

越南棉袜业务有序扩张，无缝内衣业务高增 增持（维持）

2019 年 07 月 31 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

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1577.5	1808.7	2151.6	2469.0
同比（%）	38.6%	14.7%	19.0%	14.8%
归母净利润（百万元）	206.4	251.5	303.0	349.9
同比（%）	57.0%	21.8%	20.5%	15.5%
每股收益（元/股）	0.50	0.60	0.73	0.84
P/E（倍）	17.1	14.0	11.7	10.1

投资要点

■ **事件：**公司公布 2019 中报，收入同增 9.31%至 8.27 亿元，归母净利同增 30.12%至 1.44 亿元。具体到 Q2 单季，收入同增 2.2%至 4.24 亿元，归母净利同增 12.3%至 0.75 亿元。

■ **棉袜业务：越南产能盈利增长仍是最大动力。**19H1 棉袜业务收入达到 5.25 亿元，与去年同期基本持平，净利润则达到 0.84 亿元，同比增长 16%，盈利能力提升与越南占比上升以及社保降费有关。19H1 产量中越南及国内已基本平分秋色，全年来看越南产能将从 18 年的 1 亿双增加至 19 年 1.4-1.5 亿双，国内产能则将从 18 年的 1.7 亿双下降至 1.5 亿双左右（与杭州产能搬迁影响接单有关），全年棉袜业务产能增长 10%左右达到 3 亿双。

■ **俏尔婷婷旗下无缝内衣业务：延续高速增长。**2017 年 8 月收购俏尔婷婷 100%股权后健盛正式切入无缝内衣领域，19H1 俏尔婷婷贡献 2.93 亿收入及 6034 万元净利润，较去年同期分别增长 27%及 58%，盈利能力提升明显。新产能方面，公司越南兴安 1800 万件无缝内衣项目 19H1 土建已完工，室内配套工程、设备采购、人员培训陆续启动，预计 20、21 年陆续完成产能释放

■ **财务表现：**Q2 单季收入增长 2%，增速较 Q1 下降较明显主要由于杭州工厂搬迁影响接单，导致单季度棉袜业务收入下滑 7%，无缝内衣业务单季度收入增长仍然在 20%+；盈利能力方面，由于 Q2 盈利能力更强的无缝内衣业务收入占比上升，综合毛利率及净利率较上年同期都有提升，带动 Q2 净利润同增 12%。周转和现金流方面，由于回款顺畅 19H1 应收账款规模同比及环比皆有下降，带动经营性现金流 19H1 同增 104%至 1.20 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为 19 全年来看，袜子业务产能增长有望带动袜业收入同比增长 10%，考虑越南占比提升，袜业利润增幅有望高于收入；俏尔婷婷无缝内衣业务全年则有望维持 20%收入增长及 30%利润增长；由此，我们预测 2019/20/21 年公司归母净利同增 22%/21%/16%至 2.5/3.0/3.5 亿元，对应 PE14/12/10X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**大客户订单丢失、贸易环境发生变动、产能扩张进度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.48
一年最低/最高价	6.86/11.88
市净率(倍)	1.22
流通 A 股市值(百万元)	3258.36

基础数据

每股净资产(元)	6.96
资产负债率(%)	19.76
总股本(百万股)	416.36
流通 A 股(百万股)	384.24

相关研究

- 1、《健盛集团 (603558)：越南产能持续焕发活力，俏尔婷婷并表增厚利润》2018-08-06

表：健盛集团单季度三表数据（单位：百万元）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
利润表摘要						
营业收入	341.84	414.67	387.81	433.15	403.19	423.78
YOY	72.97%	58.07%	28.87%	14.86%	17.95%	2.20%
营业成本	250.39	298.74	271.81	315.67	297.96	291.47
毛利润	91.45	115.93	116.01	117.48	105.23	132.31
YOY	50.48%	48.40%	40.46%	19.28%	15.07%	14.12%
毛利率	26.75%	27.96%	29.91%	27.12%	26.10%	31.22%
期间费用	56.23	45.70	51.98	68.21	54.92	50.92
YOY	86.48%	18.53%	16.56%	-18.02%	-2.34%	11.42%
期间费用率	16.45%	11.02%	13.40%	15.75%	13.62%	12.02%
销售费用	11.27	12.42	13.19	26.81	11.34	11.80
/总收入	3.30%	3.00%	3.40%	6.19%	2.81%	2.78%
管理费用	25.94	27.36	30.22	29.94	28.20	27.87
/总收入	7.59%	6.60%	7.79%	6.91%	6.99%	6.58%
研发费用	9.04	10.47	9.64	11.39	10.30	13.84
/总收入	2.65%	2.53%	2.49%	2.63%	2.56%	3.27%
财务费用	9.98	-4.55	-1.06	0.08	5.07	-2.60
/总收入	2.92%	-1.10%	-0.27%	0.02%	1.26%	-0.61%
资产减值损失	-4.74	5.51	-2.25	6.14	-5.33	-5.65
其他收益	5.79	17.12	9.78	7.97	18.46	11.81
投资净收益		1.85	0.81	-8.24	0.44	0.86
营业利润	43.54	79.75	72.97	40.00	78.13	83.19
YOY	43.83%	144.50%	100.47%	25.05%	79.46%	4.30%
加：营业外收入	8.65	-6.05	0.66	-1.17	0.19	0.10
减：营业外支出	0.79	0.04	3.14	-0.13	0.29	0.81
利润总额	51.40	73.67	70.49	38.95	78.03	82.48
YOY	24.90%	82.67%	61.44%	24.97%	51.80%	11.96%
减：所得税	7.58	6.90	7.39	6.20	9.32	7.71
所得税率	14.74%	9.37%	10.48%	15.92%	11.95%	9.35%
净利润	43.83	66.77	63.10	32.75	68.71	74.77
YOY	32.62%	108.32%	53.77%	29.07%	56.78%	11.98%
净利率	12.82%	16.10%	16.27%	7.56%	17.04%	17.64%
资产负债表摘要						
应收账款	200.78	289.18	226.35	288.95	287.38	273.80
YOY	78.30%	74.00%	9.97%	12.36%	43.14%	-5.32%
存货	343.88	365.40	411.43	427.40	405.48	430.15
YOY	29.19%	42.52%	29.25%	27.75%	17.91%	17.72%
固定资产	916.29	937.26	1,090.39	1,205.57	1,160.48	1,215.21
在建工程	322.72	382.88	301.44	210.67	276.96	258.32
总资产	3,268.98	3,463.80	3,500.04	3,620.04	3,537.44	3,613.48
短期借款	237.32	399.37	315.93	436.89	487.27	484.91
所有者权益	2,801.33	2,828.83	2,907.27	2,882.33	2,843.51	2,899.33

资产负债表摘要

经营活动产生的现金流量净额	34.52	24.18	166.63	32.24	20.11	99.72
YOY	11.10%	-2.51%	369.08%	29.00%	-41.75%	312.40%
/净利润	78.76%	36.22%	264.07%	98.44%	29.26%	133.38%
投资活动产生的现金流量净额	62.16	-301.98	-70.18	2.01	-35.23	-30.60
筹资活动产生的现金流量净额	36.69	81.26	-90.30	18.05	-3.02	-37.43
现金及现金等价物净增加额	105.96	-160.22	24.68	50.38	-35.69	45.16

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1272.0	1443.4	1715.5	2020.7	营业收入	1577.5	1808.7	2151.6	2469.0
现金	429.4	497.3	573.6	797.5	减:营业成本	1136.6	1292.6	1534.0	1758.9
应收账款	288.9	334.7	407.2	444.2	营业税金及附加	14.6	14.5	17.2	19.8
存货	427.4	464.1	593.8	619.2	销售费用	63.7	64.5	76.7	88.0
其他流动资产	126.2	147.3	140.8	159.8	管理费用	113.4	121.1	144.1	162.8
非流动资产	2348.1	2424.6	2477.0	2518.4	财务费用	4.4	8.5	6.0	2.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	(5.6)	(5.6)	(5.6)	(5.6)
固定资产	1205.6	1278.2	1334.8	1375.4	其他	14.0	24.9	32.9	43.4
无形资产	246.2	246.2	246.2	246.2	营业利润	236.3	288.2	346.3	399.6
其他非流动资产	896.3	900.2	896.0	896.8	加:营业外净收支	(1.7)	(2.5)	(2.0)	(2.1)
资产总计	3620.0	3868.1	4192.5	4539.0	利润总额	234.5	285.8	344.4	397.6
流动负债	697.6	658.8	704.4	730.4	减:所得税费用	28.1	34.3	41.3	47.7
短期借款	436.9	400.0	400.0	400.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	128.7	146.1	187.3	204.5	归属母公司净利润	206.4	251.5	303.0	349.9
其他流动负债	132.0	112.7	117.0	125.9	EBIT	263.7	330.5	396.9	459.3
非流动负债	40.2	38.3	38.3	38.3	EBITDA	380.9	415.6	489.4	554.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	40.2	38.3	38.3	38.3					
负债合计	737.7	697.1	742.7	768.7	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.50	0.60	0.73	0.84
归属母公司股东权益	2882.3	3171.0	3449.8	3770.3	每股净资产(元)	6.92	7.62	8.29	9.06
负债和股东权益	3620.0	3868.1	4192.5	4539.0	发行在外股份(百万股)	416.4	416.4	416.4	416.4
					ROIC(%)	7.0%	8.1%	9.1%	9.7%
					ROE(%)	7.3%	8.3%	9.2%	9.7%
					毛利率(%)	27.9%	28.5%	28.7%	28.8%
					销售净利率(%)	13.1%	13.9%	14.1%	14.2%
					资产负债率(%)	20.4%	18.0%	17.7%	16.9%
					收入增长率(%)	38.6%	14.7%	19.0%	14.8%
					净利润增长率(%)	57.0%	21.8%	20.5%	15.5%
					P/E	17.1	14.0	11.7	10.1
					P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
					EV/EBITDA	10.4	9.5	8.0	7.1
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	257.56	219.41	224.90	389.74					
投资活动现金流	(308.00)	(130.80)	(123.46)	(135.54)					
筹资活动现金流	45.71	(20.64)	(25.15)	(30.30)					
现金净增加额	20.79	67.97	76.29	223.90					
折旧和摊销	117.12	85.13	92.56	95.27					
资本开支	316.70	400.00	400.00	400.00					
营运资本变动	(82.43)	(136.85)	(189.02)	(72.69)					

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>