

2019 年 04 月 24 日

健盛集团 (603558.SH)

公司快报

收入快速增长，关注越南产能持续释放

事件

公司披露年报及一季报，2018 年实现营收 15.77 亿元/+38.62%，实现归母净利 2.06 亿元/+56.98%。基本每股收益 0.50 元，拟每 10 股派息 0.50 元（含税）。

2019 年 Q1 实现营收 4.03 亿元/+17.95%，归母净利 6889 万元/+57.20%。

投资要点

◆ **俏尔婷婷全年并表提升 18 年增速，产能扩张及客户拓展推动公司稳健增长：**公司 2018 年营收增长 39%，归母净利增长 57%，一是俏尔婷婷并表，二是持续开拓品牌客户。俏尔婷婷 2017 年 8 月起并表，2018 年全年并表推升增速。俏尔婷婷 2018 年实现扣非后归母净利 1 亿元，较去年全年同比增长 51%。报告期内公司在稳定原有客户的基础上，开发了 NIKE、ADIDAS、GAP 等优质客户，新客户带来订单增量，贡献业绩增长。若不考虑并表因素，公司 2018 年实现扣非后归母净利近 8000 万元，同比增长约 25%。

2019Q1 公司实现营收增长 18%，主要是产能释放与客户开拓，订单保持稳健增长。该季度归母净利增加 57%，主要是越南高利润率产能持续释放。剔除其他收益及公允价值变动后，Q1 公司营业利润同比增加约 40%。

◆ **棉袜及无缝内衣支撑业绩，境外营收较快提升：**分品类看，公司棉袜、无缝内衣、家居服饰及其他占比分别约 64%、35%、1%，分别实现营收增长 9.9%、超 190%及-57%。棉袜业务保持稳健增长，无缝内衣全年并表致高增长。家居服饰品类主要属于自有品牌项目，该项目今年 2 月已确定终止。分地区看，公司境内、境外营收分别占比 15%、85%，分别实现增长 15%、44%。其中境外欧洲、日本、中亚、美洲、澳洲分别占境外约 42%、24%、13%、12%、8%，分别实现增长 17%、54%、130%、47%、105%，并表俏尔婷婷、国内产能改造、越南产能释放使各区域营收均增长。

◆ **规模效应显著，费用率降低推动净利率提升：**盈利能力方面，2018 年原材料成本及人工成本增加使公司棉袜毛利率下降 2.25pct 至 26.06%，全年毛利率下降 0.17pct 至 27.95%，规模效应显著使期间费用率降低 3.19pct 至 14.08%，最终净利率提升 1.53pct 至 13.09%，净利率提升叠加营收较快增长，公司 18 年净利润高速增长。2019 年 Q1，公司毛利率同比下降 0.65pct 至 26.10%，期间费用率下降覆盖了毛利率的降低，叠加其他收益及公允价值变动，最终净利率增加 4.22pct 至 17.04%。

◆ **未来看点，越南贡献较高利润率，新建产能持续释放有望推动业绩增长：**2018 年公司越南棉袜产能达 1.1 亿双，同比增加 16%，其中越南海防新工厂产能同比增长 40%，受到国际品牌认可使现有产能有效运用，健盛越南公司全年净利润达 7643 万元，同比增长 75%。健盛越南棉袜产量约占公司的 37%，贡献净利润约占公司剔除俏尔婷婷后的 75%，越南产能贡献较高利润率。2019 年公司越南基地持续扩大产能，力争完成 1.5 亿双棉袜的产量目标，同比增长约 44%。另有清化 9000 万双棉袜及兴安 1800 万件无缝内衣项目计划 19 年底投产。未来越南高利润率产能持续释放，有

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

股价 (2019-04-24)

11.38 元

交易数据

总市值 (百万元) 4,738.14

流通市值 (百万元) 4,372.63

总股本 (百万股) 416.36

流通股本 (百万股) 384.24

12 个月价格区间 6.90/11.95 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.94	-13.24	18.47
绝对收益	5.08	10.81	22.82

分析师

王冯

SAC 执业证书编号：S0910516120001

wangfeng@hua.jinsc.cn

021-20377089

报告联系人

吴雨舟

wuyuzhou@hua.jinsc.cn

021-20377061

相关报告

健盛集团：并表及订单增加助力营收增长，在建产能逐步释放推升利润率 2018-10-25
 健盛集团：并表俏尔婷婷助推上半年增长，产能持续扩张带动业绩稳步向好 2018-08-07

健盛集团：俏尔婷婷并表，三季度业绩继续复苏 2017-11-01

健盛集团：新客户订单上量，营收大幅增长，毛利率微降 2017-07-18

健盛集团：迪卡侬订单流失导致营收下滑，毛利率下滑 2017-03-14

望推动公司业绩较快增长。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.64、0.81 和 0.94 元。净资产收益率分别为 8.6%、10.0%和 10.7%。目前公司 PE（2019E）约为 18 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**公司产能释放或不达预期；人民币汇率波动风险；市场激烈竞争使毛利率下行。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,138.0	1,577.5	1,885.8	2,385.4	2,781.2
同比增长(%)	71.4%	38.6%	19.5%	26.5%	16.6%
营业利润(百万元)	131.3	236.3	298.6	375.5	438.1
同比增长(%)	67.2%	80.0%	26.4%	25.8%	16.7%
净利润(百万元)	131.5	206.4	267.1	336.2	390.3
同比增长(%)	26.9%	57.0%	29.4%	25.9%	16.1%
每股收益(元)	0.32	0.50	0.64	0.81	0.94
PE	36.0	23.0	17.7	14.1	12.1
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,138.0	1,577.5	1,885.8	2,385.4	2,781.2	年增长率					
减: 营业成本	818.0	1,136.6	1,334.2	1,669.5	1,951.3	营业收入增长率	71.4%	38.6%	19.5%	26.5%	16.6%
营业税费	11.8	14.6	17.0	21.5	25.0	营业利润增长率	67.2%	80.0%	26.4%	25.8%	16.7%
销售费用	52.4	63.7	69.8	88.3	102.9	净利润增长率	26.9%	57.0%	29.4%	25.9%	16.1%
管理费用	123.3	113.4	167.8	212.3	247.5	EBITDA 增长率	69.7%	59.7%	31.3%	21.5%	12.7%
财务费用	20.8	4.4	19.8	26.5	24.5	EBIT 增长率	87.6%	76.2%	32.6%	26.3%	15.1%
资产减值损失	5.3	4.7	2.0	2.1	2.2	NOPLAT 增长率	123.5%	65.6%	35.2%	26.3%	14.4%
加: 公允价值变动收益	-0.0	1.1	-1.7	0.3	0.4	投资资本增长率	50.3%	7.6%	12.7%	7.4%	0.4%
投资和汇兑收益	9.0	-5.6	25.0	10.0	10.0	净资产增长率	50.8%	3.9%	8.3%	7.5%	8.1%
营业利润	131.3	236.3	298.6	375.5	438.1	盈利能力					
加: 营业外净收支	25.0	-1.7	-1.8	-1.9	-2.0	毛利率	28.1%	27.9%	29.3%	30.0%	29.8%
利润总额	156.3	234.5	296.7	373.6	436.1	营业利润率	11.5%	15.0%	15.8%	15.7%	15.8%
减: 所得税	24.8	28.1	29.7	37.4	45.8	净利润率	11.6%	13.1%	14.2%	14.1%	14.0%
净利润	131.5	206.4	267.1	336.2	390.3	EBITDA/营业收入	19.2%	22.1%	24.2%	23.3%	22.5%
						EBIT/营业收入	12.0%	15.2%	16.9%	16.9%	16.6%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	15.5%	20.4%	25.0%	26.3%	23.6%
货币资金	269.5	429.4	509.2	644.0	750.9	负债权益比	18.4%	25.6%	33.3%	35.8%	30.9%
交易性金融资产	-	3.7	3.7	3.7	3.7	流动比率	2.50	1.82	1.72	1.83	2.10
应收账款	298.0	288.9	412.7	474.8	560.0	速动比率	1.76	1.21	1.14	1.17	1.36
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	6.55	53.95	16.11	15.16	18.87
预付账款	6.3	6.2	8.4	9.9	11.5	营运能力					
存货	334.5	427.4	536.2	715.9	801.7	固定资产周转天数	239	245	262	233	197
其他流动资产	215.9	116.4	122.2	128.3	134.7	流动营业资本周转天数	222	135	123	125	129
可供出售金融资产	3.5	3.5	3.6	3.8	4.0	流动资产周转天数	392	273	273	269	274
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	71	67	67	67	67
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	93	87	92	94	98
投资性房地产	17.0	15.8	15.8	15.8	15.8	总资产周转天数	908	788	743	658	603
固定资产	943.9	1,205.6	1,536.8	1,547.8	1,499.9	投资资本周转天数	699	628	579	503	448
在建工程	273.8	210.7	102.1	101.1	50.5	费用率					
无形资产	238.5	246.2	251.8	257.5	263.4	销售费用率	4.6%	4.0%	3.7%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	682.5	666.4	660.6	656.2	656.3	管理费用率	10.8%	7.2%	8.9%	8.9%	8.9%
资产总额	3,283.4	3,620.0	4,163.0	4,558.8	4,752.5	财务费用率	1.8%	0.3%	1.0%	1.1%	0.9%
短期债务	198.0	436.9	558.7	689.4	614.5	三费/营业收入	17.3%	11.5%	13.6%	13.7%	13.5%
应付账款	149.9	128.7	198.3	210.9	267.4	投资回报率					
应付票据	23.1	22.1	31.0	35.5	42.2	ROE	4.7%	7.2%	8.6%	10.0%	10.7%
其他流动负债	78.1	109.8	136.0	142.8	150.8	ROA	4.0%	5.7%	6.4%	7.4%	8.2%
长期借款	-	-	74.7	78.3	-	ROIC	7.3%	8.0%	10.0%	11.3%	12.0%
其他非流动负债	60.1	40.2	42.2	44.3	46.5	分红指标					
负债总额	509.2	737.7	1,040.9	1,201.1	1,121.4	DPS(元)	0.15	-	0.19	0.24	0.28
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	47.5%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	416.4	416.4	416.4	416.4	416.4	股息收益率	1.3%	0.0%	1.7%	2.1%	2.5%
留存收益	2,375.5	2,518.7	2,705.8	2,941.3	3,214.7						
股东权益	2,774.3	2,882.3	3,122.1	3,357.7	3,631.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	131.5	206.4	267.1	336.2	390.3	EPS(元)	0.32	0.50	0.64	0.81	0.94
加: 折旧和摊销	90.6	117.1	138.8	153.3	163.5	BVPS(元)	6.66	6.92	7.50	8.06	8.72
资产减值准备	5.3	4.7	-	-	-	PE(X)	36.0	23.0	17.7	14.1	12.1
公允价值变动损失	0.0	-1.1	-1.7	0.3	0.4	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
财务费用	27.6	4.6	19.8	26.5	24.5	P/FCF	-5.2	19.4	46.7	20.5	21.1
投资损失	-9.0	5.6	-25.0	-10.0	-10.0	P/S	4.2	3.0	2.5	2.0	1.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	21.2	13.5	10.6	8.7	7.3
营运资金的变动	234.0	40.3	-126.4	-219.3	-106.1	CAGR(%)	36.7%	23.6%	37.1%	36.7%	23.6%
经营活动产生现金流量	116.4	257.6	272.5	287.0	462.6	PEG	1.0	1.0	0.5	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-135.6	-308.0	-342.2	-159.2	-61.2	ROIC/WACC	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2
融资活动产生现金流量	16.0	45.7	149.5	7.0	-294.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn