

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年03月11日
市场数据

目前股价	11.05
总市值（亿元）	46.01
流通市值（亿元）	42.46
总股本（万股）	41,636
流通股本（万股）	38,424
12个月最高/最低	12.12/7.92

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

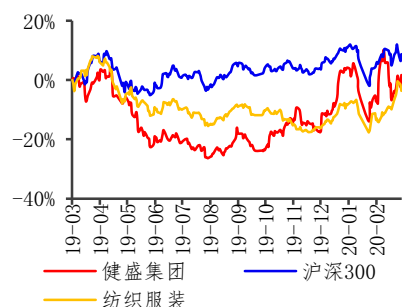
✉ huangsy@cgws.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

俏尔婷婷业绩超承诺，海外产能布局再提速

——健盛集团（603558）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1577	1780	2046	2389	2819
(+/-%)	38.6%	12.9%	14.9%	16.8%	18.0%
净利润	206	273	314	392	482
(+/-%)	57.0%	32.4%	15.0%	24.6%	23.1%
摊薄 EPS	0.50	0.66	0.76	0.94	1.16
PE	22	17	15	12	10

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **业绩概况：**公司 2019 年实现收入 17.80 亿元、同比增长 12.9%，归母净利润 2.73 亿元、同比增长 32.4%，扣非后净利润 2.30 亿元、同比增长 27.3%；公司业绩符合预期，扣非后净利润增速低于净利增速主要由于政府补助增长 49%；每 10 股派发现金红利 3.5 元。公司 2019Q4 单季度实现收入、归母净利润、扣非后净利润分别同比增长 8.2%、39.6%、-26.7%。

公司 2019 年毛利率较上年提升 1.2pct 至 29.2%，销售费用率下降 0.9pct 至 3.1%，管理费用率受计提俏尔婷婷超额奖励影响，提升 1.3pct 至 8.5%，研发费用率提升 0.3pct 至 2.8%，财务费用率下降 0.2pct 至 0.2%，净利率提升 2.2pct 至 15.3%。

■ **棉袜业务量价齐升，越南产能占比提升：**公司 2019 年棉袜业务实现收入 11.04 亿元、同比增长 8.7%，占公司整体收入 62%，全年销售棉袜 2.91 亿双、同比增长 5.7%，由此推算棉袜业务价格上的增长约 3%，其中国内、越南工厂分别销售 1.45、1.46 亿双。由于棉袜业务量价齐升，且越南业务所得税及关税优惠贡献提高，棉袜业务毛利率较去年提升 1.5pct 至 27.5%。

■ **俏尔婷婷超额完成对赌，无缝内衣业务增长喜人：**俏尔婷婷业绩对赌要求为 2017-2019 年扣非后净利润不低于 6500、8000、9500 万元，实际分别实现扣非后净利润 6688、10085、10924 万元，均超额完成。因此，公司按照承诺给予管理团队 1842 万元奖励，若剔除此影响，估算俏尔婷婷 2019 年净利润达到 1.28 亿，同比增长约 23%。

■ **全球化制造商，国内越南齐布局：**公司为全球化的产业链一体化的针织运动服饰制造商，于浙江杭州、江山、绍兴，贵州三穗，越南海防、兴安、清化等地均设有生产基地，于日本东京设有开发销售公司。截止 2019 年，公司年产棉袜约 3 亿双、无缝服饰 2200 多万件，同时公司还从事氨纶包覆纱等辅料的加工、公司原料及产品印染等业务，主要客户及品牌包括 PUMA、DECATHLON、UNIQLO、UNDERARMOUR、GAP、BONDS、NIKE、ADIDAS 等，主要销售市场为欧洲、美国、日本、澳洲及中国。

根据公司 2019 年 12 月发布的三年规划,未来将进一步扩大海外产能占比,计划投资 5 亿元在越南清化新增袜机 2000 台、越南兴安新增无缝织机 330 台。

- **投资建议:** 公司属于棉袜及无缝内衣领域内的“小行业、大公司”,优秀的管理效率及领先的全球产业布局筑就竞争护城河,根据三年规划,公司未来产能有望逐步提升。由于公司海外产能占比较大,受疫情影响相对行业较小,本年业绩确定性较高,预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.76 元、0.94 元、1.16 元,对应 PE 分别为 14.6X、11.8X、9.6X,目前估值较低,维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期风险,全球疫情爆发致需求受损风险,全球贸易摩擦升级风险,大客户订单丢失风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2017A	2018A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1577.47	1780.37	2045.72	2388.87	2819.43	成长性					
营业成本	1136.61	1260.63	1424.51	1631.06	1892.03	营业收入增长	38.6%	12.9%	14.9%	16.8%	18.0%
销售费用	63.68	55.48	63.75	74.44	87.85	营业成本增长	38.9%	10.9%	13.0%	14.5%	16.0%
管理费用	113.45	151.47	174.05	203.24	239.88	营业利润增长	80.0%	28.0%	14.8%	24.3%	22.9%
研发费用	40.54	50.38	57.89	67.61	79.79	利润总额增长	50.0%	27.6%	15.0%	24.6%	23.1%
财务费用	4.45	2.91	9.92	16.95	17.80	净利润增长	57.0%	32.4%	15.0%	24.6%	23.1%
其他收益	40.66	60.30	50.48	55.39	52.94	盈利能力					
投资净收益	-5.57	-2.56	0.00	0.00	0.00	毛利率	27.9%	29.2%	30.4%	31.7%	32.9%
营业利润	236.26	302.36	347.13	431.56	530.46	销售净利率	13.1%	15.3%	15.3%	16.3%	17.0%
营业外收支	-1.75	-3.09	-2.89	-2.74	-2.68	ROE	7.2%	8.9%	9.7%	11.1%	12.4%
利润总额	234.51	299.27	344.24	428.82	527.78	ROIC	7.5%	9.3%	10.0%	11.6%	12.8%
所得税	28.07	26.82	30.85	38.42	47.29	营运效率					
少数股东损益	0.00	-0.86	-0.98	-1.23	-1.51	销售费用/营业收入	4.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
净利润	206.44	273.31	314.38	391.63	482.00	管理费用/营业收入	7.2%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
资产负债表						研发费用/营业收入	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
					(百万)	财务费用/营业收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.7%	0.6%
流动资产	1271.97	1180.00	1651.10	1915.09	2233.21	投资收益/营业利润	-2.4%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
货币资金	429.38	311.72	653.11	762.66	900.12	所得税/利润总额	12.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
应收票据及应收账款合计	288.95	311.17	378.39	426.84	523.52	应收账款周转率	5.78	5.93	0.00	0.00	0.00
其他应收款	24.21	30.12	32.30	40.59	45.44	存货周转率	2.98	2.85	2.92	2.88	2.90
存货	427.40	457.66	519.36	612.40	692.81	流动资产周转率	1.32	1.45	1.45	1.34	1.36
非流动资产	2348.07	2582.64	2733.45	2911.67	3142.85	总资产周转率	0.46	0.48	0.50	0.52	0.55
固定资产	1205.57	1359.08	1557.73	1774.14	2022.07	偿债能力					
资产总计	3620.04	3762.64	4384.55	4826.75	5376.06	资产负债率	20.4%	19.0%	26.6%	27.0%	27.6%
流动负债	697.55	704.70	1158.69	1293.71	1477.01	流动比率	1.82	1.67	1.42	1.48	1.51
短期借款	436.89	389.93	846.06	917.56	1086.89	速动比率	1.07	0.96	0.94	0.97	1.01
应付款项	150.84	200.44	196.51	257.99	269.23	每股指标 (元)					
非流动负债	40.16	8.93	9.18	9.23	9.25	EPS	0.50	0.66	0.76	0.94	1.16
长期借款	0.00	0.00	0.25	0.30	0.32	每股净资产	6.92	7.32	7.73	8.47	9.35
负债合计	737.71	713.63	1167.87	1302.95	1486.26	每股经营现金流	0.87	1.08	0.77	1.13	1.22
股东权益	2882.33	3049.01	3216.68	3523.81	3889.80	每股经营现金/EPS	1.75	1.65	1.01	1.20	1.05
股本	416.36	416.36	416.36	416.36	416.36	估值					
留存收益	607.98	861.09	1059.59	1305.97	1621.95	PE	22.29	16.83	14.63	11.75	9.55
少数股东权益	0.00	0.29	-0.70	-1.92	-3.43	PEG	0.83	0.44	0.44	0.50	0.46
负债和权益总计	3620.04	3762.64	4384.55	4826.75	5376.06	PB	1.60	1.51	1.43	1.30	1.18
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	12.71	10.58	9.65	7.71	6.45
经营活动现金流	257.56	350.87	318.89	469.87	506.46	EV/SALES	2.94	2.62	2.33	1.98	1.69
其中营运资本减少	25.37	47.13	-131.91	-90.94	-166.71	EV/IC	1.38	1.35	1.17	1.06	0.96
投资活动现金流	-308.00	-231.90	-278.30	-331.67	-406.07	ROIC/WACC	0.79	0.98	1.05	1.21	1.34
其中资本支出	316.70	372.17	150.81	178.22	231.19	REP	1.75	1.39	1.12	0.88	0.71
融资活动现金流	45.71	-201.45	-155.32	-100.15	-132.25						
净现金总变化	20.79	-63.19	-114.73	38.04	-31.86						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>