

# 健盛集团 (603558.SH)

## 袜业龙头再起航，深挖运动品类机会

公司是国内领先的针织运动服饰制造商。1) 公司是全球产能规模最大的袜品生产商和前列的无缝内衣制造商，主营袜类 20 余年，后续收购国内无缝内衣龙头俏尔婷婷，采用 ODM、OEM 的生产模式，出口比例超过 80%。截至 2020 年末，公司约有 8000 名员工，现阶段年产能棉袜 3 亿双、无缝内衣 2200w+ 件。2) 疫情下计提商誉减值、业绩下滑异常，后续业务调整有望发力。2020 年收入下滑 11.1% 至 15.8 亿元（主要系疫情对订单销售造成影响），业绩下滑至 -5.3 亿元（主要系无缝业务俏尔婷婷计提商誉减值 5.54 亿元）。我们判断 2021 年收入端有望实现 20%+ 的增长，估算业绩端有望恢复至 2019 年 90% 左右水平。

**袜业成熟稳定，无缝内衣空间显著。**1) 袜子市场需求平稳，行业高度分散，据中国海关总署数据，公司 2019 年棉袜销售额（11.0 亿元）占我国袜子出口金额比例不到 3%，品牌商精简供应商趋势下行业集中度有望提升。2) 全球内衣市场规模稳健扩张，据 Bloomberg 搭载的欧睿数据库测算，2019/2020 年全球内衣市场规模分别 1185.1/999.5 亿美元，2010-2019 年 CAGR 为 2.8%。无缝内衣属于纺织新兴产业，对传统缝制局部替代趋势明显，我们判断品类存在较大市场空间。公司棉袜及无缝内衣业务在行业中均处领先地位，享乘产品升级、产业整合机会。

**深耕高景气运动赛道，棉袜/无缝内衣为主。**分品类来看：公司生产的主要产品为棉袜、无缝内衣、家居服饰，2020 年销售收入分别 10.6/4.8/0.3 亿元，占营业总收入比重分别 67.0%/30.2%/1.6%。其中，运动棉袜、无缝运动产品 2020 年收入合计 12.1 亿元、占比 76.4%，我们认为公司产品结构较为优质，其中存在品类机会：1) 收入层面，运动鞋服高景气终端带动公司运动品类订单回暖迅速，2020 年公司运动品类销售收入仅下跌 5.8%，同期非运动品类销售收入下跌 25.6%。2) 盈利层面，运动品类盈利质量表现好于非运动品类，如公司 2019 年运动棉袜/无缝运动产品毛利率分别 28.0%/33.1%，较休闲棉袜/无缝休闲产品高 2.2/1.2 PCTs。

**构建一体化强大产业链，强化竞争优势。**1) 产能规模有望持续提升。随着国内及越南基地扩产逐步推进，我们由此测算公司 2021-2023 年棉袜产能达到 3.5/3.9/4.6 亿双左右，无缝内衣产能快速增长。2) 向上游延伸产业链，一体化生产提升供应能力，如建设辅料生产工厂，在国内及越南均布局印染项目解决染色瓶颈、提高生产效率。3) 率先布局越南，享税收优惠及成本优势，强化业务协同效应，根据官网及公告信息，我们估算当前棉袜业务国内/越南产能占比分别约 40%/60%，无缝业务国内/越南产能占比 80%/20%，我们估算随着越南兴安无缝工厂的建设，未来无缝业务境外产能占比有望提升。

**投资建议：**公司是领先的针织运动服饰制造商，具备全生产链延伸、越南产能布局优势。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.40/2.92/3.54 亿元，对应 EPS 分别 0.61/0.74/0.90 元。当前价格 8.59 元，对应 2021 年 PE 为 14 倍。目标价 11.9 元，目标市值 46.9 亿元，对应 2021 年 PE 为 20 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**新冠疫情影响超预期，东南亚地区疫情反复；汇率异常波动风险；越南政策变化风险；客户订单转移风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,780	1,582	1,988	2,320	2,726
增长率 yoy (%)	12.9	-11.1	25.6	16.7	17.5
归母净利润(百万元)	273	-528	240	292	354
增长率 yoy (%)	32.4	-	-	22.0	21.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.70	-1.34	0.61	0.74	0.90
净资产收益率(%)	8.9	-22.1	9.1	10.2	11.2
P/E(倍)	12.3	-6.4	14.1	11.5	9.5
P/B(倍)	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1

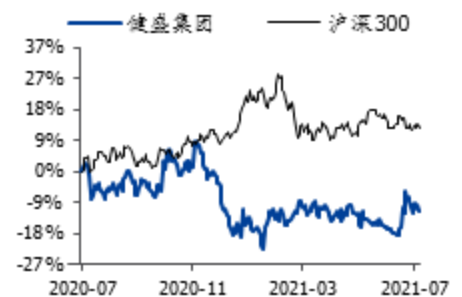
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 16 日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	服装家纺
7月16日收盘价(元)	8.59
总市值(百万元)	3,375.38
总股本(百万股)	392.94
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.01

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

##### 分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

##### 研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

#### 相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1180	1344	1779	1972	2395
现金	312	534	717	837	984
应收票据及应收账款	311	316	408	472	541
其他应收款	30	16	42	25	54
预付账款	9	12	15	17	20
存货	458	430	561	585	760
其他流动资产	60	36	36	36	36
<b>非流动资产</b>	2583	1989	2236	2375	2561
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1359	1480	1687	1816	1982
无形资产	234	263	287	295	300
其他非流动资产	989	246	262	264	279
<b>资产总计</b>	3763	3333	4015	4347	4956
<b>流动负债</b>	705	742	1220	1356	1704
短期借款	390	419	806	917	1193
应付票据及应付账款	200	175	244	241	329
其他流动负债	114	147	170	198	183
<b>非流动负债</b>	9	206	170	132	94
长期借款	0	201	165	127	89
其他非流动负债	9	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	714	948	1390	1488	1798
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	416	416	416	416	416
资本公积	1911	1823	1823	1823	1823
留存收益	861	193	366	592	854
归属母公司股东权益	3049	2385	2625	2860	3158
<b>负债和股东权益</b>	3763	3333	4015	4347	4956

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	351	259	202	452	370
净利润	272	-528	239	292	354
折旧摊销	127	147	148	174	188
财务费用	3	26	17	34	33
投资损失	3	-3	-1	1	0
营运资金变动	-64	41	-202	-49	-205
其他经营现金流	10	577	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-232	-35	-394	-315	-374
资本支出	372	111	247	139	186
长期投资	36	20	0	0	0
其他投资现金流	176	96	-147	-175	-188
<b>筹资活动现金流</b>	-201	-96	-71	-128	-92
短期借款	-47	29	-60	1	33
长期借款	0	201	-36	-39	-38
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-88	0	0	0
其他筹资现金流	-154	-239	25	-91	-87
<b>现金净增加额</b>	-63	57	-263	10	-97

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1780	1582	1988	2320	2726
营业成本	1261	1264	1411	1631	1915
营业税金及附加	15	14	18	20	24
营业费用	55	50	52	56	63
管理费用	151	155	179	190	210
研发费用	50	46	57	71	86
财务费用	3	26	17	34	33
资产减值损失	-3	-563	0	0	0
其他收益	60	33	15	15	15
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-3	3	1	-1	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	302	-499	270	331	410
营业外收入	1	1	8	8	5
营业外支出	4	11	6	6	7
<b>利润总额</b>	299	-509	273	333	408
所得税	27	19	33	41	54
<b>净利润</b>	272	-528	239	292	354
少数股东损益	-1	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	273	-528	240	292	354
EBITDA	441	-340	446	541	637
EPS (元/股)	0.70	-1.34	0.61	0.74	0.90

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	12.9	-11.1	25.6	16.7	17.5
营业利润 (%)	28.0	-265.1	154.2	22.4	24.0
归属母公司净利润 (%)	32.4	-293.1	-145.4	22.0	21.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.2	20.1	29.0	29.7	29.7
净利率 (%)	15.4	-33.3	12.1	12.6	13.0
ROE (%)	8.9	-22.1	9.1	10.2	11.2
ROIC (%)	8.3	-16.8	7.2	8.1	8.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	19.0	28.4	34.6	34.2	36.3
净负债比率 (%)	2.8	3.7	11.4	8.8	10.9
流动比率	1.7	1.8	1.5	1.5	1.4
速动比率	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.9	5.0	5.5	5.3	5.4
应付账款周转率	7.2	6.7	6.7	6.7	6.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.70	-1.34	0.61	0.74	0.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.89	0.66	0.51	1.15	0.94
每股净资产 (最新摊薄)	7.76	6.07	6.68	7.28	8.04
<b>估值比率</b>					
P/E	12.3	-6.4	14.1	11.5	9.5
P/B	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.3	-10.8	8.7	7.1	6.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 16 日收盘价

## 内容目录

1. 领先的针织运动服饰制造商.....	5
1.1 股权结构稳定.....	5
1.2 业务结构：棉袜/无缝内衣为主，深耕运动赛道.....	6
2. 行业：袜业成熟维稳，无缝空间显著.....	7
2.1 袜业竞争格局分散，集中度有望提升.....	7
2.2 无缝内衣属新兴品类，市场存在成长空间.....	9
3. 竞争优势：构建一体化强大供应链.....	10
3.1 产品端：卡位运动赛道，以棉袜/无缝内衣深挖品类机会.....	10
3.1.1 棉袜：表现稳定，客户优质，产能释放.....	10
3.1.2 无缝业务：疫情下受挫，未来增长潜力大.....	11
3.1.3 运动品类机会明显，赛道优质.....	13
3.2 生产端：规模提升、境外布局、延伸产业链，尽显优势.....	13
3.2.1 产能规模有望持续提升.....	13
3.2.2 延伸产业链，一体化生产提升供应能力.....	14
3.2.3 率先布局越南，强化业务协同效应.....	15
4. 财务分析：疫情前盈利能力位居中上游，疫情后调整发力.....	17
5. 盈利预测与投资建议.....	20
5.1 盈利预测.....	20
5.2 估值与投资建议.....	21
6. 风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构图 (截至 2021 年 06 月 30 日).....	6
图表 2: 2015-2020 年公司分业务销售收入 (亿元).....	6
图表 3: 2020 年公司分业务销售收入占比 (%).....	6
图表 4: 2015-2020 年公司分地区销售收入 (亿元).....	7
图表 5: 2015-2020 年公司境外收入占比 (%).....	7
图表 6: 2010-2025E 全球袜子市场规模及 YOY (亿美元, %).....	7
图表 7: 2015-2021E 棉袜业务收入及 YOY (亿元, %).....	10
图表 8: 棉袜业务主要客户.....	10
图表 9: 袜业生产—销售流程图.....	11
图表 10: 2017-2021E 无缝内衣收入及 YOY (亿元, %).....	12
图表 11: 俏尔婷婷主要客户.....	12
图表 12: 俏尔婷婷基础内衣/修身美体/运动内衣系列产品示例.....	12
图表 13: 2020 年公司分业务销售收入占比 (%).....	13
图表 14: 2019-2020 年公司分业务销售毛利率 (%).....	13
图表 15: 公司主要生产基地情况 (信息来自公司官网).....	14
图表 16: 公司主要参股控股子公司业务性质.....	15
图表 17: 公司具备一体化产业链.....	15
图表 18: 2020-2023E 棉袜产能及分布 (亿双).....	15
图表 19: 2020-2023E 无缝内衣织机数量及分布 (台).....	15
图表 20: 中越生产成本对比一览.....	16

图表 21: 2015-2020 年公司营业收入及 YOY (亿元, %)	17
图表 22: 2015-2020 年公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	17
图表 23: 2015-2020 年同行业公司营业总收入增速对比 (%)	17
图表 24: 2015-2020 年同行业公司归母净利润增速对比 (%)	17
图表 25: 2015-2020 年公司毛利率/净利率 (%)	18
图表 26: 2015-2020 年同行业公司毛利率对比 (%)	18
图表 27: 2015-2020 年公司销售/管理/财务费用率 (%)	18
图表 28: 2015-2020 年同行业公司净利率对比 (%)	18
图表 29: 2015-2020 年存货周转天数 (天)	19
图表 30: 2015-2020 年应收账款周转天数 (天)	19
图表 31: 2017-2020 年经营性现金净流量 (亿元)	19
图表 32: 2015-2020 年经营性现金净流量占营收比重 (%)	19
图表 33: 2020A-2023E 公司产能拆分预测 (万双, 台)	20
图表 34: 2019A-2023E 公司收入拆分预测 (万元, %)	21
表 35: 2019A-2023E 公司毛利率/费用率/净利率预测 (%)	21
图表 36: 公司绝对估值敏感性	22
图表 37: 可比公司估值表 (股价截至 2021/07/16)	22

## 1. 领先的针织运动服饰制造商

公司以棉袜、无缝内衣为主要品类，深耕针织运动服饰的制造业务。1) 公司主营袜类 20 余年，是国内袜类制造龙头，主要生产、出口高品质常规棉袜以及各类体育用袜、特殊功能袜等，采用 ODM、OEM 的生产模式为国际知名零售商和品牌公司服务，出口比例超过 80%。2) 后续公司收购国内无缝内衣龙头俏尔婷婷，切入无缝内衣市场。3) 当前公司主要业务为棉袜、无缝内衣、家居服饰，2020 年三大品类业务销售收入分别 10.6/4.8/0.3 亿元，占营业总收入比重分别 67.0%/30.2%/1.6%。

集团发展主要分为 3 个阶段。1) 健盛集团成立于 1993 年，主营袜类产品制造业务，1994 年、2001 年先后成立浙江健盛袜业有限公司，杭州健盛袜业有限公司，2008 年组建浙江健盛集团股份有限公司完成股改。2) 后续逐渐发展壮大，2010 年创建香港泰和裕国际有限公司及浙江健盛集团江山针织有限公司，2014 年创建健盛袜业(越南)有限公司，并于 2015 年上市。3) 纳入新业务，迈上征程。公司于 2017 年收购无缝内衣龙头俏尔婷婷，并创建越南兴安染厂，2019 年创建健盛(清化)针织有限公司。

图表 1: 健盛集团发展历程

年份	发展历程
1993 年	健盛集团成立
1994 年	成立创建浙江健盛袜业有限公司
2001 年	成立创建杭州健盛袜业有限公司
2008 年	成立创建浙江健盛集团股份有限公司完成股改，并创建杭州乔登针织有限公司
2010 年	成立创建香港泰和裕国际有限公司、浙江健盛集团江山针织有限公司
2015 年	于上交所上市
2017 年	收购无缝内衣龙头——俏尔婷婷，并创建越南兴安染厂
2019 年	创建健盛(清化)针织有限公司。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

疫情下计提商誉减值，业绩下滑异常，后续有望恢复健康增长。1) 2020 年疫情给订单销售带来冲击，其中俏尔婷婷(无缝业务)经营效益下降较大、未来不确定性较高，故公司计提商誉减值 5.54 亿元，致使业绩下滑异常。2020 年公司收入/归母净利润分别下滑 11.2%/大幅下滑至 15.8/-5.3 亿元。2) 疫情前公司保持相对健康的成长，2019 年公司收入/归母净利润分别 17.8/2.7 亿元，2015-2019 年间收入/归母净利润 CAGR 分别 25.6%/28.2%。我们认为随着疫情带来的影响逐渐消弭，据我们追踪判断，随着公司产能端扩张计划持续推进，订单端拓展并深化优质客户合作，我们判断 2021 年收入端有望实现 20%+ 的增长，估算业绩端有望恢复至 2019 年 90% 左右水平。

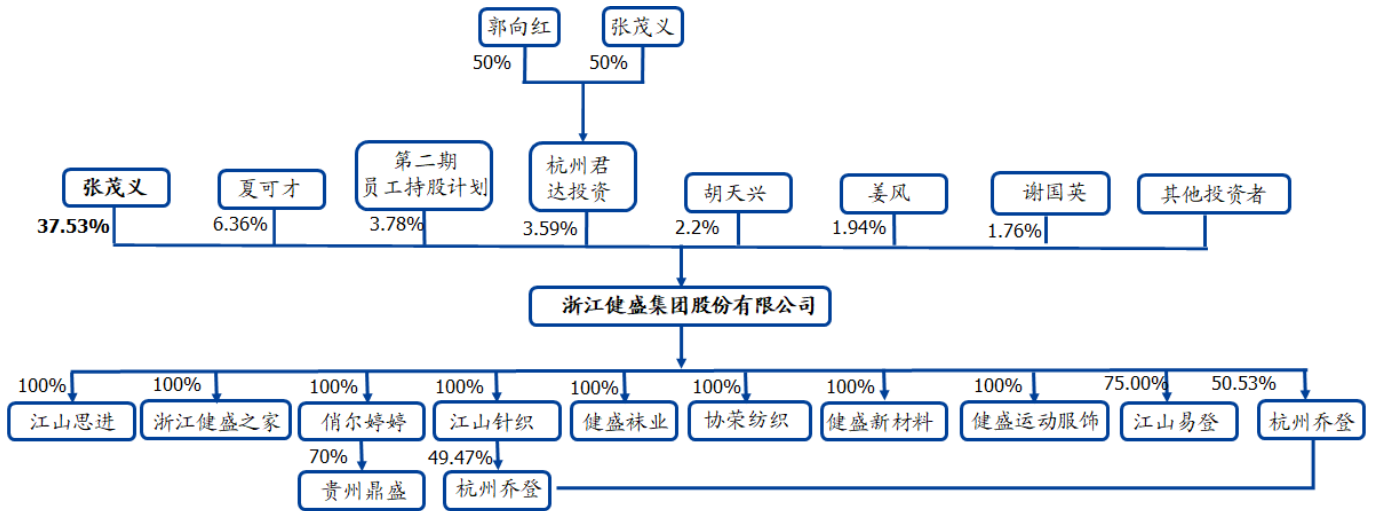
### 1.1 股权结构稳定

第二大股东减持，股权结构稳定性提升。截至 2021 年 06 月 30 日，1) 公司第一大股东系董事长张茂义先生，张茂义先生直接持有公司 37.5% 的股份，通过杭州君达投资管理有限公司持有公司 1.8% 的股份，合计持股占比 39.3%；2) 第二大股东为俏尔婷婷原股东夏可才，截至 2021 年 06 月 30 日持股比例 6.36%，并计划自 2021/4/7 至 2021/10/6 内，通过集中竞价方式减持其所持公司无限售条件流通股不超过 820 万股(占公司总股

本的 2.09%)。

近日公告宣布回购股份。1) 公司近日公告宣布以集中竞价的方式进行股份回购, 回购股份的资金总额不低于 1 亿元、不超过 2 亿元, 回购价格不超过 12.82 元/股, 回购期限为 2021/06/03-2022/06/02。2) 公司曾回购股份用于员工持股计划。2018/11/29-2019/05/28 公司进行了股份回购, 所回购的 1486 万股(占当时总股本的比例的 3.57%, 累计支付的资金总额为 1.6 亿元)全部用于公司第二期员工持股计划, 绑定管理层利益。

图表 1: 公司股权结构图 (截至 2021 年 06 月 30 日)

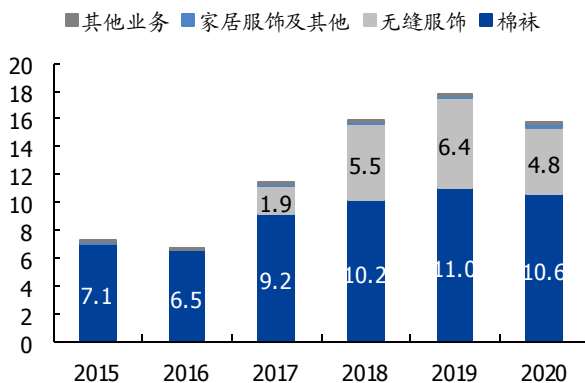


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 业务结构: 棉袜/无缝内衣为主, 深耕运动赛道

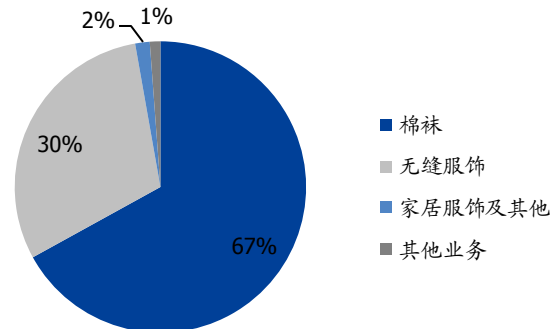
公司以棉袜、无缝内衣为主要品类, 深耕运动细分赛道。公司主营袜类廿余年, 主要生产和出口高品质常规棉袜以及各类体育用袜、特殊功能袜等, 后续公司于 2017 年 6 月收购俏尔婷婷, 切入无缝内衣市场。分品类来看, 当前公司生产所生产的主要产品为针织棉袜、无缝内衣、家居服饰等, 2020 年三大品类业务销售收入分别 10.6/4.8/0.3 亿元, 占营业总收入比重分别 67.0%/30.2%/1.6%。

图表 2: 2015-2020 年公司分业务销售收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

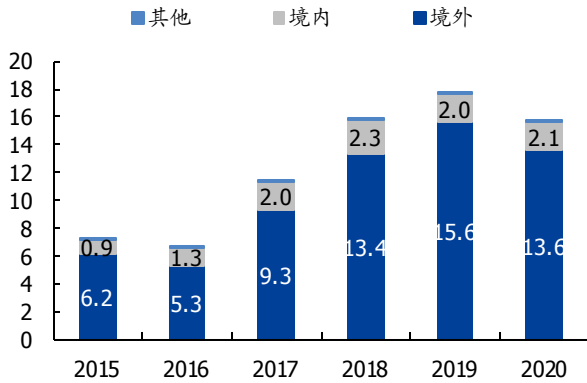
图表 3: 2020 年公司分业务销售收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

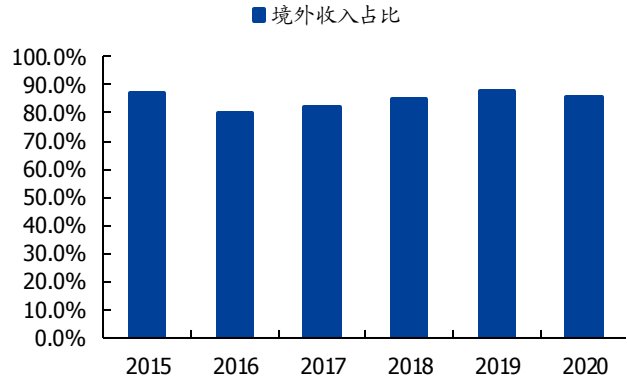
分地区来看：境外为主要销售市场，占比80%+。公司的客户主要为国际头部品牌商，故大部分销售收入来源于境外，主要销售市场包括欧洲、美国、日本、澳洲等，2020年境外/境内销售收入分别为13.6/2.1亿元，2015-2020年境外销售收入占比持续保持在80%以上。

图表 4: 2015-2020 年公司分地区销售收入 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 5: 2015-2020 年公司境外收入占比 (%)



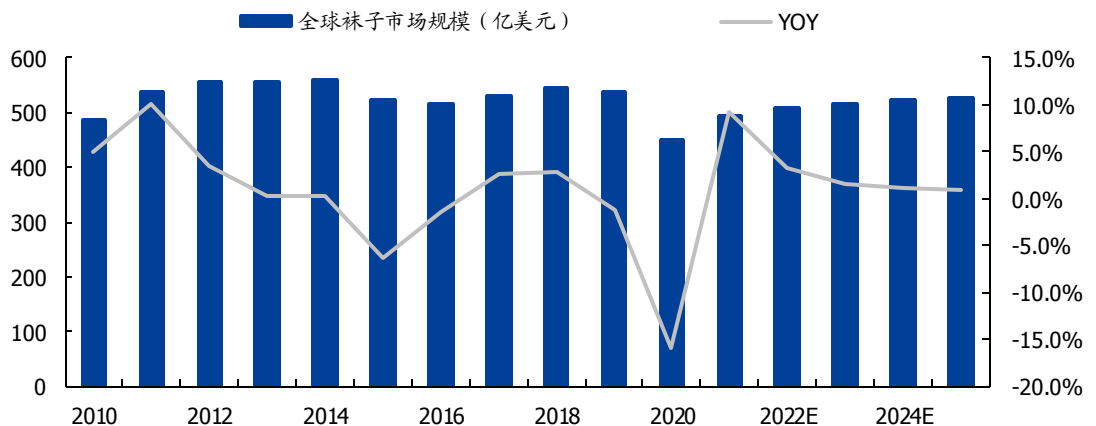
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2. 行业：袜业成熟维稳，无缝空间显著

### 2.1 袜业竞争格局分散，集中度有望提升

棉袜行业市场发展成熟，需求稳定。棉袜作为日常生活的必需品，具备低单价且快消的属性，在全球范围内需求趋于稳定。据 Bloomberg 搭载的欧睿数据库测算，2019/2020 年全球棉袜市场规模 537.4/451.7 亿美元，2010-2019 年 CAGR 为 1.1%，预计 2020-2025 年市场规模 CAGR 为 3.2%，预计到 2025 年达到 527.6 亿美元，整体市场增速较为平稳。

图表 6: 2010-2025E 全球袜子市场规模及 YOY (亿美元, %)



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所测算

产品结构方面，居民需求呈两级分化。对大众消费者而言，中低端棉袜足以满足日常需求，追求低价且物美。但随着居民生活水平的提高，对场景化服饰的需求上升，使得袜子在功能性和审美性上的突破得到重视，愿意为此支付增量价差。延伸出具备排气、排湿、速干、红外保暖、夏季凉感等技术含量较高的功能，以及正装袜、特种袜等搭配各

种场合，跑步袜、登山袜、足球袜、篮球袜、高尔夫球袜等各种体育袜。

图表 11: 各档次棉袜及品牌示例

	价格带	代表品牌	功能	产品图示
低端	5~15元	浪莎	透气、吸湿排汗、保暖	
		南极人	防臭、吸湿排汗、保暖	
	20~30元	优衣库	舒适透气、贴身、结实耐穿、防滑	
	69~149元	NIKE/Adidas	舒适透气、贴身、减震、结实耐穿、防滑、支撑效果、减少滞重感	
中高端	39~80元	厚木	舒适透气、足跟硅胶防掉落、保暖、贴合性	
		迪卡侬	舒适透气、排汗、耐磨、旅行登山、贴合性、减少摩擦	
	169~1000元	FALKE	舒适、防滑、温度调节、吸湿排汗、保暖、旅行登山、贴合性	

资料来源：天猫，国盛证券研究所

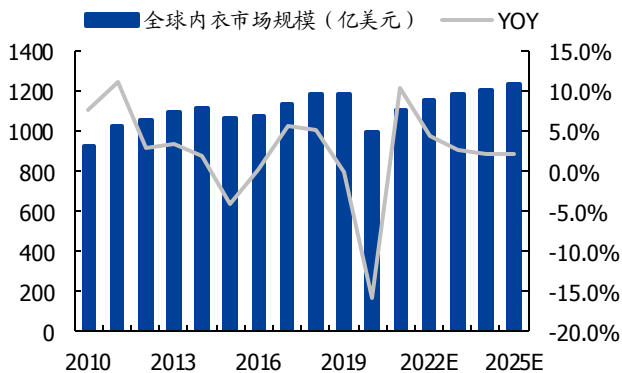


竞争格局来看，行业分散，中高端棉袜呈现产业集中化趋势。据中国海关总署数据，2019年我国出口袜品163.0亿双，出口金额为62.5亿美元（按照IMF公布的2019年美元兑人民币年平均汇率6.91元/美元，2019年我国袜品出口额约为430亿元）。健盛集团作为我国最大的袜业生产商，2019年棉袜销售额11.0亿元（大部分出口销售），占全国总出口金额不到3%，竞争格局分散。然行业正逐渐集中化，中高端袜业趋势更明显，究其原因在于：1）环保监管、成本上行、产品同质化严重导致薄利润等压力下小作坊不堪重负，逐渐清出；2）下游品牌商对产品质量、供应链效率等要求提升，小厂房难以满足；3）龙头制造商具备投入研发设计能力，延伸产业链，从而深度锁定客户；4）规模效应下龙头供应商更具备成本优势。

## 2.2 无缝内衣属新兴品类，市场存在成长空间

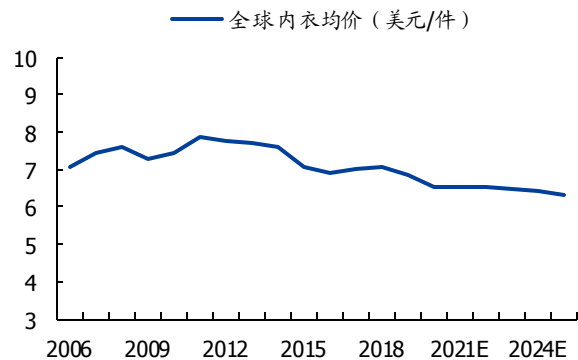
全球内衣市场整体需求增速平稳。广义而言，内衣包括基础内衣、功能内衣以及家居服等，普及程度高，市场发展成熟。据Bloomberg搭载的欧睿数据库测算，2019/2020年全球内衣市场规模分别1185.1/999.5亿美元，2010-2019年CAGR为2.8%，预计2020-2025年市场规模CAGR为4.3%，预计到2025年达到1233.4亿美元，整体市场增速较为平稳。量价拆分来看，我们测算全球内衣单价均价在2011年之前震荡上行，后续呈现下行趋势，目前稳定在6.5美元/件左右。

图表 12: 2010-2025E 全球内衣市场规模及 YOY (亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 13: 2010-2025E 全球内衣均价 (美元/件)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

无缝针织属于纺织新兴产业，顺应高品质高效率，对传统缝制局部替代是趋势。与传统针织技术相比，无缝针织技术不仅解决了对于紧身、塑身、贴身服饰（主要是内衣）的不适感和外观破坏性。同时，无缝针织技术自动化程度高，通过电脑程序修改实现不同品类、规格的产品生产，减轻了生产厂商对劳动力的依赖、设备及生产线的调整压力，同时提高了产品精细程度。

### 3. 竞争优势：构建一体化强大供应链

公司作为细分赛道龙头制造商，通过产品端、生产端构建一体化强大产业链，夯实作为制造商的生存之本。产品层面，公司以棉袜、无缝内衣品类为主，卡位高景气运动赛道，进而深挖品类机会。生产层面，公司持续延伸供应链以提高一体化供应能力，布局越南享受成本与业务协同优势。

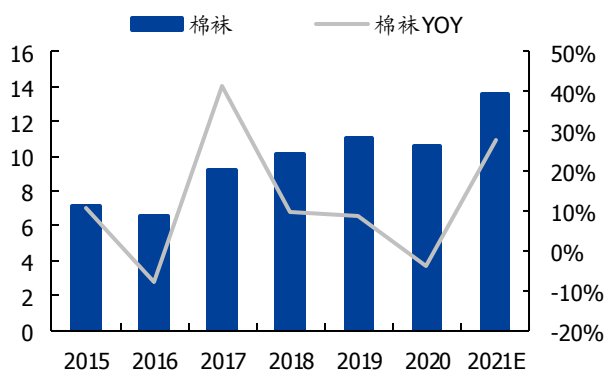
#### 3.1 产品端：卡位运动赛道，以棉袜/无缝内衣深挖品类机会

##### 3.1.1 棉袜：表现稳定，客户优质，产能释放

疫情下棉袜销售表现相对稳定。棉袜业务方面，公司主要生产和出口高品质常规棉袜以及各类体育用袜、特殊功能袜等，客户结构比较丰富、订单量较大，公司战略性优化客户质量与结构，当前客户主要为国际头部运动品牌，如 PUMA、UNIQLO、UNDERARMOUR、GAP、迪卡侬、BONDS、Nike、Adidas 等。且袜类是生活刚需，故销售收入增速相对稳健，2019-2020 年销售收入分别+8.7%/-4.0%至 11.0/10.6 亿元。

订单充沛，产能持续释放，我们预计 2021 年产能 3.5 亿双左右。当前订单充沛，公司持续推进基地建设、释放产能。1) 越南产能方面，公司推进越南海防基地清化工厂棉袜扩建项目，通过织机转移和新增等方式，我们预计 2021 年清化工厂产能有望放量，综合预计全年越南棉袜产量达到 2 亿双左右。2) 国内产能方面，贵州健盛运动服饰有限公司棉袜及辅料项目持续建设，据公司公告，该项目目标年产中高档棉袜 6000 万双，氨纶、橡筋、包覆纱 3500 吨。未来产能有望进一步释放，综合我们预计 2021 年公司产能能够达到 3.5 亿双左右。

图表 7：2015-2021E 棉袜业务收入及 YOY (亿元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

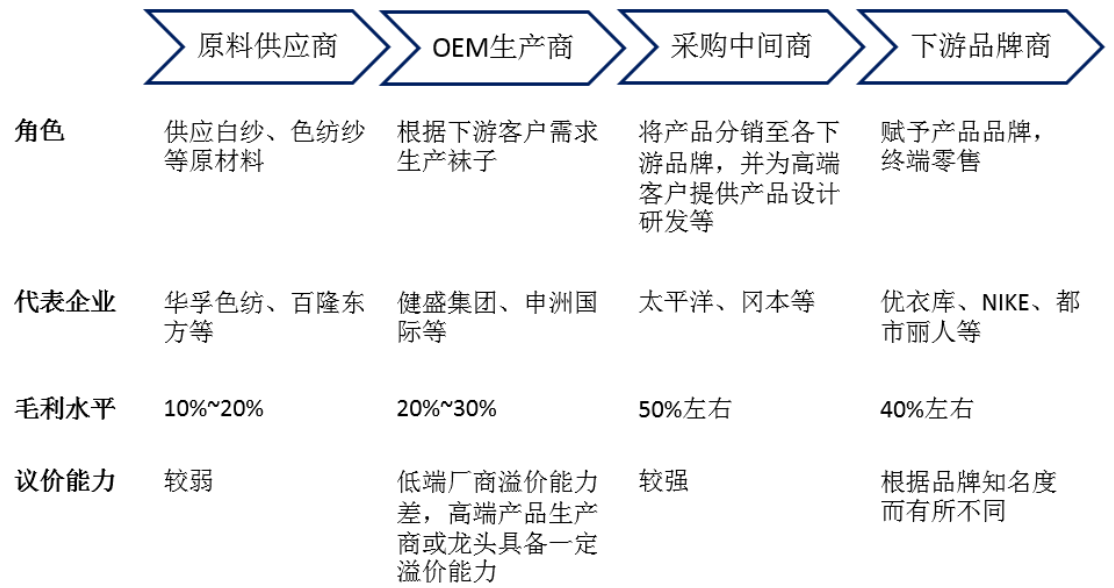
图表 8：棉袜业务主要客户



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

精益化生产，延伸垂直化产业链。公司凭借产业链综合实力提升，推动与下游品牌商直接合作。通常而言，OEM 制造商仅根据客户需求生产产品，对于棉袜这种服饰配件，品牌商往往不参与设计研发，而将该职能赋予知名采购中间商（如优衣库的棉袜采购中间商冈本），采购中间商成为棉袜供应链的核心力量，对上游 OEM 生厂商极具议价能力，且与下游品牌商粘性强，其盈利水平高。公司提升自身设计研发能力、延伸产业链，直接签约品牌商能力增强，打造垂直化产业链。同时，公司推行精益化生产，不断降本增效，为客户提供低成本、高品质、短交期的产品。

图表 9: 袜业生产—销售流程图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算整理

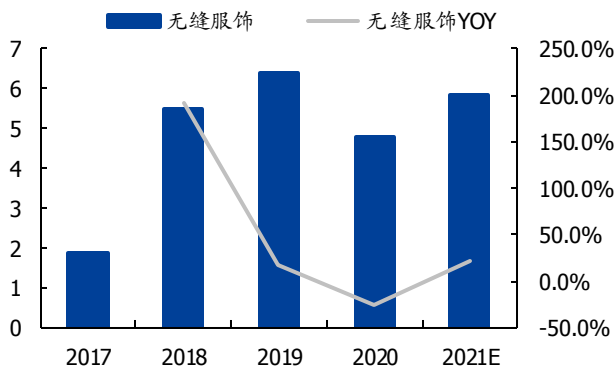
### 3.1.2 无缝业务：疫情下受挫，未来增长潜力大

俏尔婷婷是国内领先的无缝内衣制造商。无缝内衣是指采用三维立体一次性成型针织技术，以人体曲线数据库利用专业织机从纱线到成衣一次性织成的服饰，因此不需要裁剪和缝合，而是在产品的不同部位加织不同的组织结构、从而对身体的不同部位产生不同的压力效果，以此达到支撑、塑性等功。公司具备先进的设备规模优势和多年的生产经验积累，引进顶级意大利圣东尼（SANTONI）无缝内衣针织机 200 多台，能够以多样化的机型实现各种提花与特殊的组织结构。

疫情下受挫，未来增长潜力大。1) 无缝业务 2017-2019 年营收表现较佳，收入 CAGR 高达 84.6%，2019 年收入 6.4 亿元。2) 2020 年在疫情的冲击下，无缝业务由于客户较为集中、承受较大的订单风险，营收及效益均出现大幅下滑，2020 年销售收入大幅下滑 25.2%至 4.8 亿元，公司计提俏尔婷婷商誉减值 5.54 亿元。3) 据我们跟踪，当前公司无缝业务客户端着力拓展新客户，我们判断 2021 全年无缝业务收入及利润能够恢复到较好状态。

- **客户端，调整恢复老客户、持续拓展国内外新客户。**无缝业务方面，公司当前客户较为集中，主要客户包括优衣库、迪卡侬、UA（DELTA）和 NIKE。高度集中的客户在疫情期间使得公司承受较大风险，疫情逐渐恢复后公司重点发力无缝业务新客户的拓展，同时加深维护老客户、提升合作关系的粘性。公司棉袜业务客户优质，利于协助无缝业务开发新客户。公司棉袜业务与无缝内衣业务均属于内衣类制造，且定位均为各子行业中高端产品，下游客户可以相互引流，达成协同，未来有望提高公司整体在客户中的议价权。
- **产能端，发力扩张越南及贵州产能。**据公司公告及我们追踪，2021 年公司持续推进贵州鼎盛生产基地的扩建，扩产扩建无缝针织运动服饰项目，同时推进越南兴安基地无缝内衣二期工程及配套设施建设，无缝业务产能有望快速增长。

图表 10: 2017-2021E 无缝内衣收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 俏尔婷婷主要客户



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

盈利质量整体佳, 疫情下毛利率大幅下降, 后续有望恢复正常。1) 运动内衣是主要品类。当前公司的无缝内衣主要为运动内衣系列、基础内衣系列、修身美体系列等, 其中运动内衣 2019-2020 年销售收入分别 4.5/3.3 亿元, 占无缝业务的 70.6%/68.9%。2) 无缝业务赛道较优, 由于无缝工艺对于机器设备、技术水平相对要求较高, 因此一般情况下其毛利水平较公司的棉袜业务更高, 2019 年公司棉袜/无缝业务毛利率分别 27.5%/32.8%, 疫情下订单波动致使无缝业务毛利率异常偏低, 2020 年棉袜/无缝业务毛利率降至 22.5%/14.3%, 我们判断无缝业务盈利水平后续有望恢复正常, 有望成为利润层面的重要增长点。

图表 12: 俏尔婷婷基础内衣/修身美体/运动内衣系列产品示例



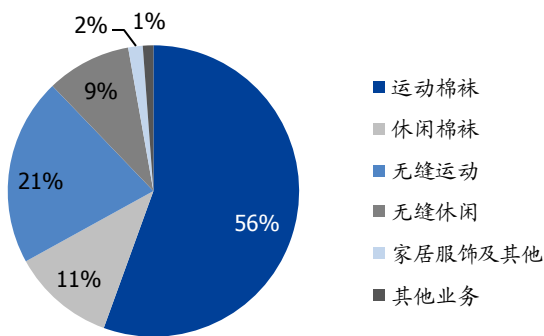
资料来源: 俏尔婷婷官网, 国盛证券研究所

### 3.1.3 运动品类机会明显，赛道优质

公司以运动品类收入占七成，卡位优质赛道。细分来看，棉袜又分为针织运动棉袜、针织休闲棉袜，无缝服饰（主要是无缝内衣）可分为无缝运动服饰、无缝休闲服饰。我们将其中的针织运动棉袜、无缝运动服饰统称为运动品类产品，2020年运动品类销售收入共计12.1亿元（运动棉袜/无缝运动服饰分别8.8/3.3亿元），占营业总收入约76.4%（运动棉袜/无缝运动服饰分别56%/21%）。运动类产品在收入和盈利质量层面一贯有较好表现，我们认为公司产品结构较为优质，其中存在品类机会：

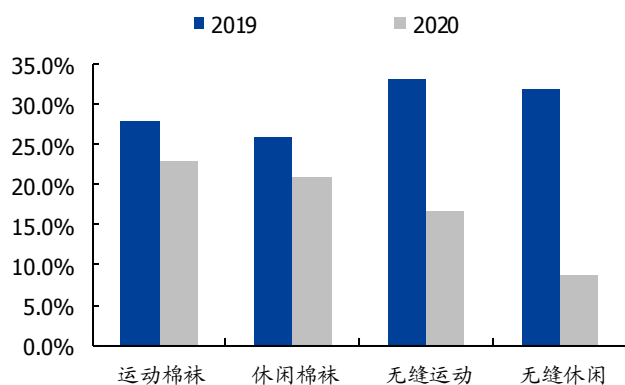
- 销售方面，运动鞋服消费终端延续一贯高景气、疫情以来快速恢复，带动公司制造端运动品类订单回暖迅速。在疫情冲击下，2020年运动品类销售收入仅下跌5.8%，同期非运动品类销售收入下跌25.6%。
- 盈利质量方面，运动品类表现好于非运动品类。运动类产品一般具备功能属性，对于面料、生产工艺相较普通服饰更高，公司2019-2020年运动棉袜产品毛利率分别28.0%/22.9%，较同期休闲棉袜产品高2.2/1.9PCTs；无缝运动产品毛利率分别33.1%/16.8%，较同期无缝休闲产品高1.2/8.0PCTs。

图表 13: 2020 年公司分业务销售收入占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 2019-2020 年公司分业务销售毛利率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 3.2 生产端：规模提升、境外布局、延伸产业链，尽显优势

### 3.2.1 产能规模有望持续提升

产业线日益完善，扩产顺利推进。公司总部位于杭州，当前在中国的浙江、贵州，以及越南的海防、兴安、清化等地设有生产基地，同时在日本东京设有开发销售公司，同时日渐完善产业链布局，向上游延伸出染色、橡胶厂、氨纶线等加工工厂。据公司公告，截至2020年末，公司约有8000名员工，现阶段年产能棉袜3亿双、无缝内衣2200w+件，是全球产能规模最大的袜品企业和前列的无缝内衣制造商。

公司扩产计划受疫情影响有推延，但整体方向不改，目前持续推进贵州、越南产能建设，预计未来产能能够保持稳健增长。未来随着越南产能不断释放，其订单随之增加，业绩增速可观。

图表 15: 公司主要生产基地情况 (信息来自公司官网)

	工厂名称	简介	品类	占地面积
中国	杭州智慧化工厂	健盛自动化程度最高的标志性工厂, 产能 3000 万双中高端袜品, 2018 年年底投产	袜子	4 公顷
	江山产业园	生产各类袜子, 四个工厂已投产, 每个工厂 500 台袜机, 分别主要为迪卡侬/UA/PUMA/STANCE 生产, 另有两个工厂在建设中。	袜子	30 公顷
	绍兴生产基地	生产无缝内衣, 年产能超 1000 万件。	无缝	4 公顷
	贵州生产基地	生产无缝内衣, 年产能超 1000 万件。	无缝	4 公顷
越南	越南海防生产基地	生产各类袜子。第一工厂 1000 台袜机, 为 H&M、UA、H&M 提供生产; 第二工厂 500 台袜机, 为 UNIQLO 提供生产; 第三工厂 500 台袜机, 为 PUMA 提供生产; 第四工厂正在建设中, 计划投入 500 台袜机。	袜子	10 公顷
	越南兴安生产基地	生产色纱、尼龙、氨纶等袜子所需原材料, 年产能 9000 吨; 无缝工厂建设中。	上游、无缝	9 公顷
	越南清化生产基地	项目建设中, 规划 2000 台袜机, 年产 1.5 亿双袜品。	袜子	10 公顷

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 3.2.2 延伸产业链, 一体化生产提升供应能力

公司在深耕成品生产的同时, 向上游延伸、构建一体化产业链, 为从质、速量方面提升订单的供应能力打下坚实的产业链基础。

**织机种类齐全, 建设辅料生产工厂。**袜子的生产与其他纺织品同之处在于不需要面料再织造而是通过纱线直接织成, 因而针对不同类型、不同款式的袜子织机不能通用。公司生产棉袜种类繁多, 同质化程度低, 定位中高端, 产能在行业内处于领先水平, 具备一定竞争壁垒。同时还建立了橡筋线、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂, 配备刺绣、点塑、辅饰等工序。

**解决染色瓶颈, 提升生产效率。**行业内袜子生产商往往对纱线、涤纶等原材料进行采购后外包给染色工厂进行加工后再织造。但是袜子业务量小, 且颜色需求广而杂, 染色工厂往往难以满足其要求, 并且时常受环保限制导致停工延期, 导致袜子生厂商产生染色偏差或无法保证交期等问题。据公司公告, 公司 2012 年至今公司建有一套设计日处理能力 1000t 的染色废水处理设施, 为保证产品的质量与交期, 向上延伸产业链, 在国内与越南都配置了印染项目, 解决染色瓶颈。

图表 16: 公司主要参股控股子公司业务性质

名称	业务性质
杭州健盛	生产各类袜子
杭州乔登	生产袜子; 销售公司生产的产品
江山针织	袜子和辅料的生产及销售
江山思进	橡胶筋线、氨纶线、刺绣; 袜子的加工、生产、销售
江山新材料	氨纶橡胶筋、纱线研发、生产、销售
健盛越南	生产各类袜子
健盛印染	生产和加工纱线、染色、织造服装
俏尔婷婷	生产针织内衣、服装等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 公司具备一体化产业链



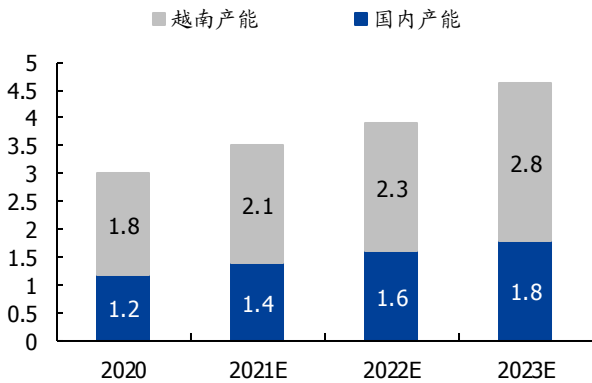
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 3.2.3 率先布局越南, 强化业务协同效应

公司建设境内、境外双覆盖的生产基地布局。公司于 2013 年开始生产基地境外布局, 目前在越南已规划建设了三大生产基地, 包括越南海防、越南清化的棉袜工厂, 及越南兴安的无缝工厂等, 满足棉袜织造、辅料加工生产以及染色工艺, 完成全产业链布局。

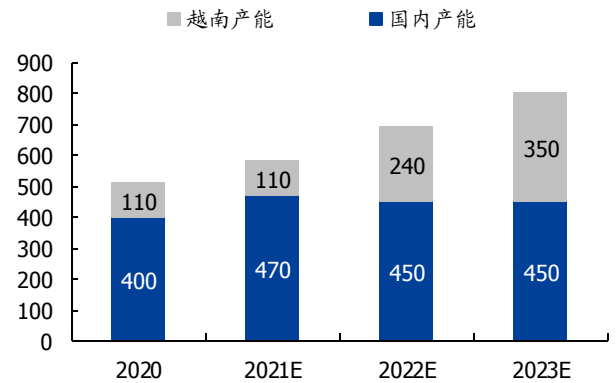
我们预计未来公司产能扩张仍主要集中在越南地区。根据官网及公告信息, 我们追踪各生产基地建设情况, 我们估算: 当前棉袜业务国内/越南产能占比分别约 40%/60%, 无缝业务国内/越南产能占比 80%/20%, 我们估计随着越南兴安无缝工厂的建设, 未来无缝业务境外占比有望提升。

图表 18: 2020-2023E 棉袜产能及分布 (亿双)



资料来源: 官网及公告信息, 国盛证券研究所测算, 注: 根据官网及公告信息测算, 仅供参考。

图表 19: 2020-2023E 无缝内衣织机数量及分布 (台)



资料来源: 官网及公告信息, 国盛证券研究所测算, 注: 根据官网及公告信息测算, 仅供参考。

当前行业整体产业链迁移趋势明显, 公司布局越南生产基地, 在强化业务范围与产业链布局的协同效应的同时, 有效提高抗国际风险能力。同时越南地区的税收及出口优势、人力成本、资源成本, 为使得公司有效增强供应链核心竞争优势。

产业转移东南亚地区是行业趋势。纺织制造业在全球经历了四次产业转移 (欧盟等地—>美洲—>亚洲四小龙—>中国沿海等地), 中国作为全球纺织制造品出口大国, 随着经济快速增长, 劳动力等成本随之上涨, 故产业自上而下出现向东南亚各国转移的趋势。越南地区除了在员工工资、水电费用、地租成本等方面具备优势, 在税收方面更利于外资建厂生产、出口; 同时存在原材料采购依靠进口、员工培训等隐性成本。

- **成本优势:** 1) 员工工资水平较低; 2) 水电费用均低于国内水平; 3) 土地租金普遍低于国内, 部分厂房土地免租金。
- **税收政策:** 1) 所得税低于国内水平, 同时在 VSIP 工业区的企业享有有“四免九减半”的优惠政策; 2) 出口各国关税优惠 (详见表《中越生产成本对比一览》)
- **劣势:** 原材料采购不便, 主要依靠进口; 员工效率较低, 需要磨合与培训等隐性成本。

图表 20: 中越生产成本对比一览

	中国	越南
月平均工资	6007 元 (2018 年制造业城镇单位就业人员平均工资)	2146 元 (2018 年制造业国企人员平均工资)
三年工资复合增速	9.22%	6.63%
15-64 岁人口数	98914 万	6645 万
15-64 岁人口占比	70.65%	69.55%
出口关税	日本: 7% 美国: 14%  欧盟: 2016 年 4 月 1 日, 欧盟将中国纺织服装进口关税由 9% 提高到 12%	日本: 免征关税 美国: 14% (若越南加入 TPP 组织后, 免征关税) 欧盟: 2018 年《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA) 正式生效, 根据协议, 越南 86% 的商品出口欧盟将享受零关税, 7 年后, 该数字将达到 99%。
所得税	25% (满足一定条件为 15%, 纺织服装类企业一般不满足)	20% (企业所得税优惠: A 区享受 4 年免税优惠 (从产生纯利润起计算, 最迟不超过 3 年), 免税期满后 9 年征收 5%, 紧接 6 年征 10%, 之后按普通项目征税; B 区享受 2 年免税优惠 (从产生纯利润起计算, 最迟不超过 3 年), 免税期满后 4 年征收 7.5%, 紧接 8 年征 15%, 之后按普通项目征税。)
土地租金	600-800 元/平米	200-300 元/平米; 土地租金优惠项目: 租用 A 区土地最长减免 15 年; B 区最长减免 11 年。
工业用水	约 3.22 元/吨	约 4.1 元/吨
工业用电	约 0.8 元/度	约 0.4 元/度

资料来源: 越南国家统计局, 中国国家统计局, 世界银行数据库, 国盛证券研究所

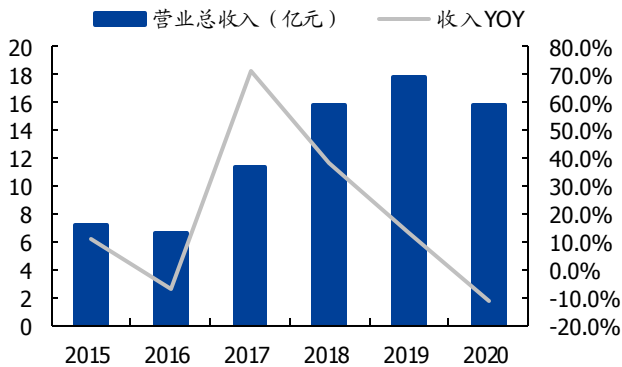


## 4. 财务分析：疫情前盈利能力位居中上游，疫情后调整发力

**收入端：疫情前收入/业绩稳健增长，疫情下表现受无缝拖累。**公司处于棉袜细分领域行业龙头，具有较强获取客户维持订单能力。

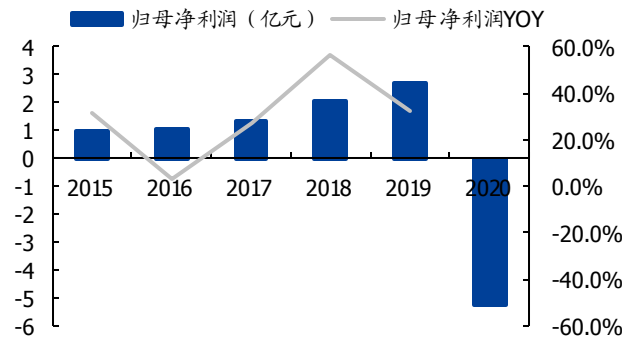
- **伴随规模扩张，收入/业绩稳健增长。**2016年公司首次出现营收增速下降，主要受土耳其政局不稳影响导致流失迪卡侬大订单，2017年影响消弭，迪卡侬订单回流，公司迅速调整客户管理战略，同时收购俏尔婷婷，2017-2019年收入分别增长71.4%/38.6%/12.9%至11.4/15.8/17.9亿元，业绩增长26.9%/56.1%/32.5%至1.3/2.1/2.7亿元，收入增速较同行业位于前列。
- **受无缝拖累，疫情下表现受压。**2020年疫情对订单销售造成影响，收入下滑11.1%至15.8亿元（主要系无缝业务下滑25.2%至4.8亿元所致），业绩下滑至-5.3亿元（主要系无缝业务俏尔婷婷计提商誉减值5.54亿元所致）。我们预计后续无缝业务调整客户结构，未来销售收入及业绩能够持续增长。

图表 21: 2015-2020 年公司营业收入及 YOY (亿元, %)



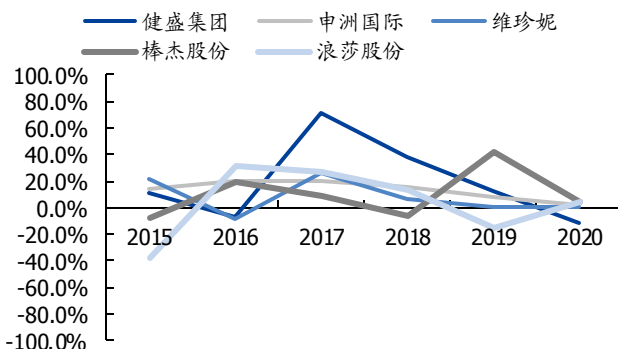
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2015-2020 年公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



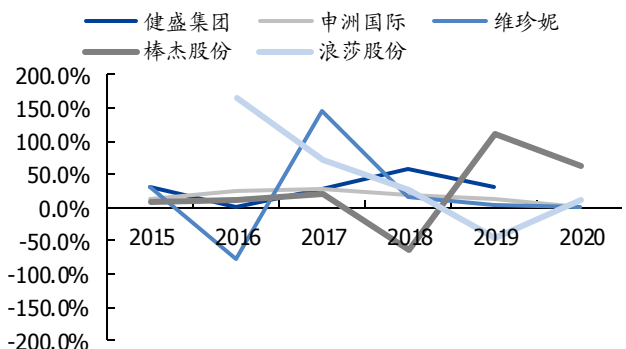
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2015-2020 年同行业公司营业总收入增速对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2015-2020 年同行业公司归母净利润增速对比 (%)

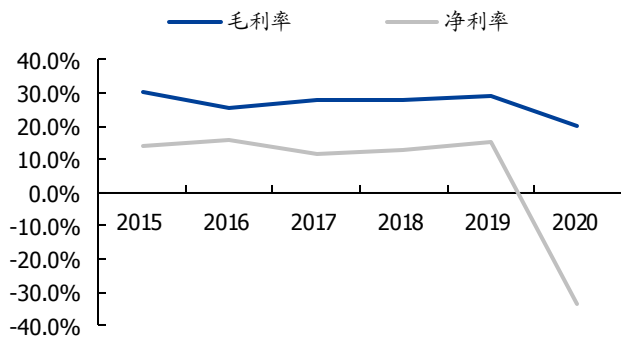


资料来源: wind, 国盛证券研究所

**毛利率：行业中上游水平。**2015-2019年公司毛利率始终维持在30%左右，2020年下跌至20.1%，后续随订单情况恢复正常有望恢复至原水平。公司毛利率能够维持行业中

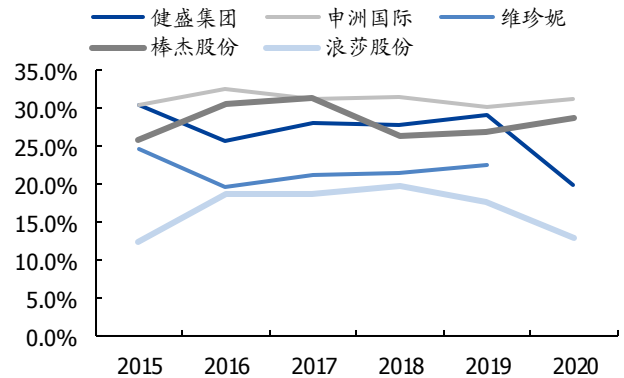
上游水平，主要系：1) 销售端，公司生产棉袜中高端产品及无缝内衣产品，同质化水平较低，工艺难度较高，具有一定竞争壁垒，高售价奠定高毛利基础；2) 成本端，公司规模优势明显，单位产出成本相对较低。

图表 25: 2015-2020 年公司毛利率/净利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 2015-2020 年同行业公司毛利率对比 (%)

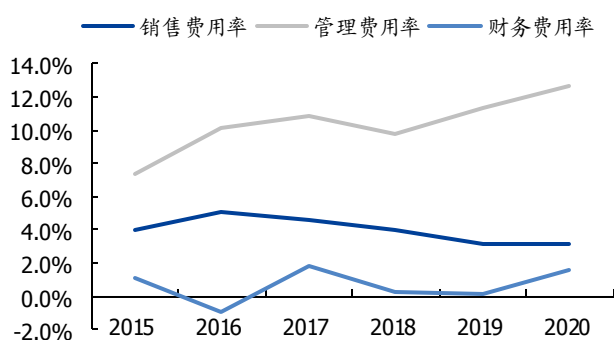


资料来源: wind, 国盛证券研究所

**期间费用率: 整体把控良好。**1) 公司管理费用基本呈现上升趋势, 主要由于布局越南工程增加管理费用等原因。2017 公司兼并俏尔婷婷工资薪酬、运输费用等系列成本, 2020 年管理费用率显著上升, 主要系 2020 年公司实施第二期员工持股计划、股份支付费用摊销所致。2) 销售费用呈平稳下降趋势, 主要系越南产能逐步释放、销售成本降低、新收入准则等原因所致。

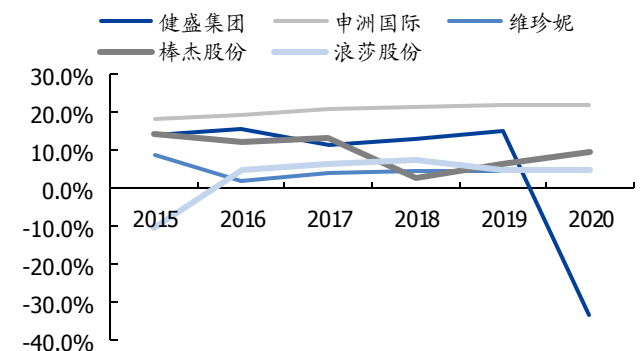
**净利率: 产品结构优化、控本增效, 净利率水平有望反弹并持续提升。**公司净利率水平维持在 10%~15% 左右, 与业内其他公司比位于前列, 其中 2017 年并表俏尔婷婷后, 业绩进一步增厚。2020 年疫情下计提商誉减值净利率水平异常, 未来随着公司控本增长、运动类快速增长带来产品结构优化, 净利率有望进一步提升。

图表 27: 2015-2020 年公司销售/管理/财务费用率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2015-2020 年同行业公司净利率对比 (%)

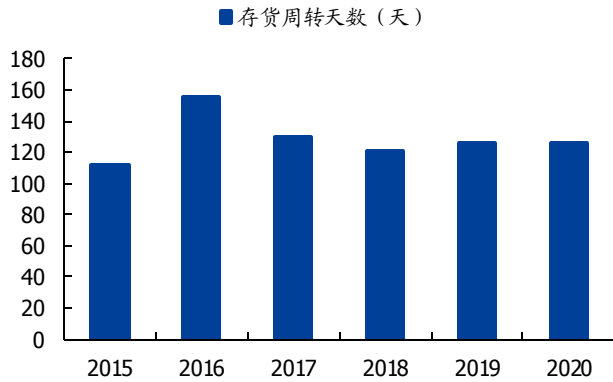


资料来源: wind, 国盛证券研究所

**存货周转: 严格把控库存管理, 存货周转稳定。**2013~2016 年, 公司存货周转天数上行, 主要系公司越南工厂逐步投产, 原材料备货及产品增加导致存货上升, 2016 年末越南印染公司、越南健盛公司期末原材料库存同增 70.05%。2017 年以来库存周转情况转好, 公司在疫情下严格管理控制存货, 合理规划生产, 2017-2020 年存货周转天数分别 130/121/126/126 天。

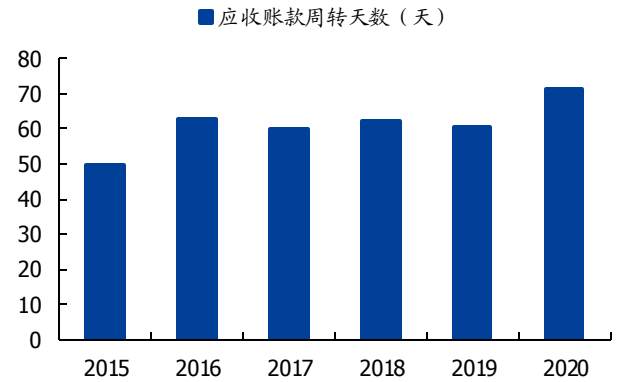
**应收账款周转：**疫情下客户延长信用期，短期周转天数上升。公司应收账款周转天数在2016-2019年期间保持稳定，2020年同比增长11天至71天，主要系受新冠疫情影响、部分客户延长回款信用期所致。

图表 29: 2015-2020 年存货周转天数 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

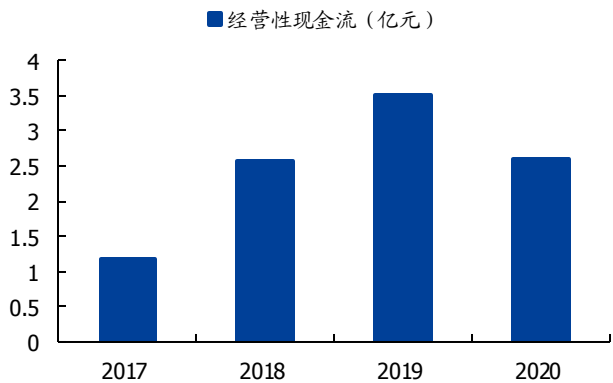
图表 30: 2015-2020 年应收账款周转天数 (天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

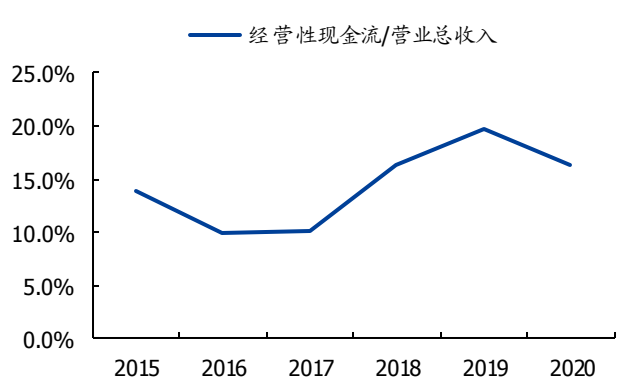
**现金流：**2017-2019 年经营性现金流占营业收入比重提升。随着公司销售收入增长，2017-2019 年公司经营性现金流持续提升，分别 1.2/2.6/3.5 亿元，占营业总收入的 10.2%/16.4%/19.7%。2020 年收入/业绩均有下滑，经营性现金流 2.6 亿元，占营业总收入的 16.4%。

图表 31: 2017-2020 年经营性现金净流量 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 2015-2020 年经营性现金净流量占营收比重 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

**收入端：**我们根据对于公司国内及越南生产基地产能建设情况的跟踪，针对未来公司产能规模及分布进行测算，并基于产能利用率、产销率稳定的假设，分别对未来棉袜、无缝内衣业务的销售收入进行预计估算。我们预计 2021-2023 年公司主营业务收入分别 19.7/22.9/26.9 亿元，同比增长 25.6%/16.7%/17.5%。分业务拆分来看：

图表 33: 2020A-2023E 公司产能拆分预测 (万双, 台)

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>棉袜 (万双)</b>				
国内产能	12000	14000	16000	18000
越南产能	18000	21100	23100	27600
越南占比	60.0%	60.1%	59.1%	60.5%
合计	30000	35100	39100	45600
<b>无缝内衣 (台织机)</b>				
国内产能	400	470	470	470
越南产能	110	110	220	330
越南占比	21.6%	19.0%	31.9%	41.3%
合计	510	580	690	800

资料来源：官网及公告信息，国盛证券研究所测算。  
 注：根据官网及公告信息测算，仅供参考。

- **棉袜业务：1) 产能层面：**根据官网及公告信息，我们预计公司 2021-2023 年棉袜产能规模分别达到 3.5/3.9/4.6 亿双左右，其中国内产能预计分别 1.4/1.6/1.8 亿双，越南产能达到 2.1/2.3/2.8 亿双左右，我们测算当前越南的棉袜产能占比 60% 左右，我们预计未来比例保持平稳。**2) 订单层面：**根据产能增速预判，我们预计 2021-2023 年公司棉袜业务订单收入规模分别 13.5/14.9/16.5 亿元，同比增长 27.6%/10.3%/10.8%。其中，我们预计运动类产品增速快于休闲类产品，预计同期运动棉袜产品销售收入分别 11.4/12.7/14.1 亿元，预计休闲棉袜销售收入 2.1/2.2/2.4 亿元。
- **无缝内衣业务：1) 产能层面：**根据官网及公告信息，我们对国内及越南无缝织机的数量情况及投产准备进行跟踪，预计公司 2021-2023 年无缝织机分别为 580/690/800 台，其中国内预计保持 470 台左右不变，越南预计分别 110/220/330 台。我们测算当前越南无缝业务产能占比在 20% 左右，预计随着越南无缝基地建设的推进，无缝业务的越南产能预计持续增长。**2) 订单层面：**根据产能建设推进情况，我们预计 2021-2023 年公司无缝业务订单收入规模分别 5.9/7.7/10.1 亿元，同比增长 22.4%/32.1%/31.0%。其中，我们预计同期无缝运动服饰销售收入 4.1/5.6/7.5 亿元，无缝休闲服饰销售收入预计 1.7/2.2/2.6 亿元。
- **家居服饰业务：**我们判断这部分业务收入增速较为稳定，预计 2021-2023 年家居服饰业务销售分别 0.27/0.28/0.30 亿元。

图表 34: 2019A-2023E 公司收入拆分预测 (万元, %)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	178,037	158,245	198,822	231,991	272,643
主营业务收入	176,086	156,399	196,503	229,285	269,463
YOY	11.9%	-11.2%	25.6%	16.7%	17.5%
棉袜销售收入	110,422	105,993	135,251	149,128	165,189
YOY	8.7%	-4.0%	27.6%	10.3%	10.8%
占比	62.7%	67.8%	68.8%	65.0%	61.3%
其中: 运动棉袜	83,108	87,881	114,245	126,812	140,762
休闲棉袜	27,314	18,112	21,006	22,315	24,427
无缝销售收入	64,010	47,852	58,570	77,342	101,318
YOY	16.8%	-25.2%	22.4%	32.1%	31.0%
占比	36.4%	30.6%	29.8%	33.7%	37.6%
其中: 无缝运动	45,217	32,966	41,207	55,630	75,100
无缝休闲	18,793	14,886	17,363	21,712	26,217
家居服饰收入	1,654	2,554	2,682	2,816	2,956

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

**盈利质量端:** 1) 毛利率层面, 我们判断随着公司产品结构改善、规模效应带来成本优化, 预计公司 2021-2023 年毛利率呈现提升之势, 分别 29.0%/29.7%/29.7%。2) 费用率层面, 考虑到公司持续减负提效、员工持股计划等因素, 我们预计公司销售费用率逐年略有下降, 2021-2023 年分别 2.6%/2.4%/2.3%, 我们根据公司员工持股计划产生的费用预计摊销情况, 预计 2021-2023 年管理费用率分别 9.0%/8.2%/7.7%, 研发费用率预计略有提升, 分别 2.9%/3.1%/3.2%。3) 综上因素, 我们预计 2021-2023 年公司净利率分别 12.1%/12.6%/13.0%。

表 35: 2019A-2023E 公司毛利率/费用率/净利率预测 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.2%	20.1%	29.0%	29.7%	29.7%
销售费用率	3.1%	3.2%	2.6%	2.4%	2.3%
管理费用率	8.5%	9.8%	9.0%	8.2%	7.7%
研发费用率	2.8%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%
净利率	15.4%	-33.3%	12.1%	12.6%	13.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

**利润端:** 综合考虑各项业务的产能、销售及经营情况, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.40/2.92/3.54 亿元, 同比分别大幅增长/增长 22.0%/增长 21.2%, 对应 EPS 分别为 0.61/0.74/0.90 元。

## 5.2 估值与投资建议

**绝对估值:** 按照 DCM 模型 FCFF 估值法, 假设永续增长率为 4%、市场预期收益率为 10%、贝塔值为 1.14, 则 WACC 为 9.33%, 测算得出目标价 11.9 元, 对应 2021 年 PE 为 20 倍。再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 得出估值区间为 10.6~13.6 元, 对应 2021 年 PE 为 17~22 倍。

图表 36: 公司绝对估值敏感性

永续增长率 g WACC	3.29%	3.46%	3.63%	3.81%	4.00%	4.20%	4.41%	4.63%	4.86%
<b>7.67%</b>	15.5	16.0	16.5	17.2	17.9	18.8	19.8	21.1	22.6
<b>8.06%</b>	14.1	14.5	15.0	15.5	16.1	16.8	17.6	18.6	19.7
<b>8.46%</b>	12.9	13.2	13.6	14.0	14.5	15.1	15.7	16.5	17.4
<b>8.88%</b>	11.8	12.1	12.4	12.7	13.1	13.6	14.1	14.7	15.4
<b>9.33%</b>	10.8	11.1	11.3	11.6	<b>11.9</b>	12.3	12.7	13.2	13.8
<b>9.79%</b>	10.0	10.2	10.4	10.6	10.9	11.2	11.5	11.9	12.3
<b>10.28%</b>	9.2	9.3	9.5	9.7	9.9	10.2	10.5	10.8	11.1
<b>10.80%</b>	8.5	8.6	8.7	8.9	9.1	9.3	9.5	9.8	10.1
<b>11.34%</b>	7.8	7.9	8.0	8.2	8.3	8.5	8.7	8.9	9.1

资料来源: 国盛证券研究所测算

**相对估值:** 我们认为公司未来发展路径对标制造业龙头申洲国际 (2313.HK)。健盛集团当前股价 8.59 元, 对应 2021~2023 年 P/E 为 14/12/10 倍, 我们认为公司当前估值较低, 对比可比公司平均 P/E 为 26/22/18 倍而言, 有较大上行空间。

图表 37: 可比公司估值表 (股价截至 2021/07/16)

公司代码	公司简称	股价	EPS (元/股)				PE		
			2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603558.SH	健盛集团	8.59	-1.34	0.61	0.74	0.90	14	12	10
300979.SZ	华利集团	99.96	1.61	2.2	2.73	3.34	45	37	30
601339.SH	百隆东方	6.01	0.24	0.58	0.65	0.78	10	9	8
2313.HK	申洲国际	166.60	3.40	4.02	4.8	5.56	35	29	25
行业平均							26	22	18

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所测算

注: 申洲国际股价单位为港元; 百隆东方预测 EPS 为 Wind 一致预期值, 其他公司预测 EPS 来自国盛证券研究所测算。

**投资建议。** 公司是领先的针织运动服饰制造商, 以棉袜、无缝内衣为主要品类, 具备全产业链延伸、越南产能布局优势, 未来随着产能扩张订单有望随之增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.40/2.92/3.54 亿元, 对应 EPS 分别为 0.61/0.74/0.90 元。当前价格 **8.59 元**, 对应 **2021 年 PE 为 14 倍**。给予目标价 **11.9 元**, 对应目标市值 **46.9 亿元**, 对应 **2021 年 PE 为 20 倍**, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**新冠疫情影响超预期, 东南亚地区疫情反复:** 新冠疫情情况对于消费环境造成影响, 如果疫情持续时间及范围超预期, 消费景气下行或传导至上游制造企业订单端。2021 年上半年东南亚疫情仍有反复, 公司部分产能布局越南, 生产端可能会受到影响。

**汇率异常波动风险:** 公司约有 80% 以上的出口产品, 人民币升值将会导致公司利润下滑, 故汇率异常波动则会影响到公司利润水平。

**越南政策变化风险:** 我们预计公司在越南产能比例未来将持续上升, 如果越南外贸政策、税收政策修改, 预计将会对公司利润带来一定影响。

**客户订单转移风险:** 若重要客户订单转移将会对公司营业收入以及业绩带来较大影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com