

# 盛泰集团 (605138.SH)

## 第三季度收入下滑 28%，盈利水平改善

优于大市

### 核心观点

**第三季度收入下滑 28%，盈利水平改善。**公司是纺纱、织造、染整、制衣一体化纺织集团。主要受外需疲弱、贸易环境复杂、欧美客户订单仍然承压，以及三季度有大客户订单延迟到四季度出货，第三季度公司收入同比-28.4%至 7.5 亿元；伴随产能利用率逐步改善，毛利率同比+2.2 个百分点至 15.0%；扣非归母净利润同比扭亏至 0.12 亿元；归母净利润同比+543.0%至 0.14 亿元。存货金额环比+12.9%至 9.7 亿元，预计与未发货订单有关，这部分收入有望在四季度释放；同时伴随规模提升、四季度毛利率有望进一步好转。存货金额的增长以及营收下滑导致存货周转天数同比+21 天至 119 天；应收、应付周转天数保持稳定。

**费用率改善，非经项目影响最终净利率改善幅度。**整体费用率改善 1.2 个百分点，其中销售费用率保持稳定；管理费用率同比+1.6 个百分点至 8.5%；财务费用率同比-2.1 个百分点至 2.6%，主要因汇兑收益增加。基于毛利率提升和费用率改善，扣非归母净利润率同比+3.8 个百分点至 1.6%；受非经项目影响，归母净利润率同比+1.7 个百分点至 1.9%；去年同期主要由于出售嵊州旧厂区资产，形成较大非经常性收益，本期无同类事项，资产处置收益占收入比例同比减少 1.7 个百分点。

**关注订单和盈利拐点，员工持股计划草案给出未来三年业绩考核目标。**展望四季度，订单与盈利有望改善，欧美客户去年四季度基数已有下降，日本、中国客户增长较好，同时三季度延迟确认订单将体现在四季度；毛利率随产能利用率修复持续改善；费用端去年由于海内外生产基地整合产生的额外支出、以及海外加息导致利息费用大幅提升，较多一次性费用影响未来也将消除。10月20日公司公布 2024 年员工持股计划（草案），解锁条件为以 2024 年营业收入为基础，2025/2026/2027 年营收增长不低于 10%/21%/33%，即年复合增速为 10%；且 2027 年净利润不低于 3 亿元人民币。

**风险提示：**海外品牌去库存；贸易摩擦；原材料价格大幅波动。

**投资建议：关注短期订单和盈利拐点，及中长期成长潜力。**由于今年前三季度欧美客户订单下滑及下游需求疲弱对公司影响仍然较大，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.7/1.7/2.2 亿元（此前为 1.3/1.9/2.4 亿元），同比-31.1%/+131.6%/+29.4%，由于盈利预测下调，下调目标价至 5.4-5.9 元（原为 6.2-6.6 元），对应 2025 年 18-19x PE，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,966	4,651	3,771	4,170	4,596
(+/-%)	15.7%	-22.0%	-18.9%	10.6%	10.2%
净利润(百万元)	376	104	72	167	216
(+/-%)	29.1%	-72.2%	-31.1%	131.6%	29.4%
每股收益(元)	0.68	0.19	0.13	0.30	0.39
EBIT Margin	8.7%	6.6%	6.1%	7.8%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	4.0%	2.7%	6.0%	7.4%
市盈率 (PE)	8.3	29.9	43.4	18.8	14.5
EV/EBITDA	9.6	12.4	13.5	11.2	9.8
市净率 (PB)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	5.40 - 5.90 元
收盘价	5.43 元
总市值/流通市值	3017/3017 百万元
52 周最高价/最低价	8.45/4.40 元
近 3 个月日均成交额	13.19 百万元

#### 市场走势

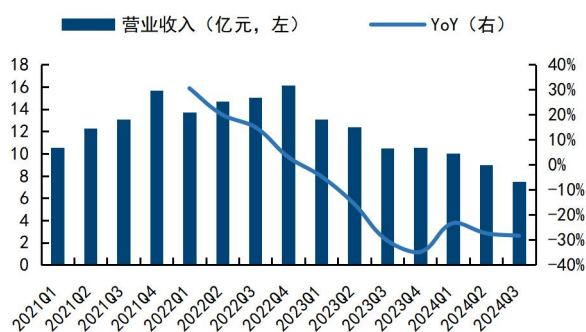


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

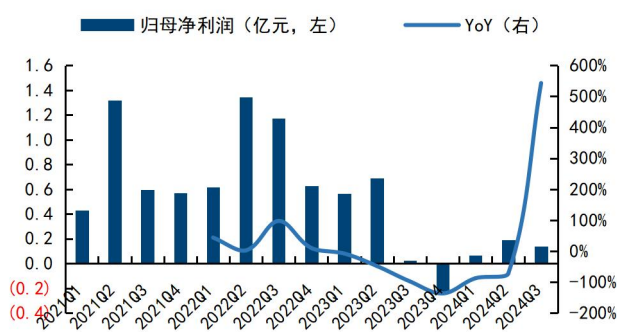
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 受需求不佳及贸易摩擦影响，短期业绩承压》——2024-05-06
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 受需求不佳及贸易摩擦影响，第三季度业绩承压》——2023-11-07
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 海外需求疲软，2023 上半年收入下滑 10%》——2023-09-06
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 海外需求疲软，2023 一季度收入下滑 5%》——2023-04-26
- 《盛泰集团 (605138.SH) - 三季度净利润上升 97%，稳步提效促高质量成长》——2022-10-29

图1: 公司分季度营业收入及增速 (单位: 亿元)



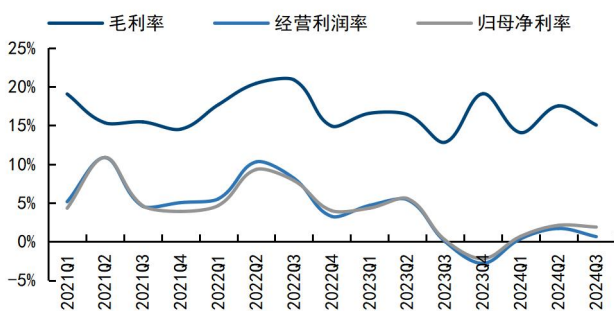
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2: 公司分季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



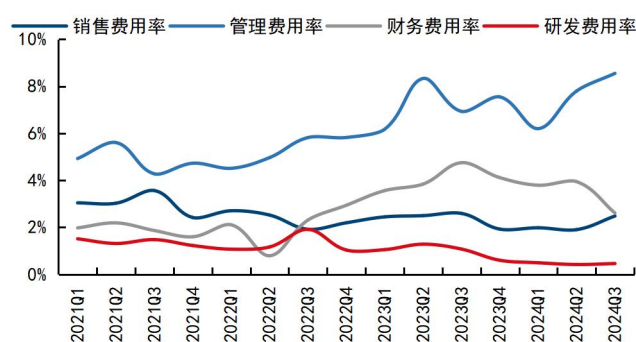
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司分季度毛利率、经营利润率、归母净利率



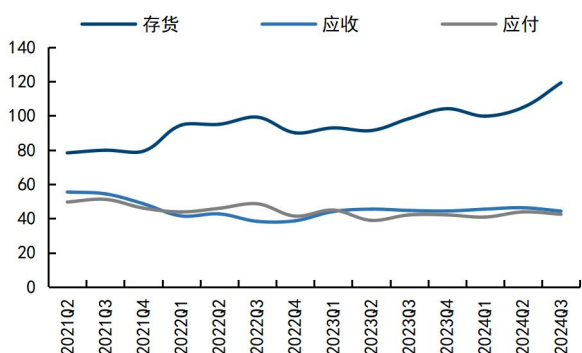
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度四项费用率变化情况



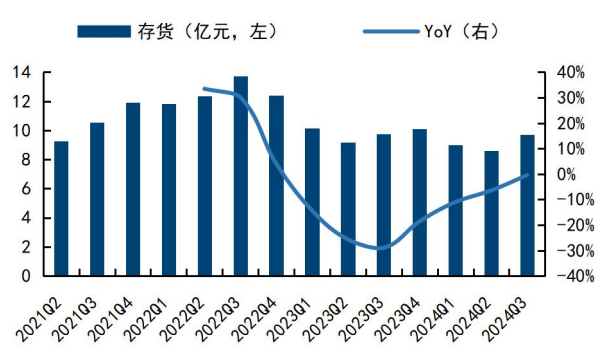
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分季度营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期末存货金额及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 由于订单恢复不及预期，下调盈利预测

公司 2024 前三季度业绩表现低于预期，受到贸易摩擦的影响导致大客户减单，因此订单恢复进度及幅度均不及预期。据此，我们下调公司未来收入预期。同时由于开机率不足导致单位固定成本提升、收入预期下调导致固定费用率预期上升，因此我们下调毛利率预期、上调费用率预期。调整后假设如下：

1) 预计 2024-2026 年收入同比-18.9%/+10.6%/+10.2%至 37.7/41.7/46.0 亿元(前值为 47.7/52.9/58.5 亿元)。

2) 预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 16.7%/17.4%/17.7% (前值为 17.1%/17.6%/17.8%)。

3) 预计 2024-2026 年期间费用率分别为 13.6%/12.0%/11.5% (前值为 13.1%/12.6%/12.2%)。

综上所述，预计 2024-2026 年归母净利润为 0.7/1.7/2.2 亿元(前值为 1.3/1.9/2.4 亿元)，同比-31.1%/+131.6%/+29.4%。

图7: 公司盈利预测拆分假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入 (百万元)</b>	<b>5157</b>	<b>5966</b>	<b>4651</b>	<b>3771</b>	<b>4170</b>	<b>4596</b>
YoY	9.7%	15.7%	-22.0%	-18.9%	10.6%	10.2%
纱线	262	277	301	196	205	215
YoY	-17.7%	5.7%	8.6%	-35.0%	5.0%	4.8%
占比	5.1%	4.6%	6.5%	5.2%	4.9%	4.7%
面料	982	894	887	904	959	1015
YoY	20.6%	-8.9%	-0.9%	2.0%	6.1%	5.8%
占比	19.0%	15.0%	19.1%	24.0%	23.0%	22.1%
成衣	3771	4689	3300	2475	2800	3150
YoY	19.3%	24.3%	-29.6%	-25.0%	13.1%	12.5%
占比	73.1%	78.6%	71.0%	65.6%	67.1%	68.5%
<b>毛利率</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.4%</b>	<b>16.2%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.4%</b>	<b>17.7%</b>
纱线	13.7%	9.6%	3.8%	6.0%	10.0%	11.0%
面料	13.7%	15.9%	11.3%	11.0%	11.3%	11.4%
成衣	16.2%	18.7%	17.3%	17.5%	18.1%	18.3%
<b>费用率</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.0%</b>	<b>14.6%</b>	<b>13.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.5%</b>
销售费用	3.0%	2.3%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	4.9%	5.3%	7.2%	7.5%	6.5%	6.0%
研发费用	1.4%	1.3%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
财务费用	1.9%	2.1%	4.0%	3.6%	3.0%	3.0%
<b>其他</b>						
其他经营收益率	2.1%	-0.2%	1.2%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
所得税率	10.2%	6.3%	6.2%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>归母净利润</b>	<b>291</b>	<b>376</b>	<b>104</b>	<b>72</b>	<b>167</b>	<b>216</b>
YoY	-0.6%	29.1%	-72.2%	-31.1%	131.6%	29.4%
归母净利润率	5.6%	6.3%	2.2%	1.9%	4.0%	4.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资建议：关注短期订单和盈利拐点，及中长期成长潜力

公司在 2023 年积极整合海内外生产基地，并完成澳洲农场收购、对产业链上游进行深度开发拓展，降低原材料风险，前期投入较大，未来效益有望逐步显现，虽然陆续受到下游去库、贸易摩擦、下游需求景气度差等宏观因素业绩自身产能调整影响，我们预计最困难时期已过，短期建议关注订单及盈利拐点。中长期公司具有从纺纱到制衣全产业链模式，通过较好的研发、品质、效率和交期切入中高端品牌供应链。合作优质品牌、积极投入产能扩张及智能化升级，中长期成长潜力充足。公司近期发布的员工持股计划给予未来稳健发展预期、提振市场信心。

由于今年前三季度欧美客户订单下滑及下游需求疲弱对公司影响仍然较大，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.7/1.7/2.2 亿元（此前为 1.3/1.9/2.4 亿元），同比-31.1%/+131.6%/+29.4%，由于盈利预测下调，下调目标价至 5.4-5.9 元（原为 6.2-6.6 元），对应 2025 年 18-19x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,966	4,651	3,771	4,170	4,596
(+/-%)	15.7%	-22.0%	-18.9%	10.6%	10.2%
净利润(百万元)	376	104	72	167	216
(+/-%)	29.1%	-72.2%	-31.1%	131.6%	29.4%
每股收益(元)	0.68	0.19	0.13	0.30	0.39
EBIT Margin	8.7%	6.6%	6.1%	7.8%	8.6%
净资产收益率(ROE)	14.8%	4.0%	2.7%	6.0%	7.4%
市盈率(PE)	8.3	29.9	43.4	18.8	14.5
EV/EBITDA	9.6	12.4	13.5	11.2	9.8
市净率(PB)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 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			g	PEG
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
605138.SH	盛泰集团	优于大市	5.62	0.19	0.13	0.30	29.6	43.2	18.7	25.7%	1.685
可比公司											
000726.SZ	鲁泰 A	优于大市	6.51	0.47	0.52	0.71	13.9	12.6	9.2	23.2%	0.541
2313.HK	申洲国际	优于大市	56.40	3.03	3.93	4.57	18.6	14.4	12.3	22.8%	0.629

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测



## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1162	521	600	600	600	营业收入	5966	4651	3771	4170	4596
应收款项	727	754	611	676	745	营业成本	4868	3896	3141	3444	3784
存货净额	1242	1011	793	866	951	营业税金及附加	28	33	22	25	27
其他流动资产	121	182	148	164	180	销售费用	178	108	75	83	92
<b>流动资产合计</b>	<b>3396</b>	<b>2604</b>	<b>2288</b>	<b>2442</b>	<b>2612</b>	管理费用	372	307	302	292	299
固定资产	2792	3174	3487	3675	3816	财务费用	123	187	136	125	138
无形资产及其他	440	822	805	789	772	投资收益	9	1	4	0	0
投资性房地产	549	421	421	421	421	资产减值及公允价值变动	44	(65)	(53)	(54)	(60)
长期股权投资	165	340	340	340	340	其他收入	(49)	42	26	29	32
<b>资产总计</b>	<b>7342</b>	<b>7361</b>	<b>7341</b>	<b>7667</b>	<b>7962</b>	营业利润	403	99	73	176	229
短期借款及交易性金融负债	2596	1611	1650	1812	1901	营业外净收支	7	5	0	0	0
应付款项	571	415	326	356	390	利润总额	410	104	73	176	229
其他流动负债	361	270	254	275	300	<b>所得税费用</b>	<b>26</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>16</b>	<b>21</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3528</b>	<b>2296</b>	<b>2230</b>	<b>2443</b>	<b>2592</b>	少数股东损益	8	(7)	(6)	(6)	(7)
长期借款及应付债券	925	2017	2017	2017	2017	归属于母公司净利润	376	104	72	167	216
其他长期负债	244	235	235	235	235						
<b>长期负债合计</b>	<b>1168</b>	<b>2252</b>	<b>2252</b>	<b>2252</b>	<b>2252</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>4696</b>	<b>4548</b>	<b>4482</b>	<b>4695</b>	<b>4844</b>	<b>净利润</b>	376	104	72	167	216
少数股东权益	107	205	201	197	192	资产减值准备	21	20	(82)	0	0
股东权益	2539	2608	2658	2775	2926	折旧摊销	295	313	333	375	415
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7342</b>	<b>7361</b>	<b>7341</b>	<b>7667</b>	<b>7962</b>	公允价值变动损失	(44)	65	53	54	60
						财务费用	123	187	136	125	138
关键财务与估值指标						营运资本变动	(244)	36	208	(103)	(110)
每股收益	0.68	0.19	0.13	0.30	0.39	其它	(13)	(28)	78	(4)	(5)
每股红利	0.38	0.50	0.04	0.09	0.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>391</b>	<b>511</b>	<b>662</b>	<b>488</b>	<b>575</b>
每股净资产	4.57	4.69	4.78	4.99	5.26	资本开支	0	(635)	(600)	(600)	(600)
ROIC	10%	5%	3%	5%	6%	其它投资现金流	(3)	7	0	0	0
ROE	15%	4%	3%	6%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(147)</b>	<b>(803)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
毛利率	18%	16%	17%	17%	18%	权益性融资	167	109	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	6%	8%	9%	负债净变化	332	1069	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	15%	17%	18%	支付股利、利息	(210)	(277)	(22)	(50)	(65)
收入增长	16%	-22%	-19%	11%	10%	其它融资现金流	51	(2043)	39	162	90
净利润增长率	29%	-72%	-31%	132%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>463</b>	<b>(350)</b>	<b>17</b>	<b>112</b>	<b>25</b>
资产负债率	65%	65%	64%	64%	63%	<b>现金净变动</b>	<b>707</b>	<b>(642)</b>	<b>79</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	6.7%	8.9%	0.7%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	455	1162	521	600	600
P/E	8.3	29.9	43.4	18.8	14.5	货币资金的期末余额	1162	521	600	600	600
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	企业自由现金流	0	2	152	(32)	64
EV/EBITDA	9.6	12.4	13.5	11.2	9.8	权益自由现金流	0	(972)	35	(21)	5

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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