

投资评级：推荐（维持）

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgs.com

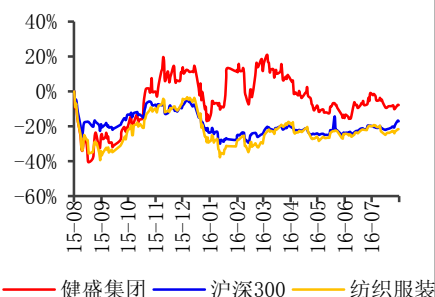
执业证书编号:S1070514080003

市场数据

目前股价	18.45
总市值（亿元）	68.36
流通市值（亿元）	21.31
总股本（万股）	37,050
流通股本（万股）	11,550
12 个月最高/最低	25.83/11.93

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	714.71	669.97	760.41
(+/-%)	10.83%	-6.26%	13.50%
净利润	101.36	128.24	165.44
(+/-%)	31.58%	26.52%	29.01%
摊薄 EPS	0.34	0.35	0.45
PE	54.61	53.30	41.32

股价表现


数据来源：贝格数据

近看产能扩张，远看内销发力

——健盛集团（603558）公司动态点评

投资建议

外销方面，公司作为国内领先的棉袜生产企业，产能扩张路径清晰，中高端产品占比提升。虽上半年业绩略低于预期，但公司调整迅速，随着老客户订单回流和新客户订单增长，预计下半年将可重回正增长通道。加码越南投资更将受益于 FTA/TPP 协议，明年有望实现 50% 的增长，行业地位毋庸置疑。内销方面，积极扩充产品品类、布局线下渠道，打造“健盛之家”贴身衣物集合零售品牌，有望为公司打开新的增长空间。预测公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.45 元，对应 PE 分别为 53.3X、41.3X，公司整体战略规划明确，作为小流通市值次新股标的值得关注，维持“推荐”的投资评级。

投资要点

- **客户开发力度加大，下半年业绩望重回增长：** 公司上半年营业收入同比下降 19.4%，扣非净利润同比下降 33.9%。业绩略低于市场预期的主要原因：一是上半年迪卡侬部分订单因为成本原因发生转移致棉袜订单减少 7500 万双；二是日本市场略有下滑，公司第一大客户冈本减少订单量。旧客户的流失激励公司加大力度开发新客户，美国著名袜类品牌 Stance 今年新增 500 万双订单，金额约 1 亿元，预计未来两年 Stance 将成为公司重要客户。此外，美国著名运动品牌 UA 今年将新增订单 600 万双，明年订单收入有望达 2000 万美元。H&M 近期也与公司表达了合作意向，新增订单有望达到约 1 亿双。预计公司下半年营收及利润重回增长态势，虽然全年业绩转正并不乐观，但 2017 年情况会有明显改善。
- **棉袜生产龙头，产能扩张路径清晰：** 公司作为国内领先的中高端棉袜生产企业，产能持续扩张。未来几年新增产能主要来自越南，预计 2016 年投产 3600 万双，2017-2018 年分别累计投产 1.2-1.5 亿双、2.3 亿双公司。国内产能方面，前期公告将定增募投项目“年新增 6000 万双棉袜智慧工厂技改项目”变更为“年产 1 亿双高档棉袜智慧工厂迁、建项目”，其中原有产能搬迁约 5000-6000 万双，新增产能约 4000-5000 万双。棉袜制造污染较小，预计 G20 峰会期间停产时间较短，对全年业绩影响不大。
- **推进海外工厂布局，提升整体产品净利率：** 公司近年来不断扩张升越南工厂产能，相比国内，越南工厂成本优势明显。人工方面，越南平均工资水平约为国内的 1/3；税收方面，越南增值税及所得税率远低于国内的 17%、25%，且所得税享受 4 年免征，后 9 年减半的优惠，同时，越南加入 TPP 后将免征主要进口国关税。预计越南生产净利率高于国内生产净利率 5-6 个百分点，将带动公司整体净利率的提升。

- **定增投产丝袜，推进“智慧工厂”建设：**公司定增募投丝袜产能达 1.1 亿双，由于丝袜技术难度高于预期，产能投放进度放缓。为了提升品控和技术，公司也加大了与国内知名品牌的合作和交流，同时派出人员赴日本学习技术。目前袜子等家居产品标准化程度不高，产业链后道流程的刺绣、铺饰、定型、包装等工序机械化程度较低，公司积极推进产业链智能化制造升级，创建“智慧工厂”，降低对人力的依赖，提高劳动效率，提升产品品质。
- **加快线下渠道布局，扩大自主生产比例：**公司以线下渠道为重点，采取“类直营”模式，2016 年上半年线下销售占比 99.37%。目前拥有线下体验店 7 家，年内计划新开 50 家线下店铺，明年线下店铺将增至 200 家。公司的生产模式为核心产品自产为主，部分产品代工，兼具多元化品牌代理，由于贴身衣物过季风险较低，未来公司将扩大自主生产比例，有效把控供应链品质，丰富产品品类，提高市场竞争力。
- **扩大国内市场销售，打造“健盛之家”贴身衣物集合零售品牌：**公司成立以来一直以外销为主，为把握国内快速增长的贴身衣物市场，公司不断加大国内产品销售，主打产品性价比，上半年国内销售收入同比增长 53.11%。公司以优势产品袜子为基础，向丝袜、文胸、内衣、家居服等品类拓展，内衣方面正积极寻找合适的制造、品牌型标的，公司未来将逐步打造以“健盛之家”为平台的贴身衣物集合零售品牌，推动品牌市场成为主要的收入增长来源。
- **风险提示：**宏观经济波动、行业增速不及预期、项目进度低于预期等相关风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	645	715	670	760	871	成长性					
营业成本	464	496	466	526	595	营业收入增长	15.5%	10.8%	-6.3%	13.5%	14.5%
销售费用	21	28	27	28	30	营业成本增长	15.5%	7.0%	-6.0%	12.8%	13.0%
管理费用	40	53	50	56	63	营业利润增长	5.0%	31.9%	-27.4%	57.0%	20.6%
财务费用	18	8	-5	-6	-4	利润总额增长	1.6%	31.2%	20.6%	29.0%	18.0%
投资净收益	1	2	1	1	1	净利润增长	2.1%	31.6%	26.5%	29.0%	18.0%
营业利润	95	125	91	142	171	盈利能力					
营业外收支	7	8	70	65	73	毛利率	28.1%	30.6%	30.4%	30.8%	31.7%
利润总额	101	133	161	207	244	销售净利率	11.9%	14.2%	19.1%	21.8%	22.4%
所得税	24	32	32	42	49	ROE	23.6%	17.8%	9.7%	8.6%	9.5%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	11.9%	2.3%	10.4%	8.3%	9.2%
净利润	77	101	128	165	195	营运效率					
资产负债表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售费用/营业收入	3.3%	3.9%	4.0%	3.7%	3.5%
流动资产	336	464	1308	1345	1330	管理费用/营业收入	6.2%	7.3%	7.4%	7.3%	7.2%
货币资金	82	126	388	395	244	财务费用/营业收入	2.9%	1.1%	-0.7%	-0.7%	-0.4%
应收票据及账款	86	111	104	118	135	投资收益/营业利润	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
预付账款	0	0	0	0	0	所得税/利润总额	24.0%	23.8%	20.1%	20.1%	20.1%
存货	137	171	161	181	205	应收账款周转率	8.37	7.28	6.25	6.86	6.89
非流动资产	465	735	969	1119	1269	存货周转率	3.81	3.22	2.81	3.07	3.08
固定资产合计	332	467	554	684	824	流动资产周转率	2.18	1.79	0.76	0.57	0.65
资产总计	801	1199	2277	2465	2599	总资产周转率	0.88	0.71	0.39	0.32	0.34
流动负债	421	417	415	488	473	偿债能力					
短期借款	203	207	107	107	107	资产负债率	54.6%	35.4%	18.5%	19.8%	18.4%
应付票据及账款	96	126	108	122	138	流动比率	0.80	1.11	3.16	2.76	2.81
非流动负债	16	7	6	0	6	速动比率	0.47	0.70	2.77	2.39	2.38
长期借款	15	6	6	0	6	每股指标 (元)					
负债合计	437	424	421	488	479	EPS	1.28	0.34	0.35	0.45	0.53
股东权益	364	775	1857	1977	2120	每股净资产	1.21	2.58	5.01	5.34	5.72
股本	81	467	1452	1452	1452	每股经营现金流	0.31	0.12	-1.30	0.60	0.44
留存收益	282	307	405	525	668	每股经营现金/EPS	0.24	0.36	-3.77	1.35	0.84
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	801	1199	2277	2465	2599	PE	14.41	54.61	53.30	41.32	35.02
现金流量表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	6.83	1.73	2.01	1.42	1.95
经营活动现金流	93	36	-483	223	165	PB	0.15	0.07	0.04	0.03	0.03
其中营运资本减少	-23	-91	-643	-11	-113	EV/EBITDA	0.00	0.65	0.43	0.39	0.33
投资活动现金流	-62	-284	-115	-18	-54	EV/SALES	0.18	0.16	0.17	0.15	0.13
其中资本支出	-62	-288	-151	-26	-62	EV/IC	0.14	0.08	0.06	0.05	0.05
融资活动现金流	18	373	860	-198	-261	ROIC/WACC	1.13	0.22	0.98	0.78	0.87
净现金总变化	48	126	262	7	-151	REP	0.12	0.34	0.06	0.07	0.06

资料来源：公司公告、长城证券研究所预测

研究员介绍及承诺

黄淑妍: 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。
长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>