

**投资评级：推荐（维持）**
**分析师**

黄淑妍 021-31829709

Email:huangsy@cgws.com

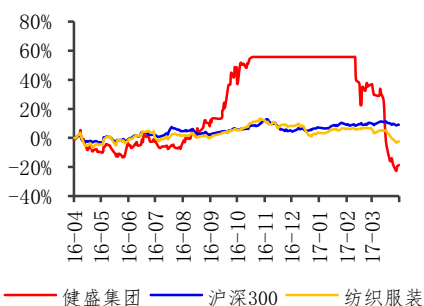
执业证书编号:S1070514080003

**市场数据**

目前股价	15.38
总市值（亿元）	56.98
流通市值（亿元）	11.54
总股本（万股）	37,050
流通股本（万股）	11,550
12个月最高/最低	32.98/15.36

**盈利预测**

	2016A	2017E	2018E
营业收入	663.81	914.72	1222.07
(+/-%)	-7.12%	37.80%	33.60%
净利润	103.62	131.75	202.49
(+/-%)	2.24%	27.14%	53.69%
摊薄 EPS	0.28	0.36	0.55
PE	57.67	45.36	29.51

**股价表现**


数据来源：贝格数据

## 业绩拐点凸显，推进贴身衣物品类拓展

### ——健盛集团（603558）公司动态点评

**投资建议**

公司作为国内领先的棉袜生产企业，市场竞争力明显，技术优势突出，产能扩张路径清晰，中高端产品占比不断提升。虽去年业绩略低于预期，但公司调整迅速，随着老客户订单回流和新客户订单增长，预计今年将重回高速增长通道。内销方面，公司一直积极扩充产品品类、布局线下渠道，打造“健盛之家”贴身衣物集合零售品牌，收购俏儿婷婷更将带来显著协同效应，有望为公司打开新的增长空间。预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.36 元、0.55 元，对应 PE 分别为 45.4X、29.5X，公司整体战略规划明确，潜在市场广阔，目前市值较小，维持“推荐”的投资评级。

**投资要点**

- 迈向顶尖制造行列，业绩反转可期：**公司 2017 年第一季度实现营业收入 1.98 亿元，同比增长 28.36%；实现归属上市公司股东净利润 3304.77 万元，同比下滑 31.03%，扣非后净利润 2555.78 万元，同比增长 21.23%；每股收益 0.09 元，同比下滑 40.00%。
- 毛利率有所下降，期间费用率小幅增加：**受“平价”策略和对大客户迪卡侬订单价格让利的影响，公司一季度整体毛利率同比下降 1.52pct 至 30.75%。由于公司加大开发新产品相应的研发费用投入、扩大经营规模及开拓和布局销售市场的原因，公司期间费用率略有上升，同比增长 0.96pct 至 15.23%，其中销售费用率上升 1.75pct 至 4.64%，管理费用率同比增长 3.32pct 至 10.70%，主要是由于本期偿还部分贷款和存款利息收入的增加，财务费用同比减少 103.66%。由于毛利率下降及费用率上升的双重影响，公司利润增速大幅落后于收入增速，净利率大幅下降 14.4pct 至 16.72%。
- 外销客户逐步回流，内销品牌加速推进：**公司的主要客户迪卡侬因土耳其货币贬值，生产成本大幅降低，且土耳其地理位置优势显著，迪卡侬在中国采购的订单量由原来的 70% 大幅降至 30%，同比减少 1.3 亿元。由于迪卡侬客户订单流失，公司外销收入大幅下滑，但目前该客户已经基本回流。为避免类似情况，公司加大了对新客户的开发力度，去年成功开发了 Stance 等优质的客户。除此之外，公司进一步加大了自有品牌建设的力度，公司积极建设健盛之家（JASAN HOME），积极推进线上业务，推动业绩继续快速增长。
- 产能逐步释放，带动销售进一步提升：**公司各工厂产能利用情况良好，除了江山产业园以外，目前各工厂产能利用率均超过 90%。目前，越南项目部分已进入试生产阶段，江山产业园项目也已开工并完成前期土地平整工作，未来产能将得到显著提升，预计公司未来国内外总产能将达

到 3 亿双，将有效弥补公司国内产能不足的局面，有望突破产能的瓶颈，带动公司销售进一步提升。

- **收购全球无缝内衣制造商，协同发展新布局：**公司前期公告，拟以“80% 股份+20% 现金”方式收购俏尔婷婷 100% 股权，对价 8.7 亿元。俏尔婷婷是全球无缝内衣制造商龙头，盈利能力强，处于行业领先地位，2015-2016 年营业收入分别为 3.8 亿元、4.05 亿元，实现净利润分别为 7552 万元、7131 万元，对应 2016 年 PE 为 12.2X。俏尔婷婷 2017-2019 年业绩承诺分别为 6500 万元、8000 万元和 9500 万元，对应估值分别为 13.4X、10.9X、9.2X，估值较为合理。本次收购完成后，双方将实现客户、生产资源和销售渠道的共享，共同巩固发展外销市场和国内市场。公司加大对“健盛之家”贴身衣服全品类自有门店的建设，对俏尔婷婷等品牌的引入，也将丰富自有门店的品类，有效提升顾客购物体验 and 增强客户粘性。
- **风险提示：**订单流失风险、自有品牌运营不及预期风险、新产能扩张不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	715	664	915	1222	1476	成长性					
营业成本	496	493	666	880	1048	营业收入增长	10.8%	-7.1%	37.8%	33.6%	20.8%
销售费用	28	33	37	45	52	营业成本增长	7.0%	-0.6%	35.1%	32.1%	19.1%
管理费用	53	67	80	95	103	营业利润增长	31.9%	-37.0%	20.9%	98.6%	37.5%
财务费用	8	-6	-10	-9	-11	利润总额增长	31.2%	-1.2%	25.5%	53.7%	31.1%
投资净收益	2	1	1	1	1	净利润增长	31.6%	2.2%	27.1%	53.7%	31.1%
营业利润	125	79	95	188	259	盈利能力					
营业外收支	8	53	70	65	73	毛利率	30.6%	25.8%	27.2%	28.0%	29.0%
利润总额	133	131	165	253	332	销售净利率	14.2%	15.6%	14.4%	16.6%	18.0%
所得税	32	28	33	51	67	ROE	17.8%	7.9%	7.0%	10.1%	12.2%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	11.9%	2.3%	7.0%	9.0%	10.8%
净利润	101	104	132	202	265	营运效率					
资产负债表 ( 百万 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售费用/营业收入	3.9%	5.0%	4.0%	3.7%	3.5%
流动资产	464	1353	1546	1372	1386	管理费用/营业收入	7.3%	10.1%	8.8%	7.8%	7.0%
货币资金	126	379	312	156	345	财务费用/营业收入	1.1%	-0.9%	-1.1%	-0.7%	-0.7%
应收票据及账款	111	121	166	183	148	投资收益/营业利润	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
预付账款	0	0	0	0	0	所得税/利润总额	23.8%	21.2%	20.1%	20.1%	20.1%
存货	171	255	345	352	367	应收账款周转率	7.28	5.74	6.37	6.99	8.92
非流动资产	735	1103	1249	1384	1637	存货周转率	3.22	2.31	2.22	2.53	2.92
固定资产合计	467	570	807	856	964	流动资产周转率	1.79	0.73	0.63	0.84	1.07
资产总计	1199	2457	2795	2756	3023	总资产周转率	0.71	0.36	0.35	0.44	0.51
流动负债	417	532	872	677	741	偿债能力					
短期借款	207	352	252	252	252	资产负债率	35.4%	25.1%	31.4%	24.7%	24.7%
应付票据及账款	126	131	177	234	279	流动比率	1.11	2.54	1.77	2.03	1.87
非流动负债	7	84	5	4	6	速动比率	0.70	2.06	1.38	1.51	1.38
长期借款	6	2	2	0	2	每股指标 ( 元 )					
负债合计	424	616	877	681	748	EPS	1.28	0.28	0.36	0.55	0.72
股东权益	775	1840	1919	2075	2276	每股净资产	2.09	4.97	5.18	5.60	6.14
股本	467	1452	1452	1452	1452	每股经营现金流	0.10	-1.46	-0.15	0.95	1.51
留存收益	307	372	466	623	824	每股经营现金/EPS	0.08	-5.21	-0.41	1.73	2.11
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1199	2457	2795	2756	3023	PE	12.60	57.67	45.36	29.51	22.52
现金流量表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	0.40	25.79	1.67	0.55	0.73
经营活动现金流	36	-540	-55	351	560	PB	0.08	0.03	0.03	0.03	0.03
其中营运资本减少	-91	-666	-197	96	237	EV/EBITDA	0.00	9.90	4.19	3.23	2.55
投资活动现金流	-284	-380	114	-93	-214	EV/SALES	1.45	1.56	1.13	0.85	0.70
其中资本支出	-288	-390	78	-101	-222	EV/IC	0.65	0.47	0.46	0.43	0.39
融资活动现金流	373	1095	-127	-414	-157	ROIC/WACC	1.13	0.22	0.66	0.85	1.02
净现金总变化	126	175	-67	-156	189	REP	0.58	2.14	0.70	0.50	0.38

资料来源：公司公告、长城证券研究所预测

**研究员介绍及承诺**

**黄淑妍:** 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编: 200126 传真: 021-31829681  
网址: <http://www.cgws.com>