

投资评级 优于大市 维持

股票数据

10月25日收盘价(元)	8.94
52周股价波动(元)	7.84-11.95
总股本/流通A股(百万股)	416/384
总市值/流通市值(百万元)	3722/3435

相关研究

《内衣业务持续高增，越南产能进一步扩建》
2019.07.31

《俏尔婷婷超额完成业绩承诺，越南产能持续扩张》
2019.04.25

《越南增产开疆拓土，长期增长高歌猛进》
2018.12.11

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.2	8.1	6.8
相对涨幅(%)	5.0	6.8	5.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:梁希

Tel:(021)23219407

Email:lx11040@htsec.com

证书:S0850516070002

分析师:盛开

Tel:(021)23154510

Email:sk11787@htsec.com

证书:S0850519100002

棉袜业务显著改善，彰显贴身衣物领域龙头实力

投资要点:

- **19Q1-Q3 公司收入/归母净利润同比增 14.6%/31%**。19Q1-Q3 公司收入 13.1 亿元，同比增 14.6%，归母净利润 2.3 亿元，同比增 31%，扣非净利润 2.1 亿元，同比增 39.9%，毛利率 29.4%，同比上升 1.1pct，净利率 17.3%，同比上升 2.1pct，经营性活动现金净额 3 亿元，同比增 34.4%。19Q3 公司收入 4.8 亿元，同比增 25%，归母净利润 0.8 亿元，同比增 32.7%，扣非净利润 0.9 亿元，同比增 51.6%，毛利率 30.5%，同比上升 0.6pct，净利率 17.2%，同比上升 0.95pct，经营性活动现金净额 1.8 亿元，同比增 9.8%。
- **19Q3 收入增速较 19Q2 明显提升**。我们认为公司 19Q3 收入增速显著改善的原因有①19H1 杭州智慧工厂迁建对产量造成一定影响，下半年产能逐步恢复。9/19，公司江山产业园正式启用，工厂年产中高档棉袜 1.3 亿双，拥有编织设备 2000 多台，奠定充足产能基础；②根据下游社零数据判断，我们认为国内需求较上半年有所回暖；③内衣业务延续竞争优势，保持高速增长。
- **期间费用率下降，带动净利率同比增 2.1pct**。我们认为公司棉袜产能回升、销售扩大后，规模效应带来费用率降低，而新启用工厂在经过一段时间磨合后生产效率亦将进一步提升。我们预计越南业务拓展顺利，持续贡献净利润。19Q1-Q3 公司销售费用率 2.8%，同比下降 0.4pct，管理费用率 9.5%，同比下降 0.4pct，财务费用率 -0.2%，同比下降 0.6pct。
- **汇率变化对净利弹性影响减弱，毛利率保持稳定增长**。19Q3 公司毛利率同比增 0.6pct，保持稳定，我们认为增幅较 Q2 增幅 (3.3pct) 有所放缓主要由于人民币贬值正面影响有所减小 (19Q3 人民币兑美元平均汇率: 7.0, 18Q3: 6.8)，我们判断高毛利内衣占比仍维持稳定。
- **销售回暖促进存货指标改善**。2019Q1-Q3 公司存货 4.1 亿元，同比降 0.5%，存货周转天数 121.9 天，同比减少 0.8 天，系年初至今首显向好趋势，我们认为，伴随棉袜业务回暖，生产效率提高，公司库存指标将进一步优化。同期公司应收账款周转天数 58.5 天，同比增加 1.5 天，保持稳定。
- **盈利预测与估值**。目前公司越南海防工厂、越南兴安工厂均已开始有效运营，越南兴安的无缝内衣工厂及清化工厂也在筹建中，力争 2019 年完成年产 1.5 亿双棉袜的产量目标。我们预计公司 2019、2020 年实现净利润 2.50、3.13 亿元，给予公司 2019PE 估值区间 18-20X，对应合理价值区间 10.80-12.00 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示**。订单流失的风险，产能扩张不达预期，汇率波动影响利润。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1138.01	1577.47	1796.21	2154.49	2611.44
(+/-)YoY(%)	71.44%	38.62%	13.87%	19.95%	21.21%
净利润(百万元)	131.51	206.44	249.85	313.36	396.00
(+/-)YoY(%)	26.91%	56.98%	21.03%	25.42%	26.37%
全面摊薄 EPS(元)	0.32	0.50	0.60	0.75	0.95
毛利率(%)	28.12%	27.95%	29.18%	29.62%	30.25%
净资产收益率(%)	4.74%	7.16%	8.04%	9.24%	10.56%

资料来源：公司年报 (2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
百隆东方	601339.SH	63	4.21	488	438	445	524	13	14	14	12
华孚时尚	002042.SZ	101	6.63	703	753	673	786	14	13	15	13
兴业科技	002674.SZ	34	11.22	45	116	148	163	75	29	23	21
平均值								34	19	17	15
健盛集团	603558.SH	37	8.94	132	206	250	313	28	18	15	12

资料来源: WIND, 收盘价取 2019/10/25 数据, 健盛集团为海通预测, 其余均为 WIND 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1577.47	1796.21	2154.49	2611.44
每股收益	0.50	0.60	0.75	0.95	营业成本	1136.61	1272.07	1516.40	1821.48
每股净资产	6.92	7.46	8.15	9.01	毛利率%	27.95%	29.18%	29.62%	30.25%
每股经营现金流	0.62	1.03	0.81	1.11	营业税金及附加	14.60	14.91	17.88	21.67
每股股利	0.050	0.060	0.070	0.090	营业税金率%	0.93%	0.83%	0.83%	0.83%
价值评估 (倍)					营业费用	63.68	51.19	62.05	74.43
P/E	18.03	14.90	11.88	9.40	营业费用率%	4.04%	2.85%	2.88%	2.85%
P/B	1.29	1.20	1.10	0.99	管理费用	113.45	134.72	161.59	203.69
P/S	2.36	2.07	1.73	1.43	管理费用率%	7.19%	7.50%	7.50%	7.80%
EV/EBITDA	10.19	8.24	7.17	5.79	EBIT	249.13	323.33	396.57	490.17
股息率 (%)	0.56%	0.67%	0.78%	1.01%	财务费用	4.45	17.48	17.48	17.48
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.28%	0.97%	0.81%	0.67%
毛利率	27.95%	29.18%	29.62%	30.25%	资产减值损失	4.66	0.02	1.13	0.84
净利润率	13.09%	13.91%	14.54%	15.16%	投资收益	-5.57	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	7.16%	8.04%	9.24%	10.56%	营业利润	236.26	285.83	357.96	451.85
资产回报率	5.70%	6.37%	7.34%	8.41%	营业外收支	-1.75	-2.00	-2.00	-2.00
投资回报率	7.64%	9.33%	10.32%	11.75%	利润总额	234.51	283.83	355.96	449.85
盈利增长 (%)					EBITDA	366.25	448.04	521.33	633.19
营业收入增长率	38.62%	13.87%	19.95%	21.21%	所得税	28.07	33.97	42.61	53.85
EBIT 增长率	88.05%	29.78%	22.65%	23.60%	有效所得税率%	11.97%	11.97%	11.97%	11.97%
净利润增长率	56.98%	21.03%	25.42%	26.37%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	206.44	249.85	313.36	396.00
资产负债率	20.4%	20.8%	20.6%	20.4%					
流动比率	1.82	1.74	1.79	1.91	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.20	1.18	1.17	1.25	货币资金	429.38	471.47	423.79	494.88
现金比率	0.99	1.09	0.98	1.14	应收款项	292.00	311.94	421.67	511.11
经营效率指标					存货	430.42	432.48	511.06	604.09
应收帐款周转天数	63.85	62.76	70.73	70.73	其它流动资产	98.98	98.98	98.98	98.98
存货周转天数	123.31	123.23	122.28	120.45	流动资产合计	1271.97	1348.97	1499.85	1762.62
总资产周转率	0.46	0.48	0.53	0.58	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	1.47	1.39	1.48	1.64	固定资产	1205.57	1505.57	1765.57	2025.57
					在建工程	210.67	260.67	310.67	360.67
					无形资产	246.22	258.22	259.95	261.61
					非流动资产合计	2348.07	2572.64	2769.89	2948.86
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	3620.04	3921.62	4269.73	4711.48
净利润	206.44	249.85	313.36	396.00	短期借款	436.89	436.89	436.89	436.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	128.70	144.63	172.41	207.10
非现金支出	121.78	124.74	125.89	143.87	预收账款	0.76	0.90	1.08	1.31
非经营收益	11.77	39.48	39.48	39.48	其它流动负债	0.56	0.56	0.56	0.56
营运资金变动	-82.43	16.80	-139.94	-117.64	流动负债合计	697.55	774.26	838.16	921.38
经营活动现金流	257.56	430.86	338.77	461.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-312.86	-351.29	-324.00	-324.00	其它长期负债	40.16	40.16	40.16	40.16
投资	123.15	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	40.16	40.16	40.16	40.16
其他	-118.29	20.00	20.00	20.00	负债总计	737.71	814.42	878.32	961.54
投资活动现金流	-308.00	-371.29	-344.00	-344.00	实收资本	416.36	416.36	416.36	416.36
债权募资	232.48	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	2882.33	3107.20	3391.41	3749.94
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-186.77	-17.48	-42.46	-46.62	负债和所有者权益合计	3620.04	3921.62	4269.73	4711.48
融资活动现金流	45.71	-17.48	-42.46	-46.62					
现金净流量	-4.73	42.10	-47.68	71.08					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁希 纺织服装行业
盛开 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：歌力思,安正时尚,罗莱生活,伟星股份,地素时尚,七匹狼,台华新材,锦泓集团,新野纺织,比音勒芬,太平鸟,森马服饰,跨境通,健盛集团,海澜之家

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。