

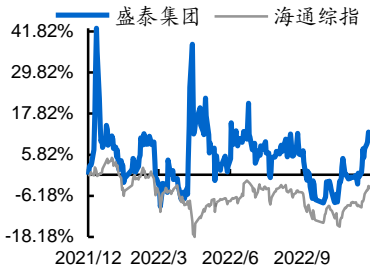
投资评级 **优于大市** 首次覆盖

智造研发助力成长，稳抓中高端优质客户

股票数据

12月12日收盘价(元)	11.82
52周股价波动(元)	9.98-17.58
总股本/流通A股(百万股)	556/297
总市值/流通市值(百万元)	6567/3514

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.0	14.5	0.6
相对涨幅(%)	3.6	10.1	4.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 盛开

Tel: (021)23154510

Email: sk11787@haitong.com

证书: S0850519100002

分析师: 梁希

Tel: (021)23219407

Email: lx11040@haitong.com

证书: S0850516070002

联系人: 王天璐

Tel: (021)23219405

Email: wt114693@haitong.com

投资要点:

- 收入稳步提升，疫情后盈利水平显著改善。**2017-2021年公司收入CAGR为2.8%，归母净利润CAGR达24.4%。2017-2021年公司毛利率下降2.7pct，净利率提升3.0pct，销售费用率和管理费用率分别累计下降了1.76pct和1.18pct。随着海外疫情恢复，盈利水平逐步恢复，2022年前三季度收入同比增长21.2%，毛利率同比增长3.25pct至19.7%，归母净利润同比增长33.8%至3.1亿元，其中Q3单季度归母净利润同比增长97.1%。
- 高端智造，注重研发，稳抓中高端优质客户。**公司主营业务有针织成衣、梭织成衣、针织面料、梭织面料、纱线，2017-2021年收入CAGR分别为22.4%、-11.5%、31.9%、-2.4%、-4.6%，22H1收入占比44%、35.8%、7.3%、8.1%、4.8%。持续推进生产智能化，2018年获FILA快速反应奖。重视面料研发和工艺创新，截至21Q1共拥有66项境内已授权专利，领先的研发能力助力公司切入知名品牌供应链。公司大客户资源丰富，拉夫劳伦、优衣库、Devanlay S.A.、斐乐体育为主要合作伙伴，2021年前五客户贡献收入的52.9%，公司布局头部国产运动品牌，与李宁合资成立广西宁泰服装有限公司。
- 产能布局海内外，积极扩产，有望迎来新一轮产能释放。**公司产能分布于中国、越南、柬埔寨、斯里兰卡以及罗马尼亚，招股书募投产项目预计将贡献年收入17亿元。2019年公司产销率及产能利用率均趋于饱和，我们认为，疫情后随着公司重点客户业绩回暖，产能利用率将逐步恢复至疫情前水平，未来随着扩产项目落地，公司有望迎来新一轮产能释放。
- 服装产业高端需求增长，行业门槛提升利好优质制造。**2019年起我国纺服出口额持续增长，2018-2021年CAGR达9.3%。服装产业高端需求增长，全球服装市场集中度提升，2012-2021年CR10从9.3%上升至11.3%，同时国际大牌对供应商的智造与环保要求有所提升。中国运动服市场规模近年快速增长，据欧睿数据，预计2022-2026 CAGR达11.8%，发展趋势向好。我们看好公司高端智造定位及大客户资源，判断行业整体趋势利好优质制造。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司2022-2024年营业总收入为62.75、71.65、82.16亿元，归母净利润4.27、5.19、6.21亿元，同比增长46.6%、21.4%、19.8%；对应EPS 0.77、0.93、1.12元/股，对应PE分别为14.1X、11.6X、9.7X，给予2022年市盈率估值18-20X，对应合理价值区间13.86-15.40元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格上涨，新冠疫情反复，投资项目进度不及预期，海外经营风险，市场偏好变化。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	4702	5157	6275	7165	8216
(+/-)YoY(%)	-15.6%	9.7%	21.7%	14.2%	14.7%
净利润(百万元)	293	291	427	519	621
(+/-)YoY(%)	9.0%	-0.6%	46.6%	21.4%	19.8%
全面摊薄EPS(元)	0.53	0.52	0.77	0.93	1.12
毛利率(%)	20.0%	15.9%	19.3%	19.6%	19.7%
净资产收益率(%)	20.5%	14.2%	17.7%	17.7%	17.5%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：面料成衣一体化制造集团，收入稳步提升.....	6
1.1 历史沿革：持续扩张海内外业务，完成全产业链布局.....	6
1.2 公司治理：大股东结构稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3 财务分析：收入稳步提升，2022 年前三季度盈利水平改善.....	7
2. 业务分析：高端制造扩产提效，核心客户黏性较强.....	9
2.1 产品：面料成衣全产业链高端制造，研发能力领先.....	9
2.2 管理：持续推进生产智能化改造，订单反应速度快.....	10
2.3 客户：稳抓国际中高端优质客户，深入合作国内头部运动品牌.....	11
2.4 产能：布局国内及东南亚多个国家，有望迎来新一轮产能释放.....	13
3. 行业格局：纺服出口额呈增长趋势，行业门槛提升利好优质制造.....	14
4. 盈利预测与估值.....	16
5. 风险提示.....	18
财务报表分析和预测.....	19

图目录

图 1	公司历史沿革	6
图 2	公司股权结构（截至 2022 年三季度）	7
图 3	2017-22 9M 公司收入情况	8
图 4	2017-22 9M 公司归母净利润情况	8
图 5	2017-22H1 同行业公司净利率对比（%）	8
图 6	2017-22H1 同行业公司毛利率对比（%）	8
图 7	2017-22 9M 公司各项费用率情况	8
图 8	2017-22 9M 公司毛利率及净利率情况	8
图 9	2017-22H1 公司存货及应收账款情况	9
图 10	2017-22H1 公司经营性现金流情况	9
图 11	22H1 同行业公司费用率对比	9
图 12	22H1 同行业公司营运指标及现金流增速对比	9
图 13	2017-2022H1 公司各产品销售收入（百万元）	10
图 14	2017-2022H1 公司各产品毛利率（%）	10
图 15	智能制造系统	11
图 16	公司员工数量及人均创收	11
图 17	公司前五大客户销售额	12
图 18	公司前五大客户销售额占比	12
图 19	针织成衣前五大客户销售额（百万元）	12
图 20	梭织成衣前五大客户销售额（百万元）	12
图 21	针织面料前五大客户销售额（百万元）	12
图 22	梭织面料前五大客户销售额（百万元）	12
图 23	迅销集团历年收入情况	13
图 24	安踏旗下 FILA 近四年收入情况	13
图 25	2017-2021 年公司各地区收入情况（百万元）	13
图 26	公司境内境外收入占比趋于平衡	13
图 27	公司主要产品产能利用率	14
图 28	公司主要产品产销率	14
图 29	2017-2021 年我国纺织品服装出口额	15
图 30	2021 及 2022 年 1-10 月纺织品服装出口额	15

图 31	我国服装产业经营模式转型	15
图 32	2012-2021 年全球服装市场前十大公司市占率	15
图 33	2021 年全球服装市场市占率前十公司	15
图 34	中国运动服市场规模	16
图 35	优衣库历年供应商数量及分级（个）	16

表目录

表 1	公司董事、监事和高级管理人员信息.....	7
表 2	公司主要产品类别及代表产品	10
表 3	公司募投扩产项目概况	14
表 4	分项盈利预测表	17
表 5	可比公司估值表	18

1. 公司概况：面料成衣一体化制造集团，收入稳步提升

盛泰集团是一家具备核心生产技术的主要服务于国内外中高端品牌的纺织服装行业跨国公司，公司全面覆盖纺纱、面料、染整、印绣花和成衣裁剪与缝纫五大工序，产能分布于中国、越南、柬埔寨、斯里兰卡以及罗马尼亚，是纺织服装行业中集研发、设计、生产、销售、服务于一体的多品种、全产业链跨国企业。

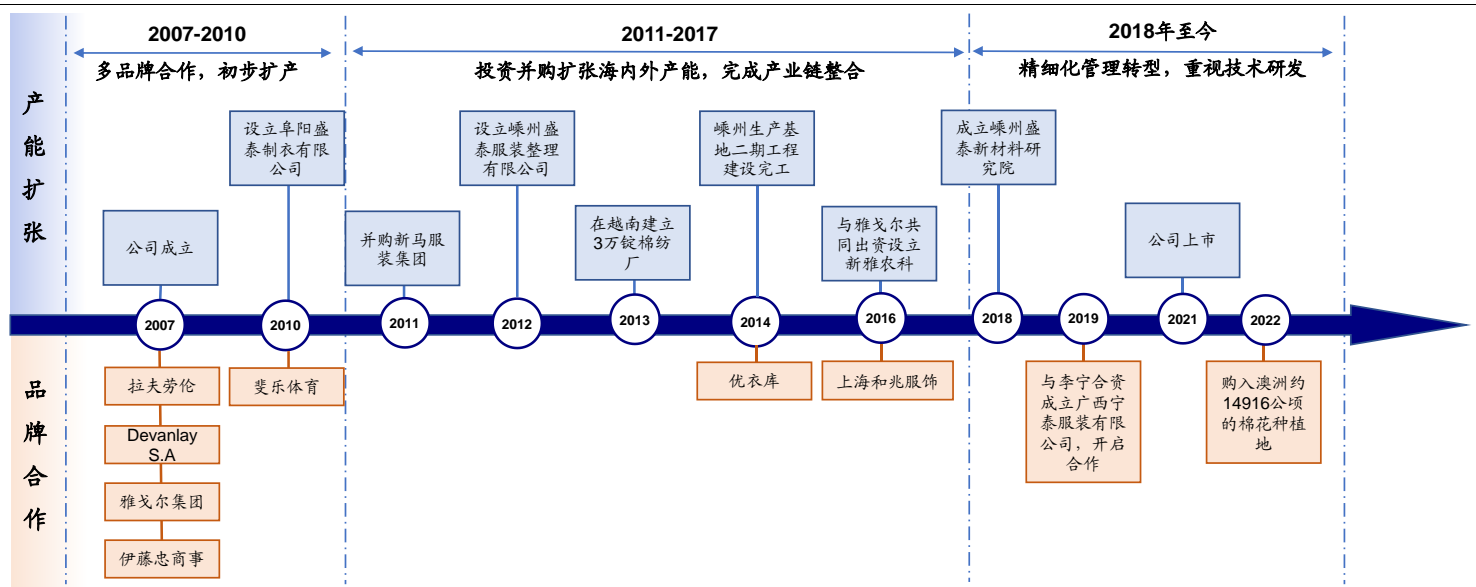
1.1 历史沿革：持续扩张海内外业务，完成全产业链布局

2007-2010：多品牌合作，初步扩产。2007年，雅戈尔集团、日清纺、伊藤忠商事、邹氏国际、凯活亚洲及宁波盛泰共同出资成立了公司前身嵊州雅戈尔色织科技有限公司，同年与拉夫劳伦、Devanlay S.A、雅戈尔集团、伊藤忠商事开始合作，2010年公司设立阜阳盛泰制衣有限公司，同年与斐乐体育开始合作。

2011-2017：投资并购扩张海内外产能，完成产业链整合。2011年以不低于8000万美元的价格并购雅戈尔旗下的香港新马服装集团，2012年设立嵊州盛泰服装整理有限公司。2013年，公司在越南建立了3万锭棉纺厂。2014年，公司在越南建立了第一家年产4500万米高档色织面料及4000吨高端针织面料的工厂，同年在嵊州完成生产基地二期工程建设，并开启了与重点客户优衣库的合作。2016年公司同雅戈尔集团共同出资设立新雅农科，同年开启了与上海和兆服饰的合作。

2018年至今：精细化管理转型，重视技术研发。2018年，公司出资成立嵊州盛泰新材料研究院，主要负责新材料技术研发。2019年公司同李宁成立合资公司，开启深度合作。公司不断引进先进的生产设备，并开发了相关配套的系统，2021年已在国内全面投建SPS智能生产系统，海外生产基地的SPS智能生产系统也陆续开始建设并已经部分投产。2022年12月，公司发布公告，拟以1.21亿澳元购入澳洲卡拉托尔农场14916公顷的棉花种植地。

图1 公司历史沿革



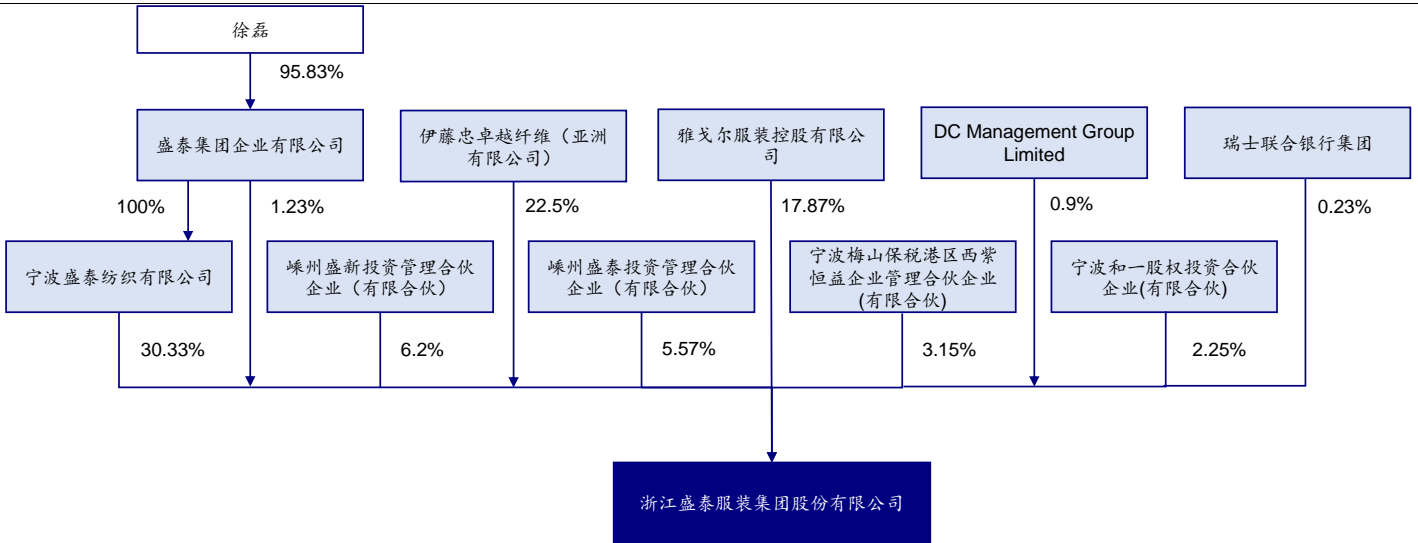
资料来源：公司招股说明书，公司公告，雅戈尔集团公告，爱企查，环球纺织公众号，西工程大职业发展公众号，海通证券研究所

1.2 公司治理：大股东结构稳定，管理层经验丰富

宁波盛泰控股，持股10%以上股东结构稳定。截至2022年三季报，公司控股股东宁波盛泰持股30.33%，第二、第三大股东分别为伊藤忠亚洲及雅戈尔服装，二者分别

为伊藤忠商事及雅戈尔集团的全资子公司，持股 22.5%和 17.87%。宁波盛泰、伊藤忠及雅戈尔在 2007 年公司成立时即为前三大出资人，并始终为前三大持股人，持有份额 10%以上。管理层方面，公司董事及高管多数具备雅戈尔集团或溢达集团的生产管理经验，管理经验较为丰富。

图2 公司股权结构 (截至 2022 年三季报)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 公司董事、监事和高级管理人员信息

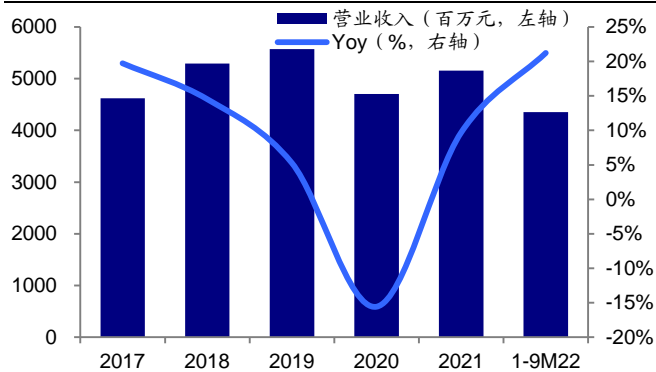
姓名	年龄	职位	履历
徐磊	54 岁	董事长	历任广东溢达纺织有限公司总经理，香港溢达集团执行董事，雅戈尔集团董事，宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司董事。2004 年至今任宁波盛泰董事长，2007 年至今任盛泰集团 (原盛泰色织) 董事长，2014 年至今任香港盛泰董事长。
丁开政	56 岁	董事、总经理	历任广东溢达纺织印染有限公司设备部经理，宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司副总经理，盛泰色织和盛泰针织董事；现任盛泰集团董事、总经理，宁波盛泰监事。
钟瑞权	57 岁	董事	历任香港溢达集团毛里求斯工厂生产经理、J.Crew 集团远东区品质及采购总监、香港溢达集团中国区成衣制造部总监、恒富控股有限公司中国区产生副总裁、盛泰色织生产高级副总裁、营销副总裁，盛泰针织董事总经理；现任盛泰集团董事。
龙兵初	53 岁	董事	历任新疆煤炭科学研究所助理工程师，广东溢达纺织有限公司佛山高明西安分厂厂长，宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司针织业务总经理，盛泰针织总经理；现任盛泰集团董事，盛泰针织执行董事兼总经理。
刘向荣	51 岁	董事	中历任广东溢达纺织有限公司经理，宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司针织业务副总经理，湖南新马总经理；现任盛泰集团董事、针织成衣业务总经理。
徐颖	50 岁	董事	历任荷兰皇家飞利浦公司项目经理、新马服装运营部副总经理；现任盛泰集团董事、行政总裁。
张达	47 岁	监事会主席	历任广东溢达纺织有限公司经理会计部主管，宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司人力资源部经理，宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司人力财务部经理，盛泰进出口财务长；现任盛泰集团采购总监。
沈萍	49 岁	监事	历任广东溢达纺织有限公司职员、宁波雅戈尔日中纺织印染有限公司仓库副经理；现任盛泰集团行政经理、人事经理。

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

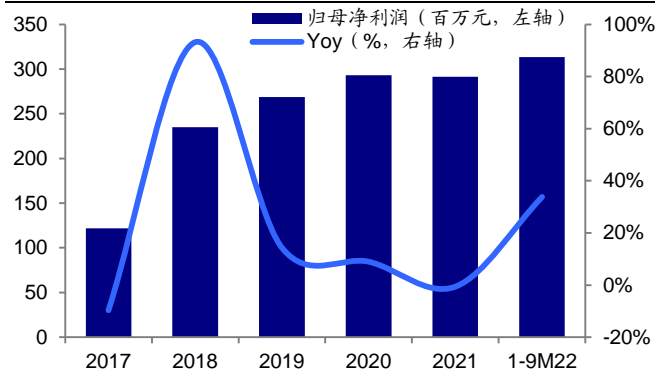
1.3 财务分析: 收入稳步提升, 2022 年前三季度盈利水平改善

公司收入稳步提升, 2017-2021 年收入 CAGR 为 2.8%, 同期中洲国际、晶苑国际、鲁泰 A 收入 CAGR 分别为 7.2%、1.9%、-4.9%。疫情后公司业绩回升, 2021 年收入同比增长 9.7%。盈利水平方面, 2017-2021 年, 公司归母净利润 CAGR 达 24.4%, 同期中洲国际、晶苑国际、鲁泰 A 归母净利润 CAGR 分别为 -2.7%、2.4%、-19.8%, 对比同业, 公司归母净利润增长显著。2017-2021 年, 公司毛利率下降 2.7pct, 同期中洲国

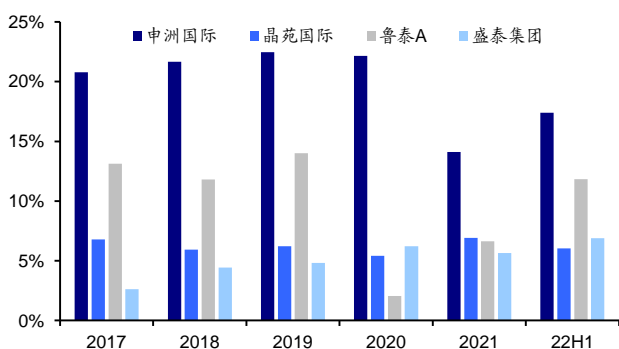
际、晶苑国际、鲁泰 A 毛利率分别变动-7pct、-1pct、-9.4pct；净利率提升 3.0pct，同期中洲国际、晶苑国际、鲁泰 A 净利率分别变动-6.7pct、0.1pct、-6.5pct。2021 年受原材料涨价及高额运费影响，公司利润端承压，2022 年 1-9 月，随着海外市场疫情恢复，订单较为充足，诸多不利因素消退下公司盈利水平逐步恢复，收入同比增长 21.2%，毛利率同比增长 3.25pct 至 19.7%，归母净利润同比增长 33.8% 至 3.1 亿元，其中 Q3 单季度归母净利润同比增长 97.1%。

图3 2017-22 9M 公司收入情况


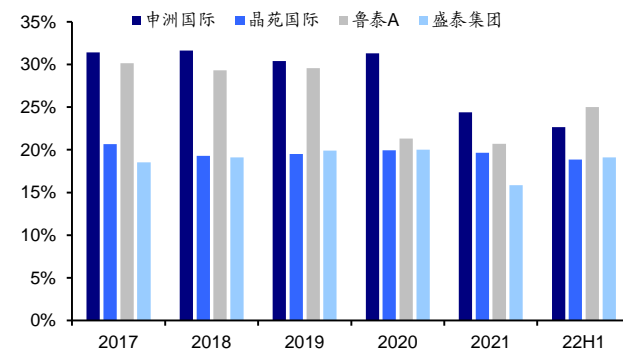
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 2017-22 9M 公司归母净利润情况


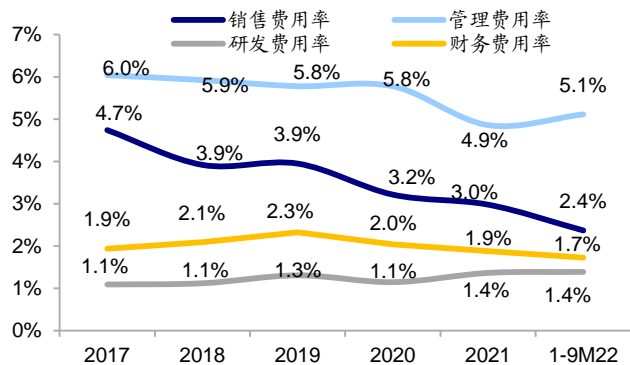
资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 2017-22H1 同行业公司净利率对比 (%)


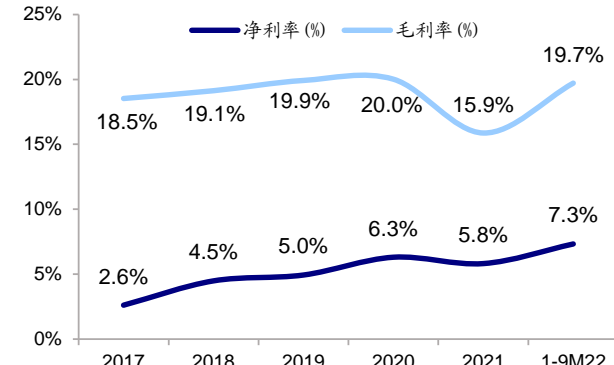
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 2017-22H1 同行业公司毛利率对比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 2017-22 9M 公司各项费用率情况


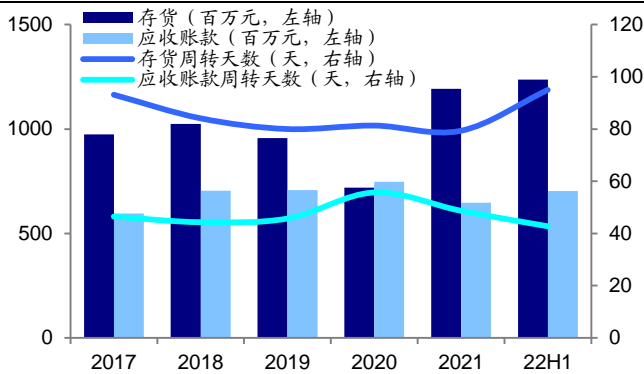
资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 2017-22 9M 公司毛利率及净利率情况


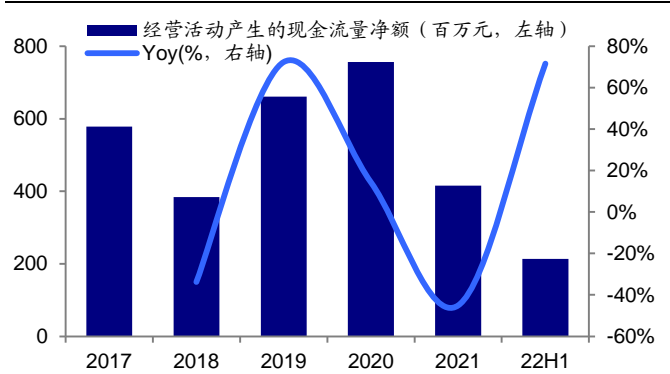
资料来源：Wind，海通证券研究所

费用方面，2017-2021 年销售费用率和管理费用率呈下降趋势，分别累计下降了 1.76pct 和 1.18pct，22H1 公司管理费用率 4.7% 处同业较低水平。营运能力方面，2017-2020 年公司应收账款周转天数由 46 天上升至 56 天，2021 年下降至 49 天，基本

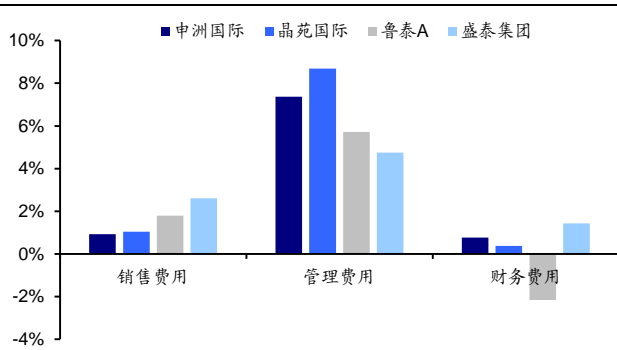
保持平稳；存货周转天数整体呈下降趋势，由 2017 年的 93 天下降至 2021 年的 79 天，2021 年存货增长 66% 主要为原材料备货，经营性现金流下降主因备货导致存货增加、物流费用和原材料价格上涨、部分供应商结算模式改变所致。22H1 公司经营性现金流同比增长 71.6%，处同业较高水平；上半年存货周转天数 96 天，处同业较低水平。

图9 2017-22H1 公司存货及应收账款情况


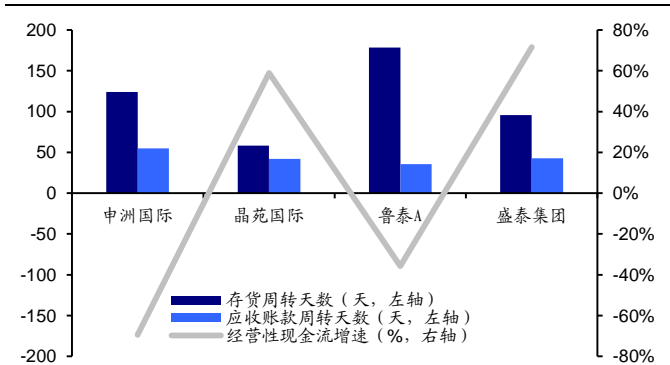
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 2017-22H1 公司经营性现金流情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 22H1 同业公司费用率对比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 22H1 同业公司营运指标及现金流增速对比


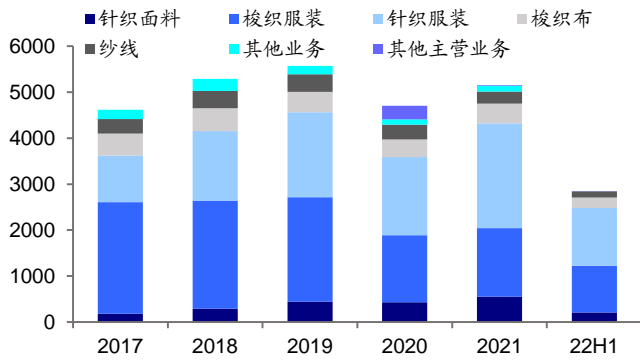
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 业务分析: 高端制造扩产提效, 核心客户黏性较强

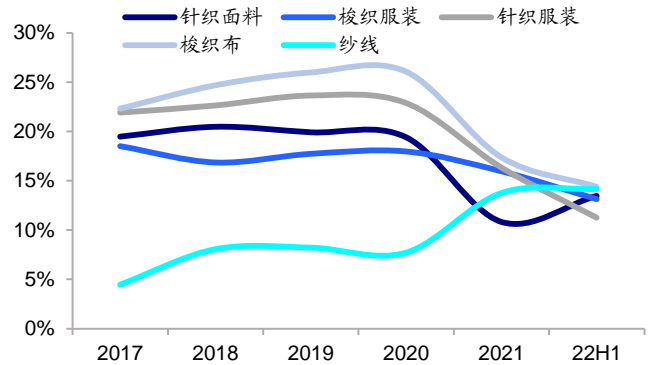
2.1 产品: 面料成衣全产业链高端制造, 研发能力领先

面料成衣全产业链生产。公司主要产品为面料和成衣，其中尤以中高端面料生产为公司一大竞争优势。公司生产面料分为梭织（机织）和针织两种。公司所生产的面料，一部分直接外销，一部分作为成衣的原材料，公司成衣业务面料主要从内部工厂采购，形成垂直供应链。

毛利率较高的针织成衣业务快速增长。公司主营业务收入以成衣为主，2022 年上半年成衣收入占总收入的 80%，其中毛利率较高的针织成衣业务持续增长，收入占比由 2017 年的 22% 上升至 2022 年上半年的 44%，成为占比第一的业务，梭织成衣占比则由 52.5% 下降至 35.76% 针织面料占比由 3.9% 上升至 7.3%，梭织面料占比由 10.2% 下降至 8.1%，纱线占比由 6.8% 下降至 4.8%。2017-2021 年针织成衣/梭织成衣/针织面料/梭织面料/纱线收入 CAGR 分别为 22.4%/ -11.5%/32%/ -2.4%/ -4.6%。毛利率上，2017-2020 年，针织成衣毛利率高于梭织成衣，2021 年原材料、人工及运输成本增长，二者毛利率均出现不同程度的下降，其中针织成衣运输成本增长 576.1%，原材料成本增长 30.2%，毛利率降幅较大。

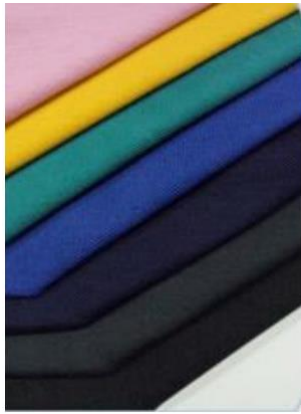
图13 2017-2022H1 公司各产品销售收入 (百万元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 2017-2022H1 公司各产品毛利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

具备多项核心专利技术, 面料开发能力强。公司自成立以来, 一直重视面料研发和生产工艺创新, 2018年, 公司出资成立嵊州盛泰新材料研究院, 专门从事新材料技术研发。截至2021年3月31日, 公司及其子公司共拥有66项境内已授权专利。公司生产的面料在抗皱、透气、保暖、轻薄等特性上具有一定的优势。

表2 公司主要产品类别及代表产品


针织面料



梭织面料



针织成衣



梭织成衣

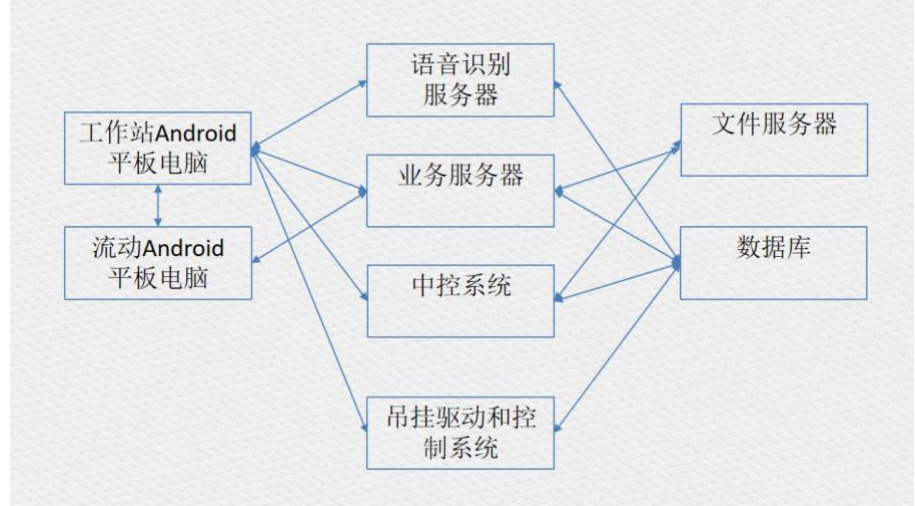
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

领先的研发能力助力公司切入知名品牌供应链。公司的成衣业务均为品牌服装企业的成衣代工。基于公司的纺织工艺技术优势及卓越的面料产品研发能力, 公司在国际成衣市场具有较高知名度, 所覆盖的客户包含各大国际知名服装品牌。

2.2 管理: 持续推进生产智能化改造, 订单反应速度快

投产智能生产系统, 持续推进生产智能化改造。公司不断引进先进的生产设备, 并开发了相关配套的系统用于取代不必要的人力劳动, 进一步降本增效。据公司招股说明书, 公司预计智能制造系统建设项目投入4906.9万元, 项目分为两个部分: 1) 智能制造系统机房建设及软件平台搭建。2) 生产车间流水线智能化设备部件的添加及系统原始数据的采集。项目拟新增各类智能化设备及软件系统共53579台(套), 其中智能化硬件设备53568台(套), 系统及应用软件11套。据公司2021年年报, 2021年公司已在国内全面投产SPS智能生产系统, 海外生产基地的SPS智能生产系统也陆续开始建设并已经部分投产。

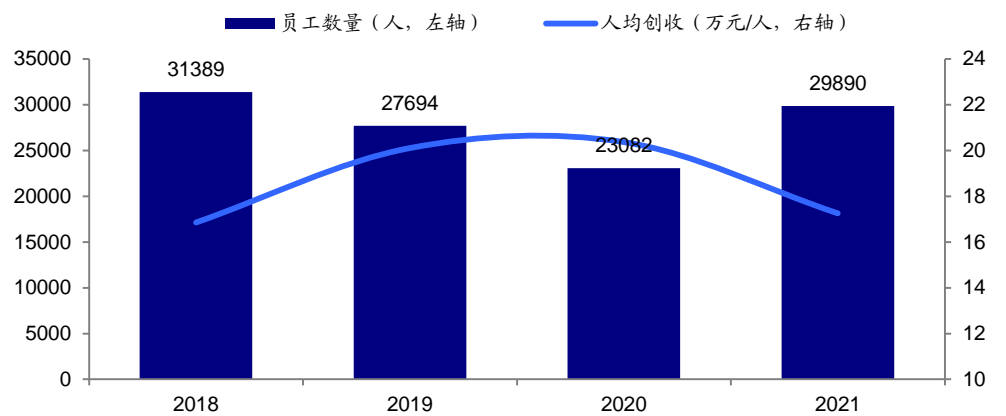
图15 智能制造系统



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

生产提效，订单反应速度快获大客户青睐。2018年公司获FILA品牌年度卓越供应商奖及快速反应奖，2021年公司因全年准时交货率达到100%荣获李宁唯一一项“年度电商支持奖”。我们认为，后疫情时代各大品牌的采购模式发生转变，提升了对供应商订单反应能力的要求，公司不断提升智能化精细化管理水平，有利于深化与头部品牌间的合作关系。2018-2021年员工人均创收由16.9万元提升至17.3万元，其中2020年公司为应对疫情影响提升生产效率，缩减斯里兰卡及越南子公司的人员规模，通过产线自动化改造减少了对一线员工的使用需求，致使2020年员工人数同比减少了16.7%。

图16 公司员工数量及人均创收

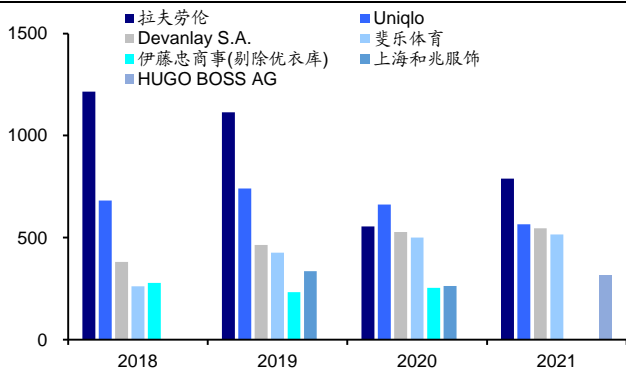


资料来源：公司招股说明书，公司2021年年报，海通证券研究所

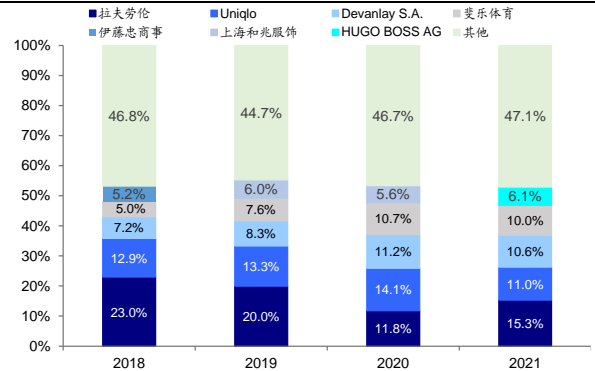
2.3 客户：稳抓国际中高端优质客户，深入合作国内头部运动品牌

深入合作国际中高端品牌，布局国内头部运动品牌。2018-2021年，公司主要客户构成较为稳定，其中拉夫劳伦、优衣库、Devanlay S.A.、斐乐体育一直是核心组成部分，2021年分别贡献了收入的15.3%、11%、10.6%和10%，HUGO BOSS占比6.1%位列第五。公司与主要客户合作关系较为深厚，与部分主要客户形成了互相依赖的深度合作格局。其中，公司是Lacoste品牌2018年度最佳供应商；是FILA在针织面料方面的唯一白金供应商；作为安踏的主要供应商，2021年度荣获特别贡献度奖；公司与拉夫劳伦品牌合作已达数十年，系拉夫劳伦品牌的战略供应商；公司与优衣库品牌的合作规模较大并直接对公司近年来经营业绩产生的显著的正向促进。除了与国际公司密切合作，公司在国内龙头品牌也有所布局。2019年，公司与李宁合资成立广西宁泰服装有限公司，由李宁持股55%控股，公司通过子公司湖南新马持股45%。公司主要向广

西宁泰服装有限公司销售针织面料，由于公司在中高端针织面料研发和生产方面具有竞争优势，公司与李宁的合作关系的不断深化。

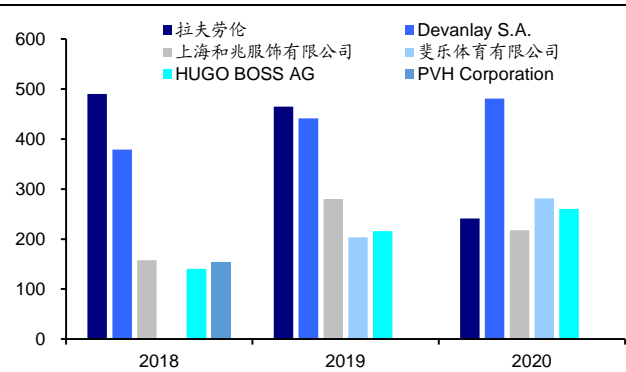
图17 公司前五大客户销售额


资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年年报，海通证券研究所

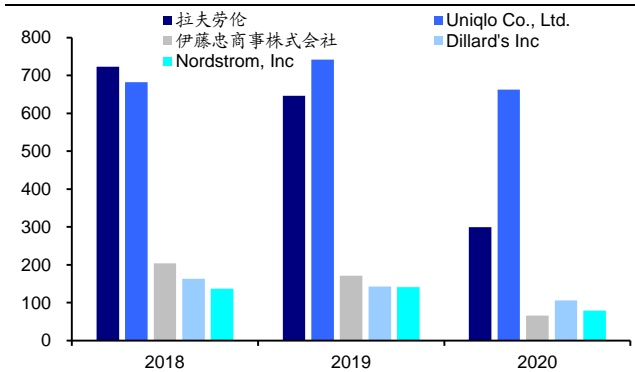
图18 公司前五大客户销售额占比


资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年年报，海通证券研究所

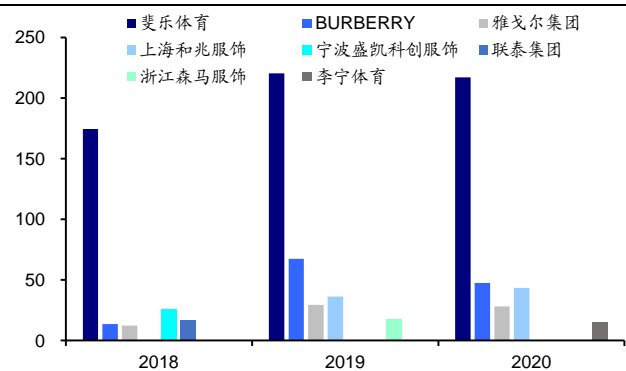
分产品：成衣大客户稳定，面料客户集中度较高。2018-2020年，公司成衣前五大客户较为稳定，其中 Devanlay S.A.在针织成衣中占比较高，优衣库在梭织成衣中占比较高，拉夫劳伦在两类成衣中均占比领先，2020年占比有所下降。公司面料类客户群集中度较高，2020年雅戈尔在梭织面料中占比 34.2%，FILA 在针织面料中占比 50.5%，同时公司也是 FILA 针织面料的唯一白金供应商，二者合作关系紧密。

图19 针织成衣前五大客户销售额 (百万元)


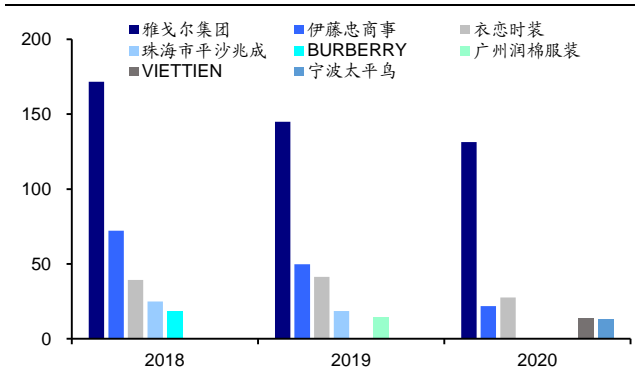
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图20 梭织成衣前五大客户销售额 (百万元)


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图21 针织面料前五大客户销售额 (百万元)


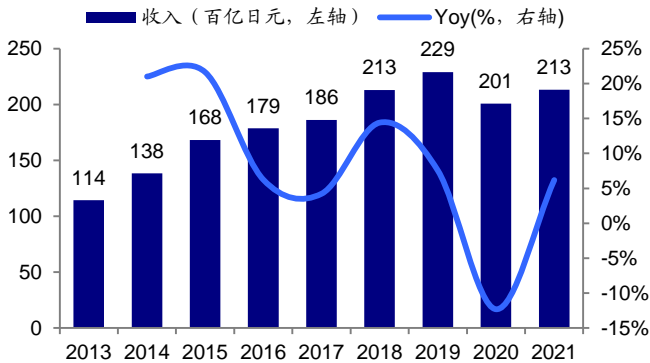
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图22 梭织面料前五大客户销售额 (百万元)


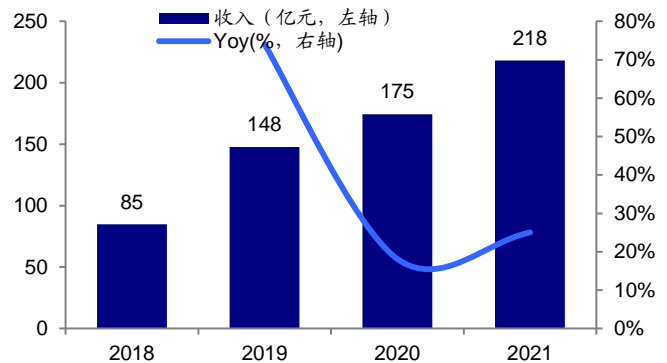
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

大客户业绩稳定增长，下游订单充沛。核心客户中，优衣库多年业绩稳定增长，疫情后业绩表现出较为强劲的恢复势头，2022年优衣库母公司迅销集团前三季度净利润增长 57.8%。安踏旗下 FILA 品牌 2018 年至今每年收入保持双位数以上增长，公司自

2010年、2014年起与FILA、优衣库合作至今，合作关系不断加深，业务关系较为稳定。

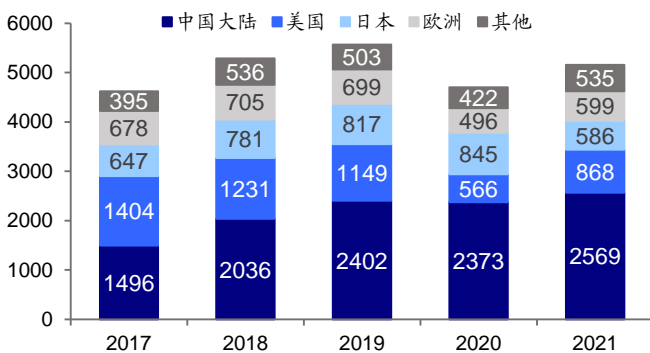
图23 迅销集团历年收入情况


资料来源：迅销集团官网，海通证券研究所

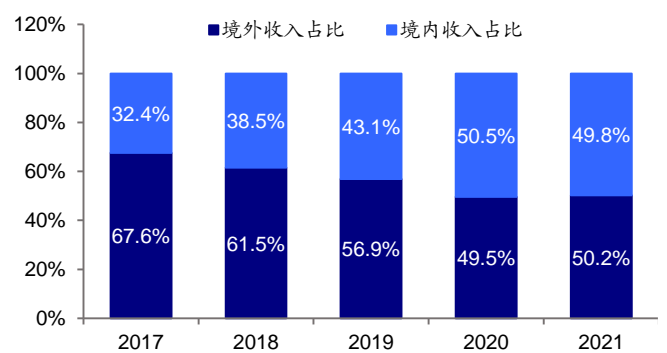
图24 安踏旗下FILA近四年收入情况


资料来源：安踏体育历年财报，海通证券研究所

客户结构保持优质稳定，境内外收入占比趋于平衡。2018-2021年，公司前五大客户占比从53.2%下降至52.9%维持稳定，拉夫劳伦占比从23%下降至15.3%，Devanlay S.A.及FILA中国占比从7.2%和5%上升至10.6%和10%，前五大客户占比趋于平衡。境内收入占比从2017年的32.4%上升至2021年的49.8%。我们认为公司把握了全球消费升级和中国运动市场发展的机遇，其与客户多年深入的合作关系也构成了一定的竞争壁垒。

图25 2017-2021年公司各地区收入情况（百万元）


资料来源：Wind，公司2021年年报，海通证券研究所

图26 公司境内境外收入占比趋于平衡


资料来源：Wind，公司2021年年报，海通证券研究所

2.4 产能：布局国内及东南亚多个国家，有望迎来新一轮产能释放

产能布局国内及东南亚，惠享海外廉价生产力。公司面料纺织布局在浙江嵊州、越南，成衣制造布局在湖南、安徽等省份以及越南、柬埔寨、斯里兰卡、罗马尼亚等多个国家。随着越南、柬埔寨、斯里兰卡等工厂的逐渐成熟，员工效率持续提升，叠加当地更为便宜的劳动力成本、运营成本等，公司实现了产能扩张及利润提升；公司庞大的产能基础也保证了公司持续承接优质客户大额订单的能力。

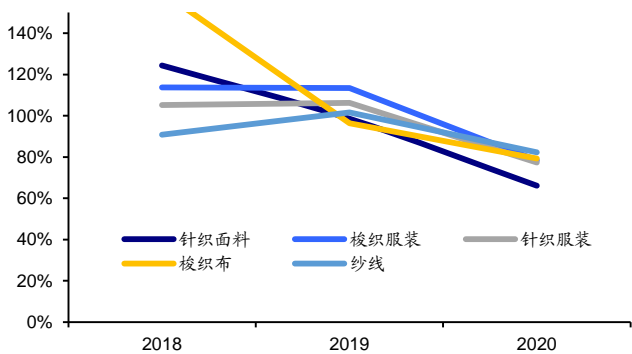
积极扩产，募投项目预计贡献年收入17亿元。据公司招股说明书，公司募投项目中共有三项扩产项目：面料技术改造及扩能建设项目（越南）、湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目、河南织造及成衣生产中心建设项目，合计投资3.3亿元，3个项目建设周期均为24个月，若全部落地投产，可增加针织面料2400吨/年、成衣920万件/年、胚布4000吨/年，据公司测算，3个项目全部达产将使年均收入增加17亿元，年均净利润增加9872万元。

表 3 公司募投扩产项目概况

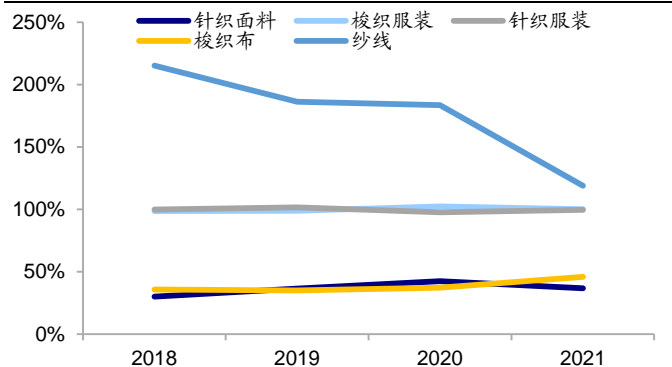
项目名称	投资总额	内容	扩充产能	经济效益	建设周期
面料技术改造及扩建设项目(越南)	9910.62 万元	建设用地位于越南南定省 Vu Ban 区,项目利用现有厂房进行生产线自动化改造。	新增针织面料 2400 吨/年	年均销售收入 93720 万元, 年均净利润 5353.64 万元	24 个月
湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目	6331.1 万元	利用现有厂区进行生产线技术改造,厂区位于湖南省沅江高新技术产业园区。	新增成衣 320 万件/年	年均销售收入 32554.6 万元, 年均净利润 2117.52 万元	24 个月
河南织造及成衣生产中心建设项目	16604 万元	项目选址于河南省周口市商水县新城区陈胜大道 997 号,拟在该区域购置 1-5 号厂房为该项目建设用厂房,总建筑面积为 74734 平方米,区域各类配套齐全。	新增胚布产品 4000 吨/年,成衣产品 600 万件/年	年均销售收入 43900 万元, 年均净利润 2400.86 万元	24 个月

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

历史产销率维持高位,疫情后产能利用率有望恢复,扩产后有希望迎来新一轮产能释放。2018-2021 年公司成衣及面料产品产销率总体维持稳定,其中服装类产销率均接近 100%,面料方面,若将内部销售计入销量,2018-2020 年针织面料、梭织面料产销率均达 100%左右,部分超出公司产能的订单采用外协生产,纱线产销率远大于 100%主因公司还经营纱线贸易业务。2020 年受疫情影响,全球服装市场需求下降,成衣客户订单减少,导致成衣产能利用率降幅较大。我们认为,疫情后随着公司重点客户业绩回暖,产能利用率将逐步恢复至疫情前水平,2019 年公司各类产品产能利用率均在 95%以上,较为饱和,未来随着扩产项目落地,公司有望迎来新一轮产能释放。

图27 公司主要产品产能利用率


资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

图28 公司主要产品产销率


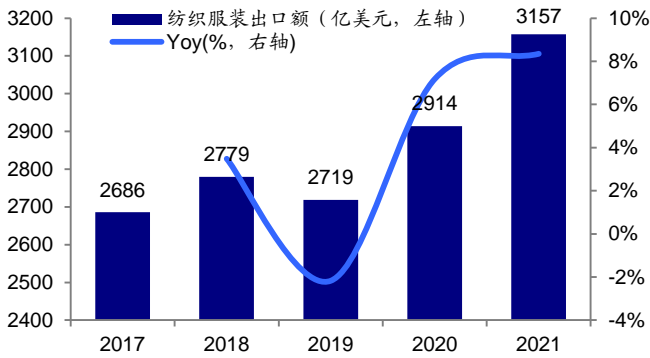
注:图示产销率中,内部销售未计入销量

资料来源:公司招股说明书,公司 2021 年年报,海通证券研究所

3. 行业格局: 纺服出口额呈增长趋势, 行业门槛提升利好优质制造

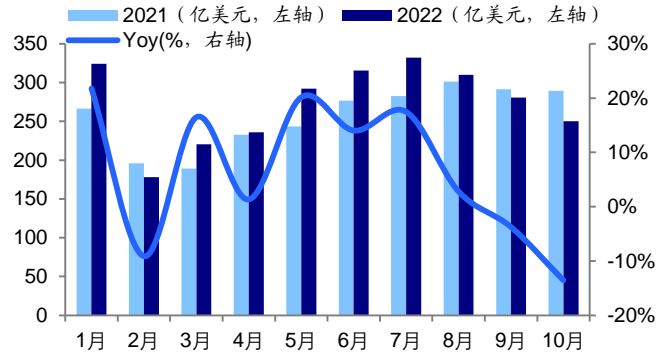
疫情后纺织服装出口额呈增长趋势。我国纺织品服装出口额自 2019 年起持续增长,2017-2021 年 CAGR 达 4.1%,2021 年同比增长 8.3%,2022 年 1-10 月累计出口额同比增长 6.6%。近年来,全球贸易保护主义抬头,部分国家和地区贸易保护主义政策、关税政策频繁出台,为应对这一趋势,公司在全球化布局中主动在各个关税壁垒区域内设厂,以绕开贸易壁垒;如公司当前在境内的销售主要通过中国境内工厂生产,公司在越南的生产基地对美国、日本的出口具有关税优势,公司在斯里兰卡的生产基地对欧洲出口具有关税优势;此外,为应对欧洲部分高端服装品牌响应欧盟制造号召的影响,公司罗马尼亚生产基地的产品将直接作为“欧盟制造”的产品,在欧盟市场获得最佳关税待遇。

图29 2017-2021年我国纺织品服装出口额



资料来源: Wind, 海通证券研究所

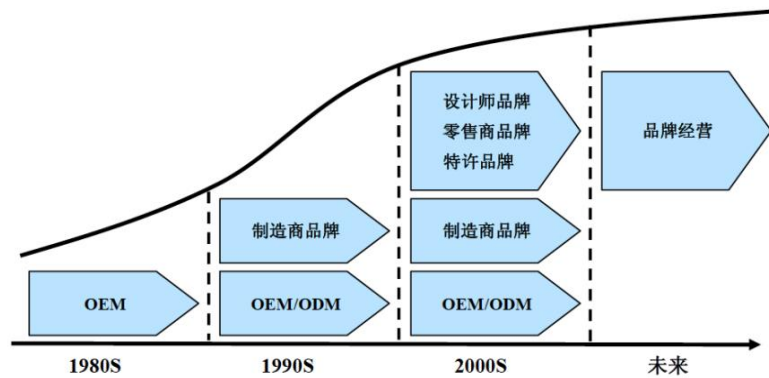
图30 2021及2022年1-10月纺织品服装出口额



资料来源: Wind, 海通证券研究所

服装产业高端需求增长, 纺服制造行业门槛有所提升。我国服装产业经营模式已经从粗放式 OEM 转向品牌化经营, 在新一轮的竞争中, 消费者的需求将继续指向更优质的产品。在未来的纺织与服装市场中, 高端面料的需求将会持续上升, 优质品牌服装也会成为稳定的增长点。随着消费结构的不断调整, 高端面料和服装生产行业将得到更多的市场关注和更好的发展机遇。我们认为, 下游需求的高端化一定程度提升了纺织服装制造行业的门槛, 未来市场份额会进一步向优质制造企业集中。

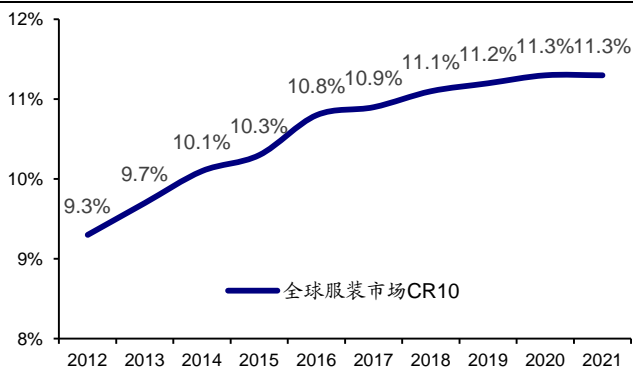
图31 我国服装产业经营模式转型



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

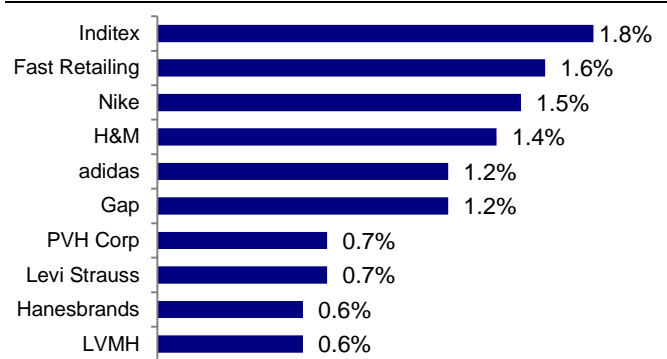
全球服装市场集中度提升, 大客户战略顺应行业发展趋势。2012-2021年, 全球服装市场 CR10 从 9.3% 上升至 11.3%, 市场集中度逐年上升。2021年, 公司核心客户优衣库母公司迅销集团市占率 1.6% 位列第 2 名, FILA 中国母公司安踏集团、拉夫劳伦分别位列第 16、22 名。我们认为, 公司的大客户战略顺应行业集中、消费升级趋势, 与国际大牌的深入合作能使公司获得较为稳定的订单来源, 提升业绩韧性。

图32 2012-2021年全球服装市场前十大公司市占率



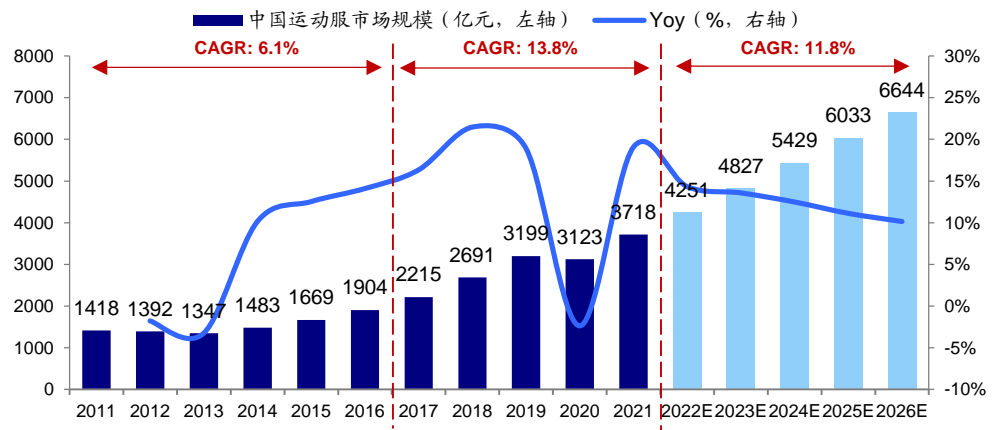
资料来源: 欧睿数据库, 海通证券研究所

图33 2021年全球服装市场市占率前十公司



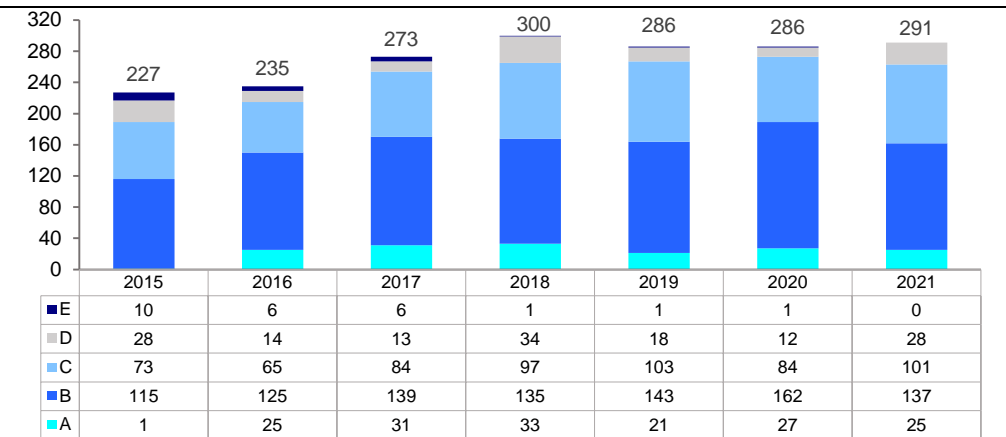
资料来源: 欧睿数据库, 海通证券研究所

中国运动服市场规模持续增长。据欧睿数据显示，2011-2016年，中国运动服市场规模 CAGR 为 6.1%，2017-2021 年，除 2020 年受疫情影响严重，其余四年市场规模均保持 15% 以上的增速高速增长，CAGR 达 13.8%，2021 年市场规模达 3718 亿元，同比增长 19.06%，较 2019 年增长 16.2%，预计 2022-2026 年将继续维持每年 10% 以上的速度增长，CAGR 达 11.8%，到 2026 年市场规模将达 6644 亿元。我们判断，近年中国运动鞋服市场已经过高速发展期，且未来四年仍有增长空间，我们看好中国头部运动品牌的发展前景。

图34 中国运动服市场规模


资料来源：欧睿数据库，海通证券研究所

自动化、环保大势所趋，“高智造、强研发”已成为核心供应商竞争的必要条件。据安踏体育及拉夫劳伦公司 2021 年年报，安踏和拉夫劳伦均将环境保护和社会责任纳入对供应商的考核范围，优衣库要求供应商在生产中引入节能减排措施，会针对人权和环保问题对供应商进行定期检查，根据检查结果将供应商分为 A 到 E 五个等级，其中 E 级很可能被终止订单，2015-2021 年多数供应商处在 B-C 级，A 级供应商占比在 10% 左右浮动。我们认为，工人权益和绿色生产已经成为国际品牌商所追求的趋势，智造水平高、研发能力强的制造企业可有效节约人力并引入环保技术，在国际竞争中更具优势。据盛泰集团 2022 年半年报，公司正在自动化成衣方面持续投入研发力量，并已在公司湖南生产基地和越南生产基地实验高度自动化生产模式。

图35 优衣库历年供应商数量及分级 (个)


资料来源：迅销集团历年财报，海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

生产量:基于招股说明书中扩产项目建成时间为 24 个月,我们预计公司在 22-24 年会迎来一轮产能释放,由于公司成衣生产面料直采于公司面料工厂,我们假设针织服装产量增幅与针织面料一致,梭织服装产量增幅与梭织面料一致,22-24 年针

织服装和针织面料产量增速分别为 30%、20%、20%，梭织服装和梭织面料产量增速分别为 5%、5%、5%，纱线产量增速为 5%、5%、5%。

产销比：我们预计 22-24 年各产品产销比维持平稳，在对内销售不计入销量的前提下，针织面料 39.6%，梭织面料 41.6%，梭织服装 101.2%，针织服装 98.6%，纱线 151.1%

毛利率：基于①疫情逐渐恢复平稳，消费行业回暖，下游订单逐步增长，物流费用等成本有望下降。②规模效应下，生产效率比提高，单位生产成本降低。我们预计 22-24 年公司各产品毛利率趋势提升，其中针织面料分别为 16.7%、16.9%、17.0%；梭织服装分别为 17.2%、17.4%、17.5%；针织服装分别为 21.0%、21.2%、21.3%；梭织布分别为 23.1%、23.3%、23.4%；纱线分别为 9.9%、10.1%、10.2%。

其他：假设其他业务及其他主营业务收入 22-24 年保持不变，毛利率趋势增长。

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入为 62.75、71.65、82.16 亿元，归母净利润 4.27、5.19、6.21 亿元，同比增长 46.6%、21.4%、19.8%；对应 EPS 0.77、0.93、1.12 元/股，对应 PE 分别为 14.1X、11.6X、9.7X，给予 2022 年市盈率估值 18-20X，对应合理价值区间 13.86-15.40 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 4 分项盈利预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4702	5157	6275	7165	8216
yoy	-15.6%	9.7%	21.7%	14.2%	14.7%
收入 (百万元)					
针织面料	430	552	789	947	1136
梭织服装	1457	1488	1525	1601	1681
针织服装	1703	2283	3099	3719	4463
梭织面料	384	429	440	462	485
纱线	318	262	278	292	307
其他业务	115	124	124	124	124
其他主营业务	295	19	19	19	19
生产量					
针织面料 (吨)	12431	19183	24938	29926	35911
梭织服装 (万件)	2234	2170	2279	2392	2512
针织服装 (万件)	2430	3542	4604	5525	6630
梭织面料 (万米)	5078	5328	5595	5875	6168
纱线 (吨)	6913	5194	5453	5726	6012
销售量					
针织面料 (吨)	5260	7062	9866	11840	14208
梭织服装 (万件)	2287	2170	2305	2421	2542
针织服装 (万件)	2369	3528	4538	5446	6535
梭织面料 (万米)	1886	2449	2325	2441	2563
纱线 (吨)	12680	6172	8242	8654	9087
毛利率					
针织面料	19.4%	10.8%	16.7%	16.9%	17.0%
梭织服装	18.0%	16.0%	17.2%	17.4%	17.5%
针织服装	22.9%	16.4%	21.0%	21.2%	21.3%
梭织面料	26.1%	17.4%	23.1%	23.3%	23.4%
纱线	7.7%	13.7%	9.9%	10.1%	10.2%
其他业务	28.4%	30.3%	30.5%	30.7%	30.8%
其他主营业务	16.5%	-4.1%	6.2%	6.4%	6.5%

资料来源：Wind，公司 2020-2021 年年报，海通证券研究所

表 5 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
申洲国际	2313.HK	1140.95	75.90	5098.74	3373.19	4618.48	5631.62	22.38	33.82	24.70	20.26
晶苑国际	2232.HK	65.35	2.29	998.54	1057.24	1225.71	1325.34	6.54	6.18	5.33	4.93
鲁泰 A	000726.SZ	60.15	7.92	97.31	347.61	728.5	859.83	61.81	17.30	8.26	7.00
平均								30.25	19.10	12.76	10.73

资料来源: 收盘价为 2022 年 12 月 12 日价格, 鲁泰 A 净利润为 Wind 一致预期, 申洲国际、晶苑国际净利润为 Bloomberg 一致预期, 市值与股价按 1 港元=0.92 人民币的汇率换算, 海通证券研究所

5. 风险提示

原材料价格上涨, 新冠疫情反复, 投资项目进度不及预期, 海外经营风险, 市场偏好变化。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	5157	6275	7165	8216
每股收益	0.52	0.77	0.93	1.12	营业成本	4339	5062	5762	6594
每股净资产	3.69	4.35	5.29	6.41	毛利率%	15.9%	19.3%	19.6%	19.7%
每股经营现金流	0.75	1.02	1.04	1.09	营业税金及附加	31	37	43	49
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	154	212	242	278
P/E	22.54	15.38	12.66	10.57	营业费用率%	3.0%	3.4%	3.4%	3.4%
P/B	3.20	2.71	2.24	1.85	管理费用	251	344	392	450
P/S	1.27	1.05	0.92	0.80	管理费用率%	4.9%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	14.89	11.33	9.35	7.67	EBIT	316	583	684	797
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	97	93	89	84
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.9%	1.5%	1.2%	1.0%
毛利率	15.9%	19.3%	19.6%	19.7%	资产减值损失	-41	0	0	0
净利润率	5.6%	6.8%	7.2%	7.6%	投资收益	29	0	0	0
净资产收益率	14.2%	17.7%	17.7%	17.5%	营业利润	326	490	595	713
资产回报率	4.9%	6.6%	7.2%	7.9%	营业外收支	9	0	0	0
投资回报率	6.1%	10.5%	11.1%	11.6%	利润总额	334	490	595	713
盈利增长 (%)					EBITDA	588	720	821	934
营业收入增长率	9.7%	21.7%	14.2%	14.7%	所得税	34	50	61	73
EBIT 增长率	-29.1%	84.5%	17.3%	16.5%	有效所得税率%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
净利润增长率	-0.6%	46.6%	21.4%	19.8%	少数股东损益	9	13	16	19
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	291	427	519	621
资产负债率	64.5%	61.2%	57.6%	53.2%					
流动比率	0.74	0.88	1.06	1.25	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.36	0.56	0.63	0.85	货币资金	455	866	1348	1856
现金比率	0.12	0.23	0.34	0.46	应收账款及应收票据	736	1081	994	1385
经营效率指标					存货	1193	1037	1501	1404
应收账款周转天数	48.64	45.65	45.65	45.65	其它流动资产	332	335	341	362
存货周转天数	79.31	79.31	79.31	79.31	流动资产合计	2716	3319	4184	5008
总资产周转率	0.96	1.01	1.05	1.09	长期股权投资	22	22	22	22
固定资产周转率	2.52	3.01	3.67	4.53	固定资产	2156	2019	1882	1745
					在建工程	239	239	239	239
					无形资产	386	386	386	386
					非流动资产合计	3261	3124	2987	2849
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产总计	5977	6443	7171	7857
净利润	291	427	519	621	短期借款	2431	2431	2431	2431
少数股东损益	9	13	16	19	应付票据及应付账款	737	747	942	991
非现金支出	308	137	137	137	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-45	97	97	97	其它流动负债	503	579	577	573
营运资金变动	-148	-107	-190	-270	流动负债合计	3672	3757	3950	3996
经营活动现金流	416	568	580	605	长期借款	7	7	7	7
资产	-760	0	0	0	其它长期负债	176	176	176	176
投资	35	0	0	0	非流动负债合计	184	184	184	184
其他	65	0	0	0	负债总计	3855	3941	4134	4179
投资活动现金流	-660	0	0	0	实收资本	556	556	556	556
债权募资	103	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2052	2419	2938	3559
股权募资	488	0	0	0	少数股东权益	70	83	100	119
其他	-180	-157	-97	-97	负债和所有者权益合计	5977	6443	7171	7857
融资活动现金流	411	-157	-97	-97					
现金净流量	132	410	482	508					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

盛开 纺织服装行业
梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 361度,华利集团,新澳股份,伟星股份,李宁,滔搏,开润股份,浙江自然,新秀丽,波司登,宝胜国际,百隆东方,健盛集团,森马服饰,安踏体育,申洲国际,太平鸟,特步国际

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
王宇晴 wyq14704@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恒(021)23219370 zzh11560@haitong.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com
舒子宸 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com
高上(021)23154132 gs10373@haitong.com
李影(021)23154117 ly11082@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com
杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com
李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lqk12371@haitong.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
联系人
周航(021)23219671 zh13348@haitong.com
彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@haitong.com
吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com
康璐(021)23212214 kl13778@haitong.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清 021-23154126 zbk14692@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com
联系人
郑景毅 zjy12711@haitong.com
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23219748 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 xbq6583@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 吴锐鹏 wrp14515@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 巩 健 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com 联系人 王文杰 wwj14034@haitong.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟 (0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
滕雪竹 0755 23963569 txz13189@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚 (021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@haitong.com
李寅 021-23219691 ly12488@haitong.com
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁 (021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
杨羽莎 (010)58067977 yys10962@haitong.com
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珏 (010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com