

健盛集团 (603558)

强烈推荐

行业：服装家纺

优质制造商，品类和产能扩充驱动增长

核心观点：公司是中高档棉袜优质制造商，主要客户涵盖迪卡侬、优衣库、安德玛等国际知名品牌。公司坚持优质制造发展路径，收购无缝内衣制造龙头俏尔婷婷已过会，品类扩充带来客户资源共享，稳步拓展外贸市场 C 端，推进自有品牌建设，积极寻求国内 B 端合作，产能有序扩张驱动增长。

投资要点：

✦ **主要客户订单回流，新客户贡献营收增量。**2017 年迪卡侬订单回流（目前在手订单相当于 2015 年 70%-80%水平），公司积极开发新客户（UA 上半年贡献 561 万美元收入，H&M 贡献 471 万美元收入），业绩呈现反弹迹象。2017 年上半年实现营收 4.60 亿元，同比增长 54.36%；实现扣非归母净利润 5233 万元，同比增长 45.18%。

✦ **产能储备充足有效消化增量订单。**2016 年公司国内产能 1.65 亿双，越南产能 4000 万双，产能利用率 90%。2017 年健盛越南二期和印染总计 1.95 亿双中高档棉袜新增产能陆续投产，有效消化在手订单（2017 年预计 2.5 亿双）。国内杭州和江山两个项目正在建设中，预计建成达产将带来 1 亿双新增中高档棉袜产能。

✦ **品类延伸至无缝内衣，收购行业龙头俏尔婷婷。**公司拟以交易对价 8.7 亿元（80%发行股票+20%现金）收购俏尔婷婷，目前已过会等待批文。俏尔婷婷是迪卡侬、H&M、耐克、SPANX 等多个国际品牌指定供应商，品类扩充带来客户资源共享，实现 1+1>2。俏尔婷婷承诺 2017-2019 年扣非净利润不低于 6500/8000/9500 万元，无缝内衣行业增长迅猛，我们预期未来业绩将大概率超越承诺。

投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，考虑俏尔婷婷并表因素，预测 2017-2019 年净利润 1.5/2.4/2.91 亿元，对应 EPS0.36 /0.58/0.70 元。

✦ **风险提示：**订单流失风险；并购项目推进不及预期；新建产能进度不及预期；汇率风险。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	664	1080	1664	1997
收入同比(%)	-7%	63%	54%	20%
归属母公司净利润	104	150	240	291
净利润同比(%)	2%	45%	60%	21%
毛利率(%)	25.8%	29.6%	30.1%	29.9%
ROE(%)	5.6%	7.5%	10.7%	11.5%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.58	0.70
P/E	64.53	44.52	27.83	22.97
P/B	3.63	3.35	2.99	2.65
EV/EBITDA	45	25	17	15

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960116030009

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

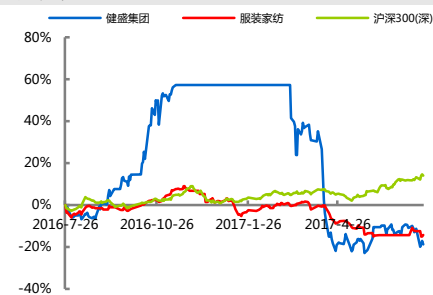
当前股价： 15.91

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	371
流通股本(百万股)	75
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	12
成交量(百万股)	2.24
成交额(百万元)	35.86

股价表现



相关报告

公司创立于 1994 年，是专业生产和出口棉袜的 OEM/ODM 厂商，为全球知名的品牌如 ADIDAS、PUMA、NEW BALANCE、FILA、TOMMY HILFIGER 等以及全球知名零售商的自有品牌如优衣库、迪卡侬、麦德龙、家乐福、无印良品等提供专业的袜品研发、设计、制造和服务。

图 1 公司合作伙伴



资料来源：公司官网、中国中投证券财富研究部

盈利状况。2016 年公司总收入 6.64 亿元，同比下降 7.12%；实现扣非归母净利润 5906.88 万元，同比下降 39.54%。业绩下滑主要是因为 2016 年重要客户迪卡侬订单流失（由于成本上升等因素，订单被转移到土耳其）以及自有品牌建设。

今年迪卡侬订单回流（目前在手订单相当于 2015 年 70%-80%水平），公司积极开发新客户（UA 上半年贡献 561 万美元收入，H&M 贡献 471 万美元收入），业绩呈现反弹迹象。2017 年上半年实现营收 4.60 亿元，同比增长 54.36%；实现扣非归母净利润 5233 万元，同比增长 45.18%。

图 2 营业收入及同比增速

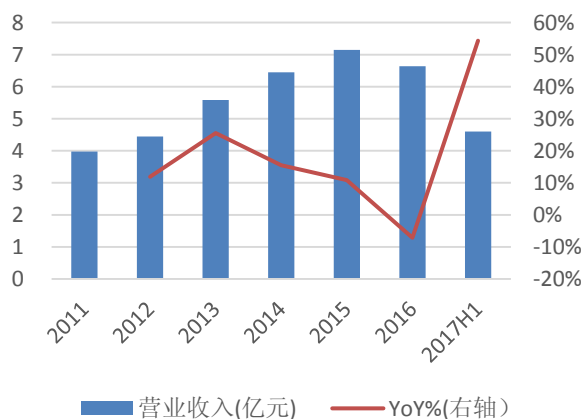
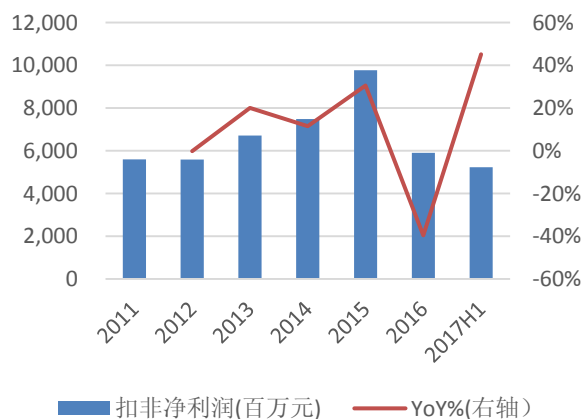


图 3 净利润及同比增速



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2016 年综合毛利率 25.75%，同比下降了 4.85 个百分点，主要是受“平价”策略以及对迪卡侬老订单价格上让步的影响。2017H1 毛利率 30.20%，随着订单回流和新客户加入毛利率逐步回升。

图 4 公司毛利率水平

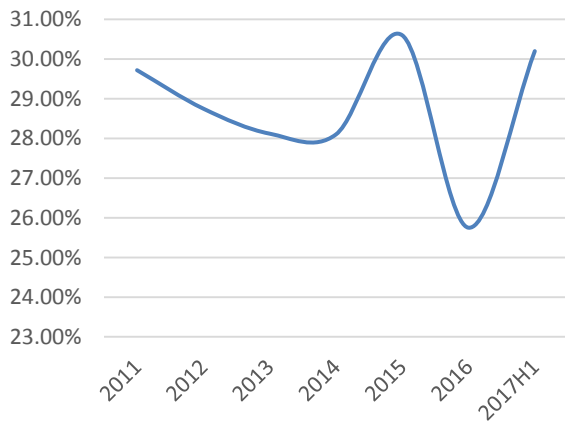
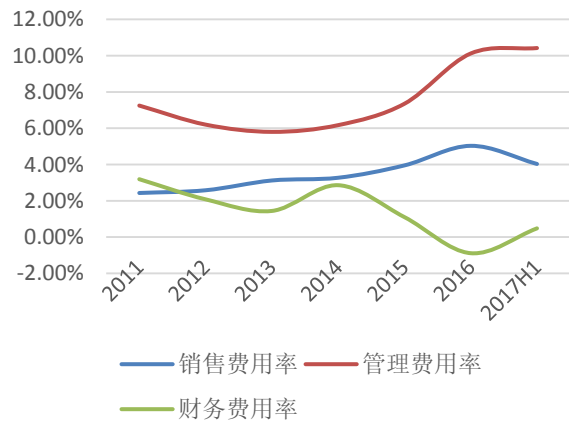


图 5 公司期间费用率水平



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

业务结构

第一，公司主营棉袜业务

根据 2016 年数据，1) 公司出口业务占营收 80%以上，2) 内销收入占营收 20%。2017 年上半年实现出口销售 5461 万美元，同比增长 51%，占比稳定在 80%，增长较快主要是因为迪卡侬订单回流，同时公司 2016 年开发的 HM、UA 等品牌开始贡献业绩。

外销客户结构改善消化未来扩充产能。2017 年公司在手棉袜订单已超过 2.5 亿双 (2016 年约 1.75 亿双)，其中新客户占比超过 30% (UA、Stance、H&M 等，超过 8000 万双)，客户结构进一步优化。

公司的内销收入主要由 3 部分构成：自有品牌的销售；外贸客户订单直接销售给客户在中国的关联公司通过内销形式完成；国内 B 端客户销售 (如家乐福)。2016 年国内市场销售中贴牌业务实现销售 10655.08 万元，同比增长 41.19%。

自有品牌以 JSC 健盛品牌为主，由公司自行组织研发设计、组织生产及对外销售，主要通过渠道商经销和线上销售等方式完成。截至 2017 年上半年有效门店 39 家，产品品类涵盖袜类、家居服、巾类、内裤、文胸和运动系列，SKU1200 余款。2016 年自有品牌实现销售 2393.85 万元，同比增长 102.63%。

产能情况。2016 年公司国内产能 1.65 亿双，越南产能 4000 万双，产能利用率 90%。

目前公司国内有在建产能：1) 杭州乔登年产 10000 双高档棉袜智慧工厂迁建

项目（在转移杭州乔登及健盛袜业年产约 6000 万双高档棉袜产能的基础上，另新增年产 4000 万双高档棉袜），项目建设期 2 年；

2) 江山针织年产 10000 万双中高档棉袜、1300 吨氨纶橡胶筋线智慧工厂迁、扩建生产线项目（2016 年江山针织产能 5000 万吨，其中 4000 多万为棉袜产能，另有部分丝袜产能），项目建设期两年。

预计至 2019 年两个项目建成达产将带来 10000 万双新增中高档棉袜产能。

越南在建产能：1) 健盛越南二期年产 13000 万双中高档棉袜生产线项目 2) 健盛越南印染年产 6500 万双高档棉袜项目，两个项目均进入试生产阶段；**预计未来达产将带来近 20000 万双新增中高档棉袜产能。**

表 1 棉袜产能统计及预测（万件）

产能	2015	2016	2017E	2018E	2019E
国内	18000	16450	18000	19000	20000
越南	1200	4000	8000	15000	23000
合计	19200	20450	26000	34000	43000

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

第二，公司并购标的——俏尔婷婷

公司发行股份及支付现金收购俏尔婷婷 100% 股权交易事项已经过会，目前正在等待批文。本次交易对价 8.7 亿元，其中以股份方式支付交易价格的 80%，拟发行股份定价 21.77 元/股。

俏尔婷婷是定位中高端的无缝贴身衣物 OEM/ODM 制造商龙头企业，是迪卡侬、日本华歌尔、优衣库、H&M、耐克、SPANX、UA 等多个国际品牌指定供应商。全球无缝内衣行业 80% 集中在中国，俏尔婷婷作为行业龙头享受订单集聚效应，是各大品牌首选合作伙伴。

无缝内衣市场广阔，契合消费者收入水平提高环境下对健康科学穿着的需求。

无缝内衣涵盖基础内衣、塑形内衣和运动内衣等品类，产品在两侧、腰口、脚口等处省去缝纫，减少皮肤摩擦，使用 3D 立体编制贴合人体曲线，符合当前内衣潮流趋势，各大国际品牌均拥有无缝产品。

盈利情况。2016 年俏尔婷婷实现营业收入 4.05 亿元，同比增长 6.62%；实现归母净利润 7294.7 万元，同比下降 3.41%，主要是因为优衣库基础内衣销售不佳。2017H1 公司实现营业收入 2.2 亿元，主要是优衣库订单恢复，新客户带来增量超预期。

2016 年公司毛利率 33.8%，较 2015 年下降 0.8PCT，主要是迪卡侬订单量提升所致（迪卡侬产品定位大众市场，毛利率较低），预计未来由耐克和 UA（预计 2017 年贡献 5000-6000 万收入）等客户带来的订单增量将带来毛利率水平回升。

表 2 俏尔婷婷各类产品销售（万元）及毛利率

请务必阅读正文之后的免责条款部分

产品类型	2016 年	同比增长率	毛利率
常规内衣	14142.75	-15.5%	31.97%
塑身内衣	9368.88	-6.9%	38.17%
运动内衣	9354.81	21.0%	30.66%
文胸	7494.9	126.5%	37.63%

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

运动内衣是公司未来重点发展品类，大众运动专业化趋势下无缝内衣与运动健康的结合浑然天成。

公司产能。目前公司拥有上虞和贵州两大生产基地，运行机器超 300 台（上虞 200 台，贵州 100 台），贵州另有计划产能 100 万台织机，预计 2018 年达产整体产能 3000 万件。

表 3 2016 年俏尔婷婷产销情况（万件）

产品名称	产能	产量	销量
常规内衣		835.22	836.14
塑身内衣		421.69	419.32
运动内衣	2400	468.91	465.65
文胸		337.82	337.51
合计		2063.64（产能利用率 86%）	2058.62（产销率 99.75%）

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

业绩条件大概率实现。俏尔婷婷承诺 2017-2019 年扣非净利润不低于 6500/8000/9500 万元，业绩承诺相对保守，2017 年上半年增长态势良好，我们预期未来业绩将大概率超越承诺。

俏尔婷婷的经营理念是把加工与制造做到极致，其技术优势在于结合先进生产设备、强大研发设计团队和长期生产经验，并借助品牌企业完整的人体形体数据。未来的增长主要来自 1) 原有客户本身的发展（迪卡侬、UA 等保持快速增长），2) 拓展其他国外高端品牌，3) 开发国内品牌客户（如与安踏等运动品牌的合作）。

盈利预测：

我们看好公司坚持优质制造发展路径，坚持以袜子内衣为主的贴身衣物制造基础上的前后端延伸，品类扩充带来客户资源共享，实现 1+1>2，稳步拓展外贸市场 C 端，推进自有品牌建设，积极寻求国内 B 端合作，产能有序扩张完善产业链。假设俏尔婷婷 9 月份顺利并表，预测 2017E/2018E/2019E 对应 EPS0.37/0.58/0.70 元，当前股价对应 2018 年 28xPE，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

订单流失风险；并购项目推进不及预期；新建产能进度不及预期；汇率风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1353	1678	2536	3009
现金	379	533	959	1197
应收账款	121	170	306	381
其它应收款	32	38	33	29
预付账款	5	6	10	12
存货	255	318	575	714
其他	562	613	653	676
非流动资产	1103	1274	1520	1685
长期投资	0	0	0	0
固定资产	570	644	772	822
无形资产	208	320	431	542
其他	325	310	317	321
资产总计	2457	2952	4057	4694
流动负债	532	872	1737	2083
短期借款	352	529	1200	1557
应付账款	98	141	220	273
其他	83	203	317	253
非流动负债	84	84	84	83
长期借款	2	2	2	2
其他	82	82	82	81
负债合计	616	956	1821	2167
少数股东权益	0	0	0	0
股本	371	413	413	413
资本公积	1082	1082	1082	1082
留存收益	372	501	741	1033
归属母公司股东权益	1840	1996	2236	2527
负债和股东权益	2457	2952	4057	4694

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	66	236	320	265
净利润	104	150	240	291
折旧摊销	58	61	71	76
财务费用	-6	6	-6	-19
投资损失	-10	-5	0	0
营运资金变动	-52	11	15	-84
其它	-27	13	1	1
投资活动现金流	-916	27	0	0
资本支出	452	0	0	0
长期投资	-535	-19	0	0
其他	-999	8	0	0
筹资活动现金流	1008	-7	6	19
短期借款	145	177	671	358
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	71	43	0	0
资本公积增加	915	0	0	0

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	664	1080	1664	1997
营业成本	493	761	1164	1400
营业税金及附加	7	9	11	15
营业费用	33	43	67	80
管理费用	67	95	141	170
财务费用	-6	6	-6	-19
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	5	0	0
营业利润	79	172	288	352
营业外收入	59	26	26	26
营业外支出	6	3	3	3
利润总额	131	195	311	375
所得税	28	45	70	83
净利润	104	150	240	291
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	150	240	291
EBITDA	131	239	352	408
EPS (元)	0.28	0.36	0.58	0.70

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	-7.1%	62.8%	54.0%	20.0%
营业利润	-37.0%	118.7%	67.5%	22.3%
归属于母公司净利润	2.2%	45.0%	60.0%	21.1%
获利能力				
毛利率	25.8%	29.6%	30.1%	29.9%
净利率	15.6%	13.9%	14.4%	14.6%
ROE	5.6%	7.5%	10.7%	11.5%
ROIC	3.1%	6.7%	9.6%	10.3%
偿债能力				
资产负债率	25.1%	32.4%	44.9%	46.2%
净负债比率	58.13%	55.52%	66.01%	71.97%
流动比率	2.54	1.92	1.46	1.44
速动比率	2.06	1.60	1.26	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.40	0.47	0.46
应收账款周转率	5	7	7	7
应付账款周转率	5.36	6.39	6.45	5.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.36	0.58	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.57	0.78	0.64
每股净资产(最新摊薄)	4.46	4.83	5.41	6.12
估值比率				
P/E	64.53	44.52	27.83	22.97

其他	-118	-226	-664	-339	P/B	3.63	3.35	2.99	2.65
现金净增加额	186	255	327	284	EV/EBITDA	45	25	17	15

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
高驰,中投证券纺织服装行业研究助理,香港城市大学应用经济学硕士,中山大学岭南学院金融学学士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：

<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434