

## 三年规划清晰，越南扩产优化产能全球布局 买入（上调）

2019年12月31日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1577.5	1830.2	2172.1	2584.0
同比（%）	38.6%	16.0%	18.7%	19.0%
归母净利润（百万元）	206.4	264.6	322.4	391.4
同比（%）	57.0%	28.2%	21.8%	21.4%
每股收益（元/股）	0.50	0.64	0.77	0.94
P/E（倍）	21.7	16.9	13.9	11.4

### 投资要点

- **事件：**公司2019年12月24日公布**2020-2022年发展战略规划(纲要)**，提出公司未来三年将着力实现“三高一低”：**1) 高效能：**推进智能制造建设，提升供应链整体效率；**2) 高品质：**增强集团创新能力，实现OEM向ODM的转变；**3) 高责任：**提升对社会和生态发展的贡献度；**4) 低成本：**聚焦运动服饰领域，优化产能全球布局，完善投入产出结构。
  - **扩大海外产能占比，增强研发提升ODM能力建设：**为实现“三高一低”，公司计划从以下方面采取具体举措：**1) 优化产能：**未来三年投资5亿元在越南清化工厂新增袜机2000台、在越南兴安工厂新增无缝织机330台，建立生产“大数据”库和计划排产系统，自动实现最优订单分配方案；**2) 增强研发：**增加研发团队人数，完善研发组织，建立适应ODM的产品研发工作流程；**3) 提升智能制造水平：**引入自动包装、探索机器视觉替代人工检验、织机联网实现生产中控；**4) 优化客户结构：**适当增加国内市场服务比例，发展自有运动服饰品牌JSC；**5) 调整组织架构：**精简集团计划部门层级，增设设计研发总监、信息总监、自有品牌副总，通过信息化系统加强集团对各基地生产部门的直接管理；**6) 协同客户建立绿色供应链：**提高棉袜及内衣后道工序自动化程度，降低劳动强度，研发废水高比例回用技术实现染色废水超低排放。
  - **越南袜机及无缝织机的投资扩产为公司提供确定的产能增量、收入及盈利增长。**棉袜业务方面，由于公司计划未来三年越南新增袜机2000台，预计2019-2022年袜机台数复合增速11%，对应2019-2021年棉袜产能分别为3.1亿/3.5亿/3.9亿双，考虑年均效率提升2%，对应棉袜收入分别同增12%/12%/12%至11.4亿/12.7亿/14.2亿元；**无缝内衣方面**，公司计划未来三年越南新增无缝织机330台，预计无缝织机台数复合增速约30%，对应2019-2021年无缝内衣产能分别为3000/3723/4808万件，对应无缝内衣收入分别同增24%/31%/29%至6.8亿/8.8亿/11.4亿元。
- 从利润端来看，随着越南产区收入及无缝内衣业务占比的提升，预计公司净利率水平将逐年提升。由于越南相对国内在劳动力成本、税收方面具备优势，而无缝内衣业务整体毛利率较高，故随着这两部分收入占比的提升，公司未来净利率水平有望稳健提升，预计2019-2021年净利率分别为14.5%/14.8%/15.1%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司未来计划在越南产能及研发方面加大投入，我们预计2019-2021年收入同增16%/19%/19%至18.3亿/21.7亿/25.8亿元，净利润上调至2.65亿/3.22亿/3.91亿元，对应PE17/14/11X，上调评级至“买入”。
  - **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

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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.24
一年最低/最高价	7.92/11.88
市净率(倍)	1.41
流通A股市值(百万元)	3934.60

### 基础数据

每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	17.08
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)：越南棉袜业务有序扩张，无缝内衣业务高增》2019-08-01

表 1：公司分业务产能及营收预测

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>1577.47</b>	<b>1,830.19</b>	<b>2,172.11</b>	<b>2,584.02</b>
YOY	38.62%	16.02%	18.68%	18.96%
毛利率	27.95%	28.81%	29.04%	29.26%
<b>棉袜收入（百万元）</b>	<b>1015.91</b>	<b>1142.31</b>	<b>1273.58</b>	<b>1423.64</b>
YOY	10%	12%	11%	12%
/收入	64.4%	62%	59%	55%
毛利率	<b>26.06%</b>	<b>26.50%</b>	<b>26.50%</b>	<b>26.50%</b>
<b>袜机产能</b>				
国内（百万双）	192.3	165.0	165.0	165.0
YOY	15.50%	-14.20%	0.00%	0.00%
越南（百万双）	110.0	155	191	230
YOY	15.79%	40.91%	23.12%	20.34%
<b>无缝内衣收入（百万元）</b>	<b>547.93</b>	<b>676.88</b>	<b>884.22</b>	<b>1141.79</b>
YOY	191.77%	23.53%	30.63%	29.13%
/收入	34.73%	36.98%	40.71%	44.19%
毛利率	<b>32.00%</b>	<b>33.00%</b>	<b>33.00%</b>	<b>33.00%</b>
<b>无缝织机产能</b>				
国内（百万件）	23.0	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>
YOY		-14.20%	0.00%	0.00%
越南（百万件）	0.0	0.0	7.23	18.08
YOY				150.00%
<b>家居服饰及其他（百万元）</b>	<b>9.38</b>	<b>11.00</b>	<b>14.30</b>	<b>18.59</b>
YOY	-56.79%	17.22%	30.00%	30.00%
/收入	0.59%	0.60%	0.66%	0.72%
毛利率	<b>23.00%</b>	<b>23.00%</b>	<b>23.00%</b>	<b>23.00%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所估算

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
<b>流动资产</b>	<b>1272.0</b>	<b>1459.2</b>	<b>1745.9</b>	<b>2109.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>1577.5</b>	<b>1830.2</b>	<b>2172.1</b>	<b>2584.0</b>
现金	429.4	497.7	606.4	791.6	营业成本	1136.6	1302.9	1541.2	1827.9
应收款项	288.9	342.2	406.8	484.2	营业税金及附加	14.6	14.6	17.4	20.7
存货	427.4	471.1	591.8	668.9	销售费用	63.7	59.2	69.4	81.0
其他	126.2	148.3	140.9	165.3	管理费用	113.4	122.1	142.5	163.6
<b>非流动资产</b>	<b>2348.1</b>	<b>2424.6</b>	<b>2477.0</b>	<b>2518.4</b>	财务费用	4.4	8.5	5.6	1.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	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	25.3	33.4	47.9
无形资产	246.2	246.2	246.2	246.2	<b>营业利润</b>	<b>236.3</b>	<b>303.2</b>	<b>368.3</b>	<b>446.8</b>
其他	896.3	900.3	896.0	896.8	营业外净收支	(1.7)	(2.5)	(2.0)	(2.1)
<b>资产总计</b>	<b>3620.0</b>	<b>3883.9</b>	<b>4222.9</b>	<b>4628.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>234.5</b>	<b>300.7</b>	<b>366.3</b>	<b>444.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>697.6</b>	<b>661.5</b>	<b>703.6</b>	<b>749.0</b>	所得税费用	28.1	36.1	44.0	53.4
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	148.6	186.6	222.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>206.4</b>	<b>264.6</b>	<b>322.4</b>	<b>391.4</b>
其他	132.0	112.8	117.0	126.5	EBIT	263.7	346.0	419.0	511.6
<b>非流动负债</b>	<b>40.2</b>	<b>38.3</b>	<b>38.3</b>	<b>38.3</b>	EBITDA	380.9	431.2	511.6	606.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	40.2	38.3	38.3	38.3	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债总计</b>	<b>737.7</b>	<b>699.8</b>	<b>741.9</b>	<b>787.3</b>	每股收益(元)	0.50	0.64	0.77	0.94
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	6.92	7.65	8.36	9.23
归属母公司股东权益	2882.3	3184.1	3481.0	3841.1	发行在外股份(百万股)	416.4	416.4	416.4	416.4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3620.0</b>	<b>3883.9</b>	<b>4222.9</b>	<b>4628.4</b>	ROIC(%)	7.0%	8.5%	9.5%	10.6%
					ROE(%)	7.3%	8.7%	9.7%	10.7%
					毛利率(%)	27.9%	28.8%	29.0%	29.3%
					EBIT Margin(%)	16.7%	18.9%	19.3%	19.8%
					销售净利率(%)	13.1%	14.5%	14.8%	15.1%
					资产负债率(%)	20.4%	18.0%	17.6%	17.0%
					收入增长率(%)	38.6%	16.0%	18.7%	19.0%
					净利润增长率(%)	57.0%	28.2%	21.8%	21.4%
					P/E	21.7	16.9	13.9	11.4
					P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
					EV/EBITDA	12.3	11.3	9.5	8.0
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	257.56	217.30	261.56	334.65					
投资活动现金流	(308.00)	(128.38)	(126.35)	(117.24)					
筹资活动现金流	45.71	(20.64)	(26.46)	(32.24)					
现金净增加额	20.79	68.28	108.74	185.17					
折旧与摊销	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)	(152.25)	(171.28)	(169.68)					
企业自由现金流	351.38	332.88	321.28	325.59					

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>

