



买入(首次)

行业： 纺织服饰
日期： 2024年07月04日分析师： 汪玲
E-mail: wangling@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524030002
分析师： 吴昱迪
E-mail: wuyudi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523020001

基本数据

07月02日收盘价(元) 5.26
12mthA股价格区间(元) 4.09-5.98
总股本(百万股) 1,500.00
无限售A股/总股本 100.00%
流通市值(亿元) 78.90

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

全球化产能布局优势凸显，高股息色纺纱龙头有望企稳回升
——百隆东方(601339.SH)深度报告

核心观点

深耕行业 30 余年的高股息色纺纱龙头。百隆东方是全球最大色纺纱制造商之一，上市以来保持高比例现金分红，平均分红率 49.14%。随着下游去库进入尾声，公司业绩回升向好，24Q1 实现营收 18.34 亿元，同比+23.45%；归母净利润 0.8 亿元，同比-4.51%。公司于 13 年开始全球化布局，截至 23 年，越南百隆建成并投产 126 万锭，约占总产能 70%，海外业务已成为公司主要收入来源。

色纺纱行业：市场规模稳步增长，双寡头竞争格局。色纺纱与传统工艺比有较高附加值，在节能、减排、环保方面有明显优势。由于色纺纱产品有时尚/环保/科技性，同时能以“小批量/多品种/快速反应”的特点响应快速多变的市场需求，因此其具有良好市场发展前景。目前，我国色纺纱行业呈百隆东方和华孚时尚双寡头格局，未来随着产能出清，行业集中度有望提升。

全球化布局，供应链加速向越南转移。随着 UFLPA 法案不断升级，国内棉纺行业发展受限，但公司在 13 年就已布局海外，产能向越南转移，且为防止被供应链追索，越南工厂全部采购国际棉。考虑到海外品牌订单不断外移，叠加国内同业受限于 UFLPA 法案，公司有望承接欧美色纺纱产能需求缺口，提升全球市场份额。

技术创新与快反能力，助力公司把握下游市场。通过大客户申洲国际，公司与 NIKE、Uniqlo、Adidas 等国际品牌建立了长期稳定的合作关系。同时，公司也着力加强对安踏、李宁等国内品牌的渗透力。随着快时尚商业模式成为服饰发展主流，色纺纱“先染色、后纺纱”的工艺特征可有效缩短生产流程，迅速响应市场多品种、小批量、快交货的要求，因此比传统纱线具备更强竞争力。鉴于下游客户对交货期非常重视，保证品质前提下能做出快速反映是公司核心竞争力之一。

投资建议

公司作为全球色纺纱龙头企业，随着地缘政治摩擦逐渐加深，稀缺越南工厂布局使其有望承接海外色纺纱产能需求的缺口，逐步提升市占率，叠加 24 年下游国际品牌去库进入尾声、即将进入新一轮补库周期，公司有望迎来量价逐步恢复。我们预计公司 24-26 年实现营收 77.39/83.84/90.56 亿元，同比增长 11.9%/8.3%/8.0%；实现归母净利润 6.40/8.11/10.75 亿元，同比增长 27.0%/26.7%/32.6%，截至 7 月 2 日，公司 78.90 亿市值对应 PE 为 12.33/9.73/7.34 倍，低于可比公司平均估值。考虑到公司短期订单量及盈利能力向好趋势、中长期市场份额提升趋势及高股息属性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险、汇率波动风险、行业竞争加剧风险、地缘政治风险

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,914	7,739	8,384	9,056
年增长率 (%)	-1.1%	11.9%	8.3%	8.0%
归属于母公司的净利润	504	640	811	1,075
年增长率 (%)	-67.7%	27.0%	26.7%	32.6%
每股收益 (元)	0.34	0.43	0.54	0.72
市盈率 (X)	14.32	12.33	9.73	7.34
净资产收益率 (%)	5.1%	6.2%	7.3%	8.9%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 07 月 02 日收盘价)

正文目录

1. 百隆东方：深耕行业 30 余年的色纺纱龙头	3
1.1. 发展历程：产业布局不断优化的色纺纱龙头	3
1.2. 股权结构及管理层：股权结构稳定，管理层经验丰富	3
1.3. 财务分析：业绩承压向好，盈利能力随棉价波动	5
2. 色纺纱行业：市场规模稳步增长，双寡头竞争格局	8
2.1. 色纺纱行业上下游	8
2.2. 色纺纱行业空间：市场前景向好，需求呈上升趋势	9
2.3. 色纺纱行业竞争壁垒	10
2.4. 色纺纱行业竞争格局：双寡头竞争，行业集中度有望进一步提升	11
3. 核心竞争力	12
3.1. 全球化布局，供应链加速向越南转移	12
3.2. 技术创新与快反能力，助力公司把握下游市场	14
4. 盈利预测及投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值及投资建议	17
5. 风险提示	17

图目录

图 1: 发展历程	3
图 2: 股权结构	4
图 3: 营业收入	6
图 4: 归母净利润	6
图 5: 盈利能力随棉价波动	6
图 6: 产品营收拆分	7
图 7: 地区营收拆分	7
图 8: 产品毛利率对比	7
图 9: 地区毛利率对比	7
图 10: 成本拆分	7
图 11: 期间费用率情况	8
图 12: 色纺行业上下游示意图	8
图 13: 色纺纱行业市场规模及增速	10
图 14: 2022 年中国纺织业不同纱产量分布	10
图 15: NEO-YARN SERIES	15
图 16: EcoFRESH Yarn 环保系列优势	15
图 17: 公司部分品牌客户	16

表目录

表 1: 成立以来分红统计	4
表 2: 管理层介绍	5
表 3: 纱加工方式对比	10
表 4: 百隆东方与华孚时尚对比	11
表 5: 百隆东方纱线产销量情况	12
表 6: 美国 UFLPA 法案进展	12
表 7: UFLPA 实体清单	13
表 8: 公司收入及盈利预测	17
表 9: 可比公司估值（截至 2024 年 7 月 2 日收盘）	17

1. 百隆东方：深耕行业 30 余年的色纺纱龙头

1.1. 发展历程：产业布局不断优化的色纺纱龙头

公司是一家集研发、生产、销售色纺纱于一体的外商投资股份制企业，成立于 2004 年，实际控制人于 1989 年开始从事色纺纱的生产经营，历经 30 多年的发展，公司已成为全球知名的色纺纱制造企业之一，并于 2012 年 6 月 12 日在上海证券交易所主板上市。公司专注于经营各类色纺纱线，采用“先散纤维染色、后混色纺纱”的加工方法，成立以来推出的色纺纱色号已超过 5000 个，基本覆盖所有流行色。BROS 高端色纺纱是公司推出的自主品牌，在“小批量、多品种、快交货”经营特色的作用下，品牌价值得到持续提升。目前，公司年生产色纺纱 16.5 万吨以上，所属 17 家控股子公司足迹遍布浙江、江苏、山东、河北、广东、香港、澳门等地，并已走出国门在越南建立 126 万锭生产规模的生产基地，不断优化产业布局，提升可持续发展竞争力。

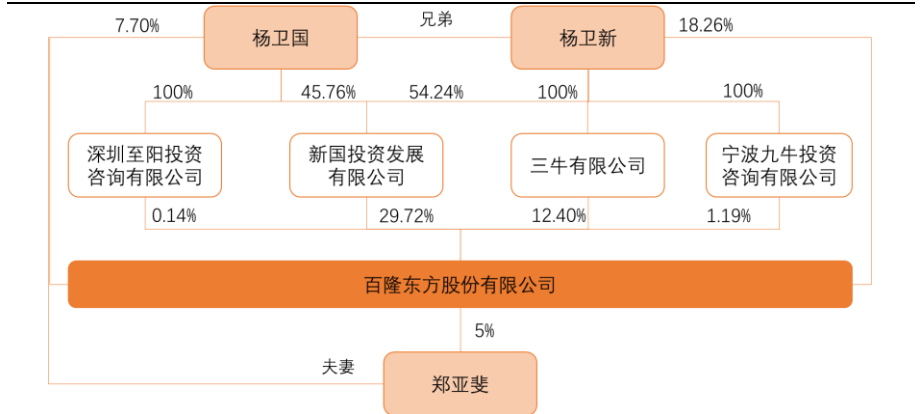
图1:发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，甬兴证券研究所

1.2. 股权结构及管理层：股权结构稳定，管理层经验丰富

公司股权结构稳定，控制权较为集中。杨卫新、杨卫国兄弟为公司实际控制人，截至 2024 年 3 月 30 日，两兄弟与杨卫国配偶郑亚斐共计持股 74.41%。其中，杨卫新、杨卫国、郑亚斐直接持股 30.96%，杨卫新、杨卫国通过共同控制的新国投资间接持股 29.72%；同时，杨卫新通过全资持有的三牛有限公司、九牛投资资讯公司间接持股 13.59%；杨卫国通过全资持有的至阳投资间接持股 0.14%。

图2:股权结构


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司保持高比例现金分红。自2012年上市以来，公司共计实施现金分红13次，累计实现净利润72.68亿元，累计现金分红35.72亿元，上市以来平均分红率为49.14%。2023年公司归母净利润5.04亿元，同比-67.75%，但在综合考虑了公司未来发展的资金需求和融资规划后，依然保持了88.65%的高分红率。我们认为，公司高比例的现金分红展现了公司虽然短期业绩承压，但对未来的经营和现金流稳定较有信心。

表1:成立以来分红统计

年度	归母净利润 (万元)	现金分红总 额(万元)	期末未分配利 润(万元)	股利支付 率(%)	收益留存 率(%)	ROIC (%)	每股股利 (元)	股息率(%)
2012-12-31	25,129.94	7,875.00	117,970.85	31.34	68.66	4.15	0.10	1.26
2013-12-31	50,763.88	15,300.00	155,768.54	30.14	69.86	6.37	0.20	2.01
2014-12-31	47,351.45	16,500.00	174,587.04	34.85	65.15	5.68	0.22	2.08
2015-12-31	32,404.55	16,350.00	175,610.55	50.46	49.54	3.76	0.11	1.45
2016-12-31	60,497.57	22,800.00	189,165.86	37.69	62.31	6.43	0.15	2.44
2017-12-31	48,774.34	34,200.00	166,454.98	70.12	29.88	5.36	0.23	4.33
2018-12-31	43,752.58	13,200.00	175,271.31	30.17	69.83	4.99	0.09	1.59
2019-12-31	29,780.89	9,000.00	175,352.90	30.22	69.78	3.65	0.06	1.50
2020-12-31	36,605.44	29,480.00	187,461.93	80.53	19.47	3.74	0.20	5.00
2021-12-31	137,078.05	73,700.00	206,798.23	53.76	46.24	11.51	0.50	8.49
2022-12-31	156,271.72	74,088.05	206,923.94	47.41	52.59	11.74	0.50	8.77
2023-12-31	50,404.36	44,681.79	148,156.97	88.65	11.35	4.09	0.30	6.16
2024-03-31	8,032.69	--	--	--	--	0.69	--	--

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

核心管理团队行业经验丰富，股权激励绑定管理层利益。据公司公告，创始人杨卫新与兄弟杨卫国皆是纺织行业出身，在行业中精耕细作40余年，经验丰富。另外，2021年初，公司发布第一、二期股票期权激励计划，共计授予高管4人、中管及核心骨干161人2600万份股票期权，将公司经营与管理层利益挂钩。

表2:管理层介绍

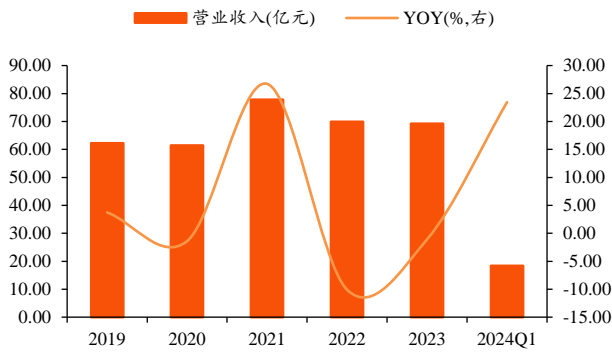
姓名	职务	主要经历
杨卫新	董事长	1983年毕业于华东纺织工学院(现更名为“东华大学”),1983年至1984年供职于浙江宁海棉纺厂,1985至1986年供职于深圳华联公司,1987年至1992年供职于深圳原野公司。于1993年成立百隆贸易并担任法定代表人。2004年起至今担任百隆东方股份有限公司董事长。
杨卫国	副董事长	1979年至1986年供职于宁波万信纱厂,1987年至1988年供职于浙江宁海棉纺织厂,1997年起担任百隆集团董事,2004年起至今担任百隆东方股份有限公司副董事长。
张奎	董事	先后担任曹县百隆纺织有限公司工艺员;宁波百隆纺织有限公司技术科长、副厂长;南宫百隆纺织有限公司总经理;2012年至今担任百隆(越南)有限公司总经理。2021年2月至今,担任百隆东方股份有限公司董事。
李鑫	董事	先后担任宁波百隆贸易有限公司品质部经理;百隆东方股份有限公司开发部经理;淮安新国纺织有限公司副总经理;2016年4月至今担任百隆东方股份有限公司销售经理;2021年3月至今,担任百隆东方股份有限公司监事。
杨耀斌	董事	历任百隆纺织(深圳)有限公司监事;现任深圳百隆东方纺织有限公司副董事长、百隆纺织(深圳)有限公司副董事长。
麦家良	董事	先后担任百隆集团有限公司销售部业务员、业务经理、营业兼推广部经理、推广总监;2020年1月至2023年6月担任深圳百隆东方纺织有限公司营销中心总经理;2023年7月起担任百隆东方股份有限公司营销总监。
董奇涵	财务总监	曾担任天健会计师事务所审计业务部经理,执业十多年,于2015年4月起担任百隆东方股份有限公司财务总监至今。
周丽雯	董秘	历任宁波百隆贸易有限公司财务部主办会计;自2012年6月起,担任百隆东方股份有限公司证券事务部部长,证券事务代表,总经理助理。

资料来源:公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

1.3. 财务分析:业绩承压向好,盈利能力随棉价波动

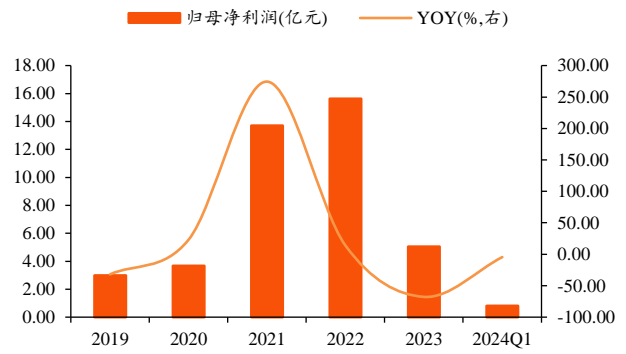
受海外去库影响,公司业绩承压向好。2021年公司业绩受原材料供应紧张及海外订单回流影响实现产销两旺,营收77.74亿元,同比增长26.73%;归母净利润13.71亿元,同比增长274.47%。2022-2023年受经济下行、海外品牌去库存影响,市场需求萎靡,公司收入有所下滑,2023年为保证产能利用率,公司以价换量,完成营收69.14亿元,同比下降1.08%;其中,销量实现逆势增长,同比增长22.40%;但由于全年产品售价偏低,销售毛利率同比下滑18.53个百分点至7.47%;全年实现净利润5.04亿元,同比下降67.75%。2024年随着下游去库进入尾声,公司业绩有所回升,一季度实现营收18.34亿元,同比增长23.45%,归母净利润0.8亿元,同比下降4.51%。

图3:营业收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

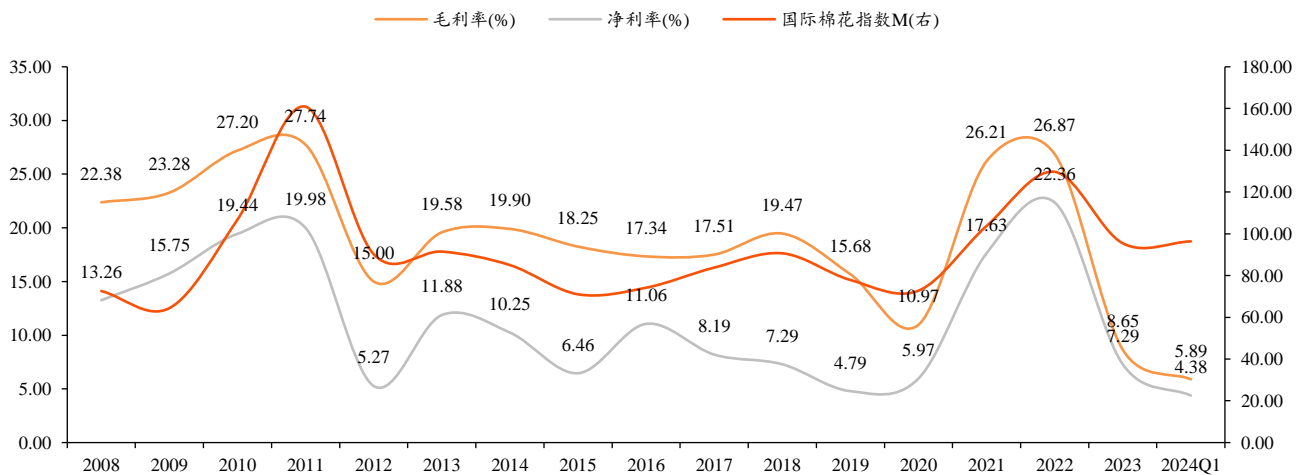
图4:归母净利润



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

盈利能力随棉价波动。公司利润率随棉价波动呈一定周期性，采用成本加成的定价方式，定价参考基准为棉花现货价格，而生产领用库存的棉花采购价格为历史价格，因此在原材料价格上涨的过程中，产品定价基础可能高于成本价格，除了定价加成的利润，企业还享有定价基础高于原材料成本价格部分的额外收益；在原材料价格下降的过程中，定价基础可能低于成本价格，除了定价加成的利润，企业会面临定价基础低于原材料成本价格部分的额外损失。在棉价上行阶段，公司毛利率和净利率也相对较高，可达 25-27%、18-22%；在棉价下行阶段，公司毛利率和净利率随着下降，大约在 9-15%、4-6%；而在棉价相对平稳阶段，公司毛利率和净利率在 20%、9%左右。2023 年受棉价下行、售价下调、产品结构变化等因素影响，毛利率和净利率分别下降至 8.65%和 7.29%。

图5:盈利能力随棉价波动

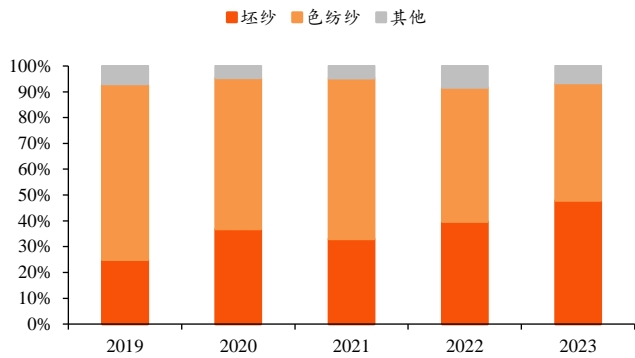


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

色纺纱和海外业务是公司主要收入来源，且毛利相对较高。从产品看，色纺纱毛利率高于坯纱，是公司营收主要来源之一，但受下游去库影响公司色纺纱订单量下滑，为保证产能利用率，公司接受的坯纱订单量增长，这也是 2023 年公司整体毛利率由 2022 年的 26%下滑至 7.47%的原因之一。从地区看，海外是公司营收主力，2023 年公司海外收入占比为 72.11%，国内收入占比 27.89%。我们认为，随着下游客户补库周期开启，色纺纱和海外

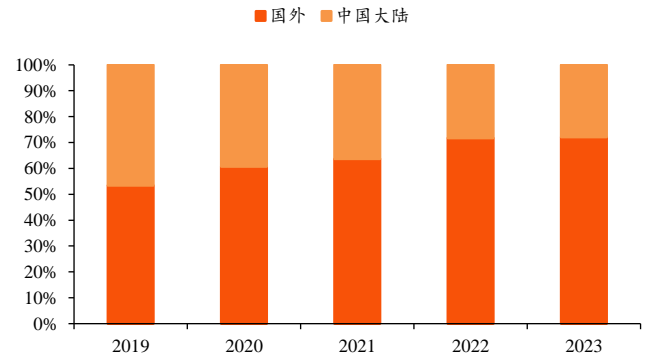
业务占比提升，毛利率也有望逐步恢复。

图6:产品营收拆分



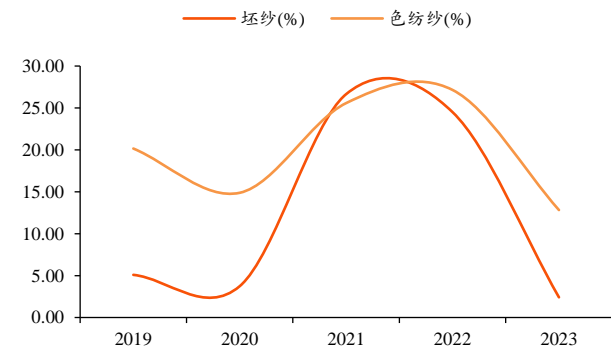
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:地区营收拆分



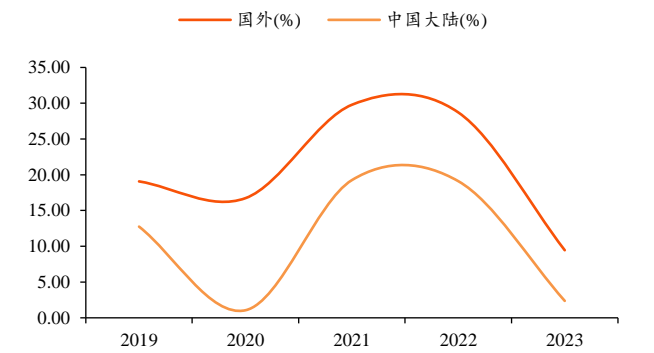
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:产品毛利率对比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

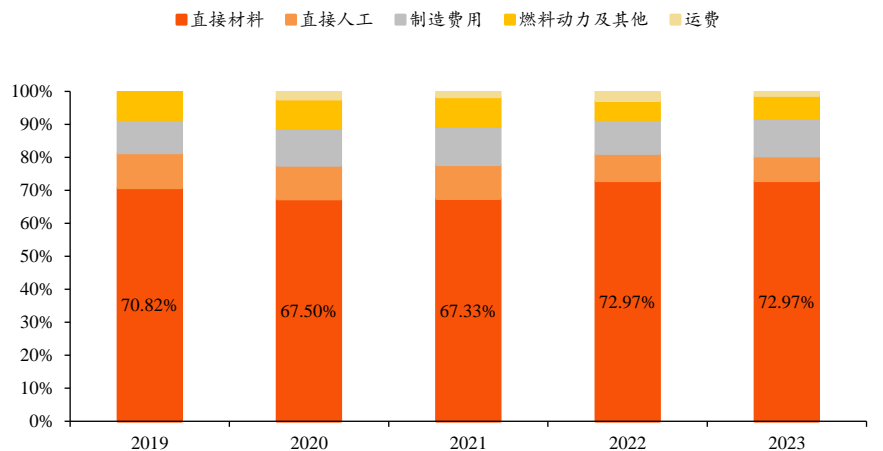
图9:地区毛利率对比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

成本端主要花费在棉花采购。原材料约占公司营业成本的70%左右，其中以棉花占比最高。近年来，根据公司国内、国外产能布局情况，形成了国内以购买国产棉、进口棉为主，并适时以期货棉作为棉花现货市场采购的补充；越南工厂全部采购国际市场棉花。

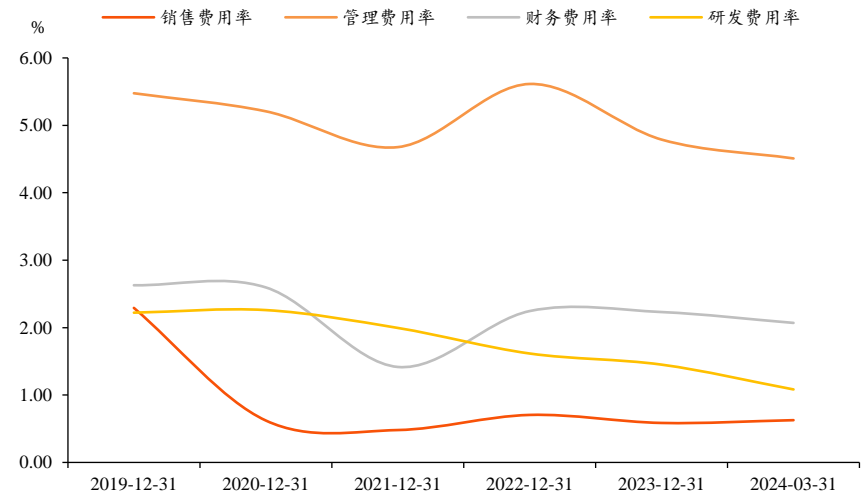
图10:成本拆分



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

期间费用率较为稳定。销售费用率大约稳定在 0.6% 左右，其中 2020 年下降较多主要是因为执行新收入准则，运输费用本期数调整至主营业务成本列报；财务费用率在 2% 左右，21 年下降主要是利息支出减少所致；管理费用率和研发费用率大约分别稳定在 5% 和 2% 左右。

图11:期间费用率情况



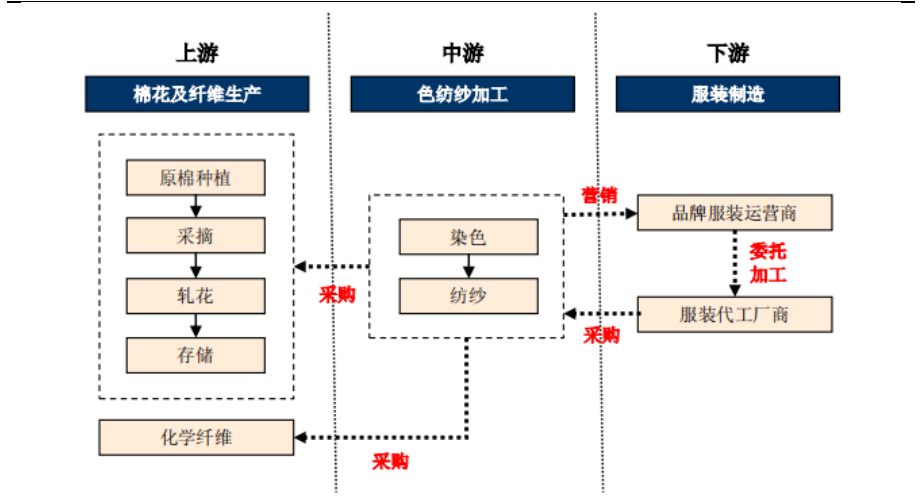
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 色纺纱行业：市场规模稳步增长，双寡头竞争格局

2.1. 色纺纱行业上下游

色纺行业以棉花和各类化学纤维为原材料经过生产加工后制造出可供下游服装行业使用的纺织原料，其产业链包括棉花种植、化学纤维制造、纤维染色、纺纱、织布制衣等。

图12:色纺行业上下游示意图



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

上游原料以棉花为主，化纤为辅。色纺行业的上游行业主要是农业和化学纤维制造业。上游原料以棉花为主，少量化学纤维为辅。棉花作为基

请务必阅读报告正文后各项声明

础农产品，其价格往往受政策面、产量、前期库存量、进出口量、国内消费量、气候、国家储备、替代品、国际市场状况等多方面因素影响。化纤分为两大类，利用天然高分子物质为原料如大豆、木材等制成的称为人造纤维，利用石油化工和煤化工副产品为原料制成的称为合成纤维。化纤价格主要受供需关系及上游石油价格的影响。

下游以服装行业为主。色纺行业的下游主要是服装行业，尤其以品牌休闲服装行业为主，其下游终端需求来自于人们生活水平的提高、消费习惯的改变和可支配收入的变化。服装行业作为色纺行业的重要下游行业，对色纺行业的影响主要体现在市场供需平衡的稳定以及行业盈利能力的变化方面。品牌服装零售行业与色纺行业的联系密切，色纺企业通过点对点营销影响品牌服装零售设计师的设计思路，品牌服装零售企业再根据经营计划通过其供货商（即服装制造企业）向色纺企业采购原料纱。品牌服装零售行业经营状况，尤其零售环节是否有充足的消费支撑，将间接影响到色纺企业的经营成果。

2.2. 色纺纱行业空间：市场前景向好，需求呈上升趋势

色纺纱“先染色、后纺纱”的加工方法，与传统工艺相比有较高附加值。据公司公告，与传统纺纱“先纺纱、再染色”不同，色纺纱采用“先散纤维染色、后混色纺纱”的加工方法，在纺纱工序前将所用纤维原料进行染色或原液着色，再把两种及两种以上不同颜色或不同性能的纤维经过充分混合后纺织而成，形成具有独特混色效果的纱线，同时具有较高的技术含量和加工附加值，且在节能、减排、环保方面具有明显优势。由于各种纤维收缩性或上色性的差异，在色纺纺织成布后的整理加工中，会使布面呈现出色彩丰富、色泽柔和、立体感强的风格，提高了布面产品的附加值，可用于制作中高档面料，有较强的市场竞争力和较好的市场前景。

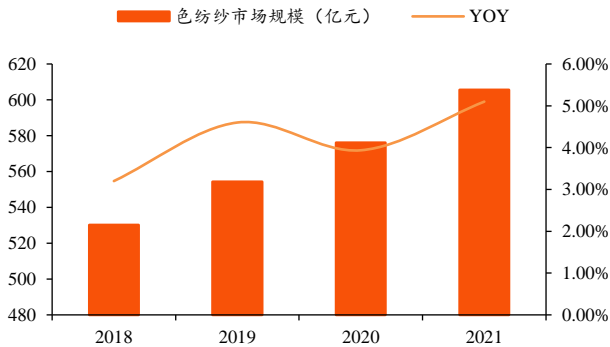
消费者对纺织品要求趋多带动色纺纱需求量增长。随着人们生活水平的不断提高，纺织品已不再是单纯的实用性消费品，除了基本的御寒遮体等功能以外，更多的是要体现时尚、健康、舒适、运动、环保元素，这就对纺织品的设计和开发提出了更高的要求。由于色纺纱产品具有时尚性、环保性和科技性，且能以“小批量，多品种，快速反应”的特点响应快速多变的市场需求，因此受到市场的广泛欢迎。目前，国际市场色纺纱制品已十分流行，国内市场也在不断扩大，色纺纱的需求量呈逐年上升趋势。

表3: 纱加工方式对比

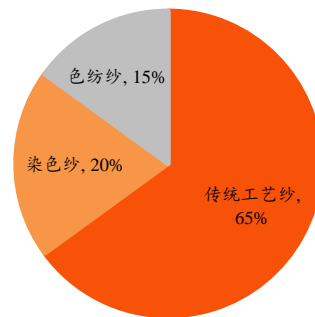
	着色方法	特点	代表企业
印染布 (传统纱)		色彩相对单一, 色牢度低, 价格便宜, 污染严重	航民股份、华纺股份
色织布 (染色纱)		色彩丰富、立体感强、色牢度高。起订量小。	鲁泰 A、联发股份
色纺纱		色彩丰富、色泽柔和、立体感强、色牢度高、污染较低。适合小批量、多品种生产。	百隆东方、华孚时尚

资料来源: 公司公告, 智研咨询, 甬兴证券研究所

色纺纱市场规模稳步增长。据华经情报网, 我国色纺纱虽然起步较晚, 但是由于色纺纱的时尚、环保、科技等特点, 具有良好的市场发展前景。近年来, 我国色纺纱市场规模呈现稳步增长的趋势, 截至 2021 年我国色纺纱市场规模达到 605.5 亿元, 同比增长 5.1%。据国家统计局数据统计, 截至 2022 年末传统、染色、色纺纱产量分别约占市场的 65%、20%、15%。目前用色纺纱制成的针织物在国内外逐渐流行, 国内消费群体正在缓步壮大, 色纺纱应用领域已经从最初的内衣及针织 T 恤, 拓展到运动户外服装、衬衫及西装正装、牛仔服装、家纺用品、童装、家居服饰、特种用途服装等多个领域, 并有继续扩展的趋势。我们认为, 随着绿色环保低碳的持续推进, 叠加色纺纱市场渗透率不断提升, 更符合环保要求的色纺纱行业市场规模占比有望进一步增大。

图13: 色纺纱行业市场规模及增速


资料来源: 华商情报网, 甬兴证券研究所

图14: 2022 年中国纺织业不同纱产量分布


资料来源: 华商情报网, 甬兴证券研究所

2.3. 色纺纱行业竞争壁垒

1、资金壁垒

色纺纱行业在棉花集中采购、存货管理等各个环节均需要占用大量的流动资金, 同时因为色纺纱生产批量小, 品种多的特点, 当产量较小时单位产品分担的成本相对较大。因此, 色纺纱生产对企业的资金实力和生产规模也有较高要求, 只有具备显著规模效应的大型企业才能形成低成本优势, 从而有力拓展新市场。

2、技术壁垒

与传统纺纱行业相比，色纺纱行业在染色和配色等各个环节均有独特的技术和工艺流程。针对小批量、多品种的色纺纱订单，在同一生产线上，往往会有多种不同品种的产品同时作业。以百隆东方为例，公司每年接到的订单数量可达上万份，推出的混色花纱颜色超过 5,000 多种，相应的工艺参数始终处于变化之中，且不同纤维在混合技术上亦存在不确定性。如何使纱线达到混和均匀、色泽鲜艳、色牢度好、各批次颜色一致，同时纱条粗细均匀、毛羽少、疵点少而小的要求，需要具备较高的专业技术难度。

3、管理能力壁垒

色纺纱色彩的丰富性和生产工艺的复杂性要求企业具备较高的生产现场管理能力、调度能力和品质管理能力。与此同时，鉴于下游服装客户对交货期非常重视，亦要求企业具备良好的供应链管理能力和经验。经验丰富、高素质的管理团队对色纺纱的生产至关重要。

4、行业经验壁垒

色纺纱行业相比于传统纺纱行业，无论是在工艺流程、生产方式、原料采购、营销手段等方面均有所革新：如对棉纤维进行前置染色及后续各生产环节的配色过程；为适应休闲服装终端消费流行多变的特点而特有的小批量、多品种、快交货的生产方式；在棉花原产地进行集中采购，要求企业具有良好的库存决策和管理能力；为成功向品牌运营商实施直接营销，须准确把握流行色彩趋势和消费趋势的变化。以上各方面均需要企业有丰富的业内资源和经验积累，对企业的软实力要求较高。

2.4. 色纺纱行业竞争格局：双寡头竞争，行业集中度有望进一步提升

行业呈百隆东方和华孚时尚双寡头格局。据智研咨询，国内色纺纱企业凭借产品优势已经在逐步主导全球市场，据统计，我国色纺纱已经占据全球市场的近 90%。目前，我国的色纺纱行业呈现双寡头局面，两大企业分别是百隆东方和华孚时尚。据公司公告，截至 2023 年，百隆东方专注主营纱线业务，生产经营中心在越南；华孚时尚拥有纱线和网链双主线业务，经营重心在国内。我们认为，考虑到行业竞争壁垒，叠加低端产能出清，行业集中度有望进一步提升。

表4:百隆东方与华孚时尚对比

	产能规模	业绩	按产品分类	按地区分类	盈利能力
百隆东方	截至 2023 年，越南百隆总产能达 126 万锭，约占总产能 70% 左右。	2023 年营收 69.14 亿元，同比-1.08%；归母净利润 5.04 亿元，同比-67.75%。	2023 年纱线收入占比 93.39%，其中，胚纱占比 47.95%，色纺纱占比 45.44%。	海外收入占比 72.11%，国内占比 27.89%。	公司毛利率 8.65%，棉纺行业毛利率 7.47%。
华孚时尚	截至 2023 年，纱线产能 206 万锭，生产基地覆盖中国东部和新疆、越南等地。	2023 年营收 136.63 亿元，同比-5.51%；归母净利润 0.67 亿元，同比+119.06%。	2023 年纱线占比 42.77%，网链 54.16%，袜制品 2.75%。	中国大陆收入占比 87.68%，海外占比 12%。	公司毛利率 4.24%，棉纺行业毛利率 4.07%。

资料来源：Wind，公司公告，甬兴证券研究所

3. 核心竞争力

3.1. 全球化布局，供应链加速向越南转移

产业布局全球化，越南产能超 70%。公司于 2012 年 12 月 18 日在越南注册子公司，2013 年 3 月正式开始建设首个海外生产基地，截至 2023 年底，越南百隆已建成并投产 126 万锭产能，约占目前总产能 70% 左右，全年完成营业收入 53.05 亿元，同比上升 11.90%，越南营收占总营收比重 72.11%，是公司业绩贡献以及近年来发展的重心。另外公司还有以自有资金继续投入的越南百隆 39 万锭纱线扩产项目，新产能建设及投产进度正在有序推进。

表5:百隆东方纱线产销量情况

	2020	2021	2022	2023
越南产能(万锭)	100	110	118	126
越南产能占比	60%	60%+	70%	70%
生产量(万吨)	20.49	24.65	19.11	21.32
销售量(万吨)	21.63	24.18	17.70	21.66
库存量(万吨)	3.01	3.67	5.08	4.74
产销比	106%	98%	93%	102%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

全球化布局有助于减弱 UFLPA 法案对公司的影响。据国浩律师事务所，美东时间 2021 年 12 月 23 日，美国 UFLPA 签署成法。该法案限制中国部分新疆区域的产品进口到美国，并且主要将棉花、番茄还有多晶硅制品列入执法高优先级产业清单。截至目前，国土安全部（DHS）已将 65 个实体添加到 UFLPA 实体清单中。这些实体涉及服装、农业、多晶硅、塑料、化工、电池、家用电器、电子和食品添加剂等行业。

表6:美国 UFLPA 法案进展

时间	内容
2020 年 9 月	美国劳动部将新疆出产的手套、假发/发饰制品、 纺织品、纱线 以及番茄这五类产品列入产品观察清单
2021 年 1 月	美国海关与边境保护局（CBP）对中国新疆进口的 棉制品 及西红柿产品发布暂扣令（WRO）
2021 年 6 月	美国将多晶硅制品列入以上清单
2021 年 7 月 13 日	美国国务院联合财政部、商务部、美国贸易代表署、国土安全局以及劳动部认为，中国以及亚洲多个公司销售的成衣制品中使用了禁止性行为所生产加工的 棉花制品 。
2021 年 12 月 23 日	美国国会正式通过《Uyghur Forced Labor Prevention Act》（UFLPA）
2022 年 6 月 21 日	UFLPA 正式起效
2023 年 2 月 23 日	美国 CBP 发布 UFLPA 执行和审查程序的补充指南，包括更新详细的常见问答并发布两份指引性文件：《适用性审查最佳实践：进口商责任》详述了美国进口商向 CBP 申请审查 UFLPA 或其可反驳推定不适用于进口货物时需要提交的证明文件和注意事项，《执行摘要指南及目录示例》旨在提供举证材料指南及示例。
2023 年 8 月 1 日	美国国土安全部（DHS）宣布，骆驼集团有限公司和晨光生物科技集团有限公司及其子公司晨光生物科技集团雁栖股份有限公司生产的商品将被限制进入美国，UFLPA 实体清单上指定的实体总数达到 24 家。
2023 年 9 月 26 日	新疆中泰集团有限公司、新疆天山毛纺织有限公司和新疆天棉基金会纺织有限公司生产的商品将被限制进入美国，UFLPA 实体清单上指定的实体总数达到 27 家。
2023 年 12 月 8 日	中粮糖业控股有限公司、四川精卫达科技集团有限公司和安徽信亚新材料有限公司生产的商品将被限制进入美国，UFLPA 实体名单增至 30 家。
2024 年 5 月 16 日	美国国土安全部（DHS）宣布将 26 家位于中华人民共和国的 纺织公司 列入实体清单。

资料来源：美国国土安全局，国浩律师事务所，甬兴证券研究所

国内棉纺行业受限。从UFLPA清单可以看到，棉纺行业受限严重，由开始的纺织企业逐渐拓展到仓储物流行业。其中，公司竞争对手华孚时尚的子公司“阿克苏华孚色纺有限公司”在2022年就被列入实体清单，致使其海外业务受限。

据国浩律师事务所，只有同时符合以下三种情况才可免受限制：

- 1、首先，进口商必须要证明其拟引进美国境内的产品应满足以下三种情况：
 - 1) 进口商开展全面的“尽职调查”，证明其有效追溯了产品供应链的各个环节并且以此制定相关的供应链管理系统，从而明确证明其不违反该法案的禁止性要求；
 - 2) 进口商提供的证据的种类、性质及广度能够证明来自中国的产品不是从法案禁止地区采集、制造、生产、加工的产品；
 - 3) 进口商提供的证据的种类、性质及广度能够证明来自中国的产品，包括依据1930年美国关税法第307条而被暂扣或查封的产品，不是通过禁止性行为采集、制造、生产、加工的产品。
- 2、在满足上述情况的前提下，进口商必须要对CBP针对其进口的产品是否全部或部分是通过禁止性行为采集、制造、生产、加工的产品所作出的质询或调查作出全面且实质性的回应；
- 3、通过明确且令人信服的证据证明其进口的产品不是通过禁止性行为采集、制造、加工。

公司有望承接色纺纱所需产能缺口。随着海外品牌订单外移，东南亚地区的纺织产业蓬勃发展，对我国在全球纺织服装市场的出口份额造成挤压。面对地缘冲突的困局，百隆东方早在10年前就已经布局海外产能，向越南转移。为防止被美方供应链追索，公司越南工厂全部采购国际市场棉花。并且，由于在新疆地区收购棉花时间、运输、劳动力成本较高且当时内外棉价差较大，公司于2013年就已完成下辖所有6家新疆子公司的股权转让，不再自有棉花收购基地，全部生产所需原材料棉花将通过国储棉拍卖、市场采购和进口完成。我们认为，随着出口产能将向东南亚等地区转移，叠加国内同业受限于UFLPA，公司有望承接欧美所需色纺纱产能的缺口，进一步提升全球市场的份额。

表7:UFLPA 实体清单

序号	生效时间	公司	序号	生效时间	公司
1	2022年6月21日	保定市绿叶硕子岛商贸有限公司	29	2023年12月11日	安徽信亚新材料有限公司
2	2022年6月21日	昌吉溢达纺织有限公司	30	2023年12月11日	中粮糖业控股有限公司
3	2022年6月21日	和田浩林发饰品有限公司	31	2024年5月17日	滨州中纺银泰实业有限公司
4	2022年6月21日	和田市泰达服装有限公司	32	2024年5月17日	中棉集团河南物流园有限公司新野分公司
5	2022年6月21日	合盛硅业(鄯善)有限公司	33	2024年5月17日	中棉集团南宮宏泰棉花有限公司
6	2022年6月21日	新疆大新能源股份有限公司	34	2024年5月17日	中棉集团山东物流园有限公司

7	2022年6月21日	新疆东方希望有色金属有限公司	35	2024年5月17日	中棉集团新疆棉花有限公司
8	2022年6月21日	新疆协鑫新能源材料科技有限公司	36	2024年5月17日	福建闽龙仓储有限公司
9	2022年6月21日	新疆准噶尔棉麻有限公司	37	2024年5月17日	河南省豫棉集团实业有限公司
10	2022年6月21日	新疆生产建设兵团及其附属机构、分支机构	38	2024年5月17日	河南豫棉物流有限公司
11	2022年6月21日	阿克苏华孚色纺有限公司	39	2024年5月17日	衡水市棉麻总公司储备库
12	2022年6月21日	合肥宝龙达信息技术有限公司	40	2024年5月17日	菏泽市棉麻公司
13	2022年6月21日	合肥美菱集团控股有限公司	41	2024年5月17日	菏泽市棉麻经贸开发总公司
14	2022年6月21日	今创集团股份有限公司	42	2024年5月17日	黄梅小池银丰棉花有限公司
15	2022年6月21日	洛浦县发制品产业园	43	2024年5月17日	湖北景天棉花产业集团有限公司
16	2022年6月21日	洛浦县美欣发制品有限公司	44	2024年5月17日	湖北祺润投资发展有限公司
17	2022年6月21日	南京协力棉纺织印染有限公司	45	2024年5月17日	湖北银丰棉花股份有限公司
18	2022年6月21日	第四职业技能教育培训中心	46	2024年5月17日	湖北银丰仓储物流有限责任公司
19	2022年6月21日	碳源科技股份有限公司	47	2024年5月17日	江苏银海农佳乐仓储有限公司
20	2022年6月21日	伊犁卓万制衣有限公司	48	2024年5月17日	江苏银隆仓储物流有限公司
21	2022年6月12日	纳思达公司及其八家珠海子公司	49	2024年5月17日	江阴市联运有限公司
22	2022年6月12日	新疆中泰化工有限公司	50	2024年5月17日	江阴市协丰棉麻有限公司
23	2023年8月2日	骆驼集团有限公司	51	2024年5月17日	菏泽市棉麻公司巨野棉麻站
24	2023年8月2日	晨光生物科技集团有限公司及其子公司晨光生物科技集团雁栖股份有限公司	52	2024年5月17日	海南盛世国储供应链管理集团有限公司
25	2023年9月27日	新疆中泰集团股份有限公司	53	2024年5月17日	临西县方沛棉花购销有限公司
26	2023年9月27日	新疆天山毛纺织有限公司	54	2024年5月17日	南阳红棉物流有限公司
27	2023年9月27日	新疆天棉基础纺织有限公司	55	2024年5月17日	舞钢市中昌物流有限责任公司
28	2023年12月11日	四川精卫达科技集团有限公司	56	2024年5月17日	新疆银隆农业国际合作股份有限公司

资料来源：美国国土安全局，通融数据，甬兴证券研究所

3.2. 技术创新与快反能力，助力公司把握下游市场

技术创新开创多项色纺行业第一。公司秉承“技术创新是不可复制的核心竞争力”的理念，自主制定“产品特色差异化、产品质量标准化、产品功能价值化、成本优势领先化、产业链条增值化”的创新发展战略，在国内开创多项色纺行业第一：第一家拥有散纤维染色和纤维混色纺纱技术中国发明专利的色纺企业；第一家自主推出 BROS 高端色纺品牌，建立完整全球营销网络的色纺企业；第一家将专利产品规模化的色纺企业；第一家被国家纺织产品开发中心评定为“国家级棉色纺开发基地”的色纺企业；第一家被授予“中国名牌”产品称号的色纺企业；第一家获得 IMO 颁发的 GOTS 全球有机纺织品标准认证的色纺企业。

持续推出新色卡保证公司竞争力。公司现已建立较为完善的新产品开发与创新机制，这有助于公司准确把握市场需求，不断推出符合市场流行趋势的新产品。公司投资建设的省级色纺企业技术中心当前重点专注于纱线风格创新、新纤维原料的染色和纺纱性能、纤维原料的绿色染整工艺、流行色彩等方面的研究。经过多年的持续投入，现已取得丰硕的研发成果：对混纺花纱成功推出新风格创新，如段彩纱、仿点子纱，溢彩纱等，赋予纱线以朦胧、梦幻或浪漫的外观；对纤维组分进行灵活搭配，将混纺组分扩展至

有机棉、羊绒、空调纤维、珍珠纤维、海藻纤维等新型纤维，突出色纺纱线环保、功能及时尚的特点；对棉、莫代尔和天丝等纤维素纤维进行深度化学改性，大幅提高其上色性能以强化后续染色工序的节能减排效果；对流行色卡进行定期开发创新，每年推出春夏和秋冬两册流行色卡。2023年，公司在绿色产品设计方面，推出了自然和谐类的花色纱环保节能产品“NEO-YARN SERIES STARDUST HEATHER 星辰花纱”、“ECO-FRIENDLY HEATHER 环保色纺纱”。此外，公司还推出了多彩幻影纱系列，以及快乐多巴胺、挥别冷清、低调优雅、户外运动风的色卡。持续不断地新产品研发，强化了百隆在供应链环节上的重要性，也成为下游服装品牌在采购环保产品时的首要选择，进而推动整体销量的增长。

图15:NEO-YARN SERIES



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图16:EcoFRESH Yarn 环保系列优势



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司快反能力契合快时尚商业模式。公司创立的BROS品牌纱线现已畅销欧美、亚洲、非洲、中国大陆等地区。通过大客户申洲国际，公司与NIKE、Uniqlo、Adidas及PUMA等诸多国际知名品牌均建立起长期稳定的合作关系。同时，公司也着力加强对国内知名品牌的渗透力度，安踏、森马、李宁、美特斯邦威等服装品牌也均是公司的重要合作伙伴。这些休闲品牌服饰运营商，创造了个性化、小批量，快速时尚的商业模式，并成为当今服饰发展主流。由于色纺纱“先染色、后纺纱”的工艺特征，可以有效缩短后续加工企业的生产流程，迅速响应市场多品种、小批量、快交货的要求，因此比传统纱线具备更强的竞争力。同时，鉴于下游服装客户对交货期非常重视，在保证品质的前提能做出快速反映是公司的核心竞争力之一。

图17:公司部分品牌客户



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

1、棉纺业务

1) 产能端：

公司越南 39 万锭产能扩张项目正在有序推进，22 年、23 年分别投产 8 万锭，后续投产进度将视需求而定。23 年公司经历下游去库订单不足，但 24 年下游去库进入尾声开始补库周期，订单有望出现好转。考虑到订单回暖尚需时间，我们预计 24 年产能与 23 年基本一致，25 年-26 年保持每年 8 万锭的增量，即 24-26 年公司总产能为 177、185、193 万锭。

2) 销量端：

公司在 23 年不利局面下，为保障开机率，提升产能利用率，以价换量，展现了实现产销平衡的决心，考虑到 2020 年公司满产 167 万锭形成产量 20.49 万吨，换算可得 1 万锭产能可对照 0.123 万吨产量，参考往年产销数据，我们预计 24-26 年公司依旧会保持满产满销的步伐，销量为 21.76、22.74、23.72 万吨。

3) 单价端：

23 年公司为保证销量，提升了单价较低的胚纱占比，后续随着下游订单恢复常态，客户进入补库周期，色纺纱销量有望提升，单价将恢复至 21-22 年水平，我们预计 24-26 年单价为 3.34、3.48、3.62 万元/吨。

4) 毛利：

公司毛利率主要受棉价波动及产能利用率影响，1) 公司库存的 22 年高价棉在 23 年已基本消耗完毕，目前库存棉价格接近市面现货价格；2) 随着下游去库进入尾声，订单量回暖带动了公司产能利用率恢复，我们预计毛利率有望逐步恢复至去库前 20%+ 的较好状态，24-26 年公司主营业务毛利率为 18.27%/22.11%/24.03%。

2、其他业务

主要为出售下脚料收入，占比较低，我们预计 24-26 年其他业务收入为 4.69、4.69、4.69 亿元，保持稳定。

表8:公司收入及盈利预测

单位: 亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	77.74	69.89	69.14	77.39	83.84	90.56
YOY	26.73%	-10.10%	-1.08%	11.93%	8.33%	8.02%
毛利率	26.20%	26.87%	8.65%	11.77%	15.54%	18.37%
一、棉纺行业	74.07	64.07	64.57	72.70	79.15	85.87
YOY	26.55%	-13.49%	0.77%	12.59%	8.87%	8.49%
毛利率	25.95%	26.00%	7.47%	11.39%	14.94%	17.70%
占比	95.28%	91.67%	93.39%	93.94%	94.41%	94.82%
纱线产能 (万锭)	183	169	177	177	185	193
YOY	10.0%	-8.1%	4.7%	0.0%	4.5%	4.3%
越南 (万锭)	110	118	126	126	134	142
中国 (万锭)	73	51	51	51	51	51
纱线销量 (万吨)	24.18	17.70	21.66	21.76	22.74	23.72
YOY	11.76%	-26.80%	22.40%	0.43%	4.52%	4.32%
纱线单价 (万元/吨)	3.06	3.62	2.98	3.34	3.48	3.62
YOY	13.26%	18.17%	-17.67%	12.13%	4.16%	4.00%
二、其他业务	3.67	5.82	4.57	4.69	4.69	4.69
YOY	30.36%	58.38%	-21.42%	2.55%	0.00%	0.00%
毛利率	31.37%	36.49%	25.26%	31.04%	30.93%	29.08%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4.2. 估值及投资建议

公司作为全球色纺纱龙头企业,随着地缘政治摩擦逐渐加深,海外稀缺越南工厂产能布局使其有望承接海外所需色纺纱产能的缺口,逐步提升市占率,叠加 24 年下游国际品牌去库进入尾声、即将进入新一轮补库周期,公司有望迎来量价的逐步恢复。我们预计公司 24-26 年实现营收 77.39/83.84/90.56 亿元,同比增长 11.9%/8.3%/8.0%;实现归母净利润 6.40/8.11/10.75 亿元,同比增长 27.0%/26.7%/32.6%,截至 7 月 2 日,公司 78.90 亿市值对应 PE 为 12.33/9.73/7.34 倍,低于可比公司平均估值。考虑到公司短期订单量及盈利能力的向好趋势、中长期市场份额的提升趋势及高股息属性,首次覆盖给予“买入”评级。

表9:可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 2 日收盘)

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
华孚时尚	63.95	0.67	1.06	2.08	3.06	109.50	59.87	30.72	20.90
富春染织	16.32	1.04	2.21	2.78	3.23	23.23	7.40	5.88	5.06
平均						66.37	33.64	18.30	12.98
百隆东方	78.90	5.04	6.39	8.50	11.21	14.32	12.33	9.73	7.34

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 风险提示

1、原材料价格波动风险: 公司生产成本主要包括棉花、能源和人工等。目前,本公司的棉花成本约占生产成本的比重为 70%左右。当前公司在

请务必阅读报告正文后各项声明

境内外同时进行棉花采购，棉花价格的大幅波动将给公司带来一定的经营风险。

2、汇率波动风险：公司生产原材料棉花部分为从国际市场采购、纺织产品部分以直接或间接方式出口海外，此外境外子公司存在外币货币性资产和负债的净敞口，汇率的波动对本公司经营和资产负债状况会造成一定影响。

3、行业竞争加剧风险：公司除了要应对国内同行的竞争以外，还将长期面临海外各国纺织企业的竞争。不排除未来有更多的传统纺织行业公司转型进入利润水平更高的色纺行业，届时公司的经营将面临较大的竞争风险。

4、地缘政治风险：公司所在行业的下游纺织品服装市场需求受国家宏观经济、国内纺织品进出口政策等多重影响。若国际地缘政治紧张局势频发、中美贸易摩擦加剧，或将对公司业绩产生影响。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,667	8,204	9,141	10,175	11,337	经营活动现金流	246	809	794	963	1,205
货币资金	2,072	2,650	3,490	4,428	5,451	净利润	1,563	504	640	811	1,075
应收及预付	472	626	675	686	782	折旧摊销	577	570	305	387	417
存货	5,346	4,708	4,685	4,764	4,795	营运资金变动	-1,438	128	166	-71	-136
其他流动资产	777	221	291	296	309	其它	-456	-394	-316	-164	-151
非流动资产	7,540	7,880	7,821	7,900	8,082	投资活动现金流	225	413	179	-123	-258
长期股权投资	2,285	2,269	2,305	2,342	2,361	资本支出	-404	-217	-128	-376	-529
固定资产	3,811	3,705	3,589	3,631	3,799	投资变动	-278	181	-70	-68	-50
在建工程	368	252	254	266	273	其他	906	449	377	321	321
无形资产	652	628	614	600	587	筹资活动现金流	18	-293	-39	98	76
其他长期资产	423	1,026	1,060	1,061	1,062	银行借款	955	-476	220	273	263
资产总计	16,206	16,084	16,962	18,075	19,419	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	4,405	4,805	5,155	5,340	5,505	其他	-937	183	-258	-175	-187
短期借款	3,275	3,031	3,178	3,339	3,500	现金净增加额	529	896	841	938	1,023
应付及预收	305	221	329	337	347	期初现金余额	1,113	1,642	2,538	3,378	4,316
其他流动负债	826	1,553	1,648	1,665	1,659	期末现金余额	1,642	2,538	3,378	4,316	5,339
非流动负债	1,748	1,486	1,562	1,679	1,782						
长期借款	1,551	1,318	1,391	1,503	1,605						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	197	168	171	175	177						
负债合计	6,153	6,291	6,717	7,019	7,288						
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500						
资本公积	2,371	2,369	2,369	2,369	2,369						
留存收益	6,045	5,808	6,354	7,165	8,240						
归属母公司股东权益	10,053	9,794	10,245	11,056	12,131						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	16,206	16,084	16,962	18,075	19,419						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-10.1%	-1.1%	11.9%	8.3%	8.0%
营业利润增长	18.2%	-66.2%	25.5%	26.8%	33.0%
归母净利润增长	14.0%	-67.7%	27.0%	26.7%	32.6%
获利能力					
毛利率	26.9%	8.6%	12.6%	15.8%	18.4%
净利率	22.4%	7.3%	8.3%	9.7%	11.9%
ROE	15.5%	5.1%	6.2%	7.3%	8.9%
ROIC	5.5%	0.3%	4.8%	5.4%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	38.0%	39.1%	39.6%	38.8%	37.5%
净负债比率	31.2%	31.3%	23.9%	16.2%	8.5%
流动比率	1.97	1.71	1.77	1.91	2.06
速动比率	0.71	0.70	0.82	0.97	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.43	0.47	0.48	0.48
应收账款周转率	12.60	12.89	12.14	12.62	12.61
存货周转率	1.08	1.26	1.44	1.49	1.55
每股指标 (元)					
每股收益	1.06	0.34	0.43	0.54	0.72
每股经营现金流	0.16	0.54	0.53	0.64	0.80
每股净资产	6.70	6.53	6.83	7.37	8.09
估值比率					
P/E	5.38	14.32	12.33	9.73	7.34
P/B	0.85	0.75	0.77	0.71	0.65
EV/EBITDA	7.72	16.53	8.57	6.58	4.95

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。