

2018年12月27日

证券研究报告·公司研究报告

健盛集团 (603558) 纺织服装

买入 (首次)

当前价: 10.76 元

目标价: 13.40 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

袜业和无缝内衣领军者，海外产能扩充助成长

投资要点

- **袜业和无缝内衣龙头企业，业绩稳健增长。** 公司是国内袜业和无缝内衣行业龙头企业，业务以代工出口为主，拥有优质且稳定的下游客户（迪卡侬、优衣库、安德玛和 Puma 等）和国内外产能布局。2018 年前三季度，公司实现营收 11.44 亿元 (+50.4%)，归母净利润 1.74 亿元 (+63.7%)，扣除并表影响，实现营收 7.81 亿元 (+6.9%)，归母净利润 0.75 亿元 (+49.0%)。
- **袜业出口竞争加剧，袜业龙头可以凭借中高端产品提升集中度。** 中国是袜品出口第一大国，近年来出口金额相对平稳，但由于国内大多数企业定位低端市场，利润空间不断压缩。同时，随着人均消费能力的提升，居民对于高品质产品追求提升，中高端产品有望成为未来发展方向。具有技术和管理优势，注重中高档产品生产的行业龙头具备更大利润空间，有望实现强者恒强。
- **无缝针织技术在内衣和运动领域进一步扩展，我国是无缝内衣主要生产基地之一，行业集中度有待提升。** 由于无缝针织技术具有耗损小和生产效率高等优点，无缝针织技术的应用领域已经从传统内衣逐步延伸至运动领域。我们预计内衣行业未来 3 年的增速有望达到 8%，而无缝产品占内衣的比例会有望提升至 15%。
- **供给需求齐发力，持续创新保增长。** 1) 延伸上游产业链，提升生产效率和成本转嫁能力。公司在江山和越南拥有氨纶包覆纱、染色和原辅料等上游生产产能，产业链的延伸也有利于确保公司生产流程的一贯性，保证交期；公司的客户在袜子品类具有更高的加价倍率，相对更能接受成本转嫁。2) 顺应客户需求转移，国内产能相对稳定，越南产能稳步拓展。越南新投资年产 1800 万件的无缝针织工厂和 9000 万双中高档棉袜清化工厂两个项目，预计未来 2 年产能增速为 15%-20%。3) 利用多样化服务强化核心客户关系，不断拓展新客户。公司通过为重要客户单独设厂和在客户公司所在地建立专门的研发销售子公司，提高现有客户的稳定性。俏尔婷婷的加入，有利于健盛开拓日本市场，健盛也可以帮助俏尔婷婷开拓运动类资源。此外，俏尔婷婷与健盛有许多共同客户，有利于公司提高自身产品在客户采购量中的渗透率，从而增强下游客户粘性。4) 持续产品创新保增长。由于无缝服装的技术要求高，公司在收购俏尔后，加强了研发投入。不仅仅通过校企合作做研发，同时也会通过和客户合作研发模式开拓更多新产品和技术，确保客户粘性和增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.49 元、0.61 元、0.74 元，对应 PE 为 22 倍、18 倍和 15 倍。考虑到公司作为国内袜业龙头后续产能快速扩充，给予公司 2019 年 22 倍估值，对应目标价 13.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 产能扩张不及预期风险；客户订单波动风险；汇率波动风险；海外企业经营风险。

西南证券研究发展中心

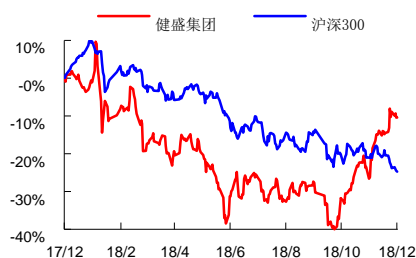
分析师：沈雯琪

执业证号：S1250518010002

电话：021-58351995

邮箱：swq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.16
流通 A 股(亿股)	3.08
52 周内股价区间(元)	7.21-13.48
总市值(亿元)	44.80
总资产(亿元)	35.00
每股净资产(元)	6.98

相关研究

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1138.01	1588.75	2000.17	2396.39
增长率	71.44%	39.61%	25.90%	19.81%
归属母公司净利润(百万元)	131.51	203.32	255.46	307.61
增长率	26.91%	54.61%	25.65%	20.41%
每股收益 EPS(元)	0.32	0.49	0.61	0.74
净资产收益率 ROE	4.74%	6.85%	8.02%	8.94%
PE	34	22	18	15
PB	1.63	1.53	1.42	1.32

数据来源：Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 袜业和无缝内衣龙头企业，业绩稳健增长	1
1.1 国内袜业龙头企业，收入净利稳定增长	1
1.2 客户优质稳定，兼顾布局国内外产能	3
1.3 公司股权结构清晰，员工持股计划彰显未来发展信心	4
2 袜业和无缝内衣行业有发展空间，集中度有望提升	5
2.1 袜业：行业集中度低，高品质产品未来发展空间大	5
2.2 无缝内衣：内衣行业新宠，有望拓展到运动领域	9
3 产能扩张叠加产业链延伸，助力成长	15
3.1 生产端：延伸上游产业链，提升生产效率	15
3.2 供给端：新增越南产能投资，成本有望降低	16
3.3 需求端：不断拓展新客户，降低订单流失风险	19
3.4 长期发展：持续产品创新保增长	24
4 财务分析	27
4.1 公司盈利能力处于行业中游，研发费用逐年增加	27
4.2 公司运营能力一般，需要加强存货和下游客户管理	29
4.3 偿债能力：流动资金充足，长期债务占比下降，无偿债风险	30
5 盈利预测与估值	31
6 风险提示	32

图 目 录

图 1: 公司市值位于行业中游 (亿元)	1
图 2: 公司的收入体量在内衣袜业中排名第二 (亿元)	1
图 3: 公司近年来收入增长较快	2
图 4: 公司净利润增长略有起伏	2
图 5: 公司毛利率、净利率较稳定	2
图 6: 公司境内销售毛利率高于境外毛利率	2
图 7: 公司主营业务为袜品	2
图 8: 公司主要营业收入来自海外	2
图 9: 公司主要客户	3
图 10: 公司美洲地区收入近两年增长迅速	3
图 11: 公司产能向越南转移 (单位: 万双)	4
图 12: 自营收入近年来下滑明显	4
图 13: 公司三大工厂规划建设历程	4
图 14: 公司前十大股东持股情况	5
图 15: 公司与控股股东之间的产权及控制关系	5
图 16: 全球袜业贸易情况	6
图 17: 2015 年, 中国是袜子主要出口国	6
图 18: 我国袜品出口规模不断增加	6
图 19: 我国袜品出口单价不断降低 (单位: 美元/双)	6
图 20: 2015 年欧洲、美国、日本、中国袜子销售规模对比	8
图 21: 发达国家人均袜子消费几乎是中国的两倍	8
图 22: 我国袜业出口量占总产量越来越少	8
图 23: 2010 年全球袜子销售额区域分布	8
图 24: 内衣行业品类细分	11
图 25: 俏尔的无缝内衣产品	11
图 26: 全球内衣市场规模	11
图 27: 美国内衣及女士内衣市场规模	11
图 28: 中国内衣市场规模	12
图 29: 贴身衣物各国人均消费支出 (美元/人)	12
图 30: 中国人均内衣消费支出不断攀升	12
图 31: 中国人购买内衣频次增多	12
图 32: 2016 年以来棒杰股份无缝业务产能扩张慢	14
图 33: 2017 年全球无缝服装生产商毛利率对比	14
图 34: 无缝内衣织造流程	15
图 35: 健盛袜子织造流程	15
图 36: 涤纶、锦纶和棉纱价格自 16 年以来略有上涨	16
图 37: 公司棉袜直接材料费用率 16 年以来略有上涨	16
图 38: 2017 年公司各地产能情况 (单位: 万双)	18
图 39: 公司税负支出逐渐减少	18

图 40: 维珍妮、棒杰和健盛前 5 大客户占比变化	20
图 41: 2014 年健盛销售量/销售额占其客户采购量的比例	20
图 42: 维珍妮关注美国市场, 健盛关注欧洲市场	21
图 43: 俏尔婷婷目前运动内衣产量占比较小	22
图 44: 俏尔婷婷前 5 大客户销售额占比高	22
图 45: 俏尔外销高于内销	22
图 46: 维珍妮客户分布	22
图 47: 与都市丽人合作协议框架内容	23
图 48: 境内毛利率高于境外毛利率	24
图 49: 各大内衣品牌存货周转天数对比 (单位: 天)	24
图 50: 都市丽人营收逐年增加	24
图 51: 都市丽人近年来对自营业务渠道开展做出调整	24
图 52: 健盛研发投入上升明显	25
图 53: 维珍妮 IDM 生产流程	26
图 54: 2016 年来公司营收起伏最大	27
图 55: 公司近年来扣除非经常性损益净利润增速快	27
图 56: 公司 2017 年毛利率属于行业中上游	28
图 57: 公司 2017 年净利率属于行业中上游	28
图 58: 公司毛利率、净利率较稳定	28
图 59: 公司境内销售毛利率高于境外毛利率	28
图 60: 公司 2017 年销售费用率较高	28
图 61: 公司 2017 年管理费用率第二	28
图 62: 公司 2017 年研发费用率位于行业下游	29
图 63: 公司研发费用与管理费用逐年增加	29
图 64: 公司营运能力近年表现 (单位: 天)	29
图 65: 公司存货管理欠佳 (单位: 天)	30
图 66: 公司应收账款周转欠佳 (单位: 天)	30
图 67: 公司 2017 年流动比率	30
图 68: 公司 2017 年资产负债率最低	30
图 69: 公司近年来偿债能力不断上升	31
图 70: 公司经营活动现金流逐年上升	31

表 目 录

表 1: 国际上重要的袜品生产公司大部分位于土耳其和中国	7
表 2: 国内袜业生产商供应品牌分类	9
表 3: 无缝内衣织造与传统纺织技术对比	10
表 4: 全球无缝内衣生产商设备数	13
表 5: 海外成本更低	17
表 6: 各国对越南产品进口关税低于中国 (指标名称为 AHS Simple Average (%):有效实行的简单平均关税)	17
表 7: 我国纺织龙头企业早已实现海外布局	18
表 8: 健盛和维珍妮越南产能对比	19
表 9: 健盛、俏尔婷婷、维珍妮、棒杰客户一览	21
表 10: 健盛集团+俏尔婷婷共 18 项专利一览	24
表 11: 分业务收入及毛利率	31
表 12: 可比公司估值	32
附表: 财务预测与估值	33

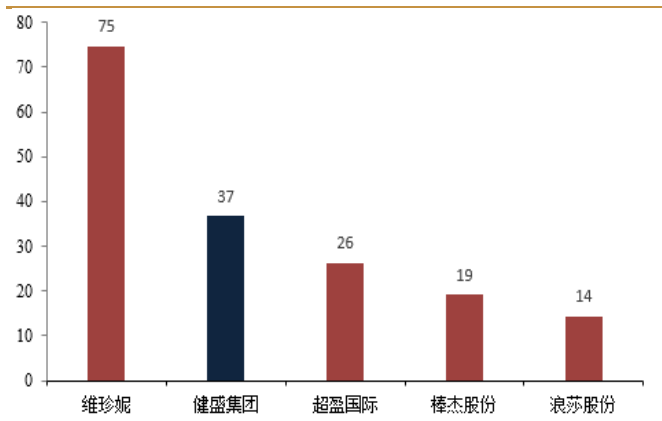
1 袜业和无缝内衣龙头企业，业绩稳健增长

1.1 国内袜业龙头企业，收入净利稳定增长

健盛集团是国内袜品、内衣纺织制造龙头，主要从事生产、出口高品质男袜、女袜、童袜、连裤袜和运动袜。其旗下包括 2016 年创立的自营贴身衣物品牌 JASAN HOME，2017 年收购的全球第三大无缝内衣生产商俏尔婷婷。其主要客户包括阿迪达斯、耐克、安德玛、无印良品等优质服装供应商，其产品 90% 以上销往欧洲，日本和北美。其目前国内和海外产能布局清晰，占比接近 40% 的越南产能，将在集团未来几年的海外市场保障上发挥重要作用。

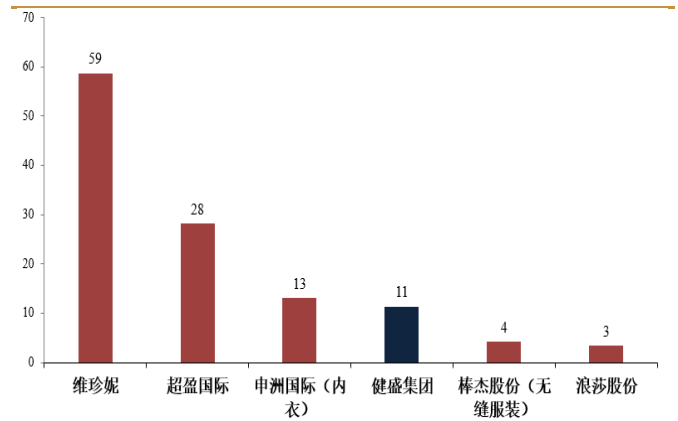
公司成立于 2010 年 9 月，2015 年 1 月上市，目前市值位于纺织行业中游偏下。其主要营业收入 81.5% 来自袜品，2015 年起，公司开始经营贴身内衣业务，2017 年并购俏尔婷婷（国内无缝贴身衣物生产龙头企业），2017 年，公司主营业务中的 16.6% 来自俏尔婷婷生产的无缝内衣，剩下的 1.9% 为居家服饰。公司的收入主要来自于海外，2017 年境内客户实现营收仅占 17.9%，剩下的海外收入，42.8% 来自欧洲，18.8% 来自日本，9.3% 来自美洲。公司近年来营收增长稳定，特别是最近两年，随着越南产能逐渐释放，其营收增速保持在 50% 以上。其中，2016 年，由于土耳其货币汇率下降，其主要客户迪卡侬的大量订单流向土耳其供应商，其营业收入大受影响，但公司及时调整战略，同年新增客户 UA，Stance 等北美客户，正式拓展美洲市场。2018 年前三季度公司实现营收 11.4 亿元（同比+50%），净利润 1.7 亿元（同比+64%），扣除俏尔婷婷并表因素影响，公司实现营收 7.8 亿元（同比+6.9%），净利润 0.8 亿元（同比+49.0%）。

图 1：公司市值位于行业中游（亿元）



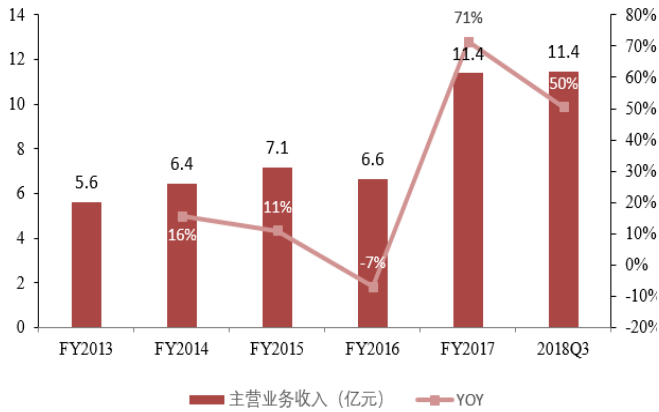
数据来源：Wind，西南证券整理，超盈单位为亿港元

图 2：公司的收入体量在内衣袜业中排名第二（亿元）



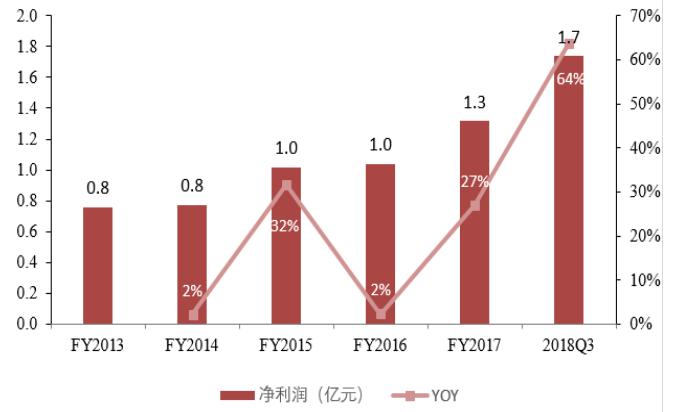
数据来源：Wind，西南证券整理，超盈、申洲、维珍妮单位为亿港元

图 3: 公司近年来收入增长较快



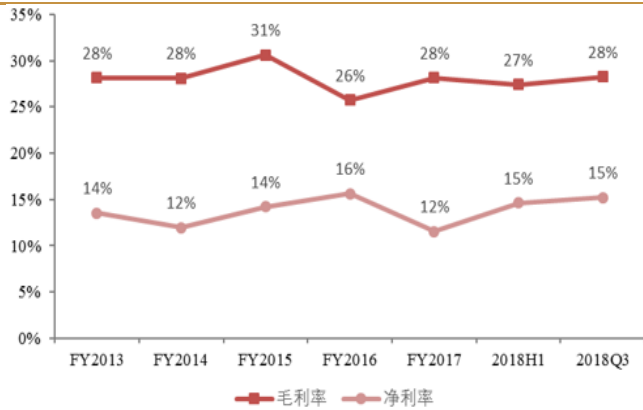
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司净利润增长略有起伏



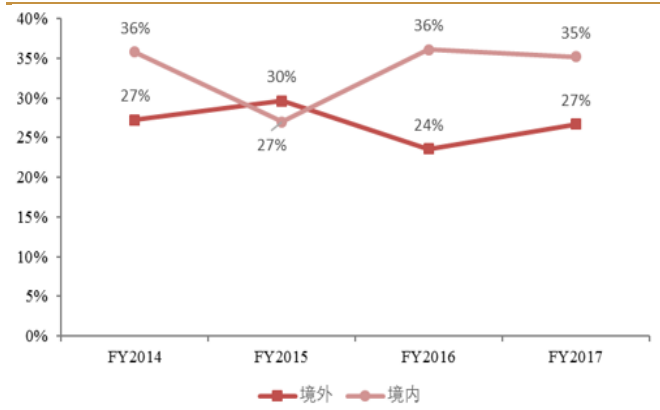
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司毛利率、净利率较稳定



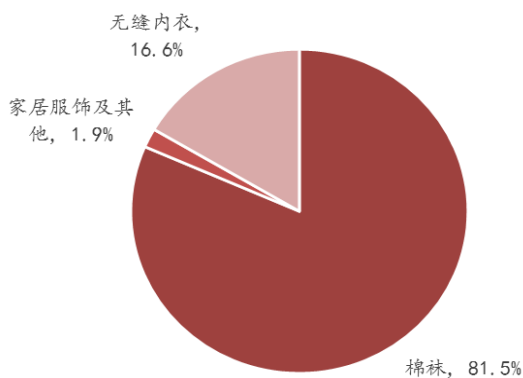
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司境内销售毛利率高于境外毛利率



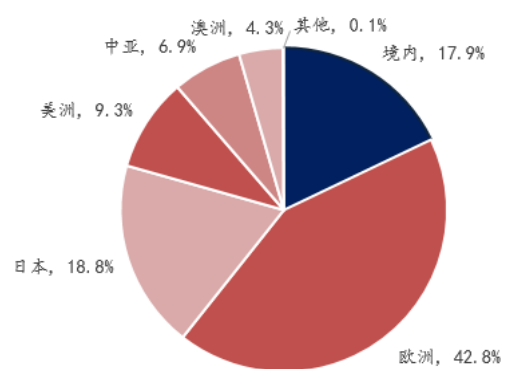
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 公司主营业务为袜品



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司主要营业收入来自海外



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 客户优质稳定，兼顾布局国内外产能

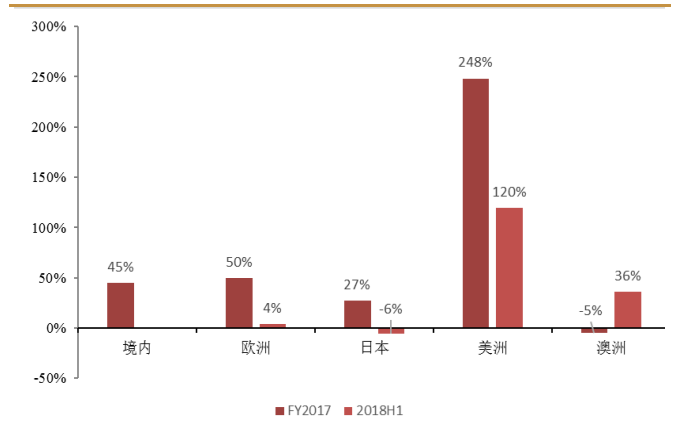
客户情况：公司主要以 ODM 和 OEM 的形式向下游客户提供袜业、内衣代工服务。其主要客户包括运动品牌 PUMA, ADIDAS, UA, Fila, New Balance; 休闲服饰品牌 Levi's, 优衣库, 无印良品, Lee; 以及行政服饰 polo club, Bonds, 花花公子等。目前, 公司前六大核心客户为澳大利亚最大纺服公司太平洋, 基本第一大袜业销售企业冈本 (代理优衣库品牌), H&M, 全球最大体育用品销售商迪卡侬, 欧洲专业棉袜采购商道步 (代理 Puma 品牌) 以及美国运动品牌 UA。2017 年, 公司通过收购俏尔婷婷, 带来 SPANX, 华歌尔等内衣品牌公司, 其共同客户优衣库, 迪卡侬等有利于其整合客户资源, 提高下游议价能力。2018 年, 为分散下游风险, 公司进一步拓展客户阿迪达斯和 Nike。

图 9：公司主要客户



数据来源：公司官网，西南证券整理

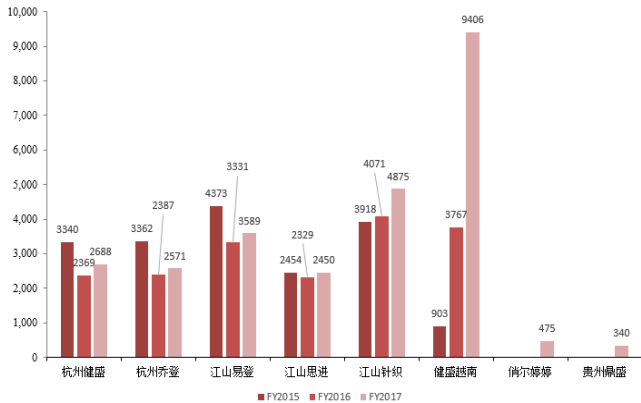
图 10：公司美洲地区收入近两年增长迅速



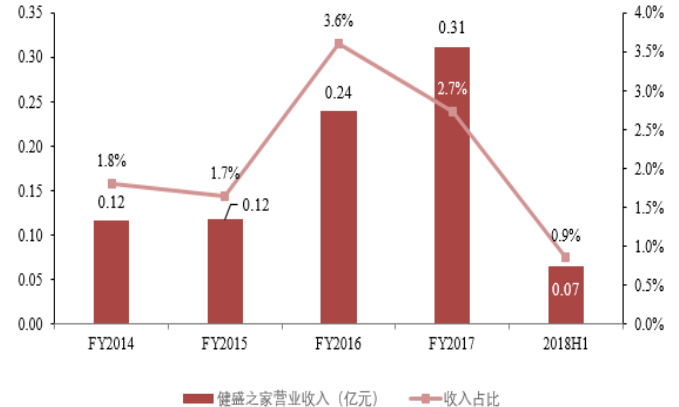
数据来源：公司公告，西南证券整理

开展自营：除 ODM 和 OEM 经营模式外, 公司也开展 OBM 经营模式, 2013 年起发展自营品牌健盛之家, 利用线上天猫门店和线下实体店开展业务。近年来, 健盛之家对公司营收贡献保持在 2% 左右, 实现了不错的收益, 但 2018 上半年仅实现 650 万元, 占营业总收入 0.9%, 呈现显著的下滑趋势。

产能布局：上游产业链延伸布局, 国内外产能均衡布局。棉袜、无缝内衣的生产完全是直接利用纱线开始针织, 而不是先生产面料, 再进行纺织。为保证生产周期, 加快对订单的反应速度, 公司配套建有氨纶包覆线、染色、原辅料品生产工厂, 同时配备了刺绣、点塑、辅饰等生产工序, 从而保证了生产过程中的独立创新能力和对产品的控制能力。因而公司在原材料上只需向上游采购白纱、锦纶等, 后续加工生产完全由公司自己完成, 有效实现了对上游的产业链延伸。

图 11: 公司产能向越南转移 (单位: 万双)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 自营收入近年来下滑明显


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司目前建有杭州健盛、江山易登、江山思进、杭州乔登、江山针织五个生产基地, 公司 13 年开始布局越南工厂, 现有健盛越南海防工厂、氨纶橡筋厂和健盛染色厂。目前, 公司国内总产能有 1.6-1.7 亿双, 杭州有 4-5 千万双的产能, 江山约 1.2 亿双; 越南约 1.1 亿双。在产能设计规划上, 公司按不同客户需求进行分工: 杭州工厂主要面向日本客户; 江山工厂主要面向欧洲及大洋洲客户, 其中, 江山针织还进行辅料生产, 供其它生产基地使用; 越南工厂主要面对北美市场, 降低生产成本和贸易摩擦风险。

图 13: 公司三大工厂规划建设历程


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

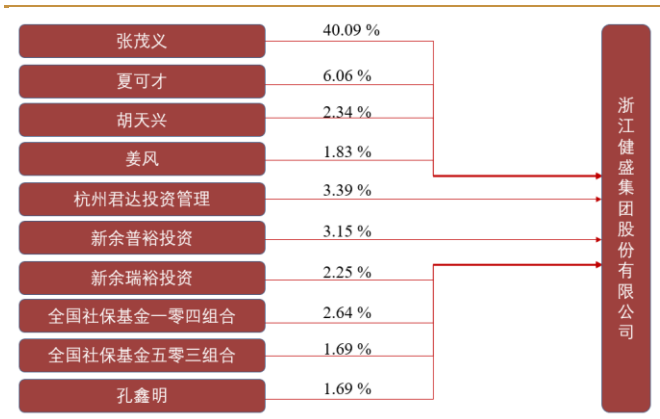
1.3 公司股权结构清晰, 员工持股计划彰显未来发展信心

公司股权结构稳定, 2017 年末, 董事长兼总经理张茂义持股 40.1%, 俏尔婷婷原股东夏可才 6.1%, 公司其余管理层包括董事、财务总监胡天兴(2.3%)、副总经理、董事姜风(1.8%)均持有公司股份, 公司管理层共持股 50.3%, 持股管理层在公司工作时间都高于五年。前十

大股东里机构投资者包括杭州君达 (3.4%)、新余普裕 (3.2%)、上海晨灿 (1.7%) 等，全国社保也一直是前十大股东的重要组成部分 (4.3%)。

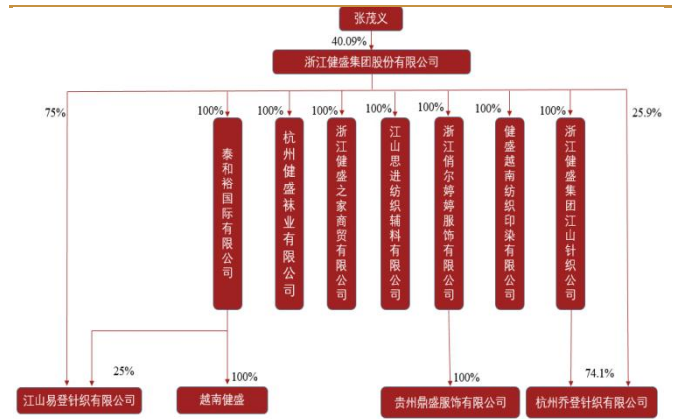
董事长兼总经理张茂义是公司的创立者。上世纪八十年代，张茂义被分配到江山计经委工作。1992 年，任计经委下属的工业供销公司经理，在那里，浙江健盛集团股份有限公司的前身——浙江健盛袜业有限公司诞生了。1997 年，为扭亏为盈，张茂义出资 110 万元购买公司，全面转变经营策略从内销走向外贸。

图 14: 公司前十大股东持股情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 公司与控股股东之间的产权及控制关系



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2018 年 11 月 13 日，公司发布股份回购预案，公司认为其股价目前被低估，本次回购股份用于员工持股激励计划，同时增强投资者信心。回购规模在 1.5 亿元到 3 亿元之间，回购价格不超过人民币 13 元/股。以回购规模上限 3 亿元，回购价格上限 13 元计，回购股份数量为 2307.7 万股，约占公司总股本的 5.5%。截至 2018 年 12 月 24 日，公司通过集中竞价方式累计回购公司股份数量为 466.1 万股，占公司目前总股本的比例为 1.2%，成交的最高价为 11.1 元/股，成交的最低价为 10.2 元/股，累计支付的资金总额为 50,120,905.08 元 (含印花税、佣金等交易费用)。随着公司产能扩张井然有序地进行，公司利润率不断上升，公司打出的股份回购+员工持股计划的组合拳将会对市场发挥积极的引导作用。

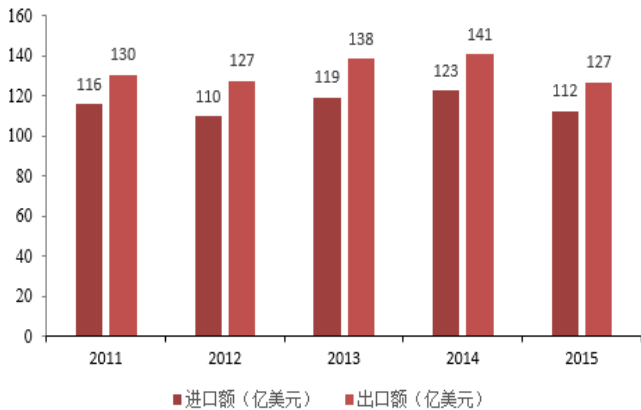
2 袜业和无缝内衣行业有发展空间，集中度有望提升

2.1 袜业：行业集中度低，高品质产品未来发展空间大

袜品出口第一大国，竞争激烈，产业转移趋势明显

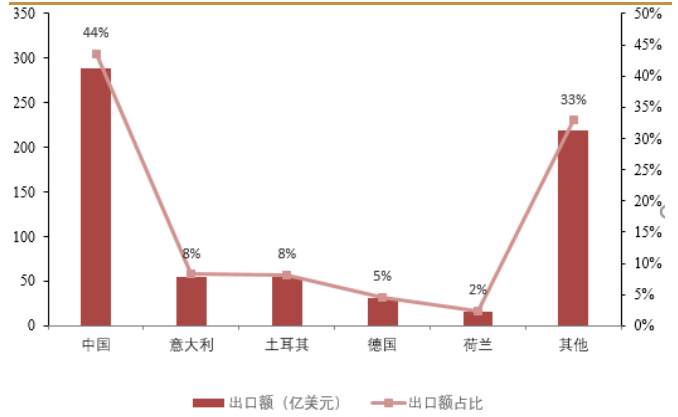
发达国家是主要进口市场，中国为主要出口国。据 Persistence 统计，2017 年，全球袜子市场超过 200 亿美元，预计 2017-2025 年袜子产业的年复合增长率将会达到 6.2%，到 2025 年达到 350 亿美元的水平。从进口上来看，美国是世界上袜品进口第一大国，每年约进口 22 亿美元，其中 40% 以上来自中国；而德国以每年 10.2 亿美元排名第二；日本以 10 亿美元排名第三，其中 80% 的进口都来自中国。从出口上看，2015 年，中国是袜子出口第一大国，占全球袜子出口总额的 43.6%，而凭借先进技术为代表的意大利位列第二，占到了 8.3%，欧亚制造业中心土耳其位列第三，占 8.2%。

图 16: 全球袜业贸易情况



数据来源: 联合数据统计中心, 西南证券整理

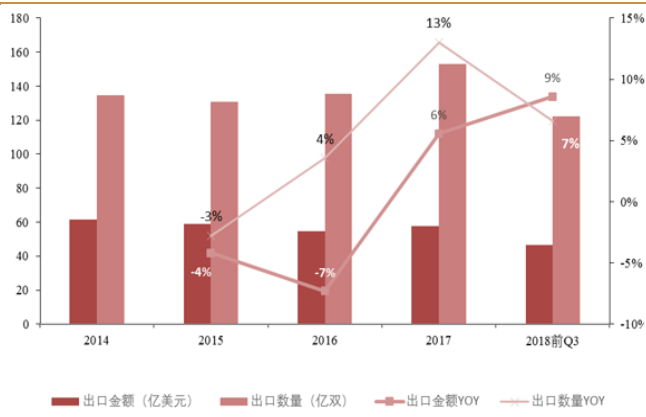
图 17: 2015 年, 中国是袜子主要出口国



数据来源: 联合数据统计中心, 西南证券整理

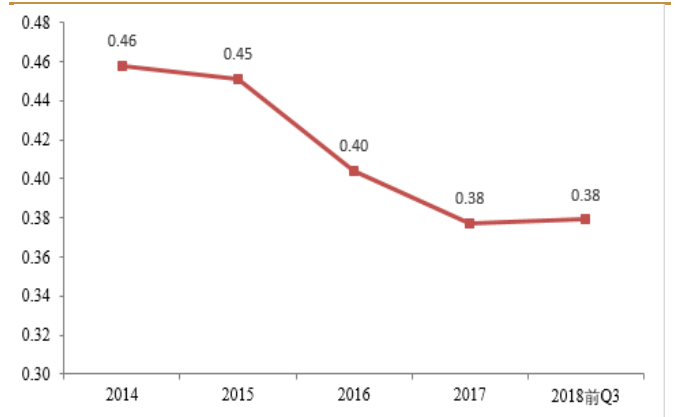
出口规模相对稳定, 利润空间不断压缩。过往几年, 我国袜品出口规模相对稳定, 15-16 年受土耳其货币贬值影响, 中国袜业出口金额和出口数量有所下滑, 但由于土耳其的政局不够稳定, 有些客户又将订单转回中国, 因此 2017 年的袜品出口量和金额又出现了明显回升。但从价格上看, 我国袜品的出口单价不断降低, 另一方面, 我国劳动力生产成本又在不断提高, 这意味着袜子生产企业的利润空间一直会被压缩, 单纯以低价格方式的竞争模式将会面临更加残酷的竞争考验, 实现产业结构升级, 提升棉袜制造的附加值, 是未来我国棉袜制造业在国际上保持竞争力的唯一方式。

图 18: 我国袜品出口规模不断增加



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 我国袜品出口单价不断降低 (单位: 美元/双)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

三大袜品制造中心 (意大利、土耳其和中国) 各有优劣, 产业转移趋势明显。袜业的产业转移同所有代加工业一样, 从上世纪中叶的欧美, 到上世纪末转移到韩国、日本、台湾等亚洲国家, 再到如今的中国大陆, 而未来的趋势是向劳动力成本更低的东南亚, 特别是越南、泰国、老挝等国家转移。目前, 以中国为代表的亚洲制造中心的优势是廉价劳动力资源。以土耳其为代表的制造中心的优势是濒临欧洲的地理位置, 是欧洲品牌商的临时性紧急订单的制造中心, 但由于土耳其政治环境不稳定, 因而其客户资源波动也较大。以意大利为代表的欧洲制造中心的优势是历史悠久, 技术先进, 尽管人工成本高, 但欧洲企业的现代化技术大大降低了生产成本, 在高端棉袜生产上有很强的竞争力。意大利生产的棉袜定价一般在 10 美元以上, 而中国和土耳其生产的袜品出口价格相差不大。

土耳其的袜子生产厂主要集中在伊斯坦布尔，伊斯坦布尔拥有大约有 85% 的工厂。整个土耳其有 300 多家袜子厂，拥有中等和大规模的生产能力。此外，还有许多为国内市场生产的小型车间。据估计，土耳其每年生产 22 亿双袜子和 3 亿件裤袜，据土耳其统计局记录，2016 年，土耳其袜子出口额达 10.4 亿美元（同年，中国出口 54.7 亿元），2017 年 1-10 月，土耳其袜子出口总额为 8.6 亿美元（中国同期出口总额 47.8 亿元），2018H1，土耳其出口同比增长了 9.8%。土耳其袜子公司主要的出口目标是欧洲市场。2016 年，英国是土耳其的第一大袜子出口国，总额是 2.5 亿美元，占 24.3% 的份额。其次是德国 (21.6%)，出口总额为 2.2 亿美元。法国 (10.7%) 是第三名，1.1 亿美元。此外，土耳其也在积极的拓展美国市场，预计到 2020 年，土耳其向美国市场出口的袜子总价值有望达到 1 亿美元。土耳其最大的袜子生产商 Gelal Socks，定位中高端棉袜，也是健盛的主要竞争对手，公司占地面积 3.3 万平方米，拥有员工约 1,400 人，年生产袜量为 7500 万双。

表 1：国际上重要的袜品生产公司大部分位于土耳其和中国

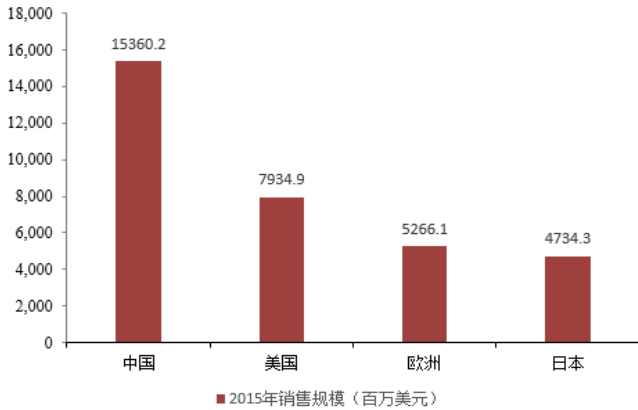
公司名称	国别	出口量/销售额	出口/销售方向	优势
Karatas Socks	土耳其	月产量 2,100,000 双	90% 出口	毗邻欧洲
Penti Corap	土耳其	2016 年净营收 55 百万美元	欧洲	毗邻欧洲
Beks Corap	土耳其	2016 年净营收 51 百万美元	欧洲	毗邻欧洲
Altin Iplik Corap	土耳其	2016 年净营收 41 百万美元	欧洲	毗邻欧洲
Bony Corap	土耳其	2016 年净营收 40 百万美元	欧洲	毗邻欧洲
NEMARS.P.A.	意大利	2010 年年销售额为 1550 万欧元	欧洲	研发能力强，设备先进
北京快鹿织造	日资	2013 年出口量近 3000 万双	日本	日本独资，质量把控严格
烟台厚木华润	中日联营	2013 年出口量为 2200 万双	日本	中日联营，合作优势
浙江梦娜	中国	2013 年出口量 1 亿双	中国/北美/欧洲	生产成本低，生产能力强
健盛集团	中国	2013 年棉袜产量 1.4 亿双	日本/欧洲/北美/澳洲	生产工艺先进，生产能力强

数据来源：中国产业信息网，KnittingIndustry，西南证券整理

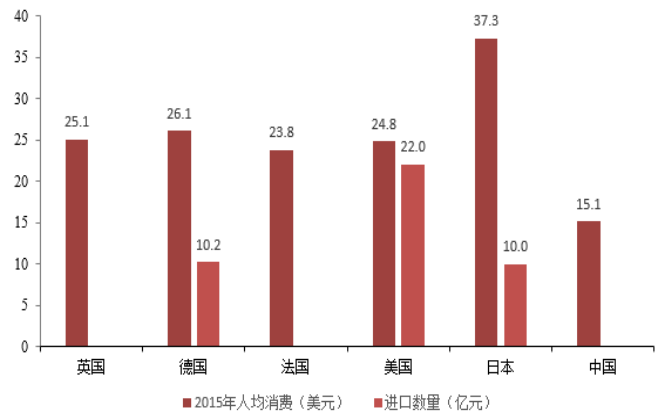
不同于中国和土耳其主要集中于中低端的袜子销售，意大利的袜子企业定位中高端市场，出口主要是欧洲的克罗地亚、法国、德国、英国等。一双棉袜的定价在 10 美元以上。除此之外，意大利出口的袜机全球闻名。例如，18 年上半年，意大利领先的袜机制造商 Lonati 和 Busi，提供的自动合趾机成为各家袜子厂家争相采购的热点。在中国，已经有 9000 多台装有自动合趾装置的袜子机。而土耳其有 1330 台意大利的自动合趾机。

内需市场有待开拓，行业集中度具备提升空间

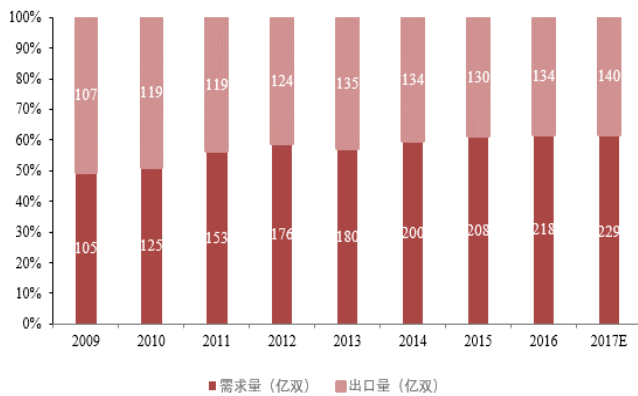
中国是全球袜品最大消费国，内需市场仍有发展空间。根据 Oxylane 2015 年发布的全球袜业地图发现，当前全球袜品最大消费市场为中国，其次为美国，欧洲，日本。其中，中国市场 2007-2015 的年复合增长率达到 11%。2015 年，在人均袜子消费表现上，日本是世界上重视袜子质量的国家的国家，其人均袜子消费达到 37.3 美元/人，而欧美国家的人均消费在 20 美元/人以上，而中国人均袜品消费只到欧美国家的一半左右——15.1 美元/人。另一方面，内需占袜业总产出的占比已逐步提升到 60% 以上，且近年来成不断扩大趋势。

图 20: 2015 年欧洲、美国、日本、中国袜子销售规模对比


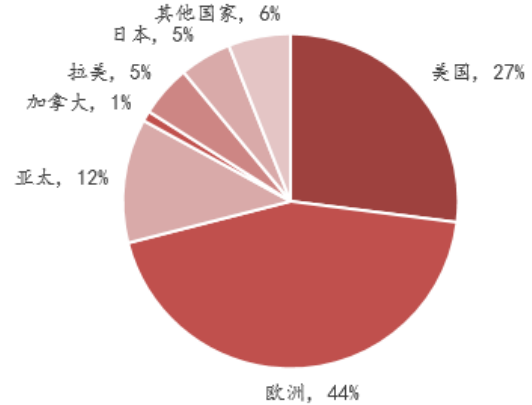
数据来源: OXYLANE 《Worldwide Socks Figures》, 西南证券整理

图 21: 发达国家人均袜子消费几乎是中国的两倍


数据来源: KnittingIndustry 网站, 西南证券整理

图 22: 我国袜业出口量占总产量越来越少


数据来源: OXYLANE 《Worldwide Socks Figures》, 西南证券整理

图 23: 2010 年全球袜子销售额区域分布


数据来源: 棒杰股份公司公告, 西南证券整理

国内袜业行业集中度低, 低档产品竞争激烈。总体来说, 国内袜业尚且处于成长期, 内销市场竞争比出口市场更为激烈, 低档产品竞争比高档产品更为激烈。作为行业龙头的健盛集团, 目前拥有 5000 多台袜机, 是全球最大的袜子生产企业, 其当前产量约为 3 亿双, 仅占中国袜业总产量的 0.8%, 仅占中国袜子出口数量的 2% 左右。由于国内大多数棉袜企业为小微企业, 生产规模小, 分散在浙江、江苏、广东等地, 行业高度分散特征明显。也正是由于企业规模小, 导致生产设备陈旧, 工艺技术落后; 另一方面由于缺乏自行开发的能力, 产品品种相对单一, 同质化现象严重, 缺乏市场竞争力, 很难进入国内外的高端市场。

高质量袜品市场竞争相对平稳, 有望成为未来发展方向。袜品从材质分, 主要包括棉袜、毛袜、尼龙袜、涤纶袜和丝袜等; 从功能性分, 主要有排气、排湿、吸汗速干、抗菌除臭、红外保暖、夏季凉感等; 按照应用场景分, 除了休闲袜、正装袜、特种袜外, 又设计开发出各种运动袜: 跑步袜、登山袜、足球袜、篮球袜、网球袜和高尔夫球袜等。随着纺织行业技术创新, 各种新型面料不断被生产出来, 加之人们生活水平的提高, 袜子的功能性和美感设计越来越受到人们的重视。据 Persistence 估计, 休闲袜子业务在 2017 年创造的收入约为 94 亿美元, 预计 2017-2025 复合增长率 5.8%。而作为未来发展方向的运动袜 CAGR 高达 7.5%-8.0%。而特种袜市场到 2017 年底超过 16 亿美元, CAGR 将达到 6.6%。目前, 袜业主要以中小企业生产出来的中低质量袜品为主, 但伴随着人们对产品品质的关注度不断提升, 以高质量、高性能、好设计为产品的中高端品牌在未来具有更多的发展空间。由于生

产中高档棉袜不但要有先进设备,先进的管理理念和生产技术,更要有创新研发能力和市场营销能力。在袜品竞争激烈的情况下,由于缺乏资金和管理能力,定位中低档的小企业已经很难在此竞争环境中确保自身的盈利。另一方面,具有技术、管理优势注重中高档产品生产的行业龙头由于高质量袜品市场的竞争相对平稳,利润空间更大,有望实现强者恒强。

目前,国内生产棉袜的厂家主要是梦娜袜业(09年时,为国内最大袜子产量袜企,拥有6000多台袜机,年销售额近8亿元人民币,出口6800多万美元,2013年袜子出口量为1亿余双,产品主要销售区域为中国、北美、欧洲等地)、海宁耐尔(06年拥有1800多台袜机)、芬莉集团(1500多台袜机)、情怡集团(年产袜子超1.2亿双)、快鹿织造(占地面积3.5万平方米,拥有500余台编织机,2013年棉袜出口量近3,000万双)、厚木华润(占地面积5.6万平方米,拥有棉袜编织机300余台、包芯丝连裤袜编织机400余台,2013年棉袜出口量2,200余万双)等。18年,健盛拥有袜机数量5000多台,上半年棉袜销售额达到5.2亿元。其中,与健盛在日本市场上竞争的有快鹿织造、厚木华润;在欧洲市场竞争的有梦娜袜业、正元袜业、海宁亚润等。其中,上市的企业只有浪莎股份和健盛集团,而在市场定位上,健盛又更加专注于中高端棉袜市场,而浪莎股份的产品中袜子的营收贡献占比又小。因而,毫无疑问,健盛是上市袜业公司中的龙头企业。

表 2: 国内袜业生产商供应品牌分类

定位	价格水平	代表品牌	销售终端
中低端	5-15 元	恒源祥、梅姬、浪莎等国产品牌	超市、批发市场、小商品市场
中端	30-50 元	Nike、Adidas、耐尔(中国)等品牌	大型商场、专卖店
高端	>50 元	冈本、鳄鱼、厚木等功能性、品牌性产品	商场专柜、定制

数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

2.2 无缝内衣: 内衣行业新宠, 有望拓展到运动领域

无缝内衣优势明显, 未来发展前景广阔

无缝内衣凭借舒适、时尚成为内衣界宠儿。2017年, 健盛收购全球第三大无缝内衣生产商俏尔婷婷, 拓展内衣业务。一般而言, 内衣品可以分为小内衣(内衣、内裤)和大内衣(睡衣、家居服以及保暖服)。内衣具有贴身性、私密性、舒适性等特点。同时, 近年来, 随着面料和生产工艺的不断进步, 内衣功能属性和舒适度越来越被人们重视。特别是运动内衣, 近些年来受到越来越多的热捧, 而无缝内衣也成为运动内衣中弹性、美观、舒适感等同时具备的一个品类。无缝针织, 又称“三维立体一次性成型针织技术”, 其生产过程是以人体曲线数据库和人体生理机能需求的数字化模型为基础, 依托电脑辅助设计工具完成款式设计, 采用工业智能数字化控制技术, 使纱线以“立体的、一片的”造型结构**直接从工业针织机器上成为服装产品**, 是一种数字智能化的现代服装生产技术。无缝针织的概念始于20世纪80年代。无缝针织技术起源于欧洲, 1984年意大利Sangiacomo公司(无缝织机生产商)与以色列Tefron(全球最大的无缝服装制造商)开发了第一台无缝内衣针织设备样机。1992年全球第一件无缝内衣由奥地利Wolford公司正式推向市场。1997年, 全球1%的纺织设备采用了无缝纺织技术, 2000年, 意大利对无缝内衣的接受度达到3%, 2007年, 无缝内衣占据意大利女性内衣市场20%份额。目前, 无缝针织技术应用领域已经从传统内衣领域逐步延伸至泳装、运动服的制造, 并在“内衣外穿”的时尚风潮下逐渐进入休闲服和时装领域。

2011年，全球约有11%的纺织设备采用了无缝针织技术。无缝针织技术在休闲装、泳装和运动服领域的接受度已逐步接近5%。

相比与传统内衣，无缝内衣具有生产过程耗损小、技术密集型、节约能耗、生产效率高等优点。(1) **生产过程耗损大大降低**：受益于自动化生产过程，无缝针织技术可以从设计阶段就对每一种纤维的用量进行规划（精确到克），只需最后进行简单的裁剪和缝纫，整体生产耗损大大低于传统内衣生产；(2) **新型资本技术密集型，降低对劳动力依赖度**：在传统服装生产过程中，裁剪和缝合是劳动力使用最密集的工序，但无缝内衣的单位劳动力投放密度低，部分改变了劳动密集型的特征。但同时由于对于设计、机器调试等方面的技术要求，该行业的技术人员紧缺，其技术人员工资是普通纺织企业的3倍；(3) **节约能耗，绿色环保**：无缝针织技术显著降低了吨纤维耗电量，属于节能降耗型生产技术；(4) **土地集约化程度高，生产效率高**：无缝针织大幅减少单位产值所需厂房的面积，土地集约化利用率提高；一件普通的衣服按传统有缝技术制作需时6~9分钟，而采用无缝设备则只需3分钟，提高了生产周转效率。

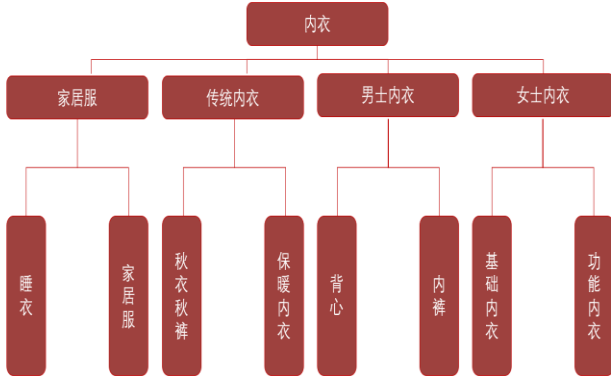
表 3：无缝内衣织造与传统纺织技术对比

项 目	无缝针织技术	传统纺织技术
吨纤维消耗量	纱线消耗可以精确到克	存在大量边角料的消耗
单位劳动生产率	250,000 元/人·年	85,000 元/人·年
转产难度	内衣、泳装、运用装、休闲服等各类产品的生产可以迅速切换，只需调整数据程序，无转产成本	一般为专业生产线，不同种类产品的转产成本高，一般不具有经济上可行性
吨纤维耗电量	减少三大工序的大部分设备使用，耗电量小	传统工序设备使用量大，耗电量较高
土地集约化利用	容积率 1.6 以上	纺织行业 1.0 以上
单件织造时间	3 分钟/单件	6~9 分钟/单件

数据来源：棒杰股份公司公告，西南证券整理

无缝内衣市场不断扩大，有望在未来逐渐成为内衣主要品类。2007年，欧美无缝内衣消费市场规模约220亿元人民币，2010年欧美无缝内衣消费市场规模在400亿人民币左右。预计到2020年全球无缝内衣的市场规模将达到300亿美元的规模。从发展趋势看，无缝服装将有望成为传统纺织服装的升级替代产品。就内衣市场而言，无缝内衣发展已经相当成熟，全球无缝内衣占内衣的比重约为20%，国内为10%。此外，随着无缝织造工艺的提升发展，机器产能的提升，以及消费者消费方向的转移，运动服装品牌和大众服饰市场的品牌也在持续加码无缝衣服市场。目前，无缝织造设备在我国内衣行业市场占有率约为5%。现阶段从设备统计分析延伸至产品市场占有率，可以预见在不远的将来，无缝产品占内衣的比例会从现在的10%上升到15%甚至20%，市场前景非常广阔。

图 24: 内衣行业品类细分



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 25: 俏尔的无缝内衣产品



数据来源: 俏尔婷婷官网, 西南证券整理

国内外内衣市场依旧具备发展空间

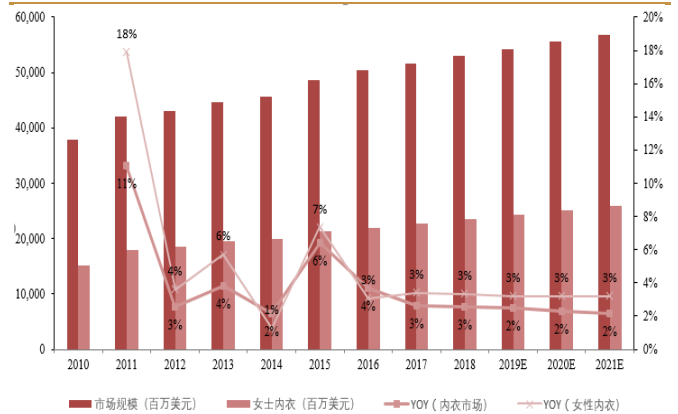
内衣市场庞大, 中国市场发展空间大。据调查机构 Statista 的数据显示, 2018 年全球内衣市场将达到 2,938.39 亿美元, 2010-2018 年内衣行业复合增速将达到 4.2%。与欧美市场相比, 中国内衣行业尚且处于成长期, Statista 估计 2018-2021 年美国内衣市场年增长率只能达到 2%左右, 而女士内衣仍将是内衣行业中高增长品类, 将维持 3%左右增速。而中国内衣市场 2018 年销售规模将达到 558 亿美元, 2010-2018 年年复合增长率达到 7.5%, 预计未来 3 年维持 8%左右增速, 增速水平远高于美国市场的 2%。

图 26: 全球内衣市场规模

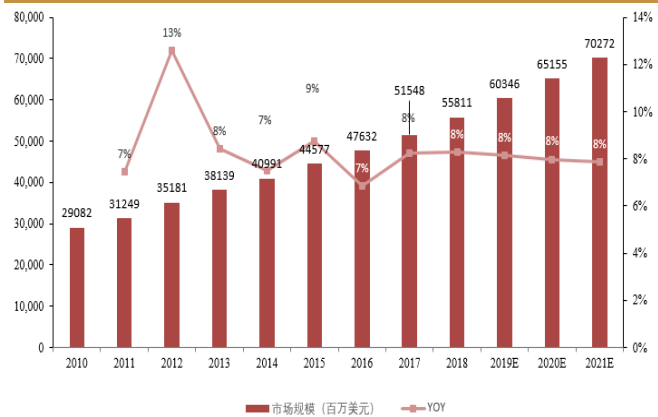


数据来源: Statista, 西南证券整理

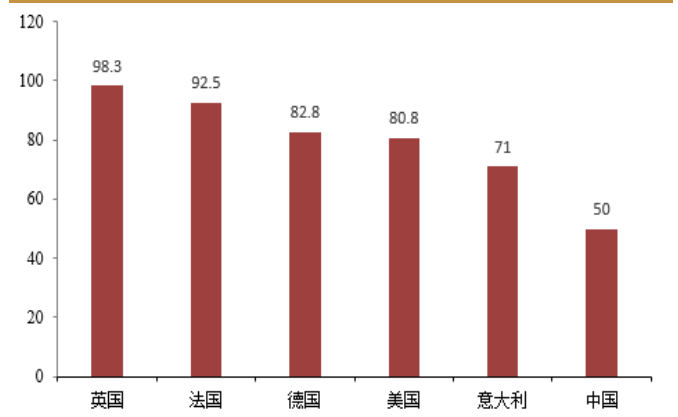
图 27: 美国内衣及女士内衣市场规模



数据来源: Statista, 西南证券整理

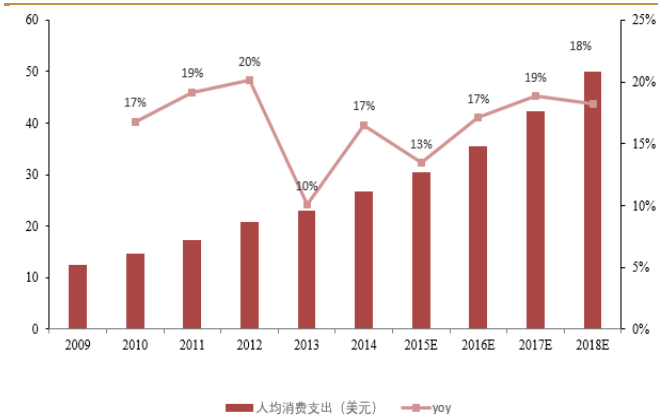
图 28: 中国内衣市场规模


数据来源: Statista, 西南证券整理

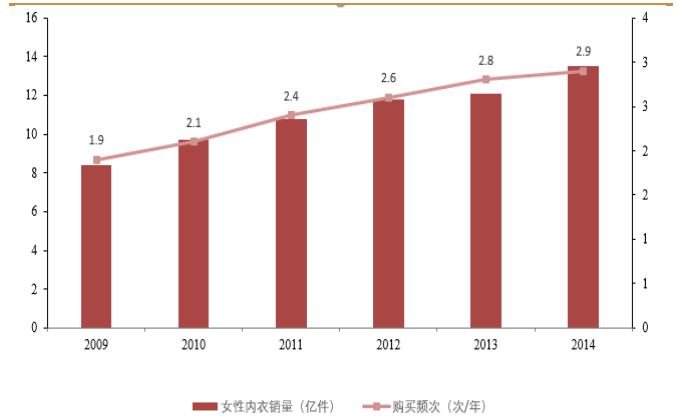
图 29: 贴身衣物各国人均消费支出 (美元/人)


数据来源: Statista, 西南证券整理

内衣人均消费不断攀升, 中低端内衣市场缩小。我国人均内衣消费支出一直保持着 10% 上的增速。据 Frost&Sullivan 估计, 中国人均消费支出在 2018 年将达到 50 美元/人, 而这一数据在 2009 年为 12.5 美元, 仅为 18 年的 1/4, 2009-2018 年年复合增长率达到 14.9%。对比国际市场, 全球英国人对内衣的平均支出最多, 为 98.3 美元, 法国 (92.5)、德国 (82.8)、美国 (80.8)、意大利 (71) 等欧美国家紧随其后。除此之外, 中国人对内衣的消费频次也在逐年增长, 2014 年已经达到 1 年平均购买 2.9 次。可见, 随着人均可支配收入的不断提高, 我国内衣市场消费也在逐渐向发达国家的消费水平靠近。因而, 我们预计, 未来的内衣市场将会是中高端产品的天下。

图 30: 中国人均内衣消费支出不断攀升


数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

图 31: 中国人购买内衣频次增多


数据来源: 中国纺织行业协会, 西南证券整理

我国是全球无缝内衣重要生产基地之一, 行业集中度低

无缝内衣产业集聚效应明显, 奥地利、意大利、以色列定位高端市场, 亚洲生产商定位中低端市场。无缝内衣行业从 1992 起开始发展, 那时, 以奥地利 Wolford、以色列 Tefron 为代表的欧洲企业努力培养欧美消费者的消费偏好; 1999 年至 2005 年为全球无缝服装行业的快速增长期。欧洲和美国成为全球无缝服装的核心市场, 意大利、奥地利、以色列和土耳其等全球无缝服装四大制造基地形成; 同时, 无缝服装在中国市场升温, 以内销为主。国际上无缝内衣主要生产商有定位高端市场的 Tefron、Delta 和 Hanes, 但由于海外的这些公司逐步的把制造产能转给中国或东南亚生产商, 它们的重心也逐步转移到品牌零售领域。2005

年至今，受到美元兑欧元贬值，欧洲生产成本上升等影响，以色列和意大利的产能逐步转移到中国（浙江、广东和山东）、土耳其和斯里兰卡。相比于斯里兰卡和土耳其的生产商，尽管这两个生产基地在客户上具有先发优势，但由于中国相对更低的出厂价格和更加有保证的产品品质，近年来更多的客户更加偏爱中国厂商。目前，我国无缝内衣产能占全球产能60%以上。

目前，国内无缝内衣产业集中度不高。就营收规模上看，维珍妮是目前国内规模较大的内衣生产商，且也有向无缝产品如功能性运动类产品拓展。2018年上半年，棒杰的无缝服装收入为1.8亿元，俏尔婷婷为1.3亿元。目前，意大利Santoni公司提供的无缝针织机占全球市场的97%以上，几乎所有的无缝内衣生产商采购的都是Santoni的织机，因而，在考察各公司制造端规模大小时，主要考察的就是拥有Santoni织机台数。从生产能力上来说，行业第一为以色列的Tefron，其拥有设备约800~1000台，拥有员工1200人，近200人研发，近年来，其生产环节逐渐转移至亚洲；而第二是我国的浙江美邦纺织，拥有500多台设备，拥有1000多员工，但美邦纺织17年已进入破产清算；棒杰股份拥有设备369台，生产人员876名，是我国无缝行业的先驱，但近年来产能扩充放缓；俏尔婷婷拥有设备360台，位列行业第二；浪莎内衣拥有300台左右设备，形成年产1,200万套内衣的规模；浙江博尼拥有300多台设备，约1300名员工，且具备从纺纱到门店的垂直产业链，也占有一定的市场。整体上看，最近几年，传统内衣的出厂价降低，导致以传统内衣为重要品类的公司如浪莎、HANES等毛利率低于生产和分销无缝运动服饰的Delta、棒杰、俏尔婷婷。

表4：全球无缝内衣生产商设备数

企业名称	公司简介	所在地	设备数(台)	主要客户
以色列 Tefron	创立于1977，是第一家生产紧身裤，在无缝服装上应用数字印刷，使用3D针织机的公司。其经营模式为代工和自营零售。	以色列	800至1,000	Victoria's Secret, Nike, Target, Gap
以色列 Delta	创于1975年，主要生产和分销男女士内衣、运动服、袜子、婴童服装等，产品在全球20个国家销售。每年将销售额的4%用于技术和面料的研发。	以色列	220至260	现有品牌包括：家居服 P.J. Salvage, KN Karen, Neuberger 内衣 Schiesser, 女装品牌 Nearly Nude, LittleMissMatched, FIX。16年收购VF旗下的Seven For All Mankind、Splendid 和 Ella Moss；18年收购法国Eminence
美国 HANES	北美最大的成衣销售商之一，始建于1901年。在全球拥有6.53万名员工。主营业务包括内衣和外衣的生产、贸易和品牌销售。	美国	260至300	Hanes, Champion, Maidenform, Bali, JMS/Just My Size, Polo Ralph Lauren, JMS, DKNY, Donna Karan, Playtex
浙江美邦纺织有限公司	创建于2003年，建筑面积8万平米，员工1000多人。已并购美国纽约和洛杉矶的两家无缝内衣企业，占北美无缝业务50%。17年进入破产重组流程。	浙江诸暨	500以上	
浙江棒杰数码针织品股份有限公司	从事无缝服装设计、研发、织造和营销。公司拥有“棒杰”，“BAJ”，“法维诗”自主品牌	浙江义乌	369	C&A, 阿尔迪超市, 彪马, ZEEMAN, 玛莎百货, Kik, NIKE, TARGET, AVIA, IZOD, Winds
俏尔婷婷	创于2004年，是一家无缝贴身衣物专业制造商，主要出口欧盟、日本和美国市场。	浙江上虞	360	华歌尔、优衣库、H&M、耐克、Maidenform、DKNY、SPANX、Under Armour、迪卡侬

企业名称	公司简介	所在地	设备数(台)	主要客户
				自有品牌“诗瑞”、织内良品、俏尔婷婷、“帕拉-瑞吉”。
浙江浪莎内衣有限公司	创于 2006 年,从事内衣、针织品、面料制造销售、进出口。	浙江义乌	300 以上	旗下拥有浪莎、森态、立芙、安星、安仑、飘忆六个品牌。
浙江博尼服饰有限公司	创于 2001 年,公司生产高档内衣、文胸、家居服饰、运动产品、功能型产品及保暖衣,具有年产 4000 万件成衣的生产能力。形成了从纺纱-织造-染整-成衣-专店直营的完整产业链的现代化内衣企业。	浙江义乌	约 300	CK、BONDS、JOCKEY、LIDL、ALDI、LiFung、KIK、Holeproof、Victoria's Secret、Wacoal、Target、Dkny、Sbanderado、Unno、Jcpenney、SiSi、Wolford
浙江万羽针织有限公司	创于 1996 年,集产品开发、设计、生产、营销、售后、进出口于一体的现代化无缝内衣生产商。	浙江义乌	约 300 多	拥有“万羽”、“千妍”、“迷你秀”、“依源”、“博心婷”等自主品牌

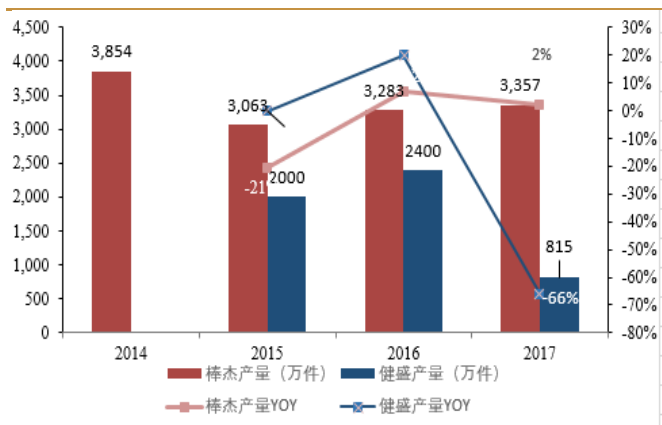
数据来源: 棒杰、健盛公告, wikipedia, 西南证券整理。注: 美邦、棒杰、浪莎、健盛、万羽、博尼设备数为 2017 年数据, 剩下为 2011 年数据

相比于棒杰等其他国内无缝内衣生产商, 俏尔婷婷的主要优势在于:

- 1) 拥有日式现场管理与欧洲精湛纺织技术融合的高性价比生产基地;
- 2) 同时具备国内独一无二的 40 针超薄面料织机和成熟的无缝+无痕技术的特殊技能;
- 3) 不同于棒杰主要定位大众服饰和超市平价服饰市场, 俏尔定位无缝内衣中高端品牌市场, 同时伴随着客户对常规内衣订单需求量的下降, 俏尔也在积极增加运动内衣的生产比重。

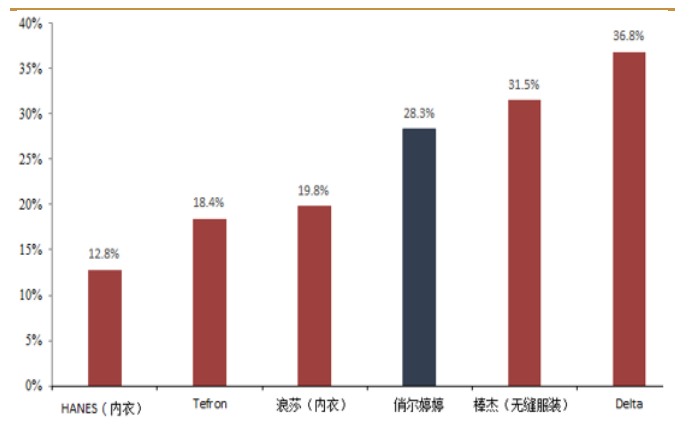
加之, 自 16 年, 棒杰转型做医疗、物业等服务, 对无缝主营业务的关注度下降, 预计俏尔婷婷将会逐渐接管棒杰原有的行业地位, 不断扩大产能, 占据市场。

图 32: 2016 年以来棒杰股份无缝业务产能扩张慢



数据来源: 公司公告, 西南证券整理, 注: 俏尔 17 年仅含 4 个月产量

图 33: 2017 年全球无缝服装生产商毛利率对比



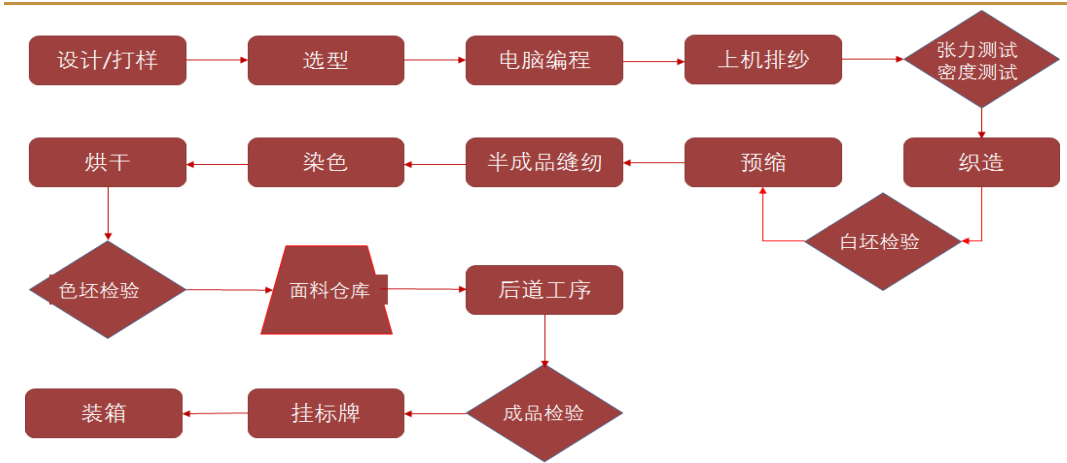
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 产能扩张叠加产业链延伸，助力成长

3.1 生产端：延伸上游产业链，提升生产效率

由于无缝内衣和袜子的生产过程基本是用纱织造成型，不需要面料再织造成衣。因此，公司向上游产业链的延伸主要是氨纶包覆纱生产、染色、原辅料生产等上游加工工序。

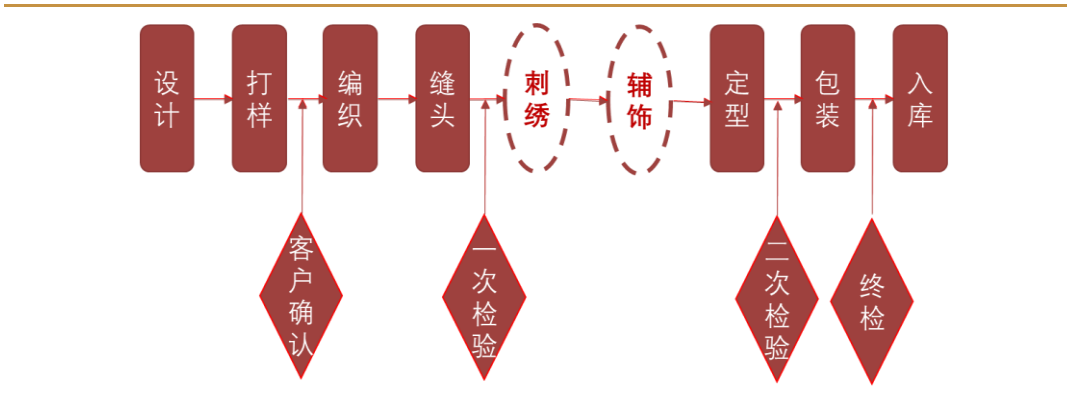
图 34：无缝内衣织造流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

以往，公司会对纱线、涤纶和锦纶进行采购，外包给染色工厂染色后再进行织造，但由于袜子业务多小单，染色工厂又常常受环保监察等限制不能保证产能，仅仅依靠上游做染色，不能够及时保证交货期。因此，为了控制生产节奏，把握产品品质，公司选择向上游做产业链延伸。产业链的延伸也有利于确保公司生产流程的一贯性，保证交期。目前，公司在江山和越南都有工厂负责氨纶包覆纱、染色、原辅料等上游加工工序的生产。国内 5 个工厂里，江山易登、江山针织负责辅料生产、加工和销售，江山思进负责生产橡筋线、氨纶线、刺绣等的加工、销售；而越南已投产的氨纶橡筋厂规划逐渐扩产至年产 2000 吨氨纶、橡筋线，2018 年上半年，越南染色已经完成 4000 吨染色产品，并产生染色项目销售收入 131 百万元人民币。

图 35：健盛袜子织造流程



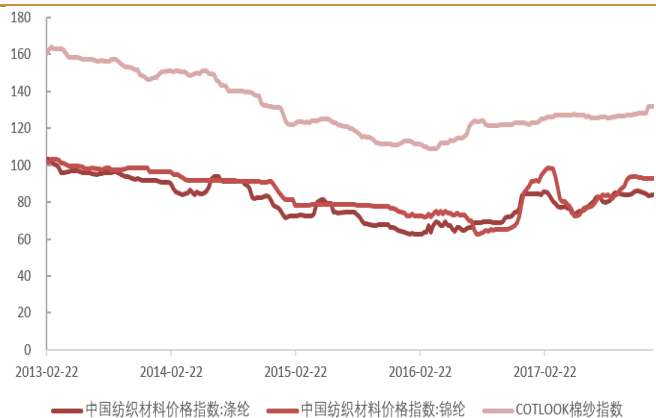
数据来源：公司官网，西南证券整理

原材料上涨时，公司具备向上游议价能力和成本转嫁能力

公司的原料价格在 16 年起一直处于上涨状态，但我们看到公司的直接材料费用率相比较 15 年同期商品价格时间段的直接材料费用率来看，并没有明显上升，说明公司对于上游具备一定议价能力。这主要是因为公司通过对上游产业链的延伸，只需采购白纱、涤纶和锦纶作为主要原料，而这些产品非常容易获取且缺乏高附加值导致这些产品的上游厂商不具备很强的议价能力。

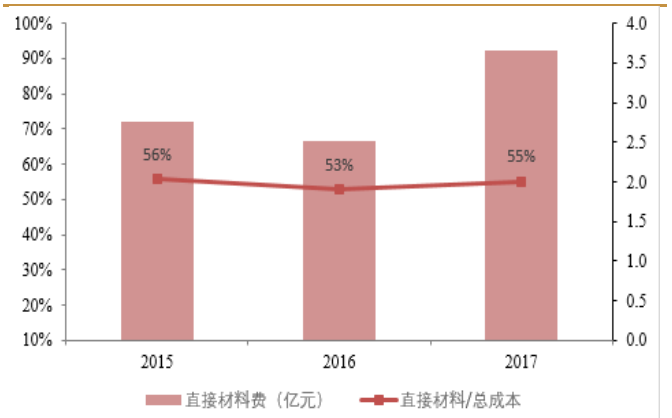
另一方面，在原料成本上升时，公司的毛利率也没有出现明显的下滑（17 年为 28.3%，16 年为 26.7%）。因此我们认为在原材料价格上升的背景下，公司可以将上游原材料价格上升的压力转嫁给下游。这主要是因为由于公司具备上游产业链延伸，在产品交期和品质方面有保证，具备一定的下游客户粘性。此外，由于公司向下游报价采用成本加成法，对于下游客户而言，袜子在其产品品类中加价倍率最高，往往能够达到 7-8 倍，对袜子的收购价不敏感。而俏尔婷婷对下游客户的加价能力也较强，16 年，俏尔婷婷对迪卡侬的加价率在 10% 以上，对二级贸易商加价率达到 10%~20%，而贸易商还可对下游品牌加价 20%~30%。而耐克和 UA 内衣的加价倍率在 6-7 倍，迪卡侬为 3 倍。我们认为，两者合并后，对下游客户的议价能力会进一步加强。

图 36：涤纶、锦纶和棉纱价格自 16 年以来略有上涨



数据来源：Wind，西南证券整理

图 37：公司棉袜直接材料费用率 16 年以来略有上涨



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 供给端：新增越南产能投资，成本有望降低

低成本和关税优势，越南成为国内纺服企业海外扩张首选

从成本方面看，无论是生产成本还是水电费，越南的经营成本都大大地低于国内。从直接材料上说，以健盛为例，袜子的直接材料费占总成本的 55.2%，无缝内衣占 48.8%，而这部分直接材料有很大部分是棉花。由于进口配额限制和国内外棉价差异，考虑到越南可以无限量进口美国、澳洲等国家的高品质棉，从配额角度上讲，这里可节省 1000-2000 元/吨的直接材料成本。从人工费用上看，据《西贡解放日报》报道，越南工人上半年平均月工资 553 万越南盾，约合 1630 元，而杭州生产工人的工资约为 4610 元/月，比越南的人均人工成本将近高出 3000 元。虽然越南劳动力效率较低（根据《全球竞争力报告 2016-2017》，在全球 138 个国家中，越南劳动力市场效率排在第 63 位，而中国排在第 39 位），据估计，在一家织袜企业，越南工人的单位生产率约为中国工人的 70%-80%，也就是国内同等生产效率

工人的工资约为 3200~3700 元/月，这样相比，国内工人的工资仍比越南人工高出一倍。从水电费支出上看，越南的工业水价在 2.76 元/吨，而中国水价在 3~4 元/吨。越南电费为 0.5 元/度，而中国为 0.75 元/度。在用地成本方面，越南工业园区地价在 170~680 元/平米之间，土地使用权 50 年，且无土地税，而中国工业园区地价在 60~840 元/平米，另需缴纳土地税。

表 5：海外成本更低

	柬埔寨	越南	中国
最低工资 (美元/月)	140	155	232
工业用水 (人民币/吨)	1.1	2.8	3-4
工业用电 (人民币/度)	1.9	0.5	0.8
税率政策优惠	自 2015 年起首四年获利免缴纳所得税	豁免首 4 年所得税，其后 9 年可减免 50% 所得税，按最低税率 10% 交纳	三年期可延长部分纺织服装企业出口退税率提高至 17%
关税政策			
美国	普惠制待遇		
欧盟	普惠制待遇 (零关税)	普惠制待遇 (有望明年零关税)	
日本	普惠制待遇 (零关税)	普惠制待遇 (零关税)	

数据来源：百度百家号，西南证券整理

税收优惠政策帮助企业全面降税减费，关税政策和税率均优于中国。中国增值税比越南高出 7%，在企业所得税上，越南制造业可以得到 20%、15% 和 10% 等不同的优惠税率，低于中国。而且越南政府对开发区推出“四免九减半”优惠政策，即 (i) 盈利首年起 4 年内；(ii) 产生收入第 4 年起 (按早发生的算) 实行零税负，后 9 年税率仅为 50%。同时，不同于中国，越南不设消费税、城建税等税种。此外，从各国进口关税和贸易政策上看，越南出口关税低于中国，关税优势明显。

表 6：各国对越南产品进口关税低于中国 (指标名称为 AHS Simple Average (%):有效实行的简单平均关税)

	越南	中国
澳大利亚	4.7%	5.7%
加拿大	6.7%	9.3%
美国	8.7%	10.9%
日本	4.3%	9.9%
韩国	2.9%	7.4%
俄国	6.7%	8.5%
新加坡	0.5%	0.4%
欧盟	8.8%	9.6%

数据来源：WITS(World Integrated Trade Solution)，西南证券整理，注：这部分关税是针对所有商品的

顺应客户需求，降低贸易摩擦风险。从全球范围内看，2017 年，越南出口总额是不到中国对外出口的 1/10。全球各国对越南征收的关税在 20% 以下，远低于中国 30%~40% 的水平。近些时间，美国对中国出口产品加征关税的风险依旧存在，将工厂逐渐转移到越南，充分发挥低关税、少摩擦的优势，是下游客户的期望，也是大势所趋。

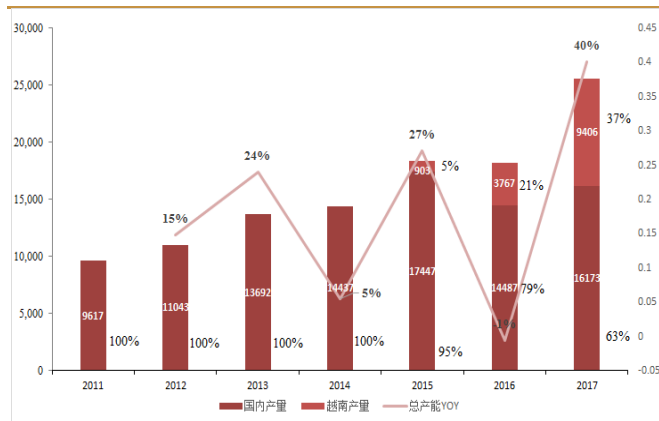
表 7: 我国纺织龙头企业早已实现海外布局

公司名称	越南产能/占比	柬埔寨产能/占比	缅甸产能
天虹纺织	125 万锭(39%)		
华孚时尚	约 64 万锭 (32%)		
百隆东方	预计年底到 70 万锭 (50%)		
申洲国际	14%	16%	
维珍妮	7600 万件		
健盛集团	9500 万双 (36%)		
鲁泰 A	6 万锭纺纱, 3000 万米色织布, 600 万件衬衫, 预计 2020 年在增加 4000 万米色织布, 纱线增加 7.6 万锭, 300 万件衬衫达到 28%	300 万件衬衫	600 万件衬衫

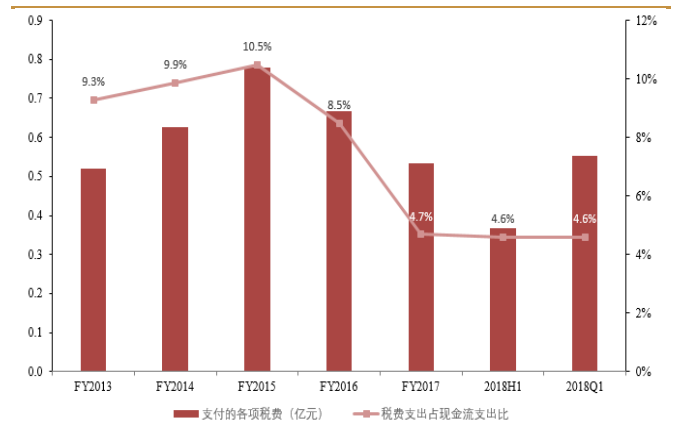
数据来源: 公司公告, 西南证券整理, 注: 数据截止到 2018 年中期

国内产能相对稳定, 越南产能有望快速爬坡

公司目前除在浙江杭州、江山市建有 5 大工厂生产棉袜, 在贵州三穗、绍兴上虞建有 2 大工厂生产无缝内衣外, 在越南海防市和兴安市还分别开设了健盛越南和越南染色工厂, 以扩大公司海外产能。2017 年实际产量 2.64 亿双, 其中越南产量 9406 万双(占总产能 36.7%), 国内产量 1.6 亿双(占总产能 63.3%); 无缝内衣实际产量 815 万件, 其中上虞产量 475 万件, 贵州产量 340 万件。产能利用率在 96% 以上, 其中越南工厂利用率达到 99%, 贵州鼎盛内衣厂达到 118%。2018 年上半年公司杭州智慧工厂三幢厂房已全部完工, 预计下半年正式启用。江山健盛产业园已建设完成并投入使用, 原江山思进、易登工厂的产能已全部转入健盛产业园, 按客户模块化工厂设置已初步形成。但由于国内劳动力成本上升, 税收成本提高, 国际贸易摩擦风险加大, 客户要求将产能转移到国外以降低成本和风险, 我们预计未来国内产能保持稳定。

图 38: 2017 年公司各地产能情况 (单位: 万双)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: 公司税负支出逐渐减少


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

健盛在越南具备非常大的产能扩充空间。拿维珍妮越南产能扩张的进度来看, 目前维珍妮已经有 7600 万件内衣生产能力, 而维珍妮原有的在深圳的工厂未来将更多地肩负开发任务, 支援交货期短的, 开发技术含量高的高端产品, 同时配合品牌开拓中国市场。

同时, 从工厂人数方面看, 维珍妮的越南工厂工人人数已超过深圳 (占总员工数 58%), 且 64% 以上, 拥有一年及以上工作经验熟练工, 生产效率达深圳熟练工的 85% 以上。预计

未来，越南人数将超过 40000 人，占公司总人数 80%。而健盛 2017 年生产人员共有 3187 人，占员工总数的 71.6%。

2013 年，公司就开始规划海外产能扩张，15 年起正式投产，规划产能占公司总产能的 50%。2018 年上半年，公司完成越南基地海防第二、第三工程的全面投产，预计 2018 年产 1.1-1.2 亿双。此外，公司在越南也注重上游配套的扩展建设，2018 年 4 月，海防市氨纶橡胶厂再次扩产，年内有望完成 980 吨包覆纱生产，而兴安市的染色工厂预计年内有望完成 4000 吨染色产品。上游产业链配套叠加下游产能扩张，能有效确保越南生产效率的提升。同时，海防第四工厂正在建设，未来越南还会新增两大项目，一是在越南兴安市建设年产 1800 万件的无缝针织运动服饰项目，预计投资 2.5 亿元人民币；二是在越南清化建设 9000 万双中高档棉袜生产线项目，预计投资 2 亿元人民币。我们预计未来健盛整体产能扩充速度会在 15%-20% 之间。

表 8：健盛和维珍妮越南产能对比

公司	越南产能设计	位置
健盛	设计产能 9,500 万双，产能利用率 99.01；完成越南一期工厂试生产和二期工厂建设；健盛越南第二、第三工程全面投产，预计 2018 年产 1.2 亿双，第四工厂正在建设；2018 年 4 月，氨纶橡胶厂再次扩产，力争年内完成 980 吨包覆纱。	海防市
	越南印染年内完成 4000 吨染色产品；18 年计划建设年产 1800 万件的无缝针织运动服饰项目，预计采购 300 台无缝针织机，2020 年投入运营。	兴安市
	18 年计划建设 9000 万双中高档棉袜生产线项目，预计 2021 年投入运营。	清化省
维珍妮越南	维珍妮 2015 年开始规划越南产能的扩张，16/17 投资 30 亿港元兴建越南产能。公司在越南共规划 5 期工厂，其中 3 期已经投入运行，2017 年对维珍妮营收贡献 40%，预计 2021 年达到对营收总贡献的 70%。第一间越南产房主要生产胸围及贴身内衣，年产能 4600 万件，产能利用率接近 100%；第二间工厂于 2017 年 5 月投产，主要用于生产用于自用的胸杯；第三间厂房于 2018 年 4 月投入运营，主要用于生产胸罩、贴身内衣及功能性运动服装，规划产能 3000 万件；第四间工厂也用于生产胸罩及贴身内衣及功能性运动服装，预计 2018 年第四季度完工；第五间厂房，计划用来转移在深圳生产的鞋品类及无缝内衣，规划产能 200 万双鞋，预计 2019 年投入生产。	海防市越南新加坡工业园 (VSIP)

数据来源：公司公告，西南证券整理

我们相信越南工厂将会利用劳动力成本优势，税收政策优势，在减少贸易摩擦和降低客户进口关税成本的优势上，实现产能上的飞跃，也有利于提高公司利润率，同时帮助公司开拓更多的海外客户。

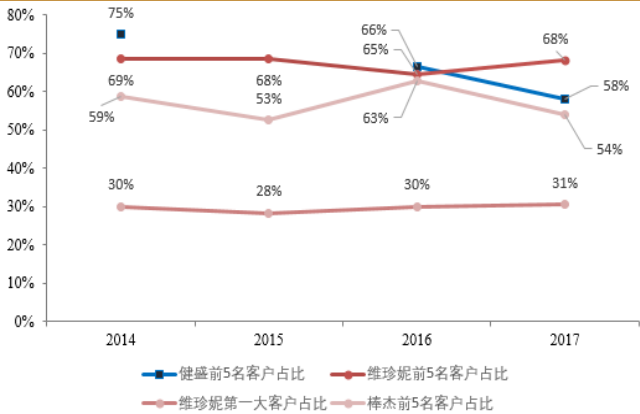
3.3 需求端：不断拓展新客户，降低订单流失风险

代工生产企业受下游客户订单影响大，拓展客户分散风险成趋势

2016 年，土耳其货币汇率大幅度贬值，健盛原有的部分客户转向土耳其企业，而后再由于土耳其政局不稳，大客户订单又迅速回流，但还是对健盛的收入造成波动。为了抵御大客户订单流失，导致营收突然下滑的风险，不断拓展新客户，采用灵活的客户调整战略成为健盛的策略。同样，维珍妮在 16-17 年也遭遇了重要客户 L Brands 的订单流失，加上休闲体育风的盛行，公司利用自身研发实力，主动加强功能性运动类产品品类客户的拓展，拓展

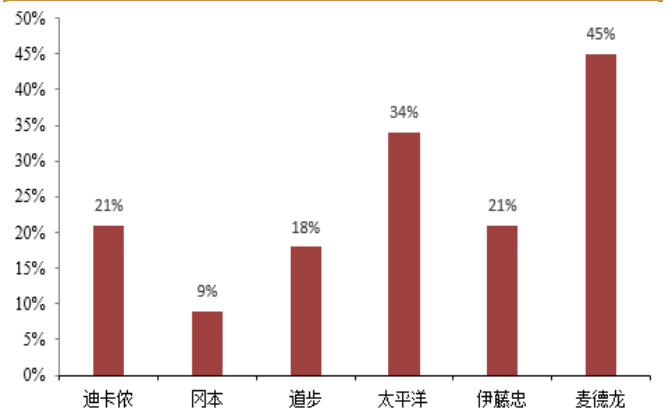
了 NIKE、UA、优衣库等客户。而棒杰由于 16 年的订单流失，开始转型做医疗、物业等业务，其主营业务无缝服装的前五大客户比例也在下降。

图 40：维珍妮、棒杰和健盛前 5 大客户占比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：2014 年健盛销售量/销售额占其客户采购量的比例



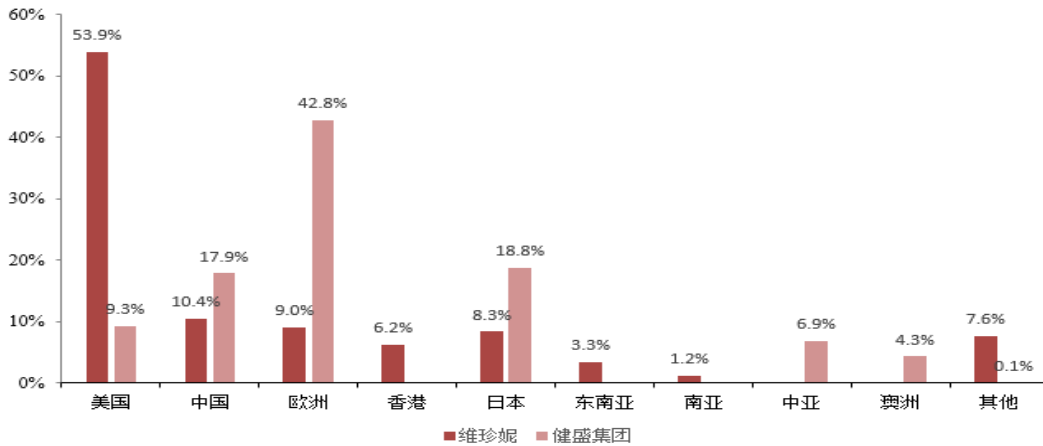
数据来源：Wind，西南证券整理

从前 5 大客户占比上，我们发现维珍妮和健盛在拓展客户的战略上略有差别。过去几年，健盛前五大客户占比逐步下降，从 14 年的 75% 下降到 58%，而维珍妮则稳中有升，从 16 年的 64.5% 上升到 17 年的 68.1%。相比于健盛近年来不断拓展新客户的步调，维珍妮更像是由于品类的拓展延伸而接触到更多客户，而非在有意拓展客户资源。

除了拓展新客户之外，健盛也与重点客户建立长期合作关系，全心全意为客户服务，提高客户的稳定性。虽然健盛近些年不断拓展自己的新客户，但健盛与部分客户的合作关系已长达 10 年以上。为了进一步稳固与优质客户的关系，健盛做出了如下规划：1) 为解决客户不同的需求，为重要客户单独设厂，目前江山健盛产业园已经完成了客户模块化设置。例如 19 年预计给优衣库单独开一个工厂进行生产；2) 计划在客户公司所在地建立专门的研发销售子公司，帮助和协助客户完成产品的设计、研发和销售。目前，公司在日本已经注册好一个子公司，希望为客户提供更多样化的服务。

兼并俏尔婷婷，整合客户资源

首先，俏尔婷婷的加入，有利于健盛进一步补充拓展新客户，健盛可凭俏尔婷婷客户资源向客户推销自己的袜子业务，提高袜业收入。从目前健盛的购入构成上看，欧洲和日本是健盛的重点客户所在，而俏尔的客户则以日本作为最核心客户。同时，俏尔融合日式管理经验与技术，利于健盛拓展日本客户。俏尔婷婷成立是由日本公司贤青木主导，虽然之后贤青木退出管理，但其引入的日式现场管理和品质管理模式，促进和提升了俏尔婷婷的发展和获取订单的能力。而海外公司对代工厂产品质量的要求更高，其日式管理方式有利于在西方客户心中留下良好印象，也利于开拓日本客户。

图 42: 维珍妮关注美国市场, 健盛关注欧洲市场


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

其次, 俏尔婷婷与健盛有许多共同客户, 例如迪卡侬、NIKE、UA、优衣库等, 健盛可以利用整合的客户资源, 提高自身产品在客户采购量中的渗透率, 从而提高对下游客户的议价能力。俏尔婷婷与主要客户合作均已长达十年左右 (与华歌尔 15 年, 与优衣库 13 年, 与 Delta 11 年, 与迪卡侬 8 年), 2016 年, 其产品占最大订单客户迪卡侬采购量的 70% 以上, 占第二大客户优衣库的 50%。而目前, 健盛袜子业务对下游客户采购的渗透率几乎没有能达到 30% 以上的。健盛和俏尔婷婷的下游客户未来发展前景良好, 有望进一步提高对袜子和内衣的订单量, 从而推高公司利润。例如其最大客户迪卡侬在国内发展迅速, 2017 年, 全球营收增长 13.4% 至 76 亿欧元, 中国区营收达到 105 亿人民币, 在中国店铺发展速度也逐渐加快。

表 9: 健盛、俏尔婷婷、维珍妮、棒杰客户一览

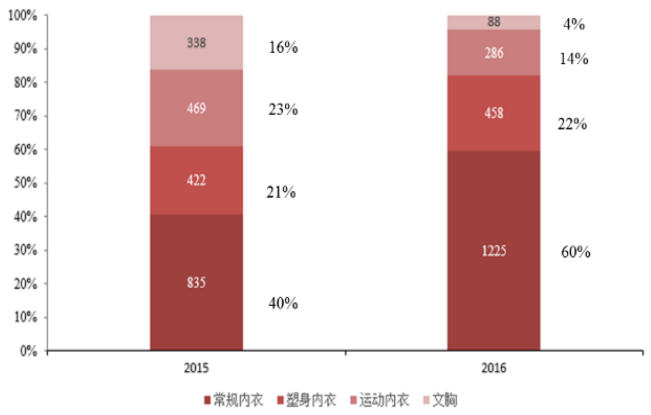
	健盛集团	俏尔婷婷	维珍妮	棒杰股份
欧洲	迪卡侬、道步、H&M、麦德龙	迪卡侬	Adidas	C&A、阿尔迪超市、PUMA、ZEEMAN、玛莎百货、Kik
北美	UA、GAP、NIKE	Hanes、UA、NIKE、SPANX、PVH(CK)	L Brands、Champion、NIKE、GAP、UA、PVH(CK)、Hanes	NIKE、TARGET、AVIA、IZOD
日本	优衣库、冈本、伊藤忠	优衣库	优衣库	
澳洲	太平洋			
亚洲		Delta、安莉芳		Winds

数据来源: 公司调研、公司公告, 西南证券整理

最后, 在客户构成类型上, 健盛可以帮助俏尔婷婷拓展体育用品客户。截止 2016 财年, 俏尔婷婷前 5 大客户的销售额占比为 88.04%, 其第一大客户为优衣库, 加上中间贸易商, 16 年占俏尔销售额 42%, 第二大客户迪卡侬占 24%, 第三名 DELTA 占 23%。从客户结构来看, 虽然都是长期的客户关系, 但是客户集中度相对较高。过高的集中度会一方面导致对下游的议价能力低, 另一方面, 若公司主要客户流失, 而又没有足够的新增客户补充, 对公司营收影响大, 客户风险较大。此外, 从维珍妮的客户分布上可以看到, 运动类客户的拓展速度和占比都在不断提升。而俏尔婷婷的订单里面只有 nike 和 UA 两家是运动用品公司, 16 年, 其运动内衣产量占比也仅达到 14%。而由于功能性运动服装和无缝内衣在工艺上不存在

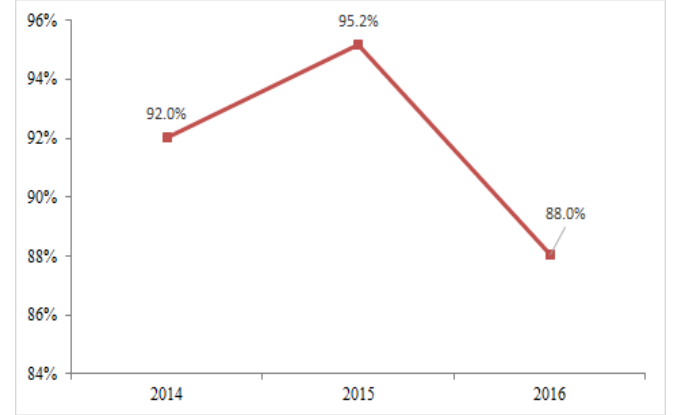
太大差别，转产难度低，无缝技术外衣化的技术趋势越来越明显，无缝体育服装中也越来越普遍。健盛原本具备的和体育类客户合作的机会，对于俏尔来说，也非常适用。

图 43: 俏尔婷目前运动内衣产量占比较小



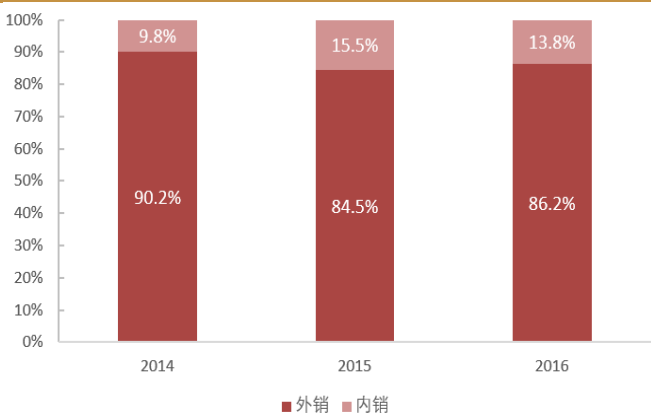
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 俏尔婷前 5 大客户销售额占比高



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 45: 俏尔外销高于内销



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 维珍妮客户分布

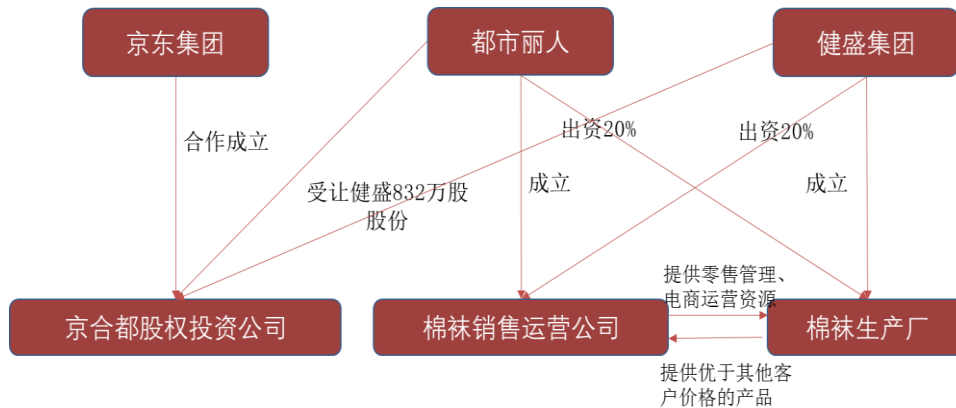


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

与都市丽人合作, 拓展国内客户市场

2018 年 9 月 7 日, 公司发布公告称与都市丽人签署了合作框架协议。协议内容为: 1) 健盛成立一家棉袜生产工厂, 以优惠于其他客户的价格向都市丽人提供商品, 同时都市丽人对工厂出资 20%; 2) 都市丽人成立一家从事棉袜产品的销售运营公司, 通过约 8000 家零售门店及电商渠道销售棉袜产品, 健盛对其出资 20%; 3) 双方在棉袜产品上优势互补, 共同做大销售运营合资公司, 计划 2019-2021 实现营收 1 亿元、2.4 亿元、5 亿元; 4) 都市丽人与京东集团合作成立的京合都股权投资公司拟受让健盛 832 万股股份 (占股本 2%), 协助双方整合产业链资源。

图 47: 与都市丽人合作协议框架内容

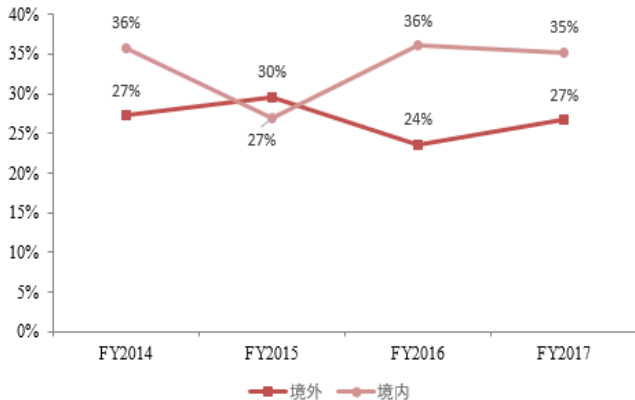


数据来源：公司公告，西南证券整理

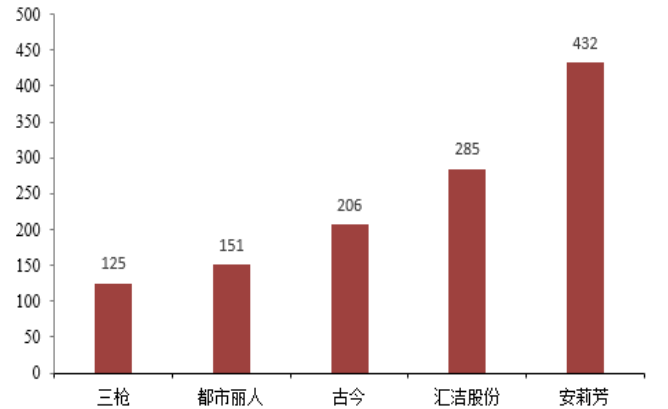
虽然公司目前运营有“健盛之家”自营模式，公司可以通过与都市丽人的合作学习其渠道管理和零售经验，但近年来，公司自营业务经营效果不及预期，2017年，公司关闭15家‘Jasan Home’加盟店，2018年上半年，健盛之家收入由17年占比2.7%下滑到0.9%，公司仅保留勉强维持收支平衡的店铺，以保持对市场需求的认知和了解。我们认为，相比于品牌商，制造商因为缺乏品牌运营和零售经验，经营自营模式存在较大困难，预计公司在短期内不会再开设更多门店。再考虑到，境内销售毛利率一直高于海外销售毛利率。因而我们认为公司此次与都市丽人的合作，其性质更像是拓展境内客户，提高利润率，而非进行销售管理经验的学习。

选取都市丽人作为境内拓展的主要客户有以下几点优势：首先，据Frost&Sullivan调查，都市丽人是最大的品牌内衣企业。据Euromonitor估算，2017年，都市丽人在中国女性内衣市场占比第一，达到3.2%。其次，相比于中国其他内衣品牌，都市丽人显示出强大的销售实力，可以成为健盛的长期客户。相比于其他内衣品牌，都市丽人的存货周转管理做的相对较好。利用**街边店模式、平价路线、扁平化渠道、快时尚运作模式和林志玲代言**等营销策略和手段成功地打开了中国女性内衣市场。

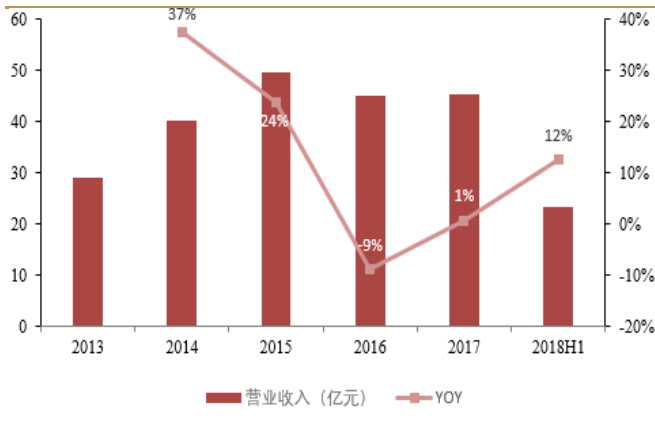
目前，都市丽人的品牌定位中低端，而且袜子品类在其总品类中占比较少，因而我们认为都市丽人与健盛此次合作之举主导主体主要是都市丽人，其目的主要在于提升自身产品定位，拓展业务品类。而对于健盛来说，此次合作更像是开拓境内客户的举措。而由于健盛在境内业务的毛利率高于境外毛利率，伴随着健盛逐步尝试拓展境内客户，利润率也存在提升可能。

图 48: 境内毛利率高于境外毛利率


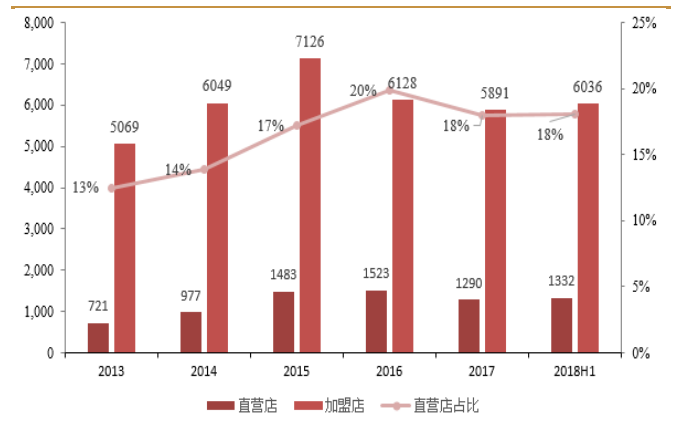
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 49: 各大内衣品牌存货周转天数对比 (单位: 天)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 50: 都市丽人营收逐年增加


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 51: 都市丽人近年来对自营业务渠道开展做出调整


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.4 长期发展: 持续产品创新保增长

聚焦研发, 占领行业高地。目前, 健盛拥有 18 项专利, 其中 1 项为发明专利; 俏尔婷婷拥有 17 项发明专利, 24 项实用新型。由于袜业本身所需技术简单, 属于劳动力密集型产业, 而无缝内衣技术要求高, 属于技术资本密集型产业。因而我们相信未来健盛的研发实力和研发投入会主要集中在无缝内衣品类上, 以保证俏尔婷婷在行业中的领导地位。

表 10: 健盛集团+俏尔婷婷共 18 项专利一览

专利名称	授权日期	专利名称	授权日期
涤纶/棉/锦纶/氨纶多组分无缝内衣染色工艺	2011/1/05	一种简易修色方法	2013/10/30
腈纶/黏胶/锦纶/氨纶多组分无缝内衣染色工艺	2011/4/13	组合式成衣染色设备及其使用方法	2014/3/26
一种织物印花染色方法及其染色器具	2012/6/13	一种超弹性随意形变无缝针织内衣的编织方法	2015/5/27
一种无缝针织内衣开口方法	2012/6/13	一种无缝运动内衣裤	2015/8/19
一种无纺弹性纤维筒子纱的染色方法	2012/12/05	一种成衣染色机及其热汽回收方法	2015/8/05
一种珍珠纤维保健无缝内衣	2013/4/17	一种解决无边缝内衣两侧边折痕的方法	2015/7/08
一种珍珠纤维无缝束腹内衣	2013/4/17	一种一次成型托胸内衣的编织方法	2015/10/28

专利名称	授权日期	专利名称	授权日期
改性涤纶/锦纶/氨纶多组分无缝内衣一浴法染色工艺	2013/9/25	一种可将残液回用的成衣染色设备及其使用方法	2016/8/24
一种保健针织内衣及其制造方法	2013/10/09	一种足弓跖腱膜保健袜	2014/5/05

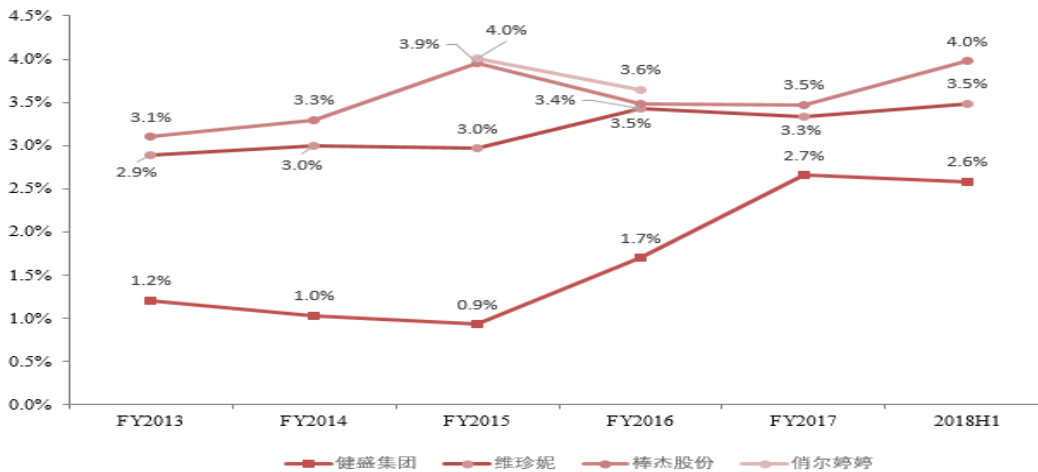
数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 一种足弓跖腱膜保健袜为健盛发明专利

到 2016 年 3 月 31 日, 维珍妮共有专利 81 项, 棒杰股份拥有 26 件, 健盛和俏尔婷婷加起来共 59 项。在研发人员数目上, 目前, 维珍妮拥有约 1000 多人的研发团队, 棒杰拥有 119 人, 而健盛有 335 人。而在研发投入上, 由于 17 年以前, 健盛主要在做袜子, 不需要太多技术优势就可以靠产量稳固行业龙头地位, 因而研发费用的投入上一直处于较低水平。但 17 年以来, 伴随着俏尔婷婷的兼并, 健盛的研发费用率直线上升。对比维珍妮、棒杰和俏尔婷婷, 我们发现, 内衣行业的研发费用率几乎都在 3.5% 以上。我们预计未来公司会进一步加强研发投入, 以保持俏尔在无缝服装领域的竞争力。

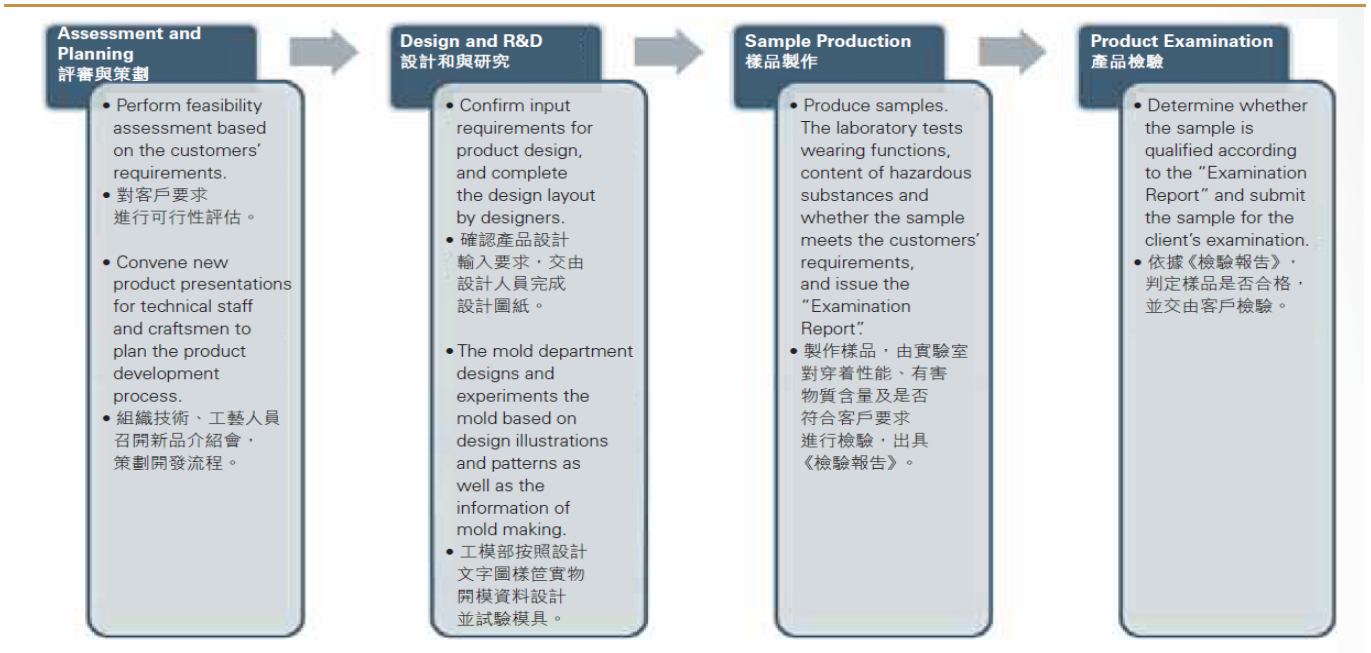
得益于主业拓展, 创新研发形式有多维度拓展可能

由于袜子生产不需要面料, 其产品创新主要集中在织法和原料的组合技术上, 从而实现在袜子的结构设计、外观设计以及功能性和束缚性上的突破。目前, 健盛更多采取的是校企合作的形式去做研发。健盛与浙江理工大学联合成立科技研发中心和实习基地, 致力于新产品开发, 着力于基于相变调温机理的功能性袜子、木棉保暖蓬松罗口袜、具有驱蚊功能的专户外运动袜、高效集成袜子工艺设备、保暖干爽双层袜、足底保健袜、足弓保健袜等项目研究与开发。

图 52: 健盛研发投入上升明显



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 53: 维珍妮 IDM 生产流程


数据来源：公司公告，西南证券整理

不同于校企合作研发形式，维珍妮拥有行业唯一一个国家实验室，两栋研发大楼一栋负责设计，一栋负责制样，分别拥有自己的专业设计部、电脑模具设计部、制样设计部等，同时为其重点客户维多利亚的秘密提供了整个楼层进行产品设计。同时，实验室配备各种传感器等高科技设备，用来量化运动过程中，胸罩的减震作用等各种指标。与其创新能力同时匹配的是其不断更新的数字管理系统——内部流程安排系统（SAP）、FastReact 生产控制系统（可视化共享计划系统），RFID 系统和高效率生产计划系统等。目前维珍妮的一般交货期为 60-120 天，维密产品能达到 35 天，阿迪达斯的 5-6 成产品在 2020 年能达到 45 天交货。而健盛利用精益生产应用、SAP 应用、IE 应用、运用目标绩效的过程化管理 OPPM 工具，同时加上上游供应链的延伸，使交货期除去备货流程能够保证为 3 个月。

在整体创新价值链的设计上，维珍妮采用的是一种叫做 IDM（Innovation Design Manufacturer）的生产模式。从产品需求调研开始，公司提供包括产品研发、技术创新、组织生产、质量检验、物流分发在内的一整套供应链服务，这套服务模式从“创新”“速度”“质量”三个层面保证维珍妮的生产。虽然两者在物料和面料上都不做独立的创新，但 IDM 服务模式另维珍妮已经与上游供应商及下游客户一起同时合作开始面料创新和研发。正是这样一套服务体系，使得维珍妮能够与上下游紧密联系起来，深入了解客户需求，不断推陈出新，适应潮流，成为少数的能够配合客户快速发展的制造商，从而帮助维珍妮获得更多客户，拓展更多的合作品类。

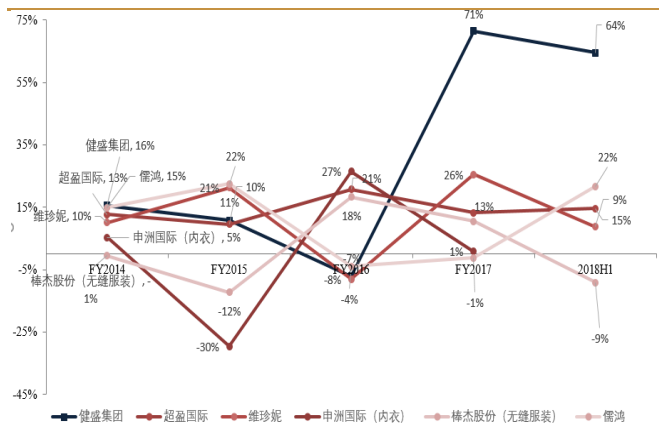
棒杰除了与浙江理工大学、东华大学合作成立了“产”“学”“研”研发基地外，也采用了与供应链上下游紧密结合的产品创新方式。不仅已经参与到下游品牌运营商的新产品设计开发中，还通过产业链延伸拓展至上游纤维的生产开发过程中，并且与全球无缝针织设备核心供应商意大利 Santoni 公司及其在中国总代理香港中大在无缝织造技术方面保持紧密的合作。

俏尔的收购会拓展健盛未来在研发模式上的可能，健盛在业务模式上虽然也采用了相应的 ODM (Original Design Manufacturer) 模式，但相比于 IDM 模式来说，ODM 模式研发的自主性更小，制造商与客户、采购商的关系更多是单向的，缺少对于利益共同体的认识，这可能导致健盛在研发创新上的效果和速度上比不过维珍妮和棒杰，但这也是和袜子行业的特性有关。而无缝内衣的生产本身就要求很强的技术性，比如无痕方面的粘胶技术的创新。因此，我们认为伴随着公司对于无缝服装的拓展越来越多以及尝试性地要往运动类产品延伸，公司未来在研发形式上也会加强和下游的联系。比如俏尔有以色列的研发团队、DELTA 的研发顾问驻扎，通过客户的驻扎公司能更好地满足客户的需求，与客户合作开发产品。

4 财务分析

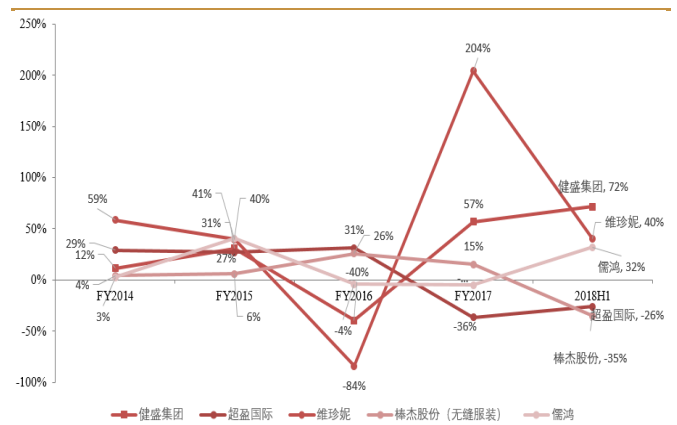
公司由于 16 年遭受迪卡侬大订单的流失，17 年以后迅速调整客户管理战略，拓展客户资源，加上俏尔婷婷并表，导致 17/18 年公司营收增长迅速，超过同行其他相似企业。另一方面，考虑到 15 年以来对越南产能建设的投入，其近年来扣非净利润增速也令人满意，17 年扣非净利润增长 57%，18 年前三季度增长 51%，高于同业水平。

图 54：2016 年来公司营收起伏最大



数据来源：Wind，西南证券整理

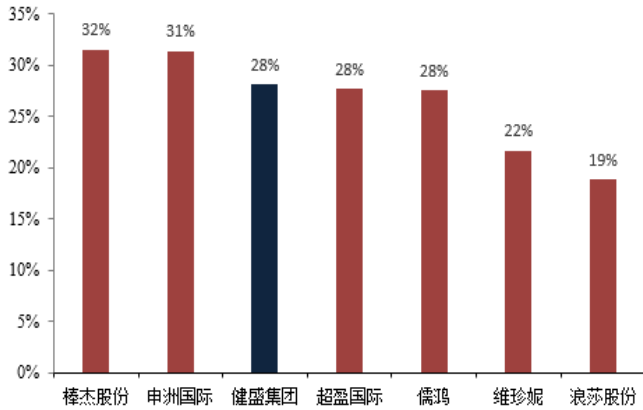
图 55：公司近年来扣除非经常性损益净利润增速快



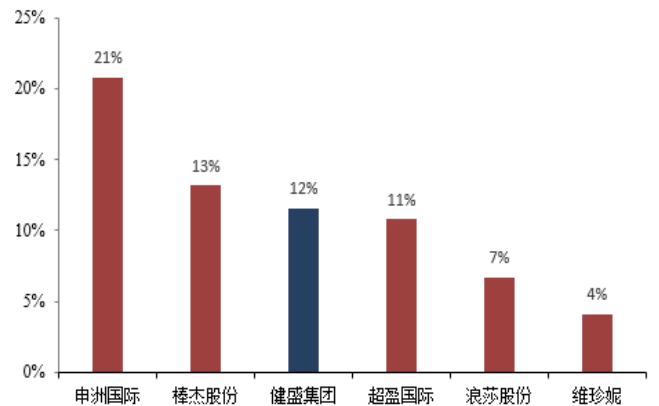
数据来源：Wind，西南证券整理

4.1 公司盈利能力处于行业中游，研发费用逐年增加

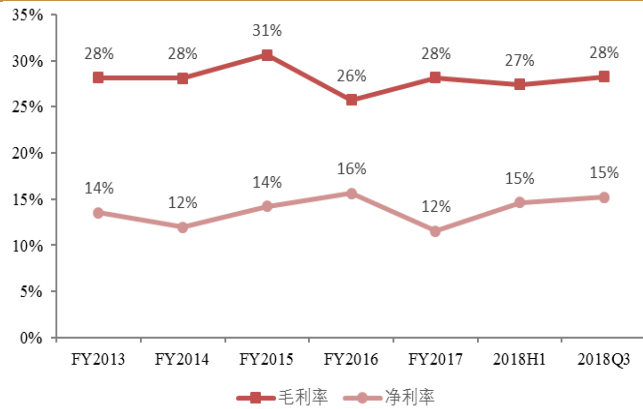
公司盈利能力较强，2017 年毛利率为 28%，位于行业第三，比行业领头申洲国际少 3pct，比竞争对手棒杰股份低 4pct，但比维珍妮要高 6pct。净利率也属于行业中游，与棒杰相似。其中，棉袜业务毛利率 28.3%，家居服饰及其他 22.5%，无缝内衣业务 28.3%。此外，虽然公司主要业务专注于海外，但境内毛利率近年来普遍高于境外。公司毛利率和净利率维持得相对稳定，2018 年前三季度毛利率 28.3%，比去年同期降低 85bp，净利率上升 123bp，达到 15.2%。

图 56: 公司 2017 年毛利率属于行业中上游


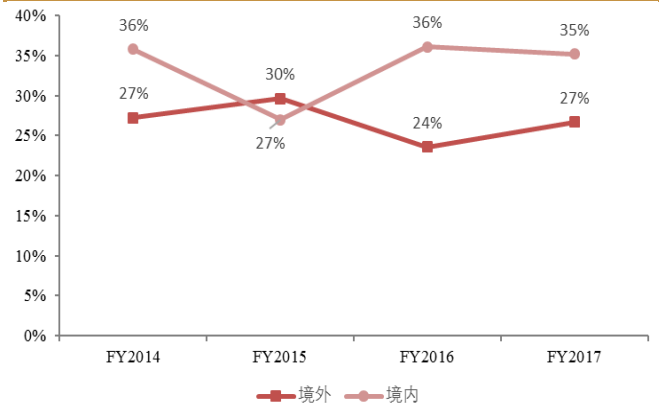
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 57: 公司 2017 年净利率属于行业中上游


数据来源: Wind, 西南证券整理

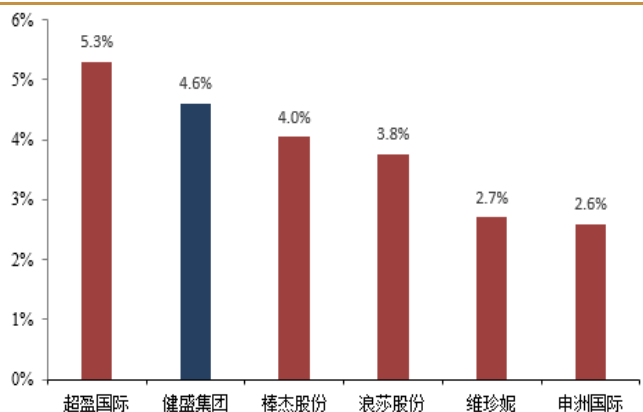
图 58: 公司毛利率、净利率较稳定


数据来源: Wind, 西南证券整理

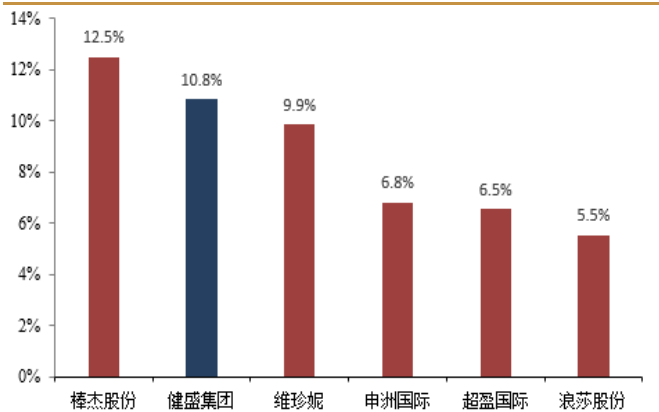
图 59: 公司境内销售毛利率高于境外毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

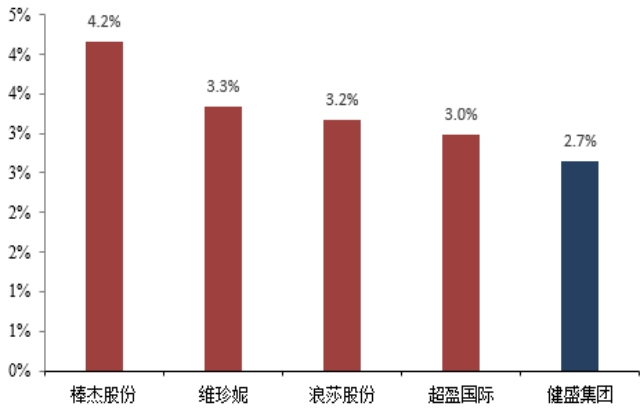
在费用开支上, 2017 年公司销售费用率比行业均值偏高 (主要是由于), 管理费用位居行业第二 (主要是由于兼并俏尔婷婷工资薪酬和营收增加导致的包干费、运输费的增加)。

图 60: 公司 2017 年销售费用率较高


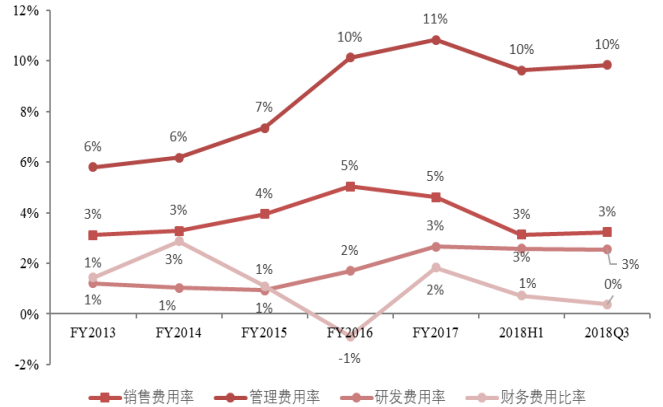
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 61: 公司 2017 年管理费用率第二


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 62: 公司 2017 年研发费用率位于行业下游


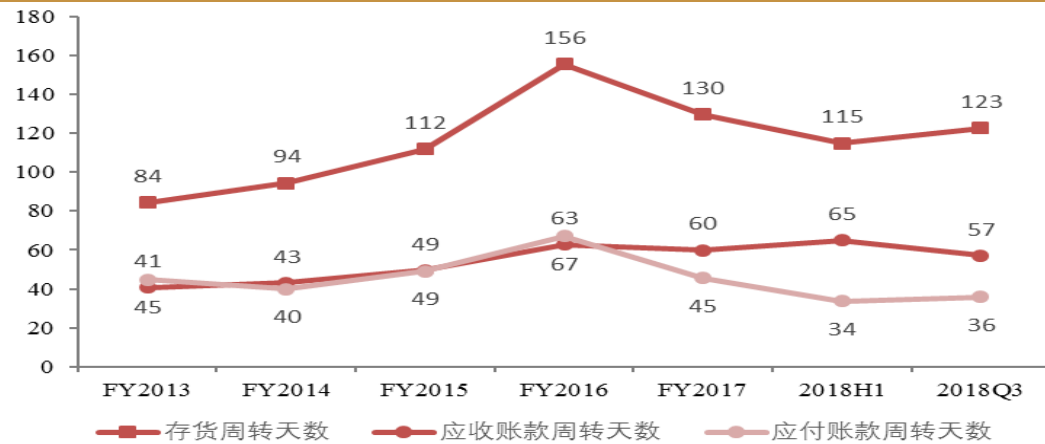
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 63: 公司研发费用与管理费用逐年增加


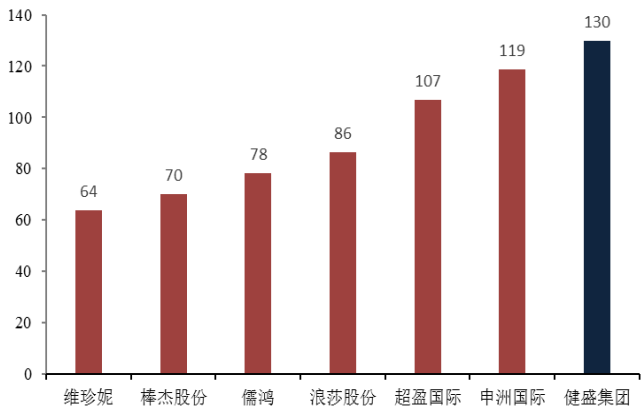
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 公司运营能力一般，需要加强存货和下游客户管理

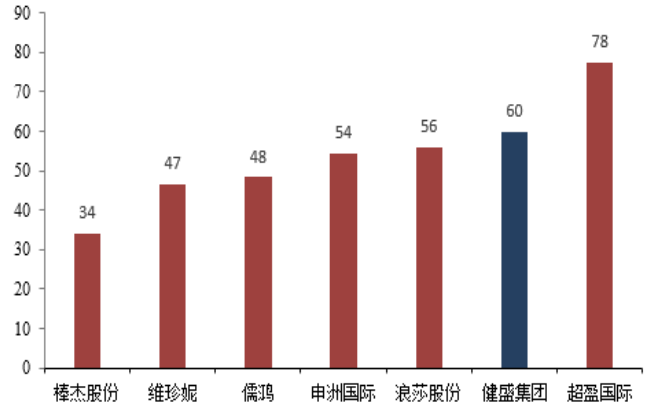
公司运营能力，在行业中对比来看，表现欠佳。由于公司的交货期基本在 3 个月，因此公司的存货周转天数就在 120 天附近。而由于公司近些年向上游产业链不断延伸，公司的存货周转天数也越来越长。公司应收账款周转天数稳中有升，说明公司对于下游客户的议价力有待提升。

图 64: 公司营运能力近年表现 (单位: 天)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 65: 公司存货管理欠佳 (单位: 天)


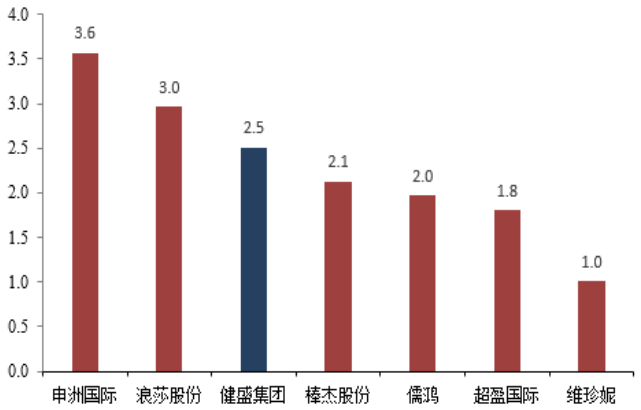
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 66: 公司应收账款周转欠佳 (单位: 天)


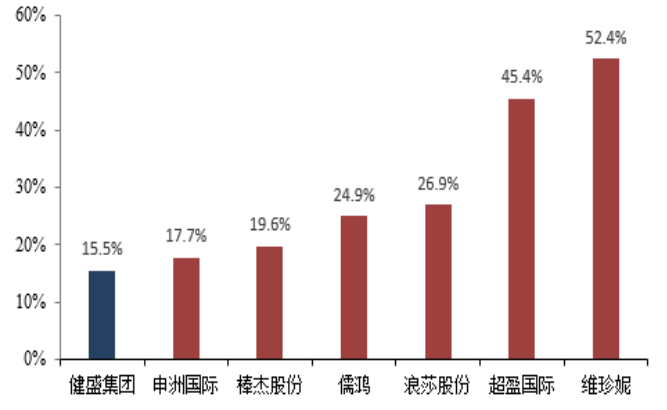
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.3 偿债能力: 流动资金充足, 长期债务占比下降, 无偿债风险

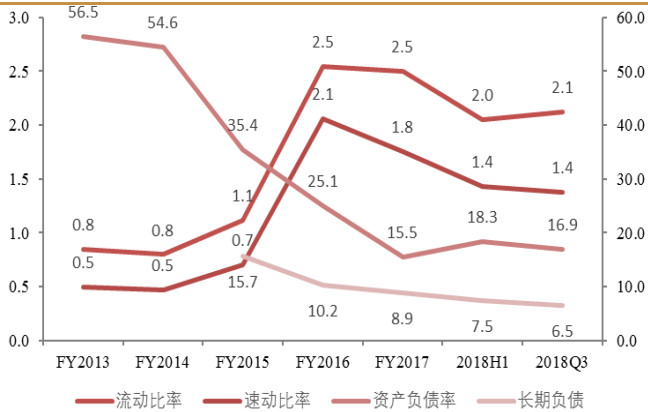
公司偿债能力良好, 17 年流动比率占行业上游, 为 2.5, 资产负债率最低, 仅有 15.5%。从短期偿债和长期偿债能力上看, 都不存在问题。其经营活动现金流一直比较稳定, 2018 年前三季度经营活动现金流占总营业收入的 20%。此外, 其偿债能力近年来保持稳定, 16 年以来对闲置资金的利用率也在逐年提高, 使得流动比率和速动比率略有下降。

图 67: 公司 2017 年流动比率


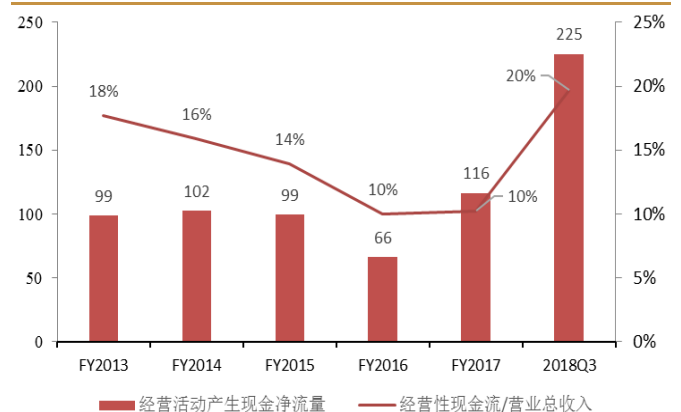
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 68: 公司 2017 年资产负债率最低


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 69: 公司近年来偿债能力不断上升


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 70: 公司经营活动现金流逐年上升


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 袜子和无缝内衣在越南工厂 19 年投产, 预计 18-20 年产能扩充复合增速分别为 11% 和 21%;

假设 2: 棉袜和无缝内衣价格每年有 5% 的上升;

假设 3: 人民币汇率不会出现大幅度贬值。

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
棉袜	收入	924.4	1073.6	1182.1	1335.0
	增速	41.5%	16.1%	10.1%	12.9%
	成本	662.7	778.3	851.1	961.2
	毛利率	28.3%	27.5%	28.0%	28.0%
无缝内衣	收入	187.8	515.2	818.1	1061.4
	增速		174.3%	58.8%	29.7%
	成本	134.6	355.5	564.5	732.3
	毛利率	28.3%	31.0%	31.0%	31.0%
合计	收入	1138.0	1588.8	2000.2	2396.4
	增速	71.4%	39.6%	25.9%	19.8%
	成本	818.0	1131.2	1415.6	1693.6
	毛利率	28.1%	28.6%	29.2%	29.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 15.9、20.0 和 24.0 亿元, 归母净利润分别为 2.0、2.6 和 3.0 亿元, EPS 分别为 0.49、0.61 和 0.74 元, 对应 PE 分别为 22、18 和 15 倍。考虑到公司未来 3 年利润复合增速为 33%, 而公司为袜子和无缝服装龙头企业, 给予公司 2019 年 22 倍估值, 对应目标价 13.4 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
2199.HK	维珍妮	5.82	0.2	0.28	0.42	0.78	34.9	20.6	13.9	7.5
2111.HK	超盈国际	2.19	0.44	0.29	0.28	0.33	13.4	16.4	7.9	6.6
1476.TW	儒鸿	334.5	11.12	16.17	18.32	20.30	21.8	20.7	18.3	16.5
2313.HK	申洲国际	93.6	2.53	3.09	3.68	4.41	24.9	26.4	22.0	18.6
平均值							56.5	18.5	10.9	7.1

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

- 1) 产能扩张不及预期;
- 2) 客户订单波动的风险;
- 3) 汇率波动的风险;
- 4) 海外企业经营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1138.01	1588.75	2000.17	2396.39	净利润	131.51	203.32	255.46	307.61
营业成本	818.03	1133.81	1415.58	1693.56	折旧与摊销	90.57	166.65	166.65	166.65
营业税金及附加	11.78	16.58	20.82	24.97	财务费用	20.80	6.81	14.40	14.92
销售费用	52.42	68.32	80.01	95.86	资产减值损失	5.27	0.00	0.00	0.00
管理费用	123.29	166.49	213.15	253.25	经营营运资本变动	183.83	-195.59	-224.40	-195.80
财务费用	20.80	6.81	14.40	14.92	其他	-315.59	-15.98	-19.65	-25.10
资产减值损失	5.27	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	116.39	165.20	192.46	268.28
投资收益	8.99	15.00	20.00	25.00	资本支出	-1147.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.02	-0.01	-0.02	-0.01	其他	1012.32	10.60	21.06	21.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-135.55	10.60	21.06	21.63
营业利润	131.28	211.73	276.20	338.82	短期借款	-154.34	-198.00	0.00	0.00
其他非经营损益	25.04	35.12	31.76	32.88	长期借款	-2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	156.32	246.85	307.97	371.71	股权融资	874.84	0.00	0.00	0.00
所得税	24.81	43.54	52.50	64.10	支付股利	-37.05	-26.30	-40.66	-51.09
净利润	131.51	203.32	255.46	307.61	其他	-665.48	30.29	11.65	-7.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	15.98	-194.01	-29.01	-58.17
归属母公司股东净利润	131.51	203.32	255.46	307.61	现金流量净额	-50.41	-18.21	184.50	231.75
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	269.52	251.31	435.80	667.55	成长能力				
应收和预付款项	304.22	408.53	520.99	621.47	销售收入增长率	71.44%	39.61%	25.90%	19.81%
存货	334.55	465.85	581.79	696.61	营业利润增长率	67.21%	61.29%	30.45%	22.67%
其他流动资产	215.93	301.46	379.53	454.71	净利润增长率	26.91%	54.61%	25.65%	20.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	85.65%	58.74%	18.71%	13.81%
投资性房地产	17.00	17.00	17.00	17.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1217.77	1086.23	954.70	823.16	毛利率	28.12%	28.63%	29.23%	29.33%
无形资产和开发支出	891.06	859.00	826.94	794.88	三费率	17.27%	15.21%	15.38%	15.19%
其他非流动资产	33.36	34.70	30.58	30.88	净利率	11.56%	12.80%	12.77%	12.84%
资产总计	3283.41	3424.08	3747.33	4106.26	ROE	4.74%	6.85%	8.02%	8.94%
短期借款	198.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.01%	5.94%	6.82%	7.49%
应付和预收款项	210.12	318.86	387.15	467.80	ROIC	5.54%	6.40%	8.38%	9.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.32%	24.24%	22.86%	21.72%
其他负债	101.04	136.35	176.51	198.27	营运能力				
负债合计	509.16	455.21	563.66	666.07	总资产周转率	0.40	0.47	0.56	0.61
股本	416.36	416.36	416.36	416.36	固定资产周转率	1.50	1.81	2.68	3.90
资本公积	1910.67	1910.67	1910.67	1910.67	应收账款周转率	6.02	5.36	5.21	5.06
留存收益	464.83	641.85	856.65	1113.16	存货周转率	2.76	2.82	2.69	2.64
归属母公司股东权益	2774.25	2968.87	3183.67	3440.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2774.25	2968.87	3183.67	3440.19	资产负债率	15.51%	13.29%	15.04%	16.22%
负债和股东权益合计	3283.41	3424.08	3747.33	4106.26	带息债务/总负债	38.89%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.50	3.80	4.19	4.42
					速动比率	1.76	2.56	2.92	3.16
					股利支付率	28.17%	12.94%	15.92%	16.61%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	242.65	385.19	457.24	520.39	每股收益	0.32	0.49	0.61	0.74
PE	34.45	22.28	17.73	14.73	每股净资产	6.66	7.13	7.65	8.26
PB	1.63	1.53	1.42	1.32	每股经营现金	0.28	0.40	0.46	0.64
PS	3.98	2.85	2.26	1.89	每股股利	0.09	0.06	0.10	0.12
EV/EBITDA	18.09	10.92	8.80	7.28					
股息率	0.82%	0.58%	0.90%	1.13%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn