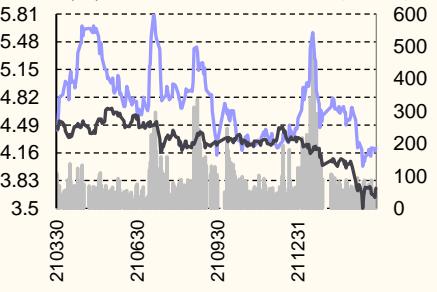


市场价格 (人民币): 4.21 元
 目标价格 (人民币): 5.47 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	17.01
已上市流通 A 股(亿股)	14.25
总市值(亿元)	71.60
年内股价最高最低(元)	5.81/4.00
沪深 300 指数	4254
深证成指	12264
人民币(元)	成交金额(百万元)
5.81	600
5.48	500
5.15	400
4.82	300
4.49	200
4.16	100
3.83	0
3.5	



成交金额 —— 华孚时尚 —— 沪深300

色纺纱数智化先行者，产业链再延伸空间阔

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,887	14,232	19,162	22,320	24,485
营业收入增长率	11.04%	-10.42%	34.64%	16.48%	9.70%
归母净利润(百万元)	402	-444	578	664	764
归母净利润增长率	-46.49%	-210.42%	N/A	14.88%	14.97%
摊薄每股收益(元)	0.26	-0.29	0.34	0.39	0.45
每股经营性现金流净额	1.22	0.46	0.85	0.30	0.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.38%	-7.90%	7.74%	8.31%	8.89%
P/E	27.72	N/A	12.41	10.81	9.40
P/B	1.77	1.20	0.96	0.90	0.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **龙头优势突显，21 年业绩迎来拐点:** 公司主营色纺纱业务，产品时尚度、环保工艺优于普通纱线。作为行业双寡头之一，公司工艺技术领跑行业，产能扩张稳步推进，预计每年新增 20 万锭；上游网链业务锁定优质棉花资源，提高经营稳定性；下游与国产品牌合作深化，国产订单提升至 60%；21 年业绩扭亏为盈，业绩预告全年净利约 5.5-6.3 亿元。21 年 10 月公司非公开发行 2.74 亿股、募集资金 11.3 亿元主要用于扩产及补充流动资金。
- **数智化改革提效初现，依托“云产能”打开成长空间:** 公司 20 年在阿克苏工厂试点工业互联网平台后设备效率增至 97%、成品产量提升 10%、管理成本下降 10%；截至 21 年底已有 100 万锭产能的工厂完成改造，22 年预计将全面完成，对整体净利率预计提升 2%。长期公司计划将数字化方案向行业输出，通过派发高毛利订单、资源平台、原材料优势与腰部企业绑定，以外协生产的方式完成订单，助力公司实现轻资产扩张，打开规模成长天花板。
- **从袜业切入下游，业务协同、数字赋能:** 20 年成立阿大互联，目前业务包括自有品牌、品牌授权、贴牌业务及纱线经营。品牌方面形成卡拉美拉、ISKU、I look like 三大矩阵定位年轻个性人群，目前我国袜子零售端品牌意识尚未形成，有望借机快速占领市场。公司搭建数智化平台以连接订单和中小袜厂，通过智能订单分配整合行业资源，提升管理、经营效率。自有产能方面，公司目前有袜机 2000 台，另外在阿克苏规划 5000 台，计划 5 年分两批投产，满产后预计年产袜子 3 亿双。

投资预测及投资建议

- 色纺纱主业恢复显著、产能扩张有序推进；数智化改造提效的同时有望向行业延展，助力公司轻资产扩张，规模空间进一步打开。预测公司 21-23 年营收 191.62/223.20/244.85 亿元，同增 34.6%/16.5%/9.7%，归母净利润 5.78/6.64/7.64 亿元，同增 230.2%/14.9%/15.0%，对应 EPS 0.34/0.39/0.45 元，给予公司 22 年 14 倍 PE，对应目标价 5.47 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 原材料下跌，终端需求不达预期，人民币汇率波动，限售股解禁。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
 xielivuan@giza.com.cn

投资要件

■ 关键假设

收入端：根据业务类型不同拆分为色纺纱业务、网链业务、袜业以及其他。

(1) 色纺纱业务：21 年以来下游需求持续回暖，公司在被列入实体清单事件后快速调整客户结构、与国产品牌展开战略合作来消化海外订单影响；公司规划在安徽、越南扩产 80 万锭、每年海内外产能各增 10 万锭，疫后产能利用回升至 95%，充分保障订单增长；另外棉价持续上行向下游传导带动产品提价，综上预计 21-23 年色纺纱业务收入 88.77/104.14/106.71 亿元，同比增长 56%/17%/3%。棉花提价叠加工厂数字化提效影响下，毛利率预计分别为 12.5%/12.5%/12.7%。

(2) 网链业务：网链对应的棉花种植、加工、交易等环节受到棉花涨价影响带动收入提升，21-23 年该部分业务收入 99.61/114.55/131.73 亿元，同比增长 20%/15%/15%，毛利率稳定在近 4% 水平。

(3) 袜业：新业务稳步推进，目前已完成阿克苏园区 1000 台袜机产能全部释放，计划 23 年达到 2500 台；贴牌加工、授权运营业务与国内外客户合作持续推进，综上预计 21-23 年该业务收入 2.47/3.70/5.55 亿元、同比增长 65%/50%/50%。阿大数智互联推进下实现订单智能分配与管理效率提高，毛利率预计分别为 11.5%/13.4%/14.0%。

费用端：随着数智化推进工人成本下降、管理效能提升，预计 21-23 年公司管理费用率为 2.2%/2.1%/2.1%；公司销售费用率分别为 0.7%/1.1%/1.1%。

■ 本文亮点

对主营业务在工艺、技术、产能、客户以及原材料供应方面进行优势梳理，并对色纺纱行业规模格局、对公司成长空间做出分析。

归纳剖析工业互联网的落地对 1) 公司内部盈利改善、运营提效方面的影响，2) 长期对行业输出实现资源整合、开放共赢，公司有望通过委派订单实现轻资产扩张。

梳理新业务袜业四大业务协同效应、以及数字化赋能下的运营提效和自主产能规划。

■ 股价上涨的催化因素

需求带动、棉价上行带来的业绩改善，数智化推行下的毛利率和经营效率提升、长期向行业输出规模扩张，以及袜业产能有序扩张下的收入贡献提升。

■ 估值和目标价格

网链、袜业占比提升弱化原材料价格变化带来的业绩扰动，数字化改革长期有望通过产业平台实现轻资产扩张、成长空间大。参考 A 股可比公司，给予 22 年 14 倍 PE，目标价 5.47 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

原材料下跌，终端需求不达预期，人民币汇率波动，限售股解禁。

内容目录

投资要件	2
1、色纺纱龙头优势突显，行业马太效应加剧	5
1.1、主营中高档色纺纱，业务贯通全产业链	5
1.2、主业精进，产能、资源、客户多维度领先	5
1.3、棉价上行利好色纺纱，品质服饰需求回升龙头受益	7
2、数智化改革提效初现，依托“云产能”打开成长空间	9
2.1、对内：IOT+MES 系统首试点阿克苏，净利率有望提升 2%	9
2.2、对外：整合行业资源，实现轻资产扩张	10
3、从袜业切入下游，业务协同、数字赋能	10
3.1、四大业务协同发力，自主品牌定位中高端	11
3.2、数字化赋能供应链平台，产能建设稳步推进	12
4、财务：业绩拐点已至，经营效率有望改善	12
4.1、疫后恢复显著，营收、净利增长强劲	12
4.2、数字化管理提效明显，盈利能力有所反弹	13
4.3、库存管理良好，营运能力持续好于同业	15
5、盈利预测与投资建议	15
5.1、盈利预测	15
5.2、可比估值	17
6、风险提示	17

图表目录

图表 1：2014-1H21 公司纱线业务产能（万锭）	5
图表 2：2014-2020 年公司年产纱线及增速（万吨，%）	5
图表 3：公司扩产项目	6
图表 4：2012-21 年新疆/全国棉花产量及占比（万吨，%）	6
图表 5：2016-20 年公司前五大客户订单规模及占比（亿元，%）	7
图表 6：21 年 3 月以来海外及国产运动品牌天猫平台月 GMV 增速（%）	7
图表 7：中国 328 棉花价格指数（元/吨）	7
图表 8：我国纺织服装零售额当月同比（%）	8
图表 9：我国纺织纱线及纺织制品当月出口额及增速（万美元，%）	8
图表 10：我国纱线年产量及增速（万吨，%）	8
图表 11：我国纱线价格指数（元/吨）	8
图表 12：色纺纱龙头公司产能情况，纺纱业务营收、毛利率及公司市值	8
图表 13：公司智能化 MES 系统	9
图表 14：公司试点工厂生产效率和产量明显提升	10
图表 15：新疆工厂工业互联网 ROI 测算	10
图表 16：公司旗下自有袜子品牌及海外对标品牌对比	11

图表 17: 阿大袜业互联生态系统	12
图表 18: 2017-21Q1-3 公司营收及增速 (百万元, %)	13
图表 19: 2017-21Q1-3 公司归母净利润及增速 (百万元, %)	13
图表 20: 2012-1H21 公司分业务营收及增速 (百万元, %)	13
图表 21: 2017-1H21 公司各项业务及总毛利率 (%)	14
图表 22: 2017-21Q1-3 可比公司管理费用率 (%)	14
图表 23: 2017-21Q1-3 可比公司销售费用率 (%)	14
图表 24: 2017-21Q1-3 公司净利率 (%)	15
图表 25: 2017-20 年可比公司应收账款周转天数 (天)	15
图表 26: 2017-20 年可比公司存货周转天数 (天)	15
图表 27: 华孚时尚营收拆分 (百万元, %)	16
图表 28: 可比公司估值	17

1、色纺纱龙头优势突显，行业马太效应加剧

1.1、主营中高档色纺纱，业务贯通全产业链

公司为全球最大的色纺纱制造商和供应商之一，主营中高档色纺纱的同时以纱线贯通产业前后链，整合前端棉花种植、棉花加工、仓储物流等与后端袜业制造与销售。早期公司通过并购扩展色纺纱主业，2006年起向产业链上游延伸，在新疆布局棉花种植、加工、仓储、交易等，业务覆盖整个棉花供应链。2020年公司开启数智化转型，搭建纺纱产业互联网平台；另外，公司于同年成立阿大袜业，开展袜子品牌运营、贴牌加工、纱线贸易等业务，实现向产业链下游端的延伸。2020年、1H21公司总营收分别为142.32亿元(-10.42%)、85.55亿元(53.98%)，其中色纺纱、网链业务贡献主要营收，1H21收入占比分别达到40%、58%。

公司股权结构稳定，实控人孙伟挺、陈玲芬夫妇通过华孚控股有限公司、深圳市华人投资有限公司、安徽飞亚纺织有限公司间接持有公司41.91%股权。2021年10月，公司向20名特定对象非公开发行2.74亿股，共募集资金11.3亿元(扣除发行费用后)，其中7.9亿元投入到“30万锭智能纺纱产业园项目”以满足国内市场扩大和产业数智化升级的需求，其余3.4亿元用于补充流动资金。

1.2、主业精进，产能、资源、客户多维度领先

■ 技术创新，产品兼具时尚性和功能性

色纺纱采用“先染色、后纺纱”的工艺，性能优于传统纺织产品，且生产过程比传统工艺节水减排50%以上，符合低碳环保趋势。作为全球色纺纱龙头，华孚在生产技术方面不断改进和创新，推出的中高端纱线兼具时尚性和功能性。2020年公司率先突破棉纤维改性技术，开发全棉抗菌、全面吸湿速干、全棉单向导湿等功能性单品；另外公司还完成棉纤维改性后无盐无碱染色技术攻关，做到快速染色的同时，颜色鲜艳度、深度、色牢度都达到行业领先。目前，公司已经形成时尚外观系列、纯棉高支高档色纺系列、健康环保色纺系列、功能产品色纺系列等八大系列、2000多个品种的产品系列。

■ 产能端：优化布局，稳步扩产

截至20年底公司总产能达到189万锭，年产新型纱线19.11万吨，生产基地覆盖中国东部、新疆以及越南等地，其中85%产能来自国内、15%来自海外。截至1H21公司产能达到200万锭，预计全年产量达到28万吨-30万吨。2020-1H21公司产能利用率分别为71%、95%，20年较低主要系疫情导致工厂停运，截至1H21国内、海外产能利用率分别达到95%、96%，疫后恢复良好。

图表1：2014-1H21公司纱线业务产能(万锭)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2014-2020年公司年产纱线及增速(万吨，%)



来源：公司公告，国金证券研究所

计划扩产80万锭，每年预计新增20万锭。公司规划在安徽、越南地区新建产能80万锭，其中在安徽淮北的30万锭智能纺纱产业园项目总投资达到16

亿元，该项目预计在 23 年 6 月底全部建成投产；另外，公司规划建设越南 50 万锭新型纱线项目（一期），共投入 15.06 亿元，主要来自定增获得的募集资金。

图表 3：公司扩产项目

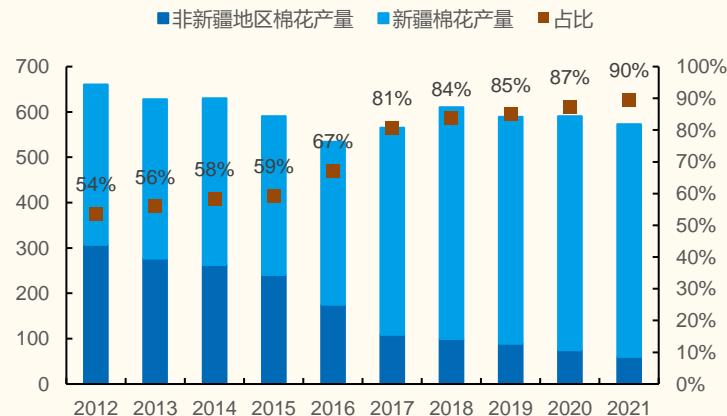
项目	所在地	项目计划	规划占地面积（亩）	投资总额（亿元）	资金来源
30 万锭智能纺纱产业园项目	安徽	项目分三期，每期建 10 万锭生产线，计划于 23 年 6 月底建成投产	566	16	7.9 亿来自募集资金，其余来自自筹资金
（越南）50 万锭新型纱线项目	越南	分为两期，一期 30 万锭、二期 20 万锭	507	15	来自自筹资金

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 供应端：锁定优质棉花资源，成本可控

新疆为我国最大的棉花产出地，近五年新疆棉花产量维持在全国棉花产量的 80%以上、且占比仍在逐年提高；2021 年新疆棉花产量达到 512.9 万吨，占全国产量的 90%。2016 年公司成立新疆天孚棉花供应链股份有限公司，并控股了新棉集团下属四个县棉麻公司，主导经营阿克苏铁路物流站和新疆棉花交易市场，自此公司完成从棉花的种植、加工、仓储、物流到交易全链路布局。截至 20 年底公司在新疆共有棉田 18 万亩、轧花厂 35 个，年棉花交易量 60 万吨，占到新疆棉花总产量的 12%。

图表 4：2012-21 年新疆/全国棉花产量及占比（万吨，%）



来源：国家统计局，国金证券研究所

深入新疆锁定优质棉花资源，品质保障、成本可控。公司主业色纺纱业务中，原棉成本占比达到 60%以上，从前端获取的优质原材料有助于保证公司产品品质的稳定性和持续性；除此之外，深入上游让公司对于棉花供需、价格变动更加敏锐，可以提前调整采购力度以维持经营稳定性。

■ 客户端：订单回流，与国牌合作深化

公司目前和 7000 余家直接客户、1000 余家海外头部客户建立合作，营销网络遍布 60 多个国家和地区，覆盖休闲、运动、内衣、童装等品类，主要合作品牌包括 H&M、优衣库、Gap、耐克、阿迪达斯、安踏、李宁、特步等。2016-20 年公司前 5 大客户占比维持在 10%左右，客户结构稳定。

迅速调整海内外客户结构，深化与国内优质品牌的合作。2020 年 5 月，美国商务部将华孚子公司阿克苏华孚列入实体清单，公司对此迅速调整客户结构，加大与国内头部运动、休闲品牌李宁、安踏、361 度、海澜之家、太平鸟等的合作力度。据渠道调研数据显示，目前国内外订单占比已经从 3: 7 调整为 6: 4，订单回流缓解部分海外品牌解除合作带来的影响。另外，在新疆棉事件催化下，国潮品牌加速崛起，21 年三月以来国产运动品牌安踏、李宁在天猫平台月 GMV 保持良好增长势头，对公司订单带来促进作用。

图表 5: 2016-20 年公司前五大客户订单规模及占比 (亿元, %)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6: 21 年 3 月以来海外及国产运动品牌天猫平台月 GMV 增速 (%)



来源：国金数据中心，国金证券研究所

1.3、棉价上行利好色纺纱，品质服饰需求回升龙头受益

1.3.1、上游：色纺纱企业盈利与棉价变动呈现正相关

原棉成本占色纺纱产品生产成本比重较大，而色纺纱产品定价与当期棉花价格具有相关性，棉花价格上涨带动色纺纱价格提高，因此色纺纱企业在棉价错位的窗口期盈利能力得到改善。自 20 年起棉价持续走高，截至 22 年 2 月 328 棉的平均价格已经达到 22844 元/吨，较 21 年同期增长 44.34%，高棉价让公司色纺纱业务盈利空间得到释放。

图表 7：中国 328 棉花价格指数 (元/吨)

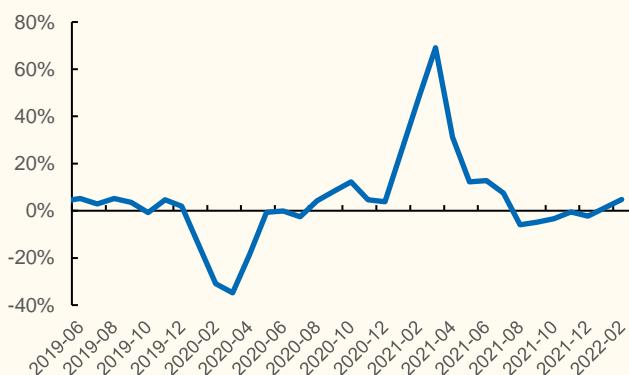


来源：Wind，国金证券研究所

1.3.2、下游景气度稳步回升，色纺纱双寡头格局稳固

国内服装消费维持弱复苏，海外需求带动纺织品出口稳健增长。从国内表现来看，我国服装鞋帽针纺织品零售额在疫情暴发后短期内波动剧烈，21 下半年服装消费持续负增长、行业整体承压；22 年 1-2 月我国服装鞋帽针纺织品实现累计零售额 2382 亿元、同比增速为 4.8%，这也是去年 8 月以来行业首次实现正向同比增长。我国纺织纱线及纺织制品出口额 20 年受到海外疫情扰动较大，随着海外供应链逐步恢复，21 年纺织出口同比于 19 年始终呈现正向增长。我们认为国内服饰销售仍处于弱复苏阶段、纺织品出口较疫情前增势稳健，传导至上游对纺纱板块整体业绩有所提振。

图表 8: 我国纺织服装零售额当月同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 我国纺织纱线及纺织制品当月出口额及增速 (万美元, %)

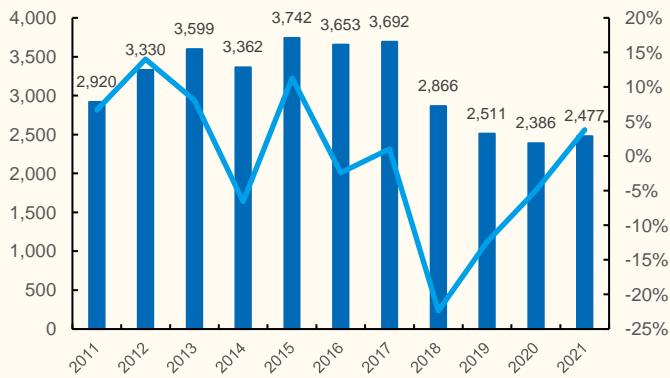


来源: Wind, 国金证券研究所

从纱线产量规模来看, 近年来我国纱线产量整体呈下行趋势, 主要系业内龙头企业充分把握政策、税收、人力成本优势, 加速向越南等地进行产能转移, 目前百隆东方在越南的产能达到 100 万锭、占其总产能的 60%, 华孚时尚在越南的产能为 29 万锭、占其总产能的 14%。2021 年我国纱线年产量为 2477 万吨, 同比增长 3.8%, 对应产值约为 6540 亿元。

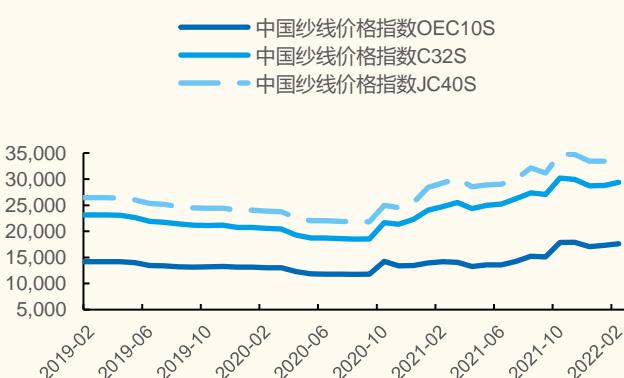
从行业格局来看, 华孚时尚、百隆东方 1H21 色纺纱业务营收分别为 34.3 亿元、39.2 亿元, 产能规模分别为 200 万锭、170 万锭, 若按照中国棉纺织协会统计色纺纱行业年产能 1000 万锭来估算, 两大龙头产能市占率分别达到 20%、17%; 若仅考虑中高端色纺纱市场(约占色纺纱产能的 50%), 两大龙头合计产能市占率达到 70% 以上。色纺纱作为兼具功能性、时尚性和环保工艺的高端纱线材料, 性能优于其他纺织产品, 随着国内运动服饰、高品质服饰需求崛起, 两大龙头有望受益。

图表 10: 我国纱线年产量及增速 (万吨, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 我国纱线价格指数 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 色纺纱龙头公司产能情况, 纺纱业务营收、毛利率及公司市值

公司名称	产能情况	1H21 纺纱收入	1H21 纱线毛利率	公司市值
华孚时尚	截至 1H21 总产能 200 万锭, 其中国内产能 171 万锭 (占 86%), 越南产能 29 万锭 (占 14%), 预计 21 全年生产纱线 30 万吨。	34.3 亿元	12.7%	72 亿元
百隆东方	截至 20 年底总产能达到 170 万锭, 其中越南产能 100 万锭 (占比 60%), 年生产纱线 20 万吨以上。	39.2 亿元	20.9%	95 亿元

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2、数智化改革提效初现，依托“云产能”打开成长空间

中国纺织业属于重资产行业，设备多、产品标准化、生产自动化程度高，适合工业互联网的推进。然而业内采用数字化管理的企业却很少，我们认为原因有三：1) 业内大部分公司规模小，资金不充足；2) 纺织行业整体平均利润率仅 3.5%，技术供应方合作意愿低；3) 纺织企业内部生产经营理念较传统，自上而下全面改革难度大。

面对生产痛点，华孚主动求变。机器管理方面，大中型棉纺纱厂车间有数百台细纱机、生产流程繁琐，导致传统模式下设备的排故、维修耗时长，效率极为低下；数据体系方面，不同生产环节的数据分散于各车间，靠人工记录、上报至管理层用时长且出错率高，这为公司上层的快速决策带来困难。面对这些生产上的痛点，公司作为色纺纱龙头企业寻求主动变革，于 2020 年起着手搭建工业互联网平台，以提高运营效率。

2.1、对内：IOT+MES 系统首试点阿克苏，净利率有望提升 2%

2020 年 10 月，公司与美云智数签署战略合作协议，联合研发推出生产制造环节的 IOT（工业互联网）+智能化 MES（执行制造系统），实现前端机器的可视化与数字化。

在 IOT 环节，公司在机器上安装专门定制的工业采集网关，在控制运行参数后可及时采集 PLC、控制屏或设备第三方系统的设备信息和参数信息，随后由汇总网关汇集全部数据并推送到 MES 系统。而 MES 系统通过对清花、梳棉到粗纱、细纱等各个环节数据进行分析，并完整呈现在电脑、平板、手机等终端，以便公司管理层实时监控并根据数据及时执行、调整决策。

图表 13：公司智能化 MES 系统



来源：渠道调研，国金证券研究所整理

智能化 MES 系统构建标准化的架构网络，有效地将订单、设备、人员进行绑定，管理层可以实时监督管理 1) 订单情况，包括订单量、完工量、交货量、订单进度等；2) 设备情况，包括设备的开机、关机、保养、维修、运转效率、车速监控等；3) 人员方面可以通过设备与订单实时数据反映人效高低。而全工厂数字化操作，不仅能够快速追溯到数据异常的环节，节省人工巡检时间，聚焦高层次管理维度，也能通过日报、周报、月报复盘，多维度发现工厂管理层面的问题，实现精细化管理。

试点阿克苏工厂，产量、效率均有明显提升。公司首先在新疆阿克苏工厂接入数字化系统进行试点，系统上线后，公司管理层可以随时追溯到某个机器的运行状态，也可以收集到交货量、完成比率、工艺参数、工人的计件工资水平等，公司也可以设置预警线，当设备、工人出现问题时能及时做出反应，进而提高机器运转效率和寿命，也保障了工厂的高效有序。从试点工厂反馈的数据来看，引入 MES 系统后机器的平均锭速提高 15%-20%、设备效率从 91% 增

至 97%、设备停机时间下降 90%，对应成品产量增加 10%。除此之外，系统有效降低了生产过程中的 1) 弹窗报警代替厂长对机器设备和工人一一检查环节，管理成本下降 10%；2) 智能化保养延长机器寿命、工人维修响应及时，单厂维修工人从 53 人降至 47 人；3) 扫码入库减少备品备件浪费，成本下降 8%。

截至 21 年底已有 10 家合计 100 万锭产能的阿克苏工厂完成改造，以每万锭提升 30-40 万元来计算，21 年数字化改革提升净利润在 4000 万元左右，考虑到软件研发费用 230 万元、单工厂（15 万锭产能）硬件投入 50 万元，我们估计新疆数字化改造资本回报率在 5.5 倍左右。22 年公司计划完成所有工厂的数字化改造，完成后预计提升公司整体净利率 2%。

图表 14：公司试点工厂生产效率和产量明显提升



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 15：新疆工厂工业互联网 ROI 测算

收入提升情况		试点工厂	阿克苏地区（10家工厂）
销售收入	+9.52%	投入	280万元
落棉收入	+1.90%	硬件成本	50万元
成本下降情况		软件成本	230万元
整体工费成本	-0.40%	产出	总产出
管理层成本	-10%	净利润提升	609万元
机物料成本	-8%	ROI	2.18
		ROI	5.48

来源：渠道调研，国金证券研究所

2.2、对外：整合行业资源，实现轻资产扩张

公司计划未来将数字化解决方案向行业输出，这是将下游需求与纺织业分散产能进行合理再分配的过程，是公司、中小企业达到共赢的选择。公司下游客户资源丰富，但受制于产能，只能放弃部分订单；而纺纱行业整体集中度低，中小厂商大部分仍然以传统模式进行生产，生产规模、效率、快反能力无法达到大客户的要求。

公司将中小企业生产流程接入数字化系统，一方面可改善中小企业管理水平低下、智能化程度不足、设备维护不及时等切实问题，大幅度提升其运营效率，为承接大客户订单奠定基础；另一方面公司还能通过终端监控到各企业的实际生产质量，有利于合理进行订单分配。另外，业内中小企业自己接单毛利率在 5%-6%，而华孚凭借行业龙头优势吸引高质量客户，能为企业派发的订单毛利率达到 8%-9%，结合华孚在前端棉花生产的优势，公司有望通过原材料、高毛利订单、数字化革新三个方面来对中下游色纺纱企业实现深度绑定，从而完成对行业的资源整合。

华孚希望通过工业互联网技术输出和资源平台搭建，整合腰部企业代替公司进行高质量生产，从而以“云产能”的方式实现轻资产扩张。随着更多的设备接入数字化管理系统，公司希望平台运营能够逐渐取代从纱线到布交易环节的多级经销商，从而切实提高纺纱环节的盈利水平和整个纺织产业链的运营效率。

3、从袜业切入下游，业务协同、数字赋能

我国袜业格局分散，亟待产业整合与龙头崛起。国内制袜全产业链市场规模达到千亿，且每年保持 15%以上的增长，大部分产能分布在浙江、江苏、辽源和广东地区。其中诸暨大唐是目前全球产业链最完整、最集聚的地方，共有上下游企业近万家，产值规模达到 750 亿元，年产袜子超 250 亿双；在这里生产的袜子占到全国产量的 70%、全球产量的 35%。虽然我国制袜产业链巨大且在全球占比高，但整个行业内部分散、数字化程度低，大部分中小厂效率低下，存在巨大的整合机会。另外，从零售端来看，国内现有的传统袜子品牌大多数款式简单、缺乏设计感，这为定位年轻群体、注重时尚元素的新兴国产袜子品牌带来了机会。

基于行业上游产能分散且资源配置低效、下游优质品牌空缺的特征，且为了避免与自己的客户在成衣领域展开竞争，公司决定从袜业开始向产业链下游延伸；而公司在前端棉花储备与工业互联网的优势，又可以赋能制袜供应链，

以保证更优质的产品和更高效的生产环节。2020年，公司在诸暨大唐成立浙江阿大互联科技公司，并收购易孚贸易、博亿纺织、卡拉美拉三家企业，业务覆盖纱线贸易、ODM代工以及袜子品牌零售，从原材料、制造到销售全产业链初步形成。

3.1、四大业务协同发力，自主品牌定位中高端

目前阿大袜业包含自主品牌、品牌授权、贴牌业务以及纱线经营四大业务板块。

1) 自有品牌经营：目前形成卡拉美拉、ISKU、I look like 三大品牌矩阵。

天猫袜子头部品牌卡拉美拉对标日本中高端品牌 Tutuanna，风格甜美可爱，主要定位人群为18-29岁女性。品牌以高品质袜子为基础，并逐步拓展到内衣、家居服、拖鞋、围巾等小商品；为更好地契合潮流，卡拉美拉与波波仔、Muziktiger等IP合作推出联名礼盒，部分热门礼盒的月销达到5000+。ISKU为主打趣味潮流的独立设计师品牌，目标人群为23-32岁追求个性与时尚的年轻人，致力于成为中国版的Happysocks。I look like品牌风格小众而富有质感，产品设计方面主要联合线上插画师、自由设计师进行联名开发。

今年公司计划利用自身在成本、原材料的优势以及对流行趋势的把控，对标STANCE孵化一个运动袜品牌，对标蕉内孵化一个从袜子切入的基础休闲品牌。未来公司有望继续在商务、运动、医疗等领域布局，袜子零售品牌矩阵不断完善。

图表 16：公司旗下自有袜子品牌及海外对标品牌对比

公司旗下经营品牌				对标海外品牌			
品牌名称	品牌介绍	价位带	品牌形象	品牌名称	品牌介绍	价位带	品牌形象
卡拉美拉	风格甜美可爱，天猫旗舰店粉丝超200万、进驻屈臣氏潮玩门店。	10-200元		Tutuanna	日本袜子品牌，甜美少女、日系，200年入驻中国市场，截至目前在国内有400多家店，主要位于购物百货。	20-400元	
I look like	小众、质感	10-139元					
ISKU	主打趣味潮流，国内小众设计师品牌	16-299元		Happysocks	色彩鲜明、充满潮流性和个性。2015年进入国内市场	30-660元	

来源：各品牌天猫旗舰店，国金证券研究所

2) 授权品牌经营：公司自身在色纺纱业务积累了充分的品牌客户资源，并以此优势作为前导营销来获取优质品牌旗下袜子品类的运营权。未来三年，公司计划取得国内外休闲、运动、母婴优秀品牌的袜子类目授权5-10个，其中国内市场独家授权6-8个、海外品牌经营授权2-5个，该项业务预计在22年实现营收2.4亿-2.6亿元。

3) 贴牌业务：公司在国内为头部袜子电商品牌及快消类渠道品牌提供贴牌业务，在海外地区的客户主要包括区域性批发市场客户、沃尔玛等商超渠道品牌、知名袜子品牌以及贸易商等。公司计划共与30-50个国内外袜子品牌展开合作，至24年销售额达到10亿元以上。

4) 纱线业务：公司坚持三纱战略，以色纺纱带动染色纱，形成完整的袜纱产品体系。

从纱线向袜子业务延伸，一方面稳固的主业从原材料价格、品控、快速交期等方面对袜业产生协同作用，另一方面公司客户资源基本为品牌商和成衣制造商，降低阿大开拓订单的难度。

3.2、数字化赋能供应链平台，产能建设稳步推进

公司搭建数字化 SaaS 平台，并通过袜子图书馆、阿大云平台以及数字化工厂协同赋能供应链，打造产业互联生态，实现高效订单匹配与资源整合。1) 平台的前端袜子图书馆 APP 与客户直接对接，客户在该 APP 下单后由系统分配至中端阿大产能中心。2) 平台的后端为数字化工厂，公司以诸暨大唐、牌头工厂数字化样板工厂为基础，向其他中部和越南地区供应链基地输出生产及仓储全自动化管理解决方案，订单进度、机器状态、产能达成等指标均能以可视化的方式在系统里呈现。3) 数字化改造后的工厂即可入驻中端产能云平台，由调度中心将前端订单和后端产能进行统一分配，生产数据在该平台同步自动更新以供平台及客户实时监控。整个系统的搭建一方面大幅度提高了工厂运营的效率，另一方面也能按需派发订单，形成整个产业的资源共享和利益最大化。

图表 17：阿大袜业互联生态系统



来源：渠道调研，国金证券研究所

在自建产能方面，公司目前已经有袜机 2000 台，另外还在阿克苏成立了小商品产业园，占地面积共 378 亩，建筑面积超过 20 万平米，公司计划将该产业园打造成为全球最大的集纱线、印染、制造综合一体化袜子生产基地。目前公司在新疆地区的产能规划在 5000 台袜机，满产后该地区产量增至 3 亿双；截至 21 年底第一车间 500 台产能已经正常投放，22 年计划新增 1000 台，至 23 年基本完成 2500 台。

4、财务：业绩拐点已至，经营效率有望改善

4.1、疫后恢复显著，营收、净利增长强劲

需求拉动收入抬升，业绩端扭亏为盈、同比高增 282.74%。2017-19 年公司营收、净利均稳步增长。2020 年由于受到疫情与美国实体清单制裁的双重影响，营收规模同比降-10%至 142.32 亿元；而在营收下滑、棉价下跌以及人民币升值等不利影响下，公司大幅亏损 4.44 亿元、同比降 210.43%。21 年随着下游订单需求回暖、与国产品牌客户合作深化、棉价上涨等利好因素影响，公司 21Q1-3 营收实现 127.15 亿元、同比增长 46.84%、同比于 19 年增长 14.96%。业绩端实现扭亏为盈，21Q1-3 公司实现归母净利润 4.45 亿元、同比高增 282.74%；从今年 1 月发布 21 全年业绩预告来看，预计公司全年归母净

利润实现 5.5-6.3 亿元，同比增速达到 223.81%-241.82%，业绩增长亮眼一方面系需求带动下订单回流、营收高增，另一方面系数字化改革下产能利用率及产品毛利率均有所提升，成本压缩效果显著。

图表 18: 2017-21Q1-3 公司营收及增速 (百万元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

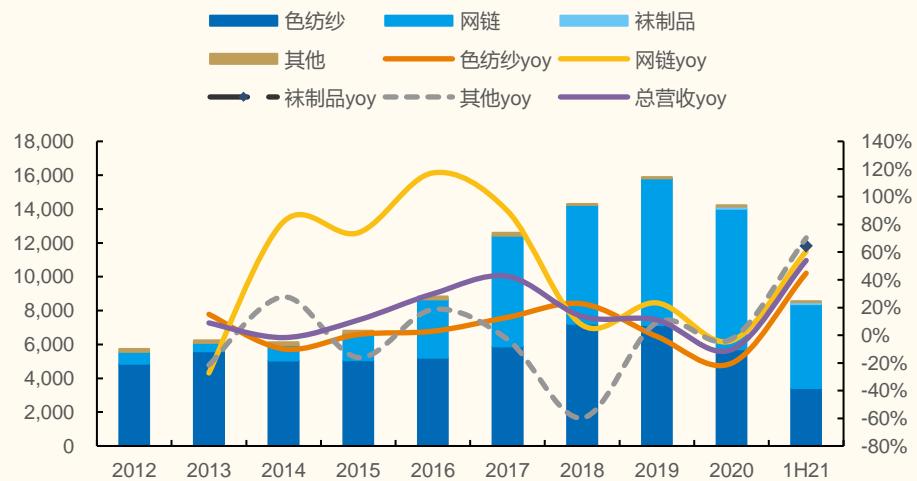
图表 19: 2017-21Q1-3 公司归母净利润及增速 (百万元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

分业务来看，色纺纱业务 2020 年营收 57.08 亿元、同比降 20.25%，主要来自疫情下的需求放缓、工厂停运叠加美国实体清单制裁的影响；1H21 色纺纱业务实现收入 34.26 亿元、同增 44.82%。公司的网链业务 20 年营收达到 83.01 亿元，随着公司持续发力共享产业、深化棉花数智互联平台的建设，近年来该业务占比不断提升至 58%。袜业为公司的新业务，20 年营收为 1.50 亿元，仅占总营收的 1.05%；1H21 该项业务营收实现 1.28 亿元、同比增长 64.43%。

图表 20: 2012-1H21 公司分业务营收及增速 (百万元, %)

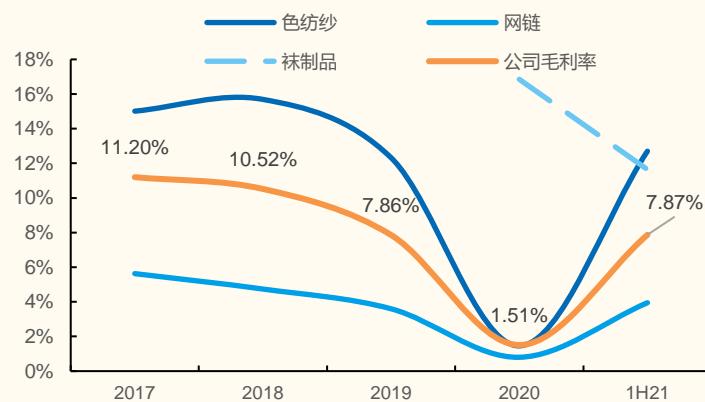


来源: Wind, 国金证券研究所

4.2、数字化管理提效明显，盈利能力有所反弹

21 年毛利率回升显著，受棉价波动影响大。2017-20 年公司毛利率持续下行至 1.51%，主要系棉价下跌向下游传导导致纱线产品定价下调、利润空间被压缩；1H21 棉花价格回升，毛利率升至 7.87%，随着工业互联网全面落地，公司的毛利率水平仍有提升空间。分业务来看，主营色纺纱业务 20 年毛利率降至 1.46%，1H21 回升至 12.70%、改善明显；下游袜制品 1H21 毛利率为 11.64%，较 20 年降 5.21Pct；网链业务 1H21 毛利率为 3.95%，较 20 年有所好转。

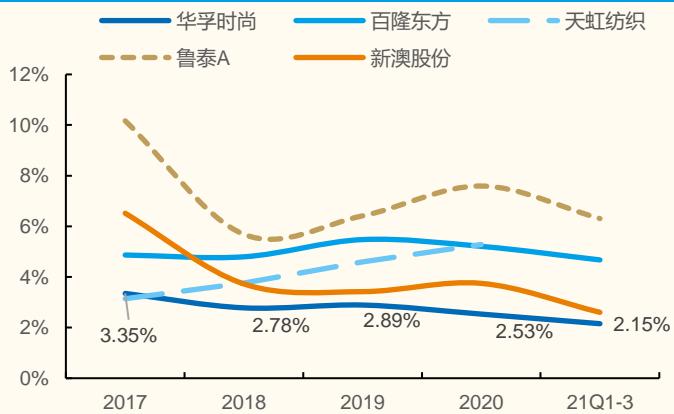
图表 21: 2017-1H21 公司各项业务及总毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

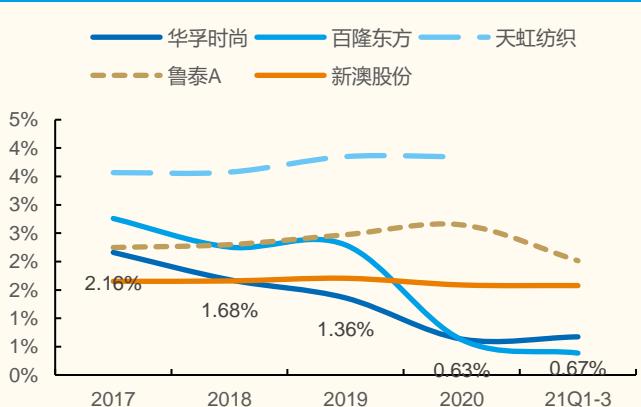
从费用端来看,公司管理费用率持续改善,20年为2.53% (较19年降0.36Pct),主要系数字化工厂推进以来工人成本下降、管理效能提高;20年公司销售费用率为0.63%,有所下降主要系期间执行新收入准则、运输费用调至主营成本。与同业相比,公司的管理费用率、销售费用率均处于较低水平,控费能力较优。

图表 22: 2017-21Q1-3 可比公司管理费用率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 天虹纺织为港股, 缺少 21Q1-3 的数据)

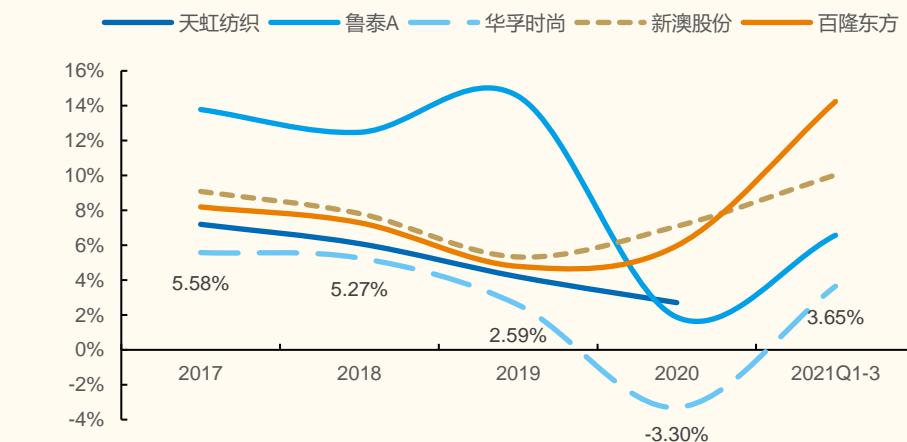
图表 23: 2017-21Q1-3 可比公司销售费用率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 天虹纺织为港股, 缺少 21Q1-3 的数据)

业绩承压下20年公司净利率仅为-3.3%,21年Q1-3数字化赋能生产、原材料价格上行等因素影响下净利率水平改善明显,基本回到疫情前的水平。与同业相比公司的净利率水平仍有提升空间。

图表 24: 2017-21Q1-3 公司净利润率 (%)

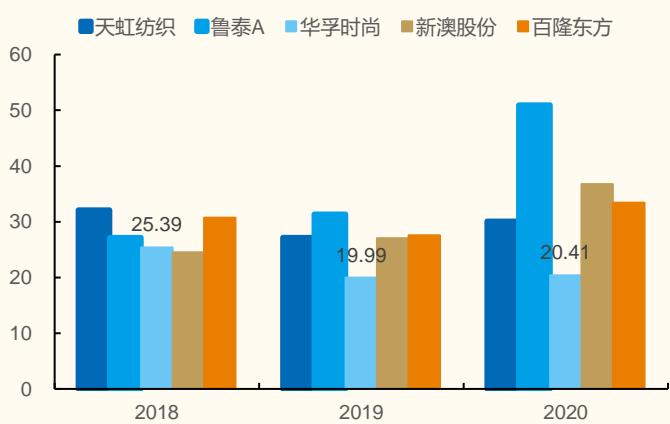


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 天虹纺织为港股, 缺少 21Q1-3 的数据)

4.3、库存管理良好, 营运能力持续好于同业

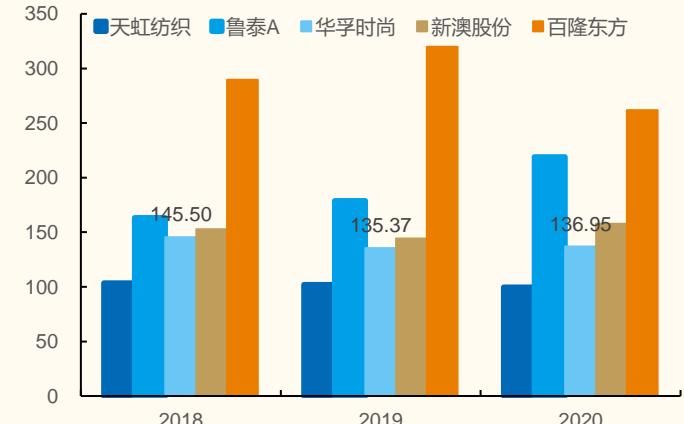
2017-20 年公司应收账款周转天数稳定在 20-25 天区间内, 保持稳定且低于同业水平。存货方面, 公司多年来深入色纺纱产业链上下游, 能快速根据需求及上游原材料调整库存结构, 近年来公司存货周转天数稳定在 130-140 天区间内, 库存压力小, 周转能力在同业中处于较优水平。

图表 25: 2017-20 年可比公司应收账款周转天数 (天)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 2017-20 年可比公司存货周转天数 (天)



来源: Wind, 国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

我们预测 2021-23 年公司营收分别为 191.62/223.20/244.85 亿元, 同比增长 34.6%/16.5%/9.7%, 归母净利润分别为 5.78/6.64/7.64 亿元, 同比增长 230.2%/14.9%/15.0%, 对应 EPS 为 0.34/0.39/0.45 元。核心假设如下:

收入端: 根据业务类型不同拆分为色纺纱业务、网链业务、袜业以及其他。

(1) 色纺纱业务: 21 年以来下游需求持续回暖, 公司在制裁清单事件后快速调整客户结构、与国产品牌展开战略合作来消化海外订单影响; 公司规划在安徽、越南扩产 80 万锭、每年海内外产能各增 10 万锭, 疫后产能利用率回升至 95%, 充分保障订单增长; 另外棉价持续上行向下传导带动产品提价, 综上预计 21-23 年色纺纱业务收入 88.77/104.14/106.71 亿元, 同比增长 56%/17%/3%。棉花提价叠加加工厂数字化提效影响下, 毛利率预计分别为 12.5%/12.5%/12.7%。

(2) 网链业务：网链对应的棉花种植、加工、交易等环节受到棉花涨价影响带动收入提升，21-23年该部分业务收入 99.61/114.55/131.73 亿元，同比增长 20%/15%/15%，毛利率稳定在近 4% 水平。

(3) 袜业：新业务稳步推进，目前已完成阿克苏园区 1000 台袜机产能全部释放，计划 23 年达到 2500 台；贴牌加工、授权运营业务与国内外客户合作持续推进，综上预计 21-23 年该业务收入 2.47/3.70/5.55 亿元、同比增长 65%/50%/50%。阿大数智互联推进下实现订单智能分配与管理效率提高，毛利率预计分别为 11.5%/13.4%/14.0%。

费用端：随着数智化推进工人成本下降、管理效能提升，预计 21-23 年公司管理费用率为 2.2%/2.1%/2.1%；公司销售费用率预计分别为 0.7%/1.1%/1.1%。

图表 27：华孚时尚营收拆分（百万元，%）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
纱线业务营收	7,158	5,708	8,877	10,414	10,671
<code>yoy</code>	-0.89%	-20.25%	55.52%	17.31%	2.47%
占比	45.05%	40.11%	46.33%	46.66%	43.58%
计划产能（万锭）	189	189	200	230	250
国内	160	160	171	181	191
海外	29	29	29	49	59
总产能利用率	91%	71%	95%	98%	98%
国内	91%	69%	95%	98%	98%
海外	91%	81%	95%	98%	98%
实际产能（万锭）	172	134	190	225	245
国内	146	110	162	177	187
海外	26	23	28	48	58
实际总产量（万吨）	25.67	19.11	27.74	32.54	35.57
销量（万吨）	25.90	22.03	27.74	32.54	35.57
产销率	101%	115%	100%	100%	100%
毛利率	12.3%	1.5%	12.5%	12.5%	12.7%
网链业务收入	8654	8301	9961	11455	13173
<code>yoy</code>	23.3%	-4.1%	20.0%	15.0%	15.0%
占比	54.5%	58.3%	52.0%	51.3%	53.8%
毛利率	3.6%	0.8%	3.6%	3.6%	3.8%
袜业收入	-	150	247	370	555
<code>yoy</code>	-	-	65.00%	50.00%	50.00%
占比	-	1.05%	1.29%	1.66%	2.27%
毛利率	-	16.85%	11.5%	13.4%	14.0%
其他收入	76	74	77	81	85
<code>yoy</code>	9.13%	-2.67%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	0.48%	0.52%	0.40%	0.36%	0.35%
毛利率	73.05%	55.98%	50.00%	50.00%	50.00%
总营业收入	15,887	14,232	19,162	22,320	24,485
<code>yoy</code>	11.04%	-10.42%	34.64%	16.48%	9.70%
毛利率	7.9%	1.5%	8.0%	8.1%	8.1%
归母净利润	402.29	-444.23	578.17	664.21	763.66
<code>yoy</code>	-46.49%	-210.42%	230.15%	14.88%	14.97%
EPS	0.26	-0.29	0.34	0.39	0.45

来源：国金证券研究所

5.2、可比估值

预计公司 2021-23 年归母净利润为 5.78/6.64/7.64 亿元，对应 EPS 为 0.34/0.39/0.45 元。

我们选取 3 家 A 股上游纺织公司作为可比公司对华孚时尚进行估值，2021-23 年三家平均 PE 为 16/8/7 倍。考虑到华孚时尚一方面网链、袜业稳步推进下营收占比不断提升，有望弱化原材料价格变化带来的业绩扰动，另外公司推行工业互联网，长期有望通过产业平台实现轻资产扩张、成长空间进一步打开，综合来看给予公司 22 年 14 倍 PE，对应目标价 5.47 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 28：可比公司估值

股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
百隆东方	6.32	-	0.88	0.90	-	7.1	7.0
鲁泰A	6.32	0.41	0.74	0.96	15.6	8.5	6.6
新澳股份	5.99	-	0.76	0.95	-	7.9	6.3
平均	-	-	-	-	15.6	7.8	6.6
华孚时尚	4.21	0.34	0.39	0.45	16.0	14.0	12.0

来源：国金证券研究所（注：可比公司采用 wind 一致预期，收盘价对应日期为 2022 年 3 月 30 日）

6、风险提示

原材料下跌：公司主营产品定价与棉花价格高度正相关，虽然公司已配置棉花期货等来规避一定的风险，但若棉花价格快速大幅下滑，仍然将对公司业绩产生较大的影响。

终端需求不达预期：疫情恶化、国际局势波动等情况可能导致下游需求下降，从而影响公司的营收规模。

人民币汇率波动：由于公司海外订单较多，且部分原材料从国外采购，人民币汇率波动对公司营收及汇兑损益影响较大。

限售股解禁：公司 2022 年 4 月 14 日将有 2.74 亿股解禁上市流通，占解禁前流通股的 19.25%，占公司总股本的 16.13%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	货币资金	2018	2019	2020	2021E	2022E
增长率	14,307	15,887	14,232	19,162	22,320	24,485	应收账款	11,940	11,359	10,535	12,740	13,236
主营业务成本	11.0%	-10.4%	34.6%	16.5%	9.7%	存货	2,964	2,547	2,709	2,869	3,153	
%销售收入	-12,802	-14,638	-14,016	-17,626	-20,516	-22,509	其他流动资产	1,542	1,368	1,269	1,881	2,068
毛利	89.5%	92.1%	98.5%	92.0%	91.9%	流动资产	5,494	5,499	5,140	4,926	5,677	
%销售收入	1,505	1,249	216	1,535	1,804	%总资产	1,940	1,945	1,417	3,064	2,337	
营业税金及附加	10.5%	7.9%	1.5%	8.0%	8.1%	长期投资	1,540	1,269	1,269	1,881	2,068	
%销售收入	-89	-72	-52	-96	-100	固定资产	1,945	2,068	2,337	2,157	2,157	
销售费用	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	%总资产	5,494	5,499	5,140	4,926	5,677	
%销售收入	-240	-216	-90	-134	-246	无形资产	1,945	1,417	3,064	2,337	2,157	
管理费用	1.7%	1.4%	0.6%	0.7%	1.1%	非流动资产	11,940	11,359	10,535	12,740	13,236	
%销售收入	-398	-459	-360	-412	-469	%总资产	684	861	932	965	1,004	
研发费用	2.8%	2.9%	2.5%	2.2%	2.1%	无形资产	6,976	7,075	7,275	7,496	7,826	
%销售收入	-101	-103	-113	-103	-145	非流动资产	5,494	5,499	5,140	4,926	5,677	
投资费用	0.7%	0.6%	0.8%	0.5%	0.7%	%总资产	1,940	1,945	1,417	3,064	2,337	
%销售收入	1,505	1,249	216	1,535	1,804	流动资产	1,945	1,417	3,064	2,337	2,157	
息税前利润 (EBIT)	677	399	-400	790	844	%总资产	11,940	11,359	10,535	12,740	13,236	
%销售收入	4.7%	2.5%	n.a	4.1%	3.8%	长期投资	64.7%	62.0%	59.8%	63.7%	63.8%	
财务费用	-303	-365	-346	-350	-330	固定资产	99	265	249	292	321	
%销售收入	2.1%	2.3%	2.4%	1.8%	1.5%	%总资产	5,479	5,609	5,139	5,263	5,416	
资产减值损失	-48	23	0	0	0	无形资产	29.7%	30.6%	29.2%	26.3%	26.1%	
公允价值变动收益	6	-14	-5	59	0	非流动资产	684	861	932	965	1,004	
投资收益	80	94	222	85	170	%总资产	6,976	7,075	7,275	7,496	7,826	
%税前利润	9.2%	20.8%	-46.8%	12.9%	22.5%	流动资产	35.3%	38.0%	40.2%	36.3%	36.2%	
营业利润	857	444	-477	647	744	%总资产	18,462	18,336	17,610	20,015	20,732	
营业利润率	6.0%	2.8%	n.a	3.4%	3.3%	长期借款	9,020	8,311	8,563	7,546	7,863	
营业外收支	12	8	3	10	10	应付款项	1,526	1,047	1,526	1,680	1,821	
税前利润	869	452	-474	657	754	其他流动负债	1,013	1,206	1,063	1,833	1,621	
利润率	6.1%	2.8%	n.a	3.4%	3.4%	流动负债	10,715	10,456	10,674	10,905	11,164	
所得税	-116	-41	4	-53	-60	长期贷款	276	1,062	814	1,115	1,015	
所得税率	13.3%	9.2%	n.a	8.0%	8.0%	其他长期负债	178	138	132	134	134	
净利润	753	411	-470	605	694	负债	11,169	11,656	11,620	12,154	12,804	
少数股东损益	2	8	-26	27	29	普通股股东权益	6,924	6,301	5,622	7,467	7,995	
归属于母公司的净利润	752	402	-444	578	664	其中：股本	1,519	1,519	1,519	1,701	1,701	
净利率	5.3%	2.5%	n.a	3.0%	3.0%	未分配利润	2,883	2,758	2,094	2,587	3,115	
现金流量表 (人民币百万元)							少数股东权益	370	379	368	394	424
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	负债股东权益合计	18,462	18,336	17,610	20,015	20,732
净利润	753	411	-470	605	694	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
少数股东损益	2	8	-26	27	29	每股指标						
非现金支出	536	526	544	490	512	每股收益	7.52	0.26	-0.29	0.34	0.39	0.45
非经营收益	115	273	28	213	181	每股净资产	69.24	4.15	3.70	4.39	4.70	5.05
营运资金变动	-1,890	651	591	136	-870	每股经营现金净流	-4.86	1.22	0.46	0.85	0.30	0.62
经营活动现金净流	-486	1,861	692	1,445	517	每股股利	0.15	0.20	0.00	0.05	0.08	0.10
资本开支	-460	-681	-826	-582	-629	回报率						
投资	41	-104	-106	-911	566	净资产收益率	10.86%	6.38%	-7.90%	7.74%	8.31%	8.89%
其他	517	-274	569	85	170	总资产收益率	4.07%	2.19%	-2.52%	2.89%	3.20%	3.50%
投资活动现金净流	98	-1,059	-362	-1,408	107	投入资本收益率	3.53%	2.25%	-2.58%	4.39%	4.48%	4.67%
股权筹资	0	0	0	1,351	0	增长率						
债权筹资	2,405	77	184	-708	217	主营业务收入增长率	13.58%	11.04%	-10.42%	34.64%	16.48%	9.70%
其他	-1,934	-674	-501	-519	-557	EBIT 增长率	7.28%	-41.03%	-200.2%	297.5%	6.92%	9.04%
筹资活动现金净流	471	-597	-317	124	-340	净利润增长率	10.98%	-46.49%	-210.4%	n.a	14.88%	14.97%
现金净流量	83	205	13	160	284	总资产增长率	15.17%	-0.68%	-3.96%	13.66%	3.58%	5.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	11	16
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认为这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402