

健盛集团 (603558)

证券研究报告

2017年10月26日

销售继续快速增长，业绩恢复有望持续

事件：公司公布 2017 年三季报，其中实现营业收入 7.6 亿元，同比增长 58.81%；归母净利润 1.06 亿元，同比增长 1.33%；基本 EPS 0.28 元。

Q3 俏尔婷婷并表带动销售继续快速增长，17 年汇率波动有所影响

俏尔婷婷从 8 月开始并表，三季度贡献两个月销售和业绩，分别为 8,000 万和 1,500 万，净利率 18.75%，较 16 年有所恢复。剔除并表影响后，1-9 月棉袜主业实现销售 6.81 亿元，同比增长 42%，其中 Q3 销售为 2.2 亿元，同比增长 22%；1-9 月主业净利润为 0.91 亿元，其中 Q3 净利润为 0.26 亿元，同比下滑约 10%。由此看出，17 年的人民币汇率大幅升值带来的直接汇兑损失超过 500 万元，间接影响着订单和销售，但公司属于产能驱动型企业，下游客户多属运动和休闲领先，整体而言，销售增长在新客户开发、客户订单回流以及俏尔婷婷并表的带动下有望继续实现快速增长，汇率影响短期干扰因素居多。明后两年来看，公司越南和国内产能有望继续维持 30% 以上的速度释放。从毛利率来看，前三季度为 29.11%，较去年同期小幅下滑，主要系产品结构调整所致（欧美订单比重增加，产品单价低于亚洲）。三项费用率方面，比率有所上升但总体稳健，公司新增产能后的成本总体固定，在销售驱动下未来有望继续有望。随着今年开始越南产能（税率 4 免 9 减半）的快速释放以及俏尔婷婷并表（高新技术企业），公司前三季度有效税率已降至 15.2%，对未来业绩释放形成利好。

横向并购典范，未来看点颇多

受 16 年客户订单流失以及 17 年汇率波动的影响，公司近两年业绩总体低迷，但 17 年恢复势头已愈发明显（主要从销售端发力），俏尔婷婷的并表将为之后的客户共享、产业整合以及业绩驱动提供坚实基础。从行业来看，虽然棉袜行业整体增速趋于稳定，但龙头企业的先发优势以及订单集中度提升是大势所趋。公司 17 年新开发的客户例如 UA、H&M、Stance 等比重有望进一步提升，另外公司根据产能释放也在积极开拓新的国内外客户。我们认为，在未来的 2-3 年内，公司在生产端的发力还将持续，学习申洲国际成为下游大客户的核心供应商是关键。更长期来看，今年内销业务有望小幅亏损，未来在盈利的基础上公司会不断探索多种业务模式以实现更广阔的发展前景。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 22 元

根据俏尔婷婷 17 年并表 5 个月，我们调整公司 17-19 年 EPS 至 0.38、0.7、0.93 元，对应 PE 41、22、17 倍（调整主要系今年汇率波动对订单和业绩有所冲击）。今年以来纺服板块表现位居所有板块末尾，公司跌幅也接近 50%，从 17 年估值来看仍然较贵，因此一直在底部徘徊。我们认为随着 18 年即将到来，在估值切换角度下，公司业绩的快速稳定增长值得期待。

风险提示：销售低于预期等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	715	664	1,131	1,786	2,257
增长率(%)	10.8	-7.1	70.4	57.8	26.4
EBITDA(百万元)	214	199	339	536	677
净利润(百万元)	101	104	152	281	376
增长率(%)	31.6	2.2	47.1	84.6	33.6
EPS(元/股)	0.25	0.26	0.38	0.70	0.93
市盈率(P/E)	62	61	41	22	17
市净率(P/B)	6.13	5.66	5.06	4.60	4.18
市销率(P/S)	1.79	1.66	2.84	4.48	5.66
EV/EBITDA	32	34	20	13	10

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	15.62 元
目标价格	22 元
上次目标价	20.24 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	402.62
流通 A 股股本(百万股)	115.50
A 股总市值(百万元)	6,288.90
流通 A 股市值(百万元)	1,804.11
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

- 《健盛集团-半年报点评:销售快速增长，盈利能力稳定，市场波动下投资机会显现》2017-07-21
- 《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
- 《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

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
健盛营收	64,485	71,471	66,381	96,252	129,940	168,922	
YoY		10.8%	-7.1%	45.0%	35.0%	30.0%	36.5%
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%	4.2%	3.5%	3.0%	
管理费用率	6.2%	7.3%	10.1%	8.1%	6.8%	5.9%	
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%	18.0%	17.0%	
归母净利润	7,703	10,136	10,362	12,121	19,141	27,088	
YoY		31.6%	2.2%	17.0%	57.9%	41.5%	37.8%
俏尔婷婷营收(假设 17 年并表 5 个月)		37,962	40,476	16,892	48,649	56,757	
YoY			6.6%	-58.3%	188.0%	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 5 个月)		7,295	7,552	3,125	9,000	10,500	
YoY			4%	-59%	188%	17%	
总营业收入	64,485	71,471	66,381	113,144	178,589	225,679	
YoY		10.8%	-7.1%	70.4%	57.8%	26.4%	35.8%
总体毛利率	28.1%	30.6%	25.8%	28.9%	29.7%	29.8%	
总归母净利润	7,703	10,136	10,362	15,246	28,141	37,588	
YoY		31.6%	2.2%	47.1%	84.6%	33.6%	38.0%
EPS	0.19	0.25	0.26	0.38	0.70	0.93	
PE	82	62	61	41	22	17	

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	14Q3	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
销售收入	18,406	14,401	18,114	18,467	19,763	26,234	30,093
YoY	8%	-32%	-1%	14%	28%	82%	66%
EBIT	3,152	1,322	2,800	-1,065	2,943	3,855	3,748
YoY	-6%	-73%	-24%	-168%	-10%	192%	34%
报告净利润	2,451	2,800	2,882	-111	3,305	3,205	4,103
YoY	-4%	-30%	3%	-108%	-31%	14%	42%
核心净利润	2,117	1,454	2,560	-512	2,381	2,868	3,379
YoY	-15%	-59%	-11%	-145%	18%	97%	32%
EPS(元)	0.07	0.07	0.07	(0.00)	0.08	0.08	0.10
核心 EPS(元)	0.06	0.04	0.06	(0.01)	0.06	0.07	0.08
主要财务比率	14Q3	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
毛利率	24.3%	28.2%	28.5%	15.7%	30.7%	29.8%	27.4%
销售费用率	1.9%	6.0%	3.3%	7.8%	4.7%	3.6%	3.9%

管理费用率	4.7%	12.7%	9.3%	11.2%	10.7%	10.2%	10.4%
财务费用率	2.2%	-3.6%	-1.2%	-2.5%	-0.1%	0.9%	0.5%
EBIT 比率	17.1%	9.2%	15.5%	-5.8%	14.9%	14.7%	12.5%
报告净利润率	13.3%	19.4%	15.9%	-0.6%	16.7%	12.2%	13.6%
核心净利润率	11.5%	10.1%	14.1%	-2.8%	12.0%	10.9%	11.2%

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	1,131.44	1,785.89	2,256.79
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
流动资产合计	464.01	1,353.43	1,142.49	1,473.89	1,758.74	财务费用	7.83	(5.92)	(4.65)	(7.89)	(8.64)
长期股权投资	8.00	7.00	8.00	6.00	9.00	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	营业利润	124.70	78.51	183.79	350.29	473.87
非流动资产合计	734.72	1,103.24	1,127.76	1,167.11	1,168.73	营业外收入	10.90	59.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	1,198.73	2,456.67	2,270.25	2,641.01	2,927.47	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	利润总额	133.07	131.44	180.38	346.28	469.36
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	净利润	101.36	103.62	152.46	281.41	375.88
流动负债合计	416.73	532.38	330.66	515.26	546.74	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	6.00	2.00	5.00	5.00	5.00	归属于母公司净利润	101.36	103.62	152.46	281.41	375.88
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						
非流动负债合计	7.44	84.07	28.37	37.30	49.25						
负债合计	424.17	616.45	359.03	552.55	595.99						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	300.00	370.50	402.62	402.62	402.62	成长能力					
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%	70.45%	57.84%	26.37%
留存收益	473.38	1,453.47	1,540.72	1,717.95	1,960.98	营业利润	31.87%	7.04%	57.56%	84.09%	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%	47.13%	84.58%	33.57%
股东权益合计	774.56	1,840.23	1,911.22	2,088.45	2,331.48	获利能力					
负债和股东权益总计	1,198.73	2,456.67	2,270.25	2,641.01	2,927.47	毛利率	30.60%	25.75%	28.91%	29.72%	29.78%
						净利率	14.18%	15.61%	13.47%	15.76%	16.66%
						ROE	13.09%	5.63%	7.57%	13.54%	16.70%
						ROIC	18.69%	7.09%	8.14%	18.64%	20.52%
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						市盈率	61.68	61.28	40.62	21.82	16.57
						市净率	6.13	5.66	5.06	4.60	4.18
						EV/EBITDA	32.05	33.76	19.89	12.84	10.21
						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