信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

疫情拐点有望显现，越南布局造就针织运动服饰龙头

—— 健盛集团（603558.SH）深度报告

2020 年 9 月 25 日

汲肖飞

纺服&轻工行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

健盛集团（603558.SH）

买入	增持	持有	卖出

首次评级

姓 名 汲肖飞 行业分析师
执业编号：S1500520080003
邮 箱：jixiaofei@cindasc.com

健盛集团相对沪深 300 表现

资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.9.25）

收盘价（元）	9.09
52 周内股价波动区间(元)	7.71-11.65
最近一月涨跌幅(%)	0.99
总股本(亿股)	4.16
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	38

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

疫情拐点有望显现，越南布局造就针织运动服饰龙头

2020 年 09 月 25 日

本期内容提要：

◆ **公司打造产业链一体化针织运动服饰龙头。**健盛集团成立于 1994 年，主要从事棉袜生产代工，2013 年开始投资越南基地，2017 年收购无缝服饰制造龙头俏尔婷婷。2019 年公司棉袜、无缝服饰产能约为 3 亿双、2200 万件，收入占比为 62%、36%，下游客户主要包括彪马、迪卡侬、安德玛等运动品牌及优衣库、GAP 等休闲服装品牌。受新冠肺炎疫情影响，下游客户订单减少，2020H1 公司收入同降 11.95%至 7.28 亿元，归母净利同降 61.72%至 5508.20 万元。

◆ **棉袜、无缝服饰制造端格局分散、集中度有待提升。**1）全球棉袜行业发展较为成熟，中国是全球最大的袜品出口国，2019 年共出口袜子 152 亿双，同增 10%。目前中国棉袜制造行业集中度处于较低水平，2019 年公司棉袜出口量仅占全国的 2%，未来仍有较大提升空间。2）无缝服饰行业适合运动、健身等场景，近年来全球运动需求持续较快增长，无缝针织技术渗透率提升，运动品牌纷纷推出无缝服饰产品。公司作为无缝服饰制造龙头，未来可持续扩张市场份额。

◆ **公司夯实制造、客户、海外产能，有望打造细分行业“申洲国际”。**1）公司注重产品研发设计，积极改造生产线，提升自动化、智能化水平，奠定发展基础；2）公司定位中高端市场，绑定优质客户品牌，客户集中度较高且关系较为稳定，与优质品牌共同成长；3）公司较早布局越南产能，建设产业链一体化工厂，2019 年底越南工厂棉袜产量占比已超过 50%，享受当地税收、劳动力等优势，在细分领域具有先发优势。

◆ **公司海外产能投放推动业绩增长，疫情影响有望迎来拐点。**越南工厂订单充裕、受到客户青睐，未来公司越南产能将持续扩张，并加强品类协同、产品研发，提升客户粘性，头部品牌商供应链也逐步向头部工厂集中，公司长期业绩成长确定性较强。2020Q2 国际品牌受疫情影响业绩触底，Q3 国外多数地区疫情好转，商业活动逐步正常，服装品牌商业绩回升、库存恢复正常水平，预计 2020H2 品牌商对上游订单将开始好转，公司有望迎来业绩拐点。

◆ **看好公司长期业绩成长性，首次覆盖给予“买入”评级。**公司持续扩张海外产能，疫情影响有望缓解，低基数下 2021 年收入增速有望回升、业绩弹性较大。我们预测公司 2020-22 年 EPS 为 0.35/0.66/0.85 元，综合相对和绝对估值方法给予公司目标价 12.14 元，对应 20 年 35 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂：**国外疫情显著好转、海外产能订单超预期、业绩增长超预期等。

◆ **风险因素：**疫情影响超预期、越南产能投放低于预期、股东减持风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,577.47	1,780.37	1,677.00	2,012.09	2,399.73
增长率 YoY %	38.62%	12.86%	-5.81%	19.98%	19.27%
归属母公司净利润(百万元)	206.44	273.31	145.90	276.42	353.77
增长率 YoY%	57.0%	32.4%	-46.62%	89.46%	28.0%
毛利率%	27.95%	29.19%	24.98%	29.06%	30.07%
净资产收益率 ROE%	7.16%	8.96%	4.57%	7.96%	9.25%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.66	0.35	0.66	0.85
市盈率 P/E(倍)	18.33	13.85	25.94	13.69	10.70
市净率 P/B(倍)	1.31	1.24	1.18	1.09	0.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测　　注：股价为 2020 年 9 月 25 日收盘价

目 录

公司介绍：产业链一体化的针织运动服饰龙头 1
公司概况：针织服饰制造经验丰富，积极拓展运动品牌客户 1
财务分析：业绩增长稳定，20H1 疫情拖累利润表现 4
公司治理：实控人掌控力强，管理层运营经验丰富 6
行业分析：运动赛道持续高景气，制造龙头有望扩张份额 6
棉袜行业：全球袜子市场规模稳步增长，棉袜制造行业格局分散 6
无缝服饰行业：借助运动风潮快速成长，制造端集中度有待提升 8
公司优势：为何看好公司成为细分赛道的“申洲国际” 10
制造优势：注重研发升级，夯实发展基础 10
客户结构：绑定头部品牌，深度拓展收入 12
海外产能：投资越南产能，具有先发优势 13
发展前景：拆解公司未来业绩成长动力 15
产能投放：越南产能扩张，驱动业绩增长 15
客户拓展：协同强化，加强研发，客户提高供应链集中度 17
疫情影响：短期拖累业绩，经营拐点显现 18
盈利预测、估值与投资评级 20
盈利预测及假设 20
估值与投资评级 21
风险因素 21

表 目 录

表 1：可比公司 EPS 及估值对比 21

图 目 录

图 1：公司发展历史情况 2
图 2：近年来公司分部收入情况（百万元） 3
图 3：公司所处纺织织造产业链环节 3
图 4：公司客户集中度处于较高水平 3
图 5：2019 年公司主要产品收入及增速 3
图 6：近年来公司收入增长情况 4
图 7：近年来公司棉袜产品销量及平均价格 4
图 8：近年来公司毛利率变化情况 5
图 9：近年来公司期间费用率变化情况 5
图 10：近年来公司净利润及同比增速 5
图 11：近年来公司 ROE 变化情况 5
图 12：公司股权架构情况（截止 2020 年 6 月底） 6
图 13：2009-16 年全球袜子行业市场规模 7
图 14：近年来中国袜子出口数据 7
图 15：近年来全球运动鞋服销售规模及增速 8
图 16：公司在运动棉袜行业有较大成长空间 8
图 17：无缝服饰与传统服装生产流程对比 9
图 18：近年来中国无缝服装出口数据 10
图 19：2019 年公司无缝服饰出口金额占全国的比重较低（测算） 10
图 20：近年来公司研发投入及占收入比重 11
图 21：公司积极加强新材料、新面料研发 11
图 22：公司未来三年重点布局的方向 12
图 23：公司不断加强智能制造水平 12
图 24：近年来公司前五大客户收入占比情况 13
图 25：公司绑定行业头部品牌商客户 13
图 26：2019 年底公司棉袜织机产能分布情况 14
图 27：公司投资越南兴安生产基地 14
图 28：近年来越南人工成本持续增长 15
图 29：公司越南产能利用率处于较高水平 15
图 30：近年来公司越南棉袜产能、产量持续扩张（单位：万双） 16
图 31：2019-22 年公司棉袜、无缝服饰产能预计变化 16
图 32：中国与越南人口年龄结构对比 16
图 33：2001-19 年中越人均 GNI 对比（单位：国际元） 16
图 34：公司持续优化产品研发 17
图 35：2011 年以来公司收入基本保持增长 17
图 36：近年来耐克供应商采购集中度不断提升 18
图 37：近年来耐克合作供应商数量持续下降 18
图 38：近年来公司分季度收入、利润表现 19
图 39：20H1 分产品来看公司收入变化情况 19
图 40：近期阿迪达斯分季度业绩表现 20
图 41：近期彪马分季度业绩表现 20

投资聚焦

核心逻辑：公司是国内领先的产业链一体化针织运动服饰制造商，主要生产棉袜、无缝服饰产品，2015 年实现上市。全球贴身衣物制造行业集中度较低，无缝服饰下游需求成长前景广阔，公司作为行业龙头具有丰富制造经验，注重研发升级夯实发展基础，客户集中度较高、深度绑定优质品牌，较早布局越南产能、具有先发优势，有望打造细分领域的“申洲国际”。2020 年受疫情影响公司收入下滑、越南产能布局放缓，未来公司将持续投放越南产能、拓展更多优质客户，疫情逐步控制后有望迎来业绩拐点。

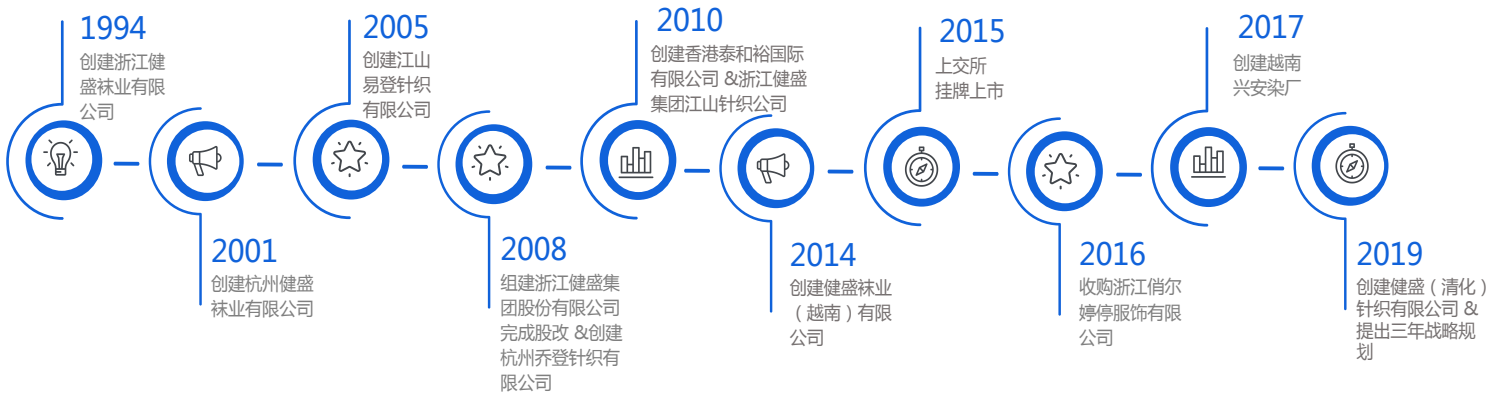
与市场不同的观点：市场担心贴身衣物行业空间小、公司成长性难以保证，且担心出现客户流失、订单不稳定的风险。我们分析后认为，无缝服饰产品有望逐步替代传统纺织品，成长空间较大，从人口结构及收入水平来看越南纺织行业有望保持稳定较快发展，公司在越南布局具有先发优势，竞争对手难以快速跟进，且订单受到下游客户追捧，业绩成长确定性较强（类似于复制一遍中国纺织龙头在 2006-08 年左右的发展历程）。我们认为公司有机会成长为细分领域的申洲国际，未来业绩成长确定性较强，疫情影响改善后有望迎来业绩拐点。

公司介绍：产业链一体化的针织运动服饰龙头

公司概况：针织服饰制造经验丰富，积极拓展运动品牌客户

公司是国内领先的产业链一体化针织运动服饰制造商，成立于 1994 年，拥有二十多年纺织制造管理经验。公司早期主要生产棉袜产品，在杭州、江山布局产能，2013 年开始实施全球化生产战略，投资越南生产基地。2015 年公司实现上市，2017 年完成收购国内无缝内衣制造龙头俏尔婷婷，拓展产品品类。2019 年 12 月公司发布未来三年战略规划，提出打造全球针织运动服饰制造龙头。

图 1：公司发展历史情况

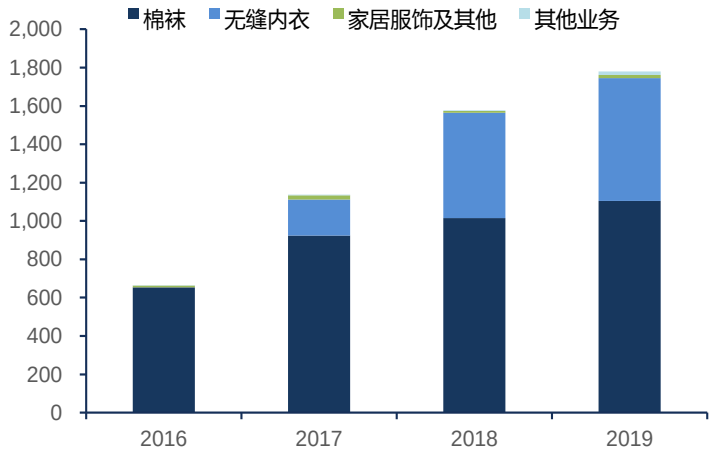


资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

公司主要业务为棉袜、无缝内衣生产制造，并从事氨纶包覆纱等辅料加工、原料及产品印染业务，在浙江江山和绍兴，贵州三穗，越南海防、兴安、清化等地设有生产基地。2019 年公司棉袜、无缝服饰产能约为 3 亿双、2200 万件，实现收入 11.04 亿元、6.40 亿元，占比为 62.02%、35.95%，随着新产能投放及客户拓展，无缝服饰收入保持较快增长。

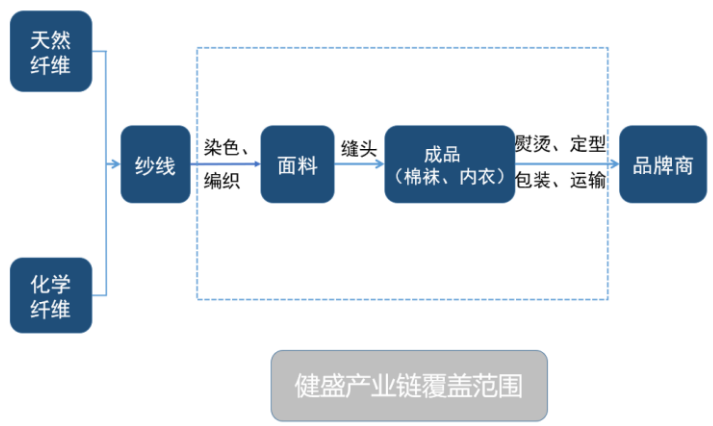
从产业链来看，公司上游为纱线（如棉纱、毛纱、尼龙、氨纶包覆纱等，以棉纱为主）和辅料制造商，下游主要为运动、休闲等国际知名品牌，生产模式以 ODM、OEM 为主。

图 2：近年来公司分部收入情况（百万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

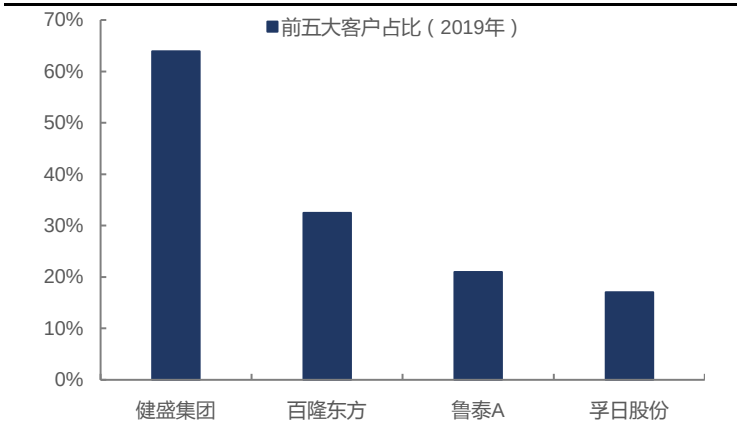
图 3：公司所处纺织织造产业链环节



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

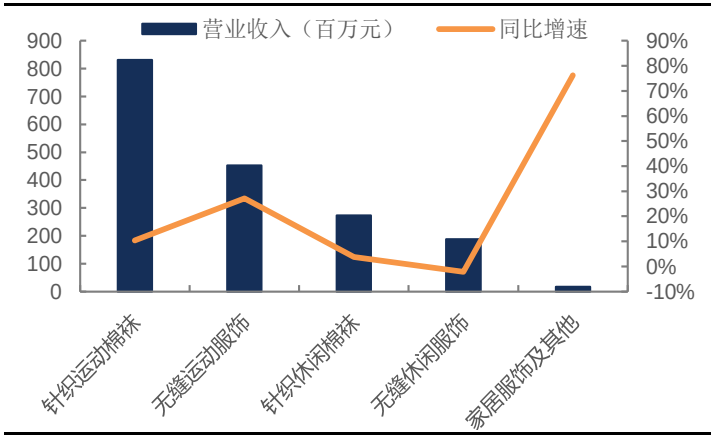
公司客户集中度较高，下游客户包括迪卡侬、彪马、安德玛、耐克等运动品牌及优衣库等休闲服装品牌，2019 年前五大客户收入占比为 63.94%。公司把握运动鞋服行业快速发展机遇，积极拓展运动棉袜、无缝内衣等相关产品，并持续培育运动品牌客户，2019 年针织运动棉袜、无缝运动服饰实现收入 8.31 亿元、4.52 亿元，同比增长 10.41%、27.08%，相比之下针织休闲服饰、无缝休闲服饰收入为 2.73 亿元、1.88 亿元，同比增长 3.77%、-2.18%。

图 4：公司客户集中度处于较高水平



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2019 年公司主要产品收入及增速

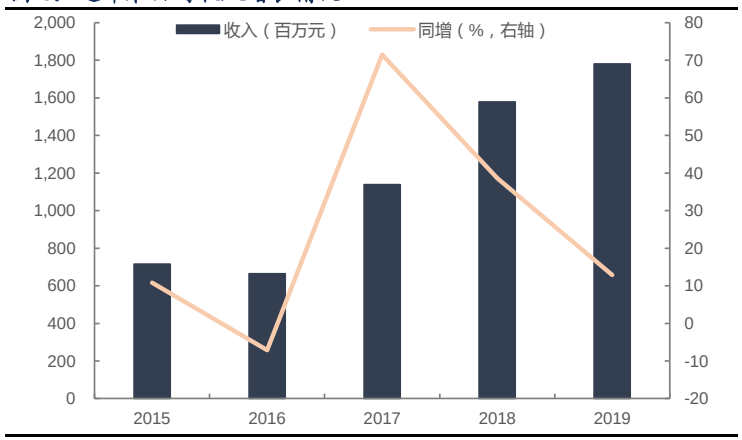


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

财务分析：业绩增长稳定，20H1 疫情拖累利润表现

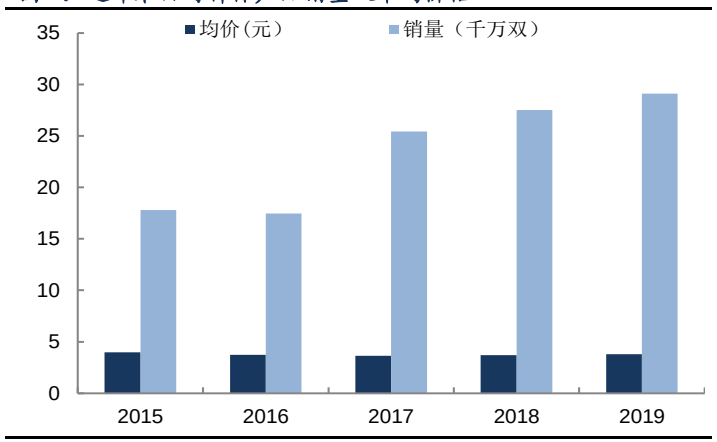
从收入来看，2013-15 年公司棉袜产能释放、收入保持较快增长，2016 年大客户迪卡侬部分订单转移至土耳其导致收入同比下滑。2017 年 8 月公司完成收购俏尔婷婷并表，且棉袜越南产能释放、老客户订单回流、新拓展安德玛等客户，收购并表、越南产能释放带动 2017-18 年整体收入同比显著增长。2019 年公司受国内产能搬迁、客户结构优化等影响，收入增速放缓。2020H1 受全球新冠肺炎疫情影响，公司停工时间延长，且部分客户推迟、取消订单，收入同比下滑。总体来看公司收入增速主要受销量影响，产品价格基本保持稳定。

图 6：近年来公司收入增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：近年来公司棉袜产品销量及平均价格

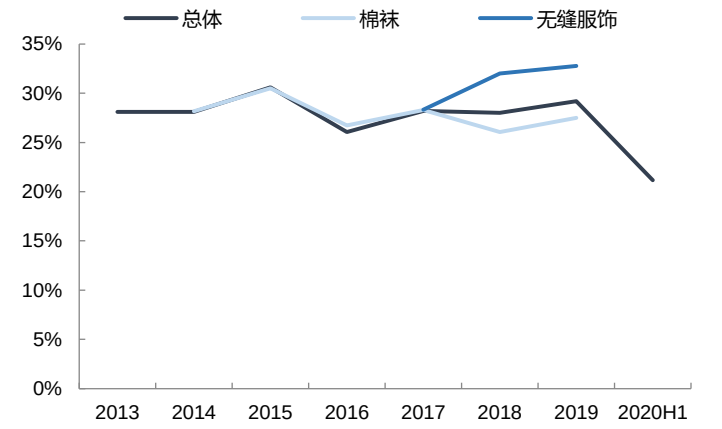


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率方面，2015 年公司受益于人民币汇率贬值、引进自动化设备加强成本控制等毛利率同比上涨，2016 年由于客户订单转移、成本相对刚性毛利率同比下滑。2017 年公司毛利率有所恢复，2017-19 年基本保持稳定，其中棉袜毛利率有所下滑，无缝内衣毛利率提升。2020H1 受疫情影响，公司订单减少，部分成本较为刚性，毛利率同比下滑幅度较大。

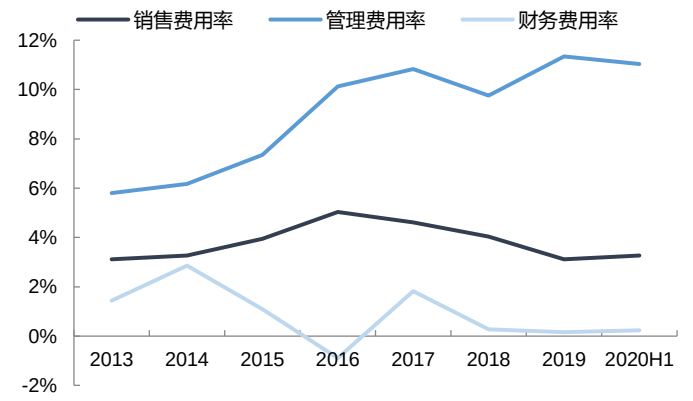
费用率方面，2016 年后公司销售费用率基本保持下降趋势，主要由于加强费用管控以及减少自有品牌投入；2015 年后公司管理费用率（考虑研发费用）同比持续增长，主要由于加大研发投入、加强管理人员激励；公司财务费用率波动相对较大，主要由于汇率波动影响汇兑损益 。

图 8：近年来公司毛利率变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：近年来公司期间费用率变化情况

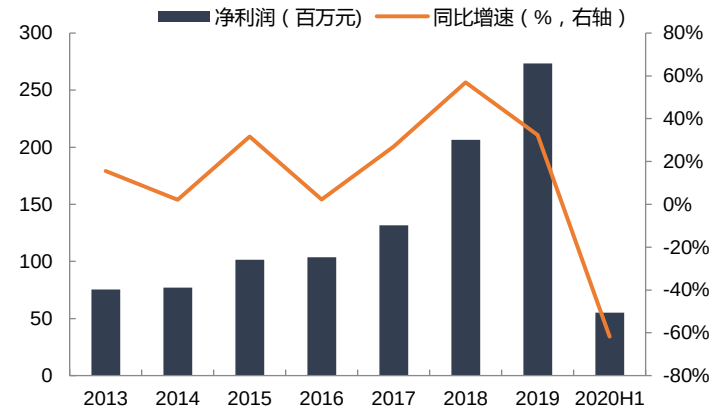


资料来源：Wind，信达证券研发中心
注：管理费用包含研发费用

净利方面，2015 年公司上市后净利保持增长，2017-19 年净利增速较高主要由于收购俏尔婷婷并表、费用率下降、政府补助增加等因素。2020H1 受疫情影响公司净利同比下滑。

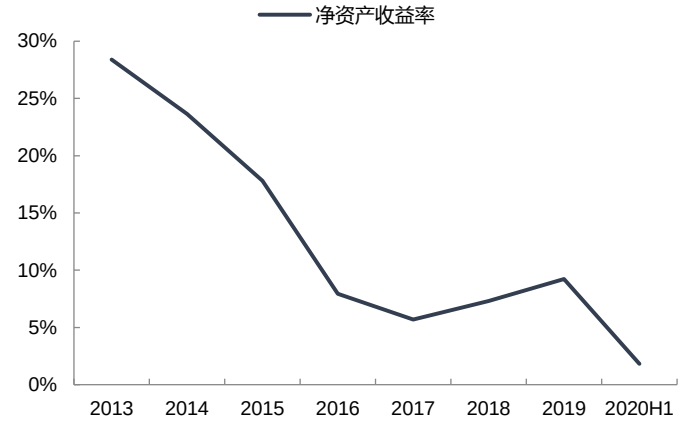
ROE 方面，2015 年公司上市后通过募资、收购等方式不断扩大产能，但出现部分厂房、资产闲置，资产周转率下降导致 ROE 下降。2019 年公司净利率提升、通过租赁等方式盘活国内资产，带动 ROE 恢复增长。疫情影响结束后，未来公司有望持续提升盈利能力、盘活存量资产，推动 ROE 继续提升。

图 10：近年来公司净利润及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：近年来公司 ROE 变化情况

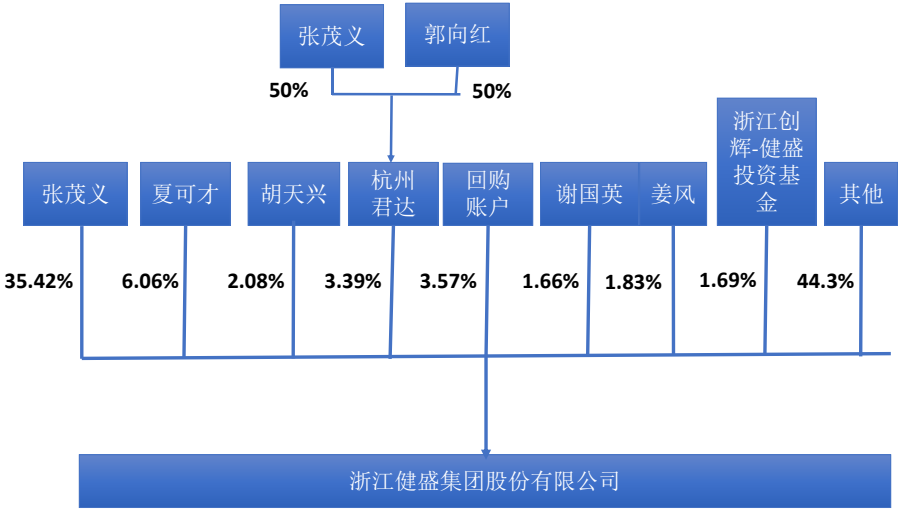


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司治理：实控人掌控力强，管理层运营经验丰富

公司实控人为张茂义、郭向红夫妇，截止 2020 年 6 月末合计持股占比为 38.83%，持股比例较高，对公司战略及管理控制力强。此外，截止 2020 年 6 月末俏尔婷婷原股东夏可才、谢国英持股 6.06%、1.66%，副总经理胡天兴、姜风分别持股 2.08%、1.83%。公司股权结构较为稳定，收购俏尔婷婷后双方管理层加强业务协同，合作运营针织纺织主业。

图 12：公司股权架构情况（截止 2020 年 6 月底）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司管理层在纺织制造行业深耕多年，具有丰富的运营管理经验，且多年来基本保持稳定。董事长、总裁张茂义为公司实控人，专注针织纺织品行业二十多年，积极引进国际先进生产线，致力于打造全球袜业龙头。公司通过回购、股权激励等方式进一步绑定管理层与股东利益。2018 年 11 月公司公告拟回购股份 1.5 亿元-3 亿元用于员工持股计划、股权激励或注销等，截止 2019 年 5 月公司完成回购，累计回购 1486 万股，占总股本的 3.57%，成交金额 1.60 亿元，全部用于股权激励计划。

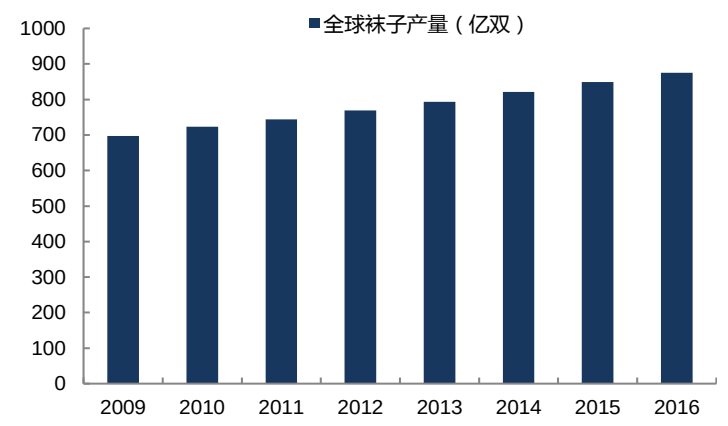
行业分析：运动赛道持续高景气，制造龙头有望扩张份额

棉袜行业：全球袜子市场规模稳步增长，棉袜制造行业格局分散

目前全球棉袜行业发展较为成熟，市场规模增速相对较低。据智研咨询，2016 年全球袜子市场规模、产量为 474.7 亿美元、

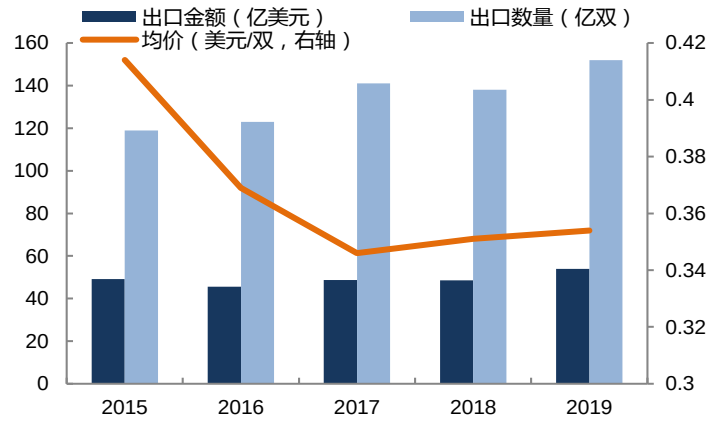
875 亿双，同比增长 3.15%、3.06%。中国是全球最大的袜品出口国，出口金额占全球的 45%，2019 年中国共出口袜子（包括棉袜、合纤袜）152.2 亿双，同比增长 10%，出口金额 53.9 亿美元，同比增长 11.1%，在中美贸易摩擦背景下保持增长。

图 13：2009-16 年全球袜子行业市场规模



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 14：近年来中国袜子出口数据

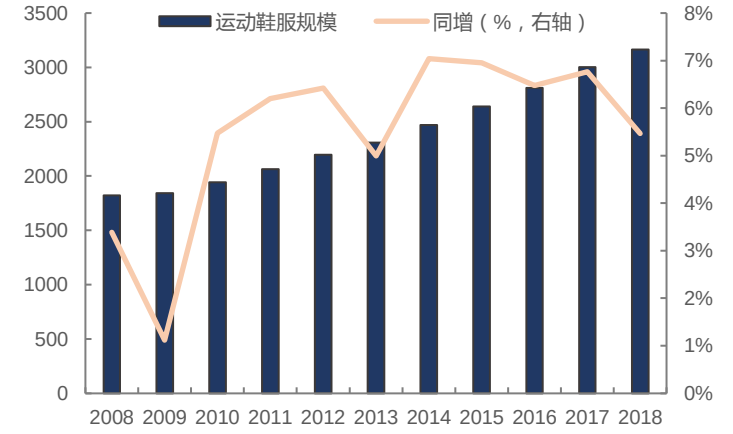


资料来源：中国海关，信达证券研发中心

由于行业进入门槛低，以民营企业为主，中国棉袜制造行业集中度仍处于较低水平，行业内存在大量中小企业，中低端产能竞争激烈。2019 年公司棉袜出口数量仅占全国出口量的 2%，市占率仍有较大提升空间。

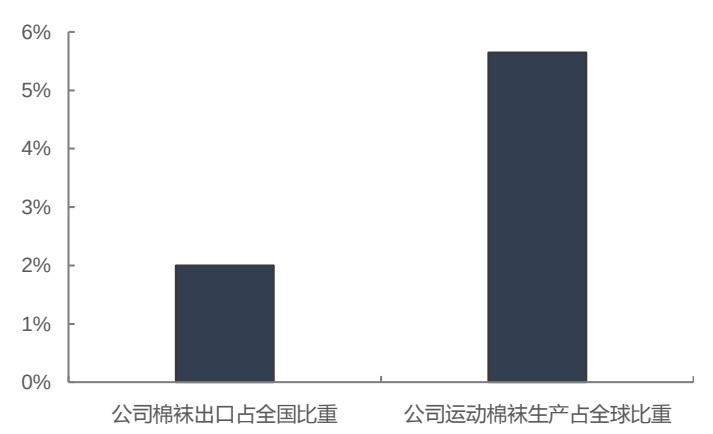
公司定位中高端市场，客户为海外知名品牌，主要出口欧洲、日本、美国等国家。公司以针织运动棉袜产品为主，欧睿数据显示 2018 年全球运动鞋服市场规模为 3165.5 亿美元，同比增长 5.5%，2018 年全球服装市场规模为 14247 亿美元，运动鞋服市场规模占比为 22.22%。我们假设袜子市场中运动袜收入占比为 22.22%，测算 2019 年全球运动袜子销售额至少为 105.48 亿美元，假设行业加价倍率为 5 倍，全球运动品牌袜子采购规模为 21.10 亿美元、146.96 亿人民币。2019 年公司运动棉袜销售额为 8.31 亿元，占比仅为 5.65%，未来仍有较大拓展空间。

图 15：近年来全球运动鞋服销售规模及增速



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 16：公司在运动棉袜行业有较大成长空间

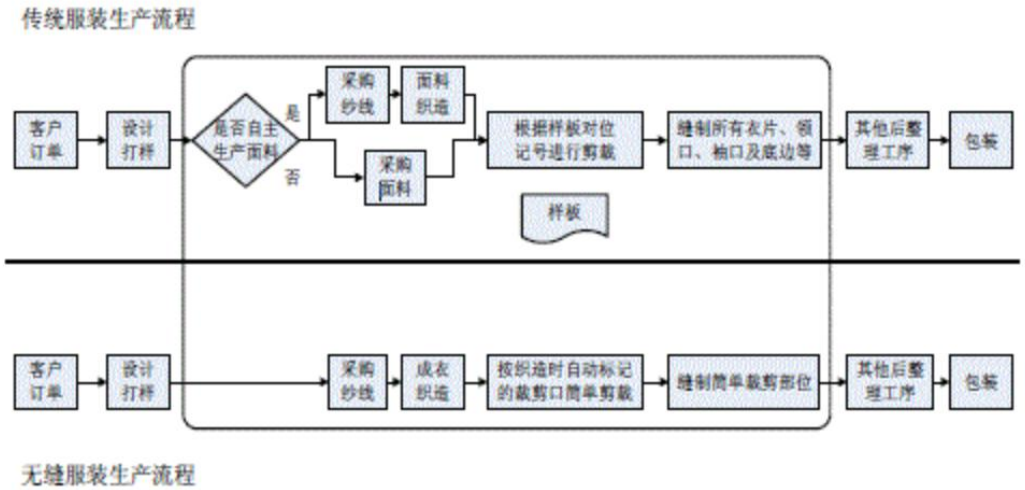


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

无缝服饰行业：借助运动风潮快速成长，制造端集中度有待提升

无缝针织技术起源于袜机的改进，早期主要用于内衣生产，1997 年全球纺织设备仅有 1%使用无缝针织技术。随着无缝针织技术成熟以及新型纤维的研发应用，无缝针织技术应用范围延伸至运动服装、泳衣、休闲服装等，2010 年全球约有 11%的纺织设备使用无缝针织技术。与传统针织工艺相比，无缝服装减少了裁剪、缝纫这两道人工需求最大、耗时最久、标准化程度最低的工序，仅需在后道加工环节中进行少量缝合，在颈、腰、臀等部位无需接缝。因此与有缝针织相比，无缝服装工厂在生产标准化、自动化方面具有优势，方便产品质量把控、生产周期控制以进行大批量、标准化订单生产。

图 17：无缝服饰与传统服装生产流程对比

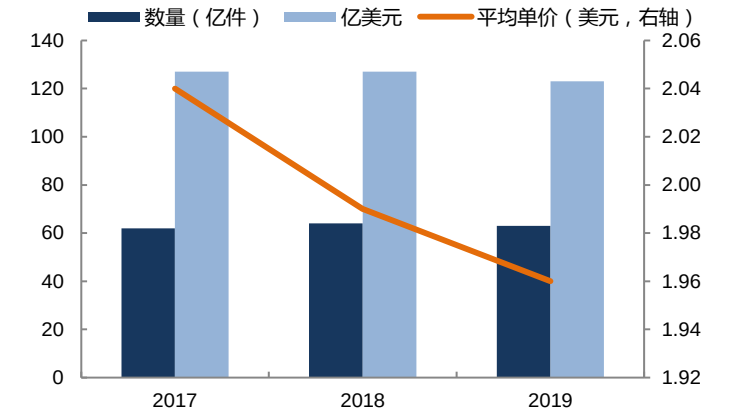


资料来源：《2019 无缝服装行业分析报告》，信达证券研发中心

从消费者角度，无缝服装具有等舒适、贴身、塑形、美观等特性，尤其适合运动、健身等场景穿着。随着国内消费升级、居民重视健康，中国运动用品消费保持快速增长，无缝服饰需求同样快速增加，欧睿数据显示，2019 年中国运动鞋服市场规模为 3165.96 亿元，同比增长 17.3%。近年来 Lululemon、安德玛等运动品牌凭借无缝服装产品（如瑜伽服、紧身衣等）推动收入保持较快增长，耐克、阿迪达斯等传统头部品牌同样推出无缝运动鞋服满足消费者需求。

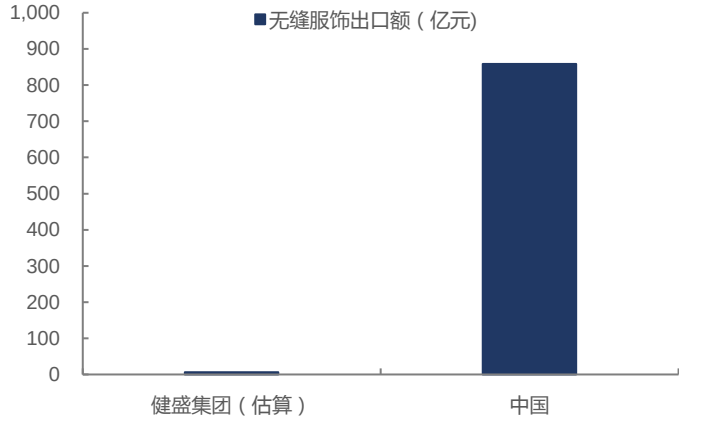
从供给端来看，无缝服装生产端竞争较为激烈、进入门槛不高，中国是全球最大的无缝服装生产和出口国，产量占全球的 60%以上，以中低端产能为主，土耳其、越南、斯里兰卡、意大利等国家同样具有生产能力。2017-19 年中国无缝服装出口金额、出口数量基本保持平稳，出口单价同比下降，主要受运动上衣出口价格下滑等影响。2019 年中国无缝服饰出口金额为 123.2 亿美元，公司无缝服饰销售额 6.40 亿元，以公司出口收入占比为 86.68%测算公司无缝服饰出口额占全国的 0.65%，未来仍有极大提升空间。

图 18：近年来中国无缝服装出口数据



资料来源：中国海关，信达证券研发中心

图 19：2019 年公司无缝服饰出口金额占全国的比重较低（测算）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

公司优势：为何看好公司成为细分赛道的“申洲国际”

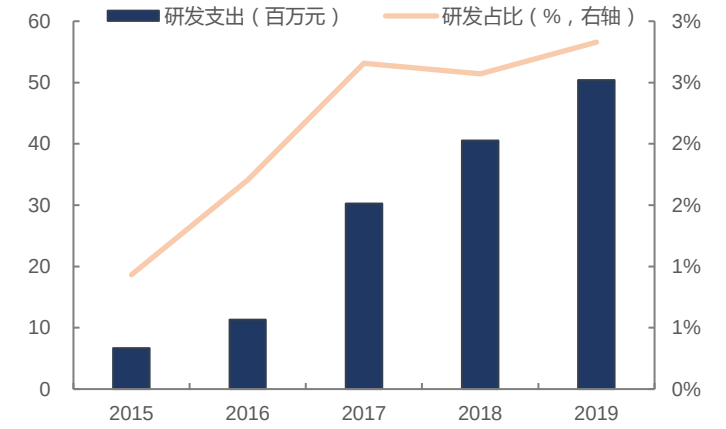
近年来棉袜行业市场规模基本保持稳定，无缝服装市场借助运动需求“东风”实现快速增长，2020 年受疫情影响棉袜、无缝服装市场同比增速预计下降，但从长期来看上述赛道仍较为分散，龙头市场份额具有提升空间。公司作为目前行业领导者，借助制造优势、海外产能、优质客户结构等优势实现持续增长，有望成长为细分赛道的“申洲国际”。

制造优势：注重研发升级，夯实发展基础

公司在发展早期即定位中高端市场，与同行差异化竞争，提升产品附加值和议价能力。与申洲国际类似，公司注重研发投入，积极改造升级生产线，专注袜子、无缝服饰品类代工，逐步打造制造端优势。

公司成立以来在原料、工艺流程、设备改造等方面持续进行研发投入，并参与到下游品牌商的产品开发设计。上市后公司持续增加研发投入，2019 年研发费用为 5038.48 万元，占收入比重为 2.83%，共有研发人员 421 人，占总人数的 4.92%。2019 年公司成立创意研发中心，聘请韩国设计团队主导设计开发，在日本成立设计公司、侧重优衣库等日本品牌的产品开发和客户服务。此外公司加强新材料、新面料的研发，包括罗纹组织、水洗、羊毛、短纤类棉感等系列面料产品，并得到客户批量订单的认可。

图 20：近年来公司研发投入及占收入比重



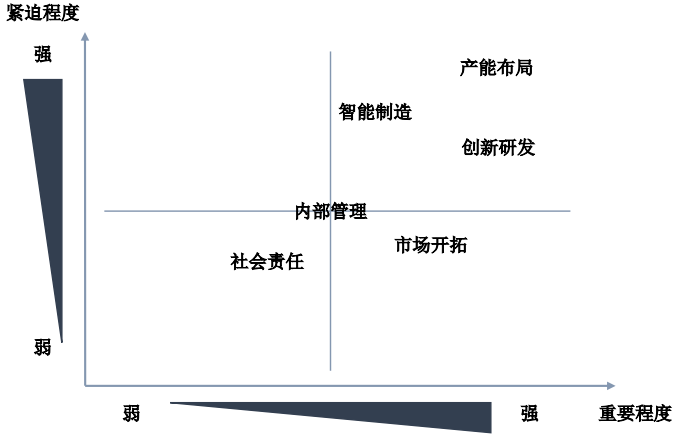
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：公司积极加强新材料、新面料研发

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

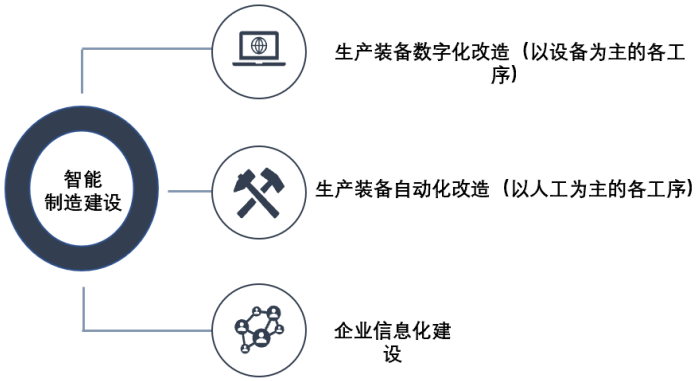
在智能制造方面，公司较早引进世界先进的棉袜、无缝服饰生产设备，主要设备如编织机来自意大利圣东尼等高端机械制造商，并采用日本的生产技术和工艺流程。上市前公司将数字化生产管理系统与卡片式生产流程管理结合，推动棉袜生产管理数字化、可视化，并研发“仿手工自动缝头技术”、“20 圈编织密度测量法”等技术提高生产效率。上市后公司继续推进棉袜、无缝内衣智能制造，2019 年初成立企业管理部，加强关键工序数据监控、分析，工厂 ERP 改造工作基本完成，上线自动排产系统，并通过工厂间的横向、纵向对比，提高生产效率。公司成立自动化改善小组，棉袜半自动烫标机、半自动打枪机、半自动套板设备以及无缝工厂的半自动烫标机、半自动订标机均应用于生产线，降低人工参与度，2019 年已有 6 项自动化成果用于生产线。

图 22：公司未来三年重点布局的方向



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：公司不断加强智能制造水平



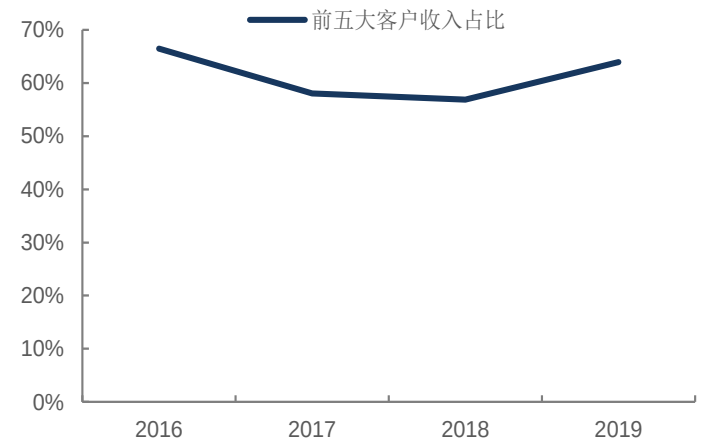
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2019 年 12 月公司发布未来三年战略规划，提出“高效能、高品质、高责任、低成本”，未来将继续定位中高端市场，夯实发展基础。1）公司将加强研发设计投入，由 OEM 向 ODM 升级，并注重提高人均效益、强化社会责任、控制产品成本。未来公司将在现有研发团队基础上成立德国工作团队，继续聘请国外设计师，强化产品设计研发能力。2）公司将继续进行生产设备自动化、数字化改造，加强企业信息化建设，提升产线的智能化水平。

客户结构：绑定头部品牌，深度拓展收入

公司绑定优质客户品牌，长期增长确定性较强。申洲国际在内部优秀代工能力的基础上，先后拓展优衣库、耐克、阿迪达斯、彪马等头部品牌，且收入占比处于较高水平。目前公司主要客户包括彪马、迪卡侬、优衣库、安德玛、GAP、耐克等头部品牌，2019 年前五大客户收入占比为 63.94%，大客户集中度较高。公司经过多年发展积累，通过了 OHSAS 职业健康安全管理体系等认证，拥有 21 个国家发明专利、85 个应用新型专利，为客户提供技术支持。公司通过了众多国际品牌客户的“验厂”，与运动服饰、休闲服饰品牌合作多年，建立较为紧密的关系。

图 24：近年来公司前五大客户收入占比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25：公司绑定行业头部品牌商客户

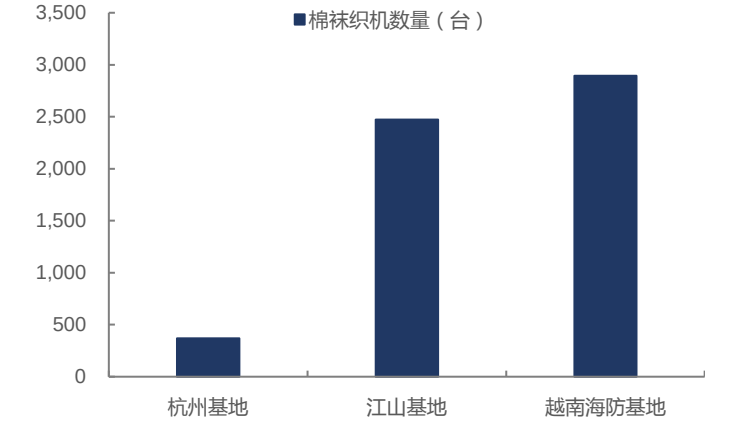
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司筛选优质客户，共同拓展棉袜、无缝服饰生产。下游品牌客户通常关注制造工厂的价格、品质、交期等要素。袜子生产通常具有款式多、批次多、批量少的特点，公司拥有产业链一体化优势，工厂管理体系完善，可对订单生产进行快速反应，因此交期短于竞争对手。此外公司产品品质具有优势，主要定位中高端市场，研发、制造、材料等方面业内领先。相比之下公司产品价格优势较弱，行业众多中小企业采用同质化低价策略竞争。因此近年来公司持续拓展注重交期、品质等要素的头部客户，合作更为稳定持久，收入增长较为稳定，注重价格的品牌商订单较不稳定，主要作为收入补充。

海外产能：投资越南产能，具有先发优势

公司管理层把握纺织产业变迁趋势，2013 年开始前瞻性布局越南产能，目前已建设海防、兴安、清化等三大生产基地。公司越南基地以棉袜生产为主，2015-18 年海防一、二、三工厂相继投产，并在兴安工厂配套染整产能。2019 年公司在兴安工厂投资无缝服饰产能，并建设清化棉袜工厂，完成土建、室内配套、设备采购、人员培训等，2020 年初兴安无缝服饰工厂及清化棉袜工厂正式投产。2019 年底公司在越南海防基地共有棉袜织机 2896 台，数量占比为 50.48%，越南基地影响力持续提升。

图 26：2019 年底公司棉袜织机产能分布情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

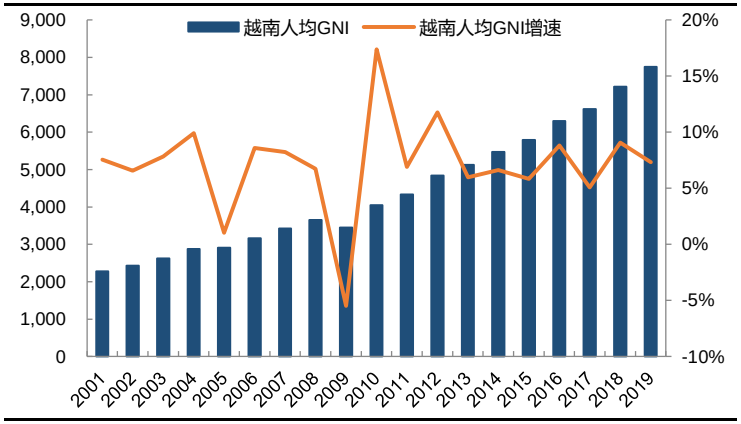
图 27：公司投资越南兴安生产基地

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

申洲国际 2005 年即在柬埔寨建设制衣工厂，2007 年配套印花、绣花等生产工序，此后在越南、柬埔寨等地完成纵向一体化生产模式，承接阿迪达斯、耐克、优衣库等头部客户订单转移。健盛集团较早投资越南工厂，目前已成为当地最大的棉袜制造商，形成先发优势和规模经济优势。公司建立了染色、橡筋线、氨纶包覆纱等原辅料生产工厂，配套刺绣、点塑、辅饰等辅助工序，形成产业链一体化运营的优势，确保产品品质、交期并提升盈利能力。

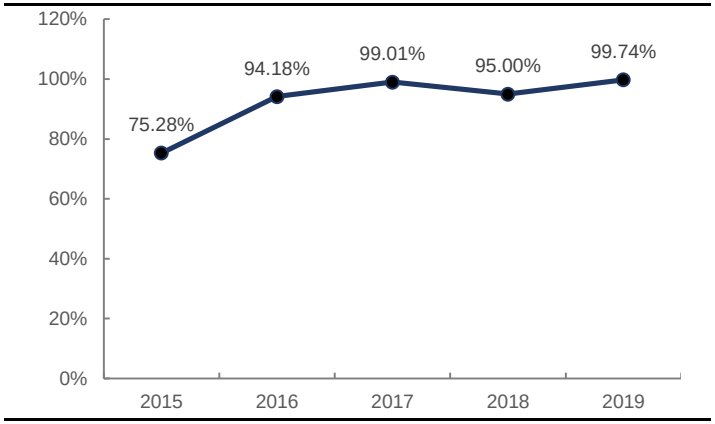
公司在越南多年布局，初步积累行业内运营壁垒。国内袜子、无缝服饰制造行业格局分散，公司竞争对手多数体量较小，且尚未向东南亚地区转移产能。近年来越南人工成本保持较快上涨，2016-19 年人均 GNI 年均复合增速为 6.69%，作为劳动密集型产业，越南纺织企业竞争优势有所削弱。此外纺织企业投资越南成立公司、投资工厂、全面投产通常需要 6 个月到 1 年时间，国际化团队搭建、文化习俗适应等同样具有挑战性。因此公司竞争对手体量较小、自动化生产经验较弱，面临劳动力成本上涨、国际化等问题，新进入越南投资风险更大。综合来看公司在越南的工厂具有一定壁垒，竞争对手较难复制，公司可充分享受当地劳动力、税收、水电成本等优势，且具有产业链一体化优势，下游客户订单充裕，产能利用率处于较高水平。

图 28：近年来越南人工成本持续增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：公司越南产能利用率处于较高水平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

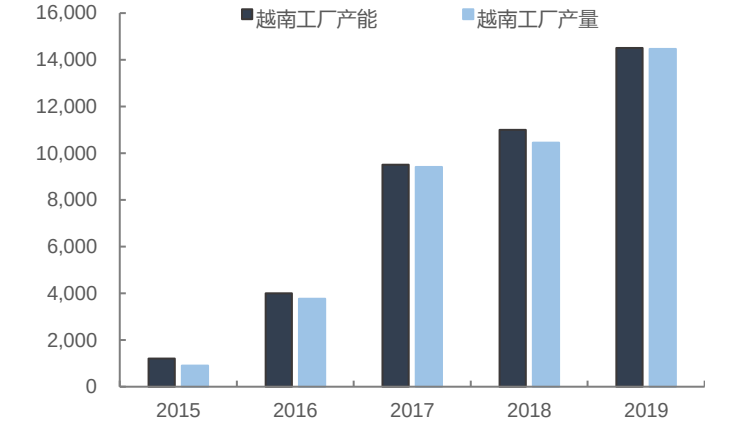
发展前景：拆解公司未来业绩成长动力

产能投放：越南产能扩张，驱动业绩增长

由于袜子、无缝服饰代工行业进入门槛低、竞争较为激烈，公司市占率处于低位。2019 年中国袜子出口金额为 53.9 亿美元、出口数量为 152.2 亿双，健盛集团实现袜子收入 11.04 亿元、袜子销量 2.91 亿双（包括越南工厂），占全国袜子出口金额的 2.94%、1.91%，未来市占率提升空间较大。我们认为未来中美贸易风险仍存、国内人工成本持续上涨，中国棉袜、无缝服饰中小工厂将逐步被淘汰，越南产能迎来扩张周期，尤其是以健盛集团为代表、具有先发优势的龙头公司。

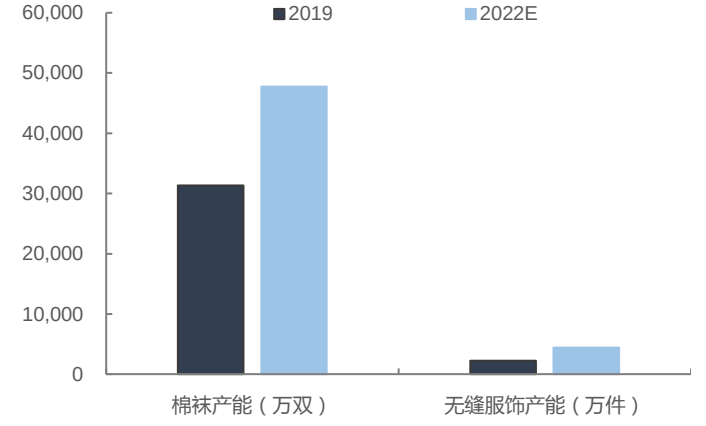
未来公司国内产能将保持稳定，越南产能持续扩张，带动整体收入增长。棉袜方面，2016-19 年公司越南工厂棉袜产量分别为 0.38/0.94/1.05/1.45 亿双，同比增长 317.02%/149.68%/11.10%/38.40%，公司将持续扩大越南工厂产能。无缝服饰方面，2019 年公司完成越南兴安工厂的基础建设，未来将在越南投资更多产能，满足国外客户需求，国内浙江、贵州产能基本保持稳定。2019 年 12 月公司发布 2020-22 年发展战略规划，将在三年时间投资 5 亿元，在越南工厂新增袜机 2000 台，在越南兴安工厂新增无缝织机 330 台、合计新增 450 台，较 2019 年底的织机数量分别增加 35%、121%。2020 年受疫情影响公司在越南投资速度有所放缓，无缝服饰工厂验厂等受到影响，新客户拓展力度减弱。未来疫情影响逐步控制后公司有望进一步扩大越南产能，拓展更多优质品牌。

图 30：近年来公司越南棉袜产能、产量持续扩张（单位：万双）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

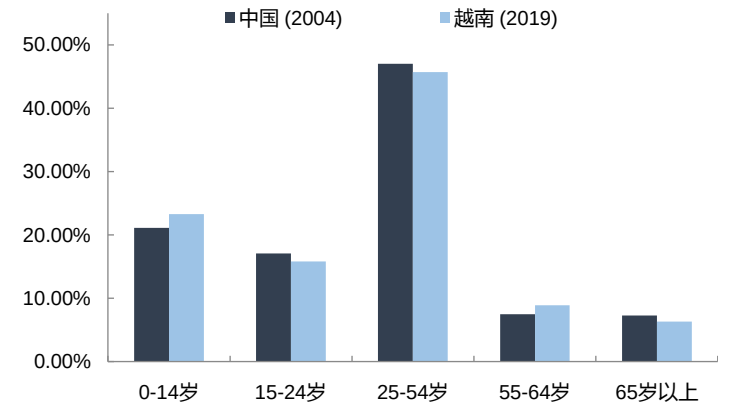
图 31：2019-22 年公司棉袜、无缝服饰产能预计变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

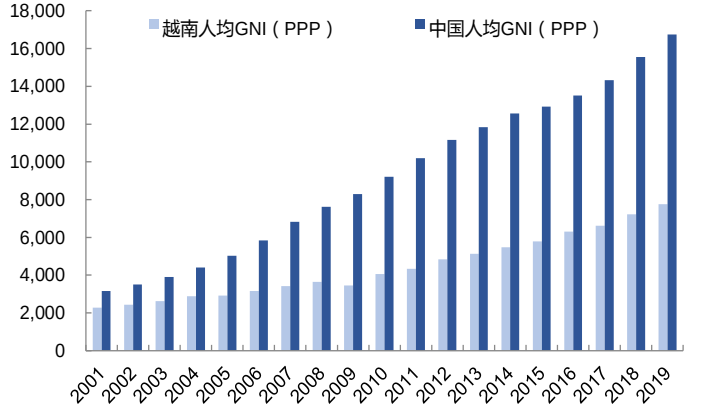
从长期来看，公司越南产能仍有提升空间，享受当地纺织行业发展红利。纺织行业较为依赖低成本劳动力优势，从人口年龄结构及收入水平来看，2019 年越南分别相当于中国 2004 年、2008 年的水平。考虑到中国纺织行业收入在 2012 年前基本能保持 10%以上较快增长，我们认为越南纺织行业仍有 6-8 年的快速成长期。综合来看，越南处于人口红利期，且纺织品对欧洲、日本出口享受零关税政策，承接中美贸易摩擦后转移的订单，纺织行业成长前景较好。公司已发展成为越南第一大袜子生产企业，具有丰富的海外投资、生产经验，未来有望持续扩张越南产能，且下游品牌商偏好在越南下单、产销率较高，确保长期稳定成长。

图 32：中国与越南人口年龄结构对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 33：2001-19 年中越人均 GNI 对比（单位：国际元）



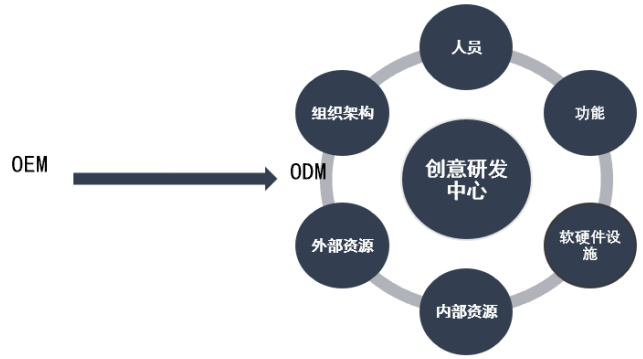
资料来源：Wind，信达证券研发中心

客户拓展：协同强化，加强研发，客户提高供应链集中度

未来公司依托国内、越南两大产能基地，强化制造优势，加强研发设计投入，不断持续拓展客户，确保新增产能转化为收入。一方面，公司国内工厂定位中高端产品，积极引进自动化生产线，聚焦产品品质、交期等要素，满足中高端客户需求。另一方面，公司越南工厂具有显著的成本优势，贸易摩擦风险小，疫情影响缓和后客户订单有望持续饱满。此外公司成立海外公司，进一步优化产品研发、客户服务水平，提升订单粘性。

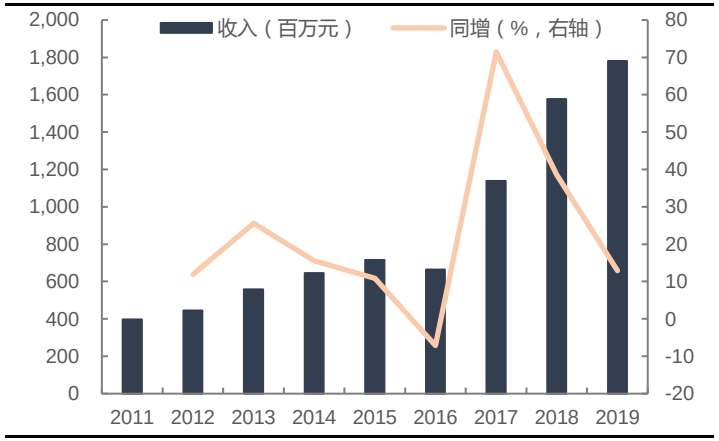
从历史表现来看，公司与多数头部客户保持良好关系，并不断拓展新品牌，尤其是价格敏感度相对较低、注重品质和交期的中高端品牌。2012-2020 年上半年公司仅有 2016 年（第一大客户迪卡侬部分订单转移至土耳其）、2020H1（肺炎疫情影响）收入同比下滑，其他时间收入同比均保持增长，合作客户数量不断增加，客户结构不断优化，较少出现客户主动流失的情况。2017 年公司收购俏尔婷婷后，扩充产品品类，对下游客户议价能力有所加强。未来公司拓展越南产能，低成本优势将会加强，有利于拓展沃尔玛等价格低、规模大的商场客户，抢占市场份额。

图 34：公司持续优化产品研发



资料来源：Wind，信达证券研发中心

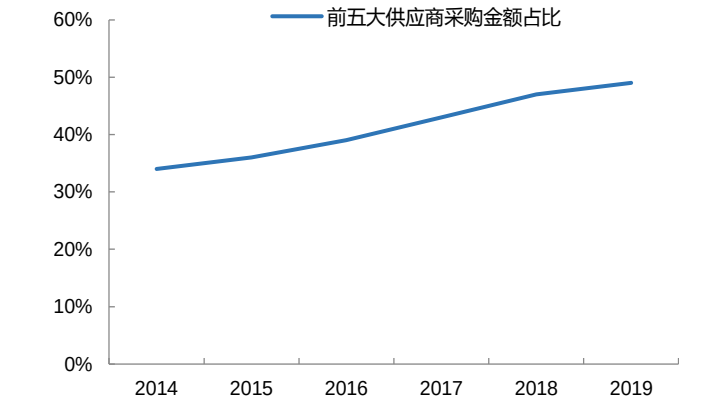
图 35：2011 年以来公司收入基本保持增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

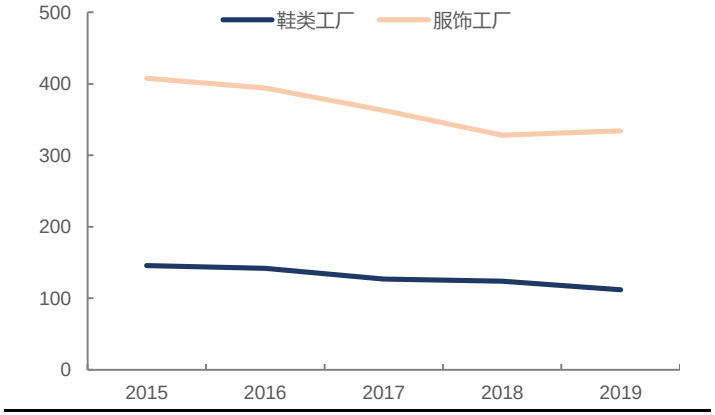
此外从品牌商的角度，近年来头部品牌供应链集中的趋势逐渐明显，品牌商更加注重快速反应、对供应链掌控能力。例如运动鞋服龙头品牌耐克、阿迪达斯近年来主动淘汰尾部供应商，强化供应链信息化水平，缩短生产周期，控制生产成本。2015-19 年耐克前五大供应商采购额占比由提高至，耐克袜子供应商数量。目前公司在主要客户的采购占比仍有提升空间，未来随着下游客户供应链向头部工厂进一步集中，有望推动公司收入保持增长。

图 36：近年来耐克供应商采购集中度不断提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：近年来耐克合作供应商数量持续下降



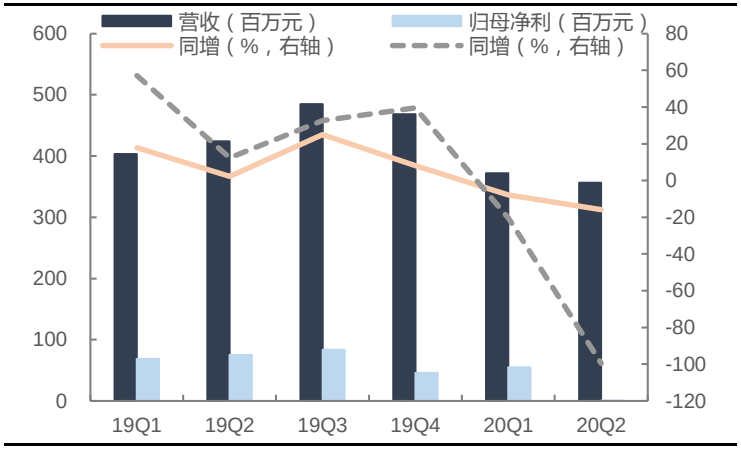
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

疫情影响：短期拖累业绩，经营拐点显现

2020 年初新冠肺炎疫情拖累公司收入表现，一方面，春节后国内疫情较为严重，公司工厂复工时间有所推迟，生产受到影响；另一方面二季度国外疫情加剧，部分国际品牌商推迟或取消订单，公司以海外收入为主，导致 20Q2 收入下滑幅度加大。分产品来看，20H1 公司棉袜产品拓展部分低价订单，收入同比基本持平，无缝服饰产品定位较为高端、且客户集中度高，20H1 收入同比下滑 33%。

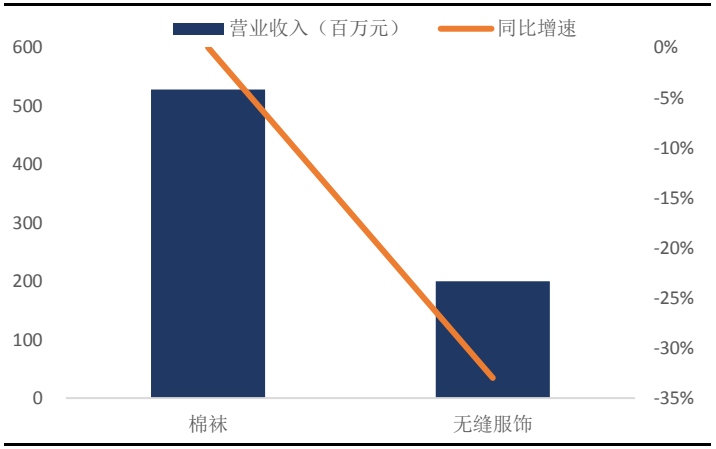
利润方面，由于销售收入下降、部分成本费用较为刚性，且公司拓展部分低价订单，20H1 公司毛利率同比下降 7.62PCT 至 21.15%，其中 20Q2 毛利率同降 13.49PCT 至 17.73%。毛利率下降叠加费用率同比增加影响，20H1 公司净利润同比下降 61.72%，其中 20Q2 净利润同比下滑 99.58%，利润水平处于低点。

图 38：近年来公司分季度收入、利润表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 39：20H1 分产品来看公司收入变化情况



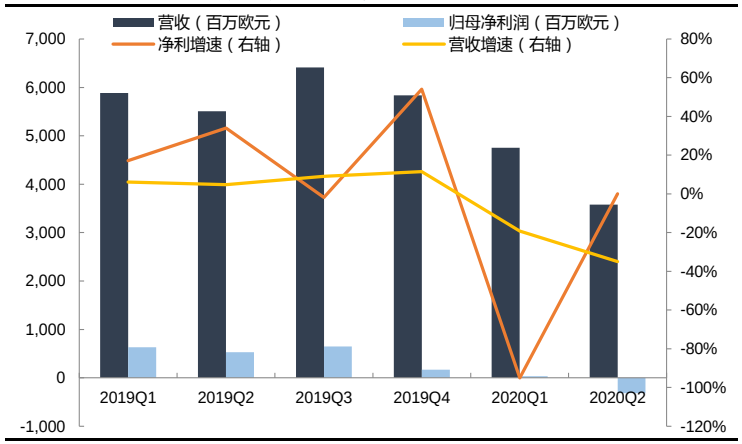
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2020 年 7-8 月全球除北美、南美、印度等地区外，欧洲、日本等地区新冠肺炎疫情逐步得到控制，多数地区商业活动开始恢复。2020Q2 部分全球头部服装品牌业绩见底，随着疫情得到控制，预计 20Q3 后品牌商业绩边际改善，库存消化回到正常水平，对上游订单将逐步恢复。例如阿迪达斯受疫情影响，20 年 4 月全球 70%以上的门店关闭，线下客流量显著下降，2020Q2 公司收入同比下滑 35%至 284.92 亿元，净利为-23.48 亿元，库存同比增加 49%。20 年 8 月公司 90%以上门店恢复运营，且进一步大力发展电商渠道，公司预计 20Q3 收入降幅收窄至高个位数，盈利能力恢复，年底库存恢复到正常水平。此外彪马、安德玛等品牌 20Q2 业绩同样表现较差，预计 20Q3 销售将有所好转。休闲服装品牌优衣库 20 年 7 月份日本地区销售收入同比增长 4.4%，居家服、弹性运动裤、大码 T 恤等产品受到消费者欢迎，销售表现持续好转。

2020 年 9 月欧洲部分国家疫情出现反复，西班牙、英国、丹麦等国家出台政策限制人口聚集和流动，但考虑到目前各国政府对疫情防控更有经验，居民防控意识、习惯有所加强，且新冠肺炎疫苗研制有望取得突破，预计疫情对服装公司运营及业绩影响将有所减弱。

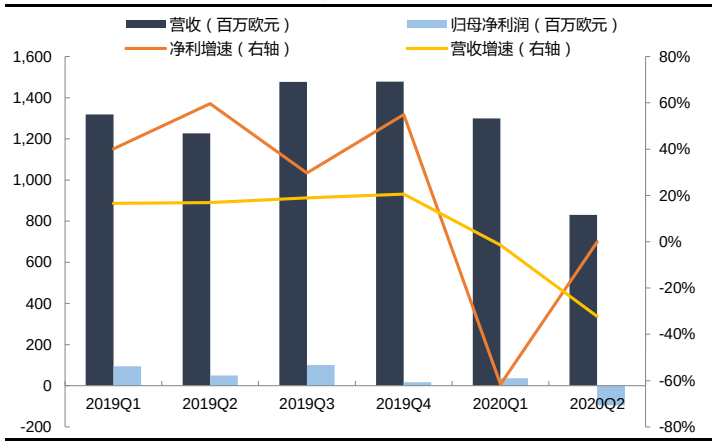
因此综合来看，公司下游主要品牌销售收入逐步好转，未来如果主要经济体疫情没有进一步恶化或疫苗成功研制并缓和疫情扩散，20 年下半年品牌商业绩有望持续改善，对上游订单将逐步恢复正常。公司优化产能结构，20H2 棉袜、无缝服饰的订单将逐步回升，公司经营拐点显现，2021 年疫情控制稳定情况下公司业绩有望进一步好转，低基数下业绩弹性较大。

图 40：近期阿迪达斯分季度业绩表现



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 41：近期彪马分季度业绩表现



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们假设未来疫情逐步得到控制，对公司具体假设如下：

1）20H2 公司主要客户订单逐步回升，棉袜、无缝服饰收入有望恢复增长。2021-22 年公司将进一步扩充越南地区产能，满足海外客户订单需求，国内产能基本保持稳定，带动销量增长，且疫情影响控制后公司产品结构优化、产品平均价格有望恢复增长。我们预计公司 2020-22 年收入分别为 16.77/20.12/24.00 亿元。

2）20H1 受疫情影响，公司部分成本刚性、毛利率显著下滑，20H2 公司收入逐步恢复、产品结构优化，毛利率有望回升，2021-22 年公司收入保持增长，且无缝服饰越南工厂运营效率提升，预计毛利率将逐步提升。我们预计公司 2020-22 年毛利率分别为 24.98%/29.06%/30.07%。

3）2020 年公司受疫情影响加强费用管控，优化盈利能力，疫情导致收入下滑、预计期间费用率将有所增长，2021-22 年公司加强拓展内销市场、增加研发投入、积极引进人才，且收入恢复增长，预计费用率将基本持平。我们预计 2020-22 年公司期间费用率为 16.59%/15.14%/15.02%。

综上，我们预计公司 2020-22 年收入为 16.77/20.12/24.00 亿元，同增-5.81%/19.98%/19.27%，归母净利润为 1.46/2.76/3.54

亿元，同增-46.62%/89.46%/28.0%，EPS 为 0.35/0.66/0.85 元。

估值与投资评级

相对估值

公司棉袜、无缝服饰的主要竞争对手多数尚未上市，我们选择港股针织服装制造龙头申洲国际、高端针织色织布生产商鲁泰 A、色纺纱龙头华孚时尚作为可比公司，2020/21 年行业平均 PE 为 30/18 倍。公司目前股价对应 2020 年 26/14 倍 PE，低于行业平均水平，我们看好公司作为针织贴身衣物制造龙头，未来持续扩张越南产能，业绩成长确定性较强，参考同业给予 20/21 年 34.3/18.2 倍 PE，对应股价为 12.01 元。

表 1：可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
02313.HK	申洲国际	111.12	1670	32.8	32.3	26.7	23.1	3.39	3.44	4.16	4.82
000726.SZ	鲁泰 A	7.38	63	6.6	10.7	8.4	7.1	1.11	0.69	0.88	1.04
002042.SZ	华孚时尚	6.00	91	23.1	46.2	19.4	15.4	0.26	0.13	0.31	0.39
行业平均				20.8	29.7	18.2	15.2	-			
603558.SH	健盛集团	9.15	38	13.9	26.1	13.9	10.8	0.66	0.35	0.66	0.85

资料来源：Wind，信达证券研发中心　　注：股价为 2020 年 09 月 24 日收盘价；港币兑人民币为 0.8777 元

绝对估值

我们假设无风险收益率为 3.00%、市场收益率为 7.00%、永续增长率为 2.00%，通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 50.54 亿元，对应股价为 12.14 元。

估值结论及投资评级

综合相对和绝对两种估值方法，我们认为公司合理市值为 50.54 亿元，合理股价为 12.14 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

疫情影响超预期：如果全球新冠肺炎疫情进一步恶化，将导致国外服装品牌销售收入下滑，从而影响公司下游订单，业绩增长低于预期。

越南产能投放低于预期：公司未来业绩增长取决于越南产能投放进度，如果越南工厂产能投放进度低于预期，将影响公司业绩增长。

股东减持风险：2020 年 8 月 31 日公司股东夏可才、谢国英持有的解禁股 3211.81 万股上市流通，如果公司股东计划减持，可能会影响股价表现。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,271.97	1,180.00	1,232.82	1,464.70	1,734.88
货币资金	429.38	311.72	390.71	535.71	692.02
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	288.95	311.17	293.11	351.68	419.43
预付账款	6.22	9.13	8.54	9.28	11.48
存货	427.40	457.66	448.10	469.25	505.73
其他	95.82	60.20	60.20	60.20	60.20
非流动资产	2,348.07	2,582.64	2,653.30	2,739.30	2,877.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	1,205.57	1,359.08	1,391.05	1,473.63	1,605.90
无形资产	246.22	234.39	233.07	226.50	222.55
其他	489.90	570.96	609.65	613.08	619.13
资产总计	3,620.04	3,762.64	3,886.12	4,204.00	4,612.51
流动负债	697.55	704.70	682.72	725.00	780.80
短期借款	436.89	389.93	389.93	389.93	389.93
应付票据	22.15	63.89	44.14	61.21	65.42
应付账款	128.70	136.54	134.43	148.60	170.11
其他	45.17	26.71	36.67	35.82	46.93
非流动负债	40.16	8.93	8.93	8.93	8.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.29	5.84	5.84	5.84	5.84
负债合计	737.71	713.63	691.64	733.93	789.73
少数股东权益	0.00	0.29	-0.15	-0.98	-2.03
归属母公司股东权益	2,882.33	3,048.72	3,194.62	3,471.04	3,824.82
负债和股东权益	3,620.04	3,762.64	3,886.12	4,204.00	4,612.51

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,577.47	1,780.37	1,677.00	2,012.09	2,399.73
同比（%）	38.62%	12.86%	-5.81%	19.98%	19.27%
归属母公司净利润	206.44	273.31	145.90	276.42	353.77
同比（%）	57.0%	32.4%	-46.62%	89.46%	28.0%
毛利率（%）	27.95%	29.19%	24.98%	29.06%	30.07%
ROE%	7.16%	8.96%	4.57%	7.96%	9.25%
EPS (摊薄)(元)	0.50	0.66	0.35	0.66	0.85
P/E	18.33	13.85	25.94	13.69	10.70
P/B	1.31	1.24	1.18	1.09	0.99
EV/EBITDA	11.64	10.31	18.37	10.72	8.40

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,577.47	1,780.37	1,677.00	2,012.09	2,399.73
营业成本	1,136.61	1,260.63	1,258.14	1,427.31	1,678.11
营业税金及附加	14.60	14.69	16.77	20.12	24.00
销售费用	63.68	55.48	67.08	60.36	71.99
管理费用	113.45	151.47	159.31	181.09	215.98
研发费用	40.54	50.38	46.96	60.36	71.99
财务费用	4.45	2.91	4.92	2.74	0.56
减值损失合计	4.66	-0.23	-0.50	-0.50	-0.50
投资净收益	-5.57	-2.56	0.00	0.00	0.00
其他	42.35	59.88	33.54	40.24	47.99
营业利润	236.26	302.36	157.85	300.85	385.60
营业外收支	-1.75	-3.09	2.00	2.00	2.00
利润总额	234.51	299.27	159.85	302.85	387.60
所得税	28.07	26.82	14.39	27.26	34.88
净利润	206.44	272.46	145.47	275.59	352.72
少数股东损益	0.00	-0.86	-0.44	-0.83	-1.06
归属母公司净利润	206.44	273.31	145.90	276.42	353.77
EBITDA	325.71	374.84	206.01	339.53	414.65
EPS (当年)(元)	0.50	0.66	0.35	0.66	0.85

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	257.56	350.87	240.53	321.28	385.22
净利润	206.44	272.46	145.90	276.42	353.77
折旧摊销	117.12	127.12	77.28	76.68	76.98
财务费用	4.56	12.48	15.60	15.60	15.60
投资损失	5.57	2.56	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-82.43	-63.93	-3.26	-53.89	-62.82
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-308.00	-231.90	-145.94	-160.68	-213.31
固定资产与无形资产	-312.86	-356.43	-145.94	-160.68	-213.31
投资	123.15	35.85	0.00	0.00	0.00
其他	-118.29	88.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	45.71	-201.45	-15.60	-15.60	-15.60
吸收投资	232.48	-47.66	0.00	0.00	0.00
借款	-110.09	-114.30	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-76.68	-39.49	-15.60	-15.60	-15.60
现金流净增加额	20.79	-63.19	78.99	145.00	156.31

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上;	**看好：** 行业指数超越基准;
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％;	**中性：** 行业指数与基准基本持平;
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间;	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。