

# 健盛集团 (603558)

证券研究报告

2017年03月14日

## 16年遇挫折，17年收购俏尔婷婷大幅增厚业绩弹性

**事件：**公司公布2016年报，其中营业收入6.64亿元，同比下降7.12%；归属母公司净利润1.04亿元，同比增长2.24%；扣非后净利润0.59亿元，同比下滑39.54%；基本EPS 0.29元，扣非后EPS 0.17元。2016年分配预案为每10股派发现金红利1元（含税）。

### 16年遇挫折，收入&业绩均明显下滑。

公司16年收入超预期下滑主要系迪卡依事件。迪卡依是15年公司第一大客户，之前在两个区域采购，分别为国内和土耳其，当时土耳其汇率贬值厉害便要求公司对产品价格降价，由于业务没谈拢因此在16年流失订单约1.3亿左右。可喜的是，17年公司判断迪卡依有望有3,000万双棉袜订单要回流，金额1亿出头，有利于公司收入回升。从业绩来看，公司16年扣非后净利润下滑明显，除了订单流失原因之外，还有自有品牌建设（亏损2,000万）和SAP项目投入较大所致。为了避免以及缓解诸如迪卡依事件发生带来的订单大幅波动，公司在16年加大了新客户开发，成功开发了UA, H&M, Stance等优质客户。展望2017年，越南有7,000万双产能释放，18年会更快。另一方面，公司在国内贴身衣服渠道建设上预计17年实现营收9,000万元，亏损不超过1,000万。

### 收购俏尔婷婷大幅增厚业绩弹性

公司拟100%收购俏尔婷婷主要基于以三个方面：1，其在国内无缝服装领域处于领先地位，30%出头的毛利率，18%-20%的净利率，17-19年平均8,000万的净利润目标是实实在在的业绩贡献；2，双方业务都属于针织行业，外贸客户之间相互导流有利于订单进一步提高；3，符合公司从单一袜子到贴身内衣扩张的发展路线。标的公司16年净利润较15年有所下滑主要系其下游客户优衣库16年上半年有款系列终端卖的不好所致。纺织企业订单虽受下游终端需求影响较大，但从长期来看考虑到规模效益和生产水平较品牌企业抗风险能力更强。

### 首次给予“增持评级”，3-6个月目标价30.3元

预计公司17-19年核心EPS为0.31、0.41、0.45元，对应PE 90、67、61倍。从公司目前的布局来看，F2C模式中的F端已经很强了，未来要在C端上下功夫，开店方式主要有两种：1，国内成熟品牌嫁接进来改进；2，和国外品牌有好的销售资源的渠道合作。从F端来看，主业的订单恢复以及俏尔婷婷并表有望持续增厚业绩弹性。17年虽然收入和净利润增速会呈现较大弹性，但公司总体来说估值依然较高，因此首次覆盖给予增持评级，3-6个月目标价30.3元。

**风险提示：**下游客户订单流失风险；产能利用率不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	715	664	1,076	1,487	1,728
增长率(%)	10.8	-7.1	62.0	38.3	16.2
EBITDA(百万元)	214	199	323	446	518
净利润(百万元)	95	55	124	165	182
增长率(%)	27.7	(42.8)	126.5	33.7	10.1
EPS(元/股)	0.24	0.14	0.31	0.41	0.45
市盈率(P/E)	116	203	90	67	61
市净率(P/B)	14.29	6.02	5.06	4.60	4.18
市销率(P/S)	15.49	16.68	10.29	7.45	6.41
EV/EBITDA	48	51	32	23	20

资料来源：wind，天风证券研究所（以上净利润为扣非后净利润，EPS也是）

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	27.51元
目标价格	30.3元
上次目标价	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	370.50
流通A股股本(百万股)	115.50
A股总市值(百万元)	10,192.46
流通A股市值(百万元)	3,177.41
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	25.09
一年内最高/最低(元)	32.98/16.91

### 作者

吴晓宇 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516100002  
wuxiaoyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

表 1: 主营业务盈利预测明细 (单位: 万元)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
收入	64,485	71,471	66,381	107,568	148,716	172,778	
YoY		10.8%	-7.1%	62.0%	38.3%	16.2%	37.6%
毛利率	28.1%	30.6%	25.8%	29.0%	28.8%	28.2%	
销售费用率	3.3%	3.9%	5.0%	4.9%	4.6%	4.8%	
管理费用率	6.2%	7.3%	10.1%	9.1%	9.0%	8.8%	
财务费用率	2.9%	1.1%	-0.9%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	
营业税金及附加比率	0.5%	0.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	
所得税率	24.0%	23.8%	21.2%	22.5%	25.0%	25.0%	
核心净利润	7,467	9,533	5,457	12,359	16,528	18,196	
YoY		27.7%	-42.8%	126.5%	33.7%	10.1%	21.3%
核心 EPS (摊薄后)	0.19	0.24	0.14	0.31	0.41	0.45	
PE	148	116	203	90	67	61	

资料来源: 天风证券研究所

表 2: 季度利润表 (单位: 万元)

项目/季度	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
销售收入	17,239	15,905	21,062	18,268	16,235	15,397	14,401	18,114	18,467
YoY	15%	22%	33%	-1%	-6%	-3%	-32%	-1%	14%
EBIT	2,493	3,056	4,978	3,700	1,564	3,272	1,322	2,800	-1,065
YoY	-5%	21%	42%	17%	-37%	7%	-73%	-24%	-168%
报告净利润	1,305	2,014	3,983	2,798	1,341	4,792	2,800	2,882	-111
YoY	-26%	22%	74%	14%	3%	138%	-30%	3%	-108%
核心净利润	1,390	1,989	3,538	2,866	1,132	2,010	1,454	2,560	-512
YoY	-7%	25%	50%	35%	-19%	1%	-59%	-11%	-145%
EPS(元)	0.03	0.05	0.10	0.07	0.03	0.12	0.07	0.07	(0.00)
核心 EPS(元)	0.03	0.05	0.09	0.07	0.03	0.05	0.04	0.06	(0.01)
主要财务比率	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
毛利率	28.0%	29.6%	33.3%	30.4%	28.4%	32.3%	28.2%	28.5%	15.7%
销售费用率	5.4%	3.5%	2.3%	3.3%	7.2%	2.9%	6.0%	3.3%	7.8%
管理费用率	7.7%	6.1%	6.8%	5.9%	10.9%	7.4%	12.7%	9.3%	11.2%
财务费用率	3.2%	2.5%	1.9%	-0.5%	0.6%	4.1%	-3.6%	-1.2%	-2.5%
EBIT 比率	14.5%	19.2%	23.6%	20.3%	9.6%	21.3%	9.2%	15.5%	-5.8%
报告净利润率	7.6%	12.7%	18.9%	15.3%	8.3%	31.1%	19.4%	15.9%	-0.6%
核心净利润率	8.1%	12.5%	16.8%	15.7%	7.0%	13.1%	10.1%	14.1%	-2.8%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com