

公司研究

扎实改革蓄力发展，军需品龙头修复可期

——际华集团（601718.SH）首次覆盖报告

要点

际华集团是我国最大的军需用品企业。公司拥有职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染以及皮革皮鞋五大业务板块，产品主要面向军品和民品市场。公司的实际控制人为国资委，21年公司第五届董事会领导集体换届，新兴际华集团的党委副书记、董事吴同兴出任公司的董事长，且公司通过公开竞聘的方式选拔夏前军为总经理。业绩表现方面，21年公司收入为154.94亿元、同比增长3.61%，归母净利润-1.66亿元、同比减亏78.67%，利润端同比减亏主要系21年公司产品结构优化、高毛利率订单占比提升、降本增效，以及资产减值损失同比大幅减少所致。22Q1公司业绩已经出现拐点，收入、归母净利润分别同比提升22.70%、867.74%，22H1业绩预告归母净利润同比提升424.31~471.97%，显示公司业绩和盈利能力正在稳步改善中，改革升级效益正在不断释放。

业务分拆：职业装、职业鞋靴为主。分行业看，21年公司职业装、职业鞋靴、纺织印染、防护用具收入占比分别为21%、22%、12%、8%，16~21年四大板块收入占比保持平稳，另外公司近年来主动对低毛利率的贸易业务进行压缩。分产品看，21年公司军品、民品收入占比分别为16%、43%，16~21年军品和民品收入总体呈下滑趋势，而毛利率随产品结构优化以及降本增效推进均有提升。

行业分析：职业装市场前景广阔。纺织行业是劳动密集型行业，行业集中度低、市场竞争激烈，且龙头份额较低。职业装市场方面，2019年我国民用职业装市场规模总量约为3800亿元，随着第三产业就业人数不断增长，职业装赛道将迎来较大的发展潜力。军品空间方面，2015~2020年我国公共国防财政支出年复合增速为7.29%，随着我国国防支出持续增长，未来军需品规模将逐步提升。

亮点分析：军需品市场龙头企业、积极改革，持续提升研发实力。1) 公司作为中国军队、武警部队军需品采购的核心供应商，在国内军需品市场中具有较强的影响力，同时军品背景和央企背书有助于拓展民品职业装业务，在疫情波动大环境下公司拥有更强的抗风险能力。2) 近年来公司不断加大研发投入和技术攻关力度，研发体系完备、研发能力不断提升，进而夯实产品力。3) “十四五”期间公司战略规划明确，全面推进国企改革和业务升级，构建“443”业务结构，2022年全面推进“三统一”管理，战略稳步执行、期待效果体现。

盈利预测、估值与评级：作为国内最大的军需用品企业，近年来公司处于业务调整阶段，聚焦主业、剥离非主业或效益较差的业务，2021年以来业绩已现改善。公司制定了“十四五”发展战略与规划，在新一届管理团队的带领下，预计将逐步走出低谷、业绩表现有望迎来复苏。我们预测公司2022~2024年营业收入分别为166.91/183.36/197.70亿元，归母净利润分别为3.94/5.28/6.75亿元，EPS分别为0.09/0.12/0.15元，当前股价对应的2022~2024年PE分别为38倍、28倍、22倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业政策变动影响相关单位的招标采购需求；国内疫情反复使生产或正常接单受到不利影响；行业竞争加剧等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,954	15,494	16,691	18,336	19,770
营业收入增长率	-29.31%	3.61%	7.72%	9.86%	7.82%
净利润（百万元）	-776	-166	394	528	675
净利润增长率	-	-	-	33.80%	27.85%
EPS（元）	-0.18	-0.04	0.09	0.12	0.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	-4.55%	-0.98%	2.28%	2.96%	3.64%
P/E	-	-	38	28	22
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-22

增持（首次）

当前价：3.38元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	43.92
总市值(亿元)	148.44
一年最低/最高(元)	2.42/3.48
近3月换手率	143.46%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.56	21.97	34.23
绝对	11.92	33.07	20.28

资料来源：Wind

目 录

1、 际华集团：我国最大的军需用品企业	5
1.1、 公司简介：军民和民品双轮驱动	5
1.2、 国资委为实际控制人，2021 年完成管理层换届	6
1.3、 财务分析	8
2、 业务分拆：职业装、职业鞋靴为主，军品、民品收入波动	10
2.1、 分行业来看，四大业务板块协同发展	10
2.2、 分产品来看，军品、民品 21 年毛利率均有回升	11
3、 行业分析：职业装前景广阔，军品规模随国防支出提升	12
3.1、 纺织行业集中度低、竞争激烈，龙头份额较低	12
3.2、 职业装市场前景广阔、空间较大	12
3.3、 军品空间随国防支出稳步成长	13
4、 公司亮点分析	14
4.1、 军需品市场龙头、品牌影响力强	14
4.2、 研发体系完备、研发能力不断提升	15
4.3、 十四五战略明确、全面推进国企改革和业务升级	15
5、 盈利预测与估值	16
5.1、 关键假设及盈利预测	16
5.2、 相对估值	17
5.3、 估值结论与投资评级	18
6、 风险分析	18

图目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2016 年~2022Q1 公司营业收入及同比增速.....	6
图 3: 2016 年~2022Q1 公司归母净利润及同比增速.....	6
图 4: 2021 年公司国内外地区收入占比 (%).....	6
图 5: 2021 年公司分产品收入占比 (%).....	6
图 6: 公司股权结构图 (截至 2022 年 3 月末).....	7
图 7: 2016 年~2022Q1 公司归母净利润及同比增速.....	8
图 8: 2016 年~2022Q1 公司资产减值损失、信用减值损失及其占收入的比例.....	8
图 9: 2007 年~2022Q1 公司毛利率走势.....	9
图 10: 2007 年~2022Q1 公司归母净利率走势.....	9
图 11: 2016 年~2022Q1 公司资产负债率走势.....	9
图 12: 2016 年~2022Q1 公司流动比率和速动比率.....	9
图 13: 2016 年~2022Q1 公司经营净现金流.....	10
图 14: 2016 年~2022Q1 公司归母净利润与经营净现金流.....	10
图 15: 2016~2021 年公司分行业收入占比 (%).....	10
图 16: 2016~2021 年公司分行业收入同比增速.....	10
图 17: 2016~2021 年公司分行业毛利率走势.....	11
图 18: 2016~2021 年公司分产品收入及同比增速.....	11
图 19: 2016~2021 年公司分产品毛利率走势.....	11
图 20: 2003~2021 年我国纺织服装、鞋、帽制造业收入及同比增速.....	12
图 21: 2003~2021 年我国纺织服装、鞋、帽制造业利润率走势.....	12
图 22: 2019 年我国民用职业装细分品类市场规模.....	13
图 23: 2019 年职业制服细分品类市场规模.....	13
图 24: 2003~2021 年我国第三产业就业人数及占比变化.....	13
图 25: 按收入计 2020 年商务职业装代表品牌市场份额.....	13
图 26: 2003~2020 年我国公共国防财政支出及同比增速.....	14
图 27: 2003~2020 年我国与美国国防支出占 GDP 比重的变化.....	14
图 28: 公司主要合作伙伴.....	14
图 29: 2016 年~2022Q1 公司研发费用率走势.....	15
图 30: “十四五”规划 443 业务结构.....	16
图 31: 公司 2022 年经营计划.....	16

表目录

表 1: 公司部分高管介绍.....	7
表 2: 职业服装分类.....	12
表 3: 公司分产品收入预测.....	17
表 4: 可比公司估值比较.....	18
表 5: 公司盈利预测与估值简表.....	18

1、际华集团：我国最大的军需用品企业

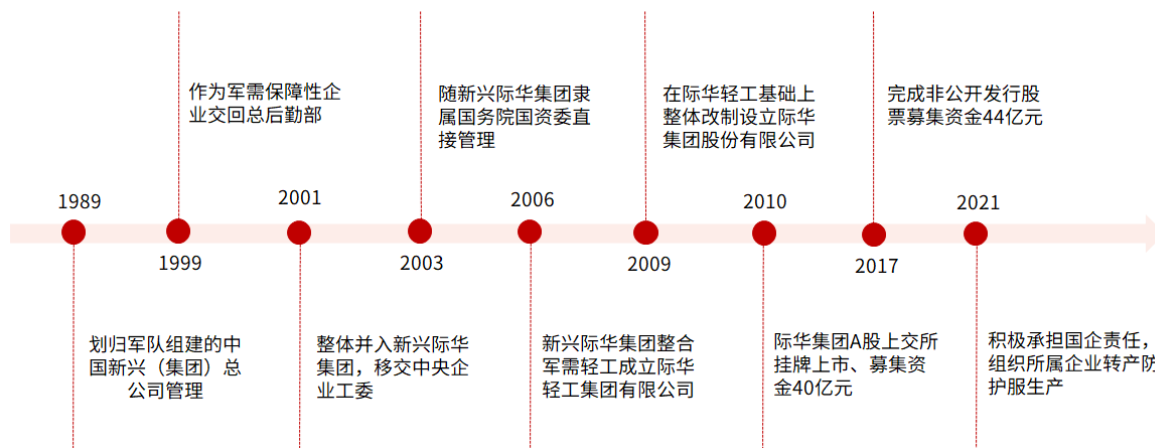
1.1、 公司简介：军民和民品双轮驱动

际华集团成立于 2009 年 6 月 26 日（前身为 2006 年成立的际华轻工有限责任公司），2010 年 8 月 16 日在上交所挂牌上市。公司是我国最大、历史最悠久的军需用品企业，拥有职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染以及皮革皮鞋五大业务板块，开展以国内、国际贸易为主的商贸物流业务。

从发展历程来看，公司前身为总后勤部管理的军需企业，一直承担着军队、武警部队的军需品生产及保障任务。2003 年公司随新兴际华集团由国务院国资委统一管理，2006 年新兴际华集团整合军需轻工业务成立际华轻工有限公司，2009 年际华轻工改制为际华集团股份有限公司，2010 年公司于上交所成功上市。

行业地位方面，军品市场中公司是中国军队、武警部队军需品采购的核心供应商，是中国军需品、职业装、职业鞋靴的重要研发和生产基地，2020 年公司占据军需品（包括服装、鞋、帽、配饰等）市场 60%左右的份额。民品市场中，2020 年公司在消防、公安、司法、检察院、法院、工商、税务、铁路、交通等国家统一着装部门制服市场占有 10%左右的份额，并在央企、大中型企业工装、行业制服、劳保配装等市场占有一定份额。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

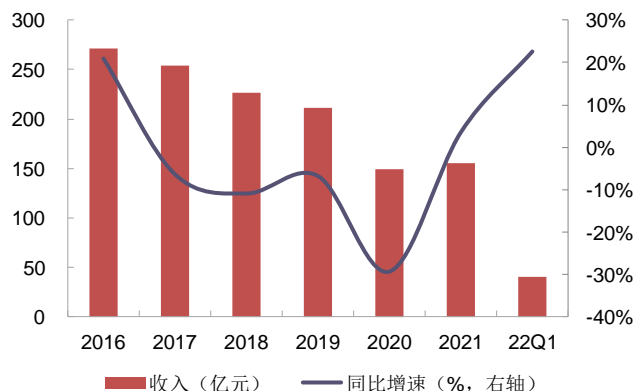
公司收入于 2016 年达到峰值 271.55 亿元，随后一直处于收缩中，2016~2021 年公司收入年复合增速为-10.62%；归母净利润于 2016 年达到峰值 12.23 亿元，近五年以来波动较大，其中 2018 年、2020 年、2021 年录得亏损。公司近几年业绩表现低迷主要系业务一直处于调整中，包括资产剥离处置、主业调整以及大力度的管理层调整等。

2021 年公司实现收入 154.94 亿元、同比增长 3.61%，归母净利润-1.66 亿元、同比减亏 78.67%。22Q1 公司实现收入 40.67 亿元、同比增长 22.70%、恢复至 19 年同期的 91.30%，归母净利润 1.06 亿元、同比增长 867.74%、22Q1 归母净利润已经成为 19 年以来最高水平、并恢复至 18 年同期的 68.88%。2021 年公司业绩同比大幅减亏主要系产品结构优化、高毛利率订单占比提升、降本增效，以及资产减值损失同比大幅减少所致，此外 22Q1 资产减值同比亦有转回。

2022 年上半年公司实现归母净利润 1.65~1.80 亿元、同比增加 424.31~471.97%，扣非归母净利润为 9600 万元~1.11 亿元、同比扭亏，非经常性损益主要为公司持有新兴际华投资有限公司股权分红及收到的各类政府补助。

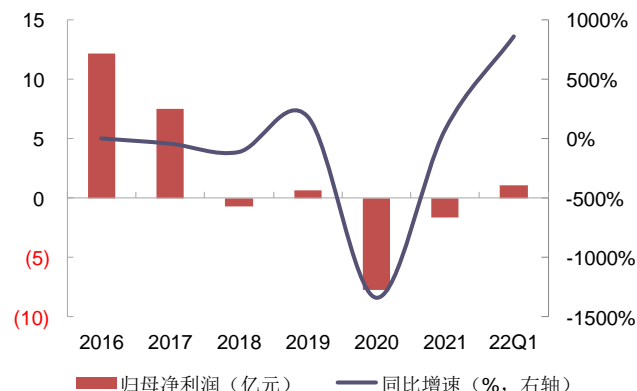
2022 年上半年公司业绩大幅增长一方面由于军需品订单和防疫应急物资订单承揽量同比大幅增加，收入增速较快；另一方面由于公司深入推进总部流程再造变革，实现了从管控型向经营主体的转型，发挥出了协同研发和集约化经营的优势，并推动了经理层任期制和契约化管理与“揭榜挂帅”相结合的用人机制改革，生产经营质量和效益显著提升。

图 2：2016 年~2022Q1 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

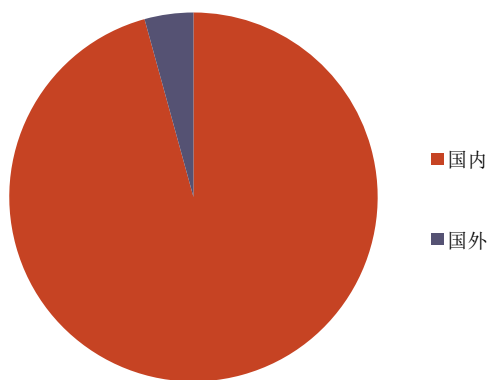
图 3：2016 年~2022Q1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

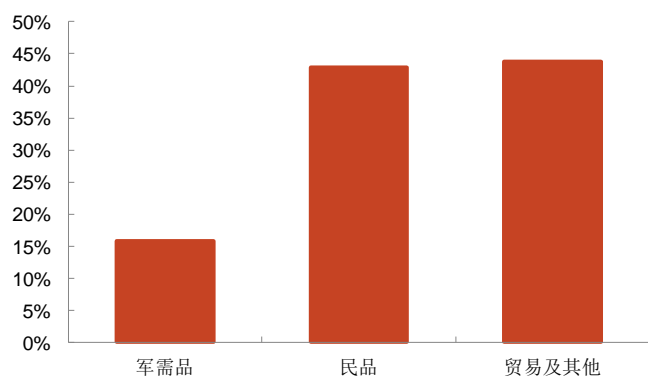
公司产品主要面向军品市场和民品市场，主要客户为中国军队、武警部队、国家统一着装部门、央企、大中型企业以及个人消费者，2016~2021 年前五大客户销售额占比平均水平为 22%，2021 年占比为 20.33%。分产品来看，2021 年公司军需品、民品、贸易及其他收入占比分别为 16%、43%、44%，收入分别同比-32.27%、-21.44%、+79.20%。分地区看，公司以国内地区为主，2021 年国内地区收入占主营业务的比重为 96%、收入同比增长 6.78%；国际业务收入同比下滑 41.13%。

图 4：2021 年公司国内外地区收入占比 (%)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 5：2021 年公司分产品收入占比 (%)

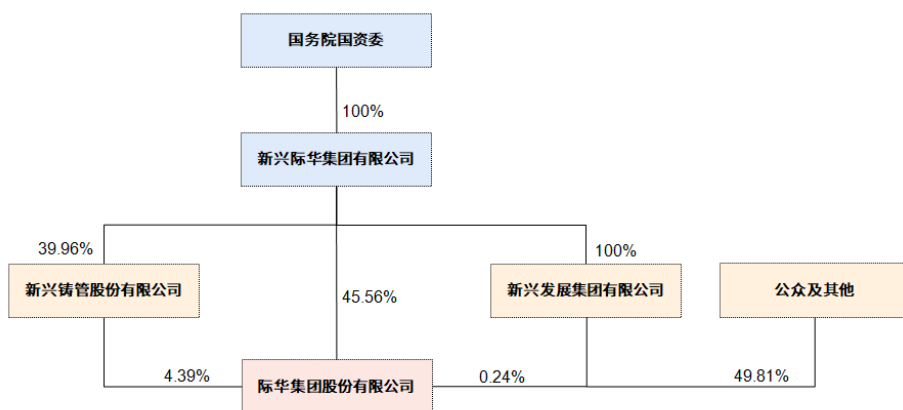


注：由于分产品之间收入有所重叠，故收入合计占比不是 100%
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.2、 国资委为实际控制人，2021 年完成管理层换届

公司的实际控制人为国资委、主要控股股东为新兴际华集团，新兴际华集团是由中国人民解放军总后勤部原生产部及所辖军需企事业单位整编重组脱钩而来。截至 2022 年 3 月末，新兴际华集团直接持有公司 45.56% 的股权，并通过新兴铸管、新兴发展间接持有公司 1.99% 的股权，合计持有公司 47.55% 的股权。

图 6：公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2021 年管理层换届，新聘董事长、总经理

2021 年公司第五届董事会领导集体换届。2021 年 9 月新兴际华集团的党委副书记、董事吴同兴出任公司的董事长，这意味着曾任央企新兴际华集团的核心领导来兼任公司的一把手，而公司上一任董事长袁海黎曾主要在意华集团及其子公司内任职，因此，此次管理层调整力度相对较大、由央企领导直接担任公司董事长一职。2021 年 10 月公司通过公开竞聘的方式选拔夏前军为总经理。

从现有管理层履历来看，公司高管团队成员正当壮年，纺织服装行业经验丰富。董事长吴同兴曾担任中国纺织总会政策研究室调研处副处长等多个要职，总经理夏前军从基层做起、在纺织服装行业拥有多年从业经验。

表 1：公司部分高管介绍

人员	职务	年龄	履历背景
吴同兴	党委书记 董事长	56	大学学历、硕士学位，高级经济师。1986 年 7 月参加工作，历任中国纺织总会政策研究室调研处副处长，国家纺织工业局企业改革司企业处处长，国家经贸委经济运行局纺织处处长、企业改革司调研员，国务院国资委企业改组局调研员、三处处长、副局长，企业改革局副局长、一级巡视员，新兴际华集团有限公司党委常委、副总经理。现任新兴际华集团有限公司党委副书记、董事，2021 年 9 月担任际华集团股份有限公司党委书记、董事长。
夏前军	党委副书记 总经理	53	硕士研究生学历，正高级工程师。1991 年参加工作，历任中国人民解放军第三五二一工厂技术员，鞋材公司经理，分厂厂长，副厂长；南京际华三五二一特种装备有限公司董事、党委副书记、总经理，党委书记、董事长；南京际华三五二一环保科技有限公司执行董事；际华集团股份有限公司总经理助理。2021 年 10 月担任际华集团股份有限公司党委副书记、总经理。
杨大军	董事	54	对外经济贸易大学工商管理硕士。全球时尚产业著名投资人和品牌战略专家、时尚透明度创新科技（北京）中心创始人，8 年国际知名品牌经营管理经验，15 年中国服饰企业专业管理咨询服务，7 年全球跨境股权并购经验。现任优他汇国际品牌咨询（北京）有限公司执行董事、总经理，优意国际品牌管理（北京）有限公司董事长，中国服装协会专家委员会委员，中国纺织规划研究会副主任委员，法国上市公司 SMCPSA 独立董事，利邦控股有限公司 Trinity (00891.HK) 独立董事，海宁中国皮革城股份有限公司 (002344.SZ) 独立董事，际华集团股份有限公司董事。
王兴智	党委副书记 董事	60	大学本科学历，高级工程师。1984 年参加工作，历任总后军需生产管理部助理员；中国新兴（集团）总公司高级工程师、副处长、处长；总后生产部工厂管理局高级工程师；新兴铸管集团有限公司企业管理部副部长、部长；际华轻工集团有限公司董事会秘书、总经理助理、职业鞋靴事业部总经理；际华集团股份有限公司董事会秘书、纪委书记、党委副书记。现任际华集团股份有限公司董事、党委副书记。
邱卫兵	副总经理 董事会秘书	51	硕士研究生学历，MBA，正高级工程师。1990 年 7 月参加工作，历任中国人民解放军第三五四二工厂技术员、清钢车间副主任、前纺车间主任；襄樊三五四二纺织总厂设备安技处处长、厂长助理、副厂长；际华三五四二纺织有限邱卫兵公司常务副总经理、总经理、董事、执行董事；际华三五零九纺织有限公司执行董事、总经理。2021 年 1 月担任际华集团股份有限公司副总经理兼任董事会秘书。
周长胜	副总经理	59	硕士研究生学历，EMBA，高级经济师。1986 年参加工作，历任中国人民解放军第三五〇二工厂子弟中学教师；中国人民解放军第三五〇二工厂织布车间副主任、计划科副科长、企管科科长；中国人民解放军第三五〇二工厂计划科长、调度处副处长、处长、厂长助理；际华三五零二职业装有限公司副总经理、董事、总经理；新疆际华七五五五职业装有限公司党委副书记、总经理、党委书记、执行董事；际华三五零二职业装有限公司党委书记、执行董事。2021 年 1 月担任际华集团股份有限公司副总经理。
刘改平	总会计师	46	大学本科学历，高级会计师、注册会计师。历任中国北车集团济南机车车辆厂会计；济南轨道交通装备有限公司多经企业集团、同力钢构公司综合财务部副部长、财务部长；中国北车集团财务有限公司（后更名为“中车财务有限公司”）计划财务部副部长、副总会计师、审计稽核部部长、职工董事，际华集团股份有限公司副总经理。2021 年 6 月担任际华集团股份有限公司总会计师。

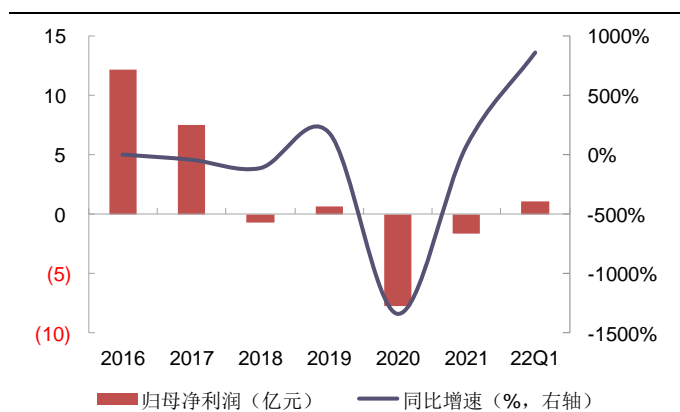
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.3、 财务分析

2016年以来公司归母净利润波动较大，具体来看受到多个因素影响：2017年公司归母净利润同比减少38.26%，主要由于资产处置收益上年基数较高；2018年转为亏损，主要由于政府补助同比减少9.55亿元；2020年亏损7.76亿元、金额较大，主要由于公司剥离了部分经营未达预期的际华园项目，按报废处理致使营业外支出大幅增加所致，以及大量外销鞋服企业受国际疫情影响转向国内制式鞋服领域、市场竞争加剧，且国内部分制式鞋服招投标活动受疫情影响延后、进而导致订单量和毛利率下滑；2021年归母净利润同比实现减亏，主要由于资产减值损失同比大幅减少86.63%、资产减值损失占收入的比重同比下降0.94PCT，2021年公司各类资产减值损失同比均有减少，包括存货、固定资产、工厂物资、在建工程等。

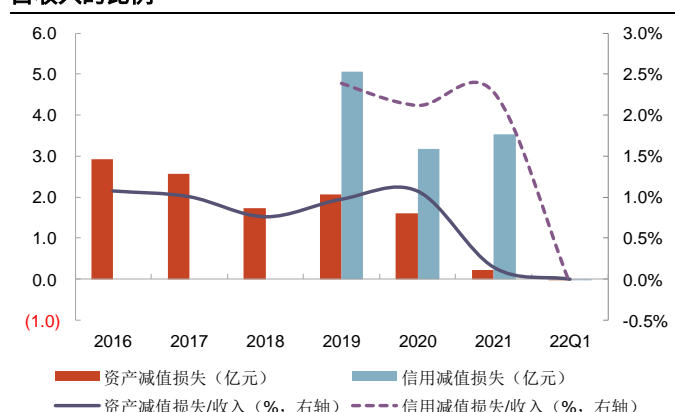
总体来看，2021年各类资产减值损失同比大幅降低，对公司业绩影响正在逐步减弱，同时公司优化产品订单结构、承接了高毛利率的产品订单，且在管理层调整后公司内部在降本增效方面改革力度较大，因此2021年业绩同比大幅减亏。

图 7：2016 年~2022Q1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

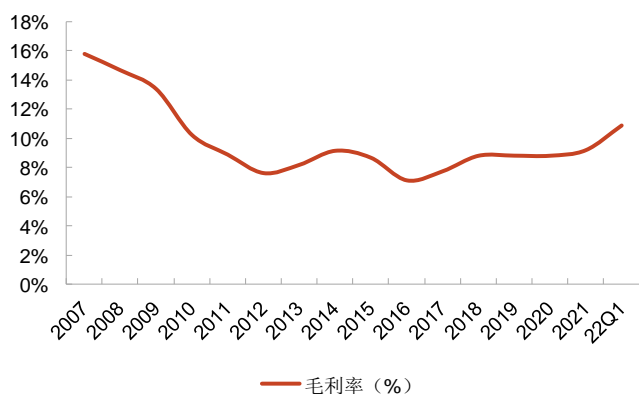
图 8：2016 年~2022Q1 公司资产减值损失、信用减值损失及其占收入的比例



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

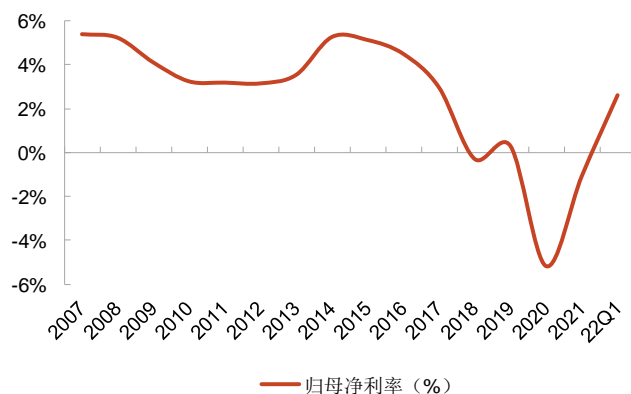
2016年以来公司毛利率呈现提升趋势，2016~2021年毛利率由7.13%逐步提升至9.19%，正在修复至前期水平，2021年公司毛利率已为2011年以来的最高水平，2022Q1公司毛利率进一步提升达到10.87%，毛利率提升主要与产品结构优化、高毛利率订单占比提升有关。归母净利率2016年以来波动较大，但2021年以来随着产品结构优化、降本增效以及资产减值损失减少，公司盈利能力逐步修复，2021年公司归母净利率为-1.07%、同比提升4.12PCT，2022Q1公司归母净利率为2.62%、同比提升2.29PCT，一季度归母净利率为2019年以来最高水平，较2018Q1的2.87%相差0.25PCT。

图 9：2007 年~2022Q1 公司毛利率走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

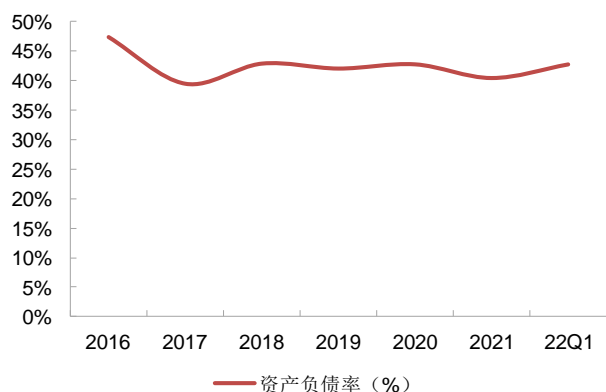
图 10：2007 年~2022Q1 公司归母净利率走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

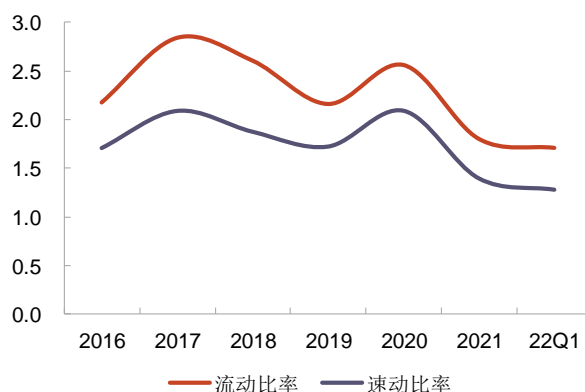
2016 年以来公司资产负债率呈现下降趋势，2021 年为 40.40%、相较于 2016 年下降 7.01PCT，资产负债水平总体向好。此外，2016 年以来公司流动比率、速动比率均呈现下降趋势，2021 年分别为 1.71、1.28 倍。

图 11：2016 年~2022Q1 公司资产负债率走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

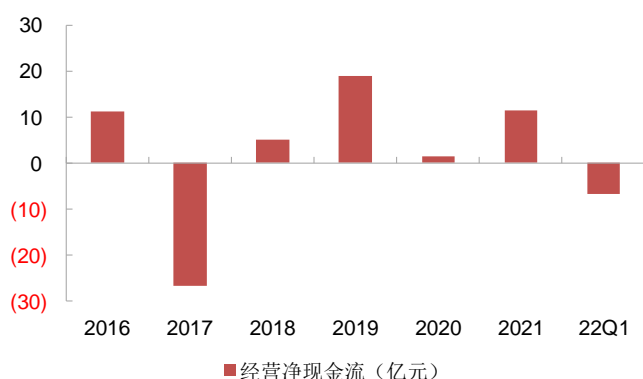
图 12：2016 年~2022Q1 公司流动比率和速动比率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

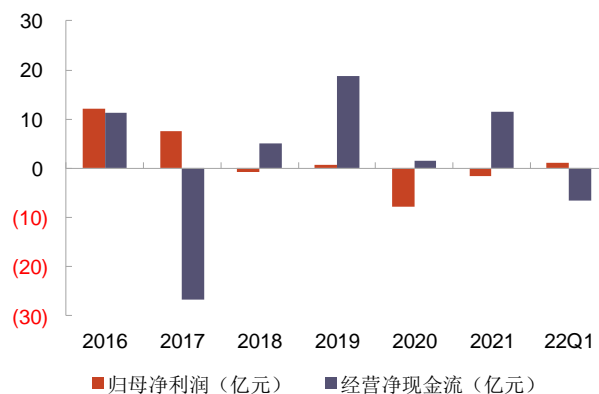
2016 年以来公司经营净现金流波动较大，但与归母净利润相比较而言、除了 2017 年净流出以外，2016~2021 年公司经营现金流均保持了净流入态势。2017 年公司经营净现金流转为净流出 26.64 亿元，主要由于 2016 年为盘活存量资产，公司开展了应收账款保理业务，导致 2017 年现金流入同比减少，同时军队货款结算方式改变，以及购置土地存货同比增加 10.85 亿元所致；2019 年同比增加 269.15%，主要系存货和应收账款减少；2020 年同比减少主要由于部分客户结算周期长导致回款变慢；2021 年同比增加主要系公司加大“两金”管控和货款催收力度、销售回款贡献。

图 13: 2016 年~2022Q1 公司经营净现金流



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 14: 2016 年~2022Q1 公司归母净利润与经营净现金流



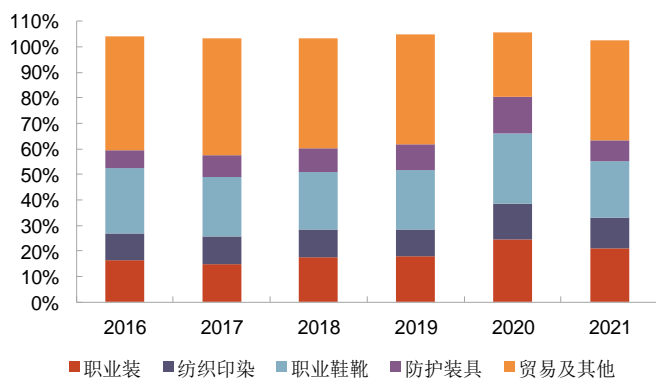
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

2、业务分拆: 职业装、职业鞋靴为主, 军品、民品收入波动

2.1、分行业来看, 四大业务板块协同发展

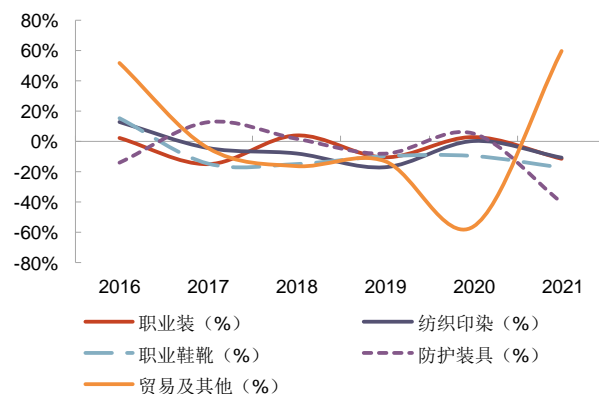
分行业看, 2021 年公司职业装、纺织印染、职业鞋靴、防护用具、贸易及其他收入占比分别为 21%、12%、22%、8%、39%, 收入分别同比-11.69%、-10.64%、-17.50%、-40.54%、+59.90%。2016 年以来除贸易及其他外, 公司其他板块收入占比稳定, 2020 年公司主动压缩低毛利率的贸易业务、该业务收入同比下滑 56.15%。

图 15: 2016~2021 年公司分行业收入占比 (%)



注: 由于分行业之间收入有所重叠, 故收入合计占比不是 100%
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

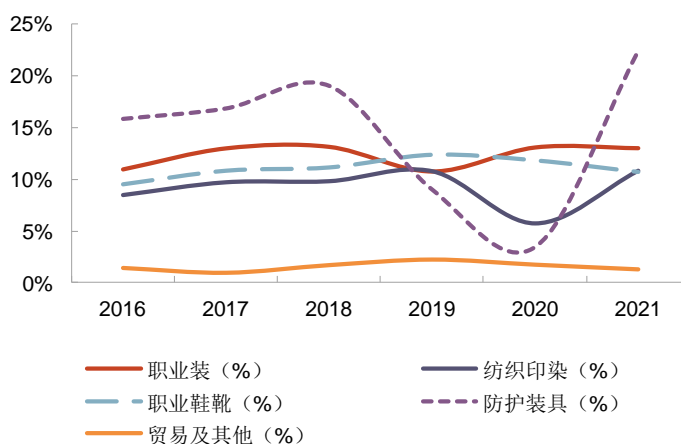
图 16: 2016~2021 年公司分行业收入同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

毛利率方面, 2016 年以来除贸易及其他外, 公司其他板块毛利率均呈现总体提升趋势。2021 年公司职业装、纺织印染、职业鞋靴、防护用具、贸易及其他毛利率分别为 13.03%、10.77%、10.74%、22.38%、1.31%, 相较于 2016 年分别+2.07、+2.32、+1.19、+6.55、-0.14PCT。此外防护装具 2021 年毛利率同比提升 18.89PCT、提升幅度较大, 主要系公司加大防护装备市场开拓力度, 发挥研发前置优势赢得了防护装备订单增长。

图 17: 2016~2021 年公司分行业毛利率走势



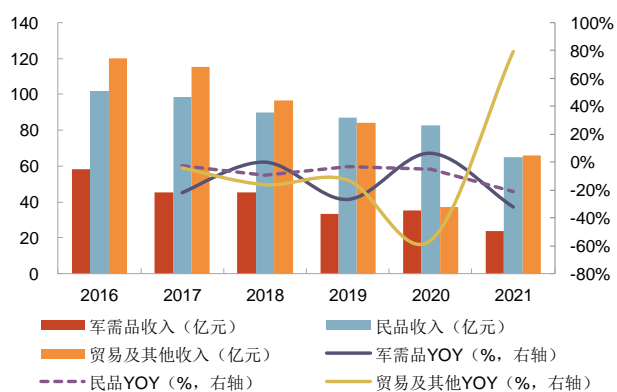
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

2.2、分产品来看, 军品、民品 21 年毛利率均有回升

分产品来看, 2016 年以来公司军需品收入波动较大, 其中 2019 年军需品收入同比下滑 26.88%、主要由于军队武警等采购单位消化库存、采购业务同比减少; 民品收入 2016 年以来均呈现下滑趋势。2021 年公司军需品、民品、贸易及其他收入占比分别为 16%、43%、44%, 收入分别同比-32.27%、-21.44%、+79.20%。

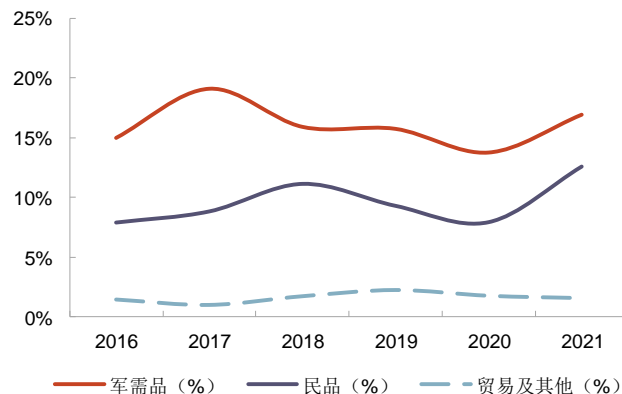
毛利率方面, 2016 年以来公司军需品、民品毛利率均呈先走低、后改善提升的趋势, 2021 年相较于 2016 年分别提升 1.95PCT、4.69PCT。2021 年公司军需品、民品、贸易及其他毛利率分别为 16.91%、12.60%、1.56%, 分别同比+3.18%、+4.66%、-0.20PCT。其中军需品、民品毛利率提升主要系公司产品结构优化、高毛利率订单占比提升, 以及降本增效贡献。随着公司进一步落实聚焦主业、加强实业的发展战略, 公司会主动压缩低毛利率的贸易业务。

图 18: 2016~2021 年公司分产品收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 19: 2016~2021 年公司分产品毛利率走势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

3、行业分析：职业装前景广阔，军品规模随国防支出提升

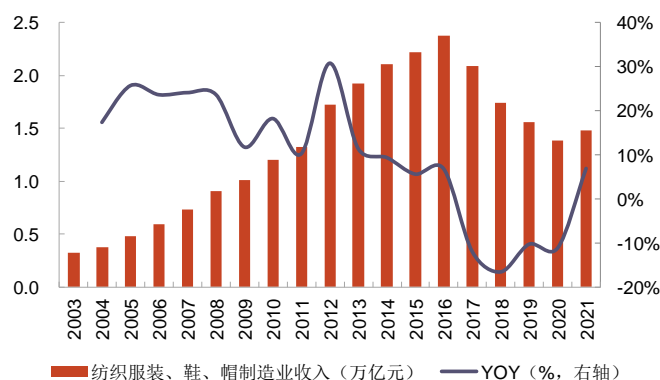
3.1、纺织行业集中度低、竞争激烈，龙头份额较低

纺织行业属于劳动密集型行业，行业集中度低、市场竞争激烈，易受世界经济、贸易环境变化的影响。我国拥有较高纺织专业技术水平和大量的廉价劳动力，在纺织贸易中拥有较强的竞争优势，成为纺织工业中主要的生产、加工及出口国。

近年来我国纺织行业总体收入以及利润均呈现下滑趋势，根据国家统计局，我国纺织服装、鞋、帽制造业收入自 2016 年起持续萎缩，2016~2021 年年复合增速为-8.99%、利润总额年复合增速为-11.67%，行业利润率自 2010 年后呈现持续下降趋势，2021 年行业利润率为 5.18%、相较于 2011 年的最高值 7.20%下降 2.02PCT。

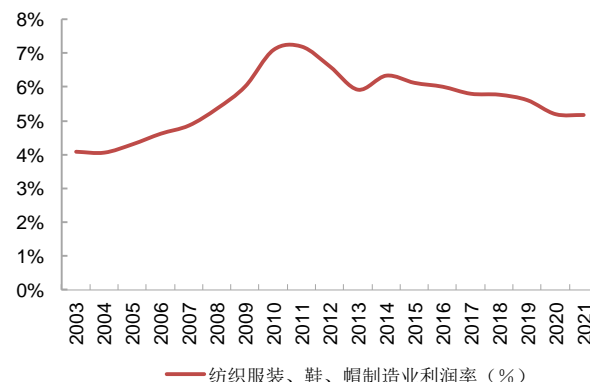
同时，我国纺织行业高度分散，举例来看，针织服装制造龙头申洲国际 2021 年收入 238.45 亿元，占我国纺织服装、鞋、帽制造业收入的 1.61%，龙头份额仍较低。随着国内外经济环境变化、疫情、海外纺织产业发展等内外部因素影响，我国纺织产业的优胜劣汰预计持续推进，头部企业具有更强的抗风险能力。

图 20：2003~2021 年我国纺织服装、鞋、帽制造业收入及同比增速



资料来源：Wind、国家统计局，光大证券研究所整理

图 21：2003~2021 年我国纺织服装、鞋、帽制造业利润率走势



资料来源：Wind、国家统计局，光大证券研究所整理

3.2、职业装市场前景广阔、空间较大

公司产品属于职业装，是指由组织根据一定的目的、特定的形态、着装的要求所使用的，在特定的场所为特定目的穿用，以表现其职业特征。根据穿着对象不同，一般分为职业制服、职业工装和职业时装三大类。

表 2：职业服装分类

种类	简介
职业制服	一般用于军队、武警、国家统一着装部门（包括公安、工商、税务、海关等）、商业性机构（铁路、邮政、航空、航运、银行等）、公用事业与非营利性机构（学校、医院、体育等）等行业。
职业工装	主要用于对着装的功能性要求较高的工厂一线生产工人、户外作业人员及特殊环境工作者，具有防静电、抗紫外线、防化学腐蚀、耐高温等防护作用。
职业时装	商业行为和商业活动中最为流行的一种服饰，它是兼具职业装与时装特点的一类服装。它需要有一定的穿着场合，有着很明显的流行性，以西服化为主导流行趋势。

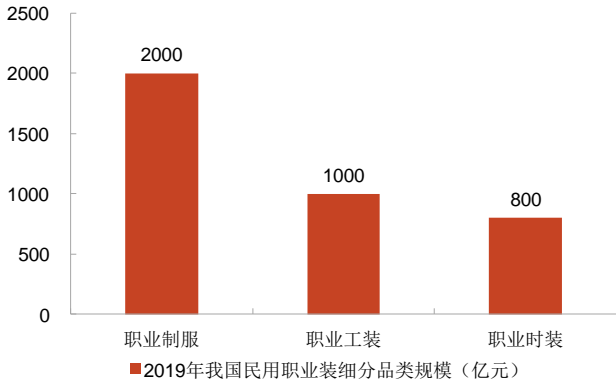
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

根据立鼎产业研究中心统计，2019 年我国民用职业装市场规模总量约为 3800 亿元，其中职业制服规模约为 2000 亿元、职业工装规模约为 1000 亿元、职业

时装规模约为 800 亿元。职业制服中公用事业、商业性机构、国家统一着装部门市场规模分别约为 1000 亿元、900 亿元、100 亿元。

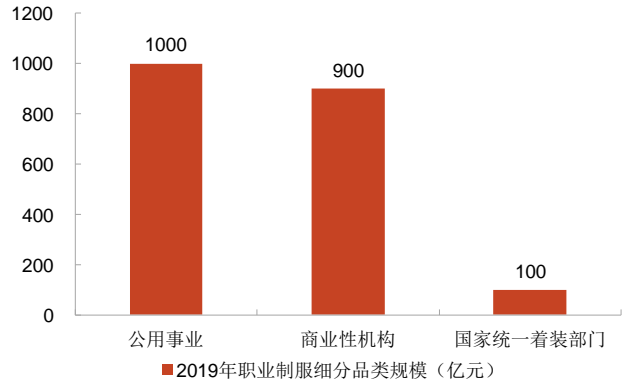
对职业装需求较大的主要来自以服务业为主的第三产业，随着我国经济发展，第三产业就业人数呈提升趋势、且占比亦在逐年提高，2021 年我国第三产业就业人数为 3.59 亿人、相较 2010 年的 2.63 亿人有明显提升，且第三产业就业人数占总就业人数的比重为 48.00%、相较 2010 年提升 13.4 PCT。

图 22：2019 年我国民用职业装细分品类市场规模



资料来源：立鼎产业研究中心《2019 年版中国民用职业装行业现状发展及前景趋势研究报告》，光大证券研究所整理

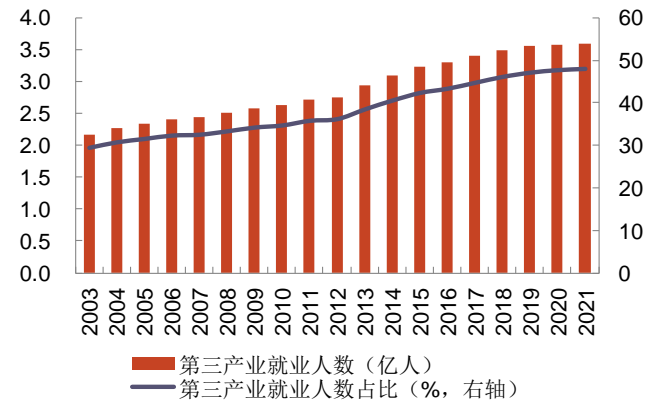
图 23：2019 年职业制服细分品类市场规模



资料来源：立鼎产业研究中心《2019 年版中国民用职业装行业现状发展及前景趋势研究报告》，光大证券研究所整理

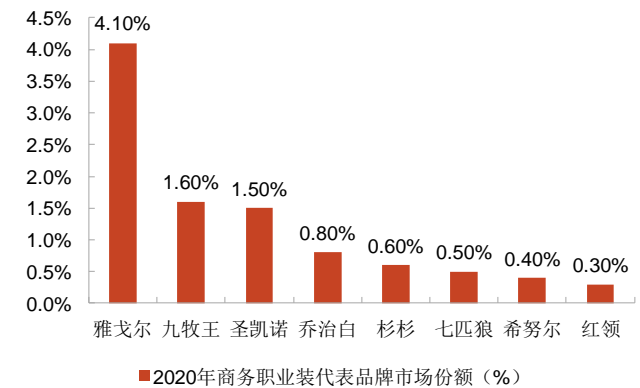
竞争格局方面，分军警职业装和普通职业工装来看，军警职业装市场进入壁垒较高，际华集团处于行业领先地位，2020 年公司占有军需品（包括服装、鞋、帽、配饰等）市场 60%左右的份额。普通职业工装进入壁垒相对较低，市场竞争较为激烈，例如，2020 年根据华经产业研究院统计，按收入计前三大品牌雅戈尔、九牧王、圣凯诺在商务职业装市场中市占率分别为 4.10%、1.60%、1.50%，头部品牌份额不高。

图 24：2003~2021 年我国第三产业就业人数及占比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 25：按收入计 2020 年商务职业装代表品牌市场份额



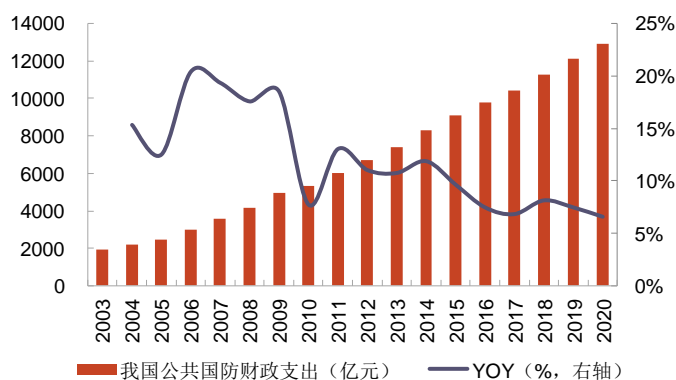
资料来源：华经产业研究院《2021-2026 年中国职业装市场调查研究及行业投资潜力预测报告》，光大证券研究所整理

3.3、军品空间随国防支出稳步成长

根据国家统计局，2015~2020 年我国公共国防财政支出年复合增速为 7.29%，2020 年我国公共国防财政支出为 1.29 万亿元、同比增长 6.57%。随着我国国防支出持续增长，未来军需品规模将逐步提升。

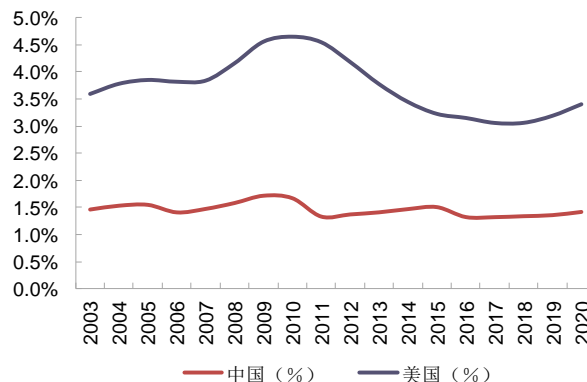
与美国相比，我国国防支出占 GDP 的比重较低。2020 年我国公共国防财政支出占 GDP 的比重为 1.42%，而美国为 3.40%。军队建设为我国现代化建设的战略任务，作为与军队建设密切相关的军需品，未来预计也将稳步增长。

图 26: 2003~2020 年我国公共国防财政支出及同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 27: 2003~2020 年我国与美国国防支出占 GDP 比重的变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

4、公司亮点分析

4.1、军需品市场龙头、品牌影响力强

公司在军需品市场占据领先地位，且拥有突出的品牌影响力。公司前身为军需保障性企业，自成立伊始就从事军需业务，作为中国军队、武警部队军需品采购的核心供应商，在军需品以及国家统一着装部门制服市场占有较大的市场份额。公司控股股东新兴际华集团直属国务院国资委管理，央企背景可为际华集团带来良好的信用背书和稳定且高质量的军需品及民品客户资源。公司拥有军需品出口资质，具有全产品系列、全战区覆盖、全过程服务的综合保障能力，经过多年发展建立了独特的商业模式、领先的行业地位、完整的产业链以及突出的规模优势。

依托在军需品市场的影响力和产品品质，公司在民用职业服饰市场的影响力也在不断提升，在统一着装部门制服市场及央企、大中型企业工装、行业制服、劳保配装等市场的份额不断扩大。

公司长期以来切实履行央企责任，发挥服务国防、保障军需、应急救援的先锋队、主力军作用，圆满完成历次阅兵等重大保障任务，在抗疫攻坚战中表现突出，有力地提升了公司品牌形象。2021 年在世界品牌实验室举办的“亚洲品牌大会”上，“际华”品牌位列“亚洲品牌 500 强”第 283 位。短期来看，在国内疫情波动的大环境下，同业中的中小企业洗牌加速，公司则拥有更强的抗风险能力。

图 28: 公司主要合作伙伴



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

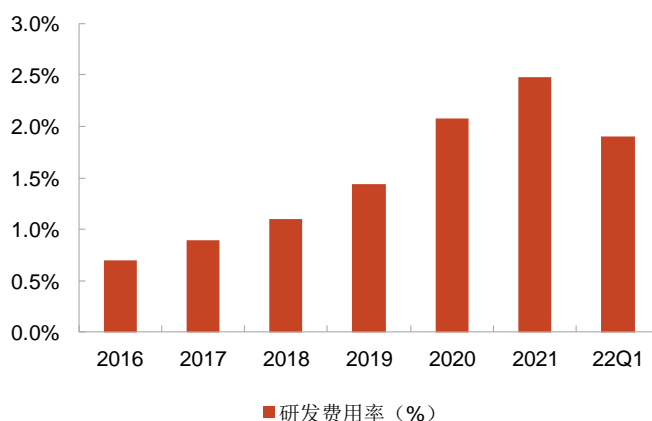
4.2、研发体系完备、研发能力不断提升

近年来公司不断加大研发投入和技术攻关力度，2016~2021 年公司研发费用率由 0.70%提升至 2.48%。目前公司已经形成了以系统工程中心（研究总院）为牵引，下设纺织印染、职业装、皮革皮鞋、防护装具四个专业研究院为支撑的上下协同、高效联动的统一研发创新体系，系统工程中心（研究总院）成为公司整合内部和外部科研资源，开展核心关键技术研发的平台。

公司共拥有 2 家国家级企业技术中心分中心、2 家国家级工业设计中心、1 个博士后科研工作站、1 个博士后科研流动站协作研发中心等研究设计中心。良好的研发体系为公司重大项目的研发设计、关键材料和技术的攻关以及产品质量和性能的不提升提供了可靠的技术保障。

此外公司已拥有横跨军需品、民品两大领域的高精尖产品，包括功能性职业装、功能性野战鞋靴、功能性印染色布以及特种防护装备等，进而形成一批市场成长性好的高科技含量、高附加值产品群。

图 29：2016 年~2022Q1 公司研发费用率走势



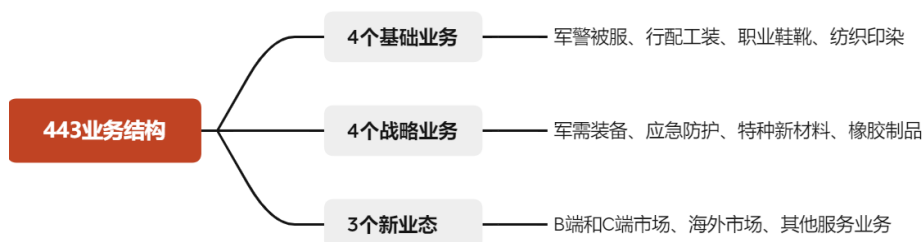
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.3、十四五战略明确、全面推进国企改革和业务升级

2018 年以来公司持续剥离非主业或效益较差的业务，进一步聚焦主业、优化业务和资产结构。2018 年公司因国内品牌服装竞争激烈主动关闭了“JH1912”自主品牌门店；2019 年公司完成邢台财富中心地产开发项目的挂牌转让、岳阳际华置业土地使用权的政府收储转让、亏损企业际华 3523 公司股权和债权的转让、非主营医药业务剥离；2020 年公司对外转让部分经营未达预期的际华园项目、持续推进海外业务的收缩和退出。2021 年公司业绩同比大幅减亏，优化业务效果有所体现。

公司发布了“十四五”战略规划，明确抓住科技兴企和品牌强企两个关键，布局三大业务，构建“443”业务结构，进一步聚焦实业、做强主业，坚持专业化分工、集约化生产、差异化管控，实现产业升级、产品升级、管理升级、装备升级和服务升级。其中“443”业务结构指：4 个基础业务，包含军警被服、行配工装、职业鞋靴及纺织印染业务；4 个战略业务，包含军需装备、应急防护、特种新材料、橡胶制品；3 个新业态，指线上 B 端和 C 端市场、海外市场及其他服务业务。

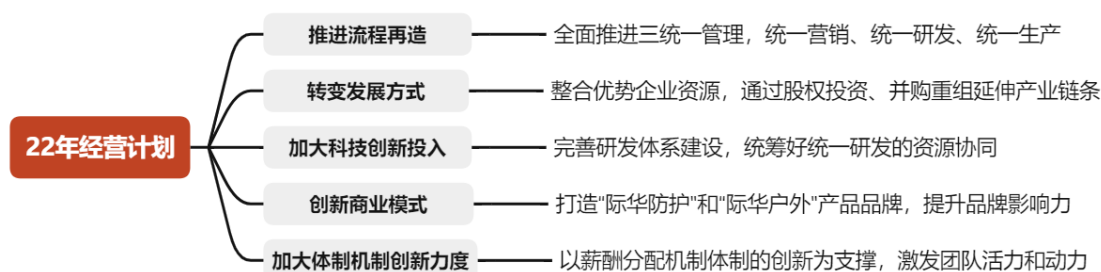
图 30：“十四五”规划 443 业务结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

从长期规划的落地方面，2022 年公司计划在 5 个方面展开：1) 全面推进“统一营销、统一研发、统一生产”。公司原有四大业务板块，包括职业装、职业鞋靴、纺织印染和防护装具，每个业务板块有若干子公司在同一市场参与竞争、削弱了整体竞争力，且每家公司独立经营、未能形成互补。在“三统一”管理下，公司将统一管理各个业务板块的子公司，由公司统一竞标，再根据各家子公司的优势合理安排生产，进而实现协同效应，提升总体的竞争力；2) 转变发展方式，充分发挥上市公司平台优势，围绕强链、补链、延链的主业服务目标，整合优势企业资源，通过股权投资、并购重组延伸产业链条、培育竞争实力；3) 继续加大科技创新投入，统筹好统一研发的资源协同；4) 创新商业模式，打造“际华防护”和“际华户外”产品品牌，提升品牌影响力；5) 继续加大机制创新力度，以薪酬分配机制创新为支撑，激发团队活力和动力。

图 31：公司 2022 年经营计划



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

5、盈利预测与估值

5.1、关键假设及盈利预测

公司 22Q1 业绩已经出现拐点，收入、归母净利润分别同比提升 22.70%、867.74%，22 年上半年业绩预告归母净利润同比提升 424.31~471.97%，显示业绩和盈利能力正在稳步改善中，改革升级效益正在不断释放。

我们分产品拆分预测了公司未来收入，军需品市场方面，公司目前精力集中在军队的被装生产方面，且 21 年核心客户订单需求继续改善，在军品、携行装备等方面均有拓展规模较大的订单，22H1 军需品订单承揽量同比亦大幅增加，我们预计未来随着订单情况改善，军需品收入增速有望加快、收入规模将呈现回升，

预计军需品业务 2022~2024 年收入增速分别为 15.00%/20.00%/16.00%；民品市场方面，公司积极开拓重点客户，提升在工装、行配领域的市场份额，我们预计民品 2022~2024 年收入增速分别为 8.00%/12.00%/9.00%；贸易及其他方面，2015 年以来公司持续压缩贸易业务，且公司近年来强调聚焦主业，预计未来贸易及其他收入增长将逐步放缓，我们预计 2022~2024 年收入增速分别为 5.00%/4.00%/3.00%。

毛利率方面，随着公司不断在军需品和民品领域拓展与巩固高毛利率、订单质量较优的客户、优化产品结构，毛利率预计将逐步提升。我们预计 2022~2024 年公司总体的毛利率水平分别为 9.79%、10.31%、10.79%。

费用率方面，公司管理层换届后，在降本增效方面改革力度较大，预计公司总体销售、管理费用率均呈稳中略降趋势，我们预计 2022~2024 年公司总体销售费用率分别为 1.80%/1.78%/1.72%，管理费用率分别为 4.50%/4.45%/4.30%，研发费用率稳定在 2.40%。

综上，我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 166.91/183.36/197.70 亿元、同比增长 7.72%、9.86%、7.82%；归母净利润分别为 3.94/5.28/6.75 亿元，分别同比扭亏、增长 33.80%、增长 27.85%。

表 3：公司分产品收入预测

分产品	指标	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
军需品	收入 (百万元)	4529.71	3312.23	3511.58	2378.30	2735.05	3282.06	3807.19
	YOY (%)	-0.30%	-26.88%	6.02%	-32.27%	15.00%	20.00%	16.00%
	毛利率 (%)	15.89%	15.72%	13.73%	16.91%	17.81%	18.21%	18.61%
民品	收入 (百万元)	8968.73	8679.07	8248.14	6479.82	6998.20	7837.99	8543.41
	YOY (%)	-9.18%	-3.23%	-4.97%	-21.44%	8.00%	12.00%	9.00%
	毛利率 (%)	11.15%	9.31%	7.94%	12.60%	13.40%	13.70%	14.00%
贸易及其他	收入 (百万元)	9659.45	8418.85	3691.72	6615.66	6946.45	7224.31	7441.03
	YOY (%)	-16.14%	-12.84%	-56.15%	79.20%	5.00%	4.00%	3.00%
	毛利率 (%)	1.72%	2.25%	1.76%	1.56%	1.46%	1.47%	1.48%
营业收入 (亿元)		226.77	211.54	149.54	154.94	166.91	183.36	197.70
YOY (%)		-10.86%	-6.72%	-29.31%	3.61%	7.72%	9.86%	7.82%
归母净利润 (亿元)		-0.68	0.63	-7.76	-1.66	3.94	5.28	6.75
YOY (%)		—	—	—	—	—	33.80%	27.85%
EPS (元)		-0.02	0.01	-0.18	-0.04	0.09	0.12	0.15
毛利率 (%)		8.81%	8.81%	8.81%	9.19%	9.79%	10.31%	10.79%
销售费用率 (%)		2.23%	2.59%	1.72%	1.92%	1.80%	1.78%	1.72%
管理费用率 (%)		3.74%	3.99%	5.57%	4.79%	4.50%	4.45%	4.30%
研发费用率 (%)		1.10%	1.44%	2.07%	2.48%	2.40%	2.40%	2.40%
财务费用率 (%)		0.92%	0.58%	1.02%	-0.14%	-0.15%	-0.15%	-0.16%
归母净利率 (%)		-0.30%	0.30%	-5.19%	-1.07%	2.36%	2.88%	3.41%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5.2、 相对估值

横向对比可比公司，我们选取多家 A 股纺织服装细分行业代表上市公司，其中雅戈尔、海澜之家、报喜鸟、九牧王、乔治白主营业务包含职业装；盛泰集团主营纺织面料与成衣制造；康隆达主要生产劳动防护手套、兴业科技的产品包括军用皮革，南山智尚主营职业装、同时其超高分子聚乙烯项目可用于国防军需装备的生产，三者均与际华集团的军需品及民品业务有一定重合。截至 2022 年 7 月 22 日，2022~2024 年可比公司 PE 估值均值分别为 15 倍/11 倍/9 倍，际华集团分别为 38 倍/28 倍/22 倍、高于可比公司平均水平。

考虑到公司在新的管理层带领下，“十四五”发展战略与规划明确，业绩有望逐步迎来复苏，且 2022 年上半年业绩预告显示，公司业绩已现拐点、利润端同比增长超 4 倍。未来随着业绩修复，公司业绩增速预计高于同业，应享有一定的估值溢价。

表 4：可比公司估值比较

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE					21~24 年 3 年 归母净利润 CAGR
				20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E	
600177.SH	雅戈尔	302.73	6.54	1.56	1.11	1.04	1.16	1.30	4	6	6	6	5	5%
600398.SH	海澜之家	197.84	4.58	0.41	0.58	0.61	0.70	0.79	11	8	8	7	6	11%
603665.SH	康隆达	81.00	50.41	0.49	-0.96	1.47	3.43	5.34	103	NA	34	15	9	NA
605138.SH	盛泰集团	66.78	12.02	0.59	0.52	0.71	0.91	1.10	20	23	17	13	11	29%
002154.SZ	报喜鸟	59.25	4.06	0.30	0.38	0.39	0.48	0.56	14	11	10	9	7	14%
601566.SH	九牧王	47.81	8.32	0.64	0.34	0.49	0.68	0.73	13	24	17	12	11	29%
300918.SZ	南山智尚	32.54	9.04	0.24	0.42	0.52	0.63	0.75	38	22	17	14	12	21%
002674.SZ	兴业科技	32.34	11.08	0.40	0.62	0.72	0.87	0.99	28	18	15	13	11	17%
002687.SZ	乔治白	22.74	4.48	0.41	0.53	0.43	0.52	0.62	11	8	10	9	7	5%
同业平均		—	—	—	—	—	—	—	27	15	15	11	9	—
601718.SH	际华集团	148.44	3.38	-0.18	-0.04	0.09	0.12	0.15	NA	NA	38	28	22	NA

资料来源：可比公司取自 Wind 一致预期，际华集团数据为光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-22

5.3、估值结论与投资评级

际华集团为国内最大的军需用品企业，近年来公司处于业务调整阶段，聚焦主业、剥离非主业或效益较差的业务。公司制定了“十四五”发展战略与规划，在新一届管理团队的带领下，预计将逐步走出低谷、业绩表现有望迎来复苏。我们预测公司 2022~2024 年营业收入分别为 166.91/183.36/197.70 亿元，归母净利润分别为 3.94/5.28/6.75 亿元，EPS 分别为 0.09/0.12/0.15 元，当前股价对应的 2022~2024 年 PE 分别为 38 倍、28 倍、22 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,954	15,494	16,691	18,336	19,770
营业收入增长率	-29.31%	3.61%	7.72%	9.86%	7.82%
净利润 (百万元)	-776	-166	394	528	675
净利润增长率	-	-	-	33.80%	27.85%
EPS (元)	-0.18	-0.04	0.09	0.12	0.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	-4.55%	-0.98%	2.28%	2.96%	3.64%
P/E	-	-	38	28	22
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-22

6、风险分析

行业政策变动风险

公司所面对的军需品市场和行配工装市场受到国家政策和行业规划的影响，相关政策变化会影响行业的发展空间及市场环境，也会直接影响相关单位的招标采购需求，进而对公司的生产经营带来影响。

国内疫情反复风险

近期疫情仍有所反弹，若后续疫情防控不当，公司生产或将受到不利影响。同时受疫情影响部分产品招投标活动可能会取消或延后，进而导致公司订单量不足，业绩承压。

竞争加剧的风险

在行配工装、应急保障市场，因市场容量巨大，近年来随着参与供应商数量的不断增加，竞争也愈发激烈。如果公司未能积极响应市场变化、提高产品质量，持续加大科技创新和新产品研发力度，可能会失去部分市场份额，进而使公司业绩受到不利影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,954	15,494	16,691	18,336	19,770
营业成本	13,637	14,070	15,057	16,446	17,638
折旧和摊销	447	383	387	402	414
税金及附加	104	96	103	113	122
销售费用	257	298	300	326	340
管理费用	833	743	751	816	850
研发费用	310	384	401	440	474
财务费用	152	-22	-25	-28	-32
投资收益	55	11	33	33	33
营业利润	-512	-294	338	495	668
利润总额	-833	-267	338	495	668
所得税	-3	58	51	74	100
净利润	-830	-325	287	421	568
少数股东损益	-54	-160	-107	-107	-107
归属母公司净利润	-776	-166	394	528	675
EPS(元)	-0.18	-0.04	0.09	0.12	0.15

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	148	1,152	1,281	1,536	1,771
净利润	-776	-166	394	528	675
折旧摊销	447	383	387	402	414
净营运资金增加	-1,376	-797	-291	659	2,236
其他	1,854	1,732	790	-53	-1,553
投资活动产生现金流	-108	22	-77	-77	-127
净资本支出	-289	-464	-110	-110	-160
长期投资变化	81	77	0	0	0
其他资产变化	99	409	33	33	33
融资活动现金流	-138	-1,262	-2,468	-15	1,457
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	244	-928	-2,493	-44	1,425
无息负债变化	-520	-473	533	402	522
净现金流	-117	-92	-1,265	1,443	3,101

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	8.8%	9.2%	9.8%	10.3%	10.8%
EBITDA 率	4.9%	3.1%	3.6%	4.1%	4.7%
EBIT 率	1.8%	0.5%	1.2%	1.9%	2.6%
税前净利润率	-5.6%	-1.7%	2.0%	2.7%	3.4%
归母净利润率	-5.2%	-1.1%	2.4%	2.9%	3.4%
ROA	-2.8%	-1.1%	1.1%	1.5%	1.9%
ROE (摊薄)	-4.5%	-1.0%	2.3%	3.0%	3.6%
经营性 ROIC	0.8%	1.3%	1.0%	1.7%	2.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	43%	40%	36%	36%	39%
流动比率	2.57	1.81	2.10	2.14	1.99
速动比率	2.09	1.39	1.54	1.59	1.55
归母权益/有息债务	3.10	3.69	8.28	8.72	5.33
有形资产/有息债务	4.93	5.58	11.47	12.13	7.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	30,023	28,299	26,626	27,406	29,920
货币资金	7,076	6,606	5,341	6,784	9,885
交易性金融资产	62	48	48	48	48
应收账款	3,230	2,077	2,053	2,054	2,030
应收票据	26	3	3	3	3
其他应收款 (合计)	3,752	3,189	2,804	2,215	1,967
存货	3,441	3,785	4,013	4,164	4,221
其他流动资产	893	852	891	946	818
流动资产合计	18,481	16,559	15,153	16,214	18,973
其他权益工具	827	829	829	829	829
长期股权投资	81	77	77	77	77
固定资产	3,867	3,704	3,855	3,903	3,888
在建工程	1,519	1,693	1,347	1,088	927
无形资产	2,578	2,471	2,398	2,328	2,261
商誉	3	3	3	3	3
其他非流动资产	2,667	2,963	2,963	2,963	2,963
非流动资产合计	11,542	11,740	11,473	11,191	10,948
总负债	12,834	11,433	9,472	9,831	11,778
短期借款	515	531	504	468	397
应付账款	3,069	2,856	3,313	3,618	4,057
应付票据	698	415	452	493	529
预收账款	16	20	21	23	25
其他流动负债	2,903	5,350	2,933	2,978	4,520
流动负债合计	7,202	9,172	7,222	7,581	9,528
长期借款	73	82	82	82	82
应付债券	4,881	1,507	1,496	1,496	1,496
其他非流动负债	677	672	672	672	672
非流动负债合计	5,632	2,261	2,250	2,250	2,250
股东权益	17,190	16,866	17,154	17,575	18,142
股本	4,392	4,392	4,392	4,392	4,392
公积金	8,378	8,405	8,444	8,497	8,564
未分配利润	4,368	4,190	4,545	5,019	5,627
归属母公司权益	17,076	16,915	17,309	17,836	18,511
少数股东权益	114	-48	-155	-262	-369

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.72%	1.92%	1.80%	1.78%	1.72%
管理费用率	5.57%	4.79%	4.50%	4.45%	4.30%
财务费用率	1.02%	-0.14%	-0.15%	-0.15%	-0.16%
研发费用率	2.07%	2.48%	2.40%	2.40%	2.40%
所得税率	0%	-22%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.03	0.26	0.29	0.35	0.40
每股净资产	3.89	3.85	3.94	4.06	4.22
每股销售收入	3.41	3.53	3.80	4.18	4.50

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	-	-	38	28	22
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	24.6	36.3	26.4	20.4	17.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE