

## 健盛集团 (603558.SH) 业绩拐点将至，棉袜&无缝服饰龙头再起航

2024年01月10日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

wuchenxi@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

日期	2024/1/9
当前股价(元)	9.81
一年最高最低(元)	10.37/7.69
总市值(亿元)	36.21
流通市值(亿元)	36.21
总股本(亿股)	3.69
流通股本(亿股)	3.69
近3个月换手率(%)	72.79

### ● 业绩拐点将至，棉袜&无缝服饰龙头再起航，维持“买入”评级

公司是国内棉袜&无缝服饰的龙头制造商，深耕棉袜和无缝服饰代工多年，产能布局海内外并拥有较多优质大客户。2023年由于海外需求疲软叠加下游客户去库，业绩短期承压；但公司积极开拓国内外新客户和产品应对业绩波动，考虑到短期来看，2024年无缝服饰业务的新客户订单有望持续落地，带动产能利用率和盈利能力改善，具备业绩弹性；长期来看，随着公司持续布局海外产能提升国际竞争优势，在客户体系内的份额有望持续提升，未来业绩有望稳步增长，我们预计2023-2025年归母净利润为2.40/3.18/3.52亿元，对应EPS为0.65/0.86/0.95元，当前股价对应PE为15.1/11.4/10.3倍，维持“买入”评级。

### ● 棉袜业务：绑定优质大客户，海外扩张实现稳健增长

**(1) 棉袜行业：**行业步入成熟期，市场规模稳步增长，预计全球/中国棉袜市场规模2023-2028年CAGR分别为2.5%/2.5%；我国作为棉袜出口大国，棉袜生产商高度分散且多为低端产能，中高端头部企业具备生产研发和规模优势，凭借较好的产品质量和稳定的供应链有望持续抢占全球中高端市场。国际品牌供应链呈现精简&转移趋势，全球布局头部供应商占优。**(2) 核心竞争力：**公司与优衣库、PUMA、UA等众多优质客户保持长期稳定的合作，主要凭借其持续投入的研发能力、产业链一体化布局和全球化产能布局。**(3) 未来看点：**随着公司持续研发投入以及全球化产能布局，优质客户订单持续恢复，新客户开拓进展良好；我们预计2025年产能有望增长至4.7亿双，产能利用率提升至90%+，有望稳健增长。

### ● 无缝服饰业务：越南产能扩张&新客户开拓，业绩具备弹性

**(1) 无缝服饰行业：**行业仍在成长期快速增长，预估中国无缝贴身衣物产值2013年-2022年CAGR约为16.0%，量价齐升带动无缝出口规模稳定增长。无缝服饰竞争格局高度分散，国内中高端产能占优。**(2) 核心竞争力：**公司具有规模优势，专注技术研发，均价高于行业其他中高端公司。**(3) 未来看点：**公司协同客户资源积极开拓新老客户，布局越南提升竞争优势，随着无缝服饰市场规模快速增长，渗透率持续提升，新老客户订单增长将有效支撑产能利用率，业绩具备弹性。

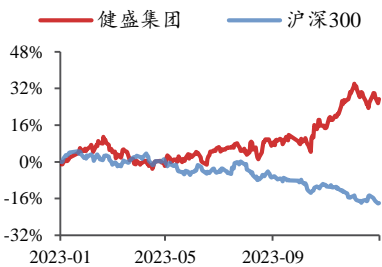
### ● 风险提示：汇率波动风险、产能爬坡不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,052	2,354	2,223	2,682	2,922
YOY(%)	29.7	14.7	-5.6	20.7	8.9
归母净利润(百万元)	167	262	240	318	352
YOY(%)	131.7	56.5	-8.3	32.6	10.6
毛利率(%)	26.8	25.8	26.2	27.9	27.9
净利率(%)	8.2	11.1	10.8	11.9	12.0
ROE(%)	7.2	10.5	9.7	11.7	11.8
EPS(摊薄/元)	0.45	0.71	0.65	0.86	0.95
P/E(倍)	21.7	13.8	15.1	11.4	10.3
P/B(倍)	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 目 录

1、 健盛集团：棉袜&无缝服饰制造龙头，海内外产能布局.....	4
1.1、 历史回顾：棉袜和无缝协同发展，产能布局海内外.....	4
1.2、 股权结构：股权结构稳定，实控人多次增持及回购充分彰显信心.....	5
1.3、 财务表现：近五年业绩稳步增长，海外下单谨慎短期业绩承压.....	5
2、 棉袜业务：绑定优质大客户，海外扩张实现稳健增长.....	7
2.1、 棉袜行业：成熟期行业稳步增长，中高端头部企业优势明显.....	7
2.1.1、 市场规模：棉袜市场步入成熟期，中国出口规模稳步增长.....	7
2.1.2、 竞争格局：中国产能集中于低端同质化竞争，少数中高端企业优势明显.....	8
2.1.3、 发展趋势：国际品牌供应链呈现精简&转移趋势，全球布局头部供应商占优.....	10
2.2、 核心竞争力：持续研发投入&全球化产能布局，绑定优质大客户.....	10
2.3、 未来看点：优质客户订单持续恢复，棉袜业务稳健增长.....	13
3、 无缝服饰业务：越南产能扩张&新客户开拓，业绩具备弹性.....	14
3.1、 无缝服饰行业：成长期行业快速增长，竞争格局未稳.....	14
3.2、 核心竞争力：专注技术研发&具备规模优势，表现优于中高端同行.....	16
3.3、 未来看点：越南产能扩张叠加新客户开拓，业绩具备弹性.....	17
4、 盈利预测与投资建议.....	18
4.1、 关键假设.....	18
4.2、 盈利预测与估值.....	19
5、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

## 图表目录

图 1： 公司具备棉袜和无缝两大板块，并在多地产能布局.....	4
图 2： 公司棉袜和无缝协同发展，产能布局海内外.....	5
图 3： 股权结构稳定，张茂义夫妇合计控股 38.48%（截至 2023Q3 末）.....	5
图 4： 2017-2022 年营业收入 CAGR 达 15.64%.....	6
图 5： 2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 14.76%.....	6
图 6： 棉袜收入总体稳健增长，无缝服饰占比稳步提升.....	6
图 7： 欧美业务短期承压，国内开拓良好（单位：亿元）.....	6
图 8： 盈利能力有望恢复至疫情前水平.....	7
图 9： 公司持续推进降本增效.....	7
图 10： 公司库存逐步恢复至健康水平.....	7
图 11： 经营性净现金流提升，经营质量改善.....	7
图 12： 预计 2023-2028 年全球袜子规模 CAGR 为 2.5%.....	8
图 13： 预计 2023-2028 年中国袜子规模 CAGR 为 2.5%.....	8
图 14： 中国棉袜出口规模总体呈增长态势.....	8
图 15： 2022 年中国占世界棉袜出口总额的 42%.....	8
图 16： 中国出口均价处于前几大出口国较低水平.....	9
图 17： 中国棉袜出口均价总体呈增长态势.....	9
图 18： 棉袜生产商高度分散且多为低端产能，中高端企业具备规模和生产研发优势.....	9
图 19： NIKE 和 ADIDAS 趋于集中并缩减供应商.....	10

图 20: NIKE 转移供应链至低成本地区 .....	10
图 21: 公司拥有众多的优质国际客户资源, 并加强国内品牌开发力度 .....	10
图 22: 公司持续投入研发费用, 研发费用率稳定 .....	11
图 23: 公司专利逐年增加为客户提供技术支持 .....	11
图 24: 产业链一体化, 保证交期稳定性并控制成本 .....	11
图 25: 东南亚成本优势, 提升盈利能力和全球竞争力 .....	13
图 26: 主要大客户营收均呈现稳步增长态势 .....	13
图 27: 调整分化后, 国内无缝服饰行业快速增长 .....	14
图 28: 中国无缝服饰市场规模快速增长 .....	15
图 29: 2022 年国内无缝服饰渗透率预计提升至 22% .....	15
图 30: 中国无缝服饰出口规模稳定增长 .....	15
图 31: 2022 年中国占世界无缝服饰出口总额的 41.9% .....	15
图 32: 无缝服饰竞争格局高度分散, 国内中高端产能占优 .....	16
图 33: 健盛集团无缝均价高于棒杰股份和行业平均水平 .....	17
图 34: 健盛集团毛利率受产能利用率拖累短期承压 .....	17
表 1: 海内外产能持续布局, 棉袜业务有望稳健增长 (单位: 百万双) .....	14
表 2: 健盛集团具有规模优势, 专注技术研发 .....	17
表 3: 健盛集团协同资源积极开拓新老客户, 下游景气促高成长 .....	17
表 4: 越南产能布局提升竞争优势, 下游新客户开拓支撑产能利用率 (单位: 百万件) .....	18
表 5: 预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 2.40/3.18/3.52 亿元 (单位: 亿元) .....	19
表 6: 预计健盛集团归母净利润复合增速较高, 估值水平仍具备提升空间 .....	19

## 1、健盛集团：棉袜&无缝服饰制造龙头，海内外产能布局

公司于1994年成立，深耕棉袜产品代工，2017年完成收购俏尔婷婷，延伸至无缝板块，目前公司是全球产能规模最大、配套最全的袜品企业之一，同时也是世界一流的无缝内衣制造商，在浙江、贵州、越南多地进行产能布局，2022年年产棉袜4.01亿双、无缝服饰4400万件；并与众多世界品牌商建立了长久的合作关系，如UNIQLO、PUMA、DECATHLON、BOMBAS、GAP、ADIDAS等。

图1：公司具备棉袜和无缝两大板块，并在多地进行了产能布局



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

### 1.1、历史回顾：棉袜和无缝协同发展，产能布局海内外

公司棉袜和无缝协同发展，产能布局海内外。过去30年，健盛集团经历了三个阶段：一是深耕国内棉袜阶段（1994-2012年）：1994年公司成立，逐步布局杭州和江山产能。二是布局海外产能阶段（2013-2016年）：公司于2013年开始布局海外产能，规划建设越南海防工厂和越南兴安印染厂，同时，在国内规划建设江山产业园，整个江山产能，并于2015年成功上市。三是无缝&棉袜全球协同阶段（2017年至今）：2017年公司完成俏尔婷婷的收购，延伸至无缝业务；进一步进行产能布局，国内江山产业园建成投产并创建贵州健盛，越南兴安、海防、清化工厂陆续建成投产，并根据业务需要进行扩改建，棉袜总年产能从2017年的2.62亿双增加至2022年的4.01亿双，其中国内产能1.81亿双，越南产能2.2亿双，无缝总年产能从2017年的829万件增加至2022年的4400万件，其中国内产能2400万件，越南产能2000万件。公司无缝和棉袜业务协同发展，国内和越南产能匹配不同客户需求，业务稳步增长，进一步强化龙头地位。

图2：公司棉袜和无缝协同发展，产能布局海内外

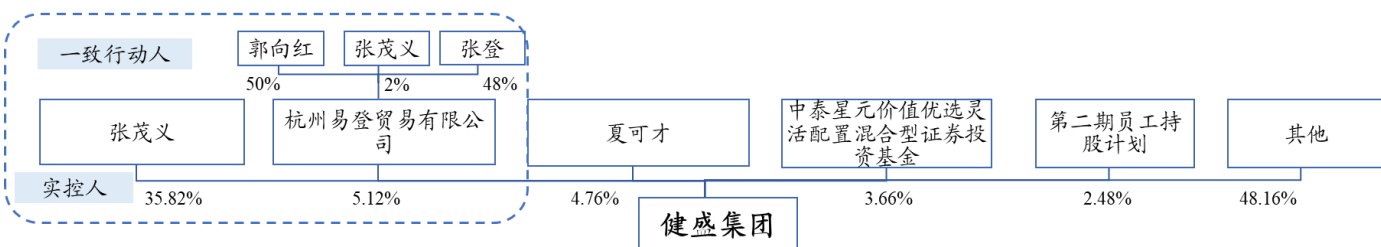
	1994-2012年 深耕国内棉袜阶段					2013-2016年 布局海外产能阶段				2017年至今 无缝&棉袜全球协同阶段					
	1994	1998	2001	2005	2008	2010	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
市场发展	创建浙江健盛袜业有限公司							上交所上市，发力国内市场	收购浙江俏尔婷婷，打开美国市场		开发NIKE、ADIDAS、GAP等优质客户			荷兰阿姆斯特丹设立欧洲子公司	棉袜开拓国内客户，无缝开拓海外新客户
设计产能							棉袜：编织机2330台，年产1.4亿双	棉袜：国内1.8亿双+越南1200万双	棉袜：国内1.65亿双+越南4000万双	棉袜：国内1.67亿双+越南0.95亿双	棉袜：国内1.92亿双+越南1.1亿双	棉袜：国内1.58亿双+越南1.45亿双	棉袜：国内1.38亿双+越南1.65亿双	棉袜：国内1.79亿双+越南2.2亿双	棉袜：国内1.81亿双+越南2.2亿双
产能建设-国内		创建江山思进	创建杭州健盛	创建江山易登	创建杭州乔登	创建江山针织	杭州乔登年新增1200万双棉袜技改	建设江山健盛产业园 建设年产10000万双中高档棉袜、1300吨氨纶橡胶线智慧工厂迁、扩建	江山针织年新增7800万双棉袜技改		智慧工厂上线200台袜机			贵州健盛规划新增1000台袜机，首期配置440台袜机	
产能建设-越南							创建健盛袜业(越南)有限公司	海防工厂3月投产 海防规划年新增1.3亿双棉袜、年产2000吨氨纶、橡胶线	海防工厂一期产量4000万双，二期建设中	海防二厂试生产，到位360台织机 海防三厂到位480台袜机，18年1月试生产		创建健盛(清化)针织有限公司	清化一期投产，实现棉袜产量3500万双		海防新建5号厂房，规划可容纳袜机659台，预计新增产能约3500万双 清化二期改造，新增15台定型机等 兴安印染扩产改建项目基本完工，新增染缸16套

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

## 1.2、股权结构：股权结构稳定，实控人多次增持及回购充分彰显信心

股权结构稳定，张茂义夫妇合计控股 38.48%。截至 2023Q3 末，张茂义及妻子郭向红合计控股 38.48%，股权较为稳定。实控人张茂义先生多次增持及回购公司股份，彰显对持续发展的信心。张茂义先生的一致行动人易登贸易于 2023 年 5 月 25 日至 9 月 19 日累计增持股份 480 万股，占公司总股本的 1.30%，累计使用金额 4000 万元。此外，张茂义先生于 2017 年 5 月 11 日至 7 月 24 日累计增持股份 492 万股，占公司总股本的 1.33%，累计使用金额 7962 万元。为增强投资者信心，2018 年至 2022 年公司先后进行 4 次股份回购，分别占公司总股本的 3.57%/5.62%/2.97%/3.20%，合计回购股数 0.62 亿股。

图3：股权结构稳定，张茂义夫妇合计控股 38.48%（截至 2023Q3 末）



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 1.3、财务表现：近五年业绩稳步增长，海外下单谨慎短期业绩承压



近五年业绩稳步增长，2023Q1-3 海外需求疲软叠加下游客户去库存，业绩短期承压。公司营业收入从 2017 年的 11.38 亿元增长至 2022 年的 23.54 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 15.64%；归母净利润从 2017 年的 1.32 亿元增长至 2022 年的 2.62 亿元，2017-2022 年 CAGR 达 14.76%；2023Q1-3 营收/归母净利润分别为 16.59/2.01 亿元，分别下滑 8.7%/25.3%，海外需求疲软叠加下游客户去库存，短期业绩承压。

图4：2017-2022 年营业收入 CAGR 达 15.64%

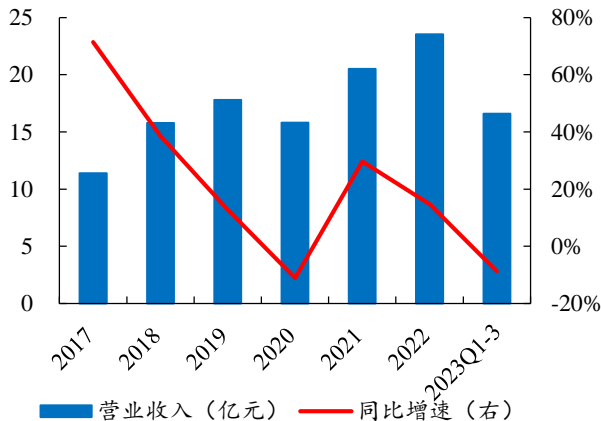
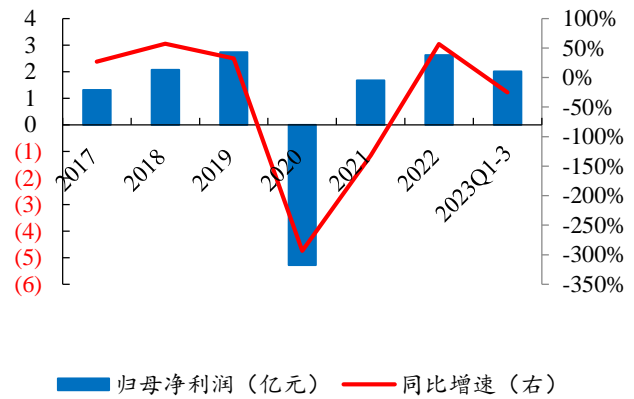


图5：2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 14.76%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，棉袜收入总体稳健增长，无缝服饰占比稳步提升。棉袜/无缝服饰营收 2017-2022 年 CAGR 为 10.8%/31.5%，无缝服饰占比从 2017 年的 16.5% 稳步提升至 2022 年的 31.4%。2023H1 棉袜/无缝分别实现营收 6.90/3.75 亿元，同比下滑 11.2%/13.9%，由于棉袜刚需属性较强，业务韧性较强，随着海外客户去库逐步推进，订单逐步恢复；而无缝服饰由于客户开拓和产能扩张仍不完善，业绩短期波动较大。

分地区看，欧美业务短期承压，国内市场开拓良好。2022 年境外/境内市场分别实现营收 20.43/2.78 亿元，同比增长 14.6%/15.4%，其中澳洲和日本地区增速超 100%；2023H1 境外/境内市场分别同比变动 -22.1%/+281.6%，中国市场低基数下客户开拓进展顺利，与李宁、蕉内、UBARS、FILA 等优秀品牌建立了良好的合作关系；国外市场中澳洲和日韩收入分别同比 +85.3%/+10.3%，美洲/欧洲/亚洲（除日韩）收入分别同比 -30.4%/-4.1%/-59.4%，欧美市场短期承压，日本及澳洲增长良好。

图6：棉袜收入总体稳健增长，无缝服饰占比稳步提升

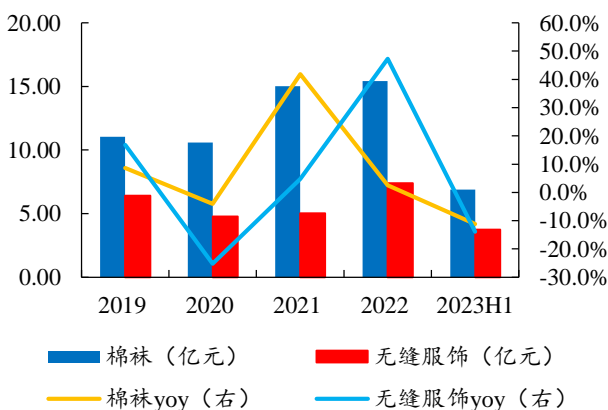
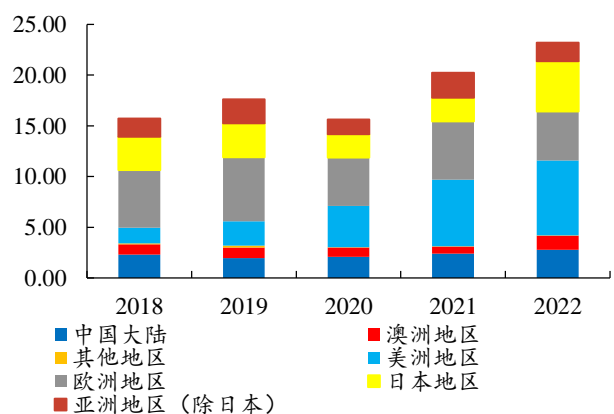


图7：欧美业务短期承压，国内开拓良好（单位：亿元）



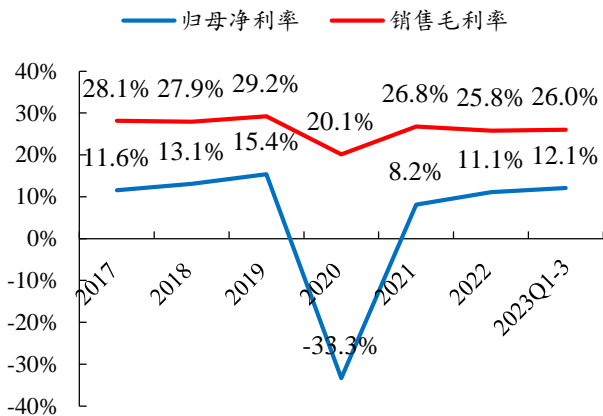
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司持续推进降本增效，盈利能力有望恢复至疫情前水平。(1) 毛利率：2023

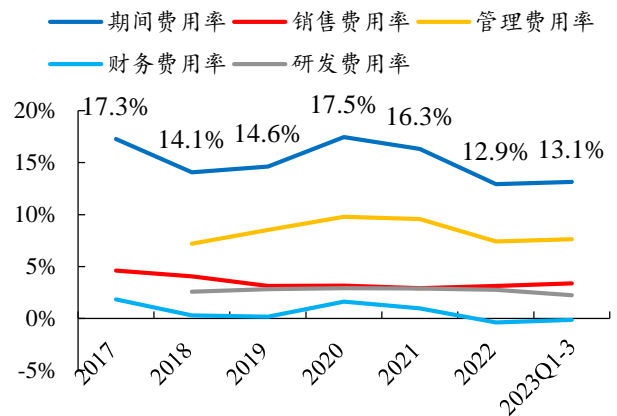
年以来毛利率环比逐季改善，2023Q1-3 毛利率 26.02%，同比下降 1.6pct，2023Q2/Q3 毛利率环比提升 4.3/2.0pct。**(2) 费用率：持续推进降本增效**，2022 年期间费用率为 12.92%，同比下滑 3.4pct，2023Q1-3 期间费用率为 13.14%，同比提升 1.4pct，主要系员工奖金计提调整、汇兑收益高基数带动管理费用率和财务费用率分别提升 1.3/1.0pct 所致。**(3) 净利率：2023Q1-3 归母净利率 12.09%，同比下降 2.7pct**，盈利能力有望恢复至疫情前水平。

图8：盈利能力有望恢复至疫情前水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

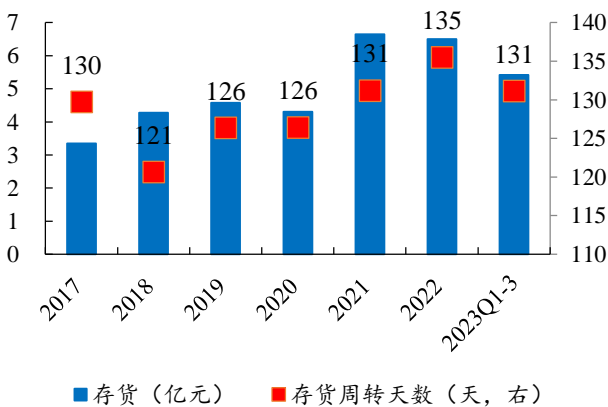
图9：公司持续推进降本增效



数据来源：Wind、开源证券研究所

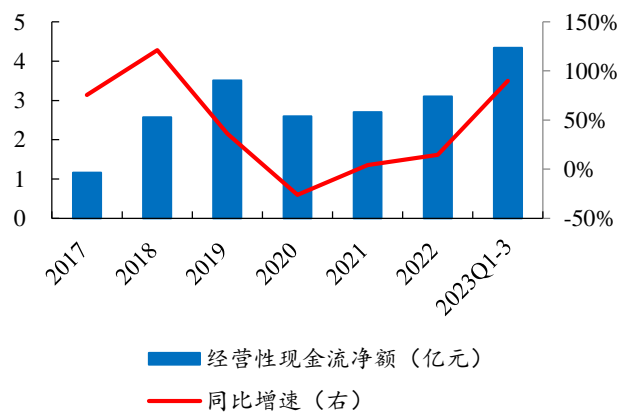
公司营运能力良好，疫后逐步恢复健康态势。**(1) 存货：2023Q3 末存货规模为 5.42 亿元，同比减少 19.05%；存货周转天数：2023Q1-3 存货周转天数为 131 天，同比减少 6 天，环比减少 4 天。(2) 经营性净现金流：2023Q1-3 经营性净现金流为 4.34 亿元，同比增加 90.01%。**

图10：公司库存逐步恢复至健康水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：经营性净现金流提升，经营质量改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、棉袜业务：绑定优质大客户，海外扩张实现稳健增长

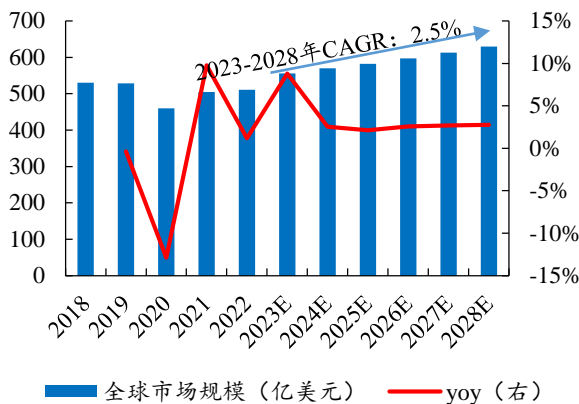
### 2.1、棉袜行业：成熟期行业稳步增长，中高端头部企业优势明显

#### 2.1.1、市场规模：棉袜市场步入成熟期，中国出口规模稳步增长

棉袜市场步入成熟期，市场规模稳健增长。棉袜作为快消必需品，全球市场步入成熟期。根据 Statista 统计，2022 年全球/中国棉袜市场规模分别为 511/97 亿美元，

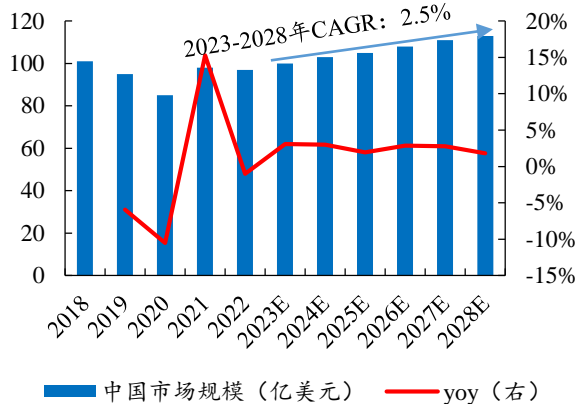
2020-2022年CAGR分别为5.40%/6.83%，未来棉袜市场规模有望保持稳健增长，预计2023-2028年全球/中国棉袜市场规模CAGR分别为2.5%/2.5%。

图12：预计2023-2028年全球袜子规模CAGR为2.5%



数据来源：Statista、开源证券研究所

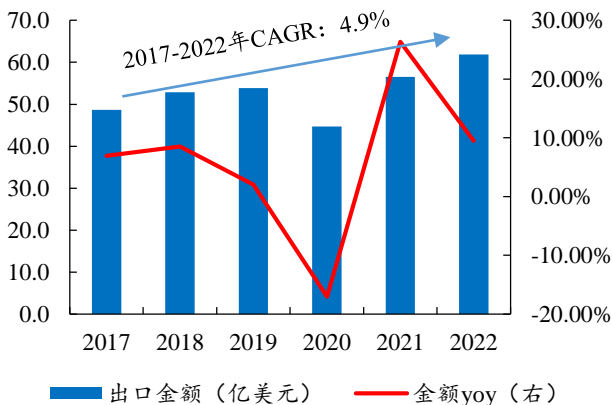
图13：预计2023-2028年中国袜子规模CAGR为2.5%



数据来源：Statista、开源证券研究所

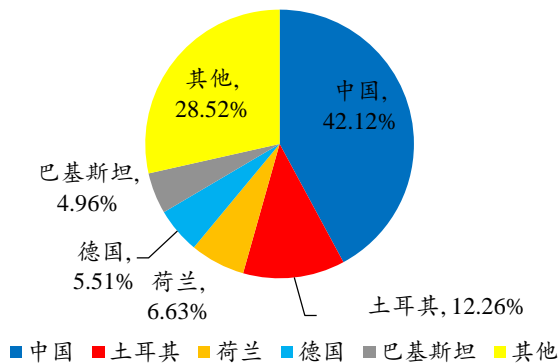
我国为棉袜出口大国，出口规模保持稳定增长。2022年我国出口金额为61.9亿美元，同比增长9.50%，2017-2022年CAGR为4.91%；量价拆分来看，出口数量为168.5亿双，2017-2022年CAGR为3.7%；出口均价稳步上涨，从2017年的0.346美元/双增长至2022年的0.367美元/双。作为棉袜出口大国，中国在世界棉袜出口总额中排名第一，根据UN Comtrade数据，2022年世界棉袜出口额前三名分别为中国、土耳其以及荷兰，分别占比42%/12%/7%。

图14：中国棉袜出口规模总体呈增长态势



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图15：2022年中国占世界棉袜出口总额的42%



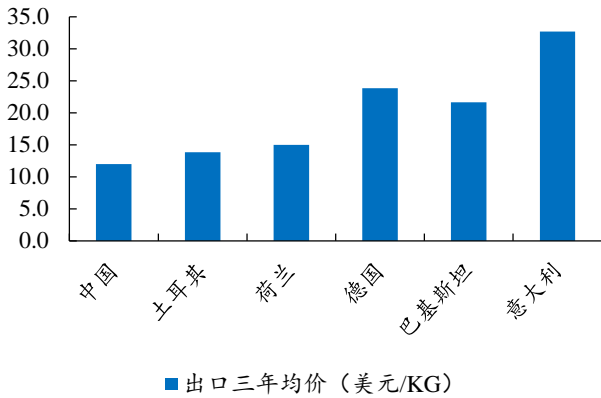
数据来源：UN Comtrade、开源证券研究所

## 2.1.2、竞争格局：中国产能集中于低端同质化竞争，少数中高端企业优势明显

从全球市场看，中国出口均价虽然处于前几大出口国中低水平，但是呈现稳步增长态势。中国近3年出口均价为12.0美元/kg，而土耳其、荷兰、德国、意大利出口均价分别为13.9/15.0/23.9/32.7美元/kg，其中德国、意大利等欧洲国家设备比较先进，在高端棉袜市场竞争力强；土耳其地理位置优越，利于承接欧洲大量的中端产能，而中国劳动成本比较低，产业链完善，随着技术和设备升级，我国中高端生产商的实力逐步提升，出口均价也从2017年的0.346美元/双增长至2022年的0.367美元/双。

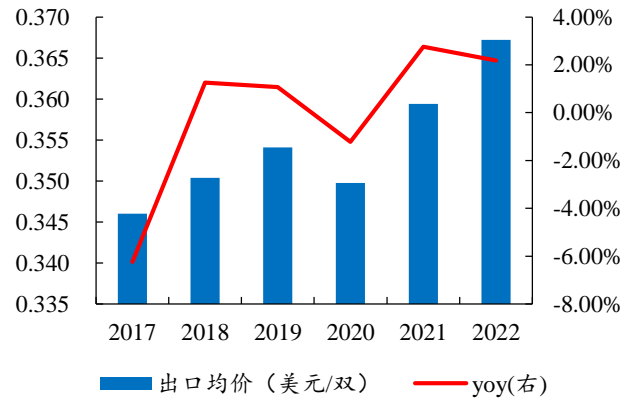


图16: 中国出口均价处于前几大出口国较低水平



数据来源: UN Comtrade、开源证券研究所

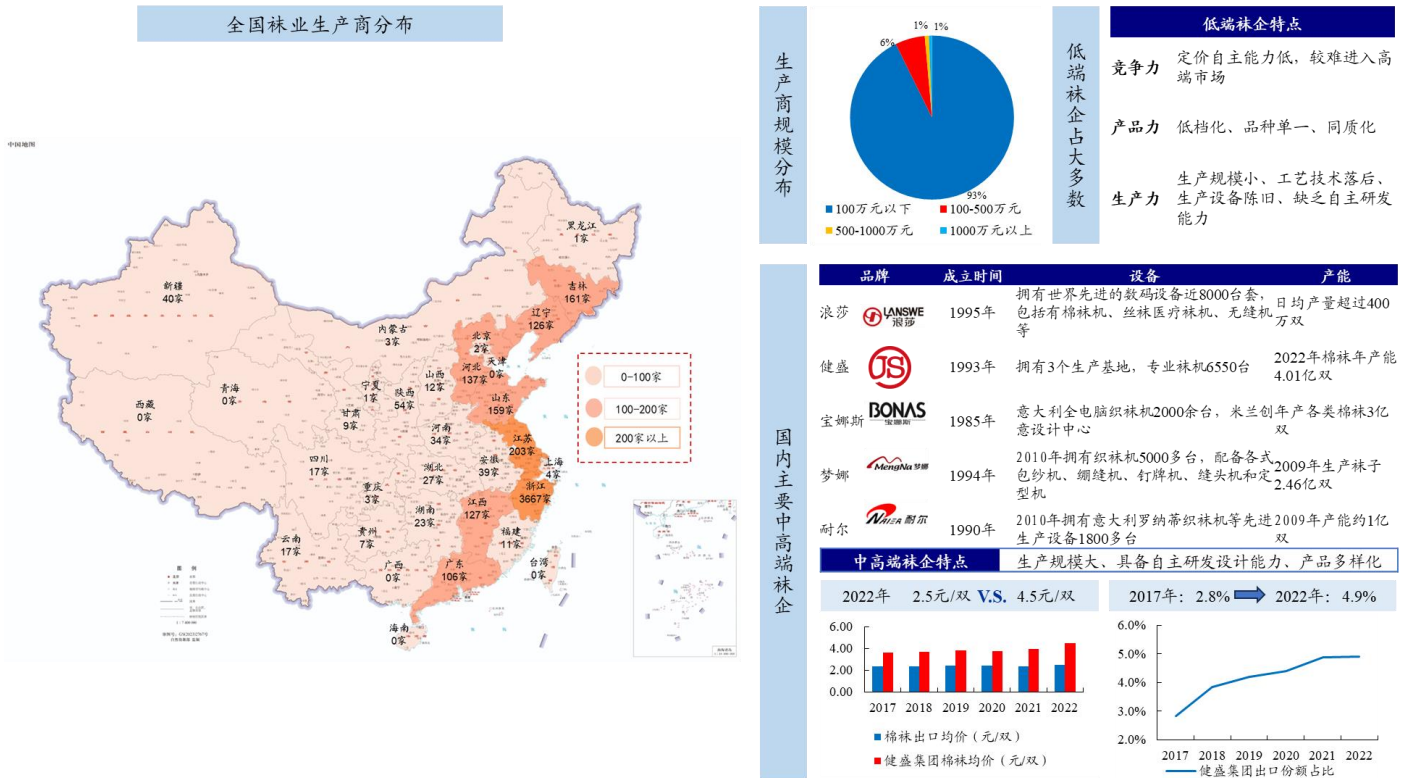
图17: 中国棉袜出口均价总体呈增长态势



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

从国内市场来看, 棉袜生产商高度分散且多为低端产能, 中高端企业具备规模和生产研发优势。我国棉袜生产商地理位置较为集中, 根据企查查统计, 截至 2023 年 12 月 4 日, 我国袜子生产商共 4990 家, 主要分布在浙江、江苏、吉林、山东等地, 这些企业多为小微企业, 竞争格局高度分散且多为低端产能, 注册资本 100 万元以下的占比为 93%; 国内袜业中高端品牌较少, 其中健盛、浪莎、梦娜、宝娜斯以及耐尔较有代表性, 健盛集团棉袜销售均价是中国棉袜出口均价的 1.8 倍, 出口份额占比从 2017 年的 2.8% 提升至 2022 年的 4.9%, 此类龙头企业具备生产研发和规模优势, 凭借较好的产品质量和稳定的供应链有望持续抢占市场, 参与全球中高端市场竞争。

图18: 棉袜生产商高度分散且多为低端产能, 中高端企业具备规模和生产研发优势



资料来源: 企查查、中国品牌网、各公司公告、各公司官网、海关总署、开源证券研究所

### 2.1.3、发展趋势：国际品牌供应链呈现精简&转移趋势，全球布局头部供应商占优

国际头部品牌趋于集中并缩减供应商，并转移供应链至低成本地区。为保证产品质量和供应链的稳定性，品牌方集中并缩减供应商，倾向于选择头部供应商以降低风险。NIKE 服饰供应商数量由 FY2017 的 363 家减少 23% 至 FY2022 的 279 家，ADIDAS 供应商数量从 2017 年的 782 家减少 46% 至 2022 年的 424 家。同时，为提升盈利能力，品牌方将供应链转移至低成本地区，特别是东南亚地区，NIKE 越南和泰国的服饰生产份额从 FY2017 的 26% 提升至 FY2022 的 36%。在国际品牌供应链呈现精简&转移的趋势下，产能布局全球的优质头部供应商有望持续抢占市场份额，产业转移进一步加速行业集中。

图19: NIKE 和 ADIDAS 趋于集中并缩减供应商

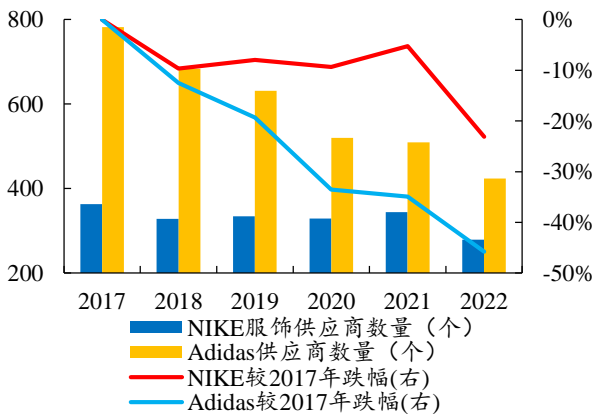
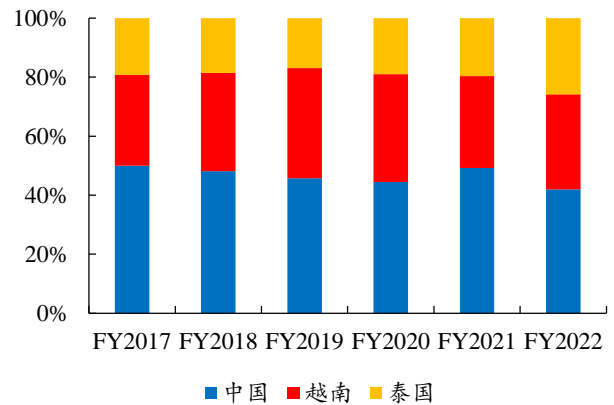


图20: NIKE 转移供应链至低成本地区



数据来源：各公司公告、开源证券研究所（注：NIKE 为财年口径）

数据来源：NIKE 公司公告、开源证券研究所

### 2.2、核心竞争力：持续研发投入&全球化产能布局，绑定优质大客户

公司拥有众多的优质国际客户资源，并加强国内品牌开发力度。目前棉袜的主要客户包括优衣库、PUMA、UA、迪卡侬、ADIDAS 等国际品牌以及李宁、FILA、蕉内、UBRAS 等国内品牌，2022 年国内品牌代工的销售收入为 0.69 亿元，同比增长 84.16%。

图21: 公司拥有众多的优质国际客户资源，并加强国内品牌开发力度



资料来源：公司官网

公司与众多优质客户保持长期稳定的合作，主要凭借其持续投入的研发能力、产业链一体化布局和全球化产能布局。

**(1) 持续提升研发智造水平，推动 OEM 向 ODM 转型。**公司持续投入研发，研发费用从 2019 年的 0.50 亿元增长至 2022 年的 0.65 亿元，2019-2022 年 CAGR 达到 8.97%，研发费用率稳定在 2.8% 左右。截至 2023H1，公司拥有 30 个国家发明专利，103 个应用新型专利，专利数量逐年增加为客户提供强有力的技术支持。

图22：公司持续投入研发费用，研发费用率稳定

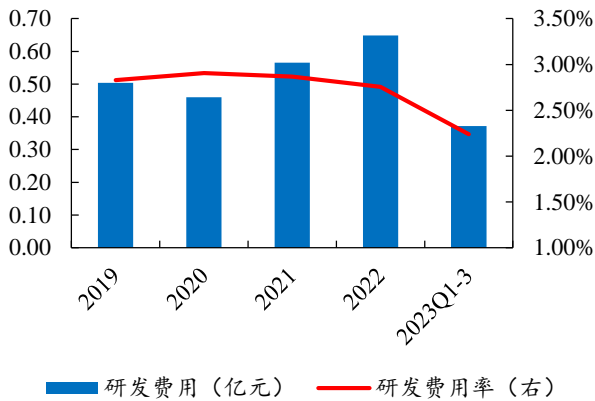
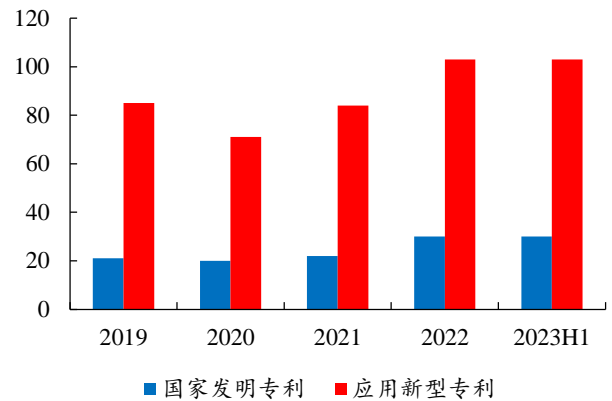


图23：公司专利逐年增加为客户提供技术支持



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(2) 产业链一体化：保证交期稳定性并控制成本。**公司产业链具有胚纱、覆纱、纱线染色、编织、缝头、吊染、点塑、刺绣、质检以及包装等生产工序。凭借完整的产业链以及生产工序，公司对每个环节有较强的掌握力和丰富的经验，有效保证交期稳定性；同时，各环节的协同也将有效控制成本。

图24：产业链一体化，保证交期稳定性并控制成本

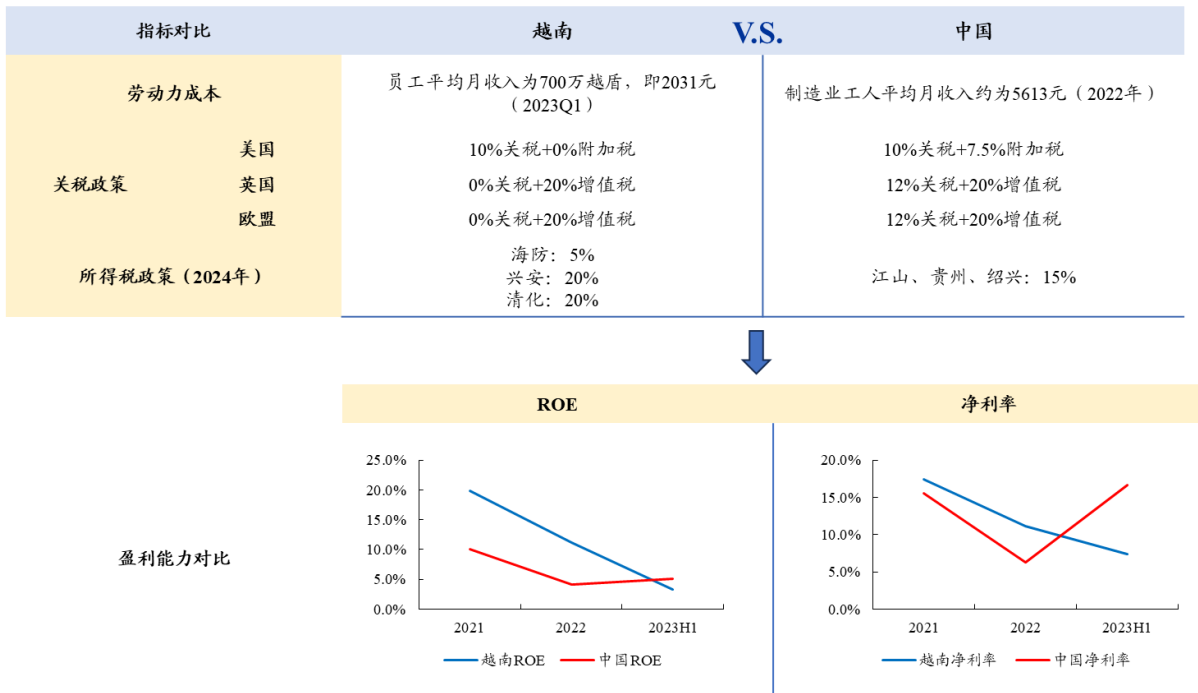


资料来源：公司官网

**(3) 全球化产能布局：东南亚成本优势，提升盈利能力和全球竞争力。**公司持续推进海外产能布局，在越南海防以及清化建有棉袜生产基地，截至 2022 年末，越南产能已达到 2.2 亿双，占公司整体棉袜产能的 55%。得益于越南当地的劳动力成本优势、关税政策优惠等优势；人力成本方面，2023Q1 越南的平均月工资为 2031 元，而 2022 年中国制造业工人的平均月工资为 5613 元；关税优惠方面，越南和欧美多国存在关税优惠政策。因此，越南子公司净利率高于国内工厂净利率，2022 年越南/中国的棉袜工厂净利率分别为 11.2%/6.2%，2023H1 越南净利率低于国内主要系越南清化产能爬坡所致。随着海外产能的持续布局推进，公司盈利能力持续提升，全球竞争力也进一步提升。



图25：东南亚成本优势，提升盈利能力和全球竞争力

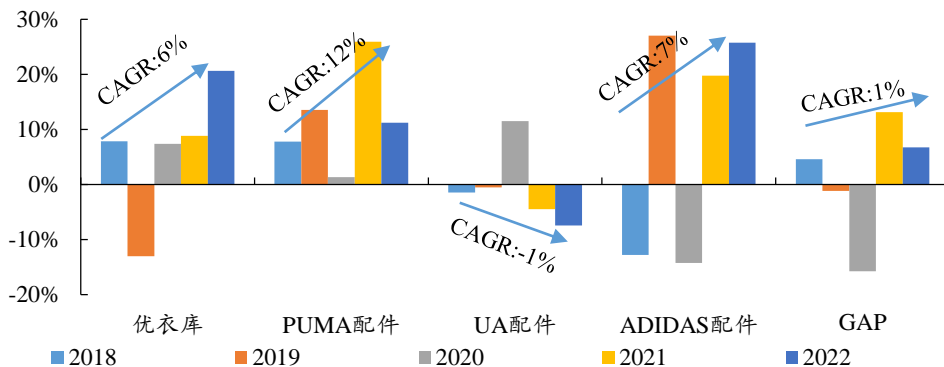


数据来源：公司公告、中华人民共和国商务部、国家统计局、Wind、开源证券研究所

### 2.3、未来看点：优质客户订单持续恢复，棉袜业务稳健增长

优质客户订单持续恢复，新客户开拓进展良好。随着公司持续研发投入以及全球化产能布局，与优衣库、PUMA、迪卡侬、UA、GAP等优质大客户的绑定逐步加深，客户订单稳步增长，优衣库/PUMA 配件/UA 配件/ADIDAS 配件/GAP 的销售收入 2017-2022 年 CAGR 分别为+6%/+12%/-1%/+7%/+1%，除 UA 外均呈现稳步增长态势；另一方面，在优质大客户的背书以及公司竞争力提升的背景下，新客户开拓进展良好，与李宁、蕉内、UBARS、FILA 等优秀品牌建立了良好的合作关系。

图26：主要大客户营收均呈现稳步增长态势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

海内外产能持续布局，棉袜业务有望稳健增长。2021 年贵州健盛规划新增 1000 台袜机，首期配置 440 台袜机；2022 年越南清化新增建设 5 号厂房，规划可容纳袜机 659 台，预计新增产能约 3,500 万双。我们预计 2025 年产能有望增长至 4.7 亿双，产能利用率提升至 90% 以上，棉袜业务有望稳健增长。



**表1: 海内外产能持续布局, 棉袜业务有望稳健增长 (单位: 百万双)**

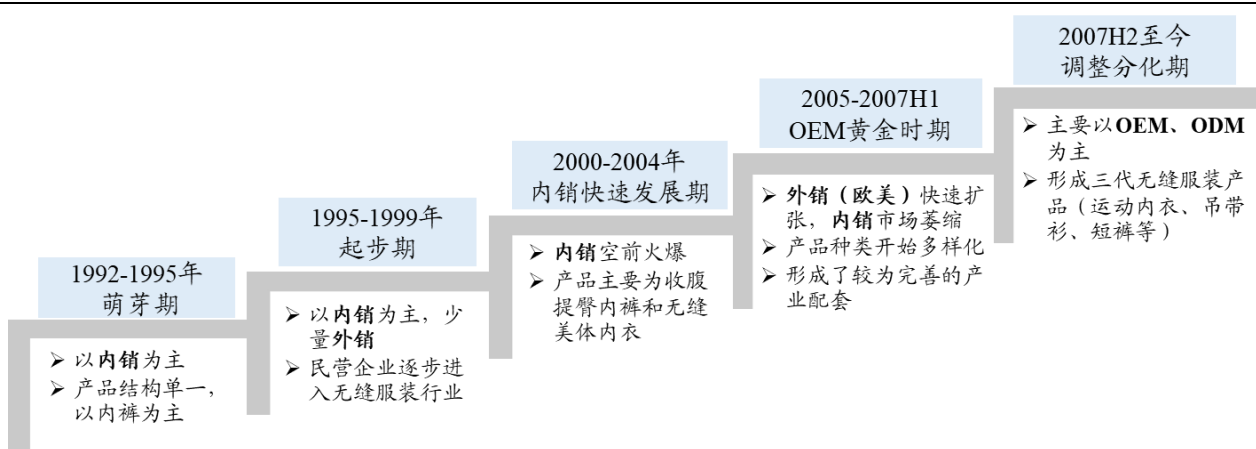
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>棉袜设计产能</b>	<b>303</b>	<b>399</b>	<b>401</b>	<b>401</b>	<b>436</b>	<b>466</b>
yoy	0%	32%	1%	0%	9%	7%
产能利用率	93.0%	98.6%	84.3%	85.9%	89.9%	90.1%
<b>实际产能</b>	<b>282</b>	<b>394</b>	<b>338</b>	<b>345</b>	<b>392</b>	<b>420</b>
yoy	-4%	40%	-14%	2%	14%	7%
销售量	284.6	382.5	342.6	345	392	420
产销率	101%	97%	101%	100%	100%	100%
产品均价	3.72	3.93	4.50	4.53	4.63	4.69
yoy	-1.9%	5.5%	14.5%	0.8%	2.1%	1.4%
<b>国内设计产能</b>	<b>138</b>	<b>179</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>
产能利用率	91%	99%	77%	81%	87%	87%
实际产能	126	178	139	147	158	158
<b>越南设计产能 (海防+清化)</b>	<b>165</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>255</b>	<b>285</b>
产能利用率	94.3%	98.0%	90.5%	90%	92%	92%
实际产能	155.5	215.6	199.1	198.0	234.6	262.2

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、无缝服饰业务: 越南产能扩张&新客户开拓, 业绩具备弹性

#### 3.1、无缝服饰行业: 成长期行业快速增长, 竞争格局未稳

调整分化后, 国内无缝服饰行业快速成长。中国无缝服饰行业的发展经历了五个时期, 分别为 1992 年的萌芽期、1995 年的外销起步期、2000 年内销快速发展期以及 2005 年外销 OEM 快速扩张期, 而 2008 年是无缝服饰行业的分水岭, 进入调整分化阶段。在这十几年的发展过程中, 无缝也形成了三代服装产品, 分别是收腹提臀内裤、无缝美体内衣、运动内衣/吊带衫/短裤等; 随着产品的多样化, 定位准确且具备创新能力的企业脱颖而出, 在之后的十几年中快速成长。

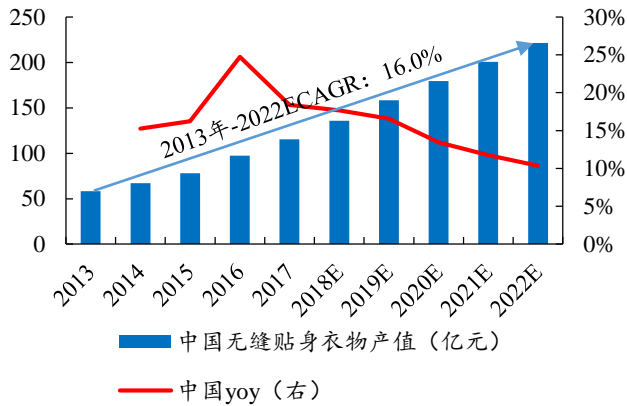
**图27: 调整分化后, 国内无缝服饰行业快速成长**


资料来源: 江南大学《无缝服装发展流程及趋势》、开源证券研究所

无缝服饰市场规模快速增长, 渗透率持续提升。根据弗若斯特沙利文 2017 年历史预测, 2022 年中国无缝贴身衣物产值预估约为 221.4 亿元, 2013 年-2022ECAGR

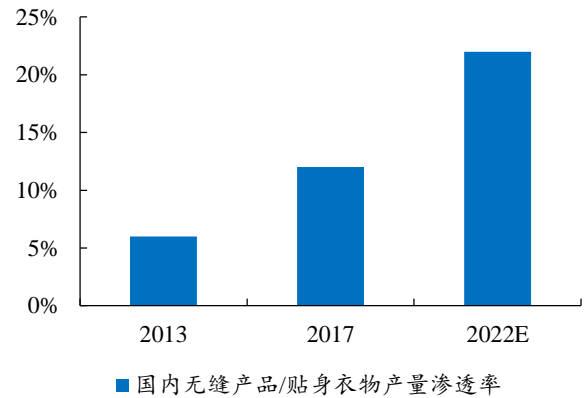
为 16.0%。由于无缝贴身衣物采用高弹性微纤维，具备灵活性、舒适性及柔软性的特点，越来越受消费者欢迎，逐步取代传统贴身衣物，国内无缝产品占贴身衣物产量的渗透率有望从 2013 年的 6% 提升至 2022 年的 22%。

图28：中国无缝服饰市场规模快速增长



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

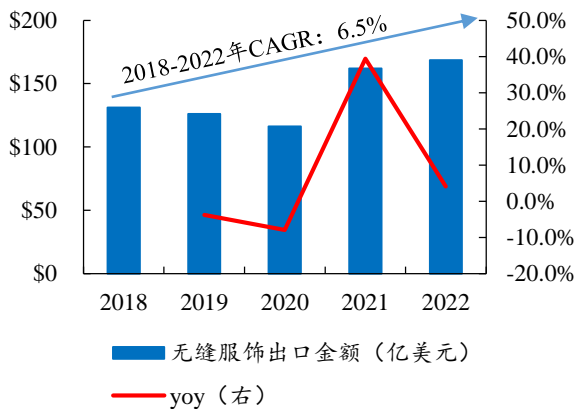
图29：2022年国内无缝服饰渗透率预计提升至22%



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

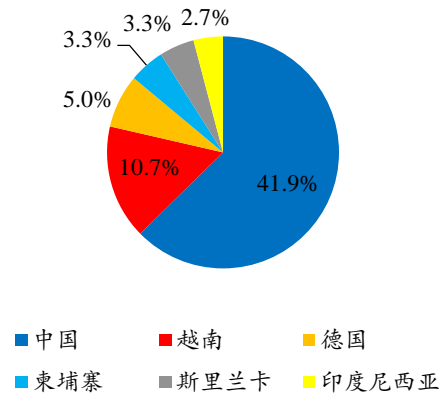
我国为无缝服饰出口大国，出口规模保持稳定增长。作为无缝服饰出口大国，中国在世界无缝服饰出口总额中排名第一，根据 UN Comtrade 数据，2022 年无缝服饰出口额前三名为中国、越南以及德国，分别占比 41.9%/10.7%/5.0%。2022 年我国无缝服饰出口金额为 169 亿美元，同比增长 4.1%，2018-2022 年 CAGR 为 6.5%；量价拆分来看，出口数量为 70 亿件，2018-2022 年 CAGR 为 2.3%，出口均价为 2.41 美元/件，2018-2022 年 CAGR 为 4.1%，量价齐升带动无缝出口规模稳定增长。

图30：中国无缝服饰出口规模稳定增长



数据来源：UN Comtrade、开源证券研究所

图31：2022年中国占世界无缝服饰出口总额的41.9%

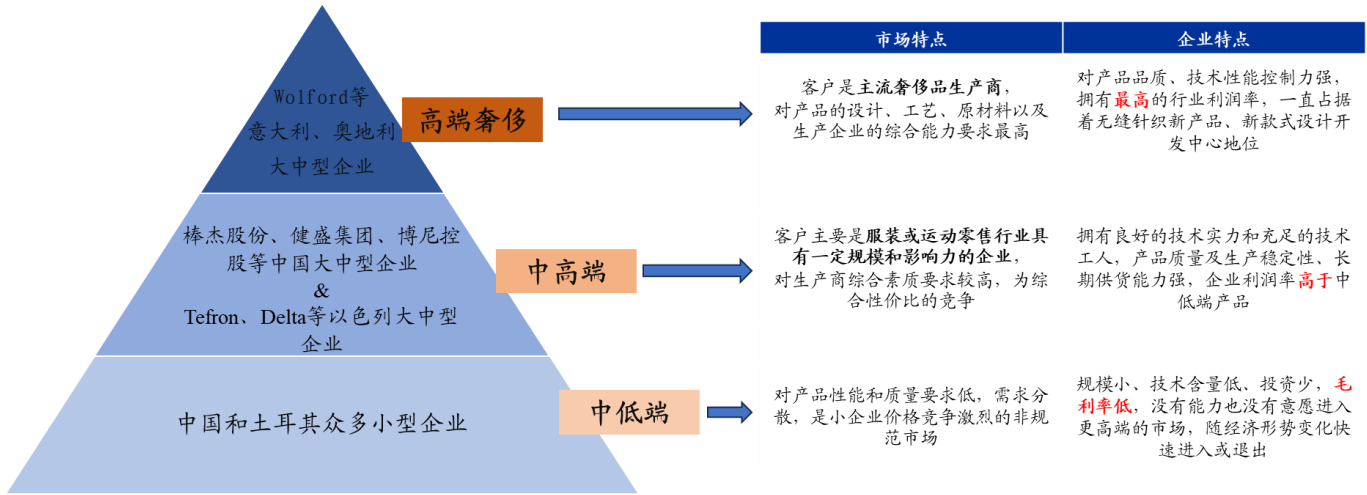


数据来源：UN Comtrade、开源证券研究所

无缝服饰竞争格局高度分散，国内中高端产能占优。从全球市场来看，意大利、奥地利的大中型企业占据高端奢侈市场，引领产品设计和技术；中高端市场主要分为以棒杰股份、健盛集团、博尼控股为代表的中国大中型企业以及以 Delta 为代表的以色列大中型企业，具备良好的技术实力和产品质量；而中国和土耳其众多小型企业则定位中低端市场，技术含量较低，竞争较为激烈。从中国产能来看，中国的中低端产能大多集中在浙江义乌市，义乌产能分别占国内/全球供应的 70%+/10%，市场竞争格局高度分散，中国无缝服饰生产商超过 3000 家，2017 年无缝服饰的 CR5 为 13.3%，中高端企业有望凭借良好的技术实力、稳定的产品质量和长期的供货能力，

和有影响力和规模的客户持续合作，进一步抢占市场份额。

图32：无缝服饰竞争格局高度分散，国内中高端产能占优

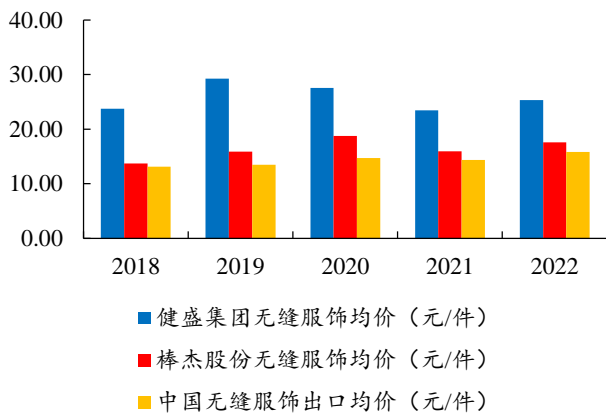


公司名称	成立年份	地点	主要产品	主要模式	下游客户/品牌
Wolford	1950年	奥地利	无缝服饰	自有品牌	Wolford
Delta	1975年	以色列	无缝服饰	授权+自有品牌	授权品牌: Calvin Klein、Tommy Hilfiger等, Delta Galil全球授权合作: 阿迪达斯、Wolford、Polo Ralph Lauren; 自有品牌: Schiesser、Splendid等
Tefron	1977年	以色列	无缝服饰	ODM、OEM	Victoria's Secret、GAP、BANANA REPUBLIC以及欧洲Carcharel等
健盛集团	1993年	浙江杭州	棉袜、无缝服饰	ODM、OEM、自有品牌	迪卡侬、优衣库、DELTA、安踏、李宁、H&M等; 自有品牌: JSC
棒杰股份	1993年	浙江金华	无缝服饰	ODM、OEM	C&A、LIDL (欧洲连锁超市)、ALDI、PINK等
博尼控股	2017年	浙江义乌	无缝服饰	ODM、自有品牌	美国、德国、荷兰及中国在内的超过20个国家; 自有品牌: 博尼、U+Bonny

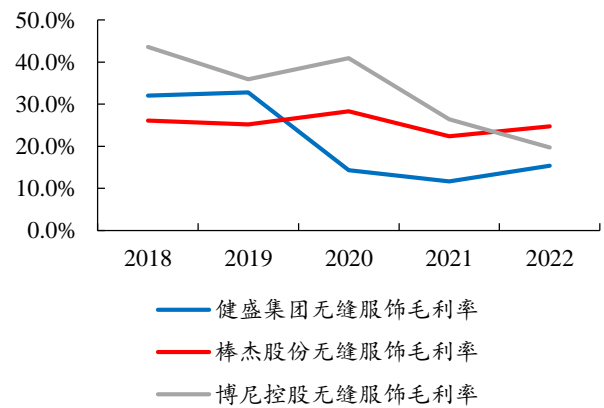
资料来源：华经产业研究院、各公司公告、各公司官网、中国纺织工业协会、开源证券研究所

### 3.2、核心竞争力：专注技术研发&具备规模优势，表现优于中高端同行

公司具有规模优势，专注技术研发，均价高于行业其他中高端公司。通过对比行业内三家中高端无缝企业的表现，我们可以看到健盛集团的产品均价和市占率高于同行，2022年健盛集团的无缝服饰均价为25.4元/件，分别为棒杰股份/中国出口均价的1.4/1.6倍；剔除疫情带来的产能利用率影响，健盛集团无缝毛利率处于行业中高水平；2022年健盛集团市占率为3.3%，较棒杰股份/博尼控股高出0.7/2.6pct。这主要得益于健盛集团具备规模优势并且专注技术研发，2022年公司具有700余台无缝针织设备，年设计产能为4400万件，设备规模远超同行业其余公司。公司专注于技术研发，截至2023年12月，公司拥有97个无缝相关专利，包含58个发明专利和39个应用新型专利，明显高于同行。

**图33：健盛集团无缝均价高于棒杰股份和行业平均水平**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图34：健盛集团毛利率受产能利用率拖累短期承压**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表2：健盛集团具有规模优势，专注技术研发**

公司	设备数量	年产能规模 (2022年)	2022年市占率 (营收/产值)	专利数量
健盛集团	700余台织机	4400万件	3.3%	97项专利(58项发明专利+39项实用新型专利)
棒杰股份	471台意大利圣东尼无缝针织机	4244万件	2.7%	21项专利(14项发明专利+7项实用新型专利)
博尼控股	200余台意大利圣东尼无缝针织机	-	0.7%	22项专利(10项发明专利+12项实用新型专利)

资料来源：Wind、各公司公告、企知道、开源证券研究所

### 3.3、未来看点：越南产能扩张叠加新客户开拓，业绩具备弹性

协同资源积极开拓新老客户，下游景气促高成长。公司协同棉袜业务深耕多年的客户资源，积极开拓新客户，于2021年分别与国内品牌李宁，以色列无缝龙头生产商TEFRON以及IKAR展开合作；在开拓新客户的同时，公司也深化与老客户的合作，如将与优衣库和HM的合作范围从棉袜扩展到了无缝服饰。随着无缝服饰行业市场规模快速增长，渗透率持续提升，新老客户订单增长有望贡献业绩弹性。

**表3：健盛集团协同资源积极开拓新老客户，下游景气促高成长**

国家	新客户	定位	合作范围	合作情况
中国	李宁	国内知名品牌	棉袜+无缝服饰	2021年建立合作关系
日本	优衣库	国际知名品牌	棉袜+无缝服饰	2014年开始合作棉袜，2021年新增无缝产品合作
	DELTA	无缝龙头生产商	无缝服饰	合作时间较长，2022年新增品牌合作
以色列	TEFRON	无缝龙头生产商	无缝服饰	2021年建立合作关系
	IKAR	无缝龙头生产商	无缝服饰	2021年建立合作关系，2021Q3开始生产供货
瑞典	H&M	国际知名品牌	棉袜+无缝服饰	2016年开始合作棉袜，2021年新增无缝合作

数据来源：公司公告、开源证券研究所

越南产能布局提升竞争优势，下游新客户开拓支撑产能利用率。公司稳步推进越南无缝产能布局，调整产能分布，越南兴安生产基地一期有223台圣东尼织机，2019年已投产，二期有200台圣东尼织机，计划于2023年投产，投产后越南生产基地织机数量占公司总织机数量的44%，具有规模优势。越南产能具备稀缺性，产能

布局有利于进一步开拓海外优质客户并提升竞争优势。越南新客户受疫情影响开拓受阻，拖累产能爬坡；疫后公司积极开拓海外新客户，凭借越南生产规模和设计优势，公司有望获取更多国际客户订单，随着订单持续落地，产能利用率有望逐步提升带动盈利能力提升，我们预计 2025 年产能利用率提升至 70% 以上，无缝业务具备弹性。

**表4：越南产能布局提升竞争优势，下游新客户开拓支撑产能利用率（单位：百万件）**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
无缝设计产能	24	30	44	42.8	50.2	50.2
yoy	2%	25%	47%	-3%	17%	0%
产能利用率	73.0%	72.8%	68.8%	55.6%	63.7%	70.2%
实际产能	18	22	30	24	32	35
yoy	-22%	25%	39%	-21%	35%	10%
销售量	17.4	21.4	29.15	24	32	35
产销率	99%	98%	96%	100%	100%	100%
产品均价	27.56	23.48	25.35	24.48	24.48	24.48
yoy	-6%	-15%	8%	-3%	0%	0%
国内设计产能	24	23	24	19	18	18
产能利用率	73%	77%	93%	88%	89%	89%
实际产能	18	18	22	17	16	16
越南设计产能（兴安）		7	20	24	32.4	32.4
产能利用率		60.0%	41.5%	30%	50%	60%
实际产能		4.2	8.3	7.2	16.2	19.4

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

**收入端：（1）棉袜业务：**我们预计 2023-2025 年产能将达到 4.01/4.36/4.66 亿双，产能利用率分别为 86%/90%/90%，2023-2025 年平均单价分别为 4.5/4.6/4.7 元，产销率为 100%，预计 2023-2025 年棉袜收入增长分别为 1%/16%/9%。**（2）无缝服饰业务：**我们预计 2023-2025 年产能将达到 0.4/0.5/0.5 亿件，产能利用率分别为 56%/64%/70%，2023-2025 年平均单价维持在 24.5 元，产销率为 100%，预计 2023-2025 年棉袜收入增长分别为 -21%/35%/10%。

**成本端：（1）棉袜业务：**毛利率总体保持稳定，预计 2023-2025 年棉袜毛利率分别为 28%/29%/29%。**（2）无缝服饰业务：**考虑到下游新客户开拓支撑产能利用率，预计 2023-2025 年无缝服饰毛利率有望改善至 18%/23%/23%。

**费用端：公司持续降本增效，同时持续投入越南市场，**我们预计 2023-2025 年销售费用率分别为 3.5%/3.4%/3.4%，管理费用率分别为 7.8%/7.5%/7.4%；研发费用率分别为 2.55%/2.5%/2.5%。



**表5：预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 2.40/3.18/3.52 亿元（单位：亿元）**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	20.52	23.54	22.23	26.82	29.22
YOY	29.7%	14.7%	-5.6%	20.7%	8.9%
棉袜业务	15.03	15.41	15.62	18.15	19.69
YOY	41.8%	2.6%	1.4%	16.2%	8.5%
毛利率(%)	31.2%	29.3%	28.1%	29.0%	29.0%
无缝服饰业务	5.02	7.39	5.82	7.84	8.63
YOY	4.8%	47.3%	-21.2%	34.6%	10.1%
毛利率(%)	11.7%	15.4%	18.1%	23.0%	23.2%
家居服饰及其他	0.20	0.41	0.46	0.51	0.57
YOY	-23.4%	108.8%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率(%)	30.5%	46.4%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利（亿元）	5.49	6.07	5.83	7.47	8.15
YOY	72.59%	10.53%	-3.90%	28.12%	9.03%
综合毛利率（%）	26.76%	25.78%	26.23%	27.85%	27.88%
YOY	6.39%	-0.98%	0.45%	1.62%	0.02%
销售费用率	2.91%	3.14%	3.50%	3.40%	3.40%
管理费用率	9.56%	7.42%	7.80%	7.50%	7.40%
财务费用率	0.98%	-0.39%	0.65%	1.21%	0.71%
研发费用率	2.87%	2.76%	2.55%	2.50%	2.50%
归母净利润（亿元）	1.67	2.62	2.40	3.18	3.52
YOY	131.69%	56.50%	-8.31%	32.59%	10.60%
归母净利率	8.15%	11.12%	10.80%	11.86%	12.04%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 22.23/26.82/29.22 亿元，同比增长 -5.6%/20.7%/8.9%，归母净利润分别为 2.40/3.18/3.52 亿元，同比增长 -8.3%/32.6%/10.6%，对应 EPS 为 0.65/0.86/0.95 元，当前股价对应 PE 为 15.1/11.4/10.3 倍。

我们选取了同样绑定国内外优质大客户并且布局海外产能的龙头制造商申洲国际、鲁泰 A、伟星股份作为可比公司，公司 2023-2025 年估值水平低于可比公司平均值，而 2023-2025 年归母净利润 CAGR 为 21.1%，高于可比公司平均水平，估值水平仍具备一定的提升空间。短期来看，2024 年无缝服饰业务的新客户订单有望持续落地，带动产能利用率和盈利能力改善，具备业绩弹性；长期来看，随着公司持续布局海外产能提升国际竞争优势，在客户体系内的份额有望持续提升，未来业绩有望稳步增长，维持“买入”评级。

**表6：预计健盛集团归母净利润复合增速较高，估值水平仍具备提升空间**

公司名称	收盘价(元)		EPS			PE				归母净利润 2023-2025CAGR
	2024/1/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
申洲国际	67.26	3.04	3.03	3.87	4.54	25.8	22.2	17.4	14.8	22.5%
鲁泰 A	6.53	1.09	0.70	0.88	1.00	6.8	9.3	7.4	6.6	19.1%

公司名称	收盘价(元)		EPS			PE				归母净利润
	2024/1/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023-2025CAGR
伟星股份	10.58	0.47	0.48	0.56	0.65	21.5	22.2	19.0	16.3	16.8%
平均						18.0	17.9	14.6	12.6	
健盛集团	9.81	0.69	0.65	0.86	0.95	12.0	15.1	11.4	10.3	21.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：申洲国际、健盛集团盈利预测来源于开源证券研究所，其他均来源于 Wind 一致预期，2024 年 1 月 9 日汇率：港币：人民币=0.91）

## 5、风险提示

汇率波动风险、产能爬坡不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1826	1711	1545	2206	1941
现金	615	539	509	615	670
应收票据及应收账款	438	433	372	609	478
其他应收款	23	15	21	22	25
预付账款	19	12	17	18	20
存货	665	650	564	881	686
其他流动资产	67	62	62	62	62
<b>非流动资产</b>	2127	2179	2170	2402	2419
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1458	1566	1556	1783	1809
无形资产	266	259	263	265	267
其他非流动资产	403	353	352	355	343
<b>资产总计</b>	3953	3890	3716	4608	4359
<b>流动负债</b>	1433	1276	1054	1701	1212
短期借款	852	643	814	1409	869
应付票据及应付账款	457	236	0	0	0
其他流动负债	124	397	240	292	343
<b>非流动负债</b>	205	126	187	197	157
长期借款	202	119	179	190	150
其他非流动负债	4	7	7	7	7
<b>负债合计</b>	1638	1402	1241	1898	1369
少数股东权益	0	0	-0	-0	-1
股本	393	381	369	369	369
资本公积	1685	1575	1487	1487	1487
留存收益	360	565	729	934	1173
<b>归属母公司股东权益</b>	2315	2488	2475	2710	2991
<b>负债和股东权益</b>	3953	3890	3716	4608	4359

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	271	310	314	-18	907
净利润	167	262	240	318	352
折旧摊销	155	176	157	181	208
财务费用	20	-9	14	32	21
投资损失	-4	16	3	3	5
营运资金变动	-127	-143	-97	-553	321
其他经营现金流	60	9	-3	1	2
<b>投资活动现金流</b>	-301	-260	-148	-417	-230
资本支出	314	248	144	413	224
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	13	-13	-4	-4	-6
<b>筹资活动现金流</b>	92	-145	-368	-55	-82
短期借款	433	-209	171	595	-540
长期借款	0	-83	60	10	-40
普通股增加	-23	-12	-12	0	0
资本公积增加	-138	-110	-88	0	0
其他筹资现金流	-179	268	-499	-660	498
<b>现金净增加额</b>	58	-4	-201	-490	595

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2052	2354	2223	2682	2922
营业成本	1503	1747	1640	1935	2108
营业税金及附加	16	15	17	20	21
营业费用	60	74	78	91	99
管理费用	196	175	173	201	216
研发费用	59	65	57	67	73
财务费用	20	-9	14	32	21
资产减值损失	-11	-13	-12	-14	-15
其他收益	16	36	36	30	30
公允价值变动收益	-1	-3	-1	-1	-2
投资净收益	4	-16	-3	-3	-5
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	200	292	264	347	392
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	7	12	9	10	9
<b>利润总额</b>	194	280	256	337	383
所得税	27	19	16	19	31
<b>净利润</b>	167	262	240	318	352
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	167	262	240	318	352
EBITDA	395	487	447	575	646
EPS(元)	0.45	0.71	0.65	0.86	0.95

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.7	14.7	-5.6	20.7	8.9
营业利润(%)	140.1	45.7	-9.5	31.3	13.0
归属于母公司净利润(%)	131.7	56.5	-8.3	32.6	10.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	25.8	26.2	27.9	27.9
净利率(%)	8.2	11.1	10.8	11.9	12.0
ROE(%)	7.2	10.5	9.7	11.7	11.8
ROIC(%)	6.1	8.3	7.6	8.4	9.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.4	36.0	33.4	41.2	31.4
净负债比率(%)	19.0	19.0	23.2	41.5	18.0
流动比率	1.3	1.3	1.5	1.3	1.6
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.7	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.4	5.4	5.5	5.5	5.4
应付账款周转率	10.0	11.6	28.2	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.71	0.65	0.86	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.84	0.85	-0.05	2.46
每股净资产(最新摊薄)	6.27	6.74	6.71	7.34	8.10
<b>估值比率</b>					
P/E	21.7	13.8	15.1	11.4	10.3
P/B	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.3	8.4	9.4	8.2	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

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

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn