

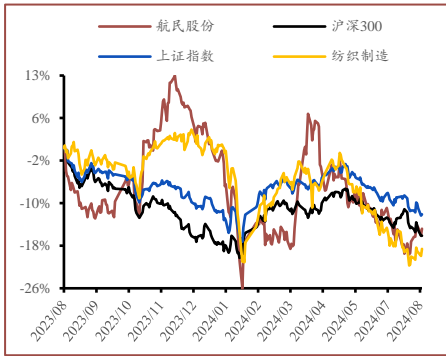
## 印染主业加速修复，黄金业务支撑增长

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2024-08-06</b>
收盘价(元)	6.85
流通股本(亿股)	10.51
每股净资产(元)	6.00
总股本(亿股)	10.51

最近 12 月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001  
yujian@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **纺织产业景气度回升，公司主业持续修复：**公司深耕印染行业多年，积极开拓市场，印染收入从 2016 年 29 亿元增长至 2023 年 40 亿元，在行业存量竞争背景下 CAGR 近 5%。2024 年上半年纺织经济运行平稳，根据中国纺织工业联合会数据，二季度纺织行业综合景气指数为 63.3%，连续 6 个季度位于 50% 以上的扩张区间，伴随下游纺织制造景气度改善，出口明显回暖，公司有望依托多年的技术及规模优势，推动盈利优化、主业修复。
- ❖ **印染行业持续调整，公司受益于行业格局优化：**印染行业政策环境、能耗约束、智能化变革、供应链重塑等因素驱动下，淘汰落后产能，格局加速优化，2016 年公司印染业务收入相对规上印染企业收入占比约为 0.74%，2023 年已提升至约 1.34%。公司印染为主业，上下游配套产业协同高效，降本增效下公司毛利率保持在 20% 以上，盈利能力持续领先行业。公司配套热电及污水处理设施，能耗双控对公司影响较小，同时公司生产端通过多年持续的数字化智能化改造，能够适应行业需求变化快速响应。
- ❖ **拓展黄金珠宝业务，中长期受益于黄金消费高景气：**2018 年公司并购航民百泰拓展黄金首饰加工业务，2023 年签署协议收购深圳尚金缘 65% 股权，拓展黄金珠宝批发业务，强化公司黄金珠宝产业链布局。公司为国内黄金首饰加工量前十大企业，与终端品牌保持稳定合作，黄金珠宝业务年产能达到 80 吨，2023 年公司黄金珠宝业务收入 53.3 亿元，同比增长 6%。2023 年伦敦金现价格上涨超 12%，金价上行带动终端消费高景气，2023 年金饰消费需求同比增长 10%；2024 年 3 月金价快速上行后，Q2 金价保持高位，叠加美联储降息预期、地缘风险等因素，中长期金价有望保持强势，支撑黄金消费景气度。
- ❖ **投资建议：**公司龙头地位稳固，主业持续修复。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 105.22/116.97/124.42 亿元，归母净利润 7.55/8.24/9.16 亿元，对应当前 PE 分别为 9.53/8.73/7.86 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**下游需求不及预期；环保政策趋严；宏观经济波动等

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9570	9666	10522	11697	12442
收入增长率(%)	0.83	1.00	8.85	11.17	6.37
归母净利润(百万元)	658	685	755	824	916
净利润增长率(%)	-1.29	4.13	10.24	9.13	11.08
EPS(元/股)	0.63	0.65	0.72	0.78	0.87
PE	11.51	13.48	9.53	8.73	7.86
ROE(%)	11.33	11.09	11.42	11.57	11.85
PB	1.31	1.49	1.09	1.01	0.93

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 06 日收盘价计算）

## 内容目录

1	航民股份：老牌印染龙头，开启印染+黄金双主业 .....	5
1.1	深耕浙江印染起家，持续拓宽业务体系 .....	5
1.2	聚焦印染+黄金主业，配套业务持续改进 .....	6
2	印染产业发展成熟，环保政策促进行业格局优化 .....	8
2.1	印染行业的供给侧改革：持续出清推动行业集中度提升 .....	9
2.2	需求修复盈利好转，但印染行业亏损面较纺服行业均值高 .....	11
2.3	纺织印染上下游形成较稳定的产业聚集，向外转移较缓慢 .....	13
2.4	出口逐步修复，内需变化是当前产业主要增长动力 .....	13
3	航民股份：深耕印染业务多年，技术领先行业 .....	14
3.1	印染行业为纺织中间环节，强调技术与管理能力 .....	14
3.2	公司印染配套产业齐全，受成本波动冲击较小 .....	16
3.3	市占有所提升，管理、技术优势推动盈利能力领先 .....	17
4	开拓第二主业，黄金珠宝业务空间广阔 .....	19
4.1	黄金珠宝产业高景气度 .....	19
4.2	收购优质黄金珠宝企业，加快业务拓展 .....	20
5	盈利预测与投资建议 .....	24
5.1	盈利预测 .....	24
5.2	投资建议 .....	26
6	风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1.	公司发展历程 .....	5
图 2.	公司实控人为杭州萧山航民村资产经营中心 .....	6
图 3.	2021 年以来公司营收保持稳健（亿元） .....	6
图 4.	2021 年以来公司利润呈恢复趋势（亿元） .....	6
图 5.	双主业支撑收入增长（亿元） .....	7
图 6.	公司费用率控制得当 .....	7
图 7.	2023 年我国印染行业产能 558.8 亿米 .....	8
图 8.	2010 年开始淘汰落后产能（亿米） .....	10

图 9. 规上印染企业主要集中于“华东五省” .....	10
图 10. 我国拥有排污权的纺服行业细分 .....	10
图 11. 包含印染业在内的纺织业固定资产投资增速放缓（亿元） .....	11
图 12. 规模以上印染企业收入 .....	12
图 13. 规模以上印染企业利润 .....	12
图 14. 规上印染企业亏损面较高（户） .....	12
图 15. 印染八大类产品出口相对稳定 .....	14
图 16. 规模以上印染企业内销占比较高 .....	14
图 17. 印染产业链上下游 .....	14
图 18. 纺织染整工艺生产流程及产污环节 .....	15
图 19. 公司业务以织物染色为主 .....	16
图 20. 公司印染业务成本构成 .....	16
图 21. 公司配套业务完善 .....	17
图 22. 公司在规模以上印染企业的市场份额 .....	18
图 23. 规模以上印染企业亏损数量（家） .....	18
图 24. 纺织业务收入（亿元） .....	18
图 25. 印染纺织业务毛利润（亿元） .....	18
图 26. 印染业务毛利率高于同业 .....	19
图 27. 印染业务销量及单价稳定 .....	19
图 28. 上海黄金现货价格: Au9999（元/g） .....	19
图 29. COMEX 黄金期货收盘价（美元/盎司） .....	19
图 30. 中国黄金消费量（吨） .....	20
图 31. 中国黄金首饰消费量（吨） .....	20
图 32. 重点黄金珠宝品牌总资产周转率变动（次） .....	20
图 33. 2023 年重点黄金珠宝品牌收入及利润增速 .....	20
图 34. 公司黄金珠宝业务收入（亿元） .....	21
图 35. 公司黄金珠宝业务毛利润（亿元） .....	21
图 36. 公司黄金业务销量及库存(吨) .....	21
图 37. 公司黄金珠宝业务毛利率水平对比同业 .....	22
图 38. 2023 年航民百泰收入 50.4 亿元 .....	22
图 39. 2023 年航民百泰净利润 0.98 亿元 .....	22
图 40. 公司黄金业务模式 .....	23
图 41. 公司库存黄金周转率较快 .....	24

图 42. 老凤祥库存黄金周转率.....	24
图 43. 深圳尚金缘收入（亿元）.....	24
图 44. 深圳尚金缘利润（亿元）.....	24
表 1. 2015 年后相关部门、机构颁布的纺织印染行业治污政策.....	9
表 2. 浙江重点纺织印染工业园区.....	13
表 3. 主流的三类印染模式.....	15
表 4. 公司主要子公司业务情况.....	17
表 5. 中国黄金委外加工厂商工费情况（元/g）.....	23
表 6. 盈利预测（百万元）.....	25
表 7. 费用率及税率预测.....	26
表 8. 可比公司估值.....	26

## 1 航民股份：老牌印染龙头，开启印染+黄金双主业

### 1.1 深耕浙江印染起家，持续拓宽业务体系

公司成立于1998年1月，2004年上市，当前已形成聚焦“纺织印染+黄金饰品”双主业发展，并以热电、非织造布生产、工业用水、污水处理及海运物流等产业相配套的业务体系，公司旗下“飞航”牌印染品、“航民首饰”均已成为行业知名商标，印染及黄金加工均位列行业前茅。

公司早期从印染业务起家，上市后通过并购拓展业务体系，逐渐形成以印染业务为核心，辅以印染相关配套产业协同的业务格局，成为中国“印染行业竞争力十强企业”。2018年公司收购航民百泰100%股权，发展黄金批发及加工业务；2023年收购深圳市尚金缘珠宝65%股权，进一步拓展珠宝业务布局，目前公司已成为国内黄金首饰产业重要生产基地。

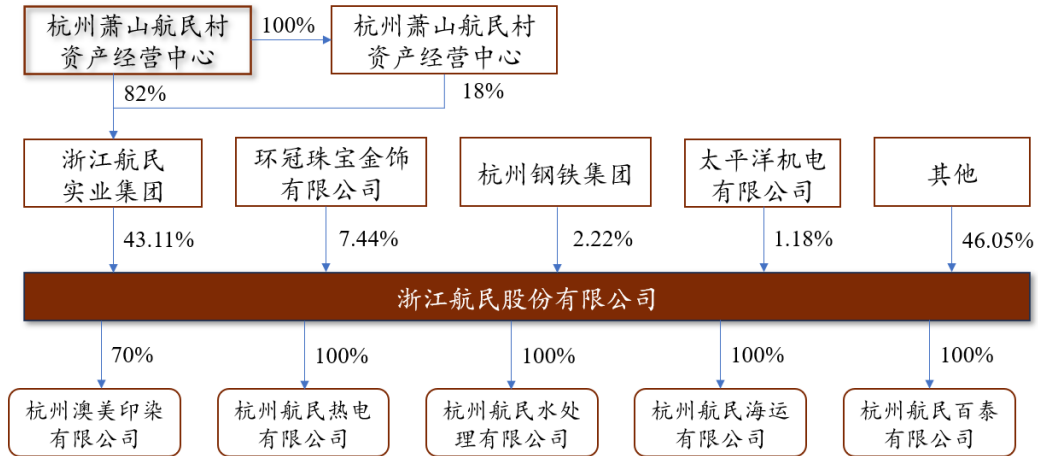
图1.公司发展历程



数据来源：公司公告、财通证券研究所

公司实控人为杭州萧山航民村资产经营中心，股权结构稳定。截至2023年12月31日，公司实际控制人为杭州萧山航民村资产经营中心，通过浙江航民实业集团控股43.11%，公司股权结构相对稳定，国有资产持股比例较高。

图2.公司实控人为杭州萧山航民村资产经营中心



数据来源：wind、财通证券研究所  
注：时间截止 2023.12.31

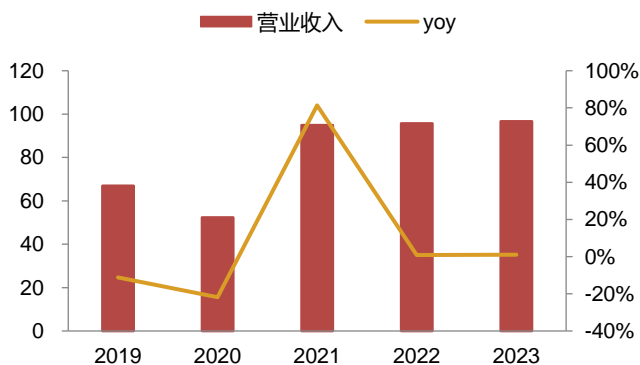
## 1.2 聚焦印染+黄金主业，配套业务持续改进

印染业为公司成立以来的核心主业。公司印染业务主要从事各类织造及非织造面料的染色、印花和后整理加工，旗下“飞航”牌印染产品已通过多项行业认证，公司也成为国内、国际优质服装品牌合格供应商。2023年，公司印染年加工规模为10.2亿米，实现收入37.93亿元(同比-0.54%)，利润总额5.8亿元(同比+1.77%)。

拓展黄金业务，双主业支撑公司经营稳健。2018年公司收购航民百泰100%股权后，逐渐转向“纺织印染+黄金饰品”的双主业模式，2023年公司黄金珠宝业务实现收入53.32亿元(同比+5.7%)，利润总额1.3亿元(同比+14.49%)。

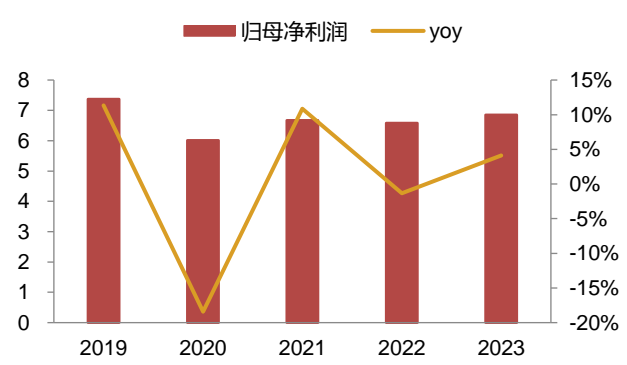
公司经营的印染及黄金加工、批发业务均处所属产业链的中间环节，纺织服饰行业、黄金珠宝行业均为成熟行业，因此公司业绩受到行业上下游影响较明显，2021年以来公司双主业呈修复趋势，营收及利润相对稳健。

图3.2021年以来公司营收保持稳健(亿元)



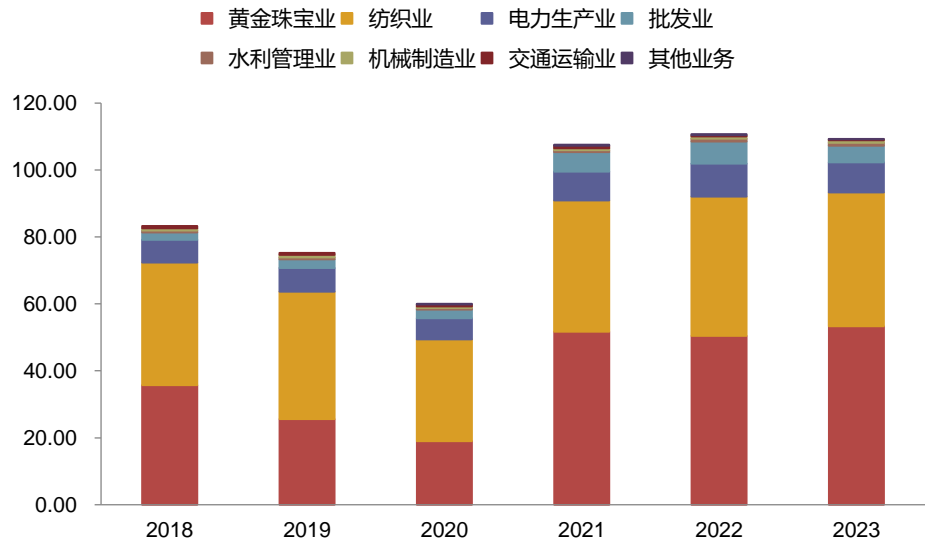
数据来源：wind、财通证券研究所

图4.2021年以来公司利润呈恢复趋势(亿元)



数据来源：wind、财通证券研究所

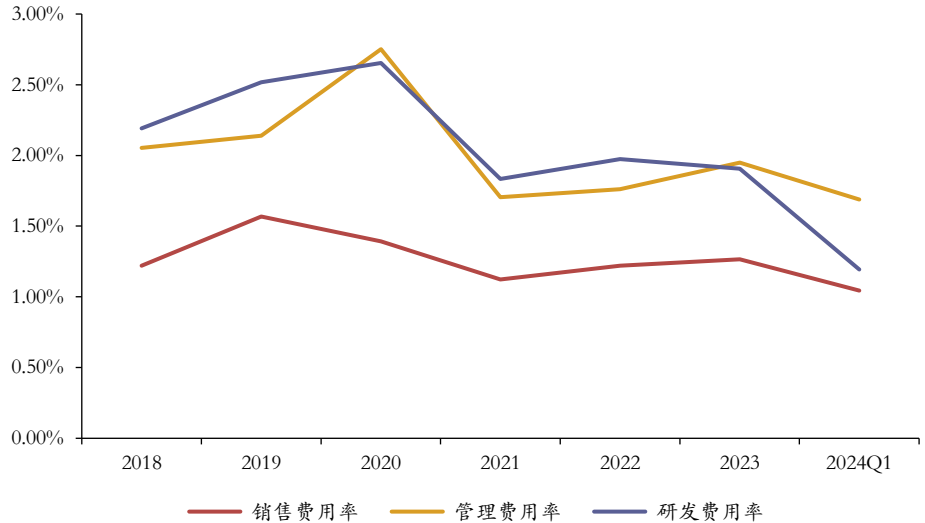
图5.双主业支撑收入增长（亿元）



数据来源：wind、财通证券研究所

费用端控制得当，期间费用率下行。2024年一季度，得益于纺服终端消费延续回暖趋势，公司经营效益向好，期间费用率下行。

图6.公司费用率控制得当

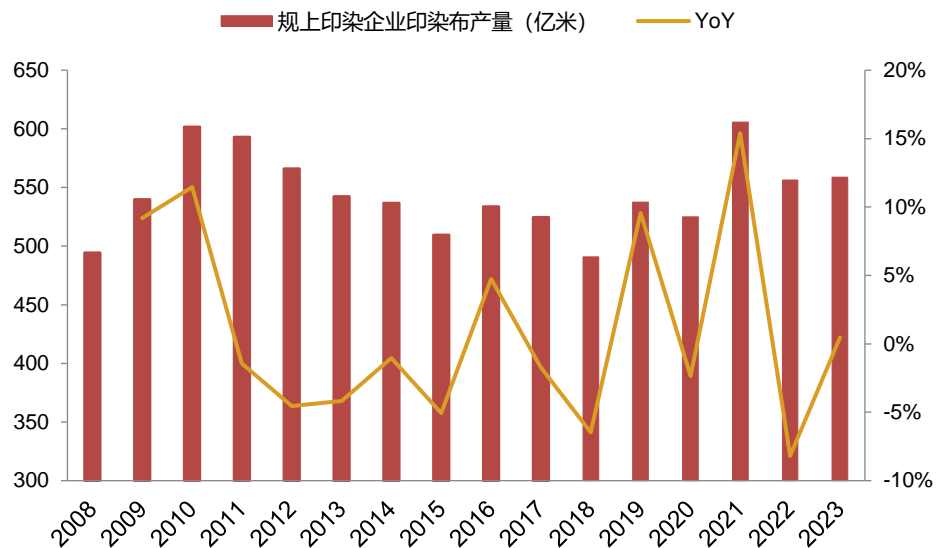


数据来源：公司公告、财通证券研究所

## 2 印染产业发展成熟，环保政策促进行业格局优化

印染行业伴随纺织业长期存在，呈一定的弱周期性。纺织业是国民经济支柱产业及重要民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，我国纺织业呈现稳定发展态势，纺织行业对印染行业的刚性需求长期存在。2008年开始，我国规上印染企业印染布产量开始稳步提升，2010年达到峰值601.65亿米，在2012年后迎来供给侧改革，加速印染行业内落后产能出清，整体行业产量增速呈现负增长，到2016年随着龙头企业升级设施，产量增速由负转正。伴随环保政策不断趋严、行业加快淘汰落后产能、产业转型升级等综合因素的影响，印染布产量增速呈波动趋势，整体看来，印染布年产量基本维持在500亿米以上，呈一定的弱周期性。

图7.2023年我国印染行业产能558.8亿米



数据来源：国家统计局、中国印染业协会、财通证券研究所

印染行业是传统的高污染高能耗行业。继“十二五”开启印染行业淘汰落后产能开始，“十三五”将印染等重点污染行业作为重点治理板块，印染行业“十四五”规划仍将能耗、水耗降低当做发展目标。当前印染行业的产能已经历持续出清，伴随环保政策持续出台及行业竞争加剧，印染行业集中度将进一步上升。



**表1.2015年后相关部门、机构颁布的纺织印染行业治污政策**

年份	发布单位	政策	政策内容
2023	工信部	《纺织工业提质升级实施方案（2023—2025年）》	不断提高绿色制造、智能制造、高品质产品制造的能力和水平。
2023	中国纺织工业联合会	《建设纺织现代化产业体系行动纲要（2022-2035年）》	推动印染产业健康安全发展。坚持印染产业以东部沿海发展为主，中西部地区根据环境承载力适度发展的产业布局。坚持印染产业园区化发展方向，不断完善工业园区基础设施配套，构建园区和企业协同减污降碳体系。鼓励企业通过技术改造，提高减污降碳水平。
2022	工信部	《工业领域碳达峰实施方案》	明确提出印染行业要推行绿色制造，开展清洁生产审核和评价认证，对行业内企业提出了系统性清洁生产改造的要求。
2021	中国纺织工业联合会	《印染行业“十四五”发展指导意见》	提出了“科技、时尚、绿色”的产业定位，强调绿色发展，推动节能减排和清洁生产。
2020	生态环境部	《纺织染整工业废水治理工程技术规范》（HJ 471-2020）	规定了纺织染整工业废水治理工程的设计、设施、验收、运行和维护的技术要求。
2019	生态环境部	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》	对包括印染在内的重点行业提出了挥发性有机物（VOCs）的综合治理要求，以减少大气污染。
2016	工信部	《纺织工业发展规划（2016—2020年）》	明确提到了对印染行业提出了智能化、绿色化的发展要求。

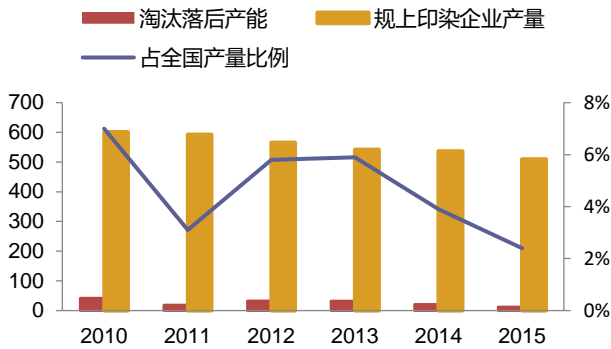
数据来源：工信部、生态环境部、纺织业联合会、财通证券研究所

## 2.1 印染行业的供给侧改革：持续出清推动行业集中度提升

**印染行业产能持续出清，中小企业退出。**自2010年以来，政府一方面实施总量监管、严控新产能进入，另一方面则通过制定落后产能退出方案、提高环保标准等方式倒逼产能出清；此外，在出口环境恶化、生产成本上涨的背景下，部分不具备成本转嫁能力的中小企业随着盈利下滑而主动退出。2010-2014年，工信部连续下发印染行业落后产能淘汰任务，任务完成率持续维持高位；落后产能淘汰收益显著，在2010年至2015年之间，全国印染行业已累积淘汰落后产能158.4亿米，其中浙江完成60.8亿米。

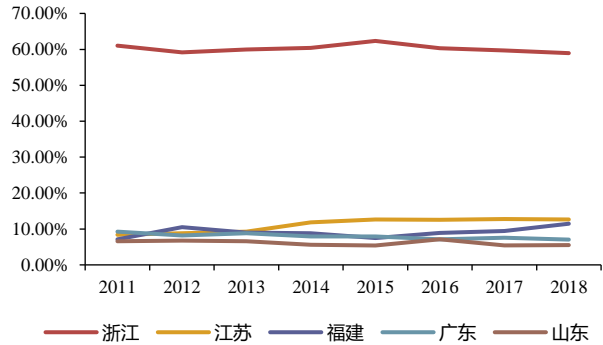
**行业集中度提升，浙江产能占比约6成。**十二五以来持续淘汰落后印染产能，行业的集中程度在龙头的份额、地域上均呈现稳步上升的趋势，2015年，东部五省占全国印染产量的比重已经从2011年的92.4%上升到95.8%，到目前为止，东部五省产量占比依然保持在95%以上。

图8.2010年开始淘汰落后产能（亿米）



数据来源：工信部、财通证券研究所

图9.规上印染企业主要集中于“华东五省”

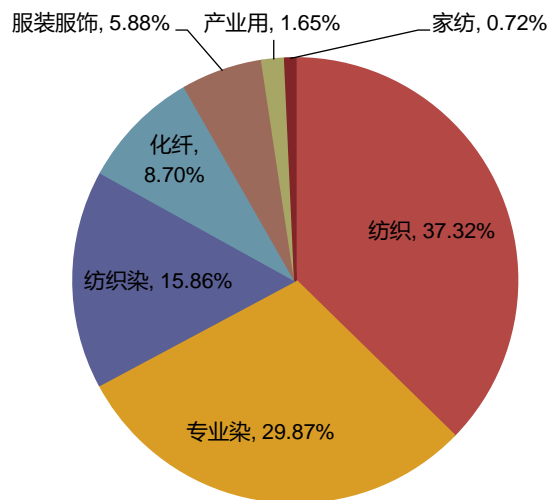


数据来源：国家统计局、财通证券研究所

**浙江省排污权管理办法持续完善，重点污染企业排污受到严格管理。**2009年，浙江省被正式批复为排污权试点地区；2010年，浙江省发布《浙江省排污权有偿使用和交易试点工作暂行办法》，对初始排污权指标的核定、分配和有偿使用、排污权交易等进行明确规定，在浙江省范围内全面启动排污权交易；2023年浙江省出台《浙江省排污权有偿使用和交易管理办法》。

**拥有排污权纺织行业企业被纳入监管。**2022年底，我国拥有排污许可证的纺织服装企业中，纺织企业数量4493家，占比37.3%，位居首位；其次为专业印染企业，数量3596家，占比29.9%。此外，全国涉染类企业（专业染、纺织染、家纺和部分具有排污许可证的服装服饰企业）数量预计5800余家。

图10.我国拥有排污权的纺服行业细分



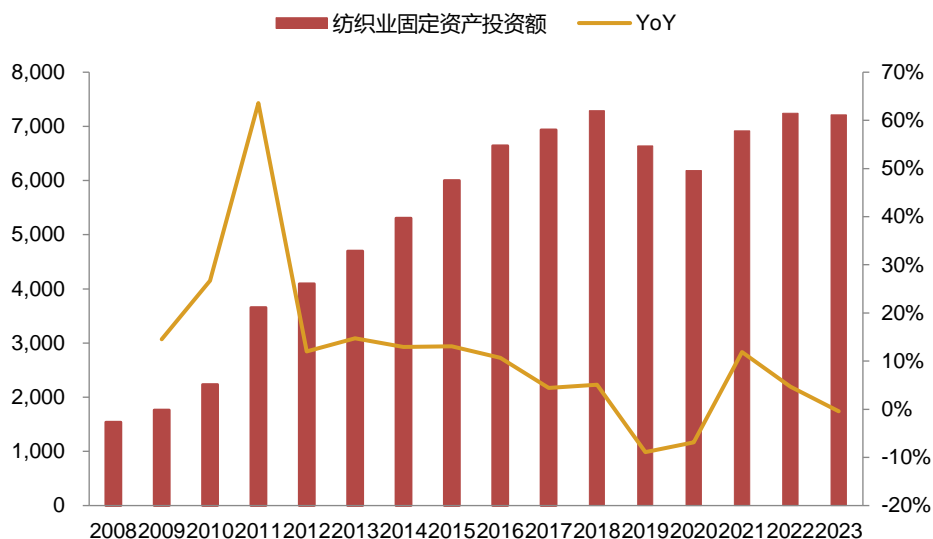
数据来源：《染整技术》（中国纺织建设规划院）、财通证券研究所  
注：数据截止2022年12月28日

**印染企业初始排污权需要政府审批，产能扩张受制。**环保治理压力下，印染项目审批严格，从“十二五”开始工信部下达落后产能淘汰指标开始，国内印染行业淘汰落后产能工作持续推进，到“十四五”时期进一步提高行业能耗、水耗标准，

伴随国内印染项目建设要求收紧，新增印染项目的审批投建难度增大，目前国内印染行业项目主要集中在落后产能淘汰以及新产能等量、减量置换，国内整体印染产能呈现逐步缩减的状态。公司目前已完成新版排污许可证申领，污染物年排放量为2,653.18吨。

**印染行业固定资产投资增速放缓，企业转型升级投入较高。**十二五时期印染行业转型导致投资增速较快，自2014年开始，受国内外市场需求不足、生产要素成本上涨、融资困难等因素影响，固定资产投资增速开始下滑，包含印染业在内的上游纺织业固定资产投资额增速放缓，目前来看，基本没有新增产能的情况下，大规模投资主要在于企业转型升级的投入较高。

图11.包含印染业在内的纺织业固定资产投资增速放缓（亿元）

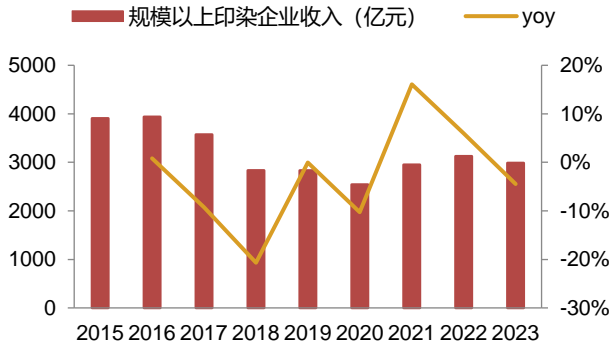


数据来源：wind、国家统计局、财通证券研究所

## 2.2 需求修复盈利好转，但印染行业亏损面较纺服行业均值高

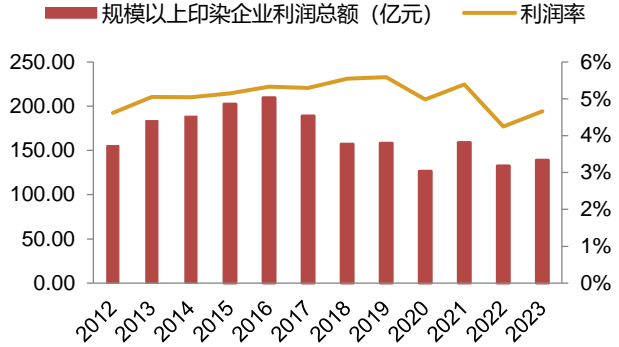
行业持续调整，市场好转推动利润率回升。2023年，受市场需求不足、市场竞争加剧等因素影响，印染企业经营效益明显承压，但随着内需市场逐步回暖，国际市场积极拓展，印染行业效益水平稳步改善，利润率回升至4.66%。

图12.规模以上印染企业收入



数据来源：中国印染业协会、国家统计局、财通证券研究所

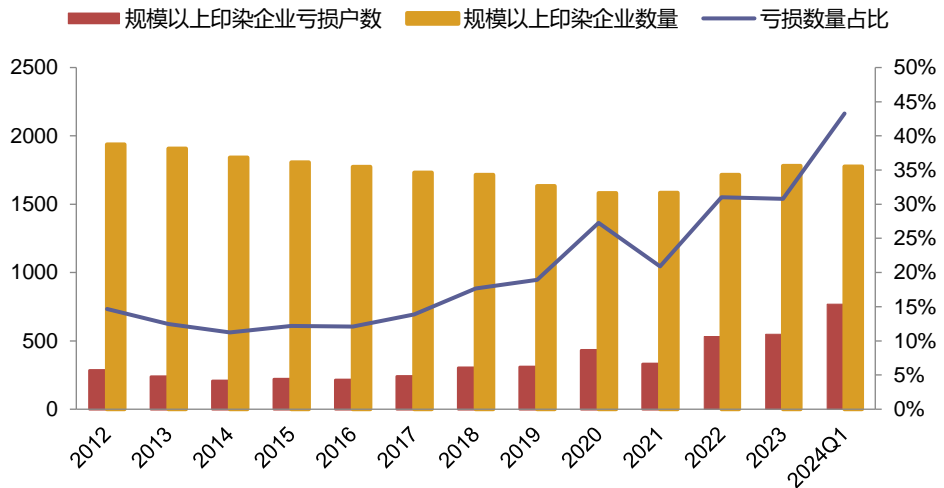
图13.规模以上印染企业利润



数据来源：中国印染业协会、国家统计局、财通证券研究所

行业亏损面总体呈上升趋势，2024年一季度，亏损面有所收窄。环保压力、染料及能源价格上涨、人工成本上涨持续压缩中小印染企业的利润空间，2010年去产能以来，规模以上印染企业数量有所下滑，但亏损面仍呈上升趋势，尽管2024年一季度的亏损面有所收窄，当前印染行业亏损面仍然偏高，高于纺织全行业9.58个百分点，不同产品、不同规模、不同经营模式的印染企业盈利能力存在不平衡性，部分加工型中小企业仍处于亏损状态，行业出清的趋势不变。

图14.规上印染企业亏损面较高 (户)



数据来源：中国纺织业协会、财通证券研究所

总的来看，环保监管趋严、产业政策调控，提高了行业准入门槛，进而推动产业格局优化及可持续发展。环保政策提高了印染行业的进入门槛，行业政策对清洁生产、节能减排的要求持续提高，既有的印染企业需保持工艺改进、环保改造才能满足要求，从而加速落后产能的淘汰、行业集中度的提升。

### 2.3 纺织印染上下游形成较稳定的产业聚集，向外转移较缓慢

印染企业主要分布在东部沿海省份，行业需求增速下滑后，既有产业所在地区水资源丰富、上下游产业链配套发达、环境承载能力强、运输成本低等优势凸显，产能进一步向优势区域集中。近年来，受环保压力、成本上升等因素影响，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。

**国内印染企业向产业园区聚合，专业配套设施较完善。**工信部发布的印染行业规范条件（2017版）提出“缺水或水质较差地区原则上不得新建印染项目。水源相对充足地区新建印染项目，必须在工业园区内集中建设。工业园区外企业要逐步搬迁入园，原地改扩建项目，不得增加污染物排放量”。各地方随后出台相关实施方案，规划和建设了大批印染园区/专业基地/集控区。

**区域集中度高，产业集聚效应凸显。**印染行业对天然气、电、蒸汽、水等能源的刚性需求以及地方产业发展规划的影响，我国印染行业主要是在资源丰富、配套政策支持地区，近年来已经出现了一批区域集聚的印染产业园，在集中供气、供热、供水以及废水集中处理方面积累了丰富的经验。

表2.浙江重点纺织印染工业园区

设区市	园区名称	企业家数	主要行业
杭州	江东工业园区、前进工业园区、临江工业园区	3100	化工、化纤、纺织印染、运输装备制造
温州	温州工业园区	76	合成革、化工、印染
湖州	德清工业园区	172	纺织印染、化工
绍兴	绍兴袍江经济技术开发区	287	纺织印染、火力发电、医药化工

数据来源：浙江省环保厅、财通证券研究所

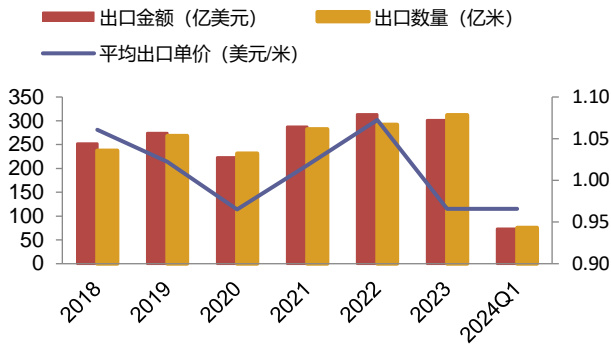
根据纺织业协会报告，2021年底至2023年6月底排污许可证数据显示，浙江、广东、江苏、福建和山东五省期间新增印染（专业染、纺织染）企业285家，在全国增量中占比77.7%，高于其他地区，**整体而言，印染产业转移较慢，产业布局变化不大。**

### 2.4 出口逐步修复，内需变化是当前产业主要增长动力

**一季度海外需求修复，但单价呈下跌趋势。**出口印染布直接出口呈增长趋势，2024年一季度，印染八大类产品出口数量75.82亿米，同比增长6.54%，出口金额73.24亿美元，同比增长4.95%，主要由于低基数效应及外需趋于改善，出口情况好于预期。但一季度印染八大类产品出口平均单价仍延续2023年的下跌态势，行业出口竞争压力仍未有效缓解。

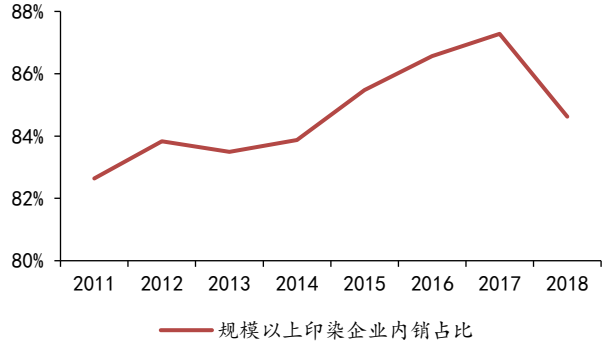
**销售结构看，国内规上印染企业仍以内销为主，一季度呈修复趋势。**国内规模以上印染企业内销占比在2018年前基本维持80%以上，下游订单结构变化不大。2024年一季度，规模以上印染企业营业收入680.76亿元，同比增长11.36%；实现利润总额20.60亿元，同比大幅增长111.53%。

图15. 印染八大类产品出口相对稳定



数据来源：中国印染业协会、财通证券研究所

图16. 规模以上印染企业内销占比较高



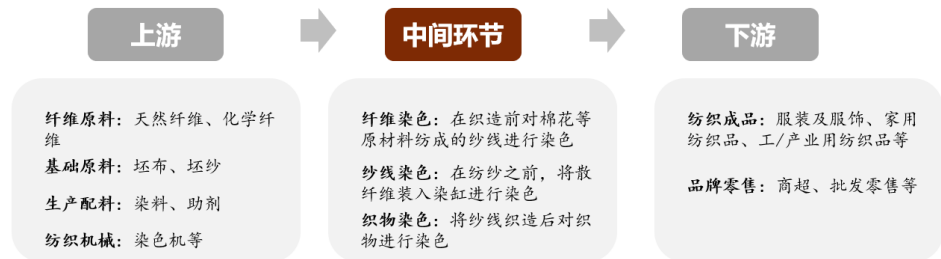
数据来源：国家统计局、财通证券研究所

### 3 航民股份：深耕印染业务多年，技术领先行业

#### 3.1 印染行业为纺织中间环节，强调技术与管理能力

印染又称染整，系借助各种机械设备，通过化学或物理方法，对纺织品进行处理的过程，主要包括前处理、染色和后处理等加工内容。印染行业位于纺织产业链的中游位置，它与上游的纺织纤维、纺织助剂、燃料能源等原材料供应商和下游的纺织品行业紧密相连。

图17. 印染产业链上下游



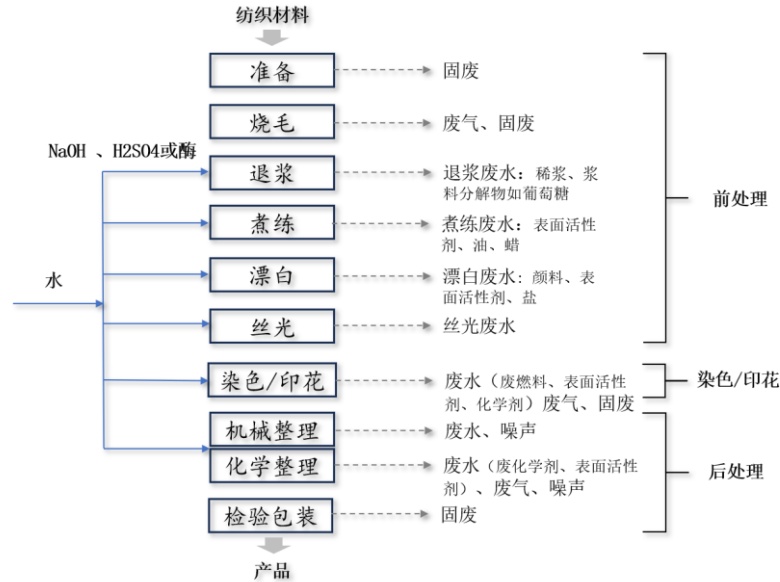
数据来源：富春染织招股书、财通证券研究所

印染业的流程相对复杂，多个环节存在大量污水排放。纺织工业是废水排放的重点工业领域，印染行业的废水和污染物排放量在整个纺织工业中的占比在70%以上，在《水污染防治行动计划》中被列为专项整治十大重点行业之一。由于印染过程中工艺繁复，且需投放种类繁多的染料、浆料、助剂等化学品，因此印染废水具有水量大、有机污染物含量高、色度深、碱性大、水质变化大等特点，废水主要来自退浆、煮炼、漂白、染色和整理工段。

纺织印染行业同时为大气污染较重的行业，大气污染物主要包括：有机废气、含尘气体和含氮气体等三种类型，有机废气主要包括有机溶剂类染料和助剂副产物

等，含尘气体主要包括纺织加工过程中产生的粉尘和印染加工过程中产生的粉尘两种类型，含氨气体主要包括氨气和氨水等。

图18.纺织染整工艺生产流程及产污环节



数据来源：《我国典型印染行业废水处理污泥污染特征研究》（生态与农村环境学报）、财通证券研究所

印染厂在开展印染业务时，需考虑设备、原材料、染化料、人员素质和市场需求等因素。设备种类和运行决定了染整工艺的宽容度和稳定性，原材料特性决定了工艺要点，染化料因素会影响工艺流程，制定工艺的技术人员、管理人员和操作人员决定了工艺的水平 and 实施的质量等。在实际生产中，工艺既要稳定又要适时调整，并不断优化各环节的性价比，以最低成本最大程度地完成工艺目标。

表3.主流的三类印染模式

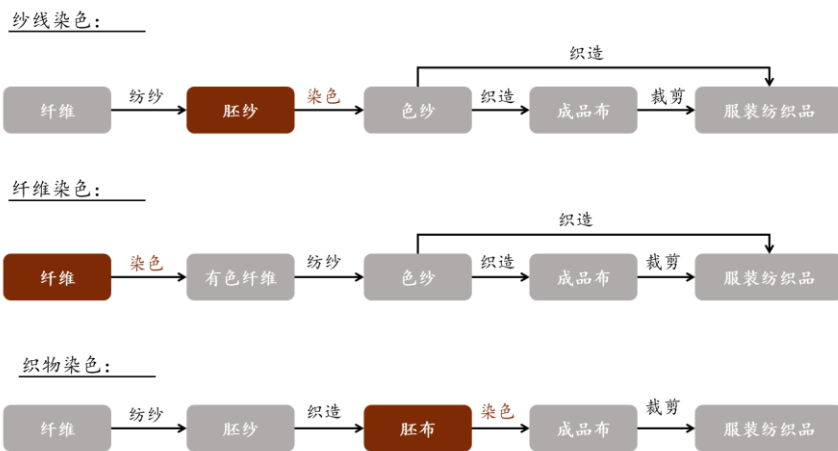
简介	优点	缺点	代表公司
<p>纱线染色即为在织造前对棉花等原材料纺成的纱线进行染色。</p>	<p>染料渗透性强，色牢度较好，能获得良好的匀染效果，产品有较高的重现性。起订量小，生产灵活。在织造前道工序染色印染成本最低，污染也相对较小。</p>	<p>由于染纱、织造、后整理等工序损耗较大，台产也不及白坯布产量高，因此投入成本高、技术要求高。</p>	富春染织
<p>在纺纱之前，将散纤维装入染缸进行染色。</p>	<p>织成的织物色彩饱满，层次感强，具有朦胧的立体效果。</p>	<p>纤维染色过程中需经受酸、碱、高温等作用，可纺性通常也会下降。染色后再进行纺纱在生产管理方面要求较高，有色纤维易残留在纺纱设备中，更换色相时清洁工作量大，容易造成大面积疵品的产生。</p>	迎丰股份
<p>织物染色即将纱线织造后对织物进行染色。</p>	<p>织物匹染成本相对较低，适宜大批量生产，是目前纺织品（无论是机织物还是针织物）最主要的染色方式。</p>	<p>但织物匹染成品色彩单一，色牢度低，印染过程中污染较为严重。</p>	航民股份

数据来源：富春染织招股书、财通证券研究所

### 3.2 公司印染配套产业齐全，受成本波动冲击较小

公司印染业务为织物染色，采用代加工模式。公司印染业务实行“代加工”的经营模式，即销售商购买坯布，然后在印染企业下订单进行染色及后整理，采用该经营模式的印染企业只收取加工费。区别于自营模式的印染企业，即印染企业自身购买坯布，再进行加工处理后销售。与自营模式相比，公司采用代加工的经营模式，在降低库存风险、较快回笼账款、加速资金周转、规避汇率波动、快速响应客户需求等方面，具有相对优势。公司作为全国印染行业龙头企业之一，公司在染整技术、清洁低碳、循环经济、快速响应和公司品牌等方面具有较强的优势。

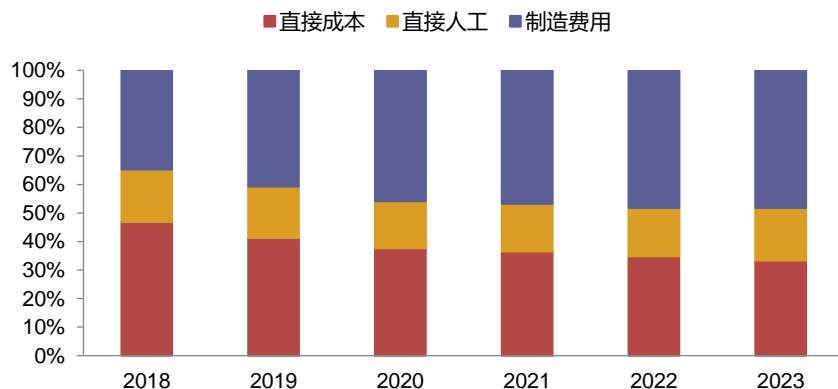
图19.公司业务以织物染色为主



数据来源：富春染织招股书、财通证券研究所

公司印染业务原材料成本占比相比同业较低，受上游原材料影响相对更小。从成本拆分来看，2023 年公司印染业务制造费用占其成本的 48%，其中主要是煤、电、蒸汽等费用；直接材料占比 33%，其中主要是染料和助剂，染料主要成分为蒽油和苯。对比同业的富春染织，由于商业模式不同，需要公司自身采购坯纱，故原材料成本占比较高。

图20.公司印染业务成本构成

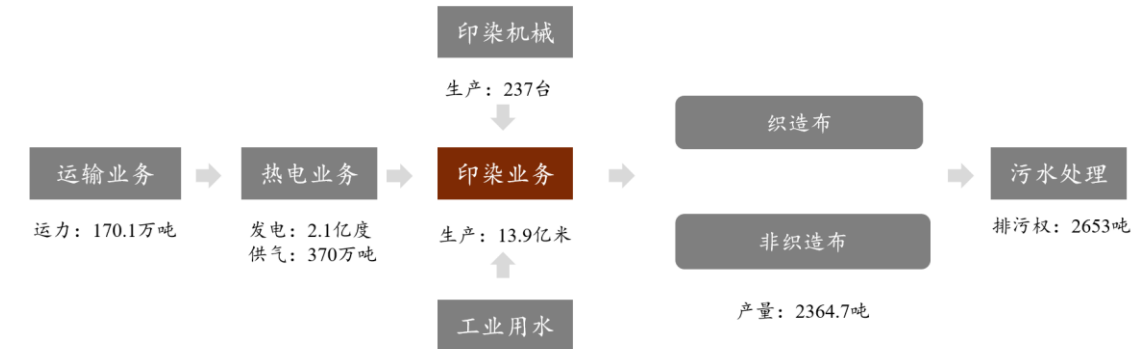


数据来源：公司公告、财通证券研究所



布局印染产业链上下游，业务协同并进。公司深耕印染业多年，形成了以印染为主，热电、织造、非织造布生产、工业用水、污水处理、海运物流及印染机械配套的高效产业链。

图21.公司配套业务完善



数据来源：公司公告、财通证券研究所  
注：数据为公司2023年年报披露

表4.公司主要子公司业务情况

	公司名称	2023 年收入 (亿元)	持股比例	业务范围
纺织印染	杭州澳美印染	2.64	70%	化纤、混纺织物的印染、整理。
	杭州航民钱江染整	8.65	70%	生产销售染料及化纤面料；化纤织物印染和整理加工。
	杭州航民达美染整	12.42	75%	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工。
	杭州航民美时达印染	4.45	75%	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工。
	杭州萧山航民非织造布	1.32	100%	主营非织造布、非织造合成革基布、无纺布等加工。
热电业务	杭州航民热电	3.61	100%	火力发电、蒸汽。
	杭州航民小城热电	2.51	100%	主营电力业务：发电类。
	杭州航民江东热电	2.93	100%	主营电力业务：发电类。
水利管理	杭州萧山东片污水处理	0.81	100%	主营污水处理。
	杭州航民水处理	0.11	100%	主营工业水处理。
交通运输	浙江航民海运	0.29	100%	主营煤炭、矿砂等运输。
批发业	杭州航民物资贸易	4.94	100%	主营煤炭销售。
机械制造	杭州航民合同精机	0.73	51%	主营机械制造。
黄金珠宝	杭州航民百泰首饰	50.4	100%	主营黄金制品生产及销售。
	杭州航民科尔珠宝首饰	2.92	51%	主营黄金制品生产及销售。

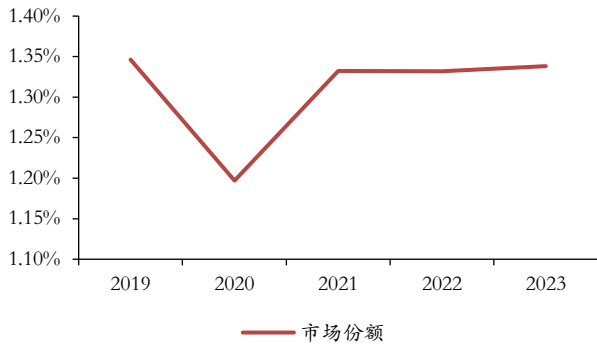
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3.3 市占有所提升，管理、技术优势推动盈利能力领先

公司为印染市场龙头企业，规模优势明显。2023 年规模以上印染企业 1781 户，同比增长 3.79%；从经营情况来看，2023 年印染行业亏损企业 548 户，较 2022 年增加 16 户，亏损企业占比 30.77%，亏损总额 32.49 亿元。行业出清速度加快，小规模、盈利差的企业逐步退出市场。公司凭借规模优势及稳健经营，在行业大环

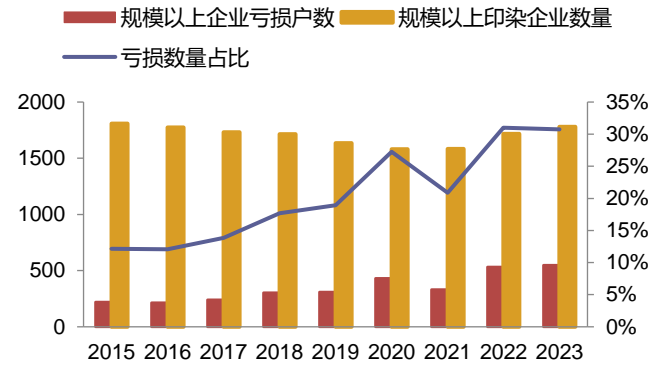
境下行的趋势下保持盈利能力，有望进一步提升市场份额，2023 年公司印染业务营业收入占全国印染行业规模以上企业营业收入份额为 1.34%，保持较强的盈利能力。

图22.公司在规模以上印染企业的市场份额



数据来源：wind、财通证券研究所

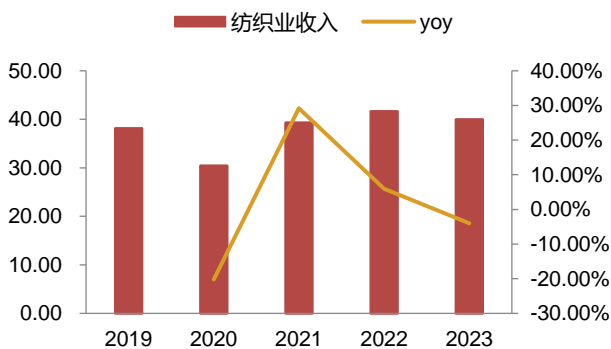
图23.规模以上印染企业亏损数量（家）



数据来源：wind、财通证券研究所

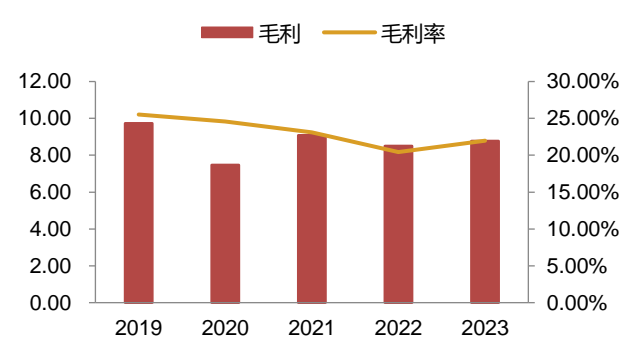
收入稳定，盈利能力优于行业。2023 年，面对内需疲弱、出口承压等不利局面，公司努力调优产品拓展市场，实现销售量 13.95 亿米，同比增加 4.26%；实现纺织业营业收入 39.96 亿元，同比下降 4.01%；完成利润总额 5.8 亿元，同比增长 1.77%；销售净利润率 15.29%，高于行业平均水平。

图24.纺织业务收入（亿元）



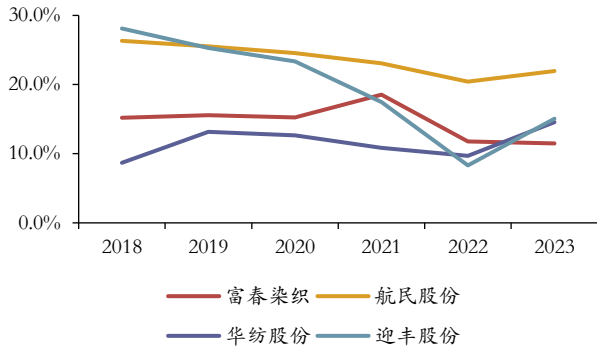
数据来源：wind、财通证券研究所

图25.印染纺织业务毛利润（亿元）



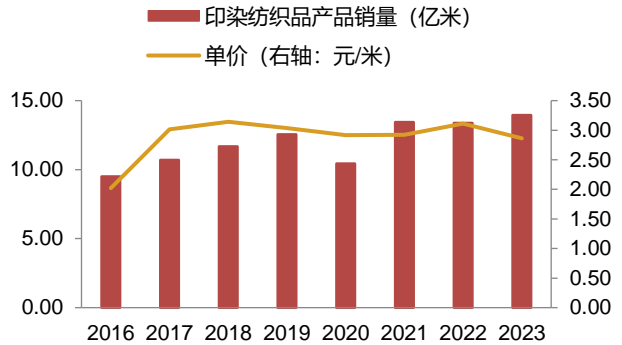
数据来源：wind、财通证券研究所

图26.印染业务毛利率高于同业



数据来源: wind、财通证券研究所

图27.印染业务销量及单价稳定



数据来源: wind、财通证券研究所

## 4 开拓第二主业，黄金珠宝业务空间广阔

### 4.1 黄金珠宝产业高景气度

2023年以来，金价持续走强，黄金消费高景气。美国6月CPI数据及劳动力市场数据均有降温，市场对美联储降息预期增强。叠加央行购金需求、国际地缘政治不确定性等，国际金价高位上行，黄金珠宝板块高景气度。2023年，国际金价年内整体上涨了超10%。消费端看，高位波动的金价仍带来了消费端的增长，全国黄金消费量1089.7吨，同比+8.78%，其中：黄金首饰706.5吨，同比+7.97%；金条及金币299.6吨，同比+15.7%，金银珠宝成为全年各商品零售类别中增长幅度最快的品类。

图28.上海黄金现货价格:Au9999 (元/g)



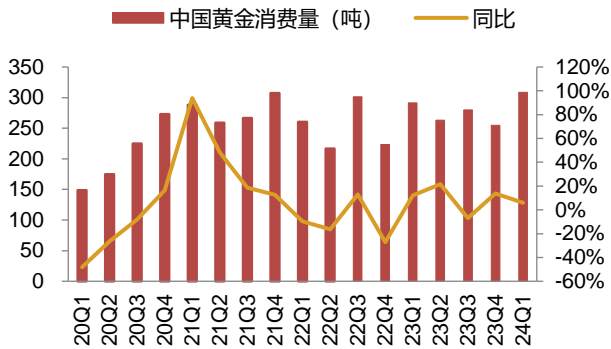
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图29.COMEX 黄金期货收盘价 (美元/盎司)



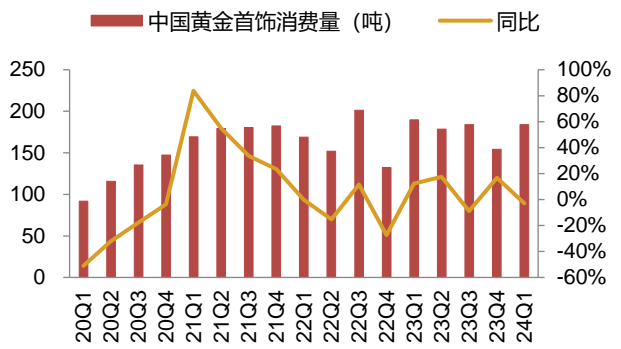
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图30.中国黄金消费量（吨）



数据来源：中国黄金协会、财通证券研究所

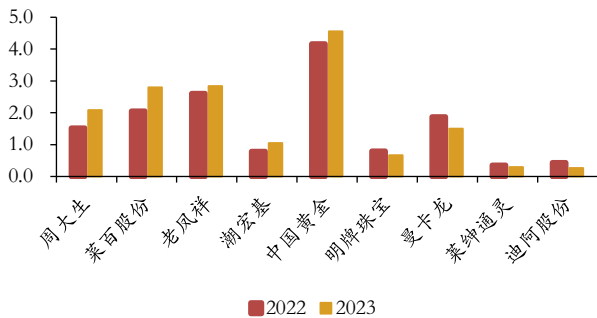
图31.中国黄金首饰消费量（吨）



数据来源：中国黄金协会、财通证券研究所

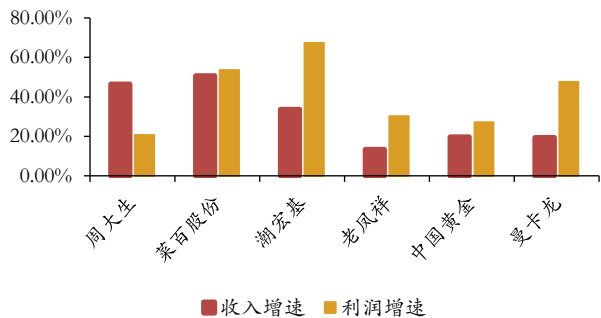
终端珠宝品牌看，2023年周转率有所提升，主要品牌保持较快增长。2023年金价稳定增长趋势下，终端黄金类产品销售增速较快，加盟商备货补库带动品牌方业绩走强。2024Q1金价增速较快，终端消费者需求波动或对门店销售带来影响，Q1增速略有放缓。下游珠宝品牌零售数据景气度变化对公司订单有直接影响，伴随黄金消费修复，公司订单有望保持稳定增长。

图32.重点黄金珠宝品牌总资产周转率变动（次）



数据来源：wind、财通证券研究所

图33.2023年重点黄金珠宝品牌收入及利润增速

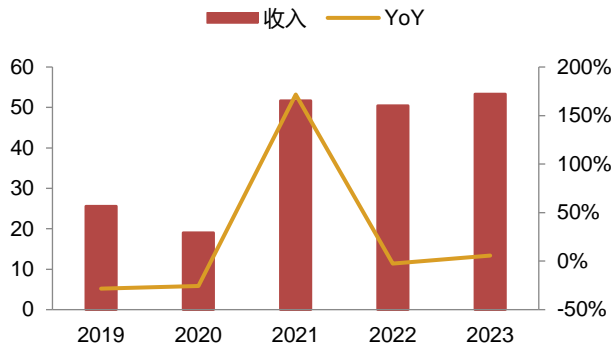


数据来源：wind、财通证券研究所

## 4.2 收购优质黄金珠宝企业，加快业务拓展

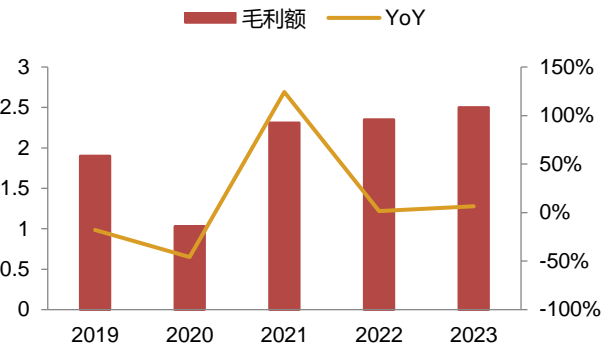
公司2018年收购航民百泰，推动黄金珠宝业务发展。公司2018年收购航民百泰为全资子公司，主要经营黄金珠宝业务。2003年航民集团与环冠珠宝共同出资成立航民百泰，2018年公司宣布重大资产重组，以发行股份的方式向航民集团、环冠珠宝购买其合计持有的航民百泰100%股权，并于当年的12月完成工商登记变更，开启“印染+黄金珠宝”双主业共同发展的新篇章。

图34.公司黄金珠宝业务收入（亿元）



数据来源：wind、财通证券研究所

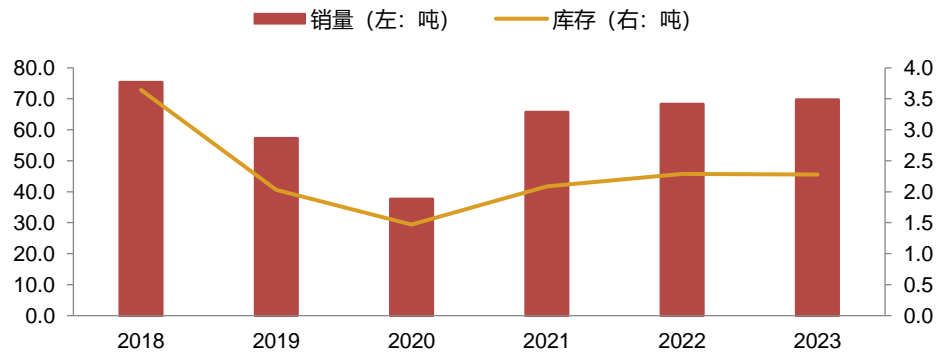
图35.公司黄金珠宝业务毛利润（亿元）



数据来源：wind、财通证券研究所

公司黄金珠宝业务在2021年有所修复。受益于2023年黄金珠宝市场消费景气度较高，公司销售黄金量达到69.7吨，同比增长0.2%，黄金库存量达到2.3吨。

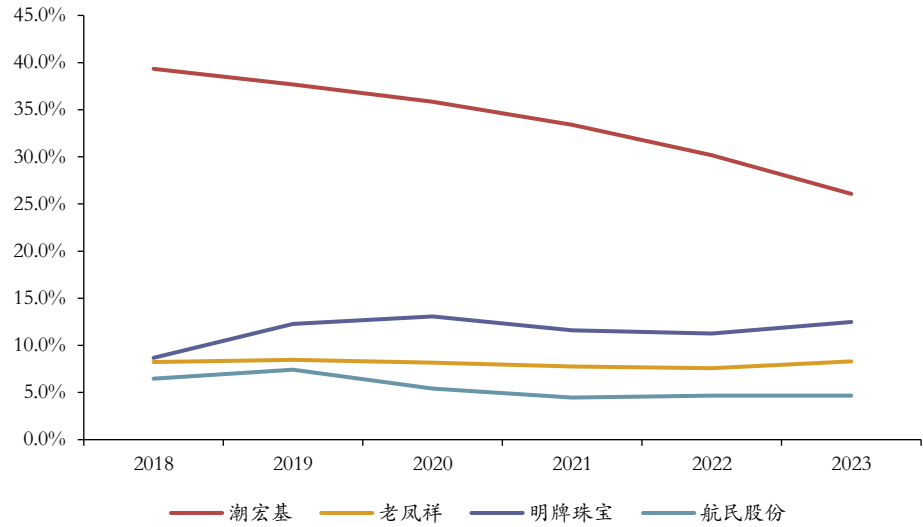
图36.公司黄金业务销量及库存(吨)



数据来源：公司公告、财通证券研究所

公司黄金珠宝业务毛利率相较同业低，主要系业务模式差异。公司黄金珠宝业务毛利较低，主要为黄金饰品批发业务中，黄金成本占比较高，2023年公司黄金珠宝业务毛利率为4.68%，近三年毛利率稳定在4.5%上下。

图37.公司黄金珠宝业务毛利率水平对比同业

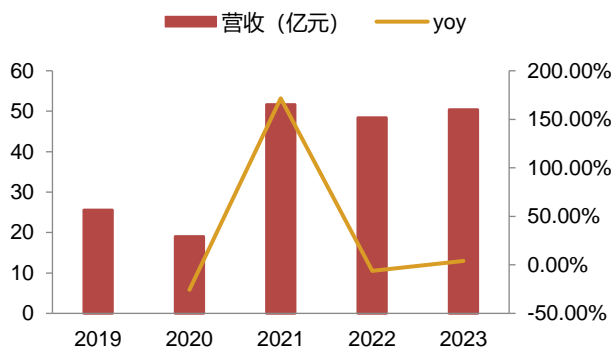


数据来源: wind、财通证券研究所

子公司航民百泰深耕黄金珠宝行业多年，完成重组后业务发展稳健。子公司航民百泰是上海黄金交易所首批综合类会员、国家首饰专业标准化技术委员会委员、中国黄金协会会员单位，曾获“中国黄金首饰加工量十大企业”，“航民首饰”注册商标被认定为中国驰名商标，生产的“航民首饰”黄金饰品被认定为浙江名牌产品。

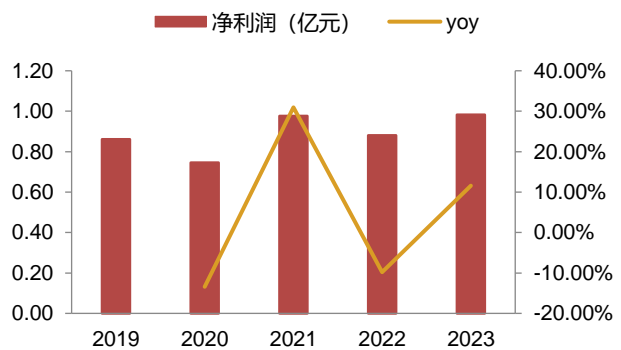
2023年，航民百泰实现营业收入50.40亿元，同比增长4.11%；净利润0.98亿元，同比增长11.59%。2023年财报显示，航民百泰二期工程全面竣工验收，与国内花丝镶嵌制品领域头部企业杭州宝兰合资成立“杭州航民华盛首饰科技有限公司”，项目运营进展顺利。

图38.2023年航民百泰收入50.4亿元



数据来源: 公司公告、财通证券研究所

图39.2023年航民百泰净利润0.98亿元

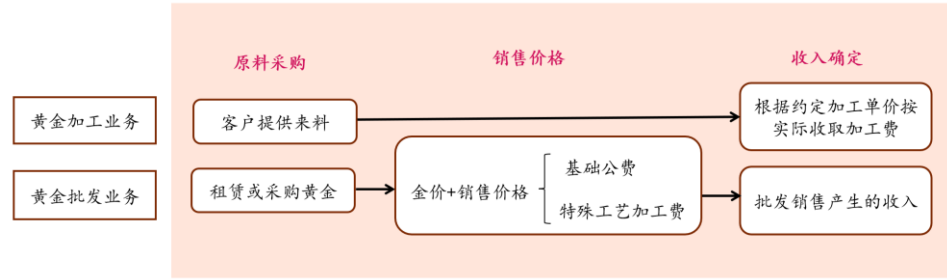


数据来源: 公司公告、财通证券研究所

黄金饰品销售业务模式以“加工+批发”为主。在加工业务模式下，黄金原料由客户提供，公司按照客户的需求生产产品，根据工艺复杂程度收取相应加工费；在

批发业务模式下，公司以自购黄金原料生产黄金饰品，批发销售时，依据“黄金基准价+加工费”的定价原则进行销售。

图40.公司黄金业务模式



数据来源：公司公告、财通证券研究所

**黄金加工的工费有望保持增长趋势。**行业中金饰、金币、黄金制品的加工工费与工艺的复杂程度相关，中国黄金2020年委外的金饰工费在1.84-159.29元/克之间。公司曾披露航民百泰（2018年）基础工费为3元/克，特殊工费为1元/克至13元/克不等，随着公司产品结构不断优化，公司有望依托行业地位以及领先的设计、加工能力，预计公司的平均加工费将有所增加。

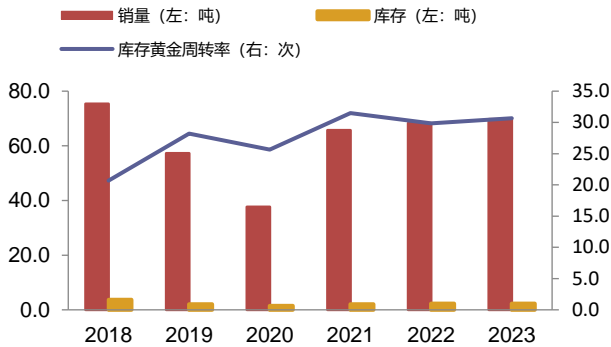
表5.中国黄金委外加工厂商工费情况（元/g）

产品	2020年1-6月	2019年度	2018年度	2017年度
黄金首饰	1.84-159.29	2.44-31.33	2.37-19.70	2.22-28.21
金条产品	0.88-66.19	0.73-51.72	0.73-51.72	0.64-51.28
黄金制品	0.87-115.04	0.86-163.72	0.85-172.41	0.85-76.78

数据来源：中国黄金招股书、财通证券研究所

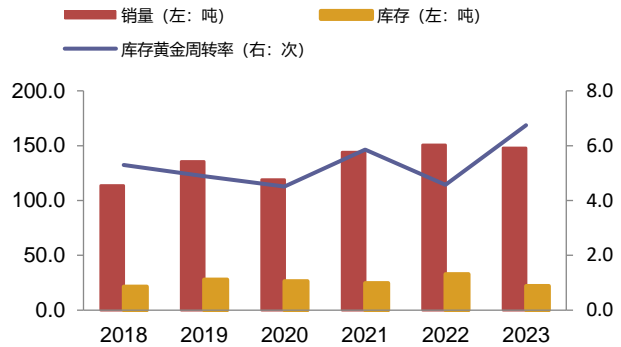
**公司通过“以销定购”控制金价波动风险，库存黄金周转率较高。**批发业务模式下，公司通过直接采购、黄金租赁两种方式采购黄金原材料，实行“以销定购”的即时循环采购模式，可有效降低采购资金占用成本、控制黄金价格波动风险。若以库存黄金周转率（加工及批发业务的销售总量/黄金库存量）计算，公司2023年库存黄金周转率为30.7，对比老凤祥为6.7次，由于公司加工业务占比较高，因而库存黄金周转率较快，黄金库存量保持在2吨以上，当期黄金存货量一般大于租借黄金量，金价波动带来的风险较小。

图41.公司库存黄金周转率较快



数据来源：公司公告、财通证券研究所

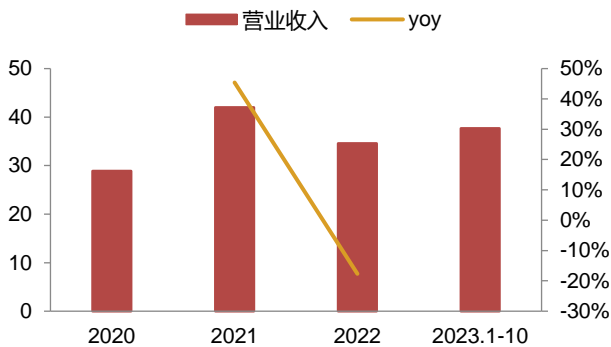
图42.老凤祥库存黄金周转率



数据来源：老凤祥年报、财通证券研究所

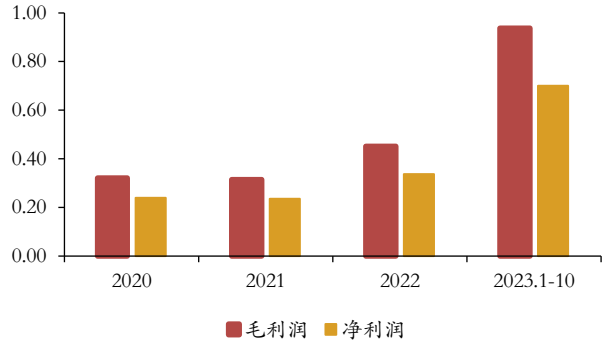
**收购深圳尚金缘，进一步拓展黄金批发业务。**2023年公司以3.38亿元收购深圳百泰全资子公司深圳尚金缘65%股权，进一步做大做强做优黄金饰品产业，收购深圳尚金缘后，公司的销售网络覆盖面更广，公司服务于客户的能力增强，致力于打造成为全国知名的黄金首饰终端制造商、服务于全国黄金珠宝首饰行业主要品牌的供应商。根据公司所公布的尚金缘业绩承诺，尚金缘在2024年、2025年、2026年三个会计年度实现的净利润应分别不低于6000万元、6500万元、7000万元，有望进一步增厚公司利润。

图43.深圳尚金缘收入（亿元）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图44.深圳尚金缘利润（亿元）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

公司双主业经营稳健，黄金珠宝、印染业务贡献主要利润。我们认为，公司未来增长主要来自纺织印染业务修复、黄金珠宝加工业务进一步拓展。



**1) 印染业务:** 当前印染行业竞争格局较为分散, 行业为存量竞争为主, 伴随中小企业持续出清, 印染行业落后产能淘汰, 公司市场份额有较大提升空间; 上半年我国纺织品服装内销实现平稳增长, 下游海外服装品牌去库结束, 国际需求逐步回暖。上半年染料价格持稳, 公司持续加强技术改进、业务协同, 进一步实现降本增效, 预计公司收入实现高个位数增长。

**2) 黄金珠宝业务:** 公司黄金年加工量位列行业前茅, 航民百泰二期工程投产后, 黄金加工产能将提升至 100 吨/年, 随着公司产品结构优化, 古法金、镶嵌类等高加工费的产品占比提升, 公司毛利率有望提升。公司通过收购深圳尚金缘拓展黄金批发业务, 有望增厚公司利润。

我们预计公司盈利情况向好, 印染业务毛利率有望提升, 一方面内需及出口订单恢复带动开工率提升, 染料成本相对稳定, 公司依托配套优势, 进一步降本增效, 有望提升盈利质量; 黄金珠宝业务毛利率相对稳定, 依赖于产品结构相对稳定(来料加工占比约八成), 预计公司高毛利产品占比提升, 带动毛利率小幅优化。

综合来看, 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 105.22/116.97/124.42 亿元, 归母净利润 7.55/8.24/9.16 亿元。

**表6.盈利预测 (百万元)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入合计</b>	<b>9570</b>	<b>9666</b>	<b>10522</b>	<b>11697</b>	<b>12442</b>
yoy	0.8%	1.0%	8.9%	11.2%	6.4%
毛利率	13.1%	13.8%	13.4%	13.2%	13.4%
<b>印染业务收入</b>	<b>4163</b>	<b>3996</b>	<b>4389</b>	<b>4770</b>	<b>5080</b>
yoy	5.9%	-4.0%	9.8%	8.7%	6.5%
毛利率	20.4%	22.0%	22.5%	22.5%	22.5%
销量 (亿米)	13.38	13.95	14.66	15.27	15.73
yoy	-0.5%	4.3%	5.1%	4.2%	3.0%
单价 (元/米)	3.11	2.87	2.99	3.12	3.23
yoy	6.4%	-7.9%	4.5%	4.3%	3.4%
<b>黄金业务收入</b>	<b>5044</b>	<b>5332</b>	<b>5850</b>	<b>6626</b>	<b>7039</b>
yoy	-2.4%	5.7%	9.7%	13.3%	6.2%
毛利率	4.7%	4.7%	4.9%	4.7%	4.7%
销量 (吨)	68.32	69.74	71.24	75.16	78.92
yoy	4.0%	2.1%	2.2%	5.5%	5.0%
单价 (元/g)	73.84	76.45	82.12	88.16	89.19
yoy	-6.1%	3.5%	7.4%	7.4%	1.2%
<b>其他业务收入</b>	<b>363</b>	<b>338</b>	<b>283</b>	<b>301</b>	<b>324</b>
yoy	-7.7%	-7.0%	-16.3%	6.6%	7.4%

数据来源: wind、财通证券研究所

**费用率及税率预测：预计稳中有降。**

由于公司业务模式已非常成熟，销售费用主要为销售人员职工薪酬及业务费，预计销售费用保持稳定；公司管理费用主要为管理人员薪酬，公司管理层人员结构稳定，预计保持稳定；公司研发费用主要用于设备、技术更新投入，绝对额相对稳定，因此，我们预计公司期间费用率随收入基数增长略有下滑。考虑到公司利润保持稳定增长，税率预计相对稳定。

**表7.费用率及税率预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.22%	1.27%	1.26%	1.24%	1.22%
管理费用率	1.76%	1.95%	1.92%	1.91%	1.90%
研发费用率	1.97%	1.91%	1.90%	1.89%	1.87%
税率	12.93%	12.94%	12.93%	12.92%	12.92%

数据来源：wind、财通证券研究所

**5.2 投资建议**

公司作为印染行业及黄金加工业龙头，行业内完全可比的公司较少。分业务来看，印染业务可比公司包括富春染织等：公司以织物染色为主，业务多为代加工模式，公司收取相应的加工费；富春染织多为纱线染色，且业务主要自购坯布，再进行加工处理后销售。

公司黄金珠宝业务与老凤祥、周大生等公司部分可比：公司黄金珠宝业务主要为黄金加工及批发，老凤祥、周大生加盟业务模式下，收入主要为 toB 的批发业务收入为主。

公司估值较富春股份更高，但低于黄金珠宝龙头，长期受益于印染龙头地位，黄金消费高景气下公司业务也有望取得长足发展，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 105.22/116.97/124.42 亿元，EPS 分别为 0.74/0.80/0.88 元/股，对应当前 PE 分别为 9.3/8.6/7.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表8.可比公司估值**

行业	证券简称	收盘价	EPS (元/股)					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
黄金珠宝	老凤祥	49.84	3.25	4.23	4.97	5.76	6.50	15.3	11.8	10.0	8.7	7.7
	周大生	11.46	1.01	1.21	1.36	1.55	1.73	11.3	9.5	8.4	7.4	6.6
印染	富春染织	11.24	1.31	0.70	1.47	1.85	2.15	8.6	16.1	7.6	6.1	5.2
	平均		-	-	-	-	-	-	18.7	13.1	11.1	9.8
	航民股份	6.85	0.63	0.65	0.74	0.80	0.88	10.9	10.5	9.3	8.6	7.8

数据来源：wind、财通证券研究所

注：老凤祥、周大生数据来自内部预测，富春染织为 wind 一致预期；数据时间截止 2024/8/6，收盘价为“元”

## 6 风险提示

**下游需求不及预期：**公司双主业均处于产业链中游，若下游黄金加工订单减少，或影响公司黄金加工业务；若下游纺服消费不及预期，或影响坯布加工需求，公司印染业务将受到影响；

**环保政策趋严：**印染业务为传统的高排放高能耗行业，受环保政策影响较大，若相关的环保政策趋严，或影响行业产能及盈利水平；

**宏观经济波动等：**宏观经济环境对需求端有较大影响，国内及海外的印染布需求波动对公司的影响较为直接。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9570.30</b>	<b>9665.66</b>	<b>10521.54</b>	<b>11696.92</b>	<b>12441.93</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8316.01	8332.97	9108.64	10155.90	10770.71	营业收入增长率	0.8%	1.0%	8.9%	11.2%	6.4%
营业税费	38.62	40.57	45.24	50.30	53.50	营业利润增长率	-1.8%	5.0%	9.5%	9.1%	11.1%
销售费用	116.74	122.33	132.57	145.04	151.79	净利润增长率	-1.3%	4.1%	10.2%	9.1%	11.1%
管理费用	168.66	188.49	202.01	223.41	236.40	EBITDA 增长率	-4.6%	6.4%	8.5%	6.6%	8.9%
研发费用	188.83	184.18	199.91	221.07	232.66	EBIT 增长率	-6.2%	8.6%	11.1%	8.3%	10.4%
财务费用	-25.33	-35.89	-45.76	-57.77	-71.46	NOPLAT 增长率	-6.2%	8.6%	11.1%	8.3%	10.4%
资产减值损失	-8.53	-9.33	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	5.5%	5.9%	8.4%	8.3%	9.0%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-13.97</b>	<b>-18.06</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	6.4%	5.9%	7.9%	8.4%	9.0%
投资和汇兑收益	53.98	36.10	48.40	53.81	57.23	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>853.83</b>	<b>896.42</b>	<b>981.34</b>	<b>1070.78</b>	<b>1189.41</b>	毛利率	13.1%	13.8%	13.4%	13.2%	13.4%
加:营业外净收支	1.01	-6.32	0.00	0.00	0.00	营业利润率	8.9%	9.3%	9.3%	9.2%	9.6%
<b>利润总额</b>	<b>854.84</b>	<b>890.10</b>	<b>981.34</b>	<b>1070.78</b>	<b>1189.41</b>	净利率	7.8%	8.0%	8.1%	8.0%	8.3%
减:所得税	110.49	115.21	126.89	138.34	153.67	EBITDA/营业收入	10.9%	11.5%	11.5%	11.0%	11.3%
<b>净利润</b>	<b>658.01</b>	<b>685.17</b>	<b>755.34</b>	<b>824.27</b>	<b>915.59</b>	EBIT/营业收入	8.1%	8.7%	8.9%	8.7%	9.0%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1717.38	3369.00	3995.76	4480.46	5040.79	固定资产周转天数	73	72	67	60	57
交易性金融资产	1736.85	541.91	441.56	477.41	537.76	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>94</b>	<b>74</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>41</b>
应收账款	259.03	320.63	303.03	308.25	289.40	流动资产周转天数	217	235	236	230	237
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	11	11	11	9	9
预付账款	127.29	124.59	136.63	132.03	129.25	存货周转天数	66	72	71	66	66
存货	1542.36	1796.75	1783.77	1932.44	1989.59	总资产周转天数	302	319	315	302	305
其他流动资产	131.53	167.70	167.70	167.70	167.70	投资资本周转天数	237	248	244	238	243
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	11.3%	11.1%	11.4%	11.6%	11.9%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.0%	7.7%	8.0%	8.1%	8.4%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.4%	10.7%	11.0%	11.0%	11.1%
固定资产	1899.69	1948.43	1954.08	1959.79	1962.13	费用率					
在建工程	92.97	68.43	92.23	71.54	91.38	销售费用率	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
无形资产	107.59	97.28	103.61	102.10	107.20	管理费用率	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
其他非流动资产	91.50	96.26	92.21	92.21	92.21	财务费用率	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
<b>资产总额</b>	<b>8174.82</b>	<b>8943.82</b>	<b>9494.63</b>	<b>10160.69</b>	<b>10899.07</b>	三费/营业收入	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%
短期债务	0.00	1.50	1.40	1.20	1.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	199.52	265.81	266.93	277.88	276.75	资产负债率	21.0%	23.5%	22.2%	21.2%	20.0%
应付票据	0.00	4.85	5.06	5.64	5.98	负权益比	26.5%	30.7%	28.6%	27.0%	25.0%
其他流动负债	4.12	3.07	3.07	3.07	3.07	流动比率	3.75	3.39	3.66	3.91	4.23
长期借款	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00	速动比率	2.61	2.33	2.59	2.80	3.10
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	27.53	26.46	43.27	45.74	61.58
<b>负债总额</b>	<b>1712.77</b>	<b>2098.46</b>	<b>2110.05</b>	<b>2158.92</b>	<b>2176.80</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>655.64</b>	<b>669.26</b>	<b>768.38</b>	<b>876.54</b>	<b>996.69</b>	DPS(元)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
股本	1050.82	1050.82	1050.82	1050.82	1050.82	分红比率	0.48	0.46	0.42	0.38	0.34
留存收益	4747.30	5116.98	5557.09	6066.11	6666.46	股息收益率	4.1%	3.4%	4.4%	4.4%	4.4%
<b>股东权益</b>	<b>6462.06</b>	<b>6845.36</b>	<b>7384.58</b>	<b>8001.77</b>	<b>8722.27</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.63	0.65	0.72	0.78	0.87
净利润	658.01	685.17	755.34	824.27	915.59	BVPS(元)	5.53	5.88	6.30	6.78	7.35
加:折旧和摊销	270.69	270.60	271.39	273.47	283.06	PE(X)	11.5	13.5	9.5	8.7	7.9
资产减值准备	5.60	15.07	3.85	6.32	4.57	PB(X)	1.3	1.5	1.1	1.0	0.9
公允价值变动损失	13.97	18.06	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	27.41	20.38	21.62	22.15	18.15	P/S	0.8	1.0	0.7	0.6	0.6
投资收益	-53.98	-36.10	-48.40	-53.81	-57.23	EV/EBITDA	5.7	5.3	2.7	2.1	1.6
少数股东损益	86.34	89.72	99.12	108.16	120.15	CAGR(%)					
营运资金的变动	-105.65	-280.66	33.73	-119.43	-75.42	PEG	—	3.3	0.9	1.0	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>883.28</b>	<b>778.35</b>	<b>1081.15</b>	<b>1055.30</b>	<b>1202.66</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-351.04</b>	<b>1013.99</b>	<b>-150.18</b>	<b>-233.65</b>	<b>-309.08</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-465.75</b>	<b>-41.68</b>	<b>-304.23</b>	<b>-336.95</b>	<b>-333.25</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 06 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。