

# 健盛集团 (603558.SH) A 股运动服饰制造领航者, 期待疫情过后的业绩复苏

2020 年 05 月 07 日

——公司首次覆盖报告

**投资评级: 买入 (首次)**
**吕明 (分析师)**
**杨欣 (联系人)**

lvming@kysec.cn

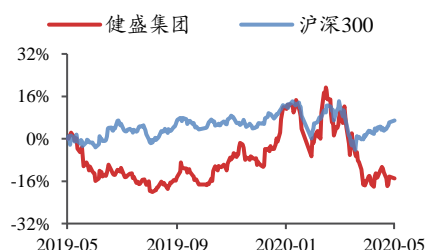
yangxin@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120040064

|              |            |
|--------------|------------|
| 日期           | 2020/5/6   |
| 当前股价(元)      | 8.19       |
| 一年最高最低(元)    | 12.12/7.71 |
| 总市值(亿元)      | 34.10      |
| 流通市值(亿元)     | 31.47      |
| 总股本(亿股)      | 4.16       |
| 流通股本(亿股)     | 3.84       |
| 近 3 个月换手率(%) | 77.88      |

## 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● A 股运动服饰制造领航者, 首次覆盖给予“买入”评级

受到疫情的影响, 2020Q1 净利润出现下滑, 但预计公司未来三年棉袜和无缝内衣产能释放可期, 手握全球优质客户, 长期竞争优势不改。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.79/3.51/4.35 亿元, 对应 EPS 为 0.67/0.84/1.05 元, 当前股价对应 PE 为 12.2/9.7/7.8 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 未来产能释放潜力大, 短期受疫情影响, 预计产能释放进度慢于三年规划

**1) 棉袜产能:** 公司 2019 年棉袜产能为 3 亿双, 其中国内产能预计为 1.5 亿双 (杭州基地产能预计 0.2 亿双, 江山基地产能预计 1.28 亿双); 越南海防基地现有产能 1.45 亿双左右, 共计拥有棉袜机器现有 5249 台。公司规划未来 3 年棉袜产能释放复合增速约 16.1%, 2020-2022 年棉袜产能预计为 3.5/4.0/4.7 亿双, 预计 2022 年拥有袜机 7237 台。由于受疫情影响, 预计产能释放进度会慢于规划。

**2) 无缝服饰产能:** 公司 2019 年无缝服饰产能约为 2000 多万件, 其中俏尔婷婷、贵州鼎盛两大工厂 2019 年产能分别为 1400/950 万件, 共计拥有无缝服饰机器 373 台。公司规划未来 3 年产能释放复合增速约为 31.1%, 2020-2022 年无缝服饰产能预计为 2500/3500/4500 万件。由于受疫情影响, 预计产能释放进度会慢于规划。

### ● 公司拥有众多国内外优质运动服饰类客户, 逐步向 ODM 模式转型

1) 公司主要客户包括: PUMA、迪卡侬、优衣库、Under Armour、GAP、耐克、阿迪达斯等, 主要销售市场为中国、欧洲、美国、日本及澳洲等。公司以“老客户为主, 新客户少量开发”的策略, 倾向于开发对交期、质量要求高、对价格敏感度低的高质量客户, 积极拓展与品牌商直接合作。同时公司正在加强和国内运动品牌的合作。2) 逐步向 ODM 制造模式转型, 提升与客户粘性和盈利能力。2019 年公司于日本成立工作室, 更好服务优衣库等客户。未来有望成立德国工作室, 为公司在欧洲市场的发展奠定设计研发基础。

● **风险提示:** 下游客户订单量不及预期, 产能扩充不及预期, 原材料价格波动。

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1,577 | 1,780 | 1,873 | 2,261 | 2,723 |
| YOY(%)     | 38.6  | 12.9  | 5.2   | 20.7  | 20.5  |
| 归母净利润(百万元) | 206   | 273   | 279   | 351   | 435   |
| YOY(%)     | 57.0  | 32.4  | 1.9   | 26.1  | 24.0  |
| 毛利率(%)     | 27.9  | 29.2  | 27.5  | 28.9  | 29.0  |
| 净利率(%)     | 13.1  | 15.4  | 14.9  | 15.5  | 16.0  |
| ROE(%)     | 7.2   | 8.9   | 8.8   | 10.4  | 11.8  |
| EPS(摊薄/元)  | 0.50  | 0.66  | 0.67  | 0.84  | 1.05  |
| P/E(倍)     | 16.5  | 12.5  | 12.2  | 9.7   | 7.8   |
| P/B(倍)     | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 0.9   |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 1、 A 股运动服饰制造领航者，全球化进程加快.....                        | 4  |
| 1.1、 运动服饰制造领航者，拥有众多海内外知名客户 .....                    | 4  |
| 1.2、 发展历程：从棉袜到无缝服饰，稳步迈进运动服饰制造领航者 .....              | 4  |
| 1.3、 收入多年保持稳健增长，盈利能力有提升空间 .....                     | 4  |
| 1.4、 公司控股权稳定，建立了长效激励机制 .....                        | 6  |
| 2、 棉袜与无缝服饰海外产能稳步释放 .....                            | 6  |
| 2.1、 棉袜：预计未来三年棉袜产能规划 CAGR 达 16.1% .....             | 7  |
| 2.1.1、 中国棉袜出口行业市场领先，行业空间广阔 .....                    | 7  |
| 2.1.2、 棉袜产能利用率接近饱和 .....                            | 7  |
| 2.1.3、 供给端：棉袜未来三年产能释放增速可观，受疫情影响预计产能释放进度低于三年规划 ..... | 8  |
| 2.1.4、 需求端：与国际大品牌合作，积极拓展品类 .....                    | 9  |
| 2.2、 无缝内衣：2020-2021 年产能规划复合增速达 31.1% .....          | 9  |
| 2.2.1、 无缝服装市场渗透率不断提高 .....                          | 9  |
| 2.2.2、 无缝服装成长空间显著 .....                             | 10 |
| 2.2.3、 供给端：越南产能释放，供给能力将达新高 .....                    | 10 |
| 2.2.4、 需求端：手握优质客户，不断开拓新客户 .....                     | 11 |
| 3、 公司竞争优势显著，期待未来产能进一步释放 .....                       | 12 |
| 3.1、 拥有国际客户资源、大力发展运动品牌 .....                        | 12 |
| 3.2、 全球化产能布局 .....                                  | 12 |
| 3.3、 从 OEM 转型 ODM，研发能力强 .....                       | 13 |
| 3.4、 疫情影响下行业加速调整，头部企业优势持续扩大 .....                   | 14 |
| 4、 盈利预测与投资建议 .....                                  | 15 |
| 5、 风险提示 .....                                       | 16 |
| 附：财务预测摘要 .....                                      | 17 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 上市以来公司持续优化国内产能，积极拓展越南产能 .....         | 4  |
| 图 2： 2011-2019 年公司营业收入和净利润稳步提升（亿元，%） ..... | 5  |
| 图 3： 2015-2019 年棉袜和无缝服饰收入稳步增长（亿元） .....    | 5  |
| 图 4： 2015-2019 年棉袜和无缝服饰毛利持续增长（亿元） .....    | 5  |
| 图 5： 毛利率和净利率多年保持高位稳定（%） .....              | 6  |
| 图 6： 收益率 2016 年后逐渐复苏（%） .....              | 6  |
| 图 7： 健盛集团股权结构稳定 .....                      | 6  |
| 图 8： 2013-2016 年我国棉袜出口额位居第一（%） .....       | 7  |
| 图 9： 2018 年健盛棉袜出口占我国 2%（%） .....           | 7  |
| 图 10： 杭州智慧工厂产能逐渐向南转移（亿双） .....             | 8  |
| 图 11： 越南工厂成为产能主要增量（亿双） .....               | 8  |
| 图 12： 棉袜产能未来三年将持续增长（亿双，%） .....            | 9  |
| 图 13： 棉袜越南产能占比 2022 年将超 60%（亿双，%） .....    | 9  |
| 图 14： 2013-2016 年我国无缝内衣出口额位居第一（%） .....    | 10 |
| 图 15： 无缝内衣前三大出口国为美国、日本、英国（%） .....         | 10 |

|  |    |
|--|----|
| 图 16: 2017-2019 年无缝服饰国内产能稳定 (万件) .....     | 10 |
| 图 17: 越南兴安工厂主要为无缝服装产能 (万件, %) .....        | 10 |
| 图 18: 无缝内衣产能未来三年将持续增长 (万件, %) .....        | 11 |
| 图 19: 无缝内衣越南产能占比将超 50% (万件, %) .....       | 11 |
| 图 20: 健盛集团与许多国际品牌 (运动品牌) 建立长期的战略合作关系 ..... | 12 |
| 图 21: 健盛集团加快提升 ODM 能力建设 .....              | 14 |
| 图 22: 健盛集团逐步提升产品研发能力 .....                 | 14 |
|  |    |
| 表 1: 棉袜国内、外生产基地产能梳理: 产能逐步向越南转移 .....       | 8  |
| 表 2: 公司产能释放预测 .....                        | 11 |
| 表 3: 越南工厂生产成本优势明显 .....                    | 13 |
| 表 4: 越南关税红利明显 .....                        | 13 |
| 表 5: 部分可比公司估值情况, 健盛集团估值上升空间明显 .....        | 16 |

## 1、A 股运动服饰制造领航者，全球化进程加快

### 1.1、运动服饰制造领航者，拥有众多海内外知名客户

健盛集团是全球棉袜以及无缝服饰制造龙头，通过 OEM、ODM 模式开展业务，产能遍布国内外。公司的主要业务为针织运动服饰的生产制造，通过 ODM、OEM 经营方式为世界知名品牌商以及零售商自有品牌提供专业服务。公司国内主要生产基地分布于浙江杭州、绍兴、江山、贵州黔东南等地，海外工厂主要分布于越南清化、兴安和海防。截至 2019 年底，公司约有近万名员工，年产能棉袜约 3 亿双，无缝内衣产能逾 2000 万件，是全球产能规模最大、配套最全的袜品企业和世界一流的无缝内衣制造商之一。

公司上市后产能持续释放，拥有众多国内外知名客户。公司于 2015 年于上交所挂牌上市，公司上市之后稳步扩大产能，相关领域产品多元化，和下游品牌商建立直接合作关系。主要客户包括：PUMA、迪卡侬、优衣库、Under Armour、DELTA、GAP、BONDS、耐克、阿迪达斯等，并且和部分客户保持 10 年以上合作关系，主要销售市场为中国、欧洲、美国、日本、澳洲等。

### 1.2、发展历程：从棉袜到无缝服饰，稳步迈进运动服饰制造领航者

公司产品以袜类生产销售起步，后期逐步扩展至无缝衣物。健盛集团前身“浙江健盛袜业有限公司”成立于 1994 年，主要从事各种袜类的生产及销售。公司于 2008 年 5 月完成股份制改革变更为股份有限公司，2014 年公司进军海外生产，创建健盛袜业（越南）有限公司。2017 年公司收购俏尔婷婷 100% 股权，横向扩张进入中高端无缝服饰市场。俏尔婷婷拥有国际先进的意大利圣东尼电脑提花针织机、定型设备和全套进口染色、缝纫以及专业设计软件，可生产一次成型立体无缝高档贴身衣物，是我国无缝针织行业的龙头企业。

图1：上市以来公司持续优化国内产能，积极拓展越南产能



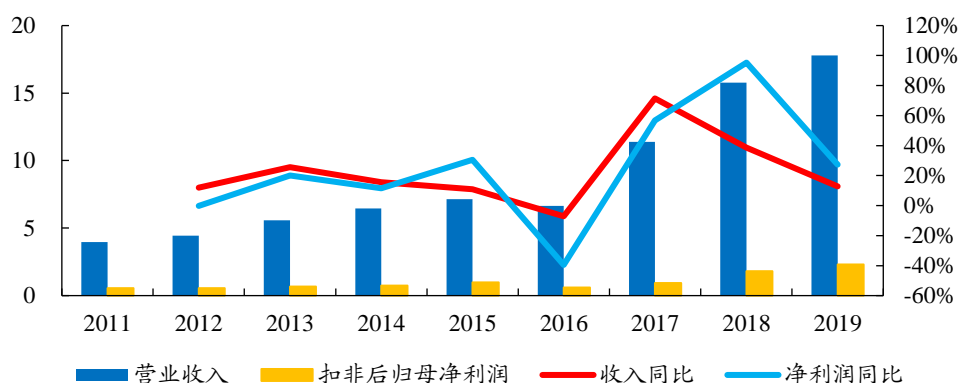
资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、收入多年保持稳健增长，盈利能力有提升空间

公司上市之后收入水平随产能稳步扩张。2015 年至 2019 年公司营业收入年复合增长率达 25.6%，净利润年复合增长率达 28.1%。公司 2019 年实现营业收入 17.80 亿元人民币，较 2018 年同比增长 12.86%；净利润为 2.73 亿元，同比 2018 年增长 32.4%。其中棉袜收入为 11.04 亿元，同比 2018 年增长 8.69%，毛利 3.04 亿元，同比增长 14.79%；无缝服饰业务收入为 6.40 亿元，同比 2018 年增长 16.82%，毛利 2.10 亿元，同比增长 19.71%。

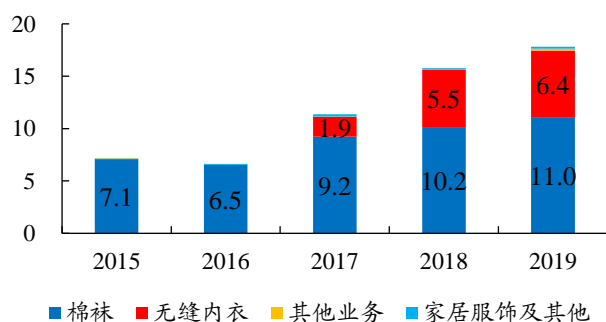
**2020Q1 受疫情影响公司业绩有所下滑，预计将随着疫情得到控制逐步回升。**2020Q1 公司实现营业收入 3.72 亿（-7.79%），其中棉袜收入 2.45 亿，同比下降 3%；无缝服饰收入 1.26 亿，同比下降 16%；公司归母净利润为 5,476.59 万元（-20.51%）。

**图2：2011-2019 年公司营业收入和净利润稳步提升（亿元，%）**



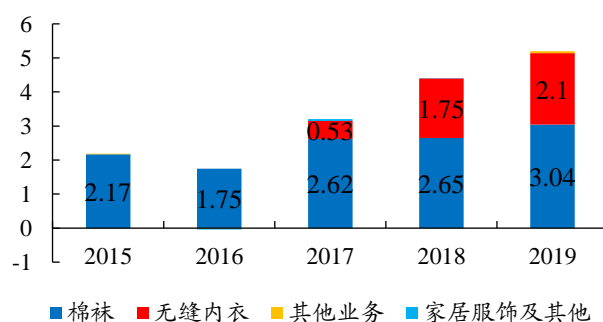
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图3：2015-2019 年棉袜和无缝服饰收入稳步增长（亿元）**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图4：2015-2019 年棉袜和无缝服饰毛利持续增长（亿元）**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

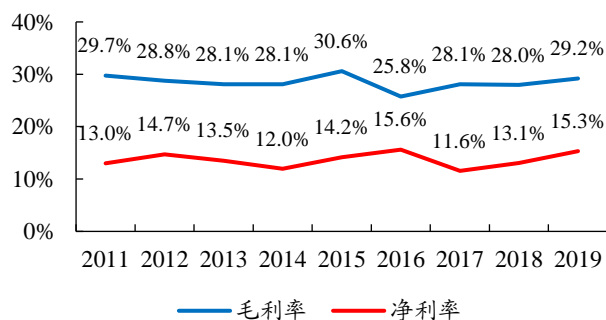
**业务结构改善有望推动公司盈利能力进一步提升**，由于越南工厂的成本、税收等优势，越南工厂的净利率高于国内。此外，无缝内衣业务的毛利率和净利率均高于棉袜业务。随着公司海外产能的逐步投放（清化生产基地和兴安生产基地）、无缝内衣收入占比提升，公司从 OEM 向 ODM 的逐步升级，未来的盈利能力有望进一步提升。2020Q1 公司毛利率为 24.47%，受疫情影响同比下降 1.63pct，主要由于收入有所减少而成本端较为刚性，疫情过后预计将回弹。

**国内资产陆续盘活，ROE 提升空间明显。**2016 年后公司 ROE 有所下降，主要系公司上市后现金增加，国内产能逐步转移至越南，国内拥有部分闲置工厂或闲置资产，总资产周转率有所下降所致。且 2020Q1 受疫情影响公司产能利用率较低，对 ROE 形成一定拖累。近年来，公司逐步将国内闲置厂房及资产进行租赁，2019 年厂



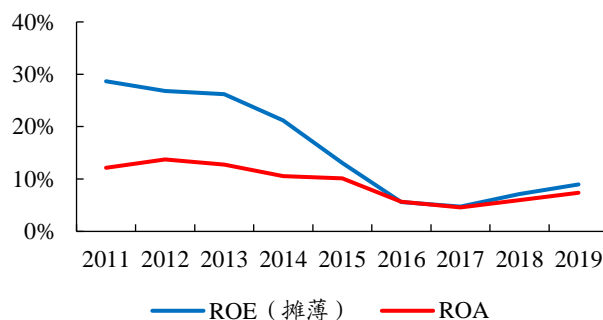
房出租收入为 248.94 万元，我们认为，公司未来仍有望以租赁形式盘活公司闲置资产，ROE 有提升空间。

图5：毛利率和净利率多年保持高位稳定（%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：收益率 2016 年后逐渐复苏（%）



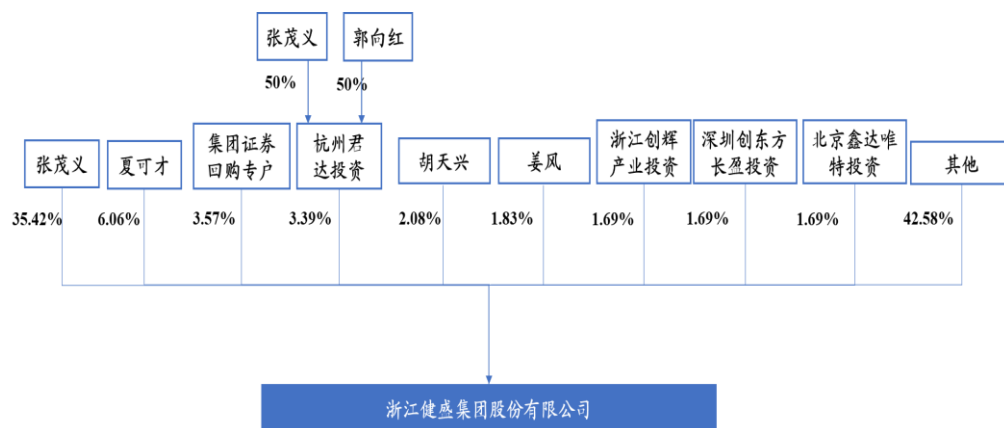
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.4、公司控股权稳定，建立了长效激励机制

公司股权结构集中，公司实际控制人张茂义及其一致行动人共持有公司 38.81% 的股权。截至 2019 年 12 月 31 日，公司第一大股东及董事长张茂义先生及其夫人郭向红女士通过直接和间接方式共计持股公司股份 38.81%；第二大股东为俏尔婷婷原股东夏可才，持股 6.06%；其余股东包括集团证券回购专户（3.57%）、副总经理胡天兴（2.08%）和副总经理姜风（1.83%）等。公司股权集中、管理层结构稳定，利于公司战略的延续。

**大规模回购彰显管理层信心。**公司 2018 年 11 月股东大会通过《关于回购预案》，明确回购股份全部用于公司股权激励计划。截至 2019 年 5 月 24 日，公司通过集中竞价方式累计回购公司股份数量为 14,863,209 股，占公司总股本的比例为 3.57%，成交最高价为 11.09 元/股，成交最低价为 9.65 元/股，累计支付的资金总额为 1.6 亿元。股权激励将进一步建立、健全公司长效激励机制，保持公司长久持续运营能力和发展。

图7：健盛集团股权结构稳定



资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、棉袜与无缝服饰海外产能稳步释放

公司主要业务分为针织棉袜业务和无缝服饰业务，近年来产能稳步释放。2019 年公司棉袜业务整体产能为 3 亿双，无缝服饰产能约为 2000 多万件。公司主要国内产能分布于浙江杭州、绍兴、江山、贵州黔东南等生产基地，海外产能主要集中在越南。

公司于 2013 年开始布局海外生产基地，在越南已规划建设了三大生产基地。越南海防工厂、兴安工厂均已开始有效运营，越南兴安的无缝内衣工厂及清化工厂在 2019 年内土建工程均已完成，拟于 2020 年初正式投产。越南工厂将充分利用当地的劳动力成本优势、税收政策优势、减少国际贸易壁垒和降低客户进口关税成本等优势。海外生产基地的建设，将进一步提升公司在棉袜及无缝内衣代工领域的竞争力。

## 2.1、棉袜：预计未来三年棉袜产能规划 CAGR 达 16.1%

### 2.1.1、中国棉袜出口行业市场领先，行业空间广阔

行业空间广阔，集中度提升利好龙头发展。2019 年我国出口棉袜 152.2 亿双，同比增长 10%，出口金额为 59.3 亿美元，同比增长 11.1%。而健盛集团作为我国最大的袜业生产商之一，2019 年棉袜销售额 11.04 亿元。在 2019 年中美贸易摩擦影响下，部分中小企业退出市场，棉袜行业整体集中度有所提升，公司作为行业龙头未来市场份额有望持续提升。

欧盟高端棉袜市场潜力较大。除了中国、美国和日本外，欧盟地区是公司棉袜业务未来重点发展市场。欧盟为高价棉袜主要进口地区，健盛集团通过发展高附加值棉袜可替代部分欧盟自有产能，进一步拓展市场，强化行业领先地位。

图8：2013-2016 年我国棉袜出口额位居第一（%）

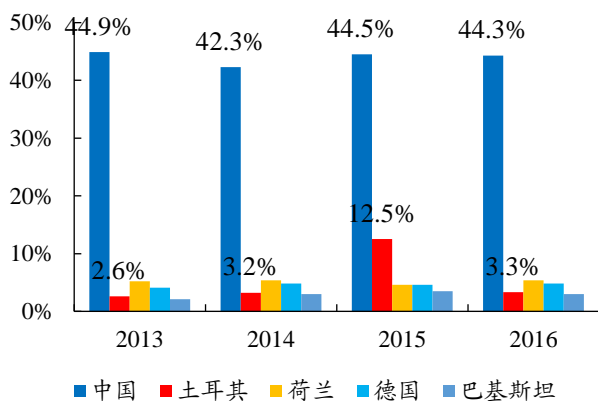
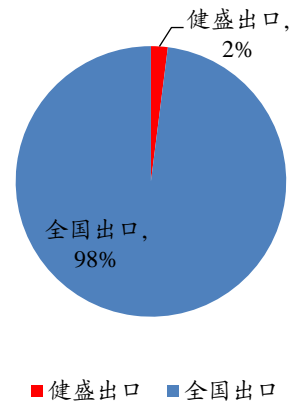


图9：2018 年健盛棉袜出口占我国 2%



数据来源：UNData、开源证券研究所

数据来源：UNData、开源证券研究所

### 2.1.2、棉袜产能利用率接近饱和

2019 年公司棉袜整体产能约为 3 亿双。其中国内产能预计 1.5 亿双（杭州基地产能预计 0.2 亿双，江山基地产能预计 1.28 亿双）；越南海防基地现有产能 1.45 亿双左右。公司共计拥有棉袜机器现有 5249 台，其中杭州现有 368 台，江山工厂现有 1985 台，越南海防基地现有 2396 台，越南清化基地现有 500 台，2019 年产能利用率接近 100%。

棉袜产能逐渐向南转移。国内棉袜产能主要集中于杭州智慧工厂和江山产业园。杭州智慧工厂为健盛自动化最高的标志性工厂，主要为中高端袜品，2019 年产能为

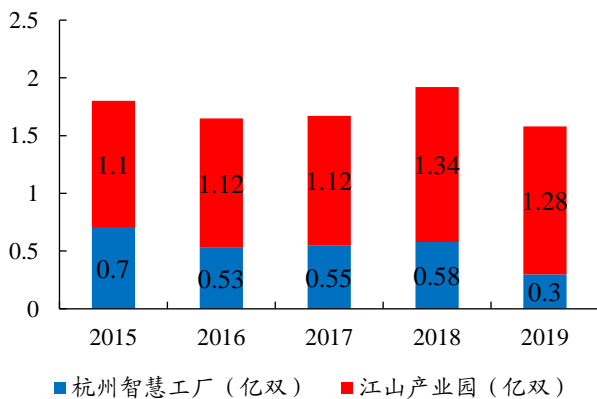
2000 万双。该部分产能在持续向越南转移。江山产业园有 4 个工厂投产，2019 年产能 1.28 亿双。海外棉袜产能主要集中于越南海防生产基地，以及已于 2019 年 11 月份投产的越南清化生产基地。2019 年越南海防基地产能为 1.45 亿双，预计 2020 年底越南清化基地产能为 0.5 亿双。

**表1：棉袜国内、外生产基地产能梳理：产能逐步向越南转移**

| 工厂       | 投产时间     | 制袜车间及主要客户            | 估算袜机数量             | 估算产能                                     |
|----------|----------|----------------------|--------------------|--|
| 杭州智慧工厂   | 2018 年底  | —                    | 368 台袜机            | 3000 万双/年; 2019 年产能约为 2000 万双, 产能逐步向越南转移 |
| 江山产业园    | —        | 一厂 (为迪卡侬生产)          | 486 台袜机            | 2019 年产能 1.28 亿双                         |
|          |          | 二厂 (为 UA 生产)         | 483 台袜机            |  |
|          |          | 三厂 (为 PUMA 生产)       | 525 台袜机            |  |
|          |          | 四厂 (STANCE 生产)       | 491 台袜机            |  |
| 越南海防生产基地 | 2014 年   | 一厂 (为 HAA、UA、H&M 生产) | 851 台袜机            | 2019 年产能 1.45 亿双                         |
|          | —        | 二厂 (为优衣库生产)          | 438 台袜机            |  |
|          |          | 三厂 (为 PUMA 生产)       | 500 台袜机            |  |
|          | 2019 年四月 | 四厂                   | 607 台袜机            |  |
| 越南清化生产基地 | 2019 年年底 | —                    | 500 台袜机, 拟增 1500 台 | 预计 2020 年产能 0.5 亿双                       |

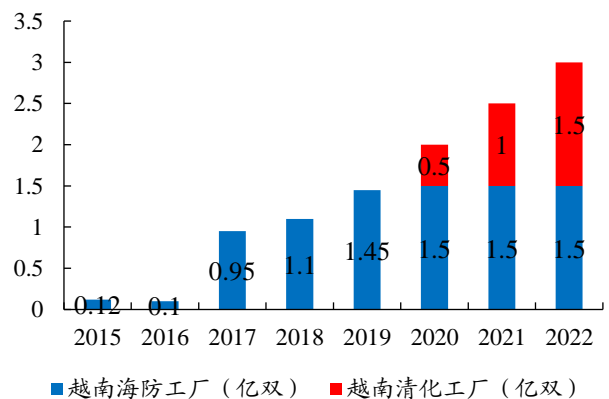
资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：杭州智慧工厂产能逐渐向南转移（亿双）**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图11：越南工厂成为产能主要增量（亿双）**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.1.3、供给端：棉袜未来三年产能释放增速可观，受疫情影响预计产能释放进度低于三年规划

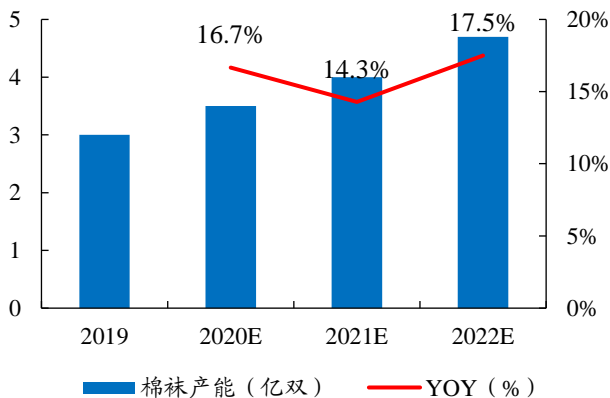
健盛集团 2019-2022 年三年战略规划新增产能总投资 5.6 亿元。其中棉袜项目投资 2.5 亿元，无缝服饰项目投资 3.1 亿元。由于公司已于 2019 年投入一部分，2020-2022 年剩余计划投资 3.3 亿元。健盛袜业 2019-2022 年规划自有产能分别为 3.13/3.48/3.92/4.59 亿双；2019-2022 年外协产能分别为 0/0/123/1844 万双。2019-2022 计划年每年新增织机 500 台。



公司未来供给端棉袜产能增速可观。公司规划未来 3 年棉袜产能释放复合增速约 17.5%。由于越南建厂具有关税、成本和税收等优势，产能扩张主要集中在越南工厂。未来越南海防基地将新增 1500 台织机，预计越南未来 3 年每年释放 5000 万双棉袜产能。我们预计棉袜海外产能 2020/2021/2022 年增长至 2.0/2.5/3.0 亿双，国内产能维持 1.5 亿双左右。公司整体棉袜产能在 2020 年预计达到 3.5 亿双，2021 年达到 4 亿双，2022 年达到 4.7 亿双。

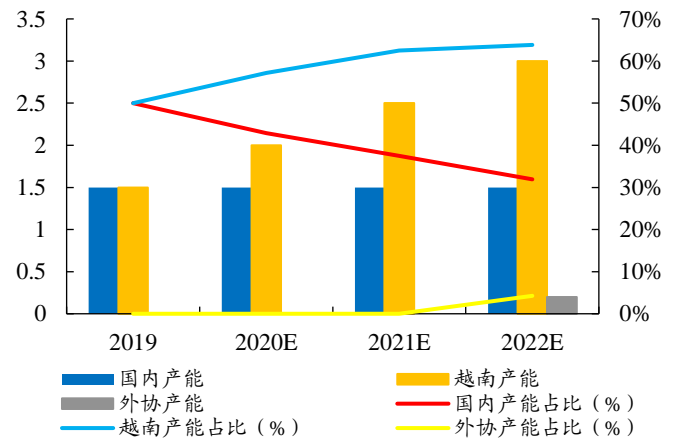
由于受到新冠疫情影响，预计产能释放进度会慢于三年规划，产能利用率也将有所下降。

图12: 棉袜产能未来三年将持续增长 (亿双, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 棉袜越南产能占比 2022 年将超 60% (亿双, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 2.1.4、需求端: 与国际大品牌合作, 积极拓展品类

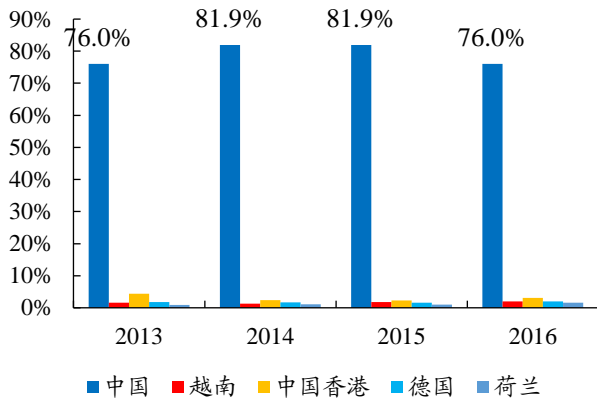
公司稳定的国际客户资源保证了公司业绩的持续稳定。同时, 公司积极拓展新客户以扩大需求。公司棉袜业务的客户主要有 PUMA (估算占比约 20%)、UA、优衣库、迪卡侬 (估算各自占比 10-20%) 等国际客户, 2020 年预计新增加客户 GAP、阿迪达斯等。公司正在加强和国内运动品牌的合作, 如李宁、安踏。公司积极拓展运动品类项目, 如 PUMA 专门推出一个展柜销售袜类产品。无缝内衣运动类销售占比 70%, 契合市场发展要求以及公司三年发展规划。

从供给端来看, 棉袜行业市场发展成熟, 需求稳定, 随着居民消费能力提升, 对中高端棉袜需求上升。未来公司计划国内产能维稳, 越南产能大幅提升; 从需求端来看, 公司积极拓展国际大品牌客户资源, 客户结构不断优化。2020 年棉袜业绩增长可期。

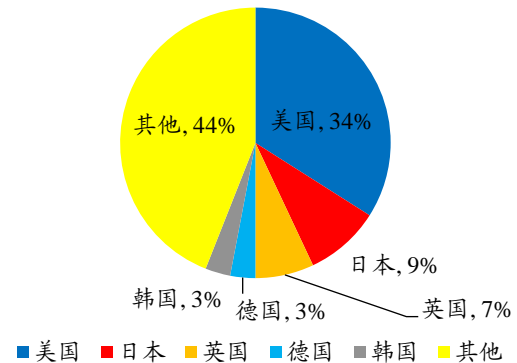
### 2.2、无缝内衣: 2020-2021 年产能规划复合增速达 31.1%

#### 2.2.1、无缝服装市场渗透率不断提高

在无缝服饰领域我国有极强的竞争力。我国无缝内衣出口额占全球 76%, 越南占 4%居第二, 但这几年越南无缝内衣的出口量在逐渐增加。我国无缝内衣的主要出口方向为美国 34%、日本 9%、英国 7%、德国 3%、韩国 3%, 美日市场是公司未来关注的重点地区。

**图14: 2013-2016 年我国无缝内衣出口额位居第一 (%)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

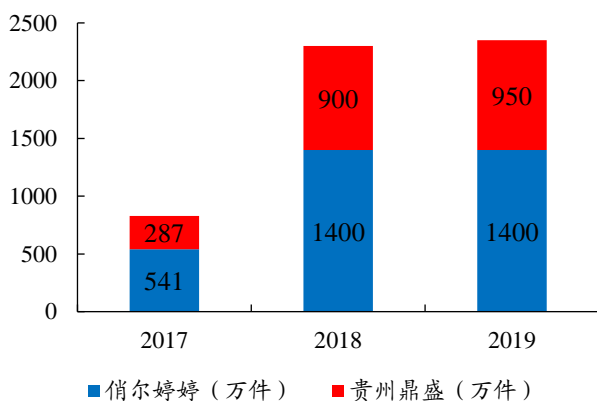
**图15: 中国无缝内衣主要出口方向为美日英等国 (%)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

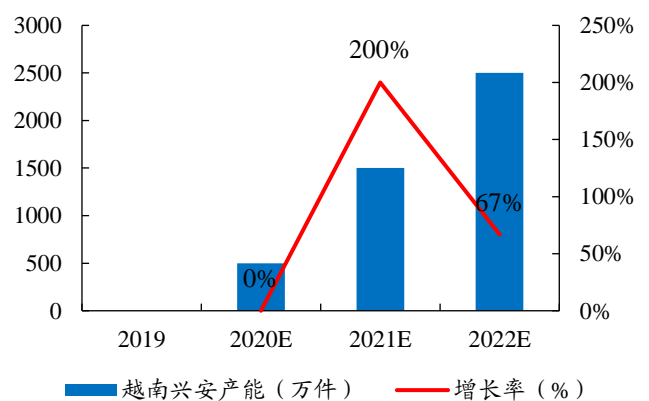
### 2.2.2、无缝服装成长空间显著

近年来,无缝产品结构变化比较明显。公司 2017 年收购国内无缝服饰龙头“俏尔婷婷”成功跻身进入无缝服饰制造领域,并且出色完成了三年业绩承诺(扣非净利润不低于 6500 万元、8000 万元、9500 万元)。无缝服饰产能利用率和产销率持续维持在 95%以上。产品从以前的无缝内衣拓展到功能性的无缝裤子、外套,公司也因此重新将无缝内衣定位为无缝服饰。细分来看,无缝服饰中运动相关的产品占比为 60-70%。

2019 年,公司无缝服饰产能全部集中在国内。产能主要集中为俏尔婷婷、贵州鼎盛两大工厂,2019 年产能分别为 1400 万件和 950 万件,由于无缝服装的产品有结构有所调整,公司整体无缝服饰出货量约为 2000 多万件。2019 年公司国内拥有无缝服饰机器 373 台,2019 年年底越南购买的 110 台机器到位,公司共拥有无缝服饰机器 483 台。无缝服饰 2019 年无海外产能,越南兴安生产基地为未来主要产能扩张地。

**图16: 2017-2019 年无缝服饰国内产能稳定 (万件)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图17: 越南兴安工厂主要为无缝服装产能 (万件, %)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

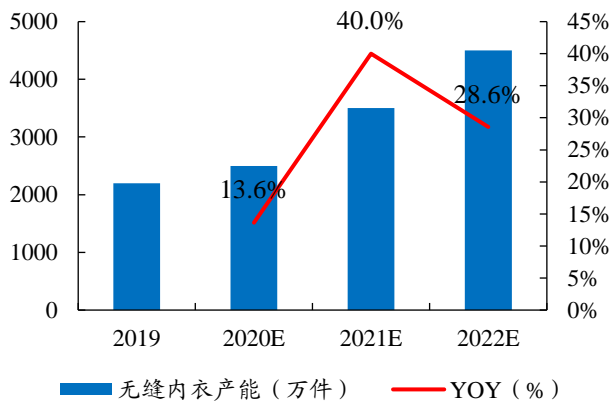
### 2.2.3、供给端: 越南产能释放, 供给能力将达新高

无缝服饰未来主要依靠公司自有产能。健盛无缝服装规划 2019-2022 年自有产能分别为 2000/2500/3500/4500 万件; 2019-2022 年外协产能分别为 326/0/0/0 万件。

2020-2022 年每年新增织机 150 台，合计国内国外在 2022 年设备达到 823 台。

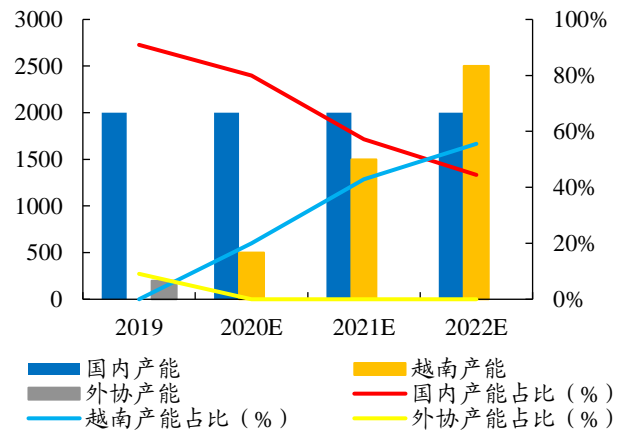
无缝服装未来产能释放将主要集中在越南基地。公司规划未来 3 年释放 2000-2500 万件产能。我们预计海外产能 2020/2021/2022 年增长至 500/1500/2500 万件，国内产能维持在 2000 万件左右。公司整体无缝内衣产能在 2020 年预计达到 2500 万件，2021 年达到 3500 万件，2022 年达到 4500 万件。（其中 2021 年释放节奏高于 2020 年主要是由于 2020 年是公司无缝内衣业务在越南的第一年，需要适应期，在 2022 年全部适应后生产节奏会有所优化）。由于受到新冠疫情影响，预计产能释放进度会慢于三年规划，产能利用率也将有所下降。

图18: 无缝内衣产能未来三年将持续增长（万件，%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19: 无缝内衣越南产能占比将超 50%（万件，%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 2.2.4、需求端：手握优质客户，不断开拓新客户

无缝服装产品公司核心客户数量比较少，前三大客户 DELTA(UA 品牌中间商)、迪卡侬和优衣库合计占比超过 90%，最大的客户占比不到 40%，其余客户为耐克、彪马、Lululemon 等。公司未来将加强无缝服装产品新客户的拓展。整体来看，总体订单消化主要依赖老客户，且无缝服装方面开发新客户的需求相对急迫。

表2: 公司产能释放预测

|               | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|
| 棉袜产能（亿双）（含外协） | 3.5   | 4     | 4.7   |
| YOY           | 17%   | 14%   | 18%   |
| 其中：国内产能       | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 越南产能          | 2     | 2.5   | 3     |
| 外协产能          | 0     | 0     | 0.2   |
| 无缝服饰产能（万件）    | 2500  | 3500  | 4500  |
| YOY           | 14%   | 40%   | 29%   |
| 其中：国内产能       | 2000  | 2000  | 2000  |
| 越南产能          | 500   | 1500  | 2500  |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从供给端来看，随着无缝内衣市场渗透率不断提升，越南产业布局更加完善，未来无缝内衣供给量有望迎来井喷式增长；从需求端来看，全球内衣市场整体需求增速平稳，中高端内衣逐渐得到市场重视，公司将发展新客户资源作为首要任务。

产能释放对接优势客户，2020 年无缝内衣业绩增长可期。

### 3、公司竞争优势显著，期待未来产能进一步释放

#### 3.1、拥有国际客户资源、大力发展运动品牌

健盛集团作为全球化、全产业链针织运动服饰制造商，拥有众多优质国际客户资源。公司棉袜业务的客户主要有优衣库、PUMA、UA、迪卡侬及 GAP 等国际客户；无缝内衣业务主要客户包括 DELTA（UA 品牌中间商）、优衣库、迪卡侬、NIKE 等。

公司贯彻落实以“老客户为主，新客户少量开发”的方案。公司倾向开发对交期、质量要求高、对价格敏感度低的高质量客户。棉袜客户方面，稳定在 5-6 个大客户，计划每年新增两个，2020 年新增主要为 GAP 和 ADIDAS。

公司正在加强和国内运动品牌的合作，如李宁、安踏。公司拥有棉袜和无缝内衣业务，产品品类适用运动服饰领域，且公司现有客户如 NIKE、PUMA、UA 等均为运动品牌龙头，具备优势。健盛集团作为头部运动服饰制造商，国际大牌客户资源丰富。并且由于近年来国内运动品牌发展迅猛，公司有计划拓展与国内运动类品牌的业务合作，有望随着运动服饰行业的快速发展进一步提升销量。

公司积极拓展与品牌商直接合作。公司已与优衣库等品牌均建立直贸关系。在与优衣库直接对接时产生的直贸金额与此前通过中间商对接时相比基本持平，且预期 2020 年会超出之前的订单数量。

图20：健盛集团与许多国际品牌（运动品牌）建立长期的战略合作关系



资料来源：健盛集团官网

#### 3.2、全球化产能布局

健盛集团 2019-2022 三年战略规划新增产能总投资 5.6 亿元。其中棉袜项目投资

2.5 亿元（固定资产投资 2.1 亿元），无缝服饰项目投资 3.1 亿元（固定资产投资 2.5 亿元）。2020-2022 计划投资 3.3 亿元。2022 年我们预计公司总体能够实现棉袜产能 4.7 亿双，无缝服饰产能 4500 万件。产能的扩张也有望吸引更多的国内外客户，从而实现销售量的增长，为公司中长期业绩增长奠定基础。

**越南成为我国纺织服装行业对外投资的重要目的地。**2015-2018 年我国纺织行业对外投资目的地排名第二名为越南，投资总额 10.71 亿美元，第一名为香港，第三名为新加坡。但国内实体投资主要是越南，主要因素来自于越南在原料、成本、关税上的三大优势。从原料来看，我国一些纺织集团在越南有很大投资，如天虹集团在越南的投资纱线产能接近 150 万锭。从成本来说，越南比国内有优势。从关税来说，越南和很多国家有自由贸易协定。随着公司越南产区占比提升，公司盈利能力有望进一步提升。

**表3：越南工厂生产成本优势明显**

| 成本类型  | 中国                               | 越南   |
|-------|----------------------------------|--|
| 劳动力成本 | 4500 元/月左右                       | 2280 元/月   |
| 工业用水  | 5.5-6 元/吨                        | 5 元/吨  |
| 工业用电  | 平均 0.7 元/度，低峰 0.4 元/度，高峰 1.0 元/度 | 平均 0.5 元/度，低峰 0.3 元/度，高峰 0.7 元/度   |
| 所得税   | 25%                              | 海防市工厂为“四免九减半”；清化工厂为“二免五减半”；兴安工厂为“二免四减半”。海防工厂已进入“四免九减半”的“减半期”，税率由 0 提升至 5%，其余工厂仍处于免税期 |

资料来源：中国国家统计局、越南国家统计局、开源证券研究所

**表4：越南关税红利明显**

| 出口地区 | 中国  | 越南  |
|------|-----|---|
| 日本   | 7%  | 免征关税  |
| 美国   | 14% | 14%（越南加入 TPP 组织后，免征关税）  |
| 欧盟   | 12% | 2020 年 3 月 30 日，欧洲理事会通过书面形式批准《欧盟与越南自由贸易协定》(EVFTA)，一旦 EVFTA 正式生效，欧盟将取消对越南 85.6% 税目关税，相当于越南对欧盟出口额的 70.3%。在该协定生效 7 年后，将取消 99.2% 税目关税，相当于越南对欧盟出口额的 99.7%。关于剩下的 0.3% 出口额，欧盟承诺给予越南享受配额制下的零关税政策。 |

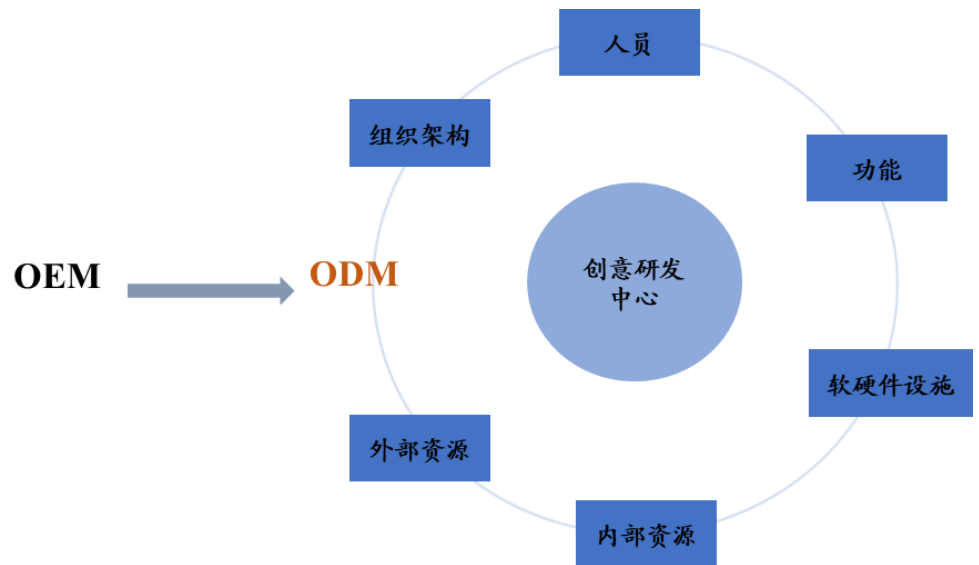
资料来源：中国国家统计局、越南国家统计局、开源证券研究所

### 3.3、从 OEM 转型 ODM，研发能力强

**以现有 OEM 能力为基础，加快提升 ODM 能力建设。**健盛集团不断提高设计研发水平，增强客户粘性，以吸引更多高质量客户。所以公司未来将首要发展产品研发能力。增强研发能力首先要从组织结构、人员、功能、软硬件设施方面进行梳理和加强；同时整合企业多年来积累的內部设计资源和合作过的原材料企业等外部资源。2019 年公司于日本成立工作室，主要侧重于产品研发，更好服务优衣库。未来公司有望成立德国工作室，聘请高级别国外设计师人才团队，为公司之后在欧洲市场的发展奠定坚实的设计研发基础。



图21: 健盛集团加快提升 ODM 能力建设



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

充分利用公司现有数据资产，建立与产品标签体系相关关系的产品数据库。公司通过多年的发展和客户服务积累了大量的产品数据，通过对数据的充分利用，建立一个产品标签体系相关的产品数据库，整合产品从订单到生产销售的所有信息，未来依托数据库做大数据分析。

公司将逐步提升产品研发能力。产品开发阶段分为 1) 外观和功能设计；2) 新材料的开发；3) 工艺创新。三个层面的难度各有不同，需要分阶段开展。时尚、绿色、科技，是纺织行业的新定位、新标签，公司的开发能力也和这三个标签契合。第一个层面是外观和时尚的结合，后两个更多是依靠科技和绿色。不同的阶段需要配备不同的人员来逐步开发。

图22: 健盛集团逐步提升产品研发能力



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.4、疫情影响下行业加速调整，头部企业优势持续扩大

疫情负面影响加快行业洗牌，有利于龙头企业市占率进一步提升。疫情期间部

分客户取消或推迟了订单，行业处于少见的产能利用率不足的时期，受疫情影响显著。然而短期疫情危机将加快行业洗牌，提升头部企业和核心客户紧密合作的机会，有利于公司进一步巩固竞争优势，提升市占率。

在抗击疫情方面，公司在资产负债率和现金流方面表现优于行业平均水平，疫情应对措施积极有力，预计在疫情得到控制后有望先于行业率先恢复。公司预计将开源节流，加大和国内品牌合作、尝试合作研发，提升收入水平；同时进行费用控制，开展非核心岗位的调整，改善费用情况，巩固竞争优势。

#### 4、盈利预测与投资建议

根据公司当前发展情况，我们做出如下估值假设：

**收入端：伴随公司越南产能扩张，预计未来三年收入增速保持双位数上涨**

**1) 棉袜业务：**随着公司未来越南产能不断得到释放，我们预计公司整体棉袜产能可在 2020-2022 年分别可达 3.5/4.0/4.7 亿双，产销率能够维持近 100%，预计单价为 3.75 元/双左右。2020-2022 年棉袜收入增速分别为 15%/12%/22%。

**2) 无缝服饰业务：**公司无缝服饰国内产能保持稳定，越南产能布局不断完善，我们预计公司整体无缝内衣产能可在 2020-2022 年分别可达 2500/3500/4500 万件，产销率维持在近 100%。预计 2020-2021 年单价每年保持约 5% 左右的增速，2022 年单价增速约为 1% 左右。2020-2022 年无缝服饰收入增速分别为 5%/45%/22%。2021 年收入增速显著高于 2020 年，主要系 2020 年为公司无缝服饰业务在越南生产的第一年，需要一定的适应期。

**盈利能力：毛利率有望小幅提升，费用率保持稳定**

伴随公司产能逐年扩大，有望提升公司整体议价能力。我们认为，棉袜业务单价较低，预计 2020-2022 年每年提升毛利率 0.1pct。无缝服饰业务单价相对较高，预计 2020-2022 年毛利率总体可以提升约 0.5pct。整体来看，公司 2020-2022 年毛利率每年可以提升 0.2pct 左右。费用率可以保持稳定水平。

公司作为棉袜及无缝服饰头部企业，致力于成为全球化产业链一体化的运动服饰制造商，实现 OEM 转向 ODM 模式。公司运动类产品近年占比不断提升，且运动行业仍为纺服行业前景较好的子板块之一。公司作为棉袜和无缝服饰行业龙头，拥有众多国内外知名客户，近年来公司逐步将产能转移至越南，未来三年越南新增产能将逐步释放，收入持续较快增长可期。越南产区具备成本、关税、税收等方面的优势，随着越南产能占比逐步提升，预计盈利能力也会稳步提升。

我们从不同角度选取健盛集团的可比公司。申洲国际为中国最大的垂直一体化针织成衣制造商，拥有众多优质国内外客户群。鲁泰 A 为全球高档色织面料生产商和国际一线品牌衬衫制造商，拥有集研发设计、生产制造、营销服务于一体的产业链。百隆东方为全球最大的色纺纱制造企业之一，产能布局海内外。与三家可比公司估值比较，健盛集团估值仍具备优势。

由此，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.79/3.51/4.35 亿元，分别对应 EPS 为 0.67/0.84/1.05 元，当前股价对应 PE 为 12.2/9.7/7.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表5：部分可比公司估值情况，健盛集团估值上升空间明显**

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价   | 归母净利润增速（%） |       |       | PE（倍） |       |       |
|-----------|------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2020E      | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 2313.HK   | 申洲国际 | 91.25 | 8.4        | 13.6  | 15.4  | 22.5  | 19.8  | 17.3  |
| 000726.SZ | 鲁泰 A | 8.21  | -34.2      | 32.9  | 11.9  | 11.2  | 8.5   | 7.5   |
| 601339.SH | 百隆东方 | 3.36  | -4.0       | 26.2  | 13.0  | 17.7  | 14.0  | 12.4  |
|           | 均值   |       | -9.91      | 24.22 | -9.9  | 24.2  | 13.4  | 17.1  |
| 603558.SH | 健盛集团 | 8.19  | 1.9        | 26.1  | 24.0  | 12.2  | 9.7   | 7.8   |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日期为 2020 年 5 月 6 日；鲁泰 A、百隆东方采用 Wind 一致预期；申洲国际收盘价单位为港元。

## 5、风险提示

下游客户订单量不及预期，棉袜及无缝服饰产能扩充不及预期，原材料价格波动。

### 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 1272  | 1180  | 1556  | 1945  | 2227  |
| 现金               | 429   | 312   | 635   | 744   | 910   |
| 应收票据及应收账款        | 289   | 311   | 328   | 439   | 489   |
| 其他应收款            | 24    | 30    | 36    | 38    | 54    |
| 预付账款             | 6     | 9     | 6     | 13    | 10    |
| 存货               | 427   | 458   | 473   | 642   | 691   |
| 其他流动资产           | 96    | 60    | 78    | 69    | 74    |
| <b>非流动资产</b>     | 2348  | 2583  | 2547  | 2766  | 3030  |
| 长期投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产             | 1206  | 1359  | 1385  | 1620  | 1887  |
| 无形资产             | 246   | 234   | 222   | 205   | 191   |
| 其他非流动资产          | 896   | 989   | 939   | 941   | 952   |
| <b>资产总计</b>      | 3620  | 3763  | 4103  | 4711  | 5257  |
| <b>流动负债</b>      | 698   | 705   | 913   | 1315  | 1571  |
| 短期借款             | 437   | 390   | 634   | 924   | 1201  |
| 应付票据及应付账款        | 151   | 200   | 157   | 278   | 237   |
| 其他流动负债           | 110   | 114   | 122   | 113   | 133   |
| <b>非流动负债</b>     | 40    | 9     | 8     | 9     | 9     |
| 长期借款             | 0     | 0     | -0    | 0     | 0     |
| 其他非流动负债          | 40    | 9     | 8     | 9     | 8     |
| <b>负债合计</b>      | 738   | 714   | 921   | 1324  | 1580  |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本               | 416   | 416   | 416   | 416   | 416   |
| 资本公积             | 1911  | 1911  | 1911  | 1911  | 1911  |
| 留存收益             | 608   | 861   | 991   | 1155  | 1358  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 2882  | 3049  | 3182  | 3387  | 3677  |
| 负债和股东权益          | 3620  | 3763  | 4103  | 4711  | 5257  |

| 现金流量表(百万元)     | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 258   | 351   | 314   | 340   | 469   |
| 净利润            | 206   | 272   | 279   | 351   | 435   |
| 折旧摊销           | 117   | 127   | 122   | 133   | 161   |
| 财务费用           | 4     | 3     | 9     | 13    | 9     |
| 投资损失           | 6     | 3     | 4     | 3     | 4     |
| 营运资金变动         | -82   | -64   | -99   | -162  | -140  |
| 其他经营现金流        | 6     | 10    | -1    | 1     | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -308  | -232  | -81   | -361  | -426  |
| 资本支出           | 317   | 372   | -35   | 219   | 264   |
| 长期投资           | 123   | 36    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 132   | 176   | -116  | -142  | -162  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 46    | -201  | -165  | -189  | -205  |
| 短期借款           | 239   | -47   | -10   | -30   | -50   |
| 长期借款           | 0     | 0     | -0    | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -193  | -154  | -155  | -159  | -155  |
| <b>现金净增加额</b>  | 21    | -63   | 69    | -210  | -162  |

| 利润表(百万元)     | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 1577  | 1780  | 1873  | 2261  | 2723  |
| 营业成本         | 1137  | 1261  | 1357  | 1607  | 1932  |
| 营业税金及附加      | 15    | 15    | 18    | 21    | 25    |
| 营业费用         | 64    | 55    | 51    | 63    | 76    |
| 管理费用         | 113   | 151   | 140   | 170   | 204   |
| 研发费用         | 41    | 50    | 47    | 57    | 54    |
| 财务费用         | 4     | 3     | 9     | 13    | 9     |
| 资产减值损失       | 5     | -3    | -2    | -2    | -3    |
| 其他收益         | 41    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| 公允价值变动收益     | 1     | -1    | 0     | -0    | -0    |
| 投资净收益        | -6    | -3    | -4    | -3    | -4    |
| 资产处置收益       | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>  | 236   | 302   | 309   | 389   | 481   |
| 营业外收入        | 2     | 1     | 2     | 1     | 1     |
| 营业外支出        | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>利润总额</b>  | 235   | 299   | 306   | 386   | 479   |
| 所得税          | 28    | 27    | 28    | 35    | 43    |
| <b>净利润</b>   | 206   | 272   | 279   | 351   | 435   |
| 少数股东损益       | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归母净利润</b> | 206   | 273   | 279   | 351   | 435   |
| EBITDA       | 343   | 421   | 419   | 506   | 625   |
| EPS(元)       | 0.50  | 0.66  | 0.67  | 0.84  | 1.05  |

| 主要财务比率         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 38.6  | 12.9  | 5.2   | 20.7  | 20.5  |
| 营业利润(%)        | 80.0  | 28.0  | 2.0   | 26.0  | 23.8  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 57.0  | 32.4  | 1.9   | 26.1  | 24.0  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 27.9  | 29.2  | 27.5  | 28.9  | 29.0  |
| 净利率(%)         | 13.1  | 15.4  | 14.9  | 15.5  | 16.0  |
| ROE(%)         | 7.2   | 8.9   | 8.8   | 10.4  | 11.8  |
| ROIC(%)        | 5.9   | 7.8   | 7.1   | 7.9   | 8.7   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 20.4  | 19.0  | 22.5  | 28.1  | 30.0  |
| 净负债比率(%)       | 1.6   | 2.8   | 0.2   | 5.5   | 8.1   |
| 流动比率           | 1.8   | 1.7   | 1.7   | 1.5   | 1.4   |
| 速动比率           | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 0.9   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率        | 5.8   | 5.9   | 5.9   | 5.9   | 5.9   |
| 应付账款周转率        | 8.0   | 7.2   | 7.6   | 7.4   | 7.5   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.50  | 0.66  | 0.67  | 0.84  | 1.05  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.62  | 0.84  | 0.75  | 0.82  | 1.13  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 6.92  | 7.32  | 7.64  | 8.14  | 8.83  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 16.5  | 12.5  | 12.2  | 9.7   | 7.8   |
| P/B            | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA      | 10.1  | 8.2   | 8.1   | 7.1   | 5.9   |

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835