

越南产能持续焕发活力，俏尔婷婷并表增厚利润

增持（维持）

2018 年 08 月 06 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1138.0	1638.4	1924.6	2233.0
同比（%）	71.4%	44.0%	17.5%	16.0%
归母净利润（百万元）	131.5	210.2	252.4	299.5
同比（%）	26.9%	59.9%	20.1%	18.7%
每股收益（元/股）	0.32	0.50	0.61	0.72
P/E（倍）	25.6	16.0	13.3	11.2

投资要点

■ **事件：**公司公布半年报，2018H1 收入同增 64.47%至 7.57 亿元，归母净利同增 69.89%至 1.11 亿元。具体到 Q2，公司收入同比增长 58.07%至 4.15 亿元，归母净利同比增长 108.32% 至 0.67 亿元。

■ **越南产能释放后效率逐步显现，高盈利能力支撑棉袜主业业绩增长：**18H1 公司棉袜主业收入同增约 15%至 5.27 亿元，利润同增 11%至 7242 万元，其中：

1) **越南方面：**越南 18H1 为公司棉袜业务贡献 30%收入，约合 1.6 亿元（去年同期收入为 8000 万元左右，同比 100%左右增长），净利润贡献 3792 万元（健盛越南净利润 3824 万元&越南印染净利润-31.65 万元），由此我们推算越南 18H1 净利润率达到了 24%。公司于 2013 年开始越南布局，投资超过 1 亿美金拟建设 2.3 亿双棉袜生产项目，目前越南海防三个工厂已全面投产，2018 年产量有望从 2017 年的 0.95 亿双扩张到 1.2 亿双，考虑越南的高盈利能力，预计公司未来产能扩张重心仍在越南。

2) **国内方面：**2018H1 收入达到 3.7 亿元（与去年同期基本持平），利润规模约在 3500 万元左右，净利率 9%。杭州 1 亿双高档棉袜智慧工厂三幢厂房完工、下半年可正式启用，江山健盛产业园已建设完成并投入使用，我们预计 2018 年杭州/江山产业园棉袜产能分别达到 6000 万/1.2 亿双。

■ **俏尔婷婷无缝内衣业务并表增厚业绩：**公司于 2017 年 8 月完成对无缝内衣生产商俏尔婷婷收购，18H1 并表收入/利润 2.3 亿/3817 万元，考虑上虞与贵州产能稳步增加，我们预计可顺利兑现收购时业绩承诺，18 年扣非归母净利达到 8000 万元。

■ **财务摘要：**毛利率受人民币同比升值影响同降 2.79pp 至 27.41%，但受益期间费用率同比降 1.47pp（主要来自销售费用率及管理费用率的有效控制），利润总额同比增长 53%至 1.25 亿元，加之越南盈利占比提升（所得税免税）后综合所得税率由去年同期 20%下降至 12%，带来归母净利同增 69.9%至 1.10 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**棉袜主业方面，看好效率更高的越南工厂产能持续释放带来的收入以及业绩增长，同时国内技改后产能逐步释放，加之俏尔婷婷通过增购机器实现产能扩张（不排除未来向越南扩产可能），预计 18/19/20 年公司收入同增 44%/18%/16%至 16.4/19.2/22.3 亿元，归母净利同增 60%/20%/19%至 2.1/2.5/3.0 亿元，对应 PE16/13/11X，考虑成长性及估值水平，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**产能扩张不及预期、大客户订单波动、汇率意外波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.07
一年最低/最高价	7.29/17.33
市净率(倍)	1.19
流通 A 股市值(百万元)	2421.00

基础数据

每股净资产(元)	6.79
资产负债率(%)	18.33
总股本(百万股)	416.36
流通 A 股(百万股)	300.00

相关研究

- 1、《收购俏尔婷婷获核准批复，迈向贴身衣物顶尖制造商行列》2017-08-03
- 2、《健盛集团：半年报高增长，收购俏尔婷婷协同效果值得期待》2017-07-17

事件：

公司公布半年报，2018H1 收入同增 64.47%至 7.57 亿元，归母净利同增 69.89%至 1.11 亿元。具体到 Q2，公司收入同比增长 58.07%至 4.15 亿元，归母净利同比增长 108.32% 至 0.67 亿元。

投资要点：

■ **越南产能释放后效率逐步显现，高盈利能力支撑棉袜主业业绩增长：**18H1 公司棉袜主业收入同增约 15%至 5.27 亿元，利润同增 11%至 7242 万元，其中：

1) **越南方面：**越南产能 18H1 为公司棉袜业务贡献 30%收入，约合 1.6 亿元(去年同期收入为 8000 万元左右，同比 100%左右增长)，净利润贡献 3792 万元(健盛越南净利润 3824 万元&越南印染净利润-31.65 万元)，由此我们推算越南 18H1 净利润率达到了 24%。公司于 2013 年开始越南布局，投资超过 1 亿美金拟建设 2.3 亿双棉袜生产项目，目前越南海防三个工厂已全面投产，2018 年产量有望从 2017 年的 0.95 亿双扩张到 1.2 亿双，考虑越南的高盈利能力，预计公司未来产能扩张重心仍在越南。

表 1：健盛集团 18H1 业绩拆分

	18H1 收入 (亿元)	18H1 净利润 (亿元)	净利率	2018 年预计产能 (亿双)
越南棉袜业务	1.6	0.38	23.7%	1.2
中国棉袜业务	3.7	0.35	9.3%	1.8
棉袜业务整体	5.3	0.72	13.7%	3.0
俏尔婷婷并表	2.3	0.38	16.6%	
合并报表	7.6	1.11	14.6%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所估算

2) **国内方面：**2018H1 收入达到 3.7 亿元(与去年同期基本持平)，利润规模约在 3500 万元左右，净利率 9%。杭州 1 亿双高档棉袜智慧工厂三幢厂房完工、下半年可正式启用，江山健盛产业园已建设完成并投入使用，我们预计 2018 年杭州/江山产业园棉袜产能分别达到 6000 万/1.2 亿双。

■ **俏尔婷婷无缝内衣业务并表增厚业绩：**公司于 2017 年 8 月完成对无缝内衣生产商俏尔婷婷收购，18H1 并表收入/利润 2.3 亿/3817 万元，考虑上虞与贵州产能稳步增加，我们预计可顺利兑现收购时业绩承诺，18 年扣非归母净利达到 8000 万元。

■ **财务摘要：**毛利率受人民币同比升值影响同降 2.79pp 至 27.41%，但受益期间费用率同比降 1.47pp(主要来自销售费用率及管理费用率的有效控制)，利润总额同比增长 53%至 1.25 亿元，加之越南盈利占比提升(所得税免税)后综合所得税率由去年同期 20%下降至 12%，带来归母净利同增 69.9%至 1.10 亿元。

表 2：健盛集团重点财务数据拆分(单位：百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业总收入	558.28	644.85	714.71	663.81	1,138.01	459.97	756.51
YOY		15.51%	10.83%	-7.12%	71.44%		64.47%
毛利率	28.13%	28.10%	30.60%	25.75%	28.12%	30.20%	27.41%
期间费用率	10.36%	12.31%	12.39%	14.26%	17.27%	14.94%	13.47%
销售费用	17.41	21.11	28.22	33.40	52.42	18.54	23.69
销售费用率	3.12%	3.27%	3.95%	5.03%	4.61%	4.03%	3.13%
管理费用	32.36	39.78	52.52	67.20	123.29	47.95	72.81

管理费用率	5.80%	6.17%	7.35%	10.12%	10.83%	10.42%	9.62%
财务费用	8.05	18.47	7.83	-5.92	20.80	2.22	5.43
财务费用率	1.44%	2.86%	1.10%	-0.89%	1.83%	0.48%	0.72%
利润总额	99.80	101.41	133.07	131.44	156.32	81.49	125.07
YOY		1.61%	31.22%	-1.22%	18.93%		53.48%
所得税率	24.41%	24.04%	23.83%	21.16%	15.87%	20.11%	11.58%
归母净利	75.44	77.03	101.36	103.62	131.51	65.10	110.59
YOY		2.11%	31.59%	2.23%	26.92%		69.89%
净利率	13.51%	11.95%	14.18%	15.61%	11.56%	14.15%	14.62%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测及投资建议：

棉袜主业方面，看好效率更高的越南工厂产能持续释放带来的收入以及业绩增长，同时国内技改后产能逐步释放，加之俏尔婷婷通过增购机器实现产能扩张（不排除未来向越南扩产可能），预计 18/19/20 年公司收入同增 44%/18%/16%至 16.4/19.2/22.3 亿元，归母净利同增 60%/20%/19%至 2.1/2.5/3.0 亿元，对应 PE16/13/11X，考虑成长性及估值水平，维持“增持”评级。

风险提示：

产能扩张不及预期、大客户订单波动、汇率意外波动

健盛集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1124.2	1210.0	1415.6	1693.5	营业收入	1138.0	1638.4	1924.6	2233.0
现金	269.5	259.8	301.5	439.7	减:营业成本	818.0	1165.5	1369.6	1588.7
应收账款	257.2	289.0	352.6	391.7	营业税金及附加	11.8	13.1	15.4	17.9
存货	334.5	371.8	410.8	497.0	销售费用	52.4	75.2	87.4	101.4
其他	263.0	289.5	350.7	365.0	管理费用	123.3	166.2	183.7	204.0
非流动资产	2159.2	2197.9	2200.3	2179.8	财务费用	20.8	4.4	4.2	2.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	9.0	9.0	9.0	9.0
固定资产	943.9	971.0	975.2	956.7	其他	(28.6)	(9.4)	(7.4)	(5.9)
无形资产	238.5	238.5	238.5	238.5	营业利润	131.3	214.2	262.6	315.7
其他	976.8	988.5	986.6	984.6	加:营业外净收支	25.0	24.7	24.1	24.6
资产总计	3283.4	3407.9	3615.8	3873.3	利润总额	156.3	238.9	286.8	340.3
流动负债	449.1	393.2	412.1	448.7	减:所得税费用	24.8	28.7	34.4	40.8
短期借款	198.0	200.0	200.0	200.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	109.2	94.7	117.7	142.3	归属母公司净利润	131.5	210.2	252.4	299.5
其他	141.9	98.5	94.3	106.4	EBIT	144.3	231.4	283.8	338.8
非流动负债	60.1	58.0	58.0	58.0	EBITDA	234.8	295.2	352.4	410.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	60.1	58.0	58.0	58.0					
负债合计	509.2	451.2	470.1	506.7	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.32	0.50	0.61	0.72
归属母公司股东权益	2774.3	2956.7	3145.7	3366.6	每股净资产(元)	6.66	7.10	7.56	8.09
负债和股东权益	3283.4	3407.9	3615.8	3873.3	发行在外股份(百万股)	416.4	416.4	416.4	416.4
					ROIC(%)	4.1%	6.5%	7.5%	8.4%
					ROE(%)	5.7%	7.3%	8.3%	9.2%
					毛利率(%)	28.1%	28.9%	28.8%	28.9%
					销售净利率(%)	11.6%	12.8%	13.1%	13.4%
					资产负债率(%)	15.5%	13.2%	13.0%	13.1%
					收入增长率(%)	71.4%	44.0%	17.5%	16.0%
					净利润增长率(%)	26.9%	59.9%	20.1%	18.7%
					P/E	25.6	16.0	13.3	11.2
					P/B	1.2	1.1	1.1	1.0
					EV/EBITDA	15.2	12.1	10.1	8.7
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	116.39	179.46	225.17	249.09					
投资活动现金流	(135.55)	(150.54)	(119.22)	(31.39)					
筹资活动现金流	15.98	(38.68)	(64.24)	(79.45)					
现金净增加额	(50.41)	(9.76)	41.72	138.25					
折旧和摊销	90.57	63.85	68.60	71.41					
资本开支	349.83	200.00	200.00	200.00					
营运资本变动	(129.63)	(97.71)	(100.94)	(126.33)					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>