

运动品类收入增速较高，越南产能布局稳步推进

——健盛集团 (603558.SH) 2019 年年报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 11.05 元

分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞 (执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

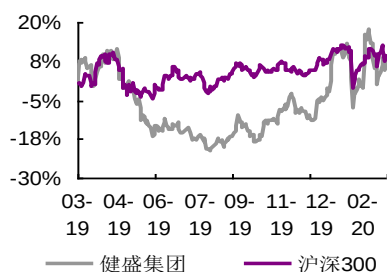
总股本(亿股): 4.16

总市值(亿元): 46.01

一年最低/最高(元): 7.92/12.12

近3月换手率: 70.09%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.01	18.38	-1.59
绝对	7.27	23.05	10.04

资料来源: Wind

相关研报

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

2019-10-26
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

2019-08-02
并表提振业绩表现, 越南布局迎来收获期——健盛集团 (603558.SH) 2018 年报&2019 年一季报点评

2019-05-02

◆19 年收入增 13%、净利增 32%, Q4 收入增速收窄、净利增速提升

2019 年公司实现收入 17.80 亿元、同增 12.86%, 归母净利 2.73 亿元、同增 32.39%, 扣非净利 2.30 亿元、同增 27.32%, EPS 为 0.68 元。收入增速低于预期主要由于 Q4 收入增速较低, 净利增长超预期主要由于公司收到政府补助增加较多。公司净利增速高于收入主要由于毛利率升、销售费用率降、其他收益同比增长, 高于扣非净利主要由于计入当期损益的政府补助同增 48.53%。

分季度来看, 2018Q3-19Q4 公司收入同增 28.87%、14.86%、17.95%、2.20%、25.04%、8.16%, 归母净利同增 53.77%、29.07%、57.20%、12.34%、32.65%、39.56%。2019Q4 公司收入增速环比放缓主要由于 18Q4 无缝服饰收入显著增长、收入基数较高, 净利增速高于收入主要由于毛利率同增 1.59PCT、销售费用率同降 2.17PCT、政府补助等其他收益同增 136.98%。

◆运动品类收入增速较高, 越南产能扩张推动境外收入增长

分运营主体来看, 2019 年公司本部、俏尔婷婷收入分别为 11.21 亿元、6.40 亿元, 同增 9.31%、16.82%。2019 年公司本部棉袜产品销量同增 5.73%至 2.91 亿双, 均价同增 2.80%至 3.80 元/双, 产能扩张、产品结构优化带动量价齐升; 2019 年俏尔婷婷无缝服饰销量同增 17.09%至 2189.76 万件、价格同降 0.23%至 29.23 元/件, 销量增长促无缝运动服饰收入增速相对较高。利润方面, 2019 年俏尔婷婷实现扣非归母净利润 1.09 亿元, 已业绩承诺的 9500 万元。

分产品来看, 2019 年公司针织运动棉袜、无缝运动服饰、针织休闲棉袜、无缝休闲服饰、家居服饰及其他产品分别实现收入 8.31 亿元、4.52 亿元、2.73 亿元、1.88 亿元、1654.10 万元, 同增 10.41%、27.08%、3.77%、-2.18%、76.26%。公司持续拓展运动品牌客户, 彪马、安德玛等运动品牌棉袜收入保持增长, 并进入耐克棉袜供应链, 带动针织运动棉袜收入增速较高; 下游耐克、UA 等运动品牌客户无缝服饰需求表现较为强劲, 俏尔婷婷无缝运动服饰订单快速增加, 促无缝运动服饰收入保持较快增长。

分区域来看, 2019 年公司境内、境外收入分别为 1.98 亿元、15.63 亿元, 同增-14.82%、16.57%。公司国内收入下滑主要由于 2019 年公司关闭自有品牌 Jasanhome 全部 14 家加盟店 (年末剩 1 家直营店) 导致自有品牌收入同比下滑 46.78%以及部分客户棉袜加工订单减少, 境外收入增长主要由于棉袜、无缝服饰越南产能扩张。

◆毛利率受汇率贬值等影响同比提升, 费用率同增

2019 年公司毛利率同增 1.24PCT 至 29.19%, 主要由于 19Q2-Q3 人民币汇率持续贬值, 以及袜子、无缝服饰产品加强成本控制、产品结构优化等。

分季度来看, 18Q3-19Q4 毛利率分别为 29.91% (+2.46PCT)、27.12% (+1.00PCT)、26.10% (-0.65PCT)、31.22% (+3.26PCT)、30.46%

(+0.55PCT)、28.71% (+1.59PCT)，19Q4 产品结构优化、毛利率同比提升。

分产品来看，2019 年针织运动棉袜、无缝运动服饰、针织休闲棉袜、无缝休闲服饰、家居服饰及其他毛利率为 28.04% (+1.12PCT)、33.13% (+0.86PCT)、25.89% (+2.29PCT)、31.98% (+0.49PCT)、2.25% (-7.15PCT)，公司加强成本控制，主要产品毛利率保持增长，其中休闲棉袜拓展高毛利率优衣库订单、毛利率提升幅度较大。

2019 年公司期间费用率同增 0.54PCT 至 14.62%，其中销售费用率同降 0.92PCT 至 3.12%，主要由于自有品牌健盛之家门店陆续关闭、租赁、人工等费用减少；管理费用率（考虑研发费用）同增 1.58PCT 至 11.34%，主要由于俏尔婷婷超额完成业绩承诺，计提超额奖励以及公司持续加大产品研发投入；财务费用率同降 0.12PCT 至 0.16%，主要由于人民币贬值对应的汇兑收益增加。

◆19 年中国袜品出口量价齐升、无缝服饰出口下滑，公司巩固行业领先地位

从行业情况来看，2019 年中国袜品出口实现量价齐升，全年共出口袜品 152.2 亿双，同增 10%，出口金额 53.9 亿美元，同增 11%，出口平均单价为 0.354 美元/双，同增 1%。2019 年中国袜品出口金额恢复增长，在中美贸易摩擦背景下部分中小企业退出市场，行业集中度有所提升。2019 年中国无缝服饰出口金额、出口量、平均单价分别为 123.2 亿美元、62.8 亿件、1.98 美元/件，同增-3.3%、-1.9%、-1.5%，无缝运动上衣价格、出口量下滑拖累行业表现。

公司作为行业龙头不断巩固领先优势，制定 2020-2022 三年战略规划，打造产业链一体化的针织运动服饰制造商。

在研发设计方面，公司提出“三高一低”（高效能、高品质、高责任、低成本），推动由 ODM 向 OEM 转变，提升产品附加值和议价能力。2019 年公司成立创意研发中心、聘请韩国设计团队，在日本市场成立日本设计公司，提高产品研发和客户服务能力。

在智能制造方面，公司 2019 年成立企业管理部，搜集、监控、分析生产经营过程中关键数据，提升生产效率、评估工厂绩效。2019 年公司已有 6 项自动化成果用于生产线，棉袜工厂引进半自动烫标机、半自动打枪机、半自动套版设备，无缝服饰工厂引进半自动烫标机、半自动订标机，提升生产效率。

◆越南产能保持扩张，全球产能布局持续推进

2013 年公司开始布局越南市场、优化产能布局，2015-18 年海防一、二、三工厂相继投产，主要生产棉袜，并在兴安工厂配套染整产能，2019 年公司开始在兴安工厂投资无缝服饰产能，并开始建设清化工厂、拓展棉袜产能。越南工厂在人力成本、税收优惠、贸易关税等方面具有较强竞争力，订单供不应求。目前公司在越南拥有海防工厂、兴安工厂、清化工厂三大基地，其中海防、清化以棉袜为主，兴安以印染、无缝服饰为主。

棉袜方面，2019 年公司越南海防三工厂产能扩张，全年越南海防基地棉袜销量为 1.46 亿双，同比增长 30% 以上。越南兴安基地印染工厂为海防基地工厂配套，2019 年完成染色产量 3900 吨，缩短客户交期，提升客户服务

务水平。2019 年公司国内、越南棉袜产能分别为 1.58 亿双、1.45 亿双，越南产能占比 47.85%。未来公司国内棉袜产能保持稳定，越南棉袜产能将持续扩张，2019 年清化棉袜工厂已完成厂房、综合楼主体建设，2020 年初将正式投产。

无缝服饰方面，2019 年俏尔婷婷产能分布在绍兴、贵州，共有织机约 400 台，年产能 2350 万件。2019 年越南兴安工厂完成 2 栋厂房建设、110 台无缝织机设备安装，2020 年初投入生产，公司计划在越南共新增 450 台织机产能，国内无缝服饰产能将保持稳定。无缝服饰全球化产能布局有助于客户订单拓展，享受当地成本、税收优势，强化公司盈利能力。

◆公司有望受益于下游体育服饰高景气度，维持“买入”评级

我们认为：

1) 棉袜主业方面：2020 年初新冠肺炎疫情爆发，公司国内工厂较 19 年晚复工两周左右，订单整体受影响不大。公司将持续扩张越南产能，带动棉袜收入有望保持较快增长。

2) 无缝服饰方面，目前俏尔婷婷国内共有约 400 台织机，2020 年越南新增 110 台织机产能，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，随着产能规模不断提升，公司加强成本掌控能力、自动化生产能力，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。2019 年公司收到政府补助 5652.62 万元、处于近年来较高水平、增厚净利，预计未来政府补助等收益将保持稳定。

由于公司收入增速低于此前预期，我们下调 2020-21 年 EPS 预测为 0.75/0.94 元（原值为 0.79/1.00 元），预测 2022 年 EPS 为 1.16 元，目前股价对应 2020 年 15 倍 PE。公司较早进行全球化产能布局，且持续拓展彪马、安德玛、耐克等国际运动品牌客户，运动品类收入增速较高，公司打造全球领先的产业链一体化针织运动服饰制造商，有望持续受益于下游体育服饰高景气，维持“买入”评级。

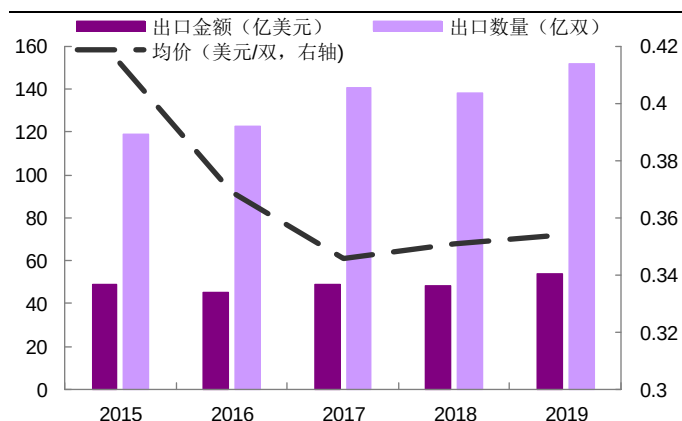
◆风险提示：产能释放不达预期、客户订单流失、人民币汇率波动、中美贸易摩擦加剧等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,577	1,780	2,058	2,462	2,898
营业收入增长率	38.62%	12.86%	15.57%	19.66%	17.72%
净利润（百万元）	206	273	312	391	483
净利润增长率	56.98%	32.39%	14.02%	25.32%	23.70%
EPS（元）	0.50	0.66	0.75	0.94	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.16%	8.96%	9.69%	11.37%	13.05%
P/E	22	17	15	12	10
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

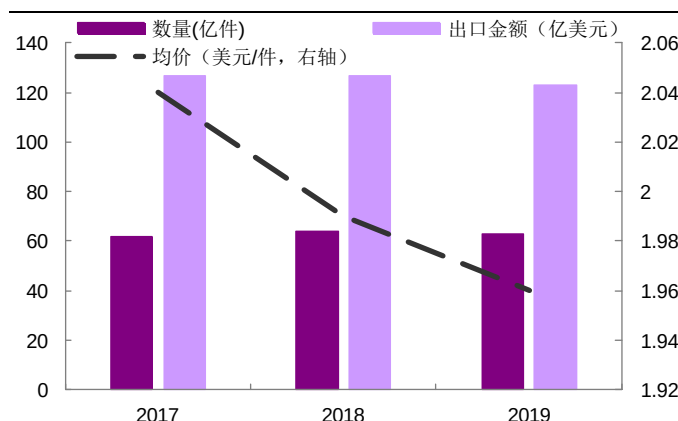
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 3 月 10 日

图 1：近年来我国袜品出口数据



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：近年来我国无缝服饰出口数据



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 1：近年来公司产能布局情况

子公司名称		各子公司产能规划
国内产能情况	杭州健盛	✓ 2015 年公司投资 4.2 亿元计划在杭州健盛、杭州乔登现有生产线基础上建设棉袜智慧工厂，2016 年公司将在杭州机场高速沿线萧山经济技术开发区取得土地用于智慧工厂建设，并计划将杭州健盛、乔登智慧工厂生产线搬迁至萧山经济技术开发区。
	杭州乔登	✓ 2018 年 11 月智慧工厂投产，首期 200 台袜机已上线，2019 年杭州健盛和乔登产能搬迁进入智慧工厂，合计产能为 3000 万双，未来保持稳定。
	江山思进	✓ 2015 年 12 月公司与江山市政府达成协议，投资 5 亿元在江山山海协作工业区建设健盛江山产业园，并将江山易登、江山思进全部设备及江山针织氨纶橡胶筋生产线统一搬迁至产业园。
	江山针织	✓ 2017 年江山产业园完成基础建设、进行设备安装和调试，2018 年江山思进、易登产能已转入产业园，2019 年 6 月江山针织将全部转入产业园。2019 年江山子公司合计产能为 12800 万双，预计未来将基本保持稳定。
	俏尔婷婷	✓ 2017 年 8 月公司完成收购俏尔婷婷并表，俏尔婷婷无缝服饰产能主要分布在浙江绍兴及贵州，2018 年新增织机 75 台、产能扩张，2019 年共有织机约 400 台，年产能为 2350 万件，未来产能将保持稳定。
越南产能情况	健盛越南	✓ 公司 2013 年开始布局越南海防工厂，2015 年一工厂已投产、2016 年完成棉袜产量 4000 万双；2017 年 3 月海防二工厂开始试生产。 ✓ 2018 年海防三工厂投产，新建海防四工厂，全年产能为 1.1 亿双，2019 年将扩张至 1.5 亿双，公司新建越南兴安工厂、清化工厂，2019 年兴安印染工厂完成染色产量 3900 吨，清化工厂完成厂房和综合楼主体建设，2020 年将正式投产，带动越南产能增长。
	无缝服饰越南	✓ 无缝服饰工厂在兴安基地，2019 年完成 2 栋厂房建设，2019 年底完成 110 台无缝编织机及配套设备安装调试工作，2020 年初投入生产。公司计划在越南工厂增加 450 台设备，扩充无缝服饰产能。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,577	1,780	2,058	2,462	2,898
营业成本	1,137	1,261	1,454	1,723	2,004
折旧和摊销	108	121	111	119	127
税金及附加	15	15	21	25	29
销售费用	64	55	62	74	87
管理费用	113	151	175	209	246
研发费用	41	50	62	74	87
财务费用	4	3	4	3	3
投资收益	-6	-3	0	0	0
营业利润	236	302	337	422	523
利润总额	235	299	339	424	525
所得税	28	27	27	34	42
净利润	206	272	312	391	483
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	206	273	312	391	483
EPS(按最新股本计)	0.50	0.66	0.75	0.94	1.16

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	258	351	241	402	506
净利润	206	273	312	391	483
折旧摊销	108	121	111	119	127
净营运资金增加	87	3	256	208	213
其他	-144	-47	-438	-315	-317
投资活动产生现金流	-308	-232	-109	-145	-120
净资本支出	-313	-356	-120	-120	-120
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	5	125	11	-25	0
融资活动现金流	46	-201	71	-156	-277
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	239	-47	207	-2	-81
无息负债变化	-10	23	56	74	86
净现金流	21	-63	203	101	109

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	27.9%	29.2%	29.3%	30.0%	30.9%
EBITDA 率	22.9%	24.6%	22.3%	22.4%	22.8%
EBIT 率	15.5%	17.4%	16.9%	17.6%	18.4%
税前净利润率	14.9%	16.8%	16.5%	17.2%	18.1%
归母净利润率	13.1%	15.4%	15.1%	15.9%	16.7%
ROA	5.7%	7.2%	7.4%	8.7%	10.2%
ROE (摊薄)	7.2%	9.0%	9.7%	11.4%	13.0%
经营性 ROIC	6.6%	8.1%	8.5%	10.1%	11.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	20%	19%	23%	23%	22%
流动比率	1.82	1.67	1.68	1.85	2.16
速动比率	1.21	1.03	1.15	1.26	1.46
归母权益/有息债务	6.60	7.82	5.39	5.77	7.21
有形资产/有息债务	6.20	7.33	5.49	5.96	7.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,620	3,763	4,191	4,482	4,756
货币资金	429	312	514	616	725
交易性金融资产	4	22	10	10	10
应收账款	289	311	407	485	568
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	0	103	123	145
存货	427	458	507	599	695
其他流动资产	92	68	46	13	-22
流动资产合计	1,272	1,180	1,602	1,864	2,141
其他权益工具	0	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,206	1,359	1,390	1,401	1,396
在建工程	211	277	230	195	169
无形资产	246	234	249	264	279
商誉	653	653	653	653	653
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	2,348	2,583	2,589	2,619	2,614
总负债	738	714	976	1,048	1,053
短期借款	437	390	597	595	514
应付账款	129	137	175	207	240
应付票据	22	64	73	86	100
预收账款	1	3	0	0	0
其他流动负债	0	9	9	9	9
流动负债合计	698	705	954	1,006	990
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	6	20	40	62
非流动负债合计	40	9	22	42	64
股东权益	2,882	3,049	3,215	3,434	3,702
股本	416	416	416	416	416
公积金	1,959	1,963	1,994	2,033	2,081
未分配利润	560	809	944	1,124	1,344
归属母公司权益	2,882	3,049	3,215	3,434	3,702
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	7%	9%	9%	9%	9%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	3%	3%	3%	3%	3%
所得税率	12%	9%	8%	8%	8%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.35	0.41	0.52	0.64
每股经营现金流	0.62	0.84	0.58	0.97	1.22
每股净资产	6.92	7.32	7.72	8.25	8.89
每股销售收入	3.79	4.28	4.94	5.91	6.96

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	22	17	15	12	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.1	11.7	11.2	9.3	7.6
股息率	0.5%	3.2%	3.7%	4.7%	5.8%

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版权所有。保留一切权利。

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