

## 健盛集团

603558

审慎增持 (维持)

袜业龙头进军无缝内衣，越南产能红利释放增厚业绩

2019年09月12日

## 市场数据

市场数据日期	2019-09-12
收盘价(元)	8.90
总股本(百万股)	416.36
流通股本(百万股)	384.24
总市值(百万元)	3705.57
流通市值(百万元)	3419.72
净资产(百万元)	2898.52
总资产(百万元)	3613.48
每股净资产	6.96

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1577	1767	2079	2522
同比增长	38.6%	12.0%	17.7%	21.3%
净利润(百万元)	206	262	337	437
同比增长	57.0%	27.1%	28.4%	29.9%
毛利率	27.9%	28.7%	30.1%	31.2%
净利润率	13.1%	14.8%	16.2%	17.3%
净资产收益率(%)	7.2%	8.2%	9.6%	11.2%
每股收益(元)	0.50	0.63	0.81	1.05
每股经营现金流(元)	0.62	0.63	1.02	1.03

## 投资要点

- **袜业、无缝内衣双龙头企业，业绩持续高速增长。**健盛集团1993年成立，主要采用ODM、OEM的生产模式为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供袜业的制造和代工服务，2015年1月上市，2017年收购国内无缝内衣龙头企业——俏尔婷婷，切入无缝内衣市场，在技术、资本、客户方面实现资源整合、优势互补。在越南产能释放、俏尔婷婷全年并表的推动下，公司2018年实现营业收入15.77亿元（棉袜/无缝内衣分别为10.16/5.48亿元），同比增长38.62%；归母净利润2.06亿元，同比增长57.20%。
- **产能扩张叠加品类扩展，铸就全面竞争优势。**公司在国内拥有杭州健盛、杭州乔登、江山易登、江山思进、江山针织五个棉袜生产基地，2018年总产能接近2亿双；同时俏尔婷婷在贵州、绍兴上虞建有两大无缝内衣生产工厂，产能2300万件。国内方面，建设杭州智慧工厂、江山健盛产业园，推动原有产业基地整合升级。越南方面，2018年棉袜产能增至1.1亿双，产量占比为37.2%，预计19年产能为1.5亿双；同时，年产1800万件无缝内衣项目土建工作已完成，预计年底投产。未来随着无缝内衣市场渗透率提升、越南产能释放，高速增长可期。
- **对标申洲国际，打造贴身内衣行业小申洲。**健盛集团与申洲国际相类似的是，两者的核心竞争力都主要表现在产品壁垒显著、纵向一体化的业务发展模式、生产基地国际化布局以及国际品牌客户合作；两者不同的是，申洲以针织全品类作为主打产品，其细分市场空间相对广阔，而健盛从相对细分的袜类切入，以品类延伸拓展发展空间，打造贴身内衣行业小申洲。
- **盈利预测：**我们预计公司2019-2021年归母净利润2.62、3.37、4.37亿元，对应9月12日公司市值37.06亿元，PE估值为14.5X、11.3X、8.7X，给予“审慎增持”评级。

## 相关报告

《俏尔婷婷高速增长，产能扩张持续释放》2019-07-31

分析师：

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

风险提示：产能释放不及预期、业务拓展风险、贸易保护主义风险



## 目 录

1、袜业、无缝内衣双龙头企业，业绩持续高速增长.....	- 4 -
1.1、全球领先袜业制造企业，拓展无缝内衣新布局.....	- 4 -
1.2、公司业绩持续高速增长.....	- 6 -
1.3、公司股权集中，员工持股计划彰显发展信心.....	- 9 -
1.4、两次发行定增，用于生产规模扩张和资产收购.....	- 10 -
2、袜业市场需求稳定，无缝内衣前景广阔.....	- 12 -
2.1、袜业：市场需求增长稳定，高端市场供小于求.....	- 12 -
2.2、无缝内衣：渗透率有待提升，未来前景广阔.....	- 13 -
3、产品端：产能扩张叠加品类扩展，铸就全面竞争优势.....	- 15 -
3.1、产业链纵向延伸，增强供应链掌控能力.....	- 15 -
3.2、国内产能整合与越南产能扩张并举，产能优势有望进一步加强.....	- 15 -
3.2.1、国内产能利用率下降，未来注重整合升级.....	- 15 -
3.2.2、深化布局越南生产基地，持续推进产能扩张.....	- 17 -
3.3、并购俏尔婷婷拓展无缝内衣新品类.....	- 19 -
4、需求端：积极拓展海外新客户，推动订单重回高速增长.....	- 22 -
5、对标申洲国际，打造贴身内衣行业小申洲.....	- 24 -
6、盈利预测.....	- 27 -
图 1、公司主要发展历程.....	- 4 -
图 2、公司棉袜出口均价远高于国内平均水平.....	- 4 -
图 3、公司研发费用持续增长.....	- 4 -
图 4、公司主要合作品牌商与零售商.....	- 5 -
图 5、公司营业收入稳步增长.....	- 6 -
图 6、公司归母净利润高速增长.....	- 6 -
图 7、国内外营业收入规模及其增速.....	- 7 -
图 8、国内外收入占比.....	- 7 -
图 9、公司棉袜营业收入及其增速.....	- 7 -
图 10、公司 2017、2018 年各产品收入占比.....	- 7 -
图 11、公司毛利率保持较高水平，净利率逐年增长.....	- 8 -
图 12、棉袜毛利率下降，无缝内衣毛利率大幅增长.....	- 8 -
图 13、2014-2019H1 公司三费费用率.....	- 8 -
图 14、公司固定资产中房屋及建筑物期末余额上升.....	- 9 -
图 15、公司资产负债率逐年下滑.....	- 9 -
图 16、公司股权集中.....	- 10 -
图 17、全球袜业市场规模持续稳定增长.....	- 12 -
图 18、我国人均袜子消费数量处于较低水平.....	- 13 -
图 19、我国人均袜子消费金额远落后于发达国家.....	- 13 -
图 20、2018 年全球内衣市场规模为 2679 亿美元.....	- 14 -
图 21、无缝内衣渗透率未来有望增长至 25%—35%.....	- 14 -
图 22、无缝内衣市场规模测算（单位：亿美元）.....	- 14 -
图 23、公司产业链向上游延伸.....	- 15 -
图 24、国内产能逐年增加但产能利用率略有下降.....	- 16 -
图 25、2018 年国内各生产基地产能、实际产量情况（单位：万双）.....	- 16 -
图 26、2018 年国内生产基地产能利用率有所下滑.....	- 16 -
图 27、公司越南布局时间线.....	- 17 -
图 28、越南棉袜产能持续快速增长（单位：万双）.....	- 19 -
图 29、越南产量占比持续提升.....	- 19 -
图 30、2018 年各公司适用的企业所得税率.....	- 19 -

图 31、公司实际企业所得税率逐年下降 .....	- 19 -
图 32、2014 年—2019H1 俏尔婷婷营业收入及其增速 .....	- 20 -
图 33、2014 年—2019H1 俏尔婷婷净利润及其增速 .....	- 20 -
图 34、俏尔婷婷产品均价高于同行业其他企业 .....	- 21 -
图 35、俏尔婷婷毛利率高于同行业其他企业 .....	- 21 -
图 36、健盛集团和俏尔婷婷客户资源分布 .....	- 21 -
图 37、2018 年无缝内衣产能、产量及产能利用率 .....	- 22 -
图 38、无缝内衣现有产能及未来规划 .....	- 22 -
图 39、公司棉袜销量重回高速增长 .....	- 23 -
图 40、前五大客户销售额占比逐年下降 .....	- 23 -
图 41、2016-2018 年海外各地区销售占比变化 .....	- 23 -
图 42、申洲国际主要发展历程 .....	- 24 -
图 43、2018 年行业各公司研发费用率对比 .....	- 25 -
图 44、申洲和健盛人均产出较高 .....	- 25 -
图 45、申洲国际纵向一体化运营模式 .....	- 25 -
图 46、产业链不同环节相关企业平均盈利水平 .....	- 25 -
图 47、申洲国际产品结构变化情况 .....	- 27 -
图 48、申洲国际主要客户占比变化情况 .....	- 27 -
表 1、公司主要生产基地信息汇总 .....	- 5 -
表 2、公司 ROE 影响因素拆分 .....	- 9 -
表 3、2016 年定增募集资金使用计划 .....	- 11 -
表 4、变更后定增募集资金使用计划 .....	- 11 -
表 5、2017 年定增募集配套资金用途及金额 .....	- 12 -
表 6、国内袜业生产商供应品牌分类 .....	- 13 -
表 7、越南各生产基地 2018 年及未来产能情况 .....	- 17 -
表 8、布局越南的比较优势 .....	- 18 -
表 9、公司前五大核心客户简介 .....	- 22 -
表 10、申洲国际产能布局情况 .....	- 26 -
表 11、健盛集团分产品盈利预测 .....	- 27 -
附表 .....	- 28 -

## 1、袜业、无缝内衣双龙头企业，业绩持续高速增长

### 1.1、全球领先袜业制造企业，拓展无缝内衣新布局

健盛集团自 1993 年成立以来，就一直以各类棉袜的生产和出口销售为主营业务，主要采用 ODM、OEM 的生产模式为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供袜业的制造和代工服务，出口比例超过 80%。公司主营袜业 20 余年，积累了丰富的生产经验，拥有先进的设备规模优势、丰富的品牌客户资源和深厚稳固的市场优势。2017 年收购国内无缝内衣龙头企业——俏尔婷婷，切入无缝内衣市场，丰富了产品品类，强化了公司在贴身衣物制造领域的优势地位。

图 1、公司主要发展历程



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**产品技术规模优势明显。**公司较早地引进了世界先进的棉袜、无缝内衣生产设备，并引入日本的生产技术和工艺流程，与上游原料供应商和设备供应商保持密切的研发合作，在技术水平上保持领先。先进的生产技术使得公司产品优质、附加值高，相比于国内棉袜出口平均单价，公司袜类产品单价要高出 50%左右。此外，公司一直注重设计研发，2018 年研发费用为 4054 万元，同比增长 34%。2019 年公司将筹建创业研发中心，成立独立实验室，进一步加大创新和研发的投入，提升上下游产业协同的水平。

图 2、公司棉袜出口均价远高于国内平均水平

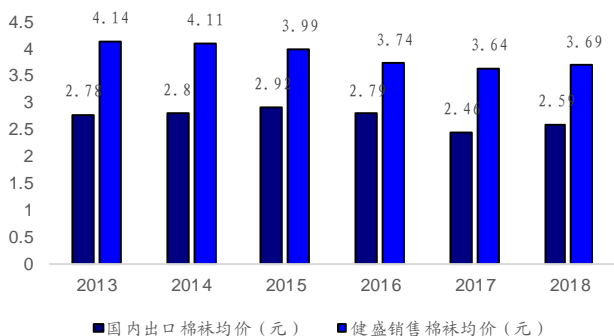
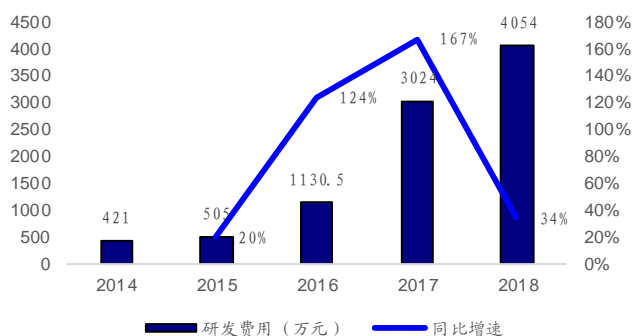


图 3、公司研发费用持续增长



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

**客户优质稳定。**经过二十多年来的发展积累,公司已同众多国际知名品牌建立了深厚的合作伙伴关系,形成了欧洲、日本、美国、大洋洲四大稳固海外市场。公司核心客户包括:运动品牌 PUMA、迪卡侬、UA、Fila;休闲服饰品牌 Levi's、Tommy Hilfiger、Lee;快时尚品牌优衣库、H&M;以及专业袜子制造商 Stance 等。其中,公司和部分品牌及其中间采购商合作时间长达十年以上,与客户之间建立了相互依存、互不可缺、长期稳定的战略合作关系,市场优势显著。

图 4、公司主要合作品牌商与零售商

品牌类型	公司合作品牌商
运动品牌	       
休闲服饰品牌	     
快时尚品牌	    
专业袜子制造商	

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

**生产基地全球化布局。**公司在国内拥有杭州健盛、杭州乔登、江山易登、江山思进、江山针织五个棉袜生产基地,2018 年总产能接近 2 亿双;同时俏尔婷婷在贵州、绍兴上虞建有两大无缝内衣生产工厂,2018 年产能为 2300 万件。2013 年,公司开始在越南布局,规划建设三大生产基地,规划总投资约 1.5 亿美元,拟建设年产 2.5 亿双棉袜、1800 万件无缝针织运动服饰及产业链配套项目。目前,越南海防、越南兴安工厂均已开始有效运营,2018 年实现产能 1.1 亿双,越南兴安的无缝内衣工厂及清化工厂也在紧张的筹建过程中,截至 2019 年上半年,兴安工厂土建已完工,清化已开始进行工程施工,2019 年底均有望实现投产。

表 1、公司主要生产基地信息汇总

名称	设立时间	主要业务	2018 年产能 (万双/万件)
杭州健盛	2000 年	生产各类袜子	2800
杭州乔登	2009 年	生产袜子;销售本公司生产的产品	3000
江山针织	2010 年	袜子和纺织辅料的生产、加工和销售	2500
江山思进	1998 年	橡筋线、氨纶线、刺绣、袜子的加工、生产、销售	江山思进、易登总和为 10930
江山易登	2005 年	袜子和辅料的生产及销售	
健盛越南——海防	2015 年	棉袜、氨纶、橡筋生产;	11000
——兴安	2015 年	印染工厂;无缝内衣工厂正在建设中	未投产 (1800 件无缝内衣项)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

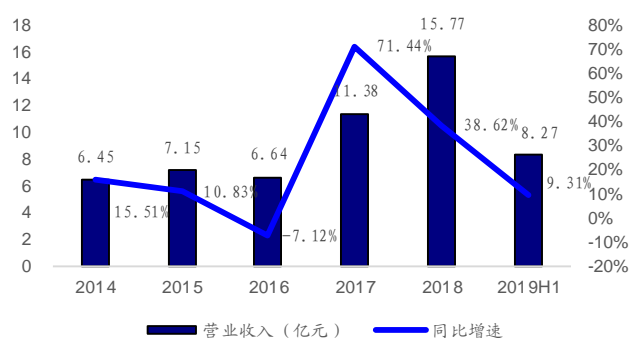
——清化	2018 年	棉袜生产基地正在建设中	目预计 2019 年底开始投产)
上虞 (俏尔婷婷)	2004 年	无缝内衣的加工、生产	未投产 (9000 双棉袜项目预计 2019 年底开始投产)
贵州 (俏尔婷婷)	2014 年	无缝内衣的加工、生产	1400
			900

资料来源：公司公告，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、公司业绩持续高速增长

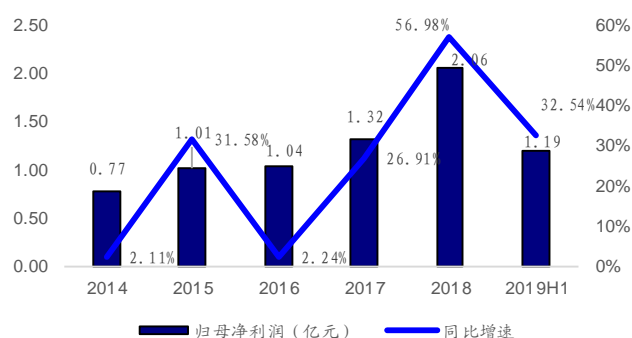
公司营业收入稳步增长，归母净利润高速增长。2016 年公司受迪卡侬订单流失的影响（客户将订单转移至土耳其以谋求低成本，转移订单超 3000 万双），公司营收出现首次下降。为避免客户集中度过高再次引起风险，公司 2017 年开始加大新客户的开发力度，当年棉袜销售同比增长 42.5%，加上俏尔婷婷 8 月开始并表的影响，带动公司营收增长 71.44%，归母净利润增长 26.91%。2018 年实现营业收入 15.77 亿元，同比增长 38.62%，归母净利润 2.06 亿元，同比增长 56.98%。营收高速增长主要原因系：（1）俏尔婷婷全年并表以及其无缝内衣贵州基地产能释放；（2）公司主业袜类越南基地产能加速释放；（3）公司开发优质新客户 Nike、Adidas、GAP。归母净利润增幅远超营业收入主要系：公司越南产区享受政策和税收优惠，随着越南产能占比提升，公司实际所得税率有所下降，为 11.97%（-2.79pct），同时期间费用率降低 3.1pct，带动净利润快速增长。截至 2019H1，公司实现营业收入、归母净利润分别为 8.27 亿元、1.19 亿元，同比增加 9.31%、32.54%。未来随着越南产能继续释放，公司营收和净利有望维持高速增长趋势。

图 5、公司营业收入稳步增长



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司归母净利润高速增长

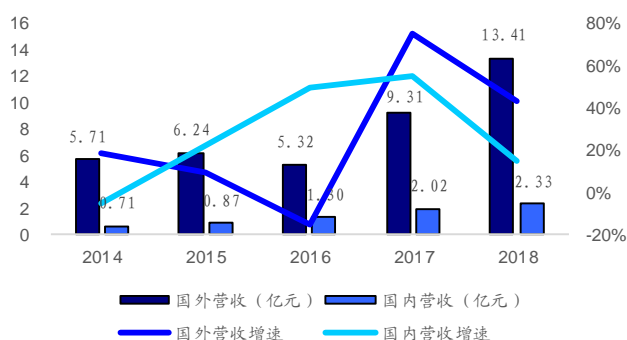


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分地区来看，公司收入主要来自于外贸出口。公司主要对接世界知名品牌商和零售商，因此 80%-90% 的销售来自于外贸出口，主要销往欧洲、日本、美洲、澳洲四大国际市场。2018 年公司外贸销售实现收入 13.41 亿元，同比增长 43.93%，占营业收入的比重为 85.2%，占比近三年呈现逐年上升的趋势；国内市场销售实

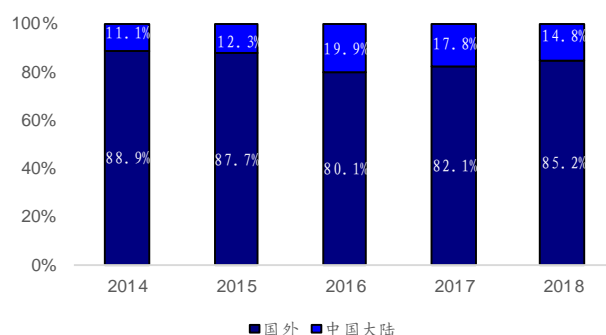
现收入 2.33 亿元，同比增长 14.91%，占营业收入的比重为 14.8%。

图 7、国内外营业收入规模及其增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

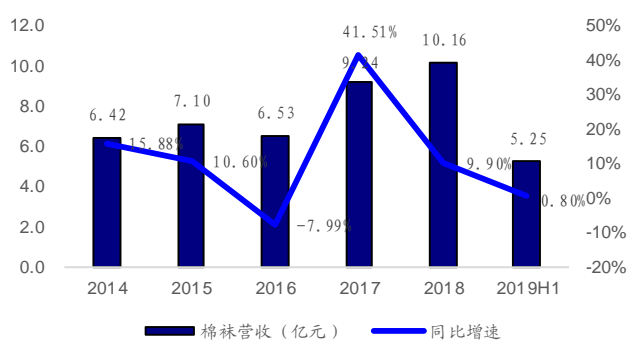
图 8、国内外收入占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

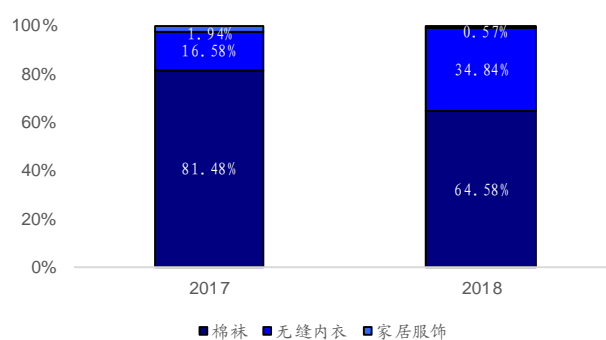
分产品来看，棉袜收入稳步增长，2018 年无缝内衣营收占比超三分之一。棉袜一直是公司的第一大业务，持续扩张的产能带动其营业收入快速增加，2018 年公司棉袜产品实现营收 10.16 亿元，同比增长 9.90%，占总营业收入的比重为 64.58%。2017 年 8 月俏尔婷婷并表后，无缝内衣业务成为公司的另一大收入来源。2018 年，无缝内衣产品营业收入为 5.48 亿元（按照 2017 年并表 5 个月无缝内衣营收为 1.88 亿元还原到全年营收为 4.51 亿元计算，同比增长 21.6%），占总营业收入的比重为 34.84%。

图 9、公司棉袜营业收入及其增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司 2017、2018 年各产品收入占比



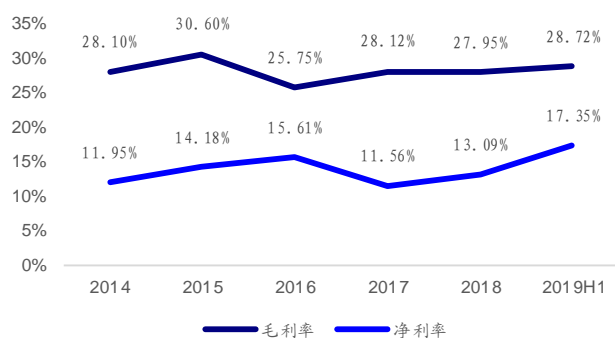
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司毛利率一直保持较高水平，净利率逐年增长。除 2016 年单一大客户流失造成毛利率大幅下降外，近五年公司毛利率一直保持在较高水平，主要是由于公司产品质量较高，在国际市场中具有较强的竞争优势。2018 年、2019H1 公司毛利率分别为 27.95%、28.72%。分产品来看，2018 年棉袜毛利率同比下降 2.24pct 至 26.06%，主要由于原材料成本上升；而俏尔婷婷通过推进阿米巴经营模式，应用全面降低成本 (TCD) 改善和推进降本增效工作，使得毛利率提升 3.66pct 至 32%，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

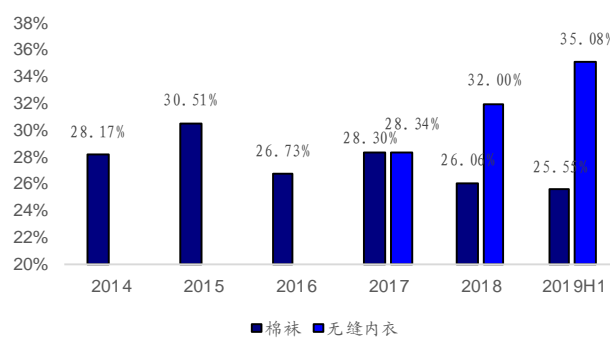
2019年H1进一步提升至35.08%，有效削弱了棉袜毛利率降低对公司的影响。2018年、2019H1公司净利率分别为13.09%、17.35%，同比上升1.53pct、1.31pct，净利率的提高主要得益于越南产能占比上升，公司平均所得税率下降以及期间费用率的下降。

图 11、公司毛利率保持较高水平，净利率逐年增长



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

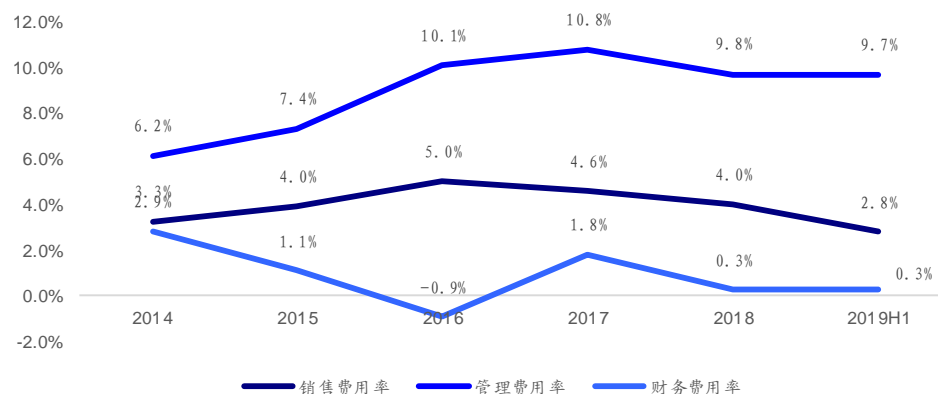
图 12、棉袜毛利率下降，无缝内衣毛利率大幅增长



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**2018年公司期间费用率总体有所下降。**销售费用方面，由于2016年迪卡侬订单流失，为弥补订单损失，公司大力开发客户及内销市场，致使广告等销售费用率上升1.0pct。之后费用率逐渐下降，2018年销售费用下降0.6pct至4.0%。管理费用方面，由于2016年子公司杭州乔登、江山针织分别购入土地造成无形资产摊销增加，2017年研发费用率同比增0.95pct及并表俏尔婷婷应付职工薪酬增加，导致管理费用率在2016、2017年达到峰值，2018年费用率有所下降，为9.8%。财务费用方面，主要是受汇率波动的影响，2018年受益于人民币贬值，财务费用下降1.5pct至0.3%。

图 13、2014-2019H1 公司三费费用率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

**公司 ROE 持续下滑，主要系资产负债率降低及公司资产大幅增长。**公司 ROE 近

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



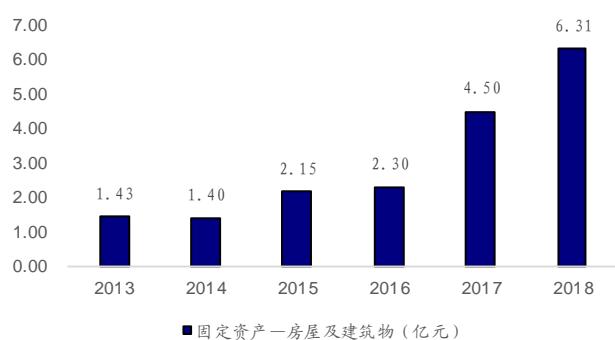
年来大幅下滑，从 2013 年的 28.40% 下降至 2018 年的 7.30%，下降幅度较大。从影响 ROE 的因素来看，公司销售净利率基本保持稳定，2018 年为 13.09% (+1.53pct)，而资产周转率和权益乘数的持续下降是导致公司低 ROE 的主要原因。2013 年至 2018 年，公司资产周转率从 0.94 下降到 0.46；权益乘数从 2.23 下降到 1.22。**进一步分析来看**，资产周转率的下降主要是由于公司非流动资产大幅增长。一方面，公司持续扩张产能，新建生产基地，使得固定资产、在建工程、无形资产等快速增长；另一方面，公司上市以后购建了大量的房屋及建筑物（并非投入生产），2016 年/2017 年/2018 年固定资产科目中房屋及建筑物期末余额分别为 2.30 亿元/4.50 亿元/6.31 亿元，使得资产周转率进一步下滑，但同时房屋资产本身实现了较大的增值。权益乘数的下降主要是由于公司资产负债率从 2013 年的 56.47% 下降到 2018 年的 20.38%，目前公司资产负债率处于较低水平，经营较为稳健。

表 2、公司 ROE 影响因素拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
权益净利率 (ROE)	28.40%	23.64%	17.81%	7.93%	5.70%	7.30%
销售净利率	13.51%	11.95%	14.18%	15.61%	11.56%	13.09%
资产周转率	0.94	0.88	0.71	0.36	0.40	0.46
权益乘数	2.23	2.24	1.76	1.40	1.24	1.22

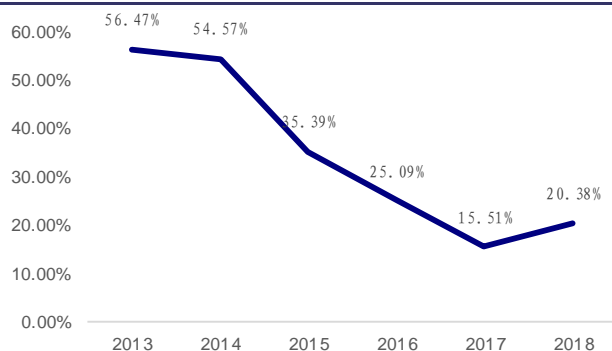
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司固定资产中房屋及建筑物期末余额上升



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、公司资产负债率逐年下滑



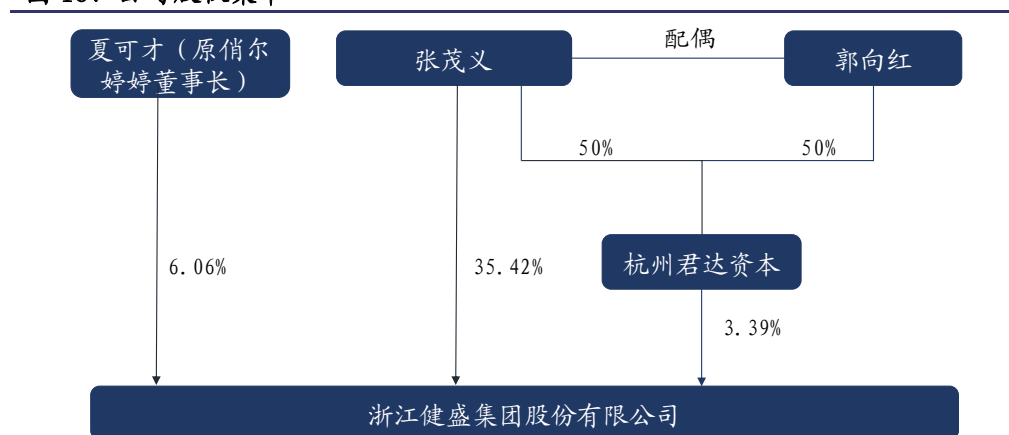
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、公司股权集中，员工持股计划彰显发展信心

**公司股权集中，股权结构稳定。**截至 2019 年 6 月 30 日，公司实际控制人、董事长张茂义先生及其家族成员通过直接和间接方式合计持有公司 38.81% 股份，且承诺自 2018 年 9 月 7 日起 1 年内不减持公司股份；原俏尔婷婷董事长夏可才持有公司 6.06% 股份。

**员工持股计划彰显企业发展信心。**2018年6月23日公司公告拟推出员工持股计划，总份额上限不超过公司总股本的10%，筹集资金总额为不超过5000万元，持有人范围包括公司部分董事、监事和高级管理人员及管理骨干、业务骨干人员。截止2018年底，公司第一期员工持股计划已通过二级市场完成股票购买，累计买入股票557.82万股，占总股本1.34%，成交金额5000万元，锁定期为2018年12月25日至2019年12月24日。

图 16、公司股权集中



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 1.4、两次发行定增，用于生产规模扩张和资产收购

公司上市以来共实施两次定向增发，募集资金总额为18.90亿元，主要用于生产规模的扩张和资产收购。

**第一次定向增发：募集资金用于扩大公司生产规模。**2016年3月，公司非公开发行股票7050万股，发行价格为14.21元/股（回溯调整后价格为13.86元/股，解禁日收盘价为10.38元/股），募集资金总额10.02亿元，扣除发行费用后实际募集资金净额9.85亿元，该部分新增限售股在2019年3月25日开始上市流通。本次定增募集资金净额将投入“健盛之家贴身衣物O2O营销网络建设项目”、“年新增6000万双棉袜智慧工厂技改项目”、“年新增5200万双丝袜生产线技改项目”和“年新增6000万双丝袜生产线项目”。

表 3、2016 年定增募集资金使用计划

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入 额 (万元)
1	“健盛之家”贴身衣物O2O营销网络建设项目	31,000	30,194.6
2	年新增6000万双棉袜智慧工厂技改项目	30,000	30,000
3	年新增5200万双丝袜生产线技改项目	15,000	15,000
4	年新增6000万双丝袜生产线项目	25,000	25,000
	<b>合计</b>	<b>101,000</b>	<b>100,194.6</b>

资料来源：公司定增发行说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

此后，根据公司实际经营情况与发展规划，将原“杭州健盛袜业年新增 6,000 万双棉袜智慧工厂技改项目”变更为“杭州乔登针织年产 10,000 万双高档棉袜智慧工厂迁、建项目”；将原“健盛江山针织年新增 5,200 万双丝袜智慧工厂技改项目”以及“年新增 6,000 万双丝袜生产线项目”剩余部分募集资金调整变更为“健盛江山针织年产 10,000 万双中高档棉袜、1,300 吨氨纶橡胶筋线智慧工厂迁、扩建生产线项目”。本次非公开发行后，有利于扩大公司生产规模，提高公司市场份额，拓展市场空间，增强公司的持续盈利能力。

表 4、变更后定增募集资金使用计划

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	“健盛之家”贴身衣物O2O营销网络建设项目	已终止	—
2	年产10,000万双高档棉袜智慧工厂迁建项目	52,000	28,537.6
3	年产10,000万双中高档棉袜、1,300吨氨纶橡胶筋线智慧工厂迁、扩建生产线项目	50,000	25,000
4	永久性补充流动资金	28,530.99	28,530.99
	<b>合计</b>	<b>130,530.99</b>	<b>82,068.59</b>

资料来源：公司定增发行说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**第二次定向增发：发行股份及支付现金收购俏尔婷婷 100%股权并募集配套资金。**

2017年3月公司发布公告，拟通过非公开发行股份及支付现金的方式收购俏尔婷婷100%股份，交易总价为8.7亿元，其中，公司拟以股份方式支付交易价格的80%，以现金方式支付交易价格的20%。2017年9月，公司向俏尔婷婷原股东夏可才、谢国英共定向增发3211.81万股，发行价格为21.67元/股（回溯调整后价格为21.47元/股，未解禁），完成对俏尔婷婷的收购，本次增发的股份自发行结束之日起36

个月内不得转让。2017年12月，公司通过非公开发行股票募集配套资金1.92亿元，发行价格为14元/股（回溯调整后价格为13.85元/股，解禁日收盘价为10.07元/股），增发股份自其认购的股票完成股权登记之日起12个月内不转让，募集的配套资金拟用于支付本次交易现金对价及支付中介机构费用。

**表 5、2017 年定增募集配套资金用途及金额**

序号	项目名称	募集资金拟投入额（万元）
1	支付本次交易现金对价	17,400.00
2	支付中介机构费用及发行费用	1,833.50
	<b>合计</b>	<b>19,233.50</b>

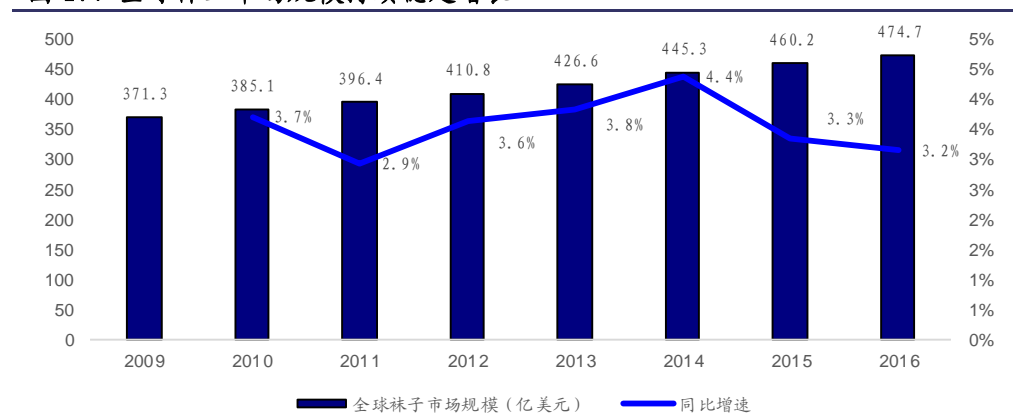
资料来源：公司定增发行说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、袜业市场需求稳定，无缝内衣前景广阔

### 2.1、袜业：市场需求增长稳定，高端市场供小于求

**袜业市场需求稳定增长，行业高度分散。**根据中国产业信息网测算，2009年全球袜子市场规模为371.3亿美元，到2016年市场规模增长至474.7亿美元，复合增速为3.57%，低于纺织服装市场平均增速5%-6%。预计未来行业增速仍会保持在3.5%左右，增长稳定。从竞争格局来看，我国袜业制造高度分散。据统计，2018年我国出口袜子162.27亿双，出口金额约为421.06亿元，而健盛集团为我国最大的袜业制造商，当年棉袜销售数量为2.8亿双，仅占不到2%的全国出口总量，未来仍有较大上升空间。随着成本上行、利润空间压缩，小型制造企业逐渐开始退出市场，未来集中度有望持续提升，龙头企业受益。

**图 17、全球袜业市场规模持续稳定增长**



资料来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

我国人均袜子消费数量和金额均远落后于发达国家，需求存在巨大增长空间。根

据 Statista 统计, 2019 年我国人均袜子消费数量为 3.66 双, 远低于发达国家 10 双以上的水平; 我国人均袜子消费金额为 6.46 美元, 而同期美国/德国/英国/日本的人均消费额分别为 22.71/27.36/28.76/25.48 美元。由此可以看出, 我国和发达国家的袜子消费还存在较大差距, 未来消费需求仍有巨大的增长空间。

图 18、我国人均袜子消费数量处于较低水平

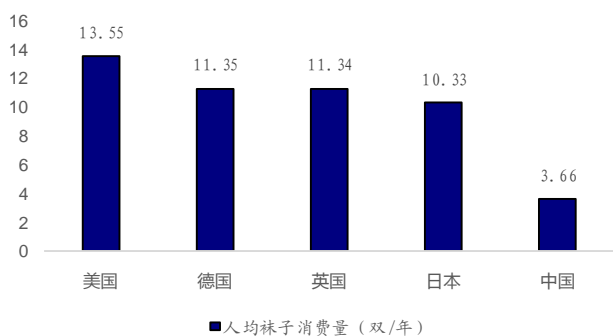
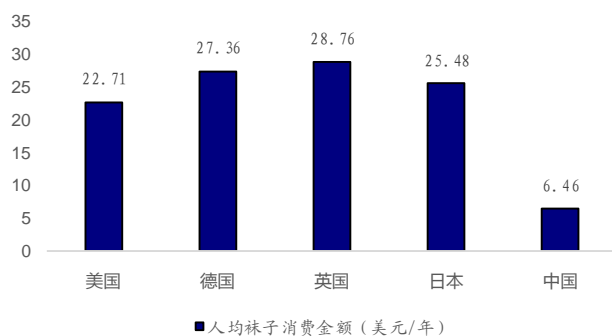


图 19、我国人均袜子消费金额远落后于发达国家



资料来源: Statista, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Statista, 兴业证券经济与金融研究院整理

**低端市场竞争激烈, 高端市场供小于求, 未来有较大发展空间。**国内大多数棉袜制造企业规模较小, 导致在研发设计、产品质量方面无法达到高端市场的要求, 因此竞争主要集中在中低端市场。但伴随着人们对产品品质的要求不断提升, 以高质量、高性能、好设计为优势的中高端品牌需求快速增长, 而生产中高档棉袜不但要有先进的设备和生产技术, 更要有创新研发能力和市场营销能力, 国内棉袜行业能满足的优质供应商寥寥无几, 市场供给方面存在一定的缺口。未来, 具有技术、规模优势的行业龙头有望抢占高端产品市场份额, 获得更大利润空间。

表 6、国内袜业生产商供应品牌分类

定位	价格水平	代表品牌	销售终端
中低端	5—15 元	南极人、浪莎等	超市、小商品市场、批发市场
中端	15—50 元	Nike、Adidas、优衣库等	大型商场、专卖店
高端	>50 元	厚木、迪卡侬、FALKE 等	商场专柜、定制

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、无缝内衣: 渗透率有待提升, 未来前景广阔

**全球内衣市场规模平稳增长。**根据 Statista 数据显示, 2018 年全球内衣市场规模约为 2679 亿美元, 2012-2018 年复合增速为 4.7%, 预计三年后市场规模将突破 3000 亿美元。相比于其他服装细分品类, 内衣增长速度较低, 但具备高品质、高

科技的中高端内衣的需求迅速增长，未来发展空间巨大。

图 20、2018 年全球内衣市场规模为 2679 亿美元

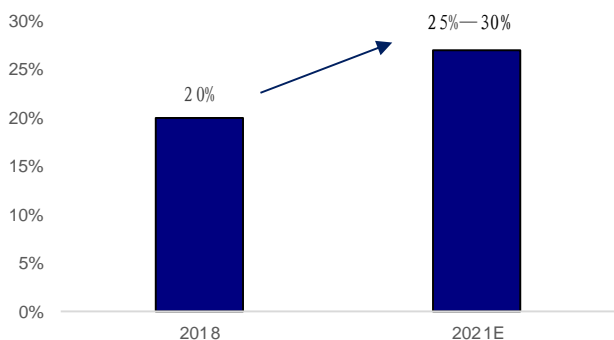


资料来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

**无缝内衣属于纺织新兴产业，与传统内衣相比更具优势。**无缝针织技术缘起于欧洲，所谓“无缝内衣”就是采用高新无缝针织技术，从纱线到内衣不需剪裁和缝合，使颈、腰、臀等部位无需接缝，将舒适、体贴、时尚，变化集于一身。和传统内衣相比，由于无缝内衣产品没有缝合，使得生产出的服装不再受到缝合线对针织品弹性的束缚，它比传统服饰具有更高的合体性和舒适性，受到越来越多消费者的喜爱；同时，在加工技术上具有生产过程耗损小、技术密集型、节约能耗、生产效率高等优点，在工业化生产应用领域优势明显。

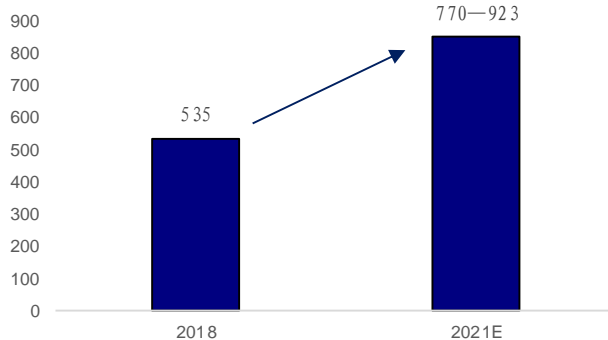
**无缝内衣渗透率较低，未来发展前景广阔。**目前，全球无缝内衣渗透率约为 20%，按照该比例计算，2018 年全球无缝内衣市场规模为 535 亿美元。由于无缝内衣相比于传统内衣具有舒适性、时尚性等优势，未来无缝内衣渗透率将会迎来高速增长期，预计到 2021 年无缝内衣全球渗透率有望达到 25%—30%，市场规模可达 770—923 亿美元，发展前景广阔。

图 21、无缝内衣渗透率未来有望增长至 25%—35%



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、无缝内衣市场规模测算（单位：亿美元）



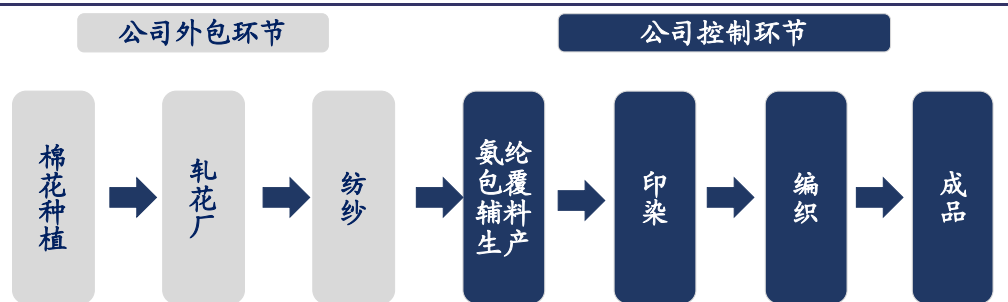
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、产品端：产能扩张叠加品类扩展，铸就全面竞争优势

#### 3.1、产业链纵向延伸，增强供应链掌控能力

2016年以前，公司把染色、刺绣等部分加工外包给外协厂商，无法完全把控质量和生产周期。2016年，公司开始向上游延伸产业链，先后建立了染色、橡筋线、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂，同时配备了刺绣、点塑、辅饰等辅助性生产工序。产业链的完善有利于保证产品的交期与品质，增强对供应链的把控能力，进一步提高公司的产品竞争优势。

图 23、公司产业链向上游延伸



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

**国内方面**，2016年子公司江山针织新增印染业务，2018年组建新材料公司，负责辅料、印染、新材料开发运用，目前产量基本可覆盖国内需求。

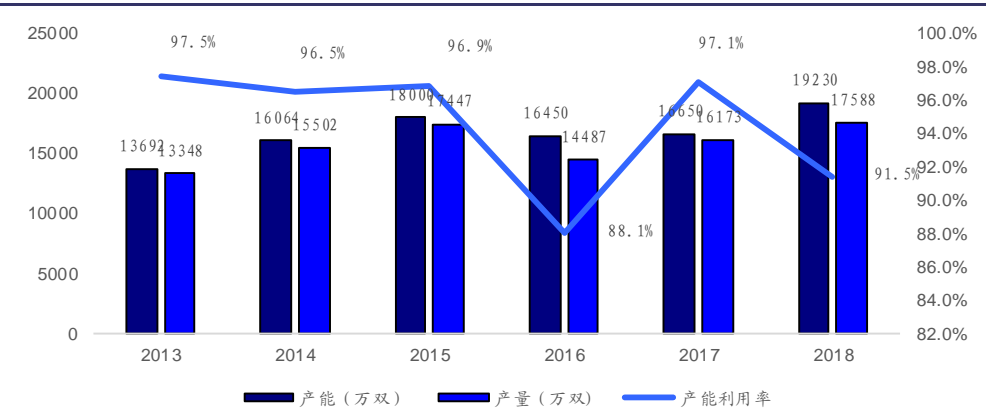
**越南方面**，越南氨纶橡筋厂2017年4月开始试生产，2018年4月再次扩产，目前年产氨纶橡筋线2000吨左右；越南印染工厂2017年初进入生产阶段，目前已形成4000吨纱线染色产品的生产能力。越南氨纶橡筋和印染工厂的投产进一步完善了越南生产基地的产业链配套，解决了越南原料供应的瓶颈，大大提升了公司越南生产基地的竞争力。

#### 3.2、国内产能整合与越南产能扩张并举，产能优势有望进一步加强

##### 3.2.1、国内产能利用率下降，未来注重整合升级

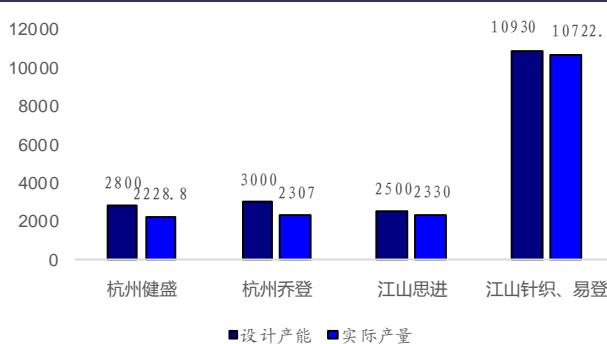
国内产能逐年增加，但产能利用率有所下滑。2018年国内棉袜总产能1.92亿双，实际生产量为1.76亿双，产能利用率约为91.5%，相比之前一直高达95%以上的产能利用率有所下降。主要是由于国内生产成本逐年上升，棉袜产能开始向成本更低的越南转移，导致国内各生产基地的实际产量、产能利用率均有所下降。

图 24、国内产能逐年增加但产能利用率略有下降



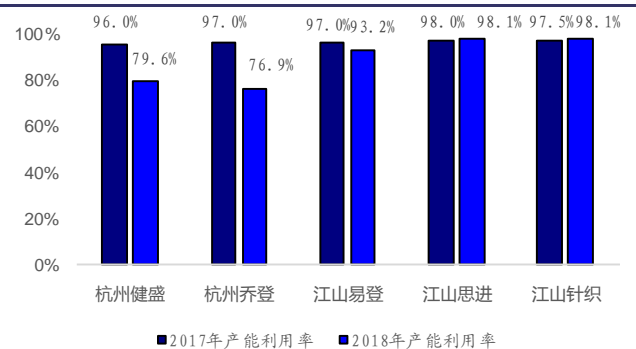
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2018 年国内各生产基地产能、实际产量情况(单位：万双)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、2018 年国内生产基地产能利用率有所下滑



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

未来产能整合升级是重点，智慧工厂项目稳步推进。公司未来会控制国内产能投资，重点推进国内产能整合工作，通过建立智慧工厂、产业园来提升整体效率。目前有两重点在建项目：(1) 杭州智慧工厂：2016 年公司开始投资建设 1 亿双高档棉袜智慧工厂迁建项目，于 2018 年 11 月建成投产，首期 200 台袜机已正式上线，2019 年，杭州健盛公司和杭州乔登针织公司的产线将会陆续搬迁至智慧工厂及其它基地。(2) 江山健盛产业园：2015 年 12 月公司发布公告拟投资 5 亿元，建设年产 1 亿双中高档棉袜、1300 吨氨纶橡胶筋线智慧工厂迁建项目。目前项目已建设完成并投入使用，原江山思进、易登工厂的产能已全部转入健盛产业园，按客户模块化工厂设置已初步形成。预计 2019 年 6 月，江山针织的部分产能也将全部并入健盛产业园。

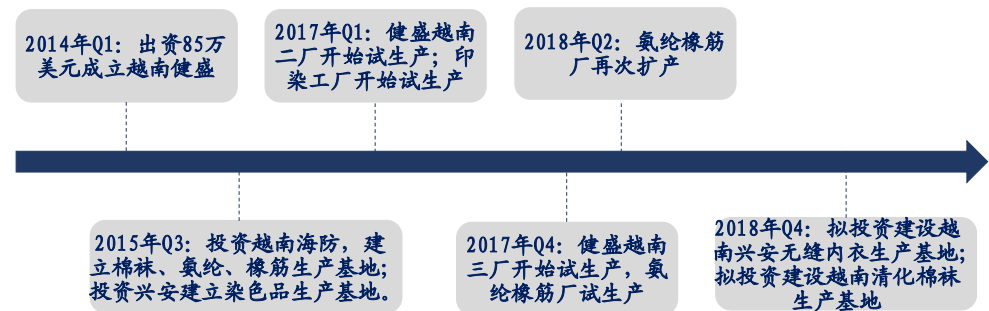
随着国内产能进入整合阶段，我们预计 2019 年国内棉袜产量将会进一步下降到 1.5 亿双左右。



### 3.2.2、深化布局越南生产基地，持续推进产能扩张

公司 2014 年成立越南健盛，开始投资建设越南生产基地。2015 年越南棉袜生产基地正式投产，结合国际贸易形式的发展，公司决定继续加大在越南的投资力度并加快投资进度。之后陆续在越南海防建立棉袜生产基地并在越南兴安配套建设了氨纶、橡筋线辅料生产工厂和印染工厂，产业链布局完善，产能释放推动营业收入快速增长。

图 27、公司越南布局时间线



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在越南共建有三大生产基地，目前海防、兴安两大生产基地均已投产，清化工业园项目仍在建设之中。越南海防主要为棉袜生产基地，同时配套建设了氨纶、橡筋线生产厂，2018 年实现棉袜产能 1.1 亿双；越南兴安目前主要进行辅料生产和染色品生产，截至 2019H1，年产 1800 万件无缝内衣项目土建工作已完成，预计年底投产；越南清化工业园年产 9000 万双棉袜项目也在加快建设，预计 2019 年年底可顺利投产。

表 7、越南各生产基地 2018 年及未来产能情况

	2018 年产能	未来产能
海防	1.1 亿双棉袜	—
兴安	无缝内衣未投产，目前主要为辅料生产和染色品生产	1800 万件无缝内衣 (预计 19 年底投产)
清化	未投产	9000 万双棉袜 (预计 19 年底投产)

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

低成本加贸易优势，越南成为我国纺织制造企业海外扩张首选。中国一直是全球纺织品制造出口大国，但随着中国经济快速增长，劳动力、土地等成本快速上升，

因此产业开始转向更具有成本优势的东南亚地区。越南在加工成本、国内税收、关税和贸易政策方面具有较大的优势，成为企业扩张首选。

(1) 加工成本方面：越南在劳动力成本、水费、电费、工业用地成本上几乎都是中国的一半。

(2) 国内税收方面：越南企业所得税税率为 20%，且 VSIP 工业区享有“四免九减半”的税收优惠，即前四年可免征企业所得税，后续九年可减免 50% 所得税，按最低税率 10% 缴纳，远远低于我国 25% 的税率。同时，越南 10% 的增值税率也低于我国目前的 13%。

(3) 关税和贸易政策方面：越南与许多国家都签订了税收优惠协议，各国对越南产品进口关税较低，如日本和欧盟对进口越南产品基本实现了零关税。同时，在全球趋紧的贸易保护背景下，越南相对于国内，在美国市场更具有贸易优势。

**表 8、布局越南的比较优势**

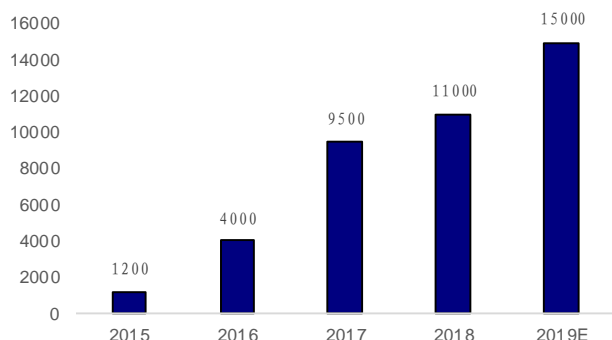
	越南	中国
<b>所得税</b>	20%；VSIP 工业区的企业享有“四免九减半”：前四年免征企业所得税，后续九年可减免 50% 所得税，按最低税率 10% 缴纳	一般企业 25% 高新技术企业适用 15%
<b>增值税</b>	10%  进项税抵扣范围较大	13%（2019 年 4 月 1 日起正式实施）  进项税抵扣范围较小
<b>人力成本</b>	1500-2500 元/月	4500-6000 元/月
<b>水费</b>	1.8-2.4 元/吨	3-4 元/吨
<b>电费</b>	0.42 元/度	0.75 元/度
<b>工业用地</b>	一次性买断，根据园区不同 25-100 美元/平米，使用权 50 年，无土地税	最低价格标准：最高等级 840 元/平米，最低等级 60 元/平米，另需缴税
<b>对纺织品征收进口关税</b>	美国：14%（不受贸易摩擦影响） 日本免征关税 欧盟：2018 年《越南与欧盟自由贸易协定》规定越南 86% 的商品出口欧盟将享受零关税，7 年后该比例将达到 99%。	美国 14% 日本 7% 欧盟 12% 澳洲 5%-8%

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**产能逐步向越南转移，越南产能占比持续增加。**2015 年越南生产基地正式开始投产，之后随着投资建设进度加快，越南产能持续快速增长。2018 年，越南海防生产基地棉袜产能达 1.1 亿双，实际产量超 1 亿双，较 2017 年的 7000 多万双的产

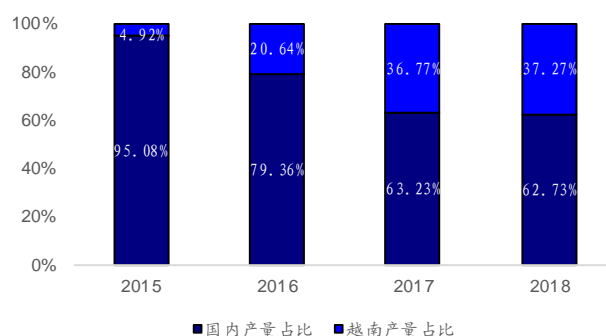
量实现了 40% 左右的增长，越南产量占比达到 37.27%。同时，越南清化工业园年产 9000 万双棉袜项目也在紧张的筹建过程中，预计在 2019 年能够实现越南年产 1.5 亿双棉袜的产量目标。在无缝内衣方面，公司也开启了越南布局，预计 19 年底能够实现越南兴安年产 1800 万件无缝内衣项目的投产。越南产能的加速释放将推动公司业绩保持高速增长。

图 28、越南棉袜产能持续快速增长（单位：万双）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、越南产量占比持续提升



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

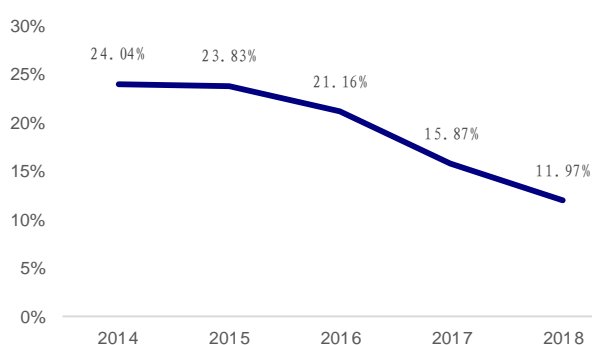
得益于越南的税收优惠政策和产能占比增加，公司实际所得税率逐年下降，盈利能力进一步加强。根据越南海防经济区政策规定，越南健盛公司可享受自获利年度起四免九减半的企业所得税优惠政策，目前为获利年度的第三年，免征企业所得税。随着越南产能占比增加，公司实际所得税率逐年下降，2018 年仅为 11.97%，大大提高了公司盈利能力。

图 30、2018 年各公司适用的企业所得税率

纳税主体名称	所得税率
越南健盛公司	0%
越南印染公司	20%
杭州健盛、江山针织、俏尔服饰、鼎盛服饰	15%
其余	25%

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、公司实际企业所得税率逐年下降



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、并购俏尔婷婷拓展无缝内衣新品类

俏尔婷婷是一家无缝贴身衣物的专业制造商，主要以 ODM、OEM 形式向全球客户提供无缝服装产品，产品包括基础内衣、塑身内衣和运动休闲服装三个部分，

是我国无缝针织行业的主要企业之一。经过多年的业务扩展，俏尔婷婷公司产品质量、供应价格、交付效率以及生产流程管理等方面均得到客户认可，目前已与众多国际知名服装制造企业建立起长期战略合作关系，包括九红、迪卡侬、DELTA、蝶理、优衣库等全球范围连锁服饰销售厂商。

2017年2月，公司以8.7亿元收购无缝贴身内衣的专业制造商俏尔婷婷100%股权，其中，以股份方式支付交易价格的80%，以现金方式支付交易价格的20%，即按21.67元/股向俏尔婷婷原股东夏可才、谢国英定向增发3211.81万股，并支付现金1.74亿元。2017年8月俏尔婷婷开始并表。并购俏尔婷婷有利于公司在巩固袜业优势地位的基础上进一步横向拓展品类，丰富产品类型，强化贴身衣物制造领域的优势地位。

俏尔婷婷业绩稳定，2017年、2018年均超额完成业绩承诺。2016年俏尔婷婷营业收入为4.05亿元，同比增加6.58%，归母净利润0.73亿元，同比下降3.34%。根据协议，俏尔婷婷承诺2017-2019年公司扣非净利润不低于6500万元、8000万元、9500万元，对应三年复合增长率为9.20%。2017年、2018年、2019年H1，俏尔婷婷分别实现扣非归母净利润6687万元、10085万元、6034.24万元，完成业绩承诺的102.89%、126.06%、63.52%。未来随着产能的进一步扩大，预计能够顺利完成2019年业绩承诺。

图 32、2014 年—2019H1 俏尔婷婷营业收入及其增速

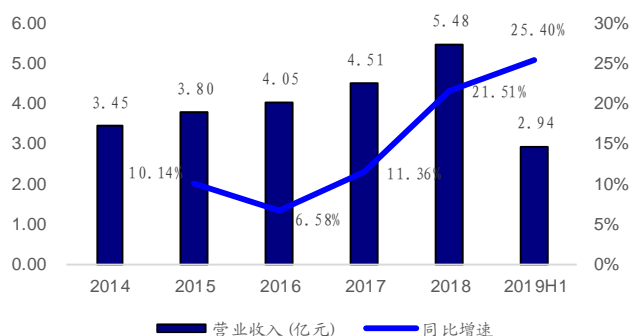
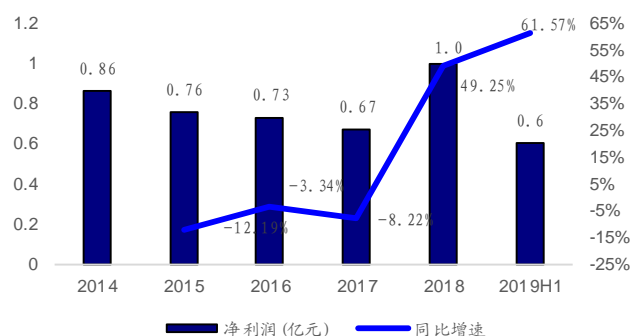


图 33、2014 年—2019H1 俏尔婷婷净利润及其增速



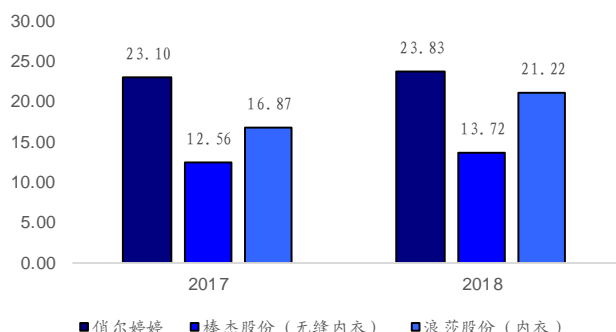
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2017 年为按照并表 5 个月营收为 1.88 亿元还原到全年计算

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2017—2019 年数据为扣非净利润

**技术领先，行业优势明显。**俏尔婷婷从成立伊始就将技术创新作为公司的核心竞争力，公司始终紧跟国际尖端纺织科技，已经拥有 17 项国家发明专利，24 项实用新型专利，并拥有一支专业的设计研发团队，在纺织新材料、新工艺、流行款式、时尚色彩等应用领域具有国内领先的开发与应用水平，是国内无缝内衣的标

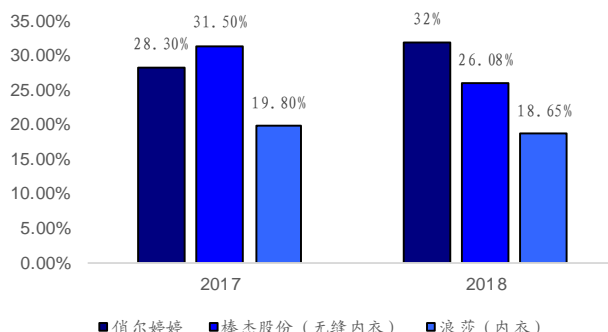
杆性企业。产品技术优势使得俏尔婷婷产品均价在同行业中处于最高水平，毛利率也在 2018 年超过棒杰股份，成为行业领先企业。

图 34、俏尔婷婷产品均价高于同行业其他企业



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、俏尔婷婷毛利率高于同行业其他企业



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**客户优质，与健盛集团形成客户资源共享。**健盛集团和俏尔婷婷都是以出口为主的贴身衣物细分领域优质供应商，主要合作对象均为国外知名品牌。健盛集团主要客户包括运动品牌、休闲服饰品牌以及快时尚品牌等；而俏尔婷婷的主要客户则以高端内衣品牌为主，同时包括休闲服饰品牌和运动品牌。一方面，双方可以利用对方和客户的良好合作关系来为自己开发新客户，达到客户资源共享的目的；另一方面，两者具有许多共同客户，如优衣库、UA、迪卡侬、Nike 等，公司可以利用整合的客户资源，提高产品在客户采购量中的渗透率，从而提高对下游客户的议价能力。

图 36、健盛集团和俏尔婷婷客户资源分布



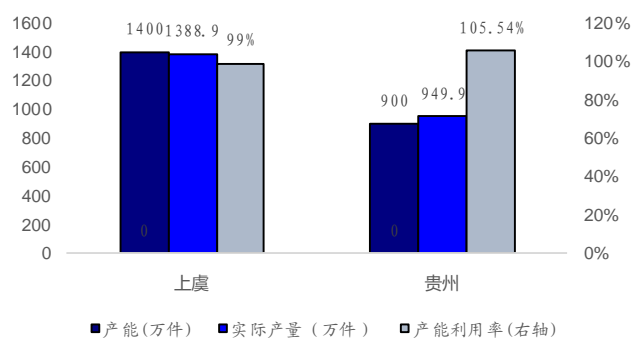
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**越南产能即将释放助力高速增长，无缝内衣未来有望成为驱动公司利润增长的另一大核心引擎。**目前俏尔婷婷在浙江上虞和贵州有两大生产基地，共拥有约 385

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

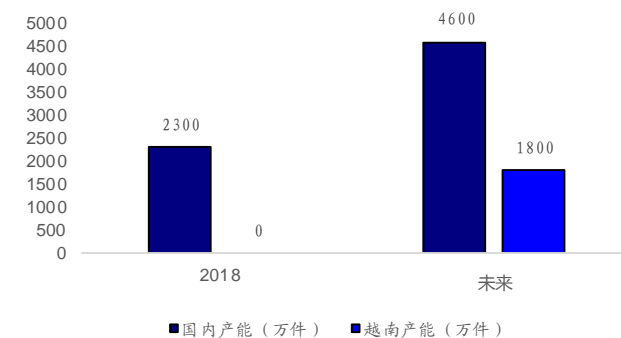
台无缝针织设备，2018年产能分别为1400万件和900万件，产能利用率分别高达99%、105.5%。受制于产能有限，公司无缝内衣产品处于供不应求状态。公司利用自身在越南产业布局的优势，计划在越南兴安建立年产1800万件无缝内衣生产基地，预计2019年底开始投产；同时，国内产能也计划在现有基础上再翻一番，预计未来产能达到4600万件。

图 37、2018 年无缝内衣产能、产量及产能利用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、无缝内衣现有产能及未来规划



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、需求端：积极拓展海外新客户，推动订单重回高速增长

公司在海外市场深耕多年，客户关系稳定。经过多年发展积累，公司在海外市场已同众多国际品牌建立了深厚的合作关系，与部分客户的合作时间长达十年以上。目前公司前五大核心客户分别是Puma（通过子公司道布）、优衣库（部分通过冈本代理）、迪卡侬（2017年订单回流）、UA、太平洋，其中Puma是最大的客户。

表 9、公司前五大核心客户简介

客户	合作时间	客户简介
道布	2009 年	Puma 集团旗下子公司，欧洲专业的棉袜采购商，旗下拥有著名品牌：Puma、Tommy Hilfiger 等。
冈本	2002 年	日本袜业第一大生产销售企业，拥有 Nike、MIZUNO、HANG TEN、UMBRO、Munsingwear、BOSS 等十多个世界知名品牌在日本袜品的生产销售权。
迪卡侬	2004 年	全球最大体育用品零售商，2003 年进入中国。2013 年 2 月已遍布全国 25 座城市近 60 家商场，目前仍在渠道扩张中，未来市场空间较大。
UA	2016 年	美国体育运动装备品牌，专注于高端与专业的运动装备，是美国本土第二大运动品牌，占美市场份额仅次于 Nike 和 Adidas。
太平洋	2001 年	澳大利亚最大纺服上市公司，拥有众多知名品牌：BERLEI、BONDS、Clarks、Dunlop、Holeproof、Hush Puppies 等。

资料来源：公司公告，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司拓展新客户成效显著，推动主业增长同时降低经营风险。对于代工企业来说，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

企业受到下游客户订单变化的影响较大。2016年公司核心客户迪卡侬订单大量流失，导致棉袜销量下滑，这让公司意识到有必要积极拓展新客户，分散经营风险。之后公司凭借优质的产品和规模优势不断开拓新客户，包括全球知名服饰品牌GILDAN、快时尚品牌H&M、运动品牌UA以及专业袜子制造商Stance，使得2017年棉袜销量大幅增长7000万双至2.54亿双；2018年，公司利用在越南布局生产基地的优势签约新客户Nike、Adidas、GAP等，推动产品销量持续高速增长。同时，公司前五大客户销售额占比从2014年的75%下降至2018年的56.9%，回归正常水平，有效降低了公司对主要客户的依赖程度，未来经营更加稳健。

图 39、公司棉袜销量重回高速增长

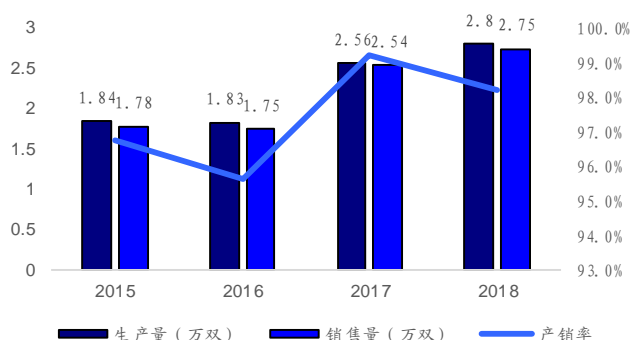
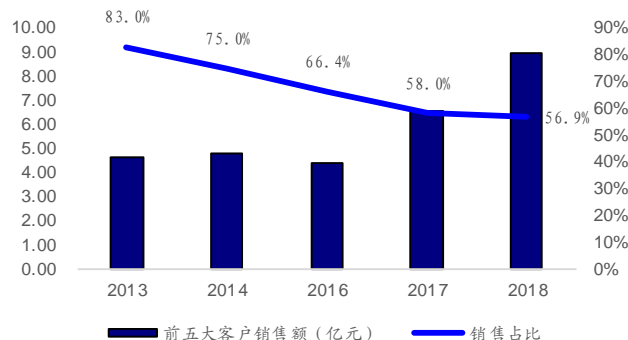


图 40、前五大客户销售额占比逐年下降

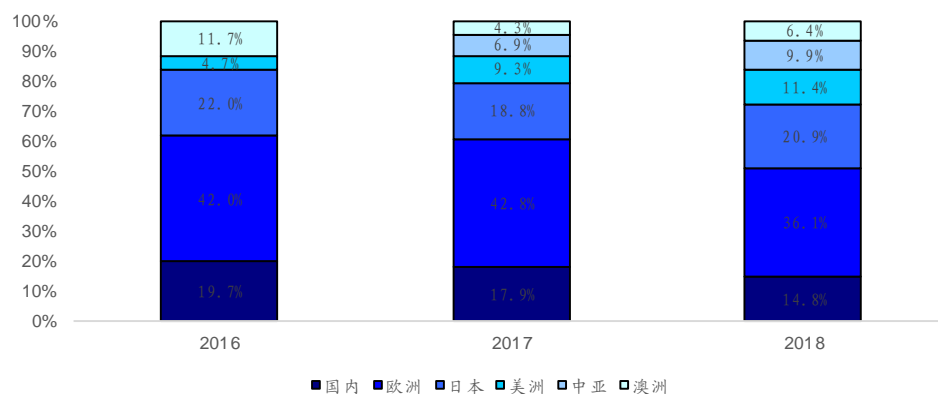


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**客户区域覆盖更加完善，美洲客户逆势大幅增加。**欧洲和日本是公司最重要的两个销售市场，两者销售占比之和一直维持在50%以上。2016年公司积极开拓北美洲市场，并取得了较好的成效，美洲市场销售额快速增加，占比从2016年的4.7%上升到2018年的11.4%，已成为公司第三大境外销售市场。虽然目前中美贸易摩擦不断，但由于公司主要出口的袜类、无缝内衣等产品并不在加征关税的名单之中，并且公司可以利用越南生产基地的贸易优势来规避可能发生的风险。因此，我们预计中美贸易战并不会对公司出口美洲的订单造成较大影响。

图 41、2016-2018 年海外各地区销售占比变化

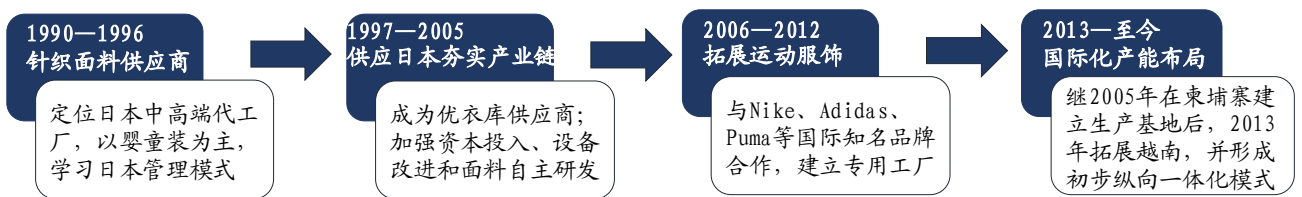


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、对标申洲国际，打造贴身内衣行业小申洲

申洲国际是我国最大的针织制造商，也是亚洲最大的垂直一体化成衣企业。公司主要以代工（OEM）方式生产针织品，其产品涵盖所有针织服装，包括运动服、休闲服、内衣服装等；产品市场从日本逐步拓展至亚太区及欧美市场；主要客户包括 Nike、Adidas、Uniqlo 及 Puma 等国际知名品牌客户。

图 42、申洲国际主要发展历程



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

健盛集团与申洲国际相类似的是，两者的核心竞争力都主要表现在产品壁垒显著、纵向一体化的业务发展模式、生产基地国际化布局以及国际品牌客户合作；与申洲不同的是，申洲以针织全品类作为主打产品，其细分市场空间相对广阔，而健盛从相对细分的袜类切入，以品类延伸拓展发展空间，打造贴身内衣行业小申洲。

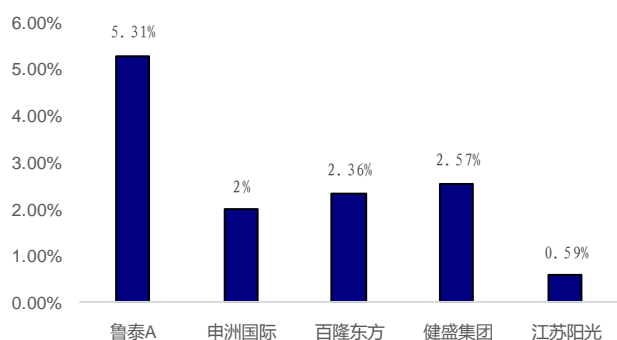
### （1）产品：高研发投入筑建产品壁垒

申洲国际的产品优势主要得益于持续的研发投入以及不断投资购买高端生产设备带来的技术壁垒。在研发投入方面，公司每年研发投入高达 4 亿元左右，研发投入占比约为 2%；同时，公司持续增加资本性支出，引进一流的设备和技术，以实现自动化生产。在智能化生产模式下，成衣瑕疵率低，生产效率高，2018 年人均创收达到 25 万元，同比增长 8.1%。

健盛集团也十分注重产品的研发投入。2018 年，公司研发费用率为 2.57%，在行业中处于较高水平；人均产出为 21.4 万元，略低于申洲国际，近几年公司人均产出有所下降主要是由于公司扩张，员工数量快速增加。凭借领先的研发创新能力以及生产技术，公司可以根据客户不同需求快速研发并生产成品，更好的满足下游客户对于高品质产品的需要，有利于继续巩固老客户稳定的合作关系、挖掘新的潜在客户。同时，公司在下游客户方面也可以获得更强的议价能力，拥有更高的毛利率，提升自身盈利水平。

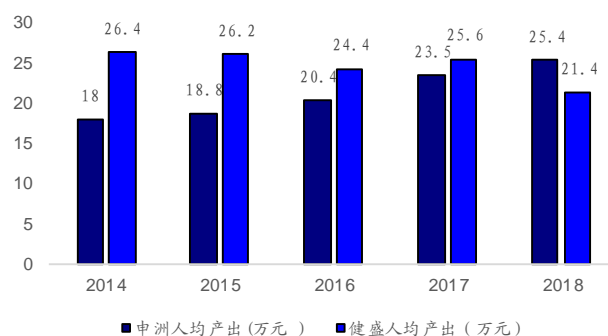


图 43、2018 年行业各公司研发费用率对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、申洲和健盛人均产出较高



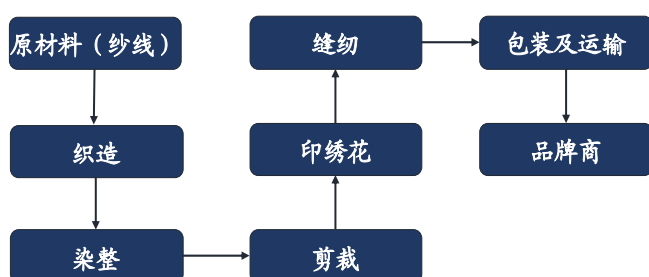
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### (2) 业务模式：纵向一体化发展提高公司竞争力

申洲国际 2007 年开始在柬埔寨配备印花、绣花生产工序；2015 年，公司继续推进越南面料工厂和成衣工厂的建设，成衣生产配套的印花、绣花工序亦同时启动，初步形成了海外基地一体化生产模式。目前，公司已经形成了集织布、染整、印花、印花、裁剪与缝制四个完整的工序于一身的成熟纵向一体化业务模式。一方面，有利于公司缩短交货周期，对订单的变化做出快速反应，提高竞争力；另一方面，垂直一体化模式毛利率、净利率水平显著高于单一的中游和下游制造环节，有利于公司获取全价值链利润空间。

健盛集团在生产配套工序建设方面也已有布局，竞争优势有望巩固。公司在 2016 年开始将产业链纵向延伸至染色、刺绣和辅料生产，利用一体化的生产能力提高供应链效率，大大提高了公司产品的竞争力。

图 45、申洲国际纵向一体化运营模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、产业链不同环节相关企业平均盈利水平

	毛利率 (%)	净利率 (%)
中游	16.2	8.3
下游	19.3	5.0
垂直一体化	22.3	9.3
下游及终端零售	29.0	9.8

资料来源：新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

### (3) 生产布局：申洲国际海外布局较早，健盛集团海外产能占比较高

随着东南亚国家与更多的发达国家达成自由贸易协定，目前全球纺织产业正经历第四次转移，将生产基地从中国长三角及珠三角地区，进一步转移至低成本的东南亚国家，有助于缓解国内制造成本持续上升的压力，分享海外生产基地的优惠政策和人口红利。

申洲国际在海外投产较早，2005 年开始在柬埔寨设厂，2013 年在越南设面料和成衣工厂。目前，公司上游面料产能合计约 550 吨/天，其中宁波约 300 吨/天，占比为 55%，越南约 250 吨/天，占比为 45%；公司下游制衣产能在国内、越南、柬埔寨的比例分别约为 70%、15%、15%。相对来说，健盛集团海外布局较晚，但海外产能占比较高。公司 2013 年开始布局越南生产基地，2018 年越南产能占比已达 37%，若越南产能投放顺利，预计未来公司海外产能占比将进一步提升至 50% 左右。随着越南产能的加速释放，公司将进一步巩固产能优势，同时可享受国外低成本、低税收的政策红利，进一步提高公司获利能力。

**表 10、申洲国际产能布局情况**

地区	项目	目前产能	
		成衣	面料
中国	厂区	宁波、安庆、衢州	宁波
	规模	约 4 万人	约 300 吨/天
	占比	约 70%	约 55%
越南	厂区	世通	德利
	规模	约 1.1 万人	约 250 吨/天
	占比	约 15%	约 45%
柬埔寨	厂区	安达、大千	
	规模	约 1.1 万人	
	占比	约 15%	

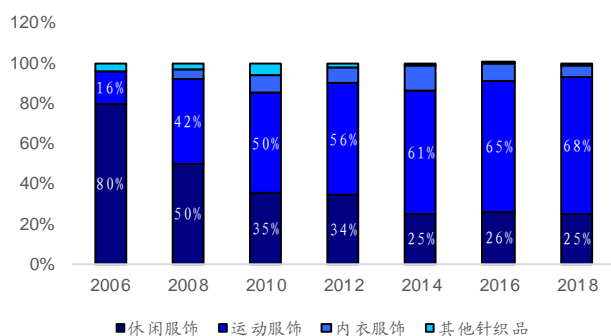
资料来源：公司公告，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

#### (4) 客户：客户结构优化，运动品牌占比提升

2006 年，申洲国际客户以休闲服饰品牌为主，优衣库为公司最大客户，销售收入占比高达 54%。此后，为顺应行业发展趋势，2006 年—2008 年间公司引入 Nike、Adidas 作为重点发展客户，主动调整产品结构，提高高附加值运动服装的收入占比，并建设了 Nike 专用工厂、Adidas 专用工厂。到 2017 年，Nike 销售收入占比为 29%，已超越优衣库成为公司第一大客户，Adidas、PUMA 的占比则分别为 20% 和 10%，公司已成为国际龙头体育品牌核心供应商。

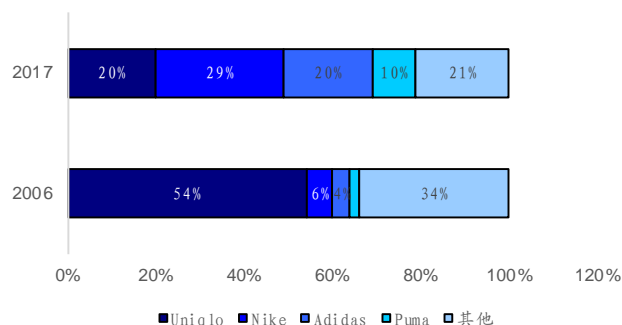
对比申洲国际我们可以发现，健盛集团近年也开始逐渐加大运动品牌在客户中的占比。2016 年以来，公司顺利签约新客户 UA、Nike、Adidas 等，推动订单量快速增长。未来运动及体育品牌的高速增长会使行业内龙头品牌 Nike 和 Adidas 等率先受益，而公司作为众多国内外知名运动品牌重要供应商之一，有望受益于品牌客户的高成长，推动公司业绩持续高速增长。

图 47、申洲国际产品结构变化情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、申洲国际主要客户占比变化情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，我们认为健盛集团已初步具备成长为纺织制造龙头的核心竞争力，展现出与优质龙头企业类似的高成长特质，未来增速可期，有望成为贴身衣物领域的小申洲国际。

## 6、盈利预测

表 11、健盛集团分产品盈利预测

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>棉袜</b>						
销售收入	653.23	924.36	1,015.91	1,066.71	1,173.38	1,349.38
增长率 (YOY)		41.51%	9.90%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	26.73%	28.30%	26.06%	25.00%	24.50%	24.00%
<b>无缝内衣</b>						
销售收入		187.79	547.93	684.91	890.39	1,157.50
增长率 (YOY)			191.78%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率		28.34%	32.00%	35.00%	38.00%	40.00%
<b>其他品牌</b>						
销售收入	10.57	25.86	13.62	14.98	14.98	14.98
增长率 (YOY)		144.65%	-47.33%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-34.44	19.80	5.80	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 2.62、3.37、4.37 亿元，对应 9 月 12 日公司市值 37.06 亿元，PE 估值为 14.5X、11.3X、8.7X，给予“审慎增持”评级。

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1272	1557	2077	2658
货币资金	429	581	962	1337
交易性金融资产	4	3	3	3
应收账款	289	335	394	478
其他应收款	24	28	33	40
存货	427	501	577	689
<b>非流动资产</b>	2348	2246	2102	1965
可供出售金融资产	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	16	15	15	15
固定资产	1206	1199	1133	1037
在建工程	211	105	53	26
油气资产	0	0	0	0
无形资产	246	241	236	231
<b>资产总计</b>	<b>3620</b>	<b>3802</b>	<b>4179</b>	<b>4623</b>
<b>流动负债</b>	698	616	649	698
短期借款	437	300	300	300
应付票据	0	50	58	69
应付账款	151	164	189	226
其他	110	102	102	103
<b>非流动负债</b>	40	2	34	25
长期借款	0	0	0	0
其他	40	2	34	25
<b>负债合计</b>	<b>738</b>	<b>618</b>	<b>683</b>	<b>723</b>
股本	416	416	416	416
资本公积	1911	1911	1911	1911
未分配利润	560	802	1104	1497
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2882</b>	<b>3184</b>	<b>3496</b>	<b>3900</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>3620</b>	<b>3802</b>	<b>4179</b>	<b>4623</b>

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	206	262	337	437
折旧和摊销	117	131	138	141
资产减值准备	5	4	5	7
无形资产摊销	20	19	19	19
公允价值变动损失	-1	1	1	1
财务费用	5	5	6	8
投资损失	6	-3	-3	-3
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-82	-69	-101	-153
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>258</b>	<b>263</b>	<b>424</b>	<b>428</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-308</b>	<b>-5</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>46</b>	<b>-106</b>	<b>-32</b>	<b>-41</b>
现金净变动	21	152	381	376
现金的期初余额	202	429	581	962
现金的期末余额	223	581	962	1337

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1577	1767	2079	2522
营业成本	1137	1260	1453	1735
营业税金及附加	15	18	21	25
销售费用	64	71	83	101
管理费用	113	124	146	177
财务费用	4	5	6	8
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	-6	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>236</b>	<b>293</b>	<b>374</b>	<b>481</b>
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	4	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>235</b>	<b>293</b>	<b>374</b>	<b>481</b>
所得税	28	31	37	43
<b>净利润</b>	<b>206</b>	<b>262</b>	<b>337</b>	<b>437</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>206</b>	<b>262</b>	<b>337</b>	<b>437</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.63</b>	<b>0.81</b>	<b>1.05</b>

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	38.6%	12.0%	17.7%	21.3%
营业利润增长率	80.0%	24.1%	27.6%	28.5%
净利润增长率	57.0%	27.1%	28.4%	29.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	27.9%	28.7%	30.1%	31.2%
净利率	13.1%	14.8%	16.2%	17.3%
ROE	7.2%	8.2%	9.6%	11.2%

## 偿债能力

资产负债率	20.4%	16.3%	16.4%	15.6%
流动比率	1.82	2.53	3.20	3.81
速动比率	1.21	1.71	2.30	2.82

## 营运能力

资产周转率	45.7%	47.6%	52.1%	57.3%
应收帐款周转率	547.9%	536.9%	540.6%	548.2%

## 每股资料(元)

每股收益	0.50	0.63	0.81	1.05
每股经营现金	0.62	0.63	1.02	1.03
每股净资产	6.92	7.65	8.40	9.37

## 估值比率(倍)

PE	18.4	14.5	11.3	8.7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn