

## 订单转移影响消除，产能释放将带动业绩提升

公司简报

### ◆16年收入降7%，扣非净利降40%，17Q1收入增28%、净利恢复增长

2016年公司实现营收6.64亿元，同降7.12%，扣非净利5906.88万元，同降39.54%，归母净利润1.04亿元，同增2.24%。扣非净利降幅高于收入主要原因是毛利率下降、管理及销售费用率提升，与归母净利润的差别主要来源于非流动资产处置损益增加3531万元、政府补助增加1894万元等。EPS0.29元，10派1元（税前）。

分季度看，16Q1-17Q1收入增-3.19%、-31.62%、-0.84%、13.75%、28.36%，归母净利润同增137.87%、-29.70%、3.01%、-108.29%、-31.03%。16Q2大客户订单转移至土耳其，且公司对日本及澳洲出口下滑，导致业绩下降；16Q4-17Q1客户订单回流，且公司加强开发新客户，收入恢复增长，毛利率下降、销售及管理费用率提升、营业外收入减少导致净利下滑。17Q1扣非净利增21.23%，增速高于净利主要由于政府补助减3991万元。

### ◆出口代工领先袜类企业，13-15年收入稳步增长，16年受出口订单转移影响出现下滑

公司是国内领先的袜类产品生产商，主要以OEM/ODM方式为世界知名品牌商和零售商提供代工服务，并于2015年设立浙江健盛之家商贸有限公司发力内销市场，2016年出口代工、国内贴牌及自有品牌收入占比分别为80.13%、16.05%、3.61%。公司建立了世界先进的棉袜生产基地，2013年开始在越南布局海外生产基地，2015年定增募集10亿元用于产能扩张及国内市场开发，2016年11月筹划收购浙江无缝内衣龙头俏尔婷婷。

2013-16年公司收入同增25.55%、15.51%、10.83%、-7.12%，增速逐年收窄，归母净利润同增15.51%（销售费用率提升及结汇带来公允价值变动损益增加）、2.11%（费用率提升）、31.58%（毛利率升2.50PCT）、2.24%。

2013-2015年公司产能扩张、客户销售稳步增长，带动棉袜销量分别同增20.65%、16.25%、13.60%，棉袜平均价格相对稳定分别为4.11/4.09/3.99元/双。13年公司产能同增23.99%带动产品销量增长，业绩增速较高。14年投产项目较少，15年越南工厂处于投产初期，产能利用率较低（仅为75.28%），导致产能利用率由12-14年的97%-98%降至95.58%，公司棉袜销量增速受到影响。

2016年因土耳其货币汇率贬值，公司第一大客户迪卡侬将订单转移至土耳其、销售额减少近1亿元，部分客户如冈本担心公司介入终端市场也降低订单量。为减轻订单转移影响，公司提出平价策略，成功开发Under Armour、Stance等海外优质客户，全年销量仅下滑1.94%。但平价策略导致产品平均价格下滑6.27%至3.74元，导致收入出现近年来首次下滑。

分区域看，2016年出口和内销收入为5.32亿元、1.30亿元，同比增速-14.70%、49.51%，其中欧洲、日本、澳洲出口收入分别下滑22.50%、

### 增持

当前价：16.54元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)  
021-22169107  
[lijie\\_yjs@ebsecn.com](mailto:lijie_yjs@ebsecn.com)

### 联系人

汲肖飞  
021-22169314  
[jixiaofei@ebsecn.com](mailto:jixiaofei@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：3.71  
总市值(亿元)：61.28  
一年最低/最高(元)：15.36/32.98  
近3月换手率：95.17%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月    | 三个月    | 十二个月   |
|----|--------|--------|--------|
| 相对 | -33.77 | -46.54 | -24.71 |
| 绝对 | -37.51 | -46.26 | -16.65 |

20.05%、6.25%。公司加强开拓内销贴牌客户，且16年自有品牌开店27家、实现收入2394万元(+102.63%)，带动内销收入快速增长。

#### ◆订单转移导致16年毛利率降幅较大，内销市场开拓、研发费用增加促费用率持续提升

2013-16年公司毛利率分别为28.12%(-0.62PCT)、28.10%(-0.02PCT)、30.60%(+2.50PCT)、25.75%(-4.85PCT)，15-16年波动相对较大。15年公司提高生产机械化程度控制成本、人民币汇率贬值等导致毛利率提升。

16年毛利率降低主要因Q2后下游客户订单转移导致产能利用率较低，而成本相对刚性拖累。16年棉袜单价下滑6.27%，单位成本仅降1.08%，棉袜产品毛利率减少3.79PCT。分区域看，2016年出口和内销业务毛利率为23.59%、36.09%，分别减少6.02PCT、0.90PCT。分季度看，16Q1-Q4毛利率为32.27%(+2.70PCT)、28.17%(-5.13PCT)、28.50%(-1.86PCT)、15.74%(-12.64PCT)，其中16Q4受内销市场库存处理等影响毛利率显著下滑。17Q1毛利率同降1.52PCT至30.75%，主要由于销售规模扩大后成本提升较多。

13-16年公司期间费用率为10.36%、12.31%、12.39%、14.26%，保持上升趋势。13-15年公司销售费用率为3.12%、3.27%、3.95%，增长原因为销售规模的扩大带来销售人员工资提升、以及15年开始拓展内销市场增加费用。13-15年管理费用率为5.80%、6.17%、7.35%，增长原因为公司经营规模扩大、管理人员增加。

16年公司销售费用率增1.08PCT至5.03%，主要系开拓内销市场增加广告、办公等费用；管理费用率增2.77PCT至10.12%，主要原因为增加产品研发费用、2015年底新取得土地使用权无形资产摊销增加；财务费用率降1.99PCT至-0.89%，主要因为人民币贬值导致汇兑损益增加。17Q1销售费用率增1.76PCT至4.65%，主要由于内销推广费用和运输费用增加，管理费用率增3.34PCT至10.72%，主要由于研发费用及经营费用开支增加，财务费用率降4.17PCT至-0.12%，主要由于贷款偿还。

#### ◆募投项目及越南工厂陆续投产、产能持续扩张，订单转移影响逐步消除助力新增产能释放

公司是国内最大的棉袜生产企业之一，产品主要出口欧洲、日本、澳洲等国家，下游客户包括迪卡侬、冈本、H&M、Under Armour等品牌。公司的客户集中度较高，2016年前五大客户销售额占比为66.44%。2011-14年公司自有产能分别为0.96、1.10、1.37、1.40亿双，产能利用率为101.57%、100.00%、101.22%、110.76%，客户订单快速增长，公司产能相对受限并通过外协工厂完成部分工序，满足客户需求。

为缓解产能瓶颈，2013年后公司在国内外投资多个项目，扩张棉袜产能。2013年公司在越南规划三个生产项目，总投资超1.2亿美元，拟建设2.3亿双棉袜生产及产业链配套项目；2015.1上市募集3.85亿元用于1200万双高档棉袜生产项目、7800万双中高档棉袜生产项目并补充营运资金；2016.3完成定增，募集10.02亿元用于年产6000万双棉袜智慧工厂技改项目、年产5200万双丝袜生产技改项目、年产6000万双丝袜生产项目以及“健盛之家”O2O营销网络建设项目，2016.6将年产6000万双棉袜智慧工厂技改项目变更为杭州乔登年产10000万双棉袜智慧工厂迁、建项目，进一步扩张产能。IPO募投项目及越南一工厂一期项目先后投产，2015-16年公司自有产能扩张至1.92、2.05亿双。

未来越南及定增项目逐步投产，预计17-19年公司棉袜产能分别为2.40、3.50、5.60亿双，进入快速释放期。1) 海外产能方面，越南一工厂一期项目于2015.3开始投产，2016年投放产能4000万双。一工厂二期1.3亿双中高档棉袜生产项目和越南1.5万吨纺织印染项目于2017.4进入试生产阶段。越南二工厂为年产6500万双高档棉袜项目，正在推进基础设施建设，将于18年上半年投产。预计2017-19年越南产能将达8000万双、1.60亿双、2.30亿双。2) 国内产能方面，目前公司在建产能包括10000万双棉袜智慧工厂迁建项目、年产5200万双丝袜生产技改项目、年产6000万双丝袜生产项目，目前上述项目均已开工，预计17年底将完成基础建设，18年下半年开始投产。预计2017-19年国内产能为1.60亿双、1.90亿双、3.30亿双。

公司采用以销定产模式，迪卡侬订单回流、加强新客户开拓有助于产能利用率恢复至较高水平，未来销量增速将与产能释放相匹配。受2015年越南产能处于投产前期、产能利用率不高以及16年客户订单转移等影响，公司产能利用率有所下降，2015-16年产能利用率为95.58%、89.26%，产销率为97.07%、95.69%。由于土耳其政局

不稳、与当地供应商磨合不理想，16年下半年起迪卡侬订单逐步回流，根据意向订单量预计17年迪卡侬销售规模将恢复至1.3-1.4亿元，接近15年销售额。公司积极维护现有大客户资源，预计17年UA销售额为1.3亿元、H&M销售额约1.2亿元、Stance销售额约1亿元，保持平稳增长。此外公司提出平价策略，越南产能的释放有助于利用当地低成本优势提供高性价比产品，未来有望进入更多新客户的供应体系。

#### ◆15年开始打造自有内销品牌“健盛之家”，仍处开店摸索中

为增强盈利能力，2015.3公司设立浙江健盛之家商贸有限公司，依托自有品牌“健盛之家”发力内销零售市场，采用海澜之家类直营模式，将所有权与经营权分离，打造国民贴身内衣平价品牌。2016年新开店27家，目前共拥有28家门店，面积多为60-80平米，并借助天猫、京东、唯品会等平台进行线上销售，2016年自有品牌实现收入2394万元，同比增102.63%。

公司依托代工企业的供应链优势拓展零售市场，目前在店铺运营、品牌营销、物流配送等环节尚需探索，自有品牌业务规模较小导致亏损。公司计划大力开拓国内市场，2017年计划开店80家左右，目标收入为9000万元，实现扭亏为盈。2018年计划开店至200家，重点布局浙江省及周边二三线城市市场。我们认为目前国内贴身衣物市场行业集中度低（日本、台湾等地龙头市占率均为10%左右），内衣品牌仍有发展空间，公司主打高性价比，产品品质与国际品牌接近但定价较低，未来需解决营销、渠道等方面瓶颈，自有品牌业务放量有待跟踪。

#### ◆收购俏尔婷婷拓展无缝内衣品类，培育新的盈利增长点

2016年11月公司停牌筹划重大事项，拟作价8.7亿元收购浙江无缝内衣制造商俏尔婷婷100%股权。将以发行股份方式支付交易对价80%，以现金方式支付交易对价20%，并拟发行不超过总股本20%募资不超过1.92亿元用于支付交易对价。2017.4.29获得证监会反馈。

俏尔婷婷是国内领先的无缝贴身衣物专业制造商，为华歌尔、优衣库、H&M、耐克、迪卡侬等国际知名品牌提供产品，2016年前五大客户为日本丸红（优衣库等品牌贸易商）、以色列德尔塔（国际品牌贸易商）、迪卡侬、优衣库、上海莘威（迪卡侬子公司）等，合计销售额占比为88.04%。俏尔婷婷与客户建立了较为长期的合作关系，客户稳健增长及无缝内衣的普及推动俏尔婷婷收入增长，2015-16年实现收入3.80/4.05亿元，同增10.14%/6.62%，净利润7552/7132万元，同增-12.44%/-3.41%。俏尔婷婷2017-19年承诺净利润为6500/8000/9500万元，同增-10.89%/23.08%/18.75%。

健盛集团收购俏尔婷婷将完善生产端制造能力，拥有先进的无缝内衣生产基地，丰富产品品类，开辟新的业绩增长点。因优衣库产品结构调整、常规内衣销量下滑，俏尔婷婷2017年业绩预测同比下滑，但未来高附加值运动内衣销售将逐渐放量，俏尔婷婷的收入及盈利水平将不断提升。此外双方可在客户资源上形成协同效应，互相介绍已有的、长期合作的品牌商，促进销售增长。

#### ◆看好产能释放、客户回流及开拓带动业绩增长，俏尔婷婷并表有望增厚业绩

我们认为：1) 主业方面，公司越南及定增募投项目逐步投产，产能进入释放期，长期看全部项目达产后产能可达6.07亿双。2016年迪卡侬订单转移影响产能利用率，随着土耳其政局不稳、货币升值等导致订单回流，且公司加大新客户开发力度、与俏尔婷婷共享客户，未来销量将随产能释放快速增长。17Q1公司收入增速环比提升，表明公司接单能力快速恢复，未来收入增速有望进一步提升。2) 2016年订单减少影响产能利用率、17Q1公司成本增长较多，导致毛利率同比下滑。随着新客户开拓、产能利用率回升，且公司智能工厂投产控制成本，预计17-19年毛利率将逐步恢复至15年水平。3) 公司借助生产端优势开始拓展内销市场，依托高性价比产品向产业链下游延伸。短期内公司零售业务布局尚未实现盈利，预计对盈利能力贡献不高，但会带来费用的增加。4) 公司计划收购业内领先的无缝内衣制造商俏尔婷婷，完善生产端能力，目前收购已获证监会受理，有望于年内完成收购并表。

公司进入产能释放期，预计17-19年棉袜产能达2.4/3.5/5.6亿双，同增17.35%/45.83%/60.00%。2017年销量增长主要来源于两个方面：1) 新建产能释放，带动销量增长17.35%；2) 订单转移影响消除，产能利用率、产销率有望由16年的89.26%、85.42%回升至100%，带动销量增17.07%。同时随着订单回流、新客户订单逐渐放量，2017年毛利率将恢复，18-19年有望持平。但自有品牌拓展导致17-19年费用率仍将逐步提升，同时16年固

定资产处置收益为 3500 万元导致营业外收入较高,17 年该一次性影响消除将拉低利润增速。不考虑俏尔婷婷并表,预计 17-19 年 EPS 为 0.36/0.43/0.59 元,假设俏尔婷婷于 2017.8 并表,将分别增厚 17-19 年 EPS 0.04/0.16/0.19 元。

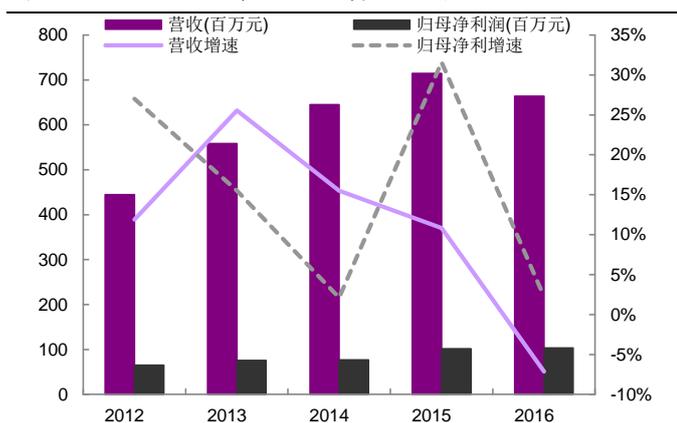
公司股价经过前期大幅调整,目前对应 17 年 PE46 倍。短期估值较高,但考虑到俏尔婷婷 17 年并表将增厚业绩,未来三年公司主业高成长,给予“增持”评级。

◆风险提示: 产能释放不达预期、新客户开拓不达预期、人民币汇率波动等。

业绩预测和估值指标

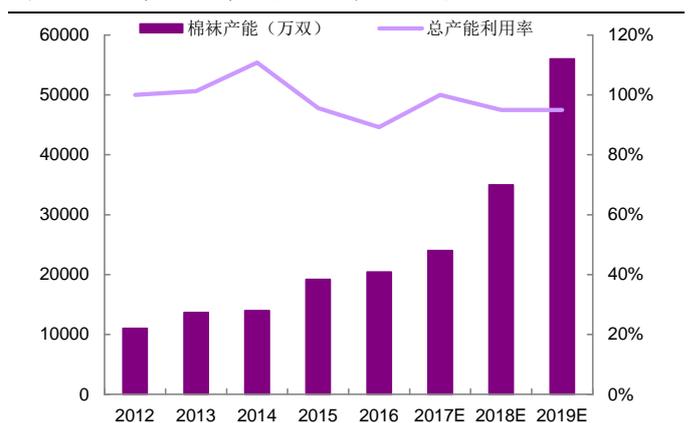
| 指标             | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 715    | 664    | 935    | 1,335  | 2,077  |
| 营业收入增长率        | 10.83% | -7.12% | 40.89% | 42.77% | 55.53% |
| 净利润(百万元)       | 101    | 104    | 132    | 158    | 218    |
| 净利润增长率         | 31.58% | 2.24%  | 27.68% | 19.51% | 37.65% |
| EPS(元)         | 0.27   | 0.28   | 0.36   | 0.43   | 0.59   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.09% | 5.63%  | 6.84%  | 7.72%  | 9.85%  |
| P/E            | 60     | 59     | 46     | 39     | 28     |
| P/B            | 8      | 3      | 3      | 3      | 3      |

图 1: 2012-2016 年公司业绩变化情况



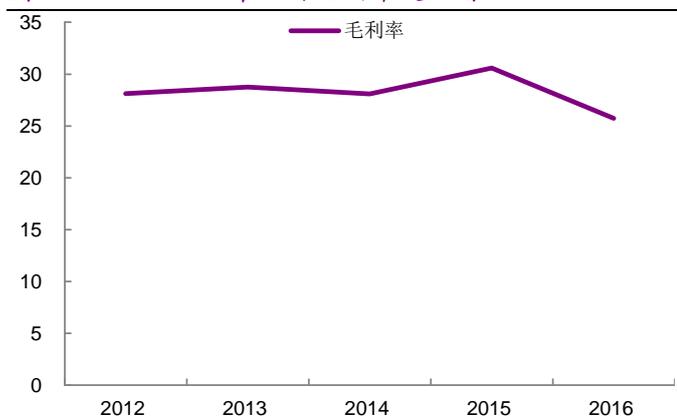
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司产能及产能利用率变化情况及预测



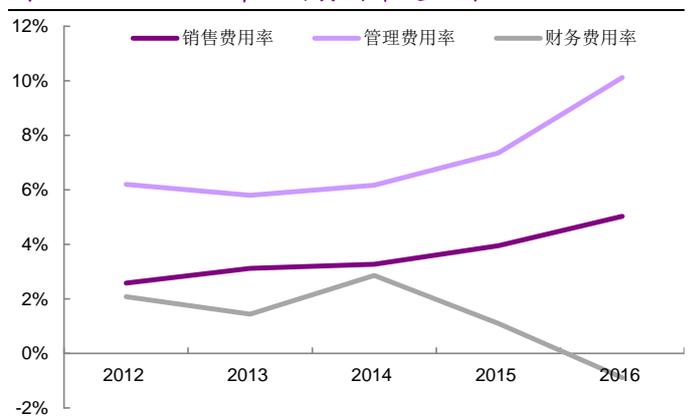
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 2012-2016 年公司毛利率变化情况

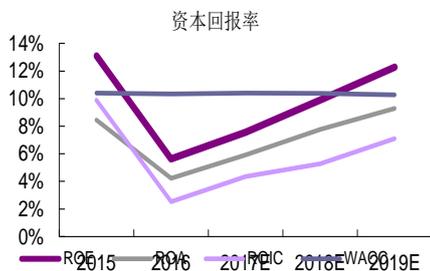
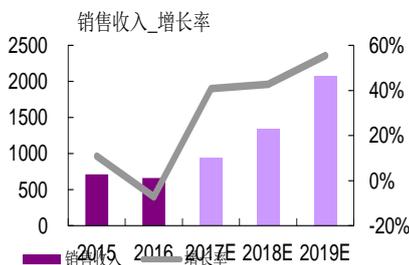
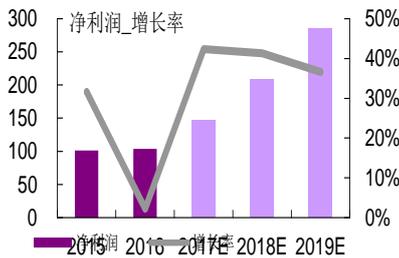
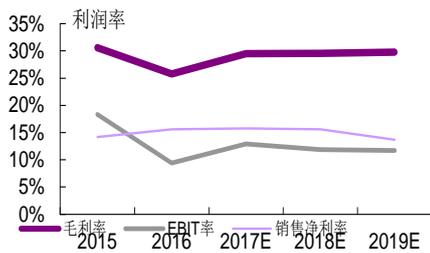


资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 2012-2016 年公司费用率变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所



| 利润表 (百万元)       | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>715</b>    | <b>664</b>    | <b>935</b>    | <b>1,335</b>  | <b>2,077</b>  |
| 营业成本            | 496           | 493           | 658           | 940           | 1,458         |
| 折旧和摊销           | 44            | 58            | 68            | 76            | 84            |
| 营业税费            | 5             | 7             | 9             | 13            | 21            |
| 销售费用            | 28            | 33            | 48            | 72            | 116           |
| 管理费用            | 53            | 67            | 95            | 138           | 224           |
| 财务费用            | 8             | -6            | 1             | 9             | 17            |
| 公允价值变动损益        | 1             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益            | 0             | 10            | 10            | 10            | 10            |
| <b>营业利润</b>     | <b>125</b>    | <b>79</b>     | <b>131</b>    | <b>169</b>    | <b>243</b>    |
| <b>利润总额</b>     | <b>133</b>    | <b>131</b>    | <b>165</b>    | <b>198</b>    | <b>272</b>    |
| 少数股东损益          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>101.36</b> | <b>103.62</b> | <b>132.30</b> | <b>158.12</b> | <b>217.65</b> |

| 资产负债表 (百万元) | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>总资产</b>  | <b>1,199</b> | <b>2,457</b> | <b>2,489</b> | <b>2,688</b> | <b>3,064</b> |
| 流动资产        | 464          | 1,353        | 1,365        | 1,525        | 1,896        |
| 货币资金        | 126          | 379          | 234          | 200          | 208          |
| 交易型金融资产     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收帐款        | 111          | 121          | 178          | 254          | 395          |
| 应收票据        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他应收款       | 34           | 32           | 47           | 67           | 104          |
| 存货          | 171          | 255          | 362          | 489          | 729          |
| 可供出售投资      | 0            | 3            | 0            | 0            | 0            |
| 持有到期金融资产    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产        | 467          | 570          | 655          | 718          | 740          |
| 无形资产        | 94           | 208          | 223          | 238          | 253          |
| <b>总负债</b>  | <b>424</b>   | <b>616</b>   | <b>554</b>   | <b>641</b>   | <b>854</b>   |
| 无息负债        | 202          | 258          | 268          | 287          | 320          |
| 有息负债        | 222          | 358          | 285          | 354          | 534          |
| <b>股东权益</b> | <b>775</b>   | <b>1,840</b> | <b>1,935</b> | <b>2,047</b> | <b>2,210</b> |
| 股本          | 300          | 371          | 371          | 371          | 371          |
| 公积金         | 197          | 1,121        | 1,134        | 1,150        | 1,172        |
| 未分配利润       | 276          | 332          | 414          | 510          | 651          |
| 少数股东权益      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |

| 现金流量表 (百万元)      | 2015        | 2016         | 2017E       | 2018E       | 2019E      |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>99</b>   | <b>66</b>    | <b>90</b>   | <b>143</b>  | <b>127</b> |
| 净利润              | 101         | 104          | 132         | 158         | 218        |
| 折旧摊销             | 44          | 58           | 68          | 76          | 84         |
| 净营运资金增加          | 33          | 648          | 160         | 62          | 190        |
| 其他               | -78         | -744         | -269        | -153        | -364       |
| <b>投资活动产生现金流</b> | <b>-306</b> | <b>-916</b>  | <b>-70</b>  | <b>-110</b> | <b>-80</b> |
| 净资本支出            | -306        | -404         | -120        | -120        | -90        |
| 长期投资变化           | 0           | 0            | 0           | 0           | 0          |
| 其他资产变化           | 0           | -511         | 50          | 10          | 10         |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>224</b>  | <b>1,008</b> | <b>-165</b> | <b>-67</b>  | <b>-40</b> |
| 股本变化             | 240         | 71           | 0           | 0           | 0          |
| 债务净变化            | -81         | 137          | -73         | 69          | 180        |
| 无息负债变化           | 68          | 56           | 10          | 19          | 33         |
| <b>净现金流</b>      | <b>15</b>   | <b>186</b>   | <b>-145</b> | <b>-34</b>  | <b>7</b>   |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                         | 2015   | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |        |         |        |        |        |
| 收入增长率                        | 10.83% | -7.12%  | 40.89% | 42.77% | 55.53% |
| 净利润增长率                       | 31.58% | 2.24%   | 27.68% | 19.51% | 37.65% |
| EBITDA/EBITDA 增长率            | 14.20% | -31.12% | 57.44% | 28.77% | 36.55% |
| EBIT/EBIT 增长率                | 13.61% | -52.50% | 95.80% | 37.49% | 48.79% |
| <b>估值指标</b>                  |        |         |        |        |        |
| PE                           | 60     | 59      | 46     | 39     | 28     |
| PB                           | 8      | 3       | 3      | 3      | 3      |
| EV/EBITDA                    | 30     | 52      | 34     | 27     | 20     |
| EV/EBIT                      | 40     | 100     | 53     | 39     | 27     |
| EV/NOPLAT                    | 52     | 127     | 66     | 48     | 33     |
| EV/Sales                     | 7      | 9       | 7      | 5      | 3      |
| EV/IC                        | 5      | 3       | 3      | 3      | 2      |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |        |         |        |        |        |
| 毛利率                          | 30.60% | 25.75%  | 29.64% | 29.57% | 29.78% |
| EBITDA 率                     | 24.47% | 18.15%  | 20.28% | 18.29% | 16.06% |
| EBIT 率                       | 18.36% | 9.39%   | 13.05% | 12.57% | 12.02% |
| 税前净利润率                       | 18.62% | 19.80%  | 17.68% | 14.80% | 13.10% |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 14.18% | 15.61%  | 14.15% | 11.84% | 10.48% |
| ROA                          | 8.46%  | 4.22%   | 5.32%  | 5.88%  | 7.10%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 13.09% | 5.63%   | 6.84%  | 7.72%  | 9.85%  |
| 经营性 ROIC                     | 9.89%  | 2.53%   | 4.40%  | 5.59%  | 7.28%  |
| <b>偿债能力</b>                  |        |         |        |        |        |
| 流动比率                         | 1.11   | 2.54    | 2.61   | 2.21   | 1.80   |
| 速动比率                         | 0.70   | 2.06    | 1.91   | 1.50   | 1.11   |
| 归属母公司权益/有息债务                 | 3.49   | 5.14    | 6.79   | 5.79   | 4.14   |
| 有形资产/有息债务                    | 4.96   | 6.25    | 7.89   | 6.89   | 5.25   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |        |         |        |        |        |
| EPS                          | 0.27   | 0.28    | 0.36   | 0.43   | 0.59   |
| 每股红利                         | 0.08   | 0.10    | 0.12   | 0.15   | 0.21   |
| 每股经营现金流                      | 0.27   | 0.18    | 0.24   | 0.39   | 0.34   |
| 每股自由现金流(FCFF)                | -0.52  | -2.55   | -0.30  | 0.09   | 0.03   |
| 每股净资产                        | 2.09   | 4.97    | 5.22   | 5.53   | 5.96   |
| 每股销售收入                       | 1.93   | 1.79    | 2.52   | 3.60   | 5.61   |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名  | 办公电话          | 手机                      | 电子邮件                    |                        |
|--------|-----|---------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| 上海     | 陈蓉  | 021-22169086  | 13801605631             | chenrong@ebsecn.com     |                        |
|        | 濮维娜 | 021-62158036  | 13611990668             | puwn@ebsecn.com         |                        |
|        | 胡超  | 021-22167056  | 13761102952             | huchao6@ebsecn.com      |                        |
|        | 周薇薇 | 021-22169087  | 13671735383             | zhouww1@ebsecn.com      |                        |
|        | 李强  | 021-22169131  | 18621590998             | liqiang88@ebsecn.com    |                        |
|        | 罗德锦 | 021-22169146  | 13661875949/13609618940 | luodj@ebsecn.com        |                        |
|        | 张弓  | 021-22169083  | 13918550549             | zhanggong@ebsecn.com    |                        |
|        | 黄素青 | 021-22169130  | 13162521110             | huangsuqing@ebsecn.com  |                        |
|        | 邢可  | 021-22167108  | 15618296961             | xingk@ebsecn.com        |                        |
|        | 陈晨  | 021-22169150  | 15000608292             | chenchen66@ebsecn.com   |                        |
|        | 王昕宇 | 021-22167233  | 15216717824             | wangxinyu@ebsecn.com    |                        |
|        | 北京  | 郝辉            | 010-58452028            | 13511017986             | haohui@ebsecn.com      |
|        |     | 梁晨            | 010-58452025            | 13901184256             | liangchen@ebsecn.com   |
|        |     | 郭晓远           | 010-58452029            | 15120072716             | guoxiaoyuan@ebsecn.com |
| 王曦     |     | 010-58452036  | 18610717900             | wangxi@ebsecn.com       |                        |
| 关明雨    |     | 010-58452037  | 18516227399             | guanmy@ebsecn.com       |                        |
| 张彦斌    |     | 010-58452026  | 15135130865             | zhangyanbin@ebsecn.com  |                        |
| 深圳     | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340             | lix1@ebsecn.com         |                        |
|        | 李潇  | 0755-83559378 | 13631517757             | lixiao1@ebsecn.com      |                        |
|        | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855             | zhangyx@ebsecn.com      |                        |
|        | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603             | wangyuanfeng@ebsecn.com |                        |
|        | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561             | zhangjingwen@ebsecn.com |                        |
| 国际业务   | 牟俊宇 | 0755-83552459 | 13827421872             | moujy@ebsecn.com        |                        |
|        | 陶奕  | 021-22167107  | 18018609199             | taoyi@ebsecn.com        |                        |
|        | 威德文 | 021-22167111  | 18101889111             | qidw@ebsecn.com         |                        |
|        | 金英光 | 021-22169085  | 13311088991             | jinyg@ebsecn.com        |                        |
|        | 傅裕  | 021-22169092  | 13564655558             | fuyu@ebsecn.com         |                        |