



# 新股询价

603558.CH

目标价格：人民币 26.22-28.85

目标价格基础：市盈率

板块评级：中立

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

陈作佳

(8621) 2032 8517

zuojiachen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010001

## 健盛集团

### 领先棉袜 OEM 厂商，产能扩张前景乐观

公司是国内领先的棉袜代工企业，下游客户主要为冈本、道步和迪卡侬等大型分销商和零售商。随着国内棉袜市场品牌对非品牌的替代，我们认为以公司为代表的大型供应商将有望持续受益。目前公司产能处于过饱和状态且优质客户资源储备丰富，故我们认为募投项目的盈利前景乐观。按发行后股本计，我们预计公司 2014-16 年每股盈利为 1.10、1.31 和 1.55 元，基于 20-22 倍 2015 年市盈率，给予目标价区间为 26.22-28.85 元，对比当前规则下 19.25 元的发行价，尚有 36.2%-49.8% 的空间。

#### 支撑评级的要点

- **国内棉袜代工行业整合趋势日益显著：**因行业缺乏壁垒，目前国内棉袜行业高度分散。但随着冈本、道步、迪卡侬等大型分销商、零售商的扩张，下游对代工厂的品质和交期要求日益提升。在棉袜品牌对非品牌的替代过程中，我们认为以公司为代表的大型供应商将持续受益。
- **与优质供应商合作关系稳定：**海外品牌对供应商资质的要求极为严格，从初步验厂到小单加工再到大批量生产通常需要长达 1-2 年的周期。目前公司与主要客户均有 10 年以上的交易历史，占据迪卡侬、道步、太平洋等客户 10% 以上的采购额，显示较高的客户粘性。
- **订单储备丰富，预计募投产能释放良好：**我们认为公司未来的业绩增长将源于现有客户新品牌的引进以新客户的开发。近年来公司获得了冈本旗下 Uniqlo、道步旗下的 Tommy Hilfiger 及太平洋旗下 Holeproof 等品牌的授权，并完成了家乐福、喜多 (Adidas)、福助 (无印良品、Wrangler) 等优质客户的验厂，在手意向订单量达到 5,200 万双。我们对未来江山 7,800 万和越南 3,600 万双产能释放前景表示乐观。

#### 评级面临的主要风险

- 国内劳动力成本持续上升或出口退税下调导致公司国际竞争力下降。

#### 估值

- 按发行后股本计，我们预计公司 2014-16 年每股盈利为 1.10、1.31 和 1.55 元，基于 20-22 倍 2015 年市盈率，给予目标价区间为 26.22-28.85 元，对比当前规则下 19.25 元的发行价，尚有 36.2%-49.8% 的空间。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	445	558	663	789	966
变动(%)	12	26	19	19	22
净利润(人民币 百万)	65	75	88	105	124
全面摊薄每股收益(人民币)	0.816	0.943	1.099	1.311	1.552
变动(%)	27.0	15.5	16.5	19.3	18.4
每股现金流量(人民币)	0.80	1.21	1.89	1.86	2.59

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	4
棉袜代工行业：下游需求稳定，品牌化推动行业集中度提升.....	6
主营业务：客户储备丰富，产能释放前景乐观.....	9
财务报表分析：盈利及周转能力与行业一致.....	12
募投项目：突破产能瓶颈，推动业绩持续增长.....	14
盈利预测与估值.....	15
研究报告中所提及的有关上市公司.....	18

## 投资摘要

健盛集团是国内领先的棉袜代工企业，下游客户主要为冈本、道步和迪卡侬等大型分销商和零售商。公司现有产能约 1.4 亿双，募投项目将新增高档袜年产能 1,200 万双，中高端袜年产能 7,800 万双，同时在越南投放的 3,600 产能也进入建设阶段。目前高档袜项目已基本完成。基于下列因素，看好公司的产能释放和盈利提升前景：

**1. 国内棉袜代工行业分散，但在下游品牌化过程中集中趋势显著。**因行业缺乏壁垒，目前国内棉袜行业高度分散。但随着冈本、道步、迪卡侬等大型分销商、零售商的扩张，品牌对代工企业的品质、交期和研发的要求日益提升。大型代工企业藉由充足的自有产能保证下游订单和快速补单的交付，同时亦可分担部分研发投入，故在棉袜品牌化的过程中有望获得份额提升。

**2. 与优质供应商合作关系稳定：**海外品牌对供应商资质的要求极为严格，从初步验厂到小单加工再到大批量生产通常需要长达 1-2 年的周期。目前公司与主要客户均有 10 年以上的交易历史，并占据迪卡侬、太平洋、麦德龙等客户 20% 以上的全球采购份额，显示较高的客户粘性。

**3. 订单储备充裕，预计募投产能释放良好：**目前公司共有产能约 1.4 亿双，预计在 2015-17 年逐步释放约 1.2 亿双新增产能。我们认为公司未来的业绩增长将源于现有客户新品牌的引进以新客户的开发。近年来公司先后获得了冈本旗下 Uniqlo、道步旗下的 Tommy Hilfiger 及太平洋旗下 Holeproof 等品牌的授权，并完成了家乐福、喜多 (Adidas)、福助 (无印良品、Wrangler) 等优质客户的验厂。目前公司在手意向订单量已达 5,200 万双，我们对公司产能释放前景持乐观态度。

公司发行前总股本为 6000 万股，本次公开发行不超过 2000 万股。按发行后股本计，我们预计公司 2014-16 年每股盈利为 1.10、1.31 和 1.55 元，基于 20-22 倍 2015 年市盈率，给予目标价区间为 26.22-28.85 元，对比当前规则下 19.25 元的发行价，尚有 36.2%-49.8% 的空间。

图表 1. 可比上市公司估值比较

	股价 (元)	市值 (百万)	每股盈利 (元)			市盈率		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
嘉麟杰	4.2	3,496	0.24	0.13	0.16	18.35	32.29	27.96
大杨创世	11.21	1,850	0.33	0.37	0.49	35.62	31.75	23.78
鲁泰 A	11.31	1,080	1.05	1.14	1.29	11.53	10.54	9.32
加权平均			0.40	0.37	0.44	22.18	28.48	23.62

资料来源：万得资讯、中银国际研究

注：收盘价以 2015 年 1 月 14 日为准

## 公司概况

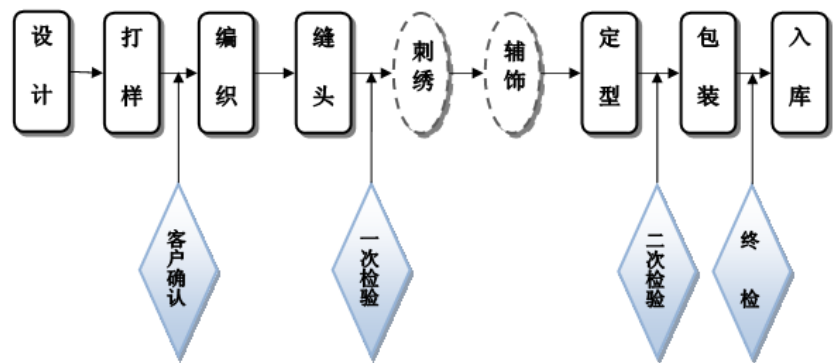
健盛集团是国内领先的中高端棉袜制造商，主营业务为各类棉袜的生产及销售。公司产品主要包括短筒袜、中筒袜、长筒袜、连裤袜等棉袜产品，除生产常规产品外，公司业务包括各类体育用袜和特殊功能袜。

公司主要采用 ODM、OEM 生产模式，主要服务国际知名零售商和棉袜采买中间商。目前公司已与冈本、伊藤忠、迪卡侬、道步、太平洋、麦德龙等厂商建立了长期的供应关系，涉及终端品牌包括 Uniqlo、Nike、New Balance、无印良品等。

截至 2014 上半年公司拥有杭州健胜、杭州乔登、江山思进、江山易登、江山针织 5 个生产基地，年产能约为 1.4 亿双。其中杭州产能主要供应日本客户，江山产能主要用于欧洲和大洋洲出口。

2013 年公司实现收入 5.58 亿元，归属母公司净利 7,544 万元，2011-13 年复合增速分别为 18.5% 和 21.1%。期间净利润增速高于收入，主要受益于高利润的国内业务占比提升。

图表 2. 健盛集团商业模式



资料来源：招股说明书、中银国际研究

图表 3. 健盛集团 2011-14 上半年财务摘要

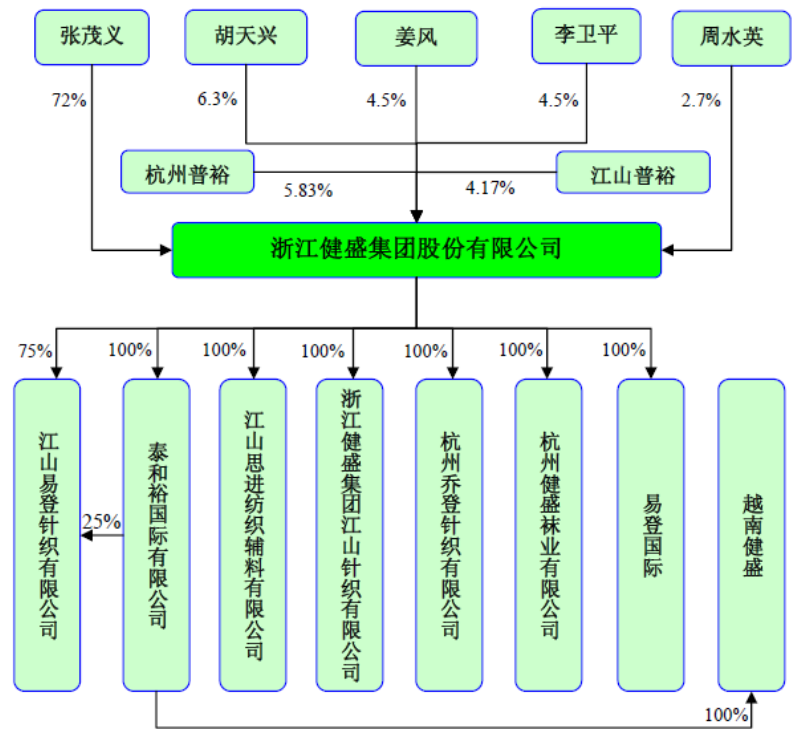
(人民币, 百万)	2011	2012	2013	2014 H1
营业收入	397.5	444.7	558.3	288.4
同比增速 (%)	n/a	11.9	25.6	n/a
国内收入	23.4	30.4	75.1	32.9
同比增速 (%)	n/a	30.1	146.7	n/a
出口收入	371.9	411.5	478.8	254.2
同比增速 (%)	n/a	10.7	16.4	n/a
国内业务毛利	7.3	9.6	26.9	13.4
毛利率 (%)	31.4	31.5	35.8	40.7
出口业务毛利	109.2	116.3	128.5	74.0
毛利率 (%)	29.4	28.3	26.8	29.1
息税前利润	77.5	86.2	103.5	60.3
同比增速 (%)	n/a	11.3	20.0	n/a
归属母公司净利润	39.2	57.2	68.3	31.8
同比增速 (%)	n/a	45.8	19.4	n/a

数据来源：招股说明书、中银国际研究

公司本次发行前总股本为 6,000 万股，主要股东为张茂义、胡天兴、杭州普裕和江山普裕，分别持有公司 72.00%、6.30%、5.83%和 4.17%的股份。其中张茂义先生直接持有公司本次发行前 72%的股份，为公司的实际控制人。

公司本次拟公开发行普通股不超过 2,000 万股，发行后公司总股本不超过 8,000 万股。本次公开发行的股份不低于发行后总股本的 25.00%。股东胡天兴承诺在股票上市交易起 12 个月内不减持公司股票，其余股东承诺 36 个月内不减持公司股票。

图表 4.发行前健盛集团股权结构图



资料来源：招股说明书、中银国际研究

## 棉袜代工行业：下游需求稳定，品牌化推动行业集中度提升

棉袜行业客单价较低且需求增长缓慢，支持独立品牌的能力较弱，因而在海外市场多作为零售商私有品牌或服装品牌的附属品类出现。我们认为如棉袜一类标准品极易受到服装品类延伸战略的冲击，相比于自建品牌，依附于成熟品牌的代工将是一条确定性更强的道路。

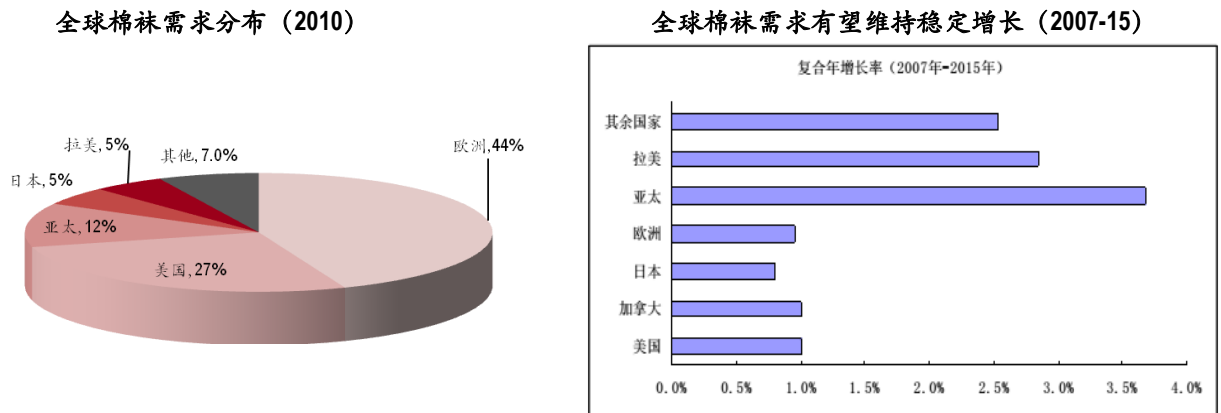
### 棉袜市场：行业需求稳定，国内消费品牌化趋势加速

棉袜属于低单价快速消费品，故在全球范围的需求稳定。据 OXYLANE 统计，2010 年全球袜子销量达 620 亿双，销售额达 920 亿欧元，预计 2007-15 年销售复合增长率为 1%-2%。分区域看，欧洲、北美和日本等成熟市场的年均增长率在 1% 左右，而亚太和拉美等新兴市场则有望录得 3%-4% 的增长。

相比成熟市场，国内棉袜需求仍处于品牌化初期。棉袜品类较低的客单价和有限的产品线导致专卖渠道的成本过高，通过批发市场和商超渠道分销中低端杂牌产品仍然占据可观的份额。但随着中高收入人群数量的增长和服装品牌向配饰领域延伸，品牌棉袜开始通过现有服装渠道加速扩张，且部分高端品牌开始在百货和购物中心设立专柜。

考虑棉袜低客单价配饰的属性，直接品牌化的难度将较高。我们认为零售商私有品牌以及既有服装品牌的延伸将贡献国内棉袜需求的主要增量。

图表 5. 全球棉袜需求有望保持稳定增长



资料来源：OXYLANE、中银国际研究

图表 6. 国内棉袜终端需求结构

定位	价格带	代表品牌	分销渠道	竞争要素
低端	5-15 元	浪莎、奈尔等	批发市场, 商超	生产成本、渠道开拓
中端	30-50 元	Nike、Adidas、Uniqlo 等基本款	服装专卖店	品牌营销
高端	>50 元	冈本、厚木及服装品牌功能性产品	服装专卖店, 百货 / 购物中心专柜	品牌营销、研发投入、制造能力

数据来源：中银国际研究



### 棉袜产业链：中间商主导，制造端成本与供应链并重

典型的棉袜产业链由原料供应商、制造商、中间商以及下游的品牌商/零售商构成。

中间商是棉袜供应链的主导力量。由于棉袜通常仅仅作为服饰销售的小品类，多数品牌商选择将制造和采购环节交由专业中间商承担。这些公司一般拥有很强的制造能力，同时下游订单的汇聚又帮助其维持同业难以维持的研发投入，因而成为供应链盈利能力最高的环节。平均来看，中间商的毛利率和营业利润率中枢可高达约60%和30%<sup>1</sup>。

产业的制造端总体较为分散。在全球范围内，制造成本和供应链速度的平衡决定了产业的分布。受益于相对低廉的人工成本和完善的基础设施，中国成为全球最主要的棉袜生产地。但土耳其等地由于毗邻欧洲的优势，亦在临时性订单领域有所优势。

图表 7. 棉袜产业链

	纤维供应商	OEM制造商	采购中间商	品牌商
产业链分工：	供应白纱、色纺纱等纺织纤维	袜子织造	品类的供应链管理，部分高端产品制造	棉袜的终端零售
行业集中度：	色纺纱行业较高，白纱行业一般	低端分散、中高端较为集中	高	基于具体服装品类，通常较低
资产类型：	资产偏重，人工成本占比约7%，制造费用7%-8%	资产较重，人工成本17%-18%，制造费用占比约20%	具备部分产能，供应链管理部分为轻资产	基于商业模式
代表企业：	百隆东方、华孚色纺	健盛集团、梦娜股份	冈本、Dobotex	依照品类及商业模式
毛利率中枢：	白纱约10%，色纺纱15%-20%	出口25%-30%	55%-60%	40%-50%
定价权：	较弱，主要受棉价影响	低端极弱，中高端较强	强	基于具体服装品类，通常较低

资料来源：中银国际研究

### 国内棉袜制造业：中高端棉袜制造领域有望加速集中

国内的袜子制造行业集中度呈现低端分散，中高端集中的两极趋势。一方面，大量家庭作坊式的厂商依靠批发市场和淘宝等分销渠道在江浙地区广泛存在。另一方面，伴随品牌对杂牌的替代，中间商和零售商对供应商的品质和交期提出更高要求，有利于订单向龙头企业集中。

我们认为棉袜中高端代工行业的集中动力在于：

**1) 下游品牌商对供应链效率的要求提升：**随着服装行业的竞争加剧，品牌商对供应商在品质和交期上的需求日益提高。在棉袜行业中体现在 a) 对6个月以上意向性订单的提前备货（通常在正式合同下达前完成货品30%-50%生产）和 b) 对临时性追单的补货。大型供应商财务上更有实力承担备货和订单管理等方面的投入，并可为下游提供更可靠的品质追溯机制，故在此类订单上具备

<sup>1</sup> 根据道步（DOBOTEX）财务报表测算

显著的竞争力。

2) **成本结构中的规模效应**：棉袜制造的自动化程度高于成衣和制鞋，在成本端体现为更高的固定成本占比，如此在同等资产结构下订单充沛的龙头企业将有更低的平均成本。

3) **较强的客户粘性**：海外客户对供应商的遴选极为严格，从初步验厂到小单加工再到大批量生产通常需要长达 1-2 年的周期。但同时品牌商对袜子一类小品类一般只选择有限的几家供应商，因此客户订单的稳定性会更高。

**图表 8. 纺织企业成本结构中固定成本的占比高于服装和制鞋 (2013)**

(%)	织造		服装	制鞋	
	健胜集团	棒杰股份	大杨创世	匹克体育	红蜻蜓
直接材料	62.6	55.0	42.9	64.6	72.0
直接人工	17.4	18.1	46.6	21.5	20.6
制造费用	20.0	26.9	10.4	13.9	7.4

数据来源：公司数据，中银国际研究



## 主营业务：客户储备丰富，产能释放前景乐观

健盛集团的主营收入主要依赖出口，客户集中于少量国际知名的中间商和零售商。通过多年合作，公司与下游主要客户建立的稳定的供应关系，新客户的拓展和既有客户旗下新品牌的引进，公司目前在售意向性订单已有 5,200 万双。我们认为募投项目的盈利前景乐观。

### 客户为知名中间商，上下游关系稳定

健盛集团主要服务于国际知名中间商和零售商，报告期内冈本、迪卡侬等前 5 大客户销售占比在 80% 以上。

经过多年经营，公司与下游客户建立长期稳定的合作关系，其全资子公司杭州乔登前身即为与主要客户冈本株式会社的合资公司。目前公司与多数主要客户拥有 10 年以上的交易历史，并占据迪卡侬、太平洋、麦德龙等客户 20% 以上的全球采购份额，显示较高的客户粘性。

图表 9. 公司与主要客户关系稳定

客户名称	客户简介	2011 年销售量/金额	本公司销售数量/金额占比	与公司合作开始日期
迪卡侬	迪卡侬 (Decathlon) 来源于法国，于 1976 年创立，是全球最大的体育用品零售商；2003 年迪卡侬进入中国，至 2013 年 2 月已遍布全国 25 座城市近 60 家商场。	1 亿双	21%	2004
冈本	冈本株式会社 (OKAMOTO Corporation) 是日本袜子行业第一大生产销售企业，拥有 NIKE、MIZUNO、HANG TEN、UMBRO、MUNSINGWEAR、BOSS 等十多个世界知名品牌在日本的袜子生产销售权。	1.5 亿双	9%	2002
道步	道步贸易有限公司 (DOBOTEX International) 是 PUMA 集团的子公司，欧洲专业的棉袜采购商，旗下拥有著名品牌：PUMA、TOMMY HILFINGER。	1.1 亿双	18%	2009
太平洋	太平洋商品有限公司 (Pacific Brands) 是澳大利亚最大的纺织服装类上市公司，拥有众多知名品牌：BERLEI、BONDS、CLARKS、DUNLOP、HOLEPROOF、HUSH PUPPIES。	4,200 万双	34%	2001
伊藤忠	伊藤忠商事株式会社 (ITOCHU Corporation) 是世界著名的综合贸易公司、世界 500 强企业之一，拥有 FILA、LOTTO、LEE、NEWBALANCE 等多个世界知名品牌在日本的袜子生产销售权。	40-50 亿日元	21%	2008
麦德龙	麦德龙股份公司 (Metro AG) 是德国最大、欧洲第二、世界第三的零售批发超市集团，世界 500 强企业之一，分店遍布 32 个国家。	800 万美元	45%	2000

资料来源：招股说明书、中银国际研究

### 海外收入为主，国内业务占比持续提升

历史时期，公司业绩主要由海外市场主导，历年来的海外收入占比均在 85% 以上。但受益于下游品牌在国内的扩张，公司境内收入增速迅猛，2011-13 年公司国内收入增长了 220%。

从结构上看，新增订单主要用于支持现有客户在国内市场的扩张，同时承接部分客户在国内自有产能的外协订单。因国内承接迪卡侬和冈本的高端产品比例较高，公司内销均价和毛利率均高于出口。

据目前已知主要客户的国内扩张计划，迪卡侬预计在 2015 年底将门店数由 13 年的 79 家增加到 100 家，而优衣库（袜子品类由冈本负责运营）也计划在现

有 300 多家门店基础上每年新增 80-100 家门店。我们认为公司高毛利国内业务有望维持稳定增长。

**图表 10. 公司收入主要来自于外销**

(人民币, 百万)	2011	2012	2013	2014 1H
内销	23	30	75	33
同比增速 (%)	n/a	30.2	146.6	n/a
外销	372	412	479	254
同比增速 (%)	n/a	10.7	16.4	n/a
其中: 日本	137	164	193	85
同比增速 (%)	n/a	20.2	17.3	n/a
欧洲	189	187	217	137
同比增速 (%)	n/a	-1.1	16.2	n/a
大洋洲	46	60	69	32
同比增速 (%)	n/a	31.1	15.1	n/a
合计	395	442	554	287
同比增速 (%)	n/a	11.8	25.3	n/a

数据来源: 招股说明书, 中银国际研究

**图表 11. 公司国内业务均价及毛利率均优于出口**

	2011	2012	2013	2014 1H
出口平均单价 (元)	4.2	4.0	4.0	3.9
内销平均单价 (元)	4.2	4.0	5.0	5.0
出口毛利率 (%)	29.4	28.3	26.8	29.1
内销毛利率 (%)	31.4	31.5	35.8	40.7

数据来源: 招股说明书, 中银国际研究

**图表 12. 公司内销业务主要为支持既有客户在国内的扩张**

(人民币, 百万)	2011	2012	2013	2014 1H	说明
上海莘威运动品有限公司	11.25	15.94	26.09	11.89	迪卡侬全资子公司, 从事迪卡侬中国市场的销售
客户收入占比 (%)	11.49	18.81	23.83	18.01	
冈本制袜(张家港)有限公司	2.05	3.26	25.32	11.35	冈本在中国的生产工厂, 从事部分产品中国市场的销售
客户收入占比 (%)	2.31	3.14	15.96	16.22	
道步贸易(上海)有限公司	4.32	4.16	2.54	0.40	道步子公司, 从事道步中国市场的销售
客户收入占比 (%)	6.31	4.15	2.55	0.66	
阿姿谊(上海)针织有限公司	1.60	2.54	4.23	1.81	厚木株式会社全资子公司, 从事外销日本产品的采购和检品及中国市场的销售

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

### 潜在订单丰富，产能扩张前景乐观

公司下游客户需求充沛，收入增长主要受产能扩张限制。2011年以来，公司产能由约9,600万双增至约1.4亿双，但同期产能利用率却维持接近饱和水平，且需要通过外协和削减中低端订单以保证交付。

未来3-4年，公司将新增约1.14亿双产能（7,800万双募投项目及3,600万双越南项目），我们预计新增产能的消化路径主要来源于：

**1. 现有客户旗下新品牌生产授权及放量：**例如公司在2014年签约道步旗下Tommy Hilfiger、太平洋旗下HoleProof，在2013年签约冈本旗下Uniqlo。

**2. 已完成验厂客户订单的投放：**根据验厂记录，已完成验厂客户中仍有喜多、福助和家乐福等等未产生显著收入，对应Adidas、Wrangler和无印良品等品牌。

**3. 拓展与现有客户的直接合作。**公司自2013年下半年起开始与伊藤忠旗下品牌开展独立合作，并积极推动与Uniqlo、Jusco和无印良品等品牌的直接合作事宜。

目前公司已与如伊藤忠、迪卡侬、道步等多家新老客户签订了意向性协议，新增意向性订单5,200万双。我们因此对新增产能的消化持乐观态度，预计未来公司产能利用率仍将维持较高水平。

**图表 13. 报告期内公司产能利用率较高**

(百万)	2011	2012	2013	2014 H1
产能	96.2	110.4	136.9	72.2
编制数量	92.4	107.7	133.5	70.7
产能利用率(%)	96.1	97.6	97.5	98.0
入库数(含外协)	97.7	110.4	138.6	71.3
销量	95.1	1.1	134.9	72.7
产销率(%)	97.4	1.0	97.3	102.0

数据来源：招股说明书，中银国际研究

**图表 14. 在完成验厂客户中仍有喜多、福助及家乐福等未贡献显著收入**

客户名称	品牌名称
道步	PUMA、TOMMY HILFIGER、Levi's
太平洋	BONDS、JOCKEY、HOLEPROOF、RED ROBIN、RIO
家乐福	TEX
迪卡侬	Kalenji、Quechua、Wed'ze、Kipsta、Artengo、Solognac、Domyos、Oxelo
麦德龙	Manguun、Emotions、Bexleys、Tip、Designers、Mauro Ferrini
冈本株式会社	TOPVALU、UNIQLO、MUNSINGWEAK、LE COQ SPORTIF、TOROY、UMBRO、AIR WALK、BOBOSON、BEVERLY HILLS POLO CLUB、MIZUNO、U.P RENOMA、SANTA BARBARA POLO&RACQUET CLUB、PERSON'S、HANG TENG
伊藤忠商事株式会社	BEVERLY HILLS POLO CLUB、FILA、LOTTO、NEW BALANCE、LEE
喜多株式会社	ADIDAS
福助株式会社	WRANGLER
KB 福助株式会社	无印良品

数据来源：招股说明书，中银国际研究

## 财务报表分析:盈利及周转能力与行业一致

### 盈利能力略高于行业平均水平，出口毛利受退税政策影响显著

公司的毛利率和营业利润率略高于行业平均，主要原因是：1) 公司在棉袜行业具有技术优势、质量优势以及规模优势，产品附加值较高；2) 公司客户均为国际企业，棉袜在终端消费市场售价较高，公司在产品销售方面具有较强的议价能力。

在利润结构中，出口退税对公司的贡献较大，2014 年上半年出口退税占出口毛利的 43.3%。

图表 15.公司毛利率水平与略高于出口代工企业平均

(%)	2011	2012	2013	2014 1H
嘉麟杰	23.5	23.6	27.4	28.7
大扬创世	32.3	29.9	26.6	25.3
鲁泰 A	31.2	26.9	30.8	31.4
棒杰股份	27.7	25.7	25.1	25.1
行业平均	28.7	26.5	27.5	27.6
健盛集团	29.7	28.8	28.1	30.6

数据来源：公司数据，中银国际研究

图表 16.因内销业务占比提升公司息税前利润率优于同业

(%)	2011	2012	2013	2014 1H
嘉麟杰	23.5	23.6	27.4	28.7
大扬创世	32.3	29.9	26.6	25.3
鲁泰 A	31.2	26.9	30.8	31.4
棒杰股份	27.7	25.7	25.1	25.1
行业平均	28.7	26.5	27.5	27.6
健盛集团	29.7	28.8	28.1	30.6

数据来源：公司数据，中银国际研究

图表 17.公司出口业务毛利近半数来自退税

(人民币,百万)	2011	2012	2013	2014 1H
当期收到的出口退税	50	52	62	32
出口业务毛利	109	116	128	74
出口退税/出口毛利 (%)	45.4	44.8	48.4	43.3
毛利总额	118	128	157	88
出口退税/毛利(%)	41.9	40.8	39.6	36.3

数据来源：公司数据，中银国际研究

### 运营资本周转效率与同业一致

公司营运资本的周转效率与行业平均水平相当。其中应收账款周转速度高于成衣企业，但弱于纺织类企业。报告期内，公司存货周转率均高于行业平均水平，主要系公司实行“以销定产、适度库存”的存货管理政策，同时按照生产计划严格控制原材料和产成品的库存额度，产品的生产周期较短。

从趋势上看，受外需增长放缓的影响，公司营运资金压力有所加大，此亦与行业趋势一致。

图表 18. 健盛集团营运资本周转效率与同业水平相当

(次)	2011		2012		2013		2014 1H	
	应收账款周 转率	存货周转率	应收账款周 转率	存货周转率	应收账款周 转率	存货周转率	应收账款周 转率	存货周转率
嘉麟杰	13.89	3.29	13.28	2.86	11.00	3.20	8.74	3.21
大杨创世	7.74	4.00	5.42	3.15	5.82	2.77	7.68	1.80
鲁泰 A	34.08	2.67	27.48	2.58	25.48	2.69	26.45	2.49
棒杰股份	6.81	3.57	5.88	2.6	6.13	2.22	4.66	2.15
行业平均	15.63	3.38	13.01	2.8	12.1	2.72	11.88	2.41
本公司	12.23	4.06	9.28	4.12	8.85	4.26	7.24	3.24

资料来源：公司数据、中银国际研究

## 募投项目：突破产能瓶颈，推动业绩持续增长

公司募集资金将主要用于扩充中高端棉袜产能，三个项目分别为：年新增1,200万双高档棉袜生产线技改项目（5,020万元）、年新增7,800万双中高档棉袜生产线技改项目（2.62亿元）、补充营运资金项目（3,300万元）。

**图表 19. 健盛集团募集资金投放项目**

项目名称	投资金额（百万）
年新增 1200 万双高档棉袜生产线技改项目	50.2
年新增 7800 万双中高档棉袜生产线技改项目	262.3
补充营运资金项目	33.0

数据来源：公司数据，中银国际研究

### 年新增 1200 万双高档棉袜生产线技改项目

本项目总投资为5,020万元，包括：建筑工程投入26.25万元；设备购置3,693.90万元；安装工程投入105.50万元；其他费用投入381.35万元；铺底流动资金投入813.00万元。本项目需要厂房约4,800 m<sup>2</sup>，将在杭州乔登现有厂区内实施。本项目预计建设期为1年，预计达产后第1年产能达到设计产能的70%，项目完全达产后，将年新增销售收入6,960万元，年新增净利润1,369万元。截至报告期期末，本项目已基本实施完成。

### 年新增 7800 万双中高档棉袜生产线技改项目

本项目总投资为26,230万元，包括：建筑工程投入4,847.99万元；设备购置及安装工程投入14,991.24万元；安装工程费投入985.39万元；其他工程费用投入1,835.38万元；铺底流动资金投入3,570万元。根据生产规模，本项目已购置65,983.04 m<sup>2</sup>土地，拟新建车间建筑面积47,636.90 m<sup>2</sup>。项目预计建设期为2年，达产后首年产量为设计产能的70%，完全达产后，将年新增销售收入28,860万元，年新增净利润4,786万元。截至报告期期末，本项目已开始实施。

### 补充营运资金项目

公司资本性投入较大，补充营运资金项目（3300万元）有助于改善公司财务状况，降低公司财务费用。

### 越南年产 3600 万双中高档棉袜生产线项目（非募投项目）

该项目位于越南海防新加坡工业园区内，拟占地29,810 m<sup>2</sup>，新建综合楼、生产车间、仓库及配套用房共计19,092 m<sup>2</sup>。项目总投资预计为8,540万元（1,400万美元），计划在项目实施后两年内完成建设投资。项目完全达产后，将形成年产3,600万双中高档棉袜的生产能力，将年新增销售收入11,880万元（约1,950万美元），年新增利润总额2,407万元（约395万美元）。目前项目已经中国、越南相关政府部门的审批，正在进行土建招投标工作。

目前公司现有产能基本处于满负荷状态，乃至部分订单需要依赖外协，我们认为募投项目的产能释放风险不高。



## 盈利预测与估值

### 产能释放

根据募投项目说明及在建工程进度，我们对公司 2015-17 年新增产能预计预测如下表所示。由于海外项目建设具有不确定性，越南 3600 万双项目产能未被包含在内。

图表 20. 健盛集团募投产能释放预测

(百万只)	项目进度	预计完成 时间	预计产能投放			
			2014	2015	2016	2017
杭州乔登 1200 万双产能项目	完成	2014/6	4.2	10.2	12.0	12.0
江山针织 7800 万双产能项目	厂房建设 进度 40%	2015/6	0.0	27.3	66.3	78.0
合计			4.2	37.5	78.3	90.0
年新增产能			4.2	33.3	40.8	11.7

数据来源：招股说明书，中银国际研究

### 营业收入及毛利率

考虑公司与下游稳定的合作关系，及目前已达成 5,200 万双意向性订单，我们预计公司产能利用率仍可维持良好水平。

2014-16 年，我们预计公司业务仍将以外销为主，平均外销单价与 13 年持平，外销量年销量增速为 20%。同期，我们预计平均内销单价增速为 5%、3% 和 3%，在产能充分利用下，内销量增为 6.8%、9.4% 和 35.8%。内销和外销毛利率则和历史时期一直维持于 37% 和 27%。

图表 21. 收入及毛利率预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
国内销售均价(元)	4.2	4.0	5.0	5.3	5.5	5.6
同比增速(%)		(6.1)	27.0	5.0	3.0	3.0
出口销售均价(元)	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
同比增速(%)		(4.8)	1.0	0.0	0.0	0.0
国内销量(百万)	6	8	15	16	17	24
同比增速(%)		38.7	94.3	6.8	9.4	35.8
出口销量(百万)	90	104	120	144	173	207
同比增速(%)		16.3	15.2	20.0	20.0	20.0
国内毛利率(%)	31.4	31.5	35.8	37.0	37.0	37.0
出口毛利率(%)	29.4	28.3	26.8	27.0	27.0	27.0

数据来源：招股说明书，中银国际研究

### 费用率及所得税率

随着人均工资的上涨和引进新品牌导致更高销售佣金压力，我们预计公司期间费用率小幅上升，同期所得税率维持于 25% 的水平。

**图表 22. 期间费用及所得税率预测**

(%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	2.4	2.6	3.1	3.4	3.6	3.8
管理费用率	7.2	6.2	5.8	6.4	6.5	6.7
有效税率	22.8	24.8	24.4	25.0	25.0	25.0

数据来源：招股说明书，中银国际研究

### 估值

基于上述假设，我们预计公司 2014-16 年归属母公司净利润为 8,792 万元、1.05 亿元和 1.24 亿元，同比增长 16.5%、19.3% 和 18.4%，按发行后股本计对应全面摊薄每股收益为 1.10 元、1.31 元和 1.55 元，基于 20-22 倍 2015 年市盈率，给予目标价区间为 26.22-28.85 元。对比当前规则下 19.25 元的发行价，我们预计上市后尚有 36.2%-49.8% 的涨幅空间。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	445	558	663	789	966
销售成本	(317)	(401)	(475)	(566)	(691)
经营费用	(17)	(23)	(21)	(26)	(41)
息税折旧前利润	111	134	167	197	233
折旧及摊销	(25)	(31)	(47)	(59)	(66)
经营利润 (息税前利润)	86	103	119	138	167
净利息收入/(费用)	(9)	(8)	(2)	3	(2)
其他收益/(损失)	10	4	(0)	0	0
税前利润	87	100	117	140	166
所得税	(22)	(24)	(29)	(35)	(41)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	65	75	88	105	124
核心净利润	62	80	92	105	124
每股收益 (人民币)	0.816	0.943	1.099	1.311	1.552
核心每股收益 (人民币)	0.770	0.994	1.150	1.311	1.552
每股股息 (人民币)	(0.927)	(1.510)	(0.412)	(0.492)	(0.582)
收入增长(%)	12	26	19	19	22
息税前利润增长(%)	11	20	15	16	21
息税折旧前利润增长(%)	11	21	24	18	18
每股收益增长(%)	27	16	17	19	18
核心每股收益增长(%)	17	29	16	14	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	87	100	117	140	166
折旧与摊销	25	31	47	59	66
净利息费用	9	8	2	(1)	2
运营资本变动	(61)	(53)	(8)	(18)	(26)
税金	2	(2)	(1)	(0)	(1)
其他经营现金流	3	14	(7)	(30)	0
经营活动产生的现金流	64	97	151	149	207
购买固定资产净值	(72)	(133)	(116)	(116)	(116)
投资减少/增加	1	14	(1)	0	0
其他投资现金流	0	0	(66)	85	(134)
投资活动产生的现金流	(72)	(119)	(183)	(30)	(250)
净增权益	0	0	405	0	0
净增债务	659	583	0	0	0
支付股息	(99)	(161)	(44)	(52)	(62)
其他融资现金流	2	3	0	85	0
融资活动产生的现金流	562	425	361	33	(62)
现金变动	554	403	329	151	(105)
期初现金	(498)	(352)	(143)	(54)	202
公司自由现金流	(8)	(22)	(32)	119	(43)
权益自由现金流	651	560	(32)	119	(43)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	56	50	186	97	97
应收帐款	58	68	77	92	112
库存	82	106	124	147	180
其他流动资产	20	31	37	42	49
流动资产总计	216	256	423	378	438
固定资产	286	383	453	512	562
无形资产	18	18	17	16	16
其他长期资产	3	2	1	0	0
长期资产总计	308	405	473	530	581
总资产	524	661	897	909	1,018
应付帐款	64	73	91	108	132
短期债务	92	167	0	0	59
其他流动负债	25	63	39	47	58
流动负债总计	182	303	130	155	249
长期借款	98	70	70	(0)	(0)
其他长期负债	1	0	0	0	0
股本	60	60	80	80	80
储备	183	228	617	674	690
股东权益	243	288	697	754	770
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	524	661	897	909	1,018
每股帐面价值 (人民币)	3.04	3.60	8.72	9.42	9.63
每股有形资产 (人民币)	1.61	1.93	4.25	4.61	4.72
每股净负债/(现金)(人民币)	2.23	3.11	(1.46)	(1.22)	(0.48)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	24.9	24.0	25.2	25.0	24.2
息税前利润率(%)	19.4	18.5	18.0	17.5	17.3
税前利润率(%)	19.5	17.9	17.7	17.7	17.1
净利率(%)	14.7	13.5	13.3	13.3	12.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	0.8	3.3	2.4	1.8
利息覆盖率(倍)	9.3	12.9	56.1	n.a.	107.5
净权益负债率(%)	55.0	64.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.5	2.3	1.5	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
核心业务市盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
价格/现金流(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	1.2	1.4	(0.7)	(0.5)	(0.2)
<b>周转率</b>					
存货周转天数	88.5	85.6	88.3	87.3	86.3
应收帐款周转天数	39.3	41.2	40.0	39.0	38.5
应付帐款周转天数	48.0	45.0	45.1	46.0	45.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	(151.4)	(213.6)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
净资产收益率(%)	30.9	28.4	17.8	14.5	16.3
资产收益率(%)	13.6	13.2	11.5	11.5	13.0
已运用资本收益率(%)	22.0	21.6	18.5	18.4	21.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

嘉麟杰 (002486.CH/人民币 4.23 元, 未有评级)

大杨创世 (600233.CH/人民币 11.46 元, 未有评级)

鲁泰 A (000726.CH/人民币 11.43 元, 未有评级)

棒杰股份 (002634.CH/人民币 15.78 元, 未有评级)

以 2015 年 1 月 15 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371