

健盛集团 (603558)

证券研究报告

2019年12月31日

A股运动服饰制造领航者，看好产能释放叠加盈利能力提升

公司有望成为全球化、全产业链的针织运动服饰制造领航者

发展战略：成为全球化、全产业链的针织运动服饰制造领航者，从高速发展逐步向高质量发展转变，实现 OEM 向 ODM 的转变。在继续保持较高发展速度的同时，强化研发能力，提升智能制造水平，不断培育发展新动力。以高质量发展为统领，实现高效能、高品质、高责任、低成本，不断强化行业领先地位。同时公司拥有棉袜和无缝内衣业务，产品品类适用运动服饰领域，且目前客户如 Nike、Adidas、Puma、UA 等均为运动品牌龙头，具备优势。

运动服饰高景气，保证公司未来的稳定增长

1) 行业优势：运动服饰细分板块发展速度较快，未来前景好。在大纺织服装各个子类目中，运动服饰是未来十年复合增长率最快的子行业之一。据欧睿国际预测，未来五年运动服饰的复合增长率为 10.42%，超过服装行业整体平均水平。健盛集团作为头部运动服饰制造商，国际大牌客户资源丰富。并且由于近年来国内运动品牌发展迅猛，公司有计划拓展与国内运动类品牌的业务合作，有望随着运动服饰行业的快速发展进一步提升销量。

2) 内在优势：首先，公司作为全球化、全产业链针织运动服饰制造商，拥有众多优质国际客户资源。公司棉袜业务的客户主要有优衣库、PUMA、UA、迪卡侬及 GAP 等国际客户；无缝内衣业务的主要客户包括优衣库、迪卡侬、NIKE 等。公司稳定的国际客户资源保证了公司业绩的持续稳定，也将持续巩固公司作为全产业链针织运动服饰制造商的国际地位。**其次公司持续在越南基地进行布局，可以享受到低成本、税收及关税优惠，具备全球化全产业链优势。**同时公司具备良好技术研发基础，积累大量产品数据，未来公司将持续进行技术深化和管理创新，有助于提升公司研发创新能力；另外持续的智能制造建设有助于公司供应链的提质增效。

公司未来产能持续释放，保证公司业绩的稳定增长

1) 棉袜产能：我们预计未来 3 年公司棉袜产能释放复合增速在 15%左右。目前公司现有棉袜产能预计 3 亿双。其中国内产能预计 1.5 亿双；越南海防产能预计 1.5 亿双。未来公司产能释放主要集中在越南基地，预计越南未来 3 年每年释放 5000 万双棉袜产能。

由此，公司棉袜产能在 2020 年预计达到 3.5 亿双，2021 年达到 4 亿双，2022 年达到 4.7 亿双。

2) 无缝内衣产能：我们预计未来 3 年公司无缝内衣产能释放复合增速在 25%左右。目前公司无缝内衣产能预计 2200 万件。其中国内产能预计 2000-2500 万件。未来产能释放主要集中在越南基地，预计越南未来 3 年释放 2000-2500 万件产能。

由此，公司无缝内衣产能在 2020 年预计达到 2500 万件左右，2021 年达到 3500 万件左右，2022 年达到 4500 万件。(其中 2021 年释放节奏高于 2021 年主要是由于 2020 年是公司无缝内衣业务在越南的第一年，需要适应期，在 2022 年全部适应后生产节奏会有所优化)。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.24 元
目标价格	12.75 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	416.36
流通 A 股股本(百万股)	384.24
A 股总市值(百万元)	4,263.49
流通 A 股市值(百万元)	3,934.60
每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	17.08
一年内最高/最低(元)	11.95/7.92

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《健盛集团-季报点评:19 年前三季度业绩超市场预期，盈利能力持续提升》 2019-10-25
- 《健盛集团-半年报点评:业绩符合预期，受益汇率及产能释放》 2019-08-01
- 《健盛集团-年报点评报告:18 年业绩平稳增长，看好未来越南产能释放带来业绩持续增长》 2019-04-25

表 1: 公司产能释放预测

	2019 年	2020E	2021E	2022E
棉袜产能 (亿双) (含外协)	3.0	3.5	4.0	4.7
YOY	-	17%	14%	18%
其中: 国内产能	1.5	1.5	1.5	1.5
越南产能	1.5	2	2.5	3
外协产能	0	0	0	0.2
无缝内衣产能 (万件) (含外协)	2200	2500	3500	4500
YOY	-	14%	40%	29%
其中: 国内产能	2000	2000	2000	2000
越南产能	0	500	1500	2500
外协产能	200-300	0	0	0

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

随着公司越南产区占比提升及无缝内衣业务的占比提高, 公司盈利能力有望提升

由于公司未来产能释放多集中于越南产区, 公司盈利能力将持续提升。由于越南相对国内在成本、关税和税收方面具备优势, 费用端相比国内低, 我们预计在公司产品毛利率相差不大的情况下, 预计净利率高 7-8pct。由此, 随着公司未来越南产能占比的持续提升, 公司净利率水平将持续提升。

公司净利率较高的无缝内衣业务未来在收入的占比将会逐步提升, 从而拉动公司整体净利率水平的提升。目前我们预计公司无缝内衣业务的收入比重在 35%左右, 未来公司无缝内衣业务占比预计将提升至 40%左右, 由此将会拉动整体净利率水平。

维持“买入”评级。考虑到公司未来发展战略中将持续在越南进行产能建设, 加大研发投入; 同时公司逐步完成组织建设, 增加人才培养投入, 由此我们调整公司盈利预测。预计 19-21 年公司实现归母净利润 2.70/3.18/3.96 亿元, 同比增长 30.97%、17.75%、24.46%; 预计 19-21 年 EPS 分别为 0.65/0.76/0.95 元 (原值为 0.70/0.85/1.02 元)。我们维持原有目标价 12.75 元, 对应 2020 年估值为 16.8 倍。

风险提示: 产能释放不及预期, 上游棉价波动, 客户订单不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,138.01	1,577.47	1,752.04	2,001.05	2,481.84
增长率(%)	71.44	38.62	11.07	14.21	24.03
EBITDA(百万元)	217.97	348.12	341.53	397.15	487.38
净利润(百万元)	131.51	206.44	270.37	318.36	396.22
增长率(%)	26.91	56.98	30.97	17.75	24.46
EPS(元/股)	0.32	0.50	0.65	0.76	0.95
市盈率(P/E)	31.34	19.97	15.25	12.95	10.40
市净率(P/B)	1.49	1.43	1.32	1.23	1.13
市销率(P/S)	3.62	2.61	2.35	2.06	1.66
EV/EBITDA	23.13	12.89	11.77	9.58	7.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	269.52	429.38	140.16	290.46	375.03
应收票据及应收账款	257.16	288.95	310.81	258.77	447.66
预付账款	6.25	6.22	13.70	5.61	18.17
存货	334.55	427.40	505.10	506.85	799.10
其他	256.74	120.03	389.26	220.39	317.45
流动资产合计	1,124.22	1,271.97	1,359.03	1,282.08	1,957.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	943.93	1,205.57	1,261.23	1,300.73	1,317.54
在建工程	273.84	210.67	162.40	145.44	117.26
无形资产	238.47	246.22	235.49	224.77	214.04
其他	702.95	685.61	684.23	679.70	677.44
非流动资产合计	2,159.19	2,348.07	2,343.35	2,350.64	2,326.28
资产总计	3,283.41	3,620.04	3,702.38	3,632.72	4,283.69
短期借款	198.00	436.89	70.16	0.00	0.00
应付票据及应付账款	132.33	150.84	300.64	140.89	399.96
其他	118.75	109.82	149.21	91.81	182.23
流动负债合计	449.08	697.55	520.02	232.70	582.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.08	40.16	60.77	53.67	51.53
非流动负债合计	60.08	40.16	60.77	53.67	51.53
负债合计	509.16	737.71	580.79	286.37	633.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	416.36	416.36	416.36	416.36	416.36
资本公积	1,910.67	1,910.67	1,910.67	1,910.67	1,910.67
留存收益	2,375.50	2,518.65	2,705.24	2,929.99	3,233.61
其他	(1,928.28)	(1,963.35)	(1,910.67)	(1,910.67)	(1,910.67)
股东权益合计	2,774.25	2,882.33	3,121.59	3,346.35	3,649.96
负债和股东权益总	3,283.41	3,620.04	3,702.38	3,632.72	4,283.69

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	131.51	206.44	270.37	318.36	396.22
折旧摊销	90.57	117.12	63.33	68.18	72.09
财务费用	27.60	4.56	3.19	(4.81)	(9.93)
投资损失	(8.99)	5.57	(4.56)	(4.56)	(4.56)
营运资金变动	232.76	53.87	(167.16)	8.54	(241.13)
其它	(357.06)	(130.01)	(4.16)	0.70	0.92
经营活动现金流	116.39	257.56	161.02	386.41	213.62
资本支出	1,164.47	334.25	39.39	87.10	52.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,300.03)	(642.25)	(89.93)	(163.36)	(98.67)
投资活动现金流	(135.55)	(308.00)	(50.54)	(76.26)	(46.53)
债权融资	198.00	436.89	71.50	0.44	0.59
股权融资	820.18	(39.52)	49.49	4.81	9.93
其他	(1,002.21)	(351.66)	(520.68)	(165.10)	(93.05)
筹资活动现金流	15.98	45.71	(399.69)	(159.85)	(82.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3.19)	(4.73)	(289.21)	150.30	84.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,138.01	1,577.47	1,752.04	2,001.05	2,481.84
营业成本	818.03	1,136.61	1,240.17	1,416.60	1,754.35
营业税金及附加	11.78	14.60	15.07	16.61	22.34
营业费用	52.42	63.68	56.07	62.03	74.46
管理费用	93.06	113.45	119.14	134.07	163.80
研发费用	30.24	40.54	40.30	46.02	54.60
财务费用	20.80	4.45	3.19	(4.81)	(9.93)
资产减值损失	5.27	4.66	3.50	2.00	2.48
公允价值变动收益	(0.02)	1.12	(4.16)	0.70	0.92
投资净收益	8.99	(5.57)	4.56	4.56	4.56
其他	(33.83)	(32.33)	(0.79)	(10.50)	(10.96)
营业利润	131.28	236.26	275.00	333.77	425.22
营业外收入	28.78	2.09	29.97	24.00	18.69
营业外支出	3.74	3.84	4.56	4.05	4.15
利润总额	156.32	234.51	300.41	353.73	439.75
所得税	24.81	28.07	30.04	35.37	43.54
净利润	131.51	206.44	270.37	318.36	396.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	131.51	206.44	270.37	318.36	396.22
每股收益(元)	0.32	0.50	0.65	0.76	0.95

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	71.44%	38.62%	11.07%	14.21%	24.03%
营业利润	67.21%	79.97%	16.40%	21.37%	27.40%
归属于母公司净利润	26.91%	56.98%	30.97%	17.75%	24.46%
获利能力					
毛利率	28.12%	27.95%	29.22%	29.21%	29.31%
净利率	11.56%	13.09%	15.43%	15.91%	15.96%
ROE	4.74%	7.16%	8.66%	9.51%	10.86%
ROIC	7.25%	7.99%	8.78%	9.80%	12.36%
偿债能力					
资产负债率	15.51%	20.38%	15.69%	7.88%	14.79%
净负债率	-2.58%	0.26%	-2.20%	-8.67%	-10.26%
流动比率	2.50	1.82	2.61	5.51	3.36
速动比率	1.76	1.21	1.64	3.33	1.99
营运能力					
应收账款周转率	6.02	5.78	5.84	7.03	7.03
存货周转率	3.86	4.14	3.76	3.95	3.80
总资产周转率	0.40	0.46	0.48	0.55	0.63
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.50	0.65	0.76	0.95
每股经营现金流	0.28	0.62	0.39	0.93	0.51
每股净资产	6.66	6.92	7.50	8.04	8.77
估值比率					
市盈率	31.34	19.97	15.25	12.95	10.40
市净率	1.49	1.43	1.32	1.23	1.13
EV/EBITDA	23.13	12.89	11.77	9.58	7.63
EV/EBIT	37.02	18.70	14.45	11.56	8.96

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com