

投资评级 **优于大市** 维持

23Q4 收入增速转正高增，趋势恢复迎接全球化挑战

股票数据

03月18日收盘价(元)	10.68
52周股价波动(元)	7.61-10.37
总股本/流通A股(百万股)	369/369
总市值/流通市值(百万元)	3532/3532

相关研究

《注重长期股东回报，加大回购力度》
2024.03.11

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.0	-2.6	-7.4
相对涨幅(%)	-8.0	-12.1	-12.3

资料来源：海通证券研究所

分析师: 盛开

Tel: (021) 23154510

Email: sk11787@haitong.com

证书: S0850519100002

分析师: 梁希

Tel: (021) 23185621

Email: lx11040@haitong.com

证书: S0850516070002

投资要点:

- 全年归母净利润同比增 3.34%**。公司 2023 年实现收入 22.8 亿元，同比下降 3.07%，归母净利润 2.70 亿元，同比增长 3.34%，扣非净利润 2.62 亿元，同比下降 0.14%，全年毛利率 25.97%，同比提升 0.19pct，归母净利率 11.85%，同比提升 0.73pct，扣非归母净利率 11.49%，同比提升 0.34pct。拟每 10 股派息 2.5 元 (含税)，合计计划派息 9190 万元，加上 23 年三季度额外派息 9227 万元，合计派 1.84 亿元，占 2023 年净利润 68%，股息率 4.9%。
- 23Q4 季度收入转正高增，确立恢复增长趋势**。23Q4 实现收入 6.2 亿元，同比增 16.11%，归母净利润 6986 万元，扣非归母净利润 6137 万元，两者均为 2020 年以来首次 4 季度盈利，单季度毛利率 25.83%，同比提升 6.38pct，归母净利率 11.22%，较 19Q4 提升 1.46pct，扣非归母净利率 9.86%，较 19Q4 提升 4.50pct。
- 棉袜业务恢复增长，无缝经营将改善**。2023 年棉袜全年收入 15.9 亿元，同比 +3.1%，下半年情况好于上半年，收入上半年同比 -11.2%，下半年同比 +17.6%，我们认为公司棉袜的下游客户 2023 年经历去库存后并重新恢复的过程，公司作为行业龙头受益于市场修复，逐步回到稳定增长期，全年看棉袜产量 3.2 亿双，同比 -5.3%，销量 3.3 亿双，同比 -3.6%，销售单价同比 +6.96%，无缝业务全年收入 6.26 亿元，同比 -15.3%，销量 2663 万件，同比 -8.6%，销售单价 -7.29%，我们认为无缝业务仍在恢复中，经营状况改善后未来或将恢复高增长。
- 新增越南投资，持续布局全球化**。公司公告新增越南南定省投资项目，拟投资 5.5 亿元，其中 5.05 亿为固定资产投资，计划年产量 6500 万双棉袜、2000 吨氨纶橡筋线、1.8 万吨染色项目。公司此前在越南海防新增的 5 号厂房扩建项目和越南清化二期项目均已投入生产，越南产能将逐渐饱和，新增产能将满足客户未来的需求，我们认为公司在推进国际化发展上持续发力，利用越南工厂在国际贸易环境、客户进口关税及环保印染等方面的优势，增强公司产品在国际市场上的竞争力，致力于成为全球化的产业链一体化的针织运动服饰制造领航者。
- 2024-2032 年奖励计划，绑定核心骨干促进长期发展**。为进一步健全和完善公司的激励约束机制，迎接未来发展的“黄金十年”，根据公司长期发展规划人才优先的原则，有效地将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起，确保公司发展战略和经营目标的实现，设立公司奖励基金。奖励基金从每年扣非净利润中提取，包含当年扣非净利润的 5%，同时若扣非净利润高于前一
- 风险提示**。终端需求疲软，疫情反复导致产能受限，原材料价格、汇率波动。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2354	2281	2549	2914	3350
(+/-)YoY(%)	14.7%	-3.1%	11.8%	14.3%	15.0%
净利润(百万元)	262	270	316	378	443
(+/-)YoY(%)	56.5%	3.3%	16.9%	19.6%	17.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.71	0.73	0.86	1.02	1.20
毛利率(%)	25.8%	26.0%	27.4%	28.2%	28.4%
净资产收益率(%)	10.5%	11.1%	12.1%	13.4%	14.3%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

年，则再提取两年差额的 20% 进入基金池，奖励实施年限为 9 年，将覆盖包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员，公司及子公司（全资或控股，下同）的核心管理人员、核心技术人员、核心业务人员以及公司认定的应当予以激励的其他员工，我们认为公司通过长期与利润挂钩的奖励办法锁定管理层和核心员工，彰显对长期发展的信心以及与员工共同成长的决心。

- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2024-2026 年收入 25.5、29.1、33.5 亿元，归母净利润 3.16、3.78、4.43 亿元，给予 2024 年 18-20X PE 估值区间，对应合理价值区间 15.42-17.13 元/股，维持“优于大市”评级。

表 1 主要业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入按业务拆分（百万元）					
棉袜产品	1541	1589	1692	1904	2160
无缝产品	739	626	778	925	1101
其他	73	67	79	84	90
总收入	2354	2281	2549	2914	3350
毛利率按业务拆分（%）					
棉袜产品	29.3%	29.4%	29.6%	29.6%	29.6%
无缝产品	15.4%	12.7%	20.0%	23.0%	24.0%
其他	42.6%	31.5%	45.6%	45.1%	44.6%
综合毛利率	25.8%	26.0%	27.4%	28.2%	28.4%

资料来源：2022-2023 年年报，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）			PE (X)			PS (X)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
300979	华利集团	695	3228	3157	3727	20.2	20.6	17.5	3.3
601339	百隆东方	85	1563	538	767	5.4	15.6	11.0	1.0
002042	华孚时尚	86	-351	264	354	-24.2	32.2	24.0	0.4
2313.HK	申洲国际	1021	4563	4574	5473	22.9	22.8	19.1	3.8
均值						16.1	22.8	17.9	2.1

注：收盘价为 2024 年 3 月 18 日价格，归母净利润为 wind 一致预期，申洲国际市值为港元，均值剔除负值
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	2281	2549	2914	3350
每股收益	0.73	0.86	1.02	1.20	营业成本	1689	1851	2091	2397
每股净资产	6.61	7.07	7.63	8.38	毛利率%	26.0%	27.4%	28.2%	28.4%
每股经营现金流	1.06	1.41	1.24	1.33	营业税金及附加	19	20	23	27
每股股利	0.15	0.54	0.67	0.78	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	76	84	97	112
P/E	14.00	11.98	10.01	8.55	营业费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
P/B	1.55	1.45	1.34	1.22	管理费用	179	196	221	255
P/S	1.66	1.49	1.30	1.13	管理费用率%	7.8%	7.7%	7.6%	7.6%
EV/EBITDA	8.80	8.04	6.72	5.91	EBIT	269	339	414	483
股息率%	1.5%	5.3%	6.5%	7.6%	财务费用	4	18	15	13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.7%	0.5%	0.4%
毛利率	26.0%	27.4%	28.2%	28.4%	资产减值损失	-6	-10	-10	-10
净利润率	11.9%	12.4%	13.0%	13.2%	投资收益	-2	5	6	7
净资产收益率	11.1%	12.1%	13.4%	14.3%	营业利润	279	350	433	510
资产回报率	7.8%	8.5%	9.5%	10.2%	营业外收支	-2	-1	-1	-1
投资回报率	8.3%	9.2%	10.2%	10.9%	利润总额	276	349	432	509
盈利增长 (%)					EBITDA	457	501	590	668
营业收入增长率	-3.1%	11.8%	14.3%	15.0%	所得税	6	33	54	66
EBIT 增长率	-3.4%	26.1%	21.9%	16.7%	有效所得税率%	2.1%	9.5%	12.5%	13.0%
净利润增长率	3.3%	16.9%	19.6%	17.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	270	316	378	443
资产负债率	30.0%	30.2%	29.5%	28.6%	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动比率	1.46	1.61	1.74	1.85	货币资金	299	504	565	585
速动比率	0.89	1.02	1.09	1.13	应收账款及应收票据	493	489	559	642
现金比率	0.31	0.48	0.51	0.50	存货	529	608	699	828
经营效率指标					其它流动资产	87	89	94	101
应收帐款周转天数	78.88	70.00	70.00	70.00	流动资产合计	1407	1690	1917	2155
存货周转天数	114.33	120.00	122.00	126.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.65	0.68	0.73	0.77	固定资产	1494	1468	1458	1491
固定资产周转率	1.53	1.74	2.00	2.25	在建工程	55	75	125	205
					无形资产	242	232	222	212
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	非流动资产合计	2080	2046	2077	2180
净利润	270	316	378	443	资产总计	3487	3737	3994	4335
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	660	660	660	660
非现金支出	197	171	187	195	应付票据及应付账款	164	218	246	282
非经营收益	2	38	19	19	预收账款	5	5	6	7
营运资金变动	-79	-5	-125	-165	其它流动负债	139	167	188	214
经营活动现金流	390	521	459	491	流动负债合计	967	1049	1100	1163
资产	-92	-101	-133	-165	长期借款	76	76	76	76
投资	5	0	0	0	其它长期负债	4	3	3	3
其他	17	2	6	7	非流动负债合计	81	79	79	79
投资活动现金流	-69	-99	-127	-159	负债总计	1047	1128	1178	1242
债权募资	1114	0	0	0	实收资本	369	369	369	369
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2440	2608	2816	3093
其他	-1438	-217	-271	-313	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	-323	-217	-271	-313	负债和所有者权益合计	3487	3737	3994	4335
现金净流量	-3	205	61	20					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 18 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2023), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业
盛开 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思,361度,九兴控股,华利集团,伟星股份,李宁,滔搏,开润股份,新秀丽,波司登,宝胜国际,江南布衣,安踏体育,酷特智能,盛泰集团,特步国际

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。