

研究所
 证券分析师： 杨仁文 S0350521120001
 yangrw@ghzq.com.cn
 联系人： 马川琪 S0350121090021
 macq@ghzq.com.cn

色纺纱龙头厂商，国内外市场全面布局 ——百隆东方（601339）公司深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
百隆东方	8.8%	32.6%	28.2%
沪深 300	-0.8%	5.2%	-5.3%

市场数据

	2023/03/24
当前价格(元)	7.32
52周价格区间(元)	4.96-7.59
总市值(百万)	10,980.00
流通市值(百万)	10,980.00
总股本(万股)	150,000.00
流通股本(万股)	150,000.00
日均成交额(百万)	116.21
近一月换手(%)	0.58

投资要点:

- **百隆东方专注于色纺纱的研发、生产及销售，是色纺纱行业的全球领先厂商。**公司产品聚焦于色纺纱，以出口为主，目前公司自有纺纱品牌 BROS 获得普遍认可，同时与美国陶氏化学长期合作开发的色纺胚纱 EcoFRESH Yarn®系列环保产品的不断推广与逐步完善，有望引领行业潮流。2022 年前三季度，公司营收 57.27 亿元人民币，同比增加 3.07%，净利润 10.38 亿元人民币，同比增加 31.16%，随着环境保护愈加重视、快时尚继续流行，色纺纱需求有望继续增加，同时公司定增稳步推进，有望进一步提升产能，公司盈利能力有望提升。
- **稳定的客户关系、产能布局“走出去”，子公司享受政策红利。**公司经过多年海外拓展，前五大客户份额稳定提高，公司积累了包括全球最大的一体化针织制造商申洲国际在内的一批优质客户资源，2021 年，公司前五名客户合计销售金额 31.69 亿元，占年度销售总额比例为 40.76%。优质的客户资源及稳定的合作关系，为公司业务的持续发展奠定了良好的基础。同时截止 2021 年，公司在越南色纺纱产能已超过 110 万锭，占公司产能 60%以上。子公司百隆(越南)有限公司税率为 5%，2021 年完成营业收入 42.83 亿元，较上年同期增长 16.42%，占公司总体营业收入 55.09%；实现净利润 9.39 亿，较上年同期增长 310.04%。
- **色纺纱的环保特点符合未来发展趋势，行业进入壁垒高，呈现双寡头垄断格局，下游服饰行业需求旺盛。**截至 2021 年，色纺纱市场规模达到 605.5 亿元，较上年增长了 5.1%。色纺纱上游棉花产量充足，近几年价格呈现上涨，为色纺纱的生产供应提供了保障，同时由于色纺纱定价采用成本加成模式，生产则使用低价库存，棉花价格上涨或将提高企业的利润空间。下游服饰行业需求旺盛且愈发向中高端服饰发展，行业的增长潜力较大。
- **盈利预测和投资评级：**公司工厂建设持续推进，新增产能释放，积极进行产品研发创新，盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 2022、2023 及 2024 实现收入 81.70、88.94 及 96.08 亿元人民币，归母净利润 15.00、15.99 及 17.56 亿元人民币，对应 2023 年 3 月 24 日收盘价 7.32 元，P/E 估值为 7.32、6.87 及 6.25X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**国际贸易政策风险；汇率波动风险；产品盈利能力风险；技术研发风险；成长性风险；经营风险；订单风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7774	8170	8894	9608
增长率(%)	27	5	9	8
归母净利润（百万元）	1371	1500	1599	1756
增长率(%)	274	9	7	10
摊薄每股收益（元）	0.93	1.00	1.07	1.17
ROE(%)	15	14	13	13
P/E	6.33	7.32	6.87	6.25
P/B	0.98	1.05	0.91	0.79
P/S	1.14	1.34	1.23	1.14
EV/EBITDA	5.99	5.29	4.58	3.66

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、百隆东方是国内领先的色纺纱生产企业	5
1.1、深耕色纺纱三十年，引领行业新潮流	5
1.2、股权结构稳定	6
1.3、营业收入稳定增长，利润受棉花价格影响	7
1.4、产品种类以色纺纱为主，地区以境外出口为主	9
1.5、“走出去”享受政策红利，产能扩张稳步有序	10
1.6、优质客户份额提升，应收账款周转天数稳定	10
2、运动赛道高景气度下产品需求稳增，色纺纱市场呈现双寡头垄断格局	12
2.1、色纺纱市场规模稳步增长	12
2.2、国内格局百隆华孚双寡头垄断，行业进入壁垒高	15
3、盈利预测与投资评级	15
4、风险提示	17

图表目录

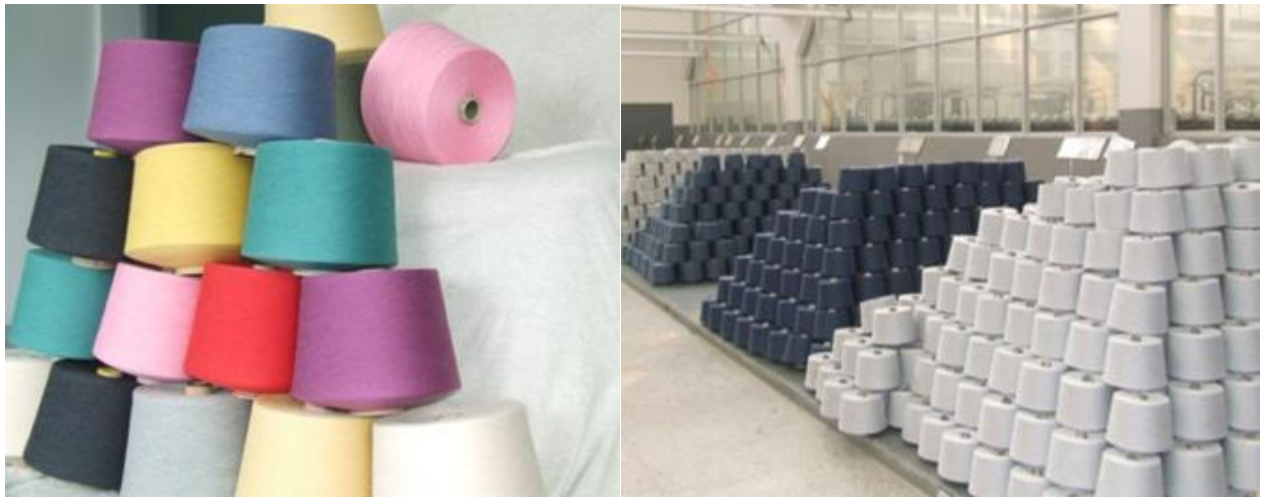
图 1: 公司主要经营产品	5
图 2: 股权结构 (截至 2022Q3)	6
图 3: 营业收入及同比增速	7
图 4: 净利润及同比增速	7
图 5: 国内棉花价格 (元/吨) 与公司股价 (元/股) 走势	8
图 6: 销售/管理/研发/财务费用率	8
图 7: 营收构成-按产品分类	9
图 8: 毛利率-按产品分类	9
图 9: 营收构成-按产品分类	9
图 10: 前五大客户销售额及占比	11
图 11: 行业应收账款周转天数 (天) 对比	11
图 12: 2017-2021 年我国色纺纱行业市场规模	12
图 13: 中国纺织业不同工艺生产纱产量分布情况	13
图 14: 2016-2022 年中国棉花生产产量	13
图 15: 2017-2021 年我国运动服饰行业市场规模	14
图 16: 色纺纱行业产业链	14
表 1: 历史复盘	6
表 2: 越南百隆产能建设情况	10
表 3: 色纺纱行业公司情况	15
表 4: 收入拆分及预测	16

1、百隆东方是国内领先的色纺纱生产企业

公司作为国内领先的色纺纱生产企业之一，主营业务为色纺纱的研发、生产和销售。公司深耕色纺纱行业 30 余年，已形成特有的“小批量、多品种、快速反应”经营模式，致力于向客户提供全系列、多品种、质量可靠的以纯棉品种为主的色纺纱线。经 20 多年的积累，公司推出的色纺纱色号已超过 5000 个，基本覆盖所有流行色，累计发布流行色卡集 73 套。

色纺纱构成的织物能呈现出“空间混合”的效果，并且有层次的变化。公司主导产品色纺纱是由二种或多种有色纤维充分混合纺纱而成，其织成的面料呈现出独特的混色效果。公司生产的色纺纱产品按照原料质地可分为全棉系列和混纺系列，按照成品颜色可分为麻灰系列和彩色系列。

图 1：公司主要经营产品



资料来源：公司 IPO 招股说明书

1.1、深耕色纺纱三十年，引领行业新潮流

公司专注经营色纺纱，产能布局和产品研发走在行业前列。公司自 1989 年创办以来，一直专注于经营各类色纺纱线，产能布局和产品研发走在行业前列。2012 年 12 月，公司在越南地区注册百隆（越南）有限公司，百隆东方成功走出国门，现已在越南西宁省建立具有现代化气息的 50 万锭生产规模的生产基地，成为国内首家色纺行业布局越南的企业。随着不断扩大投资规模，越南工厂已经成为公司第一大产能地，使得公司供应端稳定且具有竞争力，始终保持中国棉纺织行业竞争力前列的行业地位。公司重视品牌的深度开发和产品创新，推出的高端色纺纱品牌 BROS 获得普遍认可，同时与美国陶氏化学长期合作开发的色纺胚纱 EcoFRESH Yarn®系列环保产品的不断推广与逐步完善，有望引领行业继续往更便捷、更环保发展。

表 1: 历史复盘

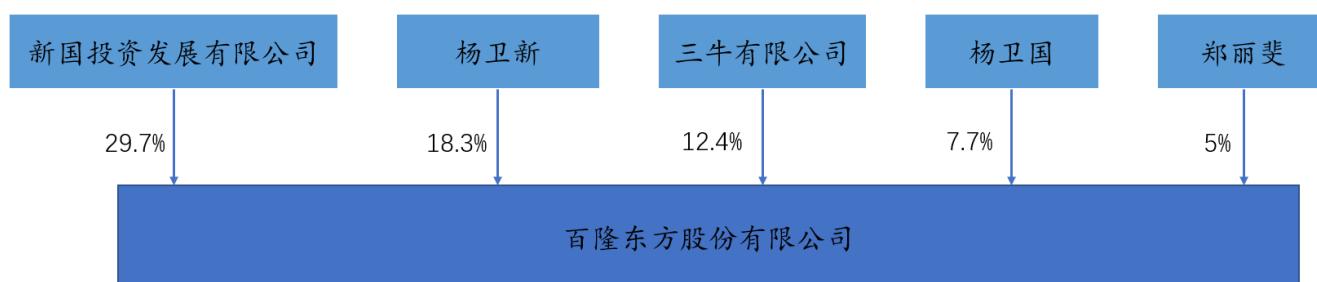
1989 年	开始从事色纺纱的实际经营
2012 年	在上交所 A 股上市
2013 年	建立越南工厂，推出创新环保产品 EcoFRESH Yarn®
2014 年	陶氏化学大中华区总裁到访公司，表达了陶氏将与百隆进一步深入合作的意愿
2016 年	树立“转型升级并举，质量服务并重”的战略转型指导思想
2021 年	公司首次发布股票期权激励计划

资料来源：公司官网，国海证券研究所

1.2、股权结构稳定

股权结构集中稳定，实控人直接间接持有公司 74.41% 的股权。截至 2022Q3，杨卫新、杨卫国兄弟二人系百隆东方的实际控制人，杨卫新及杨卫国一致行动人郑亚斐合计直接间接持有公司 74.41% 的股权。其中，杨卫新、杨卫国、郑亚斐直接持有公司 30.96% 股权；杨卫新、杨卫国通过共同控制的新国投资发展有限公司（控股股东）间接持有公司 29.72% 股权；同时，杨卫新通过全资持有的三牛有限公司、宁波九牛投资咨询有限公司间接持有公司 13.59% 股权；杨卫国通过全资持有的深圳至阳投资咨询有限公司间接持有公司 0.14% 股权。

图 2: 股权结构（截至 2022Q3）

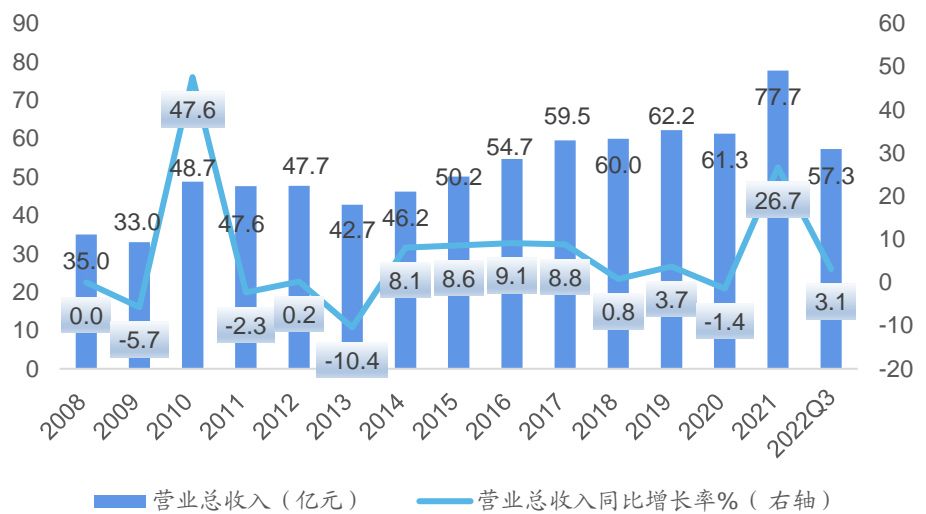


资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.3、营业收入稳定增长，利润受棉花价格影响

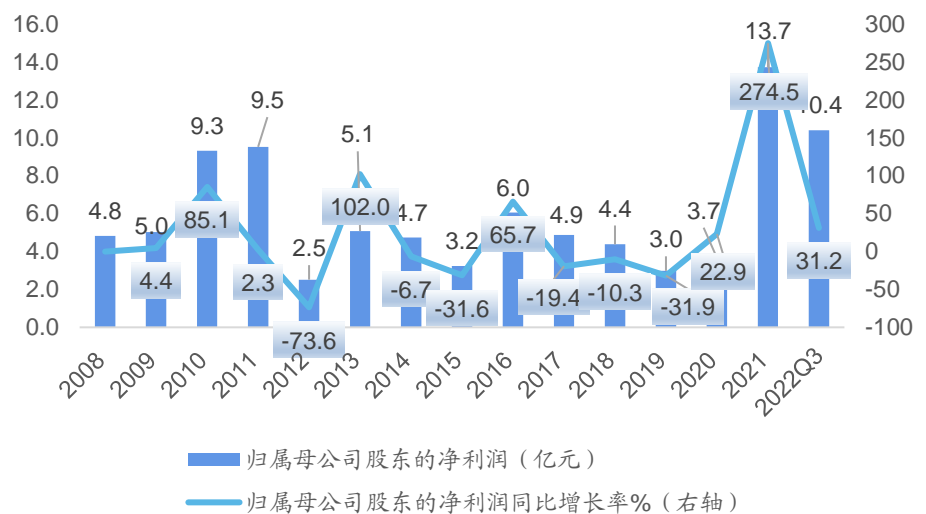
公司营业收入规模稳定增长，净利润受国内棉花价格走势影响。2008年-2021年公司营业总收入、归母净利润复合增速分别为6.32%、8.38%，收入整体维持稳定上升，利润具有一定的周期性。在利润同比上涨较大年份，产品单价上涨主要受益于年内棉价上涨较多（国内棉价2021年开始上涨，2022年达到阶段高峰，公司2022年利润同比增长274.5%），公司相应提升产品售价。

图 3：营业收入及同比增速



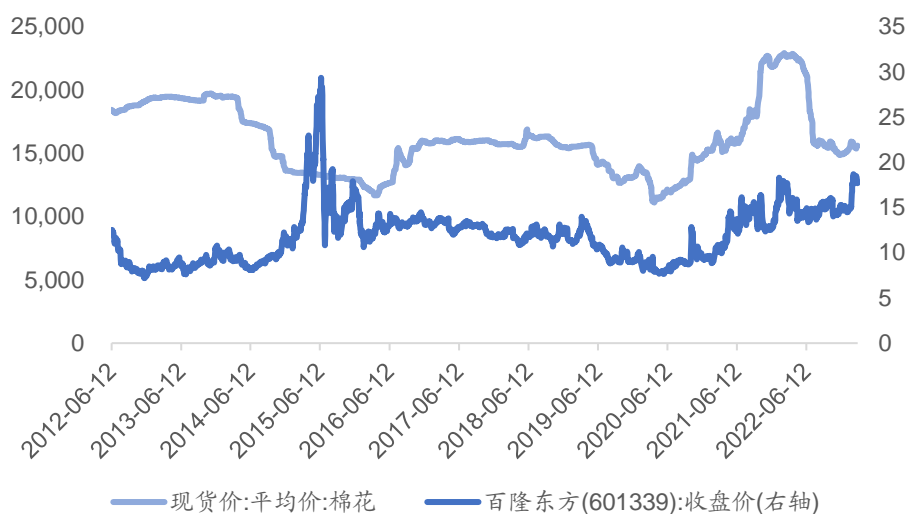
资料来源：ifind，国海证券研究所

图 4：净利润及同比增速



资料来源：ifind，国海证券研究所

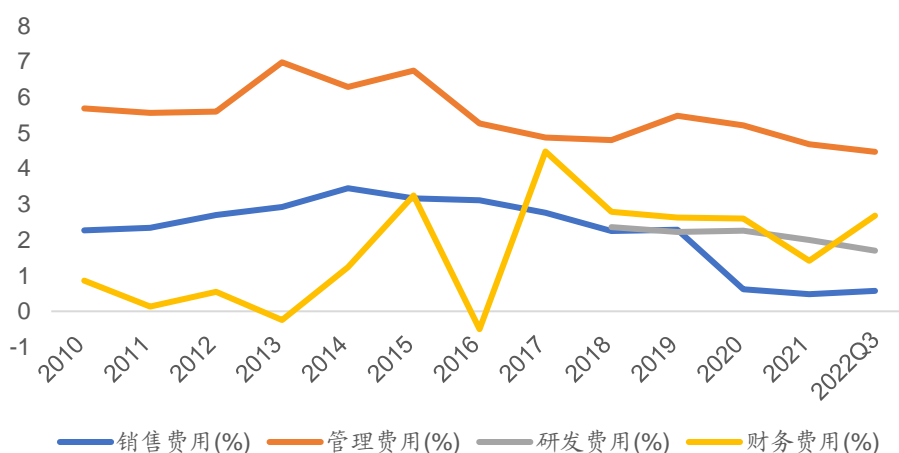
图 5: 国内棉花价格 (元/吨) 与公司股价 (元/股) 走势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

公司管理能力和成本控制能力较好, 近年来费用率有所下降。销售费用率和管理费用率从 2010 年开始呈现下降趋势, 销售费用率从 2010 年的 2.27% 降到 2022Q3 的 0.57%, 管理费用率从 2010 年的 5.69% 降到 2022Q3 的 4.47%。财务费用率、研发费用率维持稳定, 2022 年 Q3 分别是 2.68% 和 1.7%。

图 6: 销售/管理/研发/财务费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.4、产品种类以色纺纱为主，地区以境外出口为主

公司产品以色纺纱为主，坯纱利润弹性更大。公司主要产品为色纺纱，色纺纱 2018-2021 年营收占比较大，毛利率较为稳定。非色纺纱主要为坯纱，受下游客户产品配套需求，越南百隆亦生产部分坯纱，随着产能扩大，坯纱占比逐步提升。相较于色纺纱，坯纱无需染色处理，且毛利率周期弹性更大。2021 年公司销售色纺纱、坯纱分别实现销售收入 48.36、25.71 亿元。

图 7：营收构成-按产品分类

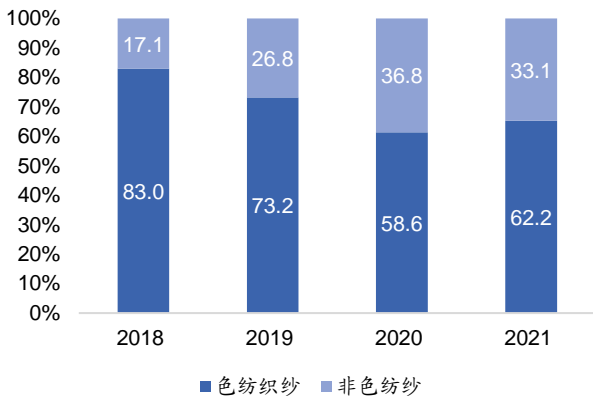
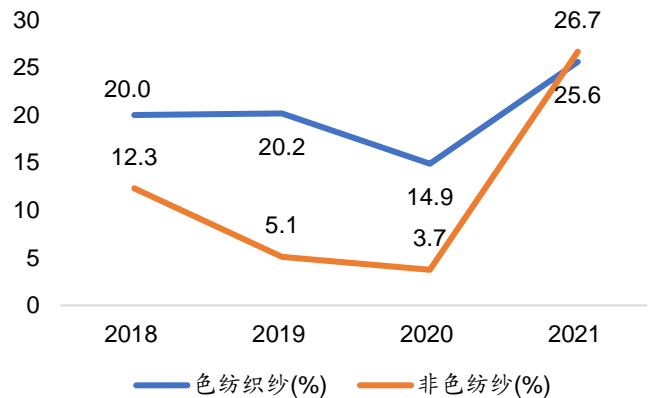


图 8：毛利率-按产品分类

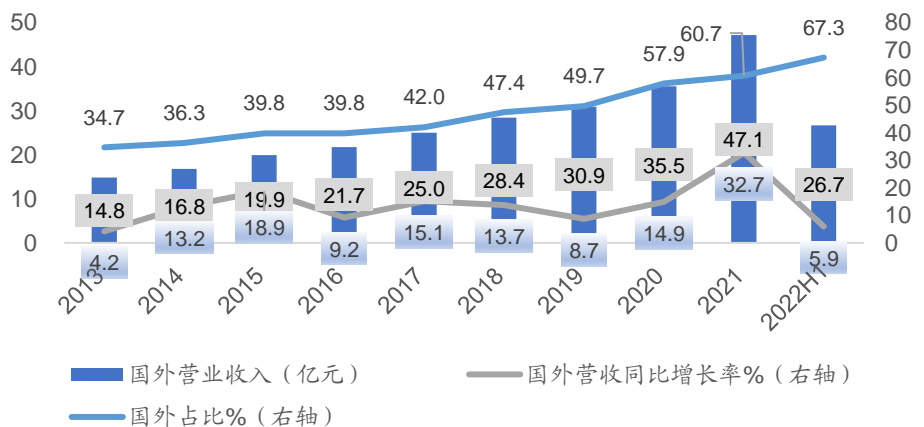


资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

公司产品以出口为主，出口国外产品毛利率更高。公司国外营收占比较大且稳定提升，2021 年国外营收占比为 60.7%，同比增长 32.7%。2021 年公司国外产品毛利率为 29.78%，国内产品毛利率为 19.25%。

图 9：营收构成-按产品分类



资料来源：Wind，国海证券研究所

1.5、“走出去”享受政策红利，产能扩张稳步有序

海外产能持续提升，构建盈利增长点。截至 2021 年，越南百隆产能已达 110 万纱锭，充分巩固了公司的海外接单能力。2021 年越南百隆完成营业收入 42.83 亿元，较上年同期增长 16.42%；实现净利润 9.39 亿，较上年同期增长 310.04%。

子公司享受政策红利，百隆(越南)有限公司税率为 5%。子公司百隆(越南)有限公司注册于越南，根据越南西宁省人民委员会经济管委会 2015 年 8 月 19 日《关于规定企业所得税法实施细则》规定，15 年内每年的企业所得税为应税收入的 10%（百分之十），自有应税收入的年份起的 4 年内免收企业所得税，并且在接下来的 9 年内减 50%的企业所得税。该公司 2015 年起有应税收入，2023 年度属于减 50%的企业所得税期。

表 2：越南百隆产能建设情况

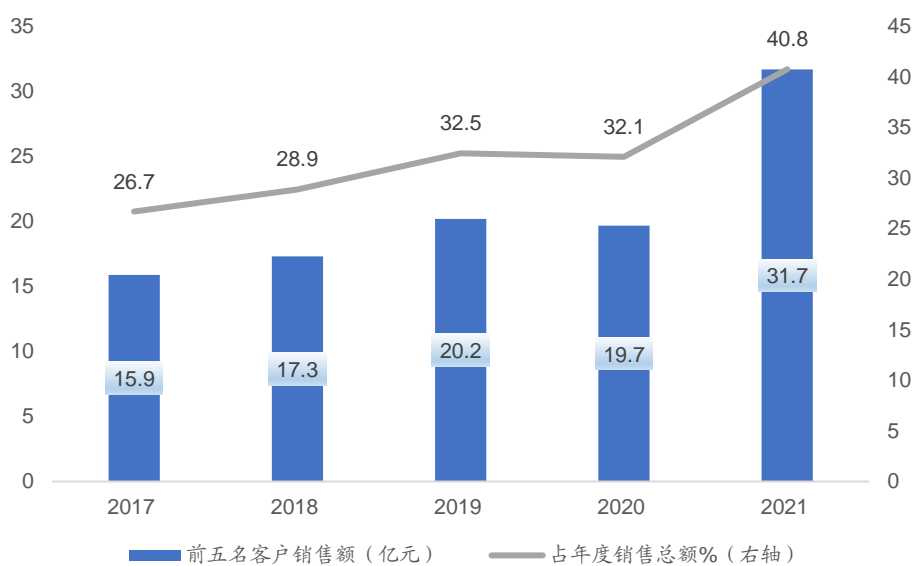
时间	建设情况	产能及占比
2013	越南百隆于 2013 年 3 月正式开工建设，一期进入试生产阶段	
2014	2014 年年末，一期全部投产并实现销售，二期项目于 2014 年建成，并于 2015 年一季度进入试生产阶段。2015 年公司继续加大对百隆越南投资并建设百隆越南三期项目。本次增资后百隆越南注册资本为 1 亿美金，总投资 3 亿美金。	
2017	2017 年末，公司已顺利完成 A 区 50 万锭产能建设，总投资 4 亿美金。预计投资 3 亿美金的 B 区 50 万锭项目启动建设	50 万纱锭/40%
2018	2018 年末已完成 B 区 20 万纱锭产能的厂房建设及设备安装，并投入生产	70 万纱锭
2019	2019 年越南百隆 C、D 车间共 20 万纱锭产能按计划投入生产	90 万纱锭/60%
2020	2020 年越南百隆一期、二期总产能 100 万纱锭已全部建成投产	100 万纱锭/60%
2021	2021 年末越南百隆产能已达 110 万纱锭	110 万纱锭/60%以上
2022	我们估算越南百隆产能已达 180 万纱锭，且未来有可能定增继续扩产 39 万锭	我们估算 180 万纱锭 /75%以上

资料来源：公司 2013-2021 年年报，ifind，国海证券研究所

1.6、优质客户份额提升，应收账款周转天数稳定

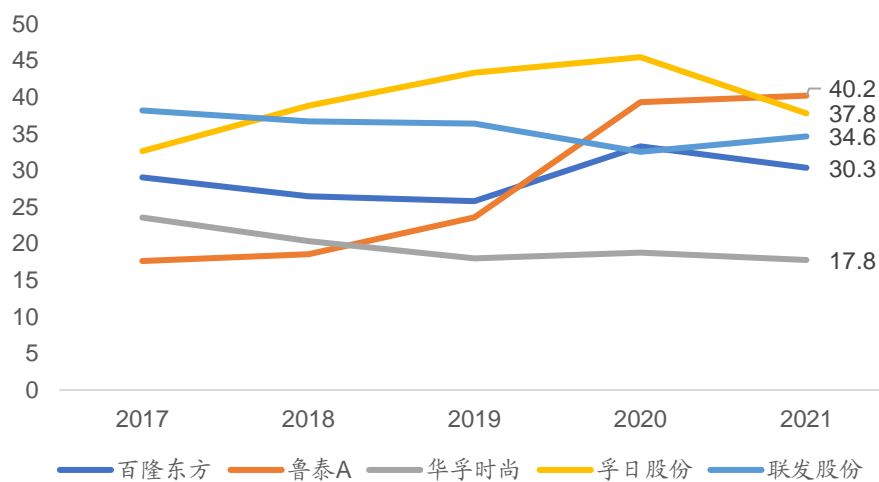
前五大客户占比稳步提高，公司应收账款周转天数较低。公司 2021 年前五名客户销售额 3.17 亿元，占年度销售总额 40.76%；选取同行业其他四家可比公司，得益于公司下游的优质客户，可以发现公司 2017-2021 年应收账款周转天数维持在 30 天左右，波动较小且处于行业前列。

图 10: 前五大客户销售额及占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 行业应收账款周转天数 (天) 对比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

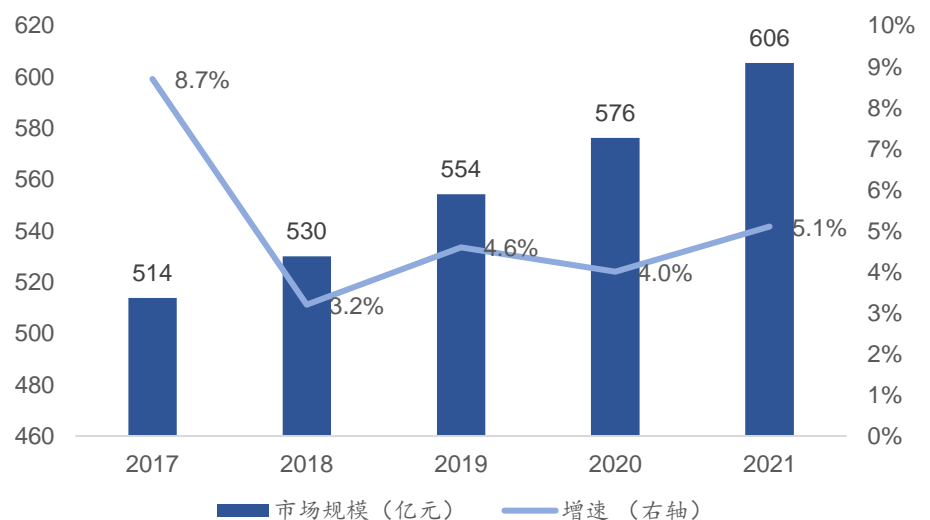
2、运动赛道高景气度下产品需求稳增，色纺纱市场呈现双寡头垄断格局

2.1、色纺纱市场规模稳步增长

色纺纱相对于普通纺纱更环保。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的、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，在色纺纱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。

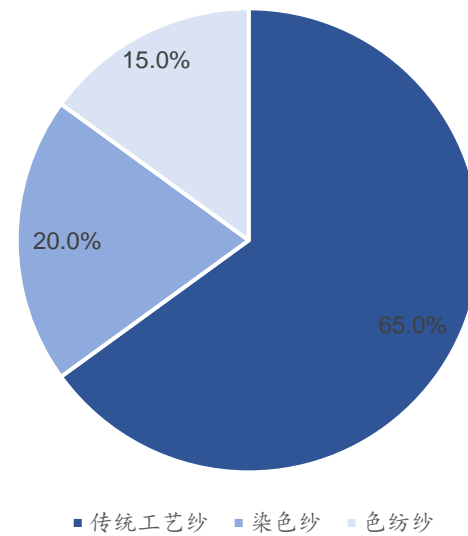
色纺纱市场规模保持稳步增长趋势。我国色纺纱虽然起步较晚，但是由于色纺纱的时尚、环保、科技等特点，具有良好的市场发展前景。近年来，我国色纺纱市场规模呈现稳步增长的趋势，据观研天下数据统计，截至 2021 年，色纺纱市场规模达到 605.5 亿元，较上年增长了 5.1%。我国纺织制造工艺可以分为传统、染色、色纺三类，据国家统计局数据统计，截至 2022 年末各项工艺纱产量约占市场的 65%、20%、15%。随着绿色环保低碳的深入推进，更符合环保要求的色纺纱行业市场规模占比将增大，有望成为纺织业中的朝阳产业之一。

图 12: 2017-2021 年我国色纺纱行业市场规模



资料来源：观研天下，国海证券研究所

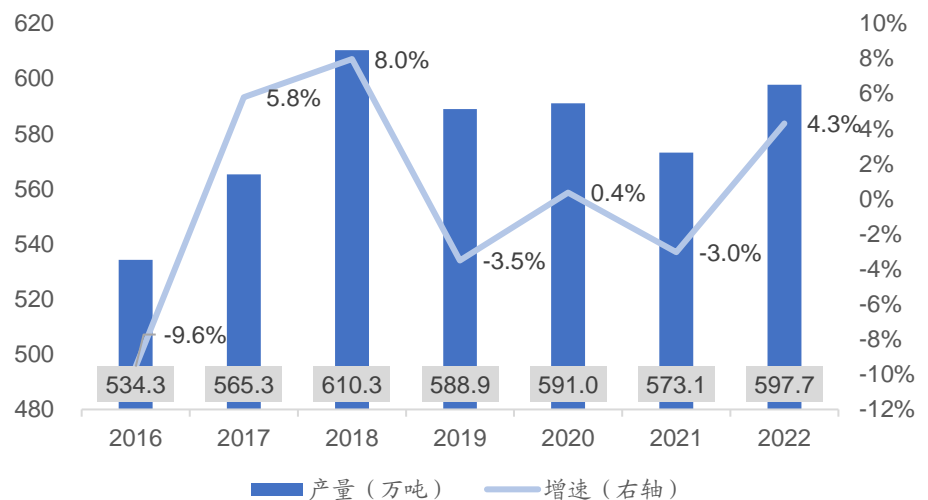
图 13: 中国纺织业不同工艺生产纱产量分布情况



资料来源: 国家统计局, 智研咨询, 国海证券研究所

色纺纱上游棉花产量充足, 近几年价格呈现上涨。追溯到色纺纱上游棉花行业, 纺纱成本中棉花占比 70%, 近几年棉花价格的持续上涨助推了色纺纱行业的向好发展。2018-2022 年, 棉花价格从 15909 元/吨升至 18852 元/吨, 涨幅达到 18.50%, 尤其在经历了 2020 年疫情之后的两年涨幅明显。公司的色纺纱销售多采取成本加成的定价的方式, 生产则使用低价库存, 在棉花价格上涨的过程中, 公司还享有定价基础高于棉花价格部分的额外收益, 这可能将为色纺纱企业带来较大的利润空间。同时, 棉花生产产量的供应充足, 为色纺纱的生产提供了保障。

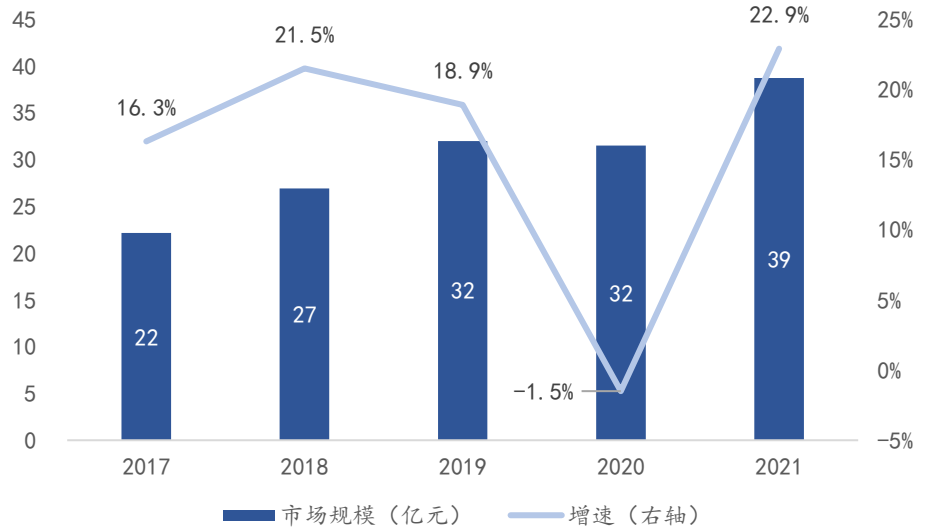
图 14: 2016-2022 年中国棉花生产产量



资料来源: 国家统计局, Wind, 国海证券研究所

色纺纱下游服饰行业需求旺盛。色纺纱主要用于毛衫和针织面料，也就是服饰行业，随着人民生活水平的提高以及对时尚的追求，服装行业需求旺盛且愈发向中高端服饰发展。此外，近年来对运动健康的关注，运动服饰也成为色纺纱的重要产品之一，2017-2021年我国运动服饰行业市场呈现增长趋势，据Euromonitor统计，2021年的市场规模达到38.71亿元，较上年增长22.9%，未来在对健康运动热度不减的背景下，色纺纱行业的增长潜力不容小觑。

图 15: 2017-2021 年我国运动服饰行业市场规模



资料来源: Euromonitor, 观研天下, 国海证券研究所

图 16: 色纺纱行业产业链



资料来源: 智研咨询, 国海证券研究所

2.2、国内格局百隆华孚双寡头垄断，行业进入壁垒高

我国色纺纱市场双寡头垄断格局，行业进入壁垒高。虽然我国进入色纺纱行业较晚，但经过多年的发展，国内企业凭借产品的优势已经在逐步主导全球市场，据观研天下统计，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。2021 年，百隆东方实现营收 77.74 亿元，较上年增长 26.73%，实现净利润 13.71 亿元，增长超过两倍。由于百隆东方和华孚时尚几乎占据了色纺纱行业的整个市场，形成了寡头垄断局面，增加其他欲进入该行业的企业成本和难度，这为百隆东方的发展带来了更大的市场空间。

表 3: 色纺纱行业公司情况

公司名称	产能	客户	2021 年营收
百隆东方	2021 年实现产能 170 万锭； 我们估计 2022 年实现产能 240 万锭	畅销欧美、亚洲、非洲、中国 香港、中国内地等地区，品牌 包括 zara、burberry、雅戈尔 等	营业收入 77.74 亿元，较上年 同期增长 26.73%；实现净利 润 13.71 亿元，同比增长 274.47%
华孚时尚	2021 年实现产能 200 万锭	Adidas、Nike、ZARA、优衣 库等国际知名品牌	营业收入 167.1 亿元，同比增 长 17.4%；实现净利润 5.7 亿 元，扭亏为盈

资料来源：百隆东方年报，百隆东方招股说明书，华孚时尚年报，观研天下，中国纺织，国海证券研究所

3、盈利预测与投资评级

我们看好公司作为色纺纱厂商巨头，随着行业对色纺纱需求由于环保需求逐渐增加，色纺纱行业规模有望继续稳定增长，同时公司新增产能释放，积极进行产品研发创新，盈利能力有望进一步提升。基于 3 个模型假设：1) 未来随着环保要求，色纺纱占比相较于其他工艺纱更高；2) 由于公司国外产能呈现扩张趋势，且公司海外子公司享受税收优惠，所以预测国外收入逐步提升；3) 由于公司其他业务收入不确定性较大且体量相对较小，我们忽略其他业务收入变动对未来几年公司营收的影响。基于此，我们预计公司 2022、2023 及 2024 实现收入 81.70、88.94 及 96.08 亿元人民币，归母净利润 15.00、15.99 及 17.56 亿元人民币，对应 2023 年 3 月 24 日收盘价 7.32 元，P/E 估值为 7.32、6.87 及 6.25X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4: 收入拆分及预测

营收单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7774.08	8169.69	8894.06	9608.33
yoy	26.73%	5.09%	8.87%	8.03%
分产品				
色纺纱	4835.50	4684.26	5100.09	5474.96
yoy	34.57%	-3.13%	8.88%	5.00%
占比	65.29%	60.29%	60.04%	59.46%
坯纱	2571.19	3085.43	3393.97	3733.37
yoy	13.80%	20.00%	10.00%	10.00%
其他业务	367.39	400.00	400.00	400.00
yoy	59.22%			
分地区				
境外市场	4714.66	5191.10	6167.22	7133.61
yoy	32.66%	10.11%	18.80%	15.67%
占比	63.65%	66.81%	72.61%	77.47%
境内市场	2692.03	2578.59	2326.84	2074.72
yoy	17.10%	-4.21%	-9.76%	-10.84%
占比	36.35%	33.19%	27.39%	22.53%

资料来源: 百隆东方年报, 国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 国际贸易政策风险: 公司产品出口欧美等多个国家, 国际贸易政策的变动可能对公司造成影响;
- 2) 汇率波动风险: 国际金融市场变化, 汇率波动可能对公司造成影响;
- 3) 产品盈利能力风险: 原材料价格大幅波动, 会对公司产品盈利能力带来影响;
- 4) 技术研发风险: 新产品研发不及预期, 会对公司产品的技术研发产生影响;
- 5) 成长性风险: 企业经营模式产生变化, 公司的成长性可能会受到影响;
- 6) 经营风险: 突发公共卫生事件, 公司的正常经营可能会受到影响;
- 7) 订单风险: 产能推进不及预期, 公司的订单可能会受到影响。

附表：百隆东方盈利预测表

证券代码:	601339				股价:	7.32	投资评级:	买入		日期:	2023/03/24
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15%	14%	13%	13%	EPS	0.93	1.00	1.07	1.17		
毛利率	26%	26%	27%	28%	BVPS	6.00	7.00	8.06	9.24		
期间费率	7%	7%	8%	8%	估值						
销售净利率	18%	18%	18%	18%	P/E	6.33	7.32	6.87	6.25		
成长能力					P/B	0.98	1.05	0.91	0.79		
收入增长率	27%	5%	9%	8%	P/S	1.14	1.34	1.23	1.14		
利润增长率	274%	9%	7%	10%							
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E		
总资产周转率	0.54	0.48	0.49	0.48	营业收入	7774	8170	8894	9608		
应收账款周转率	11.91	11.07	10.98	11.15	营业成本	5737	6021	6451	6964		
存货周转率	1.87	1.92	1.97	1.96	营业税金及附加	41	33	44	48		
偿债能力					销售费用	37	41	71	77		
资产负债率	37%	38%	33%	31%	管理费用	364	343	427	480		
流动比	1.71	1.86	2.32	2.66	财务费用	110	222	182	168		
速动比	0.67	1.02	1.35	1.65	其他费用/(-收入)	155	139	196	240		
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	1472	1613	1762	1918		
现金及现金等价物	1743	4271	5199	6873	营业外净收支	-2	-3	-5	-10		
应收款项	653	747	822	877	利润总额	1470	1610	1757	1908		
存货净额	4147	4247	4516	4913	所得税费用	99	109	158	153		
其他流动资产	326	304	336	371	净利润	1371	1500	1599	1756		
流动资产合计	6869	9569	10872	13035	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	4028	4035	3906	3757	归属于母公司净利润	1371	1500	1599	1756		
在建工程	241	121	62	32							
无形资产及其他	942	958	961	967	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E		
长期股权投资	2195	2251	2289	2306	经营活动现金流	1453	3030	1350	2070		
资产总计	14274	16934	18089	20096	净利润	1371	1500	1599	1756		
短期借款	2818	2818	2818	2818	少数股东权益	0	0	0	0		
应付款项	389	1518	1010	1209	折旧摊销	542	528	550	577		
预收帐款	1	0	0	0	公允价值变动	1	-6	-8	-9		
其他流动负债	808	816	854	876	营运资金变动	-445	963	-845	-268		
流动负债合计	4015	5151	4682	4903	投资活动现金流	-197	-141	-214	-203		
长期借款及应付债券	1053	1053	1053	1053	资本支出	-562	-412	-344	-391		
其他长期负债	213	234	258	288	长期投资	409	61	-73	-61		
长期负债合计	1265	1286	1310	1340	其他	-43	210	204	249		
负债合计	5281	6437	5992	6243	筹资活动现金流	-566	-223	-220	-214		
股本	1500	1500	1500	1500	债务融资	-99	21	24	30		
股东权益	8993	10497	12097	13853	权益融资	0	0	0	0		
负债和股东权益总计	14274	16934	18089	20096	其它	-467	-244	-244	-244		
					现金净增加额	676	2668	918	1653		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外消费&纺织服装小组介绍】

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND等最佳分析师第一名。

马川琪：美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

【分析师承诺】

杨仁文，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投

资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。