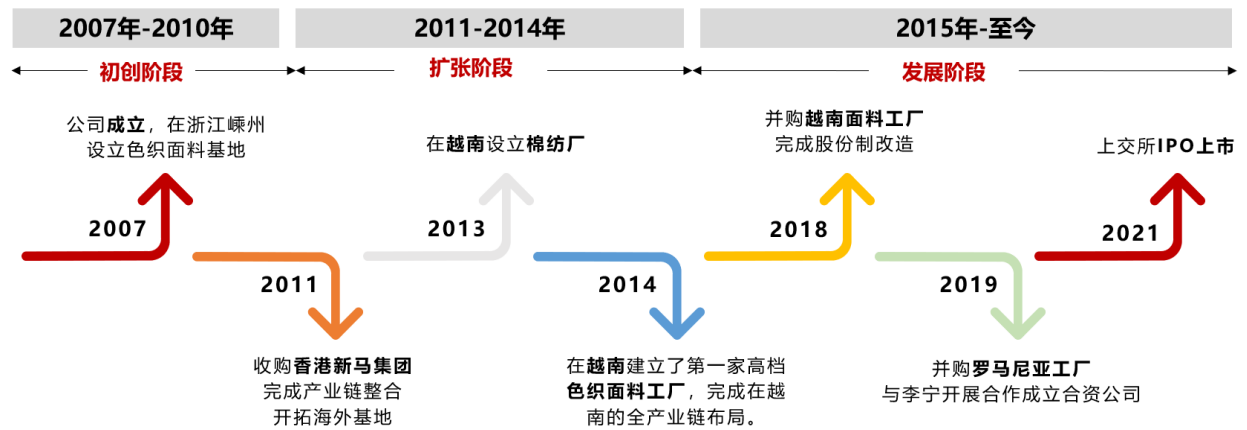
表 14: 公司智能化、数字化相关募投项目 .....	24
表 15: 可比公司收入规模及增速对比 (单位: 百万元) .....	25
表 16: 公司分业务收入及毛利率预测%/ .....	29
表 17: 公司期间费用率及净利率预测 .....	30
表 18: 可比公司估值分析 .....	31
表附录: 三大报表预测值 .....	32

# 1 全球化布局的针梭织一体化制造商

## 1.1 15 年高效产业运作，完成全球化布局

中高档面料成衣供应商，十余年完成一体化、全球化布局。盛泰集团成立于 2007 年，由雅戈尔集团、日本伊藤忠商社、宁波盛泰纺织等公司共同出资设立。公司从在浙江嵊州生产色织面料起家，2011 年通过并购香港新马集团（原雅戈尔旗下的服装制造商）进入成衣制造领域并初步实现海外生产基地的布局（越南、斯里兰卡、柬埔寨），同时获得了香港和美国的销售团队。2013-2014 年，公司接连在越南设立了棉纺厂和色织面料工厂，完成了在越南的全产业链布局，并在此后几年间持续并购越南、罗马尼亚工厂以完善全球化布局。目前，公司为全球优质服装品牌提供中高档棉纺织面料和成衣产品，客户包括优衣库、拉夫劳伦、Lacoste、FILA 等。

图1：盛泰集团发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司产品包含针织和梭织两种，生产的纱线及面料约 6 成供内部使用。目前公司已经覆盖纺纱、织造、染整、印绣花、成衣裁剪与缝纫五大工序，以及针织、梭织两种织法的产品，在用料上以棉花为主。以 2021 年为例，公司生产的纱线/针织面料/梭织面料约 47%/36%/46% 对外销售，其余作为原材料内部使用，覆盖了公司后道环节生产所需的小部分纱线及大部分面料。

图2：公司产业链及针梭织产品对比

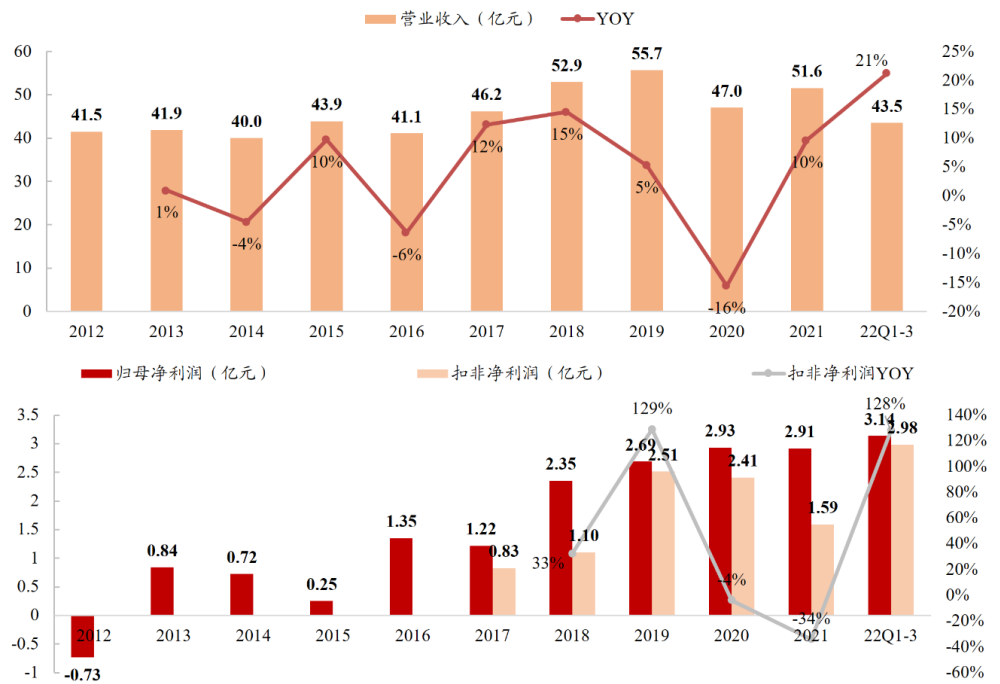


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2 针织产品及国内客户为重要增长驱动

2020-2021 年受疫情及棉价影响较大，2022 年已走出底部。2017-2019 年，得益于原有战略客户优衣库等订单的增长以及与新客户李宁等建立合作，公司营收及净利润持续增长。2020 年受疫情影响收入/扣非净利润分别下滑 16%/4%。2021 年收入恢复性增长 10%，而扣非净利润下滑 34%，主要是由于海外疫情导致生产及海运不畅，公司为确保产品准时交付，以空运代替海运，导致空运费同比增加超 8000 万，以及棉价大幅上涨导致毛利率承压，当年非经常性损益较多系公司持有的非凡中国（8032.HK）股票确认的投资收益及公允价值变动收益。2022 年随着海外疫情趋于缓和、物流恢复及产能逐步释放，订单情况良好，且去年压制利润的因素消除，前三季度收入/扣非净利润同比增长 21%/128%。

图3：公司历史业绩及增速

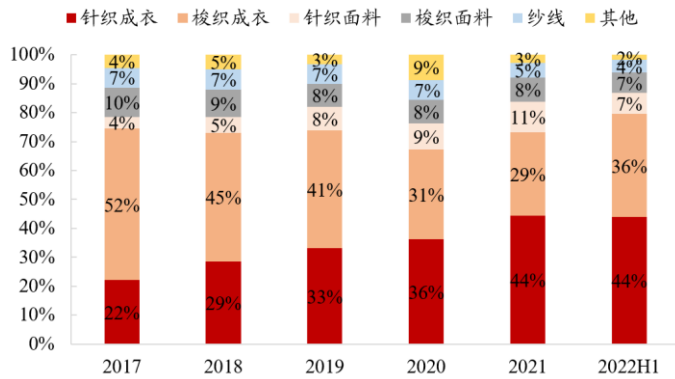


资料来源：Wind，浙商证券研究所

成衣产品贡献超 7 成收入，针织产品为重要增长驱动。公司早期以梭织产品为主，但随着近年来全球运动休闲服装增速更高，以及疫情之后正装等梭织产品需求量下降，公司的针织产品占比逐渐提升并在 2020 年超过梭织，2021 年针织成衣/面料收入占比达到 44%/11%，梭织成衣/面料收入占比 29%/8%，但 2022 年海外梭织成衣订单有所恢复带动其占比再度提升。2020 年其他业务占比明显提高是由于公司增加口罩、防护服等防疫物资的销售，2021 年后该块业务已快速回落。

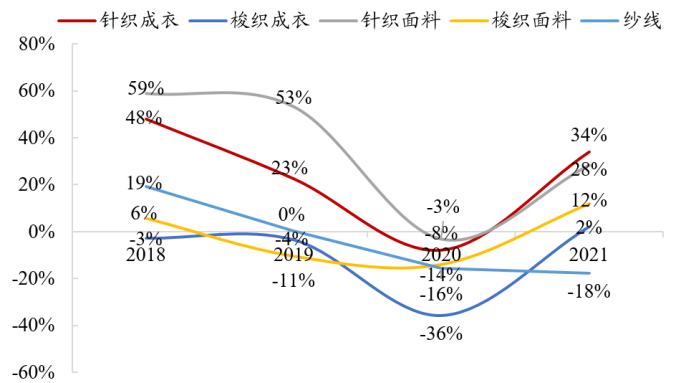


图4: 公司历年产品结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

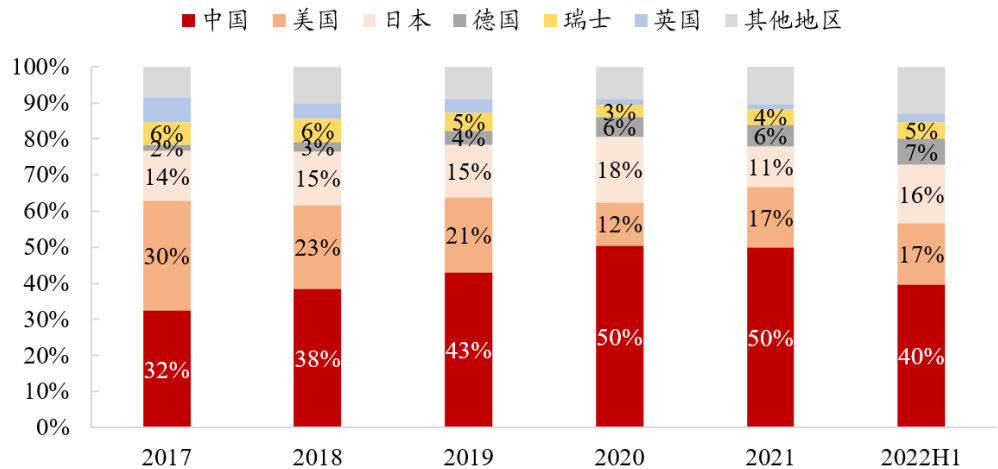
图5: 公司分产品收入增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**国内销售占比总体呈提升趋势, 美国、日本为最大外销市场。**2017-2021年受到FILA、李宁等国内客户订单快速增长驱动, 中国销售收入(包含港澳台地区)占比从32%提升至50%, 2022年由于国内疫情, 占比回落至40%。外销中, 美国和日本占比最大, 主要是由于头部客户拉夫劳伦、优衣库分别位于美、日, 但纵向来看, 2017-2020年美国占比持续下降, 主要是由于拉夫劳伦及PVH受疫情影响较为严重, 以及将订单向东南亚及非洲转移。

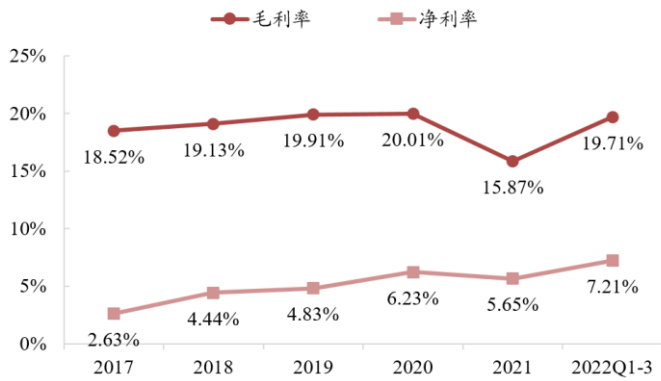
图6: 公司销售收入区域分布



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

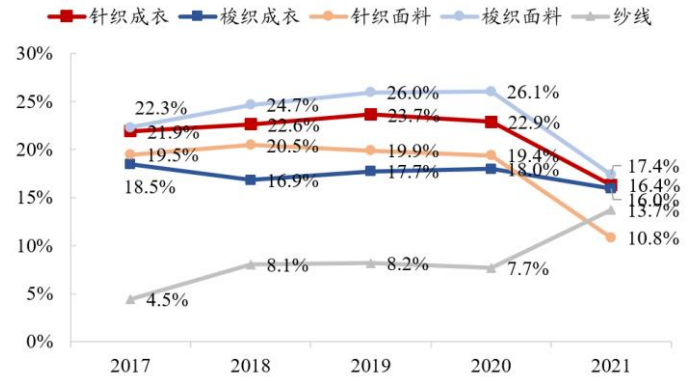
**盈利能力总体稳步提升, 21年毛利率短暂承压。**2017-2020年由于毛利率相对较高的针织成衣占比提升, 以及人员精简导致人工成本下降, 公司整体毛利率及净利率逐年提升(2020年若剔除会计准则调整影响, 主营业务毛利率提升了0.78pct)。2021年由于海外工厂停工、运费和棉价上涨、客户结构变化等原因, 毛利率下滑4.1ct至15.9%。2022年随着调价落地、产能利用率提升、智能制造系统投入使用, 毛利率快速修复。分产品来看, 面料及成衣毛利率波动与整体一致, 而纱线毛利率21年大幅上行(剔除会计影响后, 19-21年纱线毛利率为8.2%、8.3%、14.4%), 主要是由于21年公司战略备货了低价棉花等原材料。

图7: 公司综合毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 公司分产品毛利率

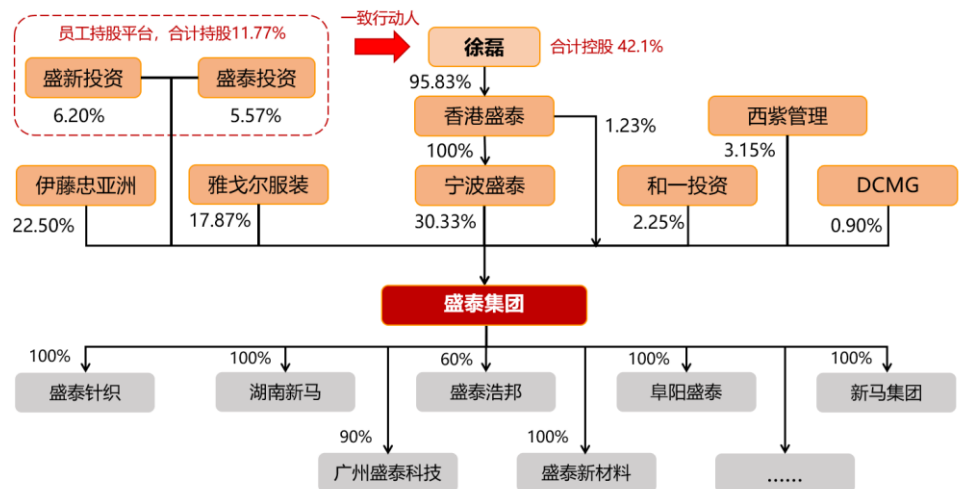


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3 高管团队拥有丰富纺织制造管理经验

董事长合计控制 42% 股权, 员工股权激励充分。公司董事长徐磊通过香港盛泰与宁波盛泰间接持股 30.3%, 为公司实控人。公司在上市前就十分重视员工激励, 目前两大员工持股平台盛鑫投资、盛泰投资合计持有 11.8% 股份。由于员工持股平台为徐磊的一致行动人, 因此徐磊合计控制公司 42.1% 股权。在公司大股东中, 雅戈尔集团与伊藤忠亚洲为公司重要客户及供应商, 与公司存在关联关系。公司目前在境内外共有 50 家控股子公司。

图9: 公司股权结构 (截止 2022 年三季报)



资料来源: 公司公告, 天眼查, 浙商证券研究所

公司高管具有丰富的全球化、一体化经营管理经验。公司核心管理层无论在垂直一体化运作还是跨国经营上, 均积累了丰富的行业经验。这也使得盛泰集团能够在短短十余年的发展中迅速成长为众多国际知名品牌的重要合作伙伴, 并且在诸多关键决策中多次展现出行业领先的战略眼光。

**表1: 公司董事会及高管团队介绍**

姓名	职务	出生年份	背景
徐磊	董事长	1968	硕士学历, 历任溢达纺织总经理、溢达集团执行董事、雅戈尔集团董事、雅戈尔日中纺织董事。2004年至今任宁波盛泰董事长, 2007年至今任盛泰集团董事长, 2014年至今任香港盛泰董事长。
丁开政	董事、总经理	1966	历任溢达纺织印染设备部经理、雅戈尔日中纺织副总经理、盛泰色织和盛泰针织董事。
钟瑞权	董事	1965	历任溢达集团毛里求斯工厂生产经理、J.Crew集团远东区品质及采购总监、溢达集团中国区成衣制造部总监、恒富控股中国区产生副总裁、盛泰色织生产高级副总裁、营销副总裁、盛泰针织董事总经理。
龙兵初	董事、盛泰针织执行董事兼总经理	1969	历任新疆煤炭科学研究所助理工程师、溢达纺织分厂厂长、雅戈尔日中纺织针织业务总经理、盛泰针织总经理。
刘向荣	董事、针织成衣业务总经理	1971	历任溢达纺织经理、雅戈尔日中纺织针织业务副总经理、湖南新马总经理。
徐颖	董事、行政总裁	1972	历任荷兰皇家飞利浦项目经理、新马服装运营部副总经理。
王培荣	财务负责人	1972	历任黑炭衬衣厂记账会计、百盛制衣主办会计、雅戈尔服饰财务部主任、财务部副经理、盛泰集团经理、总经理助理。
张鸿斌	董事会秘书	1986	历任中厦建设集团法务专员、东方能源工程法务经理、行政人事经理、盛泰集团和盛泰针织法务主管。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

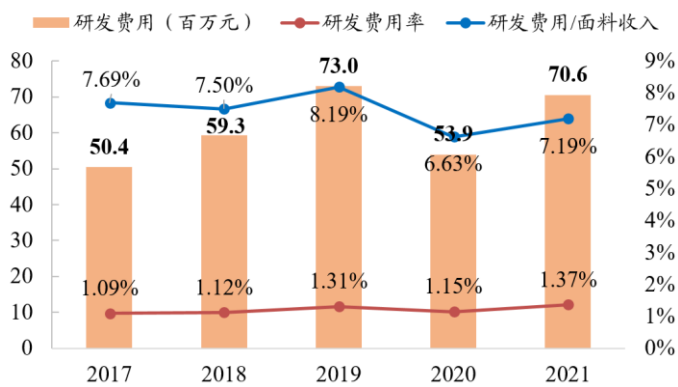
## 2 产品为基, 高档面料绑定中高端客户

在成衣制造产业链中, 纺纱环节、面料环节、成衣环节往往分别为资本密集型、技术密集型、劳动密集型产业, 因此**面料通常是做出高附加值、差异化产品的关键**。申洲国际之所以与头部品牌客户建立绑定关系, 重要原因之一便是其具有卓越的面料研发生产能力, 曾打造了耐克的 Flyknit、Dri-fit、Tech Fleece、TechKnit 和优衣库的 HEATTECH、AIRism 等新型面料。与申洲类似, 盛泰亦凭借多项面料环节核心技术, 进入众多中高端服装品牌的供应链并建立长期合作关系。

### 2.1 研发能力领先, 打造“水柔棉”等拳头产品

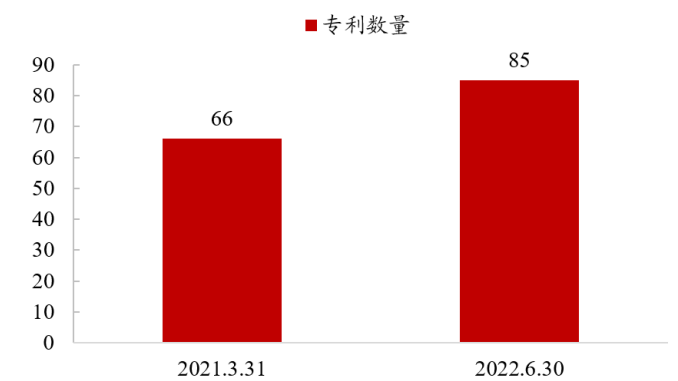
公司自成立之初即定位生产高档面料, 因此一直十分注重研发能力的提升。公司每年研发投入均在 5000 万元以上, 尽管占总营收的比例低于可比同行平均 (根据图 24, 行业平均为 3.0%-3.2%, 公司为 1.1%-1.4%), 但由于公司研发项目主要为高端新型面料, 单看研发费用占面料收入的比例, 研发投入保持在较高水平。截至 2022 年 6 月, 公司共拥有 85 项境内已授权专利, 在面料的免烫、抗皱、透气、保暖、轻薄等特性上具有较强的优势, 形成多样化的功能性面料产品系列, 能够满足不同的设计需求。以梭织衬衫为例, 公司最高水平可达到 300 织, 手感可媲美丝绸, 而公司普通的 80-100 织的面料也具备免熨烫特点。

图10: 公司研发费用及费用率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图11: 公司专利数量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表2: 公司面料相关的部分重要技术

技术名称	主要生产效果
全亚麻柔软免烫面料的加工技术	赋予全亚麻面料较好的 <b>柔软度</b> 的同时使其具有 <b>免烫</b> 效果, 具有专利
全棉吸湿快干面料及其生产技术	全棉面料具有优异的 <b>吸湿、快干</b> 性能和很好的 <b>耐洗</b> 性, 同时手感非常 <b>清爽柔软</b> , 具有专利
超级免烫面料技术	使面料 <b>免烫平整度</b> 可以达到 <b>4.0级</b> , 具有专利
保健服技术	使面料散发特殊波动, 从而 <b>促进新陈代谢</b> 达到保健效果, 具有专利
色织纯棉降温面料的加工技术	面料具有良好的 <b>导热吸水</b> 性能和 <b>吸附</b> 性能, 能够起到 <b>降温散热</b> 的作用比正常织物低2-5度, 具有专利
镂空梭织面料的加工技术	改变面料单一的风格, 使面料具有多变的 <b>镂空效果</b> , 提高面料的美观, 具有专利
Liquid cotton 面料技术	面料具有 <b>婴儿般极致</b> 的 <b>柔软手感</b> 和 <b>真丝般清爽</b> 的效果
后焙烘面料技术	使成衣 <b>免烫平整度</b> 可以达到 <b>3.5级</b> , 同时提高了成衣的 <b>尺寸稳定性</b>
天鹅绒面料技术	赋予面料 <b>天鹅绒般</b> 的毛羽, 织物具有 <b>蓬松厚实</b> 的手感和良好的 <b>保暖</b> 效果
Nature free 面料技术	使面料 <b>超级清爽柔软</b> 并富有 <b>弹性</b> , 具有良好的 <b>易烫性</b> , <b>回弹性</b> 和 <b>耐洗性</b>
四面弹面料生产技术	<b>突破传统面料</b> 只有 <b>纬向弹性</b> 的局限, 使面料 <b>经纬向均</b> 具有良好的 <b>弹性</b> , 极大提高面料的 <b>舒适性和延展性</b>
弹力面料免烫处理技术	赋予面料优良的 <b>抗皱</b> 性能和 <b>亲水</b> 性能, 同时不损伤弹性
潮态交联免烫技术	采用潮态交联方法赋予纤维素纤维织物非常好的手感和 <b>抗皱</b> 性能, 外观等级可达到 <b>4.0级</b>
火山岩面料生产技术	使面料具有 <b>更好的蓄热保暖</b> 效果
FOREVER BLACK 面料技术	使黑色面料的 <b>颜色深度</b> 达到极致, 且色牢度方面符合服用要求
Seer Sucker 面料技术	面料本身形成立体、独特的 <b>泡泡</b> 效果, 使成衣更加有 <b>层次感</b> 和 <b>新颖</b>
WATER REPELLENT 面料技术	赋予面料良好的 <b>防水</b> 效果, 且其具有较好的 <b>耐洗</b> 性, 同时为 <b>无氟环保</b> 产品
Butter Cotton 面料	面料绒面纤维长短一致, 纹路清晰, 具有 <b>柔软厚实</b> 的风格
纯棉耐久白色 pure white 面料技术	纯棉面料 <b>白度值</b> 达到常规 <b>150</b> 以上, 且洗后 CIE 白度下降值 $\leq 5$ , 具有 <b>耐洗性</b>
棉/天丝/腈纶免烫处理技术	天丝是21世纪的绿色纤维, 腈纶具有特殊的 <b>保暖性</b> 。将三者有机结合使得面料 <b>吸湿透气</b> , 穿着 <b>舒适保暖</b> 。面料结合成衣 DP 整理, 将具有良好的 <b>抗皱</b> 性能, 可做为 <b>高档商务秋冬款</b> 将棉纤维和尼龙高耐磨性相结合抵消因成衣免烫造成的耐磨性下降, 赋予面料 <b>吸湿和透气</b> 性好, <b>柔软而保暖</b> 的性能
棉/尼龙免烫处理技术	
3X Warm 面料技术	采用中空涤纶纤维织造面料具有 <b>自动降低体表温度</b> 功能
低浴比染色技术	浴比由之前的 <b>1:10</b> 降低到 <b>1:5</b> , 节约染色用水 <b>50%</b> , 降低浴比的同时可以 <b>节省染化料助剂</b> 的用量
低温前处理技术	处理温度由之前的 <b>110°C</b> 降低到 <b>85°C</b> , 大大 <b>降低蒸汽</b> 用量
ActiveFit Plus 全方位弹力面料技术	使用经编织造, 面料 <b>弹性</b> 有意, <b>尺寸稳定性</b> 好, 天然 <b>免烫</b>

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

在公司的众多面料科技中，涌现多款亮点鲜明的拳头产品。例如水柔棉面料（主打丝滑柔软）、火山岩面料（主打蓄热保暖）、超级免烫面料（主打免烫平整）、四面弹面料（主打弹性延展）等被各大品牌客户广泛应用。以公司的明星产品“水柔棉（Liquid cotton）”为例——原材料上优选全球仅 3% 的优质长绒棉（日照 2000 多小时，纤维长度超过 4cm，普通棉为 3cm 左右），以先进织机高针高密织就，采用欧盟认证的顶级环保染化料，并经过生物酶洗等特殊工艺褪去纤维表面的绒毛，最终赋予面料介于棉与丝之间的独有质感，触感细腻顺滑、柔软亲肤，同时垂坠挺括、回弹性好，洗后不易变形。“水柔棉”面料推出后受到 FILA、BOSS、雅戈尔等中高端品牌认可和欢迎，近两年还受到白小 T 等国内互联网服装品牌的大力推崇，成为品牌商打造差异化产品的重要标签。

图12: 水柔棉工艺介绍



资料来源：壹点传媒（公司宣传片），天猫商城，浙商证券研究所

## 2.2 大客户合作关系稳固，品类延伸空间较大

凭借高品质差异化产品，公司成功切入全球各细分赛道的优质客户。第一类客户是集中在欧美的高端轻奢品牌，如拉夫劳伦、Lacoste（鳄鱼牌）、Hugo Boss、PVH（包含Tommy Hilfiger、Calvin Klein）、Burberry等；第二类客户是大众休闲品牌，如优衣库、雅戈尔、太平鸟、Jack Jones（丹麦）、E·LAND（韩国）、美鹰傲飞（美国牛仔品牌）、T. M. Lewin和Charles Tyrwhitt（均为英国衬衫品牌）等；第三类客户是运动品牌，如FILA、李宁、始祖鸟、安踏等；第四类客户是欧美地区的连锁百货品牌，如Dillard's、Marks & Spencer、Nordstrom等。

图13: 公司主要客户及类型

国际轻奢品牌		大众休闲品牌		运动品牌	百货品牌
拉夫劳伦 (美、瑞士) 	阿玛尼 (意) 	优衣库 (日) 	杰克琼斯 (丹麦) 	斐乐 (中) 	狄乐百货 (美) 
鳄鱼牌 (法) 	汤米希尔费格 (美) 	雅戈尔 (中) 	美鹰傲飞 (美) 	李宁 (中) 	玛莎百货 (英) 
雨果博斯 (德) 	卡文克莱 (美) 	T. M. Lewin (英) 	太平鸟 (中) 	迪桑特 (中) 	诺德斯特龙百货 (美) 
博柏利 (英) 		衣恋 (韩) 	查尔斯蒂里特 (英) 		杰西潘尼百货 (美) 

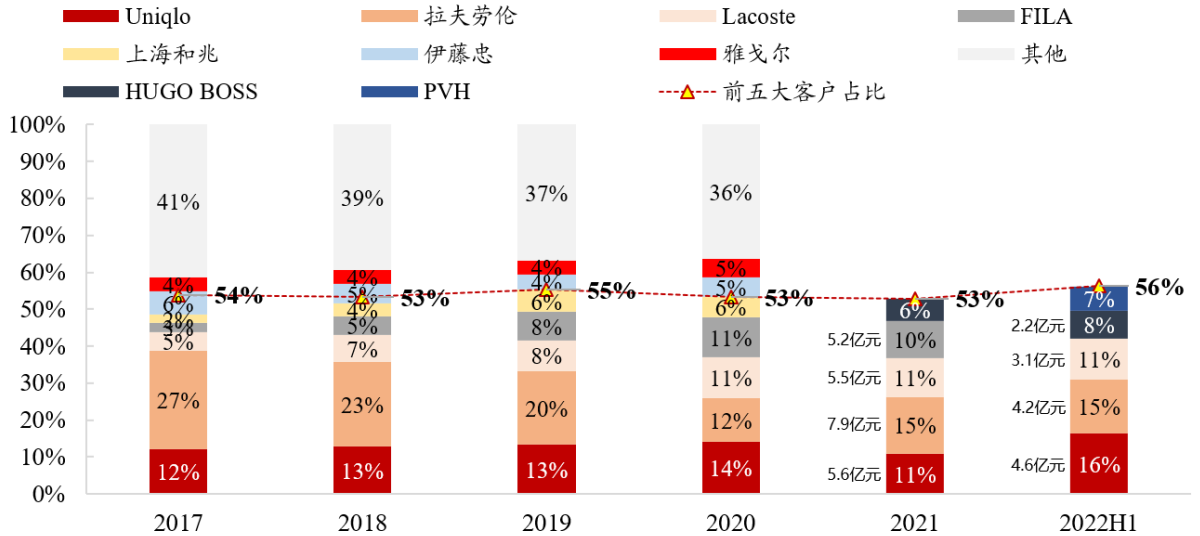
资料来源: 公司公告, 网络公开图片, 浙商证券研究所

基于大型服装品牌在采购量及订单稳定性上具有明显优势, 公司奉行“大客户战略”, 近年来前五大客户占比始终维持在 53%-55%之间, 2021 年前五大依次为拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、FILA 及 HUGO BOSS, 销售额分别为 7.9/5.6/5.5/5.2/3.1 亿元, 分别占比 16%/11%/11%/10%/6%。具体来看各主要客户的合作历史及趋势:

- **拉夫劳伦:** 原为盛泰占比领先的第一大客户, 采购梭织面料及针/梭织成衣, 主要在美国、瑞士市场销售。2017-2019年销售占比从27%下滑至20% (绝对值亦接连下滑 2%/8%), 是由于其将低价订单向东南亚转移 (可从美国地区成衣销售均价逐年上升得到印证); 2020年大幅下滑 (绝对值下滑 50%, 占比下滑 8%) 则是由于高端正装销售受疫情之下居家办公的影响更大, 但 2021年后已呈现明显的恢复性增长。
- **优衣库:** 之前主要采购免烫衬衫为主的梭织成衣, 2020年由于其针织供应商产能受到疫情影响, 从而开始在盛泰的越南工厂生产针织面料, 当年采购额尽管仍然下滑 11%但下滑幅度明显小于拉夫劳伦, 因此跃升至第一大客户。2021年其梭织成衣订单受到疫情冲击较大, 但 2022年随着梭织产品复苏、针织产品放量, 预计增速亮眼。
- **Lacoste:** 合作已有数十年, 主要采购针织成衣, 盛泰是其第一大供应商, 曾获评 2018 年度最佳供应商。2017-2021 年向盛泰的采购额 CAGR 达 24%, 超过其自身收入 CAGR (10%), 占盛泰收入的比例从 5%提升至 11%, 合作关系持续加深。
- **FILA:** 从安踏收购其中国运营权后即与盛泰建立合作, 主要采购针织面料及成衣, 盛泰是其针织面料唯一白金供应商。近年来伴随着其自身体量的快速增长, 在盛泰的销售占比从 17 年的 3%快速提升至 20 年的 11%, 直接带动 2020 年盛泰内销占比首度超过 50%。
- **HUGO BOSS:** 主要采购针织成衣, 2018 年采购额同比增长 81%进而跃升至前十大客户, 2021 年晋升前五大客户, 2022H1 增长为第四大客户, 占比 8%。预计未来在衬衫等梭织产品上还有较大增长空间。
- **李宁:** 其品牌与产品的升级趋势与盛泰的中高端定位相匹配, 2019 年与盛泰在广西成立合资公司, 主要采购针织面料。随着盛泰国内成衣产能逐步投放, 预计与李宁的合作将不断深化, 有望带来显著的订单增量。

整体来看，以梭织产品为主的客户（拉夫劳伦、优衣库）过去两年均受疫情冲击较大，采购额及占比出现过明显下滑，而以针织产品为主的客户（Lacoste、FILA、BOSS、李宁等）均逐年持续增长，销售占比持续提升；此外，海外头部客户大多以采购成衣产品为主，而国内客户受限于国内成衣产能，目前以采购面料为主、成衣为辅，预计随着国内成衣产能释放后，合作关系将进一步加深。

图14: 公司主要客户收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 公司主要客户合作情况

序号	客户名称	合作历史	战略合作关系	主要销售品类
1	优衣库	2014年至今	五大战略供应商之一、衬衫采购两大战略供应商之一	梭织成衣
2	拉夫劳伦	公司成立至今	合作已达数十年, 长期稳居其第一大战略供应商	梭织/针织成衣、梭织面料
3	Lacoste	公司成立至今	合作已达数十年, 2018年度最佳供应商	针织成衣
4	FILA	2010年至今	针织面料唯一白金供应商; 2018年度卓越供应商奖及快速反应奖; 2021年度安踏特别贡献度奖	针织面料/成衣
5	HUGO BOSS	/	2018年进入前十大客户, 2021年进入前五大客户	针织成衣
6	PVH	/	2022H1进入前五大客户	针织成衣
7	上海和兆	2016年至今	/	针织面料/成衣
8	伊藤忠	公司成立至今	公司股东及供应商	所有品类
9	雅戈尔	公司成立至今	公司股东及供应商	针织/梭织面料、纱线
10	李宁	2019年至今	2019年成立合资公司, 2021年“年度电商支持奖”	针织面料

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

**表4: 公司主要客户采购额增速及自身收入增速**

单位: 百万元, 人民币	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	CAGR
<b>优衣库</b>	<b>559</b>	<b>682</b>	<b>741</b>	<b>662</b>	<b>565</b>	
向盛泰采购额 yoy		22.0%	8.7%	-10.7%	-14.7%	<b>0.3%</b>
营业收入 yoy		15.9%	7.8%	-13.1%	-29.0%	<b>-6.3%</b>
<b>拉夫劳伦</b>	<b>1235</b>	<b>1215</b>	<b>1113</b>	<b>555</b>	<b>789</b>	
向盛泰采购额 yoy		-1.7%	-8.4%	-50.1%	42.2%	<b>-10.6%</b>
营业收入 yoy		11.9%	-0.7%	-33.0%	50.3%	<b>2.8%</b>
<b>Lacoste</b>	<b>229</b>	<b>381</b>	<b>464</b>	<b>528</b>	<b>545</b>	
向盛泰采购额 yoy		66.5%	21.8%	13.8%	3.3%	<b>24.3%</b>
营业收入 yoy		26.0%	15.0%	-12.0%	18.0%	<b>10.8%</b>
<b>FILA</b>	<b>120</b>	<b>262</b>	<b>426</b>	<b>501</b>	<b>515</b>	
向盛泰采购额 yoy		118.0%	62.6%	17.7%	2.9%	<b>43.9%</b>
营业收入 yoy		97.5%	73.9%	18.1%	25.1%	<b>50.1%</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

注: 各客户采购额及 Lacoste、FILA 收入均对应日历年; 优衣库 FY2021 收入对应 2020.9-2021.8, 拉夫劳伦 FY2021 收入对应 2021.4-2022.3, 与采购额对应时间段有偏差, 增速对比仅作趋势参考

由于销售全产业链产品, 公司客户集中度介于成衣供应商与纱线面料供应商之间。同行可比公司中, 以成衣为主要产品的申洲、晶苑、联泰的客户较为集中, 前五大客户占比均在 60%以上, 尤其申洲凭借与 Nike、优衣库、Adidas 及 PUMA 的深度绑定, 前五大客户占比超过 80%并持续提升; 以纱线、坯布、面料为主的制造商如鲁泰、华茂、新野等的客户较为分散, 前五大客户占比在 10%-30%之间。盛泰的客户集中度位于同行业公司中游, 主要是由于其产品种类较多(既包含针织, 又包含纱线、面料、成衣)且各个客户在采购品类上有所侧重, 因此从单品类来看, 盛泰的客户集中度更为突出, 2020 年针织成衣及针织面料前五大客户占比均在 80%以上。

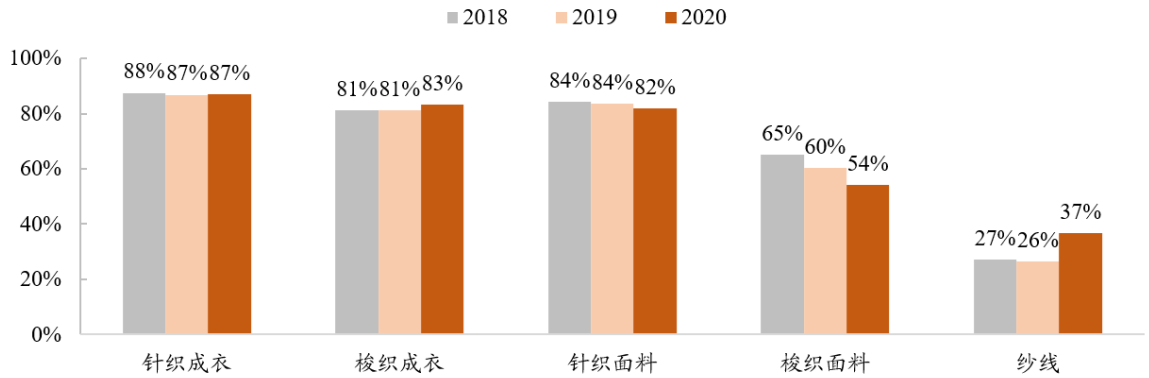
**表5: 可比公司前五大客户占比**

公司	2018	2019	2020	2021	主营产品
申洲国际	82%	85%	87%	87%	针织服装产品(运动、休闲、内衣)
晶苑国际	64%	67%	66%	64%	休闲服、牛仔服、内衣、运动服、户外服、毛衣等
联泰控股	60%	66%	66%	67%	成衣、纺织品及服饰配件
鲁泰 A	20%	21%	20%	16%	高档色织面料、衬衫
联发股份	7%	9%	9%	10%	纱线、色织布、衬衣
华茂股份	13%	11%	23%	19%	纱线、坯布、色织面料和功能性产业用布等
新野纺织	6%	8%	12%	14%	纱线、坯布及面料
凤竹纺织	28%	36%	25%	28%	针织坯布、针织成品布、筒子色纱
<b>盛泰集团</b>	<b>53%</b>	<b>55%</b>	<b>53%</b>	<b>53%</b>	<b>梭织成衣、针织成衣、梭织面料、针织面料等</b>

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所



图15: 公司分品类前五大客户占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**展望未来, 核心客户合作关系稳固, 老客户品类延伸+国内新客户挖掘空间广阔。**

- **首先, 公司未来订单向下具有保障:** 头部品牌商对供应商的认证过程极其严格与复杂, 包含研发、采购、生产、品控、物流、客服等多方面, 因此合作关系一般较为长期稳定。如根据优衣库政策, 除非发生特别事项, 优衣库不得单方面解除与战略供应商的合作关系, 在定价和结算方面, 优衣库需充分考虑战略供应商的合理利润。公司与核心客户的合作普遍以“框架协议/保证书+订单”形式展开, 能够稳定伴随大客户共同成长。
- **在此基础上, 公司未来订单向上富有弹性:** 过去受制于产能不足等原因, 部分客户需采购面料后交由其他制衣工厂生产成衣, 随着河南工厂产能释放, 公司将拥有更强的国内成衣订单的承接能力, 在国内客户供应链中的份额有望进一步提升。此外, 近两年公司与优衣库的合作品类从梭织延伸至针织, 带来较大增量, 其他客户亦存在类似的延伸空间。

### 3 精细生产, 国际化、智能化全面赋能

对于头部服装品牌商而言, 优质供应商除了具备顶尖的技术和工艺, 还需要具备“又快又稳”的交期能力; 对供应商而言, 面对持续上涨的人工成本, 如何通过精细化生产以最大程度地降本增效, 是身处密集型产业不可避免的问题。以申洲为例, 在越南、柬埔寨持续跨区域产能扩张, 充分受益当地的人工、关税及税收成本优势, 在面料+成衣垂直一体化的基础上, 还在流水线布局、物料运输等方面建立了亚洲领先的工业工程, 将交货周期大幅缩短, 毛利率稳定在 30%以上的高水平。

目前, 盛泰集团也已搭建了**全球化、一体化、智能化**的产业格局, 并在近两年接连通过 IPO 及可转债两轮融资建设项目, 持续深化该优势。

#### 3.1 国内外双循环产业格局, 正处产能爬坡期

公司自 2011 年并购新马集团开始布局海外产能, 近年来持续将部分低端面料及劳动密集型的制衣环节向东南亚国家转移, 充分受益当地劳动力、关税及税收成本; 而高端面料的研发和生产主要位于浙江嵊州, 依托于国内纺织面料领域的技术优势。

早期公司的成衣产能基本供应海外客户, 在国内主要销售面料, 2019 年中美贸易摩擦加剧后, 出于保障原材料可追溯性的考虑, 公司确立“**国内外双循环格局**”发展战略——

国内产能供应国内客户，海外产能供应海外客户，由此开始承接 FILA、李宁等国内客户的成衣订单，并在 2020 年启动河南基地的建设以完善国内产业链布局。

图16: 公司全球生产基地



资料来源: 壹点传媒(公司宣传片), 浙商证券研究所

**国内重点建设河南基地，提升全产业链产能。**目前公司在国内主要有四大基地：**嵊州基地**拥有针织、梭织两大面料工厂；**湖南、安徽基地**各拥有一家针织成衣工厂，主要服务于 FILA 等国内客户；公司于 2020 年启动建设**河南基地**，规划面积 2000 亩，已投产针织面料工厂及针织、梭织两个成衣工厂，是公司未来在国内的重点发展基地，主要是基于当地劳动力数量充足且成本较低，以及友好的印染指标和招商引资政策。

**持续完善国际化布局，推动生产效率提升。**公司于 2011 年并购新马集团时进入越南、斯里兰卡及柬埔寨，后陆续在越南布局纺纱、面料工厂，目前**越南基地**已拥有纱线-面料-成衣以及针织、梭织的完整产业链，为公司最大的生产基地。**斯里兰卡基地**为成衣工厂，近年来持续精简人员；**柬埔寨基地**现拥有针织和梭织成衣工厂，近年来持续扩产并拓展品类，员工规模与斯里兰卡接近。此外，2019 年公司与 Lacoste 合作后收购其位于**罗马尼亚**的成衣工厂，地理位置更贴近欧洲，在欧盟关税及快速反应方面具有优势。

图17: 公司全球生产基地布局



资料来源: 公司公告, 公司宣传片, 浙商证券研究所

**表6: 公司各生产基地平均工资对比(单位: 美元/年)**

		2018	2019	2020
国内	浙江	12296	12698	11307
	安徽	9104	8780	7181
	湖南	7476	7623	7577
	河南	/	/	4760
海外	越南	3341	4224	4193
	柬埔寨	3525	3986	3468
	斯里兰卡	2596	2882	1861
	罗马尼亚	/	6523	5828

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 国内平均工资按照当年平均汇率折算为美元

2020年部分地区(尤其斯里兰卡)平均工资下滑, 主要是受疫情影响, 工人工作时间减少

**为适应订单变化趋势, 近年来持续扩大针织产能, 梭织成衣产能有所缩减。**截至 2021 年末, 公司针织成衣/梭织成衣产能分别为 3468/2685 万件, 相比 2018 年末分别增长 40%/减少 19%; 公司针织面料/梭织面料产能分别为 2.34 万吨/6400 万米, 较 2018 年分别增长 144%/51%。公司纱线产能约 6600 吨, 均处于越南工厂, 产销率远高于 100%是由于大量自用/外销的纱线仍需向外部采购。

**疫情前, 各道环节产能利用率均处于饱和状态。**2019 年公司针织成衣/梭织成衣/针织面料/梭织面料/纱线的产能利用率分别达到 106%/113%/99%/96%/102%, 部分工序需要依靠外协生产; 2020 年疫情后, 由于部分基地停工及客户订单减少, 各环节产能利用率均出现下降; 2021 年针织成衣已完全恢复, 其他产品略有回升; 2022 年上半年由于春节假期、Q2 国内疫情以及新产能处于爬坡期等因素影响, 产能利用率出现一定波动, 预计下半年已进入快速恢复阶段。

**表7: 公司历年产能、产量及销量情况**

	2018	2019	2020	2021	2022H1
<b>针织成衣</b>					
产能(万件)	2,474	2,613	3,143	3,468	2,177
产量(万件)	2,602	2,776	2,430	3,542	1,811
销量(万件)	2,598	2,822	2,369	3,528	1,772
产销率	100%	102%	98%	100%	98%
产能利用率	105%	106%	77%	102%	83%
<b>梭织成衣</b>					
产能(万件)	3,315	3,042	2,850	2,685	1,613
产量(万件)	3,770	3,452	2,234	2,170	1,451
销量(万件)	3,715	3,411	2,287	2,170	1,491
产销率	99%	99%	102%	100%	103%
产能利用率	114%	113%	78%	81%	90%
<b>针织面料</b>					
产能(吨)	9,600	14,850	18,800	23,400	12,200
产量(吨)	11,934	14,634	12,431	19,183	8,646
销量(吨)	11,818	14,543	12,709	18,992	8,483
自用占比	70%	61%	59%	63%	73%

外销占比	30%	37%	41%	37%	27%
产销率	99%	99%	102%	99%	98%
产能利用率	124%	99%	66%	82%	71%
<b>梭织面料</b>					
产能(万平米)	4,235	6,250	6,400	6,400	3,200
产量(万平米)	6,777	6,022	5,078	5,328	2,733
销量(万平米)	6,932	5,917	4,936	5,299	2,618
自用占比	65%	65%	62%	54%	64%
外销占比	35%	35%	38%	46%	36%
产销率	102%	98%	97%	99%	96%
产能利用率	160%	96%	79%	83%	85%
<b>纱线</b>					
产能(吨)	7,000	7,000	8,400	6,600	2,400
产量(吨)	6,354	7,114	6,913	5,194	3,621
销量(吨)	22,037	36,800	28,834	13,153	5,151
自用占比	38%	64%	56%	53%	52%
外销占比	62%	36%	44%	47%	48%
产销率	347%	517%	417%	253%	142%
产能利用率	91%	102%	82%	79%	151%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**IPO 募投项目已全部投产，今明两年为产能爬坡期，将逐步释放弹性。**公司 2021 年 IPO 募集资金净额 4.63 亿元，主要用于嵊州、越南、湖南、河南基地的技术改造及扩建，建成后预计共新增 2400 吨针织面料、4000 吨坯布和 920 万件成衣产能。截至 2022 年 10 月，预计所有项目已达到可使用状态。除了 IPO 募投项目，其他海外产能建设项目亦进展顺利，22-23 年为产能快速爬坡期。

**表8：公司 IPO 募投项目（技术改造及产能扩建相关）**

项目名称	项目内容	投资总额 (百万元)	达到可使用 状态日期
面料技术改造建设项目（嵊州）	新增 105 台色织与针织面料设备，淘汰部分旧设备， <b>保持原有 1.32 万吨针织面料、4,000 万平米色织面料产能不变</b> ，提升生产线自动化水平、降低生产成本	134	2022/10
面料技术改造及扩能建设项目（越南）	新增设备 115 台，其中针织面料/色织面料/污水处理设备各 86/14/1 台， <b>新增 2,400 吨针织面料产能</b> ，达到 6,000 吨针织面料和 3,600 万平米色织面料产能，提升生产线自动化水平、降低生产成本	99	2022/3
湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目	购置部分先进成衣设备，促进产线升级，建成后 <b>新增 320 万件成衣产能</b>	63	2022/1
河南织造及成衣生产中心建设项目	购置设备 1,878 台，加大对 <b>针织面料以及成衣</b> 的生产投入，建成后 <b>形成 4,000 吨坯布产品、600 万件成衣产品产能</b>	166	2022/8

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**2022 年可转债项目募资建设河南针织面料及越南纱线产能。**2022 年公司发布可转债项目，拟募集 8.5 亿元资金，其中 2.2 亿元用于建设河南基地的针织面料印染产线，3 亿元用于建设越南 10 万吨纱线产线，其余用于建设分布式光伏电站及信息化系统等。**1) 河南印染生产线：**本次建设为项目一期，投产后预计新增 6000 吨针织面料产能，提高国内订单承接能力，公司将在疫情背景下、按照国内需求端复苏趋势逐步推进投产进度；**2) 越南 10**

**万锭纱线项目：**建成后预计新增 6071 吨棉纱及 4692 吨花灰纱产能，预计 23 年逐步投产，主要用于满足内部生产需要，虽不直接贡献收入，但有利于保障原材料的品质和供应、减少国际物流费用、有效规避关税。

中长期来看，公司将结合客户拓展情况，持续推进全球扩产。国内方面，河南储备土地尚有巨大建设空间，同时将继续探索向低成本地区拓展；海外方面，持续推进越南、柬埔寨产能建设，并新进入印尼进行试水。

**表9：公司可转债募投项目（产能建设相关）**

项目名称	项目内容	投资总额（百万元）
年产 48,000 吨高档针织面料印染生产线项目（一期）	河南基地购置自动化设备，实现 6,000 吨针织面料产能	303
越南十万锭纱线建设项目	实现 6,071 吨棉纱、4,692 吨花灰纱产能，同时还能产生 4,140 吨落棉	402
嵊州盛泰 22MWp 分布式光伏电站建设项目	利用公司内部厂房屋顶空间资源建设分布式光伏电站	88

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**光伏电站项目预计年均减少用电成本 725 万。**可债转项目中，拟在国内四个基地的厂房屋顶建设分布式光伏电站，总装机量为 22MWp，预计建成后年均发电量为 2041 万度，按照当前四地区电价水平，预计每年可节约电力成本 725 万元。纺织制造为高能耗行业，以 2021 年为例，公司全年电费 1.43 亿元，占收入的 2.8%，该项目可减少 5% 的电力成本，对利润率的贡献约 0.14%（随着公司业务规模扩大，对利润率的贡献预计更小）。尽管该项目对公司的直接经济贡献有限，但能够有效减少能源“双控”政策对公司经营稳定性可能产生的影响，并且对实现业务可持续发展具有重要意义。

**表10：分布式光伏电站建设项目效益测算**

项目地	装机容量 (单位 MW)	年均发电量 (万度)	所在地电价 (元/度)	光伏发电成本 (元/度)	每年节约电力成本 (万元)
河南省周口市	15	1,391.84	0.6917	0.3339	498
浙江省绍兴市	5	463.95	0.6728	0.3339	157.23
安徽省阜阳市	1	92.79	0.6905	0.3339	33.09
湖南省益阳市	1	92.79	0.7291	0.3339	36.67
<b>合计</b>	<b>22</b>	<b>2,041.36</b>			<b>724.99</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表11：公司历年电费规模**

	2018	2019	2020	2021	2022H1
电费（百万元）	123.86	146.47	113.93	143.25	79.81
占收入比例	2.34%	2.63%	2.42%	2.78%	2.81%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2 持续加码智能化建设，营运效率提升显著

智能化生产是新时期下纺织制造企业降本增效、形成核心竞争力的必由之路，而智能化的内涵包含“生产过程的自动化”和“信息交互的数字化”两方面。

- 公司将自动化设备引入生产各环节，目前 70% 的单个工艺程序可实现自动化生产。通过与供应商共同研发及几代的更新，目前纺织产线中的络筒、松纱、染整配色、穿棕、包装、仓储、检验等工序均已实现了自动化改造，成衣产线中也已完成了

吊挂中控系统的使用及剪裁自动化改造，极大减少了工厂对一线操作人员的需求量，并且提高了品质稳定性及订单反应速度。

- **数字化方面，公司投建自研的 SPS 系统，形成从生产计划到车间执行的闭环管控。** ERP 系统是一种主要面向制造行业的企业信息管理系统，而 SAP 系统是当前最具影响力和代表性的 ERP 系统。公司与合作伙伴共同研发了 SPS 系统（Smart Production System，成衣智能生产系统），该系统可接入生产吊挂系统，生产员工可借助工位上的终端平板设备实现高效生产，同时系统持续收集产线数据，实现实时监控分析。在该系统的帮助下，公司能够高效组建标准化生产线，管理人员可以灵活调配不同班组的员工，并快速定位员工效率或机器故障，大幅提升生产效率。2021 年 SPS 系统已在国内全面投建，目前正陆续在海外工厂铺设，预计海外工厂的提效空间较国内更为显著。

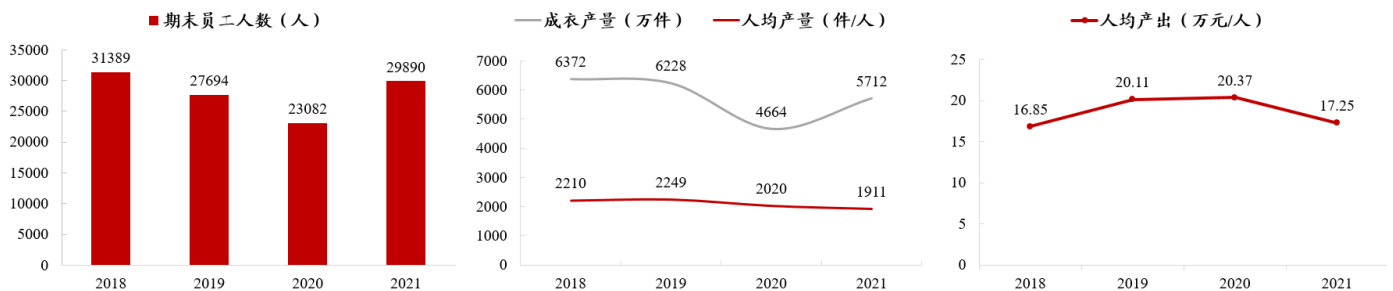
图18: 公司自动化设备及 SAP 系统



资料来源：公司公告，壹点传媒（公司宣传片），浙商证券研究所

**智能化生产成效 1：员工结构得到精简优化，人均产出在逆势下仍有改善。** 2018-2020 年，公司员工数量从 3.1 万减少至 2.3 万，人均产出从 16.85 万元/年增加至 20.37 万元/年，主营业务毛利率从 18.92% 提升至 20.74%（剔除会计准则变动影响），尤其是在 2020 年面临疫情影响下，公司不仅能够快速调整经营生产，而且经营效率仍有提升。2021 年人均产出出现下滑主要是由于当年的扩产和并购导致员工数量快速增长，预计随着智能化新产能逐渐成熟，经营效率将重回上行趋势。

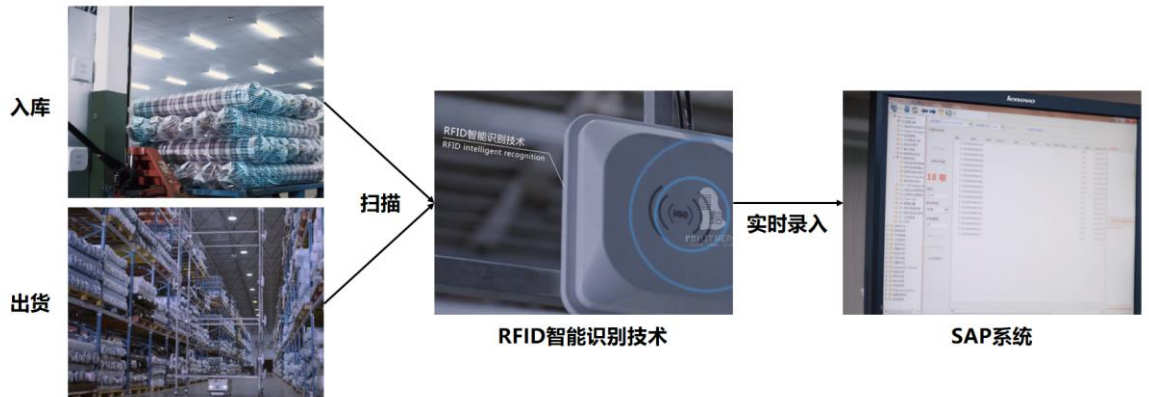
图19: 公司员工人数及人均产出



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**智能化生产成效 2: 推行 JIT 库存精细化管理, 存货周转效率持续改善。**由于公司产业链较长且工厂分布在不同区域, 并且头部客户对紧急订单的需求促使公司往往需要对部分品类进行预生产, 因此公司库存规模及管理难度较大。在智能化系统的基础上, 公司自 2018 年下半年起在内部面料及制衣厂之间推行“JIT”(Just In Time)库存精细化管理, 又称零库存生产方式(zero inventories), 所有原材料及在产品在入库及出库时需通过 RFID 智能识别技术录入系统, 要求供应商提前备货, 生产前才通知供应商发货送达公司, 从而提升存货周转效率。近年来公司原材料的采购量与耗用量匹配度较高, 同时通过消耗更多的在产品, 各环节产品对原材料的耗用量有所减少。

图20: 公司智能化库存管理



资料来源: 公司公告, 壹点传媒(公司宣传片), 浙商证券研究所

表12: 各产品原材料采购及耗用情况

	2018	2019	2020	
针织成衣	产销率	99.84%	101.64%	97.52%
	针织面料采购耗用比	98.44%	99.08%	100.64%
	单位产品耗用量(吨/万件)	4.26	4.40	4.05
梭织成衣	产销率	98.54%	98.81%	102.36%
	梭织面料采购耗用比	99.63%	97.15%	98.10%
	单位产品耗用量(米/件)	1.48	1.45	1.42
针织面料	产销率	99.03%	99.38%	102.24%
	纱线采购耗用比	101.24%	90.38%	98.38%
	单位产品耗用量(吨/吨)	1.11	1.07	1.07
梭织面料	产销率	102.28%	98.26%	97.20%
	纱线采购耗用比	102.02%	107.80%	99.32%
	单位产品耗用量(吨/万米)	2.08	2.46	2.04

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表13: 公司存货规模及周转效率

	2017	2018	2019	2020	2021
存货(百万元)	974.13	1,024.79	956.96	718.77	1,193.00
YOY		5.2%	-6.6%	-24.9%	66.0%
存货周转率		4.28	4.50	4.49	4.54
存货周转天数		84	80	80	79

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**智能化生产成效 3: 在一体化的共同帮助下, 公司小单快反能力行业领先。**传统的从面料到成衣的生产周期需要 3-6 个月, 公司的大部分常规订单周期亦是如此, 但同时公司能够满足客户对大规模即时生产与多品种小批量柔性生产的需求, 根据公司董事长徐磊公开采访报道, 公司最快一周内就能交货, 与优衣库合作大量 20 天交期的快反订单 (10 天面料+10 天成衣)。

**公司在 IPO 及可转债募投项目中, 持续加码智能化建设。**除了上文已提到的对原有产线进行自动化改造之外, 公司 IPO 募集资金中还投入 4907 万元用于建设湖南、河南、安徽基地的智能化设备及软件系统, 该项目预计已达到可使用状态; 可转债募投中拟投入 2506 万元用于升级嵊州总部的 SAP 系统及建设财务共享中心, 以更好地满足公司上市及规模扩大后对经营管理提出的更高需求。

**表14: 公司智能化、数字化相关募投项目**

融资	项目名称	项目背景	项目内容	投资总额 (万元)
IPO	智能制造系统建设	国内原材料以及劳动力等价格连年攀升, 国内纺织企业寻求降低生产成本的措施迫在眉睫	在湖南、河南、安徽新增智能化设备及软件系统共 53,579 台 (套), 在制造过程中进行大数据处理和自动预警, 及时提醒或自动解决制造中存在的问题, 压缩生产周期, 降低生产成本。	4,907
可转债	ERP/SAP 系统升级	目前公司 SAP 系统为 2012 年上线的成衣 SAP 系统及 2013 年上线的面料 SAP 系统, 随着公司上市及规模扩大, 已难以适应经营管理要求	将 SAP ECC6.0 系统升级为 SAP ANA S4 系统, 形成稳定可扩展的信息化平台, 控制和集成化管理公司生产经营活动中的各种信息, 实现企业内部信息的共享和有效利用, 提升运营管理效率。	2,506
	共享财务中心平台建设	公司及子公司分散于不同地区导致财务人员工作效率低下, 财务数据无法及时汇总, 已无法满足公司财务管理需求	实现财务核算的标准化、自动化、智能化, 并呈现公司及各事业部多维度的财务报表, 支持多维度统计销售利润数据等功能	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4 财务比较: 成长性优于行业, 提效潜力巨大

### 4.1 收入端: 体量及增速位居可比同行前列

**盛泰收入体量处于行业头部, 但对标申洲仍有巨大成长空间。**可比公司中, 申洲国际以超过 200 亿元的收入体量遥遥领先, 盛泰、鲁泰、新野以 50 亿元左右收入成为申洲之外的规模领先的纺织服装制造商, 其中盛泰作为与申洲相似的垂直一体化生产商, 近年来针织产品占比快速提升, 随着与 FILA、安踏、李宁等国内运动品牌以及优衣库等国际品牌的绑定关系逐渐加深, 中长期有望对标申洲的百亿规模。

从近 5 年收入 CAGR 来看, 华茂及申洲表现最优, 分别为 10.5%/7.2%, 其中华茂主要依靠纱线产品驱动, 申洲则是由于其产品全部为景气度较高的针织服装, 并且绑定全球头部运动品牌; 盛泰以 2.8% 的 CAGR 仅次于华茂和申洲, 除了 2020 年出现下滑, 其余年份均表现出优于行业平均的增速。



表15: 可比公司收入规模及增速对比 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
申洲国际	18,085	20,950	22,665	23,031	23,845	
YOY	19.8%	15.8%	8.2%	1.6%	3.5%	7.2%
晶苑国际	2,178	2,496	2,428	1,985	2,341	
YOY	23.5%	14.6%	-2.7%	-18.2%	17.9%	1.8%
鲁泰 A	6,409	6,879	6,801	4,751	5,238	
YOY	7.1%	7.3%	-1.1%	-30.1%	10.3%	-4.9%
联发股份	4,004	4,169	3,911	3,873	3,897	
YOY	7.1%	4.1%	-6.2%	-1.0%	0.6%	-0.7%
华茂股份	2,343	2,782	2,979	3,392	3,498	
YOY	19.2%	18.7%	7.1%	13.9%	3.1%	10.5%
新野纺织	5,195	6,060	5,732	4,866	5,303	
YOY	27.2%	16.6%	-5.4%	-15.1%	9.0%	0.5%
盛泰集团	4,620	5,290	5,570	4,702	5,157	
YOY	12.4%	14.5%	5.3%	-15.6%	9.7%	2.8%

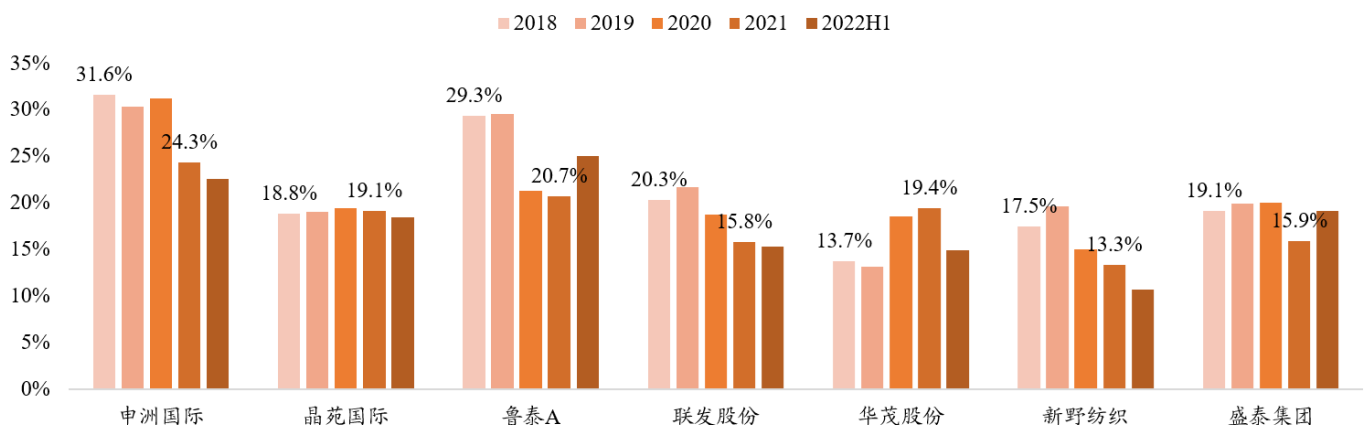
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 4.2 盈利端: 提效降费趋势明确, 未来可期

盛泰毛利率与同为一体化的申洲存在一定差距, 海外工厂提效后有望改善。盛泰毛利率整体高于以纺纱、织造为主的华茂、新野, 与同为拉夫劳伦、优衣库成衣供应商的晶苑较为接近, 但与同样具有垂直一体化产业链的申洲存在差距, 主要原因: 1) 申洲的客户为 Nike、Adidas 等量产型的运动品牌, 产品标准化程度较高, 在生产效率方面具有较大优势, 而盛泰以轻奢、时尚品牌居多, 单个订单规模较小且生产工艺较为复杂, 规模效应较弱; 2) 申洲生产的面料以化纤为主, 成本相对盛泰主要使用的棉花较低; 3) 申洲除了成衣产品, 还销售大量毛利率更高的运动鞋鞋面, 而盛泰除了成衣, 还销售毛利率相对较低的面料及纱线; 4) 申洲海外工厂已较为成熟, 而盛泰海外工厂正处于收购后初期或建设初期, 智能制造系统尚未完全铺设, 生产经营效率有待进一步提升。

我们认为随着盛泰的针织成衣占比提升、海外工厂降本提效, 毛利率仍有较大提升空间, 但由于产品及客户结构的不同, 预计较难达到申洲的毛利率水平。

图21: 可比公司毛利率对比

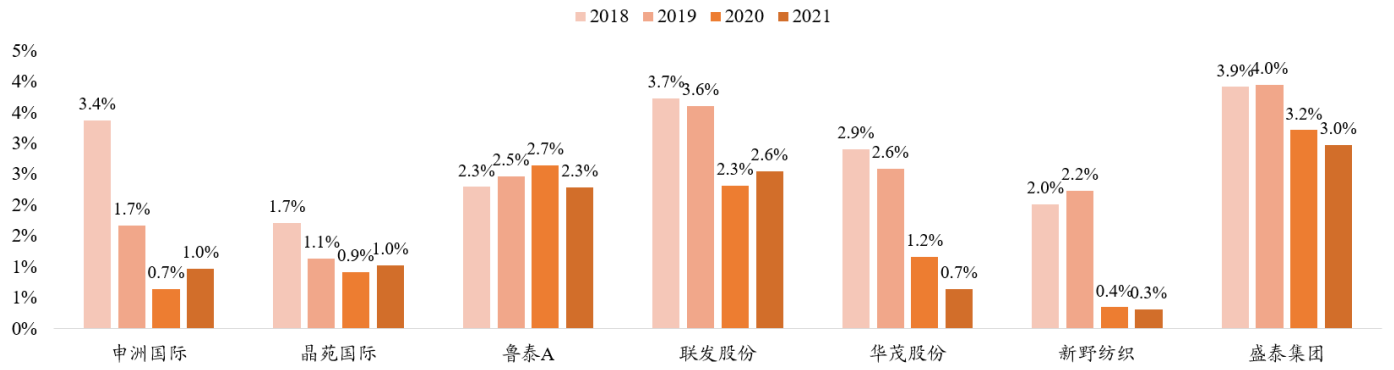


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 港股(申洲、晶苑)2018年后、A股2020年后, 运输仓储费由销售费用划入营业成本

国际化的销售管理团队，使得盛泰的管理和销售费用率高于行业平均。盛泰并购新马集团后获得一批国际化的销售团队及管理团队，位于美国、香港等薪酬水平较高的地区，相关职工薪酬较大并且跨国沟通协作成本较高。随着智能化改造推进，公司将较多海外职能部门逐步转移至薪酬水平较低的国内或越南，2021年相关费用率已开始有明显改善。

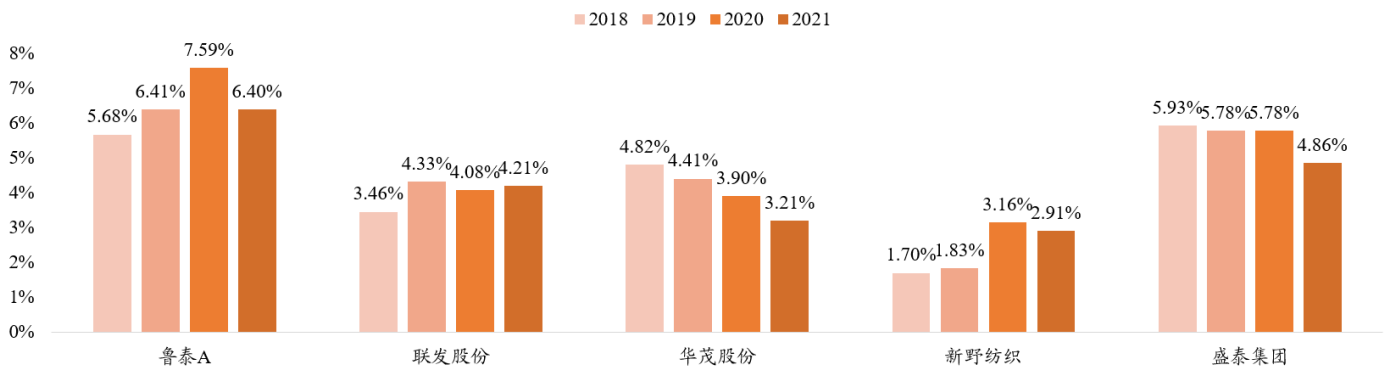
图22: 可比公司销售费用率对比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 港股(中洲、晶苑)2018年后, A股2020年后, 运输仓储费由销售费用划入营业成本

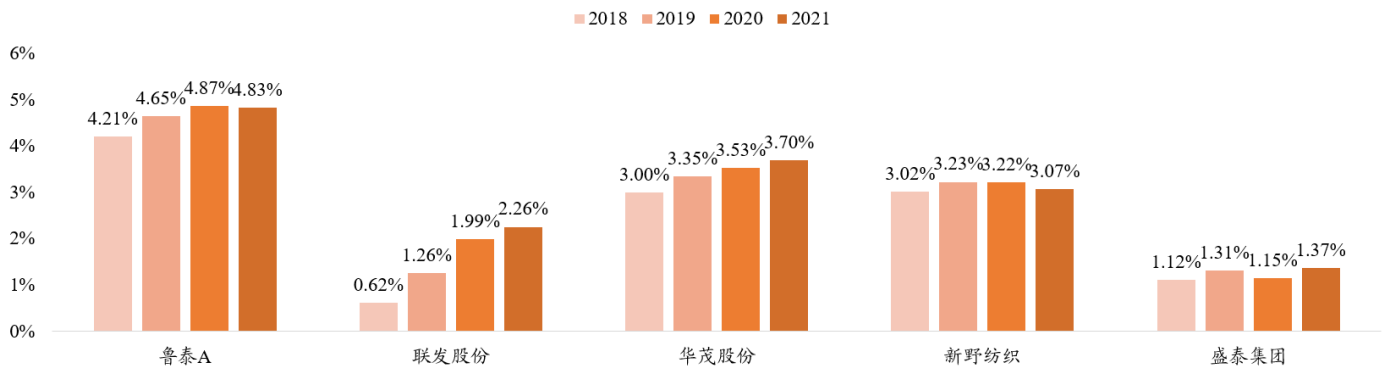
图23: 可比公司管理费用率对比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

盛泰研发费用率低于同行公司，主要是由于公司研发项目主要是聚焦高端新型面料，而公司成衣收入规模较大，摊薄了研发费用率。事实上公司始终重视研发能力的提升，我们已在本文第二章做了具体介绍。

图24: 可比公司研发费用率对比

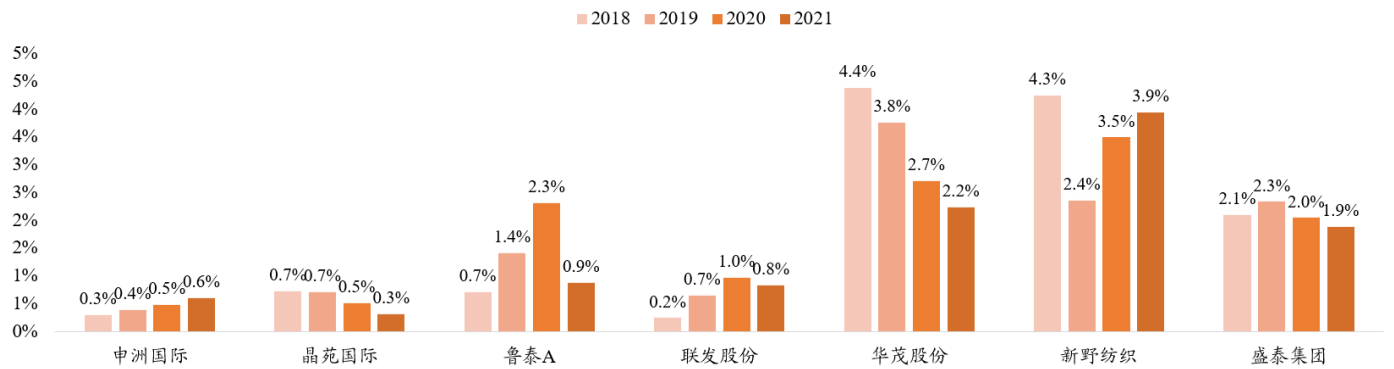


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

由于较高的资产负债率，盛泰的财务费用率在同行中处于较高水平。上市前公司融资渠道单一，主要依靠自身经营性资金及借款来进行产能扩建，资产负债率曾高达70%以上，

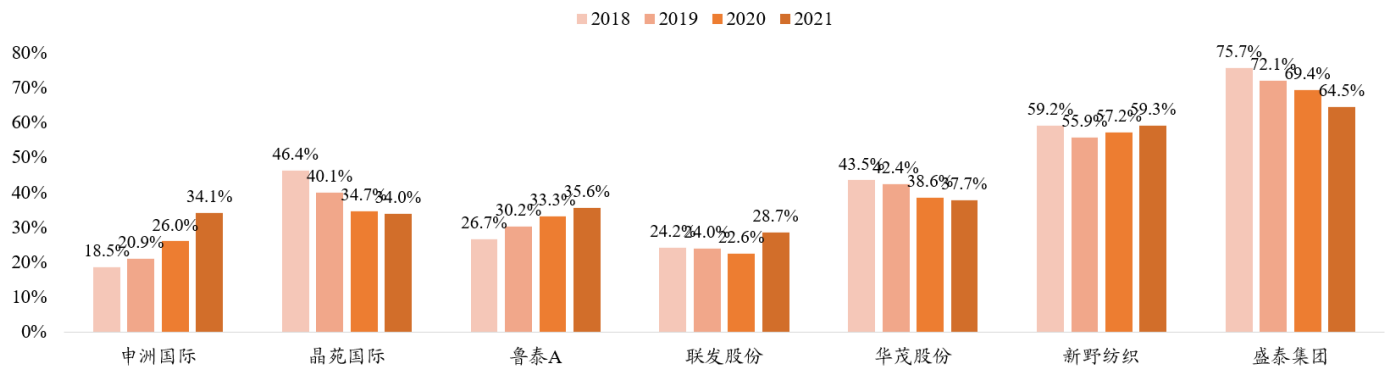
明显高于已上市的可比公司，较高的利息支出导致公司财务费用率较高。随着公司上市后融资渠道拓宽，资产负债率与财务费用率已明显下降，预计未来仍将持续改善。

图25: 可比公司财务费用率对比



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图26: 可比公司资产负债率对比

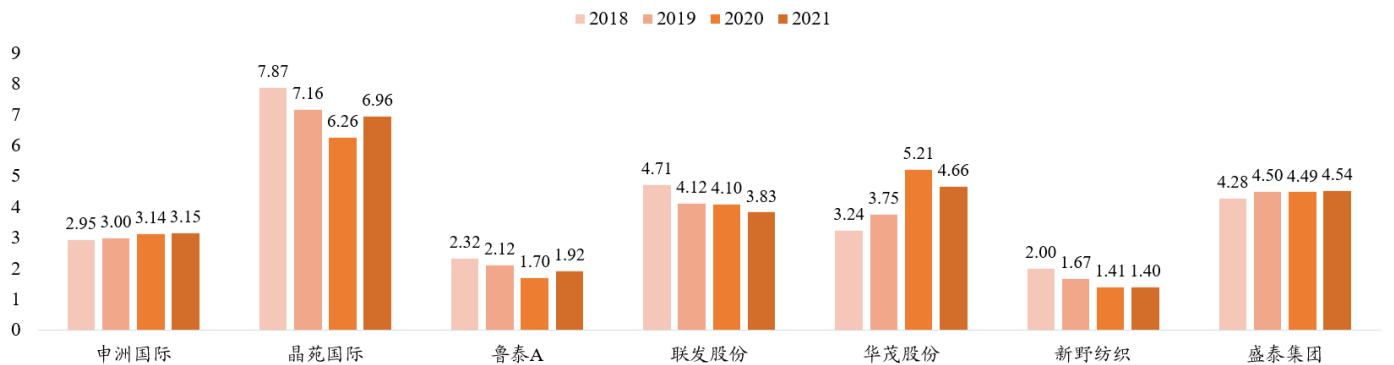


资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

### 4.3 营运端: 库存管控优秀, 应收周转稳健

盛泰存货周转率稳定在 4.5 左右, 与同行平均水平较为接近, 高于同样产业链较长、库存管理难度较大的申洲。主要得益于公司推行的库存精细化管理, 一方面要求供应商提前备货, 另一方面促进越南供应链本土化, 对提前备货严加控制。关于公司在智能化库存管理上的举措及成效在本文第三章已具体介绍。

图27: 可比公司存货周转率对比

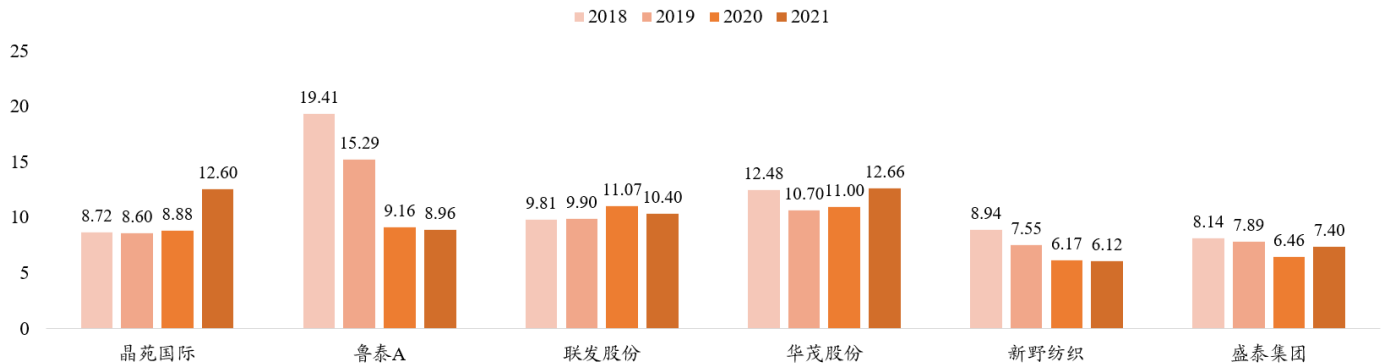


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

盛泰应收账款周转率略低于行业平均水平, 主要是由于海外大客户回款速度相对较慢。相比以纱线、面料为主要产品的可比公司, 盛泰的海外大品牌客户占比更高, 而境外客户一般具有较长的收款期(一般为 45-60 天, 部分优质客户为 90 天), 因此盛泰的应收账款周

转率略低于同行公司。2020 年盛泰应收账款周转率下降主要是受疫情影响，部分优质客户要求延长信用期，2021 年该影响已明显减少。

图28: 可比公司应收账款周转率对比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

预计 22-24 年公司收入 62.1/72.1/83.4 亿元，同比增长 20%/16%/16%，其中：

1) **针织成衣**：针织产品需求端预计持续受益于市场高景气度，新拓展进入优衣库的针织成衣供应链等将带来较大增量；IPO 募投建设 920 万件成衣产能已于 2022 年全部投产，尤其河南产能为公司拓展国内客户订单提供较好支撑，同时公司其他海外产能建设进展顺利，预计 22-24 年为产能快速爬坡期。22 年产能利用率较低是由于新产能投放，预计 23-24 年将逐年提升。成衣单价受客户及订单结构影响较大，2021 年 PVH、拉夫劳伦等简单款单价较低的针织成衣客户收入占比上升，预计 22-24 年价增 9%/3%/3%。预计 22-24 年针织成衣收入 26.8/32.8/39.5 亿元，同比增长 17%/22%/21%。

2) **梭织成衣**：梭织成衣 2020 年受疫情影响较大，前两大客户优衣库、拉夫劳伦订单下滑明显，2022 年已呈现明显的复苏趋势。成衣单价受客户及订单结构影响较大，预计 22-24 年价增 0%/3%/3%。在产能增长及产能利用率恢复的带动下，预计 22-24 年梭织成衣收入 21.4/23.5/26.9 亿元，同比增长 44%/10%/15%。

3) **针织面料**：针织面料下游主要客户 FILA、上海和兆、雅戈尔、李宁等均为国内客户，2022 年受疫情影响较大，预计销量下滑较大。IPO 募投的越南 2400 吨面料及河南的 4000 吨坯布已经投产，同时公司将按照国内需求复苏情况推进河南 6000 吨染整产能，预计随着国内终端销售需求回暖，产能端将有效承接需求端增长。单价方面，预计 22 年调价落地带动价增 15%，23-24 年分别上涨 3%。预计 22-24 年针织面料收入 5.1/6.6/7.7 亿元，同比增长 -7%/27%/17%。

4) **梭织面料**：梭织产品长期增长趋势相较针织产品较弱，公司产能扩张速度相对较慢，IPO 项目完成后，嵊州梭织面料产能 4000 万米不变，越南产能由 2400 万米增加至 3600 万米，叠加产能利用率提升驱动量增。价格方面，2021 年由于公司对伊藤忠、BURBERRY 等客户销售的针织面料因产品结构变化导致平均单价下滑较大，预计 2022 年价增 20%，23-24 年维持 3% 正常增长。预计 22-24 年梭织面料收入 4.8/5.0/5.2 亿元，同比增长 11%/6%/3%。

5) **纱线**：可转债项目规划越南纱线产能 10 万吨，但建成后主要用于内部面料生产使用，不直接贡献收入，因此预计 23-24 年纱线外销比例将明显下降。纱线业务处于产业链上

游，因此受棉花价格影响较大，2021年平均售价随着棉价上涨而大幅上涨，2022年棉价持续下行，预计全年平均售价与2021年持平，23-24年预计棉价在今年的相对高位的基数上，同比仍有下降。预计22-24年纱线收入2.6/2.9/2.8亿元，同比增长-1%/10%/-3%。

**毛利率方面**，2021年受到棉价快速上行、海外工厂停工、空运费增加较多以及客户结构等影响，面料及成衣产品毛利率均受到较大影响，预计2022年随着调价落地等，上述影响基本消除，同时叠加智能化之下的生产效率提升，**预计22-24年公司综合毛利率为19.9%/20.2%/20.6%**，其中：针织成衣毛利率为22.1%/22.5%/23.0%，梭织成衣毛利率为17.1%/17.3%/17.5%，针织面料毛利率为19.0%/19.2%/19.4%，梭织面料毛利率为25.0%/25.0%/25.0%，纱线毛利率为8.0%/8.0%/8.0%。

**表16: 公司分业务收入及毛利率预测%/**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>4702</b>	<b>5157</b>	<b>6209</b>	<b>7206</b>	<b>8341</b>
YOY	-15.6%	9.7%	20.4%	16.1%	15.8%
毛利率	20.0%	15.9%	19.9%	20.2%	20.6%
<b>针织成衣收入</b>	<b>1703</b>	<b>2283</b>	<b>2675</b>	<b>3275</b>	<b>3953</b>
YOY	-8%	34%	17%	22%	21%
毛利率	22.9%	16.4%	22.1%	22.5%	23.0%
<b>产能(万件)</b>	<b>3143</b>	<b>3468</b>	<b>4500</b>	<b>5000</b>	<b>5500</b>
产销率	98%	100%	98%	98%	98%
产能利用率	77%	102%	86%	92%	98%
<b>销量(万件)</b>	<b>2369</b>	<b>3528</b>	<b>3793</b>	<b>4508</b>	<b>5282</b>
<b>单价(元/件)</b>	<b>71.9</b>	<b>64.7</b>	<b>70.5</b>	<b>72.7</b>	<b>74.8</b>
YOY	10%	-10%	9%	3%	3%
<b>梭织成衣收入</b>	<b>1457</b>	<b>1488</b>	<b>2144</b>	<b>2348</b>	<b>2691</b>
YOY	-36%	2%	44%	10%	15%
毛利率	18.0%	16.0%	17.1%	17.3%	17.5%
<b>产能(万件)</b>	<b>2850</b>	<b>2685</b>	<b>3300</b>	<b>3500</b>	<b>3700</b>
产销率	102%	100%	103%	100%	100%
产能利用率	78%	81%	92%	95%	100%
<b>销量(万件)</b>	<b>2287</b>	<b>2170</b>	<b>3127</b>	<b>3325</b>	<b>3700</b>
<b>单价(元/件)</b>	<b>3.7</b>	<b>68.6</b>	<b>68.6</b>	<b>70.6</b>	<b>72.7</b>
YOY	-4%	8%	0%	3%	3%
<b>针织面料收入</b>	<b>430</b>	<b>552</b>	<b>514</b>	<b>655</b>	<b>765</b>
YOY	-3%	28%	-7%	27%	17%
毛利率	19.4%	10.8%	19.0%	19.2%	19.4%
<b>产能(吨)</b>	<b>18800</b>	<b>23400</b>	<b>25000</b>	<b>28000</b>	<b>30000</b>
产销率	102%	99%	99%	99%	99%
产能利用率	66%	82%	77%	85%	90%
外销占比	41%	37%	30%	30%	30%
<b>对外销售(吨)</b>	<b>5260</b>	<b>7062</b>	<b>5717</b>	<b>7069</b>	<b>8019</b>
<b>单价(元/公斤)</b>	<b>81.8</b>	<b>78.2</b>	<b>89.9</b>	<b>92.6</b>	<b>95.4</b>
YOY	-1%	-4%	15%	3%	3%

<b>梭织面料收入</b>	<b>384</b>	<b>429</b>	<b>475</b>	<b>503</b>	<b>518</b>
YOY	-14%	12%	11%	6%	3%
毛利率	26.1%	17.4%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>产能(万米)</b>	<b>6400</b>	<b>6400</b>	<b>7600</b>	<b>7600</b>	<b>7600</b>
产销率	97%	99%	97%	97%	97%
产能利用率	79%	83%	85%	90%	90%
外销占比	38%	46%	36%	35%	35%
<b>对外销售(万米)</b>	<b>1886</b>	<b>2449</b>	<b>2256</b>	<b>2322</b>	<b>2322</b>
<b>单价(元/米)</b>	<b>20.3</b>	<b>17.5</b>	<b>21.0</b>	<b>21.7</b>	<b>22.3</b>
YOY	-4%	-14%	20%	3%	3%
<b>纱线收入</b>	<b>318</b>	<b>262</b>	<b>260</b>	<b>285</b>	<b>275</b>
YOY	-16%	-18%	-1%	10%	-3%
毛利率	7.7%	13.7%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>产能(吨)</b>	<b>8400</b>	<b>6600</b>	<b>6000</b>	<b>12000</b>	<b>17000</b>
产销率	417%	253%	140%	120%	120%
产能利用率	82%	79%	150%	150%	150%
外销占比	44%	47%	48%	40%	30%
<b>对外销售(吨)</b>	<b>12680</b>	<b>6172</b>	<b>6048</b>	<b>8640</b>	<b>9180</b>
<b>单价(万元/吨)</b>	<b>2.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>
YOY	-12%	69%	1%	-23%	-9%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**费用率方面**，随着公司将海外智能部门逐渐转移至国内，相关销售、管理费用率预计较2020年之前整体改善，但新产能建设期相关投入加大，预计短期内略有波动；公司上市后，资产负债率持续下降，预计财务费用率持续下降。预计22-24年公司归母净利润为4.49/5.44/6.77亿元，同比增长54%/21%/25%，对应归母净利率为7.24%/7.55%/8.12%。

**表17：公司期间费用率及净利率预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>毛利率</b>	<b>20.01%</b>	<b>15.87%</b>	<b>19.87%</b>	<b>20.21%</b>	<b>20.61%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>12.19%</b>	<b>11.09%</b>	<b>10.51%</b>	<b>10.47%</b>	<b>10.27%</b>
销售费用率	3.22%	2.98%	2.35%	2.35%	2.35%
管理费用率	5.78%	4.86%	5.00%	5.10%	5.10%
研发费用率	1.15%	1.37%	1.40%	1.40%	1.40%
财务费用率	2.04%	1.88%	1.76%	1.62%	1.42%
<b>归母净利润</b>	<b>293</b>	<b>291</b>	<b>449</b>	<b>544</b>	<b>677</b>
YOY	9.0%	-0.6%	54.3%	21.0%	24.5%
<b>归母净利率</b>	<b>6.23%</b>	<b>5.65%</b>	<b>7.24%</b>	<b>7.55%</b>	<b>8.12%</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5.2 估值及投资建议

公司作为全球化布局的针织梭织一体化制造商，面料研发能力突出，绑定全球优质客户资源，随着国内外产能扩张、效率提升，预计公司2022-2024年实现收入62.1/72.1/83.4亿元，同比增长20%/16%/16%；实现归母净利润4.49/5.44/6.77亿元，同比增长

54%/21%/25%，对应当前 66 亿市值 PE 为 15/12/10 倍，与可比公司平均估值较为接近。考虑到公司一体化优势以及较高的业绩增长预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表18: 可比公司估值分析**

公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
申洲国际	1,121	33.72	45.58	55.94	68.91	33	25	20	16
鲁泰 A	63	3.48	8.36	8.91	9.95	18	8	7	6
健盛集团	34	1.67	3.13	3.95	4.73	20	11	9	7
平均						24	14	12	10
盛泰集团	66	2.91	4.49	5.44	6.77	23	15	12	10

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 申洲、鲁泰、健盛为 wind 一致预期数据

2022 年 12 月 2 日收盘数据

## 6 风险提示

**1、原材料价格波动风险:** 棉花、纱线等原材料占公司生产成本比例较高，尽管公司建立了良好的库存管理体系来降低原材料波动的影响，但若原材料价格短时间内波动较大，公司可能无法及时向下游客户充分转嫁，对毛利率可能造成影响。

**2、全球贸易政策变动风险:** 美国、日本及欧盟为公司主要出口国，尽管公司已通过全球化布局及国内外双循环战略来减少可能存在的贸易摩擦，但依然存在进口国在原材料原产地、关税等政策变动对公司订单和盈利能力造成影响的风险。

**3、疫情反复导致客户订单减少或生产受阻:** 2020 年以来，公司已面临国内外客户因销售疲软而减少订单，目前国内疫情形势依然不明朗，国内订单增长不及预期或国内产地面临停产等相关风险仍然存在。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,716</b>	<b>2,961</b>	<b>3,583</b>	<b>3,926</b>
现金	455	766	883	1,061
交易性金融资产	105	125	125	125
应收账款	646	725	885	979
其它应收款	26	33	35	44
预付账款	56	43	72	61
存货	1,193	1,121	1,434	1,509
其他	234	148	148	148
<b>非流动资产</b>	<b>3,261</b>	<b>3,837</b>	<b>4,156</b>	<b>4,461</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	22	160	160	160
固定资产	2,156	2,397	2,620	2,829
无形资产	386	455	529	600
在建工程	239	360	360	360
其他	458	466	487	512
<b>资产总计</b>	<b>5,977</b>	<b>6,799</b>	<b>7,739</b>	<b>8,387</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,672</b>	<b>3,589</b>	<b>3,880</b>	<b>3,968</b>
短期借款	2,431	2,335	2,360	2,375
应付款项	623	652	822	876
预收账款	49	69	68	91
其他	568	532	630	626
<b>非流动负债</b>	<b>184</b>	<b>650</b>	<b>909</b>	<b>986</b>
长期借款	7	400	600	600
其他	176	250	309	386
<b>负债合计</b>	<b>3,855</b>	<b>4,239</b>	<b>4,789</b>	<b>4,954</b>
少数股东权益	70	78	87	96
归属母公司股东权	2,052	2,482	2,863	3,337
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,977</b>	<b>6,799</b>	<b>7,739</b>	<b>8,387</b>

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>416</b>	<b>760</b>	<b>626</b>	<b>899</b>
净利润	300	457	553	686
折旧摊销	241	168	179	194
财务费用	89	109	117	119
投资损失	(29)	(10)	(5)	(5)
营运资金变动	(148)	(1)	(259)	(134)
其它	(37)	36	41	39
<b>投资活动现金流</b>	<b>(660)</b>	<b>(330)</b>	<b>(373)</b>	<b>(558)</b>
资本支出	768	596	475	475
长期投资	2	0	0	0
其他	(110)	(266)	(102)	83
<b>筹资活动现金流</b>	<b>411</b>	<b>(120)</b>	<b>(135)</b>	<b>(163)</b>
短期借款	2,431	2,335	2,360	2,375
长期借款	7	400	600	600
其他	(2,027)	(2,855)	(3,095)	(3,139)
<b>现金净增加额</b>	<b>132</b>	<b>310</b>	<b>118</b>	<b>177</b>

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,157</b>	<b>6,209</b>	<b>7,206</b>	<b>8,341</b>
营业成本	4,339	4,975	5,750	6,622
营业税金及附加	31	37	43	50
营业费用	154	146	169	196
管理费用	251	310	367	425
研发费用	71	87	101	117
财务费用	97	109	117	119
资产减值损失	(41)	(63)	(63)	(63)
公允价值变动损益	84	(10)	0	0
投资净收益	29	10	5	5
其他经营收益	37	36	35	35
<b>营业利润</b>	<b>326</b>	<b>523</b>	<b>641</b>	<b>794</b>
营业外收支	9	(3)	(5)	(5)
<b>利润总额</b>	<b>334</b>	<b>520</b>	<b>636</b>	<b>789</b>
所得税	34	62	83	103
<b>净利润</b>	<b>300</b>	<b>457</b>	<b>553</b>	<b>686</b>
少数股东损益	9	8	9	9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>291</b>	<b>449</b>	<b>544</b>	<b>677</b>
EBITDA	591	789	922	1,093
EPS (最新摊薄)	0.52	0.81	0.98	1.22

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.68%	20.39%	16.05%	15.75%
营业利润	-9.53%	60.50%	22.51%	23.94%
归属母公司净利润	-0.56%	54.26%	21.02%	24.53%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.87%	19.87%	20.21%	20.61%
净利率	5.65%	7.24%	7.55%	8.12%
ROE	16.19%	19.20%	19.74%	21.23%
ROIC	7.27%	10.47%	11.11%	12.39%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	64.50%	62.35%	61.89%	59.07%
净负债比率	181.69%	165.58%	162.37%	144.32%
流动比率	0.74	0.83	0.92	0.99
速动比率	0.40	0.50	0.54	0.59
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.96	0.97	0.99	1.03
应收账款周转率	7.03	8.60	8.50	8.50
应付账款周转率	7.81	7.80	7.80	7.80
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.52	0.81	0.98	1.22
每股经营现金	0.75	1.37	1.13	1.62
每股净资产	4.47	4.47	5.15	6.01
<b>估值比率</b>				
P/E	22.73	14.73	12.17	9.78
P/B	2.67	2.67	2.31	1.98
EV/EBITDA	14.54	10.89	9.43	7.81

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>