

# 健盛集团 (603558)

证券研究报告

2018年09月21日

## 越南产能释放，并表俏尔婷婷业绩走强

### 中国袜业出口龙头受益行业发展

近年来贴身衣物行业增速稳健，未来增长潜力大。根据欧睿国际统计数据，全球贴身内衣行业在 2016 年的市场规模达到了 1,078 亿美元，国内方面，预计到 2018 年中国内衣市场规模将达到 4,553 亿元，行业增长潜力巨大。另一方面，袜子行业过去十余年经历较快发展，人均消费量增长潜力大。公司系国内为数不多的从事袜业生产、销售的上市企业，也是中国袜业出口领军企业。目前贴身衣物行业集中度低，结构改进龙头有望获益。

### 国内外产能释放，增长超预期

国内改造完成，越南产能释放效果逐步显现，推动棉袜主业业绩增长。国内产能方面，杭州基地已将成，江山未来产能集中在健盛产业园，产量预计维稳。另一方面，公司主要发展棉袜业务，丝袜业务不再加大投入。国外产能方面，公司于 2013 年开始布局海外生产基地，拟建设 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前三个生产项目均已开始有效运营。18H1 越南两个公司实现净利润 3000 多万元。政策优势有效降低成本，产能释放进一步推动营收增长。

### 订单全球化布局，结构调整改善盈利。

国外市场方面，积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利。目前制造成本普遍上升的背景下，棉袜生产企业的利润空间被压缩，预计未来几年内将有较多的小型退出行业，集中度提高龙头收益。国内市场方面，建设自有品牌 jasan home，高质量+低价格打造核心竞争力。同时进一步加强与渠道商的合作，与都市丽人签署框架协议，强强联合互利共赢。

### 并表俏尔婷婷，产业并购推动业绩增长。

公司目标定位中高端贴身衣物，为拓展国内内销市场，着力打造“JASAN HOME”贴身衣物一站式购物平台。为促进发展战略落地，公司于 2017 年 8 月完成俏尔婷婷的收购，18H1 实现并表收入/利润 2.3 亿/3817 万元，考虑到俏尔婷婷上虞和贵州产能稳步增加，预期可兑现收购时业绩承诺。

### 维持“买入”评级，对应 3-6 个月目标价 10.2 元。

近年来袜业行业持续增长，公司受业绩益于行业发展；另外，国内外产能释放为公司业绩提供持续增长动力。预计公司 18—20 年 EPS 为 0.51/0.65/0.78 元(18/19 年原值为 0.70/0.93)，对应 PE 为 17/13/11 倍。考虑到公司通过横向拓展品类、丰富产品类型，在产业链上深耕细作，努力提升行业份额以及行业话语权，未来几年业绩持续高速增长可期，我们给予 18 年 20 倍估值，对应目标价 10.2 元。

**风险提示：业务拓展不达预期、并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。**

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	663.81	1,138.01	1,639.95	2,015.27	2,419.32
增长率(%)	(7.12)	71.44	44.11	22.89	20.05
EBITDA(百万元)	128.42	217.97	254.79	334.02	401.14
净利润(百万元)	103.62	131.51	213.73	270.94	324.30
增长率(%)	2.24	26.91	62.52	26.77	19.69
EPS(元/股)	0.25	0.32	0.51	0.65	0.78
市盈率(P/E)	35.00	27.58	16.97	13.38	11.18
市净率(P/B)	1.97	1.31	1.24	1.18	1.11
市销率(P/S)	5.46	3.19	2.21	1.80	1.50
EV/EBITDA	88.76	23.13	13.66	10.76	8.45

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.62 元
目标价格	10.2 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	416.36
流通 A 股股本(百万股)	152.54
A 股总市值(百万元)	3,588.99
流通 A 股市值(百万元)	1,314.88
每股净资产(元)	6.79
资产负债率(%)	18.33
一年内最高/最低(元)	16.55/7.29

### 作者

**吕明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518040001  
lvming@tfzq.com

**于健** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518090002  
yujian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《健盛集团-季报点评:销售继续快速增长,业绩恢复有望持续》2017-10-26
- 《健盛集团-半年报点评:销售快速增长,盈利能力稳定,市场波动下投资机会显现》2017-07-21
- 《健盛集团-公司深度研究:横向并购无缝内衣龙头俏尔婷婷,叠加袜品主业,双轮驱动高成长可期》2017-07-13



## 内容目录

1. 中国袜业出口龙头受益行业发展	4
1.1. 贴身衣物行业体量大、增长快，市场集中度提升龙头受益	4
1.2. 行业稳健发展推动业绩持续增长	5
2. 供给端：国内外产能释放，增长超预期	7
2.1. 产业链上下游布局完善	7
2.2. 国内改造升级完成，越南产能释放，高增长可期	7
2.2.1. 国内产能：杭州基地已建成，江山未来产能集中在健盛产业园	8
2.2.2. 国外产能：越南项目 2.31 亿双产能陆续在 17~19 年释放	8
3. 需求端：订单全球化布局，结构调整改善盈利	10
3.1. 国外市场：积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利	10
3.2. 国内市场：加强自有品牌建设&渠道商合作	12
4. 投资与并购：并表俏尔婷婷，与都市丽人签署框架协议	13
4.1. 公司并购俏尔婷婷扩充品类，致力打造中高端无缝内衣	13
4.2. 公司与都市丽人签署框架协议，进一步加深渠道部署	14
5. 盈利预测与估值	15
6. 风险提示	16

## 图表目录

图 1：贴身衣物行业划分类别	4
图 2：2011-2017 年中国袜子行业市场需求情况（亿双）	4
图 3：2011-2017 年中国袜业市场人均消费量（双/人）	4
图 4：消费升级背景下，各类功能型袜子需求日益增长	5
图 5：近年来公司营收增幅喜人	5
图 6：公司净利润 16 年迎来拐点	5
图 7：公司主要合作品牌商与零售商	6
图 8：近年来公司外贸销售额大幅上升（百万）	6
图 9：公司外贸销售占比略微下滑（%）	6
图 10：公司盈利能力维持稳定（%）	7
图 11：公司控费能力逐步上升	7
图 12：公司各生产基地产能预计大幅增长（万双）	8
图 13：各生产基地产量预计维稳（万双）	8
图 14：2017 年国内生产基地产销量情况（万双）	8
图 15：2017 年公司国内生产基地产能利用率接近饱和（%）	8
图 16：2017、2018 越南产能与国内对比（万双）	9
图 17：2011~2017 年健盛支付税费现金流量与占比	10
图 18：2013~2017 各年前三季度健盛支付税费现金流量与占比	10

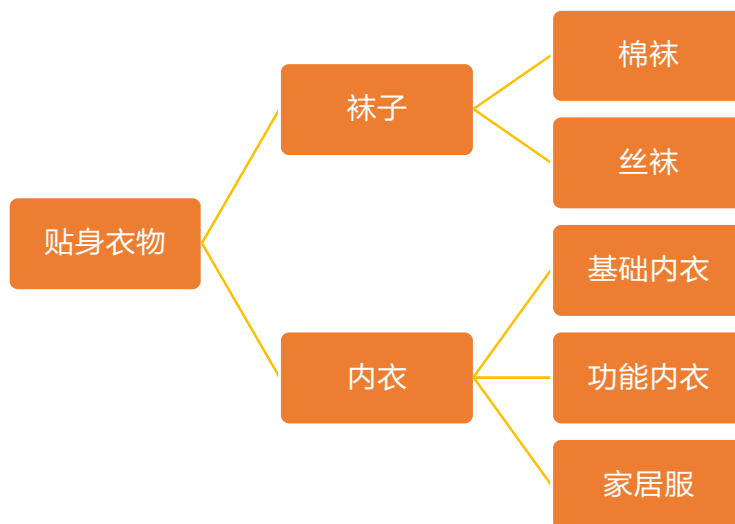
图 19: 出口单价下滑, 数量提升 .....	11
图 20: 行业出口金额下滑, 利润空间被压缩 .....	11
图 21: 棉袜销售数量 17 年增速高 (万双) .....	12
图 22: 自有品牌营收整体增长 .....	12
图 23: 俏尔婷婷产品一览 .....	13
图 24: 俏尔婷婷产能及规划 (万件) .....	14
图 25: 公司与都市丽人加深战略合作 .....	15
表 1: 越南与国内纺织制造各项成本比较 .....	9
表 2: 健盛集团各不同纳税主体对应所得税税率 .....	9
表 3: 健盛五大核心客户情况 .....	11
表 4: 越南集团与俏尔婷婷下游客户比较 .....	14
表 5: 主营业务盈利预测 .....	16
表 6: 可比上市公司估值水平 .....	16

## 1. 中国袜业出口龙头受益行业发展

### 1.1. 贴身衣物行业体量大、增长快，市场集中度提升龙头受益

近年来贴身衣物行业增速稳健，未来增长潜力大。贴身衣物主要分为袜子类和内衣类产品。根据欧睿国际统计数据，全球贴身内衣行业在 2013 年的市场规模达到了 1,078 亿美元，2010~2016 年复合增速为 5.6%。国内方面，2013 年的市场规模为 1,944 亿元，2009~2013 年的复合增速高达 14.40%，显著高于同期 GDP 增速。预计到 2018 年中国内衣市场规模将达到 4,553 亿元，行业增长潜力巨大。

图 1：贴身衣物行业划分类别

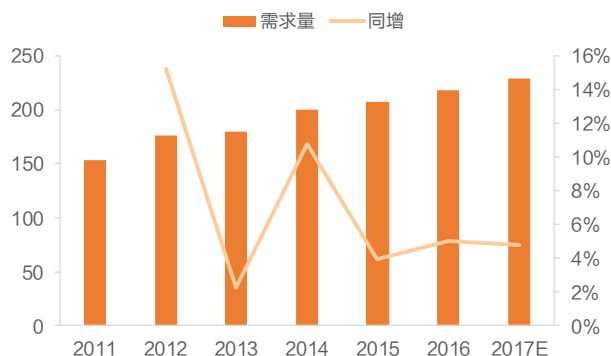


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

贴身衣物行业集中度低，结构改进龙头获益。国内贴身衣物市场结构高度分散，2015 年市场上厂商超过 3000 家，其中 99% 的厂商销售规模在 1 亿元以下，销售规模 10 亿以上的品牌市场份额合计不足 10%，其中 CR5 的市占率为 8.7%，预期我国贴身内衣行业未来进一步集中，龙头发展潜力大。

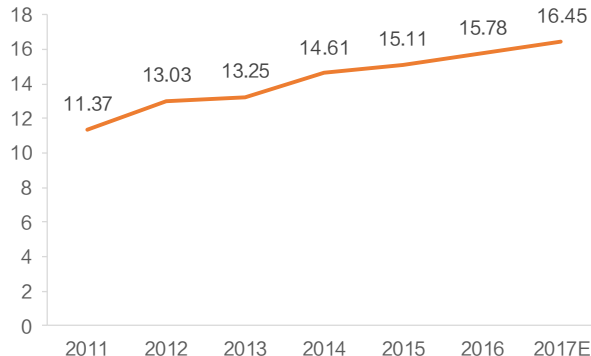
袜子行业过去十余年经历较快发展，人均消费量增长潜力大。单看袜业，中国在 2001~2015 年销售额增速较快，复合增速超 10%。2016 年，国内市场规模约 580.7 亿元，市场需求量约 218.1 亿双，增长 5.01%。我国人均年袜子消费 15.78 双，同比增长 4.4%。然而，相较于欧美等国超过 20 双的人均袜子年消费量，我国袜业需求仍然有较大的提升空间。

图 2：2011-2017 年中国袜子行业市场需求情况（亿双）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 3：2011-2017 年中国袜业市场人均消费量（双/人）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

袜业市场消费升级，预期培育中高端大品牌。目前袜业市场中低端产品占大头，伴随着消费者年轻化与消费升级的趋势，消费者对袜子的需求转向个性化、时尚化、高品质，因此各种类型的丝袜、连裤袜应运而生；此外，消费者愈发注重袜子的功能性，如排气、排湿、吸汗速干、抗菌除臭、红外保暖、夏季凉感等。因此未来中高端产品有望实现较快增长，袜业有望诞生强势自有品牌，以满足国内消费者的高端个性化需求。

图 4：消费升级背景下，各类功能型袜子需求日益增长

<p><b>耐摩擦袜：</b>采用人体受力分布设计并使用特殊编织，于脚弓与脚尖添加袋状织片，具有耐磨的特点，并可增加舒适度。</p>	<p><b>透气袜：</b>将毛圈放置在袜子外侧，利用凹凸立体设计，增加鞋底空间达到通风透气的效果，并可减少震动，缓解脚部疲劳。</p>
<p><b>跑步袜：</b>脚后跟的毛圈设计减少运动中冲击力，袜尖的平板设计以及袜底防滑膜可减少打滑，增加运动时速度。</p>	<p><b>蓬松罗口袜：</b>使用一种蓬松罗口的设计，解决袜子罗口容易勒脚和容易脱落的缺点。</p>
<p><b>易散热性运动袜：</b>采用袜筒袜底不同的织法，区分人体腿足部散热差异，起到吸湿排汗的保健效果。</p>	<p><b>直角袜：</b>袜筒和袜底呈90度直角，解决了袜子容易脱落的现象。</p>
<p><b>保护跟腱的运动袜：</b>解决了普通船袜在罗口顶端无任何保护区而导致运动时擦伤脚后跟的问题。</p>	<p><b>仿手工缝头袜：</b>使用自动缝头的方式解决手工缝头在生产中劳动力需求量大、自动缝头缝线粗糙、质感差的缺点。</p>
<p><b>单罗口袜：</b>解决了传统棉袜为保持不容易脱落在罗口位置的双层编织橡皮筋线设计造成腿部血液循环不畅的弊端。</p>	<p><b>V型袜：</b>根据人体力学改用“V”型设计，同时解决了传统长筒袜腿部勒痕和易脱落的问题。</p>
	<p><b>左右脚袜：</b>增大了脚尖大拇指处空间，避免了在使用过程中因大拇指的突出导致该区域破损，影响其使用寿命的问题。</p>

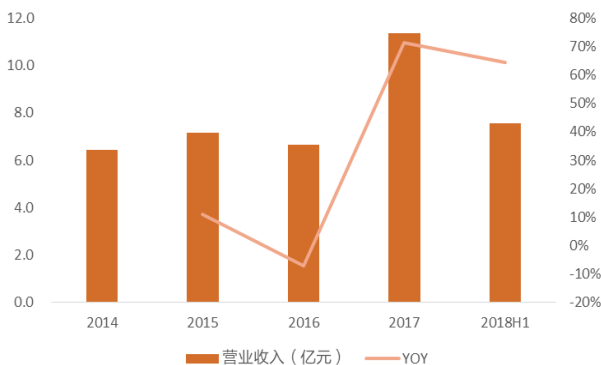
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 行业稳健发展推动业绩持续增长

公司系国内为数不多的一家从事袜业生产、销售的上市企业，也是中国袜业出口领军企业。根据棉袜产品中国海关统计，连续多年健盛的袜品全球贸易出口额位居全国前列。公司土地资源丰富、机器设备量行业领先，助其成为全球规模最大的棉袜制造商。

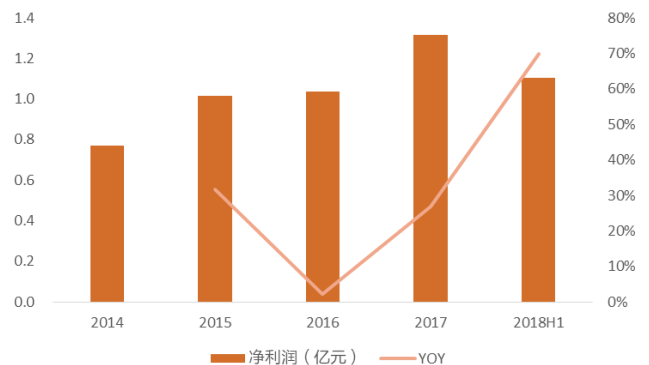
近年健盛营收、净利润均保持稳步增长。2016 年的业绩放缓，营收小幅下滑-7.12%，主要系迪卡依订单流失所致。2017 年公司及时调整策略，进行了价格方面的让步；加之土耳其政局不稳，迪卡依订单大部分回流，再叠加公司 16 年自主发掘的新客户增量，2017 年业绩实现强势反转，营收/净利 11.38 亿 (+71.44%) / 1.32 亿 (+26.92%)。截至 2018H1 由于俏尔婷婷无缝内衣并表以及越南棉袜产能和订单增长业绩再次大幅增长，实现营收/净利 7.57 亿 (+64.47%) / 1.11 亿 (+69.89%)。

图 5：近年来公司营收增幅喜人



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司净利润 16 年迎来拐点



资料来源：Wind，天风证券研究所

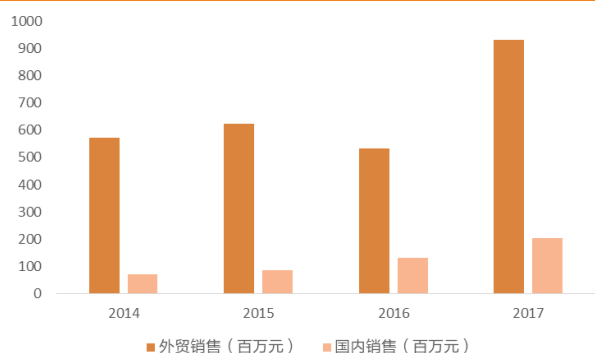
多家国际知名厂商优质供应商，业绩受益于目标市场稳健增长。公司生产模式主要是 ODM 和 OEM，为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供袜业的制造、代工服务，优质客户资源丰富。公司 80-90% 的销售额来自于外贸出口，主要销往美国、日本、欧洲、澳洲四大国际市场。其中，美国 2010~2016 年市场规模年复合增速达 4%，欧洲也在 2016 年达到了 245 亿美元的市场规模。得益于主要出口国贴身衣物市场规模增长，公司近几年外贸呈现稳步增长趋势，2017 年实现外贸销售 9.31 亿元，同增 75.12%。2018H1 实现外贸销售 6.36 亿元，同增 66.63%。

图 7：公司主要合作品牌商与零售商



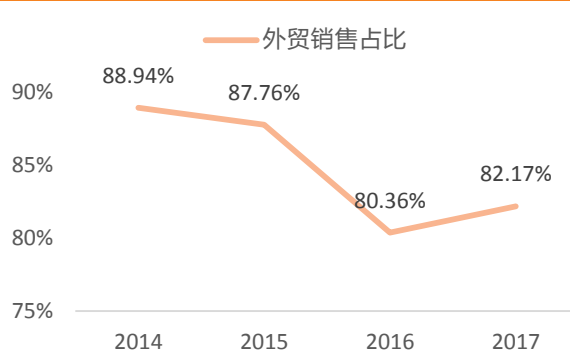
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 8：近年来公司外贸销售额大幅上升（百万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司外贸销售占比略微下滑（%）



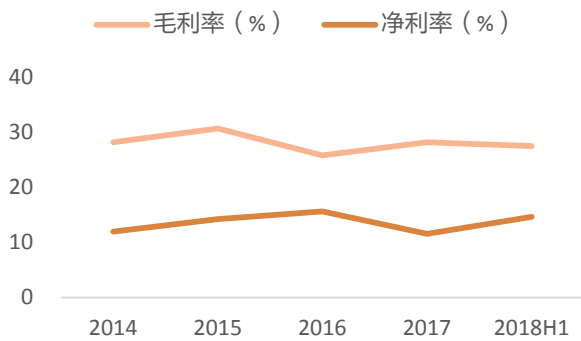
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司毛利率及净利润较为平稳，2016 年毛利率下滑主要系订单流失。2017 毛利率上升至 28.12% (+2.36pct) 主要由于人民币大幅升值对国内工厂的毛利率产生了重大影响。而 2017

年越南盾与美元的汇率比较稳定，因此越南工厂的成本与美元同步，越南工厂的毛利率未受到汇率影响，利润率更高。18H1 毛利率下滑至 27.41% (-2.78pct)。其中，棉袜毛利率下滑 4.31pct 至 25.89%，无缝内衣毛利率为 31.10%；毛利率下滑主要是由于公司产品结构变化影响：产品毛利率较低的越南地区产量大幅提升，从而影响整体毛利率水平；

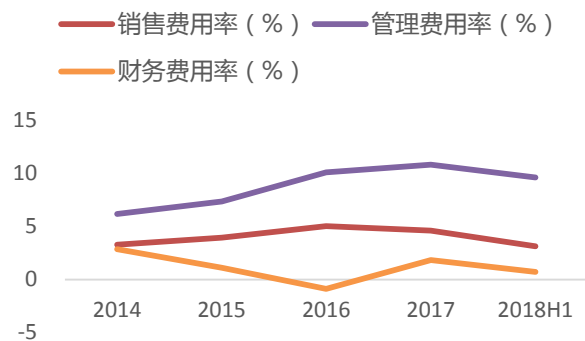
公司营运能力出色，17 年销售费用同比增长 56.92%，主要系营业收入增长 71%对应的包干费运输费及工资薪酬等的增加；管理费用同比增长 83.46%，一是公司持续加大产品研发投入，研发费用有较大增加，二是合并俏尔婷婷后对应的工资薪酬增加；财务费用同比增长 451%，主要系人民币升值对应的汇兑损失。虽然三项费用均有所增加，但费用率基本维持稳定甚至有所下降，侧面印证公司营运能力优秀。18H1 财务费用同增 144%，费用率为 0.72% (+0.23pct)，主要是由于当期借款增加导致利息增加所致。

图 10：公司盈利能力维持稳定 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司控费能力逐步上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 供给端：国内外产能释放，增长超预期

### 2.1. 产业链上下游布局完善

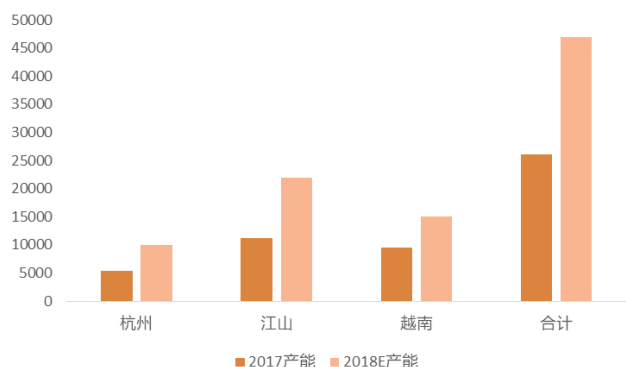
**除纺纱环节外产业链布局完整，有效提升效率。**为了保证袜品生产的高质量、提高对订单的反应速度以提升单位产品的经济效益，公司配套建立有染色、原辅料品生产工厂，同时配备了刺绣、点塑、辅饰等辅助性生产工序。产业链的延伸完善，一方面可以为公司带来更多利润，另一方面也提升了生产效率，进一步增强了竞争力。

- **纱线印染：**2016 年公司同步在国内和越南开展了印染配套项目，目前江山针织、越南印染两地染色项目生产均已步入正轨，废水排放量为每天 8,000 吨。越南地区染色项目已实现自给自足，不仅可以满足越南地区纱线染色的需求，还可以为其他工作做配套服务。
- **辅料生产：**公司生产链不仅覆盖各类优质棉袜、丝袜，为了保证产品的质量和交期，提高单位产品的经济效益，还建立了染色、橡筋线、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂，同时配备了刺绣、点塑、辅饰等辅助性生产工序。

### 2.2. 国内改造升级完成，越南产能释放，高增长可期

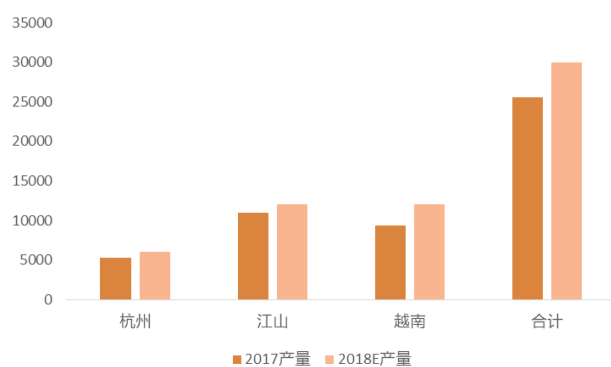
**国内厂房改造完成，越南基地全面投产，预计产量高增长可期。**2017 产能/产量 2.62/2.56 亿双，其中越南产能/产量为 9500/9406 万双，国内产能/产量 1.65/1.62 亿双。产能利用率接近 100%，单位产品的固定成本相对低。根据公司在建工程进度情况与经营目标，我们预测 2018 产能/产量 4.7/3.0 亿双，其中越南产能/产量为 1.5/1.2 亿双，国内产能/产量 3.2/1.8 亿双。

图 12：公司各生产基地产能预计大幅增长（万双）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：各生产基地产量预计维稳（万双）

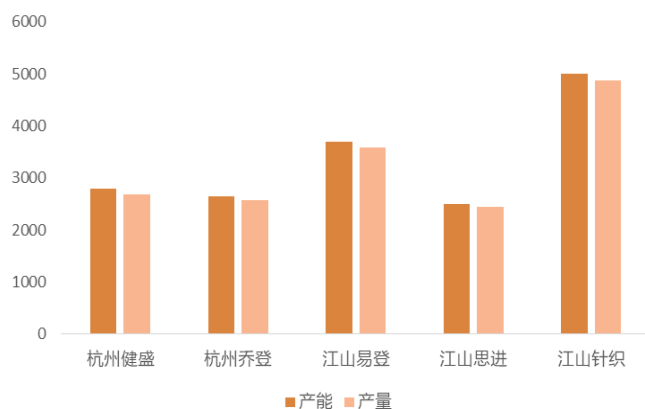


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2.1. 国内产能：杭州基地已建成，江山未来产能集中在健盛产业园

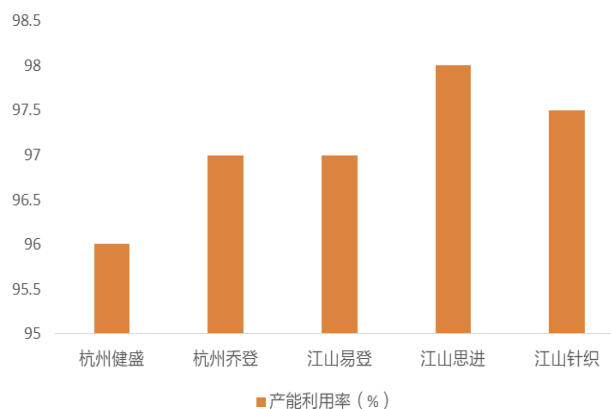
度过 2 年产能爬坡期，国内产能预计迎来增量。目前，国内生产基地有 5 个，主要分布在浙江衢州江山（江山易登、江山思进、江山针织）以及杭州（杭州健盛、杭州乔登）。2016 年，国内棉袜产能为 1.65 亿双。截至 18H1，杭州高档棉袜智慧工厂三幢厂房已全部完工，即将进行整体工程验收，预计下半年正式启用。另一方面，江山健盛产业园已建设完成并投入使用，原江山思进、易登工厂的产能已全部转入健盛产业园，按客户模块化工厂设置已初步形成，产量预计维稳。

图 14：2017 年国内生产基地产销量情况（万双）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：2017 公司国内生产基地产能利用率接近饱和（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续发展棉袜业务，提升公司的整体盈利水平。公司 2017 年国内在建的丝袜产能共计 1.12 亿双，包括江山针织年增 5200 万双丝袜生产线技改项目以及年新增 6000 万双丝袜生产线项目。但考虑到丝袜行业今年开始远远供大于求的发展态势，我们预计未来公司会聚力发展目前优势明显的棉袜业务。

### 2.2.2. 国外产能：越南项目 2.31 亿双产能陆续在 17~19 年释放

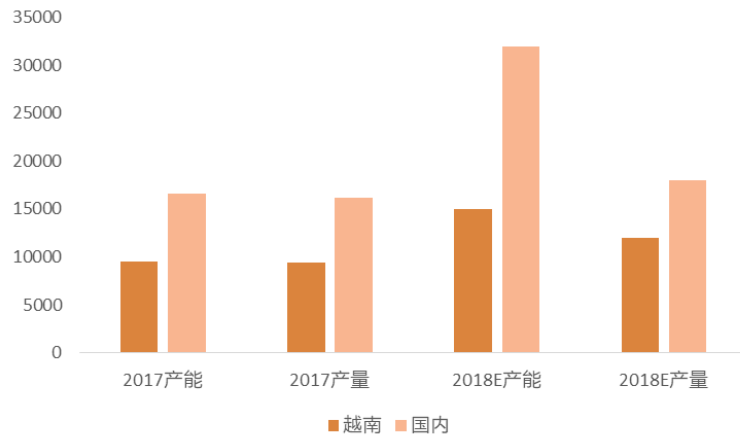
生产基地全球化布局以降低成本。公司于 2013 年开始布局海外生产基地，目前在越南已规划了三个生产项目，总投资超过 1 亿美元，拟建设 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前三个生产项目均已开始有效运营。越南投资将充分利用当地的劳动力成本优势、税收政策优势、减少国际贸易壁垒和降低客户进口关税成本等优势。海外生产基地的建设，将



进一步提升公司在棉袜代工领域的竞争力。18H1 越南两个公司实现净利润 3,000 多万元。  
**越南已建成以及新建的项目工程包括以下三项：**

- **越南健盛：**截至 2018H1，已完成越南基地海防第二第三工厂的全面投产、达产工作，2018H1 越南创汇 2329 万美元，同增 80.7%，预计 2018 年实现产量约 1.2 亿双。海防第四工厂正在建设过程中，同时公司正在研究在越南建设第三个生产基地的可行性。
- **越南健盛印染：**2017 年 1 月试生产，目前已正常运营。越南印染工厂的投产进一步完善越南生产基地的产业链配套，解决了越南原料供应的瓶颈，大大提升了公司越南生产基地的竞争力。

图 16： 2017、2018 越南产能与国内对比（万双）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**越南生产基地成本优势主要体现在两方面：**

**加工成本：**越南的水费每吨仅仅 1.8~2.4 元，电费每度仅 0.42 元，水电费水平基本上为国内的一半；

表 1：越南与国内纺织制造各项成本比较

各项指标政策对比	越南	中国
增值税	10%	17%
其他税	不设消费税、城建税等其他税种	消费税、城建税等各类税种
人工费用	1,500~2,000 元/月	4,500~6,000 元/月
水费	1.8~2.4 元/吨	3~4 元/吨
电费	0.42 元/度	0.75 元/度
工业用地	根据园区不同 25~100 美金/平米，土地使用权 50 年， 无土地税，土地私有	60~840 元/平米，需要另外交土地税

资料来源：中国棉花网，天风证券研究所整理

**税收政策：**健盛在越南享受越南政府的“四免九减半”的税收优惠政策，所得税前 4 年 0 税负，后 9 年的税率仅为 5%。另外，企业的增值税也只有 10% 低于国内水平；而且，越南没有设立消费税、城建税等各类税种。得益于在越南的各类税费水平优势，2016 年年度越南项目投产之后，全年支付的各项税费现金流量占经营活动现金流出比重降低了 1pct 至 9.5%；2017 年前三季度该指标也降低了近 2pct 至 5.2%。

表 2：健盛集团各不同纳税主体对应所得税税率

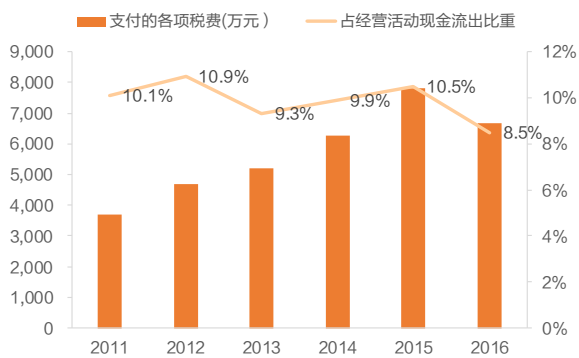
纳税主体名称	所得税税率
杭州健盛公司	15%
越南健盛公司	0

越南印染公司	20%
除上述以外的其他纳税主体	25%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

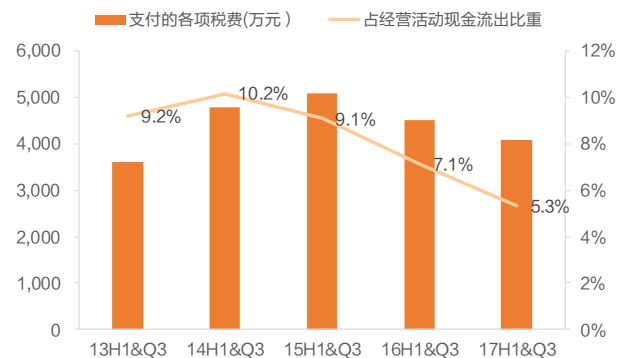
从全球范围来看，越南的产品出口总量远远小于中国，所以欧美等国家对越南征收的税可能只有百分之几到百分之十几，远远低于中国 30~40%的水平。越南出口到澳洲甚至享受 0 关税。此外，越南与美国签署《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP)后，主要制造工序纺纱、织造和印染在成员国内进行，可享受出口关税减免。

图 17：2011~2017 年健盛支付税费现金流量与占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：2013~2017 各年前三季度健盛支付税费现金流量与占比



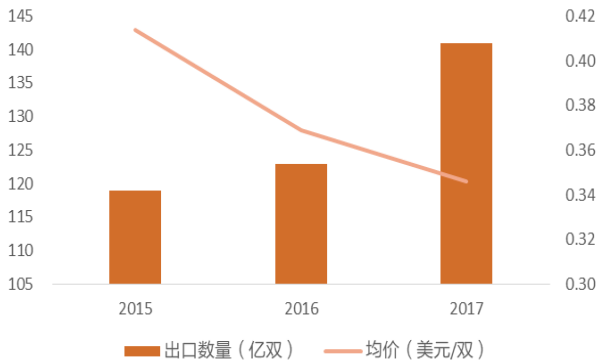
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 需求端：订单全球化布局，结构调整改善盈利

#### 3.1. 国外市场：积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利

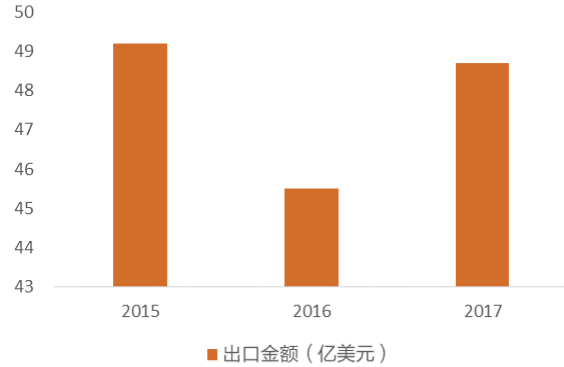
行业整合速度加快，市场集中度有望提高。2017 年我国出口 140.8 亿双，同比增长 14.1%；出口金额为 48.7 亿元，同比增长 7.0%。全年袜品出口实现量价齐升的良好局面，但同时应关注到，袜品出口平均单价在下滑。我们分析，在目前制造成本普遍上升的背景下，整体出口单价的下滑，意味着袜子生产企业的利润空间一直被压缩，预计未来几年内将有较多的小微型袜企退出行业，集中度提高龙头收益。

图 19：出口单价下滑，数量提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：行业出口金额下滑，利润空间被压缩



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**海外客户主要分布在欧洲、美国、日本和澳洲四大区域。**得益于公司多年的外贸销售经验积累，公司积累了坚实的品牌口碑，并且众多国际知名品牌商建立了深厚的合作关系。目前公司拥有 5 个核心客户，分别是 Puma（通过子公司道步）、优衣库（越南做直贸，有一部分是通过冈本代理）、迪卡侬、UA、太平洋（澳洲），前五名客户销售额占比 66.44%，其中 Puma 是最大的客户。

表 3：健盛五大核心客户情况

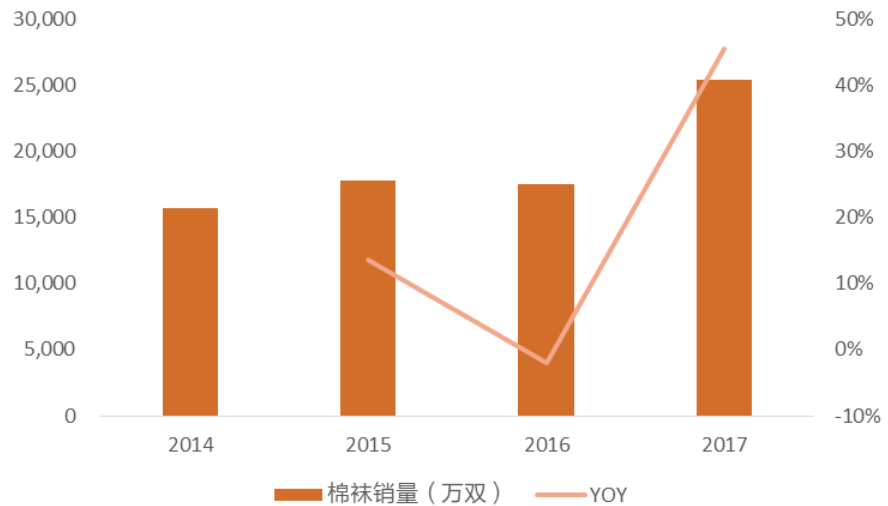
客户	简介	合作时间
太平洋	澳大利亚最大纺服上市公司，拥有众多知名品牌：BERLEI, BONDS, CLARKS, DUNLOP, HOLEPROOF, HUSH PUPPIES 等。	2001
冈本	日本袜业第一大生产销售企业，拥有 NIKE, MIZUNO, HANG TEN, UMBRO, MUNSINGWEAR, BOSS 等十多个世界知名品牌在日本袜品的生产销售权。	2002
迪卡侬	全球最大体育用品零售商，2003 年进入中国。2013 年 2 月已遍布全国 25 座城市近 60 家商场，目前仍在渠道扩张中，未来市场空间较大。	2004
道步	PUMA 集团旗下子公司，欧洲专业的棉袜采购商，旗下拥有著名品牌：PUMA, TOMMY HILFIGER 等。	2009
UA	美国体育运动装备品牌，专注于高端与专业的运动装备，是美国本土第二大运动品牌，占美市场份额仅次于耐克和阿迪达斯。	2016

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

**自主开发客户控风险，新客户订单释放推动主业增长。**受迪卡侬（在公司订单超 3,000 万双）订单转移影响，2016 年公司业绩出现了近十余年来首次下滑，销售数量同比减少 2%。为了避免订单流失危机再次上演，健盛在外贸销售方面做出了首次调整，加大了新客户开发力度。

**2017 老顾客年订单回流的同时挖掘新客户，业绩向好。**2017 年公司扭转 2016 年业绩首次下滑的情况，棉袜销售同比增长 42.5%，一方面是由于欧洲大客户在经济复苏背景下需求复苏；另一方面是新客户的开发开创了北美市场的新局面；同时，日本和中国的营收也出现较快增长。各地区较好的销售情况奠定了 2017 年的公司业绩。2018 年，公司预计持续开发新客户，提高出口业务的市场占有率。

图 21：棉袜销售数量 17 年增速高（万双）

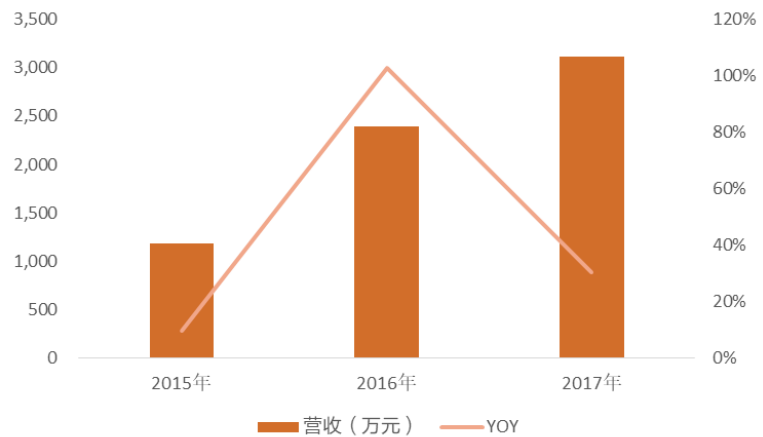


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 国内市场：加强自有品牌建设&渠道商合作

**建设自有品牌 jasan home, 高质量&低价格成核心竞争力。**目前产品已覆盖袜类、家居类、卫浴类、内衣类 4 大品类, SKU1200 达余款。依靠长期为国外大牌代工的丰富经验, 产品质量自是不必多说; 另外, 凭借 F2C 的优势, 商品直接面向消费者, 从而省去了加工工厂向零售商收取加工费的中间环节。袜子定价一般在 9~16 元, 价格在同类产品中极具竞争力。

图 22：自有品牌营收整体增长



资料来源：搜狐新闻，天风证券研究所

## 4. 投资与并购：并表俏尔婷婷，与都市丽人签署框架协议

### 4.1. 公司并购俏尔婷婷扩充品类，致力打造中高端无缝内衣

公司积极参与对外投资并购相关工作，并制定了围绕贴身衣物行业，促进公司主业发展的外延并购战略。为促进发展战略落地，公司于今年三月收购俏尔婷婷 100% 股权，俏尔婷婷主要做无缝内衣，是我国无缝针织行业领军企业。本次并购将使公司在巩固袜业优势地位的基础上，进一步横向拓展品类，丰富产品类型，强化了贴身衣物制造领域的优势地位，同时为自有品牌 JASAN HOME 提供稳定优质货品。通过并购俏尔婷婷，公司可以获得其内衣的生产和销售业务，俏尔婷婷也可以借助资本市场加快业务拓展。公司于 2017 年 8 月完成俏尔婷婷的收购，18H1 实现并表收入/利润 2.3 亿/3817 万元，考虑到上虞和贵州产能稳步增加，预期可兑现收购时业绩承诺。

俏尔婷婷将技术创新作为公司的核心竞争力之一。自成立以来公司始终紧跟国际尖端纺织科技，并拥有一支专业的设计研发团队，在纺织新材料、新工艺、流行款式、时尚色彩等应用领域具有较高的开发与应用水平。

图 23：俏尔婷婷产品一览



资料来源：俏尔婷婷官网，天风证券研究所

**相互补充客户资源，未来客户渗透率会有提升。**健盛和俏尔婷婷分别各自拥有稳定的长期合作下游客户，目前俏尔婷婷的三个最大客户分别是 delta（以色列最大纺织服装企业）、优衣库和迪卡侬。其中，优衣库与迪卡侬这两大客户是相重合的，双方分别在各自领域与之有着良好合作，而收购后公司的品类更加丰富，未来有望提升在这类客户中的议价权。

另外，两者没有重合的客户可以相互引荐介绍，达到客户资源共享的效果。

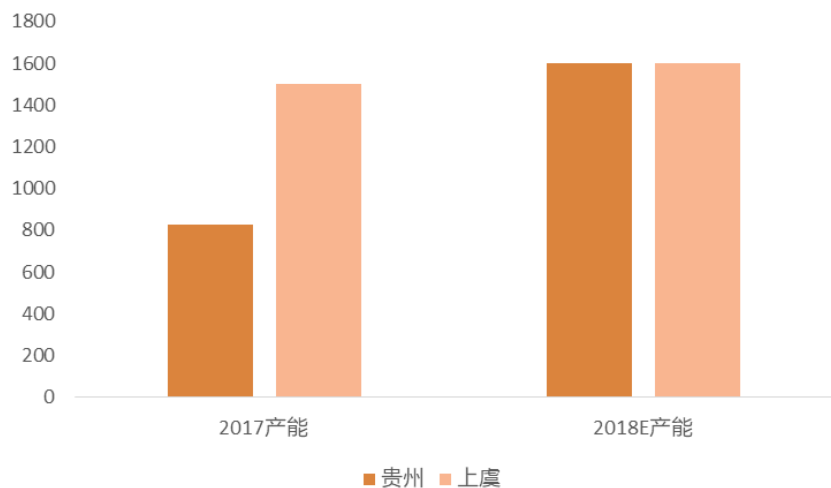
表 4：越南集团与俏尔婷婷下游客户比较

健盛集团	俏尔婷婷	重合客户
冈本、伊藤忠、道步	SPANX、华歌尔	
迪卡侬	迪卡侬	迪卡侬
优衣库、H&M	优衣库	优衣库
太平洋、麦德龙、UA	NIKE、安德玛	

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

**国内产能扩张&越南布局，未来持续发展。**俏尔婷婷的生产基地主要分布在贵州与绍兴，目前贵州产能是绍兴的一半。海外方面，目前健盛给俏尔婷婷在越南预留了 50 亩地，俏尔婷婷未来也将在越南逐步展开布局。凭借技术优势及并购的协同效应，俏尔婷婷 18H1 上虞/贵州产能为 1500 万/800 万件，产能持续释放，产量稳步扩大，有望完成 18 年 8000 万承诺业绩。

图 24：俏尔婷婷产能及规划（万件）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 公司与都市丽人签署框架协议，进一步加深渠道部署

2018 年 9 月 7 日，公司与都市丽人签署框架协议。

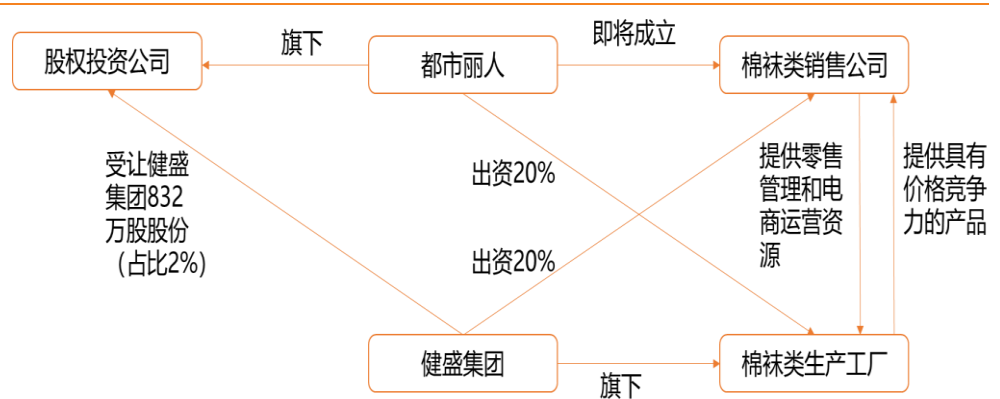
1) 都市丽人出资 20% 投资于公司旗下一家棉袜产品新生产工厂，此工厂将以优惠于公司其他客户的价格向都市丽人供应棉袜类产品，都市丽人不参与管理。

2) 公司出资 20% 投资于都市丽人旗下即将成立的一家棉袜类产品销售的公司，该公司主要向公司的新生产工厂采购棉袜类产品，并基于都市丽人自身零售管理和电商运营的竞争优势及战略资源，通过其现有的约 8,000 家零售门店、电商渠道以及京东京造平台等渠道销售该公司的棉袜类产品。

3) 为双方进一步战略合作考虑，都市丽人旗下的京合都（东莞）股权投资管理有限公司拟以大宗交易方式受让公司 832 万股股份（占股比例 2%），京合都将协助双方整合资源，促进双方业务进一步做大做强。

双方计划 2019 年、2020 年、2021 年的销售收入目标分别达到 1 亿元、2.4 亿元、5 亿元。

图 25：公司与都市丽人加深战略合作



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5.盈利预测与估值

**(1) 巩固和拓展国外市场、积极开发新客户，主业业绩反弹可期：**18H1 公司收入同比增长 64.47%，销售区域中欧洲市场稳步增长，日本的市场小幅下滑，澳洲和美洲市场呈现较快增长。无缝内衣方面，客户结构比较稳定，公司在满足现有客户的基础之上，尝试开发国内 B 端市场客户。目前袜子与无缝内衣两块均订单较多，生产较为饱和。从单价来看，15 年公司棉袜均价为 3.99 元，16 年为 3.74 元，但公司在 16 年公司新增了大量中高端新客户，17 年均价稳步提升，收入层面达到 9.24 亿元，18H1 棉袜实现收入 5.21 亿元，全年收入有望达到 11 亿左右。

**(2) 俏尔婷婷对赌，增厚公司业绩：**俏尔婷婷 18H1 完成本年业绩承诺的 46.68%，18/19 年承诺实现扣非净利润不低于 8000/9500 万元，未来将持续增厚业绩。

**(3) 新产能陆续释放：**杭州年产 1 亿双高档棉袜智慧工厂三幢厂房全部完工，预计下半年可以正式启用；江山健盛产业园已建设完成并投入使用，原江山思进、易登工厂的产能已全部转入健盛产业园，按客户模块化工厂设置已初步形成；公司完成了越南基地海防第二第三工厂的全面投产、达产工作，预计 2018 年实现产量约 1.2 亿双；海防第四工厂正在建设过程中，同时公司正在研究在越南建设第三个生产基地的可行性。

由此，预计 18-20 年公司整体销售增速分别为 44.1%、22.9%和 20.1%，归母净利润增速分别为 62.5%、26.8%和 19.7%，EPS 分别为 0.51、0.65 和 0.78 元，对应 PE 分别为 17、13、11 倍。

表 5：主营业务盈利预测

(百万元, %)	2015A	2016A	2017A	2018H1	2018E	2019E	2020E
健盛集团							
营业收入	710.79	662.36	946.08	521.40	1158.93	1432.79	1724.87
YOY		-6.81%	42.83%		22.50%	23.63%	20.39%
毛利率	30.51%	26.06%	28.17%		26.18%	26.18%	26.40%
俏尔婷婷							
无缝内衣营收			187.79	234.18	479.07	580.33	691.88
YOY					155.11%	21.14%	19.22%
其他							
营收	3.96	1.44	4.14	0.93	1.95	2.15	2.58
YOY		-63.64%	187.50%		-52.83%	10.00%	20.00%
毛利率	46.13%	25.00%	5.84%		10.00%	10.00%	10.00%
并表							
营业总收入	714.71	663.81	1138.01	756.51	1639.95	2015.27	2419.32
YOY		-7.12%	71.44%	64.47%	44.11%	22.89%	20.05%
毛利率	30.60%	25.75%	28.12%	27.41%	27.19%	27.26%	27.50%
销售费用率	3.95%	5.03%	4.61%	3.13%	3.50%	3.15%	3.00%
管理费用率	7.35%	10.12%	10.83%	9.62%	10.00%	9.70%	9.20%
财务费用率	1.10%	-0.89%	1.83%	0.72%	1.20%	0.50%	0.40%

资料来源：wind，天风证券研究所

综合纺织行业可比上市公司（嘉欣丝绸、新澳股份、百隆东方、申洲国际）的平均市场估值，2018、2019 平均市场 PE 分别为 18.53、15.68 倍。考虑到公司通过横向拓展品类、丰富产品类型，在产业链上深耕细作，努力提升行业份额以及行业话语权，未来几年业绩持续高速增长可期，给予 18 年 20 倍 PE，对应 3-6 个月目标价 10.2 元。

表 6：可比上市公司估值水平

	2018 PE	2019 PE
嘉欣丝绸	21.02	18.16
新澳股份	14.15	11.77
百隆东方	12.65	11.02
申洲国际	26.30	21.76
平均	18.53	15.68

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6.风险提示

业务拓展不达预期、并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	379.03	269.52	131.20	161.22	203.34	营业收入	663.81	1,138.01	1,639.95	2,015.27	2,419.32
应收账款	152.34	297.97	358.50	365.19	503.60	营业成本	492.86	818.03	1,194.11	1,465.83	1,754.00
预付账款	5.08	6.25	14.87	11.95	17.19	营业税金及附加	7.04	11.78	14.76	10.08	24.19
存货	255.05	334.55	543.54	590.38	712.84	营业费用	33.40	52.42	57.40	63.48	72.58
其他	561.93	215.93	264.52	347.46	275.97	管理费用	67.20	123.29	164.00	195.48	222.58
<b>流动资产合计</b>	<b>1,353.43</b>	<b>1,124.22</b>	<b>1,312.64</b>	<b>1,476.21</b>	<b>1,712.94</b>	财务费用	(5.92)	20.80	0.73	1.00	(0.26)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.96	5.27	4.92	2.02	4.84
固定资产	570.20	943.93	1,042.28	1,113.61	1,155.72	公允价值变动收益	0.00	(0.02)	(0.01)	0.00	0.00
在建工程	269.79	273.84	200.30	168.18	130.91	投资净收益	10.25	8.99	6.41	6.41	6.41
无形资产	208.15	238.47	230.04	221.61	213.18	其他	(20.50)	(33.83)	(12.80)	(12.83)	(12.83)
其他	55.11	702.95	691.38	685.55	687.08	<b>营业利润</b>	<b>78.51</b>	<b>131.28</b>	<b>210.44</b>	<b>283.80</b>	<b>347.81</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,103.24</b>	<b>2,159.19</b>	<b>2,164.00</b>	<b>2,188.95</b>	<b>2,186.89</b>	营业外收入	59.02	28.78	46.30	40.00	42.00
<b>资产总计</b>	<b>2,456.67</b>	<b>3,283.41</b>	<b>3,476.64</b>	<b>3,665.16</b>	<b>3,899.83</b>	营业外支出	6.09	3.74	5.30	5.04	3.74
短期借款	352.34	198.00	19.19	153.77	0.00	<b>利润总额</b>	<b>131.44</b>	<b>156.32</b>	<b>251.44</b>	<b>318.75</b>	<b>386.07</b>
应付账款	109.10	149.91	298.33	267.05	363.06	所得税	27.81	24.81	37.72	47.81	61.77
其他	70.94	101.16	191.01	95.86	214.34	<b>净利润</b>	<b>103.62</b>	<b>131.51</b>	<b>213.73</b>	<b>270.94</b>	<b>324.30</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>532.38</b>	<b>449.08</b>	<b>508.53</b>	<b>516.68</b>	<b>577.40</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2.00	0.00	0.00	5.21	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>103.62</b>	<b>131.51</b>	<b>213.73</b>	<b>270.94</b>	<b>324.30</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.25	0.32	0.51	0.65	0.78
其他	82.07	60.08	47.87	63.34	57.10						
<b>非流动负债合计</b>	<b>84.07</b>	<b>60.08</b>	<b>47.87</b>	<b>68.55</b>	<b>57.10</b>						
<b>负债合计</b>	<b>616.45</b>	<b>509.16</b>	<b>556.40</b>	<b>585.23</b>	<b>634.49</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	370.50	416.36	416.36	416.36	416.36	营业收入	-7.12%	71.44%	44.11%	22.89%	20.05%
资本公积	1,081.68	1,910.67	1,910.67	1,910.67	1,910.67	营业利润	-37.04%	67.21%	60.31%	34.86%	22.56%
留存收益	1,453.47	2,375.50	2,503.88	2,663.57	2,848.98	归属于母公司净利润	2.24%	26.91%	62.52%	26.77%	19.69%
其他	(1,065.43)	(1,928.28)	(1,910.67)	(1,910.67)	(1,910.67)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,840.23</b>	<b>2,774.25</b>	<b>2,920.23</b>	<b>3,079.93</b>	<b>3,265.34</b>	毛利率	25.75%	28.12%	27.19%	27.26%	27.50%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,456.67</b>	<b>3,283.41</b>	<b>3,476.64</b>	<b>3,665.16</b>	<b>3,899.83</b>	净利率	15.61%	11.56%	13.03%	13.44%	13.40%
						ROE	5.63%	4.74%	7.32%	8.80%	9.93%
						ROIC	7.09%	7.25%	6.77%	8.73%	9.58%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	25.09%	15.51%	16.00%	15.97%	16.27%
						净负债率	4.16%	-4.36%	1.43%	13.05%	8.03%
						流动比率	2.54	2.50	2.58	2.86	2.97
						速动比率	2.06	1.76	1.51	1.71	1.73
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.46	5.05	5.00	5.57	5.57
						存货周转率	3.12	3.86	3.74	3.55	3.71
						总资产周转率	0.36	0.40	0.49	0.56	0.64
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.25	0.32	0.51	0.65	0.78
						每股经营现金流	0.16	0.28	0.38	0.19	0.92
						每股净资产	4.42	6.66	7.01	7.40	7.84
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	35.00	27.58	16.97	13.38	11.18
						市净率	1.97	1.31	1.24	1.18	1.11
						EV/EBITDA	88.76	23.13	13.66	10.76	8.45
						EV/EBIT	157.02	37.02	16.48	12.62	9.76

资料来源：公司公告，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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com