



纺织服装业/可选消费品

健盛集团 (603558)

## 小袜子踏遍全球，多品类征战华夏

### ——健盛集团更新报告

|   |                  |                   |                     |
|---|------------------|-------------------|---------------------|
|  | 吕明 (分析师)         | 任浪 (研究助理)         | 汲肖飞 (研究助理)          |
|  | 0755-23976166    | 021-38675861      | 0755-23976177       |
|  | lvming@gtjas.com | renlang@gtjas.com | jixiaofei@gtjas.com |
| 证书编号  | S0880514080005   | S0880115040046    | S0880115100006      |

#### 本报告导读:

市场对于公司未来三年出口业务收入 CAGR 超过 40% 预期不充分; 对于欲通过打造贴身衣物行业海澜之家, 进入内销市场预期较低, 均可能会超出市场预期, 维持增持。

#### 投资要点:

- **维持“增持”评级。**考虑到我们预计公司未来三年收入 CAGR 逾 40%，远超目前市场预期、内销有望突破以及存在外延扩张可能性，上调 2015-2017 年 EPS 预测至 0.39、0.56、0.85 元，上调目标价至 28 元，对应 2016 年 50 倍 PE 估值。
- **小袜子踏遍全球，新产能释放+新客户开发，预计未来三年业绩超市场预期。**1) 预计 2016-18 年释放新产能 CAGR 达 40%，超目前市场预期。2) 越南工厂成本优势明显，使公司有能力接收美国等市场的大量略低价格的订单，确保产能利用率保持高位; 美国袜子销售额占全球约 24%，市场空间巨大，2015 年已与美国 UA 建立合作关系。
- **多品类征战华夏，打造贴身衣物行业的海澜之家进入内销市场。**1) 定增拟投资“健盛之家”，打造袜子、内衣等多品类贴身衣服终端品牌，分享国内 2000 亿市场蛋糕。2) 开店模式拟采用海澜之家的类直营模式，由于没有存量实体店包袱、贴身衣物标准化程度高，复制海澜模式成功率高。3) 存并购预期，并购方向是贴身衣物其他品类，2015 年曾试图收购娅茜内衣但没有成功，预计未来会继续寻找标的。
- **虽为代工企业，但盈利和产业链议价能力并不弱于终端品牌企业。**1) 主要客户均为世界品牌，袜子加价倍率较高 (5-10 倍)，有能力给公司约 30% 毛利率。2) 客户验厂程序复杂，资质、技术及规模构成壁垒。稳定的盈利和议价能力，理应给公司和终端品牌相似估值。
- **核心风险:** 产能释放、订单不达预期，内销不达预期，汇兑风险等。

| 财务摘要 (百万元)  | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 558   | 645   | 825   | 1,182 | 1,761 |
| (+/-)%      | 26%   | 16%   | 28%   | 43%   | 49%   |
| 经营利润 (EBIT) | 103   | 117   | 153   | 212   | 315   |
| (+/-)%      | 20%   | 13%   | 31%   | 38%   | 49%   |
| 净利润         | 75    | 77    | 116   | 169   | 254   |
| (+/-)%      | 16%   | 2%    | 51%   | 46%   | 50%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.25  | 0.26  | 0.39  | 0.56  | 0.85  |
| 每股股利 (元)    | -     | 0.18  | 0.18  | 0.18  | 0.18  |

| 利润率和估值指标    | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 18.5% | 18.1% | 18.6% | 17.9% | 17.9% |
| 净资产收益率 (%)  | 26.2% | 21.2% | 24.8% | 27.0% | 29.2% |
| 投入资本回报率 (%) | 18.2% | 16.3% | 20.5% | 21.4% | 27.5% |
| EV/EBITDA   | 11.2  | 9.9   | 7.5   | 5.8   | 3.8   |
| 市盈率         | 86.7  | 84.9  | 56.2  | 38.6  | 25.7  |
| 股息率 (%)     | -     | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  |

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 28.00**

上次预测: 23.99

**当前价格: 21.80**

2015.11.29

#### 交易数据

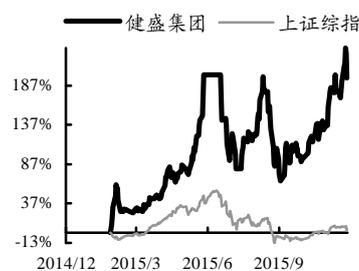
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 13.85-83.36 |
| 总市值 (百万元)        | 6,540       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 300/75      |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 25%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 499.29      |
| 日均成交值 (百万元)      | 102.06      |

#### 资产负债表摘要

|            |       |
|------------|-------|
| 股东权益 (百万元) | 760   |
| 每股净资产      | 2.53  |
| 市净率        | 8.6   |
| 净负债率       | 2.97% |

| EPS (元) | 2014A | 2015E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | -     | 0.07  |
| Q2      | 0.13  | 0.13  |
| Q3      | 0.08  | 0.09  |
| Q4      | 0.04  | 0.10  |
| 全年      | 0.26  | 0.39  |

#### 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M  |
|--------|-----|-----|------|
| 绝对升幅   | 24% | 55% | 0%   |
| 相对指数   | 23% | 43% | -28% |

#### 相关报告

《内衣行业的秘密: 空间丰满, 并购美艳》  
2015.11.04

《产能释放带来业绩爆发, “工业 4.0+新营销”转型升级》2015.07.24

模型更新时间: 2015.11.29

**股票研究**

可选消费品  
纺织服装业

**健盛集团 (603558)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 28.00**

上次预测: 23.99

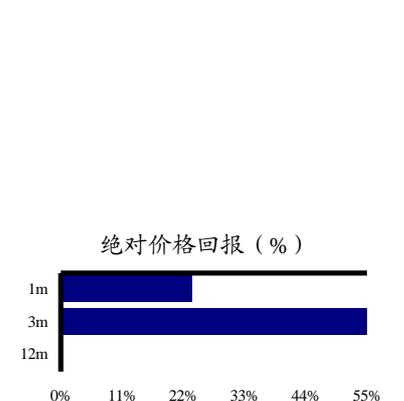
**当前价格: 21.80**

公司网址

www.jasangroup.com

公司简介

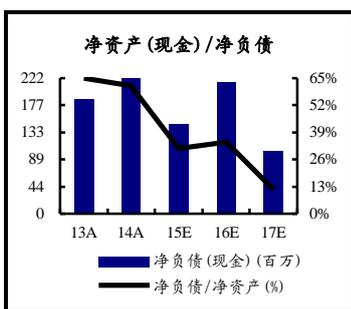
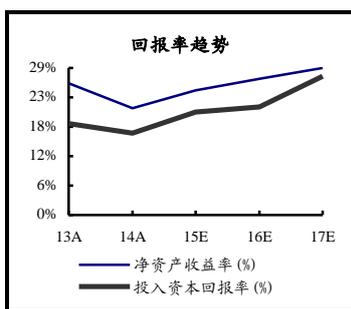
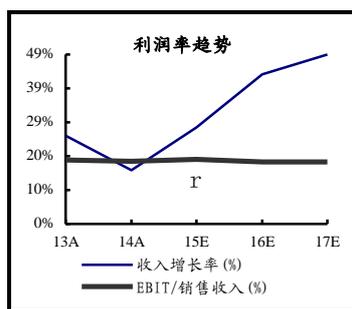
公司是一家以专业生产、出口高品质男袜、女袜、童袜、连裤袜和运动袜而闻名海内外的现代化织袜企业。公司使用的机器都是从意大利、韩国、日本等国家及地区引进的先进生产设备。



52 周价格范围 13.85-83.36  
市值 (百万) 6,540

财务预测 (单位: 百万元)

|               | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>损益表</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入         | 558   | 645   | 825   | 1,182 | 1,761 |
| 营业成本          | 401   | 464   | 590   | 849   | 1,265 |
| 税金及附加         | 4     | 4     | 5     | 8     | 11    |
| 销售费用          | 17    | 21    | 25    | 41    | 62    |
| 管理费用          | 32    | 40    | 51    | 72    | 107   |
| EBIT          | 103   | 117   | 153   | 212   | 315   |
| 公允价值变动收益      | -4    | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用          | 8     | 18    | 8     | 9     | 8     |
| 营业利润          | 90    | 95    | 146   | 203   | 307   |
| 所得税           | 24    | 24    | 36    | 41    | 60    |
| 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 净利润           | 75    | 77    | 116   | 169   | 254   |
| <b>资产负债表</b>  |       |       |       |       |       |
| 货币资金、交易性金融资产  | 50    | 82    | 13    | 11    | 41    |
| 其他流动资产        | 10    | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资          | 44    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 固定资产合计        | 339   | 387   | 567   | 739   | 903   |
| 无形及其他资产       | 20    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 资产合计          | 661   | 801   | 989   | 1,341 | 1,767 |
| 流动负债          | 303   | 421   | 504   | 695   | 875   |
| 非流动负债         | 70    | 16    | 16    | 18    | 21    |
| 股东权益          | 288   | 363   | 469   | 627   | 871   |
| 投入资本(IC)      | 431   | 543   | 572   | 799   | 930   |
| <b>现金流量表</b>  |       |       |       |       |       |
| NOPLAT        | 78    | 89    | 117   | 171   | 255   |
| 折旧与摊销         | 31    | 38    | 41    | 48    | 56    |
| 流动资金增量        | -23   | -26   | 135   | -56   | 33    |
| 资本支出          | -133  | -99   | -214  | -213  | -213  |
| 自由现金流         | -48   | 1     | 79    | -49   | 132   |
| 经营现金流         | 99    | 102   | 300   | 164   | 345   |
| 投资现金流         | -133  | -99   | -214  | -213  | -213  |
| 融资现金流         | 30    | 14    | -156  | 47    | -102  |
| 现金流净增加额       | -4    | 17    | -69   | -2    | 30    |
| <b>财务指标</b>   |       |       |       |       |       |
| <b>成长性</b>    |       |       |       |       |       |
| 收入增长率         | 25.6% | 15.5% | 27.9% | 43.3% | 49.0% |
| EBIT 增长率      | 20.0% | 12.8% | 31.4% | 38.2% | 48.7% |
| 净利润增长率        | 15.5% | 2.1%  | 51.1% | 45.6% | 49.9% |
| 利润率           |       |       |       |       |       |
| 毛利率           | 28.1% | 28.1% | 28.4% | 28.2% | 28.2% |
| EBIT 率        | 18.5% | 18.1% | 18.6% | 17.9% | 17.9% |
| 净利润率          | 13.5% | 11.9% | 14.1% | 14.3% | 14.4% |
| <b>收益率</b>    |       |       |       |       |       |
| 净资产收益率(ROE)   | 26.2% | 21.2% | 24.8% | 27.0% | 29.2% |
| 总资产收益率(ROA)   | 11.4% | 9.6%  | 11.8% | 12.6% | 14.4% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 18.2% | 16.3% | 20.5% | 21.4% | 27.5% |
| <b>运营能力</b>   |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数        | 86    | 96    | 96    | 96    | 96    |
| 应收账款周转天数      | 41    | 44    | 44    | 44    | 44    |
| 总资产周转天数       | 387   | 414   | 396   | 360   | 322   |
| 净利润现金含量       | 1.31  | 1.33  | 2.58  | 0.97  | 1.36  |
| 资本支出/收入       | 24%   | 15%   | 26%   | 18%   | 12%   |
| <b>偿债能力</b>   |       |       |       |       |       |
| 资产负债率         | 56.5% | 54.6% | 52.5% | 53.2% | 50.7% |
| 净负债率          | 64.8% | 61.1% | 31.1% | 34.2% | 11.7% |
| <b>估值比率</b>   |       |       |       |       |       |
| PE            | 86.7  | 84.9  | 56.2  | 38.6  | 25.7  |
| PB            | 4.5   | 3.6   | 2.8   | 2.1   | 1.5   |
| EV/EBITDA     | 11.2  | 9.9   | 7.5   | 5.8   | 3.8   |
| P/S           | 2.3   | 2.0   | 1.6   | 1.1   | 0.7   |
| 股息率           | -     | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  |



## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 袜品出口领军企业，千亿市场谁主沉浮 .....          | 4  |
| 1.1. ODM、OEM 棉袜行业龙头企业 .....         | 4  |
| 1.2. 小袜子背后有大行业 .....                | 6  |
| 1.2.1. 海外市场体量惊人，中国成为世界制袜中心 .....    | 6  |
| 1.2.1. 国内市场需求庞大，千亿规模谁主沉浮 .....      | 7  |
| 2. 产能释放+新订单增加驱动出口业务爆发增长 .....       | 8  |
| 2.1. 产能饱和，预计未来三年产量 CAGR 逾 40% ..... | 8  |
| 2.2. 越南工厂成本优势明显 .....               | 9  |
| 2.3. 开拓美国等新市场，产能利用率有保障 .....        | 10 |
| 3. 开拓内销市场，打造贴身衣物行业的海澜之家 .....       | 11 |
| 4. 盈利预测及投资建议 .....                  | 12 |
| 5. 核心风险 .....                       | 12 |

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2015 年前三季度净利润同比增长 36.31% .....     | 4  |
| 图 2: 2015H1 出口收入占比为 89% .....           | 4  |
| 图 3: 15 年前 3 季度公司毛利率、净利率大幅上升 .....      | 5  |
| 图 4: 预计 2015 年欧美日占全球袜品销量 69% .....      | 6  |
| 图 5: 亚太地区袜子销量年复合增长率较快 (2007-2015) ..... | 6  |
| 图 6: 中国袜子出口数量占全球消费量 20% .....           | 7  |
| 图 7: 14 年日本从中国进口量占总进口量的 85% 以上 .....    | 7  |
| 图 8: 13 年欧盟从中国进口量占总进口量 50% 以上 .....     | 7  |
| 图 9: 14 年美国从中国进口量占总进口量 50% 以上 .....     | 7  |
| 图 10: 2011-2014 公司产能趋于饱和，亟待扩张 .....     | 8  |
| 图 11: 募投项目快速推进，逐渐打破产能瓶颈 .....           | 8  |
| 图 12: 布局越南工厂三大战略意义 .....                | 10 |
| 图 13: 预计美国市场将成为出口业务的新增长极 .....          | 11 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 公司未来三年产量 CAGR 逾 40% .....     | 9  |
| 表 2: 公司越南工厂投资概况 .....              | 9  |
| 表 3: 新加坡越南 VSIP 工业区与中国征收税制对比 ..... | 10 |
| 表 4: 公司对欧洲、日本出口逐年上升 .....          | 11 |

## 1. 袜品出口领军企业，千亿市场谁主沉浮

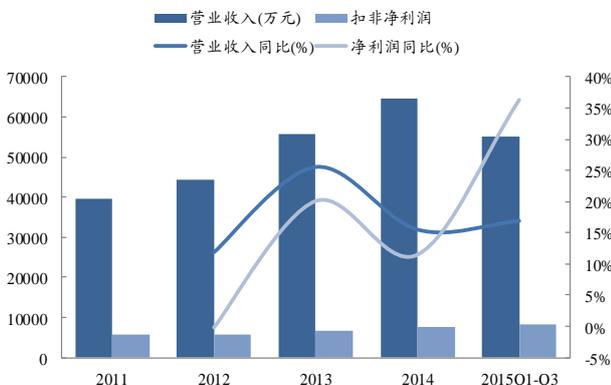
### 1.1. ODM、OEM 棉袜行业龙头企业

棉袜出口龙头，袜类企业上市第一股。公司主营业务为袜品研发、设计、制造、服务与销售，主要采用 ODM、OEM 的生产模式，定位于中高端棉袜市场，为冈本、伊藤忠、迪卡侬、道步、太平洋、麦德龙等国际品牌厂商的指定供应商，生产 Puma、FILA、Mizuno、New Balance、LEE、Adidas、Tommy Hilfiger 等品牌及 TOPVALU、Uniqlo、无印良品等卖场自有品。公司现已成为中国袜品出口领军企业，2014 年袜子出口量达到 1.4 亿双，业内排名前五，其中对欧洲出口棉袜金额业内第一，对日本、澳洲出口金额第二。2015 年 1 月 27 日在上交所挂牌上市，是袜类企业上市第一股。

公司主业过往业绩稳健，预计未来三年迎来业绩爆发期。健盛集团专注中高端棉袜生产代工 20 余年，处于细分行业的第一阵营。2014 年公司实现营业收入 6.45 亿元，扣非后净利润为 7,484.05 万元，2011-2014 年营业收入和扣非净利润 3 年 CAGR 分别为 17.51% 和 10.15%。2015 年前三季度实现营业收入 5.52 亿元，同比增长 16.91%，扣非后净利润为 8,264.01 万元，同比增长 36.31%。随着未来三年新产能逐步释放及新客户订单的增加，预计未来三年公司将迎来业绩爆发期，未来三年收入 CAGR 逾 40%。

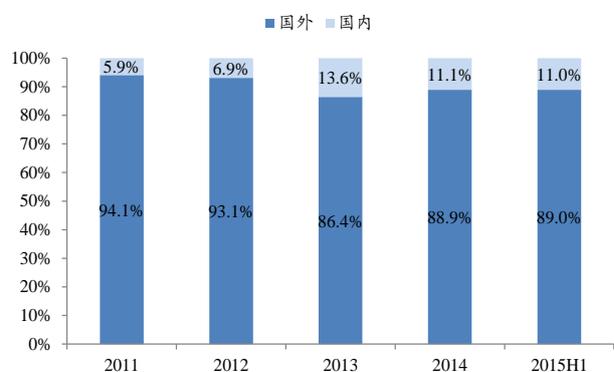
公司主要以代工出口业务为主，主要客户来自欧洲、日本和大洋州。2014 年公司代工出口业务收入为 3.28 亿，占总收入的 88.9%，而国内销售额则发展缓慢，主要由于公司还未建立起面向国内市场的品牌和渠道。2014H1 出口市场相对集中，出口到欧洲、日本和大洋洲的比例分别为 53.8%、33.5% 和 12.7%，相比于世界各国袜子消费额占比，公司美国市场尚处于开拓前期，是未来可以开发的最有潜力的市场。

图 1: 2015 年前三季度净利润同比增长 36.31%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 2015H1 出口收入占比为 89%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

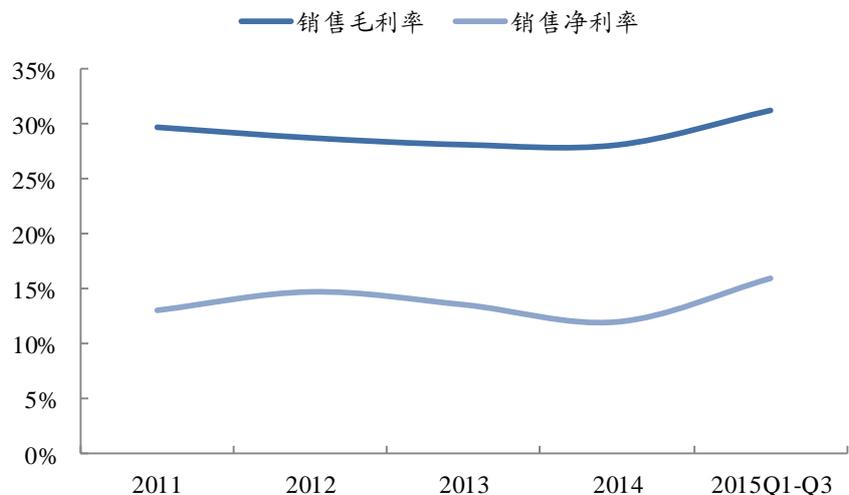
虽为代工企业，但盈利和产业链议价能力并不弱于终端品牌企业。

- 主要客户均为世界品牌，袜子加价倍率较高，加价倍率可达 5-10

倍，有能力给公司约 30% 毛利率。由于下游客户的毛利率非常高，所以更看重代工企业的产品质量、供货能力、研发能力等综合能力，而价格并不会放在首要考虑的问题，这使得下游客户一直给公司相对稳定的毛利率空间。

- 客户验厂程序复杂，资质、技术及规模构成壁垒。**
  - 1) 资质壁垒。**下游企业在选择代工供应商时，有相当严格的“验厂”，主要指标包括生产规模、研发能力、劳工保护、生产安全、环保措施、社会责任、人权保护等，在完成验厂审核后，还需经过多批小订单的试运行，对供应商的生产能力、生产质量及按期交货能力进行长期考察后，才能最终确定稳定的合作关系。大部分中小型棉袜生产企业，很难通过如此漫长程序的资质认证以获得优质客户。
  - 2) 技术壁垒。**下游企业还要求供应商具有相应的设计能力，能够主动、及时的提供符合客户需求的新产品，中小企业技术相对落后。
  - 3) 规模壁垒。**制袜行业规模效应显著，新进入的企业短期内很难达到一定的生产规模以控制成本，大规模、低成本的生产经营也是进入行业的壁垒。
- 稳定的盈利和议价能力，理应给公司和终端品牌相似估值。**市场很多投资者认为公司为代工企业，估值体系应该有别于终端品牌企业，但我们认为，不能一概而论。造成这种估值体系差异的主要原因：一般来讲，终端品牌消费品公司盈利能力更稳定，而代工企业大多数由于较容易被替代且不掌握消费者及渠道，在整个产业供应链中分配到较少利益，即盈利能力和产业链议价能力较差。但我们认为同时还要考虑细分子行业的发展阶段及相应公司的行业地位。2015 年整体消费疲软，终端品牌消费品企业面临激烈的竞争，纷纷加入促销大战（如乳制品）；还有一些进入发展成熟期的消费子行业（如啤酒，CR4 集中度已经逾 70%），巨头间不断厮杀，盈利能力较差，波动较大，而健盛集团由于稳定的盈利和议价能力，理应给公司和终端品牌相似估值体系。

图 3: 15 年前 3 季度公司毛利率、净利率大幅上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 1.2. 小袜子背后有大行业

**袜子市场空间较大。**袜子消费群体广泛，没有人群和地域限制，消费群体比传统服装更加广泛。我们预计 2014 年全球袜子市场规模近万亿元，中国国内袜子市场空间大于 500 亿人民币。

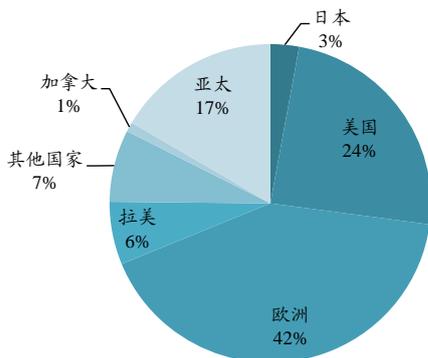
**消费升级趋势明显，量价共同推动袜子行业收入增长。**相比普通服装，袜子更容易损耗，更换频率更高。据调查中国人均使用袜子数量每年在 10 双左右，参考欧美人均 30 双以上的消费量，预计随着中国人均收入的提高，未来人均袜子消费数量会不断提高；另一方面，袜子和其他贴身衣服品类一样，时尚化、个性化、高档化趋势增强，消费升级仍有很大空间，预计未来价格中枢将不断上移。

**口红效应放大销量。**袜子作为服饰产品的附属品，绝对价格较低，对消费者支出压力不大，因此，在经济不景气时，受到经济周期波动的影响相对更小，产生一定的“口红效应”，即消费者在买不起大件时，会买袜子来慰劳自己。

### 1.2.1. 海外市场体量惊人，中国成为世界制袜中心

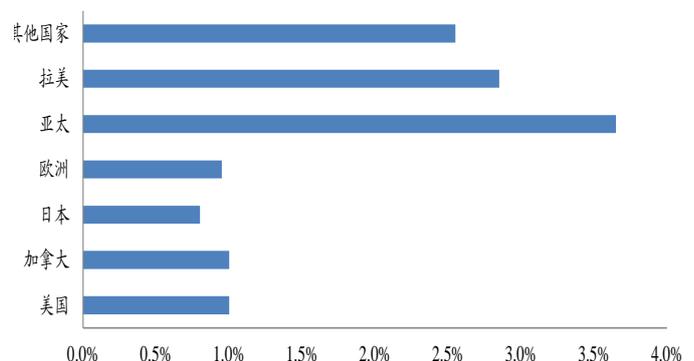
**预计全球市场规模近千亿欧元，欧美日地区消费量居前，亚太地区增速更快。**根据 Oxylane 统计，2010 年全球袜子销售量达到 620 亿双，销售额达 920 亿欧元，市场容量巨大。从全球市场来看，欧洲、美国、日本是袜品消费的主要地域，我们推算，2015 年全球袜子销售量可达 860 亿双，其中推算日本、欧洲、美国袜子销售量分别约为 25 亿、360 亿、200 亿双，约占全球袜品消费量的七成。近年来，发达地区和国家消费市场逐渐趋于稳定，2007-2015 年 CAGR 不到 1%，其他新兴市场国家则增速更快，尤其是亚太地区 CAGR 达到 3.5% 以上。

图 4: 预计 2015 年欧美日占全球袜品销量 69%



数据来源: Oxylane, 国泰君安证券研究

图 5: 亚太地区袜子销量年复合增长率较快(2007-2015)



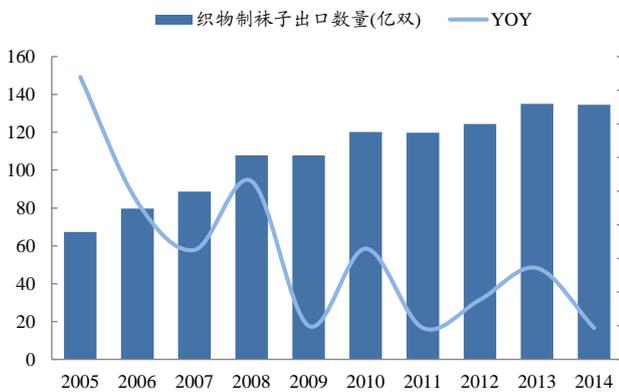
数据来源: Oxylane, 国泰君安证券研究

**中国成为制袜中心，2014 年生产全球约 20% 的袜子。**袜子制造产业的国际分工趋势日益明显，日本、欧美等地区在设计、研发和营销方面占据主导地位，而以中国为代表的发展中国家凭借原材料、劳动力资源的优势，在生产制造环节中突显出较强的市场竞争力，中国已然成为世界制袜中心。

- 据中国海关统计, 2014 年织物制袜子出口量达到 134.6 亿双, 销售额达到 61.61 亿美元, 约占全球市场消费量的 20%。
- 据日本袜业协会统计, 2014 年日本棉袜总进口量为 11.73 亿双, 其中从中国进口数量为 10.18 亿双, 占比高达 86.77%。
- 据欧盟海关统计显示, 2013 年袜品总进口量为 18.74 万吨, 从中国进口袜子 9.53 万吨, 占总量的 50.84%。
- 据联合国商贸组织统计, 美国 2014 年袜品总进口量为 9.62 万吨, 从中国进口袜子 4.93 万吨, 占总量的 51.27%。

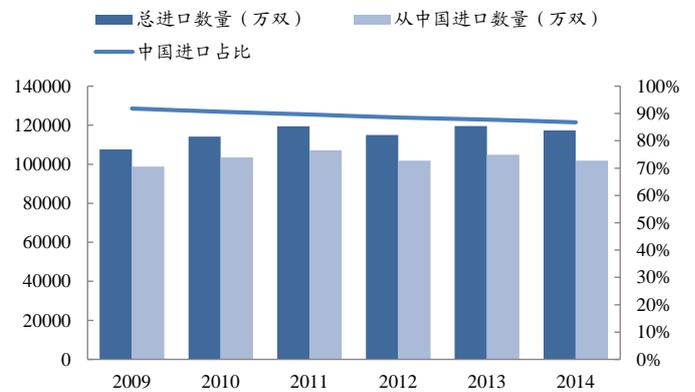
**国内袜子企业开始转型：在东南亚建厂或开拓内销市场。**虽然中国年出口袜子数量还占据绝对优势, 但增速却在逐渐下滑。其主要原因是随着人口红利逐渐消失, 过去依靠劳动力成本优势的国内袜企开始面临越南等东南亚国家的激烈竞争。因此, 很多中国本土代工企业开始在东南亚建厂或者开拓内销市场, 成为重要的转型方向。

图 6: 中国袜子出口数量占全球消费量 20%



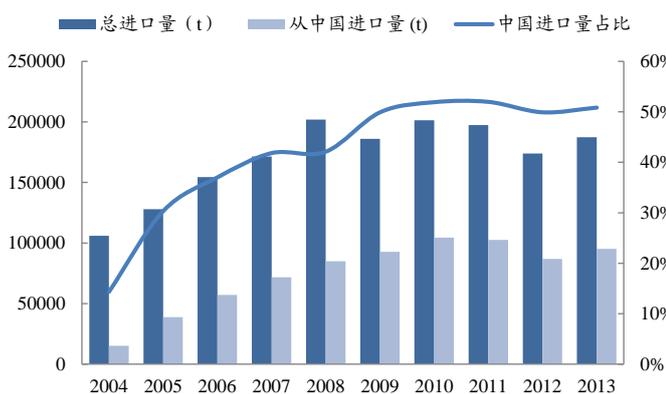
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 14 年日本从中国进口量占总进口量的 85% 以上



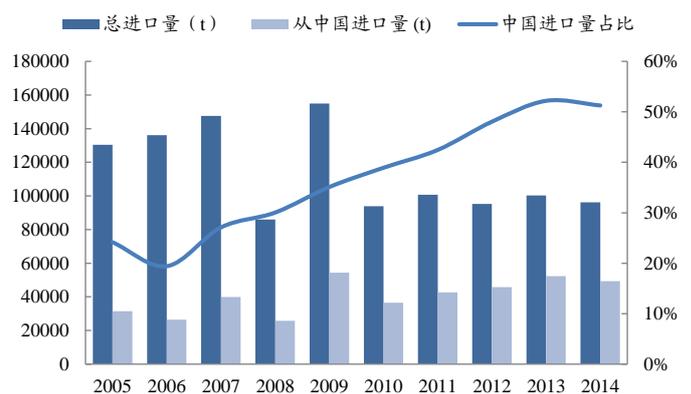
数据来源: 日本袜业协会, 国泰君安证券研究

图 8: 13 年欧盟从中国进口量占总进口量 50% 以上



数据来源: 欧盟海关, 国泰君安证券研究

图 9: 14 年美国从中国进口量占总进口量 50% 以上



数据来源: 联合国商贸组织, 国泰君安证券研究

### 1.2.1. 国内市场需求庞大, 千亿规模谁主沉浮

我们预计中国袜子市场潜在规模可达千亿。我们估算 2014 年我国居民袜子消费量约为 130 亿双, 市场规模约为 500 亿, 未来仍有较大增长潜力。

中国人口众多，人均袜子消费者有提升空间。袜子的消费没有年龄和性别限制，消费群体规模庞大；袜子属于易耗品，磨损程度大，更新速度快，目前，中国一般每人每年要购买袜子约 10 双，而欧美年均则消费 30 双以上袜子，人均袜子消费者仍有提升空间。

我国袜子消费仍处于较低级的水平，消费升级潜力巨大。由于袜子属于服饰附属品，体积小，更换速度快，很多中低收入消费者不重视袜子的品质，而是在超市、批发市场购买低档袜子产品，缺乏品牌意识，人口占比较高的低收入用户还停留在 10 元 2-3 双的水平，这就导致低档袜子在市场上大行其道，随着中国人均收入水平提高，以及对包括袜子在内的贴身衣物时尚性、个性化、高端化趋势增强，消费升级仍有很大空间。

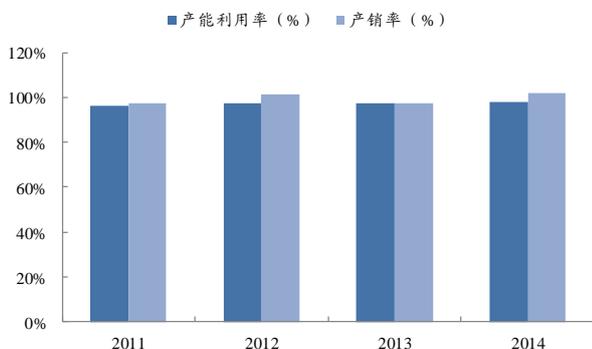
国内袜子尚无强势自有品牌，千亿市场谁主沉浮。面对如此庞大规模的市场空间，行业竞争格局却极为分散，尚无强势的自有品牌。国内袜企主要为代工企业，他们在过去积累了丰富的生产、设计经验，已有公司开始试图转型内销。我们预计未来将涌现国内自己品牌龙头企业，国内制袜行业集中度将逐步提升。

## 2. 产能释放+新订单增加驱动出口业务爆发增长

### 2.1. 产能饱和，预计未来三年产量 CAGR 逾 40%

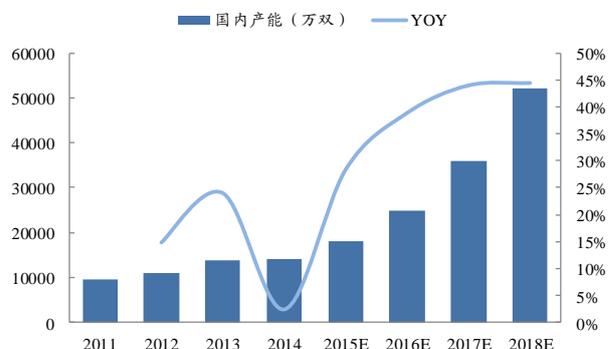
公司产能趋于饱和，新产能快速释放。健盛集团二十余年专注棉袜，优良的产品品质享誉国际，如今已形成结构稳定的中高端客户群体，参与国际知名品牌价值链的利润分配。公司针对不同客户需求，逐步完成区域性生产基地布局战略。高性价比的产品带来下游需求旺盛，2011-2014 公司产能利用率均保持在 95% 以上，产销率在 97% 以上，整体产能趋于饱和，公司积极布局新产能，预计 2015-2018 年国内产能将达到 1.8 亿、2.5 亿、3.6 亿、5.2 亿双，未来三年每年释放产产量 CAGR 逾 40%，逐渐打破产能瓶颈。

图 10: 2011-2014 公司产能趋于饱和，亟待扩张



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 11: 募投项目快速推进，逐渐打破产能瓶颈



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**表 1: 公司未来三年产量 CAGR 逾 40%**

| 项目        | 内容   | 产能情况       | 投资金额      | 是否完工 | 预计未来三年<br>产能释放情况 (单位: 万双) |        |        |
|-----------|--|------------|-----------|------|---------------------------|--------|--------|
|           |  |            |           |      | 2016                      | 2017   | 2018   |
| IPO 募投项目  | 年新增 1,200 万双高档棉袜生产线技改项目                    | 1,200 万双棉袜 | 5,020 万元  | 是    |                           |        |        |
|           | 年新增 7,800 万双中高档棉袜生产线技改项目                   | 7,800 万双棉袜 | 26,230 万元 | 是    |                           |        |        |
| 非公开定增募投项目 | 年新增 6,000 双棉袜智慧工厂技改项目                      | 6,000 万双棉袜 | 30,000 万元 | 否    |                           | 2,000  | 2,000  |
|           | 年新增 5,200 万双丝袜生产线技改项目                      | 5,200 万双丝袜 | 15,000 万元 | 否    | 2,000                     | 3,200  |        |
|           | 年新增 6,000 万双丝袜生产线项目                        | 6,000 万双丝袜 | 25,000 万元 | 否    |                           | 3,000  | 3,000  |
| 越南投资建厂    | 年产 3,600 万双中高档棉袜生产线项目一期工程                  | 3,600 万双棉袜 | 8,540 万元  | 否    | 2,600                     |        |        |
|           | 年新增 13,000 万双中高档棉袜生产线项目、年产 2,000 吨氨纶、橡筋线项目 | 1.3 亿双棉袜   | 30,480 万元 | 否    | 2,000                     | 3,000  | 8,000  |
|           | 年产 6,500 万双高档袜子、15,000 吨染色产品新建项目           | 6,500 万双棉袜 | 37,500 万元 | 否    |                           |        | 3,000  |
| 预计总产量     |  |            |           |      | 24,900                    | 36,100 | 52,100 |
| 产量同比      |  |            |           |      | 36.1%                     | 45.0%  | 44.3%  |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2.2. 越南工厂成本优势明显

**投资越南工厂, 抢占市场先机。**近年来, 人民币持续升值和原材料、劳动力成本不断上涨对纺服外贸企业冲击较大, “订单东南飞”的现象屡见不鲜。公司通过与国内、国际知名战略咨询公司合作调研, 准确判断行业产能逐渐转移的大趋势, 提前布局越南生产工厂。

**表 2: 公司越南工厂投资概况**

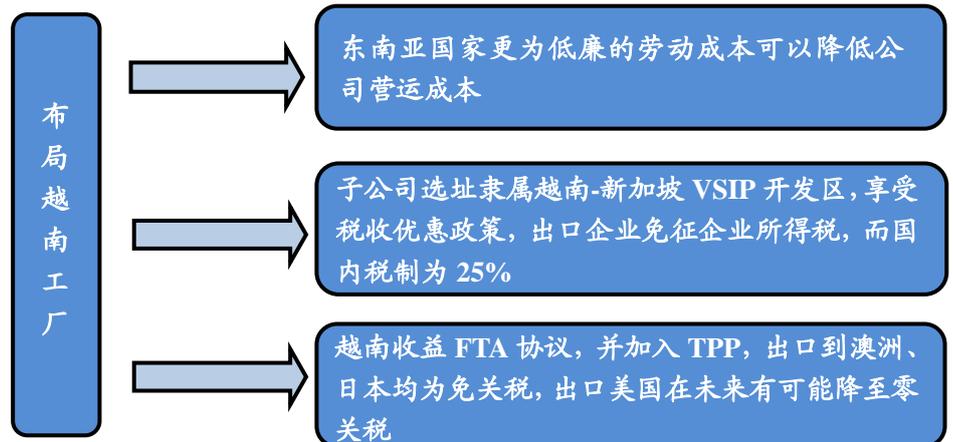
| 项目内容                                       | 地区   | 建设情况           |
|--|------|----------------|
| 年产 3,600 万双中高档棉袜生产线的海防一期项目                 | 越南海防 | 完工             |
| 年产 6,500 万双高档袜子、15,000 吨染色产品新建项目           | 越南兴安 | 建设中            |
| 年新增 13,000 万双中高档棉袜生产线项目、年产 2,000 吨氨纶、橡筋线项目 | 越南海防 | 预计 2016 年上半年完工 |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 公司布局越南工厂可降低成本, 增强产品竞争力。

- 东南亚国家更为低廉的劳动成本可以降低公司运营成本;
- 子公司选址隶属越南一新加坡 VSIP 开发区, 享受税收优惠政策, 出口企业免征企业所得税, 而国内税制为 25%;
- 越南受益 FTA 协议, 并加入 TPP, 出口到澳洲、日本均为免关税, 出口美国在未来有可能降至 0 关税。

图 12: 布局越南工厂三大战略意义



数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 新加坡越南 VSIP 工业区与中国征收税制对比

| 税项    | 新加坡越南 VSIP 工业区                     | 中国       |
|-------|------------------------------------|----------|
| 增值税   | 按 10% 征收                           | 按 17% 征收 |
| 企业所得税 | 出口企业从获得年度开始, 前 4 年全免, 后 9 年按 5% 征收 | 按 25% 征收 |
| 进口关税  | 日本: 0                              | 日本: 7%   |
|       | 澳大利亚: 0                            | 澳大利亚: 5% |
|       | 美国: 14% (已加入 TPP, 未来逐步降为 0%)       | 美国: 14%  |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司 2014 年净利率约为 12%，预计未来通过越南工厂签定的订单净利率将达到 15%-20%。越南工厂低廉的劳动力成本以及优惠的税收政策，将大大降低公司生产成本，即使考虑到越南工厂产品主要面向美国等略低价格的市场，预计越南工厂净利率仍能维持在 15% 以上，越南工厂产能的不断释放，将有利于公司提高净利率。

### 2.3. 开拓美国等新市场，产能利用率有保障

公司对欧洲、日本出口逐年上升。公司奉行“以质促销、以销促产”的经营战略，积极开拓下游客户，促进产能释放。公司目前产品主要销往日本、欧洲、澳洲等国际市场。公司 11-14 年对日本、欧洲等棉袜高端市场出口金额和出口量逐年上升；由于美国与欧洲二线市场多为中低端棉袜市场，虽然需求数量大，但价格较低，公司 11-14 年鉴于成本方面的限制不易进入。

公司强化中高端市场优势的同时，新开拓新市场促进产能释放。2015 年上半年，公司欧洲市场同比增长 44%，澳洲市场同比增长 34%，日本市场也较 14 年同期有所增长。如今公司受益于越南工厂投产，价格优势助力快速打开美国市场，促进产能释放。2015 年公司已与美国 Under Armour 开始合作，同时欧洲二线市场的订单也有所斩获，预计未来美国市场将成为出口业务的新增长极。

表 4: 公司对欧洲、日本出口逐年上升

| 分类       | 2014 年 1-5 月 |      | 2013 年 |      | 2012 年 |      | 2011 年 |      |
|----------|--------------|------|--------|------|--------|------|--------|------|
|          | 出口金额         | 出口数量 | 出口金额   | 出口数量 | 出口金额   | 出口数量 | 出口金额   | 出口数量 |
| 国内棉袜总出口  | 第三位          | 第六位  | 第四位    | 第五位  | 第四位    | 第三位  | 第二位    | 第二位  |
| 对欧洲棉袜出口  | 第一位          | 第三位  | 第一位    | 第四位  | 第二位    | 第四位  | 第三位    | 第六位  |
| 对日本棉袜出口  | 第二位          | 第三位  | 第四位    | 第三位  | 第三位    | 第三位  | 第五位    | 第五位  |
| 对大洋洲棉袜出口 | 第二位          | 第二位  | 第二位    | 第二位  | 第二位    | 第二位  | 第二位    | 第二位  |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 13: 预计美国市场将成为出口业务的新增长极



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3. 开拓内销市场, 打造贴身衣物行业的海澜之家

**拓展多品类是贴身衣物行业发展趋势。**目前国内尚没有多品类贴身衣物品牌, 日本的 Tutuanna 和意大利的 Calzedonia, 均以销售袜子、内衣和家居服等贴身衣物为主, 其中 Tutuanna 于 2009 年 12 月进入中国市场, 在上海开设第 1 家门店, 至 2014 年底门店数量已达 160 家, 50 平的店铺每年平均收入达 230 万; 2014 年底, Calzedonia 已拥有 1750 余家店面, 遍布欧洲大多数国家, 销售收入 20 多亿欧元, 多品类贴身衣物一同销售, 可以获得规模效应、有效降低费用率, 已成为行业发展趋势。

**多品类征战内销市场, “虎视”贴身衣物行业 2000 亿市场。**公司于 2015 年 6 月公告定增预案募集约 10 亿元。其中, 3.1 亿元用于“健盛之家”贴身衣物 O2O 营销网络建设项目, 4 亿元用于 1.12 亿双丝袜生产线新建与技改项目。

- **利用现有棉袜优势, 进入丝袜市场。**由于丝袜的生产和管理与棉袜相似, 客户群也具有一致性, 预计公司能够充分发挥优势, 成为公司新的收入增长点, 我们预计 2016 年丝袜可释放产能 2000 万双。
- **并购是进入贴身衣服其他品类的重要手段。**公司于 2015 年 7 月尝试收购浙江娅茜内衣, 虽然未能成功, 但公司通过收购进入贴身

衣物多品类市场的战略意图明显，预计公司未来会继续寻找标的，并以内衣等为主要方向，并购预期强烈。

#### 类直营模式渠道扩张，“牛行”打造贴身衣物行业的海澜之家。

- **引入具有品牌运营经验的团队。**目前“健盛之家”团队基本搭建完毕，核心人员来自海澜之家、七匹狼等品牌运营能力较为出色的服装行业公司。公司对“健盛之家”的团队给予充分的空间，同时不设短期业绩压力，较为谨慎地逐步推进。我们预计 2016 年可能会开出第一家店，由于公司非常注意风险，我们认为“健盛之家”不太可能会由于快速扩张影响公司主业。目前市场对“健盛之家”的预期较低，反倒可能会超市场预期。
- **预计“健盛之家”面向大众市场。**目前公司还没有披露“健盛之家”的定位，我们预计公司很有可能与优衣库、Tutuanna 展开错位竞争，平均终端价格可能低于优衣库，面向更大众化的市场。
- **类直营模式打造贴身衣物行业海澜之家。**海澜之家的类直营渠道模式最大的特点在于以尽量少的资本去快速扩张销售网络，并且直接掌控终端，有利于管理库存、了解最新终端销售情况。由于没有存量实体店包袱、贴身衣物标准化程度高，我们认为有可能成功复制海澜之家模式，快速占领贴身衣物市场。

## 4. 盈利预测及投资建议

**维持“增持”评级。**考虑到我们预计公司未来三年收入 CAGR 逾 40%，远超目前市场预期、内销有望突破以及存在外延扩张可能性，上调 2015-2017 年 EPS 预测至 0.39、0.56、0.85 元，上调目标价至 28 元，对应 2016 年 50 倍 PE 估值

## 5. 核心风险

**产能释放、订单不达预期。**公司未来三年释放较多产能，存在释放产能进度不达预期的可能性，同时，新产能主要依靠新客户消化，存在产能利用率不足的风险。

**内销不达预期。**公司为传统代工企业，没有终端品牌消费品运营经验，虽然已组建专业化团队，但仍可能由于欠缺经验使内销转型不达预期。

**汇兑风险等。**公司出口业务占总收入的 88.9%，汇率的波动会对公司收入造成影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|   | 评级   | 说明                       |
|---|------|--------------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|   | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%   |
|   | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。  | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|   | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|   | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |