

富春染织（605189）

证券研究报告

2023年04月17日

产能提升扩大业务规模，格局优化加强竞争优势

深耕色纱二十余载，聚焦主业高速发展。富春染织作为国内领先的色纱生产企业之一，主营业务为色纱的研发、生产和销售。自成立以来，公司以市场潮流和客户需求为导向，围绕自主品牌“天外天”，依托自主开发、涵盖六百余种色彩的富春标准色卡，通过“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的经营模式，致力于为客户提供高品质的色纱系列产品。

棉价企稳市场恢复，业绩稳步向上。2022年营收同增1.5%至22.08亿元，主要系疫情政策优化，大宗商品价格企稳，棉花价格稳中有涨，纱、布市场购销氛围回暖，销售价格及销量增加所致；得益于收入快速增长和费用管控合理，2018-2022年归母净利润由0.98亿元增长至1.63亿元，CAGR达10.4%。

产能逐步释放，加速垂直整合供应链。2022年是公司5年行动计划的开局之年，四大项目同时开工建设，产能将在2023年得到迅速释放。公司同时新建项目包括：芜湖年产3wt筒子纱生产线建设项目、荆州6wt筒子纱染色建设项目、芜湖年产3wt纤维染色建设项目、芜湖保税区50万锭智能纺纱项目。此外，公司已公告11wt高品质筒子纱生产线建设项目可行性报告作为储备。同时公司积极向产业链上游延伸，完善公司产业链布局。拟投资智能化精密纺纱，项目建成后可实现年产50万锭精密纺纱线的生产能力。

环保监管趋于严格，龙头份额有望提升。公司在细分行业的主要竞争对手相对分散，凭借着常年深耕市场形成的技术优势和良好的品牌影响力，公司处于相对领先的市场地位。随着环境监管政策趋于严格，部分中小企业由于设备落后、研发能力不足，无法达到环保标准，逐步被淘汰。同时，终端需求增速放缓导致行业内竞争更加激烈，叠加劳动力成本上升影响，对行业内传统印染企业所依赖的低利润率经营模式造成打击，淘汰率进一步提高，龙头份额有望提升。

仓储式生产凸显成本优势，研发能力构筑核心壁垒。公司使用仓储式生产，有效推动规模生产。技术改造提高生产效率，降低单位能耗。公司独特成本优势主要体现在能耗和用水成本低于同行。公司拥有行业领先的研发能力，自主研发天外天现货色卡，成为了袜业用纱的行业标准；与高校展开产学研合作，提高自身研发水平，重点在染色技术、节能减排、智能制造等方面形成一系列具有竞争力的技术成果，支撑公司快速健康发展。

首次覆盖，给予买入评级。公司作为纱线染色龙头，具备规模效应，在成本控制方面优势显著，随着扩产项目陆续投产，新品类新客户持续拓展，我们预计公司23-25年收入分别为30.88/37.56/44.73亿元，归母净利润分别为2.60/3.36/3.98亿元，EPS分别为2.1/2.7/3.2元/股。

风险提示：产能释放不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧、环境保护、汇率波动等风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,175.09	2,207.59	3,088.42	3,755.52	4,472.82
增长率(%)	43.57	1.49	39.90	21.60	19.10
EBITDA(百万元)	400.21	258.63	343.18	422.54	480.98
归属母公司净利润(百万元)	232.73	162.90	259.69	336.23	398.26
增长率(%)	105.39	(30.01)	59.42	29.47	18.45
EPS(元/股)	1.86	1.31	2.08	2.69	3.19
市盈率(P/E)	10.45	14.92	9.36	7.23	6.10
市净率(P/B)	1.62	1.41	1.26	1.07	0.91
市销率(P/S)	1.12	1.10	0.79	0.65	0.54
EV/EBITDA	6.24	7.67	5.74	3.23	2.58

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 纺织服饰/纺织制造

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 19.48元

目标价格 29.4元

基本数据

A股总股本(百万股) 124.80

流通A股股本(百万股) 41.60

A股总市值(百万元) 2,431.12

流通A股市值(百万元) 810.39

每股净资产(元) 13.10

资产负债率(%) 44.38

一年内最高/最低(元) 25.23/18.26

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 富春染织：深耕色纱二十余载，聚焦主业高速发展	4
1.1. 营收稳步增长，盈利能力持续提升	5
1.2. 募投产能奠定基础，产业链延伸控成本	8
2. 政策加速市场出清，利好行业龙头	9
2.1. 聚焦印染业务，下游市场利润空间广阔	9
2.2. 环保政策推动绿色转型，市场集中度逐步提升	12
3. 仓储式生产凸显成本优势，研发能力构筑核心壁垒	14
3.1. 成本端持续改善，棉价上行有望增厚收入	14
3.2. 仓储式生产为主，订单式生产为辅	16
3.3. 自主研发构筑强大竞争力，持续打造特色技术体系	17
3.4. 环保治理能力强，设备设施高效管理排放	18
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司产品以色纱为主，广泛应用于服饰、服装、家纺等领域	4
图 2：公司积累优质客户资源	4
图 3：公司发展历程	5
图 4：公司营收自 2018 年 14.34 亿元增长至 2022 年 22.08 亿元	5
图 5：公司 22Q4 收入 5.90 亿元，同减 11.1%	5
图 6：2018-2022 年分产品收入（亿元）	6
图 7：2018-2022 年产品收入占比	6
图 8：2018-2022 年分地区收入（亿元）	6
图 9：2018-2022 年分地区收入占比	6
图 10：2018-2022 年归母净利润及 YOY	6
图 11：棉花价格震荡下行，公司成本加定价模式下，毛利率短期承压	6
图 12：2018-2022 年分产品毛利率	7
图 13：整体费控良好，期间费用率持续优化	7
图 14：印染处于产业链中间环节	9
图 15：主要印染方式对比	9
图 16：我国袜业市场产量及新企业成立数量（家）	10
图 17：2010-2019 国内袜业市场规模	11
图 18：2016-2022 年我国棉质其他袜出口数量	11
图 19：2016-2022 我国棉质其他袜出口金额	11
图 20：2018-2022 年规模以上企业营业收入	13
图 21：2018-2022 年规模以上企业利润总额	13
图 22：2018-2020 年水、电、煤占生产成本比例	14

图 23: 2018-2020 年水、电、煤支出及价格走势.....	15
图 24: 中国棉花价格走势.....	15
图 25: 仓储式生产为主, 订单式生产为辅.....	16
图 26: 富春染织与同业存货周转率对比.....	17
图 27: 部分“天外天”色卡展示.....	17
图 28: 企业部分专利展示.....	17
图 29: 公司全流程数字化车间.....	17
图 30: 2018-2021 年公司研发投入.....	18
图 31: 公司环保支出效果显著.....	18
图 32: 全生物污水处理设施.....	19
表 1: 公司产能情况 (单位: 万吨).....	8
表 2: 公司产能布局.....	8
表 3: 主要印染方式对比.....	10
表 4: 印染行业相关政策.....	12
表 5: 收入拆分.....	19
表 6: 可比估值 (截止到 2023 年 4 月 14 日).....	20

1. 富春染织：深耕色纱二十余载，聚焦主业高速发展

富春染织作为国内领先的色纱生产企业之一，主营业务为色纱的研发、生产和销售。自成立以来，公司以市场潮流和客户需求为导向，围绕自主品牌“天外天”，依托自主开发、涵盖六百余种色彩的富春标准色卡，通过“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的经营模式，致力于为客户提供高品质的色纱系列产品。

公司产品以色纱为主，将胚纱经过染整加工后，络成适合袜机、圆纬机、横机、梭织机等纺织机械使用的筒形纱线，广泛应用于服饰、服装、家纺等领域。

图 1：公司产品以色纱为主，广泛应用于服饰、服装、家纺等领域



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

以品牌建设为载体，助力积累优质客户资源。公司深耕经营的同时，十分注重自有品牌建设，2018 年，公司“天外天”商标被认定为“中国驰名商标”，进一步增强了公司的品牌知名度和影响力。凭借良好的市场口碑和优质的品牌形象，公司积累了梦娜、浪莎、耐尔等质优客户，目前已拥有超千家的长期合作关系客户。

图 2：公司积累优质客户资源

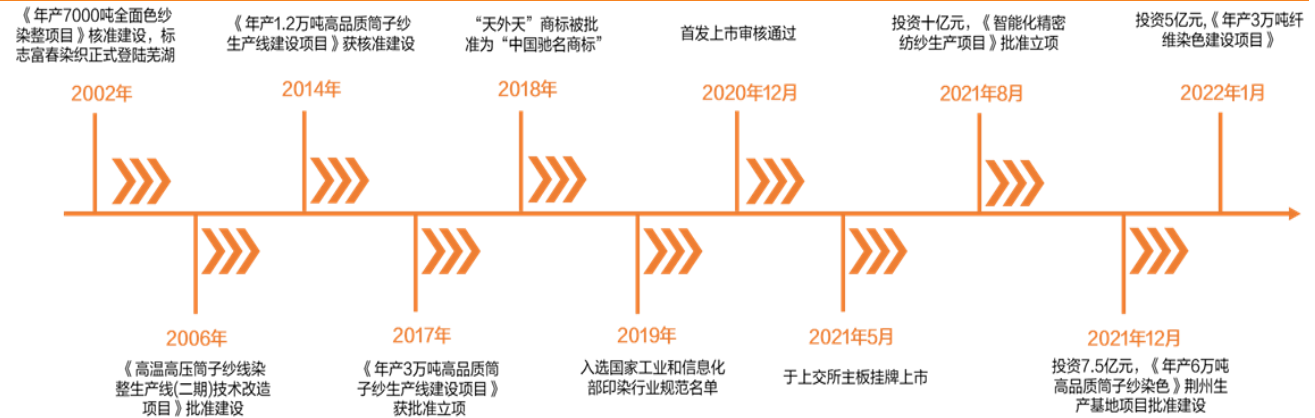


资料来源：公司公告，天风证券研究所

二十年深耕细作，色纱龙头成长可期。公司成立于 2002 年，本着“一根纱线做到底”的

初心，专注筒子纱染整领域 20 年，为国内唯一一家以筒子纱为主营业务的上市企业。公司发展历经三个阶段：**建设初期（2002-2013 年）**，以《年产 7000 吨全棉色纱染整项目》核准建设为标志，富春染织登陆芜湖；**高速扩张期（2014-2019 年）**，公司加速品牌建设和产能扩张，分别于 2014/2017 年实施年产 1.2/3 万吨高品质筒子纱生产线建设项目；**加速发展期（2020-至今）**，公司产能大幅扩张，截至 2022 年底公司色纱产量达到 6.85 万吨。

图 3：公司发展历程



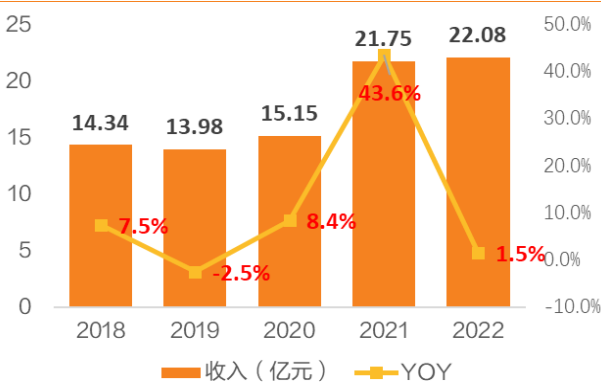
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 营收稳步增长，盈利能力持续提升

公司营收自 2018 年 14.34 亿增长至 2022 年 22.08 亿。2022 年营收 22.08 亿元，同增 1.5%，主要系疫情政策优化，大宗商品价格企稳，棉花价格稳中有涨，纱、布市场购销氛围回暖，销售价格及销量增加所致。

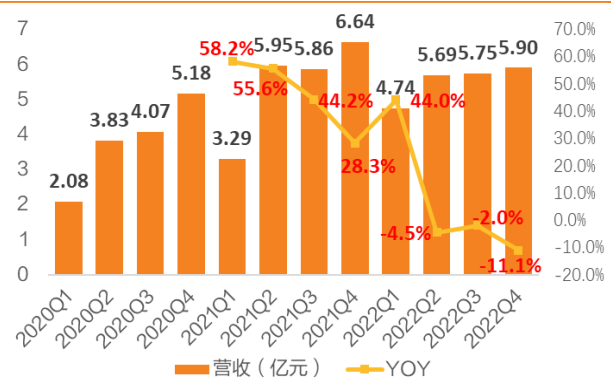
分季度看，公司 22Q1-Q4 收入分别为 4.74、5.69、5.75、5.90 亿元，同比+44.0%、-4.5%、-2.0%、-11.1%。公司营收存在较强的季节性，通常 Q1 收入最低，Q2-Q4 逐季增长，主要系年底（西方圣诞节）和年初（中国春节前夕）是服装、家纺用品的销售旺季，而色纱是下游纺织品生产的主要原料。此外，受春节假期停工影响第一季度产销量相对较低。

图 4：公司营收自 2018 年 14.34 亿元增长至 2022 年 22.08 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

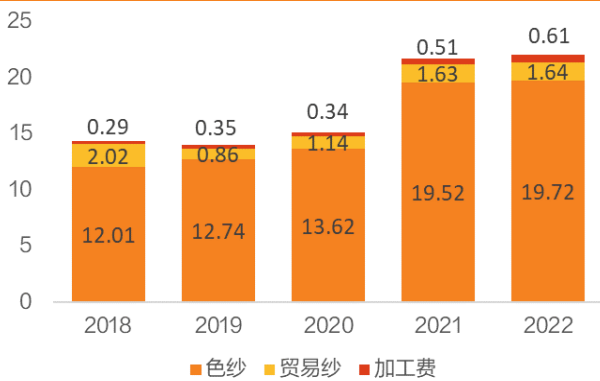
图 5：公司 22Q4 收入 5.90 亿元，同减 11.1%



资料来源：wind，天风证券研究所

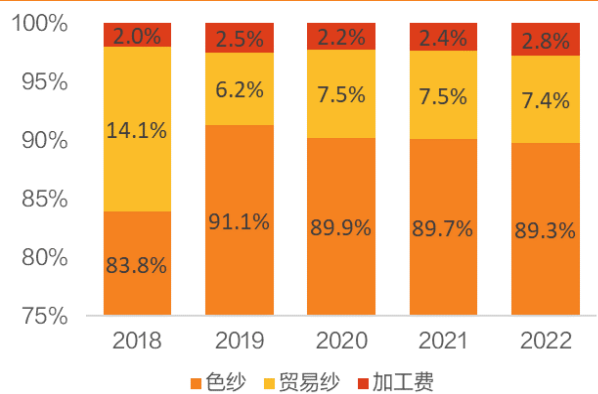
分品类看，2018-2022 年色纱销售分别为 12.01、12.74、13.62、19.52、19.72 亿元，同比增长 6.1%、7.0%、43.3%、1.0%，占比由 83.8%增长至 89.3%；色纱收入占比近几年维持在 90%左右，是公司收入增长的主要驱动力。

图 6：2018-2022 年分产品收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

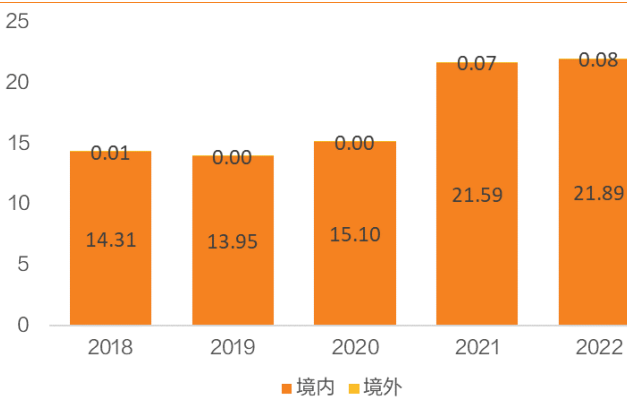
图 7：2018-2022 年产品收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

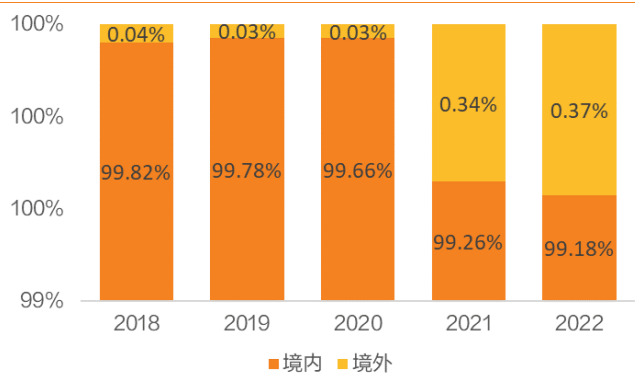
分地区看，公司产品以内销为主，客户集中于长三角地区。2022 年公司境内/境外收入占比分别为 99.2%/0.4%，公司收入占比 99%以上来自中国境内地区。2020-2022 年境内地区销售额分别为 15.10、21.59、21.89 亿元，同比增长 8.3%、43.0%、1.4%，占比为 99.66%、99.26%、99.18%。

图 8：2018-2022 年分地区收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2018-2022 年分地区收入占比



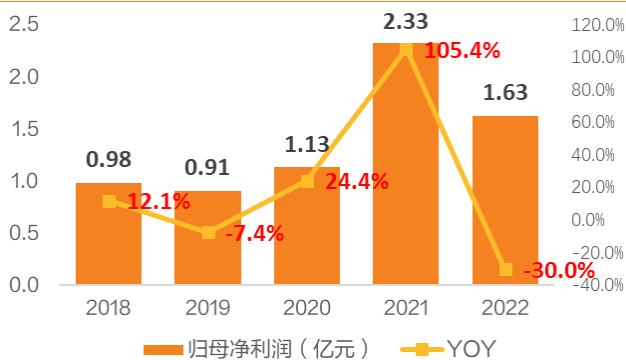
资料来源：wind，天风证券研究所

2022 年归母净利润 1.63 亿元，同减 30%，主要系疫情局部反复导致终端需求疲软叠加棉价下跌影响盈利水平；2020-2022 年归母净利分别为 1.13、2.33、1.63 亿元，同比+24.5%、+105.4%、-30.0%。其中得益于收入快速增长和费用管控合理，2018-2022 年归母净利润由 0.98 亿元增长至 1.63 亿元，CAGR 达 13.5%。

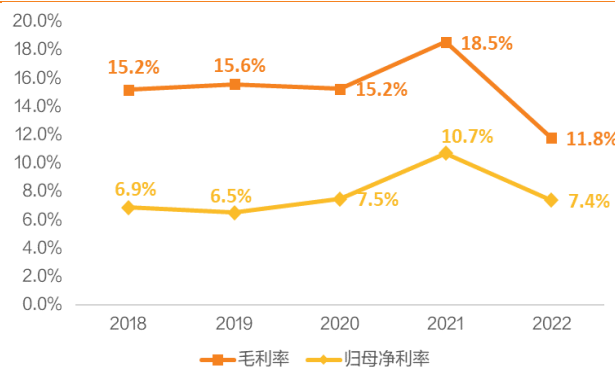
2020-2022 年公司毛利率为 15.2%、18.5%、11.8%，归母净利率为 7.5%、10.7%、7.4%。毛利率端，2022 年棉花价格震荡下行，毛利率短期承压。

图 10：2018-2022 年归母净利润及 YOY

图 11：棉花价格震荡下行，公司成本加定价模式下，毛利率短期承压



资料来源: wind, 天风证券研究所



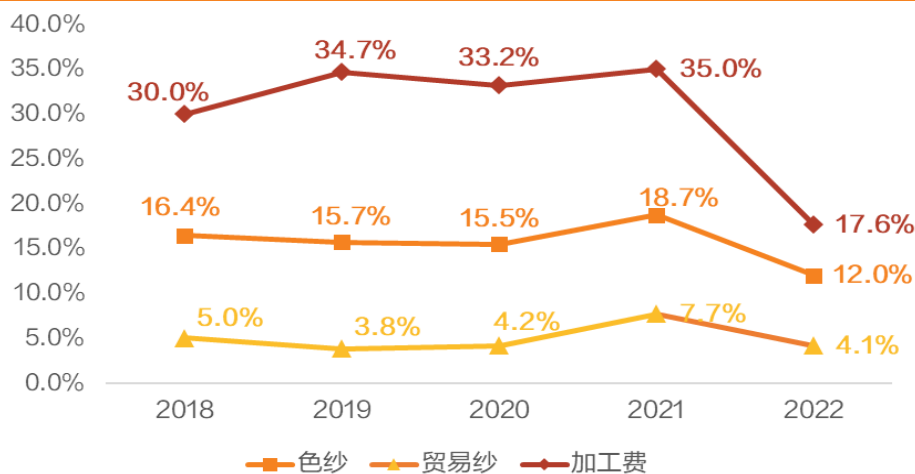
资料来源: wind, 天风证券研究所

分品类看, 2018-2022 年色纱毛利率分别为 16.4%/15.7%/15.5%/18.7%/12.0%, 其中 22 年较 21 年减少 6.7pct。

贸易纱毛利率分别为 5.0%/3.8%/4.2%/7.7%/4.1%, 由于公司将采购的胚纱、色纺纱直接对外销售, 毛利率相对较低。

受托加工费毛利率分别为 30.0%/34.7%/33.2%/35.0%/17.6%, 总体稳定, 公司依据加工量收取对应的加工费, 单位加工费收入和单位加工成本的绝对金额较小, 在同等单位毛利额的情况下, 毛利率相对较高。

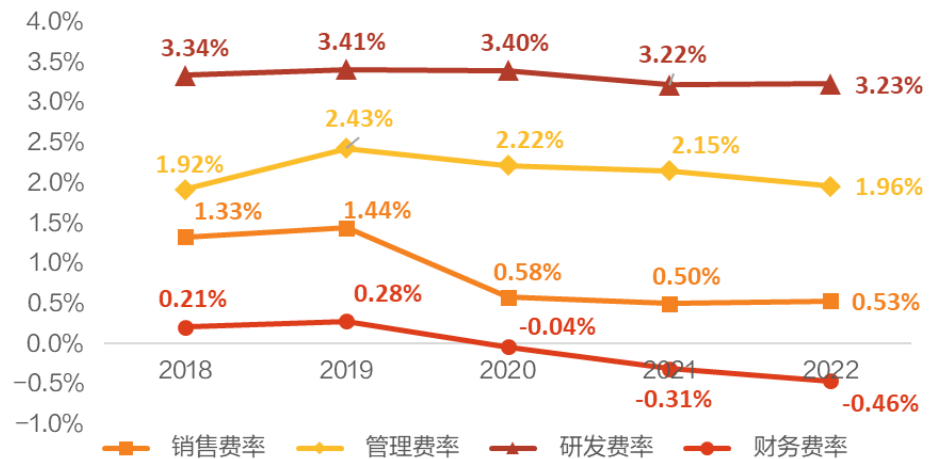
图 12: 2018-2022 年分产品毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司整体费控良好, 期间费用率持续优化。2020-2022 年销售费率分别为 0.58%、0.50%、0.53%; 管理费率分别为 2.22%、2.15%、1.96%, 基本稳定, 维持在 2% 上下; 研发费率分别为 3.40%、3.22%、3.23%, 财务费率分别为 -0.04%、-0.31%、-0.46%, 财务费用率为负主要系公司收到上市募集的资金并对闲置资金进行现金管理。

图 13: 整体费控良好, 期间费用率持续优化



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 募投产能奠定基础，产业链延伸控成本

产能规模： 2018-2021 年公司产能为 4.40/4.70/5.40/6.60wt，产能利用率均超过 100%，分别为 100.4%/101.1%/101.6%/100.2%；2018-2022 年公司产销率分别为 97.3%/99.6%/100.6%/98.0%/98.2%，保持在 100%左右，现有产能已趋于饱和状态。

新增产能将在 2023 年迅速释放。2022 年是公司 5 年行动计划的开局之年，四个项目同时开工，产能将在 2023 年得到迅速释放。公司同时新建项目包括：芜湖年产 3wt 筒子纱生产线建设项目、荆州年产 6wt 筒子纱染色建设项目、芜湖年产 3wt 纤维染色建设项目、芜湖保税区 50 万锭智能纺纱项目。此外，公司子公司拟投资年产 11 万吨高品质筒子纱染色建设项目，项目计划总投资为 7 亿元。

其中芜湖 3wt 项目最后一个生产车间设备已经安装结束，公司预计春节后投产；荆州 6wt 项目预计第一个车间于 23 年 3-4 月投产，第二、三个车间公司预计 23 年 6 月和 9 月投产。智能纺纱项目第一个 12 万锭纺纱车间设备已经在安装，公司预计 2023 年 3 月投产。3wt 纤维染色项目桩基工程已在施工，公司预计 23 年中期可实现部分量产。

延伸产业链，建设上游智能化精密纺纱项目。公司于 2022 年 6 月 20 日发行可转债，募投 5.7 亿升级高档紧密纺生产车间及设施设备，项目建成后，可实现年产 24 万锭紧密纺纱线的生产能力，随着募投项目的投产，项目效益将逐步显现，助力公司向上游产业链延伸，完善产业链布局，实现成本管控，盈利能力将进一步提升。

表 1：公司产能情况（单位：万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022
产能	4.40	4.70	5.40	6.60	
产量	4.42	4.75	5.49	6.61	6.85
销量	4.30	4.73	5.52	6.48	6.73
产能利用率	100.4%	101.1%	101.6%	100.2%	
产销率	97.3%	99.6%	100.6%	98.0%	98.2%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

表 2：公司产能布局

	项目	投资金额	项目建设地点	资金来源	建设周期	产能
纱线产能扩张	年产 3 万吨高品质筒	4.21 亿元	公司自有土地	IPO	36 个月	3 万吨

	子纱生产线建设项目					
	年产 6 万吨高品质筒子纱染色建设项目	初始规划 7.5 亿元后追加到 9 亿元	湖北省荆州经济开发区纺织印染循环经济工业园	银行贷款 3.42 亿元+自有资金 4.08 亿元	48 个月（一、二期各 24 个月）	6 万吨
	年产 11 万吨高品质筒子纱染色建设项目	约 7 亿元	荆州开发区庙兴路以西、楚锦路以北	固定资产 6 亿元+流动资金 1 亿元	36 个月	11 万吨
拓展染色纤维	年产 3 万吨纤维染色建设项目	约 5 亿元	芜湖经济技术开发区桥北工业园	60%自有资金+40%银行借款	24 个月	3 万吨
布局产业链上游	智能化精密纺纱生产项目	约 20 亿（一期投资约 10 亿）	中国（安徽）自由贸易试验区芜湖片区综合保税区	自筹资金	一期 24 万锭，36 个月；二期 26 万锭，36 个月	50 万锭

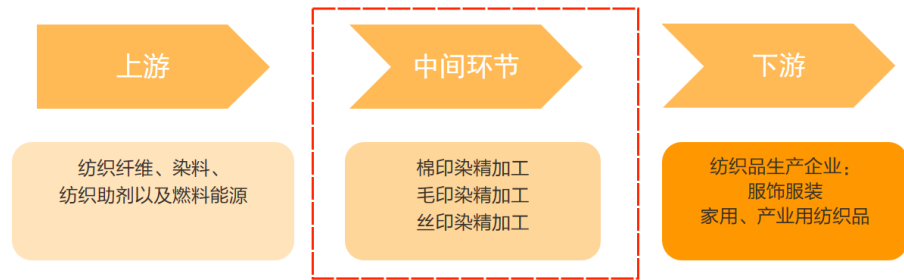
资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2. 政策加速市场出清，利好行业龙头

2.1. 聚焦印染业务，下游市场利润空间广阔

公司聚焦印染业务，处于产业链中间环节。上游承接胚纱、染料、助剂供应商等，下游主要为纺织品生产企业。

图 14：印染处于产业链中间环节

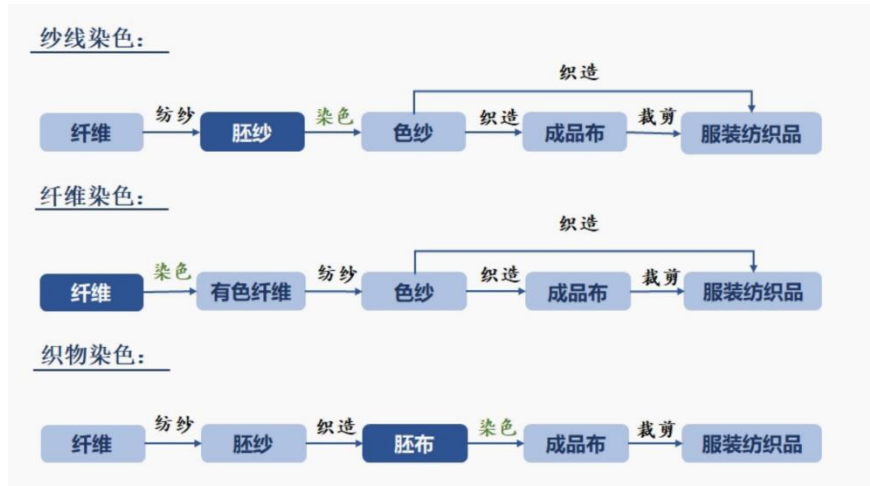


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

印染是对纺织品进行处理和染色，提高纺织品附加价值的过程，印染后的面料广泛应用于下游服饰服装、家用纺织品、产业用纺织品生产，根据生产工艺要求、成本控制、产品功能和艺术风格等要求的变化因素，纺织品通常会选择在生产过程中的不同环节进行印染。

主流印染方式有纱线染色、纤维染色和织物染色三种，其中纱线染色是色织生产的关键工序，染色后的色纱主要用于袜子、毛衫、手套等针织服饰以及针织、梭织面料的加工。主要优势：1) 染料渗透性强，色牢度较好，能获得良好的匀染效果，产品具有较高的重现性。2) 色彩立体感强，花型图案美观大方，手感蓬松丰满。3) 并且纱线染色起订量小，生产灵活。4) 在织造前道工序染色印染成本最低，污染也相对较小。

图 15：主要印染方式对比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

纱线染色又分为筒子染色、绞纱染色和轻轴染色，公司主要采用筒子纱染色的方式。筒子纱染色具备流程短、效率高、节约环保等特点。1) 流程短：省去了从筒子到绞纱的工序和染色后从绞纱到筒子的工序。2) 效率高：花色品种转换快；批量加工，劳动强度低，材料浪费少。3) 节约环保：脱水自动化程度高，浴比相对绞纱小，耗水量较小，可以有效节约能源，减少对环境的影响。

表 3：主要印染方式对比

染色方式	主要特点
筒子染色	将短纤纱或长丝卷绕在布满孔眼的筒管上，然后将其套在染色机载纱器的染柱上，放入筒子染色机内，借主泵的作用，使染液在筒子纱线或纤维之间穿透循环，实现上染的方式为筒子染色。
绞纱染色	将短纤纱或长丝在摇纱机上变换成一框框连在一起的绞纱，再将松散的绞纱浸在特制的染机中进行浸染的染色方式为绞纱染色。绞纱染色的浴比较大，成本较高，并且工序繁琐、损耗大。
轻轴染色	经轴染色包括经轴浸染和经轴轧染。经轴浸染系使用松式整经机将胚纱卷绕在有孔的盘管上形成松式经轴(可视作一个大筒子)，再将其装入染色机的载纱器上，借助主泵的作用使染液在纱线之间循环实现浸染，经轴浸染主要梭织布生产。经轴轧染系将一定数量的稀轴引入各个染槽，经反复多浸、多轧、多次透风氧化后，实现染料的染色，主要用于色经白纬的牛仔布的生产加工。

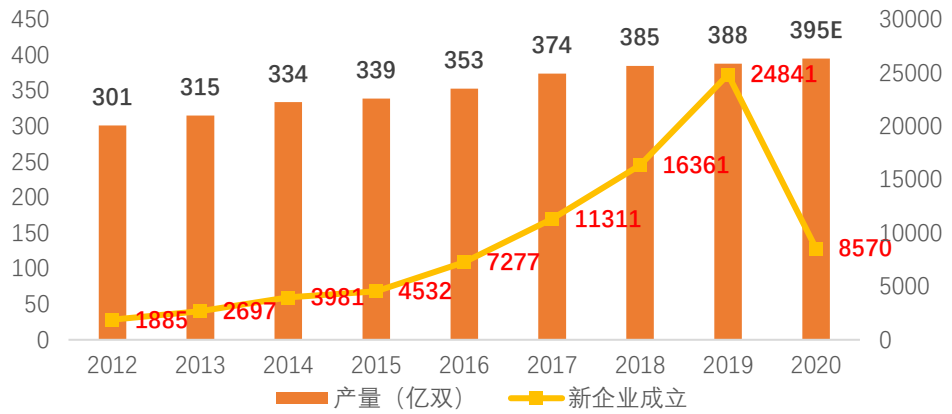
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

袜业市场内销增长稳健，出口逐步恢复

公司深耕色纱行业多年，在袜子色纱市场积累了较为成熟稳定的客户资源，袜厂占到公司客户总量的 90%；因此，制袜业的行业景气度、发展前景，将直接反映到公司所处筒子纱线印染领域。

袜子制造行业起源于欧美。随着经济全球化的不断深入，发展中国家凭借原材料、劳动力资源的优势，在生产制造环节中突出较强的市场竞争力。我国袜业从 20 世纪 90 年代开始凭借市场规模优势和强大需求基数发展迅猛，成为世界最大的袜子制造与出口国，全球约 70% 袜子来自于中国。2014 年-2018 年，我国袜子产量逐年增长，达到 385.4 亿双，2018 年同比增长 3.13%；2019 年我国袜子产量达到 387.6 亿双，同比增长 0.57%。

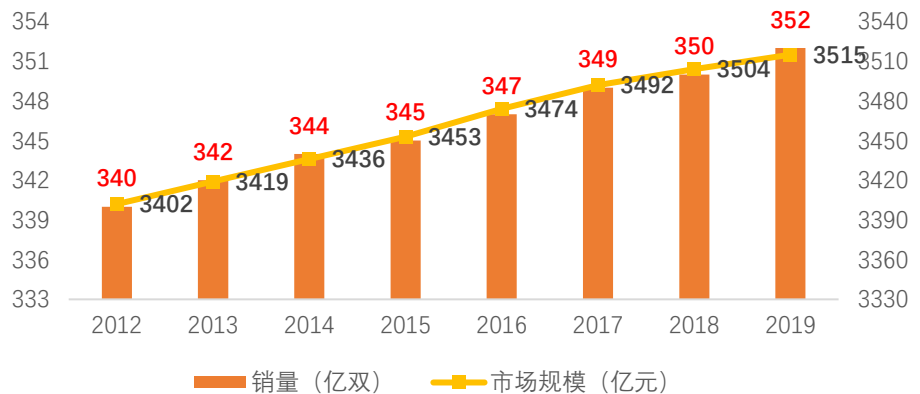
图 16：我国袜业市场产量及新企业成立数量（家）



资料来源：企查查，前瞻产业研究院，天风证券研究所

内销市场总量较大，需求增长稳定。2010-2019 年，我国袜子市场规模呈现逐年增长的态势，增速趋于放缓；2019 年，我国袜子行业市场规模约为 3515 亿元，同比增长 0.3%。国内袜业现阶段仍以低端市场为主，高端袜业行业占比不足 10%，随着产业链的整合完善，高端市场仍有拓展空间。

图 17: 2010-2019 国内袜业市场规模

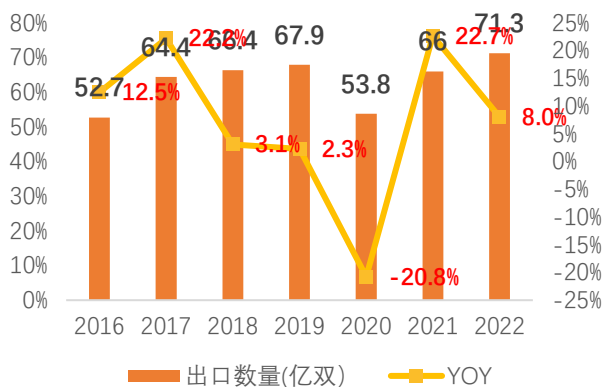


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

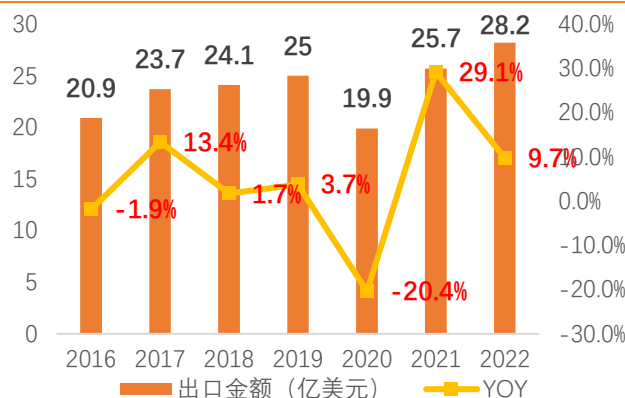
海外市场短期扰动，需求稳步恢复。2014-2018 年期间，我国袜子出口数量始终整体呈上升趋势。2018 年以来，出口数量有所下降。2021 年后，我国袜子出口市场出现明显回升。2022 年，我国棉制其他袜出口量为 71.3 亿双，出口金额为 28.2 亿美元；对比 2020 年新冠疫情开始蔓延、全球产业链供应链面临断裂风险、出口受到较大冲击，我国棉制其他袜出口量为 53.8 亿双，出口金额为 19.9 亿美元，需求端及其增长态势有明显恢复。

图 18: 2016-2022 年我国棉质其他袜出口数量

图 19: 2016-2022 我国棉质其他袜出口金额



资料来源：中国海关，天风证券研究所



资料来源：中国海关，天风证券研究所

未来伴随国内需求回暖、下游客户库存消化以及人们消费观念转变，袜类消费或将逐步回升，其仍将保持旺盛的需求。而袜类消费市场的修复，也将反映传导至其上游产业链的筒子纱线印染，我们认为未来筒子纱线印染市场空间较大。

2.2. 环保政策推动绿色转型，市场集中度逐步提升

环保监管趋严，加速市场出清

传统印染属于高污染、高耗能行业，其发展初期进入门槛低、行业集中度低，造成了中低端产能普遍过剩，环境污染及能耗问题较为严重的局面。鉴于此，近年来，国家愈加重视生态环境保护，印染行业的环保监管进一步趋严，印染企业的运行标准有所收紧；同时，国家也通过产业政策的制定和调控，继续引导和推动印染行业的健康有序发展，注重推进纺织智能制造，提高装备的生产效率、性能功能以及自动化、数字化水平。“十三五”以来，政府已出台多个政策，限制印染行业污染排放，鼓励使用绿色先进技术减少排放、回收利用。

伴随国内印染行业项目建设要求收紧，印染行业逐步开展产业结构调整升级和产业整合，向着节能减排、资源综合利用、淘汰落后产能设备的方向发展，对行业内公司要求逐步提高，市场集中度持续提高。

表 4：印染行业相关政策

时间	政策	关键内容
2022.7	《关于印发工业领域碳达峰实施方案的通知》	纺织行业发展化学纤维智能化高效柔性制备技术，推广低能耗印染装备，应用低温印染、小浴比染色、针织物连续印染等先进工艺。加快推动废旧纺织品循环利用。到 2025 年，差别化高品质绿色纤维产量和比重大幅提升，低温、短流程印染低能耗技术应用比例达 50%，能源循环利用技术占比达 70%。到 2030 年，印染低能耗技术占比达 60%。
2021.12	《印染行业“十四五”发展指导意见》	四大发展目标： 行业增长、科技创新、结构调整、绿色发展； 五大重点任务： 增强自主创新能力，优化产品结构和市场结构，深入推进绿色低碳转型，系统推动智能化发展，优化国内外产业布局； 三大重点工程： 产品品质提升、绿色制造、智能制造； 五大保障措施： 营造良好的营商环境，完善的环境管理政策，强化复合人才配养，充分发挥行业组织的作用，加强宣传引导。
2019.10	《产业结构调整指导目录（2019 版）》	鼓励采用数字化智能化印染技术装备、染整清洁生产装备，鼓励建立智能化纺纱工厂，采用智能化、连续化纺纱成套装备，鼓励采用多种工艺复合、长效整理等新技术；对生产装置设备做出限制与淘汰。
2019.10	《印染行业绿色发展技术指南(2019 版)》	1-4 部分为 绿色先进适用技术 ，主要包括资源能源利用率高、污染排放少、经济效益好、适应我国印染行业发展特点、较为成熟可靠、有技术

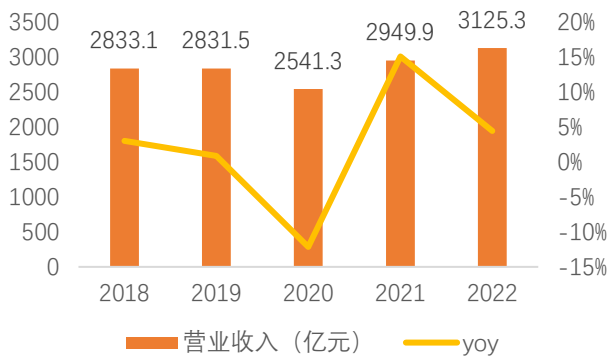
		提供单位且适宜推广应用的技术；第 5 部分为 前沿科技攻关技术 ，主要包括业内广泛关注、有一定基础研究、有较大推广潜力、引领行业绿色发展方向，但在关键领域攻关或推广应用中仍存在重大难题需要解决的技术。
2018.1	《纺织印染建设项目重大变动清单（试行）》	项目规模扩大、建设地点重新选址、生产工艺变化、环保措施变动造成环境不利影响等情况属于 建设项目重大变动 。
2017.9	《印染行业规范条件(2017 版)》《印染企业规范公告管理暂行办法》	提到印染企业要 采用技术先进、节能环保的设备 ；新建或改扩建印染生产线总体水平要达到或接近国际先进水平；鼓励开发生产低消耗、低污染绿色产品，具有知识产权、高附加值的纺织产品。
2016.9	《印染行业“十三五”发展指导意见》	规模增长目标：到 2020 年，规模以上印染企业印染布产量保持“十二五”末水平，印染布出口额年均增长 5%； 节能环保目标：到 2020 年，印染行业万元产值水耗下降 20%。万元产值能耗下降 15% ；科技创新目标：科技创新能力大幅提高，加强企业技术中心建设，企业不断提高研究与开发投入，规模以上企业研究与发展经费支出占主营业务收入比重超过 1%；结构调整目标：提高行业高附加值产品比重。加强市场渠道建设，提高行业自营贸易比重。鼓励企业兼并重组，淘汰环保落后企业。

资料来源：前瞻产业研究院，工业和信息化部，中国印染行业协会，天风证券研究所

受环保政策叠加疫情影响、国际市场变化等多因素综合作用，印染行业整体生产经营承压，利润端增速放缓，行业处在逐步恢复的阶段。根据国家统计局数据，22 年全年，规模以上印染企业实现营业收入 3125.26 亿元，同比增长 4.42%，较 1-11 月回落 1.55 个百分点；利润总额 132.70 亿元，同比降低 16.49%，降幅较 1-11 月扩大 6.83 个百分点，主要系原材料价格大幅上涨叠加内需消费不足导致行业利润空间被挤压。

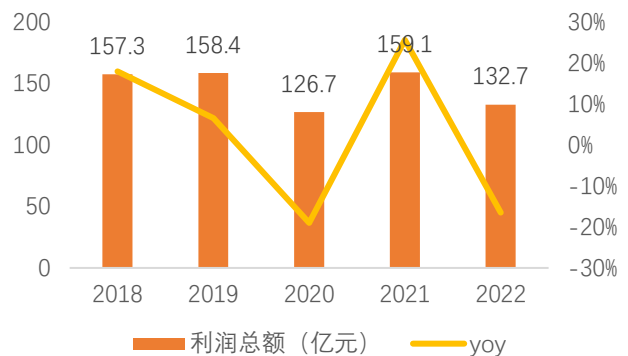
行业亏损面进一步扩大，亏损企业亏损总额大幅上升，1-12 月 1716 家规模以上印染企业亏损户数为 532 户，亏损面 31.00%，较 2021 年同期扩大 12.08 个百分点；亏损企业亏损总额 35.08 亿元，同比大幅增长 89.90%。

图 20：2018-2022 年规模以上企业营业收入



资料来源：中国印染行业协会公众号，国家统计局，天风证券研究所

图 21：2018-2022 年规模以上企业利润总额



资料来源：中国印染行业协会公众号，国家统计局，天风证券研究所

外贸方面，尽管棉制产品出口受制约，总体增长态势延续。根据中国海关统计数据，2022 年全年，我国印染八大类产品出口数量 292.28 亿米，同比增长 5.31%；出口金额 313.46 亿美元，同比增长 9.06%。

市场化竞争充分，集中度逐步提升

公司主要从事色纱的研发、生产和销售，公司在细分行业的主要竞争对手相对分散，凭借着常年深耕市场形成的技术优势和良好的品牌影响力，公司处于相对领先的市场地位。

印染企业的市场化竞争较为充分、行业集中度较低。根据国家统计局数据，2021 年上半年，全国 1550 家规模以上印染企业实现营业收入 1351.20 亿元，同比增长 27.02%。以华纺股份、鲁泰 A、航民股份、凤竹纺织、富春染织、迎丰股份为代表的六家印染行业代表性上市企业，市场份额占比不到 8%。

产业整合加速淘汰，龙头份额有望提升。随着环境监管政策趋于严格，部分中小企业由于设备落后、研发能力不足，无法达到环保标准，逐步被淘汰。同时，终端需求增速放缓导致行业内竞争更加激烈，叠加劳动力成本上升影响，对行业内传统印染企业所依赖的低利润率经营模式造成打击，淘汰率进一步提高，龙头份额有望提升。

区域集中度持续提升，聚集效应明显。近年来，受环保压力、成本上升等因素影响，很多落后产能被淘汰，行业集中化发展趋势明显，区域集中度进一步提升。目前我国印染行业主要集中在华东、华南部分省份分区域，具体分析原因有：1) 政策支持：地方政策产业规划布局，沿海省份优势明显。2) 环境因素：沿海地区水资源丰富，环境承载能力较强。3) 聚集效应：下游家纺、服装产业聚集，产业链配套发达。

政策推动企业技术力，高筑行业壁垒。

印染行业对企业技术水平、管控组织能力、供应链整合能力等都有一定要求。主要体现在：

- 1) **环保壁垒：**印染行业对新建或改建项目在企业布局、工艺与装备、质量与管理、资源消耗、环境保护与资源综合利用、安全生产与社会责任方面设置了较高的准入门槛，部分中、小规模企业盈利能力不强、资金实力弱，无力新建规模化的环保设施、增加环保处理投入及进行清洁生产工艺的研发，企业的发展必然受到限制。
- 2) **技术壁垒：**印染企业需要在技术人才培养、生产工艺研发等方面进行大量的前期投入，才能生产出高质量印染产品，才能不断推陈出新，根据市场需求的变化持续进行产品升级。因此，印染行业对技术的高要求也为进入者设置了较高的壁垒。
- 3) **品牌壁垒：**由于印染行业属于资金密集型和技术密集型产业。企业产品品质提升、新技术的创新与应用、销售服务体系完善、供应链的搭建需要经过长时间的投入与积累。另外，
- 4) **客户资源壁垒：**客户对供应商的产品质量及稳定性要求较高。一般需要经过长时间合作才能形成稳定的合作关系，而一旦建立稳定信任的合作关系后，一般不会轻易变更供应商。因此，印染行业存在一定的品牌和客户资源壁垒。

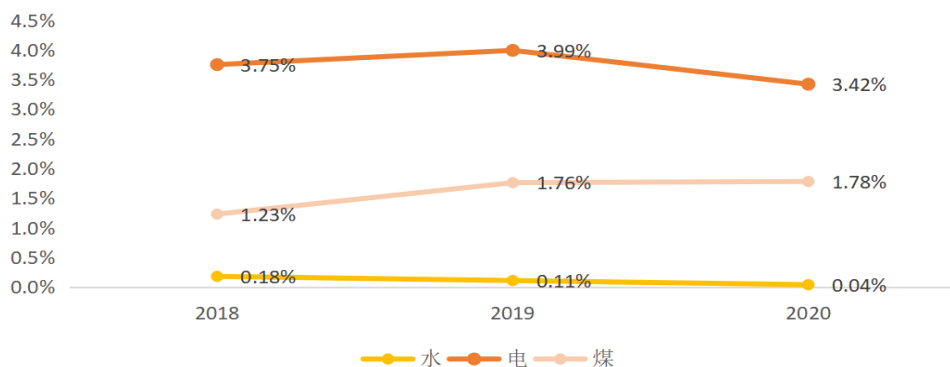
3. 仓储式生产凸显成本优势，研发能力构筑核心壁垒

3.1. 成本端持续改善，棉价上行有望增厚收入

公司使用仓储式生产，有效推动规模生产。技术改造提高生产效率，降低单位能耗。低于同行的能耗叠加用水成本优势，逐渐形成公司独特的成本优势，为公司适度让利新品类客户助力。

能源成本方面，公司生产使用的能源主要有电、水、煤，其采购价格整体波动不大。

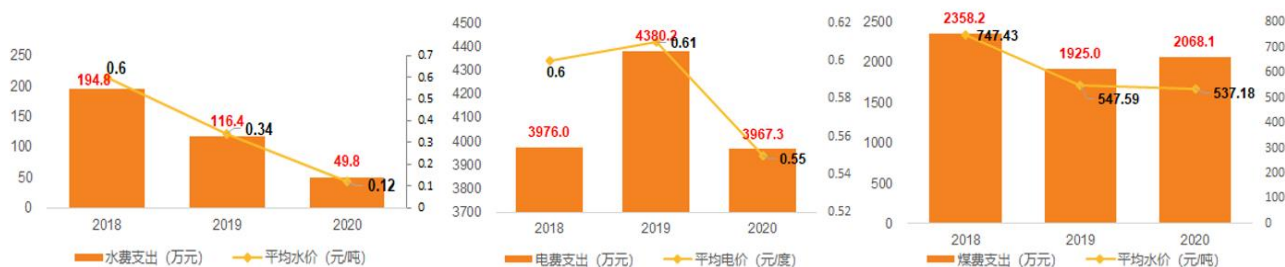
图 22：2018-2020 年水、电、煤占生产成本比例



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

- 1) 水：**公司及子公司湖北富春染织有限公司经主管部门批准，可直接从自然水体进行取水。生产用水以长江水为主，城市市政供水为辅，用水成本远低于同行业，2019 年和 2020 年平均水价下降，大大提高了企业市场竞争力；
- 2) 煤：**公司目前拥有 2 台 50 吨循环流化床锅炉，解决了公司日常生产用气问题。投入使用后，燃烧效率高，对煤的品质要求也不高，保证生产用能的质量和数量，公司采购品质和价格均低于以前年度的煤，使得 2019 年平均煤价有所下降。
- 3) 电：**公司生产用电通过国家电网供应，供应充足。

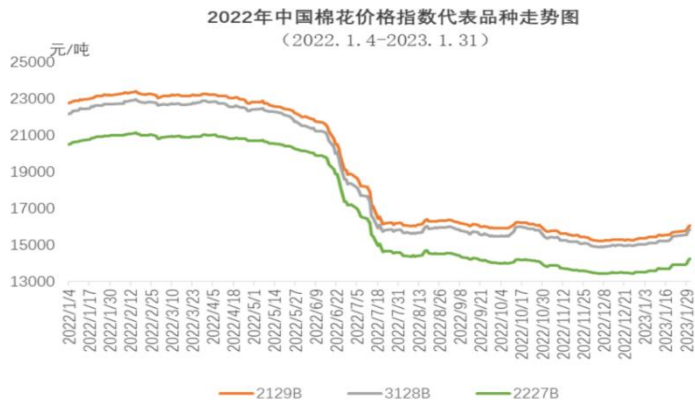
图 23：2018-2020 年水、电、煤支出及价格走势



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2022 年国内疫情散发、需求端走弱、新疆棉制裁等影响，国内棉花价格持续下行，22 年 7 月后跌幅放缓，22 年全年棉花价格从年初的 2.3 万/吨下降到 1.3 万，降幅达 40%以上。23 年春节后伴随纺织行业需求上涨棉价小幅回升，中国棉花价格指数冲高至 15872 元/吨，为近三个月高位，国内棉花企业销售积极性较强。

图 24：中国棉花价格走势



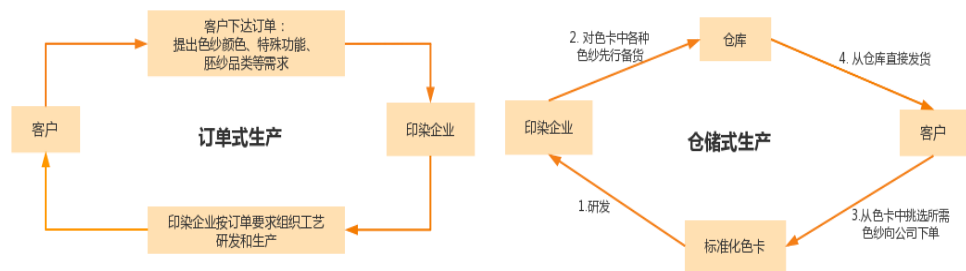
资料来源：中国棉花协会，天风证券研究所

公司生产经营模式为“仓储式生产为主、订单式生产为辅”，需保持一定库存，原材料价格波动对利润端影响较大；公司采用成本加成定价，原材料对成本影响大，从而进一步影响毛利率水平。公司产品主要原材料为胚纱、染料、化学助剂等，材料成本占主营业务成本比例均在 80%以上，其中棉制胚纱成本占比均在 70%以上，公司毛利率与棉花价格有很高相关性，本次棉价增长或将使公司毛利率进一步提升。

3.2. 仓储式生产为主，订单式生产为辅

公司采取“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的业务模式。该模式可基本保证主要客户的随时采购、随时发货，一方面缩短了客户的采购周期，提高了客户的存货和资金周转率，另一方面推动了公司低成本、标准化生产，体现了公司的染整综合实力，提高了公司在业界的知名度，从而实现了客户和公司的双赢，具有明显的竞争优势。

图 25：仓储式生产为主，订单式生产为辅



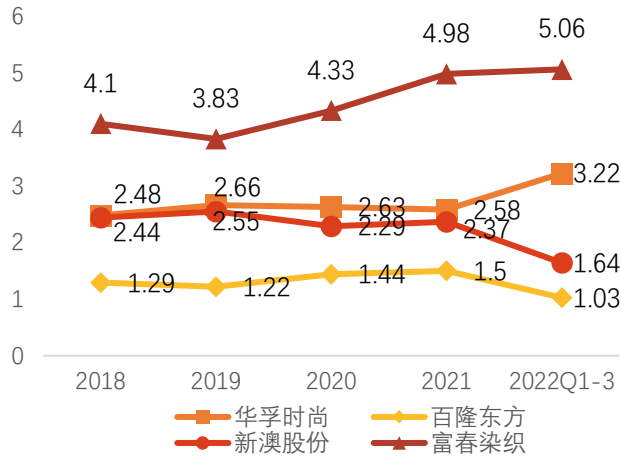
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

客户层面，公司自主开发了富春标准色卡，建立标准色数据库，将原行业内普遍的来样定制模式，转变成仓储式生产模式，引领了客户的消费习惯；客户可以通过色卡直观感受公司产品的色彩和质量，从而快速、准确地作出选择。目前，富春标准色卡数据库已涵盖各色系近千种颜色并持续更新，大多数客户使用色卡的标准色下单。

公司层面，通过标准色卡数据库进行标准化生产，确保了产品质量的稳定，并结合历史订单、市场未来需求等信息进行一定规模的备货，实现满缸生产、批量生产，有效节约了要素资源，降低了生产成本，加快了交货速度。2022 年公司存货周转率为 5.06 次，显

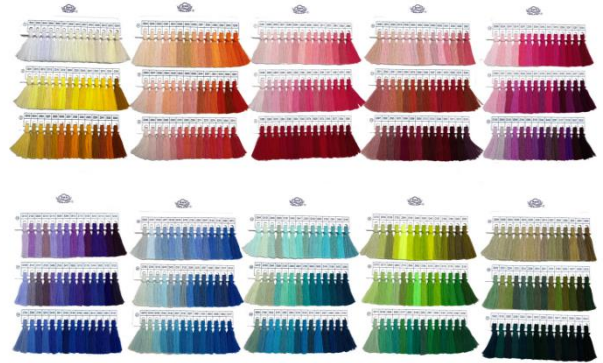
著高于同行业上市公司，我们认为主要系公司领先行业的存货管理制度。

图 26：富春染织与同业存货周转率对比



资料来源：公司招股说明书，WIND，天风证券研究所

图 27：部分“天外天”色卡展示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 自主研发构筑强大竞争力，持续打造特色技术体系

公司拥有行业领先的研发能力：自主研发富春色卡，成为了袜业用纱的行业标准。同时，与诸多高校展开产学研合作，借鉴高校力量，提高自身研发水平，重点在染色技术、节能减排、智能制造等方面形成了一系列具有竞争力的技术成果，有力支撑了公司的快速健康发展，公司拥有自主知识产权的专利 68 项，其中发明专利 31 项；公司先后有 20 项新产品被评为安徽省高新技术产品，两项新产成品被评为安徽省新产品；获安徽省科学技术三等奖 1 项。

图 28：企业部分专利展示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

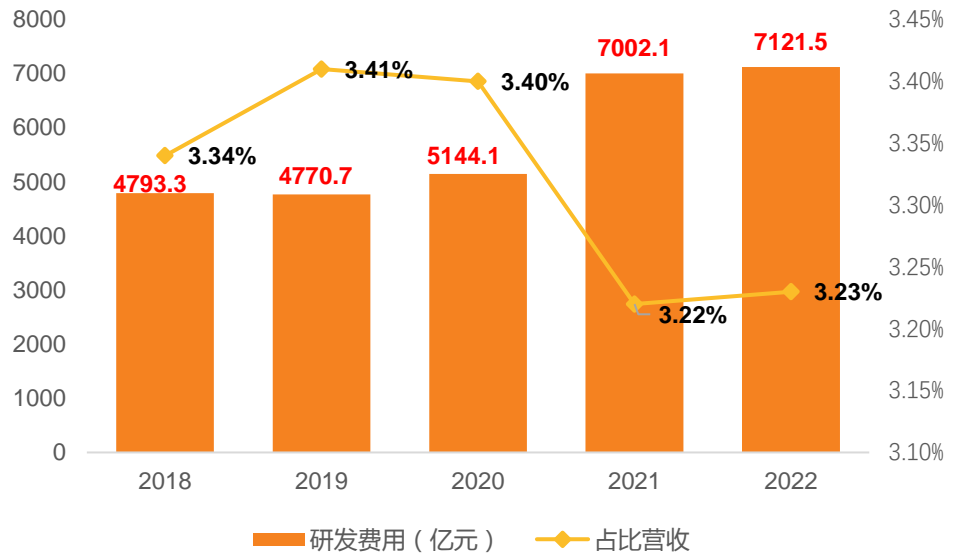
图 29：公司全流程数字化车间



资料来源：公司官网，天风证券研究所

引进国内外先进设备，持续打造特色技术体系：公司研发投入总体呈现增长态势，2022 年全年公司研发费用达 7122 万元，占比 3.23%。公司从意大利、德国、美国、瑞士引进先进设备，通过消化和吸收，构成一套独具特色完整的技术体系。另一方面，公司积极推动智能化产能建设，投资约 20 亿建设智能化精密纺纱生产项目，选购自动化设备与智能化系统，在提高工作效率、降低人工成本、减轻工人劳动强度的同时，提高产品精度和质量的稳定性。

图 30：2018-2021 年公司研发投入

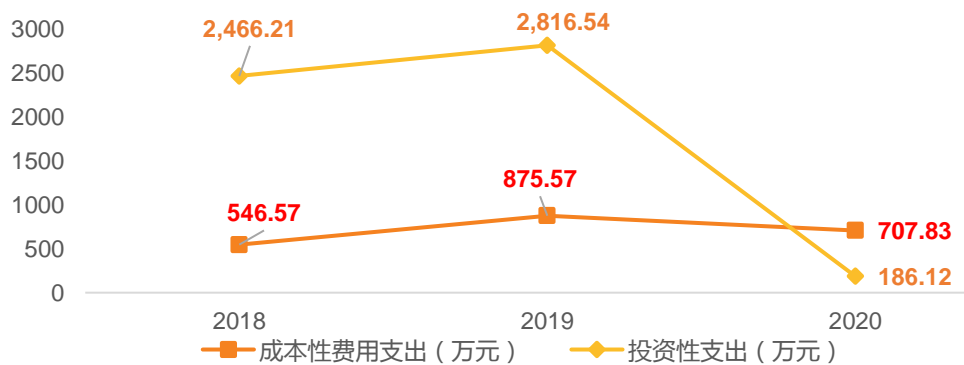


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.4. 环保治理能力强，设备设施高效管理排放

环保监管趋严下，环保管理水平成为衡量企业管理水平的重要标志。公司本着“环保先行”原则，进行高效率、强处理能力的环保场所及设施的购建，提升了生产经营产生的污染物的处理能力，提高环保投资性支出力度，公司在 2018-2019 年产量增长的情况下，主要污染物的排放量均呈整体下降的趋势，因此 2020 年环保支出显著减少。

图 31：公司环保支出效果显著



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司环保治理能力强，并十分注重环境建设与资源节约，设立了环保安全部，同时持续加大技术改造。

1、设备设施

1) 建立高效节能、低耗的生产装置及“三废”处理装置：采用全生物废水处理工艺，废水经生物处理污水设施通过“集水井+调节池+厌氧氧化沟+初沉池+好氧化化沟+二沉池+高效斜板沉淀池”等流程处理达到排放标准后纳管排放到园区污水处理厂集中处理。公司锅炉烟气经 SNCR 脱硝、湿碱法脱硫、布袋除尘等多种工艺进行处理后达标排放，污水站恶臭经碱喷淋、UV 光解等多种工艺进行处理后达标排放，烧毛废气经水喷淋、过滤

器等多种工艺进行处理后达标排放。

图 32：全生物污水处理设施



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2) 信息化管理：公司已建立废水在线监测系统、锅炉烟气在线监测系统，并与环保部门联网，实现污染物排放的信息化管理。

2、技术

公司全域实现雨污分流、清污分流、冷热分流，所有生产车间实行热能交换，并采用清水处理系统进行分质回用处理，将生产过程中的冷却水、冷凝水回收再利用，公司近年来吨纱取水量不断在降低，截止 22H1，公司吨纱用水量和综合能耗，均值低于行业标准 1/3，实现了对资源的充分利用。

4. 盈利预测

关于公司估值及盈利预测我们提出以下假设：公司 2023 年扩产项目陆续投产，到 2023 年底色纱预计年产能 13.2wt，其中芜湖 3wt 项目预计投产 0.6wt，荆州 6wt 项目三个车间分别于 4 月/6 月/9 月投产。新增智能化精密纺纱投产后胚纱新增产能 24 万锭，染色纤维项目预计新增产能 3wt。色纱产能逐步释放，智能化纺纱有望保证供应链安全，有效降本增效，纤维染色预计 23 年中期部分投产，未来产量及销量稳步提升，同时棉价有望稳步向上，不利因素逐步消散。

色纱：我们预计 2023-2025 年收入分别 26.6/30.6/35.2 亿，YOY 分别为 35%/15%/15%。

贸易纱：我们预计 2023-2025 年收入分别 1.6/2.1/2.6 亿，YOY 分别为 0%/25%/25%。

加工费：我们预计 2023-2025 年收入分别为 0.7/0.8/0.9 亿，YOY 分别为 15%/10%/10%。

色纺纱：我们预计 2023-2025 年收入分别为 1.8/4/6 亿，24-25 年 YOY 分别为 122%/50%。

其他收入：我们预计 2023-2025 年收入分别为 0.1/0.1/0.1 亿，YOY 分别为 5%/5%/0%。

表 5：收入拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收（亿元）	21.8	22.1	30.9	37.6	44.7
YOY	43.6%	1.5%	39.9%	21.6%	19.1%
色纱（亿元）	19.5	19.8	26.6	30.6	35.2

YOY	43.3%	1.0%	35.0%	15.0%	15.0%
贸易纱 (亿元)	1.6	1.6	1.6	2.1	2.6
YOY	42.7%	0.7%	0.0%	25.0%	25.0%
加工费 (亿元)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
YOY	52.3%	19.4%	15.0%	10.0%	10.0%
色纺纱 (亿元)			1.8	4	6
YOY				122.2%	50.0%
其他收入 (亿元)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
YOY	80.0%	11.1%	5.0%	5.0%	0.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为纱线染色龙头，具备规模效应，在成本控制方面优势显著，随着扩产项目陆续投产，新品类新客户持续拓展，我们预计公司 23-25 年收入分别为 30.88/37.56/44.73 亿元，归母净利润分别为 2.60/3.36/3.98 亿元，EPS 分别为 2.1/2.7/3.2 元/股。

表 6：可比估值（截止到 2023 年 4 月 14 日）

	2022E	2023E	2024E
航民股份	11.7	10.5	9.4
华孚时尚	17.6	9.2	7.5
台华新材	33.4	18.1	12.8
新澳股份	9.4	9.1	7.6
平均 PE		11.7	9.3

资料来源：wind，天风证券研究所

航民股份、华孚时尚、台华新材、新澳股份均为 wind 一致预期；其中台华新材、新澳股份 2022 年 PE 为实际值。

我们采取相对估值法对公司进行估值分析，选取标的新澳股份、台华新材、华孚时尚和航民股份进行对比分析，在行业 2023 年平均 PE11.7X 的基础上，考虑到近两年产能集中释放带动公司快速成长，公司作为色纺纱龙头具备规模效应，我们认为应当给予一定溢价，所以对富春染织 2023 年估值给予 14XP/E，对应目标价格为 29.4 元人民币/股，市值 36.7 亿元人民币。

5. 风险提示

- 1) 产能释放不及预期风险：**募投项目建成投产需要一定时间，实施过程存在不确定性。
- 2) 原材料价格波动风险：**公司生产所需主要原材料为胚纱、染料、化学助剂等，占营业成本比例较高，若价格出现大幅波动，公司将面临毛利率下降、业绩下滑的风险。
- 3) 行业竞争加剧风险：**我国印染企业市场化竞争较为充分、行业集中度较低，公司竞争对手相对分散，或因竞争优势减弱而导致经营业绩下降。
- 4) 环境保护风险：**公司生产工序中的烧毛、丝光、漂白、染色、皂洗等生产过程会产生废水、废气等污染性排放物，若公司对“三废”的排放处理不当，将对正常生产经营带来不利影响。
- 5) 汇率波动风险：**公司采购部分采用外币结算，若未来汇率发生大幅波动，将会对公司业绩产生一定影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	642.27	881.65	595.00	1,204.75	1,370.42
应收票据及应收账款	26.45	22.24	44.87	40.89	56.13
预付账款	150.04	145.50	89.73	245.18	186.47
存货	418.07	351.56	618.15	675.86	808.42
其他	143.96	345.13	183.40	223.54	231.83
流动资产合计	1,380.79	1,746.08	1,531.16	2,390.21	2,653.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	537.34	515.42	460.87	406.33	351.79
在建工程	46.32	541.21	541.21	541.21	541.21
无形资产	110.77	215.94	213.06	210.18	207.30
其他	37.29	81.61	41.02	49.05	52.23
非流动资产合计	731.73	1,354.17	1,256.16	1,206.77	1,152.52
资产总计	2,112.51	3,100.25	2,787.32	3,596.98	3,805.79
短期借款	70.07	191.42	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	306.69	443.37	385.52	752.42	566.38
其他	67.49	42.48	135.18	202.25	150.80
流动负债合计	444.25	677.27	620.70	1,054.68	817.18
长期借款	27.44	97.01	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	483.61	120.90	151.13	188.91
其他	82.64	45.60	71.04	70.35	67.40
非流动负债合计	110.08	626.21	241.94	271.47	306.31
负债合计	615.18	1,375.80	862.63	1,326.15	1,123.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	124.80	124.80	124.80	124.80	124.80
资本公积	823.66	823.66	823.66	823.66	823.66
留存收益	548.88	686.82	946.51	1,282.74	1,681.00
其他	0.00	89.17	29.72	39.63	52.84
股东权益合计	1,497.33	1,724.45	1,924.69	2,270.83	2,682.30
负债和股东权益总计	2,112.51	3,100.25	2,787.32	3,596.98	3,805.79

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	232.73	162.90	259.69	336.23	398.26
折旧摊销	51.12	57.92	57.42	57.42	57.42
财务费用	2.17	6.18	(9.01)	(15.10)	(23.88)
投资损失	(3.51)	(2.84)	(1.59)	(1.99)	(2.48)
营运资金变动	(257.95)	(268.25)	(78.48)	194.99	(350.20)
其它	40.52	207.43	(35.24)	17.62	(8.81)
经营活动现金流	65.09	163.34	192.79	589.17	70.30
资本支出	148.43	673.05	(25.44)	0.69	2.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(394.77)	(1,321.29)	97.50	(33.94)	17.16
投资活动现金流	(246.33)	(648.24)	72.06	(33.25)	20.10
债权融资	77.60	687.28	(492.05)	43.91	62.06
股权融资	458.69	89.17	(59.45)	9.91	13.21
其他	(8.20)	(71.06)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	528.09	705.39	(551.50)	53.82	75.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	346.84	220.50	(286.65)	609.74	165.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,175.09	2,207.59	3,088.42	3,755.52	4,472.82
营业成本	1,771.90	1,947.28	2,563.39	3,162.15	3,748.22
营业税金及附加	9.94	10.37	16.64	19.49	22.19
销售费用	10.88	11.72	23.58	30.04	38.02
管理费用	46.67	43.20	67.55	79.87	94.11
研发费用	70.02	71.22	102.33	123.50	145.89
财务费用	(6.68)	(10.24)	(9.01)	(15.10)	(23.88)
资产/信用减值损失	(11.96)	(1.71)	(4.86)	(5.50)	(6.01)
公允价值变动收益	0.07	0.20	(35.24)	17.62	(8.81)
投资净收益	3.51	2.84	1.59	1.99	2.48
其他	13.40	(6.44)	0.00	0.00	0.00
营业利润	267.35	139.14	285.43	369.67	435.92
营业外收入	1.07	52.26	15.26	18.56	21.79
营业外支出	0.02	9.60	4.50	4.62	4.69
利润总额	268.40	181.81	296.19	383.61	453.03
所得税	35.67	18.91	36.50	47.38	54.77
净利润	232.73	162.90	259.69	336.23	398.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	232.73	162.90	259.69	336.23	398.26
每股收益(元)	1.86	1.31	2.08	2.69	3.19

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	43.57%	1.49%	39.90%	21.60%	19.10%
营业利润	106.38%	-47.95%	105.13%	29.51%	17.92%
归属于母公司净利润	105.39%	-30.01%	59.42%	29.47%	18.45%
获利能力					
毛利率	18.54%	11.79%	17.00%	15.80%	16.20%
净利率	10.70%	7.38%	8.41%	8.95%	8.90%
ROE	15.54%	9.45%	13.49%	14.81%	14.85%
ROIC	44.68%	13.56%	17.29%	21.24%	30.11%
偿债能力					
资产负债率	29.12%	44.38%	30.95%	36.87%	29.52%
净负债率	-36.35%	-6.19%	-16.68%	-39.72%	-38.38%
流动比率	2.73	2.33	2.47	2.27	3.25
速动比率	1.91	1.86	1.47	1.63	2.26
营运能力					
应收账款周转率	99.31	90.68	92.03	87.58	92.21
存货周转率	6.12	5.74	6.37	5.80	6.03
总资产周转率	1.28	0.85	1.05	1.18	1.21
每股指标(元)					
每股收益	1.86	1.31	2.08	2.69	3.19
每股经营现金流	0.52	1.31	1.54	4.72	0.56
每股净资产	12.00	13.82	15.42	18.20	21.49
估值比率					
市盈率	10.45	14.92	9.36	7.23	6.10
市净率	1.62	1.41	1.26	1.07	0.91
EV/EBITDA	6.24	7.67	5.74	3.23	2.58
EV/EBIT	7.15	9.88	6.89	3.73	2.93

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com