

# 健盛集团 (603558.SH) 纺织行业

评级：增持 首次评级

公司点评

姚咏絮  
联系人  
(8621)61038264  
yaoyongxu@gjzq.com.cn

张斌  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)60230230  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 棉袜生产专家定增进军零售 丰富女内衣、丝袜产品线

### 事件

- 健盛集团 6 月 17 日晚发布公告：拟向君达投资、鹏华基金、泰达宏利、晨灿投资、创东方、鑫达唯特、硅谷天堂、孔鑫明等八名投资者非公开发行 2820 万股，共募资约 10 亿元，扣除发行相关费用后将投入“健盛之家贴身衣物 O2O 营销网络建设项目”、“年新增 6000 万双棉袜智慧工厂技改项目”、“年新增 5200 万双丝袜生产线技改项目”和“年新增 6000 万双丝袜生产线项目”。发行对象所认购的本次非公开发行股票，自发行结束之日起 36 个月内不得转让。

### 评论

“智慧工厂”建设思路减少生产成本，灵活对接终端需求。公司专注棉袜单品代工生产二十余年，处于细分行业的第一阵营。与其他棉袜代工厂不同的是，公司接受日本中高端客户的订单较多，毛利率接近 30%。目前国内棉袜代工行业趋于放缓，但公司仍然有较快的收入增速（2012 年以来年均 13%）。

公司希望通过工厂改造压缩生产成本，同时建设智能化的生产体系。日本、意大利等发达国家仍然有相当部分的袜子产能，原因在于机械化信息化水平高、生产工艺成熟流程设置合理，因而能够大幅减少人工成本。意大利一家工厂的用工数量仅为国内同等规模工厂的 1/5。新建越南工厂前瞻欧美市场，低关税为平价产品生产提供空间。公司 14 年在越南海防市新建工厂，预计 15 年底完工，规划产能 3000 万双。TPP 协议签订后，越南原产地的产品出口美国将享受 0 关税，远低于国内出口 14% 的关税税率。公司于 14 年新开发了美国市场的客户，美国消费市场的特点为平价大量，在越南建厂并建设完整的配套产业链将显现价格优势。

在原有棉袜基础上，丰富女士内衣和丝袜生产线，打造垂直一体化模式。女士内衣技术门槛较高，厂商的毛利率高达 50% 左右，合作收购达成将构成新的盈利增长点。此外，现已购买 160 台意大利进口的丝袜生产设备，采用日本生产技术，日方专家已在指导生产，6 月份即将投产。最终将构建 800 台机器的规模。

全新团队开发零售市场，打造类直营贴身衣物专卖店。公司近期组建了健盛之家销售公司，目前已从外部招聘 60 余人的专业零售团队，负责开发零售业务。团队领军人物曾就职于浪莎、七匹狼等公司。目前的设想为主营贴身衣物（袜子+女士内衣+家居服），渠道以电商、购物中心和县城专卖店为主。经营方式将采用类直营，由公司承担库存风险，收取加盟商一定的保证金，每年固定分红。其中袜子的 sku 占比将在 30% 以上，并全部由公司工厂自行生产。据测算，当开店达到 2000 家后，现有人工成本将降低至 1/5，与意大利的对标企业相近。15 年将在杭州的江山、萧山等地开出 5 家试营店，3 年内将开出 300 家店铺，营销方面可能采用免费试用等手法，物流仓储、信息系统等重要部分后续也会持续优化。

### 投资建议

公司经营扎实，制造端“节流”与销售端“开源”并进，收入有望保持两位数增长，拓展零售业务对接广阔市场空间。原有棉袜业务客户群稳定，去年成为优衣库直接供应商后保持了较快增长；工厂设备升级和原有工艺流程改造将大幅压缩人工成本；越南工厂将再造国内产能，对接欧美大量平价订单；新增丝袜生产线丰富产品类别，进军贴身衣物（棉袜、丝袜、女士内衣）零售领域。作为小市值次新股标的值得关注。首次予以“增持”评级，预测 2015-2017 年 EPS 为 1.05、1.16 和 1.3 元，增速为 9%、10% 和 12%，现价 55.27 元，6 个月目标价位 66.3 元。

**图表 1: 销售预测**

项 目	2011	2012	2013	1H14	2014	2015E	2016E	2017E
<b>短筒袜</b>								
销售收入 (百万元)	188.56	203.34	250.35	166.04	312.93	359.87	431.85	518.21
增长率 (YOY)		7.84%	23.12%		25.00%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	24.54%	24.06%	23.60%	28.93%	26.66%	26.50%	28.00%	29.00%
销售成本 (百万元)	142.30	154.43	191.26	118.01	229.52	264.51	310.93	367.93
增长率 (YOY)		8.52%	23.86%		20.00%	15.24%	17.55%	18.33%
毛利 (百万元)	46.27	48.91	59.08	48.04	83.41	95.37	120.92	150.28
增长率 (YOY)		5.72%	20.78%		41.19%	14.33%	26.79%	24.29%
占总销售额比重	47.44%	45.73%	44.84%	57.57%	48.53%	49.60%	51.72%	53.82%
占主营业务利润比重	39.18%	38.26%	37.63%	54.45%	46.04%	46.30%	48.98%	51.19%
<b>中筒袜</b>								
销售收入 (百万元)	137.36	162.44	162.89	93.41	176.74	194.41	213.85	235.24
增长率 (YOY)		23.53%	-12.58%		8.50%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	32.14%	28.95%	26.83%	30.62%	24.47%	25.00%	26.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	93.22	115.42	119.18	64.81	133.48	145.81	158.25	171.72
增长率 (YOY)		23.82%	3.26%		12.00%	9.23%	8.53%	8.51%
毛利 (百万元)	44.14	47.02	43.71	28.60	43.25	48.60	55.60	63.51
增长率 (YOY)		6.53%	-7.04%		-1.04%	12.36%	14.40%	14.23%
占总销售额比重	34.56%	36.53%	29.18%	32.39%	27.41%	26.79%	25.61%	24.43%
占主营业务利润比重	37.38%	36.79%	27.84%	32.42%	23.87%	23.59%	22.52%	21.63%
<b>长筒袜</b>								
销售收入 (百万元)	61.66	76.19	137.98	27.51	149.09	164.00	180.40	198.44
增长率 (YOY)		7.96%	0.82%		8.05%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	37.84%	39.36%	36.89%	38.64%	35.05%	36.00%	37.00%	38.00%
销售成本 (百万元)	38.33	46.20	87.08	16.88	96.84	104.96	113.65	123.03
增长率 (YOY)		20.54%	88.49%		11.20%	8.39%	8.28%	8.25%
毛利 (百万元)	23.33	29.99	50.90	10.63	52.25	59.04	66.75	75.41
增长率 (YOY)		28.53%	69.70%		5.00%	12.99%	13.06%	12.97%
占总销售额比重	15.51%	17.13%	24.72%	9.54%	23.12%	22.60%	21.60%	20.61%
占主营业务利润比重	19.76%	23.46%	32.42%	12.05%	28.84%	28.66%	27.04%	25.68%
<b>连裤袜</b>								
销售收入 (百万元)	7.71	0.00	2.72	0.13	3.17	3.80	4.56	5.48
增长率 (YOY)			-15.94%	-63.94%	16.50%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	36.06%	#DIV/0!	60.73%	42.68%	59.88%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	4.93	0.00	1.07	0.07	1.27	1.52	1.83	2.19
增长率 (YOY)		-100.00%	#DIV/0!		19.00%	19.65%	20.00%	20.00%
毛利 (百万元)	2.78	0.00	1.65	0.05	1.90	2.28	2.74	3.29
增长率 (YOY)		-81.91%	-16.15%		14.88%	20.23%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	1.94%	0.00%	0.49%	0.04%	0.49%	0.52%	0.55%	0.57%
占主营业务利润比重	2.35%	0.00%	1.05%	0.06%	1.05%	1.11%	1.11%	1.12%
<b>其他业务</b>								
销售收入 (百万元)	2.16	2.69	4.34	1.31	2.93	3.51	4.39	5.49
增长率 (YOY)		27.36%	-53.78%		-32.61%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	37.99%	124.30%	14.50%	99.62%	12.81%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	0.58	0.79	2.67	0.41	2.55	2.81	3.51	4.39
增长率 (YOY)		20.67%	-51.57%		-4.31%	10.10%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)	0.82	3.34	0.63	1.30	0.37	0.70	0.88	1.10
增长率 (YOY)		306.60%	-81.15%		-40.48%	87.41%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	0.54%	0.60%	0.78%	0.45%	0.45%	0.48%	0.53%	0.57%
占主营业务利润比重	0.70%	2.61%	0.40%	1.48%	0.21%	0.34%	0.36%	0.37%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>397.45</b>	<b>444.66</b>	<b>558.28</b>	<b>288.40</b>	<b>644.85</b>	<b>725.59</b>	<b>835.05</b>	<b>962.85</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>279.35</b>	<b>316.83</b>	<b>401.26</b>	<b>200.18</b>	<b>463.66</b>	<b>519.60</b>	<b>588.17</b>	<b>669.27</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>118.10</b>	<b>127.83</b>	<b>157.02</b>	<b>88.22</b>	<b>181.19</b>	<b>205.99</b>	<b>246.88</b>	<b>293.58</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>29.72%</b>	<b>28.75%</b>	<b>28.12%</b>	<b>30.59%</b>	<b>28.10%</b>	<b>28.39%</b>	<b>29.56%</b>	<b>30.49%</b>

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>445</b>	<b>558</b>	<b>645</b>	<b>726</b>	<b>835</b>	<b>963</b>	货币资金	50	49	82	160	200	280
增长率		25.6%	15.5%	12.5%	15.1%	15.3%	应收款项	74	89	110	116	144	178
<b>主营业务成本</b>	<b>-317</b>	<b>-401</b>	<b>-464</b>	<b>-520</b>	<b>-588</b>	<b>-669</b>	存货	82	106	137	211	316	356
%销售收入	71.3%	71.9%	71.9%	71.6%	70.4%	69.5%	其他流动资产	9	12	7	9	9	9
<b>毛利</b>	<b>128</b>	<b>157</b>	<b>181</b>	<b>206</b>	<b>247</b>	<b>294</b>	流动资产	216	256	336	496	670	823
%销售收入	28.7%	28.1%	28.1%	28.4%	29.6%	30.5%	%总资产	41.2%	38.8%	41.9%	46.8%	53.4%	57.7%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-4	-6	-7	长期投资	46	44	41	41	41	41
%销售收入	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	固定资产	240	339	387	400	412	423
营业费用	-11	-17	-21	-29	-38	-53	%总资产	45.9%	51.3%	48.4%	37.8%	32.9%	29.6%
%销售收入	2.6%	3.1%	3.3%	4.0%	4.5%	5.5%	无形资产	21	20	35	42	51	59
管理费用	-28	-32	-40	-51	-58	-67	非流动资产	308	405	465	564	584	603
%销售收入	6.2%	5.8%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%	%总资产	58.8%	61.2%	58.1%	53.2%	46.6%	42.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>86</b>	<b>103</b>	<b>117</b>	<b>122</b>	<b>145</b>	<b>166</b>	<b>资产总计</b>	<b>524</b>	<b>661</b>	<b>801</b>	<b>1,060</b>	<b>1,254</b>	<b>1,427</b>
%销售收入	19.4%	18.5%	18.1%	16.8%	17.4%	17.3%	短期借款	92	167	288	409	507	569
财务费用	-9	-8	-18	-18	-28	-33	应付款项	68	77	98	119	134	153
%销售收入	2.1%	1.4%	2.9%	2.5%	3.3%	3.4%	其他流动负债	22	59	35	85	91	97
资产减值损失	-1	-1	-1	-3	-5	-7	流动负债	182	303	421	613	732	819
公允价值变动收益	6	-4	-2	0	0	0	长期贷款	98	70	15	15	15	15
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	0	2	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>281</b>	<b>373</b>	<b>437</b>	<b>633</b>	<b>752</b>	<b>838</b>
<b>营业利润</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>101</b>	<b>112</b>	<b>127</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>243</b>	<b>288</b>	<b>364</b>	<b>427</b>	<b>502</b>	<b>589</b>
营业利润率	18.4%	16.1%	14.7%	13.9%	13.4%	13.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	10	7	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>524</b>	<b>661</b>	<b>801</b>	<b>1,060</b>	<b>1,254</b>	<b>1,427</b>
税前利润	87	100	101	111	122	137	<b>比率分析</b>						
利润率	19.5%	17.9%	15.7%	15.3%	14.6%	14.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-22	-24	-24	-27	-29	-33	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.8%	24.4%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	1.088	1.257	1.284	1.052	1.159	1.304
<b>净利润</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>84</b>	<b>93</b>	<b>104</b>	每股净资产	4.057	4.796	6.064	7.124	8.370	9.809
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.088	1.648	1.707	0.420	0.688	2.042
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>84</b>	<b>93</b>	<b>104</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
净利率	14.7%	13.5%	11.9%	11.6%	11.1%	10.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	26.83%	26.22%	21.17%	19.69%	18.47%	17.73%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	12.46%	11.41%	9.62%	7.94%	7.40%	7.31%
净利润	65	75	77	84	93	104	投入资本收益率	14.91%	14.90%	13.28%	10.88%	10.76%	10.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	26	31	39	41	45	47	主营业务收入增长率	11.88%	25.55%	15.51%	12.52%	15.08%	15.31%
非经营收益	3	11	21	-69	21	26	EBIT 增长率	11.33%	20.00%	12.83%	4.32%	19.03%	14.82%
营运资金变动	-29	-19	-34	-31	-117	-56	净利润增长率	27.01%	15.51%	2.11%	9.27%	10.20%	12.48%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>65</b>	<b>99</b>	<b>102</b>	<b>25</b>	<b>41</b>	<b>123</b>	总资产增长率	22.95%	26.08%	21.18%	32.37%	18.26%	13.80%
资本开支	-72	-133	-99	-48	-50	-50	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	39.3	41.2	43.6	45.0	50.0	55.0
其他	1	1	0	0	0	0	存货周转天数	88.5	85.6	95.7	150.0	200.0	200.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-72</b>	<b>-133</b>	<b>-99</b>	<b>-48</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	应付账款周转天数	50.5	45.4	40.5	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	145.2	213.6	187.8	153.3	120.9	93.8
债权募资	17	47	66	125	98	62	<b>偿债能力</b>						
其他	-11	-11	-50	-24	-49	-54	净负债/股东权益	55.02%	64.84%	60.69%	61.72%	64.05%	51.56%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>6</b>	<b>36</b>	<b>15</b>	<b>101</b>	<b>49</b>	<b>7</b>	EBIT 利息保障倍数	9.3	12.9	6.3	6.8	5.2	5.1
<b>现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>78</b>	<b>40</b>	<b>80</b>	资产负债率	53.56%	56.46%	54.57%	59.68%	59.95%	58.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD