

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年04月24日

市场数据

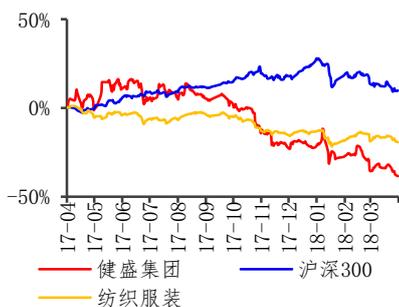
目前股价	9.41
总市值（亿元）	39.18
流通市值（亿元）	28.23
总股本（万股）	41,636
流通股本（万股）	30,000
12个月最高/最低	18.97/9.32

分析师

黄淑妍 021-31829709

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<产能释放及新客户开发，推动业绩快速增长>> 2017-07-18

<<业绩拐点凸显，推进贴身衣物品类拓展>> 2017-04-25

汇率波动影响业绩，2018Q1 增速提升

——健盛集团（603558）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018E	2019E
营业收入	1,138.01	1,589.80	2,044.48
(+/-%)	71.44%	39.70%	28.60%
净利润	131.51	198.00	257.97
(+/-%)	26.91%	50.56%	30.29%
摊薄 EPS	0.32	0.48	0.62
PE	29.79	19.79	15.19

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **受益并表俏儿婷婷，业绩实现大幅增长：**公司2017年全年实现营业收入11.38亿元，同比增加71.44%；实现归属于上市公司股东净利润1.32亿元，同比增加26.91%，扣非后净利润0.93亿元，同比增加56.75%；每股收益0.34元；拟向全体股东每10股派发现金红利1.50元（含税）。其中，四季度单季度实现营业收入3.77亿元，同比增加104.20%；实现归属于上市公司股东净利润0.25亿元，同比增加2383.60%。2018年一季度实现营业收入3.42亿元，同比增加72.97%；实现归属于上市公司股东净利润0.44亿元，同比增加32.62%；扣非后净利润0.34亿元，同比增加31.85%。

分产品来看，2017年棉袜销售实现9.24亿元，同比增加41.51%，无缝内衣实现营业收入1.88亿元；分地区来看，2017年公司外贸销售实现9.31亿元，同比增加75.12%，国内市场中贴牌业务实现销售1.71亿元，自有品牌 jasan home 实现销售0.31亿元。

■ **周转效率有所提升，期间费用率拖累净利率：**2017年公司销售毛利率为28.12%，同比增加2.37pct；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为4.61%、10.83%、1.83%，分别同比-0.42pct、+0.71pct、+2.72pct。整体来看，期间费用为1.97亿，同比增加107.53%，财务费用增加主要为人民币升值产生的汇兑损失所致。期间费用率增加3.00pct，拖累净利率下滑4.05pct，整体保持平稳在11.56%水平。2017年公司存货周转率为2.77次，同比增加0.46次，应收账款周转率为6.02次，同比增加0.28次，公司周转效率显著提升。

■ **外销客户增加带动出口增长，内销品牌稳步探索：**2017年公司销售止跌回升，全球市场多点开花，各地区均实现较快增长：1）欧洲地区在经济复苏背景下需求强劲，营收同比增加74.32%；2）美洲市场新客户增加，营收同比增加240.65%，占比提升4.62pct至9.28%；3）日本和国内的营收也出现较快增长，营收增速分别达到了46.54%、55.16%。国内业务中，公司积极探索自有品牌的发展，对 jasan home 现有门店进行优化整合，推动全渠道营销模式带动内销进一步提升。截至2017年末 jasan home 拥有

直营店 1 家，实现营收 237.46 万元；拥有 42 家加盟店，其中 2017 年新开 27 家，关闭 12 家，实现营收 1929.66 万元。2018 年，公司将继续开发新客户，减少对大客户的依存度，持续稳固市场龙头地位。

- **产能有序释放，订单持续增长：**公司越南生产基地的产业链逐渐完善，目前三期工厂均已开始有效运营，其中健盛越南袜子二厂与三厂以及越南印染项目已于 2017 年投产，氨纶橡筋厂于 2017 年 4 月份试生产，2018 年 4 月再次扩产。2017 年越南工厂完成产量 7000 余万双，为公司贡献 4000 多万利润，预计 2018 年产量将达到 1.2 亿双。同时，2017 年公司国内项目杭州智慧工厂、健盛江山产业园持续推进，预计 2018 年上半年投产，将有效解决产能供应的瓶颈。
- **收购无缝内衣龙头企业，实现强强联合：**公司收购无缝内衣行业领先企业俏尔婷婷 100% 股权并于 2017 年 8 月并表，既丰富了公司的产品品类，又能够在客户资源、生产资源、销售渠道方面实现协同。俏尔婷婷是优衣库、迪卡侬、耐克等国际知名品牌的供应商，在客户上与健盛有较大重叠，双方客户的订单互相支持，有利于增强议价能力，公司工厂在越南的布局未来将用于双方的共同生产，共享低成本生产资源。另外，公司在 jasan home 自有门店引入俏尔婷婷的产品，为客户提供一站式购物服务，有效提升顾客购物体验 and 增强客户粘性。
- **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。公司拥有完整的上下游产业链，各产能项目陆续投放，随着老客户订单回流和新客户开发力度的不断加强，未来业绩有望继续保持高速增长。内销方面，公司一直积极扩充产品品类、布局线下渠道，打造“jasan home”贴身衣物集合零售品牌，后期发力空间广阔，收购俏尔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，强化在贴身衣物制造领域的优势地位。预测公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.48 元、0.62 元，对应 PE 分别为 19.8X、15.2X，公司整体战略规划明确，潜在市场空广阔，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**贸易保护主义的风险；新市场开发的风险；自有品牌建设中的风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	664	1138	1590	2044	2455	成长性					
营业成本	493	818	1122	1441	1724	营业收入增长	-7.1%	71.4%	39.7%	28.6%	20.1%
销售费用	33	52	67	84	98	营业成本增长	-0.6%	66.0%	37.2%	28.4%	19.6%
管理费用	67	123	157	202	238	营业利润增长	-37.0%	67.2%	56.4%	37.2%	28.0%
财务费用	-6	21	6	1	-2	利润总额增长	-1.2%	18.9%	50.6%	30.3%	24.1%
投资净收益	1	5	5	5	5	净利润增长	2.2%	26.9%	50.6%	30.3%	24.1%
营业利润	79	131	205	282	361	盈利能力					
营业外收支	53	25	30	25	20	毛利率	25.8%	28.1%	29.4%	29.5%	29.8%
利润总额	131	156	235	307	381	销售净利率	15.6%	11.6%	12.5%	12.6%	13.0%
所得税	28	25	37	49	60	ROE	7.9%	5.7%	6.9%	8.3%	9.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	11.9%	2.3%	6.9%	8.1%	9.2%
净利润	104	132	198	258	320	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	5.0%	4.6%	4.2%	4.1%	4.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	10.1%	10.8%	9.9%	9.9%	9.7%
流动资产	1353	1124	1545	1528	1683	财务费用/营业收入	-0.9%	1.8%	0.4%	0.1%	-0.1%
货币资金	379	270	513	292	435	投资收益/营业利润	0.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
应收账款	121	257	318	368	368	所得税/利润总额	21.2%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
应收票据	0	0	0	0	0	应收账款周转率	5.74	6.02	5.53	5.96	6.67
存货	255	335	393	476	483	存货周转率	2.31	2.77	3.09	3.32	3.60
非流动资产	1103	2159	2334	2504	2696	流动资产周转率	0.73	0.92	1.19	1.33	1.53
固定资产	570	944	1159	1247	1390	总资产周转率	0.36	0.40	0.44	0.52	0.58
资产总计	2457	3283	3879	4031	4379	偿债能力					
流动负债	532	449	887	829	921	资产负债率	25.1%	15.5%	22.9%	20.7%	21.1%
短期借款	352	198	198	198	198	流动比率	2.54	2.50	1.74	1.84	1.83
应付款项	131	132	182	233	279	速动比率	2.06	1.76	1.30	1.27	1.30
非流动负债	84	60	3	4	4	每股指标 (元)					
长期借款	2	0	0	0	0	EPS	1.28	0.32	0.48	0.62	0.77
负债合计	616	509	890	833	925	每股净资产	4.42	6.66	7.18	7.68	8.30
股东权益	1840	2774	2990	3198	3454	每股经营现金流	-1.30	-0.37	0.49	0.60	1.21
股本	1452	2327	2327	2327	2327	每股经营现金/EPS	-1.01	-1.18	1.03	0.97	1.58
留存收益	372	465	663	871	1127	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	0	PE	7.35	29.79	19.79	15.19	12.24
负债和权益总计	2457	3283	3879	4031	4379	PEG	3.29	1.11	0.39	0.50	0.51
现金流量表					(百万)	PB	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
经营活动现金流	-540	-155	204	251	505	EV/EBITDA	0.00	2.67	2.56	2.10	1.76
其中营运资本减少	-666	191	-84	-106	75	EV/SALES	1.33	0.78	0.56	0.43	0.36
投资活动现金流	-380	-524	47	-77	-110	EV/IC	0.34	0.29	0.27	0.25	0.23
其中资本支出	-390	-553	37	-85	-116	ROIC/WACC	1.13	0.22	0.65	0.76	0.87
融资活动现金流	1102	656	-6	-395	-252	REP	0.30	1.30	0.41	0.33	0.26
净现金总变化	182	-23	244	-221	143						

研究员承诺

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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）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, lishuanghong@cgws.com
程曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟曦：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
王眈棋：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com
徐文婷：021-31829711, xuwenting@cgws.com
吴曦：021-31829712, wuxi@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>