

# 健盛集团（603558）：快速成长的运动服饰制造企业，未来战略清晰

2020年03月12日

强烈推荐/上调

健盛集团 公司报告

## 投资摘要：

健盛集团发布 2019 年年报，公司 2019 年实现营业收入 17.80 亿元，同比增长 12.86%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 32.39%。基本每股收益 0.68 元。公司拟每 10 股派现 3.5 元。

**内衣快棉袜稳，运动快休闲稳，公司中长期动力充足。**棉袜是公司的传统优势品类，无缝内衣是通过外延并购切入，两个品类有共同的目标客户群，目前表现出优秀的协同性。公司的产品按照应用场景分又可分为运动服饰、休闲服饰和居家服饰，其中运动服饰所处赛道处在快速发展期，将尽享行业发展红利。2019 年具体情况：1) 棉袜收入占比大，2019 年占比为 62.71%，增速 8.69%。2) 内衣是公司增速引擎以及利润的主要来源，2019 年同比增长 16.82%，毛利占比 40.39%。3) 运动 VS 休闲方面，2019 年运动类服饰的收入为 12.83 亿，同比增长 15.76%，营收占比 72.88%。公司重点发展运动类产品，有望成为全球化的产业链一体化的针织运动服饰制造领航者。

**产能布局优化+客户结构优化，公司收入、盈利稳步向前。**1) 公司是典型的额产能驱动型公司，2019 年公司袜子产量增加 5.15%，内衣产量增加 18.58%。未来：袜子预计每年增加现有设备的 10% 左右，在效率提升的基础上产量增加有望高过设备增加数；内衣产能有望在未来三年翻一倍。2) 2019 年以来公司在稳定原有核心客户的基础上开发了 NIKE、ADIDAS、GAP 等优质客户。这些优秀客户的开发，将为未来几年公司业务的增长打下了良好的基础。在优化产能利用和资产进一步盘活的情况下，公司 2019 年毛利率提升 1.24 个百分点、净利率提升 2.21 个百分点，未来公司未来盈利水平和 ROE 水平有望进一步上行。

**疫情之下公司应对能力突出，未来将享受行业出清机会。**短期，公司的复工率高、在产订单未受影响，公司应急能力强；长期看，本次疫情将带来落后产能的淘汰，公司的市场份额有望进一步提升。

**盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 3.31、4.07、5.0 亿元，对应 EPS 为 0.79、0.98、1.20 元，对应 PE 分别为 14.15、11.51、9.34 倍，上调至“强烈推荐”评级。

**风险提示：**海外税收政策和关税政策变动，产能投放不及预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	1,577.4	1,780.3	2,155.3	2,658.1	3,180.6
增长率（%）	38.62%	12.86%	21.06%	23.33%	19.66%
净利润（百万元）	206.44	272.46	330.82	406.63	500.86
增长率（%）	56.98%	31.98%	21.42%	22.91%	23.17%
净资产收益率	7.16%	8.96%	9.53%	10.65%	11.79%
每股收益（元）	0.50	0.66	0.79	0.98	1.20
PE	22.67	17.12	14.15	11.51	9.34
PB	1.62	1.54	1.35	1.23	1.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司的主要业务为生产、销售各类袜子及无缝内衣。公司目前主要经营模式为以 ODM、OEM 的方式为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供专业服务。

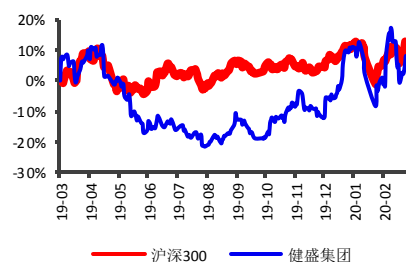
## 未来 3-6 个月重大事项提示：

## 发债及交叉持股介绍：

## 交易数据

52 周股价区间（元）	8.0-12.12
总市值（亿元）	46.8
流通市值（亿元）	43.19
总股本/流通 A 股（万股）	38,424/41,636
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.85

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

## 研究助理：刘田田

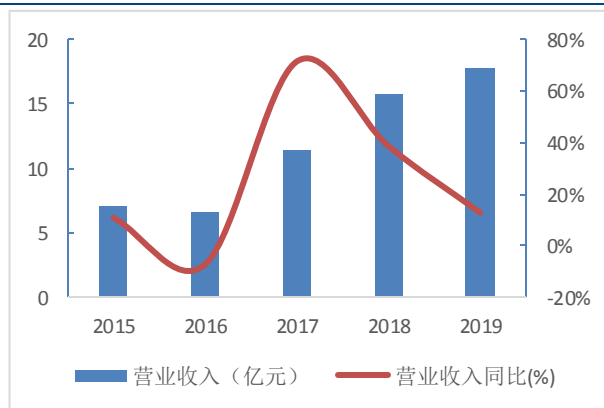
010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

## 1. 内衣快棉袜稳、运动快休闲稳, 公司中长期动力充足

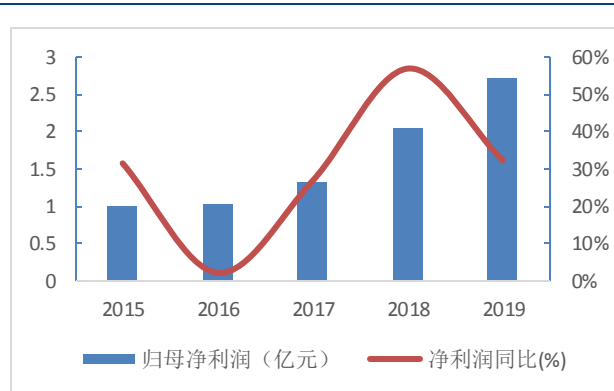
健盛集团发布 2019 年年报, 公司 2019 年实现营业收入 17.80 亿元, 同比增长 12.86%; 归母净利润 2.73 亿元, 同比增长 32.39%。基本每股收益 0.68 元。公司拟每 10 股派现 3.5 元。

图1: 健盛集团营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 健盛集团归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

健盛集团在此前发布的发展战略规划里, 首次提出公司致力于成为全球化的产业链一体化的针织运动服饰制造领航者。目前公司主营两个品类棉袜和无缝内衣, 形成的两大板块呈现阶梯式成长, 为公司发展持续提供动力。公司的产品按照应用场景分又可分为运动服饰、休闲服饰和居家服饰, 其中运动服饰所处赛道处在快速发展期, 将尽享行业发展红利。

从品类结构来看: 1) 棉袜是营业收入的主要来源。2019 年棉袜营业收入为 11.04 亿, 同比增长 8.69%; 营收占比为 62.71%, 毛利率为 27.51%。2) 内衣是公司增速引擎以及利润的主要来源, 2019 年内衣营业收入为 6.4 亿, 同比增长 16.82%; 营收占比为 36.35%, 毛利率为 32.79%。

从产品分类看: 运动服饰增速最快, 休闲类稳健。1) 2019 年公司运动类服饰的收入为 12.83 亿, 同比增长 15.76%; 营收占比为 72.88%, 毛利率为 29.83%。2) 2019 年休闲类服饰收入为 4.61 亿, 同比增长 1.26%; 营收占比为 26.18%, 毛利率为 28.37%。

图3: 健盛集团棉袜和内衣收入增速

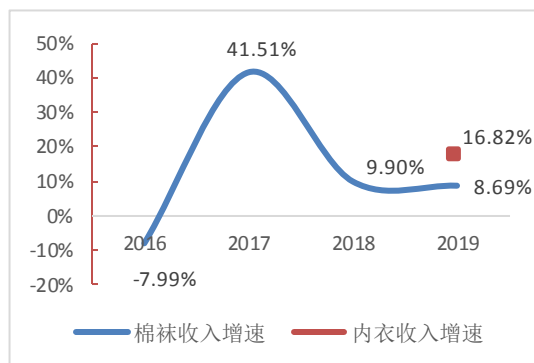
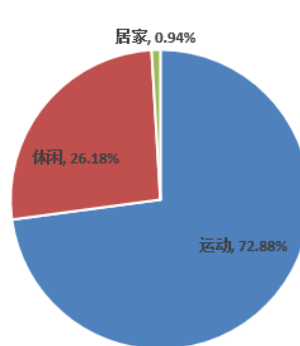


图4: 健盛集团运动、休闲和居家类占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

棉袜是公司的传统优势品类, 无缝内衣是通过外延并购切入, 两个品类有共同的目标客户群, 目前表现出优秀的协同性。

- 在棉袜方面, 公司一直推进产业链的延伸, 除了棉袜加工, 还拓展了氨纶包覆纱等辅料的加工、公司原料及产品印染等业务。通过一体化建设提高对客户的服务能力, 公司加快交单周期、更加保证产品品质的稳定性, 在客户粘性和拓展新客户方面极大加强了优势。
- 俏尔婷婷:** 公司在 2017 年完成对俏尔婷婷的收购, 快速切入到内衣品类, 三年业绩期结束超预期完成业绩。按照当时的业绩承诺, 俏尔婷婷 2017 年、2018 年、2019 年扣非净利润不低于 6,500.00 万元、8,000.00 万元及 9,500.00 万元。俏尔婷婷 2019 年实现归母净利润 10,924.42 万元, 超过承诺数 1,424.42 万元, 完成本年预测盈利的 114.99%。2017-2019 三年累计实现扣非净利润为 2.93 亿元, 完成业绩承诺的 122%。

运动服饰是服饰里最好的赛道, 公司在本次年报中产品分类进行调整, 将运动服饰列入到前所未有的战略发展高度。三大因素驱动运动服饰行业发展迅速, 运动人群上升和穿着场景拓宽带来量的提升, 消费升级带来价的增长, 整个运动行业量价齐升。2013-2018 年运动服饰在整体服饰中的占比持续上升, 2018 年达 12.75%。随着人均收入水平的提高, 人们穿衣更注重舒适性, 因此运动服饰渗透率的提升成为必然趋势, 在美国运动服饰的渗透率达到了 31.80%, 日韩分别达到了 24.3% 和 25.7%。健盛集团的下游客户都是运动及户外行业的品牌, 近几年增速良好, 未来发展空间大, 健盛作为拥有自主生产技术的 ODM 工厂, 必然的享受行业发展红利。

## 2. 产能布局优化+客户结构优化, 公司收入、盈利稳步向前

公司为产能驱动型公司, 公司目前棉袜在三地有生产基地, 分别为杭州、江山和越南健盛, 内衣亦在三地有生产线, 分别为浙江绍兴俏尔婷婷基地、贵州鼎盛、越南健盛。公司未来的产能看点依然在越南: 公司于 2013 年开始生产基地海外布局, 目前在越南已规划建设了三大生产基地:

- 越南海防基地, 是目前较为成熟的生产基地, 2019 年棉袜销量为 1.46 亿双, 较 2018 年增长 30% 多。
- 越南兴安基地: 印染工厂有序运转, 2019 年完成染色产量 3900 吨, 作为海防生产基地的配套工厂, 能够有效的缩短生产周期进而缩短客户交货期; 无缝针织运动服饰项目在建, 110 台无缝编织机及配套设备于 2019 年年底已经基本完成机械设备安装调试工作, 2020 年年初投入生产。
- 越南清化基地建设快速推进, 将于 2020 年按计划进行投产。

公司对产能有着长期规划, 保证公司的稳定持续发展。分品类看:

- 棉袜: 2019 年产能 2.9 亿双左右, 国内和越南分别占 50%。现有机器设备在 5000 台左右, 预计每年增加现有设备的 10% 左右, 在效率提升的基础上产量增加有望高过设备增加数。
- 无缝内衣: 国内约有 380 台设备, 越南 110 台机器在 2019 年底到位会在 2020 年有产出。未来计划越南达到 450 台, 未来每年增加超过 100 台, 三年以后无缝内衣的产量有望翻一番。

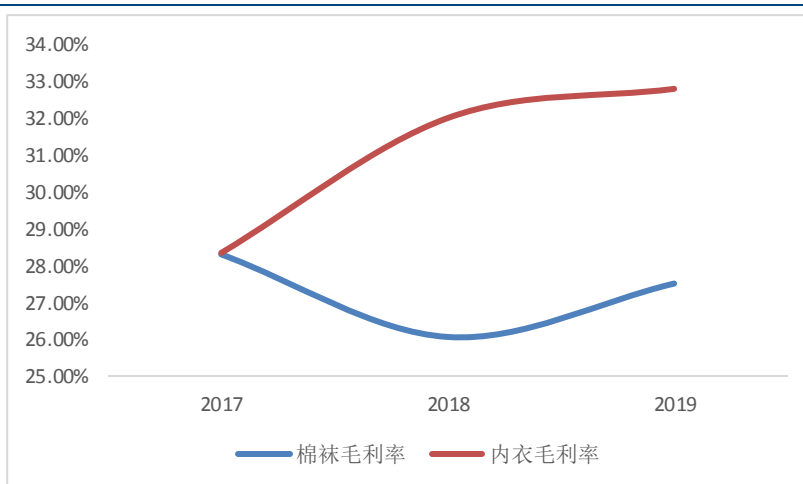
表 1: 公司产能及产能利用情况

公司名称	设立时间	设计产能（件数）	产能利用率（%）
杭州健盛、杭州乔登	杭州健盛 2000 年 杭州乔登 2009 年	3000 万	85.01
江山思进	1998 年	2500 万	96.39
江山针织	2010 年	1030 万	97.65
健盛越南	海防：2005 年 兴安：2015 年 清化：2018 年	14500 万	99.74
俏尔婷婷	2004 年	1400 万	96.34
贵州鼎盛	2014 年	950 万	95.42

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司袜类主要客户为 Puma、UA、UNIQLO、Decathlon 等较为头部品牌；无缝内衣主要客户 UNIQLO、Decathlon、Nike、UA。2019 年以来公司在稳定原有核心客户的基础上开发了 NIKE、ADIDAS、GAP 等优质客户。这些优秀客户的开发，将为未来几年公司业务的增长打下了良好的基础。2020 年公司将继续积极调整客户结构，保证产能发挥最好效用。2020 年将主动放弃部分原来加成率较低的订单，与 GAP 品牌展开更多合作。GAP 与供应商深度绑定，深度依赖供应商，订单稳定性及价格较好。产能与客户订单匹配更优的情况下，公司 2019 年毛利率有所提升：2019 年公司棉袜产品毛利率为 27.51%，较 2018 年提升 1.45pct；内衣产品毛利率 32.79%，较 2018 年提升 0.79pct。未来随着越南产能释放和头部品牌的订单增加，公司毛利率有望继续提升。

图5：健盛集团两种产品毛利率

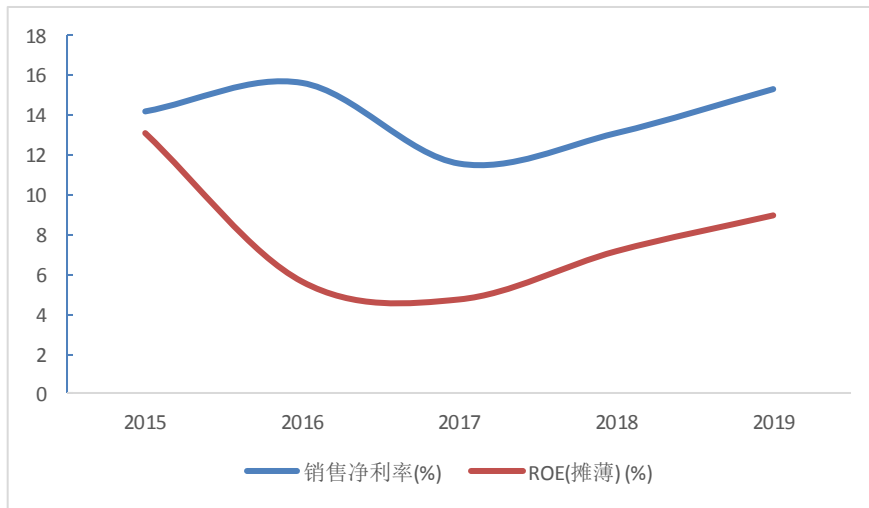


资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司净利率水平在产品结构优化和管理提升下提升明显。袜子和内衣产品的附加值有所不同，公司内衣产品的净利率水平要比袜子高 10 个百分点以上，随着内衣产能和收入占比的提升，公司的净利率水平有望进一步提升。从产能看，公司去往越南建厂在行业内占据了明显的领先优势，有助于公司盈利水平持续提升：1) 由于人工、土地成本较低，越南的生产制造成本低于国内；2) 公司在越南享受四免九减半的税收优惠，征税从工厂盈利算起，目前在越南没有所得税缴纳，未来也会考虑税收进行产能安排；3) 公司在越南拿到较大排污指标量，能够覆盖所有袜子生产，以及未来 2-3 年无缝内衣产能的要求，可以保持长期竞争优势。

未来闲置资产盘活, ROE 将继续上行。公司在杭州拥有众多优质资产, 包括土地使用权、工厂和办公楼, 但近两年使用高效率一直不高, 对 ROE 有一定的影响。公司预计在 2020 年资产处置进展有望加快, 资产盘活也有利于 ROE 的提升。

**图6: 健盛集团净利率水平和 ROE 回升明显**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3. 疫情之下公司应对能力突出, 未来将享受行业出清机会

公司作为优秀的纺织制造龙头企业, 在本次新冠疫情下, 表现出优秀的反应应对能力, 体现了公司强大的综合实力。公司越南工厂 2 月 1 号整体复工, 国内工厂 2 月 14 号陆续复工。截止目前, 公司的复工率已达 90% 以上。公司较早预计到受疫情影响, 采取了一系列应急措施保证复工, 包括国内业务团队提前返回越南保证海外工厂开工。订单方面, 公司积极与品牌客户进行沟通, 重点客户都没有主动减少订单。

在疫情之下, 纺织制造行业面临重大挑战, 尤其是小规模企业在订单交期、资金周转方面都会出现问题, 势必带来一波落后产能的出清。尤其是棉袜生产行业, 小企业众多, 产能分散, 产能向优秀工厂集中是大趋势。公司优秀的生产组织能力将在本次疫情中得以集中体现, 公司中长期的增长确定性强。

### 4. 投资建议与风险提示

健盛集团是上游纺织制造行业优质的代表性企业。公司在 2019 年发布了未来三年的规划, 公司将努力从规模和技术两方面构筑并强化公司核心竞争力, 将健盛集团建设成为全球针织运动服饰制造领航者。在规划中, 公司将未来三年的投资计划和产能的释放节奏规划的很清楚。

在本次疫情期间, 公司也表现出优秀的应对能力, 预计全年业绩受疫情影响小, 影响幅度控制在中个位数以内。长期看, 本次疫情将带来落后产能的淘汰, 公司的竞争优势有望加强。

我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 3.31、4.07、5.0 亿元, 对应 EPS 为 0.79、0.98、1.20 元, 对应 PE 分别为 14.15、11.51、9.34 倍, 上调至“强烈推荐”评级。

**风险提示：**海外税收政策和关税政策变动，产能投放不及预期。



附表

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	1272	1180	1643	2356	3017	<b>营业收入</b>	1577	1780	2155	2658	3181
货币资金	429	312	703	1329	1897	<b>营业成本</b>	1137	1261	1527	1874	2237
应收账款	289	311	377	465	556	营业税金及	15	15	20	25	29
其他应收款	17	30	36	45	54	营业费用	64	55	74	91	106
预付款项	6	9	13	13	13	管理费用	113	151	195	253	293
存货	427	458	554	680	812	财务费用	4	3	9	6	6
其他流动资产	92	38	-63	-197	-337	资产减值损	4.66	-2.58	-3.12	-3.83	-4.57
<b>非流动资产合计</b>	2348	2583	2421	2276	2134	公允价值变	1.12	-0.79	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-5.57	-2.56	0.00	0.00	0.00
固定资产	1205.57	1359.08	1236.76	1114.44	992.13	<b>营业利润</b>	236	302	368	450	555
无形资产	246	234	211	190	171	营业外收入	2.09	1.03	1.03	1.03	1.03
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.84	4.12	4.12	4.12	4.12
<b>资产总计</b>	3620	3763	4064	4633	5150	<b>利润总额</b>	235	299	365	447	552
<b>流动负债合计</b>	698	705	585	806	895	所得税	28	27	34	41	51
短期借款	437	390	0	0	0	<b>净利润</b>	206	272	331	407	501
应付账款	129	137	163	200	239	少数股东损	0	-1	0	0	0
预收款项	1	3	6	9	12	归属母公司	206	273	331	407	501
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	584	651	523	599	702
<b>非流动负债合计</b>	40	9	7	7	7	<b>EPS (元)</b>	0.50	0.66	0.79	0.98	1.20
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>负债合计</b>	738	714	593	813	903	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增	38.62%	12.86%	21.06%	23.33%	19.66%
实收资本(或股本)	416	416	416	416	416	营业利润增	79.97%	27.98%	21.61%	22.52%	23.12%
资本公积	1911	1911	1911	1911	1911	归属于母公	21.04%	22.91%	21.04%	22.91%	23.17%
未分配利润	560	809	1029	1299	1632	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	2882	3049	3471	3819	4248	毛利率(%)	27.95%	29.19%	29.15%	29.49%	29.67%
<b>负债和所有者权益</b>	3620	3763	4064	4633	5150	净利率(%)	13.09%	15.30%	15.35%	15.30%	15.75%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利	9.40%	5.70%	7.26%	8.14%	8.78%
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	7.16%	8.96%	9.53%	10.65%	11.79%	
<b>经营活动现金流</b>	258	351	682	686	642	<b>偿债能力</b>					
净利润	206	272	331	407	501	资产负债率	20%	19%	15%	18%	18%
折旧摊销	343.76	345.36	0.00	122.32	122.32	流动比率					
财务费用	4	3	9	6	6	速动比率					
应收账款减少	0	0	-66	-88	-91	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	3	3	3	总资产周转	0.46	0.48	0.55	0.61	0.65
<b>投资活动现金流</b>	-308	-232	18	4	5	应收账款周	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0	应付账款周	13.26	13.42	14.38	14.63	14.48
长期股权投资减少	0	0	15	0	0	<b>每股指标</b>					
投资收益	-6	-3	0	0	0	每股收益	0.50	0.66	0.79	0.98	1.20
<b>筹资活动现金流</b>	46	-201	-308	-64	-78	每股净现金	-0.01	-0.20	0.94	1.50	1.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产	6.92	7.32	8.34	9.17	10.20
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.67	17.12	14.15	11.51	9.34
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.62	1.54	1.35	1.23	1.10
<b>现金净增加额</b>	-5	-82	392	625	568	EV/EBITDA	8.02	7.31	7.61	5.59	3.96

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	健盛集团（603558）：深耕细分品类成就优秀制造，三季度继续稳健发展	2019-10-29
行业报告	纺织服装：全球疫情升温，口罩需求有望持续-无纺布行业专题报告	2020-03-04

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

---

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

## 研究助理简介

---

### 刘田田

对外经贸大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019年1月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526