

# 健盛集团 (603558)

证券研究报告

2017年07月21日

## 销售快速增长，盈利能力稳定，市场波动下投资机会显现

**事件：**公司公布2017年半年报，实现营收4.60亿元，同比增长54.36%；实现归属母公司净利润0.65亿元，同比减少14.25%；实现扣除非经常性损益后的净利润0.52亿元，同比增长45.18%。

### 二季度销售和核心净利润大幅增长

二季度公司销售大幅增长82%，确保公司上半年销售进一步向好，主要系新开发客户销售增长明显（H&M、UA等）以及订单回流（迪卡侬订单回流）。从老客户来看，PUMA、冈本以及迪卡侬增速较快。2017年公司棉袜订单已超过2.5亿双，其中新客户占比超过30%。公司目前外销客户结构进一步改善有利于保证未来几年产能增长的订单消化。从核心净利润（扣除非经常性和非经营性损益后）来看，二季度同比增长97%，主要系去年基数较低以及公司控费效果良好。从盈利能力来看，报告期内毛利率为30.2%，和去年基本持平，三项费用率小幅提升0.2 PCT，核心净利润率为11.4%，同比小幅下滑0.2 PCT。在规模加速扩张同时公司盈利水平继续保持相对稳定实属不易。从经营性现金流量净额来看，中报数据较去年同期下滑65.33%，主要系上年同期公司收到较多政府补助款。

### 展望全年，“横向并购、订单确立+新产能陆续投产”助力公司业绩恢复

我们认为公司近两年业绩弹性大且持续性强的逻辑的主要基于以下判断：1，横向并购俏尔婷婷利好明显，双方在棉袜及无缝贴身衣服方面均处于行业领先，且在客户端重合度较高有利于继续深挖新老客户。另一方面，俏尔婷婷盈利能力远高于行业平均，此次并购17-19年对赌业绩分别为6,500、8,000和9,500万元，叠加行业利好，未来超预期概率较大；2，公司近两年在越南产能的迅速释放将有效缓解产能瓶颈并推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。对于健盛而言，我们认为关键变量是销售规模增长的同时毛利率和净利率的相对稳定，毕竟中国纺织企业的核心竞争优势就是接单能力以及规模效益。从上半年表现来看，增长趋势良好。

### 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41、21、16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)	62	61	41	21	16
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	16.23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)	6,013.22
流通A股市值(百万元)	1,874.57
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	19.75
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

- 1 《健盛集团-公司深度研究: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》2017-07-13
- 2 《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
- 3 《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

表 1: 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%
<b>俏尔婷婷营收 (假设 17 年并表 4 个月)</b>		<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%	
<b>归母净利润 (假设 17 年并表 4 个月)</b>		<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%	
<b>总营业收入</b>	<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%	
<b>总归母净利润</b>	<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%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.25</b>	<b>0.26</b>	<b>0.39</b>	<b>0.73</b>	<b>0.99</b>	
<b>PE</b>				<b>41</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 2: 季度利润表 (单位: 万元)

项目/季度	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
销售收入	21,062	18,268	16,235	15,397	14,401	18,114	18,467	19,763	26,234
YoY	33%	-1%	-6%	-3%	-32%	-1%	14%	28%	82%
EBIT	4,978	3,700	1,564	3,272	1,322	2,800	-1,065	2,943	3,855
YoY	42%	17%	-37%	7%	-73%	-24%	-168%	-10%	192%
报告净利润	3,983	2,798	1,341	4,792	2,800	2,882	-111	3,305	3,205
YoY	74%	14%	3%	138%	-30%	3%	-108%	-31%	14%
核心净利润	3,538	2,866	1,132	2,010	1,454	2,560	-512	2,381	2,868
YoY	50%	35%	-19%	1%	-59%	-11%	-145%	18%	97%
EPS(元)	0.10	0.07	0.03	0.12	0.07	0.07	(0.00)	0.08	0.08
核心 EPS(元)	0.09	0.07	0.03	0.05	0.04	0.06	(0.01)	0.06	0.07
<b>主要财务比率</b>	<b>15Q2</b>	<b>15Q3</b>	<b>15Q4</b>	<b>16Q1</b>	<b>16Q2</b>	<b>16Q3</b>	<b>16Q4</b>	<b>17Q1</b>	<b>17Q2</b>
毛利率	33.3%	30.4%	28.4%	32.3%	28.2%	28.5%	15.7%	30.7%	29.8%
销售费用率	2.3%	3.3%	7.2%	2.9%	6.0%	3.3%	7.8%	4.7%	3.6%

管理费用率	6.8%	5.9%	10.9%	7.4%	12.7%	9.3%	11.2%	10.7%	10.2%
财务费用率	1.9%	-0.5%	0.6%	4.1%	-3.6%	-1.2%	-2.5%	-0.1%	0.9%
EBIT 比率	23.6%	20.3%	9.6%	21.3%	9.2%	15.5%	-5.8%	14.9%	14.7%
报告净利润率	18.9%	15.3%	8.3%	31.1%	19.4%	15.9%	-0.6%	16.7%	12.2%
核心净利润率	16.8%	15.7%	7.0%	13.1%	10.1%	14.1%	-2.8%	12.0%	10.9%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		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>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	300.00	370.50	370.50	370.50	370.50	<b>成长能力</b>					
资本公积	166.81	1,081.68	1,081.68	1,081.68	1,081.68	营业收入	10.83%	-7.12%	70.40%	66.30%	30.30%
留存收益	473.38	1,453.47	1,540.72	1,717.95	1,960.98	营业利润	31.87%	-37.04%	137.56%	94.09%	37.41%
其他	(165.63)	(1,065.43)	(1,081.68)	(1,081.68)	(1,081.68)	归属于母公司净利润	31.58%	2.24%	49.80%	88.91%	36.29%
<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>	<b>获利能力</b>					
<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>	毛利率	30.60%	25.75%	28.70%	29.60%	29.70%
						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	61.68	61.28	40.62	20.82	15.57
						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，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