



分享运动客户成长红利，优质制造迎来重估

健盛集团 (603558)

历史回顾：专注主业，从棉袜拓展至无缝服饰

健盛集团成立于1994年，是全球最大的袜类代工公司，2017年通过收购俏尔婷婷拓展至无缝服饰领域。公司创立之初引进日本针织技术和管理体系，目前客户以国外运动和休闲品牌为主，主要包括PUMA、UA、优衣库、迪卡侬等（2019年CR6约80%），两大产品中运动品类占比高达70%。2018年公司产能为棉袜3亿双、无缝服饰2300万件，公司自2014年开始在越南进行了海外产能布局，预计今年产能占比提高到50%。

优质制造公司具备稀缺性，壁垒为设备投资和管理

从下游品牌来看，目前供应商有较为明显的集中度提升趋势，对核心供应商提出共同研发、具备快反供应链能力、自动化能力强等要求。棉袜和无缝服饰行业壁垒在于设备初始投资高以及管理难度高。健盛集团的高端意大利设备约占比40%，参与客户研发的订单比例约70%，客户加价率高，使得公司袜子平均单价高于全国出口平均单价40%。公司在业内较早进行了海外布局，越南工厂净利率水平高于国内。

未来成长驱动：越南扩产，继续拓展大客户

未来国内新增产能不多，主要建设杭州智慧工厂、江山健盛产业园等，做智能升级；主要产能增长来自越南。从越南来看，预计未来每年棉袜产能新增4000-6000万双，无缝服饰3年新增450台织机。从下游客户成长来看，我们分析公司成长来自客户自身增长+客户份额提升+新客户开发。

盈利预测和投资建议

预计2019-2021EPS分别为0.65、0.77、0.94元。考虑：（1）行业可比公司2020年PE平均为11.96倍；（2）公司未来3年净利CAGR为23%；（3）回顾申洲历史估值爬坡历程，我们判断未来随着公司盈利稳定性提升、估值有望再上一台阶。综合相对估值和绝对估值，我们给予公司目标价为11.55-13.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产能释放不达预期；贸易战下汇率波动风险；棉价波动风险；员工持股解禁风险；定增解禁风险；股权质押风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1138.01	1577.47	1721.55	1960.14	2431.31
YoY (%)	71.44	38.62	9.13	13.86	24.04
归母净利润(百万元)	131.51	206.44	270.22	319.65	389.65
YoY (%)	26.91	56.98	30.89	18.29	21.90
毛利率 (%)	28.12	27.95	29.09	29.56	29.52
每股收益(元)	0.32	0.50	0.65	0.77	0.94
ROE	4.74%	7.16%	9.16%	10.13%	11.06%
市盈率	31.34	19.97	15.25	12.89	10.58

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	11.55-13.50
最新收盘价：	9.9
股票代码：	603558
52周最高价/最低价：	11.46/8.0
总市值(亿)	41.22
自由流通市值(亿)	38.04
自由流通股数(百万)	384.24



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-59775330

相关研究

1. 纺织服装年度策略报告：得中国者得天下，国产化风在起

2019.12.29

正文目录

1. 历史回顾：专注主业，从棉袜拓展至无缝服饰	4
1.1. 发展历程：海外布局，扩张品类	4
1.2. 资本市场表现：2017 年后持续杀估值	5
2. 优质制造公司具备稀缺性，壁垒在于设备投资和管理	6
2.1. 棉袜行业：行业壁垒在于设备投资	6
2.2. 无缝内衣行业：增长最快的运动细分品类，壁垒在流程管理	8
3. 公司优势：研发和客户优势带来高客单价，海外布局规避政策风险	8
3.1. 出口单价比全国平均高 40%	8
3.2. 较早进行海外布局，规避政策风险	9
3.3. 客户定位中高端，产成品加价率高	9
4. 公司成长驱动：越南扩产，持续拓展大客户	10
4.1. 产能扩大支撑收入增长	10
4.2. 持续拓展大客户	11
5. 财务分析：低于申洲成长阶段增速	12
5.1. 成长性分析：低于申洲成长阶段增速	12
5.2. 盈利性分析：客户加价率高于服装成衣，ROE 偏低	12
5.3. 周转率分析：产业链议价能力偏低，应付账款周转天数下降	13
5.4. 现金流分析：客户按时回款，收入与利润变现能力逐渐增强	14
6. 盈利预测与估值	15
6.1. 盈利预测	15
6.2. 估值和投资建议	16
7. 风险提示	18

图表目录

图 1 历年收入和净利及增速	4
图 2 历年毛利率和净利率	4
图 3 上市至今股价走势	6
图 4 健盛集团 PE BANDS 走势图	6
图 5 历年袜子出口数据	7
图 6 2009-2017E 年中国袜子市场规模以及需求量	7
图 7 历年健盛集团袜子平均单价与全国出口平均单价（元/双）	9
图 8 历年健盛集团及同业公司毛利率比较	13
图 9 历年健盛集团及同业公司净利率比较	13
图 10 历年健盛集团及同业公司摊薄 ROE	13
图 11 历年健盛集团及同业公司应收账款周转率	14
图 12 历年健盛集团及同业公司存货周转率	14
图 13 历年健盛集团及同业公司应付账款周转率	14
图 14 历年健盛集团净经营周期（天）	14
图 15 历年健盛集团与申洲国际经营性现金流净额/净利	15
图 16 历年健盛集团与同业公司销售收现/收入	15
图 17 申洲国际 PE BANDS 走势图	17

表 1 公司发展大事记	5
表 2 中国与越南人工、关税及所得税对比	9
表 3 部分客户价格带	10
表 4 子公司业务及产能	10
表 5 健盛集团部分客户增长情况	11
表 6 健盛集团及同业公司历年收入增长情况	12
表 7 健盛集团收入预测分拆表	15
表 8 可比公司估值	16
表 9 申洲国际各阶段估值与增速水平	17
表 10 健盛集团绝对估值法预测表	17
表 11 股价的 TV 增长率与 KA 双因素敏感性分析	18
表 12 PE 估值的 TV 增长率与 KA 双因素敏感性分析	18

1. 历史回顾：专注主业，从棉袜拓展至无缝服饰

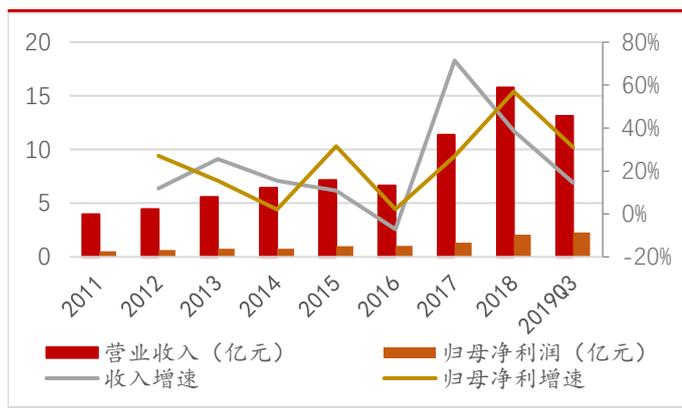
1.1. 发展历程：海外布局，扩张品类

健盛集团成立于 1994 年，是全球最大的袜类代工公司，2017 年通过收购俏尔婷婷拓展至无缝服饰领域。公司创立之初引进日本针织技术和管理体系，目前客户以国外运动和休闲品牌为主，主要包括 PUMA、UA、优衣库、迪卡侬等（2019 年 CR6 约 80%），两大产品中运动品类占比高达 70%。2018 年公司产能为棉袜 3 亿双、无缝服饰 2300 万件，公司自 2014 年开始在越南进行了海外产能布局，2018 年越南棉袜产能占比 36%，预计今年有望提高到 50%。

2018 年公司收入和净利分别为 15.77 亿元和 0.21 亿元，对应 3 年 CAGR 为 30%/26%；2019 年前三季度公司收入和净利分别同比增长 15%/31%。分品类来看，2018 年棉袜和无缝内衣分别占比 65%和 35%，增速分别为 10%和 192%（主要由于俏尔婷婷 2017 年 8 月并表的基数原因）；分地区来看，出口和内销分别占比 85%和 15%，增速分别为 44%和 15%，其中欧洲/日本+澳洲/美国占比分别为 30%/40%/22%。

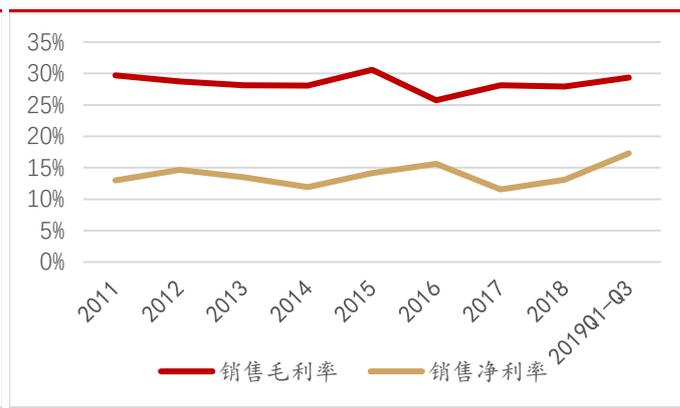
公司采用成本加成定价模式，毛利率基本在 25-30%波动，净利率在 12-17%，毛利率较高主要由于初始设备投入高、客户加价率高，但会受到产能利用率、汇率、棉价等阶段性影响。从成本构成来看，原材料、人工、折旧占比分别为 54%、21%及 25%。

图 1 历年收入和净利及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 历年毛利率和净利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

我们将公司的发展简要分为三个阶段：

(1) 1994-2008，发展初期：1994 年公司创立，1998 年改制为民企；2001 年和 2005 年相继建成杭州健盛和江山易登产能，总部从江山迁往杭州，形成以袜子制造为主，服装、纺织辅料加工为辅的模式。

(2) 2008-2015，快速扩产+海外布局期：2008 年公司完成股改、启动上市，继续在国内快速扩产的同时，也开始了越南海外布局。

(3) 2015 至今，上市后并购、转型期：应该来说，公司上市时点恰逢资本市场转型、并购风头正盛时期，但公司的转型尝试始终围绕主业：2016 年通过收购俏尔婷婷拓展至无缝内衣领域，并尝试推出自有品牌 JASON HOME；2017-2019 年，加大在越南的投资、进一步完善产业链，产业链完整保证了产品交期优势。

表 1 公司发展大事记

时间	大事记
1994	公司成立
2001	创建杭州健盛，扩大针织袜产能
2005	创建江山易登，补充公司针织辅料的产业链缺失
2008	完成股改、创建杭州乔登
2010	创建香港泰和裕，为公司海外投资打基础；创建江山针织
2014	创建健盛袜业（越南），成为公司第一个海外投资项目
2015	1 月公司上市；5 月定向增发募集资金 10.02 亿元（其中大股东认购 1,410 万股，占定增总数的 20%），用于自有品牌 O2O 建设、以及棉袜和丝袜技改扩产项目
2016	上半年迪卡侬订单丢失，公司意识到分散客户的重要性、积极开发新客户； 收购浙江俏尔婷婷，扩展无缝内衣业务，2017 年 2 月向夏可才和谢国英定向增发 2,521 万股和 691 万股购买俏尔婷婷股权，同时定向增发 1,374 万股募集共 1.92 亿元用于配套融资，8 月俏尔婷婷实现并表
2017	创建越南兴安染厂，为健盛袜业（越南）提供染料、辅料供给；5-7 月大股东增持 492 万股；10 月高管减持 380 万股
2018	杭州智慧工厂建设完成；2 月大股东减持 1945 万股；8 月公布一期员工持股计划；9 月与都市丽人签署合作框架协议（2019 年终止）；11 月公告回购 1.5-3 亿（不超过 2307.7 万股、价格上限为 13 元），全部用于股权激励（实际回购 1.6 亿，回购均价为 10.77 元）；
2019	创建健盛（清化）针织，标志着公司在越南拥有完整的针织品生产链条；引进原维珍妮负责内衣质控、UA 产品开发高管

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 资本市场表现：2017 年后持续杀估值

2015 年上市至今（截至 2019 年 12 月 19 日），公司股价上涨 34%，跑赢 SW 纺织服装行业指数 56PCT、全部 A 股 20PCT（同期 SW 纺织服装下跌 21.5%、全部 A 股上涨 14.6%）。2019 年 12 月 19 日公司市值约 40 亿元。公司上市以来累计融资金额为 22.75 亿元，累计分红金额为 1.93 亿元。

回顾公司历史股价表现，我们分为两个阶段：

（1）2015 年 1 月-2016 年 11 月上涨阶段：公司上市适逢牛市，作为次新股受到资金追捧；但 2016 年上半年由于受到土耳其货币贬值、竞争对手价格战影响，迪卡侬订单丢失使得中报低于预期，股价跌幅较大；但由于竞争对手在交期、质控方面不能满足客户要求，订单在下半年得以恢复，同时新客户 UA、Stance 订单陆续落地，2016 年 11 月公司因重大资产重组停牌、随后公告收购俏尔婷婷，三重利好使得 2016 年 9-11 月股价涨幅近 70%，对应最高点 PE 为 129 倍、市值 133 亿。

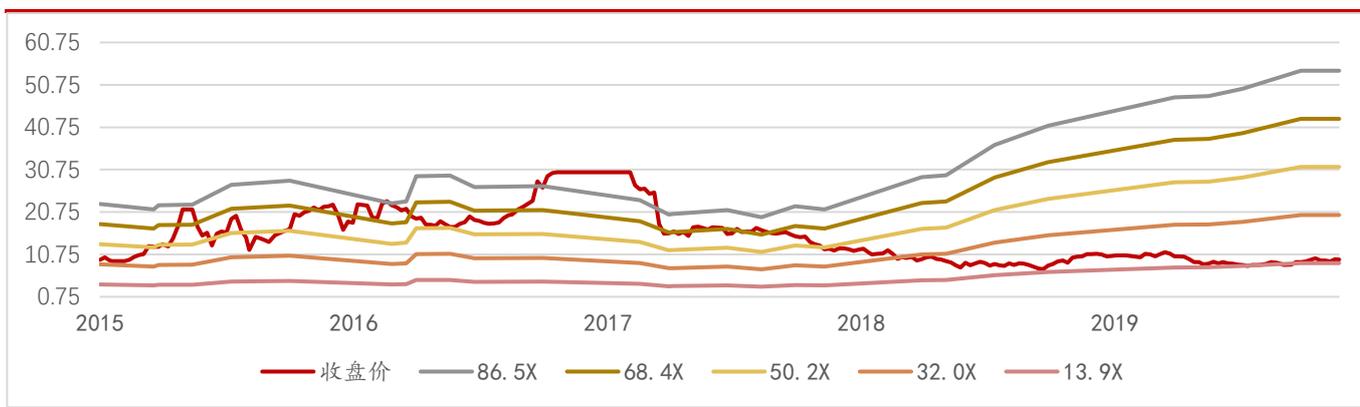
(2) 2016 年 11 月至今下跌阶段：除了受中小盘股票在这期间的系统性调整之外，尽管公司在越南已有海外产能布局，但还是受到受贸易战、汇率等因素影响，公司经历了持续杀估值，股价最低点（2018 年 10 月贸易战最悲观时期）对应 PE 为 13.9 倍、市值 28.5 亿。

图 3 上市至今股价走势



资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 健盛集团 PE BANDS 走势图



资料来源：wind，华西证券研究所

2. 优质制造公司具备稀缺性，壁垒在于设备投资和管理

市场一般认为代工制造行业处于产能过剩的夕阳阶段，然而从下游品牌来看，目前供应商有较为明显的集中度提升趋势：品牌在不断调整减少供应商个数、提高核心供应商的采购占比，对核心供应商提出共同研发、具备快反供应链能力、自动化能力强等较高的要求，因此我们有理由认为，未来优质制造资源的稀缺性会逐步凸显。

2.1. 棉袜行业：行业壁垒在于设备投资

从市场容量来看，(1) 国内出口：2018 年袜品出口金额为 48.5 亿美元，同比下降 0.4%；出口数量为 138.3 亿双，出口平均单价为 0.35 美元/双；出口复合增速

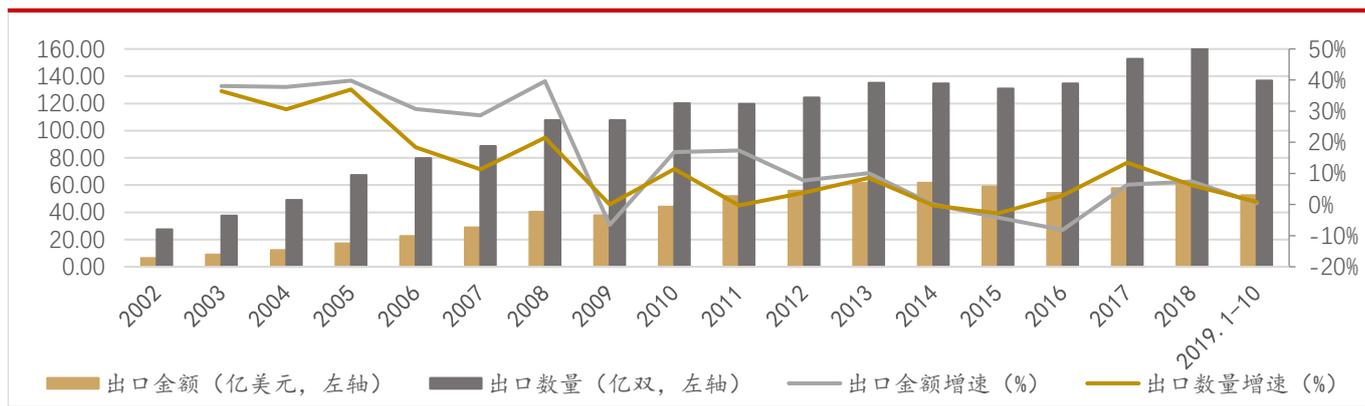
从 1995-2008 年 26% 降至 4%；(2) 国内消费：根据中商产业研究院数据，2016 年国内袜子行业市场规模约 580.7 亿元，同比增长 0.75%；销量约 218.1 亿双，同比增长 5.01%。按产能和收入测算，目前健盛出口市占率约 2%，未来仍存在份额提升空间。

从全球产能转移来看，产能从欧洲转移到中国和东南亚，日本和意大利占据中高端市场 90% 份额。国内从广东最先兴起，随后转移到江浙（诸暨、义乌、海宁等），东北受政策驱动成立了较多袜业园区，但以低端市场为主。

从国内行业竞争格局来看，我们分析，(1) 对于小企业来说，行业壁垒在于设备投资：棉袜、内衣行业毛利率较高，主要由于重资产行业初始设备投资较高，健盛集团设备从意大利进口（我们估计 10-20 万/台、高端接近 30 万左右，而国内的一般设备仅在 2-3 万），一般需要 5 年以上回本；(2) 对于大企业（如申洲国际）来说，进入这类行业规模不经济；(3) 对于海外企业（如越南）来说，受制于产业链配套如印染环节的缺失，也无法迅速形成规模；此外，越南的排污许可证也是进入门槛之一。

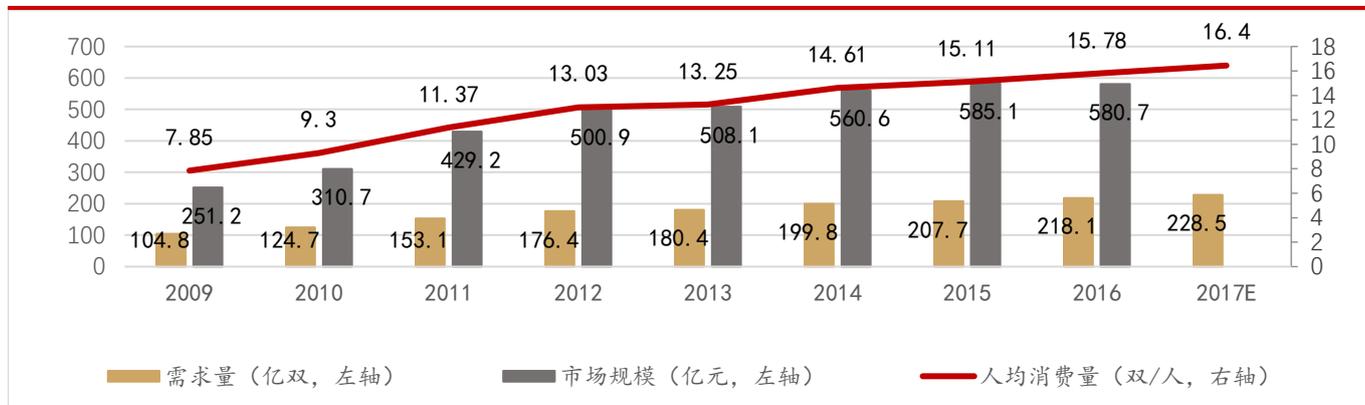
从国外行业竞争格局来看，公司主要竞争对手为土耳其 Gelal 公司和斯里兰卡 MAS 公司，这两家竞争对手的共同优势为：(1) 区位优势、更靠近客户，从而交期上具备优势；(2) 和客户为直供关系的先发优势；(3) 集团化、产业链一体化优势，从纱线端开始进行研发；(4) 阶段性货币贬值的价格优势。但 Gelal 产能规模为棉袜织机 1820 台，低于健盛集团（5737 台）。

图 5 历年袜子出口数据



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 2009-2017E 年中国袜子市场规模以及需求量



资料来源：中商产业研究院，华西证券研究所

2.2.无缝内衣行业：增长最快的运动细分品类，壁垒在流程管理

无缝内衣指没有缝制的内衣，包括运动内衣、塑身内衣和基础内衣，主要是两侧、下摆、腰口、脚口等部位没有缝制，其优势在于：（1）减轻运动时缝纫部分的皮肤摩擦，从而舒适度更高；（2）3D 立体编制，满足运动对人体曲线的要求；（3）定点提花，轻松撞色，更加满足个性化花色需求。无缝内衣起源于 90 年代的欧洲，在中国发扬光大、03-04 年风行，近些年行业竞争激烈、价格较 3-5 年前降低 15%以上，塑身内衣毛利率高于运动内衣。

从需求端来看，受益于运动、健身需求的快速发展，无缝产品成为发展最快的细分运动领域，根据俏尔婷婷收购公告，预计 2020 年全球无缝内衣市场容量为 300 亿美元；从供给端来看，全球无缝内衣 80%产能在中国，其余分布在欧洲、拉美、东南亚等，品牌做无缝内衣会率先找到中国供应商，国内生产企业约 300-400 家，国外主要生产企业在土耳其、斯里兰卡。我们分析，无缝内衣行业壁垒主要在于设备稳定性和生产线上下游对接。

健盛集团以 8.7 亿元收购了俏尔婷婷 100%的股权（对应 2016 年 PE12 倍），拓展至无缝内衣行业，双方协同效应较强，存在 70%共同客户。俏尔婷婷于 2017 年 8 月并表，业绩对赌要求 2017-2019 年扣非净利润不低于 6,500、8,000、9,500 万元，2017/2018 年实际分别超预期实现扣非净利 6687.81 万元/10085.07 万元，公司毛利率在 35%以上，净利率在 15-20%。

俏尔婷婷是国内最大的无缝内衣公司，有浙江上虞和贵州两大生产基地，并开始越南扩产，我们分析，公司的优势主要在于：

（1）规模优势：公司目前有 400 多台织机，而竞争对手 200-300 台、大部分在 100 台以内，且以低端产能为主；

（2）研发优势：公司 07-08 年与 Delta 公司（曾是无纺布行业最大的公司之一）合作，积累了较多纱线技术；公司织机最全，覆盖 12-22 寸全尺寸口径，且拥有国内唯一的 40 针超薄面料织机、竞争对手只能打样；研发团队 120 多人，而竞争对手研发团队仅十人；公司也是国内唯一同时做无缝和无痕内衣的企业。

（3）客户优势：前三大客户为优衣库、迪卡侬、Delta (NIKE、Lululemon)，其他客户包括：NIKE、UA、SPANX、华歌尔、安莉芳、CK 等，其中优衣库和华歌尔已合作十几年。我们估计，公司在迪卡侬/优衣库无缝内衣供应占比为 70%/50%左右；

（4）管理优势：公司成立之初得益于日本贤青木公司派了很多技术专家，形成日式管理体系，在行业 03-04 年高峰期率先转型、提高管理、生产高性价比产品。

目前俏尔婷婷主要竞争对手为斯里兰卡和土耳其公司，对方客户优势更强，且是直接和客户合作。

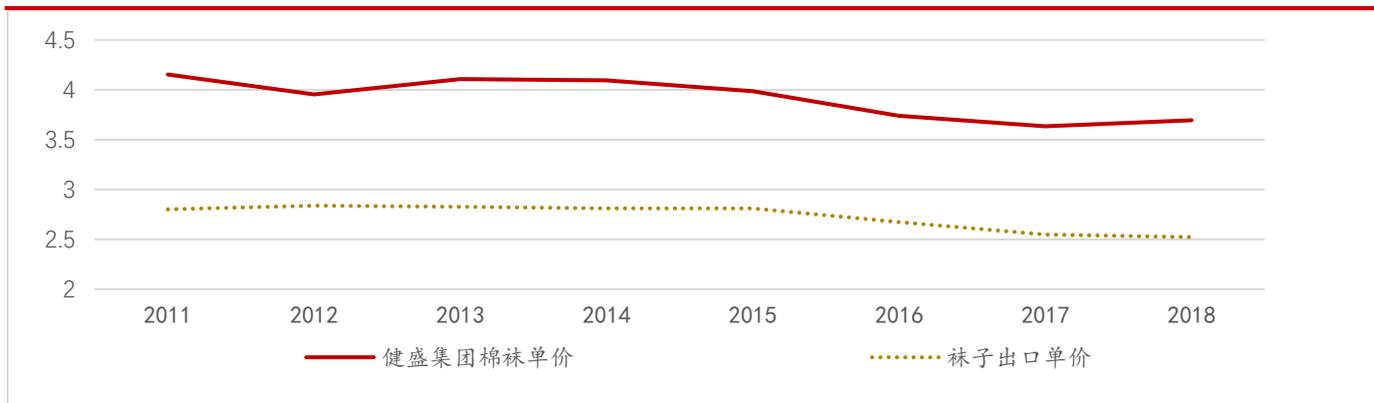
3.公司优势：研发和客户优势带来高客单价，海外布局规避政策风险

3.1.出口单价比全国平均高 40%

公司设备投入领先于行业，我们估计，高端意大利设备占比接近一半，参与客户研发的订单占比一半以上，从而公司袜子的平均单价比全国袜子平均出口单价高近

40%。2018 年健盛集团棉袜平均单价为 3.69 元/双；根据海关总署出口数据显示，2018 年我国袜子出口平均单价为 0.38 美元/双，折合人民币 2.52 元/双。

图 7 历年健盛集团袜子平均单价与全国出口平均单价（元/双）



资料来源：WIND，海关总署，华西证券研究所

3.2.较早进行海外布局，规避政策风险

公司从 2013 年开始考察越南，在业内较早进行了海外布局，这使得公司在贸易战背景下具备相对竞争优势：（1）人工：目前国内面临招工难、人工成本高企，估计越南人工的月工资在 250 美元左右，折合人民币 1752 元；国内工人的月工资在 4000-5000 元；即使考虑效率差异，越南仍有人工成本优势，但近些年人工成本提升速度也较快。（2）关税：越南相对于国内，在欧美市场和日本市场都有关税优势。2019 年 5 月开始，越南对欧洲和日本的棉袜等产品出口零关税，而中国为欧洲和日本的出口关税分别为 12%和 6%-7%。综合来看，我们分析，目前公司越南工厂净利率高于国内，估计在 15%左右，未来随着越南产能占比提升，有望带动公司净利增速高于收入增速。（3）此外，公司在越南具备 5000 吨/天的排污权。

表 2 中国与越南人工、关税及所得税对比

		中国	越南
关税	欧洲	12%	0 (2019 年 5 月起)
	日本	6%-7%	0
所得税率	海防	4 免 9 减半	10%
	其他地区	2 免 4 减半	20%
人工	月工资	250 美元/折合 1752 元	4000-5000 元

资料来源：华西证券研究所

3.3.客户定位中高端，产成品加价率高

健盛集团的客户主要为 NIKE、迪卡侬、PUMA、LULULEMON 等知名品牌，这些品牌普遍定位中高端，加价率基本在 5 倍以上，其中 LULULEMON、UA、PUMA 等国外品牌加价率甚至高达 13 倍以上，高于成衣。高加价率使得客户价格敏感性相对较低、而更注重新品研发，而参与研发订单的增多提高了健盛的议价能力。

表 3 部分客户价格带

客户名称	棉袜	无缝内衣
PUMA	69-79 元	119-328 元
UA	49-329 元	119-599 元
优衣库	10-26 元	39-199 元
迪卡侬	6-75 元	30-550 元
GAP	20-118 元	71-198 元
NIKE	20-43 元	89-529 元
Lululemon	80-420 元	220-1480 元

资料来源：天猫，华西证券研究所

4. 公司成长驱动：越南扩产，持续拓展大客户

4.1. 产能扩大支撑收入增长

从国内来看，(1) 棉袜：公司在国内拥有杭州健盛、杭州乔登、江山易登、江山思进、江山针织五个棉袜生产基地，2018 年总产能为 1.9 亿双，杭州工厂主要面向日本客户，江山工厂主要面向欧洲及大洋洲客户，江山针织进行辅料生产；2019 年上半年由于杭州厂搬迁、国内棉袜产能降至 1.4 亿双。(2) 无缝内衣：俏尔婷婷在贵州、绍兴上虞建有两大无缝内衣生产工厂，产能 2300 万件。未来国内新增产能不多，主要建设杭州智慧工厂、江山健盛产业园，推动原有产业基地整合升级，江山健盛产业园 5 号工厂已于 2019 年 5 月底完成建设。

从越南来看，2018 年棉袜产能增至 1.1 亿双，产能占比约 36%。2019 年健盛(越南)纺织印染有限公司出资建设年产 1800 万件无缝针织运动服饰项目，2019 年上半年土建工程已完工、设备采购及人员培训工作已开始进行；此外，清化棉袜项目(新增 9000 万双中高档棉袜生产线项目)、兴安无缝运动服饰项目预计 2020 年初投产。

表 4 子公司业务及产能

	名称	产品	2018 年产能 (万件)	2015 产能 利用率%	2016 产能 利用率%	2017 产能 利用率%	2018 产能 利用率%
棉袜	杭州健盛	各类袜子	2800	95.44	91.12	96.01	79.6
	杭州乔登	袜子	3000	96.07	90.09	97	76.9
	江山思进	橡筋线、氨纶线、刺绣、袜子	2500	98.14	93.15	98	93.2
	江山针织	袜子和辅料		97.95	81.41	97.5	
	江山易登	袜子、服装、纺织辅料	10930	97.18	90.03	97	98.1
	健盛越南	各类袜子	11000	75.28	94.18	99.01	95

无缝内衣 (俏尔婷婷)	绍兴上虞	针织内衣、服装	1400	-	-	87.69	99
	贵州鼎盛	针织内衣、服装	900	-	-	118.26	105.54

资料来源：公司年报，华西证券研究所

4.2.持续拓展大客户

公司不断在做客户结构调整，如减少价格敏感性高的客户占比。从下游客户成长来看，公司成长来自客户自身增长+客户份额提升+新客户。

(1) 客户自身增长：A. 迪卡侬：中国区增速远超过全球增速：2017 年迪卡侬在国内有 243 家店、全球有 1000 多家，规划 2020 年在国内开到 500 家、全球开到 1600 家店，国内、全球开店 3 年 CAGR 分别对应 27%/17%，估计迪卡侬无缝内衣年采购量在 1000 万件以上，其余采购来自土耳其和意大利；公司早期客户迪卡侬以国外订单为主，目前订单已大部分来自国内。B. PUMA：PUMA 近些年开始聚焦足球、篮球等品类，增速反转。

(2) 客户份额提升：以 NIKE 为例，目前公司在 NIKE 采购占比不高、且棉袜品类并未合作，NIKE 已派团队进驻公司协助产品开发和质量管控，未来有望抢占土耳其、东南亚竞争对手份额。我们估计，以棉袜来看，公司在第一大客户 PUMA 欧洲区占比高双位数、第二大客户 GILDAN (UA 经销商) 欧洲区占比高双位数、全球占比个位数、第三大客户迪卡侬占比低双位数、第四大客户优衣库占比低双位数；以无缝服饰来看，公司占迪卡侬采购比例为中双位数、GILDAN 为中双位数、优衣库为低双位数。由此我们判断，未来公司在 GILDAN、迪卡侬、优衣库均有较大份额提升空间。

(3) 新客户：2019 年公司新拓展客户 GAP、BOMBAS，未来公司有望拓展国内品牌如安踏、李宁、曼妮芬等。

表 5 健盛集团部分客户增长情况

客户名称	最新报告期	全球收入增速	中国区收入增速	棉袜采购额占比	无缝内衣采购额占比
PUMA	2019 财年第三财季	17%	26.5%	欧洲区占比高双位数	-
UA	2019 财年第三财季	-0.97%	-	欧洲区占比高双位数、全球占比个位数	中双位数
优衣库	2020 财年	8.1%	14.3%	低双位数	低双位数
迪卡侬 (未上市)	2017 年	11%	2013-17 年 CAGR 为 27.3%	低双位数	中双位数
GAP	2018 财年第二财季	-1.9%	-12.2% (亚太区)	-	-
NIKE	2020 财年二财季	13% (汇率不变)	23% (汇率不变)	-	-
Lululemon	2019 财年三财季	23%	-	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5. 财务分析：低于申洲成长阶段增速

5.1. 成长性分析：低于申洲成长阶段增速

2011-2015 年，健盛集团快速扩产+海外布局期，收入逐步上涨，4 年 CAGR 为 15.8%；2016 年，受迪卡侬订单丢失影响全年业绩受损，但公司及时开发新客户，下半年有所复苏；2017 年至今，公司收购俏尔婷婷，将主业扩展到无缝内衣，同时越南工厂相继投产，2017/2018 年收入增速分别为 71%/39%，其中无缝内衣 2018 年增速达到 192%，收入占比为 35%。

申洲国际主业为面料+成衣制造，客户集中度更高、研发壁垒更高。申洲目前进入平稳增长期，但相较申洲成长阶段增速，健盛显得有所不及：申洲国际收入达 90 亿（2011 年）前呈现高速增长态势，2002-2011 年的 9 年 CAGR 高达 24.6%；收入到达 90 亿后进入稳态增长，收入增速在 10%-20% 范围内波动上涨，2012-2018 年的 6 年 CAGR 为 15.3%。但健盛和申洲下游都是运动品牌、集中度较高，成长性均高于鲁泰、华孚时尚、百隆东方。

表 6 健盛集团及同业公司历年收入增长情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
健盛集团	-	11.88%	25.55%	15.51%	10.83%	-7.12%	71.44%	38.62%	9.31%
申洲国际	34.57%	-1.15%	12.55%	10.79%	13.52%	19.45%	19.72%	15.82%	12.19%
棒杰股份	20.24%	0.89%	8.12%	-0.06%	-8.39%	19.89%	8.46%	-6.00%	18.87%
超盈国际控股	-	0.70%	17.92%	12.72%	9.57%	20.72%	13.30%	14.62%	17.62%
维珍妮	-	-	31.07%	10.10%	21.24%	-8.03%	25.56%	6.82%	2.11%
浪莎股份	20.17%	1.26%	5.09%	-24.46%	-37.72%	30.47%	27.99%	12.68%	3.80%
鲁泰 A	20.06%	-2.58%	9.28%	-4.63%	-0.05%	-3.64%	6.93%	7.27%	-2.58%
华孚时尚	6.56%	12.30%	8.64%	-1.59%	10.94%	29.54%	42.61%	13.64%	8.34%
百隆时尚	-2.40%	0.10%	-10.39%	8.34%	8.35%	9.09%	8.77%	0.75%	-2.49%

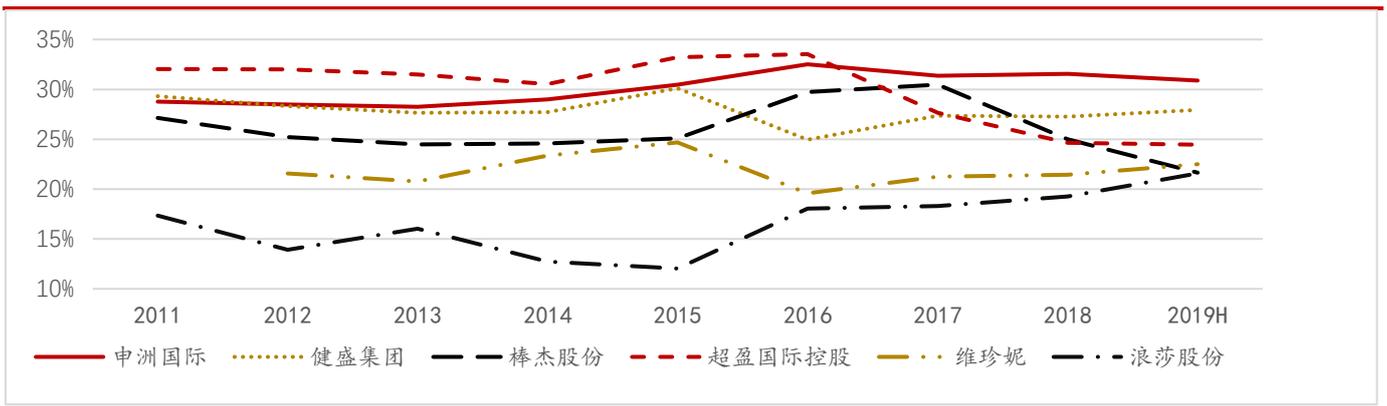
资料来源：wind，华西证券研究所

5.2. 盈利性分析：客户加价率高于服装成衣，ROE 偏低

健盛集团 2017、2018、2019H 毛利率为 27.37%、27.27%和 27.94%，净利率为 11.68%、13.21%和 17.54%。与同行业其他公司相比，健盛盈利能力较高，主要由于客户对袜子、无缝内衣的加价率高于服装成衣；而棒杰股份定位中低端，叠加管理费用率较高，盈利能力弱于健盛集团。申洲国际盈利能力强于健盛集团，一是因为申洲国际做面料+成衣制造，产业链更长，另一方面则由于公司研发能力较强、ODM 占比更高。

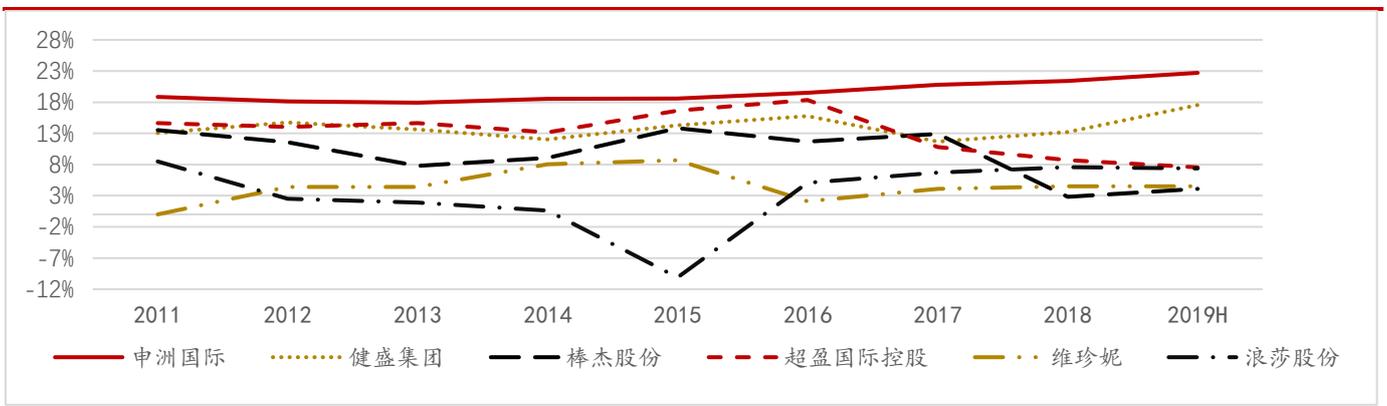
健盛集团目前 ROE 较低主要受土地、厂房投资较高、固定资产折旧较高影响（2017/2018/2019H 分别为 1.67 亿/9634 万/5715 万元），未来随着产能利用率提高、土地处置，ROE 有望提升。

图 8 历年健盛集团及同业公司毛利率比较



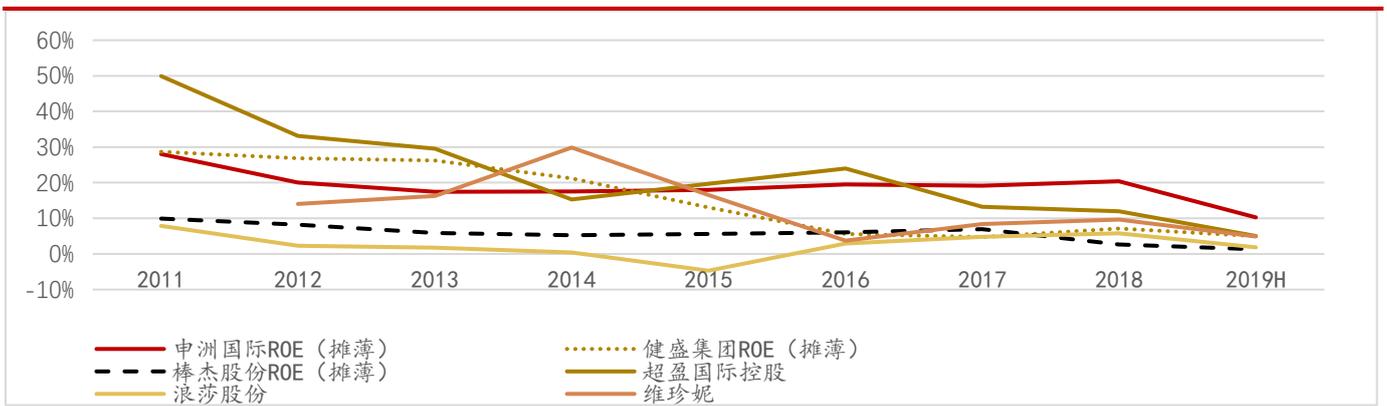
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 9 历年健盛集团及同业公司净利率比较



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 10 历年健盛集团及同业公司摊薄 ROE



资料来源: WIND, 华西证券研究所

5.3. 周转率分析: 产业链议价能力偏低, 应付账款周转天数下降

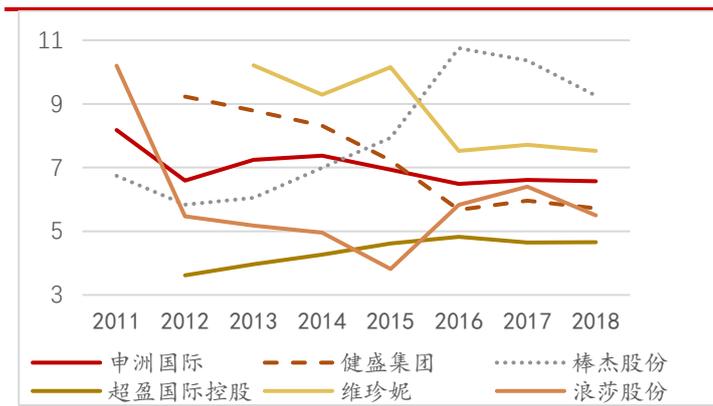
从应收账款周转率来看, 健盛集团 2016-2018 年应收账款周转率分别为 5.68、5.96、5.72, 2016 年应收账款周转率下降主要由于为拓展新客户, 授予 90 天信用期,

随后几年应收账款周转率相对稳定。与同业相比，健盛集团应收账款周转率仅略低于申洲国际。

从存货周转率来看，健盛集团 2016-2018 年的存货周转率分别为 2.31、2.77 和 2.98，制造业普遍存货周转率较高。与申洲国际相比，健盛集团存货周转率逐年提升，2019 年上半年已略高于申洲国际存货周转水平。

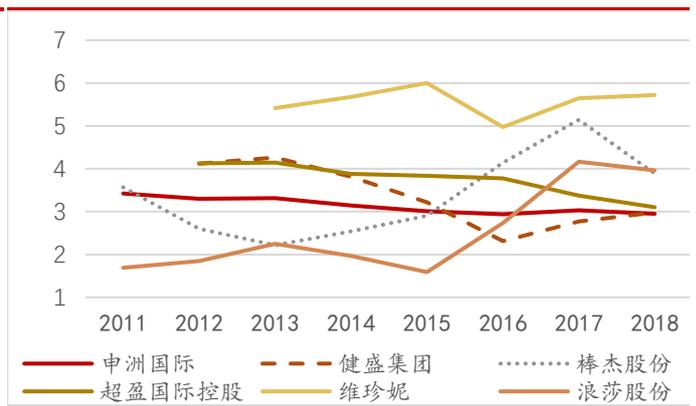
从整体净经营周期看，2016-2018 年健盛集团净经营周期分别为 151、144、145 天；2019 年上半年净经营周期为 156，较去年同期上涨 10 天，主要由于应付账款周转天数下降。2016 年以来，健盛集团应付账款周转天数低于应收账款周转天数，产业链议价能力偏低。

图 11 历年健盛集团及同业公司应收账款周转率



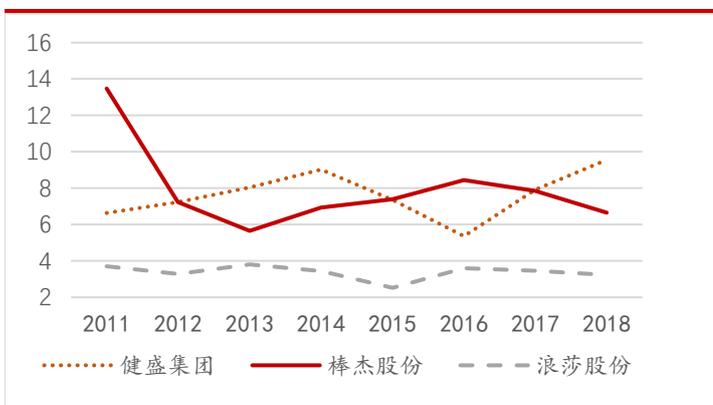
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 历年健盛集团及同业公司存货周转率



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 13 历年健盛集团及同业公司应付账款周转率



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14 历年健盛集团净经营周期（天）

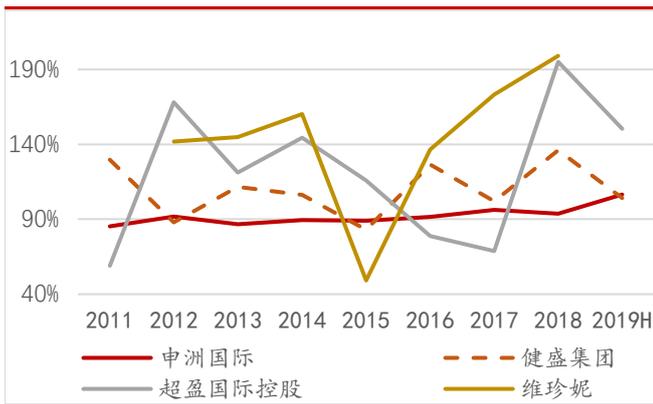


资料来源：WIND，华西证券研究所

5.4. 现金流分析：客户按时回款，收入与利润变现能力逐渐增强

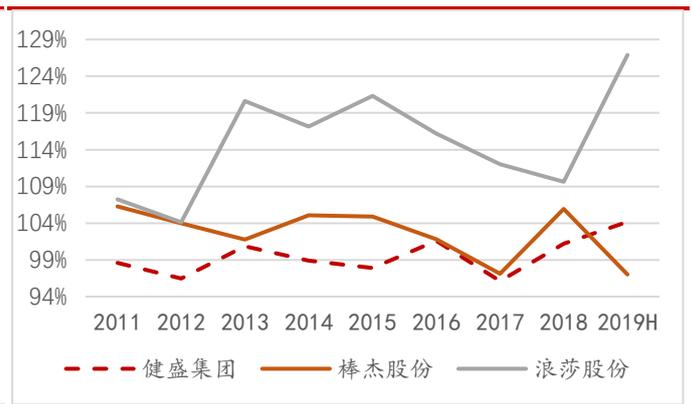
从盈利质量来看，2016-2018 年健盛经营性现金流净额/净利分别为 127%、102% 和 136%，销售收现/收入分别为 102%、96%、101%。整体看，健盛盈利质量在提升，主要受益于客户按时回款，盈利变现能力增强。申洲国际经营性现金流净额/净利较健盛集团更为稳定，一是由于与其客户已建立起稳定合作关系，二是由于其产业链更长，后向一体化增强了产业链上游收入变现的稳定性。

图 15 历年健盛集团与同行业公司经营性现金流净额/净利



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 16 历年健盛集团与同行业公司销售收现/收入



资料来源：WIND，华西证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

假设条件：(1) 棉袜：考虑今年上半年杭州产能搬迁、未来新增产能主要来自越南，假设 2019-2021 年棉袜产能增速分别为-1%、13%和 18%；(2) 无缝服饰：假设国内产能稳步增长，越南产能自 2020 年正式投产，2019-2021 年产能增速分别为 4%、27%和 21%；(3) 毛利率：考虑无缝内衣毛利率高于棉袜、越南工厂毛利率高于国内，汇率和棉价波动不大的情况下，毛利率稳定小幅上升；(4) CAPEX：2019-2022 年 CAPEX 为 5.6 亿，2020-2022 年为 3.3 亿。

预计 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.65、0.77、0.94 元，对应增速为 31%、18%、22%。

表 7 健盛集团收入预测分拆表

	2018	2019E	2020E	2021E
棉袜：				
收入（亿元）	10.16	10.88	12.43	14.97
YOY	10%	7%	14%	20%
销量（万双）	27,507	28,685	34,050	39,300
YOY	8%	4%	19%	15%
单价（元/双）	3.69	3.79	3.65	3.81
YOY	2%	3%	-4%	4%
无缝内衣：				
收入（亿元）	5.48	5.76	6.44	8.40
YOY	191%	5%	12%	30%
销量（万件）	2307	2238	2384	3499
YOY	173%	-3%	7%	47%

单价 (元/件)	24	26	27	24
YOY	5%	8%	5%	-11%
其他业务	0.04	0.12	0.14	0.17
YOY	0%	200%	20%	20%
家居服饰及其他	0.09	0.46	0.59	0.77
YOY	-59%	406%	30%	30%
收入合计 (亿元)	15.77	17.22	19.60	24.31

资料来源：公司年报，华西证券研究所

6.2. 估值和投资建议

目前市场对制造业公司估值不高，但我们在上文强调了未来优质制造资源的稀缺性将开始凸显，成长来自于下游品牌客户做大、以及供应商集中度提升。回顾申洲国际的历史估值爬坡，我们分析，随着市场对公司盈利稳定性预期的提升，估值中枢未来有望提升。

6.2.1. 相对估值法

相对估值法下，考虑：(1) 行业可比公司 2020 年 PE 平均为 11.96 倍；(2) 公司未来 3 年净利 CAGR 为 23%；(3) 回顾申洲历史估值爬坡历程，我们判断未来随着未来公司盈利稳定性提升、估值有望再上一台阶，我们给予公司 2020 年 15x PE。

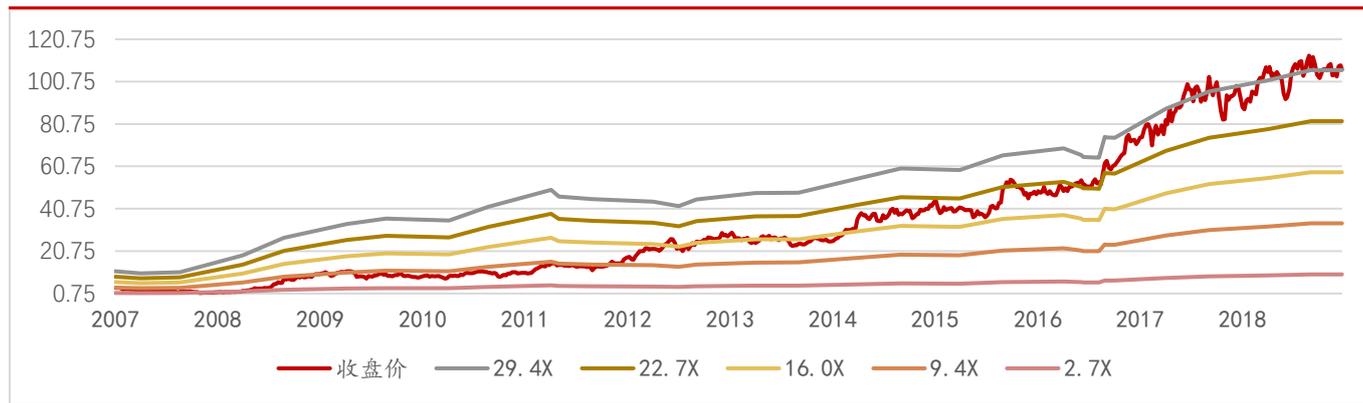
表 8 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价	2019E EPS	2020E PES	2021E EPS	2019E PE	2020E PE	2021E PE	2020E 净利 增速	2020E PEG
港 股	互太纺织	5.41	0.59	0.63	0.70	9.20	8.57	7.72	7%	1.17
	超盈国际 控股	2.20	0.32	0.36	-	6.89	6.17	-	13%	0.52
	维珍妮	4.94	0.28	0.27	-	17.48	18.06	-	-4%	-5.68
	申洲国际	111.00	3.47	4.13	4.92	28.71	24.11	20.25	19%	1.26
	天虹纺织	8.79	1.02	1.29	1.62	7.70	6.12	4.87	26%	0.24
A 股	鲁泰 A	9.02	1.00	1.08	1.18	9.05	8.33	7.67	8%	0.97
	伟星股份	6.12	0.43	0.47	0.52	14.37	12.92	11.83	9%	1.15
	华孚时尚	7.20	0.40	0.48	0.54	17.92	15.02	13.28	20%	0.78
	新野纺织	3.49	0.35	0.42	0.51	10.02	8.28	6.90	20%	0.39
	如意集团	7.80	0.57	0.65	0.72	13.61	12.08	10.86	14%	0.95

联发股份	9.35	1.18	1.23	1.34	7.94	7.63	7.00	4%	1.89
兴业科技	11.21	0.49	0.54	0.71	22.88	20.77	15.75	10%	2.05
航民股份	6.20	0.67	0.73	0.79	9.24	8.48	7.85	9%	0.95
百隆东方	3.94	0.28	0.33	0.37	14.23	11.89	10.63	18%	0.60
新澳股份	5.67	0.44	0.52	0.59	12.89	10.94	9.59	18%	0.61

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2019 年 12 月 27 日，港股收盘价为港元，A 股收盘价为元。

图 17 申洲国际 PE BANDS 走势图



资料来源：wind，华西证券研究所

表 9 申洲国际各阶段估值与增速水平

时间	对应估值水平	对应收入增速范围	对应归母净利增速范围
2007-2012	3× ~ 10×	-1.15% ~ 34.57%	-4.91% ~ 79.02%
2012-2017	10× ~ 23×	10.79% ~ 19.72%	11.28% ~ 27.65%
2017 年至今	23× ~ 30×	15.82% ~ 19.72%	20.67% ~ 27.65%

资料来源：wind，华西证券研究所

6.2.2. 绝对估值法

假设 2019-2021 年自由现金流分别为 2.6、3.2、5 亿元，2021 年以后自由现金流增长率为 1.5%，折现率为 4%，则公司目标价为 13.5 元，对应隐含 PE 为 18.9 倍。

表 10 健盛集团绝对估值法预测表

	2019E	2020E	2021E
FCFF (百万元)	260	320	500
PV(FCFF) (百万元)	250	295.86	444.50
TV 增长率		1.5%	

WACC	4%
股票价值 (百万元)	5,620.05
每股价值 (元/股)	13.50
隐含 P/E	18.85

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 11 股价的 TV 增长率与 KA 双因素敏感性分析

TV 增长率		1%	1.5%	2%
KA				
5%		8.54	9.49	10.76
4%		11.56	13.50	16.41
3%		17.73	23.02	33.60

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 12 PE 估值的 TV 增长率与 KA 双因素敏感性分析

TV 增长率		1%	1.5%	2%
KA				
5%		12.33	13.70	15.54
4%		16.69	19.49	23.70
3%		25.60	33.24	48.52

资料来源：公司年报，华西证券研究所

6.2.3. 估值和投资建议

综合考虑相对估值和绝对估值，我们给予公司目标价为 11.55-13.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

产能释放不达预期；
中美贸易摩擦持续进行、汇率波动风险；
棉价波动风险；

员工持股解禁风险：2019 年 12 月 24 日第一期员工持股计划届满，此次累计买入公司股票 558 万股，占公司总股本比例为 1.34%，成交总金额为 5,000 万元；

定增解禁风险：2017 年 8 月 2 日，健盛向夏可才和谢国英分别发行 2,521 万股和 691 万股限售股份购买其持有的浙江俏尔婷婷股权，2020 年 8 月 31 日限售股份将解禁；

股权质押风险：截至 12 月 22 日，大股东质押 7,704 万股，占总股本的比例为 18.5%。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1577.47	1721.55	1960.14	2431.31	净利润	206.44	270.22	319.65	389.65
YoY (%)	38.62%	9.13%	13.86%	24.04%	折旧和摊销	117.12	127.51	147.76	169.57
营业成本	1136.61	1220.81	1380.73	1713.49	营运资金变动	-82.43	41.70	-128.85	-178.04
营业税金及附加	14.60	17.22	19.60	24.31	经营活动现金流	257.56	478.98	380.36	428.07
销售费用	63.68	46.48	52.92	68.08	资本开支	-312.86	-392.59	-394.82	-325.94
管理费用	113.45	117.07	131.33	165.33	投资	123.15	4.88	1.21	1.21
财务费用	4.45	36.22	36.99	42.84	投资活动现金流	-308.00	-383.81	-388.62	-318.19
资产减值损失	4.66	-1.55	0.65	1.04	股权募资	0.00	-160.08	-88.71	0.00
投资收益	-5.57	5.10	6.20	7.75	债务募资	232.48	175.28	194.78	-14.10
营业利润	236.26	299.91	357.96	436.34	筹资活动现金流	45.71	-69.33	31.87	-86.42
营业外收支	-1.75	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-4.73	25.83	23.61	23.46
利润总额	234.51	299.91	357.96	436.34	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	28.07	29.69	38.30	46.69	成长能力				
净利润	206.44	270.22	319.65	389.65	营业收入增长率	38.62%	9.13%	13.86%	24.04%
归属于母公司净利润	206.44	270.22	319.65	389.65	净利润增长率	56.98%	30.89%	18.29%	21.90%
YoY (%)	56.98%	30.89%	18.29%	21.90%	盈利能力				
每股收益	0.50	0.65	0.77	0.94	毛利率	27.95%	29.09%	29.56%	29.52%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	13.09%	15.70%	16.31%	16.03%
货币资金	429.38	455.21	478.82	502.28	总资产收益率 ROA	5.70%	6.92%	7.37%	8.17%
预付款项	6.22	5.49	5.52	6.00	净资产收益率 ROE	7.16%	9.16%	10.13%	11.06%
存货	427.40	444.84	537.16	685.39	偿债能力				
其他流动资产	408.97	389.02	455.84	563.72	流动比率	1.82	2.23	1.83	2.01
流动资产合计	1271.97	1294.57	1477.34	1757.39	速动比率	1.20	1.45	1.16	1.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.62	0.78	0.59	0.58
固定资产	1205.57	1439.58	1656.18	1854.20	资产负债率	20.38%	24.46%	27.25%	26.13%
无形资产	246.22	237.36	228.00	218.61	经营效率				
非流动资产合计	2348.07	2612.01	2858.05	3013.48	总资产周转率	0.46	0.46	0.48	0.53
资产合计	3620.04	3906.58	4335.40	4770.87	每股指标 (元)				
短期借款	436.89	278.17	472.96	458.85	每股收益	0.50	0.65	0.77	0.94
应付账款及票据	150.84	167.23	181.58	225.34	每股净资产	6.92	7.09	7.58	8.46
其他流动负债	109.82	136.02	152.64	188.47	每股经营现金流	0.62	1.15	0.91	1.03
流动负债合计	697.55	581.43	807.17	872.66	每股股利	0.52	0.05	0.05	0.05
长期借款	0.00	334.00	334.00	334.00	估值分析				
其他长期负债	40.16	40.16	40.16	40.16	PE	19.97	15.25	12.89	10.58
非流动负债合计	40.16	374.16	374.16	374.16	PB	1.57	1.40	1.31	1.17
负债合计	737.71	955.58	1181.33	1246.81					
股本	416.36	401.49	393.28	393.28					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	2882.33	2951.00	3154.07	3524.05					
负债和股东权益合计	3620.04	3906.58	4335.40	4770.87					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。