

俏尔婷婷高增长，产能释放提业绩

- 健盛集团（603558）2018年报暨2019一季报点评

核心观点：

1. 事件

公司发布2018年报及2019一季度报，2018年公司实现营收15.77亿元，同比增长38.62%；实现归属母公司净利润2.06亿元，同比增加56.98%；实现扣非归母净利润1.81亿元，同比增长95.3%。18年实现EPS为0.50元。拟每10股派发现金红利0.50元（含税），股息率1.36%（2019/4/25）。

其中，2018Q1-Q4营业收入分别增72.97%/58.07%/28.87%/14.86%；归属母公司净利润分别增32.62%/108.32%/53.77%/29.07%。

2019年一季度实现营收4.03亿元，同比增长17.95%；实现扣非归母净利润0.69亿元，同比增长57.20%。

2. 我们的分析与判断

（一）收入、利润增速快，产能布局优势显现

1) 按产品分，棉袜、内衣分别实现营收10.16亿元/5.48亿元，分别同比增加9.90%/191.77%。棉袜、内衣分别实现毛利率28.30%/32.00%，分别比同比变化-2.25PCT/3.66 PCT。公司在越南的棉袜基地海防第二第三工厂实现全面投产、达产，产能有序释放，客户数量和订单增加明显。预计随着第四工厂完成建设，2019年开始投产放量，客户订单还将增加。

2) 按地区分，欧洲、日本、中亚、美洲、内销同比增加17.20%/53.87%/130.35%/47.46%/43.93%，越南基地产能的释放，全球经济复苏的趋势，拉动公司海外订单的回暖。2019年，欧盟形势的不稳定、美国经济仍有下行趋势、中美贸易摩擦持续等因素仍对公司海外订单造成一定不利影响，但由于东南亚、内销占比较高，且客户包括优衣库、太平洋、H&M等优质客户，2019年还新增客户Nike及Adidas，资源强大，发展前景相对乐观，我们预计2019年公司整体将实现较为稳定的增长。

3) 按品牌分，贴牌、Jasan home分别实现营收15.62亿元/0.12亿元，分别同比变化41.63%/-63%。贴牌、Jasan home分别实现毛利4.39亿元/167.67万元，分别同比增加41.61%/82.52%。

4) 按渠道分，直营、加盟、线上分别实现营收196.70万元/584.55万元/351.13万元，分别同比减少17.17%/69.71%/46.48%。Jasan home直加盟店新关28家。

健盛集团（603558.SH）

推荐（首次评级）

分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

林相宜

☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

对本报告编制提供信息

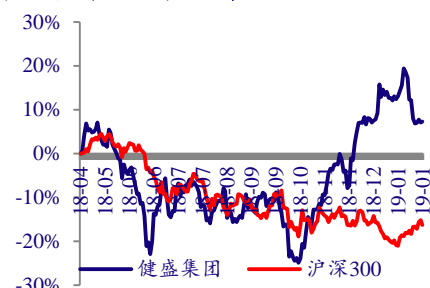
市场数据

2019-04-25

A股收盘价(元)	11.05
A股一年内最高价(元)	11.95
A股一年内最低价(元)	6.90
上证指数	3,123.83
市盈率	19.87
总股本(万股)	41,635.63
实际流通A股(万股)	38,423.82
限售的流通A股(万股)	3,211.81
流通A股市值(亿元)	42.46

相对沪深300表现图

2019-04-25



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】行业深度报告_纺织服装行业_消费分层时代，服装龙头享价值增长

（二）俏尔婷婷业绩远超业绩承诺

俏尔婷婷全年并表，显著增厚公司全年整体业绩（2017年并表示为8-12月）。2018年俏尔婷婷贡献扣非归母净利润同比增加约8000万元，按2017年披露俏尔婷婷净利润2845.05万元，2018年贡献净利润达1.08亿元（忽略非经常性损益），超过业绩承诺约35%（0.8亿元）。

在上虞的产能稳步增加，贵州基地产能释放，客户订单增加明显，业绩表现超预期。预计随着贵州产能的扩张以及越南兴安新增产能的建设以及无缝内衣在运动领域应用逐渐广泛，未来在健盛棉袜业的协助带动下，俏尔婷婷有望扩大运动类订单，订单规模将继续提升。

（三）公司整体毛利率稍有下降，但有望提高

18年毛利率同比减少0.17PCT至27.95%。具体来看，

分产品来看，棉袜、无缝内衣、家具服饰及其他毛利率分别为26.06%/32.00%/9.4%，分别变化-2.24PCT/3.66PCT/-13.07PCT。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%。为了顺应部分品牌客户要求，公司减少低价普通内衣生产，增加价格相对较高的无缝运动内衣、运动T恤、运动短裤生产，从而带动产品结构升级，盈利有望进一步提升。

分地区来看，境内、境外毛利率分别为35.67%/26.70%。越南税收优惠明显，人工成本低廉，盈利能力优势明显。公司海外布局稳定，随着越南产能占比提升，公司整体毛利率有望继续提升。

分渠道来看，直营、加盟、线上毛利率分别为46.67%/28.17%/-0.05%，直营店数量的增加、直营收入占比的提高，有望拉高公司整体毛利率。

综合来看，随着产品结构升级、越南产能占比提升、直营收入占比提高，公司整体毛利率有望进一步提高。

（四）控费能力强，公司盈利能力整体增强

存货账款规模、应收账款规模较为稳定。截至2018年末存货规模同比增加27.75%至4.27亿元，存货周转天数减少9天至121天；应收账款同比增加12.36%至2.89亿元，应收账款周转天数增加3天至62天，保持相对稳定。

截至2018年末，公司资产负债率20.38%，同比增加4.87PCT，仍保持在较低水平。

规模效应显著使期间费用率降低3.19PCT至14.08%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为4.04%/9.76%/0.28%，同比变化-0.57PCT/-1.07PCT/-1.55PCT。公司控费能力强，增强了净利润的弹性，最终净利润率提升1.53PCT至13.09%。

2019 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%。

3. 投资建议

公司作为全球棉袜制造第一大企业，我们的分析如下：1) 受益于产能不断释放、越南布局且订单旺盛，公司收入和毛利率水平有所改善；2) 中长期来看，公司在越南海防第四工厂完成建设，2019年开始投产放量，出资约2.5亿元在越南兴安新建设年产1800万件无缝针织运动服饰项目，产能提升将带来业绩的增长，从而提高盈利水平；3) 中美贸易摩擦仍在谈判中，但公司可利用越南基地规避贸易战影响，故公司较少受中美贸易摩擦影响，未来仍需持续关注中美谈判的结果。

我们预计公司2019-2021年收入为18.08/21.64/23.86亿元，同比增速14.59%/19.71%/10.27%，归母净利为2.22/2.76/3.09亿元，EPS为0.533/0.663/0.742元，当前股价对应2019-2021年PE为21.35/17.15/15.33。公司目前产能扩张稳健，收入增长可持续、股息率高，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

4. 风险提示

终端消费环境的不确定性、海外需求增长不及预期、海外产能投放不及预期、汇率大幅波动等。

附表1：主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	663.81	1,138.01	1,577.47	1,807.65	2,163.85	2,386.27
YOY	-7.12%	71.44%	38.62%	14.59%	19.71%	10.28%
归属母公司股东净利润(百万元)	103.62	120.66	175.08	221.88	276.21	309.13
YOY	2.24%	16.44%	45.10%	26.73%	24.49%	11.92%
EPS (元)	0.25	0.29	0.42	0.53	0.66	0.74
ROE	5.63%	4.35%	6.07%	7.26%	8.45%	8.81%
P/E	45.72	39.27	27.06	21.35	17.15	15.33
P/B	2.57	1.71	1.64	1.55	1.45	1.35
P/S	7.14	4.16	3.00	2.62	2.19	1.99
EV/EBITDA	22.36	20.28	15.53	14.26	11.86	10.20

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

附表2：公司财务报表

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产					营业收入	1,577.47	1,807.65	2,163.85	2,386.27
现金	300.06	24.24	74.06	388.14	营业成本	1,136.61	1,257.45	1,497.31	1,646.87
应收账款	28,894.70	32,955.85	41,082.48	40,565.99	营业税金及附加	14.60	16.73	20.02	22.08
其它应收款	1,737.55	4,929.78	3,051.36	5,750.14	营业费用	63.68	82.40	98.64	108.78
预付账款	621.98	1,208.13	971.07	1,425.80	管理费用	113.45	169.62	203.04	223.91
存货	42,740.12	50,733.92	60,570.39	61,851.61	财务费用	4.45	7.95	-1.11	-5.20
其他	9,214.58	9,214.58	9,214.58	9,214.58	资产减值损失	4.66	3.63	3.63	3.63
非流动资产					公允价值变动收益	1.12	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-5.57	-	-	-
固定资产	120,557.20	139,153.94	136,684.11	134,214.28	营业利润	195.03	269.87	342.32	386.20
无形资产	24,621.58	24,621.58	24,621.58	24,621.58	营业外收入	-	-	-	-

其他	89,523.71	67,821.35	67,185.55	67,185.55	营业外支出	-40.54	-	-	-
资产总计	348,285.41	333,430.71	351,154.66	384,010.95	利润总额	193.28	295.84	368.29	412.17
流动负债					所得税	18.20	73.96	92.07	103.04
短期借款	43,688.90	-	-	-	净利润	175.08	221.88	276.21	309.13
应付账款	15,084.48	26,647.38	23,044.87	31,610.91	少数股东损益	-	-	-	-
其他	1,021.37	1,277.55	1,101.80	1,327.77	归属母公司净利润	175.08	221.88	276.21	309.13
非流动负债					EBITDA	314.61	331.22	394.60	428.03
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.42	0.53	0.66	0.74
其他	-	-	-	-					
负债合计	60,052.35	27,924.93	24,146.67	32,938.69	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	-	-	-	-	营业收入	1,577.47	1,807.65	2,163.85	2,386.27
归属母公司股东	288,233.07	305,505.78	327,007.99	351,072.26	营业利润	195.03	269.87	342.32	386.20
负债和股东权益	348,285.41	333,430.71	351,154.66	384,010.95	归属母公司净利润	175.08	221.88	276.21	309.13
					毛利率	27.95%	30.44%	30.80%	30.99%
现金流量表					净利率	11.10%	12.27%	12.76%	12.95%
经营活动现金流					ROE	6.07%	7.26%	8.45%	8.81%
净利润	20,968.10	20,240.56	25,673.70	28,964.88	ROIC	6.33%	6.88%	8.41%	8.90%
折旧摊销	11,712.11	2,742.45	2,742.45	2,106.66	资产负债率	17.24%	8.38%	6.88%	8.58%
财务费用	456.19	795.10	-110.59	-519.97	净负债比率	20.83%	9.14%	7.38%	9.38%
投资损失	465.88	363.17	363.17	363.17	流动比率	1.89	3.65	5.08	4.80
营运资金变动	-8,243.31	-4,014.26	-19,625.87	4,873.78	速动比率	1.03	1.50	2.19	2.64
其它	397.39	-	-	-	总资产周转率	0.45	0.54	0.62	0.62
投资活动现金流					应收帐款周转率	5.46	5.49	5.27	5.88
资本支出					应付帐款周转率				
长期投资	1,042.44	-	-	-	每股收益	0.42	0.53	0.66	0.74
其他	16,533.15	1,947.68	1,947.68	1,947.68	每股经营现金	0.62	0.48	0.22	0.86
筹资活动现金流					每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	-	-43,688.90	-0.00	-0.00	P/E	27.06	21.35	17.15	15.33
长期借款	-	-	-	-	P/B	1.64	1.55	1.45	1.35
其他	11,308.66	-	-	-	P/S	3.00	2.62	2.19	1.99
现金净增加额	2,102.86	-27,582.42	4,981.97	31,407.88					

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn