

纺织服装

2015年01月27日

健盛集团 (603558)

——专注于中高端棉袜制造，着力打造袜业龙头

发行上市资料：

| | |
|----------|------------|
| 发行价格(元) | 19.25 |
| 发行股数(万股) | 2000 |
| 发行日期 | 2015/01/15 |
| 发行方式 | 网下发行+网上申购 |
| 主承销商 | 国信证券 |
| 上市日期 | 2015/01/27 |

*首日上市股数 2000 万股

基础数据(发行前)：

2014年06月30日

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元) | 5.44 |
| 总股本/流通A股(万股) | 6000/0 |
| 流通B股/H股(万股) | 0/0 |

投资要点：

- **健盛集团是中高档棉袜制造龙头，以出口为主，客户多为知名品牌商。** (1) **业绩增长稳健：**2014H1 实现收入 2.8 亿元，净利润 3950 万元，2013 年实现收入 5.6 亿元，净利润 7500 万元；(2) **以出口为主，合作伙伴多为知名品牌商：**公司出口占比为 88%，2011 至 2014 上半年公司出口金额分别位居国内前四名，公司客户多为知名品牌商，如道步、迪卡隆、太平洋等；(3) **股权集中：**公司实际控股人与控股股东为张茂义，发行前持股比例为 72%、发行后为 54%。
- **棉袜产业市场规模大，全球产能向中国转移。** (1) **棉袜市场容量较大，中高档棉袜市场集中度高：**2010 年全球棉袜销售额达 920 亿欧元，市场容量持续增长，目前国内生产高端棉袜的企业不足 10 家，市场集中度高；(2) **世界产能转移至中国：**国内棉袜工艺先进、成本低廉、竞争力强，日本、欧洲等从中国进口棉袜的比重均在 75% 以上，同时高端产品的生产也迅速向中国转移；(3) **国内袜业应实现产业结构升级：**未来棉袜行业发展趋势偏向高端化，国内袜业只有实现产业结构升级，才能保持国际竞争力。
- **未来公司将提升产能，开拓国内市场，深耕高端棉袜，扩大自有品牌销售。** (1) **进一步提升产能：**公司生产模式以自产为主、外协为辅，目前产能为 1.4 亿双/年，公司拟募集资金新建两个生产基地以增加 9000 万/年双棉袜产能；(2) **全面开拓国内市场：**公司拟加强国际知名品牌在国内的销售，提高高端产品内销占比至 15% 以上；2013 年公司自主品牌销售额为 855 万，公司计划提高自主品牌在国内市场的销售。
- **公司本次拟发行 2000 万股，计划募集 3.4 亿元。** 募集资金将用于生产线技术革新和补充营运资金 0.5 亿元用于年新增 1200 万双中高档棉袜生产线技改项目；2.6 亿元用于年新增 7800 万双中高档棉袜生产线技改项目；0.3 亿元用于补充营运资金。
- **公司作为棉袜行业龙头，未来发展空间较大。** 我们预计公司 2014-2016 年完全摊薄 EPS 1.04/1.20/1.34 元，未来 3 年净利润复合增长率为 13.5%。综合考虑行业平均估值，我们认为 20-25 倍为合理估值，对应股价为 24-30 元。
- **风险提示。** 客户集中度过高；出口退税率可能下调。
- **本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间**

盈利预测

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 445 | 558 | 602 | 671 | 758 |
| 同比增长率(%) | 12.1 | 25.4 | 7.9 | 11.5 | 13.0 |
| 净利润(百万元) | 65 | 75 | 83 | 96 | 107 |
| 同比增长率(%) | 27.5 | 15.4 | 10.7 | 15.7 | 11.5 |
| 每股收益 | 0.82 | 0.94 | 1.04 | 1.20 | 1.34 |
| 主营业务利润率 | 17.1 | 16.8 | 19.6 | 18.9 | 18.7 |
| 净资产收益率 | 26.8 | 26.2 | 22.4 | 20.6 | 18.7 |

财务指标

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------|-------|-------|-------|
| 流动比率 | 0.89 | 1.19 | 0.84 |
| 资产负债表 | 64.5% | 52.2% | 56.3% |
| 应收账款周转率 | 12.2 | 9.2 | 8.6 |
| 存货周转率 | 4.1 | 4.1 | 4.3 |

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

许一帆 A0230114070001
xuyz@swsresearch.com

联系人

许一帆
(8621)23297818×23297717
xuyz@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

目 录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1. 公司是闻名海内外的现代化织袜企业 | 4 |
| 1.1 公司主营高品质棉袜产品，出口业绩稳健..... | 4 |
| 1.2 公司控股股东和实际控制人为张茂义，股权较集中..... | 6 |
| 2. 棉袜行业市场规模大，全球产能向中国转移 | 7 |
| 2.1 中高档棉袜业市场容量大，市场集中度高..... | 7 |
| 2.2 全球棉袜产能向国内转移，中国将成为棉袜制造中心..... | 9 |
| 2.3 棉袜行业发展趋于高端化，国内企业应实现结构升级..... | 11 |
| 3. 公司深耕中高端棉袜，出口业绩稳健 | 11 |
| 3.1 公司产业链完善、技术先进，竞争优势明显..... | 11 |
| 3.2 公司以出口为主，合作伙伴多为知名品牌商..... | 14 |
| 3.3 生产模式以自产为主、外协为辅..... | 15 |
| 4. 继续扩大产能，开拓国内棉袜市场 | 16 |
| 4.1 扩大产能，提升高端产品内销占比..... | 16 |
| 4.2 全面扩展业务，提高自有品牌国内市场销售..... | 17 |
| 5. 募投项目分析 | 17 |
| 6. 风险揭示 | 18 |
| 7. 盈利预测 | 19 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：公司产品展示..... | 4 |
| 图 2：2014H1 公司各类产品收入占比..... | 4 |
| 图 3：2014H1 公司内销外销比例..... | 4 |
| 图 4：公司的国际厂商客户..... | 5 |
| 图 6：2014H1 公司实现收入 2.9 亿元..... | 5 |
| 图 7：2014H1 公司净利润为 3950 万元..... | 5 |
| 图 8：2014H1 公司毛利率 30.6%..... | 6 |
| 图 9：2014H1 销售、管理费用率为 2.9%、6.2%..... | 6 |
| 图 10：发行前公司股权结构示意图..... | 7 |
| 图 11：2010 年全球袜子销售额..... | 8 |
| 图 12：2014 年全球袜子销售数量..... | 8 |
| 图 13：全球袜子销售量和销售额逐年增长..... | 8 |
| 图 14：2004-2012 年日本棉袜量..... | 10 |
| 图 15：2004-2012 年日本棉袜的进口数量..... | 10 |
| 图 16：日本从中国进口棉袜的情况..... | 10 |
| 图 17：澳大利亚从中国进口棉袜的情况..... | 10 |
| 图 18：公司杭州健盛袜业生产基地..... | 12 |
| 图 19：公司具有先进的生产线..... | 12 |
| 图 20：公司杭州乔登针织生产基地..... | 16 |
| 图 21：公司江山针织生产基地..... | 16 |
| 表 1：发行前后公司股权结构..... | 6 |
| 表 2：中高档棉袜行业内各公司基本情况..... | 9 |
| 表 3：中国与世界其他棉袜生产中心的对比..... | 10 |
| 表 4：公司产能规模快速扩充，产能利用率态势良好..... | 12 |
| 表 5：公司主要的研发成果..... | 12 |
| 表 6：健盛集团已经获得的验厂资质..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 表 7 : 公司出口情况 | 14 |
| 表 8 : 公司合作的重要客户的情况 | 14 |
| 表 9 : 外协加工的金额、数量、占自制生产数量的比例 (2011 年-2012 年) .. | 15 |
| 表 10:外协加工的金额、数量、占自制生产数量的比例 (2013 年-2014 年中期) | 15 |
| 表 11 : 公司向拥有中国市场的客户的销售情况 | 16 |
| 表 12:公司销售收入按区域结构分类 | 17 |
| 表 13 : 募投项目介绍 | 18 |
| 表 14: 公司产品出口退税的情况 | 18 |
| 表 15 : 公司收入拆分 | 19 |
| 表 16 : 利润表 | 20 |

1. 公司是闻名海内外的现代化织袜企业

1.1 公司主营高品质棉袜产品，出口业绩稳健

健盛集团是制造中高档棉袜的龙头企业。公司产品主要包括常规棉袜(如短筒袜、中筒袜等)、各类体育用袜(如高尔夫袜、滑雪袜等)、同时生产多种特殊功能袜(高尔夫袜、滑雪袜等)。公司现已成为冈本、伊藤忠、迪卡侬、麦德龙等国际厂商的服务制造型供应商，为其生产 PUMA、MIZUNO、NEW BALANCE、LEE、ADIDAS、TOMMY HILFIGER 等品牌及 UNIQLO、无印良品等卖场自有品牌袜类产品。公司棉袜全球贸易出口额列全国第四、出口数量列全国第五，出口到欧洲、日本的销售额分别列全国第一、第二。

图 1：公司产品展示



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 2：2014H1 公司各类产品收入占比

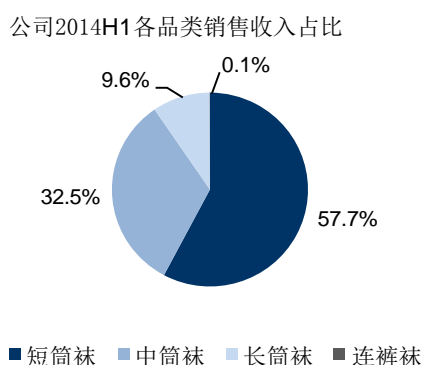
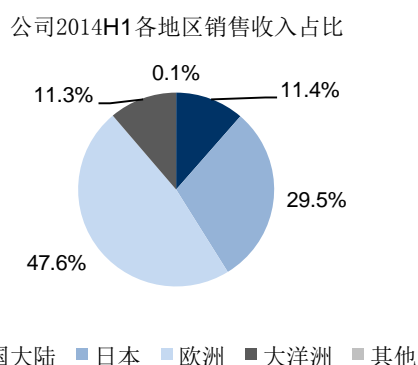


图 3：2014H1 公司内销外销比例



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 4：公司的国际厂商客户



资料来源：申万宏源研究

图 5：公司代工的品牌及服务的卖场



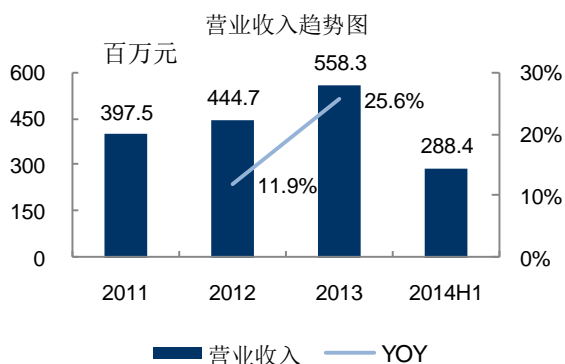
资料来源：申万宏源研究

公司增长稳健,2014 年上半年实现收入 2.9 亿元,净利润 3950 万元左右。2011 年至 2013 年间收入及净利润的复合增长率分别达到和 18.5%与 20.8%,增长势头稳健。

毛利率和净利率：2014H1 公司毛利率 30.6%，净利率 13.7%。

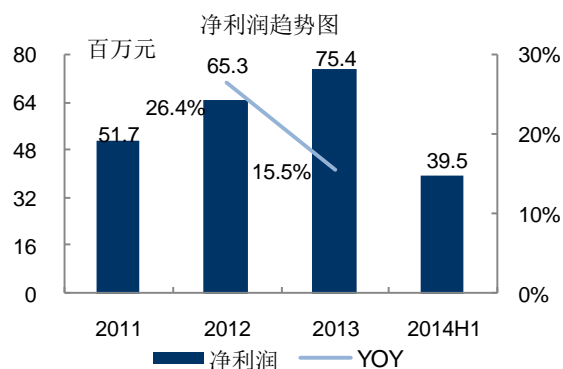
销售费用率和管理费用率：公司销售费用和管理费用率保持稳定，2014H1 公司销售费用率为 2.9%，管理费用率为 6.2%。

图 6：2014H1 公司实现收入 2.9 亿元



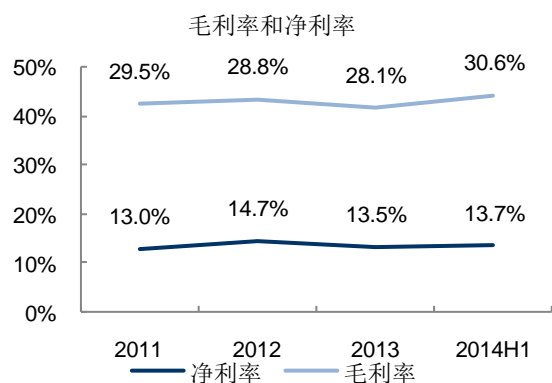
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 7：2014H1 公司净利润为 3950 万元



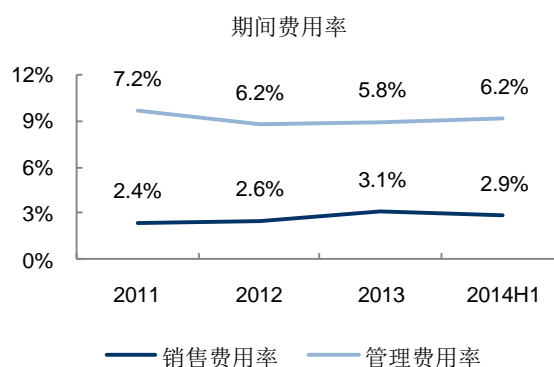
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 8 : 2014H1 公司毛利率 30.6%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 9 :2014H1 销售、管理费用率为 2.9%、6.2%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1.2 公司控股股东和实际控制人为张茂义，股权较集中

公司股权集中，控股股东和实际控制人为张茂义。张茂义持有公司 4320 万股，发行前持股比例为 72%，发行后为 54%。一致行动人有胡天兴、姜风、李卫平、周水英，持股比例分别为 6.3%、4.5%、4.5%、2.7%。上述股东持有的股份占公司总股本的比例为 90%

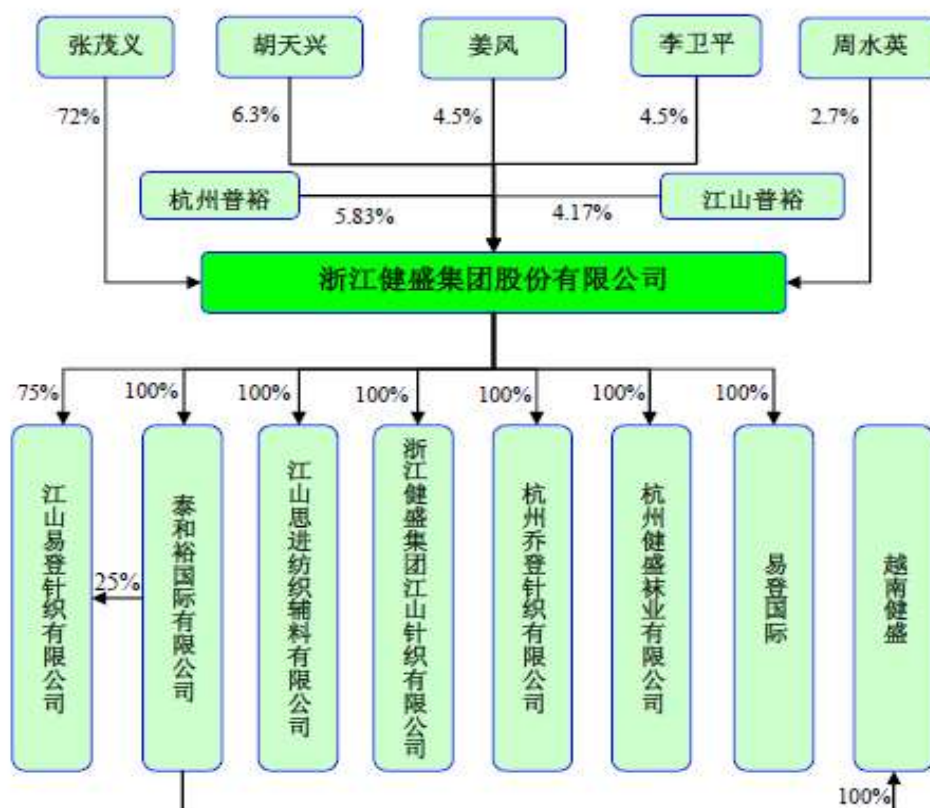
公司本次拟公开发行普通股 2000 万股。公司本次发行前总股本为 6000 万股，发行后公司总股本为 8000 万股。

表 1：发行前后公司股权结构

| 项目 | 股东名称/姓名 | 发行前 | | 发行后 | |
|-------|---------|----------|----------|----------|----------|
| | | 持股数 (万股) | 持股比例 (%) | 持股数 (万股) | 持股比例 (%) |
| | 张茂义 | 4320 | 72.0 | 4320 | 54.0 |
| | 胡天兴 | 378 | 6.3 | 378 | 4.725 |
| 有限 | 李卫平 | 270 | 4.5 | 270 | 3.375 |
| 售的 | 姜风 | 270 | 4.5 | 270 | 3.375 |
| 股份 | 周水英 | 162 | 2.7 | 162 | 2.025 |
| | 杭州普裕 | 350 | 5.83 | 350 | 4.375 |
| | 江山普裕 | 250 | 4.17 | 250 | 3.125 |
| 拟发行 | | — | — | 2000 | 25.0 |
| 社会公众股 | | | | | |
| 合计 | | 6000 | 100.0 | 8000 | 100.0 |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 10：发行前公司股权结构示意图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2. 棉袜行业市场规模大，全球产能向中国转移

2.1 中高档棉袜业市场容量大，市场集中度高

中高档棉袜业起所面临的市场规模很大，发展空间广阔。在国际市场上，根据 OXYLANE 统计，2010 年全球袜子销售额达 920 亿欧元，市场容量巨大，且呈逐年递增趋势。在国内市场，消费观念改善和收入水平提升了中高端棉袜消费。根据《中国统计年鉴》，2012 年城镇居民人均衣着类消费性支出已达 1823.4 元，随着国内人均收入水平不断提高，棉袜消费必将跟随服装消费上升而上升。

图 11：2010 年全球袜子销售额

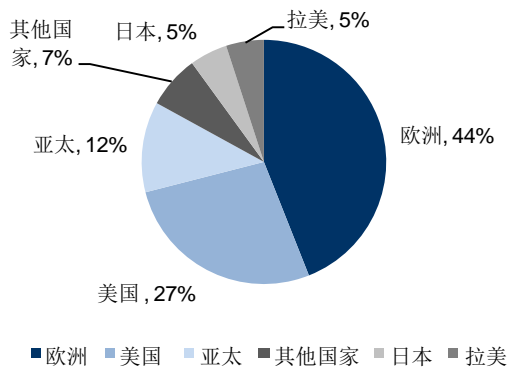
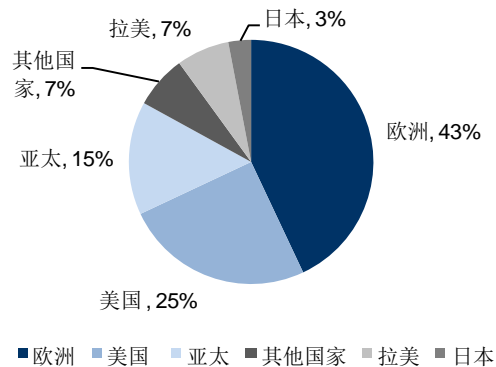


图 12：2014 年全球袜子销售数量

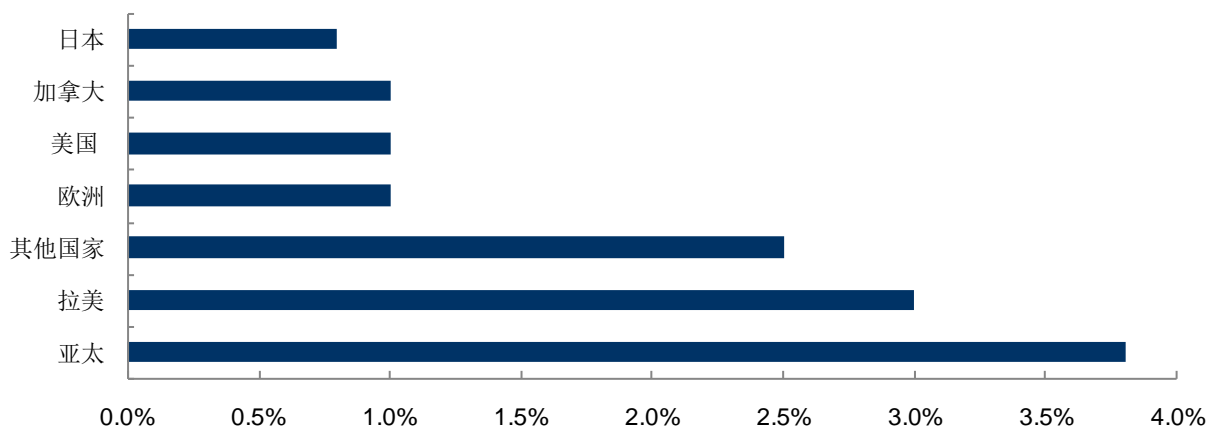


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 13：全球袜子销售量和销售额逐年增长

复合年增长率（2007—2015年）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

国内棉袜行业各企业市占率低，产品偏低档化，业内普遍采用低价竞争的方式。大多数棉袜企业为小微企业，业界产能集中在浙江、江苏、广东等地。产品品种相对单一，同质化现象严重，很难进入高端市场。

公司所处的中高档棉袜市场竞争相对平稳，竞争对手为数不多，市场集中度低。生产中高档棉袜要有先进的设备和生产技术，更要有创新研发和市场营销能力，故此企业数量不大，不但在国内市场具有优势，还可与发达国家媲美。目前，公司的竞争对手主要为北京快鹿织造有限公司、烟台厚木华润袜业有限公司、浙江梦娜袜业股份有限公司等，在国际市场上还有 GELAL SOCKS 公司、NEMAR S.P.A.公司。

表 2：中高档棉袜行业内各公司基本情况

| 公司名称 | 基本情况 |
|----------------|---|
| 健盛集团股份有限公司 | 公司位于浙江，成立于 1993 年，是浙江省著名的制袜企业，公司拥有 2,400 多台自动编织机，目前年产能约为 1.4 亿双。2013 年公司年销售额为 5.6 亿元，产品主要出口日本、澳大利亚及欧洲。 |
| GELAL SOCKS 公司 | 公司位于土耳其伊斯坦布尔，是 Bekmezci 家族旗下的家族企业，始于 1966 年的 Bekmezci 家族是土耳其高品质袜子的主要生产商。GELAL SOCKS 公司占地面积 3.3 万平方米，拥有员工约 1,400 人，主要生产各类男袜、女袜和童袜。 |
| NEMAR S.P.A.公司 | 公司位于意大利布雷西亚，成立于 1983 年，是欧洲袜子生产企业的领导者，该公司占地 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 1,550 万欧元，产品主要销售区域为欧洲。 |
| 北京快鹿织造有限公司 | 公司成立于 1991 年，系日本助野靴下株式会社投资的独资公司，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 3,000 万双，产品主要销售区域为日本。 |
| 烟台厚木华润袜业有限公司 | 公司成立于 2001 年，系日本厚木株式会社和华润纺织原料有限公司共同出资设立的中外合资企业，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 2,200 余万双，产品主要销售区域为日本。 |
| 浙江梦娜袜业股份有限公司 | 公司成立于 1994 年，位于浙江义乌，系一家生产棉袜、丝袜的企业，公司占地面积 45 万余平方米，拥有棉袜编织机 4,000 台左右，2013 年袜子出口量为 1 亿余双，产品主要销售区域为中国、北美、欧洲等地。 |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.2 全球棉袜产能向国内转移，中国将成为棉袜制造中心

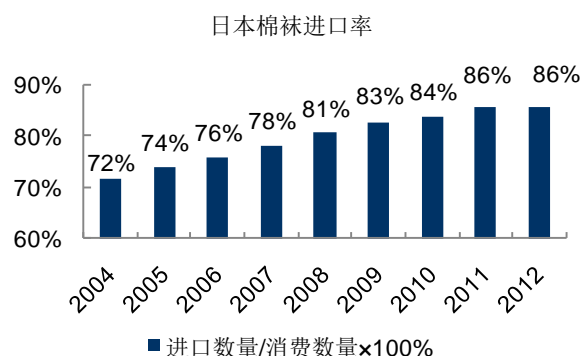
中国棉袜行业在国际市场上竞争优势明显，世界棉袜产能正迅速向国内转移。据中国海关统计，2013 年棉袜出口量达到 122.7 亿双，销售额达到 50.3 亿美元。中国棉袜出口量最大的三个地区为日本、欧洲和澳大利亚。以日本为例，其棉袜的国内生产由 2004 年的 3.7 亿双下降至 2012 年的 1.9 亿双，而其棉袜的进口率却在这期间快速增长，其中从中国进口的数量占其进口总数的 85%以上，这说明日本的棉袜产能正逐渐向中国转移。国际市场上，欧洲、澳大利亚对中国棉袜的需求也迅速增长，从中国进口的比重均在 75% 以上。

图 14：2004-2012 年日本棉袜量



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 15：2004-2012 年日本棉袜的进口数量



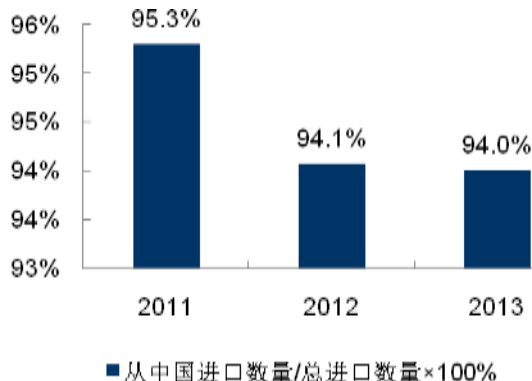
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 16：日本从中国进口棉袜的情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 17：澳大利亚从中国进口棉袜的情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

全球主要的棉袜生产中心有中国、土耳其、意大利，三者在国际市场互为竞争对手。综合来看，中国生产技术先进、生产成本低廉，在国际市场上最具竞争实力。

表 3：中国与世界其他棉袜生产中心的对比

| 制造中心 | 特点 | 结论 |
|------|------------------------|----------------------------|
| 中国 | 劳动力资源丰富；工艺和技术先进 | 成本与技术优势明显，正逐渐成为世界棉袜制造和出口中心 |
| 土耳其 | 拥有濒临欧洲的地理优势；不具备成本或技术优势 | 容易接到来自欧洲的大单 |
| 意大利 | 生产技术和工艺最为先进；成本过高 | 引领了棉袜业技术研发的节奏 |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.3 棉袜行业发展趋于高端化，国内企业应实现结构升级

未来棉袜行业将越发依赖名牌产品，进行全球化经营。放眼全球，拥有自创的高知名度品牌的棉袜生产企业很少，但在未来，棉袜将作为一种服饰产品依赖各种名牌产品存在于消费品市场中。依赖名牌产品的趋势使得棉袜伴随知名品牌全球化经营战略被销往世界各地，从而促发了全球化经营的趋势。

高技术含量运动袜系列产品将获得快速发展。未来棉袜将不仅仅局限于人们护脚保暖之功能，运用人体力学原理还可以研发出适合各种运动的棉袜。随着人们对健康的日益重视，运动人群的不断扩大，运动袜的需求量也将越来越大。为适应国际环境的变化，本土中高端棉袜在未来绝不能再采用低价竞争模式，应当由传统行业企业向现代化企业发展，追求时尚化的设计、功能性的开发、新材料的应用。

国际市场上高端产品生产逐步向中国转移，国内棉袜行业需要实现产业结构升级。随着中国制袜企业在技术水平和生产装备水平上的提高，加之中国棉袜行业所拥有的生产成本优势，日本、欧美众多国家已开始将现有在国内生产的高端产品向中国企业转移。在这种背景下，只有实现产业结构升级，提升棉袜制造的附加值，才能保持国际竞争力。为了顺应棉袜行业未来的发展趋势，国内袜业必须采取相应的对策，这包括：（1）加快向现代化企业的转变；（2）追求时尚化的设计、功能性的开发、新材料的应用；（3）加大高档产品的生产比例。

3. 公司深耕中高端棉袜，出口业绩稳健

3.1 公司产业链完善、技术先进，竞争优势明显

公司产业链完整，棉袜行业的上游行业主要是纱线（棉纱、毛纱、涤纶纱等）和辅料制造行业，下游行业是终端消费者。在整个产业链中，上、下游行业的充分发展推动了棉袜行业的发展，也为公司棉袜的高品质提供了有力的保证。

公司拥有多个生产基地，产能规模得以不断扩大。公司先后建设了杭州健盛、江山易登、江山思进、杭州乔登、江山针织五个生产基地，并将各生产基地按不同客户需求进行分工：（1）杭州健盛和杭州乔登主要面向日本客户；（2）江山易登、江山思进和江山针织主要面向欧洲及大洋洲客户；（3）江山针织还进行辅料生产，供其它生产基地使用，使得各个生产基地的分工较为明确，便于管理。

图 18：公司杭州健盛袜业生产基地



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 19：公司具有先进的生产线



资料来源：公司网站，申万宏源研究

表 4：公司产能规模快速扩充，产能利用率态势良好

| 年度 | 产能 (万双) | 编织数量 (万双) | 入库数 (万双) | 产能利用率 (%) |
|--------------|------------|--------------|-------------|--------------|
| 2011 年 | 9617.1 | 9237.4 | 9768.2 | 96.1 |
| 2012 年 | 11042.7 | 10772.9 | 11043.0 | 97.6 |
| 2013 年 | 13691.7 | 13347.8 | 13858.7 | 97.5 |
| 2014 年 1-6 月 | 7218.5 | 7071.0 | 7130.8 | 98.0 |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司拥有先进的的生产技术和管理系统，研发成果丰硕，资质良好，为打造高品质产品奠定了坚实的基础。公司致力于新产品开发，成果有：基于相变调温机理的功能性袜子、木棉保暖蓬松罗口袜、具有驱蚊功能的专用户外运动袜、高效集成袜子工艺设备、保暖干爽双层袜、足底保健袜、足弓保健袜等；同时公司还取得了众多知名的管理资质证书，使公司的产品取得了进入欧美日目标市场的通行证，使公司的各项管理与国际标准全面接轨；公司还通过了众多国际品牌和客户的“验厂”，建立了和世界品牌商合作的基础，为企业持续健康发展打下了良好的基础。

表 5：公司主要的研发成果

| 技术成果 | 属性 | 获奖情况/主要功能 |
|----------------------------|-------|---|
| 基于人体健康的运动袜系列 | 产学研产品 | 获浙江省科学技术厅科学技术成果鉴定书 “纺织之光”科学技术奖二等奖 |
| 健盛生产管理系统 V3.0 卡片式生产流程管理 | 专利技术 | 两者的有机结合使棉袜生产管理的数字化得以实现 |
| 仿手工自动缝头技术 | 专利技术 | 可提高生产效率、降低生产成本，使人均日缝头产量从手工缝头的 400 双提高到 2500 双 |

20 圈编织密度测量法

专利技术

最大程度减小人为误差，统一了尺寸测量要求，为生产高品质的棉袜奠定了基础

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 6: 健盛集团已经获得的验厂资质

| 客户名称 | 客户简介 | 2011 年棉袜销售数量/销售额 | 本公司占其销售数量/金额比例 |
|------|---|------------------|----------------|
| 迪卡侬 | 迪卡侬来源于法国，于 1976 年创立，是全球最大的体育用品零售商；2003 年迪卡侬进入中国，至 2013 年 2 月已遍布全国 25 座城市近 60 家商场。 | 1 亿双 | 21% |
| 冈本 | 冈本株式会社 (OKAMOTO Corporation) 是日本袜子行业第一大生产销售企业，拥有 NIKE、MIZUNO、HANG TEN、UMBRO、MUNSINGWEAR、BOSS 等十多个世界知名品牌在日本的袜子生产销售权。 | 1.5 亿双 | 9% |
| 道步 | 道步贸易有限公司 (DOBOTEX International) 是 PUMA 集团的子公司，欧洲专业的棉袜采购商，旗下拥有著名品牌：PUMA、TOMMY HILFIGER。 | 1.1 亿双 | 18% |
| 太平洋 | 太平洋商品有限公司 (Pacific Brands) 是澳大利亚最大的纺织服装类上市公司，拥有众多知名品牌：BERLEI、BONDS、CLARKS、DUNLOP、HOLEPROOF、HUSH PUPPIES。 | 4200 万双 | 34% |
| 麦德龙 | 麦德龙股份公司 (Metro AG) 是德国最大、欧洲第二、世界第三的零售批发超市集团，世界 500 强企业之一，分店遍布 32 个国家。 | 800 万美元 | 45% |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.2 公司以出口为主，合作伙伴多为知名品牌商

公司近年来在国际市场份额不断提高，出口业绩出色。根据中国海关提供的数据，2011年、2012年、2013年和2014年1-5月公司出口棉袜分别位居国内棉袜类企业出口金额第二、第四、第四和第三位。2014年5月末公司荣获“2013年度杭州出口名牌”。

表 7：公司出口情况

| 分类 | 2011 年度 | | 2012 年度 | | 2013 年度 | | 2014 年 1-5 月 | |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------|----------|
| | 出口 金额 | 出口 数量 | 出口 金额 | 出口 数量 | 出口 金额 | 出口 数量 | 出口 金额 | 出口 数量 |
| 国内棉袜总出口 | 第二位 | 第二位 | 第四位 | 第三位 | 第四位 | 第五位 | 第三位 | 第六位 |
| 对欧洲棉袜出口 | 第三位 | 第六位 | 第二位 | 第四位 | 第一位 | 第四位 | 第一位 | 第三位 |
| 对日本棉袜出口 | 第五位 | 第五位 | 第三位 | 第三位 | 第四位 | 第三位 | 第二位 | 第三位 |
| 对大洋洲棉袜出口 | 第二位 | 第二位 | 第二位 | 第二位 | 第二位 | 第二位 | 第二位 | 第二位 |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司已同众多国际品牌建立了深厚的合作关系，形成了日本、欧洲、大洋洲三大稳固市场，市场优势明显。公司通过 ODM、OEM 的方式为世界品牌商和零售商自有品牌提供专业服务。公司长期合作的品牌商有冈本、伊藤忠、迪卡侬、麦德龙，公司为这些估计厂商生产 PUMA、MIZUNO、NEW BALANCE、LEE、ADIDAS、TOMMY HILFIGER 等品牌的产品，还为 UNIQLO、无印良品等卖场生产自有品牌袜类产品。

表 8：公司合作的重要客户的情况

| 公司名称 | 简介 | 2013 年销售额 (万元) | 本公司占其销售数量/金额 比例 (%) |
|------|---|-------------------|------------------------|
| 冈本 | 冈本是日本袜子行业第一大生产销售企业，拥有 NIKE、MIZUNO、HANG TEN、BOSS 等十多个世界知名品牌在日本的袜子生产销售权 | 15858.6 | 28.4 |
| 迪卡侬 | 迪卡侬 (Decathlon) 来源于法国，于 1976 年创立，是全球最大的体育用品零售商 | 10945.2 | 19.6 |
| 道步 | 道步是 PUMA 集团的子公司，旗下拥有著名品牌：PUMA、TOMMY HILFIGER 等 | 9944.9 | 17.8 |
| 太平洋 | 太平洋是澳大利亚最大的纺织服装类上市公司，拥有众多知名品牌：BERLEI、BONDS、CLARKS、DUNLOP、HOLEPROOF 等 | 6752.0 | 12.1 |
| 麦德龙 | 麦德龙是世界第三的零售批发超市集团，分店遍布 32 个国家 | 2807.5 | 5.0 |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.3 生产模式以自产为主、外协为辅

公司依据订单类型的不同制定不同的生产模式，包括长单和短单两种生产方式。(1)长单批次少、批量大、交期长，公司对此采取“以销定产、适度库存”的生产方式，根据订单需求和生产作业的周期，制定生产计划，结合客户需求动态调整库存产品。(2)短单批量小、批次多、交期短，于此公司制订了快速反应生产方案，以确保多个工序协同合作，按时、按质完成订单。

近年来公司业务高速增长，客户订单数量激增，由于目前公司产能有限，不能满足不断增大的客户需求，公司把部分工序外包给外协厂商。2011年、2012年、2013年、2014年1-6月，公司的自有产能分别为9617.1万双、11042.7万双、13691.7万双、7218.5万双棉袜，产能利用率分别达到了96.1%、97.6%、97.5%、97.9%。产能利用率已达到极限，为了继续扩大产能，必须通过外协完成某些工序。此外，公司采购的纱线大多数为坯纱，坯纱及部分尼龙需要通过外协厂商染色加工后才能投入生产。

表 9：外协加工的金额、数量、占自制生产数量的比例（2011年-2012年）

| 外协工序 | 2011年 | | | 2012年 | | |
|------|------------|--------------|----------------|------------|--------------|----------------|
| | 金额 (万元) | 数量 (吨、万双) | 占自身生产比 例(%) | 金额 (万元) | 数量 (吨、万双) | 占自身生产比 例(%) |
| 染色 | 1952.1 | 2349.0 | 100.0 | 2298.3 | 2691.2 | 100.0 |
| 编织 | 563.3 | 678.4 | 7.3 | 303.8 | 415.1 | 3.8 |
| 缝头 | 178.1 | 855.0 | 9.4 | 22.0 | 179.2 | 1.6 |
| 刺绣 | 4.7 | 16.5 | 1.7 | 10.7 | 19.3 | 2.5 |
| 其他 | 103.0 | 147.5 | — | 57.6 | 158.3 | — |
| 合计 | 2801.4 | — | — | 2692.5 | — | — |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 10：外协加工的金额、数量、占自制生产数量的比例（2013年-2014年中期）

| 外协工序 | 2013年 | | | 2014年1-6月 | | |
|------|------------|--------------|----------------|------------|--------------|----------------|
| | 金额 (万元) | 数量 (吨、万双) | 占自身生产比 例(%) | 金额 (万元) | 数量 (吨、万双) | 占自身生产比 例(%) |
| 染色 | 2644.4 | 3204.5 | 100.0 | 1509.7 | 1728.6 | 100.0 |
| 编织 | 707.9 | 822.2 | 6.1 | 455.4 | 552.0 | 7.8 |
| 缝头 | 103.3 | 392.4 | 2.8 | 8.0 | 26.0 | 0.3 |
| 刺绣 | 16.7 | 34.7 | 4.2 | — | — | — |
| 其他 | 125.9 | 307.3 | — | 182.7 | 259.1 | — |
| 合计 | 3598.3 | — | — | 2155.9 | — | — |

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4. 继续扩大产能，开拓国内棉袜市场

4.1 扩大产能，提升高端产品内销占比

为应对日益扩大的市场需求，公司将继续推进扩大产能的计划。近年来，公司虽在不断扩产，但产能不足的局面始终没有得到改变。为实现发展目标，公司拟通过募集资金新建江山针织、扩建杭州乔登两个生产基地，具体投资于年新增 1200 万双高档棉袜生产线技改项目以及年新增 7800 万双中高档棉袜生产线技改项目。

图 20：公司杭州乔登针织生产基地



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 21：公司江山针织生产基地



资料来源：公司网站，申万宏源研究

提高国际知名品牌在国内的销售，提升高端产品的占比。国内市场潜力巨大，公司在巩固国际市场份额的同时，将全面开拓国内市场。对于国际知名品牌的代工服务在国内市场也有较大的开拓空间，目前公司主要品牌商客户都在国内进行着市场扩张，预期这将带动公司产品在国内市场的销售。品牌客户旗下产品或门店销售的产品多为高端棉袜制品，附加值高，随着国内消费水平的提高，高端棉袜将有广阔的市场空间，公司计划提高高端产品内销占比，作为开拓国内市场计划的开端。

表 11：公司向拥有中国市场的客户的销售情况

| 客户名称 | 简介 | 销售额（万元） | | | |
|---------------|--------------------------|---------|--------|--------|------------|
| | | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 1-5月 |
| 上海莘威运动品有限公司 | 迪卡侬全资子公司，从事迪卡侬中国市场的销售 | 1125.4 | 1594.3 | 2608.5 | 1188.8 |
| 冈本制袜(张家港)有限公司 | 冈本在中国的生产工厂，从事部分产品中国市场的销售 | 204.6 | 326.4 | 2531.6 | 1134.6 |

| | | | | | |
|---------------|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 道步贸易(上海)有限公司 | 道步子公司,从事道步中国市场的销售 | 431.5 | 415.7 | 253.8 | 40.2 |
| 阿姿谊(上海)针织有限公司 | 厚木株式会社全资子公司,从事外销日本产品的采购和检品及中国市场的销售 | 160.2 | 254.3 | 422.6 | 180.7 |

资料来源:公司招股书,申万宏源研究

4.2 全面扩展业务,提高自有品牌国内市场销售

公司在巩固国际市场份额的同时也将开拓自主品牌在国内市场的销售。公司已成立国内市场拓展部,逐步建立分销渠道系统,目前经销区域已遍布全国 27 个地区。2012 年,公司开始尝试销售自主品牌棉袜,2012 年自主品牌销售收入为 340.0 万元,2013 年为 855.0 万元,2014 年 1-6 月为 373.8 万元。

表 12:公司销售收入按区域结构分类

| 分布 | 2011 年 | | 2012 年 | | 2013 年 | | 2014 年 1-6 月 | |
|-------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|--------------|-----------|
| | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) | 金额 (万元) | 比例 (%) |
| 内销 | 2339.2 | 5.9 | 3044.9 | 6.8 | 7509.5 | 13.5 | 3287.4 | 11.4 |
| 外销 | 37189.6 | 94.0 | 41152.3 | 93.1 | 47884.1 | 86.4 | 25421.9 | 88.5 |
| 其中:日本 | 13666.7 | 34.5 | 16423.0 | 37.1 | 19269.1 | 34.7 | 8510.6 | 29.6 |
| 欧洲 | 18888.6 | 47.7 | 18683.9 | 42.2 | 21713.5 | 39.2 | 13675.5 | 47.6 |
| 大洋洲 | 4564.9 | 11.5 | 5983.1 | 13.5 | 6888.5 | 12.4 | 3229.8 | 11.2 |
| 合计 | 39528.8 | 100.0 | 44197.3 | 100.0 | 55393.6 | 100.0 | 28709.3 | 100.0 |

资料来源:公司招股书,申万宏源研究

5. 募投资项目分析

本次拟公开发行普通股不超过 2000 万股,共募集 3.45 亿元,将用于生产线技术革新和补充营运资金:(1)年新增 1200 万双高档棉袜生产线技改项目:投入资金 5020 万元,占总投资额的比重为 14.5%;(2)年新增 7800 万双中高档棉袜生产线技改项目:投入资金 26230 万元,占总投资额的比重为 75.9%;(3)补充营运资金:投入资金 3300 万元,占总投资额的比重为 9.6%。

表 13：募投项目介绍

| 项目名称 | 项目总投资额 (万元) | 占比 | 项目实施方案 | 项目完成后贡献 |
|-------------------------|-------------|-------|---|--|
| 年新增 1200 万双高档棉袜生产线技改项目 | 5020 | 14.5% | 建筑工程投入 26.3 万元；设备购置 3693.9 万元；安装工程投入 105.5 万元；其他费用投入 381.4 万元；铺底流动资金投入 813 万元 | 完成后预计年可增加将年新增销售收入 6960 万元，年新增利润总额 1825 万元，年新增净利润 1369 万元 |
| 年新增 7800 万双中高档棉袜生产线技改项目 | 26230 | 75.9% | 建筑工程投入 4847.9 万元；设备购置及安装工程投入 14991.2 万元；安装工程费用投入 985.4 万元；其他工程费用投入 1835.4 万元；铺底流动资金投入 3570 万元 | 完成后预计年可增加销售收入 28860 万元，年新增利润总额 6381 万元，年新增净利润 4786 万元 |
| 补充营运资金 | 3300 | 9.6% | | |
| 合计 | 34550 | 100% | | |

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

6. 风险揭示

客户集中度高的风险。公司客户呈现出较为集中的特点。虽然公司主要客户相对稳定，销售回款情况良好，但是公司对其销售占收入的比重始终保持在 80% 以上，比例较高，如果部分客户经营情况不利，降低对公司产品的采购，公司的收入增长将受到较大影响。

应收账款的风险。2011 至 2014 年 6 月末，公司应收账款账面价值分别为 3800 万元、5778.7 万元、6839.3 万元和 9092 万元。由于应收账款逐年上升，导致应收账款周转率有所下降。在此期间，公司应收账款周转率分别为 12.2 次、9.3 次、8.9 和 7.2 次。未来随着公司对客户的持续拓展，业务量的不断增长，公司应收账款周转率可能会进一步下降，公司存在应收账款周转率下降的风险。

出口退税政策变动的风险。公司产品出口享受出口退税优惠，出口退税占公司利润总额具有一定的比例，出口退税政策的调整将在一定程度上影响公司的产品定价甚至盈利能力。如果我国纺织服装类产品的出口退税率出现下调，将对公司外销产品的定价产生影响，若公司在与客户的谈判中又缺少议价能力，则又可能对公司盈利能力产生不利影响。

表 14：公司产品出口退税的情况

| 项目 (合并) | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 1-6 月 |
|----------------|--------|--------|--------|--------------|
| 当期收到的出口退税 (万元) | 4953.1 | 5212.5 | 6223.5 | 3199.7 |

| | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|--------|
| 当期缴纳的增值税(万元) | 2016.7 | 1957.9 | 2523.2 | 1398.4 |
| 合并范围内享受的出口退税净额(万元) | 2936.4 | 3254.6 | 3700.2 | 1801.3 |
| 利润总额(万元) | 6694.1 | 8685.5 | 9979.5 | 5136.8 |
| 当期收到出口退税/利润总额(%) | 74.0% | 60.0% | 62.4% | 62.3% |
| 合并范围内享受的出口退税净额/利润总额(%) | 43.9% | 37.5% | 37.1% | 35.1% |
| 毛利(万元) | 11810.3 | 12782.9 | 15701.6 | 8822.0 |
| 当期收到的出口退税/毛利(%) | 41.9% | 40.8% | 39.6% | 36.3% |

资料来源：申万宏源研究

7. 盈利预测

表 15：公司收入拆分

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 产能(万双) | 9617 | 11043 | 13692 | 14581 | 16021 | 18221 | 25681 |
| 增加 | | 1426 | 2649 | 890 | 1440 | 2200 | 7460 |
| 总产量(万双) | 9778 | 11048 | 13859 | 14581 | 17297 | 19276 | 21528 |
| YOY | | 13% | 25% | 5% | 19% | 11% | 12% |
| 产能利用率 | 102% | 100% | 101% | 100% | 108% | 106% | 84% |
| 产销比 | 97% | 101% | 97% | 102% | 95% | 95% | 95% |
| 销量(万双) | 9,520 | 11,186 | 13,489 | 14,870 | 16,432 | 18,312 | 20,451 |
| YOY | | 18% | 21% | 10% | 11% | 11% | 12% |
| 短筒袜 | 5,466 | 6,257 | 7,656 | 9,570 | 11,005 | 12,656 | 14,554 |
| YOY | | 14% | 22% | 25% | 15% | 15% | 15% |
| 中筒袜 | 3,165 | 3,896 | 3,973 | 4,370 | 4,589 | 4,818 | 5,059 |
| YOY | | 23% | 2% | 10% | 5% | 5% | 5% |
| 长筒袜 | 836 | 1,034 | 1,842 | 921 | 829 | 829 | 829 |
| YOY | | 24% | 78% | -50% | -10% | 0% | 0% |
| 连袜裤 | 54 | - | 18 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| YOY | | | | -50% | 0% | 0% | 0% |
| 平均价格(元/双) | | | | | | | |
| 短筒袜 | 3.45 | 3.25 | 3.27 | 3.66 | 3.74 | 3.81 | 3.89 |
| YOY | | -6% | 1% | 12% | 2% | 2% | 2% |
| 中筒袜 | 4.34 | 4.17 | 4.1 | 4.31 | 4.4 | 4.48 | 4.57 |
| YOY | | -4% | -2% | 5% | 2% | 2% | 2% |
| 长筒袜 | 7.38 | 7.37 | 7.49 | 6.25 | 6.38 | 6.5 | 6.63 |
| YOY | | 0% | 2% | -17% | 2% | 2% | 2% |

| | | | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 连裤袜 | 14.35 | - | 15.2 | 7.34 | 7.49 | 7.64 | 7.79 |
| YOY | | | | -52% | 2% | 2% | 2% |
| 销售收入(万元) | 39,529 | 44,197 | 55,394 | 59,707 | 66,637 | 75,288 | 85,274 |
| YOY | | 12% | 25% | 8% | -2% | -2% | -2% |
| 短筒袜 | 18,856 | 20,334 | 25,035 | 35,048 | 41,112 | 48,224 | 56,567 |
| YOY | | 8% | 23% | | 17% | 17% | 17% |
| 中筒袜 | 13,736 | 16,244 | 16,289 | 18,836 | 20,173 | 21,605 | 23,139 |
| YOY | | 18% | 0% | | 7% | 7% | 7% |
| 长筒袜 | 6,166 | 7,619 | 13,798 | 5,757 | 5,285 | 5,390 | 5,498 |
| YOY | | 24% | 81% | | -8% | 2% | 2% |
| 连裤袜 | 771 | - | 272 | 66 | 67 | 68 | 70 |
| YOY | | | | | 2% | 2% | 2% |
| 毛利率 | | | | | | | |
| 短筒袜 | 25% | 24% | 24% | 29% | 28% | 28% | 28% |
| 中筒袜 | 32% | 29% | 27% | 31% | 30% | 30% | 30% |
| 长筒袜 | 38% | 39% | 37% | 39% | 38% | 38% | 38% |
| 连裤袜 | 36% | - | 61% | 43% | 40% | 40% | 40% |
| 生产成本 | 27,876 | 31,603 | 39,860 | 41,547 | 47,038 | 53,228 | 60,376 |
| 短筒袜 | 14,229 | 15,442 | 19,126 | 24,909 | 29,600 | 34,721 | 40,728 |
| 中筒袜 | 9,321 | 11,542 | 11,919 | 13,068 | 14,121 | 15,124 | 16,198 |
| 长筒袜 | 3,833 | 4,620 | 8,708 | 3,532 | 3,277 | 3,342 | 3,409 |
| 连裤袜 | 493 | - | 107 | 38 | 40 | 41 | 42 |
| 其他收入(万元) | 216 | 269 | 434 | 447 | 461 | 475 | 489 |
| YOY | | 24% | 62% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 其他成本(万元) | 59 | 80 | 267 | 275 | 283 | 291 | 300 |
| YOY | | 35% | 234% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 总收入(万元) | 39,745 | 44,466 | 55,828 | 60,154 | 67,097 | 75,763 | 85,763 |
| YOY | | 12% | 26% | 8% | 12% | 13% | 13% |
| 总成本(万元) | 27,935 | 31,683 | 40,126 | 41,822 | 47,321 | 53,519 | 60,676 |
| YOY | | 13% | 27% | 4% | 13% | 13% | 13% |
| 毛利率 | 30% | 29% | 28% | 30% | 29% | 29% | 29% |

资料来源：申万宏源研究

表 15：利润表

| 利润表 | | | | | | |
|---------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 一、营业收入 | 397 | 445 | 558 | 602 | 671 | 758 |
| 二、营业总成本 | 333 | 369 | 464 | 484 | 544 | 616 |

| | | | | | | |
|---------------|------|------|------|------|------|------|
| 其中：营业成本 | 279 | 317 | 401 | 418 | 473 | 535 |
| 营业税金及附加 | 2 | 3 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 销售费用 | 10 | 11 | 17 | 19 | 21 | 24 |
| 管理费用 | 29 | 28 | 32 | 35 | 39 | 44 |
| 财务费用 | 13 | 9 | 8 | 8 | 6 | 7 |
| 资产减值损失 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 加：公允价值变动收益 | (0) | 6 | (4) | (8) | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 三、营业利润 | 64 | 82 | 90 | 110 | 127 | 142 |
| 加：营业外收入 | 4 | 6 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 减：营业外支出 | 1 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 四、利润总额 | 67 | 87 | 100 | 110 | 127 | 142 |
| 减：所得税 | 15 | 22 | 24 | 27 | 31 | 35 |
| 五、净利润 | 52 | 65 | 75 | 83 | 96 | 107 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 51 | 65 | 75 | 83 | 96 | 107 |
| 六、基本每股收益 | 0.64 | 0.82 | 0.94 | 1.04 | 1.20 | 1.34 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.64 | 0.82 | 0.94 | 1.04 | 1.20 | 1.34 |

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。