

审慎推荐-A (维持)

健盛集团 603558.SH

目标估值: NA 元

当前股价: 27.51 元

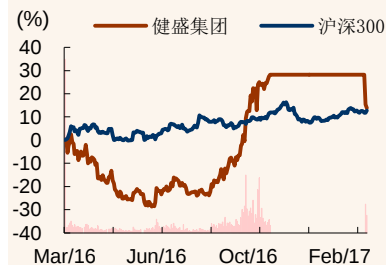
2017 年 03 月 13 日

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	37050
已上市流通股(万股)	11550
总市值(亿元)	102
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	6.5
资产负债率	21.4%
主要股东	张茂义
主要股东持股比例	43.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	32	17
相对表现	-10	29	3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《健盛集团(603558)一袜业迎业绩拐点 收购无缝内衣制造龙头强化品类布局》2017-03-10
- 2、《健盛集团(603558)一老订单回流业绩逐步修复 新订单释放驱动明年成长性》2016-10-24
- 3、《健盛集团(603558)一订单转移影响短期业绩 新客户开发能力驱动未来发展》2016-08-03

孙好

010-57601717

sunyu2@cmschina.com.cn

S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn

S1090516090006

老订单回流+新订单增量 17年业绩拐点将现

公司是国内领先的棉袜生产企业,技术领先,设备先进,市场竞争力及盈利能力较强。尽管 16 年上半年面临国际市场不振及迪卡侬订单转移的困境,但下半年开始老客户订单回流,且新增客户订单及国内市场也将有所弥补,预计 17 年业绩有望迎来拐点。考虑到今年订单相对明确,且增长较快,在新增产能释放的保障下,收入及毛利率水平均存在提升的可能,但自有品牌的开拓目前还有待观察,若试水成功则有望打开新的发展空间。目前公司市值 102 亿元,对应 2017 年 PE 61.6X,因公司具有次新属性,短期估值较高,考虑到在公司停牌期间,大盘最高跌幅达到 5.5%,预计当前仍存在补跌的可能。但考虑到今年公司新客户订单上量,预计收入将体现出较大弹性,且俏尔婷婷的收购亦能增厚公司业绩,因此,震荡市下,股价若有所回落,仍可积极关注布局。

- 订单转移及 G20 停工影响 16 年业绩,但整体基本符合预期。公司发布年报,2016 年收入/营业利润/归属上市公司净利润分别为 6.64/0.79/1.04 亿元,同比增长-7.12%/-37.04%/2.24%,基本每股收益 0.29 元,分红预案为每 10 股派发现金红利 1 元(含税),销售收入有所下滑主要是受上半年土耳其订单转移至土耳其所致,且下半年 G20 的召开导致停工影响。分季度来看,16Q4 公司收入/归属上市公司净利润分别为 1.85/-0.01 亿元,同比增长 13.75%/-108.29%,下半年因土耳其政局不稳,部分老订单回流及新客户订单增加,使得 Q4 公司收入恢复正增长,净利润下滑主要是受营业外收入的影响。
- 迪卡侬订单转移影响贴牌业务收入,自有品牌建设稳步推进。16 年公司贴牌业务实现收入 6.38 亿元,同比下降 8.66%,主要原因是迪卡侬是公司 2015 年第一大客户,全年销售额达 1.6 亿元(占公司全部收入比重超过 20%),2016 年因土耳其货币贬值导致生产成本低于公司,且地理位置更具优势,迪卡侬将在中国采购的订单量由原有的 70%降低至 30%,订单销售降至 3000-4000 万的水平,同比减少 1 亿+。自有品牌方面,16 年公司积极建设 JASAN HOME,新开设店铺 27 家(直营店 3 家+加盟店 24 家),实现收入 0.24 亿元,同比增长 102.63%。同时,公司积极推进线上业务,完成天猫、京东平台网上直营店的开设,退货率仅为 3.5%,实现收入 0.06 亿元(+301.59%),占营收比重 0.93%(较去年增加 0.71PCT)。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	715	664	933	1222	1493
同比增长	11%	-7%	41%	31%	22%
营业利润(百万元)	125	79	139	198	233
同比增长	32%	-37%	77%	43%	17%
净利润(百万元)	101	104	120	166	192
同比增长	32%	2%	16%	38%	16%
每股收益(元)	0.34	0.28	0.32	0.45	0.52
PE	81.4	98.4	85.1	61.6	53.1
PB	10.7	5.5	5.7	5.4	5.0

资料来源: 公司数据、招商证券

- **毛利率下滑、费用率上升拖累净利润，但营业外收入拉动净利润增长。**受“平价”策略以及对迪卡侬老订单价格上让步得影响，2016 年公司综合毛利率 25.75%，同比下降 4.85PCT。费用率方面，由于公司加大产品研发投入，开拓内销市场，布局自有品牌，期间费用率同比上升 1.87PCT 至 14.26%，销售/管理费率的同比上升 1.08/2.78PCT 至 5.03%/10.12%。公司 16 年营业外收入同比增长 436.36%至 5902 万元（主要是土地及厂房收储一次性补偿款以及政府补助），拉动净利润实现增长。
- **存货因新产能投产原料成品备货增加、应收账款因拓展海外新客户增加、经营性现金流因投产规模大支付货款多减少。**截至 2016 年末公司存货 2.55 亿元，较年初增长 49%，较 2016Q3 增长 14%。其中原材料库存 0.92 亿元，较年初增长 70%，主要由于越南印染公司与越南健盛公司二期项目机器调试完毕，开始试生产备原料所致；库存商品 0.71 亿元，较年初增长 67%，库存压力有所增加。应收账款原值 1.27 亿元，较年初增长 9%，主要由公司本期新增客户信用期为 90 天所致，其中账龄 1 年以内占比 99.5%（同比下降 0.1PCT），1-2 年占比 0.2%（同比增加 0.1PCT），2-3 年占比 0.1%（同比下降 0.1PCT），3 年以上占比 0.2%（同比增加 0.1PCT）。经营性现金流 0.66 亿元，同比下降 33%，主要由越南印染公司、越南健盛公司、江山针织公司期末原料成品备货，支付货款相应增长所致。
- **贴牌业务：大客户回流+新客户开发提供增量，配合越南及国内技改产能陆续释放，17 年业绩拐点将现。**16 年下半年由于土耳其政局不稳定及人民币的贬值，迪卡侬再次找到公司，在协商价格稍微下降的条件下，下半年订单开始逐步回流，预计 17 年基本可以达到 15 年的规模，今年初步意向订单量 3000 万双，约 1.3-1.4 亿人民币的销售规模。同时，公司对新客户的开发逐步见效，新增多个大客户订单，今年开始逐步贡献利润。Stance 预计今年订单 500 万双，销售额 1 亿元人民币；UA 预计今年订单销售额达到 2000 万美金（1.3 亿元人民币），目前已下单净额已达到 1200 万美金；H&M 预计今年订单量增加至 3000 万双，销售额约为 1.2 亿元人民币。产能方面，2016 年越南一期项目 3300 万双产能已陆续投产，截至 16 年底产能规模达到 2.25 亿双。2017 年越南二期项目预计新增产能 6500-7000 万双，2018 年三期新增 1.2 亿双，截至 2018 年预计越南产能合计达到 2.18-2.23 亿双。考虑 2017 年订单和产能安排相对明确，预计今年在低基数背景下，收入增速有望达到 30%以上。
- **自有品牌业务：17 年收入目标 9000 万，力争扭亏为盈。**公司计划未来利用 5-10 年的时间将销售网络覆盖全部县级以上城市，门店面积为 60-80 平米，并拟采用海澜的类直营模式，经营权所有权分离。2017 年公司收入目标 9000 万，计划开店 70 家，2018 年增至 200 家；盈利方面，计划将 2017 年自有品牌亏损额控制在 1000 万元以内，力争扭亏为盈。考虑到公司在品牌运营、渠道控制及物流配送等环节尚需要摸索的时间，因此，公司计划将门店开到 200 家后，主攻品牌运营管理实力的提升。整体而言，我们认为自由品牌建设对于出口生产型企业而言，运营难度较大，且前期需要投入大量资金进行品牌建设，从历史情况看，成功案例较少，但公司整体风格较为谨慎，类直营话发展可降低部分风险，若在控制风险的情况下，可以进行尝试，但该业务的发展有待观察。
- **收购无缝内衣的制造龙头俏尔婷婷，增强在贴身衣物领域的布局。**俏尔婷婷主要为国际知名品牌提供 OEM 服务，生产无缝服装产品（包括基础内衣、塑身衣、运动休闲服等）。下游客户主要包括华歌尔、Maidenform、优衣库、H&M、耐克、DKNY、SPANX、安德玛、迪卡侬等国外知名品牌。公司此次收购增强了在贴身衣物市场的

布局，并为公司业绩增长注入新的动力，进一步提升业务规模，丰富产品品类，打造更为全面的贴身衣物一站式购物平台。同时，可共享客户资源，发挥公司与俏尔婷婷的协同效应，构建新的盈利增长点。

根据俏尔婷婷业绩承诺,2017-2019 年将分别为公司增厚净利润 6500 万、8000 万、9500 万元。

表 1: 公司与俏尔婷婷共享客户进行协同

	健盛集团	俏尔婷婷	共同客户
中高端内衣		华歌尔, Maidanform, SPANX, DKNY	
大众内衣	无印良品, TEX	H&M	优衣库
运动品牌	UMA、FILA、MIZUNO、NEW BALANCE、LOTTO、ADIDAS、	NIKE	迪卡侬, Under Amour
休闲服饰	LEE、TOMMY HILFIGER、LEVI'S		

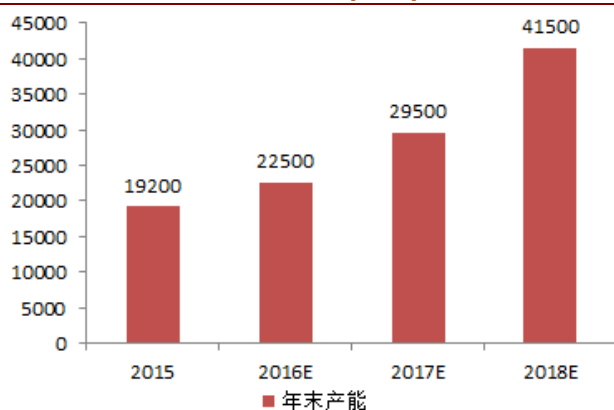
资料来源: 公司官网, 招商证券

- **盈利预测与投资建议:** 公司是国内领先的棉袜生产企业，技术领先，设备先进，市场竞争力及盈利能力较强。尽管上半年面临国际市场不振及迪卡侬订单转移的困境，但下半年老客户订单有所回流，且新增客户订单及国内市场也将有所弥补，预计 17 年有望迎来业绩拐点。考虑到今年订单相对明确，且增长较快，在新增产能释放的保障下，收入及毛利率水平均存在提升的可能，但自有品牌的开拓目前还有待观察，若试水成功则有望打开新的发展空间。

结合袜业产能释放节奏、老客户订单回流及新客户订单增量计划（暂不考虑收购俏尔婷婷的业绩增厚贡献），预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.32、0.45 和 0.52 元，目前市值 102 亿元，对应 2017 年 PE 61.6X，因公司具有次新属性，短期估值较高，考虑到在公司停牌期间，大盘最高跌幅达到 5.5%，预计当前仍存在补跌的可能，暂维持“审慎推荐-A”的投资评级。但考虑到今年公司新客户订单上量，预计收入将体现出较大弹性，且俏尔婷婷的收购亦能增厚公司业绩，因此，震荡市下，股价若有所回落，仍可积极关注布局。

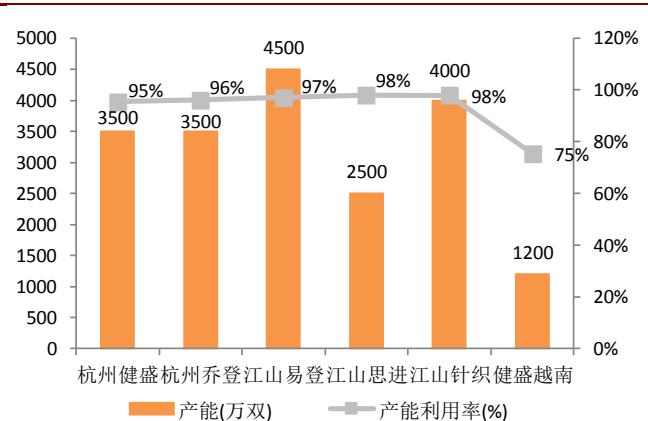
- **风险提示:** 产能扩张不达预期、自有品牌运营不及预期、新客户订单不及预期。

图 1: 公司各年末棉袜总产能(万双)



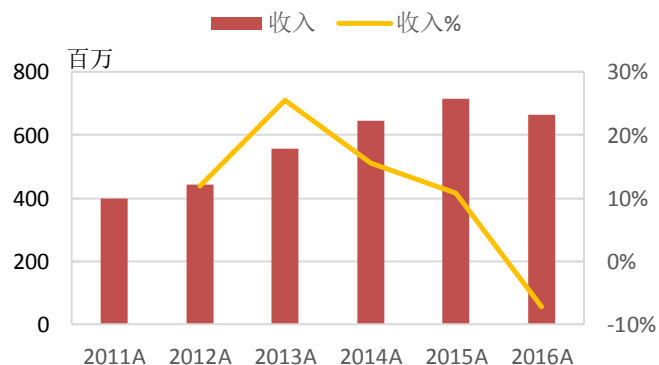
资料来源: 公司资料、招商证券

图 2: 公司各工厂产能利用率



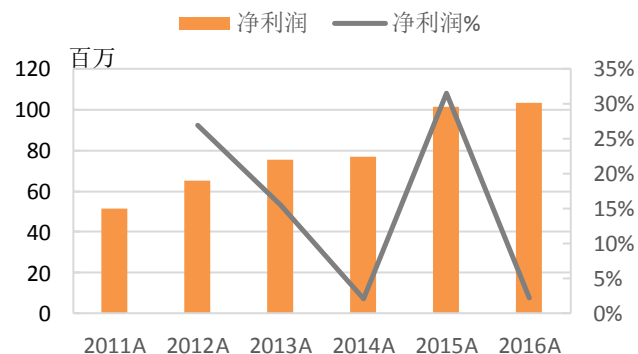
资料来源: 公司资料、招商证券

图 3: 公司收入变动情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 健盛集团



资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 公司 16Q4 业绩同比和环比情况

(百万元)	15Q4	16Q3	16Q4	同比	环比
营业收入	162	181	185	14%	2%
营业毛利	46	52	29	-37%	-44%
销售费用	12	6	14	24%	142%
管理费用	18	17	21	17%	23%
财务费用	1	(2)	(5)	-617%	112%
营业利润	16	30	4	-75%	-87%
归属母公司净利润	13	29	(1)	-108%	-104%
EPS (元)	0.04	0.08	0.00		

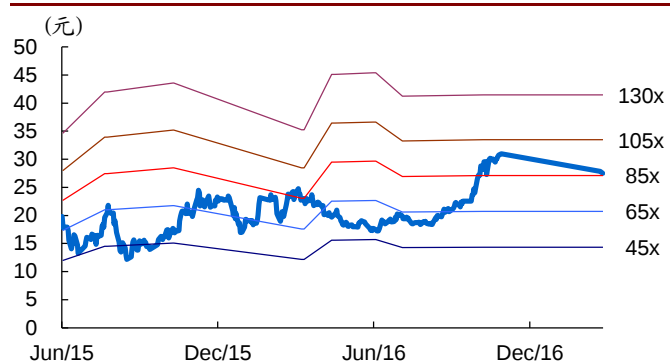
数据来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司单季度财务数据对比

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	159	211	183	162	154	144	181	185
营业毛利	47	70	55	46	50	41	52	29
销售费用	6	5	6	12	4	9	6	14
管理费用	10	14	11	18	11	18	17	21
财务费用	4	4	(1)	1	6	(5)	(2)	(5)
营业利润	27	45	37	16	27	17	30	4
归属母公司净利润	20	40	28	13	48	28	29	(1)
EPS (元)	0.25	0.33	0.09	0.04	0.13	0.08	0.08	(0.00)
主要比率								
毛利率	30%	33%	30%	28%	32%	28%	29%	16%
销售费用率	4%	2%	3%	7%	3%	6%	3%	8%
管理费用率	6%	7%	6%	11%	7%	13%	9%	11%
财务费用率	2%	2%	-1%	1%	4%	-4%	-1%	-3%
营业利润率	17%	21%	20%	10%	17%	12%	17%	2%
有效税率	26%	26%	25%	25%	57%	43%	17%	-5%
净利率	13%	19%	15%	8%	31%	19%	16%	-1%
YoY								
收入	22%	33%	-1%	-6%	-3%	-32%	-1%	14%
归属母公司净利润	22%	74%	14%	3%	138%	-30%	3%	-108%

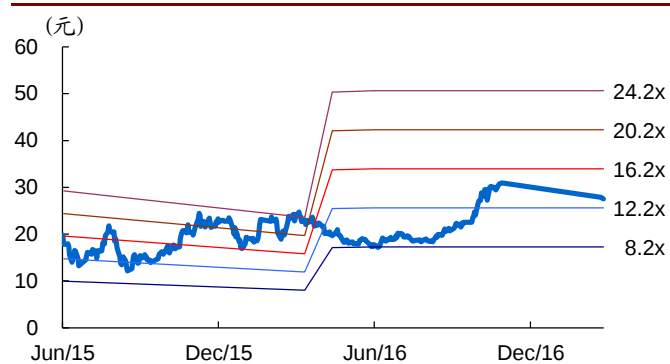
数据来源：公司公告、招商证券

图 5: 健盛集团历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 健盛集团历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 2、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理优选渠道战略领先者》2010/6/8
- 3、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代增长模式的革命》2011/7/11
- 4、《纺织服饰行业 2013 年年度投资策略（服饰品牌研究第十卷）-行业增长的白银时代价格体系的长期重构》2012/12/28
- 5、《纺织服饰行业 2013 年中期投资策略（服饰品牌研究十一卷）-未来在哪？全渠道模式和大数据运营的思考》2013/6/18
- 6、《纺织服饰行业 2014 年中期投资策略（服饰品牌研究十三卷）-谁是 O2O 突围者？掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3
- 7、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力（服饰品牌研究第十四卷）》2014/10/13
- 8、《纺织服饰行业 2015 年度投资策略（服饰品牌研究第十五卷）-紧握零售时代的转型寻求新突破的外延发展》2014/12/12:前几卷我们从内生发展的变革以及线上线下载融合发展方面对国内服饰行业的变革做过详细阐述，此卷的重心则放在寻求新意义上的外延发展——并购为主线。我们无法改变需求低迷的宏观环境，但从海外服饰企业的发展历程看，到单品牌面临瓶颈的阶段，寻找合适的并购机会，把握新外延的发展机遇是一条应该主动积极把握的突围之路，我们精炼出海外并购几点重要的规律，并以美国著名上市公司 PVH 的发展与并购为案例，详细阐述了并购持续推动股价的海外典型公司的历程。以此作为国内企业打造时尚消费品集团的借鉴。
- 9、《服饰纺织行业 2015 年中期投资策略报告-多品牌到生态圈平台化发展之路》2015/6/19:本文梳理了品牌商近年来面临的困境及价值链优化的瓶颈，在业内首次提出“多品牌到生态圈平台化发展”为品牌商探索新外延突破的必经之路，并系统性的梳理了 LVMH 的发展路径及产业生态圈的评价体系。伴随行业投资/转型风起云涌，相关标的估值显著提升，预计未来主题行情将有所分化，得生态圈者有望在长期内脱颖而出。下半年投资策略关注“基本面领先+精选主题”两条主线。
- 10、《服饰纺织行业 2016 年度投资策略报告-变革大势下自身价值突破及创新谋变促发展》2015/12/3:面对当前的经济环境，炫耀式消费向大众化消费的转变，使性价比问题成为制约国内品牌销售的主要因素，就此我们结合海外品牌发展经验，总结出未来国内企业发展的潜在两大趋势，即高端更多需要通过构建或并购个性化符号较强的品牌实现突破，而大众化则通过不断整合供应链强化性价比优势做大规模。其中，针对大有可为的大众品市场，此卷重点分析了英国著名大众品牌 Primark 的成功要素，以此作为国内企业强化性价比优势、扭转销售颓势的启示。
- 11、《纺织服装行业 2016 年专题研究报告---从“草根”到“明星”网红经济崛起》2016/3/22
- 12、《健盛集团-竞争力恒强产能扩张落地保证业绩获得较快增长》2016/4/10
- 13、《健盛集团-订单转移影响短期业绩 新客户开发能力驱动未来发展》2016/8/1
- 14、《健盛集团（603558）-老订单回流业绩逐步修复 新订单释放驱动明年成长性》2016/10/24
- 15、《健盛集团（603558）—袜业迎来业绩拐点 收购无缝内衣制造龙头强化品类布局》2017/3/10

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	464	1353	1368	1777	2193
现金	126	379	67	86	127
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	111	121	146	191	233
其它应收款	34	32	44	58	71
存货	171	255	314	400	488
其他	22	567	796	1042	1274
非流动资产	735	1103	1177	1243	1303
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	467	570	666	752	830
无形资产	94	208	187	169	152
其他	174	325	323	322	321
资产总计	1199	2457	2544	3020	3496
流动负债	417	532	685	1031	1365
短期借款	207	352	473	772	1058
应付账款	86	98	124	158	193
预收账款	1	3	4	5	6
其他	122	80	85	97	109
长期负债	7	84	84	84	84
长期借款	6	2	2	2	2
其他	1	82	82	82	82
负债合计	424	616	769	1115	1449
股本	300	371	371	371	371
资本公积金	168	1098	1098	1098	1098
留存收益	307	372	306	436	578
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	775	1840	1775	1904	2047
负债及权益合计	1199	2457	2544	3020	3496

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	99	66	(70)	(57)	10
净利润	101	104	120	166	192
折旧摊销	44	58	80	87	93
财务费用	9	(0)	23	37	54
投资收益	0	(10)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(55)	(85)	(296)	(354)	(337)
其它	0	0	9	13	12
投资活动现金流	(306)	(916)	(151)	(151)	(151)
资本支出	(306)	(452)	(156)	(156)	(156)
其他投资	0	(463)	5	5	5
筹资活动现金流	224	1008	(92)	227	182
借款变动	(124)	71	116	300	286
普通股增加	240	71	0	0	0
资本公积增加	146	930	0	0	0
股利分配	(30)	(150)	(185)	(36)	(50)
其他	(8)	87	(23)	(37)	(54)
现金净增加额	18	159	(312)	19	41

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	715	664	933	1222	1493
营业成本	496	493	627	797	973
营业税金及附加	5	7	10	13	16
营业费用	28	33	47	61	75
管理费用	53	67	91	120	146
财务费用	8	(6)	23	37	54
资产减值损失	2	1	1	1	1
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	0	10	5	5	5
营业利润	125	79	139	198	233
营业外收入	11	59	20	20	20
营业外支出	3	6	5	5	5
利润总额	133	131	154	213	248
所得税	32	28	34	48	56
净利润	101	104	120	166	192
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	101	104	120	166	192
EPS (元)	0.34	0.28	0.32	0.45	0.52

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	11%	-7%	41%	31%	22%
营业利润	32%	-37%	77%	43%	17%
净利润	32%	2%	16%	38%	16%
获利能力					
毛利率	30.6%	25.8%	32.8%	34.8%	34.8%
净利率	14.2%	15.6%	12.8%	13.6%	12.9%
ROE	13.1%	5.6%	6.7%	8.7%	9.4%
ROIC	10.1%	2.5%	5.6%	6.8%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	35.4%	25.1%	30.2%	36.9%	41.4%
净负债比率	18.5%	14.6%	18.7%	25.6%	30.3%
流动比率	1.1	2.5	2.0	1.7	1.6
速动比率	0.7	2.1	1.5	1.3	1.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	3.2	2.3	2.2	2.2	2.2
应收帐款周转率	7.3	5.7	7.0	7.3	7.0
应付帐款周转率	7.3	5.4	5.7	5.7	5.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.34	0.28	0.32	0.45	0.52
每股经营现金	0.33	0.18	-0.19	-0.15	0.03
每股净资产	2.58	4.97	4.79	5.14	5.52
每股股利	0.50	0.50	0.10	0.13	0.16
估值比率					
PE	81.4	98.4	85.1	61.6	53.1
PB	10.7	5.5	5.7	5.4	5.0
EV/EBITDA	5.8	8.1	4.2	3.1	2.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙舒，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。