

Q3 业绩增速回升，国际化产能布局持续推进

——健盛集团 (603558.SH) 2019 年三季报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 8.94 元

分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebcn.com

汲肖飞 (执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebcn.com

市场数据

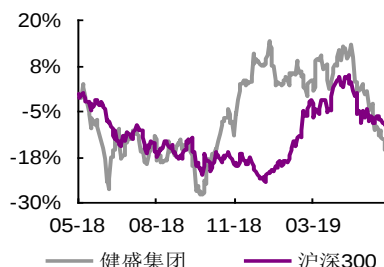
总股本(亿股): 4.16

总市值(亿元): 37.22

一年最低/最高(元): 6.86/11.88

近 3 月换手率: 24.89%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.21	-15.93	-7.95
绝对	-1.96	-17.60	1.16

资料来源: Wind

相关研报

产能搬迁拖累收入增速放缓，毛利率提升带动利润增长——健盛集团 (603558.SH) 2019 年中报点评

..... 2019-08-01
 并表提振业绩表现，越南布局迎来收获期——健盛集团 (603558.SH) 2018 年年报&2019 年一季报点评

..... 2019-05-02
 收购并表、汇率贬值利好业绩，携手都市丽人强强联合——健盛集团 (603558.SH) 2018 年三季报点评

..... 2018-10-25

◆19 年 1-9 月收入增 15%、净利增 31%，Q3 业绩增长提速

2019 年前三季度公司实现营收 13.12 亿元、同增 14.64%，归母净利 2.28 亿元、同增 31.04%，扣非净利 2.05 亿元、同增 39.92%，EPS 为 0.56 元。净利增速高于收入主要由于毛利率增、期间费用率降，低于扣非净利主要由于委托投资收益减少等因素导致非经常性损益同比下降。

分季度来看，2018Q1-19Q3 公司收入同增 72.97%、58.07%、28.87%、14.86%、17.95%、2.20%、25.04%，归母净利同增 32.62%、108.32%、53.77%、29.07%、57.20%、12.34%、32.65%。2019Q3 公司优衣库等重点客户订单拓展、国内棉袜工厂搬迁结束带动收入增速环比提升，净利增速高于收入主要由于毛利率同增 0.55PCT、销售费用率同降 0.61PCT、管理费用率同降 1.46PCT 等因素所致。

◆产能扩张推动棉袜收入增长，无缝内衣产品量价齐升

我们估计 2019 年前三季度公司棉袜收入同比个位数增长，其中优衣库订单改为直销导致 2019Q2 收入增速放缓、19Q3 收入增速较高。2019 年 5 月底公司江山健盛产业园 5 号工厂完工、开始贡献产能，2019 年越南海防三工厂产能扩张，清化年产 9000 万双棉袜项目正在建设过程中，棉袜产量保持增长。公司持续优化客户结构，棉袜销量增长带动收入提升。

我们估计 2019 年前三季度公司无缝内衣收入同增 20% 以上，俏尔婷婷研发、生产、服务等优势明显，加强重点客户粘性，带动产品销量增长，公司开发更多高单价无缝服装产品，结构优化带动平均价格提升，收入保持较快增长。

◆毛利率受汇率贬值等影响同比提升，费用率降

2019 年前三季度公司毛利率同增 1.11PCT 至 29.37%，主要由于 19Q2-Q3 人民币汇率持续贬值，袜子产品加强成本控制、毛利率提升。分季度来看，18Q1-19Q3 毛利率分别为 26.75%(-4.00PCT)、27.96%(-1.82PCT)、29.91%(+2.46PCT)、27.12%(+1.00PCT)、26.10%(-0.65PCT)、31.22%(+3.26PCT)、30.46(+0.55PCT)，19 年 4 月-9 月人民币兑美元汇率由 6.69 持续贬值至 7.18，贬值幅度为 7.32%，毛利率同比保持增长。

2019 年前三季度公司期间费用率同降 1.42PCT 至 12.03%，其中销售费用率同降 0.43PCT 至 2.79%，主要由于公司办公费、报关检验费等费用减少，管理费用率（考虑研发费用）同降 0.38PCT 至 9.47%，主要由于公司控制职工薪酬、租赁费等费用，财务费用率同降 0.61PCT 至 -0.23%，主要由于公司汇兑损益等增加。

◆公司收入有望保持较快增速，维持“买入”评级

我们认为:

1) 棉袜主业方面: 2019Q3 公司国内产能搬迁影响消除、新客户贡献订单，收入恢复较快增长，预计 2019Q4 收入保持较快增速。2020 年越南清化、兴安工厂棉袜产能开始投产，未来棉袜收入有望保持较快增长。

2) 无缝内衣方面, 2019 年俏尔婷婷开始拓展越南产能, 越南兴安新增 1800 万件无缝内衣工厂, 2019H1 已完成土建, 目前在进行室内配套工程、设备采购及人员培训, 预计年底可以投产, 新增越南产能有望强化公司客户粘性, 推动收入稳定增长。

3) 盈利能力方面, 19 年 4-9 月人民币汇率持续贬值, 此后基本保持稳定, 公司加强成本掌控能力, 强化盈利水平, 未来公司越南产能持续释放、税收优惠效果体现, 有望带动盈利能力进一步提升。

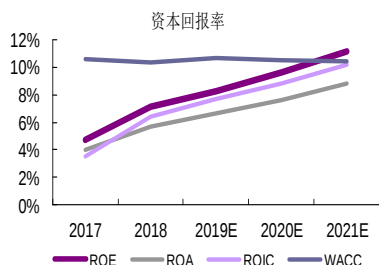
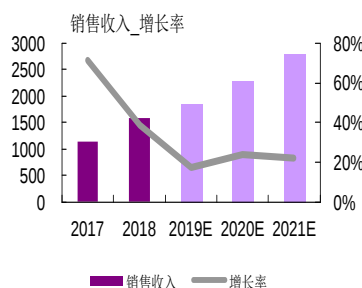
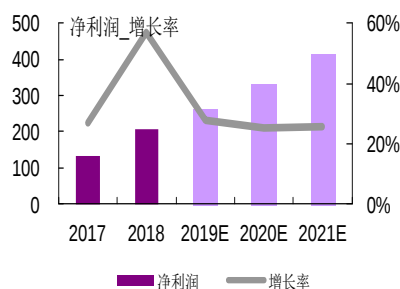
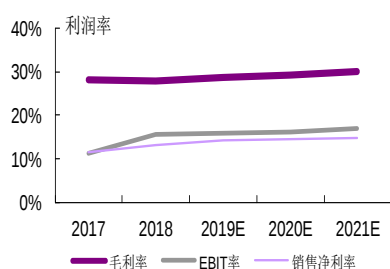
我们维持 2019-21 年 EPS 预测为 0.63/0.79/1.00 元, 目前股价对应 2019 年 14 倍 PE, 公司作为棉袜行业龙头较早进行全球化产能布局, 并加快自动化生产改造, 提升产品设计、研发水平, 强化客户粘性和盈利能力, 维持“买入”评级。

◆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、中美贸易摩擦加剧等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,138	1,577	1,846	2,284	2,790
营业收入增长率	71.44%	38.62%	17.05%	23.71%	22.14%
净利润 (百万元)	132	206	264	330	415
净利润增长率	26.91%	56.98%	27.87%	25.10%	25.77%
EPS (元)	0.32	0.50	0.63	0.79	1.00
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.74%	7.16%	8.29%	9.65%	11.16%
P/E	28	18	14	11	9
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 25 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,138	1,577	1,846	2,284	2,790
营业成本	818	1,137	1,316	1,614	1,953
折旧和摊销	91	117	97	102	108
营业税费	12	15	18	23	28
销售费用	52	64	74	91	112
管理费用	123	113	140	183	223
财务费用	21	4	4	5	8
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	9	-6	10	10	10
营业利润	131	236	300	375	472
利润总额	156	235	300	375	472
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	132	206	264	330	415

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,283	3,620	3,965	4,317	4,713
流动资产	1,124	1,272	1,574	1,883	2,239
货币资金	270	429	554	685	837
交易型金融资产	0	4	0	0	0
应收账款	257	289	366	450	547
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	41	0	92	114	139
存货	335	427	461	565	683
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	944	1,206	1,194	1,182	1,167
无形资产	238	246	261	275	288
总负债	509	738	780	895	991
无息负债	311	301	615	632	650
有息负债	198	437	165	263	341
股东权益	2,774	2,882	3,185	3,423	3,722
股本	416	416	416	416	416
公积金	1,953	1,959	1,985	2,018	2,059
未分配利润	422	560	777	982	1,240
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	116	258	535	358	439
净利润	132	206	264	330	415
折旧摊销	91	117	97	102	108
净营运资金增加	-147	21	-111	205	236
其他	42	-87	286	-279	-320
投资活动产生现金流	-136	-308	-120	-140	-140
净资本支出	-349	-313	-150	-150	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	213	5	30	10	10
融资活动现金流	16	46	-291	-87	-147
股本变化	46	0	0	0	0
债务净变化	-160	239	-272	98	78
无息负债变化	53	-10	314	17	18
净现金流	-50	21	125	131	152

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	71.44%	38.62%	17.05%	23.71%	22.14%
净利润增长率	26.91%	56.98%	27.87%	25.10%	25.77%
EBITDA 增长率	80.81%	66.03%	8.03%	20.88%	22.32%
EBIT 增长率	104.06%	92.18%	20.16%	25.98%	27.01%
估值指标					
PE	28	18	14	11	9
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	18	12	10	8	7
EV/EBIT	31	17	13	11	9
EV/NOPLAT	37	19	15	12	10
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	28.12%	27.95%	28.71%	29.34%	30.00%
EBITDA 率	19.14%	22.92%	21.16%	20.67%	20.70%
EBIT 率	11.18%	15.50%	15.91%	16.20%	16.85%
税前净利润率	13.74%	14.87%	16.25%	16.43%	16.92%
税后净利润率 (归属母公司)	11.56%	13.09%	14.30%	14.46%	14.89%
ROA	4.01%	5.70%	6.66%	7.65%	8.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.74%	7.16%	8.29%	9.65%	11.16%
经营性 ROIC	3.83%	7.11%	7.72%	8.84%	10.18%
偿债能力					
流动比率	2.50	1.82	1.98	1.89	1.87
速动比率	1.76	1.21	1.40	1.32	1.30
归属母公司权益/有息债务	14.01	6.60	19.33	13.03	10.93
有形资产/有息债务	11.99	6.20	18.20	12.61	10.77
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.32	0.50	0.63	0.79	1.00
每股红利	0.15	0.05	0.22	0.28	0.35
每股经营现金流	0.28	0.62	1.29	0.86	1.05
每股自由现金流(FCFF)	0.00	0.01	0.77	0.18	0.33
每股净资产	6.66	6.92	7.65	8.22	8.94
每股销售收入	2.73	3.79	4.43	5.49	6.70

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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，本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，本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。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。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述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所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼