

# 健盛集团 (603558) \ 纺织服装

## ——未来两年成长性确定关注健盛之家布局

投资建议：

推荐

首次覆盖

### 投资要点：

➢ 公司主营棉袜OEM、ODM。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，近几年出口比例在85%以上，2016年上半年受到迪卡侬订单影响出口比例有所回落。目前客户主要是迪卡侬、优衣库、PUMA、太平洋以及冈本，前五大客户营收贡献比超过80%的份额。公司的主流代工价格约为4-5元/双，2016年考虑到越南二期释放的产能全年约有20000万双产能。

➢ 上半年受迪卡侬订单影响，下半年和明年成长确定。棉袜这一块全球的产能分布如下，高端袜子主要集中在日本和意大利，中高端以中国、土耳其为主，中低端主要以东南亚为主。由于价格因素上半年迪卡侬订单部分向土耳其流失，但由于人民币贬值以及土耳其当地动乱等综合因素，迪卡侬订单已经持续回流，明年预计达到3500w双。此次订单流失促使公司加大了新客户的开发，包括UA、STANCE在内的新客户的订单都陆续落地，且部分客户代工价格均价显著高于目前主流水平。根据订单预订情况来看，UA有望快速成长为前几大客户，订单调整体现了公司对中高端客户的开发能力较强。出口方面未来以欧美市场为主，日本市场偏谨慎。随着杭州健盛以及越南产能的释放，预计2017，2018年产能释放将加快，2017年将达到32000万双左右，订单方面H&M等客户订单完全能匹配上，因此主业代工一块未来两年成长性较为明确。

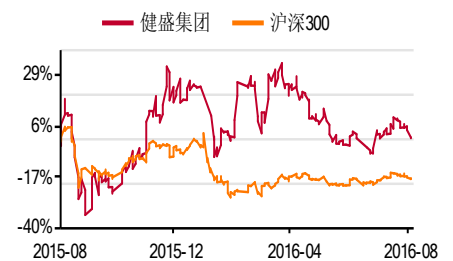
➢ 健盛之家布局值得关注。公司内销业务近几年增速加快，中报同比增速达到55%，但考虑到基数较小，因此眼下还在布局阶段。“健盛之家”品牌以自营线下门店为主要渠道扩张形式，今年计划50家，明年200家，之后会根据门店经营情况考虑“类直营”模式。除了渠道的布局，门店品类也有新的尝试，会扩展到内衣，争取做到全品类贴身衣服。从店面的40元左右的客单价来看，内销品类的定位仍以性价比为主，我们认为随着维多利亚秘密进入中国市场，内衣也会逐渐向快消品靠拢，因此公司产品定位符合市场潮流趋势。

➢ 首次覆盖，给予“推荐”评级。公司代工业务未来两年成长性较为确定，同时从制造商往零售商转型提升更大成长空间，积极关注内销自营店的成长性，短期G20停工影响偏小。预计2016-2018年EPS分别为0.33元、0.37元和0.44元，目前股对应PE分别为56倍、51倍和43倍，给予“推荐”评级。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	370/370
流通A股市值 (百万元)	1,392
每股净资产 (元)	4.85
资产负债率 (%)	15.96
一年内最高/最低 (元)	25.83/11.93

### 一年内股价相对走势



朱乐婷 分析师

执业证书编号：S0590510120012

电话：85608511

邮箱：zhult@glsc.com.cn

朱乐婷

电话：85608511

邮箱：zhult@glsc.com.cn

### 相关报告

**图表：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	47.99	85.20	584.06	788.65	946.38	营业收入	644.85	714.71	648.95	876.28	1,051.5
应收账款+票据	110.26	145.04	80.40	224.01	141.28	营业成本	463.66	495.99	449.08	604.63	725.35
预付账款	1.44	6.43	-3.78	7.35	-3.07	营业税金及附加	3.53	4.99	4.15	5.60	6.72
存货	136.79	171.07	67.36	253.67	131.45	营业费用	21.11	28.22	26.28	35.05	42.27
其他	5.51	15.70	15.70	15.70	15.70	管理费用	39.78	52.52	49.97	63.97	76.76
<b>流动资产合计</b>	<b>301.98</b>	<b>423.45</b>	<b>743.73</b>	<b>1,289.3</b>	<b>1,231.7</b>	财务费用	18.47	7.83	-2.86	-3.39	-6.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.26	1.74	0.00	0.00	0.00
固定资产	331.75	466.78	524.97	472.83	420.69	公允价值变动收益	-2.48	1.29	0.00	0.00	0.00
在建工程	55.67	110.33	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	33.30	93.71	91.76	89.81	87.86	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	43.02	62.46	57.10	51.73	46.37	<b>营业利润</b>	<b>94.56</b>	<b>124.70</b>	<b>122.34</b>	<b>170.42</b>	<b>207.41</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>463.75</b>	<b>733.28</b>	<b>673.83</b>	<b>614.37</b>	<b>554.92</b>	营业外净收益	6.85	8.37	42.73	10.73	7.73
<b>资产总计</b>	<b>765.73</b>	<b>1,156.7</b>	<b>1,417.5</b>	<b>1,903.7</b>	<b>1,786.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>101.41</b>	<b>133.07</b>	<b>165.07</b>	<b>181.15</b>	<b>215.14</b>
短期借款	203.00	207.17	426.40	635.28	452.31	所得税	24.38	31.71	41.27	45.29	53.79
应付账款+票据	95.66	125.88	44.53	184.90	90.34	<b>净利润</b>	<b>77.03</b>	<b>101.36</b>	<b>123.80</b>	<b>135.86</b>	<b>161.36</b>
其他	88.58	43.13	42.26	43.35	42.43	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>387.23</b>	<b>376.18</b>	<b>513.20</b>	<b>863.53</b>	<b>585.08</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>77.03</b>	<b>101.36</b>	<b>123.80</b>	<b>135.86</b>	<b>161.36</b>
长期带息负债	14.67	6.00	6.00	6.00	6.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.67</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>401.90</b>	<b>382.18</b>	<b>519.20</b>	<b>869.53</b>	<b>591.08</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	60.00	300.00	300.00	300.00	300.00						
资本公积	21.31	166.81	166.81	166.81	166.81						
留存收益	282.52	307.75	431.56	567.42	728.78						
<b>股东权益合计</b>	<b>363.83</b>	<b>774.56</b>	<b>898.36</b>	<b>1,034.2</b>	<b>1,195.5</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>765.73</b>	<b>1,156.7</b>	<b>1,417.5</b>	<b>1,903.7</b>	<b>1,786.6</b>						

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.51%	10.83%	-9.20%	35.03%	20.00%
EBIT	9.50%	18.38%	22.05%	6.19%	12.03%
EBITDA	6.69%	14.59%	-7.02%	36.78%	18.71%
归属于母公司净利润	2.43%	26.11%	-2.17%	39.30%	21.71%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.10%	30.60%	30.80%	31.00%	31.02%
净利率	11.95%	14.18%	19.08%	15.50%	15.34%
ROE	21.17%	13.09%	13.78%	13.14%	13.50%
ROIC	18.87%	17.34%	9.52%	9.66%	9.11%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.49%	33.04%	36.63%	45.67%	33.08%
流动比率	0.78	1.13	1.45	1.49	2.11
速动比率	0.41	0.63	1.29	1.18	1.85
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.52	6.46	9.59	5.06	9.08
存货周转率	3.39	2.90	6.67	2.38	5.52
总资产周转率	0.84	0.62	0.46	0.46	0.59
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.21	0.27	0.33	0.37	0.44
每股经营现金流	0.28	0.26	0.68	-0.03	0.89
每股净资产	0.98	2.09	2.42	2.79	3.23
<b>估值比率</b>					
市盈率	89.80	68.25	55.87	50.91	42.87
市净率	19.01	8.93	7.70	6.69	5.79
EV/EBITDA	8.50	31.19	26.52	25.84	22.39
EV/EBIT	11.17	40.72	35.90	34.27	28.69

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	79.55	100.16	91.76	127.82	155.56
折旧摊销	37.61	43.63	59.45	59.45	59.45
财务费用	18.49	9.38	2.98	0.99	-3.93
存货减少	-30.51	-34.30	103.72	-186.31	122.22
营运资金变动	-3.65	-21.38	-7.35	-13.29	-2.33
其它	0.96	-0.11	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>102.46</b>	<b>97.38</b>	<b>250.55</b>	<b>-11.35</b>	<b>330.97</b>
资本支出	99.32	305.68	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.01	32.05	8.05	5.80
<b>投资活动现金流</b>	<b>-99.32</b>	<b>-305.67</b>	<b>32.05</b>	<b>8.05</b>	<b>5.80</b>
债权融资	65.64	-80.37	219.23	208.88	-182.97
股权融资	0.00	356.90	0.00	0.00	0.00
其他	-51.27	-52.21	-2.98	-0.99	3.93
<b>筹资活动现金流</b>	<b>14.37</b>	<b>224.32</b>	<b>216.25</b>	<b>207.89</b>	<b>-179.04</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>18.34</b>	<b>12.75</b>	<b>85.20</b>	<b>584.06</b>	<b>788.65</b>

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券

及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区

姓名

固定电话

---

北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

---