

收购并表、汇率贬值，共促业绩表现靓丽

——健盛集团 (603558.SH) 2018 年中报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 8.32 元

分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞 (执业证书编号: S0930517100004)

021-22169314

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

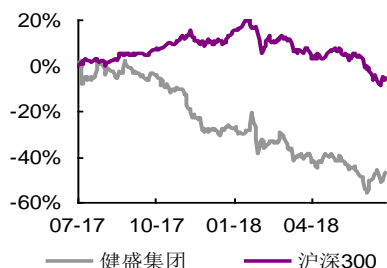
总股本(亿股): 4.16

总市值(亿元): 33.60

一年最低/最高(元): 7.29/17.60

近3月换手率: 26.73%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.24	-6.84	-40.42
绝对	-2.31	-20.12	-52.13

资料来源: Wind

相关研报

收购并表、汇率升值双向影响业绩，产能释放助推龙头成长——健盛集团 (603558.SH) 2017 年年报及 2018 年一季报点评

..... 2018-04-25
收入继续高增长，俏尔婷婷并表、产能释放将促业绩提速

..... 2017-10-29
越南产能释放+客户订单增长，袜业龙头收入高增长

..... 2017-07-18

◆18H1 收入增 64%，净利增 70%，并表和贬值共促业绩大增

2018 年上半年公司实现营收 7.57 亿元，同增 64.47%，归母净利 1.11 亿元，同增 69.89%，扣非净利 8981.81 万元，同增 71.63%，EPS 为 0.27 元。净利增速高于收入主要受益于费用率下降、政府补助同比增加。

17Q1-18Q2 收入分别增 28.36%、82.16%、66.13%、104.20%、72.97%、58.07%，归母净利分别增-31.03%、14.47%、42.38%、扭亏为盈、32.62%、108.32%。17 年 8 月底收购俏尔婷婷并表对 18 年上半年业绩增长贡献显著，同时 18 年 4 月人民币对美元持续贬值利好 18Q2 业绩。

如扣除俏尔婷婷并表因素，2018 年上半年收入增 13%、净利增 12%，17Q3-18Q2 收入同增约 22%、46%、15%、12%，净利同增约-10%、扭亏为盈、-10%、34%。国内外产能投放带动棉袜收入保持增长，18Q1 人民币升值导致公司确认收入减少、毛利率下降，且汇兑损益导致财务费用率增加，营业外收入减少，净利润有所下滑；18Q2 人民币汇率开始持续贬值，公司财务费用率同降 2.04PCT，且管理费用率同降，其他收益（主要是政府补助）显著增加，净利增速显著回升。

◆内销出口收入稳步增长，越南工厂产能快速投放

分区域来看，公司以出口为主，占比 84%，2018H1 公司境外、内销收入分别为 6.38 亿元、1.17 亿元，其中出口、越南本地材料实现收入 6.37 亿元、131 万元，国内贴牌业务、自有品牌实现收入 1.11 亿元、650 万元。1) 出口方面，2018H1 公司（不含俏尔婷婷）对欧洲、日本、美洲、澳洲出口收入同增 3.83%、-5.54%、35.79%、119.60%，迪卡侬订单回流，欧洲市场收入稳步增长，Stance、UA 等新客户开发带动澳洲、美洲市场收入快速提升。2) 内销方面，2018H1 公司内销收入同增约 30%，主要由于加大对国内 2B 客户开发，且增加俏尔婷婷收入并表贡献。

分产品来看，2018H1 公司棉袜、无缝内衣分别实现收入 5.21 亿元、2.34 亿元，棉袜收入同增约 13%。2018H1 江山健盛产业园已完工投产，越南生产基地第二第三工厂全面投产，带动棉袜产能提升，其中越南工厂实现收入 2329 万美元，同增 80.7%，实现净利润约 3793 万元，同增 94.9%，产能释放带动业绩保持快速增长。

◆18Q2 人民币汇率贬值改善毛利率，费用率下降

2018H1 公司毛利率同降 2.79PCT 至 27.41%，主要由于人民币汇率同比升值，18H1 人民币兑美元汇率平均同增 7.33%。18H1 棉袜、无缝内衣产品毛利率分别为 25.89%、31.10%。17Q1-18Q2 毛利率分别为 30.75% (-1.52PCT)、29.78% (+1.61 PCT)、27.45% (-1.05PCT)、26.12% (+10.38PCT)、26.75% (-4.00PCT)、27.96% (-1.82PCT)，18Q2 人民币汇率开始贬值，环比贬值 5.48%，毛利率降幅有所收窄。

2018H1 公司期间费用率同降 1.46PCT 至 13.47%，其中销售费用率同降 0.90PCT 至 3.13%，主要由于公司控制职工薪酬，管理费用率同降 0.80PCT

至 9.62%，主要由于公司加强费用管控以及收入增长带来规模效应，财务费用率同增 0.24PCT 至 0.72%，主要由于借款增加导致利息支出增加以及 18Q1 人民币升值导致汇兑损失增加。

◆棉袜出口未受中美贸易摩擦影响，产能持续投放铸造贴身衣物龙头

2017 年以来纺织品出口持续回暖，2018 年 1-6 月我国纺织品服装出口为 1275.24 亿美元，同增 3.24%，其中纺织品出口 583.32 亿美元，同增 10.28%，纺织品和服装出口出现分化。2018 年中美贸易摩擦持续升级，7 月 11 日特朗普政府公布 2000 亿美元对华产品拟征税名单，8 月 30 日加税公示结束后将决定是否实施，涉及纺织纱线、面料、产业用纺织品等，消费端的服装、鞋类等暂未列入，将影响中国纺织品出口回暖趋势。棉袜、无缝内衣作为终端消费品，未被列入本次加征关税名单，此外公司越南产能远高于出口美国市场袜子产量，如果美国对中国袜类产品加税，公司可将订单转移至越南工厂从而不受加税影响，全球配置产能优势显现。

公司国内外产能持续投放，带动业绩增长。1) 国内方面，2018H1 杭州年产 1 亿双高档棉袜智慧工厂厂房已完工，预计下半年将正式启用；江山健盛产业园已建成投产，原江山思进、江山易登工厂产能转入，按客户模块化工厂设置初步形成，提高生产效率；无缝内衣上虞及贵州产能稳步增长。2) 越南方面，公司投资超 1 亿美元建设生产基地，设计产能 2.3 亿双，2018H1 越南基地海防第二第三工厂全面投产，预计 2018 年可实现产量约 1.2 亿双。公司越南第四工厂正在建设，并研究在越南新增生产基地，不断拓展全球化生产布局。

◆受益产能释放及俏尔婷婷并表，员工持股计划彰显管理层信心

我们认为：1) 棉袜主业方面，公司杭州智慧工厂及越南第四工厂逐步投产，带动棉袜产量提升，公司拓展新老客户订单，尤其是越南工厂竞争优势较强，棉袜销量及收入有望保持增长。2) 无缝内衣方面，俏尔婷婷上虞和贵州工厂增加产能投放，并开发国内 B 端客户，全年并表拉动收入增长，但下半年并表效应将减弱。3) 公司出口比例较高受益于汇率贬值，18Q2 人民币汇率贬值以及高毛利率无缝内衣收入占比提升改善公司盈利能力，2018H1 越南工厂实现净利润 3793 万元，随着越南产能扩大、税收优惠效果体现，公司盈利能力将进一步提升。4) 2018 年 6 月 23 日公司公告拟推出员工持股计划，员工持股计划持有股票总数不超过总股本的 10%，持有人范围包括董监高、子公司高管、核心及骨干员工等，员工持股计划彰显管理层信心。

公司棉袜及无缝内衣产能持续释放，未来新老客户开拓带动业绩快速增长。由于汇率贬值利好公司业绩，上调 2018-2020 年 EPS 预测为 0.55/0.66/0.80 元，目前股价对应 2018 年 15 倍 PE，公司成长性较好、受益于产能持续扩张及全球化生产布局，维持“买入”评级。

◆风险提示：产能释放不达预期、客户订单流失、人民币汇率波动、贸易摩擦加剧等。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	664	1,138	1,675	2,127	2,655
营业收入增长率	-7.12%	71.44%	47.17%	27.03%	24.81%
净利润（百万元）	104	132	229	274	332
净利润增长率	2.24%	26.91%	73.95%	19.97%	20.89%
EPS（元）	0.25	0.32	0.55	0.66	0.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.63%	4.74%	7.78%	8.75%	9.84%
P/E	33	26	15	12	10
P/B	2	1	1	1	1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 7 日

图 1：近年来美元兑人民币汇率走势



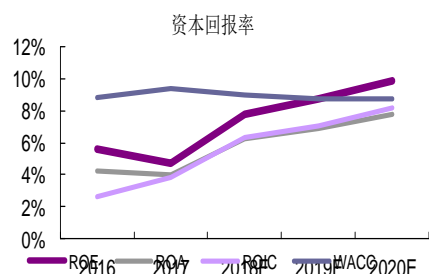
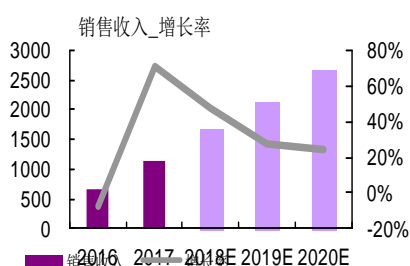
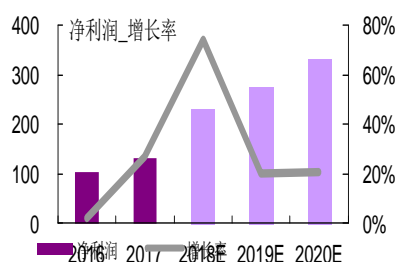
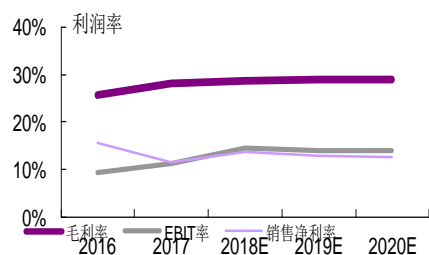
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：美国 2000 亿对华拟加税名单中涉及的纺织服装品类

HS 编码	商品明细	美国对中国进口商品关税
50	蚕丝（含生丝、丝纱线、机织物等）	大部分品类免关税，部分品类 0.8~3.9%
51	羊毛、动物细毛或粗毛；马毛纱线及其机织物	部分品类免关税，部分品类 4~25%
52	棉花及其制成纱线、机织物、纤维混纺等	4.3~16.5%，少部分免关税
53	其他植物纺织纤维；纸纱线及其机织物	大多免关税，部分商品 2.7~14.5%
54	化学纤维长丝及其纱线、机织物等	2.7~25%，少部分商品免关税
55	化学纤维短纤及其纱线、机织物等	4.3~25%，部分商品免关税
56	絮胎、毡呢及无纺布；线绳索缆及其制品	2.9~14.1%，部分商品免关税
57	地毯及纺织材料的其他铺地制品	2.7~8.0%，部分商品免关税
58	特种机织物；簇绒织物；花边；装饰毯；装饰带；刺绣品	2.7~20.2%，少部分商品免关税
59	浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物；工业用纺织制品	2.7~8.0%，部分商品免关税
60	针织物及钩编织物	4.0~18.5%，少部分商品免关税
65	帽类及其零部件	1.4~20.7%，部分商品免关税

资料来源：中国海关信息网、美国国际贸易委员会官网、光大证券研究所

注：HS 编码为《商品名称及编码协调制度的国际公约》，由世界海关组织主持制定的商品分类编码体系。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	664	1,138	1,675	2,127	2,655
营业成本	493	818	1,193	1,511	1,884
折旧和摊销	58	91	10	19	26
营业税费	7	12	17	21	27
销售费用	33	52	59	85	106
管理费用	67	123	159	208	266
财务费用	-6	21	14	14	17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	10	9	10	10	10
营业利润	79	131	240	294	361
利润总额	131	156	269	323	390
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	132	229	274	332

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	2,457	3,283	3,678	3,984	4,254
流动资产	1,353	1,124	1,423	1,633	1,841
货币资金	379	270	167	170	133
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	121	257	332	419	520
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	32	41	84	106	133
存货	255	335	656	786	942
可供出售投资	3	3	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	570	944	1,088	1,210	1,291
无形资产	208	238	253	267	281
总负债	616	509	738	850	883
无息负债	258	311	380	401	425
有息负债	358	198	358	449	458
股东权益	1,840	2,774	2,941	3,135	3,371
股本	371	416	416	416	416
公积金	1,121	1,953	1,976	2,004	2,037
未分配利润	332	422	566	732	935
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	66	116	11	207	252
净利润	104	132	229	274	332
折旧摊销	58	91	10	19	26
净营运资金增加	656	-147	279	98	78
其他	-751	42	-506	-185	-183
投资活动产生现金流	-916	-136	-90	-110	-80
净资本支出	-404	-349	-120	-120	-90
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-511	213	30	10	10
融资活动现金流	1,008	16	-24	-94	-210
股本变化	71	46	0	0	0
债务净变化	137	-160	160	91	9
无息负债变化	56	53	68	21	25
净现金流	186	-50	-102	3	-37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-7.12%	71.44%	47.17%	27.03%	24.81%
净利润增长率	2.24%	26.91%	73.95%	19.97%	20.89%
EBITDA 增长率	-31.12%	80.81%	16.73%	24.65%	24.56%
EBIT 增长率	-52.50%	104.06%	92.00%	22.04%	23.63%
估值指标					
PE	33	26	15	12	10
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	26	16	15	12	10
EV/EBIT	50	27	15	13	10
EV/NOPLAT	63	33	18	15	12
EV/Sales	5	3	2	2	1
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.75%	28.12%	28.78%	28.95%	29.04%
EBITDA 率	18.15%	19.14%	15.18%	14.90%	14.87%
EBIT 率	9.39%	11.18%	14.58%	14.01%	13.88%
税前净利润率	19.80%	13.74%	16.07%	15.18%	14.70%
税后净利润率 (归属母公司)	15.61%	11.56%	13.66%	12.90%	12.49%
ROA	4.22%	4.01%	6.22%	6.89%	7.80%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.63%	4.74%	7.78%	8.75%	9.84%
经营性 ROIC	2.66%	3.83%	6.29%	7.07%	8.18%
偿债能力					
流动比率	2.54	2.50	1.81	1.65	1.63
速动比率	2.06	1.76	0.98	0.86	0.80
归属母公司权益/有息债务	5.14	14.01	8.21	6.98	7.36
有形资产/有息债务	6.25	11.99	7.67	6.78	7.21
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.25	0.32	0.55	0.66	0.80
每股红利	0.09	0.15	0.19	0.23	0.28
每股经营现金流	0.16	0.28	0.03	0.50	0.61
每股自由现金流(FCFF)	-2.29	0.00	-0.43	0.14	0.42
每股净资产	4.42	6.66	7.06	7.53	8.10
每股销售收入	1.59	2.73	4.02	5.11	6.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
国际业务	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
金融同业与战略客户	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
私募业务部	李经夏	021-22167371	15221010698	lijia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com