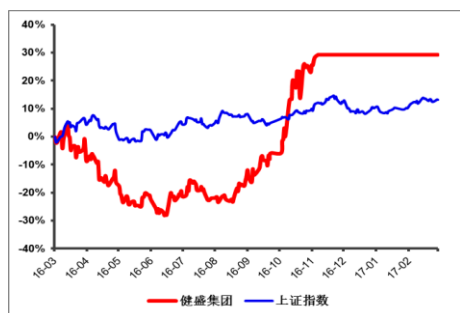


纺织服装 服装家纺

收购无缝内衣制造商龙头俏尔婷婷, 迈出贴身衣物全品类拓展第一步

报告摘要

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 370/116 |
| 总市值/流通(百万元) | 11,474/3,577 |
| 12个月最高/最低(元) | 30.97/17.24 |

相关研究报告:

《健盛集团(603558): 外需不振导致收入下滑, 关注自有品牌建设及产能扩张情况》--2016/07/22

证券分析师: 刘丽

电话: 010-88321609

E-MAIL: liuli@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516020001

全球棉袜制造龙头企业, 海外订单增长及越南产能扩张拉动未来两年收入增速达30%。公司成立于1994年, 于2015年上市, 主要采用ODM、OEM的生产模式为全球知名运动及休闲服饰品牌商供应中高端袜类产品, 客户包括伊藤忠、优衣库、迪卡侬、HM、UA等, 出口收入占比80%左右。2016年公司国内产能达到1.8亿双, 产能基本饱和, 成为公司业绩增长的瓶颈。未来公司将在越南扩产, 17年、18年越南基地产能将达到7000万双以及1.2亿双, 16年-18年公司国内外总产能达到1.8亿双、2.5亿双、3亿双, 年均增速29%, 有效补充了公司国内产能不足的局面。另外, 迪卡侬订单预计将于2017年回流80%-90%, 同时17年公司将新增生产UA、HM、Stance订单, 且经过双方磨合期后, UA和HM有望成为公司重量级客户。

收购全球无缝内衣制造商龙头俏尔婷婷, 迈向贴身内衣全品类布局第一步。1)、俏尔婷婷盈利能力强, 16年净利润率达到了18.65%, 毛利率达到了33.5%, 位于行业领先地位。预计俏尔婷婷17年、18年净利润为6500万元、8000万元, 相当于再造一个健盛集团。2)、双方可以共享客户资源、渠道资源, 以及健盛集团在越南的生产基地, 可最大程度的实现协同发展效应。

盈利预测及投资建议:假设公司年内并表俏尔婷婷, 预计17年、18年备考合并净利润将达到1.97亿元、2.52亿元, 按照并表后总股本4.02亿股计算, 每股收益将达到0.49元、0.63元。按照停牌前股价30.97元计算, 对应的PE为63.2倍、49.16倍, 估值略高, 存在短期回调风险。但是考虑到公司17年、18年订单增长, 产能扩张以及收购俏尔婷婷后双方形成巨大的协同效应, 对公司长期发展前景充满信心, 维持公司“增持”评级。

■ 盈利预测和财务指标 (不考虑俏尔婷婷并表):

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 714.71 | 643.24 | 836.21 | 1087.07 |
| (+/-%) | 10.83% | -10% | 30% | 30% |
| 净利润(百万元) | 101.36 | 121.80 | 132.32 | 172.02 |
| (+/-%) | 31.58% | 20.17% | 8.64% | 30% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.27 | 0.33 | 0.36 | 0.46 |
| 市盈率(PE) | 114.7 | 93.85 | 86.03 | 67.33 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、全球知名袜类生产商..... | 4 |
| 1.1 公司发展历史..... | 4 |
| 1.2 公司股权结构..... | 5 |
| 二、包括袜子在内的贴身内衣制造行业处于快速发展期..... | 5 |
| 2.1 从需求端看袜子行业：需求保持稳定增长，亚太地区增速最快..... | 5 |
| 2.2 从供给端看袜子行业：中国、土耳其、意大利三足鼎立..... | 8 |
| 2.3 公司在行业中处于领先地位..... | 8 |
| 三、经营情况及财务状况..... | 9 |
| 3.1 经营情况：越南产能有序扩张，订单已排产至 2017 年..... | 9 |
| 3.2 财务状况：收入稳健增长，盈利能力处于行业内较高水平..... | 11 |
| 四、拟收购俏尔婷婷，布局贴身内衣全品类..... | 13 |
| 4.1 俏尔婷婷为无缝内衣制造行业龙头，盈利水平较高..... | 13 |
| 4.2 无缝内衣行业需求呈井喷式增长，中国产能占全球 60%以上..... | 14 |
| 4.3 并购带来双赢格局，是公司迈向贴身衣物全品类布局的第一步..... | 14 |
| 五、盈利预测及投资建议..... | 15 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司客户遍及全球 | 4 |
| 图表 2: 健盛集团发展史 | 4 |
| 图表 3: 公司股权结构 | 5 |
| 图表 4: 2010 年全球袜子销售额区域饼图 | 6 |
| 图表 5: 2010 年全球袜子销售量区域饼图 | 6 |
| 图表 6: 全球范围袜子需求量年复合增长率 | 6 |
| 图表 7: 日本国内袜子总需求量及进口率 | 6 |
| 图表 8: 从中国进口数量占总进口数量比例 | 6 |
| 图表 9: 澳大利亚棉袜进口总数与从中国进口数量比较图 | 7 |
| 图表 10: 竞争对手情况分析 | 8 |
| 图表 11: 公司目前六大生产基地产能利用率情况 | 9 |
| 图表 12: 近五年来公司产销率情况 | 9 |
| 图表 13: 越南税收优惠政策 | 10 |
| 图表 14: 国内外销售收入金额及增速 | 10 |
| 图表 15: 各地区销售收入占比 | 10 |
| 图表 16: 前五大客户销售占比 | 10 |
| 图表 17: 不同地区销售单价对比 | 10 |
| 图表 18: 收入、净利润金额及增速 | 12 |
| 图表 19: 产量及销量增速 | 12 |
| 图表 20: 净利润率、毛利率、期间费用率 | 12 |
| 图表 21: 内销及外销毛利率对比 | 12 |
| 图表 22: 可比公司毛利率及净利润率情况 | 12 |
| 图表 23: 可比公司净资产收益率及总资产报酬率 | 12 |
| 图表 24: 纱线采购单价及产品单位售价对毛利的影响程度测算 | 13 |
| 图表 25: 出口退税率每下降 1%对利润总额和毛利率的影响程度测算 | 13 |
| 图表 26: 2016 年前五大客户占比情况 | 14 |
| 图表 27: 拥有无缝产品的内衣品牌 | 14 |
| 图表 28: 盈利预测表 (不考虑并购不考虑并购俏尔婷婷) | 16 |

一、全球知名袜类生产商

公司成立于1994年，于2015年上市。作为全球知名袜类生产商，出口占比80%左右，主要采用ODM、OEM的生产模式，与冈本、伊藤忠、迪卡侬、道步、太平洋、麦德龙等国际厂商建立了长期的业务合作关系，为其生产PUMA、FILA、MIZUNO、NEW BALANCE、LEE、LOTTO、ADIDAS、TOMMY HILFIGER等品牌及TOPVALU、UNIQLO、无印良品等卖场自有品牌袜类产品。

图表1：公司客户遍及全球

| | | | | | | | |
|----------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|
| | | | | | | | |
| 合作伙伴 パートナー 我们是这些牌子的生产商 | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |

资料来源：健盛集团官网，太平洋证券整理

1.1 公司发展历史

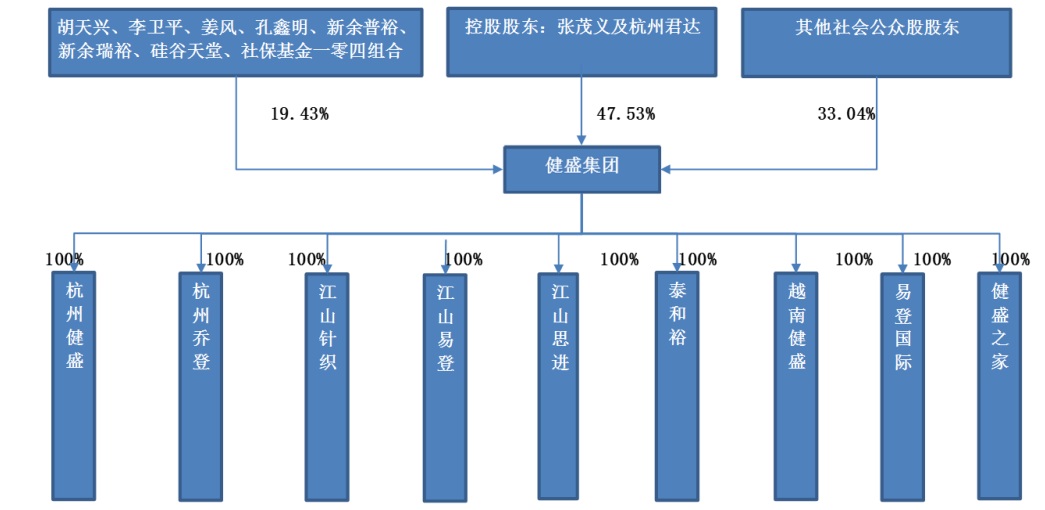
图表2：健盛集团发展史

| | |
|-------|---|
| 1994年 | 创建浙江健盛袜业有限公司 |
| 1998年 | 创建江山思进纺织辅料有限公司 |
| 2001年 | 创建杭州健盛袜业有限公司 |
| 2005年 | 创建江山易登针织有限公司 |
| 2008年 | 创建杭州乔登针织有限公司，组建浙江健盛集团股份有限公司，完成股份制改造 |
| 2010年 | 创建泰和裕国际有限公司 创建浙江健盛集团江山针织有限公司 |
| 2014年 | 创建健盛袜业（越南）有限公司 |
| 2015年 | 自主品牌“健盛之家”成立 公司登陆上海证券交易所，代码603558 |
| 2016年 | 非公开发行股票投向“健盛之家”贴身衣服O2O营销网络建设项目、以及棉袜、丝袜生产线技改项目 |
| 2017年 | 拟收购无缝贴身衣服专业制造商俏尔婷婷，迈出贴身衣物全品类布局第一步 |

资料来源：健盛集团网站，太平洋证券整理

1.2 公司股权结构

图表 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、包括袜子在内的贴身内衣制造行业处于快速发展期

需求端：中国内衣销量增速快于全球水平。根据 Frost&Sullivan 统计数据，全球内衣需求近 8 年来保持快速增长趋势，与经济周期无关，属于“刚需”。从 2009 年到 2014 年，全球贴身内衣行业零售额从 2382 亿美元增至 3269 亿美元，年复合增速为 6.5%。中国市场增速更加强劲，2013 年中国的内衣市场规模为 1944 亿元，2009-2013 年的复合增速为 14.40%，预计到 2018 年将达到 4553 亿元，其中女性内衣销售占比超过 60%。

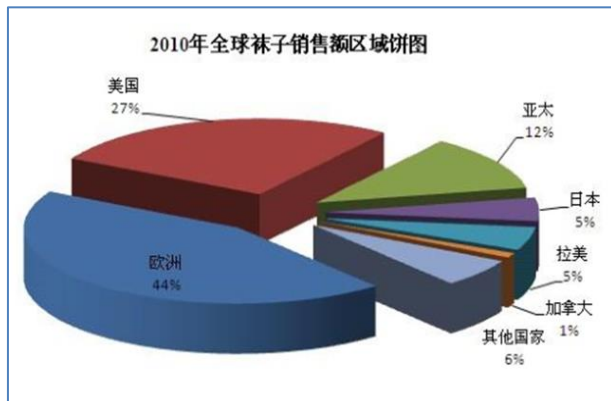
从细分市场看，中高端市场增长速度最快。根据 Frost&Sullivan 数据，全球范围中高端市场迅速崛起，2009 至 2013 年年复合增长率为 21.7%，高于低端市场的 7.9% 和高端市场的 8.6%，预计 2013 年至 2018 年中高端市场年复合增长率为 23.5%，2018 年中高端内衣市场份额将占全部内衣份额的 64.2%。

从市场集中度来看，国内内衣行业集中度低，美日等发达国家集中度高。国内内衣市场结构分散，品牌众多达 3000 家以上，99% 品牌销售规模在 1 亿元以下。对于销售规模 10 亿元以上品牌，市场份额合计不足 10%，相较于美国、日本等市场优秀品牌企业约 20% 的市场份额，国内内衣行业集中度较低。

2.1 从需求端看袜子行业：需求保持稳定增长，亚太地区增速最快

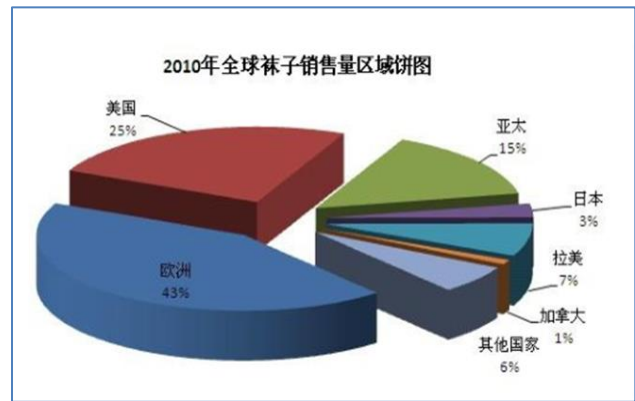
具体到袜子而言，根据 OXYLANE 统计，2010 年全球袜子销售量达到 620 亿双，销售额达 920 亿欧元，欧洲和美国销售占比合计达到了 70%左右。

图表 4：2010 年全球袜子销售额区域饼图



资料来源：健盛集团招股说明书，太平洋证券整理

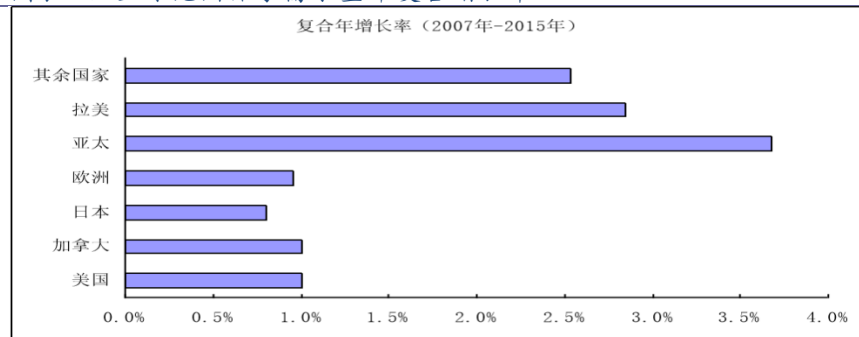
图表 5：2010 年全球袜子销售量区域饼图



资料来源：健盛集团招股说明书，太平洋证券整理

从增速来看，全球范围除日本、欧美等发达国家年消费量基本趋向饱和外，其他地区都还在不断增长，特别是亚太及拉美地区，随着经济的快速发展，对高品质袜子的需求快速增长。

图表 6：全球范围袜子需求量年复合增长率



资料来源：健盛集团招股书，太平洋证券整理

● 日本棉袜市场：国内生产量下降，进口量不断扩大

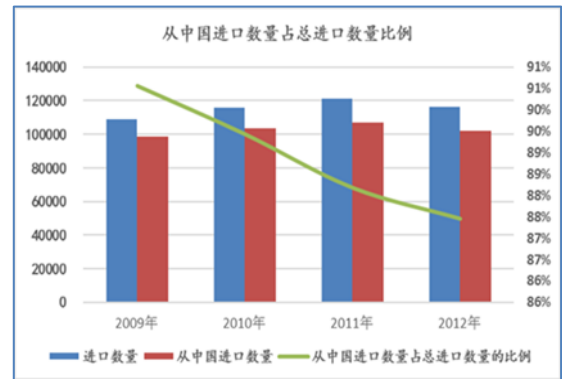
日本是全世界对棉袜质量要求最高的国家，需求量非常庞大，但日本国内的棉袜生产量正在逐年减少，与此同时进口数量在不断扩大。据日本袜业协会统计，2012 年日本棉袜消费量 13.37 亿双，其中国内生产 1.90 亿双，同比下降 6.39%；棉袜进口数量占其消费量的比例为 85.99%，同比上涨 0.29 个百分点。其中从中国进口数量达到了 10 亿双，占总进口数量的 87.45%。

图表 7：日本国内袜子总需求量及进口率

图表 8：从中国进口数量占总进口数量比例



资料来源：健盛集团招股书，太平洋证券整理



资料来源：健盛集团招股书，太平洋证券整理

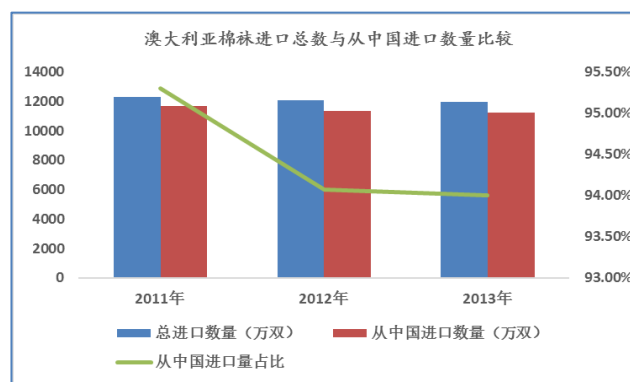
● 欧洲棉袜市场：需求趋于饱和

欧洲是世界袜子消费的最大市场，占全球消费的44%，2010年销售额达到404亿欧元。欧洲袜子市场需求基本趋于饱和，但欧洲主要袜子生产国意大利生产成本偏高，缺乏与中国、土耳其、巴基斯坦、印尼等国的竞争力，其生产量逐渐减少，导致整个欧洲进口量越来越大。

● 澳大利亚棉袜市场：从中国进口数量占其进口总量的90%以上

澳大利亚人口稀少，只有2300多万人口，其棉袜市场总体容量不大，但相对比较集中。根据澳大利亚海关提供的数据，2011年、2012年和2013年1-11月澳大利亚棉袜进口数量分别为12275万双、12046万双、11957万双，而从中国进口数量占其进口总量的比例均达到了90%以上。

图表9：澳大利亚棉袜进口总数与从中国进口数量比较图



资料来源：健盛集团招股书，太平洋证券整理

● 美国棉袜市场：市场容量大，质量要求低，主要依赖进口

美国是仅次于欧洲的袜子销售第二大市场，市场容量巨大，其特点是质量要求不高，价格要求偏低，主要依靠进口，以合成纤维袜类为主。根据OXYLANE提供数据显示，2010年，美国年进口量达到了39.5亿双，其中从中国进口16.39亿双，占到总量的41.5%。

● **国内棉袜市场：消耗水平低，未来增长空间大**

我国棉袜产品的消耗水平较低。美国人均消耗棉袜是我国的 6 倍，而欧洲是我国的 3-4 倍。随着经济水平的不断提升，消费升级趋势将推动棉袜消费周期大大缩短，国内市场增长潜力巨大。

2.2：从供给端看袜子行业：中国、土耳其、意大利三足鼎立

以中国为代表的亚洲制造中心由于具有劳动力成本低、工人工作效率高、政治经济环境稳定、配套设施完善等优势，已经成为世界棉袜的制造中心和出口中心。以土耳其为代表的欧亚制造中心由于拥有濒临欧洲的地理位置优势，在欧洲市场上有一定的竞争力，承接欧洲地区品牌商的紧急生产订单，代表企业有 GELAL SOCKS。以意大利为代表的欧洲制造中心是传统的纺织品制造中心，但是生产成本要比中国、土耳其高很多，代表企业有 NEMAR S. P. A. 公司。

国内棉袜制造行业按照定位分为低端和中高端，低端市场极度分散，以小微企业为主，分散在浙江、江苏、广东等地。而国内中高档棉袜市场竞争则相对平稳，企业数量少，行业集中度较高，竞争实力不输美国日本竞争对手。代表企业有健盛集团、北京快鹿织造有限公司、烟台厚木华润袜业有限公司、浙江梦娜袜业股份有限公司等。

2.3 公司在行业中处于领先地位

根据中国海关提供的数据，2014 年 1-5 月，公司国内棉袜销售金额位居第三，对欧洲棉袜出口金额位居第一、对日本棉袜出口金额位居第二位，对大洋洲棉袜出口金额位居第二位。

图表 10：竞争对手情况分析

| 公司名称 | 详情 |
|--------------|--|
| GELAL SOCKS | 公司位于土耳其伊斯坦布尔，是 Bekmezci 旗下的家族企业，始于 1966 年的 Bekmezci 家族是土耳其高品质袜子的主要生产商 |
| NEMAR S.P.A. | 公司位于意大利布雷西亚，成立于 1983 年，是欧洲袜子生产企业的领导者，2010 年该公司年销售额为 1550 万欧元，产品主要销售区域为欧洲 |
| 北京快鹿织造 | 公司成立于 1991 年，系日本助野靴下株式会社投资的独资公司，2013 年棉袜出口量近 3000 万双，产品主要销售区域为日本。 |
| 烟台厚木华润袜业 | 公司成立于 2001 年，系日本厚木株式会社和华润纺织原料有限公司共同出资设立的中外合资企业，2013 年棉袜出口量 2,200 余万双，产品主要销售区域为日本。 |
| 浙江梦娜袜业 | 目前梦娜袜业下辖浙江梦娜、江西梦娜、金华梦娜、梦融袜业 4 个子分公司，公司总部占地 36 万平方米，建筑面积 20 万平方米，员工总人数 3000 余名，资产总值超过 15 亿元。公司引进了意大利、韩国、台湾等国家和地区先进的生产设备，业务遍及欧洲、中南亚、拉美等 27 个国家和地区。 |

资料来源：健盛集团招股书、互联网资料，太平洋证券整理

三、经营情况及财务状况

3.1 经营情况：越南产能有序扩张，订单已排产至 2017 年

● 国内产能利用率接近饱和，越南项目有序扩张

截至 2015 年底公司在国内五大生产基地的设计总产能为 1.8 亿双，产能利用率接近 100%，产能问题已经成为了公司发展的瓶颈。目前公司已将国内的生产基地搬迁整合，未来杭州生产基地位于萧山经济开发区桥南区块机场路以北、规划北辅路以南、高新十路以东的区域，已于 G20 后开工建设；江山产业园项目基建筹备工作也正在有条不紊的进行中。未来 5 年国内的产能也将在现有产能的基础上再增加 1 亿双。

图表 11：公司目前六大生产基地产能利用率情况

| 公司名称 | 设计产能 2015 年 | 产能利用率 2015 年 |
|------|----------------|-----------------|
| 杭州健盛 | 3500 | 95.44% |
| 杭州乔登 | 3500 | 96.07% |
| 江山易登 | 4500 | 97.18% |
| 江山思进 | 2500 | 98.14% |
| 江山针织 | 4000 | 97.95% |
| 健盛越南 | 1200 | 75.28% |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 12：近五年来公司产销率情况

| | 产能 (万双) | 销量 (万双) | 产能利用率 | 产销率 |
|--------|------------|------------|--------|---------|
| 2011 年 | 9617 | 9511 | 96.05% | 97.36% |
| 2012 年 | 11043 | 11181 | 97.56% | 101.25% |
| 2013 年 | 13692 | 13489 | 97.49% | 97.33% |
| 2014 年 | 15546 | 15686 | 96.44% | 100.90% |
| 2015 年 | 18397 | 17819 | 95.58% | 96.86% |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

越南基地有序布局：公司于 2013 年开始布局海外生产基地，目前在越南已规划了三个生产项目，总投资超过 1.2 亿美元，拟建设 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前一期工厂已开始有效运营，产能达到 3000 多万双。二期工厂（年新增 13000 万双中高档棉袜生产线项目、年产 2000 吨氨纶、橡筋线项目）及健盛越南纺织印染有限公司（年产 6500 万双高档袜子、15000 吨染色产品新建项目）已进入施工建设阶段，预计 2017 年越南产能将达到 6500-7000 万双，18 年能够达到 1.2 亿双。

在越南建设生产基地的目的一是可以享受当地优惠的税收政策，如所得税减免、客户进口关税成本低，二是可以降低国际贸易壁垒，第三越南当地的工资水平仅为中国东南沿海地区的三分之一，但是考虑到越南当地工人的劳动效率仅为国内工人的二分之一，因此劳动力成本下降程度并不明显。

图表 13: 越南税收优惠政策

| | 越南 | 中国 |
|-------|---|---|
| 增值税 | 一般企业为 10%，出口型企业在出口退税政策下会有一定程度的减免 | 一般企业 17%，出口型企业在出口退税政策下会有一定程度的减免 |
| 所得税 | 新加坡越南 VSIP 工业区内企业所得税按 10%征收，产品出口企业从获得年度开始，前 4 年全免，后 9 年减半，按 5%征收。 | 25% |
| 进口国关税 | 日本：从越南进口免征关税。 澳大利亚：从越南进口免征关税 美国：目前从越南进口关税都为 14%，未来从越南进口将免征关税。 | 日本：从中国进口关税为 7%；澳大利亚从中国进口关税为 5%；美国从中国进口关税为 14% |

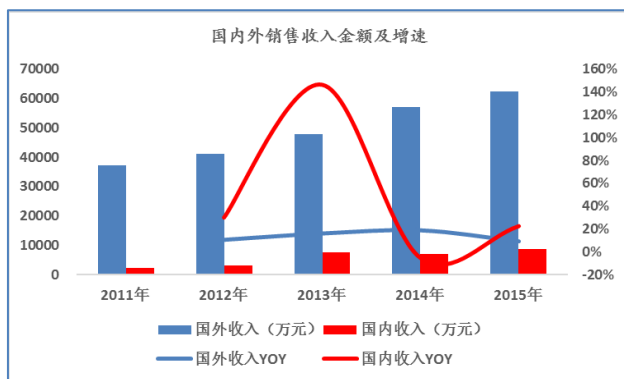
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

● 销售情况：外销接单能力提升，内销持续推进自有品牌建设

销售区域及客户分布：目前公司 90%以上的产品出口，出口地区主要是日本、欧洲、澳洲，2011 年至 2015 年出口收入年均增速达到了 14%。客户关系稳定，如优衣库、迪卡侬、冈本、道步、伊藤忠等，合作时间已达十年之久。

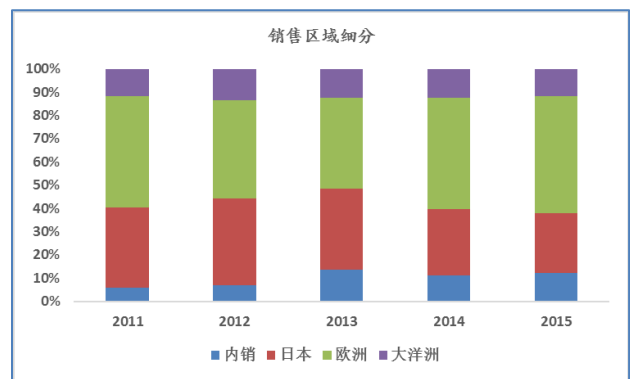
销售价格：从售价上看，出口日本地区的棉袜单价较高，出厂价在 6 元左右，其次是内销，出厂价在 4 元左右，出口欧洲和大洋洲的棉袜单价较低，出厂价在 3 元左右。

图表 14: 国内外销售收入金额及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

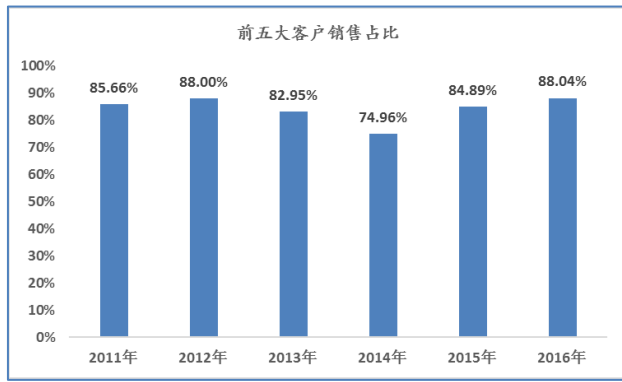
图表 15: 各地区销售收入占比



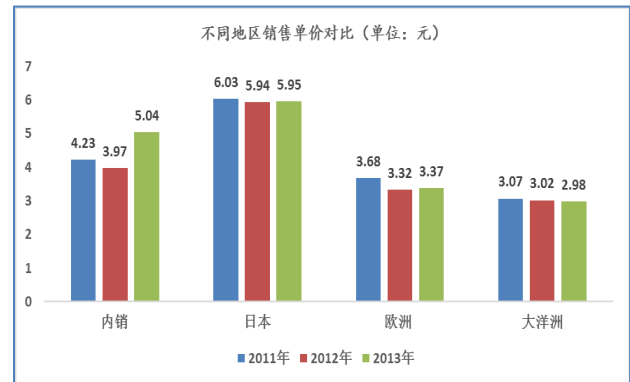
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 16: 前五大客户销售占比

图表 17: 不同地区销售单价对比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理



资料来源: 招股书, 太平洋证券整理

内销方面:“健盛之家”是公司全新打造的以袜子、文胸、内衣等贴身衣物为主要产品的“一站式”零售终端品牌,其融合“智能制造+新营销”的新型商业模式,满足消费者“一站式”采购贴身衣物的需求。公司已经完成的定增项目中将投入 3.1 亿元用于“健盛之家”贴身衣物 O2O 营销网络建设,计划于 3 年内建立 300 家直营实体店,并通过国内电商、跨境电商、微商等电子商务平台,打造线上线下无缝对接的营销网络体系。

目前公司从提升门店坪效开始,关闭亏损门店,降低整体亏损额度。16 年底关闭了低效门店后,门店数量降为 20 余家,亏损额度也控制在了 1000 万元左右。17 年内门店数量计划控制在 70 余家,基本上以江浙一带的购物中心为主,店铺规模在 60-80 平米之间。18 年计划开到 200 家,实现盈利后再探索适合于公司的运营模式。

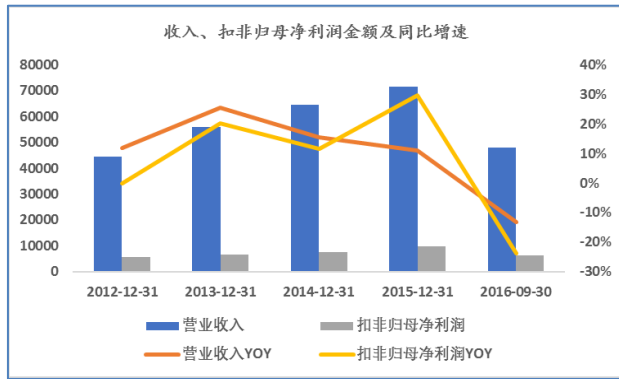
3.2 财务状况: 收入稳健增长, 盈利能力处于行业内较高水平

● 收入及净利润均保持稳健增长趋势

公司近年来收入及净利润均保持稳健增长趋势,2012 年-2015 年收入年均增长 15.94%;扣非后归母净利润年均增长 12.75%。产能扩张方面,2012 年-2015 年公司产能从 1.1 亿双扩张到 1.8 亿双,年均增速 17.67%。

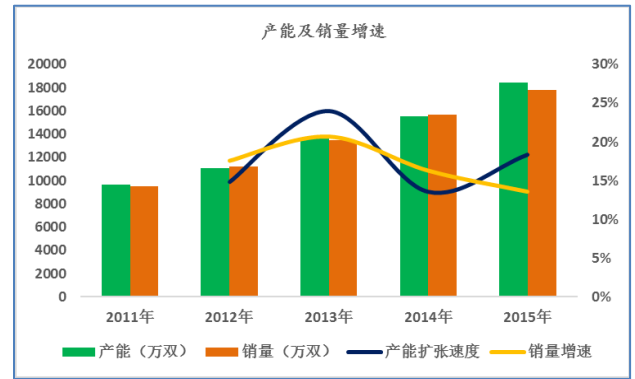
2016 年第二季度由于迪卡侬订单转移至土耳其导致 2016 年前三季度公司的销售收入同比下滑 13.26 个百分点,同期扣非归母净利润下降 23.77 个百分点,首次出现收入和净利润下滑。2016 年上半年迪卡侬订单流向土耳其是计划外的,主要原因在于土耳其货币贬值较中国早,贬值幅度大,迪卡侬与公司在订单价格方面没有达成一致,因此迪卡侬将订单转移到了土耳其。但由于土耳其政局不稳,经过公司与迪卡侬协商,双方在价格上各做出一定的让步,迪卡侬的订单在 2017 年会有 80%-90%回流。

图表 18: 收入、净利润金额及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 19: 产量及销量增速

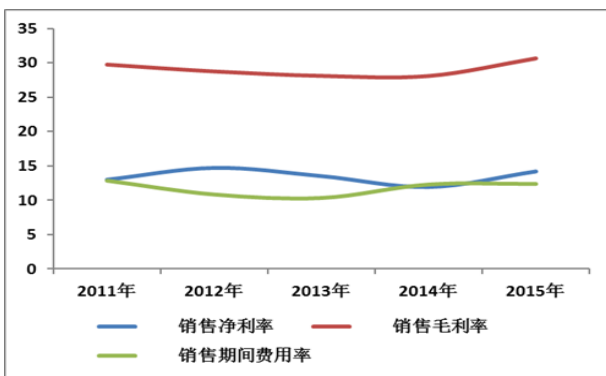


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

● 盈利能力处于行业内较高水平

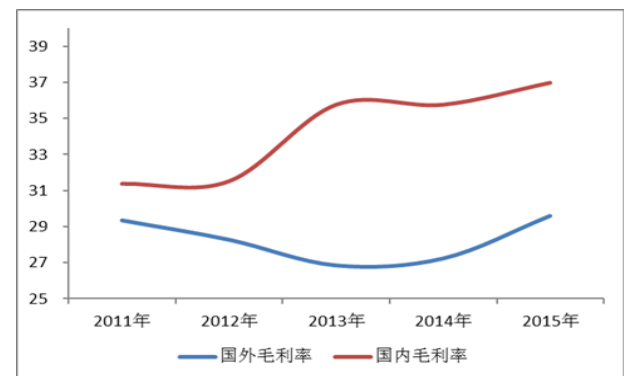
近 5 年来, 公司的毛利率维持在 30%左右的水平, 其中外销毛利率维持在 27%-29%之间的水平, 内销毛利率则呈现上升趋势, 2015 年内销毛利率达到了 37%。公司的净利润率维持在 12%左右的水平, 盈利能力较强且稳定。且与行业内可比公司相比, 公司的盈利能力也处于领先地位。

图表 20: 净利润率、毛利率、期间费用率



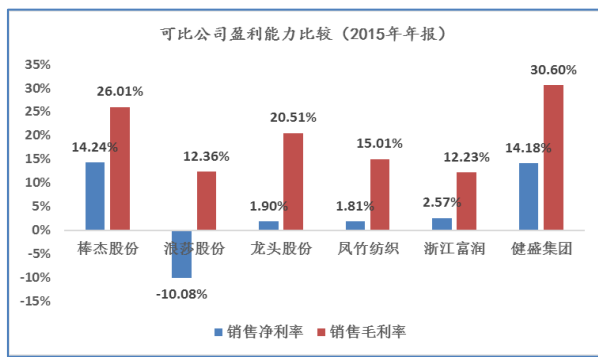
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 21: 内销及外销毛利率对比

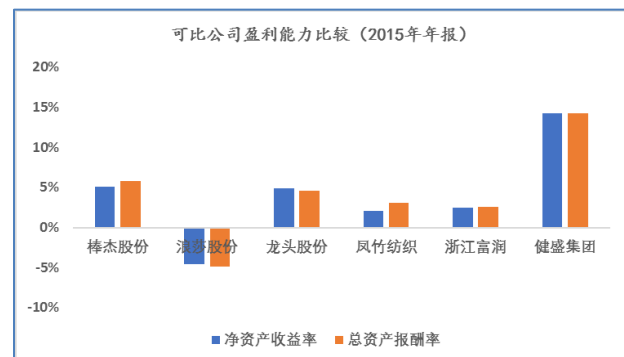


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 22: 可比公司毛利率及净利润率情况



图表 23: 可比公司净资产收益率及总资产报酬率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

影响盈利能力主要因素分析:

- 1、纱线采购单价: 在销售数量、单位售价等其他因素不变的情况下, 若纱线采购单价每上涨 1%, 则公司毛利将降低 0.95%。
- 2、单位产品售价: 在销售数量、主要材料采购单价等其他因素不变的情况下, 若产品单位售价每上涨 1%, 则公司毛利将上升 3.29%;

图表 24: 纱线采购单价及产品单位售价对毛利的影响程度测算

| 项目 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 1-6 月 |
|------------|--------|--------|--------|--------------|
| 纱线采购单价敏感系数 | -1.06 | -1.05 | -1.09 | -0.95 |
| 产品单位售价敏感系数 | 3.37 | 3.48 | 3.56 | 3.29 |

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

- 3、出口退税率: 公司棉袜的出口退税率未发生变化, 一直保持在 16% 的水平, 出口退税率每下降 1% 对利润总额和毛利率的影响程度如下:

图表 25: 出口退税率每下降 1% 对利润总额和毛利率的影响程度测算

| 项目 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 1-6 月 | | |
|-------------|--------------|-----------------------|------------|--------------|-----------------------|------------|--------------|-----------------------|------------|
| | 利润总额下降数 (万元) | 利润总额下降数占当期利润总额的比例 (%) | 毛利率下降数 (%) | 利润总额下降数 (万元) | 利润总额下降数占当期利润总额的比例 (%) | 毛利率下降数 (%) | 利润总额下降数 (万元) | 利润总额下降数占当期利润总额的比例 (%) | 毛利率下降数 (%) |
| 出口退税率每下降 1% | 335 | 3.86% | 0.75 | 401 | 4.02% | 0.72 | 194 | 3.78% | 0.65 |

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

四、拟收购俏尔婷婷, 布局贴身内衣全品类

公司拟通过非公开发行股份以及支付现金的方式收购俏尔婷婷 100% 股权, 交易价格为 8.7 亿元 (资产账面价值 1.43 亿元, 评估价 8.78 亿元, 增值率 514%)。其中拟以股份方式支付交易价格的 80%, 以现金方式支付交易价格的 20%。拟发行股份定价 21.77 元, 发行股份数量预计为 3197 万股; 拟募集配套资金不超过 1.92 亿元 (支付交易对价 1.74 亿元, 支付中介费用及发行费用 1833 万元)。

4.1 俏尔婷婷为无缝内衣制造行业龙头, 盈利水平较高

俏尔婷婷成立于 2004 年, 位于浙江省绍兴市上虞区, 是一家无缝贴身衣物的专业制造商, 拥有意大利圣东尼电脑提花针织机、定型设备和全套进口染色、缝纫以及专业设计软件, 可生产一次成型立体无缝高档贴身衣物。

公司行业地位领先，综合考虑产能规模和盈利能力，公司在国内排名第一，世界排名第三。2015/2016年分别实现营业收入3.80亿元/4.05亿元，净利润分别为7132万元/7552万元，净利润率为18.77%/18.65%，处于行业领先水平。

主要客户为：华歌尔 Wacoal、优衣库 UNIQLO、H&M、耐克 NIKE、Maidenform、DKNY、SPANX、Under Armour、迪卡侬 Decathlon 等多个国际著名品牌。以及自有品牌：“诗瑞”、织内良品、俏尔婷婷、“帕拉-瑞吉”。

图表 26：2016 年前五大客户占比情况

| 客户名称 | 销售额 | 占公司营业收入比重 |
|----------------------------|-------|-----------|
| MARUBENI INTEX CO., LTD | 12791 | 31.60% |
| DELTA GALIL INDUSTRIES LTD | 9109 | 22.50% |
| DESIPRO PTE LTD | 7284 | 18% |
| UNIQLO CO., LTD | 4207 | 10.39% |
| 上海莘威运动品有限公司 | 2247 | 5.55% |
| 合计 | 35638 | 88.04% |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

4.2 无缝内衣行业需求呈井喷式增长，中国产能占全球 60%以上

● 需求端呈井喷式增长

无缝内衣未来市场前景广阔，2020 年全球无缝内衣市场规模将达到 300 亿美元：消费者生活水平提升拉动塑身和运动内衣的需求呈井喷式增长，无缝内衣在这两个市场的快速增长也印证了这一趋势，几乎所有的内衣品牌都拥有无缝产品，且预计无缝产品占内衣的比例会从现在的不到 10% 上升至 20%。

图表 27：拥有无缝产品的内衣品牌

| | |
|--------|---|
| 基础内衣品牌 | 维多利亚的秘密、黛安芬、华歌尔、安莉芳、JOCKEY、爱慕等 |
| 塑身内衣品牌 | SPANX、MAIDENFORM、婷美 |
| 运动品牌 | NIKE、ADIDAS、UA、LULULEMON、PUMA、安踏、李宁、361 |
| 快时尚巨头 | 优衣库、HM、GAP、ZARA、FOREVER21 |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

● 中国产能占全世界产能 60%以上

目前全世界范围内，无缝内衣的生产企业主要集中在中国、土耳其、斯里兰卡、意大利、中美洲等地，其中中国以 60% 以上的产能遥遥领先。

4.3 并购带来双赢格局，是公司迈向贴身衣物全品类布局的第一步

1、双方能够发挥协同效应，实现客户、渠道、生产资源共享：外销客户资源方面，公司和俏尔婷婷已拥有优衣库、迪卡侬等相同客户，双方还有更多潜在客户可以相互推荐、共享，共同巩固发展外销市场。国内自有门店建设方面，公司计划 17 年、18 年开设 70 家、200 家“健盛之家”贴身衣服全品类门店，俏尔婷婷及相关品牌的引入将丰富门店的品类，提升顾客黏性和购物体验。生产基地方面，公司 13 年开始在越南建设生产基地，成本低、位置好，为俏尔婷婷在越南扩产提供了良好的资源配套优势。

2、能够增厚企业盈利，增强企业综合竞争力，根据业绩承诺，俏尔婷婷 2017 年-2019 年实现净利润分别为 6500 万元、8000 万元、9500 万元，并表后将显著增厚公司业绩。

五、盈利预测及投资建议

● 盈利预测假设：

1、17 年-18 年营业收入增幅 30%的假设是基于两个方面的考虑：1)、未来公司将在越南扩产，17 年、18 年越南基地产能将达到 7000 万双以及 1.2 亿双，16 年-18 年公司国内外总产能达到 1.8 亿双、2.5 亿双、3 亿双，年均增速 29%，有效补充了公司国内产能不足的局面。2)、迪卡侬订单预计将于 2017 年回流 80%-90%，同时 17 年公司将新增生产 UA、HM、Stance 订单，且经过双方磨合期后，UA 和 HM 有望成为公司重量级客户。

2、毛利率为 30%左右

3、销售费用率保持稳定，管理费用率下降回归到 15 年底的水平，财务费用体现为利息收入

4、不考虑俏尔婷婷并表

图表 28：盈利预测表（不考虑并购不考虑并购俏尔婷婷）

| 利润表预测 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 644.85 | 714.71 | 643.24 | 836.21 | 1087.07 |
| 营业收入YOY | | 10.83% | -10.00% | 30.00% | 30.00% |
| 减：营业成本 | 463.66 | 495.99 | 451.55 | 584.51 | 755.51 |
| 营业税金及附加 | 3.53 | 4.99 | 5.02 | 6.02 | 7.50 |
| 营业费用 | 21.11 | 28.22 | 25.73 | 29.27 | 41.31 |
| 营业费用率 | 3.27% | 3.95% | 4.00% | 3.50% | 3.80% |
| 管理费用 | 39.78 | 52.52 | 63.04 | 66.90 | 86.97 |
| 管理费用率 | 6.17% | 7.35% | 9.80% | 8.00% | 8.00% |
| 财务费用 | 18.47 | 7.83 | 1.24 | -5.68 | -9.67 |
| 财务费用率 | 2.86% | 1.10% | 0.19% | -0.68% | -0.89% |
| 资产减值损失 | 1.26 | 1.74 | 0.70 | 0.70 | 0.70 |
| 加：投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -2.48 | 1.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 94.56 | 124.70 | 95.96 | 154.50 | 204.75 |
| 加：其他非经营损益 | 6.85 | 8.37 | 58.22 | 13.00 | 13.00 |
| 利润总额 | 101.41 | 133.07 | 154.18 | 167.50 | 217.75 |
| 减：所得税 | 24.38 | 31.71 | 32.38 | 35.17 | 45.73 |
| 净利润 | 77.03 | 101.36 | 121.80 | 132.32 | 172.02 |
| 减：少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 77.03 | 101.36 | 121.80 | 132.32 | 172.02 |
| 归属母公司净利润YOY | | 31.58% | 20.17% | 8.64% | 30.00% |
| 总股本 | 370.50 | 370.50 | 370.50 | 370.50 | 370.50 |
| EPS | 0.21 | 0.27 | 0.33 | 0.36 | 0.46 |

资料来源：WIND，太平洋证券整理

● 投资建议：

如果只考虑健盛集团原有业务，公司 16 年-18 年归母净利润分别为 1.22 亿元、1.32 亿元、1.72 亿元，同比增速分别为 20.17%、8.64%、30%。如果考虑俏尔婷婷并表，基于此前的业绩表现，预计俏尔婷婷 2017、2018 年净利润分别为 6500 万元、8000 万元。因此，公司并表俏尔婷婷后，17 年、18 年净利润将达到 1.97 亿元、2.52 亿元，按照并表后总股本 4.02 亿股计算，每股收益将达到 0.49 元、0.63 元。按照停牌前收盘价 30.97 元计算，对应的 PE 为 63.2 倍、49.16 倍，估值略高，存在短期回调风险。但是考虑到公司 17 年、18 年订单增长，产能扩张以及收购俏尔婷婷后双方形成巨大的协同效应，对公司长期发展前景充满信心，给予公司“增持”评级。

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | 2014 A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 47.99 | 85.20 | 175.30 | 174.79 | 483.38 | 营业收入 | 644.85 | 714.71 | 643.24 | 836.21 | 1087.07 |
| 应收和预付款项 | 111.69 | 151.47 | 61.73 | 215.42 | 144.85 | 营业成本 | 463.66 | 495.99 | 451.55 | 584.51 | 755.51 |
| 存货 | 136.79 | 171.07 | 68.67 | 241.67 | 159.46 | 营业税金及附加 | 3.53 | 4.99 | 5.02 | 6.02 | 7.50 |
| 其他流动资产 | 5.51 | 15.70 | 15.70 | 15.70 | 15.70 | 销售费用 | 21.11 | 28.22 | 25.73 | 29.27 | 41.31 |
| 流动资产合计 | 301.98 | 423.45 | 321.40 | 647.58 | 803.39 | 管理费用 | 39.78 | 52.52 | 63.04 | 66.90 | 86.97 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | 18.47 | 7.83 | 1.24 | -5.68 | -9.67 |
| 投资性房地产 | 41.23 | 38.82 | 33.74 | 28.66 | 23.58 | 资产减值损失 | 1.26 | 1.74 | 0.70 | 0.70 | 0.70 |
| 固定资产 | 387.42 | 577.11 | 498.20 | 419.29 | 340.37 | 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | | | | | | 公允价值变动 | -2.48 | 1.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产开发支出 | 33.30 | 93.71 | 83.96 | 74.22 | 64.47 | 营业利润 | 94.56 | 124.70 | 95.96 | 154.50 | 204.75 |
| 长期待摊费用 | | | | | | 其他非经营损益 | 6.85 | 8.37 | 58.22 | 13.00 | 13.00 |
| 其他非流动资产 | 1.79 | 23.64 | 22.22 | 20.80 | 20.80 | 利润总额 | 101.41 | 133.07 | 154.18 | 167.50 | 217.75 |
| 资产总计 | 765.73 | 1156.7 | 959.52 | 1190.6 | 1252.6 | 所得税 | 24.38 | 31.71 | 32.38 | 35.17 | 45.73 |
| 短期借款 | 203.00 | 207.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 77.03 | 101.36 | 121.80 | 132.32 | 172.02 |
| 应付和预收款项 | 98.13 | 160.34 | 79.07 | 210.98 | 144.19 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 14.67 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 归母股东净利润 | 77.03 | 101.36 | 121.80 | 132.32 | 172.02 |
| 其他负债 | 86.10 | 8.67 | 8.67 | 8.67 | 8.67 | | | | | | |
| 负债合计 | 401.90 | 382.18 | 93.73 | 225.64 | 158.86 | | | | | | |
| 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 | 398.99 | 498.10 | 626.95 | | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 363.83 | 774.56 | 865.79 | 964.91 | 1093.8 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 363.83 | 774.56 | 865.79 | 964.91 | 1093.8 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 765.73 | 1156.7 | 959.52 | 1190.6 | 1252.6 | | | | | | |
| 现金流量表(百万) | | | | | | 预测指标 | | | | | |
| 经营性现金流 | 102.46 | 97.38 | 284.75 | 18.84 | 334.42 | 毛利率 | 28.10% | 30.60% | 29.80% | 30.10% | 30.50% |
| 投资性现金流 | -99.32 | -306 | 45.99 | 10.27 | 10.27 | 销售净利率 | 11.95% | 14.18% | 18.94% | 15.82% | 15.82% |
| 融资性现金流 | 14.37 | 224.32 | -241 | -29.61 | -36.11 | 销售收入增长率 | 15.51% | 10.83% | -10% | 30.00% | 30.00% |
| 现金增加额 | 18.34 | 12.75 | 90.09 | -0.50 | 308.58 | EBIT 增长率 | 5.86% | 19.13% | 10.02% | 4.34% | 28.54% |
| | | | | | | 净利润增长率 | 2.11% | 31.58% | 20.17% | 8.64% | 30.00% |
| | | | | | | ROE | 21.17% | 13.09% | 14.07% | 13.71% | 15.73% |
| | | | | | | ROA | 15.65% | 12.34% | 16.37% | 13.77% | 16.82% |
| | | | | | | ROIC | 18.87% | 18.68% | 8.59% | 16.96% | 19.41% |
| | | | | | | EPS(X) | 0.21 | 0.27 | 0.33 | 0.36 | 0.46 |
| | | | | | | PE(X) | 148.96 | 113.21 | 94.21 | 86.72 | 66.70 |
| | | | | | | PB(X) | 31.54 | 14.81 | 13.25 | 11.89 | 10.49 |
| | | | | | | PS(X) | 17.79 | 16.05 | 17.84 | 13.72 | 10.56 |
| | | | | | | EV/EBITDA(X) | 12.93 | 50.57 | 36.29 | 35.34 | 29.05 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。