

2019年01月29日

证券研究报告·2018年业绩预告点评

健盛集团 (603558) 纺织服装

买入 (维持)

当前价: 10.39 元

目标价: 13.40 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩基本符合预期, 优质制造基因未改

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年业绩预告, 预计归母净利润同比增长 50%-90%, 数值区间在 1.96 亿-2.41 亿, 扣非后归母同比增长 90%-130%, 数值区间在 1.75 亿-2.12 亿, 整体业绩基本符合我们此前预期。
- **袜业越南产能释放叠加俏尔婷婷全年并表带动利润高增长。** 伴随着公司越南基地产能释放 (预计同比增长 26.3%), 客户数量和订单的明显增长, 袜业 18 年给公司带来扣非后净利润增长约 2000 万元, 较 17 年增长 29.7%。伴随着俏尔婷婷贵州基地产能释放及客户订单增长, 俏尔完成 18 年业绩承诺, 为公司带来扣非后净利润增长约 8000 万元, 较 17 年增长 19.6%。但由于 17 年俏尔仅并表 4 个月, 18 年俏尔的全年并表有望带动利润高增长, 而公司自有品牌销售亏损 1200 万元及部分汇兑损失的影响, 将会冲抵部分利润增长。
- **供给需求齐发力, 长期优质制造基因未改。** 供给端: 1) 延伸上游产业链, 提升生产效率和成本转嫁能力。公司在江山和越南拥有氨纶包覆纱、染色和原辅料等上游生产产能, 产业链的延伸也有利于确保公司生产流程的一贯性, 保证交期; 公司的客户在袜子品类具有更高的加价倍率, 相对更能接受成本转嫁。2) 顺应客户需求转移, 国内产能相对稳定, 越南产能稳步拓展。越南新投资年产 1800 万件的无缝针织工厂和 9000 万双中高档棉袜清化工厂两个项目, 扣除 19 年建设期, 两个项目将分别在 2021 年和 2022 年完成全部投产, 预计未来 3 年越南分部产能增速为 15%-20%。需求端: 3) 利用多样化服务强化核心客户关系, 不断拓展新客户。公司通过为重要客户单独设厂和在客户公司所在地建立专门的研发销售子公司, 提高现有客户的稳定性。俏尔婷婷的加入, 有利于健盛开拓日本市场, 健盛也可以帮助俏尔开拓运动类资源。此外, 俏尔婷婷与健盛有许多共同客户, 有利于公司提高自身产品在客户采购量中的渗透率, 从而增强下游客户粘性。4) 持续产品创新保增长, 构建长期优质制造基因。由于无缝服装的技术要求高, 公司在收购俏尔后, 加强了研发投入。不仅仅通过校企合作做研发, 同时也会通过和客户合作研发模式开拓更多新产品和技术, 确保客户粘性和增长。
- **盈利预测与评级。** 根据公司业绩预增情况, 我们略微上调公司 2018-2020 年 EPS 至 0.53 元、0.64 元、0.79 元, 对应 PE 为 19/16/13 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险; 海外产能扩充不及预期风险。

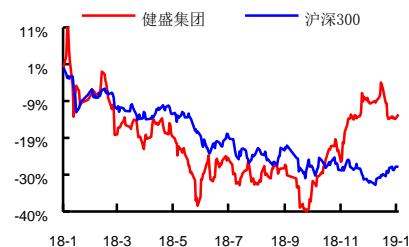
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1138.01	1592.37	1837.53	2189.33
增长率	71.44%	39.93%	15.40%	19.14%
归属母公司净利润 (百万元)	131.51	222.64	267.67	326.85
增长率	26.91%	69.30%	20.23%	22.11%
每股收益 EPS (元)	0.32	0.53	0.64	0.79
净资产收益率 ROE	4.74%	7.45%	8.34%	9.38%
PE	33	19	16	13
PB	1.56	1.45	1.35	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈雯琪
 执业证号: S1250518010002
 电话: 021-58351995
 邮箱: swq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.16
流通 A 股(亿股)	3.08
52 周内股价区间(元)	7.21-13.48
总市值(亿元)	43.26
总资产(亿元)	35.00
每股净资产(元)	6.98

相关研究

1. 健盛集团 (603558): 袜业和无缝内衣领军者, 海外产能扩充助成长 (2018-12-28)

关键假设：

假设 1：袜子和无缝内衣在越南工厂 19 年投产，预计袜子分部 19 年和 20 年产能扩充增速分别为 7.4%和 10.8%，无缝内衣分部 19 和 20 年产能扩充增速分别为 13.6%和 16.0%。

假设 2：2019 年和 2020 年，棉袜和无缝内衣的价格每年分别有 5%和 10%的上升。

假设 3：伴随着越南产能占比提升，2019 和 2020 年的实际税率下降到 11%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
棉袜	收入	924.4	1073.55472	1173.0257	1318.146648
	增速	41.5%	16.1%	9.3%	12.4%
	成本	662.7	772.9	838.7	935.9
	毛利率	28.3%	28.0%	28.5%	29.0%
无缝内衣	收入	187.8	518.8	664.5	871.2
	增速		176.3%	28.1%	31.1%
	成本	134.6	358.0	458.5	601.1
	毛利率	28.3%	31.0%	31.0%	31.0%
合计	收入	1138.0	1592.37	1837.53	2189.33
	增速	71.4%	39.93%	15.40%	19.14%
	成本	818.0	1130.94	1297.22	1537.00
	毛利率	28.1%	28.98%	29.40%	29.80%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1138.01	1592.37	1837.53	2189.33	净利润	131.51	222.64	267.67	326.85
营业成本	818.03	1130.94	1297.22	1537.00	折旧与摊销	90.57	184.66	211.75	228.56
营业税金及附加	11.78	16.62	19.13	22.81	财务费用	20.80	6.83	13.23	13.63
销售费用	52.42	68.47	73.50	87.57	资产减值损失	5.27	0.00	0.00	0.00
管理费用	123.29	167.20	183.75	218.93	经营营运资本变动	183.83	-196.74	-139.34	-172.75
财务费用	20.80	6.83	13.23	13.63	其他	-315.59	-15.98	-19.65	-25.10
资产减值损失	5.27	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	116.39	201.40	333.65	371.20
投资收益	8.99	15.00	20.00	25.00	资本支出	-1147.88	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	-0.02	-0.01	-0.02	-0.01	其他	1012.32	10.60	21.06	21.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-135.55	-139.40	-128.94	-128.37
营业利润	131.28	217.30	270.69	334.37	短期借款	-154.34	-176.25	-21.75	0.00
其他非经营损益	25.04	35.12	31.76	32.88	长期借款	-2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	156.32	252.42	302.45	367.25	股权融资	874.84	0.00	0.00	0.00
所得税	24.81	29.79	34.78	40.40	支付股利	-37.05	-26.30	-44.53	-53.53
净利润	131.51	222.64	267.67	326.85	其他	-665.48	30.27	12.82	-5.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	15.98	-172.28	-53.45	-59.32
归属母公司股东净利润	131.51	222.64	267.67	326.85	现金流量净额	-50.41	-110.28	151.26	183.52
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	269.52	159.24	310.49	494.01	成长能力				
应收和预付款项	304.22	409.42	478.60	567.69	销售收入增长率	71.44%	39.93%	15.40%	19.14%
存货	334.55	464.67	532.95	632.00	营业利润增长率	67.21%	65.53%	24.57%	23.52%
其他流动资产	215.93	302.15	348.67	415.42	净利润增长率	26.91%	69.30%	20.23%	22.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	85.65%	68.47%	21.25%	16.32%
投资性房地产	17.00	17.00	17.00	17.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1217.77	1218.22	1191.58	1148.13	毛利率	28.12%	28.98%	29.40%	29.80%
无形资产和开发支出	891.06	859.00	826.94	794.88	三费率	17.27%	15.23%	14.72%	14.62%
其他非流动资产	33.36	34.70	30.58	30.88	净利率	11.56%	13.98%	14.57%	14.93%
资产总计	3283.41	3464.39	3736.81	4100.01	ROE	4.74%	7.45%	8.34%	9.38%
短期借款	198.00	21.75	0.00	0.00	ROA	4.01%	6.43%	7.16%	7.97%
应付和预收款项	210.12	318.25	354.90	424.92	ROIC	5.54%	6.87%	8.34%	9.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.32%	25.67%	26.97%	26.34%
其他负债	101.04	136.21	170.58	190.43	营运能力				
负债合计	509.16	476.20	525.48	615.36	总资产周转率	0.40	0.47	0.51	0.56
股本	416.36	416.36	416.36	416.36	固定资产周转率	1.50	1.52	1.59	1.92
资本公积	1910.67	1910.67	1910.67	1910.67	应收账款周转率	6.02	5.37	5.01	5.05
留存收益	464.83	661.16	884.31	1157.63	存货周转率	2.76	2.81	2.59	2.63
归属母公司股东权益	2774.25	2988.19	3211.33	3484.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2774.25	2988.19	3211.33	3484.65	资产负债率	15.51%	13.75%	14.06%	15.01%
负债和股东权益合计	3283.41	3464.39	3736.81	4100.01	带息债务/总负债	38.89%	4.57%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.50	3.37	3.98	4.20
					速动比率	1.76	2.20	2.71	2.94
					股利支付率	28.17%	11.81%	16.64%	16.38%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.53	0.64	0.79
					每股净资产	6.66	7.18	7.71	8.37
					每股经营现金	0.28	0.48	0.80	0.89
					每股股利	0.09	0.06	0.11	0.13
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	242.65	408.78	495.66	576.56					
PE	32.90	19.43	16.16	13.24					
PB	1.56	1.45	1.35	1.24					
PS	3.80	2.72	2.35	1.98					
EV/EBITDA	17.25	10.07	7.96	6.51					
股息率	0.86%	0.61%	1.03%	1.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn