

# 健盛集团 (603558)

证券研究报告

2017年07月13日

## 横向并购无缝内衣龙头俏尔婷婷，叠加袜品主业，双轮驱动高成长可期

公司是国内袜品制造领军企业，持续受益于贴身内衣市场稳健增长

公司生产模式主要是 ODM 和 OEM，90%以上收入来自于出口，下游客户包括全球知名品牌和厂商。综合进口需求和出口供给来看，基于生产技术和成本优势，美欧日等发达国家对中国的进口依赖逐年提升，而中国企业完善的供应链体系以及日益成熟的制造经验，在全球袜品出口市场上的份额不断攀升。通过选取消费特征和我国相似的日本和台湾作为对比，在消费升级背景下，我国中高端贴身内衣品牌的市场集中度有望持续提升，空间巨大，叠加并购俏尔婷婷的利好，公司未来有望明显受益。

### 横向并购俏尔婷婷，完善制造端全品类布局，协同效应突出

公司通过横向并购俏尔婷婷 100%股权，在生产端继续发力，完善贴身内衣全品类布局，利好明显，主要看点：1，双方在棉袜和无缝贴身衣物制造方面均处于行业领先地位，在下游客户方面重合度较高，例如优衣库、迪卡侬、H&M 和 UA 等，可以共享客户、渠道和生产设备资源等，对未来客户渗透率提升以及新客户开拓上都构成实质利好；2，俏尔婷婷盈利能力较强，16 年收入超过 4 亿元，净利润超过 7,000 万元，毛利率 34%，净利率 18%，远高于行业平均水平，另外公司 17-19 年对赌业绩分别为 6,500、8,000 和 9,500 万元，考虑到并购后的整合效果，业绩超预期概率较大。

### 2017 年“订单确定+新产能陆续投产”助力公司业绩恢复

2016 年公司业绩首次出现下滑主要系重要客户迪卡侬订单流失，但今年大部分流失订单已经回流（公司综合实力突出）。从棉袜订单来看，目前已确定的订单量(包括 puma, 迪卡侬, H&M, UA, 优衣库等客户)已超过 2.5 亿双；去年单价有所下滑，但公司在 16 年找了不少中高端新客户，因此 17 年均价有望稳步提升，我们预计收入有望接近 10 亿元，净利率方面在去年订单流失问题解决后有望恢复至 12%-13%左右的正常水平。另外，公司 2017-2018 年在越南产能的迅速释放将有效缓解产能瓶颈并带动销售收入快速增长，而公司在针织行业的深入整合有望给订单的量和价包括规模经济带来的成本管控效率提升都带来持续向好。

### 维持“买入”评级，3-6 个月目标价 22 元。

假设 17 年俏尔婷婷并表 4 个月，预计公司 17-19 年整体销售增速分别为 70.4%、66.3%和 30.3%，归母净利润增速分别为 49.8%、88.9%和 36.3%，EPS（按增发后总股本计算）分别为 0.39、0.73 和 0.99 元，对应 PE 分别为 44、23、17 倍。公司虽然静态估值不低，但考虑到第一次定增价格 14.2 元以及此次定增价格 21.67 元，结合董事长在 15 元左右增持 100 万股并计划未来半年内继续增持 100-400 万股，我们认为股价在低位震荡多日，中长期投资价值显现。

**风险提示：**并购整合、国内外生产基地投产不达预期；订单流失等风险。

| 财务数据和估值     | 2015  | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 715   | 664  | 1,131 | 1,880 | 2,449 |
| 增长率(%)      | 10.8  | -7.1 | 70.4  | 66.3  | 30.3  |
| EBITDA(百万元) | 214   | 199  | 339   | 564   | 735   |
| 净利润(百万元)    | 101   | 104  | 155   | 293   | 399   |
| 增长率(%)      | 31.6  | 2.2  | 49.8  | 88.9  | 36.3  |
| EPS(元/股)    | 0.25  | 0.26 | 0.39  | 0.73  | 0.99  |
| 市盈率(P/E)    | 68    | 60   | 44    | 23    | 17    |
| 市净率(P/B)    | 14.29 | 6.02 | 5.06  | 4.60  | 4.18  |
| 市销率(P/S)    | 1.79  | 1.66 | 2.83  | 4.71  | 6.14  |
| EV/EBITDA   | 32    | 34   | 20    | 12    | 9     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 纺织服装/服装家纺 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 17.04 元   |
| 目标价格   | 22 元      |
| 上次目标价  | 22 元      |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 370.50      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 115.50      |
| A 股总市值(百万元)   | 6,313.32    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,968.12    |
| 每股净资产(元)      | 5.02        |
| 资产负债率(%)      | 19.59       |
| 一年内最高/最低(元)   | 32.98/14.62 |

### 作者

吴晓宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516100002  
wuxiaoyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《健盛集团-公司点评:并购俏尔婷婷获得证监会无条件通过，一年一大步》2017-06-09
- 《健盛集团-年报点评报告:16 年遇挫折，17 年收购俏尔婷婷大幅增厚业绩弹性》2017-03-14

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 中国袜品出口领军企业，持续受益于贴身内衣规模稳健增长.....        | 4  |
| 1.1. 公司是国际多家厂商及零售商的优质供应商.....             | 4  |
| 1.2. 全球贴身内衣（包括棉袜）市场稳步增长，我国内衣出口额持续提升.....  | 4  |
| 1.2.1. 全球贴身内衣消费需求带动内衣规模稳健增长.....          | 4  |
| 1.2.2. 国内贴身内衣行业消费升级将迎来拐点.....             | 6  |
| 1.3. 受益于国内外较大成长空间，公司业绩持续增长.....           | 7  |
| 2. 横向并购俏尔婷婷，在贴身内衣领域持续发力实现协同作用.....        | 8  |
| 2.1. 俏尔婷婷定位中高端，是无缝内衣领先制造商.....            | 8  |
| 2.1.1. 俏尔婷婷是无缝贴身衣物专业制造商.....              | 8  |
| 2.1.2. 无缝内衣成为消费者新宠，市场前景广阔.....            | 10 |
| 2.1.3. 市场利好下俏尔婷婷稳健增长，运动内衣及文胸成为业绩增长关键..... | 10 |
| 2.2. 通过并购丰富产品品类、叠加下游客户，整合效果突出.....        | 11 |
| 3. “订单确定+新产能投产”助力公司主业良性增长.....            | 12 |
| 3.1. 积极开发新客户以巩固外销市场，重要客户订单回流.....         | 12 |
| 3.2. 新增产能两年内集中投产，收入有望进一步提升.....           | 14 |
| 4. 盈利预测及估值.....                           | 15 |
| 5. 风险揭示.....                              | 16 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司主要合作伙伴.....                  | 4  |
| 图 2：2007-2015 全球袜品销售增长趋势.....      | 5  |
| 图 3：日本国内棉袜生产数量（万双）.....            | 5  |
| 图 4：日本棉袜进口率（%）.....                | 5  |
| 图 5：澳洲棉袜进口及中国进口数量比较（万双）.....       | 6  |
| 图 6：营业收入（百万元）及同比增速（%）.....         | 7  |
| 图 7：净利润（百万元）及同比增速（%）.....          | 7  |
| 图 8：主要产品收入（百万元、%）.....             | 7  |
| 图 9：出口、内销占比（百万元、%）.....            | 7  |
| 图 10：毛利率及净利率（%）.....               | 8  |
| 图 11：三项费用率.....                    | 8  |
| 图 12：俏尔婷婷产品一览.....                 | 8  |
| 图 13：俏尔婷婷主要客户.....                 | 9  |
| 图 14：俏尔婷婷各类产品收入明细（百万元）.....        | 11 |
| 图 15：俏尔婷婷各类产品毛利率明细.....            | 11 |
| 图 16：俏尔婷婷毛利率高于行业平均水平.....          | 11 |
| 图 17：健盛棉袜销售数量（万双）.....             | 13 |
| 图 18：健盛主业毛利率水平.....                | 14 |
| 图 19：健盛 2017 年已有产能及新增产能情况（万双）..... | 15 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 20: 健盛历年产能及产能预测 ( 万双 ) .....   | 15 |
| 表 1: 主要产品一览 .....                | 4  |
| 表 2: 俏尔婷婷主要产品介绍 .....            | 9  |
| 表 3: 公司与俏尔婷婷主要客户一览 .....         | 12 |
| 表 4: 健盛主要客户情况 .....              | 12 |
| 表 5: 越南三期产能 .....                | 14 |
| 表 6: 主营业务盈利预测明细 ( 单位: 万元 ) ..... | 15 |
| 表 7: 可比上市公司估值水平 .....            | 16 |

## 1. 中国袜品出口领军企业，持续受益于贴身内衣规模稳健增长

### 1.1. 公司是国际多家厂商及零售商的优质供应商

公司创立于 1994 年，于 2015 年上市，生产模式主要是 ODM 和 OEM，目前已成为冈本、伊藤忠、迪卡侬、道步、太平洋、麦德龙等国际厂商的服务制造型供应商，并与其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 等国际知名品牌，另外也为 TOPVALU、优衣库、无印良品等知名零售商的自有品牌提供袜品的研发设计及生产服务。

公司产品品类丰富，其中 90%以上出口至日本、欧洲和澳洲等海外市场，是我国袜品出口领军企业，根据棉袜产品中国海关统计，公司连续多年袜品全球贸易出口额位居全国前列。

表 1：主要产品一览

| 品类    | 主要产品                         |
|-------|------------------------------|
| 常规棉袜  | 船袜、短筒袜、中筒袜、长筒袜、连裤袜等。         |
| 体育用袜  | 高尔夫袜、滑雪袜、网球袜、跑步袜等。           |
| 特殊功能袜 | 双罗口袜、紧身袜、竹纤维袜、红外线保暖袜、抗菌防臭袜等。 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：公司主要合作伙伴



资料来源：公司官网，天风证券研究所

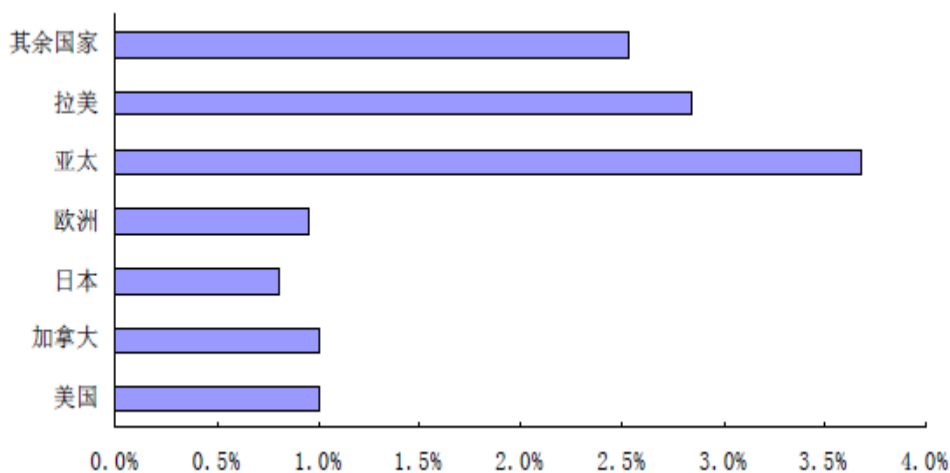
### 1.2. 全球贴身内衣（包括棉袜）市场稳步增长，我国内衣出口额持续提升

#### 1.2.1. 全球贴身内衣消费需求带动内衣规模稳健增长

由于公司主要收入来自于出口，因此全球贴身内衣市场的增速与公司业绩息息相关。根据 Euromonitor 数据显示，全球包括棉袜在内的贴身内衣市场规模在 2016 年达到了 1,078 亿美元，近十年复合增速为 5.6%。其中棉袜是生活必需品以及典型快消品，平均单价相对于其他服饰来说要低很多，我们预计未来消费将依然持续稳健。

全球贴身内衣市场的增长格局是发展中国家（亚太、拉美等）增速较快，而发达国家（美欧日等国）相对稳定。以公司主要出口目的地美国以及欧洲为例，美国贴身内衣市场规模在 2010-2016 年复合增速为 4.0%，销售额为 179 亿美元。同一期间，贴身内衣单价上升至 5.6 美元，增长 10.2%。同样，欧洲贴身内衣市场的规模在欧洲经济持续低迷的情况下也实现了持续增长，在 2016 年达到了 245 亿美元。随着全球贴身内衣市场量价齐升，公司作为国内棉袜出口龙头企业将率先受益。

图 2：2007-2015 全球袜品销售增长趋势



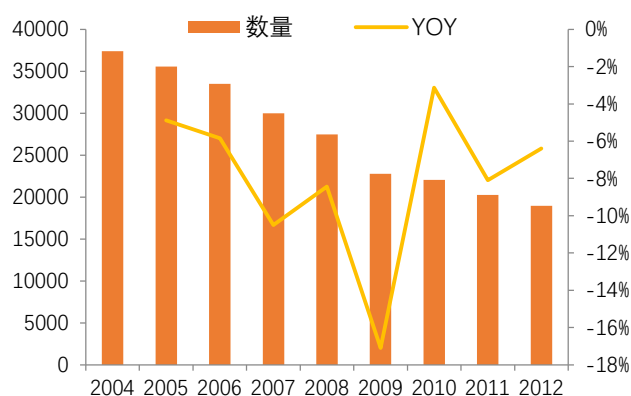
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**从主要进口国需求看公司市场空间：**基于成本、生产技术优势，发达国家袜品进口占比逐年提升，我国已成为世界棉袜制造中心，占据大部分出口份额。公司产品出口主要销往日本、欧洲、澳洲以及美国等国家，而这些国家大部分贴身内衣进口主要依赖于中国供应商，由此判断国内贴身内衣出口潜力巨大。

### (1) 日本棉袜市场—70%袜品进口来自中国

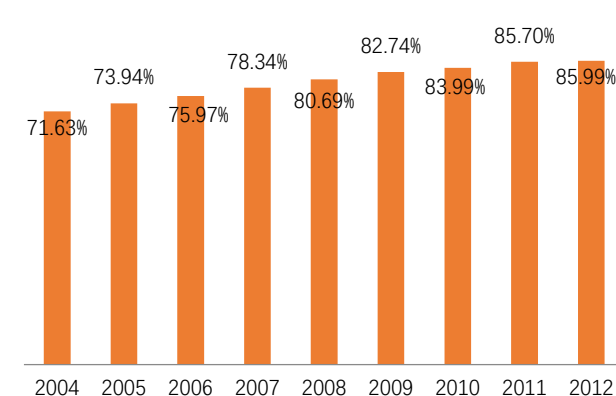
日本是全世界对棉袜质量要求最高的国家，需求量庞大，但日本国内的棉袜生产量正在逐年减少，与此同时进口数量在不断扩大。据日本袜业协会统计，2012 年日本棉袜消费量已达到 13.4 亿双，但棉袜国内生产数量却呈现逐年下降的趋势（年均 8% 的下降幅度），而其进口数量占消费数量的比例呈现逐年上升的态势，棉袜进口占其消费量的比例达到了 85%+，而从中国进口的数量占比也达到了进口总额的 85%+，由此推算，日本大约 70% 以上的棉袜需求来自于中国进口。

图 3：日本国内棉袜生产数量（万双）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：日本棉袜进口率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

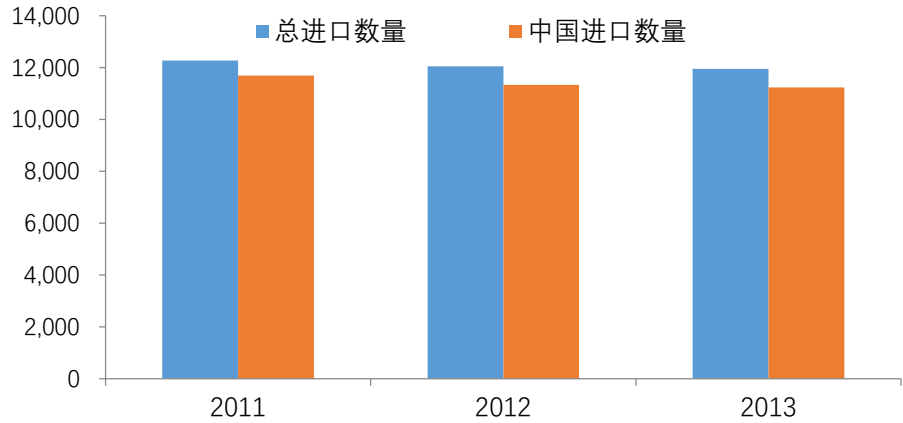
### (2) 欧洲棉袜市场—市场几近饱和，进口向中国等市场转移

欧洲是世界袜子消费的最大市场，占全球消费的 44%，近年销售额接近 420 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在生产成本方面缺乏与中国、土耳其、印尼等国的竞争力，因此在意大利的生产量逐渐减少，导致整个欧洲进口量越来越大，且向中国等国家的进口份额逐年提升。

### (3) 澳大利亚棉袜市场—市场规模不大，但 90% 以上袜品进口来自中国

澳大利亚人口稀少，只有 2,300 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，近年澳大利亚棉袜进口数量达到 1.2 亿双，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 5：澳洲棉袜进口及中国进口数量比较（万双）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### （4）美国棉袜市场—偏好价格低，因此主要依赖进口

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，美国年进口量超过 40 亿双，其中中国进口占到总量的 42%。

#### 从主要出口国供给看公司空间：

目前，全球袜品的生产主要在中国、土耳其、意大利。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，特别是欧洲品牌商的临时性紧急订单大多会落在该制造中心。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，掌握了高档棉袜设备的生产技术，更有先进的棉袜设计生产工艺。虽然生产成本要比中国、土耳其高很多，但欧洲企业一直致力于用现代科学技术对棉袜制造企业进行改造，大大降低了生产成本，在高端棉袜生产上有很强的竞争力。以中国为代表的亚洲制造中心由于拥有丰富的劳动力资源，凭借成本优势，完善的供应链体系以及日益成熟的制造经验，在全球袜品出口市场上的份额不断攀升。我国已成为世界棉袜的制造、出口中心，公司作为袜品制造龙头，出口份额较大，一定程度上具备先发优势。

#### 1.2.2. 国内贴身内衣行业消费升级将迎来拐点

我们认为全球贴身内衣行业长期而言仍将保持稳定增长，这种增长除了受到常年稳定消费量提高的推动以外，也受到新兴市场消费升级的推动，公司经过多年努力已具备一定生产技术优势，加上多年为国际知名品牌代工经验，将直接受益于贴身内衣市场消费升级。

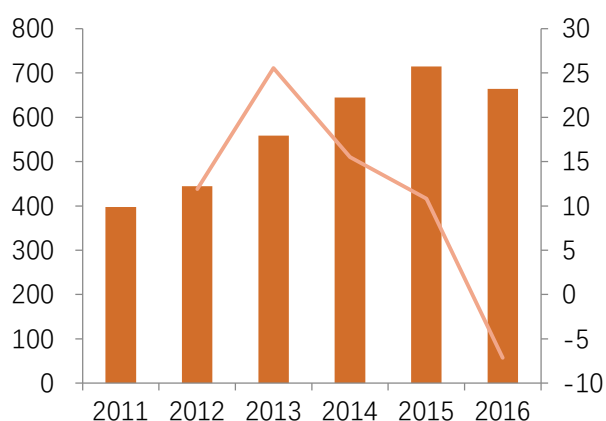
**消费升级带动下，中高端贴身内衣的市场份额将提高。**当前我国贴身内衣市场虽然体量大，但是市场集中度低。根据 Euromonitor 统计，2015 年我国贴身内衣市场中销售额前 15 名的品牌销售总计仅占整体市场规模的 12.2%，其中前五大品牌的市场占有率仅为 5.2%，占比较低。

通过选取消费特征和我国相似的日本和台湾作为对比，来看我国中高端贴身内衣市场的潜在空间。根据 Euromonitor 统计，日本和台湾地区的贴身内衣市场中，中高端品牌占比分别达到 24.6%和 21.5%。日本排名前二的品牌分别为华歌尔和黛安芬，其市场占有率分别为 10.9%和 5.4%。而台湾地区排名前二的品牌也是华歌尔和黛安芬，其市场占有率分别为 9.7%和 9.7%。通过对比，我们发现在日本和台湾地区这样的成熟经济体中，中高端贴身内衣在整个市场中的占比超过 20%以上，并且行业龙头市场占有率很高。相较于日本和台湾地区，中国目前中高端贴身内衣在整个市场中的占有率很低，未来成长潜力较大。由于公司在袜品行业深耕多年，具备规模及生产技术优势，并购俏尔婷婷后，优势叠加，在消费升级背景下有望明显收益。

### 1.3. 受益于国内外较大成长空间，公司业绩持续增长

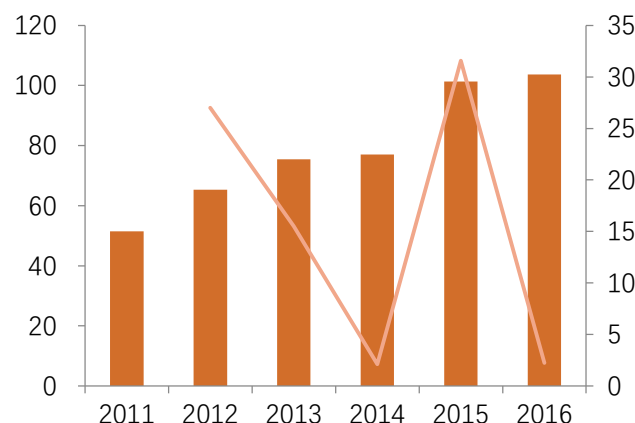
公司作为行业龙头制造商，受益于稳健增长的市场规模，2011-2015 收入与净利润始终保持两位数增长，2016 年受重要客户迪卡依订单流失事件（由于成本等因素，客户将订单转移至土耳其）、自有品牌建设等影响，营业收入首次出现负增长（2017 年公司在单价上做了一定让步再加上土耳其政局不稳，迪卡依大部分订单已经回流，叠加上去年公司积极挖掘新客户（公司此前都是被动接单，16 年遇到迪卡依订单波动事件后主动开发新客户，首次开发就收获 UA、Stance、H&M 等大客户，17 年订单中有超过 30% 订单都来自新客户，说明公司生产及交单能力认可度很高），今年销售有望强势反弹），2011-2016 年收入及净利润复合增速分别达到 11% 及 15%；不考虑去年订单流失事件负面影响，公司复合增速达到了 16% 及 18.5%，业绩表现稳健。

图 6：营业收入（百万元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

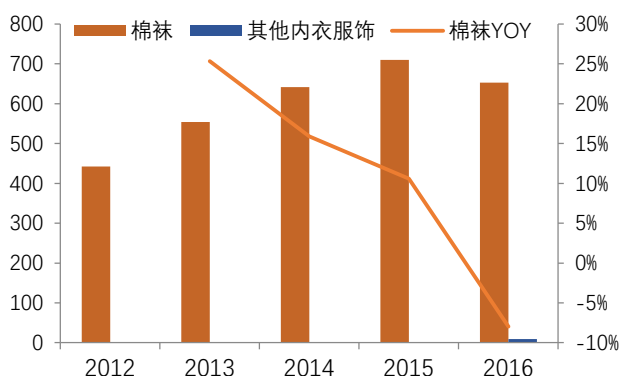
图 7：净利润（百万元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

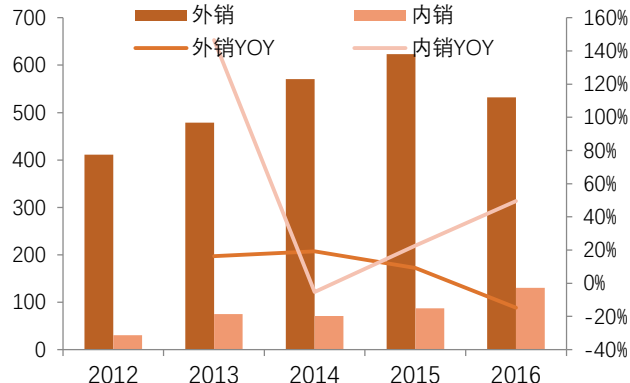
公司收入主要来自于外销（2016 年外销、内销收入占比分别为 80% 及 20%），主要产品为各类棉袜，不考虑去年订单流失因素导致的棉袜收入骤降，公司袜类收入增速达到两位数。从 2015 年开始公司拓展业务至其他贴身内衣（内衣、内裤）领域，但目前收入占比较小（1.5%），公司于今年三月份收购俏尔婷婷（主业为无缝内衣产品），内衣业务收入有望快速增长。

图 8：主要产品收入（百万元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

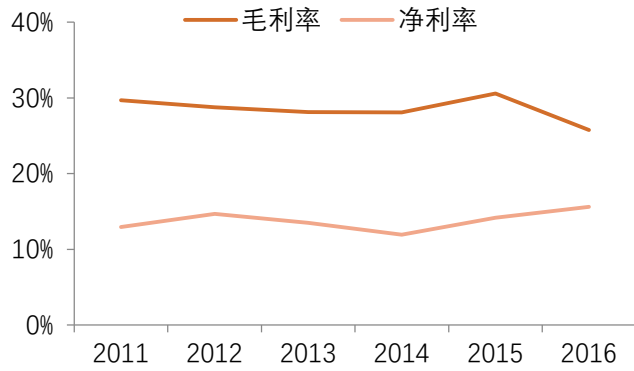
图 9：出口、内销占比（百万元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

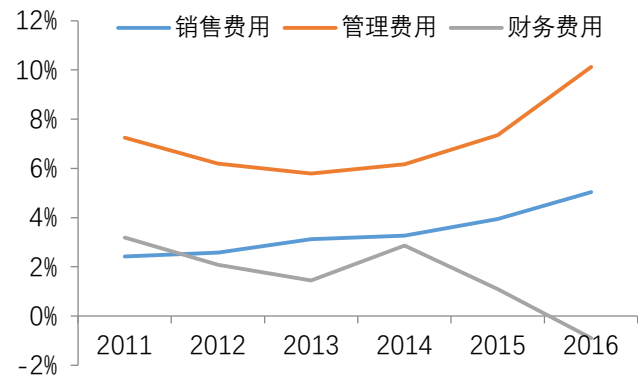
公司毛利率及净利润较为平稳，2016 年毛利率下滑主要系订单流失。公司销售费用增长主要系开拓内销市场使得相应广告、宣传费用等增加所致；管理费用同比增长 28%，主要系公司加大产品研发投入，使得研发费用相应增加；财务费用同比下降 176%，主要系人民币贬值导致汇率收益增加。

图 10：毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：三项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 横向并购俏尔婷婷，在贴身内衣领域持续发力实现协同作用

### 2.1. 俏尔婷婷定位中高端，是无缝内衣领先制造商

健盛集团目标定位中高端贴身衣物，以巩固发展外销、大力拓展国内内销市场为发展战略，着力打造“JASAN HOME”贴身衣物一站式购物平台。为促进公司发展战略落地，公司于今年三月收购俏尔婷婷 100% 股权，标的公司主要做无缝内衣，拥有国际先进技术及设备，可生产一次成型立体无缝高档贴身衣物，是我国无缝针织行业领导企业。通过本次收购，公司将继续在生产端发力，获得中高端贴身内衣的生产、研发、销售能力，有效填充“JASAN HOME”内衣一站式供应端，助于公司发展战略的快速落实。

#### 2.1.1. 俏尔婷婷是无缝贴身衣物专业制造商

俏尔婷婷是无缝贴身衣物专业制造商，拥有国际先进的意大利电脑提花针织机、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，是我国无缝针织行业的领军企业。

俏尔婷婷就将技术创新作为公司的核心竞争力之一。自成立以来公司始终紧跟国际尖端纺织科技，目前已经拥有 17 项国家发明专利，24 项实用新型专利，并拥有一支专业的设计研发团队，在纺织新材料、新工艺、流行款式、时尚色彩等应用领域具有较高的开发与应用水平。

图 12：俏尔婷婷产品一览



资料来源：俏尔婷婷官网，天风证券研究所



俏尔婷婷积极借鉴日本等国家的先进技术和管理经验，产品从生产织造到包装，均配备有先进的检测设备，产品以其高品质赢得众多国际客户的肯定与认可，已经成为日本华歌尔 Wacoal、优衣库、H&M、耐克、Maidenform、DKNY、SPANX、Under Armour、迪卡侬等多个国际著名品牌指定供应商。

图 13: 俏尔婷婷主要客户



资料来源：公司公告，天风证券研究所

无缝内衣相较于普通产品主要有以下几个方面的优势： 1、减少缝纫，使得摩擦减少，提高内衣舒适性； 2、3D 立体针织可以根据人体曲线设计产品，穿戴更加贴合； C、强大的提花功能可以根据不同功能要求，同一件产品做出不同的弹性和花型，丰富塑身产品、运动产品的设计和穿着需求。另外，区别于传统针织技术，无缝内衣省去了裁剪和缝纫这两道劳动力需求最多、耗时最久的工序，因此无缝内衣在生产成本、效率方面具有较大优势。另外，无缝内衣质量更好，生产周期更易控制，在执行大批量、标准化订单时具有明显的竞争优势，目前已成为潮流趋势之一，各大内衣品牌商均拥有无缝产品。

表 2: 俏尔婷婷主要产品介绍

| 品类   | 图示   | 简介  |
|------|--|---|
| 常规内衣 |  | 常规内衣是主要用于居家、休闲时穿着，内衣线条优美、流畅，伸展自如、柔软轻巧，穿着舒适。 |
| 塑身内衣 |  | 塑身内衣主要用于塑造优美曲线，对丰胸、收腹、减腰、提臀效果明显，更显出女人的性感迷人。 |

运动内衣



运动内衣充分考虑到运动中身体剧烈晃动，出汗较多，通常使用贴体、透气的材质，增加网状等结构让运动内衣更加透气和速干。

文胸



文胸采用三围立体织造技术，穿着舒适无痕，呵护肌肤，独具托胸、直背等功能，集时尚健康于一体。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 无缝内衣成为消费者新宠，市场前景广阔

由于更强的功能性及舒适性，全球内衣市场已刮起一股无缝内衣热潮，目前无缝内衣市场规模庞大，而随着人们生活水平不断提高，消费者对于塑身和运动内衣的需求呈井喷式增长，这两年无缝内衣在这两个市场的快速增长得到了印证，**预计到 2020 年全球无缝内衣的市场规模将达到月均 300 亿美元。**

目前几乎所有的贴身内衣品牌以及运动、休闲品牌都拥有无缝产品，包括基础内衣品牌如维密、CK、黛安芬、华歌尔、安莉芳等；塑身内衣如 SPANX、MAIDENFORM、婷美等；运动品牌更是广泛使用，如 NIKE、ADIDAS、UA、LULULEMON、PUMA，以及国内的安踏、李宁、361 等，无不在扩大无缝产品的研发和销售。同时像 UNIQLO、HM、GAP、ZARA 等服装零售巨头也都早已布局无缝产品。可以预见在不远的将来，**无缝产品占内衣的比例会从现在的不到 10% 上升到 15% 甚至 20%，市场前景非常广阔。**

俏尔婷婷在行业中享有良好信誉，不仅在国内，在日本和欧美也有很高的知名度。国内无缝内衣行业竞争比较激烈，但大多数是低端市场的同质竞争，俏尔婷婷较早开始便走差异化中高端道路，经过多年发展，目前已经成为行业标杆性生产商，在品质、技术、研发等方面均有明显优势，在市场利好下公司具有较强综合竞争力。

### 2.1.3. 市场利好下俏尔婷婷稳健增长，运动内衣及文胸成为业绩增长关键

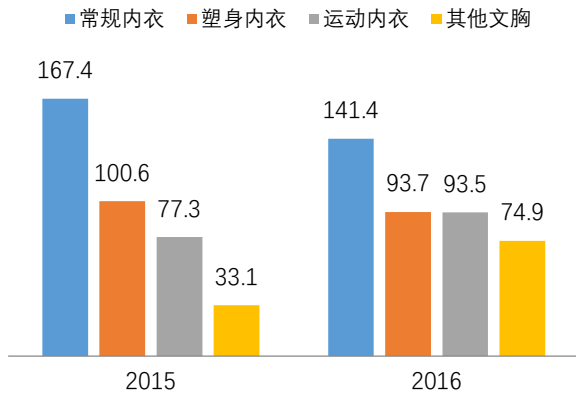
俏尔婷婷收入 85% 以上来自于外销，16 年总收入达到 4.04 亿元，同比增长 7%；净利润达到 7,295 万元，较 15 年小幅下滑（主要系优衣库一个系列销售不佳），2015-2016 年毛利率分别为 34.6% 及 33.8%，处于行业领先水平。

分产品看，去年文胸收入增长最快（YOY 126%），其次是运动内衣（YOY 21%），而常规品（YOY -16%）、塑身内衣（YOY -7%）收入规模小幅下降。文胸增长较快的原因一方面是由于文胸毛利较高（40%+）而主动进行的产品结构调整，公司针对文胸调价使得毛利率下降到 38%，但收入同比增长 126%；另一方面是客户去年临时新增部分文胸订单所致。运动内衣规模稳步增长主要系公司看好未来运动内衣市场空间而主动进行的合理让价抢份额举措，我们预测运动及文胸板块将成为俏尔婷婷业绩快速增长驱动力。

从毛利率看，常规内衣毛利率持平，塑身内衣稳中有升，而运动内衣和文胸则有所下降。由于常规、塑身内衣占总收比重较大，因此总毛利率基本持平（YOY-2%）。运动、文胸毛

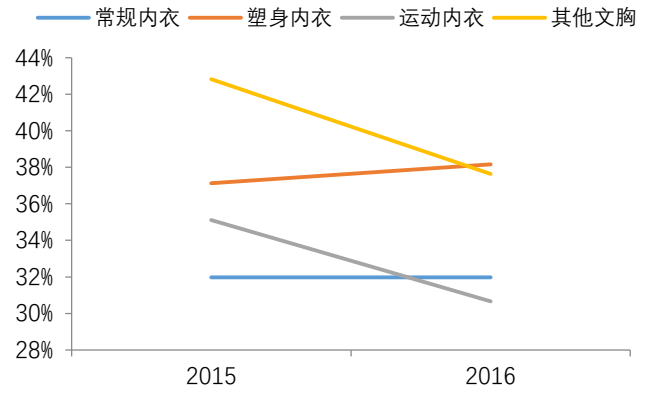
利率下降主要系公司为快速抢占份额，在价格方面有所让步，但毛利率仍然处于较高水平。其中，运动内衣的低毛利订单主要来自于迪卡侬，文胸的低毛利订单主要来自于优衣库。

图 14：俏尔婷婷各类产品收入明细（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

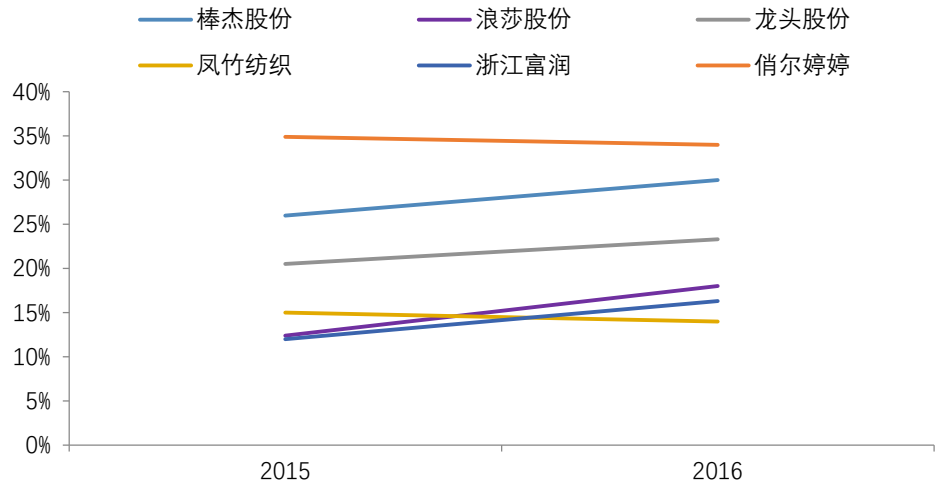
图 15：俏尔婷婷各类产品毛利率明细



资料来源：公司公告，天风证券研究所

虽然俏尔婷婷毛利率稍有下滑，但始终高于行业平均水平（高出 10PCT+）。主要原因系：俏尔婷婷定位于中高端市场，主要客户均为国际知名品牌商，产能利用率较高、产品订单量较稳定，使得公司盈利能力更加出众。

图 16：俏尔婷婷毛利率高于行业平均水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 通过并购丰富产品品类、叠加下游客户，整合效果突出

通过本次收购，健盛集团获得中高端贴身内衣（包括无缝内衣）的生产、研发、销售能力，进一步提升业务规模，丰富产品品类，构建新的盈利增长点。一方面，公司主业为棉袜，俏尔婷婷主业为无缝内衣，收购俏尔婷婷为公司丰富产品品类（国际大型贴身衣物品牌商往往涵盖内衣、袜子等多个品类），在生产端持续发力，为业绩增长注入新动力，有利于增强公司核心竞争力，进一步增加市场覆盖面，提升健盛整体价值；另一方面，双方客户有部分重叠，有助于实现销售渠道、客户资源共享，巩固发展外销市场，同时，俏尔婷婷可利用公司平台、渠道、管理优势进行产业整合，充分发挥协同效应，实现 1+1>2 的目标。

**并购有利于客户稳定以及新老客户持续开发。**健盛和俏尔婷婷各自拥有长期稳定客户群，健盛主要客户包括冈本、伊藤忠、迪卡侬、道步、太平洋、麦德龙等国际厂商。俏尔婷婷主要客户包括优衣库、迪卡侬、华歌尔等国际知名品牌商。16 年健盛的迪卡侬订单流失事件以及俏尔婷婷优衣库订单下降事件是挑战也是机遇，一方面作为代工企业，订单波动非

公司可控制，但从长期来看，纺织企业较服装企业更加稳定，毕竟规模效益和生产水平摆在这，服装企业如果遇到这类问题（销售不好一般都是设计版型出问题或者压货压太多），1-2 年要起来难度很大；另一方面可以倒逼企业去开发更多新客户，主动提升自身竞争力。我们认为此次并购对健盛而言意义重大：就老客户而言，双方在优衣库和迪卡依都有重合，且均在各自领域享有良好声誉，品类丰富后，在下游品牌商有望获得更多话语权，提高现有客户的渗透率；就新客户而言，双方都属于针织行业，产品都属于贴身内衣，未来可充分利用各自市场资源、营销渠道等更有效的开发下游。

表 3：公司与俏尔婷婷主要客户一览

| 健盛集团       | 俏尔婷婷       | 重叠客户 |
|------------|------------|------|
| 冈本、伊藤忠、道步等 | SPANX、华歌尔等 |      |
| 迪卡依        | 迪卡依        | 迪卡依  |
| 优衣库        | 优衣库        | 优衣库  |
| 太平洋、麦德龙等   | NIKE、安德玛等  |      |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**对赌协议进一步保障公司业绩：**俏尔婷婷具有良好的盈利能力，公司收购俏尔婷婷获得承诺 2017-2019 年扣非后净利润分别不低于 6,500、8,000 以及 9,500 万元。由于 2015-2016 年俏尔婷婷净利润均超过 7 千万元且公司未来增长势头良好，我们认为对赌业绩相较于过去两年略微保守，公司业绩超预期概率较大。

### 3. “订单确定+新产能投产”助力公司主业良性增长

#### 3.1. 积极开发新客户以巩固外销市场，重要客户订单回流

公司经过多年发展积累，在外销市场目前已同众多国际品牌建立了深厚的合作关系，形成了日本、欧洲、大洋洲三大稳固市场，与部分客户的合作时间已超过十年。其中，冈本、迪卡依、道步为公司主要客户，收入占到出口总收入的 80%。

表 4：健盛主要客户情况

| 客户  | 简介   | 合作时间 |
|-----|--|------|
| 迪卡依 | 迪卡依是全球最大的体育用品零售商；2003 年迪卡依进入中国，2004 年与公司合作，迪卡依至 2013 年 2 月已遍布全国 25 座城市近 60 家商场，目前仍在渠道扩张中，市场空间较大。 | 2004 |
| 冈本  | 冈本是日本袜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品生产销售权。           | 2002 |
| 道步  | 道步是 PUMA 集团子公司，欧洲专业的棉袜采购商，旗下拥有著名品牌：PUMA、TOMMY HILFIGER 等。  | 2009 |
| 太平洋 | 是澳大利亚最大纺服类上市公司，拥有众多知名品牌：BERLEI、BONDS、CLARKS、DUNLOP、HOLEPROOF、HUSH PUPPIES 等。                     | 2001 |

**伊藤忠**

伊藤忠是世界著名综合贸易公司、世界 500 强企业之一，拥有 FILA、LOTTO、LEE、NEW BALANCE 等多个世界知名品牌在日本的袜品生产销售权。

2008

**麦德龙**

麦德龙是德国最大、欧洲第二、世界第三的零售批发超市集团，分店遍布 32 个国家。

2000

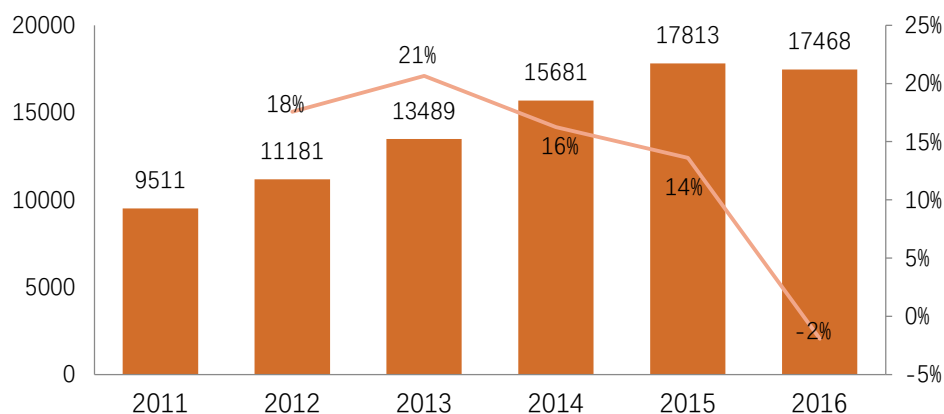
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年是公司积极执行巩固发展外销市场，大力拓展内销市场战略第一年，但也遇到了困难与挫折，去年销售收入及净利润有所下滑，主要系迪卡侬订单流失、自有品牌建设尚在培育期以及新生产基地投入较大对公司收入及净利润造成了一定不利影响。

**迪卡侬订单回流加上新客户加入，今年公司业绩回弹可期：**

**2016 年业绩下滑主要系订单流失。**去年公司外销业绩出现了近十多年来首次下滑的情况，主要系公司客户迪卡侬（在公司的订单超过 3000 万双）转移订单至土耳其生产商（16 年汇率大幅贬值）所致。针对订单流失危机公司主要做了两个应对措施：（1）及时提出实行“平价”销售策略，对迪卡侬进行合理让价；（2）从去年下半年开始加大新客户开发，进一步打开美国市场，并为 2017 年外销业绩向好打好基础。

图 17：健盛棉袜销售数量（万双）



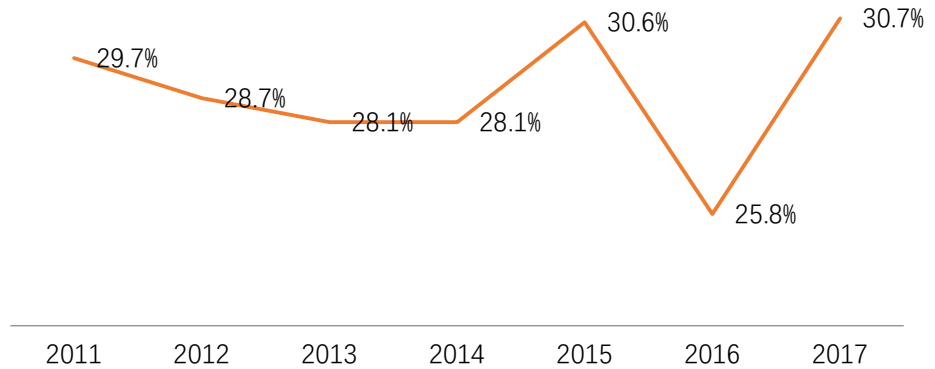
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**2017 年订单回流+新客户挖掘，业绩有向好动力。**由于土耳其政局不稳，且公司在价格上做了一定让步，今年迪卡侬订单开始回流，今年已经确定的订单已经达到 15 年 75% 水平（3000 万双订单确定）。

此外，公司意识到自身大客户集中度较高会带来一定经营风险，去年下半年便开始积极开拓新客户并初有成效，目前已成功开发了 UA、Stance、H&M 等优质中高端新客户，这些品牌在选择新的供应商时，通常会进行下少量单进行试产然后再慢慢扩大采购量，因此我们认为新客户有望推动公司主业实现较大增长。

今年已经确定的订单超过 2.5 亿双，包括新客户（UA、Stance、H&M 等）超过 8,000 万双和老客户 1.7 亿双，较去年订单数量增长较快。受益于迪卡侬订单回流以及新客户加入，公司今年一季度实现收入 1.98 亿元，同比增长 28.4%。受订单流失影响，公司去年毛利率下降近 5pcts，但随着订单逐渐恢复，今年一季度毛利率已回归至正常水平。

图 18：健盛主业毛利率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 新增产能两年内集中投产，收入有望进一步提升

**越南产能情况：**公司于 2013 年开始布局海外生产基地，目前在越南已有三个生产项目，总投资超过 1.2 亿美元，拟建设 2.31 亿双棉袜生产及产业链配套项目。目前越南一期已开始运营，另外两期在建中，预计今年可陆续建成投产。三期总规划产能为 2.31 亿双中高端棉袜，并将在 17-19 年间分批投产释放。

(1) 越南在建项目：越南目前有两个在建项目，总投资共计 7,800 万美元，预计 2017 年可建成投产。(1) 健盛袜业（越南）投资的年新增 13,000 万双中高端棉袜生产线项目、年产 2000 吨氨纶、橡筋线项目，总投资为 4,800 万美元；(2) 健盛袜业（越南）纺织印染投资的 15,000 吨染色产品新建项目，总投资为 3,000 万美元。越南投资将充分利用当地的劳动力成本优势、税收政策优势、减少国际贸易壁垒和降低客户进口关税成本等优势，进一步提升公司在棉袜代工领域的竞争优势。

(2) 越南新建项目：健盛（越南）纺织印染年产 6500 万双高档袜子项目，总投资为 2,953 万美元，预计 2017 年下半年将开始实施。

表 5：越南三期产能

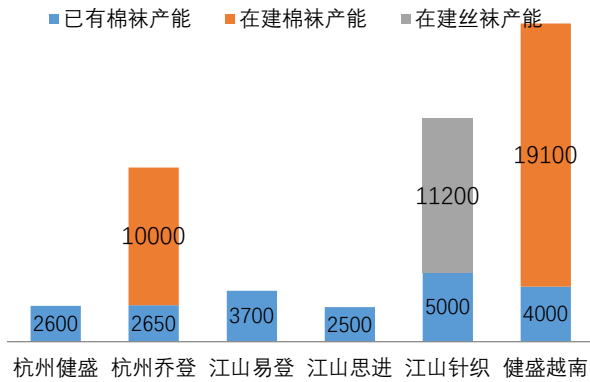
| 越南项目 | 项目实施情况          | 计划产能          |
|------|-----------------|---------------|
| 第一期  | 已开始投产运营         | 中高端棉袜 3600 万双 |
| 第二期  | 在建，预计 2017 建成投产 | 中高端棉袜 1.3 亿双  |
| 第三期  | 新建，2017 下半年施工   | 高档棉袜 6500 万双  |
| 合计   |                 | 2.31 亿双       |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**国内产能情况：**除了越南投产项目外，公司去年国内产能大约为 1.65 亿双棉袜，今年棉袜方面国内产能会基本维持去年水平。另外，公司在国内新增有 1.12 亿双丝袜产能，目前正在建设中（江山针织年增 5200 万双丝袜生产线技改项目+年新增 6000 万双丝袜生产线项目），以及年产 1 亿双高档棉袜的智慧工厂目前正由杭州乔登积极建设中，预计 2018 年初完工。

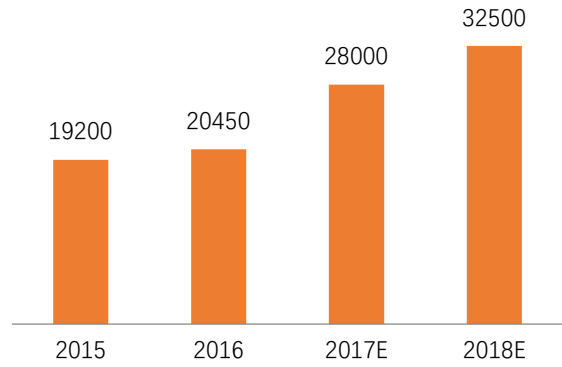
公司去年国内外棉袜产能合计为 2 亿双，预计今年产能能够达到 2.8 亿双（越南第二期投产，预计能新添 7000 万+新产能），能够实现今年 2.5 亿+的棉袜需求，今年业绩在产能释放加上新老客户订单增加的利好情况下回弹可期。

图 19: 健盛 2017 年已有产能及新增产能情况 (万双)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 健盛历年产能及产能预测 (万双)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

公司 17 年业绩弹性大, 未来有望持续:

(1) **棉袜方面重要客户订单回流、新客户加入, 主业业绩反弹可期:** 从主业棉袜订单来看, 目前已确定的订单量(包括 puma, 迪卡侬, H&M, 优衣库等老客户以及公司去年挖掘的 UA、Stance 等新客户)已超过 2.5 亿双。从单价来看, 15 年公司棉袜均价为 3.99 元, 16 年为 3.74 元, 但公司在 16 年找了不少中高端新客户, 17 年均价有望稳步提升, 收入层面我们预测有望接近 10 亿元, 净利率方面在去年订单流失问题解决后有望恢复至 12%-13% 左右的正常水平。

(2) **俏尔婷婷对赌, 增厚公司业绩:** 17-19 年对赌业绩为 6500、8000 和 9500 万元, 较 15/16 年总体偏保守(15/16 年净利润均超 7 千亿元, 之前也受到优衣库订单影响, 但目前已恢复正常)。

(3) **新产能陆续释放:** 公司 17/18 年在越南的产能的迅速释放, 将有效缓解产能瓶颈并带动销售收入的快速增长。而公司在针织行业的深入整合有望给订单的量和价包括规模经济带来的成本管控效率提升都带来持续向好。

假设俏尔婷婷 2017 年并表 4 个月, 预计 17-19 年公司整体销售增速分别为 70.4%、66.3% 和 30.3%, 归母净利润增速分别为 49.8%、88.9% 和 36.3%, EPS (按增发后总股本计算) 分别为 0.39、0.73 和 0.99 元, 对应 PE 分别为 44、23、17 倍。

表 6: 主营业务盈利预测明细 (单位: 万元)

|              | 2014A         | 2015A         | 2016A         | 2017E         | 2018E          | 2019E          | CAGR_17-19 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|------------|
| <b>健盛营收</b>  | <b>64,485</b> | <b>71,471</b> | <b>66,381</b> | <b>99,571</b> | <b>139,399</b> | <b>188,189</b> |            |
| YoY          |               | 10.8%         | -7.1%         | 50.0%         | 40.0%          | 35.0%          | 41.5%      |
| 毛利率          | 28.1%         | 30.6%         | 25.8%         | 28.1%         | 28.3%          | 28.5%          |            |
| 销售费用率        | 3.3%          | 3.9%          | 5.0%          | 3.8%          | 3.4%           | 3.1%           |            |
| 管理费用率        | 6.2%          | 7.3%          | 10.1%         | 7.8%          | 6.3%           | 5.3%           |            |
| 财务费用率        | 2.9%          | 1.1%          | -0.9%         | -1.2%         | -1.0%          | -0.8%          |            |
| 营业税金及附加比率    | 0.5%          | 0.7%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%           | 1.1%           |            |
| 所得税率         | 24.0%         | 23.8%         | 21.2%         | 21.0%         | 21.0%          | 21.0%          |            |
| <b>归母净利润</b> | <b>7,703</b>  | <b>10,136</b> | <b>10,362</b> | <b>13,018</b> | <b>20,311</b>  | <b>29,443</b>  |            |
| YoY          |               | 31.6%         | 2.2%          | 25.6%         | 56.0%          | 45.0%          | 41.6%      |

|                        |               |               |               |                |                |                |       |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------|
| 俏尔婷婷营收(假设 17 年并表 4 个月) | <b>37,962</b> | <b>40,476</b> | <b>13,514</b> | <b>48,649</b>  | <b>56,757</b>  |                |       |
| YoY                    |               | 6.6%          | -66.6%        | 260.0%         | 16.7%          | 8.8%           |       |
| 毛利率                    | 34.9%         | 34.2%         | 33.5%         | 33.5%          | 33.6%          |                |       |
| 销售费用率                  | 1.9%          | 1.7%          | 1.8%          | 1.7%           | 1.7%           |                |       |
| 管理费用率                  | 9.8%          | 9.8%          | 9.8%          | 9.7%           | 9.6%           |                |       |
| 财务费用率                  | -1.7%         | -0.8%         | -0.5%         | -0.5%          | -0.4%          |                |       |
| 营业税金及附加比率              | 0.9%          | 0.9%          | 1.0%          | 1.1%           | 1.2%           |                |       |
| 所得税率                   | 16.6%         | 12.0%         | 12.5%         | 12.5%          | 12.5%          |                |       |
| 归母净利润(假设 17 年并表 4 个月)  | <b>7,295</b>  | <b>7,552</b>  | <b>2,500</b>  | <b>9,000</b>   | <b>10,500</b>  |                |       |
| YoY                    |               | 4%            | -67%          | 260%           | 17%            |                |       |
| 总营业收入                  | <b>64,485</b> | <b>71,471</b> | <b>66,381</b> | <b>113,084</b> | <b>188,048</b> | <b>244,946</b> |       |
| YoY                    |               | 10.8%         | -7.1%         | 70.4%          | 66.3%          | 30.3%          | 38.6% |
| 总体毛利率                  | 28.1%         | 30.6%         | 25.8%         | 28.7%          | 29.6%          | 29.7%          |       |
| 总归母净利润                 | <b>7,703</b>  | <b>10,136</b> | <b>10,362</b> | <b>15,518</b>  | <b>29,311</b>  | <b>39,943</b>  |       |
| YoY                    |               | 31.6%         | 2.2%          | 49.8%          | 88.9%          | 36.3%          | 40.1% |
| EPS                    | <b>0.19</b>   | <b>0.25</b>   | <b>0.26</b>   | <b>0.39</b>    | <b>0.73</b>    | <b>0.99</b>    |       |
| PE                     |               |               | <b>44</b>     | <b>23</b>      | <b>17</b>      |                |       |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司虽静态估值不低，但股价在低位震荡多日：综合纺织行业可比上市公司（华孚色纺、孚日股份、新野纺织、鲁泰 A）的平均市场估值，2017、2018 平均市场 PE 分别为 15.66、13.21 倍。从静态估值来看，公司 17 年并表业绩有望达到 1.6 亿元，对应 PE 44 倍，高于市场均值。然而董事长基于对公司发展的坚定信心，在 15 元左右增持 100 万股并计划未来半年内继续增持 100-400 万股。另一方面，公司第一次定增价格为 14.21 元，此次定增价格为 21.67 元，现价和二次定增价格倒挂明显。考虑到公司通过横向拓展品类、丰富产品类型，在产业链上深根细作，努力提升行业份额以及行业话语权，未来几年业绩持续高速增长可期，给予 3-6 个月目标价 22 元，对应股价空间约 30%，股价在低位震荡多日，中长期投资价值显现。

表 7: 可比上市公司估值水平

|      | 2017 PE | 2018 PE |
|------|---------|---------|
| 华孚色纺 | 18.25   | 15.00   |
| 孚日股份 | 15.37   | 13.22   |
| 新野纺织 | 16.80   | 13.43   |
| 鲁泰 A | 12.23   | 11.17   |
| 平均   | 15.66   | 13.21   |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 风险揭示

并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2015            | 2016            | 2017E           | 2018E           | 2019E           | 利润表(百万元)         | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 125.76          | 379.03          | 388.27          | 167.94          | 441.14          | 营业收入             | 714.71        | 663.81        | 1,130.84      | 1,880.48      | 2,449.46      |
| 应收账款             | 145.04          | 152.34          | 267.87          | 365.44          | 459.77          | 营业成本             | 495.99        | 492.86        | 806.49        | 1,324.27      | 1,723.07      |
| 预付账款             | 6.43            | 5.08            | 6.78            | 17.03           | 15.16           | 营业税金及附加          | 4.99          | 7.04          | 11.99         | 19.94         | 25.98         |
| 存货               | 171.07          | 255.05          | 285.19          | 666.16          | 504.79          | 营业费用             | 28.22         | 33.40         | 42.98         | 63.96         | 78.43         |
| 其他               | 15.70           | 561.93          | 194.38          | 257.34          | 337.88          | 管理费用             | 52.52         | 67.20         | 88.23         | 118.51        | 134.81        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>464.01</b>   | <b>1,353.43</b> | <b>1,142.49</b> | <b>1,473.89</b> | <b>1,758.74</b> | 财务费用             | 7.83          | (5.92)        | (4.65)        | (7.89)        | (8.64)        |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资产减值损失           | 1.74          | 0.96          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 固定资产             | 466.78          | 570.20          | 672.18          | 747.84          | 794.70          | 公允价值变动收益         | 1.29          | 0.00          | 0.43          | (0.29)        | 0.05          |
| 在建工程             | 110.33          | 269.79          | 197.87          | 166.72          | 130.03          | 投资净收益            | 0.00          | 10.25         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 无形资产             | 93.71           | 208.15          | 203.25          | 198.35          | 193.45          | 其他               | (2.57)        | (20.50)       | (0.86)        | 0.57          | (0.10)        |
| 其他               | 63.90           | 55.11           | 54.46           | 54.20           | 50.55           | <b>营业利润</b>      | <b>124.70</b> | <b>78.51</b>  | <b>186.51</b> | <b>361.99</b> | <b>497.42</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>734.72</b>   | <b>1,103.24</b> | <b>1,127.76</b> | <b>1,167.11</b> | <b>1,168.73</b> | 营业外收入            | 10.90         | 59.02         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,198.73</b> | <b>2,456.67</b> | <b>2,270.25</b> | <b>2,641.01</b> | <b>2,927.47</b> | 营业外支出            | 2.53          | 6.09          | 3.41          | 4.01          | 4.51          |
| 短期借款             | 207.17          | 352.34          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>利润总额</b>      | <b>133.07</b> | <b>131.44</b> | <b>183.10</b> | <b>357.98</b> | <b>492.91</b> |
| 应付账款             | 120.13          | 109.10          | 171.28          | 339.52          | 348.84          | 所得税              | 31.71         | 27.82         | 27.92         | 64.87         | 93.48         |
| 其他               | 89.43           | 70.94           | 159.38          | 175.74          | 197.90          | <b>净利润</b>       | <b>101.36</b> | <b>103.62</b> | <b>155.18</b> | <b>293.11</b> | <b>399.43</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>416.73</b>   | <b>532.38</b>   | <b>330.66</b>   | <b>515.26</b>   | <b>546.74</b>   | 少数股东损益           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 长期借款             | 6.00            | 2.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>101.36</b> | <b>103.62</b> | <b>155.18</b> | <b>293.11</b> | <b>399.43</b> |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 每股收益(元)          | 0.25          | 0.26          | 0.39          | 0.73          | 0.99          |
| 其他               | 1.44            | 82.07           | 28.37           | 37.30           | 49.25           |                  |               |               |               |               |               |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>7.44</b>     | <b>84.07</b>    | <b>28.37</b>    | <b>37.30</b>    | <b>49.25</b>    |                  |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>424.17</b>   | <b>616.45</b>   | <b>359.03</b>   | <b>552.55</b>   | <b>595.99</b>   | <b>主要财务比率</b>    | <b>2015</b>   | <b>2016</b>   | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |               |
| 股本               | 300.00          | 370.50          | 370.50          | 370.50          | 370.50          | 营业收入             | 10.83%        | -7.12%        | 70.40%        | 66.30%        | 30.30%        |
| 资本公积             | 166.81          | 1,081.68        | 1,081.68        | 1,081.68        | 1,081.68        | 营业利润             | 31.87%        | -37.04%       | 137.56%       | 94.09%        | 37.41%        |
| 留存收益             | 473.38          | 1,453.47        | 1,540.72        | 1,717.95        | 1,960.98        | 归属于母公司净利润        | 31.58%        | 2.24%         | 49.80%        | 88.91%        | 36.29%        |
| 其他               | (165.63)        | (1,065.43)      | (1,081.68)      | (1,081.68)      | (1,081.68)      | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>774.56</b>   | <b>1,840.23</b> | <b>1,911.22</b> | <b>2,088.45</b> | <b>2,331.48</b> | 毛利率              | 30.60%        | 25.75%        | 28.70%        | 29.60%        | 29.70%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1,198.73</b> | <b>2,456.67</b> | <b>2,270.25</b> | <b>2,641.01</b> | <b>2,927.47</b> | 净利率              | 14.18%        | 15.61%        | 13.69%        | 15.63%        | 16.29%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 13.09%        | 5.63%         | 7.57%         | 13.54%        | 16.70%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 18.69%        | 7.09%         | 8.14%         | 18.64%        | 20.52%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 资产负债率            | 35.39%        | 25.09%        | 15.81%        | 20.92%        | 20.36%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净负债率             | 6.83%         | 4.16%         | -6.33%        | -2.96%        | 15.85%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 1.11          | 2.54          | 3.46          | 2.86          | 3.22          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 0.70          | 2.06          | 2.59          | 1.57          | 2.29          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 应收账款周转率          | 5.60          | 4.46          | 5.38          | 5.94          | 5.94          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 存货周转率            | 4.64          | 3.12          | 4.19          | 3.95          | 4.19          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.71          | 0.36          | 0.48          | 0.77          | 0.88          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股收益             | 0.25          | 0.26          | 0.39          | 0.73          | 0.99          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 0.27          | 0.18          | 1.25          | -0.07         | 1.24          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股净资产            | 2.09          | 4.97          | 5.16          | 5.64          | 6.29          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市盈率              | 69.68         | 67.28         | 43.62         | 22.82         | 16.57         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市净率              | 14.29         | 6.02          | 5.06          | 4.60          | 4.18          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 48.05         | 50.76         | 29.89         | 17.84         | 14.21         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 42.97         | 47.02         | 23.23         | 17.64         | 12.23         |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518017                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-82566970         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-23913441         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |