

方正证券研究所证券研究报告

健盛集团(603558)

公司研究

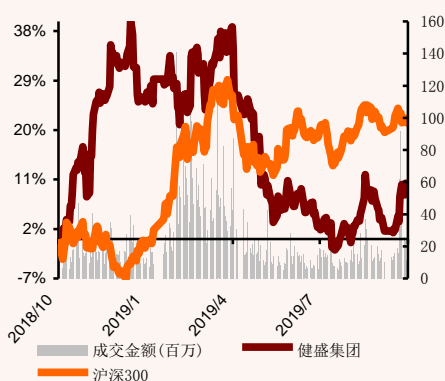
纺织服装行业

公司财报点评

2019.10.24/强烈推荐(维持)

首席纺服分析师： 丰毅
 执业证书编号： S1220518070001
 TEL： 13571855319
 E-mail fengyi@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《棉袜放缓，无缝稳健》2019.07.31
 《优质产能供给缺口铸就成长型制造龙头》
 2019.02.12
 《加磅越南投资，产能持续扩张》2018.12.11

请务必阅读最后特别声明与免责条款

【事件】

10月24日，公司公布2019年三季报，2019Q1-Q3营收达13.12亿元，同比增长14.64%，归母净利润达2.28亿元，同比增长31.04%。2019Q3营收达4.85亿元，同比增长25.04%，归母净利润达8370.27万元，同比增长32.65%。2019Q1、Q2、Q3扣非归母净利润同比增长40.88%、27.53%、51.61%。

【点评】

业绩增速回升，盈利能力提升。

(1) 营收提速，利润快速增长。

营收提速：因Q2棉袜产能向越南搬迁完成恢复生产，2019Q3单季度营收同比提速至25.04%，环比提升22.84pct，拆分看，棉袜Q3起提速，2019Q1-Q3收入增速8%，无缝内衣维持高成长态势，2019Q1-Q3增速28%。全年来看预计棉袜增长10%左右，无缝内衣预计增长25%-30%左右。

利润快速增长。2019Q1-Q3公司归母净利润增长31.04%，Q1、Q2、Q3单季度增速分别为57.20%、12.34%、32.65%，Q3起归母净利润增速回升。拆分看，2019Q1-Q3棉袜、无缝内衣归母净利润分别为1.3亿（占比57.0%）、超过9000万（占比约43.0%），利润增速均为30%左右。

(2) 盈利能力提升。

毛利率小幅提高：2019前三季度、Q3毛利率分别达29.37%（+1.1pct）、30.46%（+0.55pct），毛利率提升。**期间费率大幅下降：**2019Q3销售费率小幅下降0.61pct至2.79%；因收入增长较快，整体管理费率下降1.20pct至9.07%，其中研发费用提升28.44%；因本期汇兑收益增加，财务费率下降0.86pct至-1.13%。整体期间费率下降2.67pct至10.73%。**其他：**因本期期末未交割远期结汇合约公允价值变动，2019Q1-Q3公允价值变动净收益由去年同期2.01万元变为-534.27万元。

(3) 存货、应收账款周转整体持平，现金流健康。2019Q3存货周转天数、应收账款周转天数增加-1/3天至122/59天。经营净现金流提升34.67%至3.03亿。

展望：细分产业单一龙头，产能饱满，随着越南清化（棉袜）、兴安（无缝内衣）产能释放后，业绩仍望维持高成长

(1) 贸易战缓和。10月11日起，中美贸易谈判达成第一阶段实质性成果，在知识产品、人民币汇率、技术转让等领域均取得良好进展，此前公司因贸易战导致的需求低迷、订单下滑

影响有望减轻，利好公司。

(2) 短期产能望快速增加。江山健盛产业园 5 号工厂已于今年 5 月底完成建设；越南兴安新增 1800 万件的无缝内衣项目，上半年土建已完工，室内配套工程已启动，设备采购及人员培训工作已开始进行；越南清化年产 9000 万双棉袜项目，已开始进行工程施工，钢结构开始安装。预计清化（棉袜）、兴安（无缝内衣）产能年底或明年初投产后，将解决目前产能紧张问题。

(3) 长期产能布局优势明显。2018 年棉袜产能 3 亿双（境内 1.9 亿双，越南 1.1 亿双），2019 年越南产能预计提升至 1.5 亿双，2022 年越南产能提升至 2.5 亿双（国内产能将进行一定程度缩减）。2018 年无缝内衣约 2300 万件产能，2019 年产能增至 2800 万件左右，2022 年增至 4800 万件，其中越南 1800 万件。公司越南海防、兴安所得税优惠政策为“4 免 9 减半”（前四年不收税，2019 年为第二年），清化所得税优惠政策为“2 免 3 减半”（前 2 年不收税，因 2019 产能未建设完毕，预计 2020 年为第一年）。税收优惠望带动公司近三年净利率持续提升。

(4) 高 ROE 无缝内衣、健盛越南利润占比持续提升，公司 ROE 望持续改善。2018 年无缝内衣营收占比虽仅约 1/3，但净利润占比达 51%，ROE 高达 33%，此外，健盛越南利润占比达 37%（与无缝内衣利润占比合计达 87%），ROE 达 17%。但因占比较低的国内业务 ROE 较低，2018 公司 ROE 仅 7.6%。预计随着健盛越南、无缝内衣业绩占比提升、国内降本增效，公司 ROE 仍有较大提升空间。

【投资建议】

我们预计 2019/2020/2021 年公司归母净利润分别为 2.65/3.55/4.41 亿元，同比增速在 28.32%/33.90%/24.29%，对应 EPS 为 0.64/0.85/1.06 元/股，对应 P/E 为 14.07/10.51/8.45，维持“强烈推荐”评级。

【风险提示】

汇率波动；中美贸易战影响；产能投产进度受到影响。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1577.47	1844.02	2236.74	2633.60
(+/-) (%)	38.62	16.90	21.30	17.74
净利润	206.44	264.90	354.69	440.85
(+/-) (%)	56.98	28.32	33.90	24.29
EPS(元)	0.50	0.64	0.85	1.06
P/E	18.05	14.07	10.51	8.45

数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 健盛集团年度财务数据

	2016	2017	2018	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
营收(亿元)	6.64	11.38	15.77	11.44	13.12
同比(%)	-7.12	71.44	38.62	50.39	14.69
归母净利润(亿元)	1.04	1.32	2.06	1.74	2.28
同比(%)	2.24	26.91	56.98	63.66	31.04
扣非净利润(亿元)	0.59	0.93	1.81	1.47	2.05
同比(%)	-39.54	56.75	95.30	67.60	39.46
毛利率(%)	25.75%	28.12%	27.95%	28.26%	29.37%
同比(pct)	-4.85	2.37	-0.17	-0.85	1.11
净利率(%)	15.61%	11.56%	13.09%	15.18%	17.30%
同比(pct)	1.43	-4.05	1.53	1.23	2.12
销售费用率(%)	5.03%	4.61%	4.04%	3.22%	2.79%
同比(pct)	1.08	-0.42	-0.57	-0.77	-0.43
管理费用率(%)	10.12%	10.83%	9.76%	9.85%	9.47%
同比(pct)	2.77	0.71	-1.07	-0.56	-0.38
财务费用率(pct)	-0.89%	1.83%	0.28%	0.38%	-0.23%
同比(pct)	-1.99	2.72	-1.55	-0.11	-0.61
经营性现金流(亿元)	0.66	1.16	2.58	2.25	3.03
同比(%)	-0.33	0.50	1.42	146.54	34.67
存货周转天数(天)	156	130	121	137	138
同比(天)	44	-26	-9	-19	1
应收账款周转天数(天)	63	60	62	76	68
同比(天)	14	-3	2	-1	-8
营业周期(天)	218	190	183	213	206
同比(天)	57	-28	-7	-20	-7

资料来源：WIND，方正证券研究所

图表2： 健盛集团季度财务数据

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营收(亿元)	3.42	4.15	3.88	4.33	4.03	4.24	4.85
同比 (%)	72.97	58.07	28.87	14.86	17.95	2.20	25.04
归母净利润(亿元)	0.44	0.67	0.63	0.33	0.69	0.75	0.84
同比 (%)	32.62	108.32	53.77	29.07	57.20	12.34	32.65
扣非净利润(亿元)	0.34	0.56	0.57	0.34	0.47	0.72	0.86
同比 (%)	31.88	109.58	61.57	568.85	40.88	27.53	51.61
毛利率 (%)	26.75	27.96	29.91	27.12	26.10	31.22	30.46
同比 (pct)	-4.00	-1.82	2.46	1.00	-0.65	3.26	0.55
环比 (pct)	0.63	1.21	1.95	-2.79	-1.02	5.12	-0.76
净利率 (%)	12.82	16.10	16.27	7.56	17.04	17.64	17.22
同比 (pct)	-3.90	3.88	2.63	0.83	4.22	1.54	0.95
环比 (pct)	6.09	3.28	0.17	-8.71	9.48	0.60	-0.42
销售费用率 (%)	3.30	3.00	3.40	6.19	2.81	2.79	2.79
同比 (pct)	-1.35	-0.56	-0.52	0.34	-0.49	-0.21	-0.61
管理费用率 (%)	10.23	9.12	7.79	6.91	6.99	6.58	6.33
同比 (pct)	-0.49	-1.08	-2.60	-4.78	-3.24	-2.54	-1.46
财务费用率 (%)	2.92	-1.10	-0.27	0.02	1.26	-0.61	-1.13
同比 (pct)	3.04	-2.04	-0.78	-4.50	-1.66	0.49	-0.86
营业周期 (天)	182.20	179.71	179.71	182.98	190.11	192.18	180.43
同比 (天)	-42.3	-19.8	-21.7	-6.5	7.9	12.5	0.72
存货周转天数 (天)	121.92	114.72	122.67	120.67	125.79	130.94	121.89
同比 (天)	-49.44	-28.64	-20.83	-9.06	3.87	16.22	-0.78
应收账款周转天数 (天)	60.28	65.00	57.04	62.31	64.32	61.25	58.54
同比 (天)	7.15	8.86	-0.90	2.54	4.04	-3.75	1.5

资料来源：WIND，方正证券研究所

图表3: 公司棉袜、无缝产能分布(万件)

		2015	2016	2017	2018
杭州	产能	7000	5250	5450	5800
	产量	6703	4757	5259	4536
	产能利用率	95.76%	90.60%	96.49%	78.21%
江山	产能	11000	11200	11200	13430
	产量	10745	9730	10914	13052
	产能利用率	97.68%	86.88%	97.45%	97.19%
越南	产能	1200	4000	9500	11000
	产量	903	3767	9406	10450
	产能利用率	75.28%	94.18%	99.01%	95.00%
无缝	产能			829	1400
	产量			815	1389
	产能利用率			98.29%	99.00%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1271.97	1086.07	1262.82	1584.53	营业总收入	1577.47	1844.02	2236.74	2633.60
现金	429.38	287.93	274.85	648.58	营业成本	1136.61	1310.04	1575.84	1838.78
应收账款	306.32	308.35	263.26	351.24	营业税金及附加	14.60	18.44	22.37	26.34
其它应收款		0.00	0.00	0.00	营业费用	63.68	70.07	82.76	94.81
预付账款	6.22	15.61	10.65	20.00	管理费用	113.45	132.77	156.57	179.08
存货	427.40	373.18	589.83	431.71	财务费用	4.45	5.62	6.12	6.33
其他	102.65	101.00	124.23	133.00	资产减值损失	4.66	4.12	4.66	4.13
非流动资产	2348.07	2503.24	2637.32	2751.57	公允价值变动收益	1.12	-6.25	1.23	-1.23
长期投资	3.47	3.47	3.47	3.47	投资净收益	-5.57	3.21	4.44	3.13
固定资产	1205.57	1328.11	1423.51	1498.75	营业利润	236.26	297.78	394.64	486.01
无形资产	246.22	254.15	263.66	273.02	营业外收入	2.09	2.00	3.00	2.00
其他	892.81	917.50	946.69	976.34	营业外支出	3.84	4.13	3.54	3.56
资产总计	3620.04	3589.31	3900.14	4336.10	利润总额	234.51	295.65	394.10	484.45
流动负债	697.55	455.62	500.44	605.76	所得税	28.07	30.75	39.41	43.60
短期借款	436.89	316.13	322.15	413.22	净利润	206.44	264.90	354.69	440.85
应付账款	128.70	89.64	129.22	126.16	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	131.97	49.85	49.06	66.38	归属母公司净利润	206.44	264.90	354.69	440.85
非流动负债	40.16	0.00	0.00	0.00	EBITDA	348.12	420.75	536.20	649.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.50	0.64	0.85	1.06
其他	40.16	0.00	0.00	0.00					
负债合计	737.71	455.62	500.44	605.76	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	416.36	416.36	416.36	416.36	营业收入	0.39	0.17	0.21	0.18
资本公积	1910.67	1910.67	1910.67	1910.67	营业利润	0.80	0.26	0.33	0.23
留存收益	607.98	806.66	1072.68	1403.31	归属母公司净利润	0.57	0.28	0.34	0.24
归属母公司股东权益	2882.33	3133.69	3399.70	3730.34	获利能力				
负债和股东权益	3620.04	3589.31	3900.14	4336.10	毛利率	0.28	0.29	0.30	0.30
					净利率	0.13	0.14	0.16	0.17
					ROE	0.07	0.08	0.10	0.12
					ROIC	0.08	0.10	0.12	0.13
					偿债能力				
					资产负债率	0.20	0.13	0.13	0.14
					净负债比率	0.01	-0.04	-0.04	-0.03
					流动比率	1.82	2.38	2.52	2.62
					速动比率	1.21	1.56	1.34	1.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.51	0.60	0.64
					应收账款周转率	5.22	6.00	7.83	8.57
					应付账款周转率	13.26	16.89	20.44	20.62
					每股指标(元)				
					每股收益	0.50	0.64	0.85	1.06
					每股经营现金	0.62	0.63	0.83	1.60
					每股净资产	6.92	7.53	8.17	8.96
					估值比率				
					P/E	18.05	14.07	10.51	8.45
					P/B	1.29	1.19	1.10	1.00
					EV/EBITDA	12.89	8.86	6.99	5.34

现金流量表				
	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	257.56	262.83	344.05	665.02
净利润	206.44	264.90	354.69	440.85
折旧摊销	117.12	115.22	136.00	156.80
财务费用	4.56	5.62	6.12	6.33
投资损失	5.57	-3.21	-4.44	-3.13
营运资金变动	48.27	-113.45	-149.55	65.40
其他	-124.41	-6.25	1.23	-1.23
投资活动现金流	-308.00	-264.36	-268.35	-265.82
资本支出	-7.75	-275.70	-270.90	-271.40
长期投资	38.82	39.88	20.47	19.26
其他	-339.07	-28.54	-17.92	-13.68
筹资活动现金流	45.71	-139.92	-88.77	-25.47
短期借款	436.89	316.13	322.15	413.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-391.18	-456.05	-410.92	-438.69
现金净增加额	159.86	-141.45	-13.08	373.73

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com