

2020年03月10日

健盛集团 (603558.SH)

动态分析

境外业务推动营收增长，持续关注海外高利润率产能扩张

事件

公司披露 2019 年年报，全年实现营收 17.80 亿元/+12.86%，归母净利 2.73 亿元/+32.39%，扣非归母 2.30 亿元/+27.32%，EPS 约 0.68 元/+36.00%，拟每 10 股派现金红利 3.5 元(含税)。其中 Q4 实现营收 4.68 亿元/+8.16%，归母净利 0.46 亿元/+39.56%。

投资要点

◆ **境外业务推动营收增长，越南产能扩张推升利润：**营收端，公司近 89%营收来源于境外出口业务，2019 年越南棉袜产能继续扩张 32%，对欧洲、中亚、美洲的出口增长推动境外业务增长 17%，带动营收增长 13%。国内营收及毛利率均有所下滑。净利端，2019 年俏尔婷婷净利润增长 8.3%，剔除后公司棉袜等业务净利润增长 55%，一是源于越南产能扩张推动净利润增长，二是源于公司境外业务毛利率提升。

◆ **棉袜无缝内衣营收持续增长，越南棉袜产能推动利润增长：**分品类看，越南棉袜产能扩张推动利润增长。营收端，公司棉袜、无缝内衣、家居服饰及其他分别占营收约 63%、36%、1%。其中公司 2019 年棉袜销量增长 5.7%，推动棉袜营收增长 8.7%，无缝内衣 2019 年营收增长近 17%，增长主要来源于均价提升。利润端，公司生产无缝内衣的全资子公司俏尔婷婷 2019 年实现净利润 1.09 亿元，高于业绩承诺 0.95 亿元，较 2018 年实际净利润增长约 8.3%。剔除俏尔婷婷后，公司原棉袜主业实现利润约 1.63 亿元，同比增长 55%，一是源于越南产能扩张推动净利润增长，二是源于公司境外业务毛利率提升。

◆ **疫情影响纺织前二月出口，关注越南产能持续释放：**据海关总署，2020 年前二月纺织制造合计出口 298 亿美元，同比下降近 20%。2 月中旬以来，国内纺织制造行业逐步复工，据中棉行协，3 月初国内棉纺织企业开工率近 8 成，人员到岗率近 7 成。2019 年健盛集团海外棉袜产能约占公司棉袜产能的 48%，1、2 月海外产能预计受疫情影响较小。按照公司 2020~2022 年三年规划，公司将继续投资 5 亿元，持续扩大越南产能。以主要控股参股公司 ROA 角度看，公司越南棉袜及无缝内衣 ROA 明显高于国内棉袜 ROA，持续关注高利润率的越南产能持续释放。

◆ **投资建议：**健盛集团是国内棉袜及无缝内衣领先制造商，产能扩张推动公司业绩持续增长。国内纺织制造有序复工，公司海外产能拓展计划夯实业绩增长基础。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.77 元、0.92 元和 1.09 元。净资产收益率分别为 9.4%、10.5%和 11.3%。目前公司 PE (2020E) 约为 14 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**公司产能释放或不达预期；疫情对海外需求影响存在不确定性；汇率波动的风险。

纺织服装 | 棉纺织制品 III

投资评级

买入-A(维持)

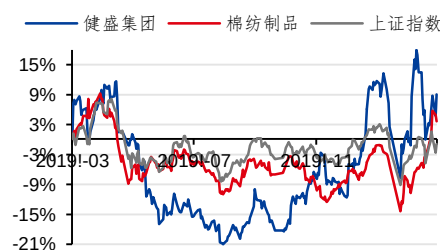
股价(2020-03-10)

11.05 元

交易数据

总市值(百万元)	4,600.74
流通市值(百万元)	4,245.83
总股本(百万股)	416.36
流通股本(百万股)	384.24
12 个月价格区间	7.92/12.12 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.88	20.23	9.12
绝对收益	9.08	23.05	10.03

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

健盛集团：内外格局好转推升三季度业绩增速，关注越南产能持续释放 2019-10-25

健盛集团：二季度受行业景气下行影响，关注越南产能持续释放 2019-07-31

健盛集团：收入快速增长，关注越南产能持续释放 2019-04-25

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

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,577	1,780	2,099	2,488	2,902
YoY(%)	38.6	12.9	17.9	18.5	16.7
净利润(百万元)	206	273	320	385	452
YoY(%)	57.0	32.4	17.1	20.2	17.5
毛利率(%)	27.9	29.2	30.3	30.3	30.4
EPS(摊薄/元)	0.50	0.66	0.77	0.92	1.09
ROE(%)	7.2	9.0	9.4	10.5	11.3
P/E(倍)	22.3	16.8	14.4	12.0	10.2
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2
净利率(%)	13.1	15.4	15.3	15.5	15.6

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、境外业务推动营收增长，越南产能扩张推升利润.....	4
（一）境外业务推动营收增长，越南产能扩张推升利润.....	4
（二）出口业务持续占据主要地位，海外产能推动境外营收增长.....	4
（三）棉袜无缝内衣营收持续增长，越南棉袜产能推动利润增长.....	5
二、毛利率提升覆盖费用率提升，公司年度净利率上行.....	6
（一）毛利率提升覆盖费用率提升，公司年度净利率上行.....	6
（二）存货占营收比例同比下降，库存商品增长约 28%.....	6
（三）客户按时回款推动经营活动现金流持续正增长.....	7
三、疫情影响纺服前二月出口，关注越南产能持续释放.....	7
四、盈利预测及投资建议.....	8
五、风险提示.....	9

图表目录

图 1：健盛集团年度营业收入情况.....	4
图 2：健盛集团年度归母净利情况.....	4
图 3：健盛集团季度营业收入情况.....	4
图 4：健盛集团季度归母净利情况.....	4
图 5：健盛集团分区域营业收入情况.....	5
图 6：健盛集团分区域毛利率情况.....	5
图 7：健盛集团分国别营业收入情况.....	5
图 8：健盛集团分品类营业收入（百万元）.....	6
图 9：健盛集团主要品类销量情况.....	6
图 10：健盛集团利润率情况.....	6
图 11：健盛集团费用率情况.....	6
图 12：健盛集团存货及其占营收情况.....	7
图 13：健盛集团存货账面余额结构.....	7
图 14：健盛集团年度经营活动现金流量情况.....	7
图 15：健盛集团季度经营活动现金流量情况.....	7
图 16：新冠疫情影响 2020 年前二月纺织服装出口.....	8
图 17：国内棉纺织行业企业复工率示意图.....	8
图 18：公司各生产公司产能情况（万双、万件）.....	8
图 19：公司国内国外棉袜及无缝内衣分部 ROA 估计.....	8
表 1：健盛集团分业务营业收入预测.....	8

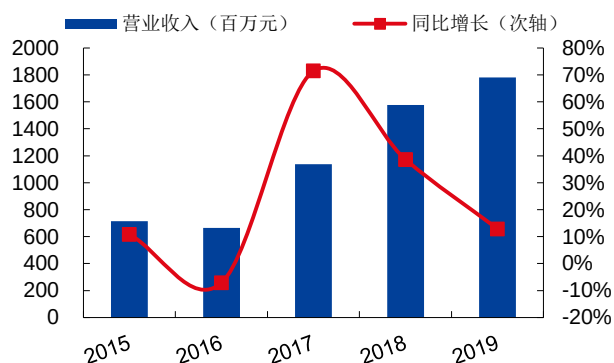
一、境外业务推动营收增长，越南产能扩张推升利润

公司披露 2019 年年报，全年实现营收 17.80 亿元/+12.86%，归母净利 2.73 亿元/+32.39%，扣非归母 2.30 亿元/+27.32%，EPS 约 0.68 元/+36.00%，拟每 10 股派现金红利 3.5 元（含税）。其中 Q4 实现营收 4.68 亿元/+8.16%，归母净利 0.46 亿元/+39.56%。

（一）境外业务推动营收增长，越南产能扩张推升利润

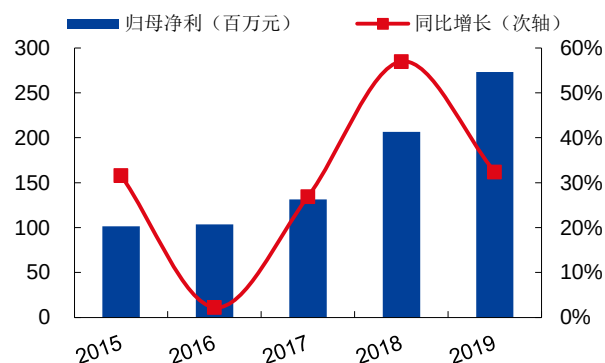
营收端，公司 2019 年营收增长近 13%，对欧洲、中亚、美洲的出口增长推动境外业务增长 17%，带动营收增长。净利端，2019 年俏尔婷婷净利润增长 8.3%，剔除后公司棉袜等业务净利润增长 55%，一是源于越南产能扩张推动净利润增长，二是源于公司境外业务毛利率提升。

图 1：健盛集团年度营业收入情况



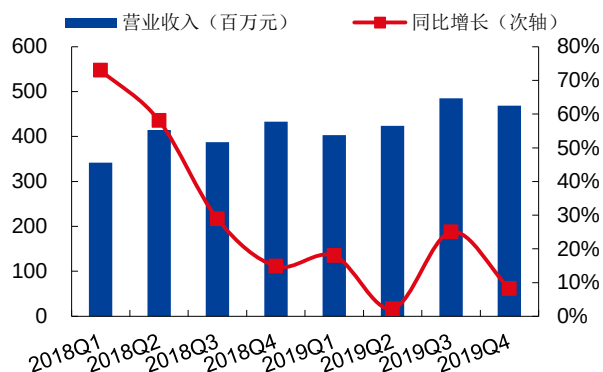
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：健盛集团年度归母净利情况



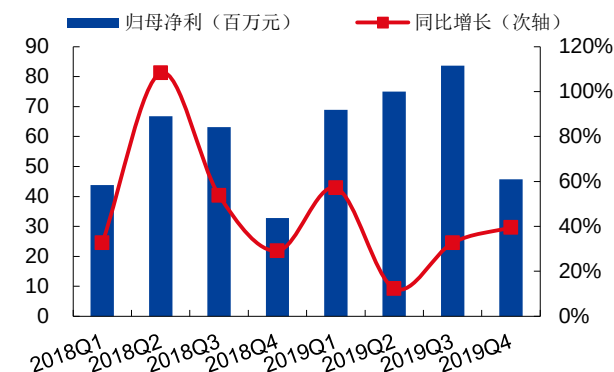
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：健盛集团季度营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：健盛集团季度归母净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

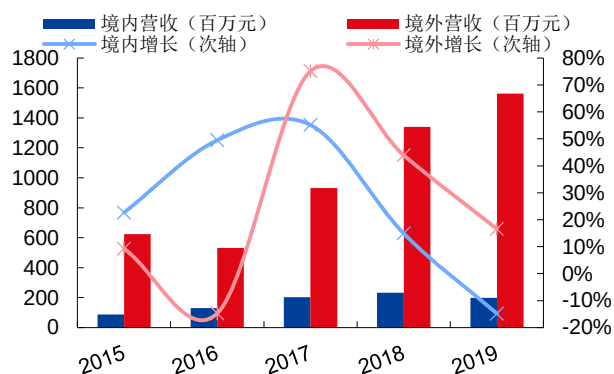
（二）出口业务持续占据主要地位，海外产能推动境外营收增长

分区域看，公司近 89% 营收来源于境外出口业务。公司较早布局海外，2013 年即开始布局越南，目前在越南已规划建设三大生产基地。2019 年越南棉袜产能继续扩张，较 2018 年提升 32%，

推动境外营收增长近 17%，毛利率有所提升。国内产能由于工厂搬迁影响，国内营收有所下滑，毛利率在中美贸易摩擦影响国内纺织出口背景下有所下滑。

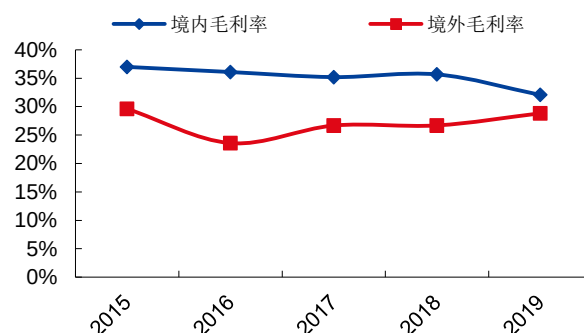
分地区看，境外主要收入来源于欧洲及日本，分别占比 40%、21%。2019 年境外出口增量主要来源于欧洲、中亚、美洲，分别增长 11%、31%、54%。

图 5：健盛集团分区域营业收入情况



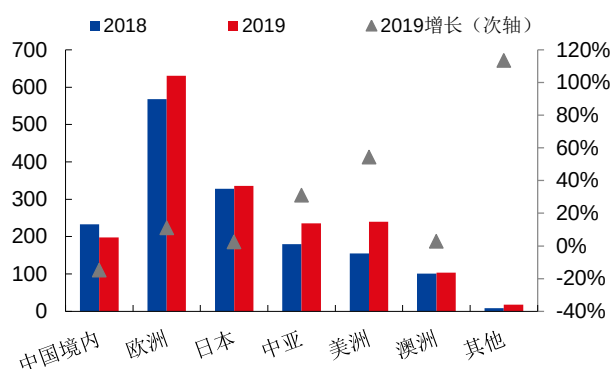
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：健盛集团分区域毛利率情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：健盛集团分国别营业收入情况

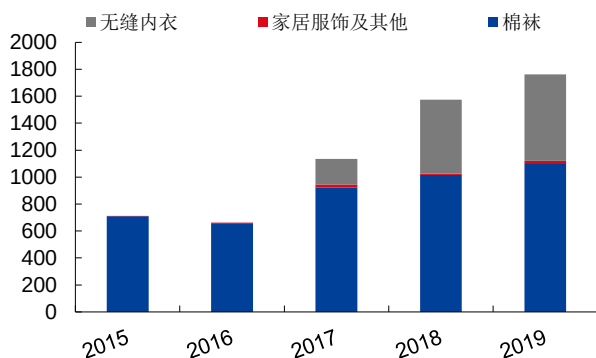


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）棉袜无缝内衣营收持续增长，越南棉袜产能推动利润增长

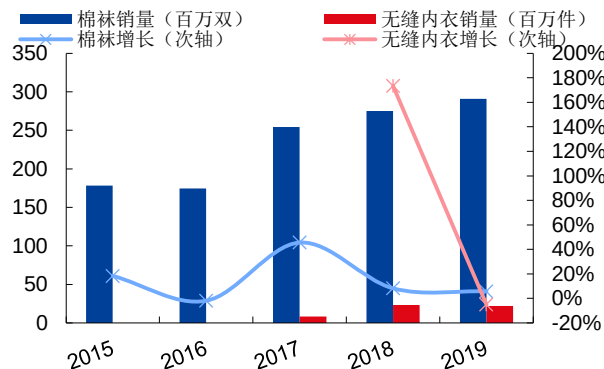
分品类看，越南棉袜产能扩张推动利润增长。营收端，公司棉袜、无缝内衣、家居服饰及其他分别占营收约 63%、36%、1%。其中公司 2019 年棉袜销量增长 5.7%，推动棉袜营收增长 8.7%，无缝内衣 2019 年营收增长近 17%，增长主要来源于均价提升。利润端，公司生产无缝内衣的全资子公司俏尔婷婷 2019 年实现净利润 1.09 亿元，高于业绩承诺 0.95 亿元，较 2018 年实际净利润增长约 8.3%。剔除俏尔婷婷后，公司原棉袜主业实现利润约 1.63 亿元，同比增长 55%，一是源于越南产能扩张推动净利润增长，二是源于公司境外业务毛利率提升。

图 8：健盛集团分品类营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：健盛集团主要品类销量情况



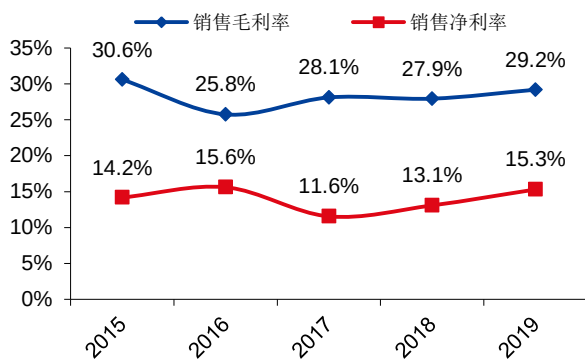
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、毛利率提升覆盖费用率提升，公司年度净利率上行

（一）毛利率提升覆盖费用率提升，公司年度净利率上行

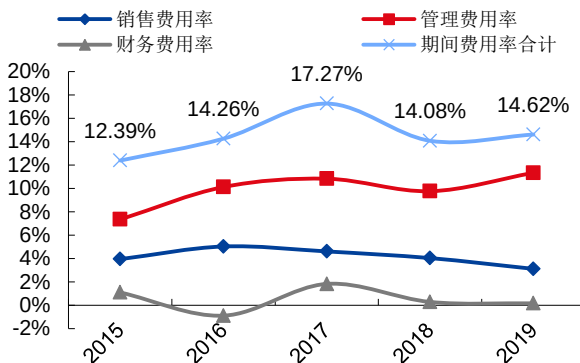
盈利能力方面，2019 年公司毛利率提升 1.24pct 至 29.19%，主要源于境外业务毛利率提升。公司健盛之家加盟店关闭带动销售费用率降低，俏尔婷婷激励推升管理费用率，加大产品研发力度推动研发费用率上升，最终期间费用率增加 0.58pct 至 14.62%。公司毛利率提升覆盖费用率提升，叠加非经常损益增加，2019 年公司净利率上行 2.21pct 至 15.30%。

图 10：健盛集团利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：健盛集团费用率情况

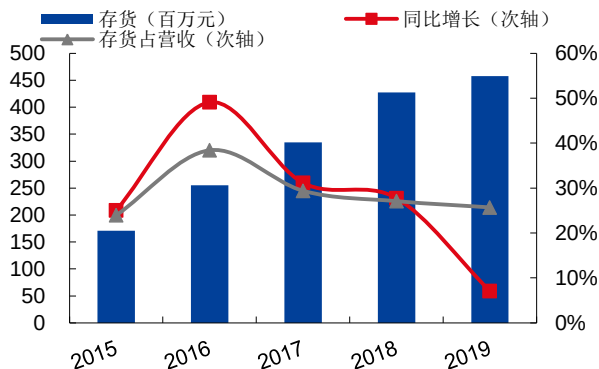


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货占营收比例同比下降，库存商品增长约 28%

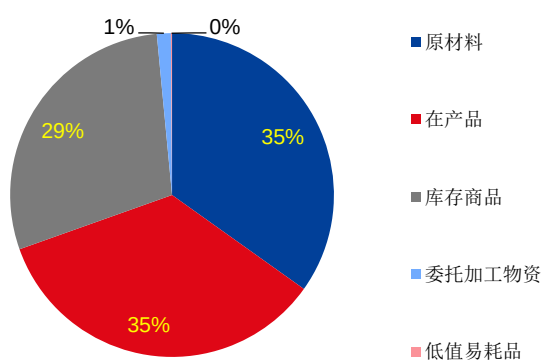
存货方面，2019 年公司存货同比增长 7%至 4.58 亿元，占营收比例约 25.7%，比例较上年度有所下行。存货中，原材料、在产品、库存商品占比分别约 35%、35%、29%，其中库存商品较上年度增长约 28%。

图 12：健盛集团存货及其占营收情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：健盛集团存货账面余额结构

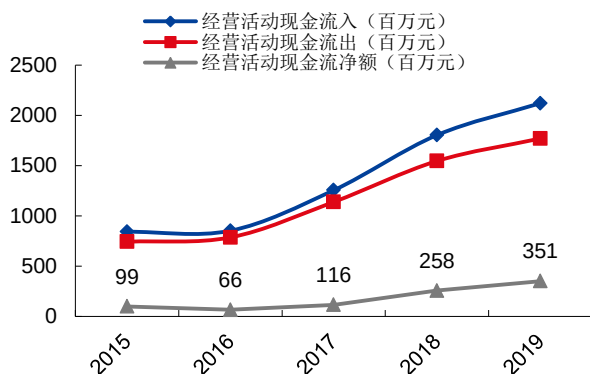


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）客户按时回款推动经营活动现金流持续正增长

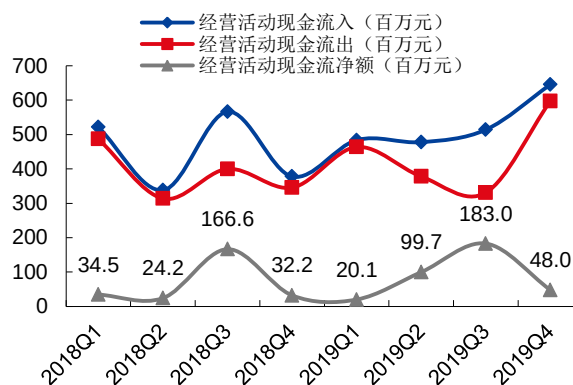
现金流方面，全年公司经营活动现金流量净额增长 36% 至 3.51 亿元，主要源于客户按时回款。其中各季度增速分别约 -42%、+312%、+9.8%、+49%。

图 14：健盛集团年度经营活动现金流量情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：健盛集团季度经营活动现金流量情况

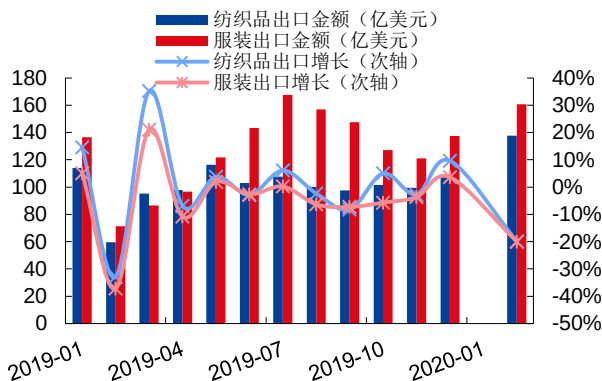


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、疫情影响纺服前二月出口，关注越南产能持续释放

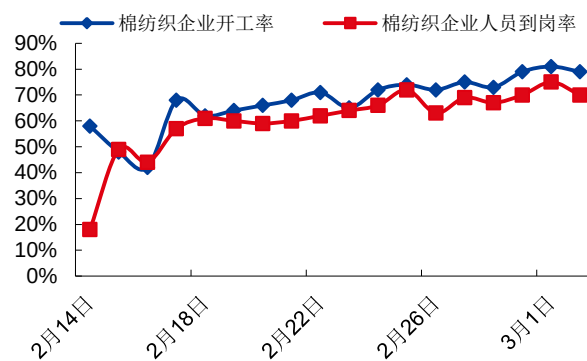
新冠肺炎疫情影响前二月国内出口业务，据海关总署，2020 年前二月纺织制造合计出口 298 亿美元，同比下降近 20%。2 月中旬以来，国内纺织制造行业逐步复工，据中棉行协，3 月初国内棉纺织企业开工率近 8 成，人员到岗率近 7 成。

图 16：新冠疫情影响 2020 年前二月纺织服装出口



资料来源：Wind，海关总署，华金证券研究所

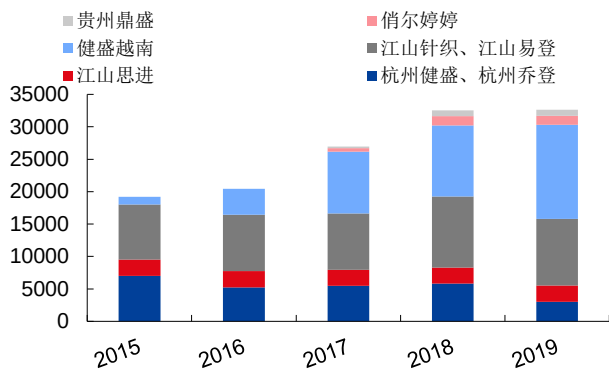
图 17：国内棉纺织行业企业复工率示意图



资料来源：中国纺织经济信息网，中国棉纺织行业协会，华金证券研究所

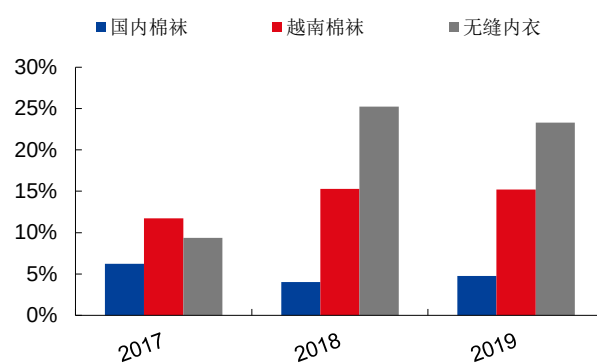
2019 年健盛集团海外棉袜产能约占公司棉袜产能的 48%，1、2 月海外产能预计受疫情影响较小。按照公司 2020~2022 年三年规划，公司将继续投资 5 亿元，在越南清化工厂新增袜机 2000 台，在越南兴安工厂新增无缝织机 330 台，持续扩大越南产能。目前来看公司越南兴安无缝针织运动服饰项目预计 2020 年年初投入生产，清化基地预计 2020 年正式投产。以主要控股参股公司 ROA 角度看，公司越南棉袜及无缝内衣 ROA 明显高于国内棉袜 ROA，2019 年国内棉袜、越南棉袜、无缝内衣品类 ROA 分别约 4.8%、15.2%、23.3%，持续关注高利润率的越南产能持续释放。

图 18：公司各生产公司产能情况（万双、万件）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 19：公司国内国外棉袜及无缝内衣分部 ROA 估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：按照子公司主要业务归类，俏尔婷婷不完全并表使无缝内衣 2017 年 ROA 偏低。未计算江山新材料及健盛印染。

四、盈利预测及投资建议

健盛集团是国内棉袜及无缝内衣领先制造商，产能扩张推动公司业绩持续增长。国内纺织制造有序复工，公司海外产能拓展计划夯实业绩增长基础。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.77 元、0.92 元和 1.09 元。净资产收益率分别为 9.4%、10.5% 和 11.3%。目前公司 PE（2020E）约为 14 倍，维持“买入-A”建议。

表 1：健盛集团分业务营业收入预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
棉袜	营业收入	924.36	1015.91	1104.22	1302.98	1563.58	1845.02
	增长率	41.51%	9.90%	8.69%	18.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	28.30%	26.06%	27.51%	29.00%	29.00%	29.00%
无缝内衣	营业收入	187.79	547.93	640.10	768.11	898.69	1033.50
	增长率		191.77%	16.82%	20.00%	17.00%	15.00%
	毛利率	28.34%	32.00%	32.79%	33.50%	33.50%	33.50%
家居服饰及其他	营业收入	21.72	9.38	16.54	8.27	5.79	4.05
	增长率	137.78%	-56.79%	76.27%	-50.00%	-30.00%	-30.00%
	毛利率	22.47%	9.40%	2.25%	2.00%	2.00%	2.00%
其他业务	营业收入	4.14	4.24	19.51	19.51	19.51	19.51
	增长率	187.41%	2.54%	359.79%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	5.83%	-2.43%	29.30%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	营业收入	1138.01	1577.47	1780.37	2098.88	2487.57	2902.08
	增长率	71.44%	38.62%	12.86%	17.89%	18.52%	16.66%
	毛利率	28.12%	27.95%	29.19%	30.27%	30.34%	30.37%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

公司产能释放或不达预期；疫情对海外需求影响存在不确定性；汇率波动的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1272	1180	1376	1681	1926	营业收入	1577	1780	2099	2488	2902
现金	429	312	315	373	480	营业成本	1137	1261	1464	1733	2021
应收票据及应收账款	306	311	400	457	559	营业税金及附加	15	15	16	19	22
预付账款	6	9	9	12	12	营业费用	64	55	52	60	67
存货	427	458	559	741	775	管理费用	113	151	153	187	221
其他流动资产	99	68	71	75	79	研发费用	41	50	63	75	87
非流动资产	2,348	2,583	2,585	2,579	2,548	财务费用	4	3	9	3	-1
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	-3	-3	-3	-3
固定资产	1206	0	-130	-240	-364	公允价值变动收益	1	-1	-0	1	-0
无形资产	246	234	225	216	207	投资净收益	-6	-3	5	5	5
其他非流动资产	1	1643	1725	1811	1902	营业利润	236	302	349	420	494
资产总计	3620	3763	3961	4259	4474	营业外收入	2	1	1	1	1
流动负债	698	705	540	570	470	营业外支出	4	4	4	5	5
短期借款	437	390	169	129	0	利润总额	235	299	346	417	491
应付票据及应付账款	151	200	207	276	288	所得税	28	27	27	33	40
其他流动负债	97	109	149	157	165	税后利润	206	272	319	384	451
非流动负债	40	9	9	10	10	少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	206	273	320	385	452
其他非流动负债	40	9	9	10	10	EBITDA	308	368	611	706	809
负债合计	738	714	549	580	480	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	-1	-2	-3	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	416	416	416	416	416	成长能力					
资本公积	1911	1911	1911	1911	1911	营业收入(%)	38.6	12.9	17.9	18.5	16.7
留存收益	608	861	1085	1355	1671	营业利润(%)	80.0	28.0	15.4	20.4	17.6
归属母公司股东权益	2882	3049	3412	3682	3998	归属于母公司净利润(%)	57.0	32.4	17.1	20.2	17.5
负债和股东权益	3620	3763	3961	4259	4474	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	27.9	29.2	30.3	30.3	30.4
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	13.1	15.4	15.3	15.5	15.6
经营活动现金流	258	351	358	407	561	ROE(%)	7.2	9.0	9.4	10.5	11.3
净利润	206	272	320	385	452	ROIC(%)	8.0	9.7	23.5	26.6	29.1
折旧摊销	117	127	253	282	316	偿债能力					
财务费用	4	3	9	3	-1	资产负债率(%)	20.4	19.0	13.9	13.6	10.7
投资损失	6	3	-5	-5	-5	流动比率	1.8	1.7	2.5	2.9	4.1
营运资金变动	48	-1694	-217	-258	-199	速动比率	1.2	1.0	1.5	1.6	2.5
其他经营现金流	-124	1640	-1	-1	-2	营运能力					
投资活动现金流	-308	-232	-169	-190	-191	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
筹资活动现金流	46	-201	-187	-159	-264	应收账款周转率	5.2	5.8	5.9	5.8	5.7
						应付账款周转率	13.3	13.4	13.6	13.6	13.7
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.66	0.77	0.92	1.09	P/E	22.3	16.8	14.4	12.0	10.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.84	0.86	0.98	1.35	P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2
每股净资产(最新摊薄)	6.92	7.32	8.20	8.84	9.60	EV/EBITDA	14.6	7.7	4.3	3.5	2.7

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn