

行業報告

2022 年 8 月 19 日



紡織工業

感受通貨膨脹帶來的熱量

- 6M22 紡織服裝出口總額增長 21.6% svck，僅完成 2022 年計劃的 44%。
- 我們認為未來兩個季度通脹壓力和匯率差異將影響服裝企業的經營活動。
- 因此，我們建議對紡織股持中性態度。

二季度紡織服裝出口額保持增長勢頭

由於美國和歐盟市場的強勁需求，紡織品出口價值在 Q2/22 增長了 17.8% svck，在 1H22 增長了 21.6% svck。受此影響，紡織上市公司二季度總收入增長 22.4%，低於 10.2%。

與 22 年第一季度相比，總體而言，由於投入材料（棉、滌綸）價格上漲，毛利率下降 1.1 個百分點。全行業淨利潤增長 19.5% svck，22 年第二季度和 22 年 6 月 svck 的 32.0%。值得注意的是，由於歐元疲軟，一些紡織公司因匯率差異而錄得巨額虧損。

“雙重”困境：需求下降與匯率風險

通脹上升和財政緊縮給美國和歐洲經濟蒙上了陰影，導致全球需求自 22 年第二季度以來下降。我們認為 2022 年下半年紡織企業淨利潤增速將放緩，因部分客戶 3Q22 訂單延期。

由於高庫存，同時，Q4/22 訂單丟失

因通脹擔憂而放緩。此外，歐元於 2022 年 7 月 7 日跌破 1.02 美元，為 20 年來的最低水平，大致相當於

美元。我們認為 MSH 和 TNG 的淨利潤可能減少 5-

由於匯率損失，與 6M22 相比，2022 年下半年為 10%。

投入材料價格將在 Q4/22 降溫

我們看到，隨著油價下跌，PET 和棉花價格從 3 月份的峰值分別下跌了 15.9% 和 40.3%。我們認為紗線和麵料價格將在 22 年第 4 季度降溫，跟隨其他投入價格。我們預測，2022 年下半年，棉紗企業的毛利率將比 6M22 下降 1.0-1.5 個百分點，因為棉花價格在 2022 年下半年逐漸下降，然後在 2023 年趨於平穩。我認為毛利率

由於投入材料價格下降和高端產品需求恢復，2023 年中藥、GIL、MSH 的比重將有所改善。

我們建議紡織行業使用中性

紡織服裝股價在調整後年初至今已下跌約 30.5%，目前市盈率為平均市盈率的 11 倍。鑑於全球需求正在下降，通脹壓力將至少持續到 2022 年下半年，我們認為紡織服裝股的估值相對合理。上行潛力是通脹受到良好控制，優於美國預期。下行風險是投入材料價格上漲幅度超過預期。

分析師：



阮德豪

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

圖1：紡織上市公司淨利潤增速及毛利率（單位：億越盾）



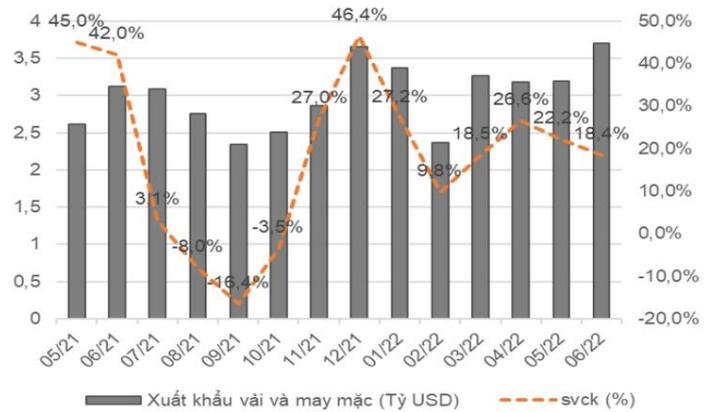
資料來源：Fiinpro，僅 VNDIRECT 研究

越南紡織工業概述 6M22

面料和服裝的出口營業額

由於美國和歐洲市場的強勁需求，以及越南“零疫情”政策導致中國和斯里蘭卡的服裝訂單轉移，紡織品和服裝出口營業額仍保持增長勢頭。

中國與斯里蘭卡政局不穩。6M22面料和服裝出口額增長20.6% svck
至 88 億美元。其中面料出口6.75億美元，佔紡織服裝出口總額的7.6% (+20.8%)。總體而言，2022年6月面料和服裝出口總額增長21.6%，達到185.3億美元，完成2022年目標的44%。



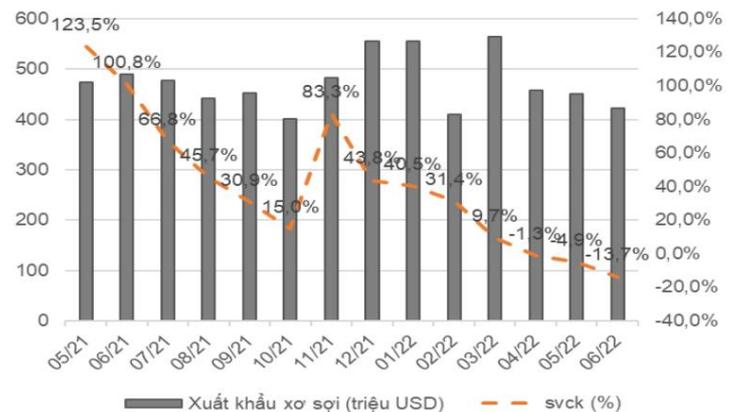
資料來源：BCT、VNDIRECT RESEARCH

越南纖維出口營業額

22年一季紗線出口值繼續呈現積極信號。由於棉花供應短缺和油價上漲，自2022年1月以來，棉花和滌綸紗價格分別上漲了6%和10%。然而，由於供應鏈中斷，2/22年第二季度的纖維和紗線出口下降了6.7% svck。

總體而言，纖維出口成交額增長10.9%，達到28億美元。今年前6個月，越南仍是全球第六大纖維出口國。

2022年。



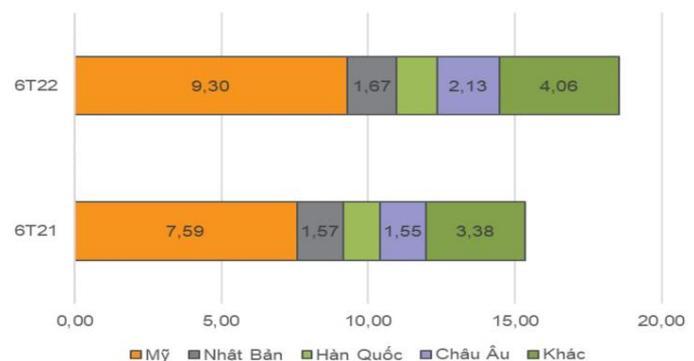
資料來源：BCT、VNDIRECT RESEARCH

6M22紡織服裝出口比重

根據海關總署 (TCHQ) 的數據，美國仍是越南紡織品服裝產品的最大進口國，進口額達93億美元 (佔總進口額的14.3%，佔總進口額的40.7%)。越南紡織品的出口價值

由於對背心、襯衫和牛仔褲等傳統產品的需求復蘇。在今年的前六個月，借助EVFTA，對歐盟出口21.3億美元，同比增長37.4%。同時，對日本的出口小幅增長6.0% svck

6T22。

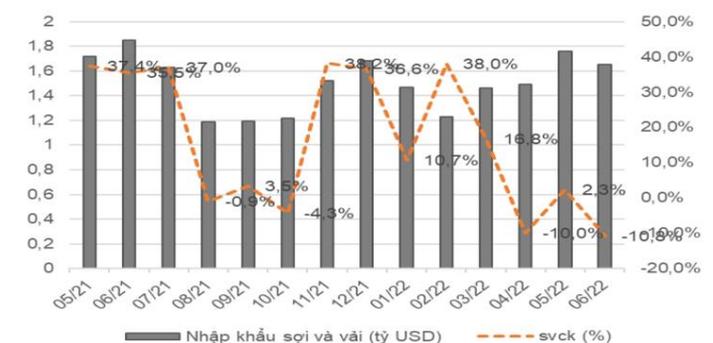


資料來源：TCHQ、VNDIRECT RESEARCH

越南紡織服裝進口成交額

根據工業和貿易部 (BCT) 的數據，由於傳統產品的需求反彈，2022年6月紡織品和服裝的進口總額達到91億美元 (+7.1% svck)。

中國仍是越南的主要進口市場，佔紡織服裝業進口額的52.0%。



資料來源：BCT、VNDIRECT RESEARCH

紡織行業：感受通貨膨脹帶來的熱量

保持收入增長勢頭，但毛利率在 Q2/22 收窄。根據我們的估計，由於美國和歐盟等主要出口市場的強勁需求，上市紡織公司在 Q2/22 的總收入增長了 22.4%

svck。解除封鎖後，美國表現出強烈的被壓抑的需求。美國人已經重返辦公室，導致對背心和襯衫等辦公用品的需求回升。但紡織服裝企業除使用棉紗業務外，由於投入材料價格高企，毛利率下降 0.3 個百分點。此外，紡織服裝企業的財務費用比 svck 增加 109.3%，原因是

由於進口投入材料和貸款造成的匯率損失等於美元。因此，該行業的淨利潤在 Q2/22 僅增長了 19.5% svck。

棉紗企業 6M22 業績亮眼

2022 年前 6 個月，紡織上市公司總收入增長 28.3% svck，6M22 淨利潤增長 38.7% svck。22 年 6 月錄得最顯著增長的公司包括：HTG (+224.3% svck)、VGT (+43.1% svck) 和 TNG (+50.0% svck)。

棉紗製造商在 6T22 取得了驕人的成績。VGT 和 HTG 的淨利潤分別增長了 43.1% svck 和 224.3% svck，這主要得益於 1) 22 年第一季度的低價棉花庫存和 2) 對棉花產品的高需求。

TNG 是為數不多的在 22 年第二季度和 22 年 6 月均取得驕人業績的服裝公司之一。TNG 6M22 的收入和淨利潤分別增長 36.7% svck 和 50.0% svck，原因是 1) 迪卡儂和 Haddad 等主要客戶的需求增加，以及 2) 銷售和生產技術的改進。

MSH 和 ADS 是僅有的兩項淨利潤增長的業務減。MSH 的淨利潤為 1870 億越南盾 (-13.4% svck)，原因是 1) 投入材料和物流成本高，以及 2) SH10 工廠勞動力短缺。雖然利潤由於主要出口市場（中國）在 22 年第二季度因 Covid-19 而關閉，ADS 在 22 年 6 月的淨額小幅下降 4.4% svck。

圖 6：上市紡織服裝企業 6M22 經營業績匯總（單位：億越南盾）

公司	Q2/22 銷售額		6M21 銷售額	收入 6T22 svck (%)		成本 TC Q2/21		成本 TC Q2/22 svck (%)		淨利 21/2 季度		淨利 Q2/22 svck (%)		淨利 6T21		淨利 6T22 svck (%)	
	Q2/22	svck (%)		6M21	6T22	svck (%)	TC Q2/21	TC Q2/22 svck (%)	21/2 季度	Q2/22 svck (%)	6T21	6T22 svck (%)					
VGT	3,659	4,768 30.3%	7,036	9,668 37.4%	-44	-136 209.1 %	283	347 22.6%	382	547 43.1%							
VGG	2,102	2,373 12.9%	1,486	3,556 3,892 9.5%	-7.6	-33 334.2% -16.6	68	51 -20.6% 85	68	76 12.5%							
多美特	1,207	35.8%	1,982 35.8%	2,152	2,736 36.7%	3,242 -5.6	196.4 % -88 114.6 %	124	-31.5% 87	216	187 -13.4%						
TNG	1,460			2,371	36.7%	-41		41.4%	84	125 50.0%							
吉爾	1,258	1,275 1.3%	2,122	2,692 26.8%	-11	-35 218.2%	115	116 0.5%	186	223 20.0%							
HTG	827	1,243 50.2%	1,549	2,588 67.0%	-4.8	-14.5 202.1%	20	61 198.5%	41	133 224.3%							
中醫	978	1,049 7.2%	1,924	2,171 12.8%	2,082 -1	-28 180.0% -19.5	59	54 -7.4% 27	121	128 5.6%							
M10	711	1,226 72.4%	1,102	1,433 45.3%	2,032 51.3%	-5.8	236.2% -28 100.0%	15	81.4% 44	34	50 48.0%						
國家銀行	684	61.1%	3.8%	1,343	8.6%	-14	-15 4900.0%	-8	明	-22	56 明						
STK	510	530	1,077	1,170	-0.3		71	69 -2.0%	141	146 3.3%							
HSM	409	447 9.3%	776	922 18.8%	明	-24 100.0%	7	-5 明	18	31 73.0%							
PPH	433	454 4.9%	822	899 9.3%	-11	-20 81.8%	144	159 10.2% 15	283	320 13.1%							
廣告	383	405 5.6%	698	849 21.7%	-9.2	-16.8 82.6%	27	-42.7%	43	41 -4.4%							

資料來源：Fiinpro 僅 VNDIRECT 研究

6M22 高投入料影響滌絲企業毛利率

我們看到滌絲企業的毛利率在 22 年 6 月受到較高投入材料的影響。GIL、STK、M10 等大企業因 PET 切片和滌綸價格上漲，同比下降 2.1/1.0/2.2 個百分點。而 MSH 的毛利率在 6M22 下降了 6.1 個百分點，主要是由於 SH10 工廠的高折舊費用。

同時，PPH、HTG、MNB 的毛利率在低價進料庫存的推動下分別提高了 2.9/1.8/2.8 個百分點。

我們預計服裝公司將在 22 年第 4 季度提高其毛利率，因為隨著石油和棉花價格下跌，投入材料價格將在 22 年第 3 季度降溫。

圖7：6M22棉花企業毛利率大幅提升

	21/21 季度毛利潤	毛利 22/2 季度	毛利率變化 (個百分點)	毛利 6T/21	毛利 6T/22	更改邊界 液化天然氣 (點 %)
VGT	566	738	0.01	952	1338	0.3
多發性纖維化	219	239	-5.0	409	454	-6.1
TNG	210	312	1.3	321	469	0.9
VGG	176	229	1.3	302	386	1.4
吉爾 (*)	247	226	-1.9	415	471	-2.1
國家銀行	113	214	2.9	214	380	2.8
中醫 (*)	163	173	-0.1	317	343	-0.7
HTG	81	149	2.1	154	304	1.8
M10 (*)	90	123	-2.6	182	218	-2.2
STK (*)	99	105	0.4	211	217	-1.0
PPH	85	85	2.0	141	179	2.9
高速鋼 (*)	66	51	-4.7	123	134	-1.4
廣告	52	43	-2.9	83	91	-1.3

(*) 滌綸紗公司

資料來源：Fiipro，僅 VNDIRECT 研究

2022-2023 年最後6個月的展望 未來的許多挑戰

我們認為高通脹可能會影響美國對時尚購物的需求

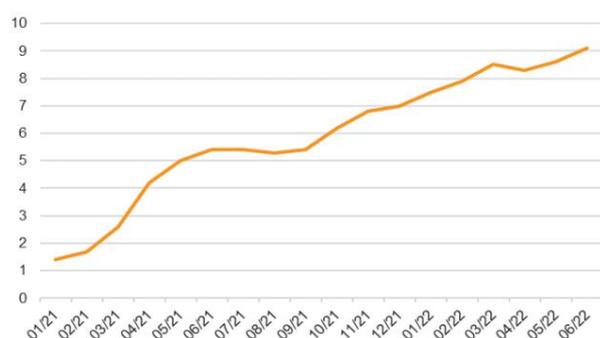
解除封鎖後，美國表現出強烈的被壓抑的需求。

美國人已經重返辦公室，導致對背心和襯衫等辦公用品的需求回升。因此，紡織品進口價值

22 年 6 月美國的 svck 增長 30.9%，達到 663 億美元。然而，由於高通脹，美國的紡織品需求可能在 2022 年下半年降溫。美國 6 月份消費者通脹率加速至 9.1%，這是 40 多年來未見的水平。我們預計 2022 年下半年對由回收和棉紗（更高價格）製成的襯衫和 T 恤等高端服裝的需求將放緩。在服裝方面，美國客戶已將預訂時間從 6 月至 3 個月，由於高庫存和通脹壓力。TCM、STK、ADS 等大型企業 Q3/22 訂單充足，但數量

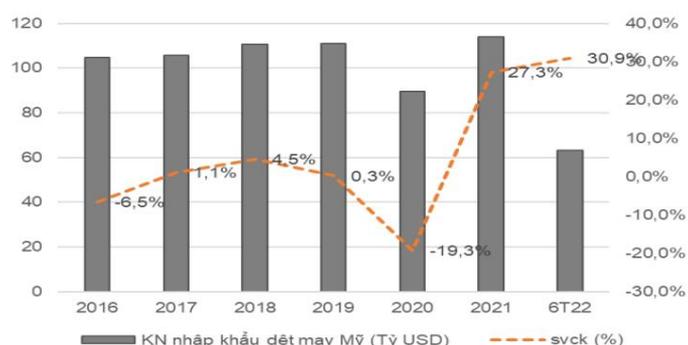
由於通脹擔憂，Q4/22 訂單放緩。

圖8：美國6月消費者通脹達到9.1%（單位：%）



資料來源：彭博社，僅 VNDIRECT 研究

圖9：美國 6M22 進口增長 31.5% svck



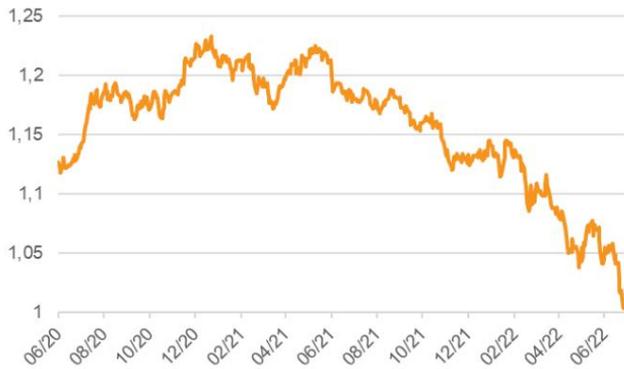
資料來源：VITAS，僅 VNDIRECT 研究

匯率風險對2022年下半年出口歐盟的紡織服裝企業利潤增長勢頭造成壓力。

歐元於 2022 年 7 月 7 日跌破 1.02 美元，為 20 年來的最低水平，大致相當於美元地區通用貨幣

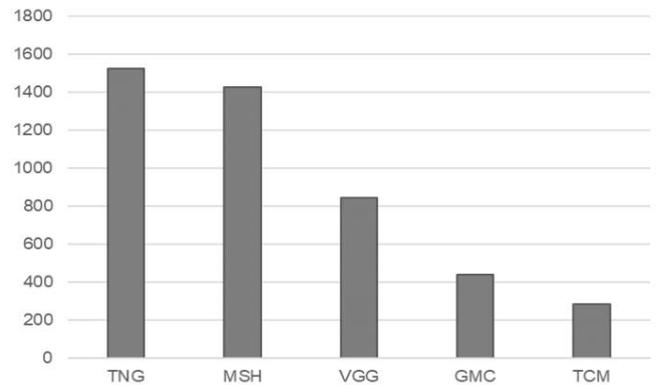
由於擔心歐盟能源供應問題導致經濟衰退，歐盟一再降價，因為俄羅斯威脅要減少對德國和許多其他國家的天然氣供應。我們認為由於匯率損失，MSH、TNG、TCM 等服裝公司的淨利潤將比 Q2/22 下降 5-10%。

圖 10：歐元於 2022 年 7 月 7 日跌破 1.02 美元，創下 20 年新低



資料來源：Eurosta，僅 VNDIRECT 研究

圖 11：MSH 和 TNG 在歐盟市場的總收入最高 2021 年（單位：十億越南盾）



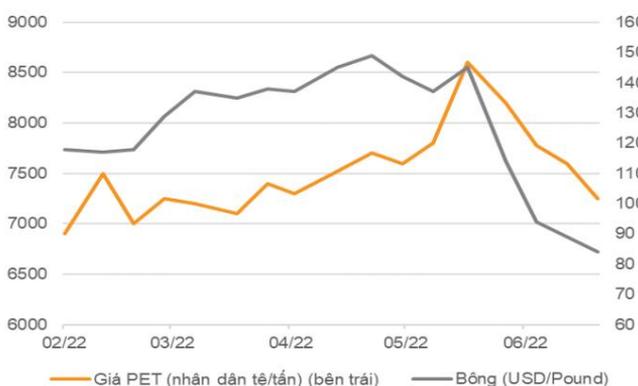
資料來源：VNDIRECT RESEARCH，公司報告

我們預計投入材料價格將在 Q4/22 降溫

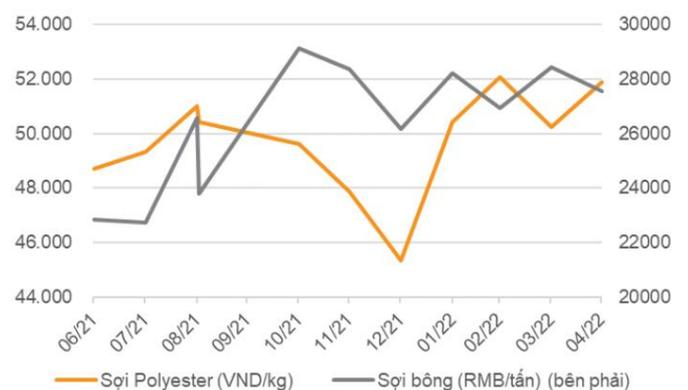
我們看到，在油價降溫後，PET 和棉花價格分別較 3 月份的高點下跌了 15.9% 和 40.3%。我們認為紗線和麵料價格在 22 年第 4 季度都會隨著其他原材料的價格走低。我們預計 2022 年 PE 芯片的平均價格將達到 VND28,309/kg（同比增長 10.8%），2023 年達到 VND27,459/kg（同比增長-3%）。同時，Trading Economics 預測棉花交易價格為 117.7 美元/磅在

2022 年。我們預計 2022 年下半年棉紗業務的毛利率將下降 1.0-1.5 個百分點，因為棉花價格在 2022 財年下半年逐漸下降，然後在 2023 年趨於平緩。因此，我們預計毛利率由於投入材料價格下降和對高端產品的需求恢復，TCM、GIL、MSH 等服裝公司的比例在 2023 年將有所改善。

圖 12：與 5 月 22 日相比，棉花價格大幅下跌 40.3%，達到 84 美元/磅 圖 13：由於油價上漲，2022 年 4 月滌綸紗線價格上漲 12.1%。



資料來源：彭博社，僅 VNDIRECT 研究



資料來源：Sunsir，僅 VNDIRECT 研究

新趨勢 新投資週期

紡織企業進入新的投資週期

我們認為，在歐美市場擴大產能的紡織企業有望在 23 年二季度復甦。紡織企業新建和擴建工廠至現有產能的 15-30%。我們預計，在 2023 年，當新工廠建成投產並以 80-85% 的產能投入運營時，STK、MSH、HSM 等大型企業的利潤增長將十分可觀。其中，STK 和 MSH 預計將在 2023 年實現強勁增長，屆時 Unitex 項目將於 22 年第四季度完成並商業化，而 SH10 工廠預計將在 2023 年以 80% 的產能運行。

圖 14 :紡織企業新建和擴建生產工廠至現有產能的 15-30%

公司	工廠	定位能力	完成時間	筆記
廣告	安全	平靜的 40,000 錠 (7,500噸/年)	22 年第三季度	與 2021 年相比，Ninh 紗線工廠預計 ADS 產能將增加 60-65% (2022 年總產能為 24,060 噸/年)。安寧工廠將主要生產毛利率高的優質棉紗。ADS 制定了 2022 年的業務計劃，淨利潤為 1060 億越南盾 (+svck 的 6%)，其中 500 億越南盾來自棉紗。
TNG	東海大圖	Thai Nguyen 20 縫紉線	2022-23	Dong Hy 和 Dai Tu 服裝廠的項目將使 TNG 的總產能增加到 330 條縫紉線 (比 2021 年增加 15%)。
TNG		22 縫紉線	2022-23	
STK	聯通	西寧 6萬噸/年	2023-25	Unitex 1 期工廠於 23 年第四季度投入商業運營，使 STK 的總產能達到 96,000 噸/年，以滿足出口市場和內陸對再生紗線和原生紗線不斷增長的需求。
STK	朔莊	朔莊娜	2023-25	
多發性纖維	Red River 10 Nam Dinh	40 縫紉線	21 年第四季度	SH10 僅生產設計能力為每年 7000 萬美元 FOB 訂單價值的 FOB 訂單。我們預計 SH10 將在 2022 年達到 70% 的產能，在 2023 年達到 85% 的產能。我們預計 SH10 工廠將幫助 2022/23 年 FOB 收入增長 15%/20% svck，並使 FOB 貢獻佔總收入的比例達到 88%/92%，2020 年為 73.5%。
中醫	Vinh Long 2	Vinh Long 8.64 個產品/年 Q2/22		與 2021 年相比，Vinh Long 2 服裝廠將增加 TCM 的縫紉能力 30%。由於勞動力短缺，我們預測 Vinh Long 2 將在 2022/23 年運營 50%/80%。目前，Vinh Long 2 只能在 4/22 和 5/22 開發 5/29 縫紉線。
HSM	義祿	義安 2022-23 24 條縫紉線		
HSM	南丹 3 哈南	10,800 噸/年	2023-25	

資料來源：VNDIRECT 研究，公司報告

使用環保材料的趨勢

歐洲監管機構已向“快時尚”宣戰。到 2030 年，進入歐盟市場的紡織品將具有較長的使用壽命和可回收性，主要由回收的聚酯纖維製成，不含有害物質，符合人權要求。據 Textile Exchange 稱，到 2025 年，再生紗線市場將達到 59 億美元，佔全球紗線需求的 45%。

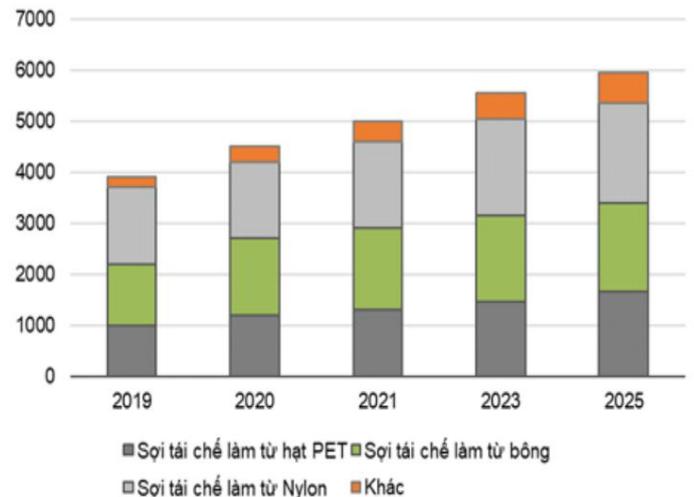
我們相信像 STK 這樣的大型再生紗線將從這一趨勢中受益。

圖 15 :使用再生材料的承諾



資料來源 :STK ,VNDIRECT RESEARCH

圖 16 :2025 年再生紗市場價值 59 億美元 (單位 :百萬美元)



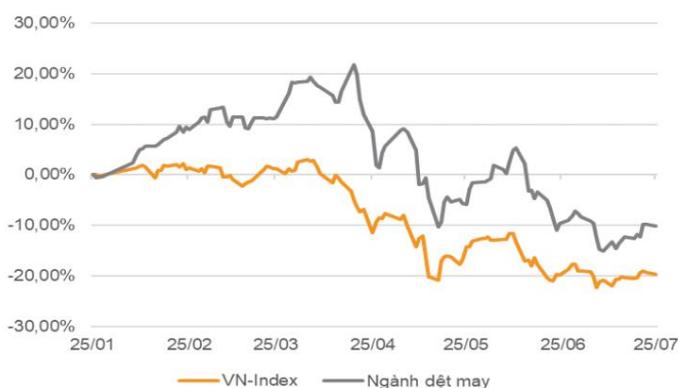
資料來源 :Sunsir ,僅限 VNDIRECT 研究

我們建議紡織股中性

是時候“觸底”了嗎？

經市場調整，紡織股年初至今已下跌約 30.5%，目前 12 個月平均市盈率為 11 倍。我們認為紡織服裝行業的前景將取決於控制美國和歐盟等主要出口市場的通貨膨脹。目前紡織企業 85% 的收入來自出口，其中美國和歐盟佔 61%。我們認為，目前紡織股的估值相對便宜，但鑑於當前的困難，仍不夠有吸引力。因此，我們建議對紡織股給予中性。

圖 17 :自 1 月 22 日以來紡織股票價格相對於 VN 指數的走勢



資料來源 :Fiinpro ,僅 VNDIRECT 研究

圖 17 :部分紡織股價格走勢

公司	代碼	2022 年 7 月)	價格從 (T1/22) 到
越南紡織公司	VGT 越南	-29.2%	
世紀紗線股份公司	STK VN	-8.8%	
宋宏服裝股份有限公司	MSH VN	-12.8%	
TNG貿易股份公司	TNG越南	-10.9%	
潭山紡織紗線股份公司	廣告視頻網絡	-48.4%	
Thanh Cong 服裝股份公司	中醫越南	-23.8%	
Binh Thanh 服裝股份公司	吉爾VN	-17.3%	
豐富股份公司	PPH 越南	-4.4%	

資料來源 :彭博社 ,僅 VNDIRECT 研究

哪些因素會影響整個行業的重新評估？

2023 年第一季度紡織服裝行業的前景將更加光明，因為 2023 年紡織品對歐盟市場的出口稅將減少，這得益於 EVFTA。根據自由貿易協定 (FTA)，2023 年包括 B3、B5、B7 在內的服裝品類出口稅將減少 2% - 4%。此外，歐盟委員會預測歐元區的通貨膨脹

2022 年將達到 8.3% ,2023 年降至 4.3% 。我們預計 2023 年較低的通脹將刺激對時尚商品的需求 。因此 ,我們預計一些向歐洲出口西裝、襯衫、褲子和裙子的紡織服裝企業 MSH、M10、VGG、TNG 等將受益於 EVFTA 。

圖19 :2023年部分紡織服裝產品對歐盟出口關稅減免

產品	公司/產品類型	基礎稅	2021	2022	2023
滌綸紗製成					
的大衣和西裝外套	M10, MNB	9.6%	8.0%	6%	4%
裙子、滌綸紗上漆 棉紗男士和兒	多發性織物	9.6%	6.0%	3%	0%
童襯衫	TNG, VGG	9.6%	9.0%	7.5%	6%
由品目 5602、5603、5903、5906 或 5907 的織物製成的服裝	中醫、MSH	9.6%	8.0%	6%	4%

資料來源 :FTA、僅限 VNDIRECT 研究

投資風險

集裝箱運輸成本從 2019 年 7 月的 1,500 美元/40 英尺集裝箱 (上海-洛杉磯)增加到 2022 年 3 月的近 8,852 美元/40 英尺集裝箱 ,四年內增長了六倍 。儘管運輸成本在 22 年 4 月出現降溫跡象 (-10% 與 22 年 3 月相比) ,但我們預測物流成本仍將居高不下 (約 7000 美元/40 英尺集裝箱)

2022 年由於油價上漲 ,我們認為物流成本高於預期可能會影響 FOB 訂單較多的服裝企業的毛利率 。此外 ,越南主要出口市場的通脹時間長於預期將減少對紡織品的購物需求 。

圖20 :行業紡織企業對比

公司	代碼	大寫 百萬美元	目標價		市盈率 (x)		3年增長複合年增長率	市賬率 (x)			EV/EBITDA	ROE (%) ROA (%)						
			銅	晉升	市盈率 (x)	市賬率 (x)		EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)								
越南紡織公司	VGT 越南	827.1	納	納	11.7	納	-4.3	納	沒有	19.3	納	3.9	納	1.5	納			
Thanh Cong 服裝股份公司	中醫越南	250	42,000 中性		30.3	16.8	13.8	2.8	2.6	17.4	13.9	10.16	無	14.2	6.2	14.0	8.0	
TNG投資貿易股份公司	TNG越南	219.9	納	納	9.6	11.5	17.6	2.0	納	納	15.57	6.3	4.8	27.4	11.5	54.9	4.4	
宋宏服裝股份有限公司	MSH VN	195.7	46,000 中性	52,800 中	8.3	8.1	-13.8	3.0	2.5	9.4	2.8	24.43	8.8			10.3		
世紀紗線股份公司	STK VN	182.1	性		15.9	13.2	21.1	3.6	10.0		24.82		19.8			12.7		
越南服裝股份公司	VGG VN	47.8	納	納	7.1	10.9	-18.7	1.1	納	5.2	納	5.4	9.8	2.9	3.8			
未來股份公司	KMR 越南	30.4	納	納	18.1	納	-39.9	納	納	9.2	納	1.6	納	0.8	納			
中等的					14.4	12.1	-3.5	2.5	2.6	11.8	17.0	2.6	9.7	14.2	12.3	8.8	6.1	7.8
中位數					11.7	11.5	-4.3	2.8				10.2		4.8	8.0			

資料來源 : VNDIRECT RESEARCH、彭博 (數據日期為 22 年 8 月 17 日)

世紀纖維股份公司 (STK) 更新

市場價	目標價	股息收益率	建議	分支
VND45,000	VND52,800	3.4%	中性的	基材

2022 年 8 月 18 日

短期展望 : 中性

長期展望 :

積極的

價錢 :

中性的

共識* : 買入 :5 持有 :3 賣出 :0

目標價格/共識 : -0.5%

報告中的重大變化

2022-23 年淨利潤下降 14.0%/13.5%

目標折扣 10.9%

價格變動



股票信息

52 周高點 (VND)	57,334
最少 52 週 (VND)	36,256
3個月增值稅 (百萬越南盾)	762
資本市值 (十億越南盾)	3,681
自由浮動 (%)	50
滑動市盈率 (x)	13.2
當前市賬率 (x)	2.93

所有權結構

Huong Viet 投資股份公司	20.0%
當美玲	14.3%
黨秋和	13.8%
其他	51.9%

資料來源 : 僅限 VNDIRECT 研究

分析師 :



阮德豪

hao.nguenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

海浪還在前面

- STK 22/22 季度實現收入 (收入)5300 億越南盾 (+3.9% svck)和淨利潤 (利潤) 763 億越南盾 (-2.0% svck) 。淨利潤 6M/22 達到我們預期的 41.4% 。
- 我們將 2022-23 年的收入預測下調 8.5%/4.3% ,以反映美國市場疲軟的紡織品和服裝需求 。
- 將我們的建議下調至中性 ,目標為52,800 越南盾/股 。

由於世界需求疲軟和匯率損失 ,Q2/22 利潤下降

由於客戶減少 ,STK 的第二季度收入為 5300 億越南盾 (佔總價值的 3.9%) 訂單數量 。毛利率上升 0.4 個百分點至 19.8% ,主要得益於 “plus”再生紗的貢獻增加 。然而 ,STK 錄得淨財務費用為 96 億越南盾 (因進口 PET 芯片和美元短期貸款造成的匯兌損失) 。因此 ,STK 錄得 763 億越南盾 (svck 的-2%)的淨利潤 。1H/22 收入和淨利潤分別錄得 11,700 億越南盾 (+9.0% svck)和 1,460 億越南盾 (+3.0% svck) ,分別實現了 44.8% 和 41.4% 的預測 。

困難依然存在 通脹上升和金

融緊縮給美國和歐洲經濟蒙上了一層陰影 ,導致全球需求自 22/22 季度以來下降 。我們預計 2022 年下半年對由再生纖維製成的襯衫和 T 卹 (價格較高)等高端服裝的需求將放緩 。因此 ,我們將 STK 2019 年收入預測下調 8.5%/4.3% 2022-23 年以反映近期需求的減少 。我們預計 STK 能夠在 2022-23 年維持毛利率 ,這得益於 22 年第四季度 PET 切片價格的降溫 ,並專注於銷售 “AAA”原生纖維和再生紗線 。我們預計 2022 年淨利潤將增長 8.5% svck ,低於我們之前預測的 27.2% svck 。我們預計 2023 年的淨利潤將在 2023 年增長 29.3% svck ,這要歸功於 1)較低的投入材料價格 ; 2) 來自 Unitex 工廠的 DT 貢獻 。

Unitex工廠如期進行

2021年因社交距離推遲後 ,我們看好

2022年Unitex工廠建設進度 。STK正在向當局申請施工許可證並完成必要的法律程序 。Unitex 工廠的一期將從 23 年第三季度末開始商業化 ,比之前的預測晚了 2 個月 。我們預計該工廠一期將在 2023 年以 30% 的產能運行 ,產量為 10,800 噸 ,到 2023 年將增加 20% 的總產量 。

我們將評級下調至中性 ,目標價為 52,800 越南盾/股 我們將目標價下調至

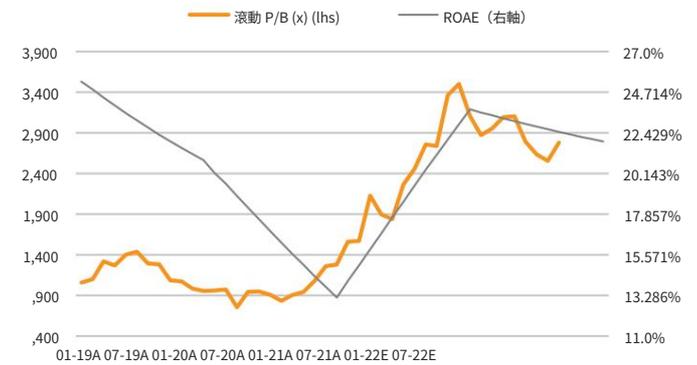
中性 ,目標價為 52,800 越南盾/股 。

2022-23 年每股收益分別為 3,685 越南盾和 4,764 越南盾/股 ,目標市盈率為 12.5 倍 。我們將建議下調至中性 ,因為 STK 短期內將面臨諸多挑戰 。潛在的上行空間是預期的再生紗線和原生紗線的銷售額高於預期 。下行風險是投入材料價格上漲幅度超過預期 。

	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
淨收入 (十億)	1,766	2,043	2,482	3,090
淨收入增長 毛利率 EBITDA 利	(20.8%)	15.7%	21.5%	24.5%
潤率 淨利潤 (十億)	14.5%	18.4%	19.2%	19.8%
	17.8%	19.6%	20.2%	21.4%
	145	278	301	390
淨利潤增長 核心利潤增長	(31.6%)	92.1%	8.5%	29.3%
	(33.0%)	94.1%	7.5%	31.5%
基本每股收益	1,768	3,396	3,685	4,764
調整後每股收益	1,768	3,396	3,685	4,764
BVPS	13,222	15,376	18,215	20,951
ROAE	13.2%	23.8%	21.9%	24.3%

資料來源 : 僅限 VNDIRECT 研究

估值



經營成果報告

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
淨收入	2,043	2,482	3,090
銷售成本	(1,668)	(2,005)	(2,477)
企業管理費用	(72)	(77)	(89)
銷售費用	(27)	(24)	(28)
淨營業利潤	277	376	497
淨 EBITDA	387	492	648
折舊	(110)	(116)	(151)
稅前利潤	277	376	497
收入	15	22	15
財務經費	(9)	(57)	(83)
其他淨收入	2	4	18
來自附屬公司和公司的收入	0	0	0
稅前利潤	285	344	446
稅	(7)	(43)	(57)
少數利益	0	0	0
淨利	278	301	390
資本回報率	278	301	390
普通股股利	(102)	(119)	(139)
留存收益	176	183	251

會計資產負債表

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
現金及現金等價物 短期投資	366	251	328
	0	50	62
短期應收款	88	143	173
存貨	472	522	600
其他短期資產	60	9	11
短期資產總額	986	973	1,174
固定資產	831	1,096	1,297
總投資額	144	144	147
其他長期資產	9	0	(0)
總資產	1,969	2,213	2,618
短期貸款和債務	321	175	402
應付給賣方	291	98	120
其他短期債務	99	191	121
流動負債總額	712	464	643
長期貸款和債務	0	199	247
其他應付款	0	60	15
憲章資本和	707	849	849
留存收益	558	598	855
公平	1,258	1,490	1,714
少數利益			
總債務和股權	1,969	2,213	2,618

LCIT - 報告

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
稅前利潤	285	344	446
折舊	110	116	151
已繳稅款	(16)	(43)	(57)
其他調整	(12)	(7)	(8)
更改 VLD	(52)	(122)	(161)
經營活動現金信用證固定資產	315	289	372
產投資	(24)	(450)	(450)
收入 - 固定資產銷售收入	26	29	---
其他賬戶	(5)	0	0
其他長期資產變動	2		0
來自電子發票的信用證	(0)	0	(419)
股本收入 - 接受股權出資	0	(421)	141
繳納股本 - 購買基金份額			0
收到的淨貸款	0	0	29
來自其他金融交易的現金流	52	111	92
支付給CSH的股息 - 利潤	(40)	(117)	(139)
BTC現金信用證	(102)	(119)	17
期初現金及現金等價物	(90)	95	366
年內淨現金信用證	225	(116)	77
期末現金及現金等價物	320	251	328

基本數據

	12-21A	12-22E	12-23E
杜邦			
淨利潤率	13.6%	12.1%	12.6%
TS - 旋轉	1.12	1.19	1.28
ROAA	15.2%	14.4%	16.1%
財務槓桿	1.57	1.52	1.51
ROAE	23.8%	21.9%	24.3%
有效的			
應收天數	12.3	18.3	18.3
持有HTK的天數	103.2	95.0	88.4
支付銷售額的天數	63.8	17.8	17.7
固定資產周轉率	2.34	2.58	2.58
投資回報率	17.6%	16.2%	16.5%
流動性			
短期償債能力	1.4	2.1	1.8
快速支付能力	0.7	1.0	0.9
支付現金的可能性	0.5	0.6	0.6
貨幣輪換	51.8	95.4	89.0
增長指數 (同比)			
淨收入增長	15.7%	21.5%	24.5%
經營活動的利潤增長	58.7%	35.8%	32.1%
淨利潤增長	92.1%	8.5%	29.3%
每股收益增長	92.1%	8.5%	29.3%

資料來源 : 僅越南盾研究

紡織 - 電話 - 貿易股份公司 (TCM) 更新

市場價	目標價	股息收益率	建議	分支
VND47,200	42,000 越南盾	2.23%	中性的	消費品

2022 年 8 月 19 日

短期展望 : 中性

長期展望 : 中性的

價錢 : 中性的

共識* : 買入 :0 持有 :1 賣出 :3

目標價格/共識 : -8.9%

報告中的重大變化

2022 年淨利潤減少 15.9%

價格變動



股票信息

52 周高點 (VND)	71,394
最少 52 週 (VND)	42,250
3個月增值稅 (百萬越南盾)	30,235
資本市值 (十億越南盾)	3,892
自由浮動 (%)	49
滑動市盈率 (x)	27.2
當前市賬率 (x)	2.29

所有權結構

易地亞洲控股私人有限公司新加坡	43.3%
VCBF	2.6%
樂國雄	1.9%
其他	52.2%

資料來源 : 僅限 VNDIRECT 研究

分析師 :



郝阮德

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

定價不夠有吸引力

- TCM 22 年前 6 個月的收入和淨利潤達到 21,700 億越南盾 (+3.0% 的 svck) 和 1280 億盾 (+5.7% svck) , 完成我們預測的 51%/38% 。

- 我們將 TCM 2022 年淨利潤較預期下調 15.9% 預先報告。

- 我們推薦中性 , 目標價為 42,000 越南盾/股。

Q2/22 淨利潤因匯率損失小幅下降

由於服裝部門的正增長 , TCM 的第二季度收入為 10,480 億越南盾 (+3.0% svck) 。具體而言 , 由於美國市場對工作襯衫和 T 恤的強勁需求 , 22 年第二季度的服裝部門達到 8069 億越南盾 (佔總銷售額的 17.5%) 。面料部分僅達到 1572 億越南盾 (佔總量的 -27%) , 因為 TCM 因 22 年第一季度投入成本高而拒絕接受更多訂單 。同時 , 由於匯率損失 (212 億盾) , Q2/22 淨利潤下降 5.1% svck 。總體而言 , 淨收入和利潤

2022 年 6 月 TCM 達到 21,700 億越南盾 (+3.0% svck) 和 1,280 億越南盾 (+5.7% svck) , 分別完成我們預測的 51.8% 和 38%

我們預計 2023 年淨利潤將再次增長

根據 Thredup 的一項調查 , 44% 的美國消費者和 34% 的 Z 世代 (出生於 1996 年之後) 將削減服裝支出 , 這是他們削減的 5 個產品類別中降幅最大的 : 食品、食品、汽油、餐廳、成本的生活。隨著美國經濟放緩 , 消費者將更加謹慎地購買服裝以優先考慮其他必需品。因此 , 我們調整中醫藥本年度淨利潤

2022 年比之前的預測下降 22.9% , 因為美國市場的收入佔 1H21 總收入的 30.5% 。我們預計 TCM 的淨利潤將增長 31.3% svck

2023 年 , 這得益於 1) 美國需求的復蘇 , 2) 投入品價格的下降以及 3) Vinh Long 2 (VL2) 工廠的貢獻增加。

我們預計到 2023 年 VL2 工廠的產能將達到 85%

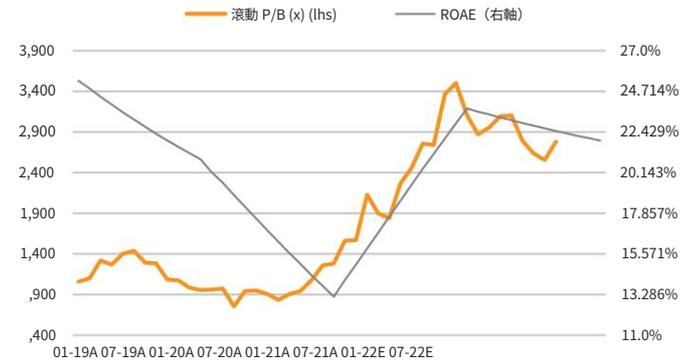
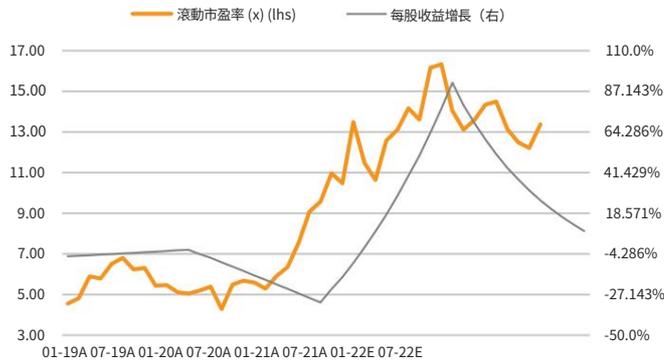
5月21日 , TCM 在永隆省華富工業園開工建設永隆2 (VL2) 工廠 , 佔地 3.2 公頃 , 總投資約 1200 萬美元。工廠產能為 900 萬件/年 , 自 3 月 22 日開始投產。然而 , 由於勞動力短缺 , VL2 工廠在 Q2/22 僅達到約 30% 的產能。由於美國需求的復蘇和充足的人員配備 , 管理層預計到 2023 年 VL2 工廠的產能將達到 85% 。我們預計 2023 年 VL2 工廠將佔 TCM 服裝銷售額的 25.0% 。

推薦中性 , 目標價 42,000 越南盾/股

我們推薦中性 , 目標價為 42,000 越南盾/股。目標價是根據 2022-23 年平均每股盈利 3,801 越南盾計算得出 , 目標市盈率為 11 倍 , 相當於同行的下滑市盈率。TCM 股價年初至今下跌 23.9% , 目前市盈率為 24.6 倍。我們認為目前的估值不夠吸引。上行潛力是來自美國市場的更強勁的需求。下行風險包括投入材料價格的漲幅強於預期。

財務概覽 (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
淨收入 (十億)	3,470	3,535	4,310	5,054
淨收入增長	(4.8%)	1.9%	21.9%	17.2%
毛利潤率	17.9%	14.5%	15.9%	16.8%
保證金 EBITDA	12.8%	7.2%	9.7%	10.6%
淨利潤 (十億)	276	144	269	353
淨利潤增長	26.7%	(48.0%)	87.4%	31.3%
核心利潤增長	(64.9%)	192.5%	34.5%	35.6%
基本每股收益	3,373	1,754	3,286	4,315
調整後每股收益	3,111	1,261	2,639	3,461
BVPS	19,906	20,749	23,220	24,661
ROAE	18.1%	8.6%	14.9%	18.0%

資料來源 : 僅限 VNDIRECT 研究



經營成果報告

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
淨收入	2,043	2,482	3,090
銷售成本	(1,668)	(2,005)	(2,477)
企業管理費用	(72)	(77)	(89)
銷售費用	(27)	(24)	(28)
淨營業利潤	277	376	497
淨 EBITDA	387	492	648
折舊	(110)	(116)	(151)
稅前利潤	277	376	497
收入	15	22	15
財務經費	(9)	(57)	(83)
其他淨收入	2	4	18
來自附屬公司和公司的收入	0	0	0
稅前利潤	285	344	446
稅	(7)	(43)	(57)
少數利益	0	0	0
淨利	278	301	390
資本回報率	278	301	390
普通股股利	(102)	(119)	(139)
留存收益	176	183	251

會計資產負債表

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
現金及現金等價物 短期投資	366	251	328
	0	50	62
短期應收款	88	143	173
存貨	472	522	600
其他短期資產	60	9	11
短期資產總額	986	973	1,174
固定資產	831	1,096	1,297
總投資額	144	144	147
其他長期資產	9	0	(0)
總資產	1,969	2,213	2,618
借款和短期債務	321	175	402
應付給賣方	291	98	120
其他短期債務	99	191	121
流動負債總額	712	464	643
長期貸款和債務	0	199	247
其他應付款	0	60	15
憲章資本和	707	849	849
留存收益	558	598	855
公平	1,258	1,490	1,714
少數利益			
總債務和股權	1,969	2,213	2,618

LCCT - 報告

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
稅前利潤	285	344	446
折舊	110	116	151
已繳稅款	(16)	(43)	(57)
其他調整	(12)	(7)	(8)
更改 VLD	(52)	(122)	(161)
經營活動現金信用證固定資產	315	289	372
產投資	(24)	(450)	(450)
銷售收入、出售固定資產收入	26	29	---
其他賬戶	(5)	0	0
其他長期資產變動	2	0	0
來自電子發票的信用證錢	(0)	(421)	(419)
股本收入、接受股權出資	0	141	141
繳納股本、購買基金份額	0	0	0
收到的淨貸款	52	111	29
來自其他金融交易的現金流	(40)	(117)	92
支付給CSH的股息、利潤	(102)	(119)	(139)
BTC現金信用證	(90)	17	124
期初現金及現金等價物	95	366	251
年內淨現金信用證	225	(116)	77
期末現金及現金等價物	320	251	328

基本數據

	12-21A	12-22E	12-23E
杜邦			
淨利潤率	13.6%	12.1%	12.6%
TS - 旋轉	1.12	1.19	1.28
ROAA	15.2%	14.4%	16.1%
財務槓桿	1.57	1.52	1.51
ROAE	23.8%	21.9%	24.3%
有效的			
應收天數	12.3	18.3	18.3
持有HTK的天數	103.2	95.0	88.4
支付銷售額的天數	63.8	17.8	17.7
固定資產周轉率	2.34	2.58	2.58
投資回報率	17.6%	16.2%	16.5%
流動性			
短期償債能力	1.4	2.1	1.8
快速支付能力	0.7	1.0	0.9
支付現金的可能性	0.5	0.6	0.6
貨幣輪換	51.8	95.4	89.0
增長指數 (同比)			
淨收入增長	15.7%	21.5%	24.5%
經營活動的利潤增長	58.7%	35.8%	32.1%
淨利潤增長	92.1%	8.5%	29.3%
每股收益增長	92.1%	8.5%	29.3%

SONG HARMENT JSC (MSH) 更新

市場價 VND45,100	目標價 VND46,200	股息收益率 4.5%	建議 中性的	分支 消費品
------------------	------------------	---------------	-----------	-----------

2022 年 8 月 18 日

短期展望 : 中性

長期展望 :

中性的

價錢 :

中性的

共識* : 買入 :3 持有 :1 賣出 :0

目標價格/共識 : -22.7%

報告中的重大變化

目標價下調 16.7%

2022-23 年每股收益下降 26.7%/12.9%

價格變動



股票信息

52 周高點 (VND)	67,670
最少 52 週 (VND)	42,535
3個月增值稅 (百萬越南盾)	6.043
資本市值 (十億越南盾)	3.383
自由浮動 (%)	39
滑動市盈率 (x)	7.65
當前市賬率 (x)	2.38

所有權結構

裴德盛	21.6%
FPTS	13.6%
裴越拳	10.9%
其他	53.9%

資料來源 : 僅越南盾研究

分析師 :



阮德豪

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

短期內面臨諸多挑戰

- MSH 在第二季度錄得收入 14,400 億越南盾 (+20.0% svck) ,淨利潤為 852 億越南盾 (-31.5% svck) ,低於我們的預期。
- 將 2022 年毛利率和淨利潤預測下調至 1.5 點 %/26.7% 與最初的預測相比。
- 維持我們的中性建議 ,目標價為 46,200 越南盾。

高投入材料成本影響 Q2/22 淨利潤

MSH 在 22 年第二季度的收入為 14,440 億越南盾 (+20.0% svck) ,這得益於 1) 哥倫比亞、哈達德等主要客戶的更高需求以及 2) 松宏 10 工廠 (SH10) 的貢獻。然而 ,MSH 的淨利潤卻銳減 6.1

由於 1) 高投入成本和 2) SH10 工廠勞動力短缺 ,svck 百分比在 22/22 年第二季度達到 14.6%。因此 ,MSH 在 Q2/22 的淨利潤下降了 31.5% svck 至 850 億盾。總體而言 ,MSH 確認收入和淨利潤

1H/22 達到 27,360 億越南盾 (+9.0% svck) 和 1,870 億越南盾 (-13.4% svck) ,分別完成我們預測的 48.8% 和 39.6%。

新的短期困難我們認為 ,由於高通

脹 ,美國市場對連衣裙和 T 恤等服裝的需求將在 2022 年下半年降溫。因此 ,MSH 下半年的收入增長可能會放緩 ,因為 70% 的 FOB 訂單收入來自美國市場 ,其中關鍵商品如裙子、襯衫和梭織褲。儘管 PET 切片和棉紗價格較 2022 年 5 月下降 15.6%/40.8% ,但由於高波動性 ,MSH 在 Q3/22 的投入價格仍將保持高位。

面料價格與紗線價格相比滯後 2 個月。因此 ,我們向下調整保證金與我們之前的預測相比 ,MSH 2022 年的毛利和淨利潤下降了 1.5 個百分點/26.7%。

2023 年前景更加樂觀

我們預計 MSH 的淨利潤將在 2023 年再次增加 ,原因是 1) 投入材料價格從 Q4/22 開始降溫 ,2) 美國市場的通脹控制和歐洲以及 3) 由於招聘了足夠的工人 ,預計 SH10 工廠到 2023 年將以 80% 的產能運營。因此 ,我們預計 2023 年 MSH 的收入和淨利潤將分別增長 7.5%/27.4% svck。

維持中性推薦 ,目標價下調至 46,200 越南盾

在將 2022-23 年每股收益分別下調 26.7%/12.9% 後 ,我們將目標價下調至 16.7%。由於 2022 年下半年的短期挑戰 ,我們認為現在不是投資 MSH 的合適時機。

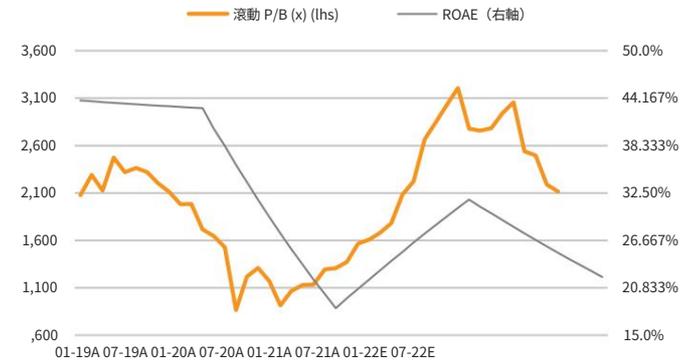
上行潛力將來自 1) 高於預期的 FOB 銷量和 2) 優於預期的美國市場通脹控制。下行風險是投入材料價格上漲幅度超過預期。

財務概覽 (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
淨收入 (十億)	3,813	4,748	4,921	5,288
淨收入增長 毛利率 EBITDA	(13.6%)	24.5%	3.7%	7.5%
利潤率 淨利潤 (十億)	19.7%	19.6%	18.1%	19.5%
	11.3%	14.4%	12.3%	13.5%
	232	442	340	434
淨利潤增長 核心利潤增	(48.5%)	90.8%	(23.1%)	27.4%
長 核心每股收益 調整後每	(49.8%)	98.4%	(22.6%)	27.7%
股收益 BVPS ROAE	3,091	5,898	4,538	5,781
	2,887	5,509	4,236	5,395
	18,248	18,986	21,984	25,088
	18.3%	31.7%	22.2%	24.6%

資料來源 : 僅越南盾研究

13

估值



經營成果報告

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
淨收入	4,748	4,921	5,288
銷售成本	(3,817)	(4,028)	(4,257)
企業管理費用	(299)	(246)	(264)
銷售費用	(145)	(148)	(159)
淨營業利潤	487	499	608
淨 EBITDA	620	648	761
折舊	(133)	(148)	(154)
稅前利潤	487	499	608
收入	78	44	0 ^(B+C)
財務經費	(19)	(52)	(57)
其他淨收入	(3)	(1)	0 ^(B+C)
來自附屬公司和公司的收入	0	0	0
稅前利潤	543	489	596
稅	(100)	(146)	(157)
少數利益	0	(3)	(5)
淨利	442	340	434
資本回報率	442	340	434
普通股利	(375)	(200)	(200)
留存收益	68	140	234

會計資產負債表

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
現金及現金等價物 短期投資	379	371	571
	468	421	442
短期應收款	663	696	733
存貨	938	1,015	1,036
其他短期資產	41	692	1,383
短期資產總額	2,489	3,196	4,164
固定資產	659	551	358
總投資額	0	0	0
其他長期資產	56	39	42
總資產	3,205	3,787	4,564
短期貸款和債務	552	718	933
應付給賣方	220	286	315
其他短期債務	756	943	1,302
流動負債總額	1,529	1,947	2,550
長期貸款和債務	178	115	51
其他應付款	0	0	0
憲章資本和	500	500	500
留存收益	736	963	1,196
公平	1,424	1,649	1,882
少數利益	0	76	81
總債務和股權	3,205	3,787	4,564

LCTT. 報告

(十億越南盾)	12-21A	12-22E	12-23E
稅前利潤	543	489	596
折舊	133	148	154
已繳稅款	(85)	(146)	(157)
其他調整	(245)	462	487
更改 VLD	(146)	(582)	(357)
經營活動現金信用證固定資	200	372	723
產投資	(259)	(100)	(60)
收入 - 固定資產銷售收入	369	47	(21)
其他賬戶			0
其他長期資產變動	0	53	65
來自電子發票的信用證錢	164	0	(122)
股本收入 - 接受股權出資	0	0	0
繳納股本 - 購買基金份額	0	0	0
收到的淨貸款	233	102	151
來自其他金融交易的現金流	20	(293)	(353)
支付給CSH的股息 - 利潤	(375)	(200)	(200)
BTC現金信用證	(121)	(391)	(402)
期初現金及現金等價物	136	379	371
年內淨現金信用證	243	(7)	199
期末現金及現金等價物	379	371	571

基本數據

	12-21A	12-22E	12-23E
杜邦			
淨利潤率	9.3%	6.9%	8.2%
TS - 旋轉	1.63	1.41	1.27
ROAA	15.2%	9.7%	10.4%
財務槓桿	2.09	2.28	2.37
ROAE	31.7%	22.2%	24.6%
有效的			
應收天數	47.9	48.5	47.4
持有HTK的天數	89.7	92.0	88.8
支付銷售額的天數	21.1	26.0	27.0
固定資產周轉率	7.73	8.13	11.63
投資回報率	19.9%	13.3%	14.7%
流動性			
短期償債能力	1.6	1.6	1.6
快速支付能力	1.0	1.1	1.2
支付現金的可能性	0.6	0.4	0.4
貨幣輪換	116.6	114.6	109.2
增長指數 (同比)			
淨收入增長	24.5%	3.7%	7.5%
經營活動的利潤增長	104.4%	2.5%	21.7%
淨利潤增長	90.8%	(23.1%)	27.4%
每股收益增長	90.8%	(23.1%)	27.4%

資料來源 : 僅越南盾研究