

健盛集团 (603558.SH)

战略规划清晰，关注两大业务越南产能布局

核心观点：

- **健盛集团：国内棉袜制造商龙头，无缝服饰业务快速增长。**健盛集团主要产品包括棉袜和无缝服饰，与 PUMA、优衣库、迪卡侬等全球品牌拥有长期合作关系，在主要客户相关品类供应商中占比较高。在国内和越南均设有生产基地，近年海外产能占比快速提升。2018 及 2019 年前三季度，公司营收同比增长+38.6%/+14.6%，扣非后归母净利润同比增长+95.3%/+39.9%。业绩快速增长主要由于棉袜业务保持稳健，无缝服饰业务毛利率较高且快速增长，同时还得益于公司费用管控良好，期间费用率持续下降，海外产能享受税收优惠，占比提升降低整体所得税率。
- **棉袜业务：有望持续保持较快增长。**2019H1 棉袜业务收入占整体 65%。未来棉袜产能扩张以海外为主，越南海防生产基地 2015 年投产，近年处于快速扩张期。越南清化生产基地产能仍在建设中，将于 2020 年开始逐步投产。公司在越南兴安建设 9000 吨袜品原料生产基地，形成棉袜制造一体化产业链。预计 2019-2022 年国内棉袜产能在 1.6 亿双左右，越南产能将达到 1.5/1.85/2.3/2.9 亿双。
- **无缝服饰业务：品类延伸，越南生产基地产能未来有望大幅扩张。**由于原客户订单优化，新客户拓展顺利，公司并购后无缝服饰业务快速增长。无缝服饰目前国内产能约为 2000 万件，2019 年公司开始在越南兴安投资新建 1800 万件无缝服饰产能。预计 2019-2021 年，公司无缝服饰整体产能达到 2000/2500/3500 万件。
- **2019-2021 年业绩分别为 0.65 元/股、0.75 元/股、0.96 元/股。**目前股价对应 2020 年 PE14.8 倍，处于历史较低水平。给予公司 2020 年 PE18 倍，对应合理价值 13.5 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**汇率波动风险，主要客户销售下滑风险，产能扩张不及预期风险。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,138	1,577	1,757	2,012	2,577
增长率(%)	71.4	38.6	11.4	14.5	28.1
EBITDA(百万元)	223	326	272	324	427
净利润(百万元)	132	206	270	310	398
增长率(%)	26.9	57.0	30.7	15.0	28.2
EPS(元/股)	0.32	0.50	0.65	0.75	0.96
市盈率(P/E)	39.26	21.88	17.00	14.77	11.53
市净率(P/B)	1.86	1.57	1.47	1.35	1.22
EV/EBITDA	22.83	13.90	17.77	15.53	11.82

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

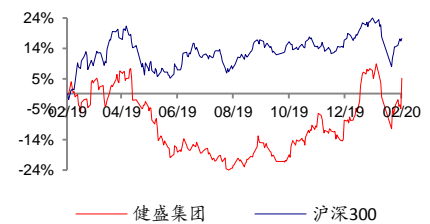
识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	11.01 元
合理价值	13.5 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-16

基本数据

总股本/流通股本(百股)	416/384
总市值/流通市值(百万元)	4584/4230
一年内最高/最低(元)	11.48/8.00
30 日日均成交量/成交额(万)	3.99/41.76
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	13.51/34.93

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-60750604

mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

健盛集团 (603558.SH) :公 2019-12-24

司发布 2020-2022 战略规

划，目标成为全球针织运动

服饰制造领航者

联系人：胡幸

huxing@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、健盛集团：国内棉袜制造商龙头，无缝服饰业务快速增长	4
（一）棉袜制造商龙头，国内和越南均有产能布局	4
（二）财务情况：无缝服饰业务快速增长，利润端增速显著高于收入端	5
二、棉袜业务：有望持续保持较快增长	7
（一）公司保持研发投入与设备升级，产品具备竞争力	7
（二）与核心客户合作关系稳固，拓展全球服装巨头为新客户	8
（三）主要市场及客户依赖度减弱，经营风险降低	9
（四）订单饱满产能利用率高，越南产能扩张为棉袜业务增长奠定基础。	10
三、无缝服饰业务：订单稳步增长，越南生产基地布局将新增 90%产能	12
（一）研发实力强，无缝服饰产品国内领先	13
（二）从无缝内衣到无缝服饰，进一步扩张业务规模	14
（三）越南生产基地投产建设将在 3 年内新增 90%的无缝服饰业务产能	15
（四）俏尔婷婷有望通过越南产能成本优势以及棉袜业务的客户共享获取更多优质客户资源	15
四、盈利预测与投资评级	15
五、风险提示	17
（一）汇率波动风险	17
（二）主要客户销售下滑风险	17
（三）产能扩张不及预期风险	17

图表索引

图 1: 公司主要合作品牌客户	4
图 2: 2011-2019 前三季度营业收入及增速	5
图 3: 2011-2019 前三季度扣非归母净利润及增速	5
图 4: 2011-2019H1 年公司销售收入品类占比	6
图 5: 2011-2018 年销售收入地区占比	6
图 6: 2011-2019 前三季度毛利率及净利率	6
图 7: 2011-2019 前三季度期间费用率	6
图 8: 2011-2019H1 棉袜业务营收及增速	7
图 9: 2011-2018 棉袜业务毛利率	7
图 8: 2011-2018 公司研发费用及研发费用率	8
图 9: 2011-2018 公司棉袜均价及国内出口棉袜均价	8
图 12: 2010-2019NIKE 营收及增速	8
图 13: 2010-2018Adidas 营收及增速	8
图 14: 2010-2018PUMA 营收及增速	9
图 15: 2010-2019 迅销集团营收及增速	9
图 16: 2015-2018 年各地区销售额	9
图 17: 2011-2018 前五大客户销售额及占比	9
图 18: 公司棉袜产量及棉袜产能利用率	10
图 19: 单双棉袜净利	12
图 20: 2015-2019H1 年俏尔婷婷营收及利润情况	13
图 21: 2018 俏尔婷婷与棒杰股份专利数量对比	13
图 22: 2020 俏尔婷婷与棒杰股份专利数量对比	13
图 23: 2015-2018 俏尔婷婷与棒杰股份产品均价	14
图 24: 2015-2018 俏尔婷婷与棒杰股份毛利率	14
图 25: 2015-2018 俏尔婷婷与棒杰股份无缝产品收入对比 (亿元)	14
图 26: 公司历年 PE-band	17
表 1: 健盛集团棉袜产能布局情况 (万双)	10
表 2: 越南关税优惠政策	11
表 3: 公司越南生产基地享有所得税优惠	11
表 4: 2018-2026 无缝服饰业务所得税率	15
表 5: 2019E-2020E 公司收入拆分 (单位: 万元)	16

一、健盛集团：国内棉袜制造商龙头，无缝服饰业务快速增长

（一）棉袜制造商龙头，国内和越南均有产能布局

健盛集团是国内一体化针织制造商，主要产品包括棉袜和无缝服饰。公司成立于1994年，采用 ODM/OEM 的生产模式为国际知名品牌生产贴牌袜类产品，2015年上市成为国内棉袜制造行业唯一的上市企业。

2017年8月，公司以8.7亿对价发行股份以及现金收购中高端无缝贴身衣物 ODM/OEM 制造商俏尔婷婷的100%股权。使公司在巩固袜品优势地位的基础上，进一步横向拓展品类，丰富产品类型，进一步强化了贴身衣物制造领域的优势地位。

图 1：公司主要合作品牌客户



数据来源：健盛集团官网，广发证券发展研究中心

产能方面，公司2013年开始进行海外生产基地建设，2014年创建健盛越南，目前在国内和越南均有较大规模产能布局。棉袜产能分布于国内杭州和江山、越南的海防和清化，海防产能已于2015年开始逐步投产，2018年产能达到1.1亿双，2018年国内棉袜产能为1.9亿双，越南清化生产基地2019年处在建设期，预计2020年开始逐步投产，未来公司棉袜产能扩张主要依赖海外生产基地。

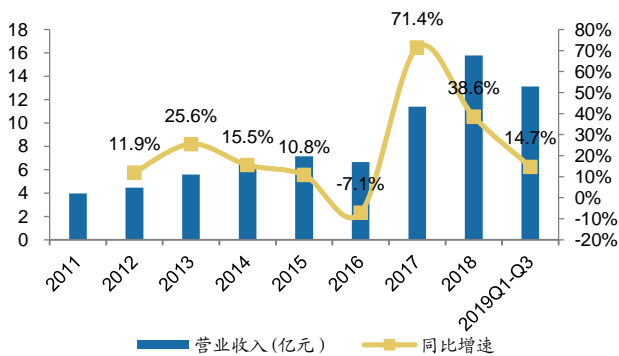
无缝服饰生产基地在浙江和贵州，合计产能约2000万件。2018年公司公告拟投资2.5

亿元在越南兴安新建1800万件无缝服饰产能，目前越南产能处于建设期，预计将于2020年逐步投产。

（二）财务情况：无缝服饰业务快速增长，利润端增速显著高于收入端

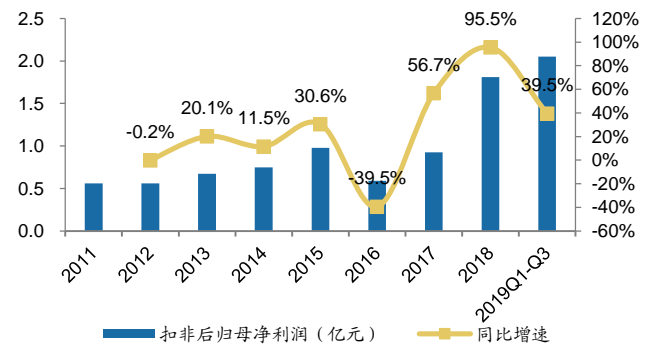
2018以及2019年前三季度，公司营收同比增长+38.6%/+14.6% 扣非后归母净利润同比增长+95.3%/+39.9%。营收高增长一方面由于俏尔婷婷并表，2018开始推进阿米巴模式，新增产能的同时提高了生产效率，在优化大客户订单比例的情况下开拓了国内新客户，行业竞争力不断增强；另一方面棉袜业务海外产能逐步投放收入稳步增长。扣非后归母净利润增速显著高于营收增速主要由于产品结构改善，无缝服饰占比增加使得毛利率有所提高，运营效率改善期间费用率下降，同时海外产能享受所得税优惠，海外产能占比提升降低了整体所得税率。

图 2：2011-2019前三季度营业收入及增速



数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

图 3：2011-2019前三季度扣非归母净利润及增速

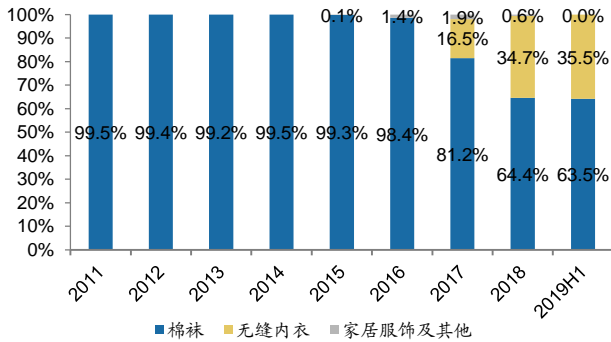


数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

从分业务收入构成来看，2017年以前，公司的主要收入来自棉袜业务，历年收入占比在98%以上。2017年8月俏尔婷婷并表后，无缝服饰业务成为公司的另一大收入来源，占比逐步提高，2019H1无缝服饰收入占比已达35.5%。

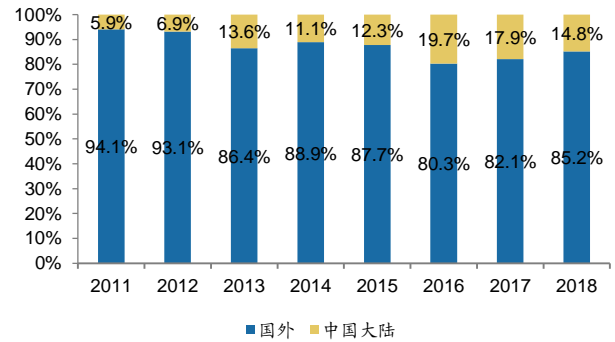
从分地区收入构成来看，公司的主要收入来自外销。2018年外贸销售收入为13.4亿元，占整体收入的85.2%。根据官网披露，公司国内销售收入中部分为国外客户的中国子公司，实际来自国外客户收入占比90%以上。

图 4: 2011-2019H1年公司销售收入品类占比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

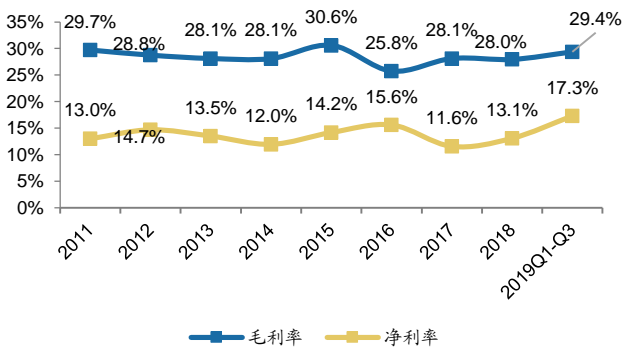
图 5: 2011-2018年销售收入地区占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司2019年以来毛利率有所上升, 主要由于毛利率较高的无缝服饰业务占比提升。2018年以来公司期间费用率下降主要由于2017年并购俏尔婷婷产生了一定的中介费用以及工资薪酬增加, 2018年以后无此影响, 且开始绕开代理商, 与部分品牌客户形成直接合作关系。由于毛利率上升且期间费用率下降, 公司净利率在2018以及2019年前三季度明显提升。

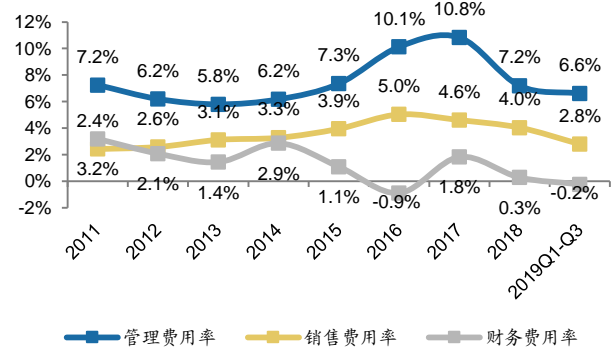
图 6: 2011-2019前三季度销售毛利率及销售净利率



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

注: 此处净利率为合并净利率

图 7: 2011-2019前三季度期间费用率



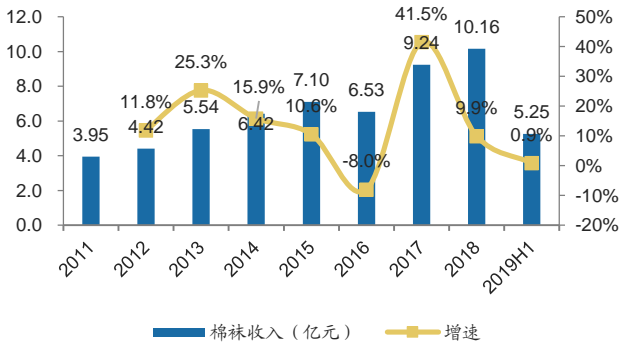
数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

二、棉袜业务：有望持续保持较快增长

棉袜业务占公司收入比例50%以上，2018/2019H1棉袜业务收入同比增长+9.9%/0.9%，2019年上半年收入表现平稳主要由于杭州生产基地设备搬迁及订单调整影响，2019Q1/Q2/Q3单季度营收增速分别为18.0%/2.0%/25.0%，Q3单季收入增速加快，预计国内棉袜产能搬迁带来的影响结束，生产重新恢复较快增长。2018棉袜业务毛利率出现下滑主要由于单量大单价相对较低的美国客户订单占比的提升导致。

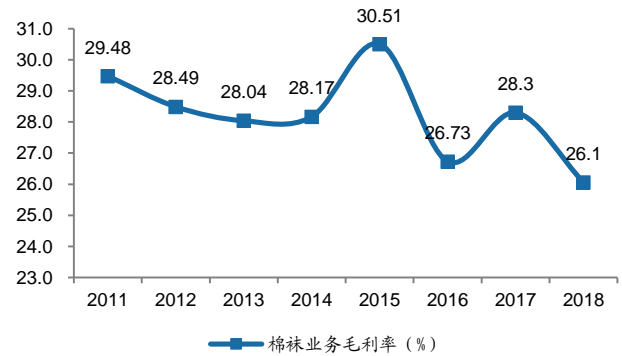
我们认为公司棉袜产品具备竞争力、与原客户合作关系稳固、新客户开拓成功越南产能顺利投产稳步扩张，棉袜业务未来有望继续保持较快增长。

图 8：2011-2019H1棉袜业务营收及增速



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图 9：2011-2018棉袜业务毛利率

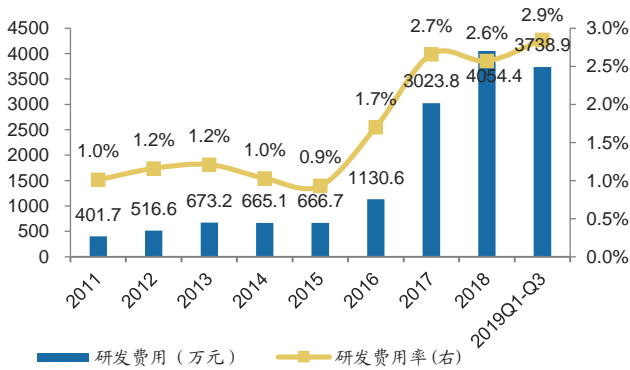


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（一）公司保持研发投入与设备升级，产品具备竞争力

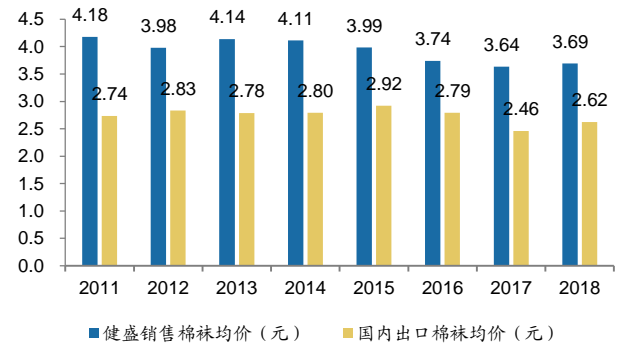
2016年以来，公司研发费用投入快速提升，2018年研发费用率已达2.6%以上，绝对金额达到4000万以上，2019年Q1-Q3公司研发费用金额为3738万，研发费用率2.9%。设备方面，健盛拥有的世界最先进的罗纳地袜机，并且已经成为拥有罗纳地袜机最多的棉袜生产厂商。此外，随着与客户合作的持续深化，公司于2018年成立了东京销售设计组，美国和欧洲的销售设计组也在筹划中，全球销售设计组的配备将进一步提高公司的研发设计实力。研发投入与生产设备及技术保证了公司生产棉袜的高附加值，产品单价比国内棉袜出口均价高出40%左右。

图 10: 2011-2018公司研发费用及研发费用率



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

图 11: 2011-2018公司棉袜均价及国内出口棉袜均价

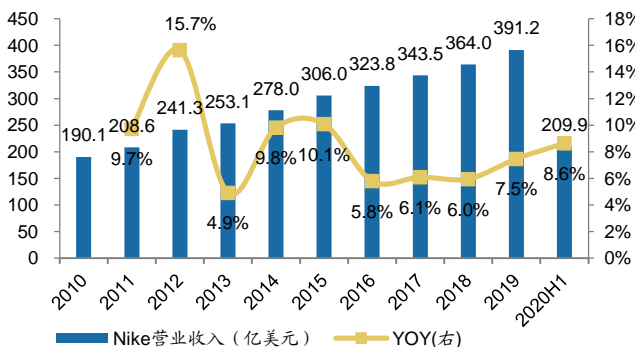


数据来源: 中国海关, 公司年报, 广发证券发展研究中心

(二) 与核心客户合作关系稳固, 拓展全球服装巨头为新客户

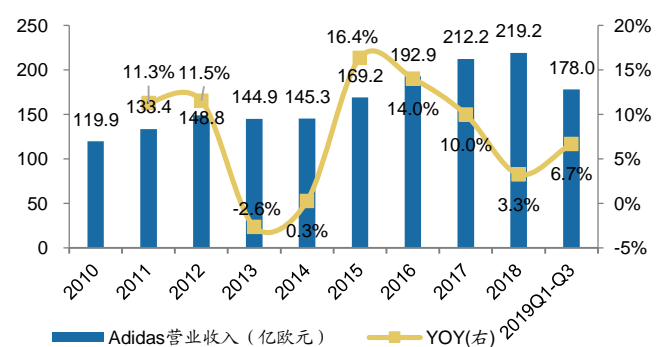
公司为优衣库、PUMA、BONDS、茵宝、美津浓、TOMMY HILFIGER 等品牌生产贴牌袜类产品, 为麦德龙、迪卡侬等品牌生产卖场自有品牌袜类产品, 公司与主要客户建立了长期的合作关系, 大部分客户合作历史超过10年。2018-2019, 公司在稳定原有核心客户的基础上开发了 NIKE、ADIDAS、GAP 等新客户, 这些品牌均为全球服装巨头, 市场空间广阔, 销售平稳增长。这些优质客户的开发, 将为未来几年公司业务的增长奠定良好基础。

图 12: 2010-2019NIKE营收及增速



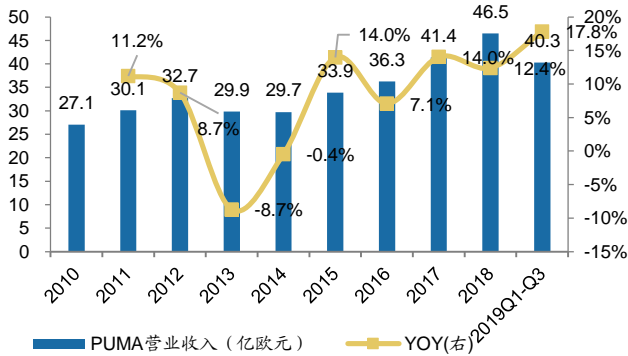
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 2010-2018Adidas营收及增速



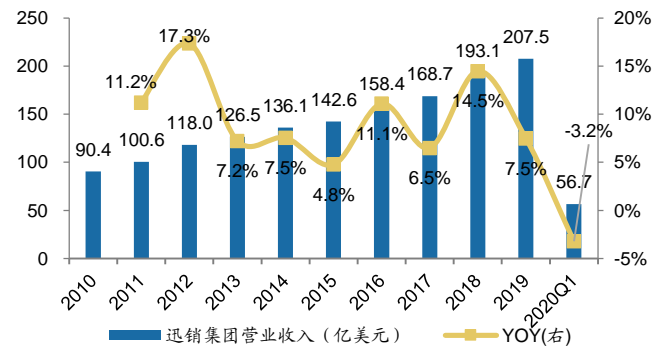
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 2010-2018PUMA营收及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: 2010-2019迅销集团营收及增速



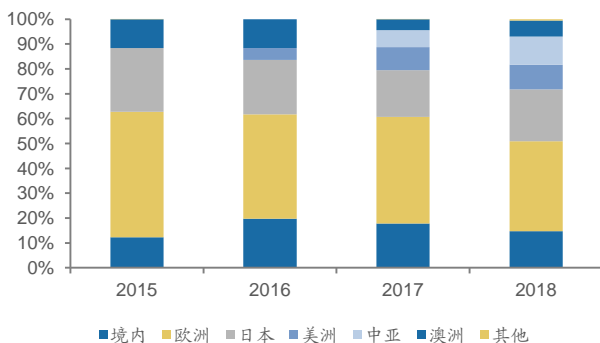
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：品牌服饰财务数据均为财年

（三）主要市场及客户依赖度减弱，经营风险降低

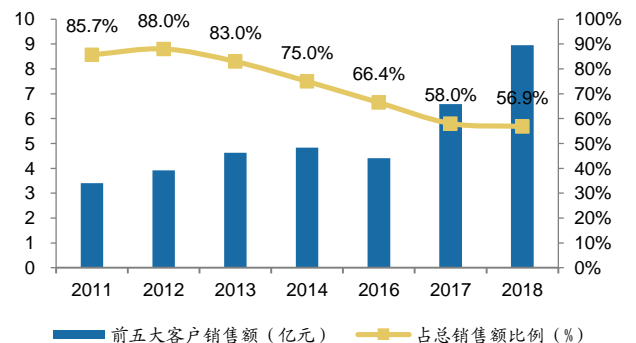
公司积极拓展新客户及新市场，2014年以前公司主要市场为日本、欧洲、大洋洲，目前市场已经拓展到日本、欧洲、大洋洲、美国、中亚等。由于新客户拓展顺利，公司对于主要客户的依赖程度逐年减弱，有效降低了经营风险。2018年前五大客户销售额占比56.9%，从2012年最高88%的占比逐步下降到合理的水平，公司经营稳定性提升。

图 16: 2015-2018年各地区销售额



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 17: 2011-2018前五大客户销售额及占比

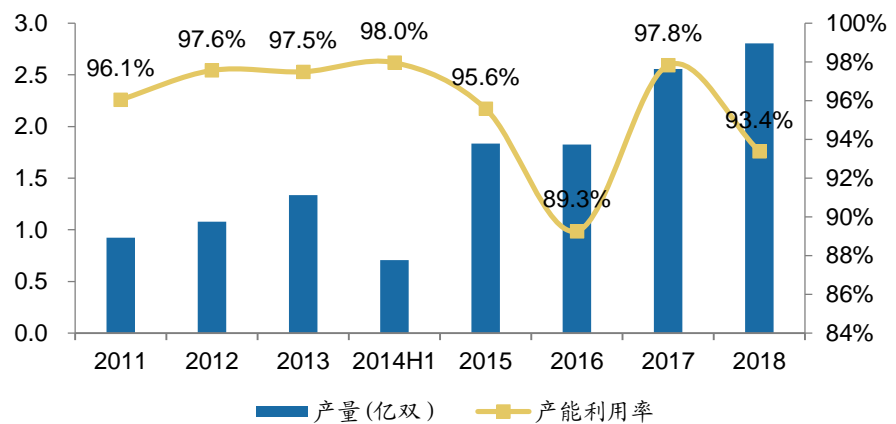


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(四) 订单饱满产能利用率高，越南产能扩张为棉袜业务增长奠定基础。

健盛集团通过越南扩张提升整体产能，保证公司业务发展的需要。目前健盛在国内杭州和江山有两大生产基地，在越南海防和清化也建设了棉袜生产基地，是国内唯一在越南布局的棉袜制造企业。各个生产基地的产能利用率较为饱和，历年整体产能利用率基本均在90%以上。

图 18: 公司棉袜产量及棉袜产能利用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司未来棉袜产能扩张将以越南为主，国内棉袜产能基本保持稳定。越南海防生产基地从2015年开始逐步投产，近年处于快速扩张期。越南清化生产基地产能仍在建设中，预计将于2020年开始逐步投产。同时，公司在越南兴安建设了包括色纱、尼龙、氨纶在内的9000吨袜品原料生产基地，越南也将形成棉袜制造一体化产业链，大大提高生产效率，降低时间和物流成本。

根据公司发布的未来三年的产能规划，预计2020-2022年公司国内棉袜产能将保持在1.6亿双左右，越南棉袜产能将达到1.85/2.3/2.9亿双。

表 1: 健盛集团棉袜产能布局情况 (万双)

		2019E	2020E	2021E	2022E
国内	杭州	3000	3000	3000	3000
	江山	13500	13500	13500	13500
越南	海防	15000	16000	16000	16000
	清化	0	2500	7000	13000
合计		31500	35000	39500	45500

数据来源：公司年报，公司三年发展规划纲要，广发证券发展研究中心

与中国相比，越南用工成本低廉，且出口发达国家享有关税优惠，拥有显著优势。虽然越南近年人工工资水平有所上涨，但是与国内相比目前仍处于较低水平，目前越南工人月工资大约是国内东部沿海地区工人工资的50%左右。纺织品出口关税方面，越南与诸多国家签署了贸易协定，出口享受关税优惠。

表 2: 越南关税优惠政策

关税协定	参与方	主要内容	生效时间
《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》(CPTPP)	越南、日本、加拿大、澳大利亚、智利、新西兰、新加坡、文莱、马来西亚、墨西哥和秘鲁	越南将享受其他 CPTPP 成员国予以 78%-95% 关税减让，一般货物减税过渡期为 5-10 年，最终关税减免幅度将达 98%-100%。	2019 年 1 月 1 日
《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA)	越南、欧盟	双方将在 10 年内逐步取消 99% 的关税，越南大米、水产、服装和鞋类等主要出口产品将获得关税优惠。具体对纺织服装业，欧盟对该领域消除 42.5% 关税，余下的在 3-7 年内调整。	2020 年 2 月 13 日 欧盟批准

数据来源：第一财经，搜狐网，简书，广发证券发展研究中心

另外公司在越南的生产基地享受越南政府吸引投资给予的较高的所得税优惠政策。其中海防生产基地享受四免九减半的所得税优惠（第一个盈利年开始前四年免征所得税，后九年减半期所得税率 5%，正常税率 10%），兴安和清化生产基地享受二免四减半的所得税优惠（第一个盈利年开始前两年免征所得税，后四年减半期所得税率 10%，正常税率 20%）。2020 年海防和兴安生产基地的所得税率分别为 5% 和 10%，海外产能占比的提升将有效降低公司整体所得税率。

表 3: 公司越南生产基地享有所得税优惠

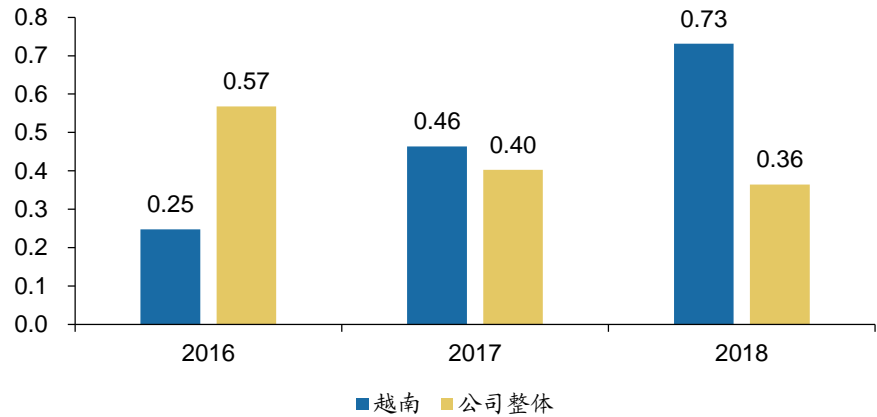
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
杭州健盛	15%	15%	15%	15%	-	-	-	-	-	-
江山针织	15%	15%	15%	15%	-	-	-	-	-	-
越南健盛（海防）	0%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
越南印染（兴安）	0%	0%	0%	10%	10%	10%	10%	20%	20%	20%
越南清化	-	-	-	0%	0%	10%	10%	10%	10%	20%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：假设越南清化生产基地 2020 年开始实现盈利

由于越南生产基地的人工、所得税以及关税等方面优势，公司越南生产基地投产后盈利能力明显优于国内。2016-2018 年越南生产基地的棉袜单双盈利从 0.25 元快速上升到 0.73 元，显著高于公司整体的棉袜盈利水平。

图 19: 单双棉袜销售净利 (元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

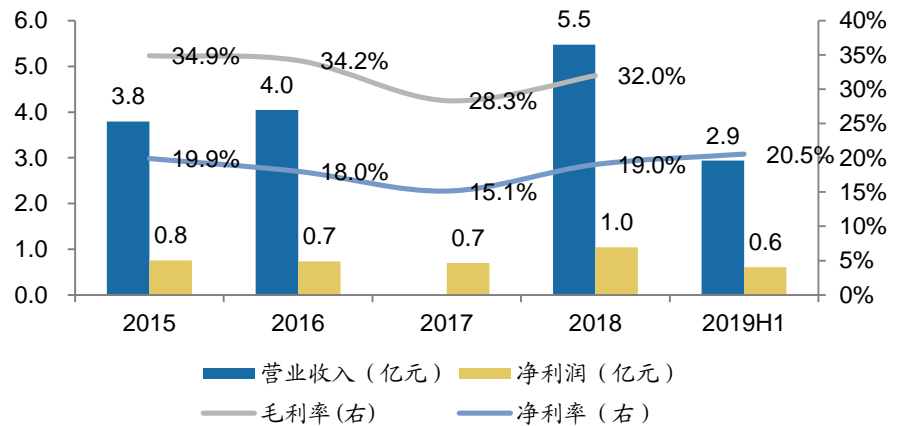
注: 越南棉袜单双盈利=健盛越南实现的净利润/健盛越南产量, 公司整体单双盈利=(公司实现的净利润-无缝服饰业务净利润)/公司棉袜产量, 由于健盛越南部分费用分摊在国内公司, 此处单双盈利为估算数据, 净利润指合并净利润。

三、无缝服饰业务: 订单稳步增长, 越南生产基地布局将新增 90%产能

2017年公司收购俏尔婷婷后, 无缝服饰业务表现优异, 优化大客户订单的同时发展国内新客户, 同时通过推进阿米巴模式使生产经营效率有效提高。俏尔婷婷营收实现较快增长, 毛利率净利率均保持在较高水平, 2017/2018/2019H1分别实现净利润0.70/1.04/0.60亿, 2018/2019H1净利润同比增速分别为49.6%/58.1%。

我们认为公司无缝服饰产品业内领先, 无缝产品品类扩张, 新增越南生产基地将增加90%产能, 同时有望通过健盛集团获取国际优质客户资源, 均为无缝服饰业务未来增长奠定基础。

图 20: 2015-2019H1年俏尔婷婷营收及净利润情况



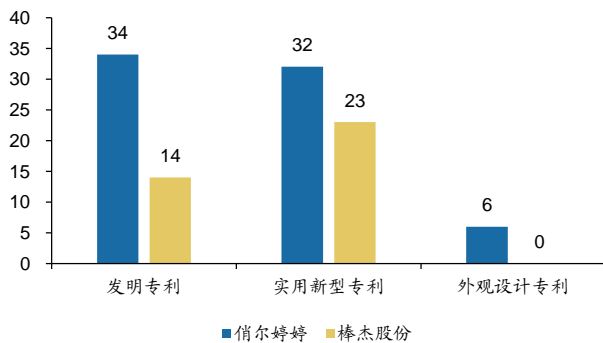
数据来源：公司年报，俏尔婷婷资产评估报告，广发证券发展研究中心

注：净利润指合并净利润

（一）研发实力强，无缝服饰产品国内领先

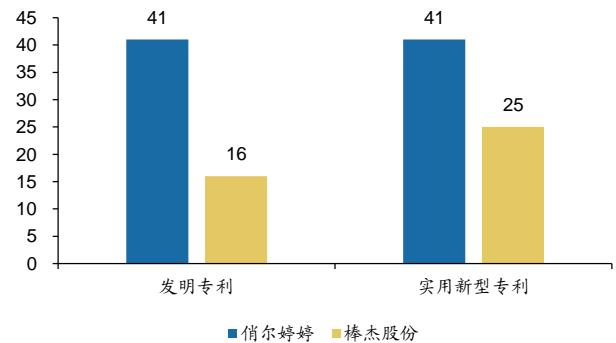
将俏尔婷婷的部分业务指标与A股无缝产品上市公司棒杰股份进行比较，俏尔婷婷发明专利更多，2018-2020年新增专利数也更多，产品均价和毛利率明显高于棒杰股份，说明俏尔婷婷的研发能力以及产品档次明显高于国内A股同类产品上市公司。从规模上看，俏尔婷婷近年收入增速明显快于棒杰股份。

图 21: 2018俏尔婷婷与棒杰股份专利数量对比



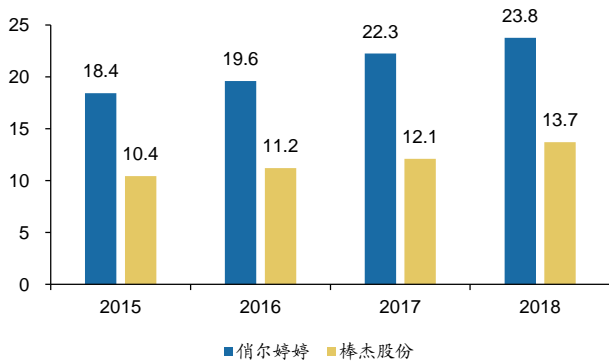
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 22: 2020俏尔婷婷与棒杰股份专利数量对比



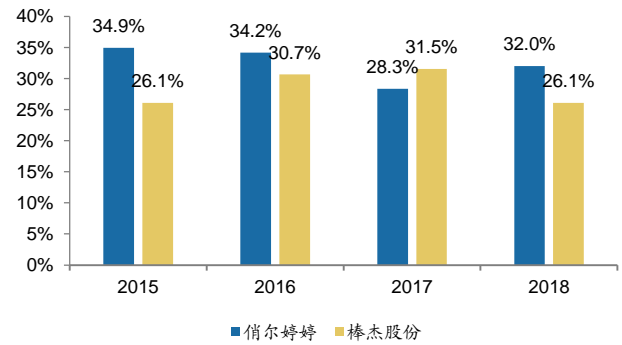
数据来源：公司年报，专利检索和信息网，广发证券发展研究中心

图 23: 2015-2018 俏尔婷婷与棒杰股份产品均价 (元/件)



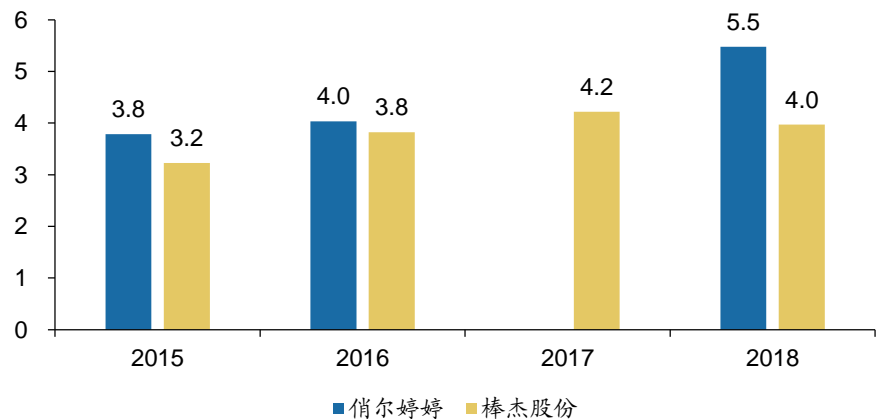
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 24: 2015-2018 俏尔婷婷与棒杰股份毛利率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 25: 2015-2018 俏尔婷婷与棒杰股份无缝产品收入对比 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 2017 年俏尔婷婷只有并表期间收入, 并非全年, 数据不可比

(二) 从无缝内衣到无缝服饰, 进一步扩张业务规模

俏尔婷婷最早主要产品为无缝内衣以及塑身产品, 随着技术实力的增强以及与国际客户合作程度的深化, 覆盖品类已经向运动类无缝服饰产品延伸。与内衣相比, 运动服饰市场空间更为广阔, 通过扩张品类可以拓展新客户, 扩张业务规模, 打开未来成长天花板。

（三）越南生产基地投产建设将在3年内新增90%的无缝服饰业务产能
 无缝服饰目前在浙江绍兴和贵州三穗设有生产基地，总产能约为2000万件。公司2019年开始在越南兴安投资新建1800万件无缝服饰产能，开始进行无缝服饰业务的海外布局。预计1800万件无缝服饰产能将于2020-2022年逐步投产。健盛集团拥有丰富的海外投资生产经验，俏尔婷婷利用公司的资源优势可以实现海外产能的快速布局。如果投产顺利，海外产能将在2022年达到1800万件。

表4：2018-2026无缝服饰业务所得税率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
俏尔服饰（绍兴）	15%	15%	15%	-	-	-	-	-	-
鼎盛服饰（贵州）	15%	15%	15%	-	-	-	-	-	-
越南兴安（建设中）	-	-	0%	0%	10%	10%	10%	10%	20%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：假设越南清化生产基地2020年开始实现盈利

（四）俏尔婷婷有望通过越南产能成本优势以及棉袜业务的客户共享获取更多优质客户资源

由于越南的人工成本、出口关税及所得税等方面的优势，俏尔婷婷越南业务顺利投产后将享有更低的成本，有望利用成本优势以及产能的多地区布局获取更多的国际客户，增加在全球无缝服饰产品的市场份额。健盛棉袜业务主要合作对象都是国外知名品牌，包括众多国际一线运动品牌。俏尔婷婷产品竞争力强，具备与国际品牌商合作的经验，未来健盛集团可以通过客户资源的共享帮助俏尔婷婷获得更多国际品牌客户，双方通过客户资源的整合能够有效的实现交叉销售，推动无缝服饰业务的增长。

四、盈利预测与投资评级

我们对公司的盈利作如下假设：

（一）预计公司2019-2021年国内棉袜产能将保持在1.6亿双，越南棉袜产能将分别达到1.5亿双、1.85亿双以及2.3亿双，由于公司美国客户单价略低且占比逐步提高，我们预计2019-2021棉袜单价（美元口径）将下降为0.54美元，平均美元汇率7。以产能利用率94%/96%/100%、产销率100%计，预计公司2019-2021年的棉袜业务收入分别为11.1亿、12.6亿、14.9亿。预计2019-2021年俏尔婷婷产能将达到2000万件、2500万件、3500万件，单价分别增长35%、0%、0%，2019年产能下降单价大幅提高主要由于产品结构变化，运动大件占比增加，基本款减少，以产能利用率100%/93%/97%，产销率100%计，预计2019-2021无缝服饰业务收入为6.4亿、7.5亿、10.9亿。

(二) 棉袜业务方面, 由于单价较低的美国客户订单占比提高, 我们预计2019-2021年公司贴牌棉袜业务毛利率分别为26.0%、26.0%、26.0%, 无缝服饰业务毛利率分别为35.0%、36.5%、36.5%, 主要由于俏尔婷婷生产规模扩大, 产品结构优化, 毛利率上升, 公司综合毛利率分别为29.2%、29.8%、30.4%。

(三) 预计公司销售费用率分别为3.2%、3.2%、3.2%, 销售费用率相较于2018年有所下降主要由于公司和部分客户开始直接签订订单, 节省了与中间贸易商的销售费用; 管理费用率分别为10.6%、10.6%、10.6%, 主要由于海外产能持续扩张, 公司管理半径增大, 管理费用率维持在较高水平。

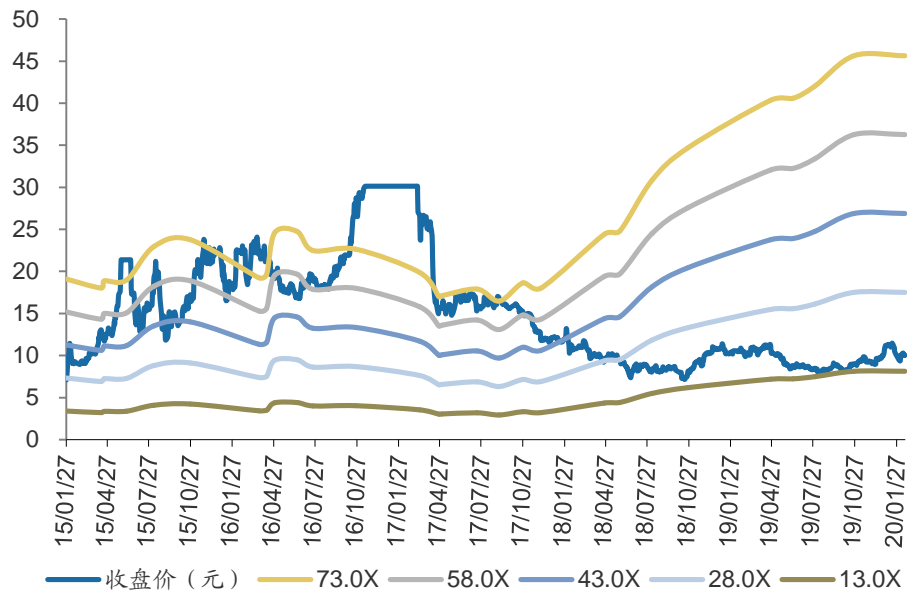
表5: 2019E-2020E公司收入拆分 (单位: 万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	157746.8	175695.5	201150.2	257686.4
棉袜业务	101591.0	111359.6	126393.7	148621.7
无缝服饰业务	54793.3	64127.4	74548.1	108856.2
其他	1362.6	208.5	208.5	208.5
营业成本	113660.5	124371.9	141152.3	179386.7
棉袜业务	75117.9	82406.1	93531.3	109980.1
无缝服饰业务	37259.4	41682.8	47338.0	69123.7
其他	1283.3	283.0	283.0	283.0
毛利率	27.9%	29.2%	29.8%	30.4%
棉袜业务	28.1%	26.0%	26.0%	26.0%
无缝服饰业务	32.0%	35.0%	36.5%	36.5%
其他	13.0%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

我们预计2019-2021年公司的营业收入为17.6亿、20.1亿、25.8亿, 同比增长11.4%、14.5%、28.1%, 归母净利润为2.7亿、3.1亿、4.0亿, 同比增长30.7%、15.0%、28.2%, 每股收益分别为0.65元、0.75元和0.96元, 目前股价对应2020年PE13.5倍, 处于历史较低水平。给予公司2020年PE18倍, 对应合理价值13.5元/股, 维持“买入”评级。

图 26: 公司历年PE-band



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

(一) 汇率波动风险

公司主要客户均为国际客户，出口收入占比较高，因此受人民币汇率影响较大，如果短期人民币汇率维持在高位，甚至出现继续大幅升值的情况，则会影响公司的订单情况及盈利能力。

(二) 主要客户销售下滑风险

公司订单收入较为集中，目前看来自前五大客户收入占比依然在50%以上，主要客户业绩波动对公司收入影响较大。如果几大主要客户终端销售状况不及预期，将影响公司的产能安排，影响公司营收。

(三) 产能扩张不及预期风险

公司在东南亚设立工厂且海外生产占比逐渐提高。如果海外产能未及时投放，将极大影响生产效率，提高生产成本，影响与客户的合作。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,124	1,272	1,335	1,530	1,886	经营活动现金流	118	258	321	274	297
货币资金	270	429	460	552	663	净利润	132	206	270	310	398
应收及预付	263	295	308	353	452	折旧摊销	91	117	9	10	10
存货	335	427	427	481	613	营运资金变动	-128	-82	13	-81	-155
其他流动资产	257	120	140	143	158	其它	24	16	30	35	44
非流动资产	2,159	2,348	2,850	3,245	3,472	投资活动现金流	-137	-308	-513	-402	-234
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-349	-313	-514	-404	-236
固定资产	944	1,206	1,520	1,779	1,939	投资变动	175	123	-1	0	0
在建工程	274	211	387	501	566	其他	37	-118	2	2	2
无形资产	238	246	257	280	281	筹资活动现金流	16	46	222	220	47
其他长期资产	703	686	686	686	686	银行借款	-160	232	277	283	127
资产总计	3,283	3,620	4,185	4,775	5,358	股权融资	192	0	0	0	0
流动负债	449	698	1,026	1,337	1,562	其他	-16	-187	-55	-63	-80
短期借款	198	437	714	997	1,124	现金净增加额	-3	-5	31	92	110
应付及预收	133	152	171	188	242	期初现金余额	252	202	429	460	552
其他流动负债	118	109	141	152	196	期末现金余额	202	223	460	552	663
非流动负债	60	40	40	40	40						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	60	40	40	40	40						
负债合计	509	738	1,066	1,377	1,602						
股本	416	416	416	416	416						
资本公积	1,911	1,911	1,911	1,911	1,911						
留存收益	465	608	851	1,130	1,488						
归属母公司股东权益	2,774	2,882	3,119	3,398	3,756						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	3,283	3,620	4,185	4,775	5,358						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,138	1,577	1,757	2,012	2,577
营业成本	818	1,137	1,244	1,412	1,794
营业税金及附加	12	15	18	20	26
销售费用	52	64	56	64	81
管理费用	93	113	133	152	195
研发费用	30	41	44	50	64
财务费用	21	4	6	14	19
资产减值损失	5	5	6	6	7
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	9	-6	2	2	2
营业利润	131	236	304	346	443
营业外收支	25	-2	-4	1	1
利润总额	156	235	299	347	444
所得税	25	28	30	36	47
净利润	132	206	270	310	398
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	132	206	270	310	398
EBITDA	223	326	272	324	427
EPS (元)	0.32	0.50	0.65	0.75	0.96

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	71.4%	38.6%	11.4%	14.5%	28.1%
营业利润增长	15.3%	80.0%	28.6%	13.8%	28.3%
归母净利润增长	26.9%	57.0%	30.7%	15.0%	28.2%
获利能力					
毛利率	28.1%	27.9%	29.2%	29.8%	30.4%
净利率	11.6%	13.1%	15.4%	15.4%	15.4%
ROE	4.7%	7.2%	8.6%	9.1%	10.6%
ROIC	4.1%	6.4%	7.1%	7.3%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	15.5%	20.4%	25.5%	28.8%	29.9%
净负债比率	6.0%	12.1%	17.1%	20.9%	21.0%
流动比率	2.50	1.82	1.30	1.14	1.21
速动比率	1.74	1.20	0.88	0.78	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.46	0.45	0.45	0.51
应收账款周转率	6.02	5.78	5.86	5.83	5.84
存货周转率	2.77	2.98	2.91	2.93	2.93
每股指标 (元)					
每股收益	0.32	0.50	0.65	0.75	0.96
每股经营现金流	0.28	0.62	0.77	0.66	0.71
每股净资产	6.66	6.92	7.49	8.16	9.02
估值比率					
P/E	39.26	21.88	17.00	14.77	11.53
P/B	1.86	1.57	1.47	1.35	1.22
EV/EBITDA	22.83	13.90	17.77	15.53	11.82

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，带领团队荣获 2019 年新财富轻工和纺织服装行业第四名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。