



Research and  
Development Center

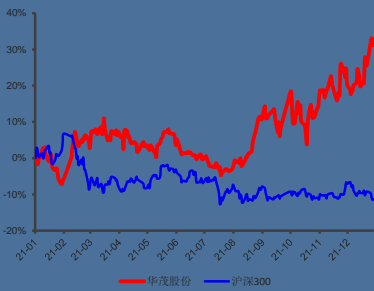
# 智能制造风华正茂，申洲战投强强联手

—华茂股份（000850.SZ）深度报告

2021年1月10日

汲肖飞 行业分析师  
S1500520080003  
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理  
liyuan@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**深度报告**
**华茂股份 (000850.SZ)**
**投资评级 买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元):	4.76
52周内股价	3.37-4.83
波动区间(元):	
最近一月涨跌幅	5.08
(%):	
总股本(亿股)	9.44
流通A股比例(%)	59.96
总市值(亿元)	45

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDASECURITIESCO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 智能制造风华正茂，申洲战投强强联手

2022年1月10日

**本期内容提要：**

- ◆ **棉纺龙头聚焦主业，业绩稳定增长。**公司主要从事混纺纱线、面料、产业用纺织品等棉纺产品的生产、销售，主要包括纱线、坯布、色织面料、无纺布等系列产品，旗下“乘风”牌纱线和“银波”牌坯布具有较高行业知名度。公司聚焦主业发展，积极扩张纱线、坯布产能，强化行业龙头地位。近年来公司业绩保持稳定增长，2021年前三季度实现营收/归母净利润 25.89/3.44 亿元，同增 6.23%/35.56%，2017-2021 年年均复合增速为 12.04%/94.57%。
- ◆ **国内纺织产能发展成熟、集中度分散，市场份额向规模化头部集中。**2021年1-11月国内纺织行业收入为 22868 亿元，2017-2021 年年均复合增速为-11.06%。2020 年纺织行业 38 家上市企业合计收入为 1091 亿元，全行业收入占比仅 4.79%。长期来看，随着国内纺织下游需求成熟、劳动力成本上升，产能转移和技术升级是大势所趋。一方面，全球纺织行业产能中心向生产成本更低的东南亚地区转移；另一方面，纺织企业将聚焦于高新技术、设备制造等高附加值领域，向资金、技术密集型产业升级，以降低对低端劳动力密集型行业的依赖。受益于早期在成本、服务等方面的优势，规模化头部企业快速成长扩大规模，凭借自身成本规模优势，率先向低成本国家转移产能以强化先发优势，并可以率先通过自动化升级改造以降低对人工依赖，获得更多市场份额。
- ◆ **强大技术优势和智能化生产改造为公司构筑核心竞争壁垒。**1) 公司重视技术研发，积极联合上下游企业、高等院校和科研院，不断提升工艺水平和产品稳定性。公司纱线、坯布的质量指标始终处于行业领先水平，并研制、生产了首面“织物版”国旗随嫦娥五号在月球表面展示，技术实力可见一斑；2) 公司积极布局智能化纺纱产能，截至 2021 年公司智能纺纱占比已到达 50%，智能化水平位居行业前列，2020 年纺纱智能改造项目获得了国内工业领域最高奖项“中国工业大奖”。持续的技术改造和装备升级为公司带来了较强的成本优势，助力公司实现高质高效生产。3) 凭借领先的设计能力和高质高效的生产能力，公司在国内外树立了良好的品牌形象，产品销往意大利、德国、日本和香港等高端市场。
- ◆ **国企改革开启发展新阶段，引进申洲战投强强联合。**2020 年国家开启“国企三年改革行动”，确立了增强国企活力、提高效率的目标，深入开展企业混合所有制改革。公司积极响应国家号召，引入同行业战投申洲国际（持有控股股东华茂集团股份 21.05%），未来有望进一步深化国企改革，强化员工激励，推动业绩增长。公司引入申洲国际一方面短期内将受益于其国际订单向国内转移，进一步深化合作，提升公司在其原材料的供应占比，纱线订单有望持续增加；另一方面，公司将凭借在梭织面料方面的深厚积淀，有机会分享申洲国际拓展梭织面料新品类的成长红利，从而获得新的业绩增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们看好公司较强的技术研发实力和智能化生产制造带来的成本优势和稳定品质保障能力。随着公司智能化规模持续扩张，叠加公司强强联合申洲国际，进一步强化产业链协同优势，拓展纱线、梭织面料业务，未来成长可期。我们预计 2021-2023 年收入为 34.89/40.02/46.25 亿元，同增 2.9%/14.7%/15.6%，归母净利为 4.01/4.82/5.92 亿元，同增 80.7%/20.2%/22.6%，目前估值处于较低水平。借助相对估值法，我们给予公司目标价 7.4 元，公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**宏观经济波动风险、新产能落地不及预期、原材料价格波动

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>2

风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,979	3,392	3,489	4,002	4,625
增长率 YoY%	7.1%	13.9%	2.9%	14.7%	15.6%
归属母公司净利润 (百万元)	198	222	401	482	592
增长率 YoY%	66.6%	12.4%	80.7%	20.2%	22.6%
毛利率%	13.2%	18.6%	18.3%	19.8%	21.1%
净资产收益率 ROE%	4.7%	5.2%	8.5%	9.3%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.24	0.43	0.51	0.63
市盈率 P/E(倍)	19.28	20.21	11.19	9.31	7.59
市净率 P/B(倍)	0.90	0.86	0.95	0.86	0.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年1月10日收盘价

## 投资逻辑

公司主要从事混纺纱线、面料、产业用纺织品等纺织产品的生产、销售，主要包括纱线、坯布、色织面料、无纺布等系列产品，旗下拥有纱线品牌“乘风”和坯布品牌“银波”。公司研发创新能力较强，智能化生产制造水平行业先进，在国内外树立良好品牌形象。此外，公司积极响应国企改革号召，强强联合同行业战略投资者申洲国际，率先完成混改，进一步强化产业链协同效应。随着公司不断扩张智能化生产规模，未来成长确定性强。

短期来看，行业方面，海外疫情反扑，纺织服装订单回流，下游需求回暖。长期来看，随着国内劳动力成本上升、“能耗双控、限电限产”持续推进，国内纺织行业低端低效产能出清，市场份额有望向规模化头部企业集中。公司作为棉纺龙头，率先布局智能化纺纱产能，智能化制造水平已位居行业前列，拥有较强的成本优势和品质效率保证。2021年受海外订单回流和下游需求回暖影响，叠加公司智能纺纱产能投入使用，业绩保持稳健增长。

长期来看，公司引进战略投资者服装代工龙头企业申洲国际，开启双赢成长之路。一方面，申洲国际海外工厂受疫情影响较大，面料供应不足，而公司作为申洲国际的战略合作伙伴，有望受益于其订单回流，进一步提升在其原材料的供应占比，纱线订单有望持续增长；另一方面，公司凭借在梭织面料方面的多年积淀，有望成为申洲国际的梭织面料供应商，为公司带来新的业绩增长点。

### 与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

- 1) 公司多年来聚焦主业，注重研发和创新，一流的研发设计能力，帮助公司纱线和坯布质量指标始终处于行业领先水平。此外经过多年的技术升级和设备改造，公司智能化生产水平行业先进，具备较强的成本优势和品质保证，全面筑起竞争护城河。
- 2) 公司所处的纺织行业受国内劳动力等生产成本的逐步提升等因素的影响，将面临低端产能出清，市场份额向具备规模化头部企业集中的趋势。公司作为棉纺龙头，将受益于在智能生产方面的率先布局，凭借自身的研发创新能力、高质高效的生产水平，在竞争中脱颖而出。
- 3) 公司引入同行业战略投资者申洲国际，一方面强化公司的产业链协同效应，有望获得更多纱线业务订单；另一方面，公司有可能成为其梭织面料主要供应商，业绩增长，前景可期。



目录

公司分析：棉纺龙头聚焦主业，优化治理迎接新成长.....	7
基本概况：棉纺龙头企业，主业快速扩张.....	7
财务分析：产业资本+金融资本双轮驱动，公司业绩稳定增长.....	8
公司治理：国企改革持续深入，引入战投优化治理结构.....	9
行业分析：规模化头部企业有望获得更多市场份额.....	11
行业现状：短期需求回暖订单回流不改长期产能转移、技改之势.....	11
格局演变：规模化带来成本和技术优势，份额向规模化头部集中.....	13
核心优势：动能向前，势能向上，构筑企业竞争壁垒.....	14
技术优势：重视研发创新，技术实力工艺水平行业先进.....	15
智能生产：智能化生产改造强化成本优势及品质保障能力.....	16
品牌效应：走质量品牌效益发展之路，不断筑高品牌势能.....	17
未来看点：国企改革开启发展新阶段，引进申洲战投强强联合.....	17
混改完成：响应国企改革号召，引入同行业战略投资者.....	17
引入申洲：强化产业链协同效应，梭织订单有望成为业绩增长新引擎.....	18
盈利预测、估值与投资评级.....	20
盈利预测及假设.....	20
风险因素.....	20

表目录

表 1：公司管理层情况简介.....	11
表 2：第五届中国工业大奖项目获得者及所处行业.....	16
表 3：公司业绩与盈利预测（百万元）.....	21
表 4：可比公司 EPS 及估值对比.....	21

图目录

图 1：公司“乘风”牌纱线和“银波”牌坯布.....	7
图 2：公司主要发展历史.....	7
图 3：近年来公司与同行业公司收入增速对比情况.....	7
图 4：公司在棉纺织行业内收入排名不断提升（名）.....	7
图 5：2021H1 公司各项业务收入占比情况.....	8
图 6：2017-2021H1 年公司各地区收入占比情况.....	8
图 7：近年来公司营业收入稳定增长.....	8
图 8：近年来公司各项业务收入变动情况.....	8
图 9：近年来公司各项业务毛利率变动情况.....	9
图 10：近年来公司各项费用率变动情况.....	9
图 11：近年来公司扣非净利润及扣非净利率.....	9
图 12：近年来公司归母净利润及增速.....	9
图 13：截止到 2021 年 12 月 31 日公司股权结构图.....	10
图 14：近年来国内服装行业市场规模.....	12
图 15：近年来服装行业社会零售额数据.....	12
图 16：全球纺织业产能发展历程（多阶段转移）.....	12
图 17：近年来中国人力成本不断上升.....	12
图 18：近年来中国纺织服装出口额数据.....	13
图 19：2021 年中国纺织行业景气度提升.....	13
图 20：2017-2020 年申万纺织制造企业营业收入占全纺织行业收入占比较低.....	13
图 21：近年来原材料棉花价格变动情况.....	14
图 22：近年来涤纶长丝价格变动情况.....	14
图 23：规模化纺织企业具备率先产能转移和技改的优势.....	14
图 24：近年来国内纺织企业数目逐步减少.....	14
图 25：近年来公司与同行业公司研发投入占比对比情况.....	15
图 26：近年来公司与同行公司研发人员占比对比情况.....	15
图 27：近年来公司所获荣誉情况.....	15
图 28：公司所获专利数量逐年提升.....	15
图 29：公司智能化生产改造进程.....	16
图 30：近年来公司毛利率水平持续提升.....	16
图 31：公司与国内外大牌服装建立合作关系.....	17
图 32：公司总部大楼.....	17
图 33：国企改革重点加强五个体系八个方面的管理.....	18
图 34：国企三年改革三个发展阶段.....	18



图 35: 公司混改前后股权变动情况 .....	18
图 36: 2020 年公司前五大客户收入及占比 .....	19
图 37: 近年来申洲国际净利润和增速变动情况 .....	19
图 38: 公司智能化纺纱车间 .....	19
图 39: 公司持续扩展产能以应对新增订单需求 .....	19
图 40: 申洲国际产业链变动示意图 .....	20
图 41: 申洲国际面料、成衣在国内外产能分布情况 .....	20
图 42: 公司梭织面料工厂无梭织机 .....	20

## 公司分析：棉纺龙头聚焦主业，优化治理迎接新成长

### 基本概况：棉纺龙头企业，主业快速扩张

公司为安庆市地方国企，主要从事混纺纱线、面料、产业用纺织品等棉纺产品的生产、销售，主要包括纱线、坯布、色织面料、无纺布等系列产品。公司拥有“乘风”牌纱线、“银波”牌坯布等品牌，立足中高端市场，为国内外知名服装品牌配套，下游直接客户主要为服装、面料生产企业，产业用纺织品主要应用于医疗、卫生等领域。此外公司拓展投资管理业务，拥有证券（国泰君安、广发证券）、银行（徽商银行）、信息（网达软件、拓维信息）等公司股权，带来稳定分红与投资收益。

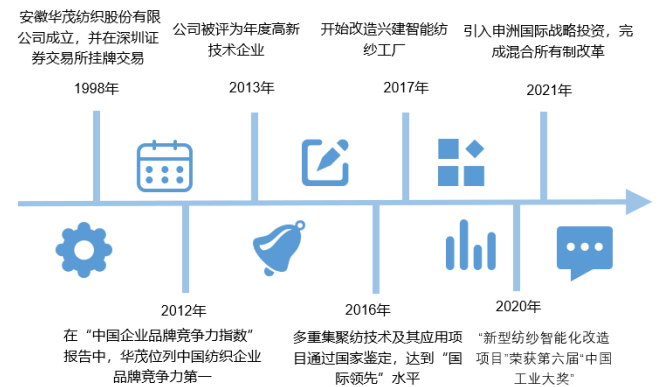
公司成立于1998年，由安徽华茂集团有限公司独家发起并以募集方式设立，并于同年在深交所挂牌交易。作为中国纺织“十大品牌文化”企业，公司提出以提升公司发展质量和效益为中心，以创新为驱动，以转型升级为重点的“126”工程战略，即发挥产业链协同效应，打造具有核心竞争优势的纺织产业新体系。2020年公司“新型纺纱智能化改造项目”获得第六届“中国工业大奖”，智能化生产水平显著提升。2021年12月公司引入战略投资者申洲国际，完成企业混合所有制改革，推动公司发展迈向新阶段。

图 1：公司“乘风”牌纱线和“银波”牌坯布



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

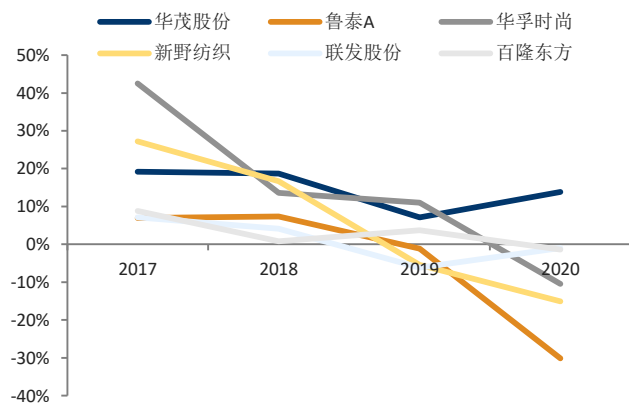
图 2：公司主要发展历史



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

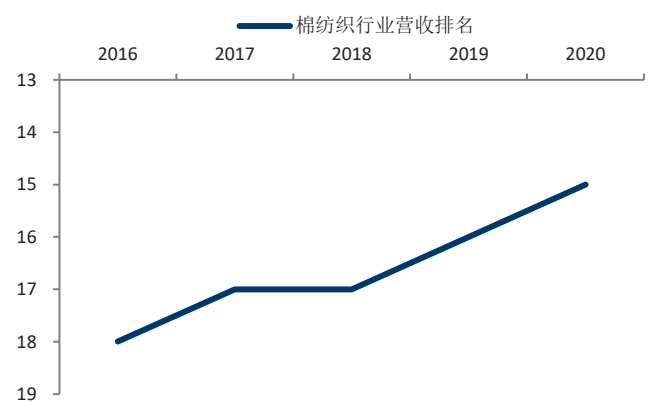
经过多年发展，公司成长为国内棉纺行业龙头，2020年拥有纱线产能7万余吨、高档坯布及面料产能约1亿米。公司积极扩张纱线、坯布产能，强化行业龙头地位，近年来收入增速高于多数棉纺公司。2017-2020年公司在棉纺织行业主营收入排名分别位居第17、16、16、15位，业内排名不断提升。2021年前三季度公司实现营收25.89亿元，同增6.23%，收入保持稳定增长。

图 3：近年来公司与同行业公司收入增速对比情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 4：公司在棉纺织行业内收入排名不断提升（名）



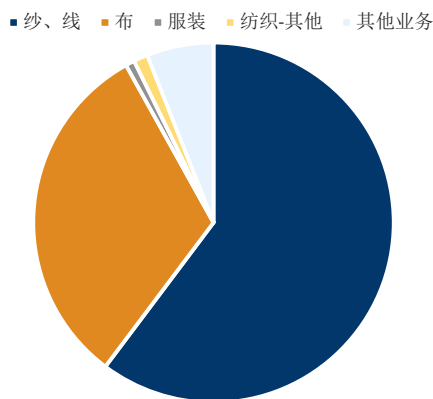
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

分产品看，公司主要收入来源为纱线和坯布面料，2021H1 两者收入比重分别为 60.25%和 31.69%，服装业务占比仅 0.81%，主要系德国子公司 HKG 在疫情影响下服装贸易订单大幅减少，使服装贸易收入大幅缩减。2020 年疫情期间公司利用自身渠道资源新增了纺织品贸易业务，主要包括防疫物资的出口，并为公司贡献了 3.81 亿元的营收，占当年收入比重 11.23%，2021 年后不再开展此业务。

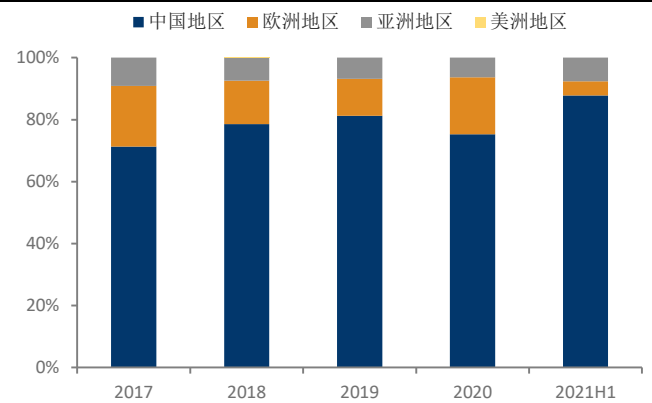
分市场看，公司收入主要来源于国内，2021H1 公司国内市场收入 14.61 亿元，占比 87.81%。2020 年后全球疫情蔓延，纺织行业订单回流国内，市场和公司业务地区分布发生变化，公司确立以实现国内大循环为主题发展格局。目前纱线出口比例仅占纱线业务的 20%左右，坯布面料也正在加大内销市场的开拓。

图 5：2021H1 公司各项业务收入占比情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 6：2017-2021H1 年公司各地区收入占比情况

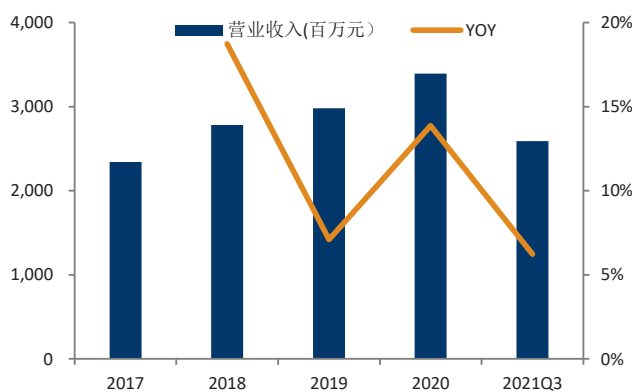


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 财务分析：产业资本+金融资本双轮驱动，公司业绩稳定增长

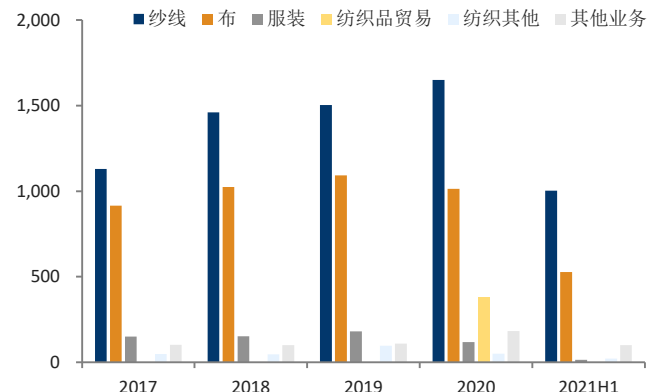
近年来公司营业收入持续增长，2020 年公司实现营收 33.92 亿元，2017-2020 年年均复合增速为 13.13%。2021 年前三季度公司实现营收 25.89 亿元，同增 6.23%。其中，公司智能纺纱产能不断提升、下游持续拓展客户订单，纱线的营收保持稳定增长，2021H1 贡献 10.02 亿元的营收，占比达 60.25%；布料营收近年来呈现波动态势，总体上稳中有升，在 2020 年布料收入同比下滑 7.28%后，随着国内疫情得到有力控制，下游需求恢复，2021H1 实现营收 5.27 亿元，同增 14.99%。

图 7：近年来公司营业收入稳定增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：近年来公司各项业务收入变动情况（百万元）



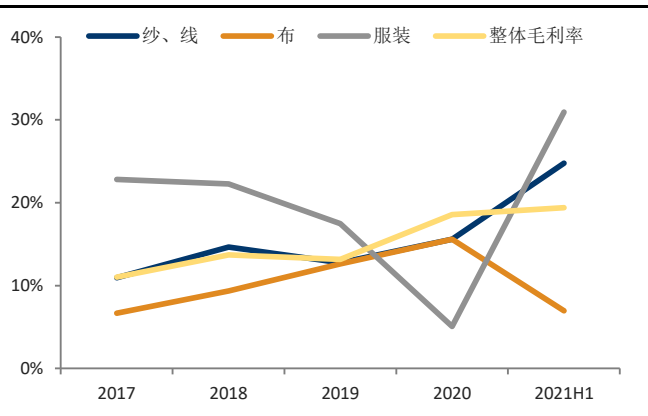
资料来源：Wind，信达证券研发中心



近年来受产品结构的调整和技术进步等因素影响，公司毛利率整体呈现上行态势。其中，2017-2020年纱线毛利率波动上行，2020年纱线毛利率达到15.61%，同增2.86PCT，主要系公司持续加强技术改造投入，不断提升纱线智能制造水平。受益于生产工艺、经验逐步积累，成本控制能力提升，2017-2020年坯布毛利率持续增长。高毛利的纱线、布业务占比逐年提升带动公司整体毛利率不断增长，2021年前三季度公司整体毛利率为18.92%，同降1.5PCT。

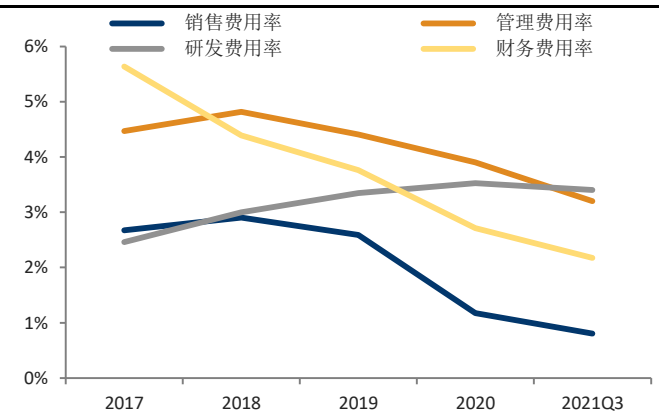
**优化管理、加强研发，期间费用率持续下行。**受收入规模扩大、销售人员薪酬大幅减少、利息支出减少等因素影响，2018年后公司销售、管理、财务费用率持续降低，带动期间费用率下行，其中2019-2021年前三季度公司期间费用率分别为14.10%、11.32%、9.58%，同比减少1.01PCT、2.79PCT、1.87PCT。公司重视产品、技术研发，研发费用率稳步提升，2021年前三季度研发投入营收占比为3.40%。

图 9：近年来公司各项业务毛利率变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

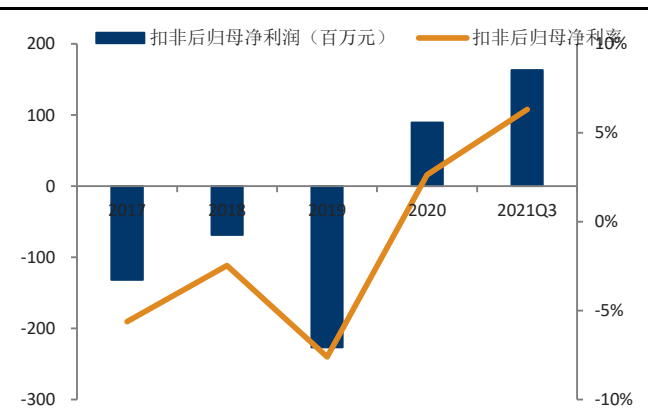
图 10：近年来公司各项费用率变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

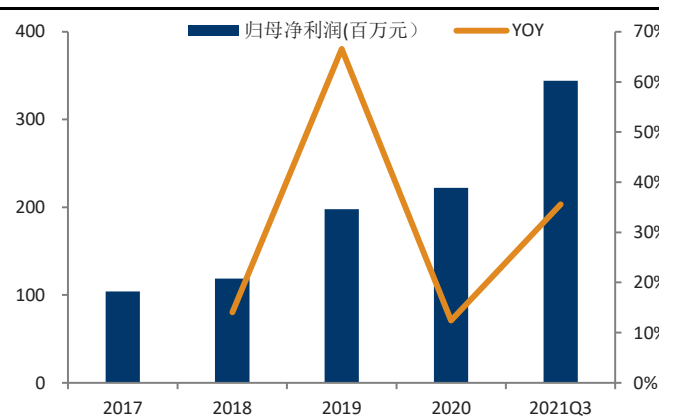
截止到2019年，公司扣非净利率连续八年为负，2019年公司扣非净利润达到历史最低为-2.27亿元，而后受益于公司技术升级改造推进、毛利率提升、期间费用率下降，公司盈利能力大幅提升，2020年/2021年前三季度扣非净利为0.90/1.63亿元，扣非净利率达到2.64%/6.31%，同增10.24PCT/1.10PCT。此外，受益于产业资本+金融资本“双轮驱动”的业务模式，公司总体盈利能力持续提升，2019-2021年前三季度公司归母净利润为1.98、2.22、3.44亿元，同增66.59%、12.40%、35.56%。

图 11：近年来公司扣非净利润及扣非净利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：近年来公司归母净利润及增速

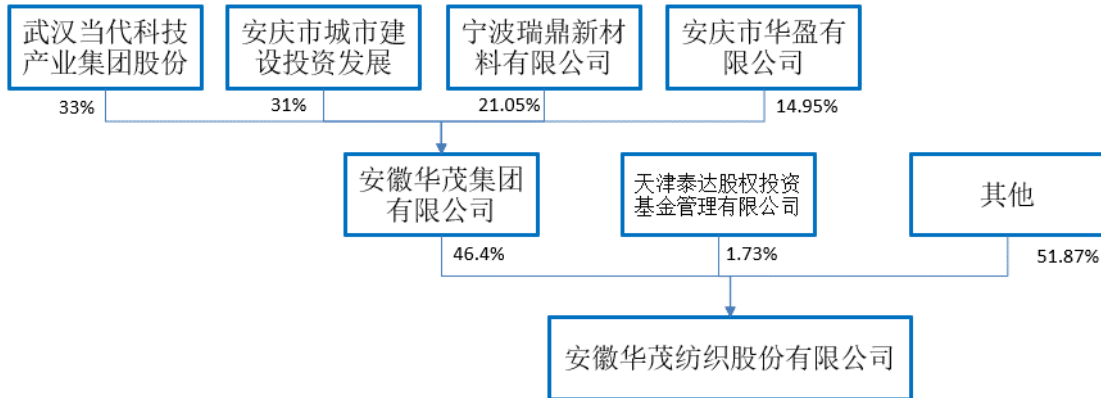


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 公司治理：国企改革持续深入，引入战投优化治理结构

公司是由安庆市财政局监管的安庆市国有企业，第一大股东为安徽华茂集团有限公司，截至 2022 年 1 月 3 日，集团持股比例为 46.4%。2010 年公司首次引入战略投资者武汉当代科技产业集团股份后，安庆国资于 2021 年 12 月 7 日通过转让部分国有股权再度引进战略投资者宁波瑞鼎新材料有限公司（申洲国际全资子公司）。宁波瑞鼎出资约 5.85 亿元，收购华茂集团 21.05% 的股份。宁波瑞鼎的入局将进一步优化公司的治理结构，健全市场化经营机制，提升运营治理水平，全面提升公司核心竞争力。

图 13: 截止到 2021 年 12 月 31 日公司股权结构图



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司管理层具有丰富的行业经验与扎实的专业知识，是公司技术水平持续提升，产品不断发展的重要力量。董事长倪俊龙拥有多年棉纺行业经验，历任多家纺织企业副总经理、技术处副处长，公司技术质量处处长、董事、副总经理、常务副总经理，现任中国棉纺织行业协会纺纱器材应用技术委员会主任、中国棉纺织行业协会专家技术委员会副主任，对纺织品生产、研发和企业管理经验丰富。其他高管在公司多年，在棉纺行业拥有多年积累，团队经验丰富，核心管理团队基本保持稳定。

**表 1: 公司管理层情况简介**

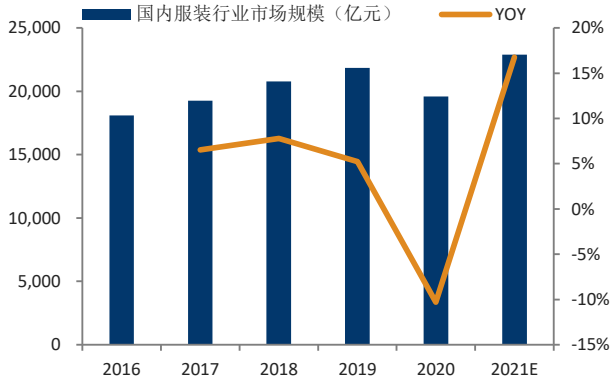
姓名	职位	学历	背景
倪俊龙	董事长	硕士	EMBA 毕业，硕士，正高级工程师，中共党员。历任安徽省丰华纺织股份有限公司副总经理、安庆纺织厂技术处副处长、安徽华茂纺织股份有限公司技术质量处副处长、处长、本公司董事、副总经理、常务副总经理。
左志鹏	董事、总经理	硕士	历任安庆纺织厂财务科科员、财务处处长助理、财务处副处长、安徽华茂纺织股份有限公司董事、财务处处长、副总经理、董事会秘书、财务总监，现任安徽华茂集团有限公司党委副书记、董事，安徽华茂纺织股份有限公司董事、总经理，兼任中国棉纺织行业协会信息统计专业委员会副主任，国泰君安证券股份有限公司监事，国泰君安投资管理股份有限公司监事、新疆利华（集团）股份有限公司董事。
罗朝晖	董秘	本科	1990 年进入本公司财务处工作，历任安徽华茂纺织股份有限公司证券事务专员、证券事务代表，现任安徽华茂纺织股份有限公司董事会秘书。
胡孟春	董事、副总经理	本科	历任安徽华茂纺织股份有限公司二分厂技术员、二分厂副厂长、厂长、安徽华泰纺织有限公司总经理，安徽华茂纺织股份有限公司监事。现任安徽华茂集团有限公司党委委员、董事，安徽华茂纺织股份有限公司董事、副总经理
戴黄清	董事、副总经理	本科	历任安徽华茂纺织股份有限公司经营计划处销售员、处长助理、副处长、处长、监事。现任安徽华茂集团有限公司党委委员、董事，安徽华茂纺织股份有限公司董事、副总经理，安徽华茂进出口有限责任公司董事长
杨圣明	副总经理	本科	历任安庆纺织厂布机车间保全工段技术员，安庆纺织厂生技科试验室工艺员，安徽华茂纺织股份有限公司技质处试验室主任，安徽华茂纺织股份有限公司技质处处长助理、副处长、处长。
徐凯峰	副总经理	硕士	历任原安庆纺织厂东纺车间质量把关员，安徽华茂股份有限公司技术质量处操作管理员，六分厂副厂长（主持工作）、副书记，安徽华茂经纬新型纺织有限公司总经理、总支书记，安徽华茂纺织股份有限公司经营计划处处长。
王章宏	董事、财务总监、 财务信息部常务副部长	大专	历任安庆纺织厂财务科科员、安徽华茂纺织股份有限公司财务处处长助理、财务处副处长、处长。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

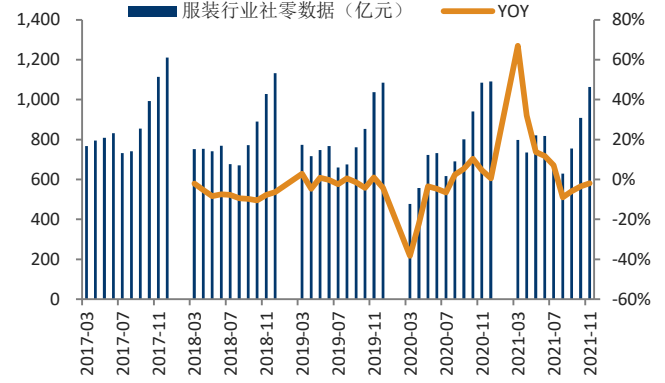
## 行业分析：规模化头部企业有望获得更多市场份额

### 行业现状：短期需求回暖订单回流不改长期产能转移、技改之势

近年来国内服装行业进入低速增长阶段。2016-2019 年国内服装行业市场规模呈现稳定增长态势，三年年均复合增速为 6.51%。2020 年上半年受疫情影响，服装市场需求收缩，带动全年服装市场规模同比下滑 10.31%至 19600.7 亿元。尽管 2021 上半年由于疫情后消费反弹、天气偏冷、基数较低等因素，服装行业需求景气度有所提升，带动全年国内服装市场消费规模达到 22891.0 亿元，同增 16.79%，但 2021 年三季度后由于消费景气度下行、疫情反复影响线下流量等，服装行业销售表现疲软。

**图 14: 近年来国内服装行业市场规模**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

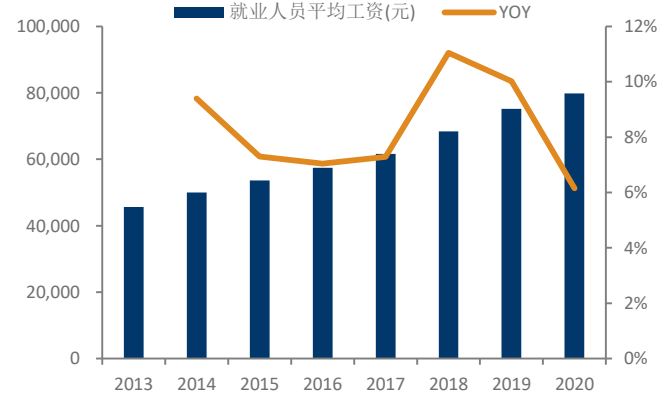
**图 15: 近年来服装行业社会零售额数据**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

长期看，国内需求逐步成熟、劳动力成本上升，产能转移和技术改造是大势所趋。1) 近年来纺织产能向生产成本更低的东南亚地区转移。随着下游需求增长趋缓，劳动力成本提升，传统劳动密集型产业逐步退出，纺织产业加速向东南亚地区转移，国内纺织行业产能逐渐萎缩。2) 技术转型升级成为劳动密集型企业的必经之路。从国际经验可以看出，发达国家纺织龙头在劳动力成本等优势丧失后，聚焦于新材料的研发、高新技术、设备制造等高附加值领域，向资金、技术密集型产业升级，降低对低端劳动力密集型行业的依赖。此外，“能耗双控”加速淘汰行业低端低效产能，倒逼企业生产线智能化升级改造，提高生产附加值，迎合产业发展趋势。

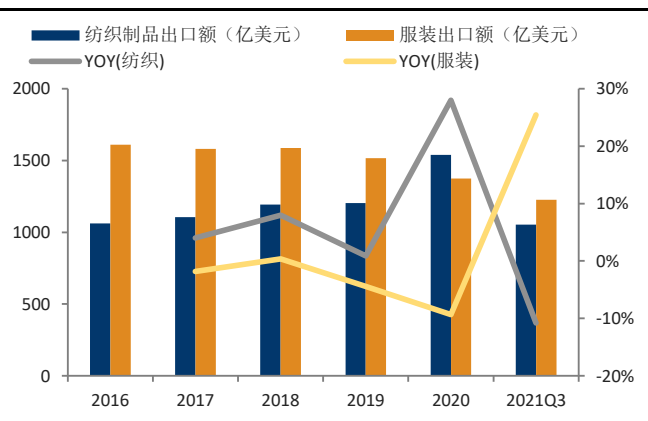
**图 16: 全球纺织业产能发展历程 (多阶段转移)**


资料来源: 前瞻研究院, 信达证券研发中心

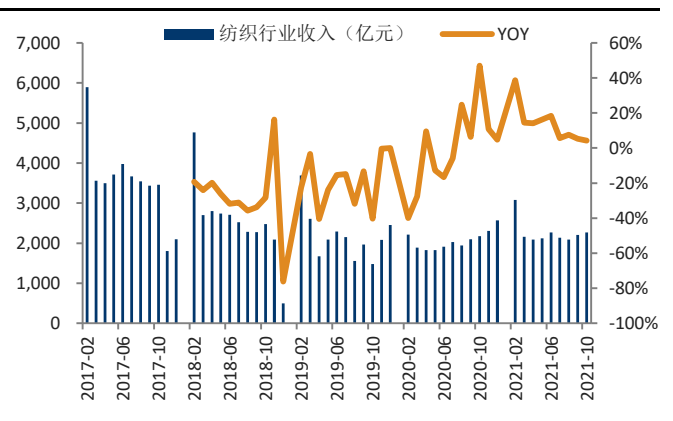
**图 17: 近年来中国就业人员平均工资不断上升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

短期来看，2021年纺织下游消费整体景气度较高，然而受海外疫情扩散影响，印度、东南亚等地区纺织服装产业链难以正常开工，纺织服装产业订单回流国内，据海关总署统计，2021年前三季度纺织服装累计出口 2279 亿美元，同比增长 5.63%，其中纺织品出口 1052.33 亿美元，同比下降 10.78%，主要由于防疫物资出口同比减少；服装出口 1226.72 亿美元，同比增长 25.41%，增速处于近年来较高水平。

**图 18: 近年来中国纺织服装出口额数据**


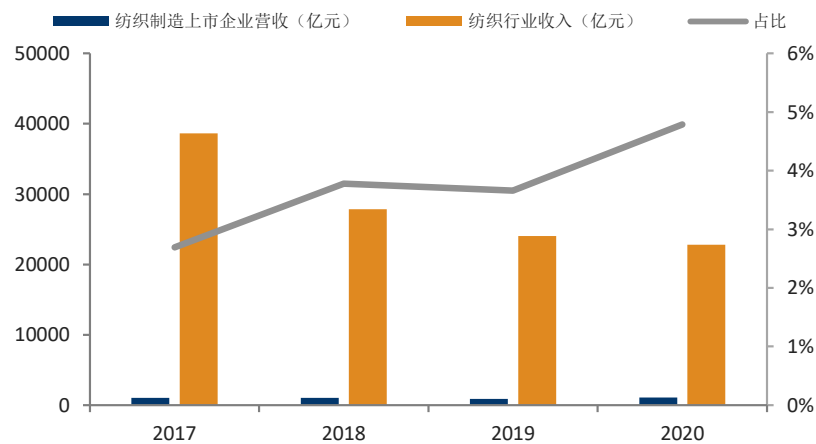
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 19: 2021 年中国纺织行业景气度提升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

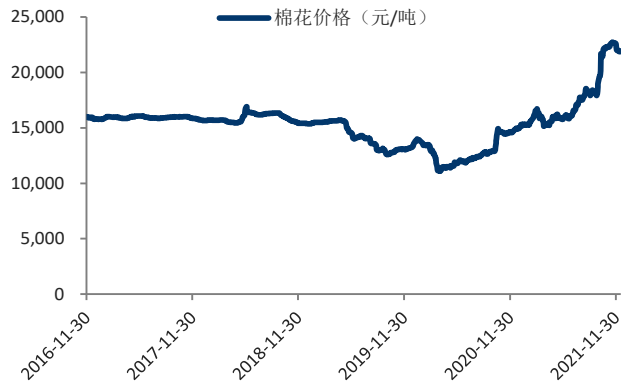
### 格局演变：规模化带来成本和技术优势，份额向规模化头部集中

在纺织行业发展初期，技术壁垒、行业进入门槛低，中小企业、民营企业数量众多，行业竞争激烈。2020 年国内纺织行业营业收入为 22778 亿元，纺织行业 38 家上市企业合计收入为 1091 亿元，仅占 4.79%，行业集中度低，市场格局分散。

**图 20: 2017-2020 年申万纺织制造企业营业收入占全纺织行业收入占比较低**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

短期来看，原材料价格波动、能耗双控限电限产，纺织企业面临考验。一方面受全球货币流动性宽松、印度棉铃虫灾害爆发及新疆天气异常的影响，2021 年全球棉花供需缺口预期扩大，推动棉价持续上涨。截至 2021 年 12 月 16 日，国内棉花价格达到 21890 元/吨，同比上涨 47.48%。棉价大幅上涨，纺织企业利润承压。另一方面 2021 年 9 月“能耗双控”政策落地，“限电限产”在全国推广，纺织企业开工受限。部分中小企业因缺乏在资金、技术等方面的优势，尚未实现生产设备的升级与自动化改革，因而面临高耗能、低产出的局面，限电限产政策之下，低端产能难以满足下游订单需求。

**图 21: 近年来原材料棉花价格变动情况**


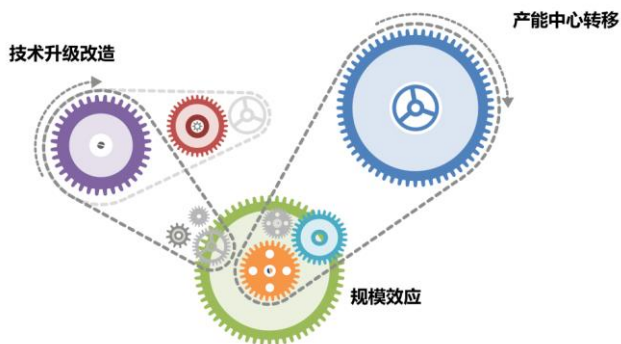
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 22: 近年来涤纶长丝价格变动情况**

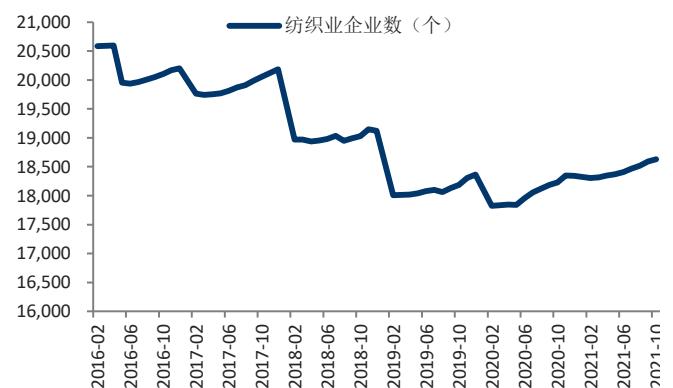

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

长期来看，规模化降低成本是纺织企业的成长之道。在劳动力成本提升、原材料价格上涨以及能耗双控的背景下，规模化降低成本为企业核心竞争优势。企业发展早期打造供应链基础能力，通过劳动力成本、快速交期、服务响应等优势绑定头部品牌客户，快速成长扩大规模。在成为行业头部供应商后纺织公司具有成本规模优势，一方面可以率先向低成本国家转移产能强化先发优势，另一方面可以自动化改造升级降低对人工依赖、提高相同能耗下的产出。

未来行业低端产能出清，市场份额向头部集中。纺织行业头部企业凭借在技术、资金等方面的规模优势，率先实现了智能化生产技术的改革，产能逐步向智能化、自动化、绿色化发展。大量中小企业因技术储备不足、人才和资金短缺，难以实现生产设备的升级与技术改革，在激烈的市场竞争中退出市场。2020年后由于防疫物资生产企业数量大幅增加、疫情导致东南亚订单回流，纺织企业数量有所提升，但长期来看由于人口老龄化加剧，纺织产业中小企业将持续退出市场。据国家统计局统计，2021年10月全国纺织业企业单位数为1.86万个，较2010年峰值减少44%，未来头部企业市占率有望持续提升。

**图 23: 规模化纺织企业具备率先产能转移和技改的优势**


资料来源: 信达证券研发中心

**图 24: 近年来国内纺织企业数目逐步减少**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 核心优势：动能向前，势能向上，构筑企业竞争壁垒

公司坚持聚焦主业、聚焦创新、聚焦绿色、聚焦高质高量发展，建立高端纺织体系，全方位提升公司核心竞争力。经过多年经验积累，公司拥有先进的研发设计能力、产业链高度协同效应、智能化生产带来的成本优势与品质保障。未来公司将持续扩大智能生产规模，

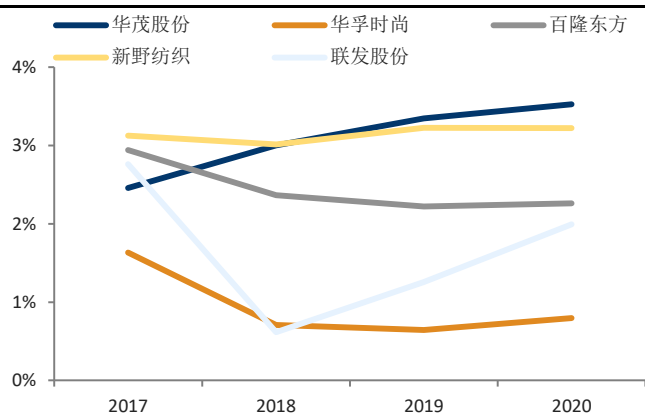
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>14

以先进技术、成本和品质优势，构筑坚实护城河。

### 技术优势：重视研发创新，技术实力工艺水平行业先进

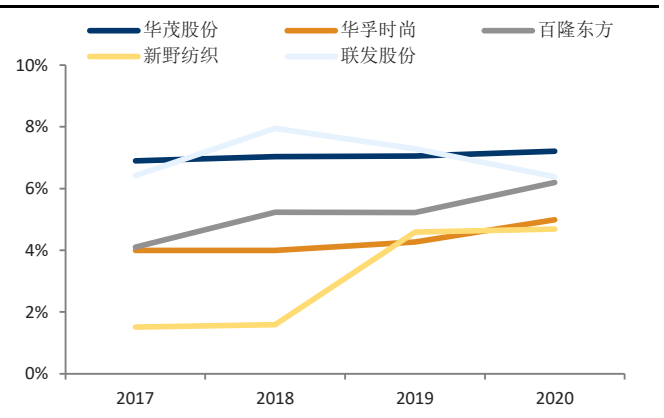
公司重视技术研发，近年来研发费用率、研发人员占比基本维持在 3%、7%以上的水平，并通过联合上下游企业、高等院校和科研院所开展产学研合作，不断提升工艺技术水平 and 产品品质稳定性。具体来看，公司纱线主要质量指标始终保持在 USTER 2018 公报 5~25% 水平，处在国际先进水平。在坯布面料产品上，公司较早按照严格的“美四分制”的标准进行检验，坯布下机一等品率在 80%以上，处于行业领先水平。2020 年 12 月 3 日，由公司与武汉纺织大学等单位共同研制、生产的第一面“织物版”国旗随嫦娥五号成功在月球表面首次展示，充分显示了公司先进的技术实力和工艺水平。

图 25：近年来公司与同行业公司研发投入占比对比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：近年来公司与同行公司研发人员占比对比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

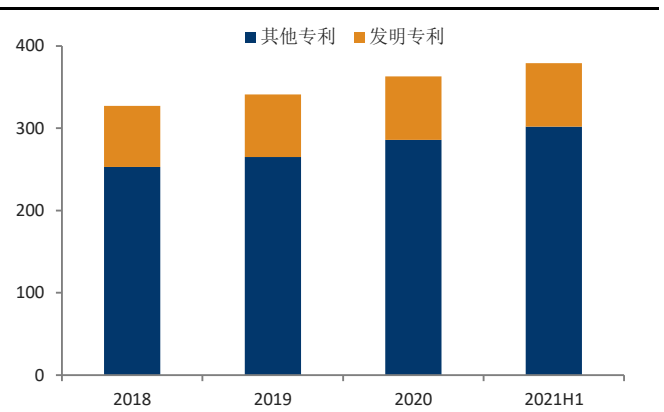
此外公司持续推进技术创新，围绕纺织产业“科技、绿色、时尚”的新定位，开展新材料、新工艺、新装备、新品种的研发与应用，加强智能制造、绿色制造、碳中和等方面的研究与应用，实现企业高质量发展。近年来公司不断研发新产品，并获得多项荣誉，其中“橙黄橘绿、似锦年华、自成一格”等产品获中国国际面料设计大赛暨 2021 秋冬中国流行面料入围评审优秀奖；“天然舒适保暖混纺纱”获得“2021/2022 中国纱线流行趋势产品”荣誉称号；“天海一色、蓝色牛仔”等产品获中国国际面料设计大赛暨 2022 春夏中国流行面料入围评审优秀奖。截止 2021 年 6 月 30 日，公司已累计获得国家授权专利 379 项，其中发明专利 77 项。

图 27：近年来公司所获荣誉情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 28：公司所获专利数量逐年提升



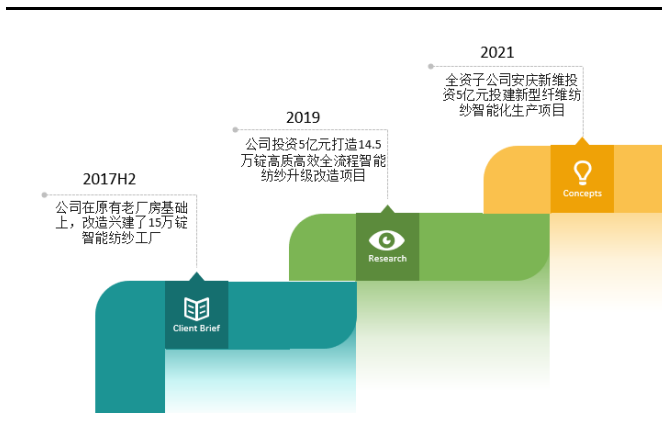
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 智能生产：智能化生产改造强化成本优势及品质保障能力

公司率先布局智能化纺纱产能，2017年下半年，公司开始改造兴建15万锭智能纺纱工厂，并于2018年4月全面投产，迈出了智能化升级改造的第一步；2019年公司投资5亿元打造14.5万锭高质高效全流程智能纺纱升级改造项目；2021年全资子公司安庆新维拟耗资5亿元投资建设新型纤维纺纱智能生产项目。经过多年持续升级改造，公司智能制造水平已位居行业前列，截至2021年年中，公司智能纺纱占比已达到50%。

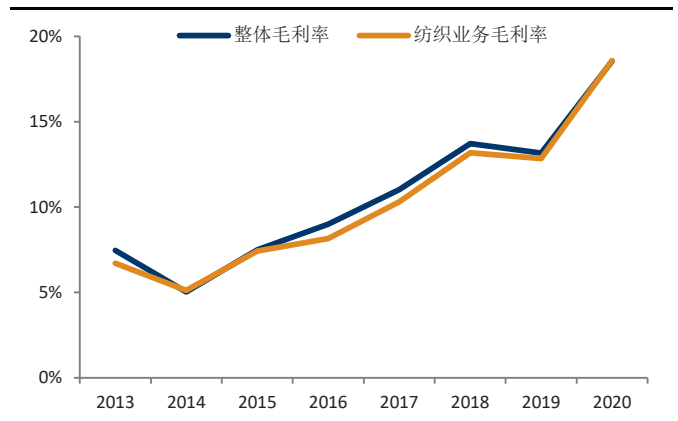
持续的技术改造和装备升级为公司生产经营带来较强的成本优势、品质和效率保证。1) 成本方面，2021年公司平均吨纱运营成本降低34.47%，万锭用工从50人降至15人，降幅达70%；2) 品质方面，2021年公司不良品率由0.3%下降到0.1%，优等品率达99.9%；3) 效率方面，2021年公司产品研制周期从80小时缩短至40小时，效率提升50%。公司通过将多年的行业生产经验与智能化先进设备融合，全面筑起竞争护城河。2020年，“新型纺纱智能化改造项目”荣获第六届“中国工业大奖”，该奖项是国务院批准设立的我国工业领域的最高奖项，素有“中国工业界的奥斯卡”之称，公司是2020年获得该奖项的唯一一家纺织企业。

图 29：公司智能化生产改造进程



资料来源：信达证券研发中心

图 30：近年来公司毛利率水平持续提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 2：第五届中国工业大奖项目获得者及所处行业

公司	项目	行业
海尔智家股份有限公司	基于卡奥斯工业互联网平台的智能制造转型升级示范项目	家电
科大讯飞股份有限公司	讯飞人工智能开放平台及产业示范项目	信息技术
山西太钢不锈钢精密带钢有限公司	宽幅超薄精密不锈钢带钢工艺技术及系列产品开发	钢铁有色
江南造船（集团）有限责任公司	雪龙2号极地科学考察破冰船	机械
中国电子科技集团公司第十四研究所	新一代高性能雷达核心模块（数字收发组件）研发制造及应用	电子
陕西鼓风机（集团）有限公司	鼓能源互联岛系统解决方案——分布式能源智能综合利用项目	新能源
国家电网有限公司	巴西美丽山特高压输电二期项目	电气
西部超导材料科技股份有限公司	低温超导线材批量化制备技术	材料
阳光电源股份有限公司	国家可再生能源发电与储能关键设备及系统产业化示范项目	新能源
双良节能系统股份有限公司	己内酰胺绿色生产成套新技术	机械
中国石化巴陵石化公司	世界级智能化大型钢结构间接空冷系统	石化
浙江天能电池（江苏）有限公司	高性能铅炭电池产业化示范项目	电气
神华神东煤炭集团有限责任公司	8.8米智能超大采高综采工作面成套装备研发与示范工程	煤炭
安徽华茂纺织股份有限公司	新型纺纱智能化改造项目	纺织

资料来源：中国工业经济联合会，信达证券研发中心



## 品牌效应：走质量品牌效益发展之路，不断筑高品牌势能

公司致力于打造精品品牌，坚持走质量品牌效益型发展之路。公司“乘风”牌纱线和“银波”牌高档坯布均荣获“中国名牌产品”、“全国用户满意产品”称号。以公司生产的优质坯布为原料，采用国际先进的染整清洁生产技术和功能性后整理技术加工生产的高档纺织面料，立足于中高端市场，主要销往意大利、德国、日本及香港等高端市场，与国内众多知名品牌如 ALBINI、Burberry、Prada、Maxmara 相配套。

公司在国内外市场上确立了良好的品牌形象，被誉为“中国棉纱质量的榜样”，连续多年跻身于中国棉纺行业企业竞争力 20 强，是全国“智能制造试点示范（棉纺智能工厂）”、“全国纺织十大品牌文化企业”，是工信部和纺织联合会共同认定“重点跟踪培育纺织服装自主品牌企业”。

图 31：公司与国内外大牌服装建立合作关系



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 32：公司总部大楼



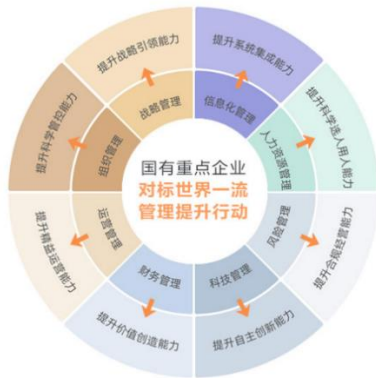
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 未来看点：国企改革开启发展新阶段，引进申洲战投强强联合

### 混改完成：响应国企改革号召，引入同行业战略投资者

**“国企三年改革”拉开序幕。**2020 年国家开启“国企三年改革”行动方案，并在行动部署电视电话会议上提出：国有企业要成为有核心竞争力的市场主体、在创新引领方面发挥重大作用、在保障社会民生和应对重大挑战等方面发挥特殊保障作用、在维护国家经济安全方面发挥基础性作用，以实现做强做优做大国有经济，增强国有企业活力、提高效率，加快构建新发展格局的重大目标。为了实现目标，国家制定了国企改革时间表，2020 年 6 月-9 月，改革进入研究部署阶段；2020 年 10 月-2022 年 7 月，改革进入组织落实阶段；2022 年 8 月-12 月，改革进入最终评估深化阶段，三年三个阶段。有序推进实施。

**混合所有制改革是国企改革的重要一环。**2020 年 5 月 18 日，《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》提出，积极稳妥推进国有企业混合所有制改革。在深入开展重点领域混合所有制改革试点基础上，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率等要求，推进混合所有制改革，规范有序发展混合所有制经济。随后，国家公布四批 210 户混合所有制改革试点，探索并打造混改政策升级版。

**图 33: 国企改革重点加强五个体系八个方面的管理**


资料来源: 国务院国有资产监督管理委员会, 信达证券研发中心

**图 34: 国企三年改革三个发展阶段**


资料来源: 国务院国有资产监督管理委员会, 信达证券研发中心

**代工巨头申洲国际重磅入局, 为公司发展增添活力。**公司积极响应国家国企改革文件精神, 通过深化混合所有制改革, 引进合格战略投资者服装代工龙头企业申洲国际旗下全资子公司宁波瑞鼎新材料有限公司(“宁波瑞鼎”)。2021年12月7日, 宁波瑞鼎分别向公司两名股东安庆城投、武汉当代收购华茂集团 17.28%、3.77%股权, 收购完成后合计持有公司 21.05%股权, 收购耗资约 5.85 亿元。转让部分国有股权引进同行业战略投资者, 将进一步优化公司治理结构, 健全市场化经营机制, 提升运营治理水平, 借助与申洲国际的产业链上下游资源配套, 实现产业协同发展, 加速公司的国际化发展战略, 全面提升公司核心竞争力。

**图 35: 公司混改前后股权变动情况**

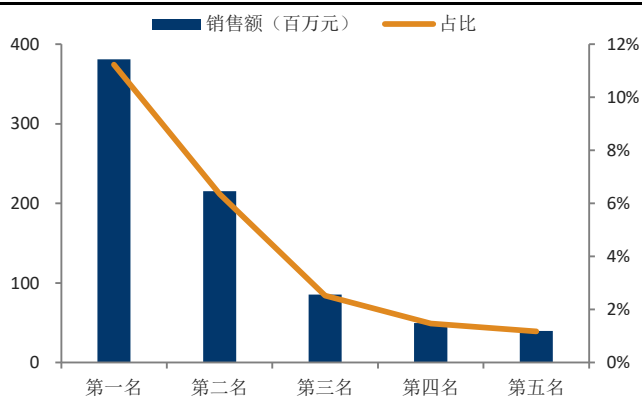

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 引入申洲: 强化产业链协同效应, 梭织订单有望成为业绩增长新引擎

**纺织制造龙头短期疫情制约产能增长。**申洲国际集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制工序于一身, 凭借纵向一体化的针织制造优势, 多年蝉联中国针织服装出口企业出口规模第一名, 与国内外知名客户建立长期稳定合作关系, 包括 NIKE、ADIDAS、PUMA 和优衣库等头部品牌。短期越南疫情对供应链影响加大, 越南工厂开工率下滑、产能利用率下降, 面料供应不足, 2021 年业绩增速表现低于预期, 因此申洲国际需要进一步优化供应链上下游工序在不同基地的配套, 以确保供应链相对稳定。此外, 申洲国际多年深耕于针织业务, 未来有望通过开发梭织面料来拓展业务, 为下游品牌客户提供更多样的产品种类。2020 年

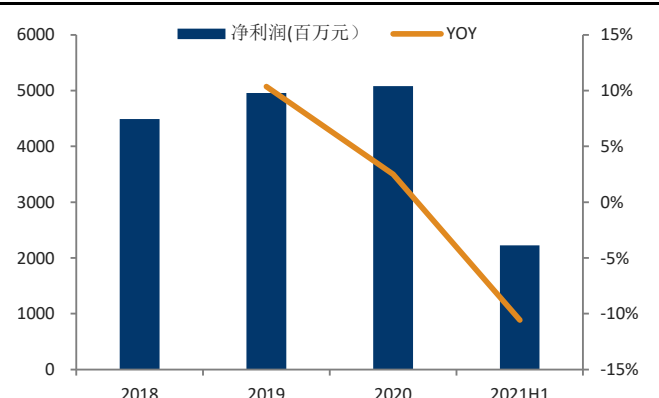
公司第一大客户申洲国际贡献收入 3.81 亿，占比 11.23%，主要以纱线为主。

图 36: 2020 年公司前五大客户收入及占比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 37: 近年来申洲国际净利润和增速变动情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

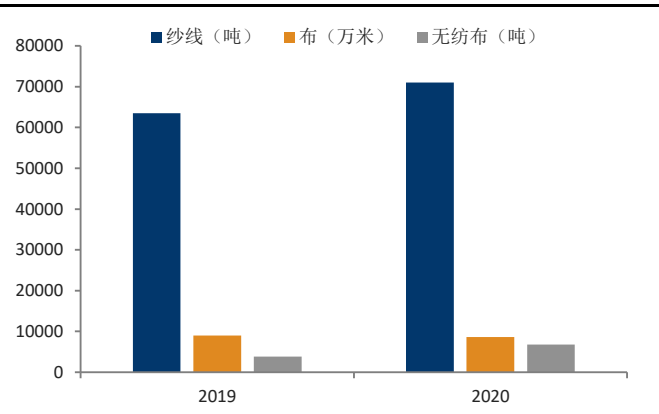
公司为智能生产典范，智能纺纱规模占比达 50%。公司依托于“国家级企业技术中心”，在工艺技术上积累了丰富经验，产品质量水平和工艺水平在同行业中保持领先地位。公司拥有纱线产能 7.1 万吨，布产能 8600 万米，无纺布产能 6800 吨，并持续进行技术改造和装备升级，智能制造水平位居行业前列，是全国“智能制造试点示范棉纺智能工厂”。截至 2021 年中，公司智能纺纱规模已达到 50%。在梭织布方面，公司拥有专业化的梭织布生产设备和丰富的梭织布生产经验。

图 38: 公司智能化纺纱车间



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 39: 公司持续扩展产能以应对新增订单需求



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

携手申洲，开启企业双赢成长之路:

1) 申洲国际方面，入局华茂，纵向深化产业链协同，横向拓展梭织新业务。一方面，收购完成后，申洲国际获得纱线的稳定供应，增强产业的协同发展，强化产业链上下游资源配套；另一方面申洲国际有望在现有针织业务基础上新增梭织布业务，新产品线的拓展和稳定供应将助力申洲国际为下游品牌商提供更全面的服务，进一步提升公司市场份额。

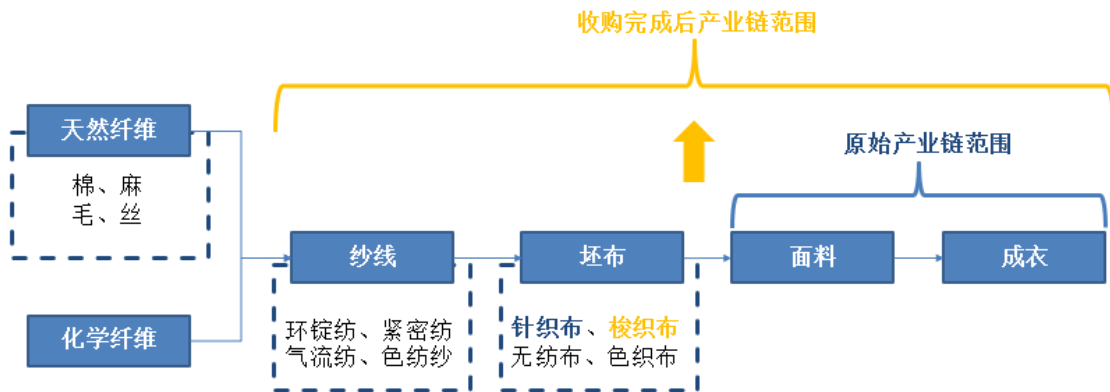
2) 华茂集团方面，强强联合将为公司业绩增长增添新动力。

一方面由于疫情反扑，越南实施社会隔离措施，申洲国际位于越南西宁省的面料生产基地按其正常产能的约 30% 营运、成衣生产基地暂停营运；位于越南胡志明市的制衣工厂的产能按其正常产能的约 33% 营运。越南工厂产能缺口由国内产区调度，国内生产基地大幅增加新员工聘用人数，工厂产能利用率显著提升。海外面料、成衣订单回流推动申洲国际积极寻找国内优质纱线等原材料供应商。公司作为申洲国际战略合作伙伴，有望受益于申洲

国际订单向国内转移，从而进一步提升在中洲国际原材料的供应占比，纱线订单有望持续增加，获得业绩增长新动力。

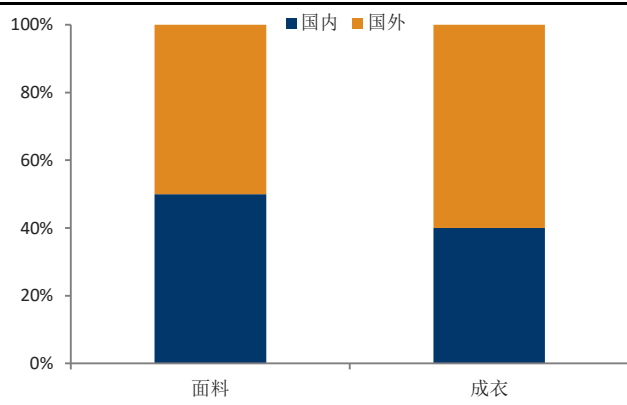
另一方面，中洲国际持续注重面料的研发与创新，以帮助下游品牌商推出更多功能性、差异化产品，因此中洲国际在原有的针织面料业务的基础上，亟待寻求新面料种类以扩展业务线，进一步提升市场份额。而公司在梭织面料方面的拥有多年深厚技术积累，将大有可能在后续的业务发展中，成为中洲国际主要供应梭织面料，有望为公司带来新的业绩增长点。

图 40: 中洲国际产业链变动示意图



资料来源: 信达证券研发中心

图 41: 中洲国际面料、成衣在国内外产能分布情况



资料来源: 中洲国际公司公告, 信达证券研发中心

图 42: 公司梭织面料工厂无梭织机



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

我们预计:

1) 收入方面, 2021 年公司新建纺纱产能落地投产, 长期来看新增产能陆续释放, 销量同比有望提升; 产品价格来看, 公司议价能力较强, 长期来看, 智能化生产提产品高附加值, 带动销售单价同比增长。综上, 我们预计 2021-2023 年公司收入为 34.89/40.02/46.25 亿

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>20

元，同增 2.87%/14.69%/15.56%，看好未来业绩成长性。

2) 毛利率方面，2021-2023 年公司高附加值产品占比提升、智能化改造控制成本、强化盈利能力，预计 2021-2023 年公司整体毛利率小幅提升。

3) 费用率方面，公司收入持续扩张，规模效应显现，我们预计 2021-2023 年期间费用率小幅下降，整体盈利能力提升。

综上，我们预计 2021-23 年公司收入为 34.89/40.02/46.25 亿元，同增 2.9%/14.7%/15.6%，归母净利润 4.01/4.82/5.92 元，同增 80.7%/20.2%/22.6%。

**表 3: 公司业绩与盈利预测 (百万元)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	2,979	3,392	3,489	4,002	4,625
增速	7.1%	13.9%	2.9%	14.7%	15.6%
归母净利润	198	222	401	482	592
增速	66.6%	12.4%	80.7%	20.2%	22.6%
毛利率	13.2%	18.6%	18.3%	19.8%	21.1%
EPS	0.21	0.24	0.43	0.51	0.63

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**相对估值：**公司生产纱线、坯布等纺织品，下游主要面向面料、成衣厂商，可比上市公司包括华孚时尚、鲁泰、伟星股份、众望布艺等，我们预计公司 2022 年 EPS 为 0.51 元，目前股价对应 9.31 倍 PE，可比公司平均估值为 2022 年 14.51 倍 PE，我们认为可以给予行业平均估值，合理估值为 2022 年 14.5 倍，对应目标价为 7.4 元。

**表 4: 可比公司 EPS 及估值对比**

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002042.SZ	华孚时尚	4.99	85	-17.21	16.10	13.49	11.60	-0.29	0.31	0.37	0.43
000726.SZ	鲁泰 A	6.77	49	61.55	14.10	8.16	6.77	0.11	0.48	0.83	1
002003.SZ	伟星股份	14.25	114	27.94	24.57	20.96	17.81	0.51	0.58	0.68	0.8
605003.SH	众望布艺	28.12	31	14.35	19.26	15.45	12.72	1.96	1.46	1.82	2.21
	行业平均			21.66	18.51	14.51	12.23				
000850.SZ	华茂股份	4.76	45	20.21	11.19	9.31	7.59	0.24	0.43	0.51	0.63

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2021 年 1 月 10 日收盘价；华孚时尚、鲁泰、伟星股份为 wind 一致预期

### 估值结论及投资评级

综上，我们给予公司目标价 7.4 元，看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，目前估值处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险因素

**宏观经济波动风险：**纺织行业的景气度对公司纱线、坯布的市场需求影响重大。国内外经济发展的周期性变化将对纺织行业产生周期性的影响，进而导致纱线和坯布的供需关系及市场价格的波动。若未来全球经济衰退，国内增速减缓，亦将导致国内外市场对纺织品的需求量增幅减缓甚至下降，将对公司未来的业绩将造成不利影响。

**新产能落地不及预期风险：**公司未来将通过扩张纱线、坯布产能，以深化同下游客户的业务合作，获得更多市场份额。如果公司产能扩建不及预期，难以匹配下游需求，将对公司业绩增长产生重大不利影响。

**原材料价格波动风险。**公司产品主要原材料为棉花，原材料价格波动对产品成本影响较大。如果未来原材料价格出现大幅波动，公司无法及时将原材料价格波动的风险向下游转移，将存在因原材料价格波动带来的毛利率下降、业绩下滑的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,166</b>	<b>3,255</b>	<b>3,231</b>	<b>3,419</b>	<b>3,825</b>
货币资金	380	527	317	503	769
应收票据	5	205	128	132	200
应收账款	315	301	335	384	443
预付账款	96	141	172	159	196
存货	590	470	469	528	600
其他	1,780	1,610	1,811	1,713	1,617
<b>非流动资产</b>	<b>4,387</b>	<b>3,893</b>	<b>4,348</b>	<b>4,703</b>	<b>4,958</b>
长期股权投资	1,075	862	862	862	862
固定资产(合计)	2,064	2,267	2,417	2,567	2,717
无形资产	387	354	359	364	369
其他	861	409	709	909	1,009
<b>资产总计</b>	<b>7,552</b>	<b>7,147</b>	<b>7,578</b>	<b>8,121</b>	<b>8,783</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,919</b>	<b>1,587</b>	<b>1,606</b>	<b>1,657</b>	<b>1,717</b>
短期借款	1,362	865	865	865	865
应付票据	40	0	0	0	0
应付账款	242	271	273	308	350
其他	275	451	468	484	502
<b>非流动负债</b>	<b>1,284</b>	<b>1,172</b>	<b>1,172</b>	<b>1,172</b>	<b>1,172</b>
长期借款	363	588	588	588	588
其他	921	584	584	584	584
<b>负债合计</b>	<b>3,203</b>	<b>2,759</b>	<b>2,779</b>	<b>2,829</b>	<b>2,889</b>
少数股东权益	101	85	85	85	85
归属母公司股东权益	4,249	4,304	4,715	5,207	5,809
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,552</b>	<b>7,147</b>	<b>7,578</b>	<b>8,121</b>	<b>8,783</b>

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,979	3,392	3,489	4,002	4,625
同比(%)	7.1%	13.9%	2.9%	14.7%	15.6%
归属母公司净利润	198	222	401	482	592
同比(%)	66.6%	12.4%	80.7%	20.2%	22.6%
毛利率(%)	13.2%	18.6%	18.3%	19.8%	21.1%
ROE%	4.7%	5.2%	8.5%	9.3%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.24	0.43	0.51	0.63
P/E	19.28	20.21	11.19	9.31	7.59
P/B	0.90	0.86	0.95	0.86	0.77
EV/EBITDA	20.77	9.10	12.38	9.84	7.70

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>2,979</b>	<b>3,392</b>	<b>3,489</b>	<b>4,002</b>	<b>4,625</b>
营业成本	2,587	2,763	2,851	3,211	3,648
营业税金及附加	27	33	38	44	51
销售费用	77	40	35	40	46
管理费用	131	132	105	120	139
研发费用	100	120	122	140	162
财务费用	112	92	84	87	84
减值损失合计	-180	-100	-30	-30	-30
投资净收益	116	180	122	192	185
其他	353	2	194	126	144
<b>营业利润</b>	<b>234</b>	<b>295</b>	<b>540</b>	<b>648</b>	<b>794</b>
营业外收支	-12	-8	-5	-5	-5
<b>利润总额</b>	<b>222</b>	<b>286</b>	<b>535</b>	<b>643</b>	<b>789</b>
所得税	64	81	134	161	197
<b>净利润</b>	<b>158</b>	<b>206</b>	<b>401</b>	<b>482</b>	<b>592</b>
少数股东损益	-40	-17	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>198</b>	<b>222</b>	<b>401</b>	<b>482</b>	<b>592</b>
EBITDA	279	562	493	602	734
EPS(当年)(元)	0.21	0.24	0.43	0.51	0.63

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	<b>571</b>	<b>400</b>	<b>471</b>	<b>494</b>	<b>475</b>
净利润	158	206	401	482	592
折旧摊销	222	257	155	155	155
财务费用	111	87	131	131	131
投资损失	-116	-180	-122	-192	-185
营运资金变动	284	-99	13	-71	-200
其它	-88	130	-107	-11	-17
<b>投资活动现金流</b>	<b>-57</b>	<b>324</b>	<b>-551</b>	<b>-177</b>	<b>-78</b>
资本支出	-518	-192	-613	-513	-413
长期投资	417	459	-200	100	100
其他	44	58	262	236	234
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-385</b>	<b>-575</b>	<b>-131</b>	<b>-131</b>	<b>-131</b>
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-192	-435	0	0	0
支付利息或股息	-192	-140	-131	-131	-131
<b>现金流净增加额</b>	<b>130</b>	<b>148</b>	<b>-211</b>	<b>186</b>	<b>266</b>

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。