

健盛集团 (603558.SH) / 纺织服装 客户优化&产能释放提速, 棉袜及无缝龙头成长可期

评级: 买入 (首次)

市场价格: 10.08

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,138	1,577	1,766	2,035	2,457
增长率 yoy%	71.44%	38.62%	11.96%	15.25%	20.70%
净利润	132	206	269	323	398
增长率 yoy%	26.91%	56.98%	30.45%	20.11%	23.19%
每股收益(元)	0.32	0.50	0.65	0.78	0.96
每股现金流量	0.28	0.62	0.46	0.81	1.38
净资产收益率	4.74%	7.16%	8.17%	9.25%	10.62%
P/E	32.07	20.43	15.58	12.98	10.53
PEG	0.92	0.87	0.42	0.37	0.43
P/B	1.52	1.46	1.27	1.20	1.12

备注: 数据更新至 2020.2.11

投资要点

■ **棉袜&无缝内衣制造龙头。**公司以出口为主(2018年外销占85%),通过O DM/OEM方式为世界知名品牌商及零售商提供中高端产品及专业服务(客户有Puma/迪卡侬/Uniqlo/Gap/Adidas/Nike/UA等)。2016年公司收购国内无缝内衣龙头供应商俏尔婷婷进行品类扩充,2018年棉袜/无缝内衣占比分别为64.4%/34.7%。同时公司收入业绩保持较快增长趋势,2011~2018年公司营收/归母净利润CAGR分别为21.8%/22%,其中2018年分别为15.7/2.1亿元,同增38.6%/57%。

■ **海外布局先发优势明显,产能加速释放带动收入利润双提升。**

➢ **产业转移促集中度提升,龙头先发优势明显。**纺织制造作为劳动密集型行业,对人工成本敏感度较高(2018年健盛直接人工占成本21%,较2011年+8PCTs),且整体利润率低。随着国内成本优势弱化、外贸环境不确定性增强,产能外移至新兴国家乃大势所趋。考虑到海外布局对资金、管理和人才输出要求较高,且存在先发优势,故该趋势将促使行业集中度提升,利好优先布局海外产能的龙头企业。而健盛已于2014年在越南进行产能布局,是唯一一家在越南拥有完整棉袜产业链的中国制造商,先发优势明显。

➢ **未来3年越南产能有望加速释放,成为公司业绩主要驱动力。**公司规划到2022年在越南清化/兴安分别投放袜机2000台/无缝织机330台,预计2019~2022年棉袜/无缝内衣产能CAGR分别为14%/22%,其中越南产能CAGR分别为26%/158%,占比提升至65%/44%(2019年棉袜近50%/无缝内衣暂无产能释放)。随着享受用工、税收、能源等优势的高净利率越南公司业绩占比提升,叠加越南产能加速释放,规模效应下公司整体盈利能力有望进一步提升。

■ **研发壁垒&绑定优质客户,打造长期发展基石。**

➢ **优化客户结构,聚焦运动赛道。**公司缩减价格敏感度高的快时尚订单,增加行业景气、对潮流的敏感度较低的运动产品订单(2017/18年陆续开发UA/Nike/Adidas)。目前公司运动品牌收入占比约70%,可享受客户成长红利。同时在供应商集中趋势下,公司在客户中的渗透率有望持续提升。

➢ **加强研发设计合作,深度绑定优质客户。**公司已与众多国际知名服装品牌建立长期战略合作(部分合作时间超10年),随着研发能力的不断提升,公司有望与更多品牌在前期间接合作的基础上,增加直接合作(2019年与Uniqlo转为直贸,并成立其专属设计研发中心),不但可提升公司在客户端的渗透率,还能增强议价能力,提升利润空间。同时有利于为新客户开发形成示范效应,为公司业务增长打下良好基础。

■ **公司为行业龙头,且主业棉袜和无缝内衣需求受经济波动影响较小。**短期看,公司可通过越南产能扩张抢占市场份额,且整体盈利能力有望随高净利率越南收入占比增加而提升。长期看,公司聚焦高景气运动行业,通过加强研发能力深度绑定优质客户,持续提升在客户中的份额。预计2019/20/21年净利润为2.69/3.23/3.98亿元,分别同增30.45%/20.11%/23.19%,对应EPS分别为0.65/0.78/0.96元,现价对应PE 16/13/11倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

■ **风险提示:**下游客户需求回落,海外产能扩产进度不及预期,原材料、员工薪资等成本增长过快,导致业绩增长不及预期;行业竞争加剧,导致订单流失。

基本状况

总股本(百万股)	416
流通股本(百万股)	384
市价(元)	10.08
市值(百万元)	4197
流通市值(百万元)	3873

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 2019年中期策略: 优选细分领域, 聚焦行业龙头

2 2019年度策略: 顺势而为, 聚焦龙头

内容目录

公司介绍：棉袜龙头&无缝内衣龙头	- 5 -
公司发展历程.....	- 5 -
拓展业务范围，国内外均实现较快发展.....	- 5 -
海外布局先发优势明显，产能加速释放带动收入利润双提升	- 8 -
公司加大海外布局，越南产能加速释放.....	- 8 -
越南成本优势明显，有望带动公司利润率提升.....	- 10 -
产能转移提速，促行业集中度提升，利好龙头企业.....	- 12 -
研发壁垒&绑定优质客户，保障公司长期发展	- 15 -
对标申洲国际：十五年成长百倍的成衣制造巨头.....	- 15 -
棉袜业务：行业集中度提升，强者愈强.....	- 18 -
无缝内衣：板块景气度高，中高端竞争优势强.....	- 19 -
优质客户资源，保障订单持续增长.....	- 21 -
投资建议	- 24 -
风险提示	- 25 -

图表目录

图表 1: 健盛集团发展历程	- 5 -
图表 2: 健盛集团历年收入及增速	- 6 -
图表 3: 健盛集团历年归母净利润及增速	- 6 -
图表 4: 健盛集团分产品收入占比	- 6 -
图表 5: 健盛集团分产品、俏尔婷婷收入增速	- 6 -
图表 6: 健盛集团分业务主要客户	- 7 -
图表 7: 健盛集团分地区收入占比	- 7 -
图表 8: 健盛集团分地区收入增速	- 7 -
图表 9: 健盛集团利润率水平	- 8 -
图表 10: 健盛集团费用率水平	- 8 -
图表 11: 2011-2019 年美元兑人民币汇率	- 8 -
图表 12: 健盛集团规划产能拆分及预测	- 9 -
图表 13: 健盛集团产能利用率拆分	- 9 -
图表 14: 健盛集团产销率拆分	- 9 -
图表 15: 健盛集团成本拆分	- 10 -
图表 16: 2018 年主要纺织制造公司人力成本占收入比及净利率	- 10 -
图表 17: 1990-2018 年韩国纺织品出口占比及国民收入 (十万亿韩元)	- 10 -
图表 18: 2018 年中国、越南制造业人均工资 (元/月)	- 11 -
图表 19: 2006~2018 年越南制造业人口占比	- 11 -
图表 20: 中越关税贸易条件对比	- 11 -
图表 21: 中越能源费用及税收成本对比	- 12 -
图表 22: 越南健盛净利润 (万元) 及其占公司整体净利润的比 (%)	- 12 -
图表 23: 2012-2018 年 Nike 鞋类产品中国、越南采购占比%	- 13 -
图表 24: 2012-2018 年 Adidas 鞋类产品中国、越南采购占比%	- 13 -
图表 25: 1998-2018 年中国/越南 (右) 纺织产品出口规模 (亿美元)	- 13 -
图表 26: 2018 年中国与越南、土耳其、印度纺织服装出口规模 (亿美元) ..	- 13 -
图表 27: 健盛集团海外投资情况	- 14 -
图表 28: 越南最低工资标准逐年上涨	- 14 -
图表 29: 申洲国际股价及 PE 情况	- 16 -
图表 30: 申洲国际前四大客户集中度	- 16 -
图表 31: 2018 年申洲国际占核心客户的采购份额	- 16 -
图表 32: 主要纺织制造上市公司毛利率对比	- 17 -
图表 33: 健盛集团股价表现, 及 PE、EPS 情况	- 17 -

图表 34: 全球棉袜主要出口国出口金额占比.....	- 18 -
图表 35: 2018 年健盛棉袜出口数量占我国比例.....	- 18 -
图表 36: 国内外棉袜市场格局	- 18 -
图表 37: 我国棉袜主要出口金额、数量及均价(右).....	- 19 -
图表 38: 健盛棉袜出口价格 vs 全国均价 (美元/双)	- 19 -
图表 39: 国内外主要棉袜竞争对手.....	- 19 -
图表 40: 全球无缝内衣主要出口国出口金额占比	- 20 -
图表 41: 2018 年我国无缝内衣主要出口方向.....	- 20 -
图表 42: 全球无缝内衣市场格局.....	- 20 -
图表 43: 国内外主要棉袜竞争对手.....	- 21 -
图表 44: 2009-2022E 各国服装行业及运动品类增速.....	- 21 -
图表 45: 健盛集团运动品类收入占比及预测.....	- 21 -
图表 46: 健盛集团核心客户整体营收增速.....	- 22 -
图表 47: 健盛集团核心客户大中华或亚地区营收增速.....	- 22 -
图表 48: Nike 代工厂数量及第一大工厂占比	- 22 -
图表 49: 健盛集团研发费用及增长率.....	- 23 -
图表 49: 健盛集团与核心客户合作情况.....	- 23 -
图表 51: 收入拆分及预测表 (百万元)	- 24 -
图表 52: 可比公司估值	- 25 -
图表 53: 财务报表 (百万元)	- 26 -

公司介绍：棉袜龙头&无缝内衣龙头

公司发展历程

- 健盛集团作为国内棉袜及无缝内衣龙头，主要通过 ODM/OEM 方式为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供中高档产品及专业服务。从公司发展历程看，可主要分为三个阶段：

1) 1994~2013 年为公司起步期，专注棉袜业务，积累海内外客户资源。

2) 2014 年起为海外产能扩张期，公司把握产能转移的行业趋势，率先走出国门，在越南进行产能布局，目前海外棉袜产能占比近 50%。

3) 2016 年起为多品类发展期，在保证棉袜主业健康发展的同时，公司通过全资收购国内技术领先的无缝内衣供应商俏尔婷婷，拓宽产品品类，进一步提升市场竞争力。

图表 1：健盛集团发展历程

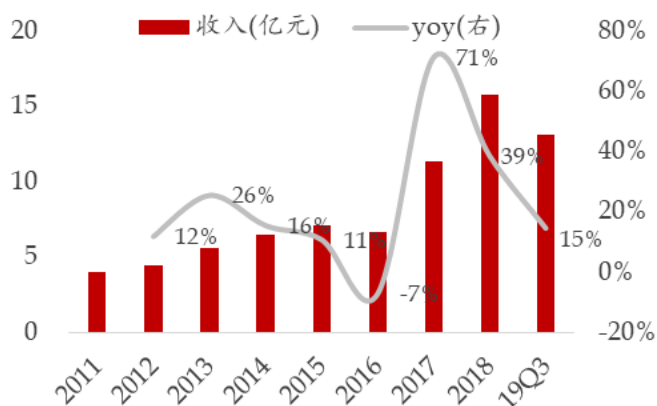


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

拓展业务范围，国内外均实现较快发展

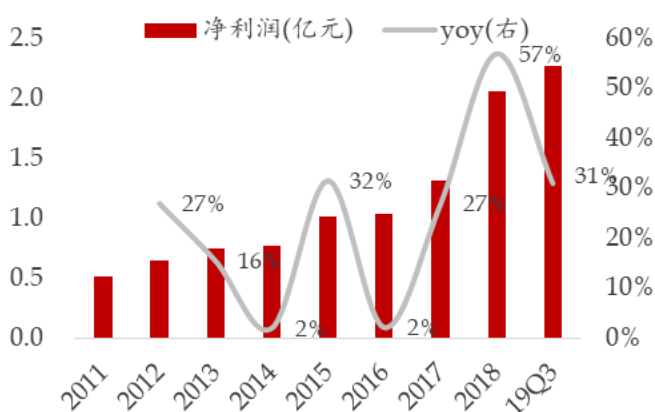
- 2018 年公司分别实现营收/归母净利润 15.7/2.1 亿元，同比增长 38.6%/57%。从历史数据看，公司收入及净利润整体保持较快增长趋势，2011~2018 年 CAGR 分别为 21.8%/22%。2016 年收入放缓明显(-7.1%)，主要因部分海外订单流失所致。但公司快速调整产品结构（提高运动品类占比）、积极开拓新客户，同时国内外产能加速释放、俏尔婷婷并表，因此在 2017 年收入/净利润均快速回升，增速分别为 71.4%/26.9%（剔除俏尔婷婷 2017.8 并表影响，收入增速为 43.1%）。

图表 2: 健盛集团历年收入及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

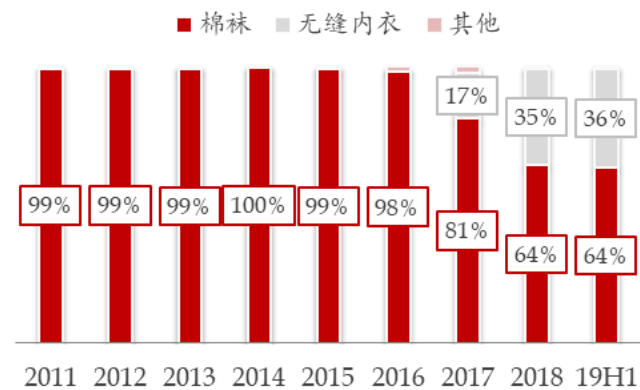
图表 3: 健盛集团历年归母净利润及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

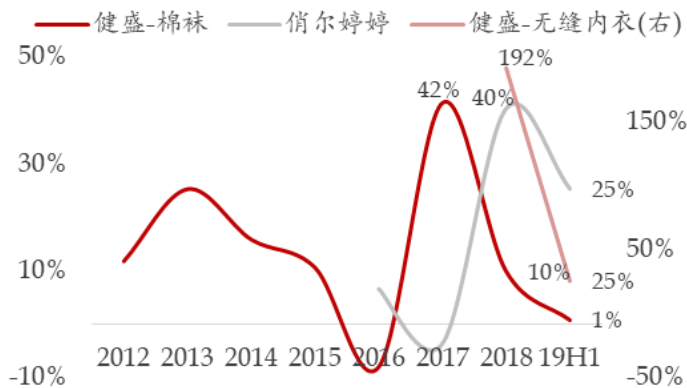
- 分业务看, 2018 年公司棉袜/无缝内衣收入分别为 10.2/5.5 亿元, 占比分别为 64.4%/34.7%。凭借领先的技术及产品优势, 公司拥有优质的客户资源: 1) 棉袜下游客户含 H&M、麦德龙、太平洋等国际知名厂商, 以及 Puma、Uniqlo、Gap、Adidas、Nike 等国际知名品牌; 2) 无缝内衣下游客户主要为 Uniqlo、迪卡侬、UA、Delta 等。两项主业具有多个共同大客户, 有利于未来业务协同发展。

图表 4: 健盛集团分产品收入占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 健盛集团分产品、俏尔婷婷收入增速



来源: 公司公告, 天眼查, 中泰证券研究所; 注: 2019H1 棉袜增速放缓主要受国内产能搬迁影响, 5 月底江山产业园已完成建设; 海外仍保持快速增长。

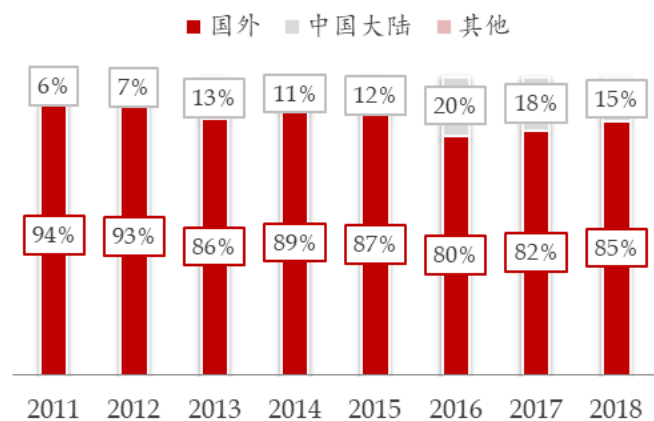
图表 6: 健盛集团分业务主要客户



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

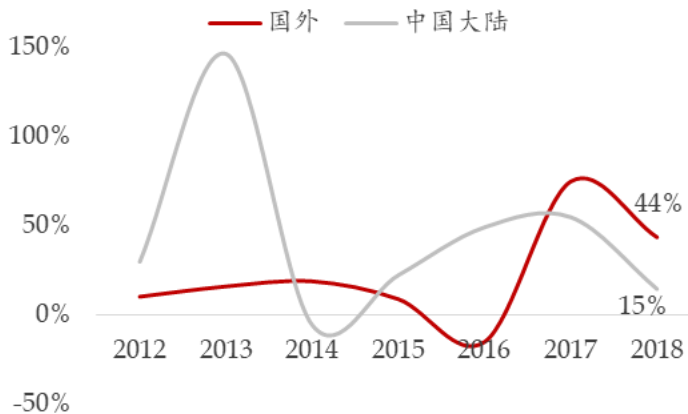
- 分地区看, 公司以出口业务为主, 2018 年海外业务占比达 85%, 2016 年占比有所下滑主要因海外同行业公司货币贬值, 价格优势明显, 部分外销订单流失所致, 但 2017~2018 年公司一方面积极开拓新客户, 打开美国市场 (如 2017 年开发 Stance、UA, 2018 年开发 Nike、GAP 等), 另一方面得益于日本 (冈本)、欧洲 (迪卡侬、Puma) 需求复苏, 大客户订单回流, 带动海外业务快速增长 (2017/2018 年海外收入分别同增 75.1%/43.8%)。

图表 7: 健盛集团分地区收入占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

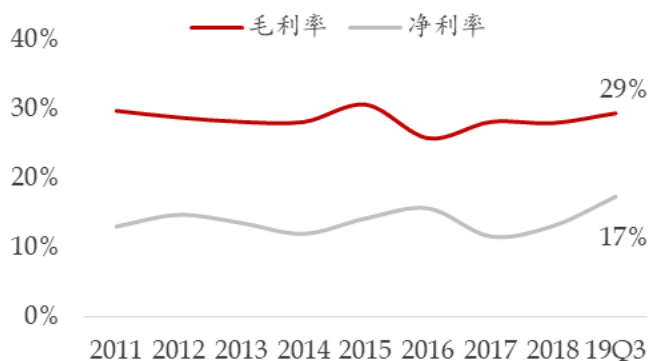
图表 8: 健盛集团分地区收入增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

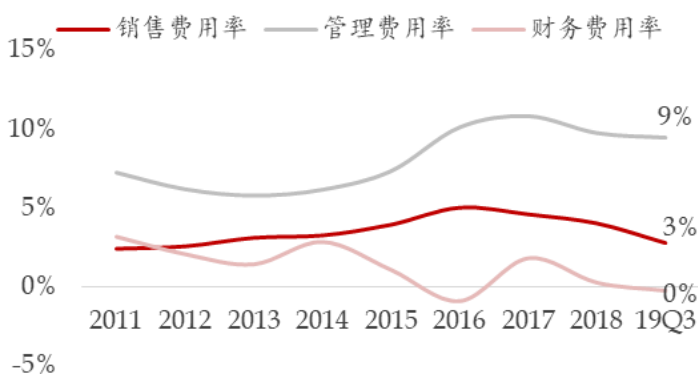
- 从利润端看, 公司毛利率较为稳健, 而净利率水平稳中有升, 至 2018 年毛利率/净利率分别为 28%/13.1%。未来随净利率更高的海外产能释放带来的规模效应, 以及海外业务盈利能力提升, 有望进一步驱动公司整体利润率提升。从费用端看, 2016~2017 年公司管理费用率有所提升, 是由于合并俏尔婷婷后对应的工资薪酬增加, 以及公司加大研发投入所致。而财务费用率波动较大, 主要是受人民币汇率波动影响, 人民币贬值, 汇兑收益增加。

图表 9: 健盛集团利润率水平



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 健盛集团费用率水平



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 2011-2019 年美元兑人民币汇率



来源: wind, 中泰证券研究所

海外布局先发优势明显, 产能加速释放带动收入利润双提升

公司加大海外布局, 越南产能加速释放

- 未来 3 年越南产能增长为公司业绩主要驱动力。预计至 2019 年底, 公司棉袜海外产能达到 1.5 亿双, 占比同比提升 12PCTs 至 48%。而国内产能受外贸因素影响, 2019 年部分美国客户订单转向越南, 导致同比有所下滑。到 2022 年, 公司规划在越南清化/兴安分别新增棉袜产能 3 亿双/无缝内衣 2000 万件, 因此我们预计 2019~2022 年棉袜/无缝内衣整体产能 CAGR 分别为 14%/22%。分地区看:

 - 越南: 预计 2019~2022 年棉袜产能分别实现 1.5/2/2.5/3 亿双, CAGR 为 26%, 占比提升至 65%; 无缝内衣 2020~2022 年产能分别实现 300/1000/2000 万件, CAGR 达 158%, 占比提升至 44%。
 - 国内: 预计在产能规模保持稳定的情况下(棉袜/无缝内衣产能分别保持在 1.6 亿双/2500 万件左右), 随着各地产能的整合集中(将杭州产能搬迁至江山工业园), 以及工厂自动化程度的加深, 经营效率有望提升。

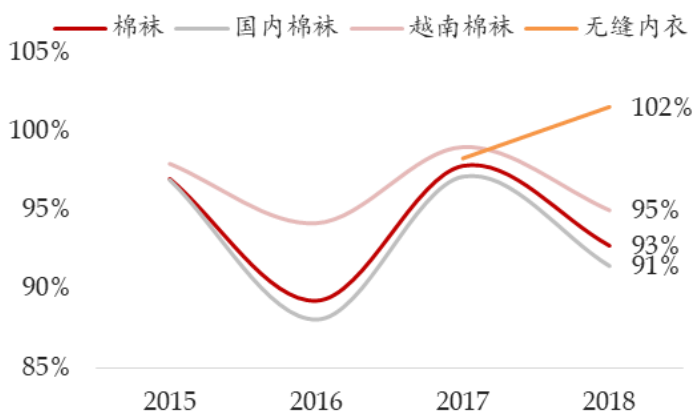
图表 12: 健盛集团规划产能拆分及预测

(万双/万件)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
棉袜产能	19,200	20,450	26,150	30,230	31,000	36,000	41,000	46,000
yoy%		7%	28%	16%	3%	16%	14%	12%
国内产能	18,000	16,450	16,650	19,230	16,000	16,000	16,000	16,000
yoy%		-9%	1%	15%	-17%	0%	0%	0%
占比	94%	80%	64%	64%	52%	44%	39%	35%
越南产能	1,200	4,000	9,500	11,000	15,000	20,000	25,000	30,000
yoy%		233%	138%	16%	36%	33%	25%	20%
占比	6%	20%	36%	36%	48%	56%	61%	65%
无缝内衣			829	2,300	2,500	2,800	3,500	4,500
yoy%				177%	9%	12%	25%	29%
国内产能			829	2,300	2,500	2,500	2,500	2,500
yoy%				177%	9%	0%	0%	0%
占比				100%	100%	89%	68%	51%
越南产能						300	1,000	2,000
yoy%							233%	100%
占比						11%	32%	49%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所预测

- 公司订单供不应求, 保持高效产能利用率及产销率。**近几年, 在产能快速增长的同时各业务板块产销率均保持在 95% 以上, 得益于核心客户终端市场景气度高且供应集中趋势明显, 以及新客户的不断开拓 (2016~2018 年前五大客户收入+102.8%, 而占比-9.6PCTs 至 56.9%), 保障了新增产能的持续消化。分业务看, 无缝内衣订单供不应求, 目前仍需外协产能以满足客户需求, 其产销率及产能利用率均超过 100%。棉袜方面, 越南产能利用率保持在 95% 以上, 考虑到外贸不确定性较强, 海外订单或将持续饱和。

图表 13: 健盛集团产能利用率拆分



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 健盛集团产销率拆分

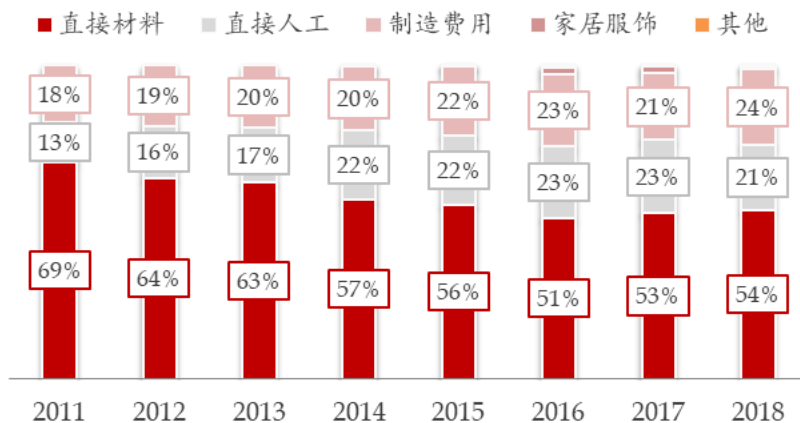


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

越南成本优势明显，有望带动公司利润率提升

- 从生产成本看，公司对人工费用敏感度较高。随着公司生产经营规模的扩大，原材料价格变动以及规模效应下使用效率提升，使其在 2011 至 2018 年间占成本比下降 15PCTs。另一方面，受人员工资、物价大幅上涨，环保标准日趋严格等影响，直接人工和制造费用占比分别提升 8/6PCTs。

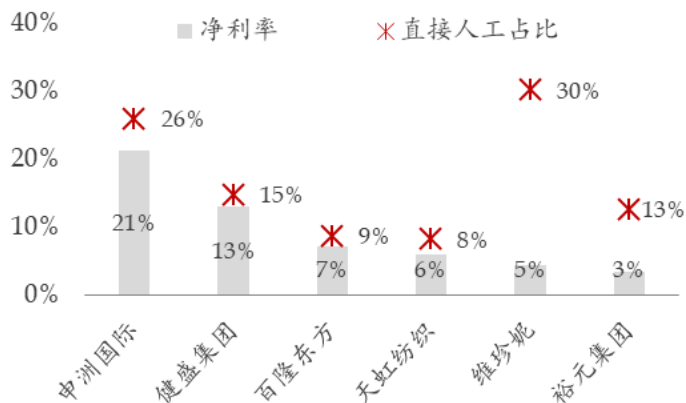
图表 15: 健盛集团成本拆分



来源：公司公告，中泰证券研究所

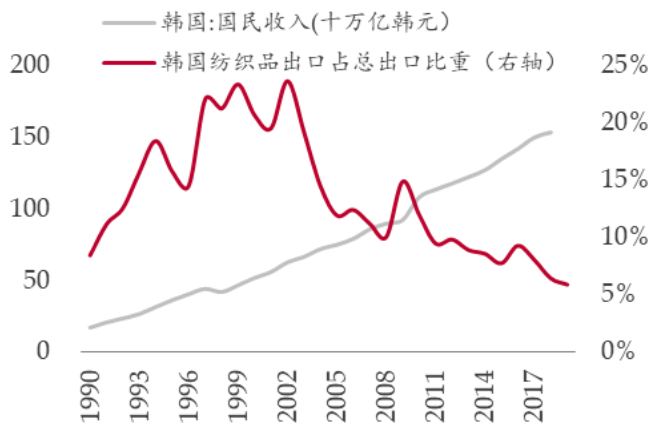
- 产能外移至新兴国家，乃大势所趋。纺织制造作为劳动密集型行业，且整体利润率偏低，因此随国家经济发展，人力成本提升，其呈现出发达国家向新兴市场或发展中国家转移的趋势。如 20 世纪 60 年代，日本纺织服装业在制造业和出口比重中分别占比 24.6%和 50%；而到 1998 年，分别降至 3%和 3%；后起的韩国亦然，20 世纪末期纺织制造占韩国出口比重接近 25%，而到 2018 年不到 8%。

图表 16: 2018 年主要纺织制造公司人力成本占收入比及净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所；注：申洲国际数据为员工总成本，包括行政及管理人员。

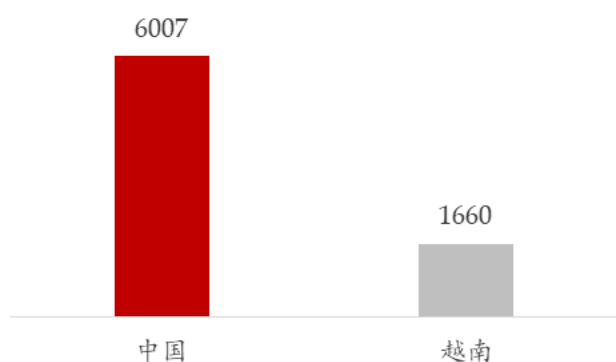
图表 17: 1990-2018 年韩国纺织品出口占比及国民收入 (十万亿韩元)



来源：wind，中泰证券研究所

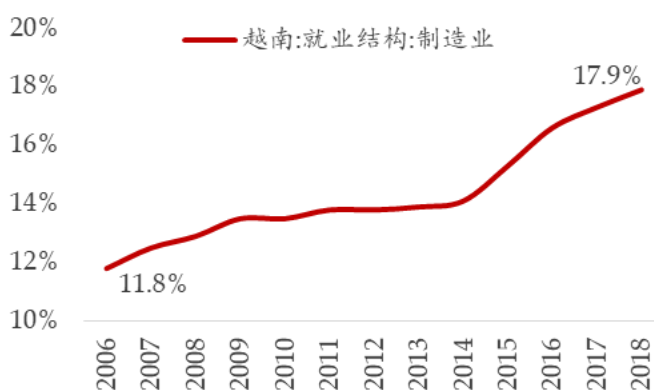
- **劳动力优势:** 1) 人力成本低, 2018 年越南制造业人均工资约为中国的 1/3。同时, 2018 年中国 (9516 美元) 人均 GDP 为越南 (2567 美元)、印度 (2010 美元)、孟加拉国 (1698 美元)、柬埔寨 (1510 美元) 等新兴制造业国家的 3~7 倍, 人力成本持续攀升, 削弱了国内纺织产业竞争力。2) 越南青壮年及女性人口多, 制造业从人占比不断提升。从年龄看, 中国 15-59 岁适龄就业人口占比为 64%, 较 2011 年的 70% 下降 6PCTs。而越南的人口结构年轻化程度更高, 同时越南女性人口比男性多 (2018 年越南/中国女性占比分别为 50.6%/48.9%), 更适合女工较多的纺织企业发展。从制造业人口占比看, 越南占比逐年提升, 2018 年达 17.9%, 而中国同期仅为 12.3%。

图表 18: 2018 年中国、越南制造业人均工资 (元/月)



来源: Trading Economics, 中泰证券研究所

图表 19: 2006-2018 年越南制造业人口占比



来源: wind, 中泰证券研究所

- **外贸优势:** 发达国家对新兴国家的贸易条件更优, 在中美贸易不确定性推动下, 该优势进一步凸显。越南政府为促进本国出口贸易, 与多个国家积极签署自由贸易协定, 部分国家甚至享受零关税的优惠政策, 如越南纺织服装产品出口日本和澳大利亚关税为 0%。欧盟给予越南特惠贸易待遇, 签订越欧自由贸易协定 (VEFTA) 后, 99% 的商品将降至零关税。对美出口方面, 多数国际品牌客户为避免中美贸易的不确定性, 纷纷将订单转移至东南亚。因此, 公司积极扩张越南产能, 承接转移订单, 可更好的服务国际客户。

图表 20: 中越关税贸易条件对比

	越南	中国
对欧盟	《欧盟-越南自由贸易协定》签订后, 两者 99% 货物将全面零关税, 并提请欧洲议会于 2019 年初批准该协定	中国对欧盟纺织品出口有 12% 关税
对 TPP 国家	签约国之间 95% 的货物实行零关税。	以日本为例, 对中国纺织服装产品征收 4~20% 的进口关税
对 TPP 政策		
对美国	越南 2006 年开始为美国最惠国, 纺织服装产品都按照最惠国关税	中国有 1000 余个税号的纺织服装产品在第二批 2000 亿美元关税加征中, 在原有最惠国税率基础上再额外多征 10% 进口关税

来源: 海关网, 中泰证券研究所

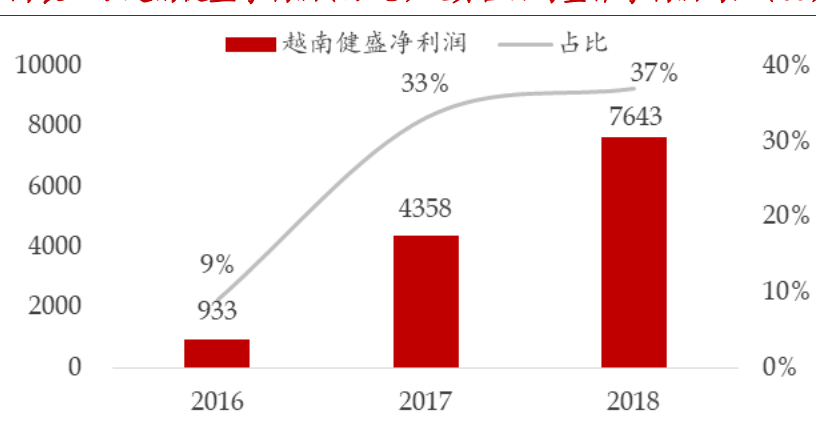
- **招商优势:** 越南为吸引跨国企业在越投资, 在能源、税收等方面提供各项优厚的政策和制度。就所得税而言, 公司所在越南海防/清化及兴安工厂分别享受四免九减半/两免五减半政策。从投资时间看, 2020年起海防工厂所得税将从0%提升至5%, 清化及兴安工厂则从盈利后的第三年开始征收10%的所得税, 均大幅低于国内。

图表 21: 中越能源费用及税收成本对比

		越南	中国
能源费用	工业用电	0.4 元/度	0.8 元/度
	工业用水	2.1 元/吨	3.5 元/吨
用地成本	公司所在新加坡工业园土地租金约为 90 美元/m ² , 约人民币 600-700 元/m ²		我国江浙地区工业用地租金约为 800-900 元/m ²
	增值税	国际客户多在保税区, 没有流转税, 若把产品卖给越南企业税率为 10%	制造业增值税率 16%
税收政策	所得税	公司享有四免九减半政策, 及前 4 年税收全免, 5-13 年税率为 5%, 14-15 年 10%, 之后回到正常税率 20%	一般企业所得税率 25%

来源: 发改委官网, 驻胡志明市总领馆经商室, “一带一路”工业和信息化产业资源平台, 正点国际越南事业部, 土流网, 中泰证券研究所

- 随着享受用工、税收、能源等优势的高净利率越南公司业绩占比不断提升, 同时叠加越南产能加速释放, 规模效应下越南公司其自身利润率的提升, 我们预计公司整体盈利能力有望进一步提升。

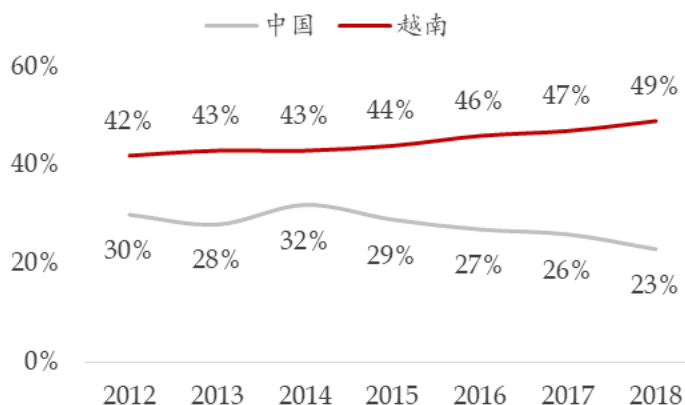
图表 22: 越南健盛净利润(万元)及其占公司整体净利润的比(%)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

产能转移提速, 促行业集中度提升, 利好龙头企业

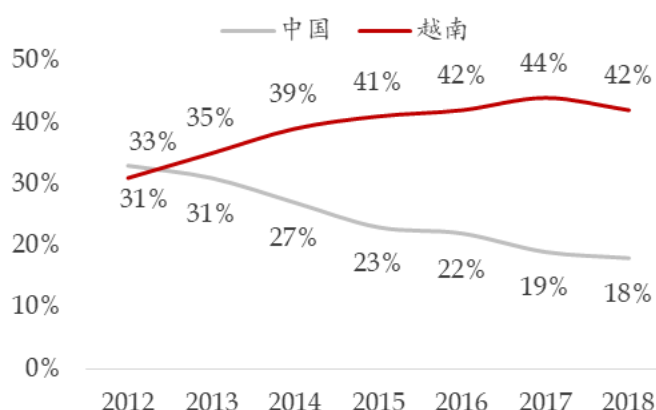
- 从需求端看, 下游国际品牌商呈现产能加速转移的趋势, 正在将其供应链向新兴国家转移。如 2012~2018 年 Adidas、Nike 鞋类的越南供应占比逐年上升, 分别提升 7/11PCTs 达 49%/42%; 而中国占比则呈反向趋势, 较 2012 年下滑 7/15PCTs 至 23%/18%。

图表 23: 2012-2018 年 Nike 鞋类产品中国、越南采购占比%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所; 注: 数据调整为自然年。

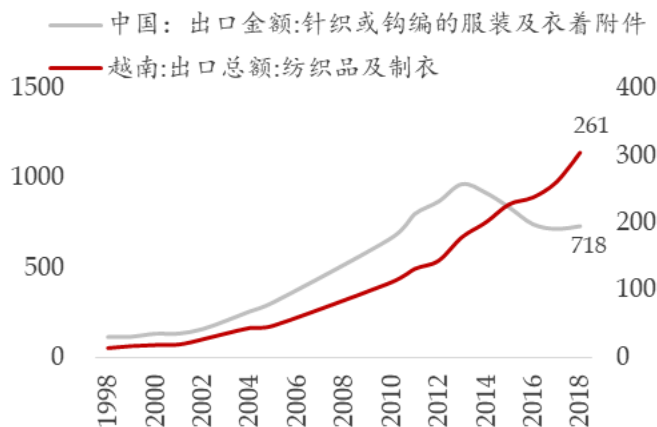
图表 24: 2012-2018 年 Adidas 鞋类产品中国、越南采购占比%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

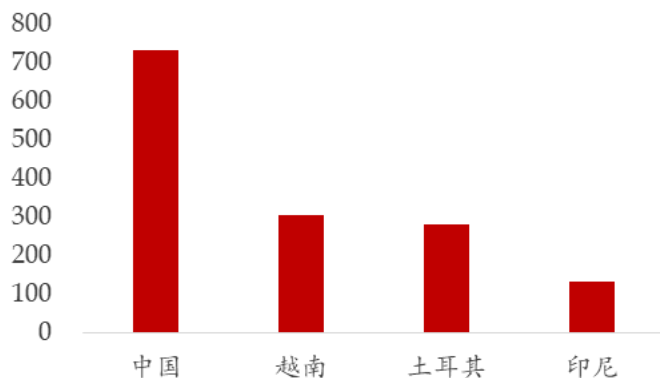
- 在此趋势下, 2013~2018 年中国纺织品出口金额呈现下滑趋势, 而越南纺织品出口则保持快速增长。整体来看, 中国仍占据全球最大份额, 但规模呈下降趋势, 未来新兴制造业国家在全球纺织品出口份额中或将持续提升。

图表 25: 1998-2018 年中国/越南 (右) 纺织产品出口规模 (亿美元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 2018 年中国与越南、土耳其、印度纺织服装出口规模 (亿美元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 产能外移前期投入大、门槛高, 促行业集中度提升。
 - **资金门槛:** 越南纺织产业虽然发展较快, 但产业链仍不完备。目前越南纺织产业主要集中在纱线环节, 而原材料、坯布面料印染环节相对薄弱, 主要依赖进口, 因此在越南投资时, 部分企业需要自建上游配套。从各环节投入资金看, 造布和印染环节的前期投入最大, 其次是纱线、制衣。同时, 各项项目的建设期为 2-3 年, 因此非资金雄厚的龙头企业难以承担。而健盛集团目前是唯一一家在越南拥有完整棉袜产业链中国制造商, 优势明显。
 - **管理门槛:** 纺织制造对工人熟练度及产品交期的稳定性要求较高, 尤其是面对具有文化和语言差异的海外投资, 非常考验公司管理和

人才输出能力。因此中小企业产能转移较为困难，部分中小企业或被出清，进而促进行业集中度提升。

图表 27: 健盛集团海外投资情况

项目	时间	产能	投入资金	达产情况
海防	一期	3600 万双中高档棉袜	1400 万美元	一厂：2015 年 3 月投产，2016 年底达到 4000 万双/年。
	二期	13000 万双中高档棉袜生产线项目，年产 2000 吨氨纶、橡筋线项目	3.05 亿元	二厂：2017 年 3 月开始试产，计划 500 台袜机；2017 年完成 7000+ 万双。 三厂：2018 年 1 月试产，2018 年 4 月底全线投产；2018 年完成 1.1 亿双。 四厂：2018Q3 落成，2019 年 3 月投产，规划棉袜产能 3500 万双。 氨纶橡筋厂：2017 年 4 月份开始试生产，2018 年 4 月再次扩产。
兴安	2015.10	6500 万双高档袜，15000 吨染色产品	3.75 亿元	印染项目 2016 年开工，2018 年建成
	2018.12	年产 1800 万件的无缝内衣项目	2.5 亿元	计划 2022 年全部达产
清化	2018.12	年产 9000 万双	2 亿元	计划 2019 年底投产，2021 年达产

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 龙头公司先发优势明显，夯实竞争壁垒。**近年越南投资过热，导致土地成本上升、政府招商优惠力度下降，叠加员工工资逐年上涨，使得后期布局越南的企业，成本优势大幅减弱。另外，越南政府日益注重环保，对排污指标的发放趋严。纺织企业在整染环节需要处理废水，排污指标将限制其后续产量，印染排放量受限后，也进一步提高企业产能外移的门槛。而公司进入越南较早，充分享受了政策红利，同时在兴安拥有自己的印染厂，可年产 15000 吨染色产品。

图表 28: 越南最低工资标准逐年上涨

百万越南盾/月	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
第一地区	2.7	3.1	3.5	3.8	4.0	4.2	4.4
Yoy%		14.8%	12.9%	7.1%	6.1%	5.0%	5.7%
第二地区	2.4	2.7	3.1	3.3	3.5	3.7	3.9
Yoy%		12.9%	14.4%	7.1%	6.3%	5.1%	5.7%
第三地区	2.1	2.4	2.7	2.9	3.1	3.3	3.4
Yoy%		14.3%	12.5%	7.4%	6.6%	5.2%	5.5%
第四地区	1.9	2.2	2.4	2.6	2.8	2.9	3.1
Yoy%		13.2%	11.6%	7.5%	7.0%	5.8%	5.1%

来源：越南中国商会，中泰证券研究所

- 在此背景下，前期已积极布局海外新产能的国内纺织制造龙头有望充分受益低成本产能释放带来的收入增长及盈利能力提升。同时资金雄厚的龙头企业更能承受海外建产较大的前期投入，故产能转移趋势也将促进行业集中度提升，利好健盛集团。

研发壁垒&绑定优质客户，保障公司长期发展

对标申洲国际：十五年成长百倍的成衣制造巨头

- 申洲国际作为国内成衣龙头制造商，2005~2018 年营收/净利润 CAGR 分别为 17.8%/21.8%，且近几年在超大体量的情况下，净利润仍保持 20% 以上稳健增长。复盘其历史表现，我们可将其分为 3 个阶段：
 - **2008~2012 年 PE 5~10x，以业绩驱动为主，逆市增长。**申洲国际调整产品结构，聚焦运动品类，2010 年运动产品超越休闲服成为其第一大品类，占比达 50%。同时，培养 Adidas、Nike、Puma 等优质客户，期内股价实现 15 倍的增长。
 - **2012~2016 年 PE 10~25x，竞争壁垒加深，实现戴维斯双击。**申洲国际一方面深度绑定优质客户，为大客户分别成立了专用工厂及独立研发设计中心，其前 4 大客户收入占比从 70% 左右提升至 80% 左右。另一方面，加速海外产能建设，形成海外纵向一体化布局。期内股价实现 3 倍增长。
 - **2016~2019 年 PE 20~35x，业绩持续稳健增长，优质标的稀缺性带来估值溢价。**在下游客户供应商集中度提升的趋势下，申洲国际具备产品自主开发能力，且作为可保障品质以及稳定交期的高效一体化供应商，订单供不应求。因此，随其海外产能不断扩张，以及生产效率的持续提升，业绩保持稳健较快增长（2016~2018 年净利率 CAGR 24%），期内股价实现 2.5 倍增长。

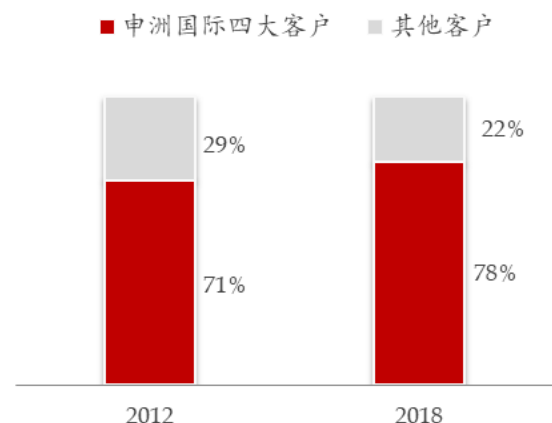
图表 29: 申洲国际股价及 PE 情况



来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

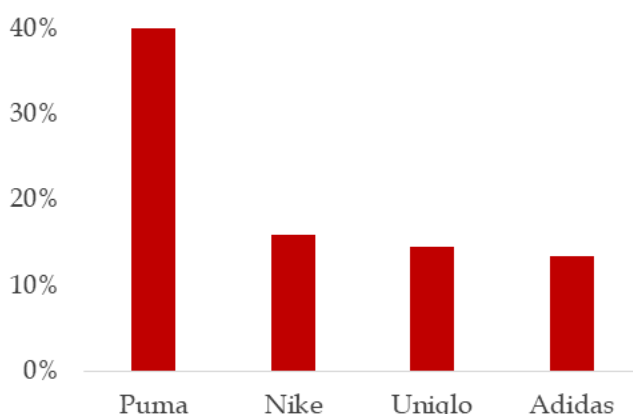
- 我们认为申洲国际能得到资本市场的认可，实现长期且乐观的投资收益，主要得益于以下三点：1) 强大的研发能力，构筑竞争壁垒，提高盈利能力。2) 深度绑定下游优质赛道核心客户（运动行业），分享客户成长红利，且受益于订单集中度提升。3) 产能纵向一体化布局，提效降本，同时保障产品品质及交期。

图表 30: 申洲国际前四大客户集中度



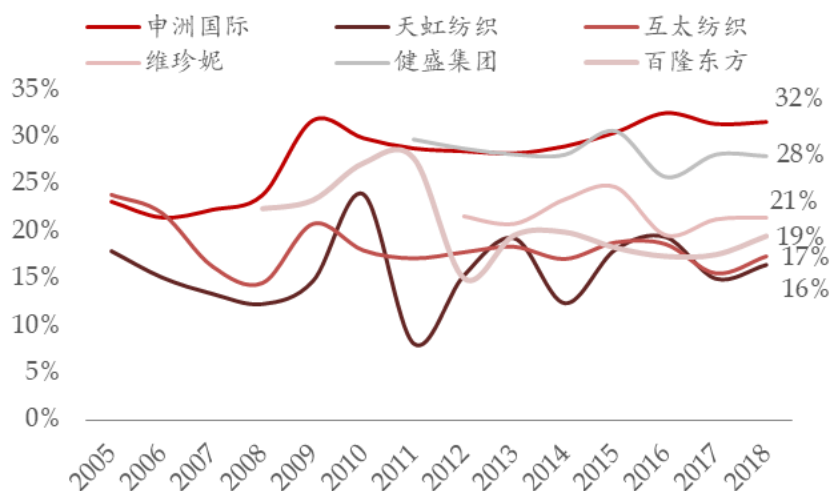
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 31: 2018 年申洲国际占核心客户的采购份额



来源: 公司公告, 中泰证券研究所测算

图表 32: 主要纺织制造上市公司毛利率对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **健盛集团优质制造商稀缺性逐步显现。**作为棉袜及无缝内衣 OEM 龙头，公司目前正在向全球化、产业链一体化的针织运动服饰产品的 ODM 服务商转型。我们认为公司有望对标 2012~2016 年的申洲国际，一方面，优化产品结构，提升运动品牌客户收入占比；另一方面，通过加大研发力度，提高核心客户粘性，以保障公司长期稳健发展，实现业绩与估值的双升。接下来我们将具体分析健盛集团的中长期竞争优势。

图表 33: 健盛集团股价表现，及 PE、EPS 情况

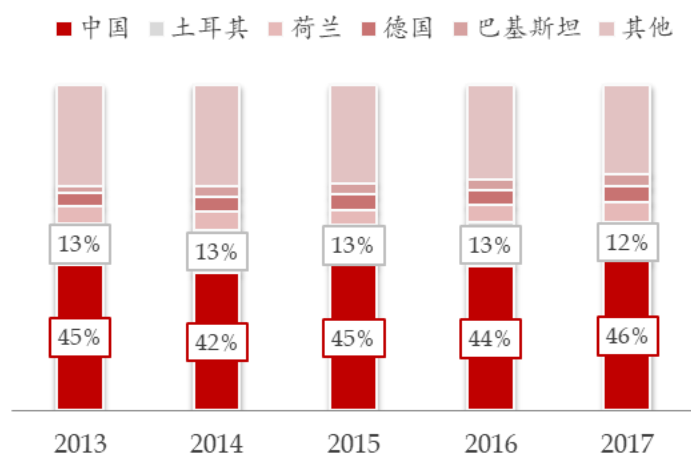


来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

棉袜业务：行业集中度提升，强者愈强

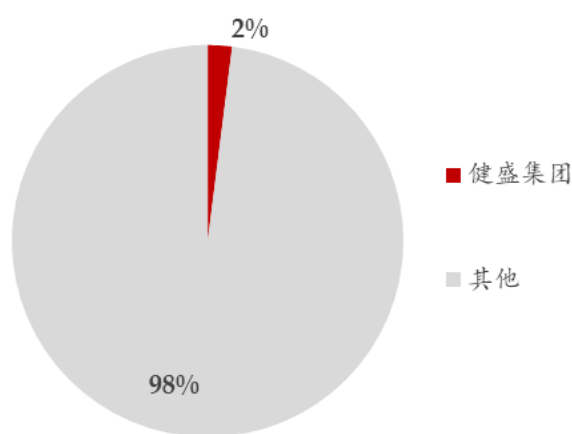
- 行业大而分散，中高端竞争较为温和。中国作为全球棉袜出口第一大国，出口金额占全球比重的 45% 左右，远高于第二名土耳其(占比约 12%)。其中公司 2018 年棉袜出口数量占仅我国的 2%，仍有较大空间。从市场格局看，国内以为小微棉袜企业以及低档产品为主，产品同质化严重。但中高端市场参与者不多，公司不但在国内市场竞争优势明显，而且可以与日本、欧洲等发达国家相媲美。

图表 34：全球棉袜主要出口国出口金额占比



来源：UNData，中泰证券研究所

图表 35：2018 年健盛棉袜出口数量占我国比例



来源：UNData，中泰证券研究所

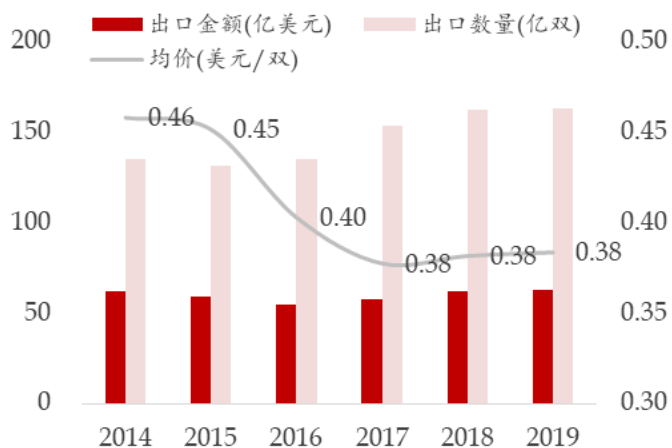
图表 36：国内外棉袜市场格局

	格局	特点
全球市场	中国	低廉的劳动力成本以及日益升级的技术工艺，使其成为世界棉袜生产中心
	土耳其	濒临欧洲，地理位置优越，利于承接欧洲品牌商的临时性紧急订单
	意大利	历史悠久，设备技术最先进，在高端棉袜生产商竞争力强
国内市场	行业极度分散	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
	产品低档化	企业规模小、设备陈旧、技术落后；缺乏自信开发能力，产品同质化严重
	中高端竞争相对温和	企业数量不多，健盛不但在国内市场竞争中具有优势，而且可以与日本、欧洲等发达国家相媲美

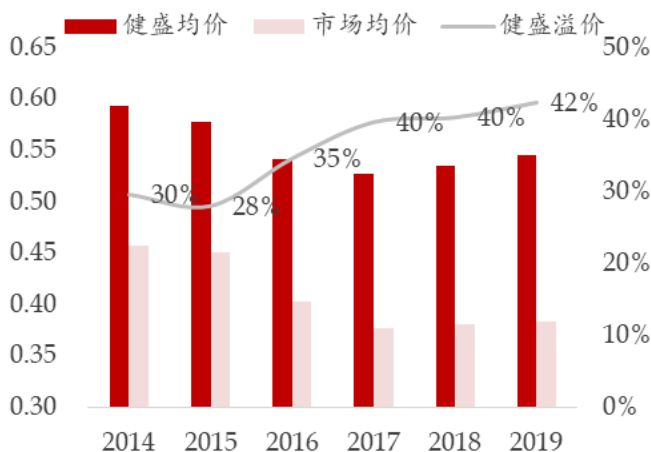
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 行业集中度提升，公司议价能力强。
 - 从国内市场看，公司目前没有强有力的竞争者。且近年整体我国棉袜出口单价下降，企业利润空间被挤压，中小企业不具备成本及规模优势，面临产能出清的风险。而健盛集团得益于其高品质、交期及客户优势，产品议价能力强，平均售价超过市场均价的 40%，叠加海外产能不断释放，有望进一步抢占市场份额。
 - 从海外市场看，相较于发达国家同行业公司，健盛产品性价比高，价格优势明显。相较于其他发展中国家，公司主要竞争对手为土耳其 Gelal 集团。该集团地理位置优越，可缩短对短欧洲客户的交期，同

时具备供应链集成、精益生产以及设备开发的能力，但在生产规模不及健盛，目前 Gelal/健盛分别拥有袜机 1820/5737 台。

图表 37: 我国棉袜主要出口金额、数量及均价(右)


来源：海关总署，中泰证券研究所

图表 38: 健盛棉袜出口价格 vs 全国均价 (美元/双)


来源：海关总署，公司公告，中泰证券研究所

图表 39: 国内外主要棉袜竞争对手

同业可比公司	地址	公司定位及主要产品	主销地	生产情况
健盛集团	杭州	中高端棉袜及无缝内衣	日欧美澳	现有袜机5737台，2018年销售棉袜2.72亿双
海外				
GELAL SOCKS	土耳其	土耳其高品质袜子主要生产商	欧洲	生产面积10万平方米，员工1390人，目前拥有各类袜机1820台
NEMAR S.P.A	意大利	欧洲袜子生产企业的领导者	欧洲	公司占地2.5万平方米，拥有强大的研发能力和先进的设备，2010年该公司年销售额为1550万欧元
国内				
北京快鹿织造	北京	日本助野靴下株式会社投资的独资公司，主营棉袜出口	日本	厂房占地面积3.5万平方米，拥有500余台编织机，2013年棉袜出口量近3000万双
烟台厚木华润袜业	烟台	日本厚木株式会社和华润纺织原料设立的中外合资企业，主营棉袜及连裤袜	日本	公司占地面积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2200余万双
梦娜袜业	义乌	中高端棉袜、丝袜贴牌生产商	欧美	公司占地面积45万余平方米，拥有棉袜编织机4000台左右，2013年袜子出口量为1亿余双

来源：公司公告，中泰证券研究所

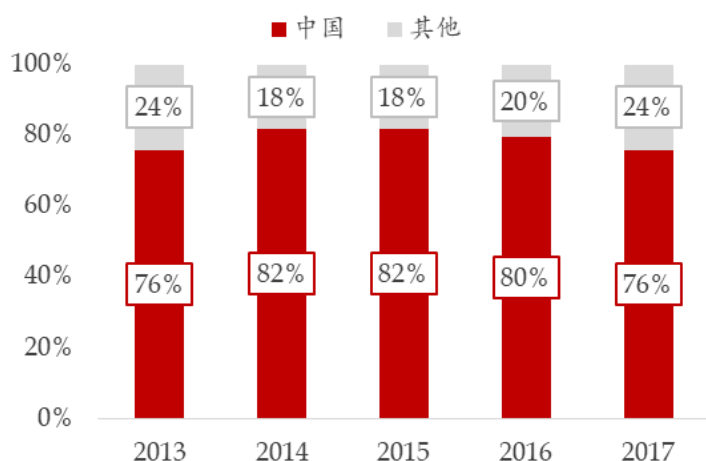
无缝内衣：板块景气度高，中高端竞争优势强

- **无缝内衣市场需求有望保持快速增长。**无缝内衣由于其一次成型的针织方式，不需要任何的裁剪和缝合，使得产品具备贴身无痕、高弹性、舒适透气等特点，主要运用在运动及塑身内衣领域。根据 Transparency Market Research 数据,预计2016~2024年全球内衣市场 CAGR 为 6.4%，规模达 558.3 亿美元。其中运动内衣受益于人们对健康和健身的日益关注，以及地经济的崛起，预计将远超内衣行业整体增速。就线上数据看，

2016~2018 年我国运动内衣销售额增长 266%，实现爆发式增长（数据来源 CBNDData）。

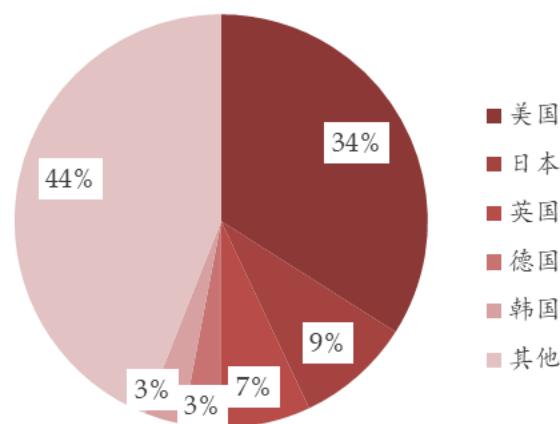
- 从行业格局看，无缝内衣与棉袜类似，中国为全球第一大出口国，生产工艺相对成熟，产业链完善。但由于行业充分竞争，多数企业规模较小，企业利润空间被挤压，低端产能加速被淘汰。相反，优质中高端生产商资源稀缺，俏尔婷婷作为国内龙头，在研发、管理及规模优势下，有望实现订单的快速增长。

图表 40: 全球无缝内衣主要出口国出口金额占比



来源: UNData, 中泰证券研究所

图表 41: 2018 年我国无缝内衣主要出口方向



来源: UNData, 中泰证券研究所

图表 42: 全球无缝内衣市场格局

市场分类	主要参与者	市场特点	企业特点
中低端	中国和土耳其众多小型企业	对产品性能和质量要求低，需求分散，是小企业价格竞争激烈的非规范市场	规模小、技术含量低、投资少，毛利率低，没有能力也没有意愿进入更高端的市场，随经济形势变化快速进入或退出
中高端	以色列和中国大中型企业	客户主要是服装或运动零售行业具有一定规模和影响力的企业，对生产商综合素质要求较高，为综合性价比的竞争	拥有良好的技术实力和充足的技术工人，产品质量及生产稳定性、长期供货能力强，企业利润率高于中低端产品
高端奢侈	意大利和奥地利大中型企业	客户是主流奢侈品生产商，对产品的设计、工艺、原材料以及生产企业的综合能力要求最高	对产品品质、技术性能控制力强，拥有最高的行业利润率，一直占据着无缝针织新产品、新款式设计开发中心的地位

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 从国内市场看，棒杰股份的机台数量与公司不相上下，但 2018 年无缝产品销售额仅为公司的 72%，主要是由于其产品定位及客户结构不同。棒杰股份主要客户为快时尚、超市及卖场渠道商，而公司客户主要为国际知名品牌商，产品定位更高端，议价能力更强。2018 年公司无缝内衣毛利率为 32%，高于棒杰股份 6PCTs。

- 从海外市场看，斯里兰卡 MAS 集团为主要竞争对手，系南亚最大的服装和纺织品制造商。其优势在于斯里兰卡人工成本低，集团供应链整合能力强，以及布局无缝产业较早，具有客户基础。而健盛未来将通过加大海外产能布局，降低生产成本，进一步提高产品竞争力。

图表 43: 国内外主要棉袜竞争对手

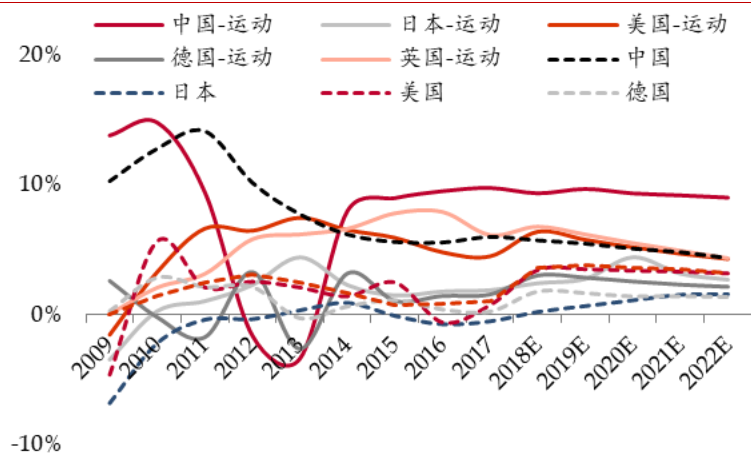
可比公司	地址	主要产品	主要客户	生产情况
俏尔婷婷	浙江上虞	中高端无缝内衣	UA、Uniqlo、Delta、迪卡侬等	现有无缝织机 373 台, 预计在越南新增 450 台, 到 2022 年共 823 台, 2018 年销售无缝内衣 5.48 亿元
MAS	斯里兰卡	南亚最大的服装和纺织品制造商	Adidas、Nike、Lululemon 等	在 16 个国家设有 53 个制造厂, 雇佣约 9.9 万人
棒杰股份	浙江义乌	专注无缝服饰	C&A、LIDL、ALDI、PINK、H&M 及自有品牌	目前拥有圣东尼一次成型无缝针织机 379 台、各类缝纫设备 800 多台套和 3000 平方米的省级高新技术企业 研究开发中心, 2018 年销售无缝产品 3.97 亿元

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

优质客户资源，保障订单持续增长

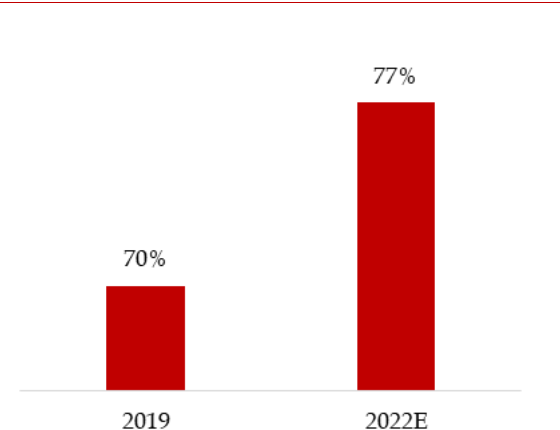
- 优化客户结构，聚焦高景气运动赛道。公司不断减少价格敏感度高的快时尚订单（如 2019 年公司主动减少 H&M 棉袜订单），同时增加需求增长快、对潮流的敏感度较低的运动产品订单量（2017 年开发 UA，2018 年开发 Nike、Adidas）。目前公司运动品牌客户收入占比约 70%，根据公司规划到 2022 年占比将达到 77%。

图表 44: 2009-2022E 各国服装行业及运动品类增速



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 45: 健盛集团运动品类收入占比及预测

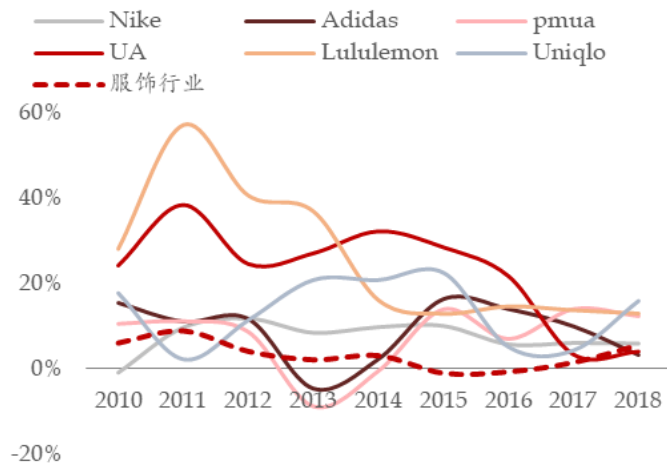


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 核心客户自身保持较快增长。在运动服饰时尚化和休闲化趋势下、全民健身意识加强且运动需求多元化背景下, 过去 10 年中国/英国/日本/德国

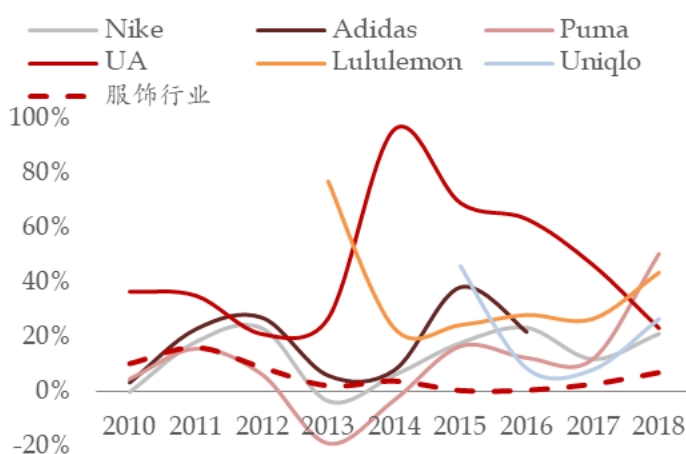
美国的运动服饰子行业增速普遍高于服装行业整体增速。公司核心客户作为行业龙头，在市场规模、技术研发、行业资源及管理等方面都具备相对优势的情况下，预计其营收增速将高于行业水平。

图表 46: 健盛集团核心客户整体营收增速



来源: Bloomberg, Euromonitor, 中泰证券研究所; 注: 服饰行业为中日美英德5国服饰行业增速

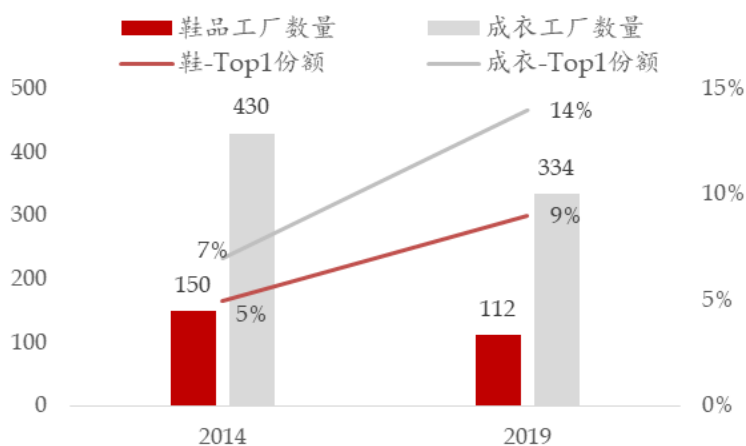
图表 47: 健盛集团核心客户大中华或亚地区营收增速



来源: Bloomberg, Euromonitor, 中泰证券研究所; 注: 服饰行业为中日2国服饰行业增速

- **客户主动提高供应商集中度。品牌商在不断追求效率和品质下，优选实力强、提供一体化服务的供应商，供应商集中度呈逐步提升趋势。**如 Nike 供应商数量逐年减少，且头部供应商占比持续提升，2018 财年前五大成衣/鞋类工厂占比分别为 47%/69%，2019 财年鞋品/成衣的第一大工厂份额分别为 9%/14%（较 2014 年+4/+7PCTs）。未来公司有望提升占客户采购份额，同时受益于良好的客户结构，保证订单的持续成长。

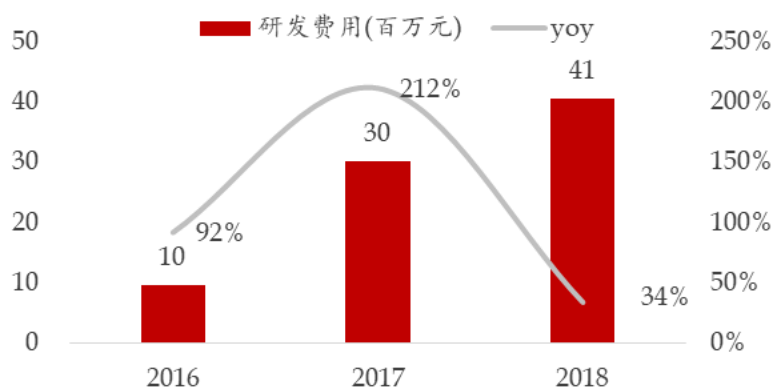
图表 48: Nike 代工厂数量及第一大工厂占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **加强研发设计合作，深度绑定优质客户。**公司目前已与众多国际知名服装品牌建立起长期战略合作关系，与部分客户的合作时间已超过十年，且公司订单占核心客户采购份额较大。客户粘性不断增强得益于：

- 公司在产品质量、供应价格（通过向产业链上游延伸、建设智慧工厂、优化产能布局，降本增效），以及交付效率、生产流程管理（如开发设计健盛生产管理系统 V3.0，可准确了解各道工序生产情况，实现精细化管理）等方面均得到客户认可。
- 公司持续加大研发投入，2016~2018 年研发费用 CAGR 为 104.4% 达 4054 万元，占营收比提升 1.1PCTs 至 2.6%，同期研发人员数量从 97 人增加至 364 人。公司通过转型 ODM，构建核心竞争优势。2019 年公司成功地迈出了第一步，与 Uniqlo 的合作方式由中间商转为直贸，并在日本成立了研发设计公司，直接服务于 Uniqlo。一方面，直贸形式大幅提升了订单毛利率；另一方面，通过联合开发的方式进一步加深了合作关系。未来，公司还计划在美国和欧洲成立设计研发中心，为客户提供更加丰富及个性化的服务。

图表 49: 健盛集团研发费用及增长率


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 随着研发能力的不断提升，公司有望转变与客户的合作方式，争取与更多品牌在前期间接合作的基础上，增加直接合作，不但可以提升公司在客户端的渗透率和市场知名度，还能增强产品议价能力，提升利润空间。此外，公司与核心客户长期稳定的战略合作，有利于形成示范效应，不断开发新的优质客户，为未来公司业务的增长打下了良好基础。

图表 50: 健盛集团与核心客户合作情况

主要客户	合作时间	合作模式
Puma	2009 年至今	通过 Puma 子公司合作
Gildan	2016 年至今	中间商（承接其 UA 等订单）
迪卡侬	2004 年至今	通过迪卡侬子公司合作
Uniqlo	2013 年至今	棉袜：2019 年由中间商转直贸 无缝内衣：直贸&中间商
Delta	2008 年至今	中间商（承接其 UA、Nike 等订单）

来源：公司公告，中泰证券研究所；注：迪卡侬订单曾在 2016 年流失，后将订单转回

投资建议

- 健盛集团作为棉袜&无缝内衣制造龙头，其主要产品均属弱周期类，需求受经济波动影响较小。因此短期看，公司可通过越南产能扩张抢占市场份额，预计 2019~2020 年棉袜/无缝内衣整体产能 CAGR 分别为 14%/22%。同时，随着高毛利越南收入占比扩大，将带动公司整体利润水平提升。长期看，公司主要客户包括迪卡侬、优衣库、安德玛、Puma、Nike 等国际知名品牌，公司可通过提升研发能力深度绑定优质客户，提升在下游客户中的份额。预计 2019/20/21 年净利润为 2.69/3.23/3.98 亿元，分别同增 30.45%/20.11%/23.19%，对应 EPS 分别为 0.65/0.78/0.96 元，现价对应 PE 16/13/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 51: 收入拆分及预测表 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)
总营收	715	664	1138	1577	1766	2035	2457
YoY%	11%	-7%	71%	39%	12%	15%	21%
棉袜	710	653	924	1016	1106	1303	1499
YoY%	11%	-8%	42%	10%	9%	18%	15%
销量(百万件)	178	175	254	275	285	329	371
YoY%	14%	-2%	46%	8%	4%	15%	13%
实际产量(百万双)	184	183	256	280	297	336	375
YoY%	18%	-1%	40%	10%	6%	13%	12%
产销比	97%	96%	99%	98%	96%	98%	99%
均价(元/双)	3.99	3.74	3.64	3.69	3.88	3.96	4.03
YoY%	-3%	-6%	-3%	2%	5%	2%	2%
无缝内衣			188	548	645	721	947
YoY%				192%	18%	12%	31%
销量(百万件)			8	23	26	28	35
YoY%				173%	12%	7%	28%
实际产量(百万双)			8	23	25	28	35
YoY%				188%	5%	13%	28%
产销比			104%	99%	105%	100%	100%
均价(元/双)			22.25	23.75	24.94	25.94	26.71
YoY%				7%	5%	4%	3%
其他	5	11	26	14	15	12	12
YoY%	61%	123%	145%	-47%	8%	-20%	0%

来源：中泰证券研究所

图表 52: 可比公司估值

可比公司	股价	EPS					PE				
		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
鲁泰 A	9.01	0.91	0.90	0.93	1.01	1.05	10	10	10	9	9
华孚时尚	6.69	0.69	0.50	0.40	0.48	0.54	10	13	17	14	12
百隆东方	3.63	0.33	0.29	0.27	0.32	0.35	11	13	14	11	10
申洲国际	107.10	3.09	3.45	3.85	4.58	5.44	35	31	28	23	20
天虹纺织	8.31	1.51	1.45	1.10	1.43	1.80	6	6	8	6	5
裕元集团	21.00	2.47	1.48	1.59	1.92	2.20	9	14	13	11	10
维珍妮	4.41	0.20	0.23	0.24	0.27		23	19	19	16	
平均值							15	15	15	13	11

来源: Wind, 中泰证券研究所 (数据更新至 2020. 2. 11)

风险提示

- 下游客户的需求回落, 导致订单增长不及预期理想。
- 海外产能扩产进度不及预期, 影响新订单承接。
- 原材料、员工薪资等成本增长过快, 导致利润增长不及预期。
- 行业竞争加剧, 导致订单流失。

图表 53: 财务报表 (百万元)

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,138	1,577	1,766	2,035	2,457
增长率	71.4%	38.6%	12.0%	15.3%	20.7%
营业成本	-818	-1,137	-1,263	-1,449	-1,737
% 销售收入	71.9%	72.1%	71.5%	71.2%	70.7%
毛利	320	441	503	586	720
% 销售收入	28.1%	27.9%	28.5%	28.8%	29.3%
营业税金及附加	-12	-15	-16	-19	-23
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-52	-64	-68	-74	-89
% 销售收入	4.6%	4.0%	3.8%	3.6%	3.6%
管理费用	-123	-113	-118	-126	-150
% 销售收入	10.8%	7.2%	6.7%	6.2%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	132	249	301	367	458
% 销售收入	11.6%	15.8%	17.0%	18.0%	18.6%
财务费用	-21	-4	10	5	0
% 销售收入	1.8%	0.3%	-0.6%	-0.2%	0.0%
资产减值损失	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	1	-2	0	0
投资收益	9	-6	0	0	0
% 税前利润	6.0%	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	126	245	314	377	463
营业利润率	11.1%	15.5%	17.8%	18.5%	18.8%
营业外收支	25	-2	-2	-2	-2
税前利润	151	243	312	375	461
利润率	13.3%	15.4%	17.7%	18.4%	18.8%
所得税	-25	-28	-33	-42	-53
所得税率	16.4%	11.5%	10.6%	11.2%	11.5%
净利润	132	206	269	323	398
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	132	206	269	323	398
净利率	11.6%	13.1%	15.2%	15.9%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	132	206	269	323	398
加: 折旧和摊销	91	117	128	144	160
资产减值准备	5	5	0	0	0
公允价值变动损失	0	-1	-2	0	0
财务费用	28	5	-20	5	20
投资收益	-9	6	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	234	48	-182	-134	-4
经营活动现金净流	116	258	194	338	575
固定资本投资	-378	-198	-336	-225	-167
投资活动现金净流	-136	-308	-336	-225	-167
股利分配	-62	-62	-102	-125	-142
其他	78	108	296	85	-151
筹资活动现金净流	16	46	194	-40	-293
现金净流量	-3	-5	51	73	115

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	270	429	481	554	669
应收款项	298	306	370	410	532
存货	335	427	419	552	612
其他流动资产	222	109	304	214	212
流动资产	1,124	1,272	1,574	1,730	2,025
% 总资产	34.2%	35.1%	38.2%	39.7%	43.5%
长期投资	20	19	19	19	19
固定资产	944	1,206	1,480	1,548	1,602
% 总资产	28.7%	33.3%	35.9%	35.6%	34.4%
无形资产	238	246	235	225	214
非流动资产	2,159	2,348	2,548	2,625	2,632
% 总资产	65.8%	64.9%	61.8%	60.3%	56.5%
资产总计	3,283	3,620	4,122	4,355	4,657
短期借款	198	437	476	556	424
应付款项	174	161	247	196	363
其他流动负债	77	100	62	68	77
流动负债	449	698	786	820	864
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	40	40	40	40
负债	509	738	826	860	905
普通股股东权益	2,774	2,882	3,296	3,495	3,752
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,283	3,620	4,122	4,355	4,657

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.32	0.50	0.65	0.78	0.96
每股净资产 (元)	6.66	6.92	7.92	8.39	9.01
每股经营现金净流 (元)	0.28	0.62	0.46	0.81	1.38
每股股利 (元)	0.15	0.15	0.24	0.30	0.34
回报率					
净资产收益率	4.74%	7.16%	8.17%	9.25%	10.62%
总资产收益率	4.01%	5.70%	6.53%	7.43%	8.56%
投入资本收益率	7.25%	7.99%	9.19%	9.84%	11.52%
增长率					
营业总收入增长率	71.44%	38.62%	11.96%	15.25%	20.70%
EBIT增长率	87.60%	76.25%	22.67%	23.18%	25.05%
净利润增长率	26.91%	56.98%	30.45%	20.11%	23.19%
总资产增长率	33.65%	10.25%	13.86%	5.66%	6.92%
资产管理能力					
应收账款周转天数	71.2	69.0	69.0	69.0	69.0
存货周转天数	93.3	86.9	86.3	85.9	85.3
应付账款周转天数	45.5	37.7	41.6	39.6	40.6
固定资产周转天数	239.5	245.3	273.7	267.8	230.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-8.34%	-1.52%	-2.36%	-3.23%	-9.79%
EBIT利息保障倍数	6.5	54.0	-29.4	-72.5	
资产负债率	15.51%	20.38%	20.23%	19.75%	19.08%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。