

内外市场兼修，贴身衣物全产业链发展

2016年3月21日

投资要点

- 行业领先的棉袜出口商。**健盛集团创立于1993年，是一家以ODM/OEM生产模式为主的现代化织袜企业，公司客户包括迪卡侬/冈本/道步/太平洋/伊藤忠/麦德龙等。2014年公司收入/净利润为6.45/0.77亿元，2015年业绩预增30%-50%。经营方面，公司以代加工出口为主，长/短订单分别采用以销定产、适度库存/快速反应模式生产。截至2015年底，公司棉袜产能1.65亿双，全年实现销量1.8亿双，主要面向日本/欧洲/大洋洲三大市场。目前公司正在进行战略转型升级，推进“智能制造”和“自有品牌营销”（健盛之家为主），以实现全产业链打通，最终实现F2C。
- 袜子行业：全球需求平稳/产能转移，国内消费升级。**袜子是生活必需品，行业规模大，已步入平稳发展阶段。据Euromonitor数据，2015年中国/日本/美国/欧洲（英法德合计）袜业规模154/47/80/53亿美元，未来5年CAGR 0.7%/0.5%/3%/0.4%。欧美日等国袜子主要依赖进口，全球制袜中心不断向具备生产成本和税收优势的地区转移。目前制袜产业主要集中在中国、土耳其等国，但呈现出向越南、巴基斯坦转移的趋势。中国袜子行业过去15年经历了较快速增长，预计未来增速将放缓；但袜子人均消费和品牌集中度仍较低，随着国内消费升级，高档袜子消费料将进一步提升。
- 产能扩张升级，打造“健盛之家”拓展国内市场。**1. 产能扩张升级：国内、越南双管齐下。2015年公司国内五大生产基地合计产能约1.55亿双，目前正在积极推进“杭州健盛智慧工厂”和“江山产业园”项目，以实现国内产能升级。越南产能：海防一期已完成，2015/2016年望贡献1000/4500万双产能；海防二期与兴安印染将于2016年底建成，预计2017年越南总产能达1.5亿双，2018年达2.31亿双。随越南产能逐渐释放，公司望享受人力成本和税收等优势，挖掘新增客户需求，逐渐释放业绩。2. 以“健盛之家”为核心拓展国内市场。将打造贴身衣物集合零售自有品牌“健盛之家”，计划2016、2017、2018年分别新开门店60、200、500家，到2018年累计开店760家，并实现盈利。
- 财务分析。**公司盈利能力较强且稳定，毛利率稳定在28%-30%、净利率在12%-15%之间，费用率低于可比公司。公司整体营运稳健，应收账款周转率处行业平均水平（99%账期在1年内），存货周转天数低于可比公司（96%库龄低于6个月）。此外，公司当前拥有近800亩土地。
- 风险因素。**1. 产能扩张及市场开拓不及预期；2. 国内自主品牌发展低预期。
- 盈利预测、估值及投资评级。**公司是领先的棉袜生产企业，目前正积极推进国内产能升级、越南扩产及自主集成零售品牌“健盛之家”等项目的发展。非公开发行获证监会核准，董事长认购其中20%份额彰显对公司未来发展信心。考虑公司产能扩张及国内“健盛之家”业务发展，给予2015/2016/2017年EPS预测0.37/0.52/0.67元。目前可比公司估值2016年PE 62倍，纺织制造板块PE 25倍，基于公司是次新股且业绩增速较快，给予2016年PE 50倍，对应目标价25.81元，首次覆盖给予“增持”评级。

| 项目/年度 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 558 | 645 | 753 | 941 | 1440 |
| 增长率 YoY % | 25.6 | 15.5 | 16.8 | 24.9 | 52.9 |
| 净利润（百万元） | 75 | 77 | 111 | 155 | 201 |
| 增长率 YoY % | 15.5 | 2.1 | 44.7 | 38.9 | 30.0 |
| 每股收益（全面摊薄）（元） | 0.25 | 0.26 | 0.37 | 0.52 | 0.67 |
| 毛利率（%） | 28.1 | 28.1 | 28.9 | 29.0 | 28.6 |
| 净资产收益率（%） | 26.2 | 21.2 | 19.2 | 18.3 | 21.1 |
| 市盈率（倍） | 96 | 94 | 65 | 47 | 36 |
| 市净率（倍） | 5.0 | 19.9 | 9.1 | 8.1 | 7.1 |
| 企业价值倍数（倍） | 17 | 6 | 21 | 18 | 15 |

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为2016年3月18日收盘价



增持（首次）

当前价：24.14 元

目标价：25.81 元

中信证券研究部

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

鞠兴海

电话：021-20262106

邮件：juxh@citics.com

执业证书编号：S1010510120059

联系人：邵璟璐

电话：021-20262108

邮件：shaojinglu@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

| | |
|------------|-----------------|
| 沪深300指数 | 3171.96 点 |
| 总股本/流通股本 | 300/115.5 百万股 |
| 近12月最高/最低价 | 25.98 元/10.21 元 |
| 近1月绝对涨幅 | 2.51% |
| 近6月绝对涨幅 | 58.22% |
| 今年以来绝对涨幅 | 222.06% |
| 12个月日均成交额 | 94.67 百万元 |

目录

| | |
|--|----|
| 公司概况：行业领先棉袜出口商 | 1 |
| 现代化织袜出口企业..... | 1 |
| 经营模式：代加工出口为主，积极拓展国内市场..... | 2 |
| 战略转型升级：“智能制造+新营销”（F2C）..... | 3 |
| 股权结构..... | 4 |
| 行业：产业转移革新消费升级，品牌化多元化经营成主流 | 5 |
| 袜子行业规模大，已进入平稳发展阶段..... | 5 |
| 欧美日袜子依赖进口，全球制造中心向具劳动力/税收优势地区转移..... | 5 |
| 中国袜子市场消费升级..... | 7 |
| 扩产能+拓品牌+搭平台，实现 F2C 发展战略 | 9 |
| 产能扩张：国内基地，越南工厂双管齐下..... | 9 |
| 以“健盛之家”为主的自有品牌营销..... | 10 |
| 公司财务分析 | 11 |
| 盈利能力强，营运稳定..... | 11 |
| 公司拥有近八百亩土地..... | 12 |
| 风险因素 | 13 |
| 盈利预测及关键假设 | 13 |
| 关键假设..... | 13 |
| 盈利预测..... | 13 |
| 投资建议和估值评级..... | 14 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司合作品牌..... | 1 |
| 图 2: 公司营业收入及同比增速（单位：亿元） | 1 |
| 图 3: 公司净利润及同比增速（单位：万元） | 1 |
| 图 4: 2014 年 1-6 月公司各地区销售比例..... | 2 |
| 图 5: 2014 年 1-6 月公司前五大客户销售占比 | 2 |
| 图 6: 公司向拥有中国市场的客户的销售情况（万元） | 3 |
| 图 7: 健盛集团新型商业模式示意图 | 3 |
| 图 8: 健盛集团股权结构图..... | 4 |
| 图 9: 2015 年美、欧、日、中袜子销售规模（单位：百万美元） | 5 |
| 图 10: 2001-2010 年、2010-2015 年、2015-2020 年美、欧、日、中袜子销售额的 CAGR（%） | 5 |
| 图 11: 2001-2015 年日本、美国和欧洲主要国家的袜子市场规模变化（单位：百万美元） | 6 |
| 图 12: 日本袜子进口数量、从中国进口数量和进口数量占总消费数量的比例（单位：万双） | 6 |
| 图 13: 中国棉袜织物出口数量（单位：万双）和出口金额（单位：万美元）及各自增速.. | 7 |
| 图 14: 2010-2020 年（含预测）中国袜业市场规模及增速（单位：百万美元） | 8 |
| 图 15: 2015 年英、德、法、美、日和中国的袜子人均消费（单位：美元） | 8 |
| 图 16: 国内贴身衣物零售商趣趣安娜门店数 | 10 |
| 图 17: “健盛之家”计划门店数发展 | 10 |
| 图 18: 2011-2014 年毛利润对比..... | 11 |
| 图 19: 2011-2014 年净利润率对比 | 11 |
| 图 20: 2011-2014 年 ROE 对比..... | 11 |
| 图 21: 2014 年销售利润率和管理利润率对比..... | 11 |
| 图 22: 2011-2014 年存货周转天数对比 | 12 |
| 图 23: 2011-2014 年应收账款周转天数对比..... | 12 |
| 图 24: 2011-2014 年存货账面价值/总资产比例 | 12 |
| 图 25: 2012-2014 年存货增速对比..... | 12 |

表格目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 表 1: 公司非公开发行发行对象具体认购数量..... | 4 |
| 表 2: 国际上主要棉袜生产商..... | 6 |
| 表 3: 越南在劳动力成本、税收待遇方面与中国对比..... | 6 |
| 表 4: 国内袜子主要为中低端品牌的竞争..... | 7 |
| 表 5: Tutuanna 线上线下的主要产品类型..... | 8 |
| 表 6: 公司国内产能情况一览表..... | 9 |
| 表 7: 公司国内智慧工厂建设..... | 9 |
| 表 8: 公司越南工厂建设情况..... | 10 |
| 表 9: 公司上市前拥有的土地使用权..... | 12 |
| 表 10: 公司上市后新增土地使用权..... | 13 |
| 表 11: 公司盈利预测..... | 13 |
| 表 12: 可比上市公司估值（单位：元）..... | 14 |

公司概况：行业领先棉袜出口商

现代化织袜出口企业

健盛集团是一家以 ODM、OEM 生产模式为主的现代化织袜企业，产品以短筒袜、中筒袜为主，涉及高尔夫球袜、滑雪袜等体育用袜和紧身袜、竹纤维袜等特殊功能袜。公司拥有先进织机 3000 多台，棉袜年销量 1.8 亿双。主要客户包括迪卡侬、冈本、道步、太平洋、伊藤忠、麦德龙，合作品牌有 PUMA、ADIDAS、UA、MIZUNO、DECATHLON、UNIQLO、FILA、TOMMY HILFIGER 等。

图 1：公司合作品牌



资料来源：公司官网，中信证券研究部

2015 年上半年，公司实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 28%；净利润 5997 万元，同比增长 52%，增速均为 2011 年以来新高。其中欧洲市场销售收入同比增长 44%，澳洲市场同比增长 34%，日本市场同比有所增长。同时公司开发了多个美国市场客户，美国市场将成为今后外贸业务的主要增长点。

图 2：公司营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

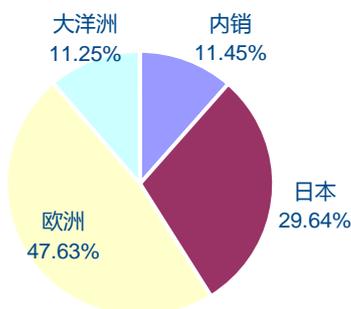
图 3：公司净利润及同比增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

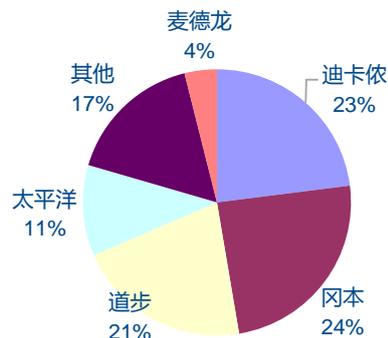
制造出口为主。2014 年 1-6 月，公司棉袜产品 88% 以上出口至日本、欧洲和大洋洲三大市场，国内销售占比仅为 11.45%。2014 年 1-5 月公司棉袜出口金额和数量分别位居国内棉袜类企业第三位、第六位。

图 4：2014 年 1-6 月公司各地区销售比例



资料来源：招股说明书，中信证券研究部

图 5：2014 年 1-6 月公司前五大客户销售占比



资料来源：招股说明书，中信证券研究部

经营模式：代加工出口为主，积极拓展国内市场

以 ODM、OEM 模式为主，针对三大国际市场

生产模式：以 ODM、OEM 为主，快速反应+动态调整相辅相成。公司主要以 ODM、OEM 生产模式为品牌商提供研发、采购、生产等服务。目前以短订单为主，采用快速反应生产模式保证质量与速度。长订单则依照“以销定产、适度库存”模式，按需动态调整库存完成订单。

目前拥有约 1.65 亿双产能。公司在国内拥有杭州健盛、杭州乔登、江山易登、江山思进、江山针织 5 个生产基地。2014 年销量 1.5 亿双棉袜、自有产能 1.4 亿双，部分工序外包给外协厂商。同时也在积极推进多个国内生产线改扩建项目以及越南工厂项目，以此扩大自有产能。目前越南工厂一期已投产，2015 年公司总产能提升至 1.6-1.7 亿双。

携手优质客户，巩固三大国际市场。公司已经与多个优质客户（低价格敏感度、高信用程度）建立了稳定合作关系，形成日本、欧洲、大洋洲三大稳固市场。2014 年 1-6 月，公司向前五大客户冈本、迪卡侬、道步、太平洋、麦德龙的合计销售比重达 83%。

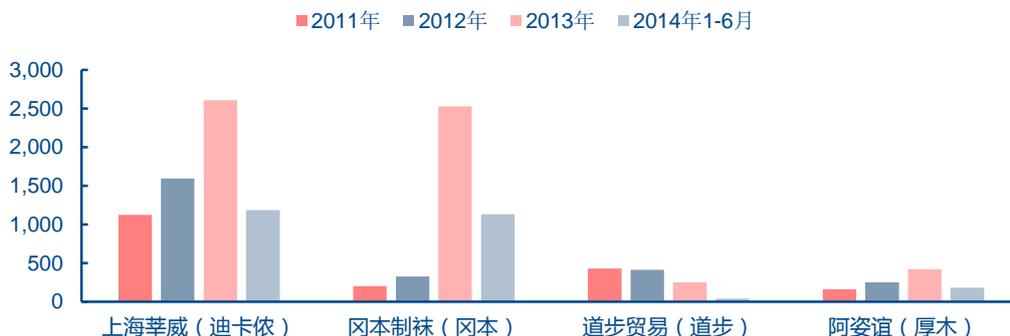
强大的研发能力。公司拥有 65 人产品设计研发专业技术团队，并与浙江理工大学成立“浙江理工大学健盛集团科技研发中心”。目前公司已拥有 12 项专利，1 项软件著作权（健盛生产管理系统 V3.0），特有“仿手工自动缝头技术”、“卡片式生产流程管理”、“20 圈编织密度测量法”、“编织线头暗藏技术”等技术，并已通过多项管理体系认证，满足国际一线环境及品质标准。

按客户或设计部门的需求进行统一询价采购原材料。公司所需原材料以色纱和坯纱为主，2014 年 1-6 月共采购色纱 851.11 吨、坯纱 1693.87 吨。坯纱采购价格波动与市场基本一致，而色纱由于品种多、价差大，价格波动较大。

积极开拓内需市场

1. 加强知名品牌的国内销售：随着居民消费水平的提高，国内中高档棉袜市场开拓空间不断扩大。目前公司的客户中拥有中国市场的主要为迪卡侬、道步旗下的 PUMA 品牌和冈本的部分产品。截至 2013 年底，PUMA 国内门店数已经超过 1000 家，截至 2014 年 10 月迪卡侬已在全国开设 100 家连锁商场。公司客户在国内市场的不断扩张带动了公司产品在国内市场的销售。

图 6：公司向拥有中国市场的客户的销售情况（万元）



资料来源：招股说明书，中信证券研究部

2. 拓展自有品牌在国内的销售：公司在扩大原有客户国内市场销售的同时，根据自身情况和市场需求，逐步扩大公司自有品牌的国内市场销售。公司自有品牌在 2012 年、2013 年、2014 年 1-6 月已实现内销收入 340 万元、855 万元、374 万元。未来公司计划以“万盛”等自有品牌为主，建立以区域代理制为核心的分销渠道系统，并逐步考虑自建销售系统，积极拓展国内市场。目前经销区域已遍布全国 27 个省、市、自治区。

战略转型升级：“智能制造+新营销”（F2C）

公司原先一直以 ODM、OEM 生产模式，为海外客户代工棉袜为主。随着企业规模的迅速增长、国内消费能力提升、消费观念改变、及电子商务的迅猛发展，原有单一的棉袜产品和以制造为主的经营模式已无法满足公司主营业务的发展需求。公司计划未来在扩充升级产能、丰富产品线的同时，创建自有品牌，切入国内终端零售市场。

- ✓ **智能制造，升级产能：**公司拟通过大数据信息技术、物联网技术和机器人设备的运用，建立以“智慧工厂”为核心的产品供应链基础。
- ✓ **新营销模式：**公司拟通过“实体门店+互联网”O2O 模式，打造以“健盛之家”为核心的贴身衣物集合零售自有品牌，实现企业由制造向“智能制造+品牌运营+O2O 零售”的转型。

图 7：健盛集团新型商业模式示意图

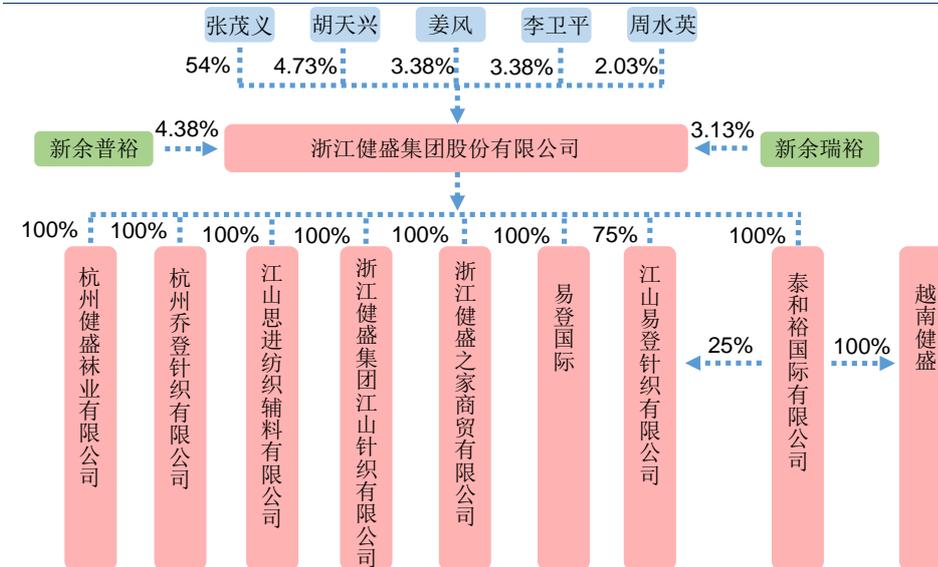


资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构

公司总股本为 3 亿股，董事长张茂义为实际控制人，直接持有公司 54% 股份。股东中新余普裕投资有限公司执行董事及新余瑞裕投资有限公司董事长均为郭向红，郭向红系张茂义之配偶。

图 8：健盛集团股权结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

目前公司在国内拥有杭州健盛、杭州乔登、江山易登、江山思进、江山针织 5 个生产基地。其中，杭州健盛和杭州乔登主要面向日本客户，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，江山针织还进行辅料生产，供其它生产基地使用。

董事长控制企业领购定增股，彰显信心

公司于 2015 年 6 月公告非公开发行股票筹资，已获得证监会核准。资金将用于“健盛之家贴身衣物 O2O 营销网络建设项目”及三个产能扩张项目。发行对象之一的杭州君达投资管理有限公司为公司董事长及实际控制人张茂义所控制，该公司拟认购 1410 万股、占比 20%，体现出管理层对公司发展战略的信心。

表 1：公司非公开发行发行对象具体认购数量

| 序号 | 发行对象名称 | 认购股份数量（万股） |
|----|-----------------------------------|------------|
| 1 | 杭州君达投资管理有限公司 | 1,410.00 |
| 2 | 鹏华基金管理有限公司-全国社保基金一零四、五零二组合 | 1,410.00 |
| 3 | 泰达宏利基金管理有限公司-价值成长定向增发 235 号资产管理计划 | 705.00 |
| 4 | 上海晨灿投资中心（有限合伙） | 705.00 |
| 5 | 深圳市创东方长盈投资企业（有限合伙） | 705.00 |
| 6 | 北京鑫达唯特投资管理中心（有限合伙） | 705.00 |
| 7 | 浙江硅谷天堂产业投资管理有限公司-健盛投资基金 | 705.00 |
| 8 | 孔鑫明 | 705.00 |
| 合计 | | 7,050.00 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部

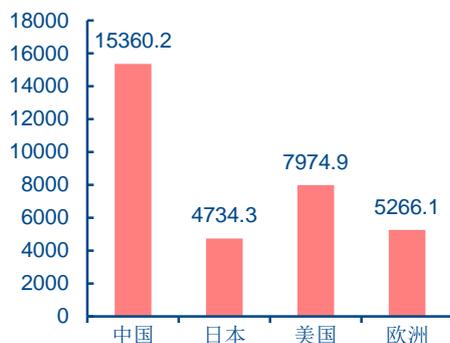
行业：产业转移革新消费升级，品牌化多元化经营成主流

袜子行业规模大，已进入平稳发展阶段

袜子是生活必需品，行业规模大，已进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2015 年中国、日本、美国、欧洲（欧洲数据为英法德三国合计，下同）的袜子消费规模分别为 153.6 亿美元、47.3 亿美元、79.7 亿美元、52.7 亿美元。

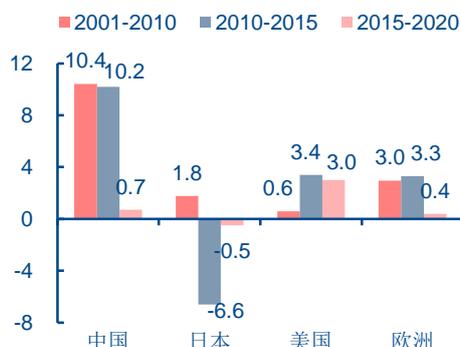
欧、美、日较早进入行业平稳发展阶段，2001-2010 和 2010-2015 年复合增速均维持在 0%-5% 之间（除 2010-2015 年的日本）。过去 15 年里，中国的袜子消费规模一直保持较快增长速度，2001-2010 年、2010-2015 年销售额复合增长率分别为 10.41%、10.20%。根据 Euromonitor 预测，未来 5 年，中国、日本、美国、欧洲袜子消费复合增速将分别为 0.7%、-0.5%、3%、0.4%。

图 9：2015 年美、欧、日、中袜子销售规模（单位：百万美元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 10：2001-2010 年、2010-2015 年、2015-2020 年美、欧、日、中袜子销售额的 CAGR (%)



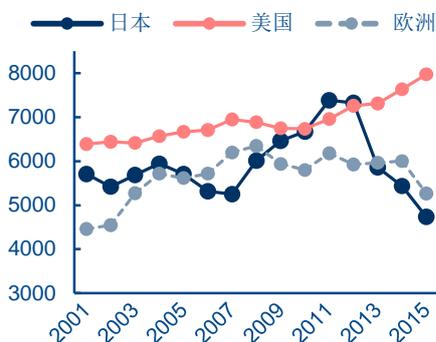
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

欧美日袜子依赖进口，全球制造中心向具劳动力/税收优势地区转移

欧美日等国袜子依赖进口

- ✓ **日本袜子市场：要求高，进口比重提升。**日本是全世界对棉袜质量要求最高的国家，需求量大。据日本袜业协会统计，2012 年日本棉袜消费量 13.37 亿双，其中国内生产 1.90 亿双，比 2011 年下降 6.39%；棉袜进口数量占其消费量的比例为 85.99%，比 2011 年上涨 0.29 个百分点。日本棉袜国内生产数量呈现逐年下降的趋势，但其进口数量占消费数量的比例呈现逐年上升的态势；其中，从中国进口的数量占其进口总数的 85% 以上。
- ✓ **欧洲袜子市场：需求基本饱和，但是进口量逐渐扩大。**目前欧洲袜子市场需求基本趋于饱和，但欧洲主要袜子生产国——意大利在生产成本方面缺乏与中国、土耳其、巴基斯坦、印尼等国的竞争力，其生产量逐渐减少，导致整个欧洲进口量越来越大。
- ✓ **美国袜子市场：质量要求不高，主要依靠进口。**美国市场的特点是质量要求不高，价格要求偏低，主要依靠进口，以合成纤维袜类为主。根据 OXYLANE 提供的数据显示，2010 年，美国年进口量达到 39.5 亿双，其中从中国进口 16.39 亿双，占到总量的 41.5%。

图 11: 2001-2015 年日本、美国和欧洲主要国家的袜子市场规模变化 (单位: 百万美元)



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

图 12: 日本袜子进口数量、从中国进口数量和进口数量占总消费数量的比例 (单位: 万双)



资料来源: 日本袜业协会, 中信证券研究部

全球袜业制造中心向具劳动力/税收优势地区转移

全球制袜中心先从发达国家逐步转向以中国为代表的发展中国家。二十世纪七、八十年代, 全球制袜中心从早期的美国、意大利等国转到日本、韩国、中国台湾; 而后, 又转移到生产成本更低的中国、土耳其、印度、巴基斯坦等发展中国家。目前制袜竞争格局主要以中国、土耳其和意大利为典型代表, 其特点如下:

- ✓ 中国拥有廉价的劳动力资源, 完整的纺织服装产业链优势, 但是产业转型升级速度停滞, 劳动力成本高企, 未来由制造中心向高端制造和研发中心转型。
- ✓ 土耳其濒临欧洲的地理位置优势, 但是产能跟不上需求, 地缘政治不稳定, 劳动力不够充足, 未来加速制造中心建设。
- ✓ 意大利是传统的纺织品制造中心, 拥有先进的生产技术和工艺, 在高端袜子生产上具有很强的竞争力, 但因过高的劳动力价格, 逐渐向高端纺织和设备研发领域转移。

表 2: 国际上主要棉袜生产商

| 公司名称 | 国别 | 出口量/销售额 | 出口/销售方向 | 优势 |
|--------------|------|----------------------|----------|---------------|
| Gelal Socks | 土耳其 | - | 欧洲 | 家族经营, 毗邻欧洲 |
| NEMAR S.P.A. | 意大利 | 2010 年年销售额为 1550 万欧元 | 欧洲 | 研发能力强, 设备先进 |
| 北京快鹿织造 | 日资 | 2013 年出口量近 3000 万双 | 日本 | 日本独资, 质量把控严格 |
| 烟台厚木华润 | 中日联营 | 2013 年出口量为 2200 万双 | 日本 | 中日联营, 合作优势 |
| 浙江梦娜 | 中国 | 2013 年出口量 1 亿双 | 中国/北美/欧洲 | 生产成本低, 生产能力强 |
| 健盛集团 | 中国 | 2013 年棉袜产量 1.4 亿双 | 日本/欧洲 | 生产工艺先进, 生产能力强 |

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部整理

以越南为代表的生产制造中心, 具有劳动力成本、税收和抵御贸易壁垒的优势。近几年制袜产业呈现向劳动力成本较低的越南、巴基斯坦转移的趋势, 特别是新签署的 TPP 协议更加速了这一进程。越南制造业基地在劳动力成本、税收待遇方面与中国的比较优势如下:

表 3: 越南在劳动力成本、税收待遇方面与中国对比

| 项目 | 越南 | 中国 |
|-------|---|-------------------|
| 劳动力成本 | 月平均工资约在 1000-1800 元 | 东部沿海为 3500 元左右 |
| 增值税 | 10% | 17%、农产品 13%、3%征收率 |
| 所得税 | 20%, 部分地区按 10%征收, 产品出口企业从获利年度开始, 前 4 年全免, 后 9 年减半, 按 5%征收 | 25% |
| 进口国关税 | 日本 免征关税 | 7% |
| | 澳大利亚 免征关税 | 5% |
| | 美国 14%, TPP 实施后, 将免征关税 | 14% |

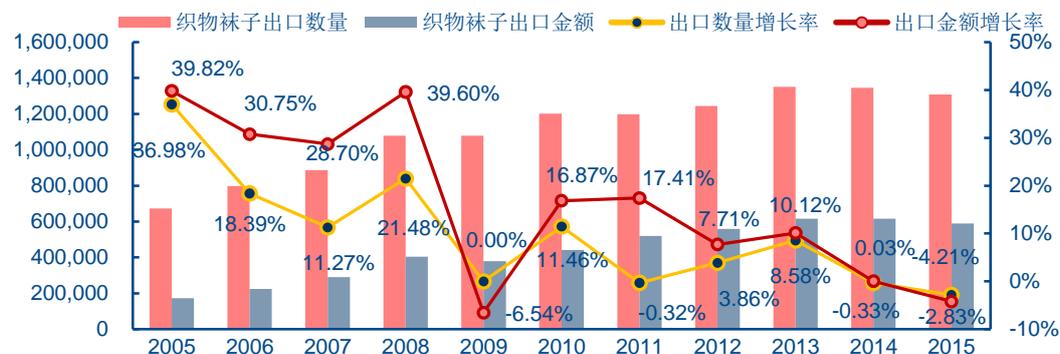
资料来源: 公司公告, 财政部, 中信证券研究部

中国袜业制造竞争激烈，逐步向高端产品生产转型

袜子外需增长乏力，国内制袜行业极度分散，高端产品制造竞争压力小于低档产品。据中国海关统计，2015 年我国袜子织物出口金额为 59.01 亿美元，较上年下降 4.21%。考虑到 TPP 协议的影响，中国制袜企业的成本优势可能丧失，出口短期难以复苏。国内制袜企业竞争格局具体表现：

- ✓ **行业极度分散：**大多数棉袜企业为小微企业，生产规模小，分散在浙江、江苏、广东等地，且该状况在未来一段时间内仍将维持。
- ✓ **产品低档化：**企业规模小，生产设备陈旧，工艺技术落后，缺乏自主研发能力，产品品种相对单一，同质化现象严重，缺乏市场竞争力，很难进入国内外高端市场。
- ✓ **中高端市场竞争相对平稳：**中高端市场棉袜生产企业数量不多，并且拥有先进的生产设备、管理理念和生产技术，更有创新研发能力和市场营销能力，在国内外市场拥有很强的竞争力。

图 13：中国棉袜织物出口数量（单位：万双）和出口金额（单位：万美元）及各自增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

国内制袜加速向生产高端产品转型，低档产品的生产向劳动力成本较低的越南、巴基斯坦等国家转移。第一，中国制袜企业可以到 TPP 协议内劳动力成本较低的国家（如越南）建生产线，利用 TPP 内国家的零关税优势，增加对其市场的布局。第二，低端产品的生产转移到劳动力成本较低的越南、巴基斯坦等国家，有利于中国企业调整产品结构，通过升级换代来提升产品档次，促进行业健康发展。

中国袜子市场消费升级

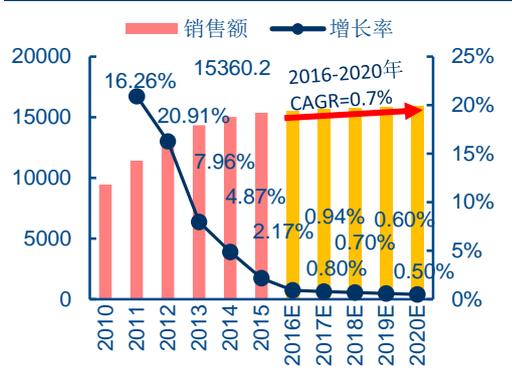
国内袜子行业过去 15 年经历了较快速增长，未来增长预计放缓，但袜子人均消费和品牌集中度仍较低。据 Euromonitor 数据显示，中国在 2001-2010 年、2010-2015 年的增速较快，复合增长率都超过了 10%，其预测中国 2015-2020 年袜子销售额复合增长率将达 0.7%，增速趋缓。但是 2015 年中国的人均袜子消费只有 11.2 美元，相比较只有欧美的一半，日本的三分之一不到。因此，虽然国内袜子需求增长放缓，但是随着国内消费升级，对高档袜子的消费仍将进一步增加。

表 4：国内袜子主要为中低端品牌的竞争

| 定位 | 价格水平 | 代表品牌 | 销售终端 |
|-----|---------|-----------------------|---------------|
| 中低端 | 5-15 元 | 恒源祥、梅姬、浪莎等国产品牌 | 超市、批发市场、小商品市场 |
| 中端 | 30-50 元 | Nike、Adidas、耐尔（中国）等品牌 | 大型商场、专卖店 |
| 高端 | >50 元 | 冈本、鳄鱼、厚木等功能性、品牌性产品 | 商场专柜、定制 |

资料来源：公司招股书，中信证券研究部整理

图 14：2010-2020 年（含预测）中国袜业市场规模及增速（单位：百万美元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 15：2015 年英、德、法、美、日和中国的袜子人均消费（单位：美元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

贴身衣物之袜子精品店、集成店销售模式提升消费档次

袜子消费逐渐重视品质、时尚和功能性。 1. 随着 90 后的崛起以及居民收入的增加，消费者对袜子的需求转向个性化、时尚化、高品质，如出现了各种类型的丝袜、连裤袜；2. 纺织行业在科学技术进步的推动下，不断有新的材料被开发出来并应用于袜子的生产，开发了袜子的更多功能，如排气、排湿、吸汗速干、抗菌除臭、红外保暖、夏季凉感等；3. 近来运动人群不断扩大，各种运动的袜子需求量越来越大，如跑步袜、登山袜、足球袜、篮球袜、网球袜和高尔夫球袜等。多样化需求促使袜业市场中高档棉袜生产商和零售商纷纷在中国设立高端棉袜专柜，线下零售商出现精品店、集成店等模式，从而提高了袜子的消费档次。

他山之石：Tutuanna：

悠久的历史品牌。 Tutuanna 在日本具有悠久的历史，自 1973 成立至今已成为日本女性购买袜子的首选品牌，目前在日本开设直营店铺 180 家，批发代理商 1500 家。Tutuanna 于 2009 年 12 月在上海久光百货开设第一家海外分店，至今深受中国顾客的喜爱和青睐。公司目前已经在中国市场开设超过 100 家门店，计划到 2019 年开到 240 家店、零售额达到 46 亿元。

丰富的产品种类和多渠道销售模式。 Tutuanna 主要以连裤袜、提花丝袜、紧身裤、蕾丝袜、内衣、居家服为主导产品，经营有 300 种类以上的丰富产品、贩卖每个季节日本流行商品和以日本制造为中心的产品。产品种类丰富，品质一流且价格合理，受到广大女性顾客的青睐。同时，Tutuanna 实行实体店与电商销售模式相结合，在淘宝开设品牌旗舰店，占领市场份额较大。

表 5：Tutuanna 线上线下的主要产品类型

| 产品分类 | 主要分类 |
|--------|-----------------------------------|
| 袜子/连裤袜 | 连裤袜/九分裤/丝袜、地板袜、短袜、中筒袜、五指袜、玻璃袜、船袜等 |
| 内衣文胸 | 日系文胸、文胸套装、女生内裤 |
| 家居服/睡衣 | 吊带、睡裙、上衣、短裙/短裤、长裤、连体衣 |

资料来源：Tutuanna 官网，中信证券研究部

全新的内衣流行方式。 对 Tutuanna 而言，女性的可爱是不分年龄的，而快乐是由内而发的，并且这种信条被融入到每一份设计中。Tutuanna 旨在创造全新的内衣流行，将袜子、内衣、居家服饰在原有的功能基础上，加入更多流行与快乐元素，强调服饰与配饰的协调。与设计简洁的欧美内衣相比，Tutuanna 追求的是“更加可爱”“更加亮丽”的目标。品牌以时尚的年轻群体为主要客户层，以敏感的新式现代流行为主导，逐步开拓中国国内服饰品流行市场。

扩产能+拓品牌+搭平台，实现 F2C 发展战略

产能扩张：国内基地，越南工厂双管齐下

国内产能：五大基地相辅相成，建设智慧工厂提升生产效率

2015 年公司国内产能已达 1.55 亿双左右。公司在国内拥有五大生产基地：杭州健盛、杭州乔登、江山易登、江山思进、江山针织，棉袜产能分别达 3000 万双、3000 万双、3500 万双、2000 万双、4000 万双。

表 6：公司国内产能情况一览表

| 生产基地 | 成立时间 | 产能 | 主要市场 |
|------|--------|-------------------------------------|--------|
| 杭州健盛 | 2001 年 | 3000 万双 | 日本 |
| 杭州乔登 | 2008 年 | 3000 多万双 | 日本/澳洲 |
| 江山易登 | 2005 年 | 3500 多万双 | 欧洲 |
| 江山思进 | 1998 年 | 2000 万双以上袜子/氨纶包覆纱 500 吨/橡筋包覆纱 250 吨 | 欧洲/大洋洲 |
| 江山针织 | 2010 年 | 4000 万双 | 欧洲/大洋洲 |

资料来源：公司官网，公司公告，公司调研信息，中信证券研究部整理

随着自动化技术和互联网、物联网等信息技术的高速发展以及人工成本增加、土地供应趋紧、环保要求提高、消费需求提升等外部环境的变化，制造业原有的扩张路线已面临挑战。因而公司计划建设智慧工厂，实现智能化、信息化生产，降低人工成本，提高生产效率，丰富产品种类，改善公司的精细化管理水平。

公司从 2014 年起从系统软件、生产线、产业园逐步推进智慧工厂建设。2014 年 10 月公司与苏州天智企业管理咨询公司签订系统开发协议，着手健盛智慧工厂系统开发。2015 年公司先后规划了“杭州健盛智慧工厂”项目和“健盛江山产业园”项目。

表 7：公司国内智慧工厂建设

| 生产基地 | 项目 | 投资总额 (万元) | 资金来源 |
|---------|--|----------------|------------------------|
| 杭州健盛 | 年产 10,000 万双高档棉袜智慧工厂的扩建项目 | 42000 | 江山针织向杭州健盛增资 3 亿+杭州健盛自筹 |
| 杭州健盛 | 年新增 6000 万双棉袜智慧工厂技改项目 | 30000 | 定增 |
| 健盛江山产业园 | 将江山易登、江山思进以及江山针织氨纶橡筋线生产线搬迁至产业园，年新增 6000 万双棉袜产能 | 一期项目： 50000 | 自有资金+银行贷款 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

国外产能：充分利用越南优势，不断扩建越南工厂

为充分利用越南工厂在税收和劳动力等方面的优势，增强公司产品的国际市场竞争力，公司于 2014 年 3 月在越南海防设立健盛袜业（越南）有限公司。海防一期项目已于 2015 年 3 月份开始生产，2015 年具有 1000 万双棉袜的产能，后续工程计划在 2016 年 3 月前全部投产，2016 年将实现 4000-5000 万双产能，为公司增加 1/3 产能。

此后越南相继完成欧盟自由贸易协定（FTA）和泛太平洋战略经济伙伴关系协定（TPP）的谈判，越南工厂的税收优势愈发明显。公司计划在越南海防进一步投资“年新增 13000 万双中高档棉袜生产线项目，年产 2000 吨氨纶、橡筋线项目”，在越南兴安投资“年产 6500 万双高档袜子、15000 吨染色产品新建项目”。兴安印染项目有望解决在越南相关配套行业短缺与落后的问题，以及从中国进口原料带来的长交期高成本问题。2017 年全部项目投产后越南工厂将实现 1.5 亿双产能，未来将形成年超过 2.3 亿双高档棉袜的产能。

表 8：公司越南工厂建设情况

| 项目 | 总投资 (万美元) | 计划产能 | 实际产能 | 计划完成时间 | 预期业绩 | 产能预期 | | | |
|------|--------------|----------------------------|---------|---------------------------|-------------------------|------|------|------|-------|
| | | | | | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 海防一期 | 1400 | 3600 万双 | 4500 万双 | 2016 年 3 月 (2015 年 3 月开产) | 销售 1.1 亿元, 利润 2400 万元 | 1000 | 4500 | 4500 | 4500 |
| 海防二期 | 4800 | 1.3 亿双棉袜/2000 吨氨纶橡筋生产线 | —— | 2016 年年底 | 销售 5.06 亿元, 利润 8254 万元 | —— | —— | 7000 | 13000 |
| 兴安 | 5953 | 6500 万双高档袜子 / 1.5 万吨纱线染色产品 | —— | 2016 年年底 | 销售 6.87 亿元, 净利润 9826 万元 | —— | —— | 3500 | 6500 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

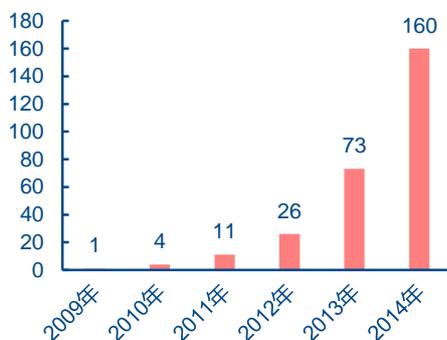
FTA 和 TPP 协议的完成将给公司越南项目带来了较大的税收优势。目前越南-东盟自贸区已建立，公司客户从越南工厂采购的成本减少了 12%-14%。此外越南地区的人工、水电等平均生产成本均低于国内。借助这些优势公司将进一步拓展欧美市场。目前，美国市场现已确定 UA、Stance 等品牌，已经可以消化越南工厂 4000-5000 万双产能。欧洲二类市场包括 H&M、Gap 等品牌。未来随着越南工厂产能逐步释放以及相关协议成员国关税的降低，公司越南工厂的国际竞争力不断加强，有助于进一步拓展国际客户。

以“健盛之家”为主的自有品牌营销

创建“健盛之家”贴身衣物品牌。2015 年 4 月，公司设立全资子公司浙江健盛之家商贸有限公司，负责国内自有品牌营销的开拓，以“健盛之家”命名的品牌是公司国内市场开拓发展的重点，产品将囊括自产产品（棉袜、丝袜）及代工产品（内衣、围巾、手套等）。

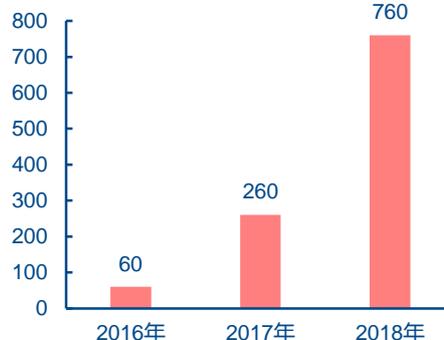
公司分品牌运作体系初步搭建完成，传统营销渠道主要以“JSC”等品牌为基础，渠道以代理商、商超、专卖店为主，代理商渠道已全面启动。“健盛之家”品牌计划 2016、2017、2018 年分别新开门店 60、200、500 家，2018 年累计开至 760 家。

图 16：国内贴身衣物零售商趣趣安娜门店数



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 17：“健盛之家”计划门店数发展



资料来源：公司调研纪要，中信证券研究部

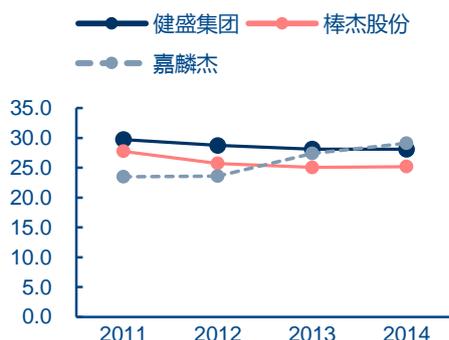
O2O 营销网络平台。公司计划投资 31000 万元建设“健盛之家贴身衣物 O2O 营销网络建设项目”（300 家直营实体店+电商平台+信息管理平台），从而降低销售成本，向消费者提供高性价比的“健盛之家”贴身衣物产品，并借此打通贴身衣物供应链上下游，推进 F2C 发展战略，实现公司转型。

公司财务分析

盈利能力强，营运稳定

公司盈利能力较强且稳定。相比已上市的成衣 ODM、OEM 出口企业，健盛集团毛利率与棒杰股份和嘉麟杰相近。而由于健盛集团自有品牌占比较低，因而销售费用率低于对比企业，加之较低的管理费用率，使得健盛集团的净利润率相比较为高。并且在 2011-2014 年棒杰股份和嘉麟杰净利润率呈现出较大的波动，相比之下健盛集团净利润率较为稳定。

图 18: 2011-2014 年毛利润对比



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 19: 2011-2014 年净利润率对比



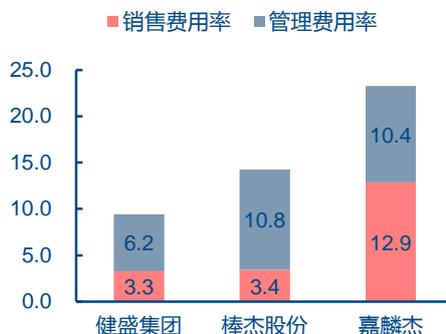
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 20: 2011-2014 年 ROE 对比



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 21: 2014 年销售利润率和管理利润率对比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

营运能力较为稳健。公司实行“以销定产、适度库存”的存货管理政策，存货每年占总资产比重约 16%，动态调整以满足生产需求。因而公司存货周转天数低于可比公司，并且存货库龄普遍较短，2014 年公司 96.42% 的存货库龄小于 6 个月。公司应收账款周转率处于行业中等水平，客户稳定且信用较好，账龄低于 1 年的应收账款占比达 99% 以上。从 2011-2014 年应收账款周转率小幅上升的原因是个别客户信用期的延长以及公司逐步拓展客户。

图 22：2011-2014 年存货周转天数对比



资料来源：wind，中信证券研究部

图 23：2011-2014 年应收账款周转天数对比



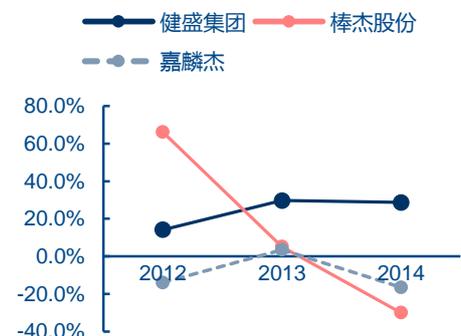
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 24：2011-2014 年存货账面价值/总资产比例



资料来源：wind，中信证券研究部

图 25：2012-2014 年存货增速对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司拥有近八百亩土地

2014 年，公司在国内拥有土地约 164 亩，由集团及江山易登、杭州健盛、杭州乔登、江山针织四大基地使用。之后旗下子公司又相继拍得两块工业用地：9 月，杭州乔登花费 3266 万元拍得 39567 平方米土地；2016 年 1 月，江山针织花费 7538 万元拍得 227735 平方米土地用于江山产业园建设，拍卖款已得到江山经济开发区管理委员会超 8000 元补贴（当江山易登嵌入产业园后，其原有土地将由江山经济开发区管委会收购）。加上公司越南工厂拥有 200 亩土地，目前公司合计拥有约 766 亩土地。

表 9：公司上市前拥有的土地使用权

| 序号 | 使用权人 | 位置 | 面积（平方米） | 终止日期 | 是否已抵押 |
|----|------|----------------------|-----------|------------|-------|
| 1 | 健盛集团 | 江干区华联时代大厦 A 幢 2801 室 | 20.4 | 2056.12.17 | 已抵押 |
| 2 | 健盛集团 | 江干区华联时代大厦 A 幢 2802 室 | 20.4 | 2056.12.17 | 已抵押 |
| 3 | 健盛集团 | 江干区华联时代大厦 A 幢 2803 室 | 20.4 | 2056.12.17 | 已抵押 |
| 4 | 健盛集团 | 江干区华联时代大厦 A 幢 2804 室 | 20.4 | 2056.12.17 | 已抵押 |
| 5 | 健盛集团 | 江干区华联时代大厦 A 幢 2805 室 | 1.3 | 2056.12.17 | 已抵押 |
| 6 | 健盛集团 | 江干区华联时代大厦 A 幢 2806 室 | 1.3 | 2056.12.17 | 已抵押 |
| 7 | 江山易登 | 开发区城南区 | 1,934.00 | 2057.1.10 | 无 |
| 8 | 江山易登 | 江山市区江电路 30、30-1 号 | 10,068.60 | 2055.8.24 | 已抵押 |
| 9 | 杭州健盛 | 萧山经济技术开发区金一路 | 19,890.00 | 2051.2.25 | 已抵押 |
| 10 | 杭州乔登 | 开发区桥南区块 | 11,655.00 | 2059.6.5 | 已抵押 |
| 11 | 江山针织 | 贺村镇十里牌园区 5-2#区块 | 42,185.20 | 2060.11.7 | 无 |
| 12 | 江山针织 | 江山市贺村镇十里牌 55 号 | 23,797.84 | 2060.11.7 | 已抵押 |

资料来源：招股说明书，中信证券研究部

表 10：公司上市后新增土地使用权

| 时间 | 使用权人 | 拍卖金额（万元） | 面积（平方米） |
|--------|------|-----------|---------|
| 2015.9 | 杭州乔登 | 3266 | 39567 |
| 2016.1 | 江山针织 | 7538.0285 | 227735 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险因素

1. 产能扩张及市场开拓不及预期。
2. 国内自主品牌业务发展低于预期。

盈利预测及关键假设

关键假设

1. 收入：我们根据公司未来产能规划、销量和产品单价来预测制造业务收入，综合考虑国内五大基地产能情况和越南工厂的产能释放，预计 2015/2016/2017 年产能达 16500/20000/31500 万双，产销率分别为 100.7%/100.5%/95%（2017 年新增产能较多，可能无法完全释放），制造业务收入分别为 7.50/9.26/13.78 亿元，同比增长 16.9%/23.4%/48.8%，其中外销业务收入占比分别为 89%/89.5%/90%。此外，公司 2016 年将新增“健盛之家”自有品牌业务，预计 2016/2017 年分别新增 60 家和 200 家门店，将带来部分收入贡献，但占比较小。综上，公司 2015-2017 年收入分别为 7.53/9.41/14.40 亿元，同比增长 16.8%/24.9%/52.9%，CAGR 30.70%。

2. 毛利率：随着公司生产规模逐渐扩大，制造业务的规模效应将有所显现，预计综合毛利率 2015/2016/2017 年分别为 28.90%/28.96%/28.56%。

3. 费用率：预计 2015/2016/2017 年销售费用率分别为 3%/2.8%/3.3%；新建工厂将带来新增人力和管理成本，管理费用率将提升，预计 2015/2016/2017 年分别为 5.8%/5.9%/6.3%。

4. 其他：（1）营业外收入：公司 2016 年将受到政府一次性上市补贴 600 万元；以及 2016-2020 年将累计收到政府产业补贴 8000 万元，平均分摊至 5 年。（2）公司收到定增资金存入专户后将有一定利息收入，但由于落地时间存不确定性，故暂未考虑。

盈利预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2015/2016/2017 年净利润分别为 1.11/1.55/2.01 亿元，CAGR 为 37.74%，对应摊薄后每股收益为 0.37/0.51/0.67 元。

表 11：公司盈利预测

| 收支预测 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 产能（万双） | 13692 | 14000 | 16500 | 20000 | 31500 |
| 增速% | 23.99% | 2.25% | 17.86% | 21.21% | 57.50% |
| 销量（万双） | 13489 | 14500 | 16618 | 20108 | 29925 |
| 增速% | 20.65% | 7.49% | 14.61% | 21.00% | 48.82% |
| 产销率% | 97.33% | 103.57% | 100.72% | 100.54% | 95.00% |
| 单价（元） | 4.11 | 4.43 | 4.52 | 4.61 | 4.61 |
| 制造业务收入 | 55394 | 64192 | 75042 | 92617 | 137832 |
| 增速% | 25.33% | 15.88% | 16.90% | 23.42% | 48.82% |
| 内销 | 7510 | 7116 | 8255 | 9725 | 13783 |
| 增速% | 146.62% | -5.24% | 16.01% | 17.81% | 41.73% |

| 收支预测 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 外销 | 47884 | 57077 | 66787 | 82892 | 124049 |
| 增速% | 16.36% | 19.20% | 17.01% | 24.11% | 49.65% |
| 占比% | 86.44% | 88.92% | 89.00% | 89.50% | 90.00% |
| 品牌业务收入 | 0 | 0 | 0 | 1200 | 5800 |
| 其他业务收入 | 434 | 293 | 307 | 323 | 339 |
| 营业收入 | 55828.01 | 64485.06 | 75349.32 | 94139.42 | 143970.76 |
| 增速% | 25.55% | 15.51% | 16.85% | 24.94% | 52.93% |
| 成本 | | | | | |
| 制造主业 | 39860 | 46111 | 53280 | 65758 | 98550 |
| 品牌业务 | 0 | 0 | 0 | 840 | 4002 |
| 其他业务 | 267 | 255 | 268 | 281 | 295 |
| 营业成本 | 40126.44 | 46365.87 | 53547.79 | 66879.24 | 102847.27 |
| 毛利率汇总 | 2013N | 2014N | 2015E | 2016E | 2017E |
| 制造主业 | 28.04% | 28.17% | 29.00% | 29.00% | 28.50% |
| 品牌业务 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 30.00% | 31.00% |
| 综合毛利率 | 28.12% | 28.10% | 28.93% | 28.96% | 28.56% |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

投资建议和估值评级

选择嘉麟杰、棒杰股份、华斯股份和际华集团作为可比公司。目前，可比公司的平均市场估值（剔除估值过高的嘉麟杰和华斯股份），2015/2016年分别为81/62倍，纺织制造板块整体对应2016年25倍的估值水平，考虑到公司是次新股且未来业绩增速较快，给予公司2016年PE 50倍，对应目标价25.81元。

表 12：可比上市公司估值（单位：元）

| | 股价 | EPS | | | | PE | | | |
|----------------|-------|------|-------|------|------|------|-----|-------|-----|
| | | 14 N | 15E | 16E | 17E | 14 N | 15E | 16E | 17E |
| 嘉麟杰 | 5.29 | 0.03 | -0.12 | 0.00 | 0.04 | 159 | -46 | 1,100 | 119 |
| 棒杰股份 | 36.31 | 0.26 | 0.27 | 0.37 | 0.43 | 138 | 133 | 99 | 84 |
| 际华集团 | 10.05 | 0.30 | 0.34 | 0.39 | 0.44 | 33 | 30 | 26 | 23 |
| 华斯股份 | 15.78 | 0.27 | 0.05 | 0.05 | 0.12 | 58 | 304 | 294 | 135 |
| 平均(剔除华斯股份和嘉麟杰) | | | | | | 85 | 81 | 62 | 53 |
| 平均(全部) | | | | | | 97 | 105 | 380 | 90 |

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：股价为2016年3月18日收盘价，华斯股份EPS采用中信证券研究部预测值

公司是领先的棉袜生产企业，2015年上市以来积极转变战略思路，目前正在积极推进国内产能升级、越南扩产及自主集成零售品牌“健盛之家”等项目快速发展。公司非公开发行已获证监会核准，董事长认购其中20%份额彰显对公司未来发展信心。综合考虑公司产能扩张及国内“健盛之家”业务发展，首次给予2015/2016/2017年EPS预测0.37/0.52/0.67元。目前可比公司估值2016年62倍，纺织制造板块25倍，考虑到公司是次新股且未来业绩增速较快，给予公司2016年PE 50倍，对应目标价25.81元，首次覆盖给予“增持”评级。

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 558 | 645 | 753 | 941 | 1,440 |
| 营业成本 | 401 | 464 | 535 | 669 | 1,028 |
| 毛利率 | 28.12% | 28.10% | 28.93% | 28.96% | 28.56% |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 2 | 2 | 5 |
| 营业费用 | 17 | 21 | 23 | 26 | 48 |
| 营业费用率 | 3.12% | 3.27% | 3.00% | 2.80% | 3.30% |
| 管理费用 | 32 | 40 | 44 | 56 | 91 |
| 管理费用率 | 5.80% | 6.17% | 5.80% | 5.90% | 6.30% |
| 财务费用 | 8 | 18 | 13 | 10 | 10 |
| 财务费用率 | 1.44% | 2.86% | 1.79% | 1.06% | 0.66% |
| 投资收益 | -4 | -2 | 6 | 9 | 5 |
| 营业利润 | 90 | 95 | 140 | 184 | 255 |
| 营业利润率 | 16.13% | 14.66% | 18.58% | 19.55% | 17.71% |
| 营业外收入 | 11 | 8 | 10 | 24 | 15 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 100 | 101 | 149 | 206 | 268 |
| 所得税 | 24 | 24 | 37 | 52 | 67 |
| 所得税率 | 24.41% | 24.04% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 75 | 77 | 111 | 155 | 201 |
| 净利率 | 13.51% | 11.95% | 14.79% | 16.45% | 13.98% |
| 每股收益(元)(摊薄) | 0.25 | 0.26 | 0.37 | 0.52 | 0.67 |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 75 | 77 | 111 | 155 | 201 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧和摊销 | 30 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 营运资金变动 | -21 | -34 | 15 | -21 | -88 |
| 其他 | 14 | 23 | 8 | 3 | 9 |
| 经营现金流 | 99 | 102 | 171 | 173 | 159 |
| 资本支出 | -133 | -99 | -305 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 6 | 9 | 5 |
| 资产变卖 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 投资现金流 | -133 | -99 | -300 | 9 | 5 |
| 发行股票 | 0 | 0 | 369 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 46 | 65 | -38 | -54 | 75 |
| 股息支出 | -30 | -36 | -45 | -62 | -81 |
| 其他 | 14 | -15 | -13 | -10 | -10 |
| 融资现金流 | 30 | 14 | 273 | -126 | -15 |
| 现金净增加额 | 294 | 17 | 144 | 56 | 149 |

资料来源: 中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 49 | 82 | 226 | 282 | 432 |
| 存货 | 106 | 137 | 150 | 187 | 293 |
| 应收账款 | 68 | 86 | 96 | 120 | 186 |
| 其他流动资产 | 33 | 31 | 35 | 43 | 63 |
| 流动资产 | 256 | 336 | 507 | 632 | 974 |
| 固定资产 | 327 | 332 | 599 | 563 | 526 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 18 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 其他长期资产 | 60 | 100 | 101 | 101 | 101 |
| 非流动资产 | 405 | 465 | 733 | 697 | 660 |
| 资产总计 | 661 | 801 | 1,240 | 1,329 | 1,634 |
| 短期借款 | 111 | 203 | 171 | 116 | 191 |
| 应付账款 | 54 | 49 | 64 | 80 | 118 |
| 其他流动负债 | 138 | 169 | 195 | 229 | 300 |
| 流动负债 | 303 | 421 | 430 | 426 | 609 |
| 长期负债 | 70 | 15 | 9 | 9 | 9 |
| 其他长期负债 | 0 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 非流动性负债 | 70 | 16 | 11 | 11 | 12 |
| 负债合计 | 373 | 437 | 441 | 437 | 621 |
| 股本 | 60 | 60 | 300 | 300 | 300 |
| 资本公积 | 21 | 21 | 190 | 190 | 190 |
| 股东权益合计 | 288 | 364 | 799 | 892 | 1,013 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益总计 | 661 | 801 | 1,240 | 1,329 | 1,634 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 25.6 | 15.5 | 16.8 | 24.9 | 52.9 |
| 营业利润 | 9.9 | 5.0 | 48.1 | 31.5 | 38.5 |
| 净利润 | 15.5 | 2.1 | 44.7 | 38.9 | 30.0 |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 28.1 | 28.1 | 28.9 | 29.0 | 28.6 |
| EBITMargin | 18.5 | 18.1 | 19.8 | 20.1 | 18.6 |
| EBITDAMargin | 23.9 | 23.9 | 24.7 | 24.0 | 21.2 |
| 净利率 | 13.5 | 11.9 | 14.8 | 16.4 | 14.0 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 | 26.2 | 21.2 | 19.2 | 18.3 | 21.1 |
| 总资产收益率 | 11.4 | 9.6 | 10.9 | 12.1 | 13.6 |
| 其他 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 56.5 | 54.6 | 35.6 | 32.9 | 38.0 |
| 所得税率 | 24.4 | 24.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 股利支付率 | 39.8 | 46.7 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。