

盛泰集团 (605138)

证券研究报告

2021 年 11 月 16 日

面料成衣一体化供应链，技术及客户优势显著

盛泰集团：全球领先的中高端纺织与成衣一体化服务商

公司为具备核心纺织生产技术、主要服务于国内外中高端品牌的纺织服装供应商，主要产品为面料、成衣与纱线，主要有梭织与针织两种生产工艺。公司专注于服装行业多年，积累拉夫劳伦、优衣库、Fila、Lacoste 等多位头部品牌客户。

其中公司是 Lacoste 2018 年度最佳供应商；是斐乐在针织面料方面唯一白金供应商并荣获 2018 年度卓越供应商奖及快速反应奖；公司与拉夫劳伦品牌合作已达数十年，系拉夫劳伦品牌的战略供应商。

营收整体稳步增长，盈利能力持续提升

21Q1-3 营收 35.89 亿元 (+2.3%)。分产品看，针织服及针织面料占比增长，2020 年成衣营收 31.60 亿元，占比 65% 以上；针织面料占比 9.1%，同比增长 1.2pct；梭织布占比 8.2%，同比+0.1pct。分地区看，海外客户占比近半，国内营收占比近年持续增长，2020 年为 24.02 亿元，占比 50.5% (+7.4pct)。

21Q1-3 归母净利 2.34 亿元 (+14.9%)，其中包括公司投资非凡中国确认公允价值获利。2017-2020 年毛利率呈增长趋势，21Q1-3 受海运与原材料价格上涨原因有所减少。费控良好，期间费用率稳中有降，净利率自 2017 年的 4.5% 持续增长至 21Q1-3 的 6.7%。

客户资源丰富，不断加深战略合作深度

公司基于自身的纺织技术优势与卓越的面料产品研发能力，在国际成衣市场具备了较高知名度，主要客户包括拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、CK、Tommy Hilfiger 等国际知名服装品牌，是其中多个品牌的第一大供应商，近年公司不断与主要客户深化合作，2018-2020 年前五大客户营收占比均超过 50%。

持续扩张产能，全球化布局降本增效

公司根据生产需求全球化布局产能，目前在国内浙江、湖南、河南、安徽，国外越南、柬埔寨、斯里兰卡、罗马尼亚等地都设有生产基地，带来多方面优势：1) 劳动密集型工序向低劳动成本国家转移，增强公司盈利能力；2) 技术密集型工序在国内开展，提升高端面料研发能力与快速组织生产能力；3) 关税区域内设厂绕开贸易壁垒，减少关税影响。

技术领先，持续加强面料研发与工艺创新

自成立以来，公司一直注重研发能力的提升，在面料研发、工艺、生产等方面取得了多项研究成果，截至 2021 年 3 月 31 日，公司及其子公司共拥有 66 项境内已授权专利，其中包括超级免烫面料、全棉吸湿快干面料、色织纯棉降温面料等多种行业领先生产技术，公司产品在抗皱、透气、保暖、轻薄等特性上具有一定优势。公司共有面料技术研发人员、成衣研发人员、技术工及 IT 人员共计开发技术人员 1254 人，占公司员工总数 5.43%。

持续智能化改造，开展自动化生产试点

公司持续推进生产线的自动化、智能化升级，已在湖南与越南的生产基地实验高度自动化生产模式，有效降低劳动力成本、降低容错率、提升供应链的快反能力，2018-2020 年间，公司人均创收自 16.85 万元/人增长至 20.37 万元/人。

全球服装零售行业需求强劲，运动、轻奢服饰发展趋势向好

纺织行业为我国消费品三大支柱行业之一，近年我国纺织行业增长方式从规模速度型向质量效益型转变，“十三五”期间，我国纺织品服装出口占全球市场份额基本稳定。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	12.33 元
目标价格	18.63 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	555.56
流通 A 股股本(百万股)	55.56
A 股总市值(百万元)	6,850.05
流通 A 股市值(百万元)	685.05
每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	70.95
一年内最高/最低(元)	14.36/10.28

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

全球服装零售行业规模持续扩张，我国全民健身计划的发布长期利好运动服饰市场，2015-2019 年，我国运动鞋服行业 CAGR 为 16.4%，远超服装行业整体增速；同时，国内轻奢休闲品牌也伴随文化自信、国潮兴起趋势逐渐占据国内消费者心智，发展趋势向好。

首次覆盖，给予买入评级

我们预计公司 2021-23 年营收分别为 49.1 亿、63.4 亿、79.9 亿元，归母净利润分别为 3.1 亿、4.1 亿、5.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.74、0.94 元，对应 PE 分别为 22、17、13 倍，给予公司 2022 年 PE 25 倍，对应股价为 18.63 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：倚重少数客户的风险；海外经营的相关风险；公司业绩持续下降的风险；短期内股价波动风险；不同市场估值体系差异风险；募投项目进展不达预期的风险；新冠疫情影响的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,569.67	4,702.33	4,913.23	6,341.37	7,986.69
增长率(%)	5.28	(15.57)	4.49	29.07	25.95
EBITDA(百万元)	806.30	753.79	561.72	662.50	799.76
净利润(百万元)	268.78	293.01	312.56	410.66	521.96
增长率(%)	14.36	9.01	6.67	31.38	27.10
EPS(元/股)	0.48	0.53	0.56	0.74	0.94
市盈率(P/E)	25.49	23.38	21.92	16.68	13.12
市净率(P/B)	5.18	4.78	2.98	2.53	2.12
市销率(P/S)	1.23	1.46	1.39	1.08	0.86
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.82	11.33	9.26

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 盛泰集团：全球领先的中高端纺织和成衣一体化服务商	5
1.1. 坚持中高端定位，提供全产业链一体化服务	5
1.2. 股权结构明晰，员工持股激发动力	6
1.3. 短期或受疫情拖累，中长期趋势明确，营运能力稳中有升	7
1.3.1. 针织服及针织面料占比增长，海外客户占比近半	7
1.3.2. 盈利能力总体稳中有升，费控能力向好	9
2. 持续全球布局，以客群优势和先进技术实现行业领跑	11
2.1. 坚持头部客户，加深战略合作	11
2.1.1. 与大客户形成互相依赖深度合作格局，巩固战略优势地位	11
2.1.2. 奉行大客户为主战略，在维护大客户基础上开发中小客户	12
2.2. 全球化布局，低成本助推产能扩张及业绩增长	14
2.2.1. 分工序打通国内外差异化布局，主动避开贸易壁垒	14
2.2.2. 自主与外协生产协同推进，各业务持续产能扩张	15
2.3. 技术领先，持续加强面料研发及工艺创新	17
2.4. 持续智能化改造，开展自动化生产试点	19
3. 全球服装市场需求强劲，运动、轻奢服饰增长亮眼	20
3.1. 中国纺织产量居世界一位，行业景气度回暖	20
3.2. 全球服装零售规模持续扩张，运动轻奢服饰增长亮眼	22
3.3. 产能向东南亚转移，政策推动生产自动化、智能化	24
3.4. 行业具多方壁垒，规模企业竞争优势凸显	24
4. 募投项目	25
5. 盈利预测与估值	27
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 10 月 27 日）	6
图 3：2018-2021Q1-3 公司营收（亿元）及同比	8
图 4：2018-2021Q1-3 公司归母净利润（亿元）及同比	8
图 5：2018-2021Q1-3 公司扣非归母净利润（亿元）及同比	8
图 6：18Q1-20Q4 公司营业收入（亿元）及同比	9
图 7：2018-2020 公司各类产品营收占比	9
图 8：2018-2020 公司分地区营收占比	9
图 9：2018-2021Q1-3 公司毛利率、净利率	10
图 10：2018-2020 公司各品类毛利率	10
图 11：2018-2021Q1-3 公司细分费用率	10

图 12: 2018-2021Q1-3 公司存货规模 (亿元) 及周转率	11
图 13: 2018-2021Q1-3 公司应收账款规模 (亿元) 及周转率	11
图 14: 2018-2021Q1-3 经营活动现金流量净额 (亿元) 及同比	11
图 15: 公司部分重要客户一览	12
图 16: 迅销集团近三年财务简报 (亿人民币)	12
图 17: 拉夫劳伦近三年财务简报 (亿人民币)	12
图 18: 对前七大客户销售额情况 (单位: 亿元)	13
图 19: 梭织面料产能及利用情况	15
图 20: 针织面料产能及利用情况	15
图 21: 梭织成衣产能及利用情况	15
图 22: 针织成衣产能及利用情况	15
图 23: 纱线产能及利用情况	16
图 24: 2018-2020 年公司各类产品价格	18
图 25: 2018-2020 年公司研发费用及研发费用率	18
图 26: 2018-2020 年期末员工人数	19
图 27: 2018-2020 年公司人效情况	19
图 28: 中国主要纺织品产品 (纱、化学纤维) 产量 (万吨)	20
图 29: 中国主要纺织品产品 (布) 产量 (亿米)	20
图 30: 纺织纱线、织品及制品出口额及累计同比增长率	20
图 31: 服装及衣着附件出口额及累计同比增长率	21
图 32: 纺织相关行业景气指数 (季)	21
图 33: 全球服装零售市场规模及增长率	22
图 34: 2016-2020 年中国运动服饰市场规模变化情况 (单位: 亿元, %)	22
图 35: 2021-2026 年中国预计运动服饰市场规模 (单位: 亿元)	23
表 1: 公司主要产品	6
表 2: 公司管理层介绍	7
表 3: 与 2018 年至 2020 年期间大客户合作情况	13
表 4: 同行业内与前五名客户销售收入占比情况对比	14
表 5: 2018 年度外协加工情况	17
表 6: 2019 年度外协加工情况	17
表 7: 2020 年度外协加工情况	17
表 8: 公司部分专利一览	17
表 9: 公司募集资金投资项目	26
表 10: 盈利预测与估值	28
表 11: 可比公司估值	29

1. 盛泰集团：全球领先的中高端纺织和成衣一体化服务商

1.1. 坚持中高端定位，提供全产业链一体化服务

浙江盛泰服装集团股份有限公司成立于 2007 年，是一家具备核心生产技术的、主要服务于国内外中高端品牌的纺织服装行业跨国企业。公司全面覆盖纺纱、面料、染整、印绣花和成衣裁剪与缝纫五大工序，产能分布于中国、越南、柬埔寨、斯里兰卡以及罗马尼亚，是纺织服装行业中集研发、设计、生产、销售、服务于一体的全产业链跨国企业。

公司长期与国内外顶尖品牌合作，是全球领先的高档正装或休闲衬衫、T 恤衫、裤装等设计、制造商之一。公司面料纺织布局在浙江嵊州、越南，成衣制造布局在湖南、安徽、重庆等省份以及越南、柬埔寨、斯里兰卡、罗马尼亚等多个国家，为世界顶级品牌提供优质、高效的纺织和成衣全方位一体化服务。

公司发展历程大致可分为以下四个阶段：

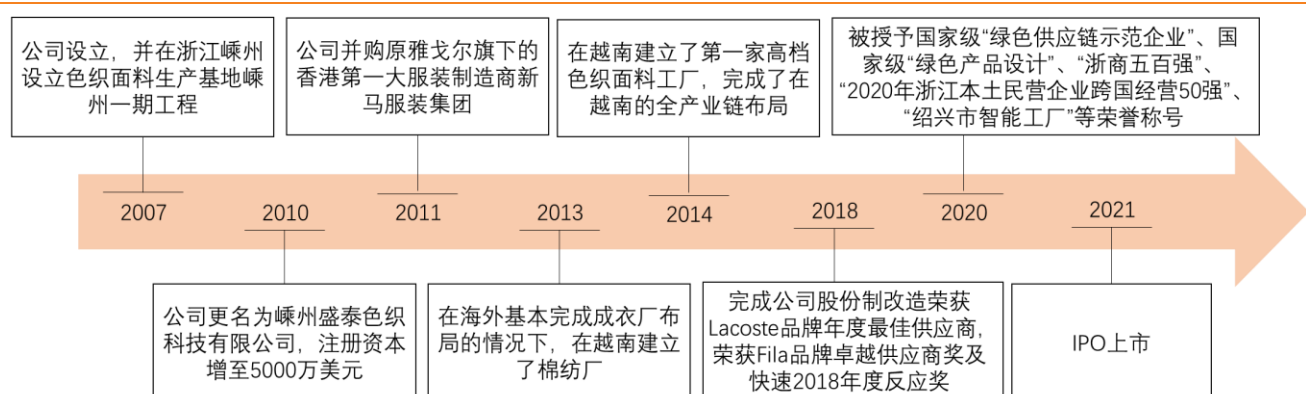
1) 初创期（2007-2010 年）：2007 年，雅戈尔集团、日清纺、伊藤忠商事、邹氏国际、凯活亚洲及宁波盛泰出资设立嵊州雅戈尔色织科技有限公司，在浙江嵊州设立色织面料生产基地嵊州一期工程。2010 年 5 月，公司更名为嵊州盛泰色织科技有限公司，注册资本增至 5000 万美元。

2) 扩张期（2011-2014 年）：2011 年，集团出资约 8300 万美元并购了原雅戈尔旗下的香港第一大服装制造商新马服装集团，一方面，完成了全产业链整合，另一方面，依托新马集团在海外已有的 4000 万件成衣生产基地和管理团队，积极开拓海外生产基地。2013 年，在海外基本完成成衣厂布局的情况下，在越南建立了棉纺厂。2014 年，在越南建立了第一家高档色织面料工厂，完成了在越南的全产业链布局。自此，海外生产基地覆盖越南，斯里兰卡和柬埔寨。

3) 发展期（2015-2020 年）：2017 年至 2018 年，公司连续荣获中国棉纺织行业协会“中国棉纺织行业竞争力百强企业”前二十强。2018 年，并购越南面料工厂，完成公司股份制改造。同年，公司荣获 Lacoste 品牌年度最佳供应商，荣获斐乐品牌 2018 年度卓越供应商奖及快速反应奖。2019 年，公司并购罗马尼亚工厂，与李宁品牌开展合作并成立了合资公司，公司棉纺织行业营业收入排名前二十五强。2020 年公司被授予国家级“绿色供应链示范企业”、国家级“绿色产品设计”、“浙商五百强”、“2020 年浙江本土民营企业跨国经营 50 强”、“绍兴市智能工厂”等荣誉称号。

4) 成功上市（2021 年）：2021 年，通过证监会批复，公司在上交所成功 IPO 上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，纺织贸促会官网，天风证券研究所

公司主要产品为面料和成衣，始终坚持高端化路线。公司生产面料分为梭织（机织）和针织两种。公司所生产的面料，一部分接外销，一部分作为成衣之原材料，通过加工制造为成衣后，销售至各大客户及品牌。公司始终坚持产品高端化路线，从而获得大客户服装品牌客户的青睐，目前其服务的拉夫劳伦、优衣库、Lacoste 等均为行业头部的服装品牌，公司凭借综合竞争力同领域中优质龙头公司建立长期合作关系，享受下游行业增长红利。

表 1：公司主要产品

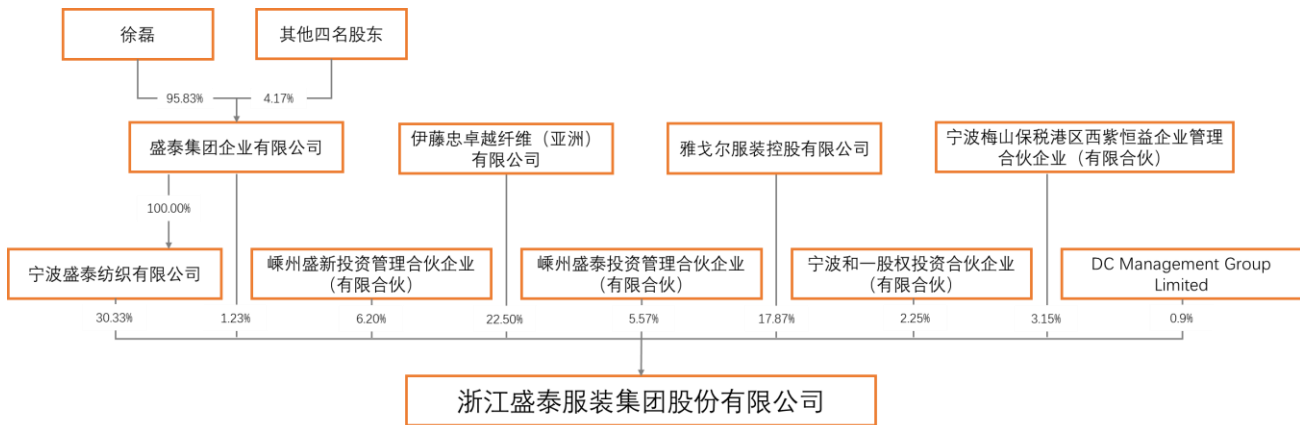
生产主体	主要产品类别及代表产品	
面料加工厂	 针织面料	 梭织面料
	 针织成衣	 梭织成衣

资料来源：招股书，天风证券研究所

1.2. 股权结构明晰，员工持股激发动力

公司股权结构明晰，实际控制人为徐磊先生。公司控股股东为宁波盛泰，共持有公司股票 1.69 亿股，占总股本 30.33%，为公司第一大股东。公司实控人徐磊先生通过公司控股股东宁波盛泰间接控制公司 30.33%股权；通过香港盛泰间接控制公司 1.22%股权；公司员工持股平台盛新投资和盛泰投资与徐磊先生签署了不可撤销《一致行动协议》。徐磊先生通过宁波盛泰、香港盛泰及其一致行动人合计控制公司 43.33%股权。

图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 10 月 27 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

盛新投资与盛泰投资为员工持股平台。其中，盛新投资持有 3443.95 万股股份，占总股本的 6.20%，盛泰投资持有 3096.75 万股股份，占总股本 5.57%。员工持股平台主要用于中层以上管理人员的股权激励，员工利益绑定，激发动力。

公司核心成员从业经验丰富，具有多年的纺织服装行业经验。董事长徐磊先生历任广东溢达纺织有限公司总经理、香港溢达集团执行董事、雅戈尔集团董事、雅戈尔日中纺织印染有限公司执行董事长等职务；总经理丁开政先生历任广东溢达纺织印染有限公司设备部经理、宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司副总经理、盛泰色织和盛泰针织董事。其余核心成员亦有相关工作经历。公司核心管理人员徐磊、丁开政、刘向荣、钟瑞权、龙兵初、徐颖、王培荣、张鸿斌等均间接持有公司股份，确保管理层稳定，激发管理层主观能动性。

表 2：公司管理层介绍

姓名	职务	简介
徐磊	董事长	1968 年 7 月出生,中国香港籍,美国范登堡大学(Vanderbilt University)工商管理学硕士.历任广东溢达纺织有限公司总经理,香港溢达集团执行董事,雅戈尔集团董事,雅戈尔日中纺织印染有限公司执行董事长.2004 年至今任宁波盛泰董事长,2007 年至今任盛泰集团(原盛泰色织)和盛泰针织董事长,2012 年至今任新马服装董事长,2014 年至今任香港盛泰董事长。
丁开政	董事、总经理	中国国籍,无境外永久居留权.1966 年 10 月出生,本科学历.历任广东溢达纺织印染有限公司设备部经理,宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司副总经理,盛泰色织和盛泰针织董事,现任盛泰集团董事,总经理,宁波盛泰监事。
王培荣	财务负责人	中国国籍,无境外永久居留权.1972 年 2 月出生,大专学历.历任宁波黑炭衬衣厂记账会计,宁波百盛制衣有限公司主办会计,宁波雅戈尔服饰有限公司财务部主任,财务部副经理,盛泰集团(原盛泰色织)经理,总经理助理,现任盛泰集团财务负责人。
张鸿斌	董秘	中国国籍,无境外永久居留权.1986 年 10 月出生,本科学历.历任中厦建设集团有限公司法务专员,绍兴东方能源工程技术有限公司法务经理,行政人事经理,盛泰集团(原盛泰色织)和盛泰针织法务主管,现任盛泰集团董事会秘书。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

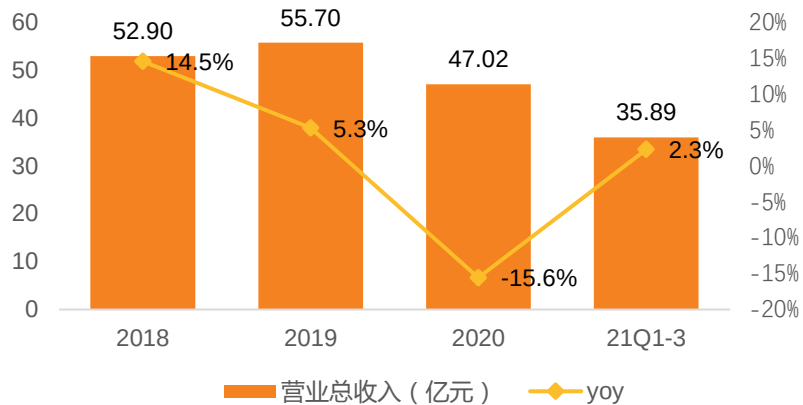
1.3. 短期或受疫情拖累，中长期趋势明确，营运能力稳中有升

1.3.1. 针织服及针织面料占比增长，海外客户占比近半

21Q1-Q3 公司营收达 35.89 亿元，同比增长 2.3%。2020 年公司营收 47.02 亿元，同比减少 15.6%，主要系受新冠疫情影响，全球服装消费需求整体减少，公司部分下游品牌客户订单

减少所致。

图 3：2018-2021Q1-3 公司营收（亿元）及同比



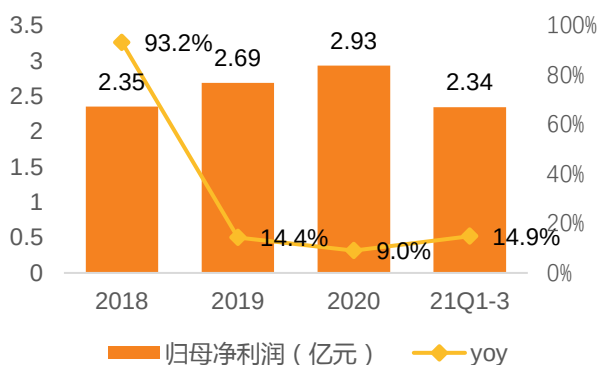
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司归母净利持续增长，投资下游产业客户获利。公司 2020 年、21Q1-3 归母净利及增速分别为 2.93 亿元(+9.0%)、2.34 亿元(+14.9%)，扣非归母净利及增速分别为 2.41 亿元(-4.0%)、1.31 亿元(-21.8%)；

21Q1-3 归母净利增速已恢复至疫情前水平，主要系公司于 2020 年 11 月以每股 0.50 港元的价格购入非凡中国控股有限公司（非凡中国，下同）1 亿股普通股股票，此后确认了该股票价格增长带来的公允价值收益与现金股利投资收益所致。

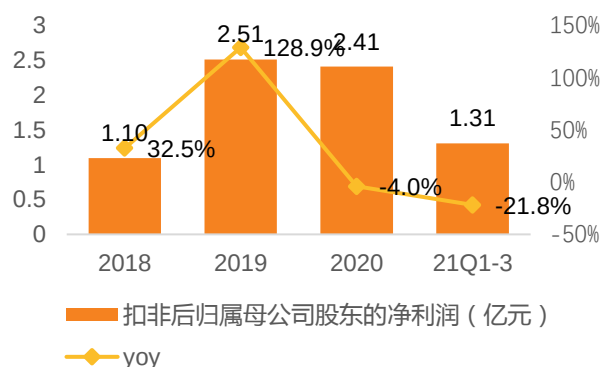
非凡中国为一家综合体育平台公司，投资了李宁、红双喜、堡狮龙等国内外知名运动休闲品牌，盛泰集团投资非凡中国主要因为看好该公司及其投资企业的发展前景，认为其具备投资价值，属于盛泰对下游产业客户的投资。

图 4：2018-2021Q1-3 公司归母净利润（亿元）及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2018-2021Q1-3 公司扣非归母净利润（亿元）及同比

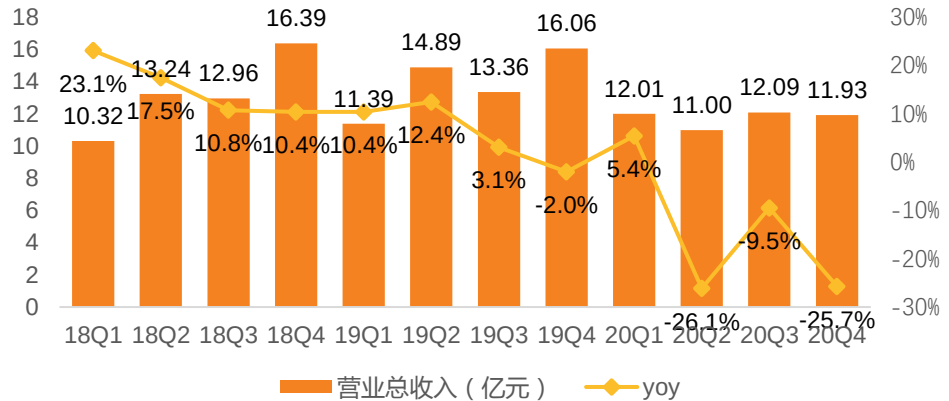


资料来源：Wind，天风证券研究所

分季度看，营业收入存在季节性特征。2018 和 2019 年，公司销售收入存在季节性，Q1 收入在全年占比均低于 25%，Q4 收入在全年占比均达 28%以上。2020Q1 收入在全年占比达 25.5%，较 2018、2019 年有较大提升，主要系受疫情影响，主要客户销售减少，导致公司二、三、四季度营收同比减少所致。

2020Q4 营收同比减少 25.7%，主要原因是 1) 受疫情影响运输能力首先，出货货柜不足，导致应出未出成衣产品 39.85 万件；2) 受疫情影响，2019Q4 出货订单客户未完全实现对外销售，导致 2020Q4 订单数同比减少较多。

图 6：18Q1-20Q4 公司营业收入（亿元）及同比



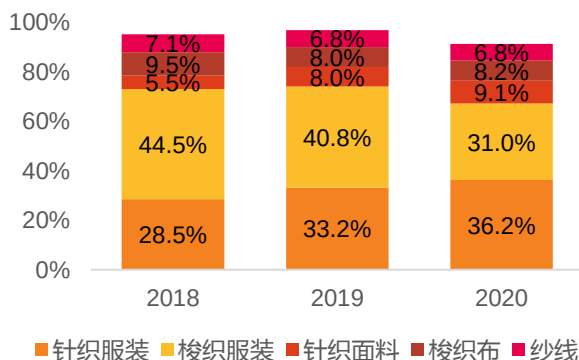
资料来源：Wind，天风证券研究所

分产品看，成衣营收贡献突出。成衣主要包括针织服装和梭织服装，2020 年成衣营收 31.60 亿元，占比 65%以上，针织产品在营收中占比增长，梭织产品占比减少。2020 年针织服装占比 36.2%，同比增长 3.0pct；针织面料占比 9.1%，同比增长 1.2pct。2020 年梭织服装占比 31.0%，同比减少 9.8pct，梭织布占比 8.2%，同比+0.1pct。

分地区看，公司主要客户位于中国、美国、日本和欧洲。202 年公司在大陆收入 23.73 亿元，占比 50.5%，同比增长 7.4pct。在境外营收中，美日两国占比较大，2018-2020 年公司在美、日两国营收在公司总营收中占比均达 30%以上，主要原因系公司主要客户如拉夫劳伦、优衣库等位于美国和日本地区。

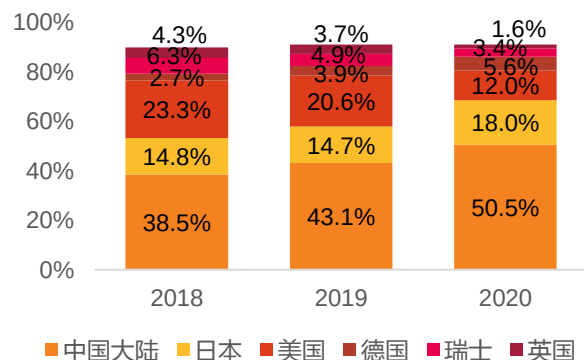
此外，主要客户如拉科斯特、博柏利、阿玛尼等主要位于欧洲和中国，因此上述国家和地区的销售占比较大。这与公司作为一家跨国公司，深耕国际知名品牌和市场的经营策略相吻合。

图 7：2018-2020 公司各类产品营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2018-2020 公司分地区营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

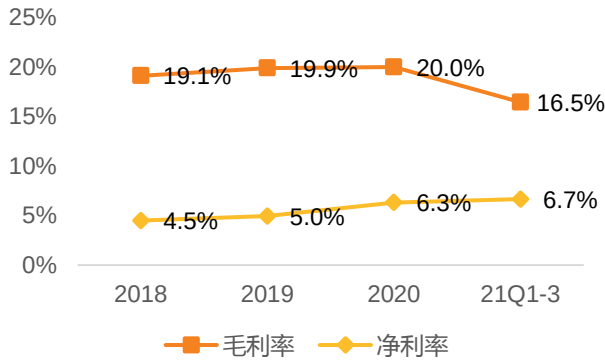
1.3.2. 盈利能力总体稳中有升，费控能力向好

盈利能力总体稳中有升，21Q1-Q3 毛利率受疫情、原材料涨价等事件影响有所减少。2020 年公司毛利率 20.0%，同比增长 0.1pct，

主要原因系：1) 公司进行人员精简，降低人工成本；2) 公司终止其他业务中部分毛利率较低的外协加工业务，并将相关厂房对外出租。

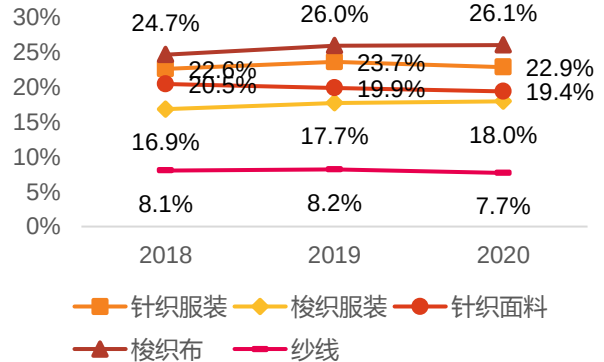
分产品看，各类产品毛利率保持稳定，其中成衣、面料毛利率相对较高，纱线毛利率相对较低。成衣、面料毛利率总体有所增长主要系人工成本、原料成本有所减少所致。21Q1-Q3 受到全球疫情、上游原材料价格上涨等因素影响，毛利率减少至 16.5%。

图 9：2018-2021Q1-3 公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2018-2020 公司各品类毛利率

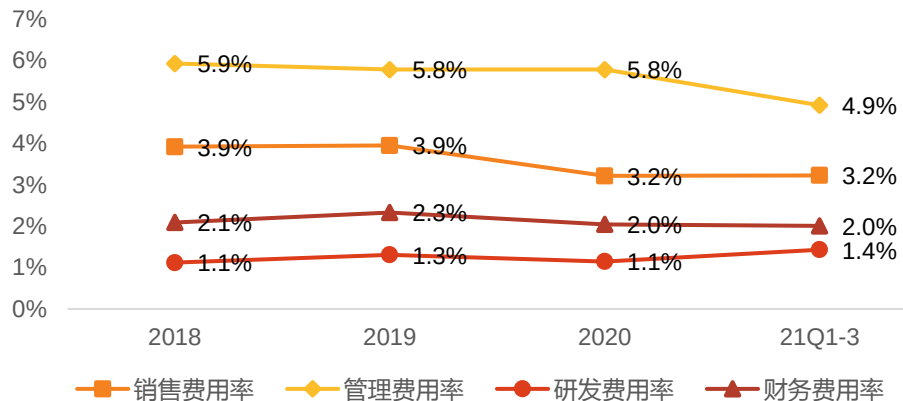


资料来源：Wind，天风证券研究所

期间费率总体稳定，净利率持续增长。2018-2020 年公司期间费用率从 13.1%减少至 12.2%，其中管理费用为主要支出，占总营收比例 5%以上。2020 年销售费用大幅减少主要系受新收入准则影响，将原计入销售费用的运输费计入营业成本所致。

21Q1-3 公司期间费用率 11.6%，其中销售费用率 3.2%，管理费用率 4.9%，研发费用率 1.4%，财务费用率 2.0%。公司净利率持续增长，2018-2020 年公司净利率从 4.5%增长至 6.3%。21Q1-3 净利率为 6.7%。

图 11：2018-2021Q1-3 公司细分费用率



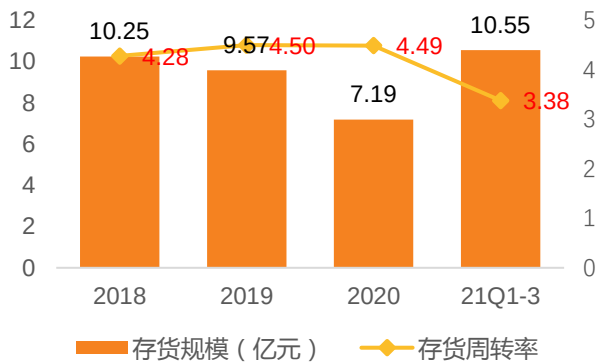
资料来源：Wind，天风证券研究所

加强存货管理，存货周转率持续增长。公司存货规模持续减少，存货周转率从 2018 年的 4.28 增长为 2020 年的 4.49，主要原因系公司加强对存货的监督管理，提升经营管理效率，

优化存货管理模式，通过存货精细化管理缩短存货流转周期。

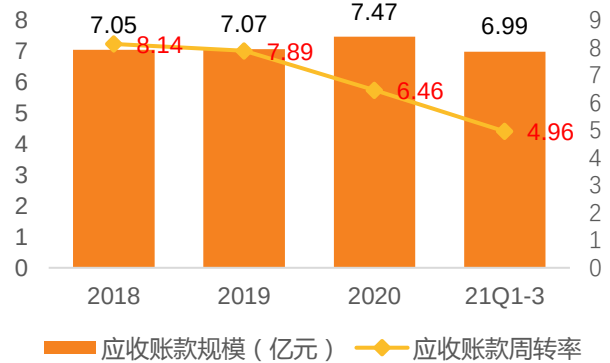
受疫情影响，应收账款周转率有所下降。应收账款规模从 2018 年的 7.05 亿元增长至 2020 年的 7.47 亿元，应收账款周转率由 2018 年的 8.14 减少为 2020 年的 6.46，主要系：1) 公司绝大部分客户位于境外存在较长收款期及海外大客户回款较慢；2) 2020 年受疫情影响，部分客户要求延长信用期所致。

图 12：2018-2021Q1-3 公司存货规模（亿元）及周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

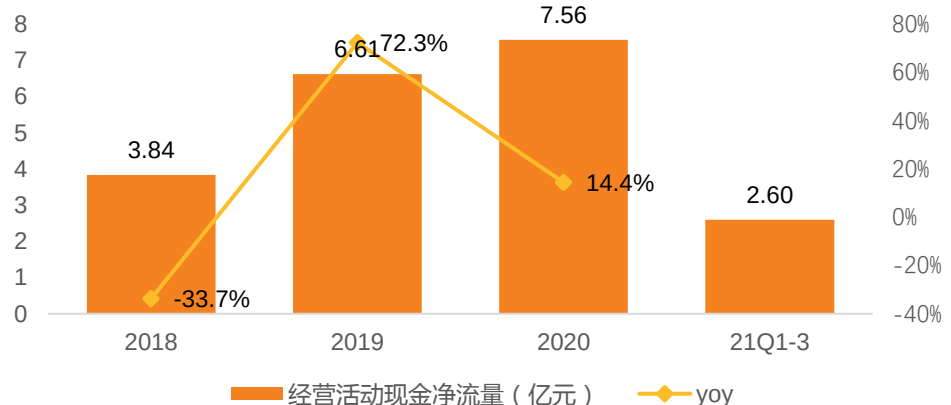
图 13：2018-2021Q1-3 公司应收账款规模（亿元）及周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司经营现金流充足。2018 年-2020 年公司经营活动现金流量净额从 3.84 亿元增长至 7.56 亿元。21Q1-3，公司经营活动现金流量净额为 2.60 亿元。公司 2018~2021Q3 经营活动产生的现金流入较为充裕。

图 14：2018-2021Q1-3 经营活动现金流量净额（亿元）及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 持续全球布局，以客群优势和先进技术实现行业领跑

2.1. 坚持头部客户，加深战略合作

2.1.1. 与大客户形成互相依赖深度合作格局，巩固战略优势地位

基于公司的纺织工艺技术优势及卓越的面料产品研发能力，公司在国际成衣市场具有较高知名度。所覆盖的客户包含各大国际知名服装品牌，公司重要客户包括拉夫劳伦、优衣库、拉科斯特（Lacoste、鳄鱼牌）、卡文克莱（Calvin Klein）、汤米希尔费格（Tommy Hilfiger）、雅戈尔、斐乐（FILA，安踏旗下高端品牌）、雨果博斯（Hugo Boss）、查尔斯蒂里特（Charles

Tyrwhitt)、T. M. Lewin、阿玛尼 (Armani)、博柏利 (Burberry)、美鹰傲飞 (American Eagle Outfitters)、衣恋 (E•LAND)、杰克琼斯 (Jack Jones)、太平鸟 (Peace Bird)、Dillard's 百货、玛莎百货 (Marks & Spencer)、Nordstrom 百货等, 均为行业头部的服装品牌或零售商。

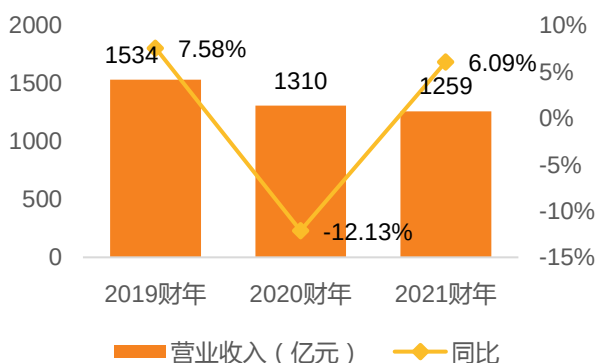
图 15: 公司部分重要客户一览



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

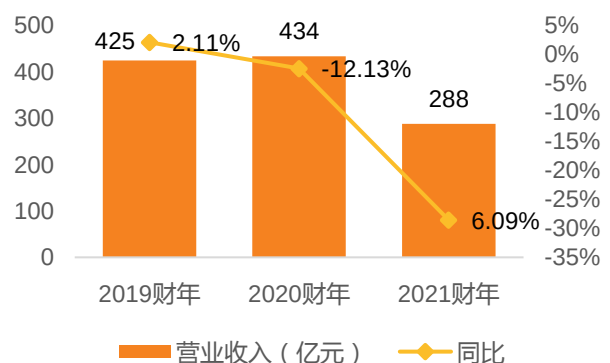
公司与主要客户合作关系较为深厚, 与部分主要客户形成了互相依赖的深度合作格局。其中, 公司是 Lacoste 品牌 2018 年度最佳供应商; 是斐乐品牌在针织面料方面的唯一白金供应商并荣获了斐乐品牌 2018 年度卓越供应商奖及快速反应奖; 公司与拉夫劳伦品牌合作已达数十年, 系拉夫劳伦品牌的重要战略供应商; 公司与优衣库品牌的合作规模较大并直接对公司近年来经营业绩产生的显著的正向促进; 2019 年公司与李宁品牌开展合作并成立了合资公司。

图 16: 迅销集团近三年财务简报 (亿人民币)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 拉夫劳伦近三年财务简报 (亿人民币)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

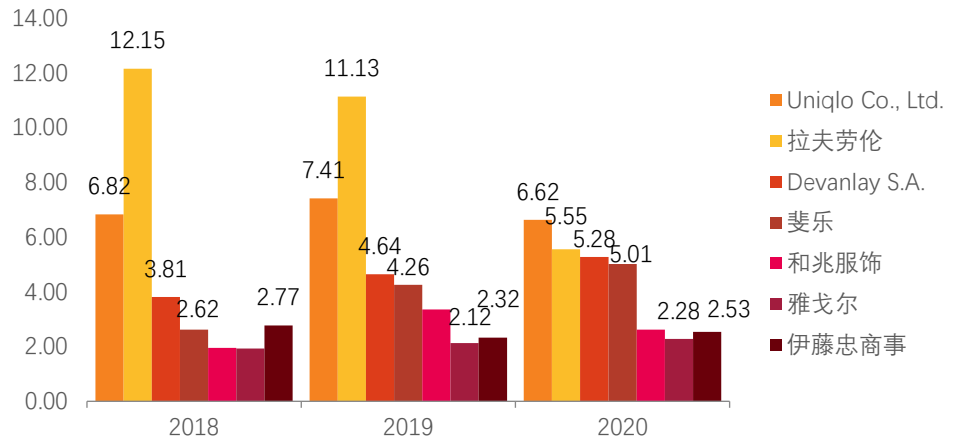
2.1.2. 奉行大客户为主战略, 在维护大客户基础上开发中小客户

由于品牌服装行业集中度较低, 行业内大型、知名品牌服装客户的采购量和信誉均具有明显优势, 因此公司奉行大客户为主的战略, 然后在重点维护大客户基础上辅助开发中小客户。并且, 公司基于纺织工艺技术优势及较强的面料产品研发能力, 成为了众多知名服装

品牌商的重要供应商，与部分主要客户形成了较为良好的深度合作格局。

2018-20 年公司前五大最终客户占营收比重为 53.24%、55.28%和 53.33%。2018 年-2020 年公司对前五大客户的销售占比较高，是双方合作关系不断深化的结果，也是市场选择的结果，具有合理性。

图 18：对前七大客户销售额情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2018 年至 2020 年，公司与下列客户已建立较为稳定的合作关系，尤其是优衣库、拉夫劳伦、Devanlay S.A.等国际知名客户，这些品牌商在选择供应商时有严格标准和较复杂的认证程序，需对目标供应商的研发能力、采购管理、生产管理、质量管理、物流管理、客户服务等多方面进行严格考察，并加以认证，供应商进入其供应链后，则将其维持相对长期合作关系。

表 3：与 2018 年至 2020 年期间大客户合作情况

客户名称	品牌信息	合作历史	2020 年该客户销售额（亿元）
Uniqlo Co., Ltd.	国际知名服装品牌	2014 年合作至今	6.62
拉夫劳伦	国际知名时装品牌	公司成立至今	5.55
Devanlay S.A.	法国高端运动服饰品牌	公司成立至今	5.28
斐乐体育有限公司	安踏旗下高端品牌	2010 年合作至今	5
上海和兆服饰有限公司	全球领先服装销售采购服务商	2016 年合作至今	2.62
雅戈尔集团	国内知名的品牌服装企业	公司成立至今	2.28
伊藤忠商事株式会社	主要在国内运营和销售品牌服装	公司成立至今	2.53

资料来源：招股书，天风证券研究所

公司可比公司，申洲国际、晶苑国际和联泰控股的客户较为集中，其中：申洲国际主要为 NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA 等国际知名品牌客户提供 OEM/ODM 服务，晶苑国际主要为 UNIQLO、GU、GAP、H&M 等全球知名品牌客户提供代工服务，联泰控股主要为 ADIDAS、COACH、Dillard's 等提供 OEM 服务。

鲁泰 A、联发股份、华茂股份、新野纺织和凤竹纺织客户较为分散，主要系相关公司并非以提供成衣产品为主，产品和服务种类较多，客户较为分散。

表 4：同行业内与前五名客户销售收入占比情况对比

公司名称	2018 年	2019 年	2020 年
申洲国际	81.73%	84.95%	87.27%
品苑国际	64.10%	67.00%	66.00%
联泰控股	60.20%	65.50%	66.30%
鲁泰 A	19.78%	20.95%	20.09%
联发股份	7.38%	8.71%	9.33%
华茂股份	12.53%	11.12%	22.74%
新野纺织	6.47%	7.93%	11.78%
凤竹纺织	28.47%	35.68%	24.98%
本公司	53.24%	55.28%	53.33%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

综上，2018 年至 2020 年，公司对前五大客户的销售占比较高，是公司与大客户双方合作关系不断深化的结果，也是市场选择的结果，符合行业特性，大概率不会对公司未来业务发展稳定性构成较大不利影响。

2.2. 全球化布局，低成本助推产能扩张及业绩增长

2.2.1. 分工序打通国内外差异化布局，主动避开贸易壁垒

公司是一家全球化布局的跨国公司。公司面料纺织布局在浙江嵊州、越南，成衣制造布局在湖南、河南、安徽等省份以及越南、柬埔寨、斯里兰卡、罗马尼亚等多个国家。随着越南、柬埔寨、斯里兰卡等工厂的逐渐成熟，员工效率持续提升，叠加当地更为便宜的劳动力成本、运营成本等，公司实现了产能扩张及利润增长；公司庞大的产能基础也保证了公司持续承接优质客户大额订单的能力。

公司全球化布局的主要优势体现在如下三点：

1) 劳动密集型工序向低劳动成本国家转移。随着国内人力成本持续增长，成本控制对于纺织企业重要性越来越大。基于各国不同的人力成本及人力资源效率以及税收优惠政策，全球纺织行业产业转移趋势依次为美国及欧洲、日本、韩国、中国台湾、中国大陆、东南亚、非洲。公司近年来持续进行国际化布局，将部分低端面料生产及制衣环节，逐渐转移至东南亚国家。公司的全球化布局有效地节省了人工开支，增强了公司盈利能力。

2) 技术密集型工序留在中国本部开展。服务高端服装品牌需要生产商具备综合竞争能力，其中高端面料和快速组织生产是两个关键方面。全球成衣代工行业集中度虽然较低，但高端面料技术集中度较高，公司主要从事的棉纺面料行业内，拥有高端面料技术的企业主要集中在中国和意大利，公司在棉纺面料技术领域属于领先企业。公司高端面料的研发和生产主要集中在公司位于浙江嵊州的生产基地，依托于中国境内纺织面料领域的技术优势开展研发和生产。

此外，组织生产的响应速度是成衣代工行业的核心竞争力之一，中国工厂和工人响应速度较高，但人力成本也较高，东南亚地区人力成本较低，但组织生产的响应速度、人员工作精细度等虽然近年来快速提升但仍与中国境内存在一定差异

3) 关税壁垒区域内设厂绕开贸易壁垒。近年来全球贸易保护主义抬头，部分国家和地区贸易保护主义政策、关税政策频繁出台，为应对这一趋势，公司在全球化布局中主动在各个关税壁垒区域内设厂，以绕开贸易壁垒；如公司当前在境内的销售主要通过中国境内工厂生产，公司在越南的生产基地对美国、日本的出口具有关税优势，公司在斯里兰卡的生产基地对欧洲出口具有关税优势。

2.2.2. 自主与外协生产协同推进，各业务持续产能扩张

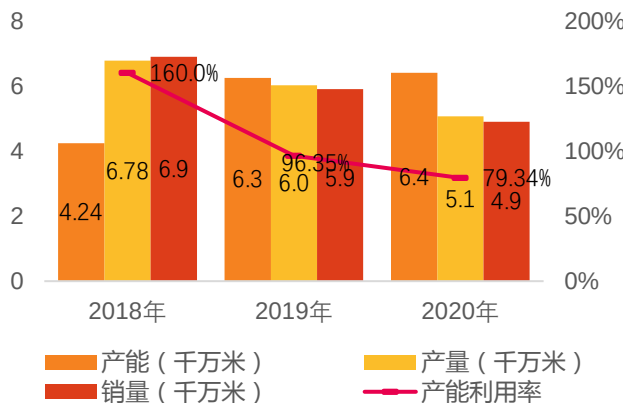
1) 自主生产

2019 年公司梭织面料产量 6022.01 万米，同比减少 11.14%；对外销量 2100.44 万米，同比减少 12.99%，主要原因系 2019 年国内外消费者对梭织成衣、梭织面料的消费需求增速放缓，对针织成衣、针织面料的消费需求持续增长，在此背景下，公司部分面料客户减少了对公司梭织面料的采购需求，公司因此减少了梭织面料的生产和销售。

2020 年公司梭织面料产量 5077.74 万米，同比减少 15.68%；对外销量 1886.49 万米，同比减少 10.19%，主要原因系 1) 2020 年受“新冠”疫情影响，全球服装及零售行业整体市场需求减少，公司部分梭织面料客户订单减少，使得公司梭织面料整体产销量减少；2) 疫情期间，公司整体开工率同比减少，使得梭织面料产量有所减少。

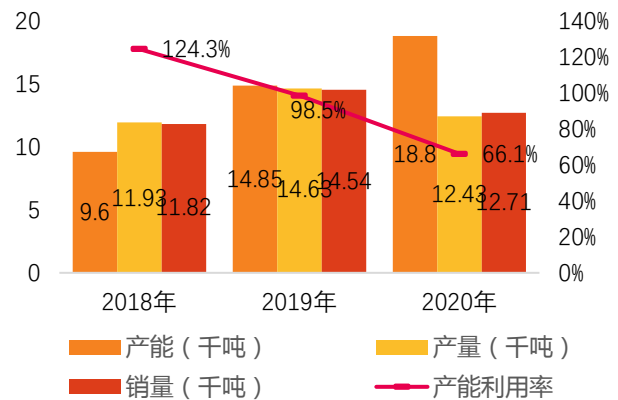
2020 年公司针织面料产量为 12,431.10 吨，同比减少 15.05%；对外销量为 5,259.69 吨，同比减少 1.72%，主要原因系：1) 2020 年受“新冠”疫情影响，全球服装及零售行业整体市场需求减少，公司部分针织面料客户订单减少，使得公司针织面料整体产销量减少；2) 疫情期间，公司整体开工率同比下降，使得针织面料产量有所减少。

图 19：梭织面料产能及利用情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

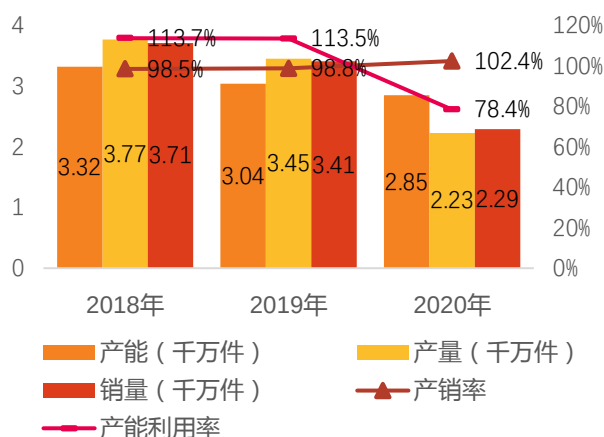
图 20：针织面料产能及利用情况



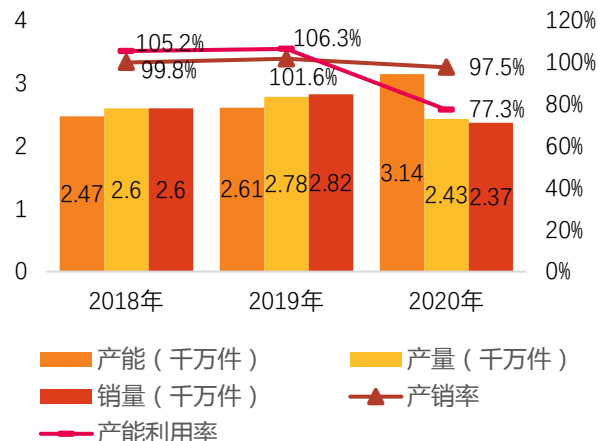
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 21：梭织成衣产能及利用情况

图 22：针织成衣产能及利用情况

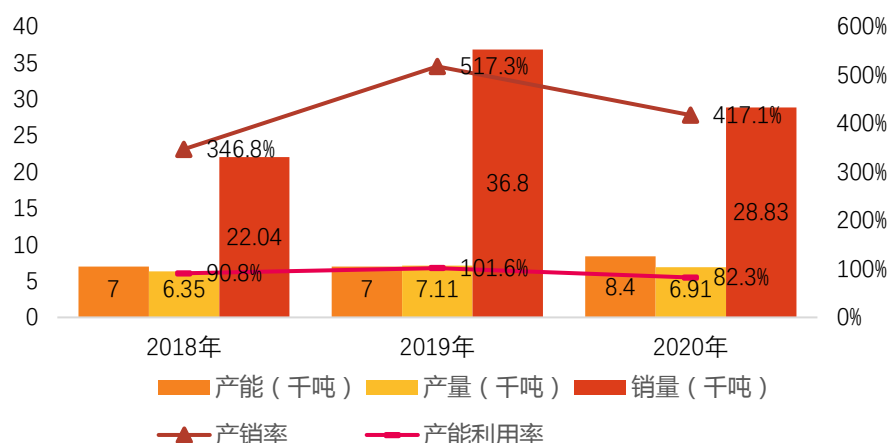


资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 23: 纱线产能及利用情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2) 外协加工

2018 年至 2020 年，公司外协生产金额分别为 48,056.02 万元、36,903.56 万元和 32,503.16 万元。公司外协主要系实际生产中，当订单量超过公司全生产链中某些工序产能或需要采用某些公司设备未覆盖的特殊工序时，企业通过将部分工序外包的方式提高综合产量。

公司在选择外协厂商的时候会按照如下几个维度进行综合考虑：尽量选择细分工序行业龙头或行业优质公司；外协工厂位置距离分布较近，以满足公司生产主要单位的运输便利性；某些客户会指定外协单位进行加工；符合公司品控要求且价格具有优势的外协单位。

公司对于外协采购制定了较为严格的验收要求，外协采购产品全检合格后才能入库出货；同时，为了确保外协产品的质量，对于采购金额较大的外协单位公司会安排专人去外协单位进行监控。其中，公司对于成衣产品的外协采购的验收要求尤为严格：外协订单生产前，外协厂商必须先提交首件样批核，批核给出评语，召开产前会议讲解品质要求注意事项，后续才能开始正式生产；外协订单第一时间所生产出来的成品，抽取 5 件以上检验尺寸及外观；对于外协规模较大的订单，公司委派质量管理人员驻外协厂现场巡查，抽查成衣品质及尺寸；成衣后经工厂检验通过的成品，出货前公司质量管理人员按 AQL 标准进行抽查，检验通过方可出货。

表 5：2018 年度外协加工情况

外协主要环节	外协采购金额 (千万元)	外协采购数量	外协金额占比
梭织面料-织造(千万米)	8.62	3.98	17.9%
梭织面料-染色(千吨)	6.7	7.05	13.9%
梭织面料-染整(千万米)	6.21	2.82	12.9%
针织面料-染色(千吨)	3.73	3.43	7.8%
梭织成衣-车缝(千万件)	3.4	0.63	7.1%
针织面料-织造(千吨)	3.35	9.14	7.0%
针织成衣-车缝(千万件)	2.94	0.52	6.1%
合计	34.95		72.7%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 6：2019 年度外协加工情况

外协主要环节	外协采购金额 (千万元)	外协采购数量	外协金额占比
针织成衣-车缝(千万件)	5.85	0.86	15.9%
纱线-纺纱(千吨)	5.26	5.1	14.2%
梭织成衣-车缝(千万件)	4.11	0.67	11.1%
针织面料-织造(千吨)	3.57	1.29	9.7%
梭织面料-织造(千万米)	3.54	6.9	9.6%
针织成衣-印花(千万件)	2.51	0.34	6.8%
梭织面料-印花(千万米)	2.34	0.26	6.4%
合计	27.18		73.6%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 7：2020 年度外协加工情况

外协主要环节	外协采购金额 (千万元)	外协采购数量	外协金额占比
针织成衣-车缝(千万件)	5	0.8	15.4%
纱线-纺纱(千吨)	4.56	4.89	14.0%
梭织成衣-车缝(千万件)	3.55	0.56	10.9%
针织面料-织造(千吨)	3.45	7.06	10.6%
梭织面料-织造(千万米)	2.79	1.74	8.6%
针织成衣-印花(千万件)	2.54	0.37	7.8%
防疫物资-车缝(千万件)	1.56	0.75	4.8%
合计	23.47		72.2%

资料来源：招股书，天风证券研究所

2.3. 技术领先，持续加强面料研发及工艺创新

公司自成立以来一直十分注重研发能力的提升，在面料研发、工艺、生产等方面取得了多项研究成果，截至 2021 年 3 月 31 日，公司及其子公司共拥有 66 项境内已授权专利。

表 8：公司部分专利一览

技术名称	主要生产效果
全亚麻柔软免烫面料的加工	赋予全亚麻面料较好的柔软度的同时使其具有免烫效果

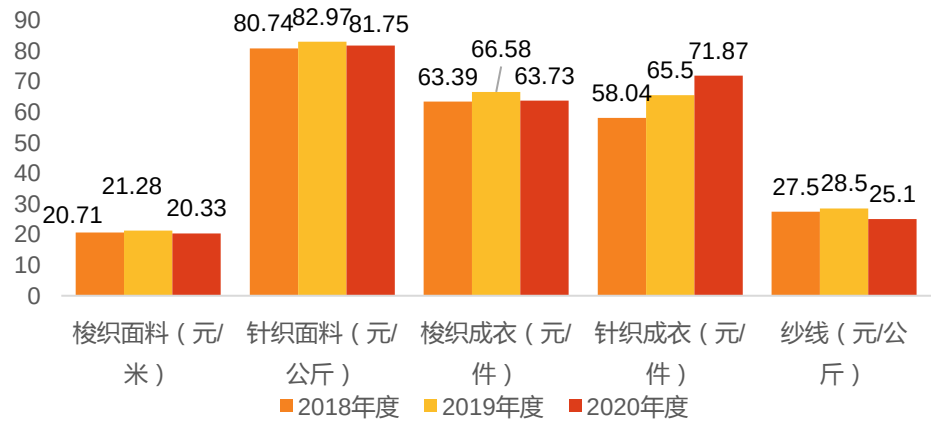
技术

全棉吸湿快干面料及其生产技术	全棉面料具有优异的吸湿、快干性能和很好的耐洗性，同时手感非常清爽柔软
真丝织物筒子纱的染色技术	能够采用筒子染色工艺进行真丝各种颜色的染色加工
超级免烫面料技术	使面料免烫平整度可以达到 4.0 级
无甲醛免烫面料技术	使面料免烫平整度达到 3.5 级的同时无甲醛的健康面料
保健服技术	使面料散发特殊波动，从而促进新陈代谢达到保健效果
色织纯棉降温面料的加工技术	面料具有良好的导热吸水性能和吸附性能，能够起到降温散热的作用比正常织物低 2-5 度
镂空梭织面料的加工技术	改变面料单一的风格，使面料具有多变的镂空效果，提高面料的美观

资料来源：招股书，天风证券研究所

公司通过自有的各项工艺技术优势，生产之面料在抗皱、透气、保暖、轻薄等特性上具有一定的优势。该些面料的优质特性，令公司受到全球各大品牌服饰的青睐，大程度的提升公司的产品质量及销售数量，产品价格得以增长。

图 24：2018-2020 年公司各类产品价格

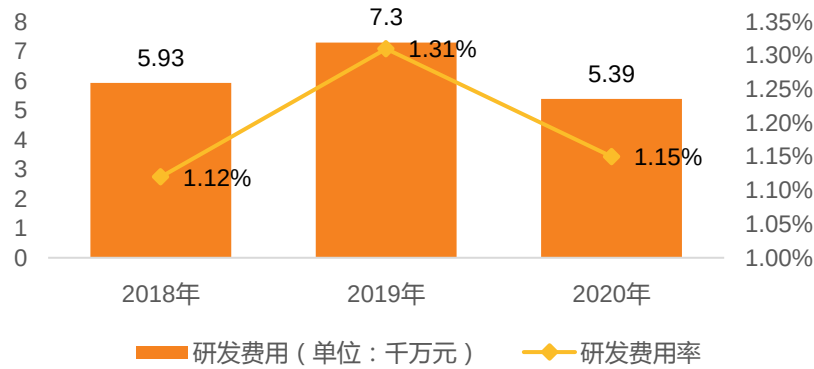


资料来源：招股书，天风证券研究所

公司共有面料技术研发人员、成衣研发人员、技术工及 IT 人员共计开发技术人员 1254 人，占公司员工总数 5.43%，其中面料和成衣技术研发的主要方向包括新型面料开发、面料印染整理工艺开发、面料性能提升开发、成衣服装款式开发等。

公司持续加大在产品开发和技术研发方面的投入。2018-2020 年公司研发费用投入分别 5925.61 万元、7297.40 万元和 5393.24 万元，研发投入占当期营收比例分别为 1.12%、1.31% 和 1.15%。

图 25：2018-2020 年公司研发费用及研发费用率



资料来源：招股书，天风证券研究所

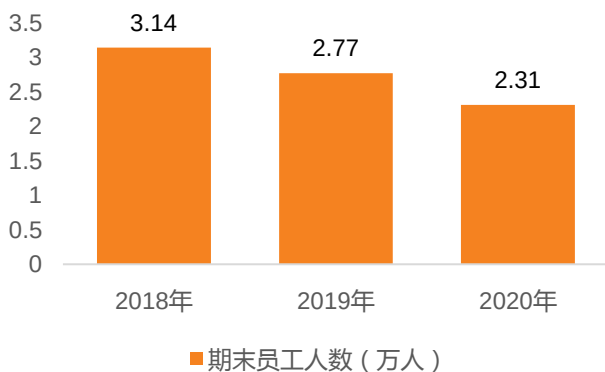
2.4. 持续智能化改造，开展自动化生产试点

基于国内人力成本的不断增长，公司不断引进先进的生产设备，并开发了相关配套的系统用于取代不必要的人力劳动，提升自动化效率，进一步降低生产成本。同时，由于目前国际各大知名服装品牌为控制自身库存，对订单批量、下单周期和交货及时性的要求进一步提高，使得供应商“产能充足、配套完善”尤为重要，特别是在“订单快速反应”的要求，正日益成为国际品牌选择供应商的重要因素。公司生产体系的持续的智能化改造，使得公司生产产品自动化率高、容错率低、订单反应时间快，成为公司始终能获得优质订单的一大竞争优势。

公司目前在自动化成衣生产方面持续投入研发力量，并已在公司湖南生产基地和越南生产基地实验高度自动化生产模式。

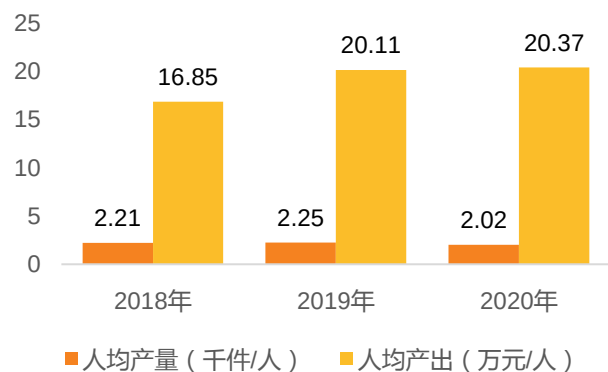
公司持续对生产线进行自动化改造，减少了对一线操作员工的使用需求。公司的产线自动化改造包括纺织产线自动化改造和成衣产线自动化改造。其中纺织产线中，如络筒、松纱、染整配色、穿棕、包装、仓储、检验等的工序实现了自动化改造，成衣产线中，吊挂中控系统的使用及剪裁实现了自动化改造。通过上述产线的自动化改造，公司的生产效率得到提升，因而减少了对一线员工的使用需求，公司对员工结构进行了一定程度的优化和精简。

图 26：2018-2020 年期末员工人数



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 27：2018-2020 年公司人效情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 全球服装市场需求强劲，运动、轻奢服饰增长亮眼

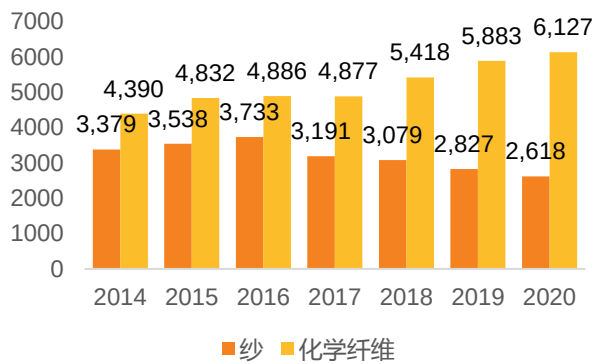
3.1. 中国纺织产量居世界一位，行业景气度回暖

(1) 中国纺织行业规模

纺织行业作为我国消费品三大支柱行业之一，在国民经济中占据着重要地位。目前我国已经发展成为名副其实的纺织大国，主要纺织产品化纤、纱、布等产能产量巨大，产量已居世界第一位。

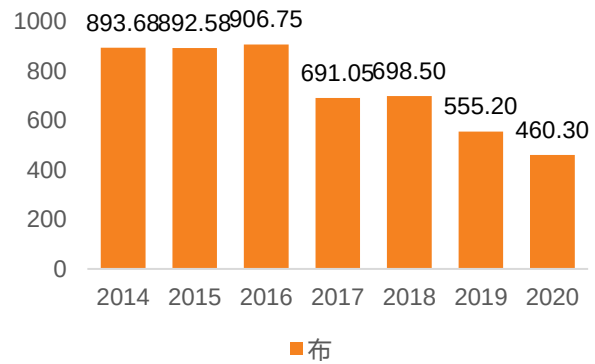
根据国家统计局统计数据，我国 2020 年纱产量为 2618.30 万吨，同比减少 7.98%；化学纤维产量为 6126.50 万吨，同比增长 3.97%；布产量为 460.30 亿米，同比减少 20.62%。

图 28：中国主要纺织产品（纱、化学纤维）产量（万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 29：中国主要纺织产品（布）产量（亿米）



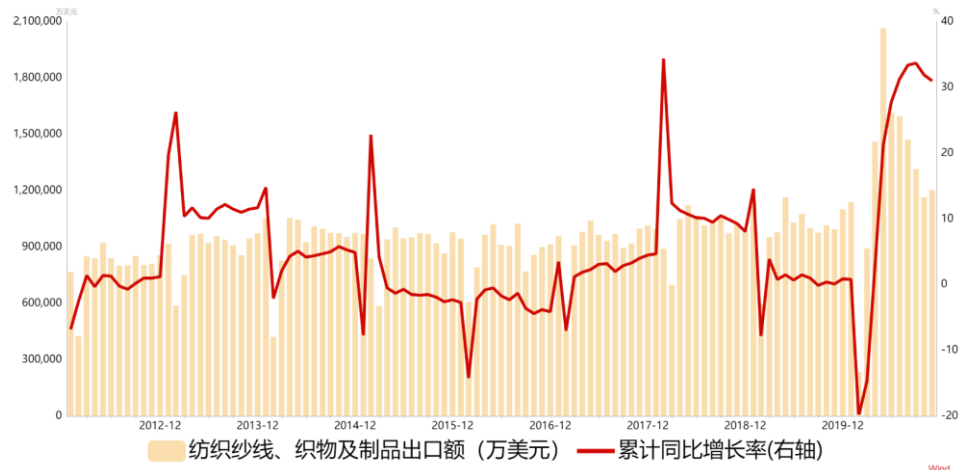
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

(2) 纺织工业增长方式从规模速度型向质量效益型转变

根据《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，中华人民共和国工业和信息化部提出，“十二五”期间，纺织品服装出口额年均增长 6.6%，2015 年达到 2912 亿美元，我国纺织品服装出口额占世界同类贸易的比重比“十一五”末提高 3.1 个百分点，但出口金额仍存在波动；“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速将保持在 6%至 7%区间，纺织品服装出口占全球市场份额基本稳定。

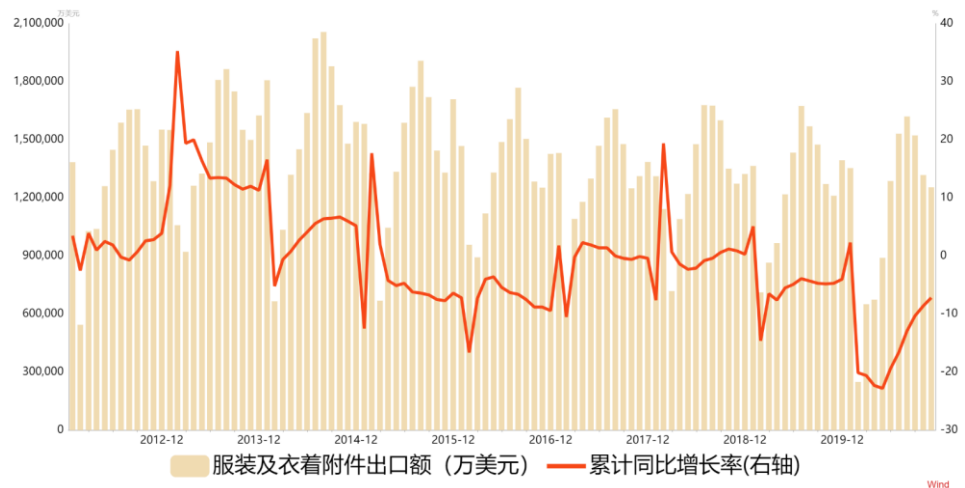
根据海关总署数据，2020 年 1-12 月我国纺织品服装累计出口额为 2912.10 亿美元，同比增长 9.50%，其中纺织品累计出口额为 1538.30 亿美元，同比增长 20.89%；服装累计出口额为 1373.80 亿美元，同比减少 10.47%。2020 年，全国纺织纱线、织物及制品累计出口额为 1539.43 亿美元，较 2019 年增长 336.45 亿元，同比 27.97%；服装及衣着附件累计出口额为 1374.56 亿元人民币，较 2019 年减少 141.40 亿元，同比减少 9.33%。

图 30：纺织纱线、织物及制品出口额及累计同比增长率



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 31: 服装及衣着附件出口额及累计同比增长率



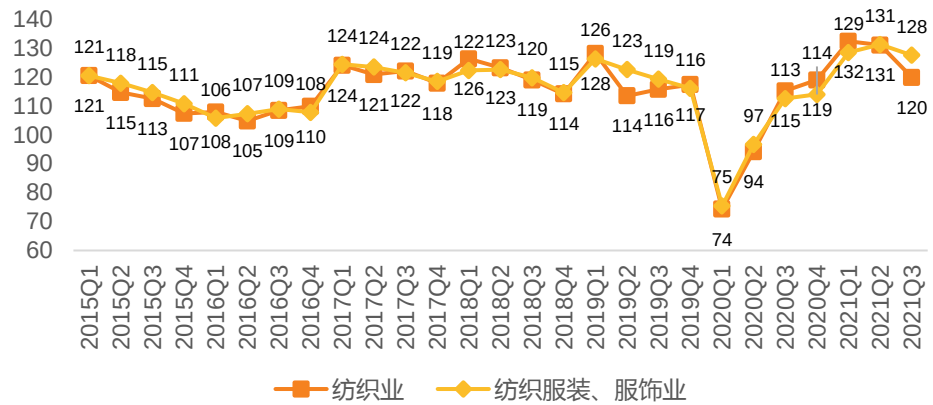
资料来源：海关总署，天风证券研究所

(3) 行业景气度开始回暖

自 2015 年起，我国纺织业以及纺织服饰、服饰业企业景气指数均有所下滑，年平均景气指数从 2015 年的 113.80 和 115.98 减少到 2016 年的 107.78 和 107.45。随后，纺织相关行业景气度在 2017 年起“走出去”战略的影响下，开始出现明显回暖迹象，2017 年平均每季度的两行业景气指数分别为 124.10 和 124.40，较去年同期有明显增长。

近年来，纺织业及纺织服饰、服饰业年均企业景气指数在 2018-2021 年总体保持较为平稳的态势。2019 年末，我国纺织业及纺织服饰、服饰业企业景气指数分别为 117.40 和 116.10。虽然在 2020 年一季度纺织相关行业景气指数大幅下降至 74.28 与 75.40，但之后有稳步回升到之前水平，2020 年末，纺织业及纺织服饰、服饰业企业景气指数分别为 119.00 以及 114.00。2021 年三季度末，纺织业及纺织服饰、服饰业企业景气指数分别为 119.90 以及 127.60。

图 32: 纺织相关行业景气指数 (季)

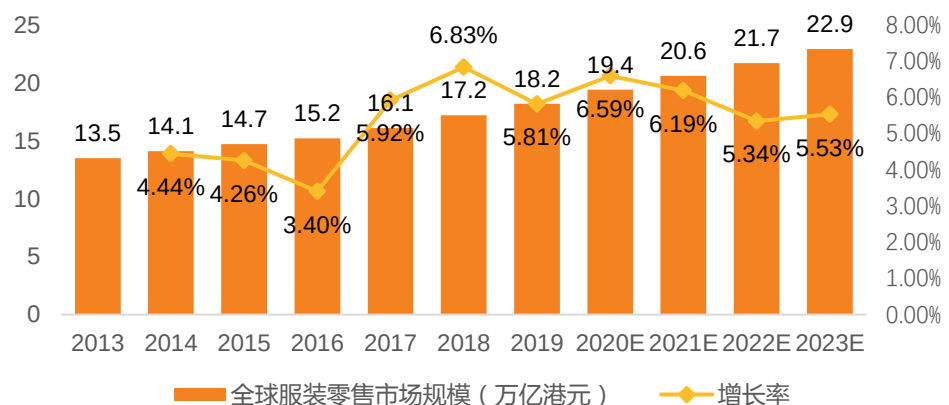


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3.2. 全球服装零售规模持续扩张，运动轻奢服饰增长亮眼

从全球服装市场来看，2013-2019 年全球服装零售市场的零售额以 5.10% 的 CAGR 稳步增长，2019 年总额达 18.2 万亿港元，包括中国及非洲国家等发展中国家预期将继续推动全球服装零售市场的发展。2020-2023 年预计零售额分别达 19.4、20.6、21.7、22.9 万亿港元，即 2020-2023 年 CAGR 5.7%，因此公司产品全球市场需求强劲。

图 33：全球服装零售市场规模及增长率

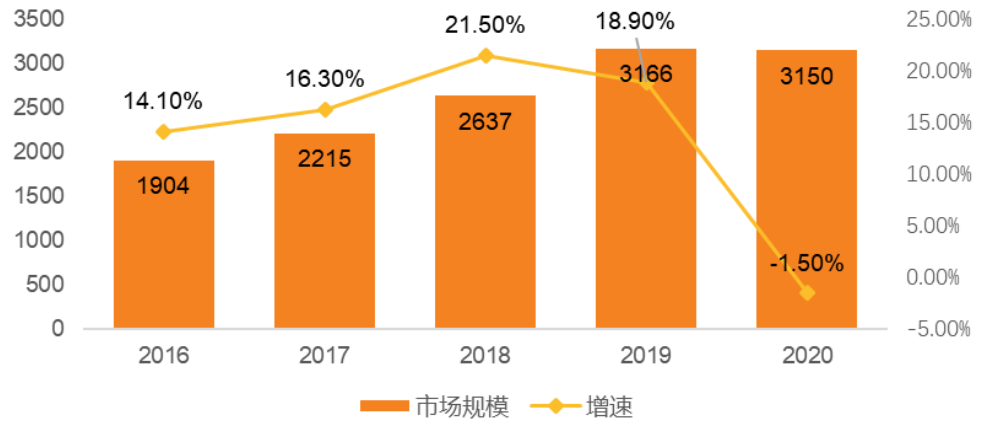


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

(1) 国产运动市场持续增长

近年来我国运动服饰市场规模维持高速增长。欧睿国际数据显示，运动鞋服市场零售规模从 2007 年 790 亿元增长至 2019 年 3166 亿元，对应 CAGR 12.3%。2020 年底中国体育服饰行业市场规模 3150 亿元，对应 CAGR 11.1%。2015 年至 2019 年中国运动鞋服行业 CAGR 为 16.4%，远高于同期服装行业市场规模 6.4% 增速。

图 34：2016-2020 年中国运动服饰市场规模变化情况（单位：亿元，%）

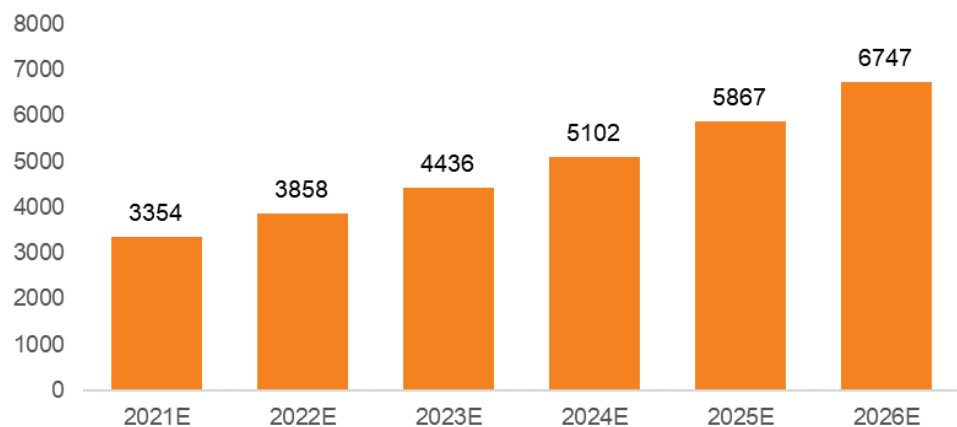


资料来源：欧睿国际，前瞻经济学人，天风证券研究所

全民健身计划发布，长期利好运动服饰市场。2020、2021 年新冠疫情的不断反复引发人们对运动健康的重视。2021 年国务院印发《全民健身计划(2021-2025 年)》，提出到 2025 年经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（社区）三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元等发展目标。

人民群众体育健身更加便利，运动健身热情进一步高涨，运动鞋服消费人群扩大，体育用品市场将迎发展。我国运动服饰市场的空间将进一步打开，2026 年我国运动服饰市场规模有望超过 6000 亿元，CAGR15%左右。

图 35：2021-2026 年中国预计运动服饰市场规模（单位：亿元）



资料来源：欧睿国际，前瞻经济学人，天风证券研究所

（2）消费升级下轻奢休闲品类增长

伴随着文化自信、国潮兴起，在国内会不断涌现出一些代表中国文化和高端消费的轻奢品牌，注重提升产品质量，将中国文化融入产品设计，走差异化、高端化道路，占据国内消费者心智。相对海外运动品牌，国内优秀品牌更能洞察我国消费者的消费需求，更能精确把握中国文化内涵，从而赢得我国消费者的认同。新疆棉事件后，国内优秀品牌的文化属性得到彰显，民众对国潮风产品热情高涨，乘国潮兴起东风，注重中国文化表达的国内中高端消费品牌将不断涌现，赢得消费者青睐。

3.3. 产能向东南亚转移，政策推动生产自动化、智能化

（1）国内政策支持行业建设，产业格局进一步调整

根据《纺织工业发展规划（2016-2020年）》，“十三五”期间全球纤维消费量年均增速2.5%以上，人口增长和经济复苏将支撑全球纺织消费需求继续增长。与此同时，城乡居民收入增长、新型城镇化建设以及二孩政策全面实施等发展红利和改革红利叠加，将导致内需扩大和消费升级，进而推动升级型纺织品消费增长，预计国内居民服装与家纺消费支出年均增长8%左右。

此外，国家加强对“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略的实施，推动区域经济合作，纺织区域协调发展将获得新机遇。建设新疆丝绸之路经济带核心区，以及支持新疆发展纺织服装产业促进就业一系列政策实施，推动新疆纺织工业发展迈上新台阶。推进新型城镇化建设，引导1亿人在中西部就近城镇化，增强中西部纺织工业发展。

（2）全球市场积极布局，产能向东南亚转移

目前，我国纺织工业发展正面临发达国家“再工业化”和发展中国家加快推进工业化进程的“双重挤压”。发达国家在科技研发和品牌渠道方面优势明显，在高端装备、高性能纤维、智能纺织品服装等领域的制造能力持续增长；发展中国家劳动力成本优势明显，随着区域性贸易协定的实施将降低有关国家贸易成本，印度、越南、孟加拉国、巴基斯坦等发展中国家纺织业呈明显上升趋势。

“十四五”期间，全球纺织产业格局将进一步调整，面对人工成本增长以及国际竞争的压力，我国需要加快结构调整和产业升级，将产能向东南亚等发展中国家转移，进而降低生产成本与规避风险。而这种全球纺织分工体系的调整，将促进企业更有效地利用两个市场、两种资源，更积极主动地“走出去”，提升纺织工业国际化水平，开创纺织工业开放发展新局面。

如今，随着中国经济对全球影响力的加强，中国企业跨境并购步伐与并购机会增长。在海外并购的过程中，国内纺织服装企业学习并加强国际化运营能力、海外并购经验及全球人才管理能力；同时，充分吸收整合各地的企业文化、管理理念等，使走出去的企业真正成长为全球跨国型的国际纺织服装集团。

（3）纺织业与互联网结合，自动化、智能化推进新变革

“十三五”时期，我国经济发展进入新常态，纺织工业发展环境和形势正发生深刻变化，总体来看，发展机遇大于挑战。纺织业应积极把握需求增长与消费升级的趋势，利用好新一轮科技和产业变革的战略机遇，继续保持中高速发展，加快向中高端迈进，形成“纺织业+互联网”新生态模式。

近年来，“互联网+”全面推进，大数据、云平台、云制造、电子商务和跨境电商发展催生纺织业的新业态与新模式；同时，纺织行业的设计、生产、营销、物流等环节积极应用互联网信息技术，结合自动化与智能化技术推动生产模式向柔性化、智能化、精细化转变，由传统生产制造向服务型制造转变。纺织业与互联网深度融合将全面提升企业的效益水平，实现智能化创新应用，真正实现“纺织业+互联网”新业态模式。

3.4. 行业具多方壁垒，规模企业竞争优势凸显

（1）先行进行海外布局企业具有较多经验及较强先发优势

由于目前中美贸易摩擦加剧与贸易保护主义抬头等背景，较地区性的纺织企业相比，全球化的纺织企业需要拥有更好的可持续盈利能力与抗风险能力，来抵抗面对的更大、更剧烈的风险与影响。

与此同时，海外扩张对后发的企业存在较高的融资门槛，而成熟的全球化企业需要拥有相对较高比例的海外资产。现阶段，我国银行业本身国际化程度较为滞后，境外分支机构级别较低，并购融资业务与国际不接轨，中资银行融资业务难以满足民营企业走出去的融资需求。

在全球化的过程中，由于企业本身拥有国际化的人才引进、管理和发展机制、企业高层管理者拥有不同的文化背景以及国际化的多元视角等因素的试错成本高，企业需要在海外扩张的实践中缓慢成长与积累，因此，先行进行海外布局的企业具有较多的经验及较强的先发优势。

（2）良好面料技术、优质面料研发水平决定最终成衣生产竞争优势以及客户粘性

中高端面料主要是满足消费者的中高档消费需求，同时亦致力于引领行业流行趋势，对面料的科技含量、产品的舒适度、花型的多样性、设计理念的创新性等要求较高。因此，面料企业需要具有较大规模的、稳定的、专业的研发设计师团队，还要坚持长期的人才培养和持续的研发投入，能够紧跟市场前沿流行趋势，结合国际时尚设计理念和我国文化传统与风俗习惯，不断推陈出新，持续提供花型丰富、风格各异、材质多样化的家纺面料产品，以满足客户多样化的需求。否则，难以满足客户的需求，从而无法进入中高端面料领域。

同时，通过依托于掌握核心面料技术，高端成衣制造企业能够更好地服务于全球各大品牌服装客户。目前全球主要服装品牌均要求高品质面料为成衣生产基础，许多国际著名品牌已经开始主打特殊功能面料、特殊工艺面料服装，以适应更多样化、更高标准消费层次需求，因此良好面料技术、优质面料研发水平决定最终成衣生产竞争优势以及客户粘性。

此外，如何合理地组织缝制工序，选择缝迹、缝型、机器设备和工具等都十分重要。因为缝制是按不同的款式要求，通过合理的缝合，把各衣片组合成服装的一个工艺处理过程，是整个服装加工过程中技术性较强，也是较为重要的成衣加工工序。

品牌服装客户对面料纤维特性、色牢度、缩水率等技术指标均有严格质量标准，某些客户更要求特殊功能面料、特殊工艺面料。各大品牌服装对于面料严格标准，要求面料企业必须建立严格质量控制体系，对供应商具有严格筛选标准和质量管理措施，从原材料、生产管理、入库检测等多个环节控制产品质量，否则，将难以达到客户对产品的质量标准要求。同时，在成衣生产过程中，面料检验是成衣生产第一关，也是控制服装成品质量重要的一环。而成衣检验是服装进入销售市场的最后一道工序，也起着举足轻重的作用。面料检验和成衣检验是成衣生产管理链中重要的质量控制环节。

4. 募投项目

公司本次公开发行 5556 万股人民币普通股 A 股，发行募集资金总额 5.54 亿，募集资金净额 4.63 亿元。本次募集资金将用于面料技术改造建设项目（嵊州）、面料技术改造及扩能建设项目（越南）、湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目、盛泰集团智能制造系统建设项目、河南织造及成衣生产中心建设项目以及补充营运资金，以扩充产能，实现公司的进一步发展，总投资 7.12 亿元。

表 9：公司募集资金投资项目

序号	募集资金投资项目名称	项目名称	项目投资总额 (亿元)	募集资金投资金额 (亿元)
1	面料技术改造建设项目(嵊州)	面料技术改造建设项目	1.34	0.60
2	面料技术改造及扩能建设项目 (越南)	嵊州盛泰针织有限公司增资盛泰纺织 (越南)股份有限公司面料技术改造及 扩能建设项目	0.99	0.98
3	湖南新马制衣有限公司生产线 技术改造升级建设项目	湖南新马制衣有限公司生产线技术改 造升级建设项目	0.63	0.30
4	盛泰集团智能制造系统建设项 目	新马(安徽) 制衣有限公司智能制造系 统建设项目 湖南新马制衣有限公司智能制造系统 建设项目 河南新马制衣有限公司智能制造系统 建设项目	0.12 0.15 0.22	0.08 0.06 0.20
5	河南织造及成衣生产中心建设 项目	织造及成衣生产中心(成衣) 建设项目 织造及成衣生产中心(织造) 建设项目	0.98 0.68	0.50 0.30
6	补充营运资金	补充营运资金	2.00	1.61
		合计	7.12	4.63

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1) 面料技术改造建设项目(嵊州)、面料技术改造及扩能建设项目(越南)

提升面料生产技术水平，提高生产效率。募投资金约 0.60 亿元将用于面料技术改造建设项目(嵊州)，募投资金约 0.98 亿元将用于嵊州盛泰针织有限公司增资盛泰纺织(越南) 股份有限公司面料技术改造及扩能建设项目。

在面料技术改造建设项目(嵊州) 方面，项目拟充分利用公司现有的生产技术，淘汰部分旧设备，新增生产设备 98 台(套)，公辅设备 7 台(套)，合计新增设备 105 台(套)，生产色织与针织面料。在面料技术改造及扩能建设项目(越南) 方面，项目拟新增生产及自动化设备 115 台(套)。

本项目将有助于：

①**提升生产线自动化水平。**通过该项目建设，对原生产设备进行升级改造，购置一批先进的生产设备，同时淘汰掉部分老旧设备，提高产品质量，降低废料和废品的产生率。另外，通过引入部分自动化设备，提升生产线的自动化水平，使得各车间生产线的自动化、机械化程度和生产效率大幅提高。

②**应对欧美国家对中国纺织品受限。**近年来欧美国家纷纷设立技术、价格、增加关税等壁垒，对我国出口纺织品进行限制。中国纺织企业急需加强生产技术的升级与改造，以满足全球纺织行业的技术要求。本项目建设将有效应对欧美国家对中国纺织品设限，对于保持企业出口率的持续增长意义重大。

③**降低生产成本。**目前，公司以人工生产为主，生产效率低下且成本较大。公司拟在现有厂房基础上进行面料生产技术改造，同时对污水处理和中水回用设备进行升级改造，以此来提高水资源利用率，降低运营成本。项目建成后，将极大减少企业的人力成本与资源消耗。

2) 湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目、盛泰集团智能制造系统建设项目、河南织造及成衣生产中心建设项目

提高智能化水平，提升全要素生产率，进一步推动国际化布局。公司将在湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目、盛泰集团智能制造系统建设项目、河南织造及成衣生产中心建设项目上分别投入 0.30、0.34、0.80 亿元募集资金。

湖南新马自动化工厂项目拟利用现有厂房、现有设备，购置部分先进设备，生产成衣相关产品，项目建成后可形成年生产成衣 320 万件的生产能力。盛泰集团智能制造系统建设项目将通过实现从订单、排单、物料仓储、裁剪、车缝到烫包全过程的数据贯通，解决生产计划制定过程中的优化问题。河南织造及成衣生产中心建设项目将加大对针织面料及成衣的生产投入，提升生产效率。

本项目将有助于：

①产线升级，提高生产效率、扩大产能。随着经济社会的发展，人民生活水平不断提高，世界人口急剧增长，纺织产品市场需求日益增多，纺织服装行业的前景较为乐观。项目采用国内外先进的生产设备，完成对现有生产线的升级，可以有效地降低成本，在保证产品质量的基础上，扩大产能，提高企业的生产效率，进而提高企业的盈利水平。

②降低生产成本，推动国际化布局。国内原材料以及劳动力等价格连年攀升，对于国内纺织企业，寻求降低生产成本的应对措施迫在眉睫。本项目将通过自动化、智能化及污水处理改造，降低劳动力、水耗等生产成本。由于自动化生产带来的人力成本降低，令离岸生产向进岸生产和本地化生产成为企业更重要的优势。

③提高企业知名度。通过本次项目新建厂房，采用先进自动化设备，完成对生产线的升级，可以进一步提升生产效率、提高产品的质量。在市场化竞争过程中，以产品品质高、交货时间准时为特色，在行业内站稳脚跟，打响企业知名度。

3) 补充营运资金

满足业务扩大需求，提升公司核心竞争力。公司拟投入募集资金 1.61 亿元对营运资金进行补充。

本项目有助于：

①为实现公司业务发展目标提供资金支持。随着行业的发展、公司规模的扩大、客户订单的增长以及未来募集资金投资项目的实施完毕，公司的营业收入预计能够保持增长，应收账款、存货等所占用的资金也会同步增长，公司所需的日常营运资金的需求量亦会逐年递增，保持与业务规模相适应的流动资金规模是业务扩大的必然要求。

②提升公司核心竞争力与长期盈利能力。通过补充营运资金，将为公司业务发展目标提供资金支持，有利于公司更好地抓住市场发展机遇，促进公司主营业务的持续、快速发展，提升公司的核心竞争力，并最终提高公司的长期盈利能力。

5. 盈利预测与估值

按照公司主要产品，我们将收入划分为梭织面料、针织面料、梭织成衣、针织成衣、纱线业务和其他业务共 6 大板块，并以此分别测算未来收入。主要测算逻辑为收入=产能*产能利用率*产销率*单价，其中纱线和面料作为原材料，涉及一部分对内销售不计入收入，故以一定的对外销售占比预测销量中对外销售的部分。

基于主要测算逻辑，我们做出如下假设：

1) 产能：无特殊扩产前提下，受益于现有生产效率的提高，产能基本保持逐年小幅稳定的自然增长，其中梭织成衣产能在 18-20 年逐年减少，我们假设 21-23 年维持不变；基于公司本次募投项目，越南、湖南、河南等项目建成后将新增 6400 吨/年的面料产能，以及 920 万件/年的成衣产能，预计 24 个月后即 2023 年 11 月建成投产，我们假

设相应板块将于 2023 年末新增 2 个月的新产能；

- 2) 产能利用率: 20 年受疫情影响, 假设 21-23 年逐步恢复至疫情前 18-19 年水平, 其中部分板块由于 23 年有新增产能注入, 故假设 23 年其产能利用率略有回调;
- 3) 产销率: 20 年受疫情影响, 假设 21-23 年逐步恢复至疫情前 18-19 年水平; 其中纱线业务由于外协产能较高, 我们假设产销率维持历史平均水平;
- 4) 单价: 疫情前各品类单价均有上涨趋势, 叠加今年以来棉纱等原材料价格上涨, 假设 21-23 年将继续维持逐步加价趋势;
- 5) 对外销售占比: 根据各产品历史情况, 假设对外销售占比为 40%不变。

表 10: 盈利预测与估值

	2019	2020	2021	2022	2023
营收 (亿元)	55.7	47.02	49.13	63.41	79.87
YOY	5.28%	-15.57%	4.49%	29.07%	25.95%
梭织面料					
对外销售量 (万米)	2,100.44	1,886.49	1,996.00	2,397.08	3,048.13
单价 (元/米)	21.28	20.33	20.50	20.90	21.20
收入 (亿元)	4.47	3.84	4.09	5.01	6.46
针织面料					
对外销售量 (吨)	5,351.78	5,259.69	5,315.59	7,610.95	10,045.21
单价 (万元/吨)	8.3	8.18	8.34	8.51	8.68
收入 (亿元)	4.44	4.3	4.43	6.47	8.72
梭织成衣					
销量 (万件)	3,411.16	2,286.79	2,137.79	2,565.34	3,198.13
单价 (元/件)	66.58	63.73	65	66.3	67.63
收入 (亿元)	22.71	14.57	13.90	17.01	21.63
针织成衣					
销量 (万件)	2,821.82	2,369.25	2,425.92	3,119.04	3,792.21
单价 (元/件)	65.5	71.87	79.06	85.38	89.65
收入 (亿元)	18.48	17.03	19.18	26.63	34.00
纱线业务					
对外销售量 (吨)	13,246.52	12,680.31	11,515.39	13,213.91	14,975.77
单价 (万元/吨)	2.85	2.51	2.8	2.85	2.88
收入 (亿元)	3.78	3.18	3.22	3.77	4.31
其他业务					
收入 (亿元)	1.82	4.1	4.31	4.52	4.75
YOY	-30.47%	125.74%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

首次覆盖, 给予买入评级。我们预计公司 2021-23 年营收分别为 49.1 亿、63.4 亿、79.9 亿元, 归母净利分别为 3.1 亿、4.1 亿、5.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.56、0.74、0.94 元, 对应 PE 分别为 22、17、13 倍。

考虑公司是生产、销售纺织面料及成衣的供应商, 选取同样作为纺织服装行业上游供应商的申洲国际、华利集团与伟星股份作为可比公司, 以上可比公司 2022 年平均 PE 估值为 25 倍, 给予公司 2022 年 PE 25 倍, 对应股价为 18.63 元/股, 给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

公司代码	公司名称	PE (2021E)	PE (2022E)
2313.HK	申洲国际	35.88	29.13
300979.SZ	华利集团	39.59	31.38
002003.SZ	伟星股份	17.72	15.03
均值		31.06	25.18

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

6. 风险提示

1) 倚重少数客户的风险

公司奉行大客户战略, 在重点维护大客户基础上辅助开发中小客户, 公司客户集中度较高。2018-20 年公司前五大最终客户占公司营业收入比重为 53.24%、55.28%和 53.33%。如果主要客户需求减少或公司开拓新客户进展不理想, 有可能导致公司业务增长减缓甚至减少等不利影响。

2) 海外经营相关风险

公司的海外经营业务占比较高: 2018 年至 2020 年, 境外销售占比分别为 62%、57%和 50%, 销售区域主要包括美国、日本、欧洲及其他境外地区。公司存在境外子公司 30 余家, 主要分布在越南、柬埔寨和斯里兰卡等。境外国家和地区相关行业监管、税收、外汇政策的变动, 未来仍可能引发公司在东道国的合规性风险、税务风险、以及外汇临时管制而导致利润分红无法汇入境内的风险。

3) 业绩持续下降风险

2020 年度, 公司营业收入同比减少 15.57%, 主营业务收入同比减少 14.86%, 归属于母公司股东净利润同比增长 9.01%, 扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润同比减少 4.03%。目前, 国内新冠疫情得到了有效的控制, 但国外疫情尚未得到有效控制。在此背景下, 国外服装消费可能出现进一步减少、品牌商业绩进一步减少, 从而导致公司境外收入持续减少。与此同时, 若未来国外疫情长期得不到有效控制, 则可能导致疫情从国外输入国内, 从而影响国内消费市场, 进而导致公司境内收入也随之减少。

4) 短期内股票波动风险

该股为次新股, 流通股本较少, 存在短期内股价大幅波动的风险。

5) 不同市场估值体系差异风险

选取的可比公司与公司在不同市场上市, 不同市场存在一定的估值体系差异, 存在可比公司估值差异偏差风险。

6) 募投项目进展不达预期的风险

存在因市场环境变化、产业政策变化、市场开拓情况及工程进度、工程管理、设备供应等不确定因素产生的项目实施风险。境外的投资项目若该国政治、经济环境产生变化, 将对相关募投项目的顺利实施产生影响。

7) 新冠疫情影响的风险

新型冠状病毒所引起的新冠肺炎已发展成为全球大流行病, 疫情影响主受地由国内转向国外, 尤其是作为公司主要客户集中地的欧美国家受疫情影响严重, 短期内公司可能面临市场需求不振的冲击, 具体表现为主要客户订单增长停止甚至采购减少的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	210.41	303.72	393.06	507.31	638.94
应收票据及应收账款	906.12	843.02	747.21	1,033.73	1,209.28
预付账款	39.39	26.37	38.07	46.92	60.03
存货	956.96	718.77	1,108.30	1,198.22	1,702.54
其他	145.54	215.31	304.66	224.93	408.90
流动资产合计	2,258.43	2,107.20	2,591.29	3,011.10	4,019.70
长期股权投资	110.42	53.62	53.62	53.62	53.62
固定资产	2,054.18	1,941.35	1,892.38	1,849.48	1,797.23
在建工程	64.69	81.41	84.85	98.91	89.34
无形资产	162.24	258.41	249.90	241.39	232.89
其他	200.92	344.38	286.72	278.72	275.55
非流动资产合计	2,592.45	2,679.17	2,567.47	2,522.12	2,448.64
资产总计	4,850.88	4,820.96	5,170.29	5,548.60	6,488.84
短期借款	2,261.93	2,312.59	1,556.66	1,440.04	1,477.92
应付票据及应付账款	598.88	501.97	679.36	809.81	1,062.56
其他	477.42	397.60	515.68	455.98	566.80
流动负债合计	3,338.23	3,212.16	2,751.70	2,705.83	3,107.29
长期借款	109.79	32.58	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.50	98.42	65.49	70.80	78.24
非流动负债合计	158.29	131.00	65.49	70.80	78.24
负债合计	3,496.53	3,343.16	2,817.20	2,776.64	3,185.53
少数股东权益	32.67	45.21	51.27	59.48	68.87
股本	500.00	500.00	555.56	555.56	555.56
资本公积	212.12	206.15	613.31	613.31	613.31
留存收益	869.49	1,026.54	1,746.27	2,156.92	2,678.88
其他	(259.93)	(300.10)	(613.31)	(613.31)	(613.31)
股东权益合计	1,354.35	1,477.80	2,353.09	2,771.97	3,303.31
负债和股东权益总计	4,850.88	4,820.96	5,170.29	5,548.60	6,488.84

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	275.84	297.24	312.56	410.66	521.96
折旧摊销	240.88	235.85	114.04	117.34	120.32
财务费用	116.99	90.48	76.18	56.11	52.86
投资损失	0.03	2.67	(4.58)	(5.30)	(4.33)
营运资金变动	57.52	(12.30)	(58.06)	(182.09)	(487.07)
其它	(29.97)	142.44	29.36	32.84	33.12
经营活动现金流	661.28	756.38	469.51	429.56	236.86
资本支出	254.62	117.69	92.92	74.69	42.57
长期投资	12.62	(56.79)	0.00	0.00	0.00
其他	(547.90)	(476.98)	(170.89)	(202.43)	(140.36)
投资活动现金流	(280.66)	(416.08)	(77.97)	(127.74)	(97.79)
债权融资	2,375.12	2,380.38	1,598.01	1,466.69	1,512.33
股权融资	(118.21)	(148.18)	480.49	(56.11)	(52.86)
其他	(2,565.51)	(2,404.10)	(2,380.70)	(1,598.15)	(1,466.91)
筹资活动现金流	(308.60)	(171.91)	(302.20)	(187.56)	(7.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	72.02	168.39	89.34	114.25	131.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,569.67	4,702.33	4,913.23	6,341.37	7,986.69
营业成本	4,460.50	3,761.21	4,039.17	5,155.53	6,426.89
营业税金及附加	24.83	29.22	21.62	31.86	46.32
营业费用	219.99	151.24	147.89	223.85	309.88
管理费用	322.13	271.90	276.12	376.04	475.21
研发费用	72.97	53.93	49.62	72.93	111.81
财务费用	129.75	96.08	76.18	56.11	52.86
资产减值损失	(31.84)	(29.53)	(41.30)	(34.22)	(35.02)
公允价值变动收益	(0.69)	13.83	22.98	24.48	23.52
投资净收益	(0.03)	(2.67)	4.58	5.30	4.33
其他	39.23	(2.96)	(55.12)	(59.57)	(55.70)
营业利润	332.83	360.07	371.49	489.05	626.58
营业外收入	3.54	6.69	10.81	10.50	10.93
营业外支出	7.17	8.02	6.50	6.60	6.52
利润总额	329.20	358.74	375.80	492.95	630.99
所得税	53.36	61.50	56.86	73.94	99.43
净利润	275.84	297.24	318.94	419.01	531.56
少数股东损益	7.06	4.23	6.38	8.35	9.60
归属于母公司净利润	268.78	293.01	312.56	410.66	521.96
每股收益（元）	0.48	0.53	0.56	0.74	0.94

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.28%	-15.57%	4.49%	29.07%	25.95%
营业利润	15.80%	8.19%	3.17%	31.65%	28.12%
归属于母公司净利润	14.36%	9.01%	6.67%	31.38%	27.10%
获利能力					
毛利率	19.91%	20.01%	17.79%	18.70%	19.53%
净利率	4.83%	6.23%	6.36%	6.48%	6.54%
ROE	20.34%	20.45%	13.58%	15.14%	16.14%
ROIC	11.77%	11.29%	12.05%	14.42%	17.00%
偿债能力					
资产负债率	72.08%	69.35%	54.49%	50.04%	49.09%
净负债率	159.83%	140.52%	51.21%	34.61%	26.44%
流动比率	0.68	0.67	0.95	1.12	1.30
速动比率	0.39	0.44	0.54	0.68	0.75
营运能力					
应收账款周转率	6.38	5.38	6.18	7.12	7.12
存货周转率	5.62	5.61	5.38	5.50	5.51
总资产周转率	1.16	0.97	0.98	1.18	1.33
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.53	0.56	0.74	0.94
每股经营现金流	1.19	1.36	0.85	0.77	0.43
每股净资产	2.38	2.58	4.14	4.88	5.82
估值比率					
市盈率	25.49	23.38	21.92	16.68	13.12
市净率	5.18	4.78	2.98	2.53	2.12
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.82	11.33	9.26
EV/EBIT	0.00	0.00	17.34	13.77	10.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com