

# 航民股份 (600987.SH)

## 印染需求有望复苏，黄金业务持续提高市占率

### 核心观点：

- **公司主营印染+黄金饰品双业务。**航民股份成立于1998年，2004年8月上市，是一家聚焦“纺织印染+黄金饰品”双主业，并以热电、非织造布生产、工业用水、污水处理、印染机械及海运物流等产业相配套的公司。2024Q1-3，公司实现收入86.78亿元，同比+18.34%，实现归母净利润4.75亿元，同比+5.23%。
- **公司系国内面料印染龙头企业，随着下游需求复苏、小产能出清，公司有望进一步提高市占率。**公司印染业务具有产业链一体化优势，利润率显著高于行业平均水平；现已进入ZARA、M&S、Wal-Mart、VF等国际知名品牌的全球采购供应链体系，间接出口占比约为60%。2024H1，印染业务实现收入19.35亿元，同比+5.88%，利润总额2.39亿元，同比+5.59%。
- **公司系国内领先的黄金加工企业，收购深圳尚金缘后有望进一步提高市场份额。**公司2018年通过向控股股东航民集团及环冠珠宝定增收购航民百泰100%股权，开始“纺织印染+黄金饰品”双主业产业链布局，黄金年产能80吨，系国内排名第二的黄金加工企业。2023年12月收购深圳百泰旗下深圳尚金缘65.0%股权，进一步加强黄金饰品业务布局，致力于成为全国黄金珠宝首饰行业主要品牌的供应商、国内知名的黄金首饰终端制造商。2024H1，黄金饰品实现收入34.24亿元，同比+33.58%，利润总额0.94亿元，同比+49.26%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年公司EPS分别为0.75/0.84/0.91元/股。参考可比公司估值，综合考虑公司印染+黄金饰品双主业发展格局，给予公司2025年10XPE，对应合理价值8.44元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动风险、市场竞争激烈风险、下游需求不景气风险。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9570	9666	11478	12784	13903
增长率(%)	0.8%	1.0%	18.8%	11.4%	8.8%
EBITDA(百万元)	1046	1113	1088	1197	1272
归母净利润(百万元)	658	685	766	862	934
增长率(%)	-1.3%	4.1%	11.8%	12.4%	8.4%
EPS(元/股)	0.63	0.65	0.75	0.84	0.91
市盈率(P/E)	11.51	13.48	9.27	8.25	7.61
ROE(%)	11.3%	11.1%	11.1%	11.1%	10.7%
EV/EBITDA	5.65	5.26	2.74	1.82	0.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

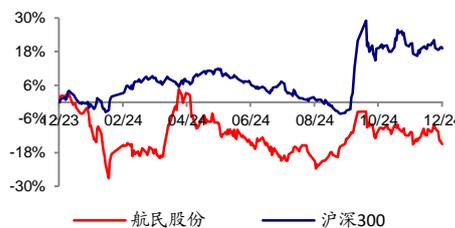
### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	6.96元
合理价值	8.44元
前次评级	买入
报告日期	2024-12-22

### 基本数据

总股本/流通股本(亿股)	10.21/10.21
总市值/流通市值(亿元)	71.05/71.05
一年内最高/最低(元)	8.90/6.20
30日日均成交额(百万)	82.29
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-2.11/0.29

### 相对市场表现



### 分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001

SFC CE No. BSE791



021-38003540



zuoqinqin@gf.com.cn

### 相关研究：

航民股份(600987.SH):印染	2024-08-13
业务稳健，黄金饰品并购后业绩高增	
航民股份(600987.SH):印染	2024-04-09
复苏+黄金业务稳健，盈利持续改善	

## 目录索引

一、航民股份：老牌印染龙头，“印染+黄金”双主业.....	5
（一）“纺织印染+黄金饰品”双主业发展.....	5
（二）实控人控股权稳定.....	6
（三）公司营收稳健，未来发展可期.....	7
二、印染行业市场规模大，集中度低.....	12
（一）生产地域集中，行业集中度较低.....	12
（二）市场逐步回暖，产量稳步增长.....	13
（三）鼓励企业绿色转型发展，实现结构调整和持续升级.....	14
三、黄金悦己及保值属性强，金价持续走强.....	15
（一）行业集中度较高，消费需求不断释放.....	15
（二）全球经济复苏乏力，黄金价格持续走高.....	16
四、核心竞争力.....	17
（一）印染业务：垂直一体化、区位优势、技术及数字化.....	17
（二）黄金饰品业务：加工能力强、品牌知名度高、设计能力强.....	20
五、盈利预测和投资建议.....	22
六、风险提示.....	25

## 图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系与股权结构	6
图 3: 公司历年营业收入及同比增速	8
图 4: 公司历年归母净利润及同比增速	8
图 5: 公司历年分行业营业收入(单位: 亿元)及占比	9
图 6: 公司历年分地区营业收入(单位: 亿元)及占比	9
图 7: 公司印染及黄金饰品业务收入(单位: 亿元)及增速	9
图 8: 公司印染及黄金饰品业务净利润(单位: 亿元)及净利率	9
图 9: 公司历年销售毛利率、销售净利率(单位: %)	10
图 10: 公司历年分业务销售毛利率(单位: %)	10
图 11: 公司历年期间费用率(单位: %)	11
图 12: 公司历年前五大客户收入及占总收入比重	11
图 13: 印染产业链	12
图 14: 2023 年中国印染行业规模以上企业市场份额占比(单位: %)	12
图 15: 2014 年-2024Q1-3 规模以上印染企业营业收入及增速	13
图 16: 2014 年-2024Q1-3 规模以上印染企业利润总额及增速	13
图 17: 2014 年-2024Q1-3 规模以上印染企业印染布产量及增速情况	14
图 18: 2023 年 1-12 月我国印染八大类产品出口增速情况(单位: %)	14
图 19: 黄金珠宝产业链	15
图 20: 2022 年中国黄金行业市场集中度	15
图 21: 2023 年中国黄金珠宝行业市场区域分布	15
图 22: 2014-2024Q1-3 全国黄金首饰消费量及同比增长情况	16
图 23: 伦敦现货黄金价格(单位: 美元/盎司)	16
图 24: 海黄金交易所 Au9999 黄金收盘价(单位: 元/克)	16
图 25: 公司污水处理池	17
图 26: 公司热电厂	17
图 27: 2019-2023 年公司电产量及蒸汽产量	17
图 28: 2023 年全国布生产地的分布情况	18
图 29: 2018-2023 年规模以上印染企业印染布产量及增速情况	19
图 30: 2018-2023 年公司印染业务产量及增速(单位: %)	19
图 31: 公司印染布产量占规模以上企业产量的比例	20
图 32: 公司 2024 上海国际珠宝首饰展览会部分展品	22
表 1: 公司现任董监高在航民股份任职履历	6
表 2: 公司现任董监高在航民股份任职履历	11
表 3: 印染行业相关政策整理	14
表 4: 浙江省部分企业及全国染料产量情况	18
表 5: 2022 年全国黄金首饰加工量十大企业	21

表 6: 公司黄金首饰加工量及全国黄金首饰消费量 (单位: 吨) .....	21
表 7: 公司收入拆分 (单位: 百万元) .....	23

## 一、航民股份：老牌印染龙头，“印染+黄金”双主业

### （一）“纺织印染+黄金饰品”双主业发展

航民股份成立于1998年1月，2004年8月9日于上交所上市，是一家聚焦“纺织印染+黄金饰品”双主业，并以热电、非织造布生产、工业用水、污水处理、印染机械及海运物流等产业相配套的公司。

公司印染主要从事各种中高档棉、麻、T/C、涤棉、涤毛及各种化纤织物或交织混纺布的染色、印花和后整理加工，年加工规模为10.2亿米。公司“飞航”品牌具有较高市场知名度，根据公司官网，公司是中国“印染行业竞争力十强企业”（印染业务加工能力位于全国第二），是国内一线品牌合作供应商，先后进入ZARA、M&S、Wal-Mart、VF等国际知名品牌的全球采购供应链体系。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、快速响应和品牌等方面具有较强优势。公司印染业务实行“代加工”经营模式，即销售商购买坯布，然后在公司下订单进行染色及后整理，公司收取加工费。与自营模式相比，**代加工模式具有低库存、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优势。**

根据公司公告（2018/12/25），2018年12月，公司以通过向航民集团、环冠珠宝定向增发11.01亿元，购买其合计持有的航民百泰100%股权，形成“面料印染+黄金珠宝”双主业产业链布局。公司黄金饰品业务，主要从事黄金饰品的设计、研发、生产、批发及品牌建设，年产能80吨。黄金饰品业务模式以“加工+批发”为主，在加工业务模式下，黄金原料由客户提供，按照客户需求生产产品，根据工艺复杂程度收取相应加工费；在批发业务模式下，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。根据公司公告（2023/12/28），公司以自有资金3.38亿元收购深圳尚金缘65%控股权，进一步加强黄金饰品业务布局，致力于成为全国黄金珠宝首饰行业主要品牌的供应商、国内知名的黄金首饰终端制造商。

图1：公司发展历程

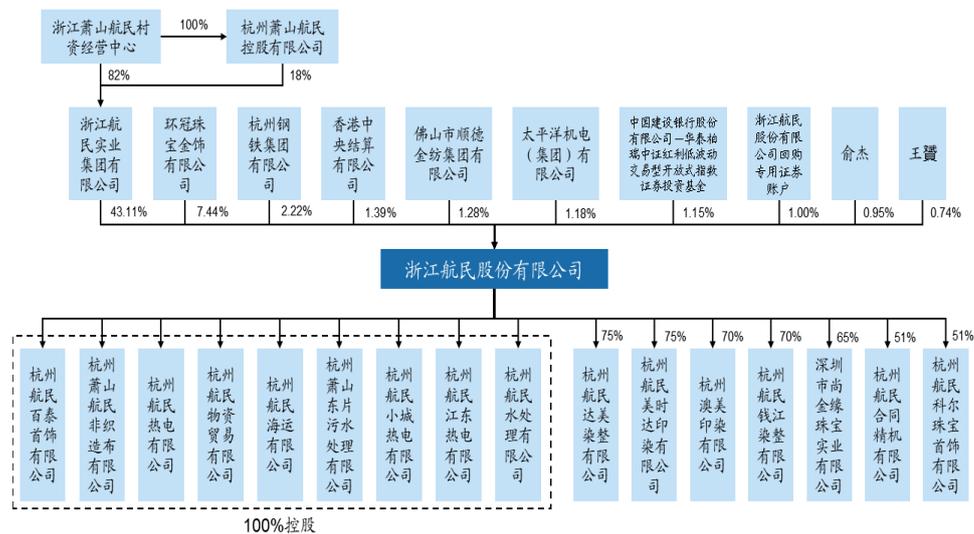


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## （二）实控人控股权稳定

公司实际控制人控股权稳定。公司实际控制人为杭州萧山航民村资产经营中心，截至2024Q3，通过全资控股的浙江航民实业集团有限公司（杭州萧山航民村资产经营中心直接持股82%，通过全资子公司杭州萧山航民控股有限公司持股18%）持有浙江航民股份有限公司43.11%股份。

图2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系与股权结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司核心团队长期保持稳定。公司主要高级管理人员从事纺织印染、珠宝、热电行业多年且普遍在公司较长年限，积累了丰富的生产和管理经验，对品牌运营有深刻见解，能够把握公司架构，对行业的发展趋势具有良好的专业判断能力。

表1：公司现任董监高在航民股份任职履历

姓名	职务	出生年份	个人履历
朱重庆	董事长,董事	1953	2005 年至今任浙江航民实业集团有限公司党委书记，董事长,1998 年至今历任浙江航民股份有限公司第一届至第八届董事会董事长。现任浙江航民实业集团有限公司党委书记，董事长，浙江航民股份有限公司董事长，浙江萧山农村商业银行股份有限公司董事。
高天相	董事	1958	1998 年加入航民，历任浙江航民实业集团有限公司办公室主任，总经理助理，董事会秘书，浙江航民股份有限公司董事，副总经理，董事会秘书；2005 年 10 月起任浙江航民实业集团有限公司董事，副总经理，浙江航民股份有限公司董事，2008 年起兼任第一创业证券有限责任公司董事。现任浙江航民实业集团有限公司董事，副总经理，浙江航民股份有限公司董事，深圳富春成长投资有限公司董事，五村联合控股董事。
朱建庆	董事	1957	1998 年至 2005 年 10 月，任浙江航民股份有限公司副总经理，杭州澳美印染有限公司总经理；2005 年 10 月至今，任浙江航民股份有限公司总经理，兼杭州澳美印染有限公司总经理；现任浙江航民实业集团有限公司董事，浙江航民股份有限公司董事，总经理，兼杭州澳美印染有限公司总经理。
周灿坤	董事	1982	现任深圳百泰投资控股集团有限公司董事长，总经理，深圳市百泰国礼文化创意有限公司董事长，杭州航民百泰首饰有限公司副董事长，浙江航民股份有限公司董事。
陆才平	董事	1982	曾任杭州钢铁集团有限公司财务部资产科科长，杭州钢铁集团有限公司办公室秘书科科长，浙江杭钢商贸集团有限公司副总经理等职务。现任杭州钢铁股份有限公司财务总监。
朱立民	董事	1981	现任浙江航民实业集团有限公司党委副书记，董事，总经理，兼任杭州航民百泰首饰有限公司董事长，杭州航民科尔珠宝首饰有限公司董事长。

龚启辉	独立董事	1984	现任西力科技，航民股份，宏工科技和辉煌三联等公司独立董事。
钱水土	独立董事	1965	主要从事金融理论与政策，金融制度和公司金融研究。现任浙江民泰商业银行股份有限公司独立董事，杭州东方嘉富资产管理有限公司独立董事，浙江航民股份有限公司独立董事。
张佩华	独立董事	1962	研究专长为功能性纺织原料及其纺织品服用舒适性研究，生物医用纺织品开发与生物力学性能研究。现任上海水星家用纺织品股份有限公司独立董事，浙江航民股份有限公司独立董事。
龚雪春	监事会主席	1968	1988年至1998年历任顺德市桂州珠江印染厂财务科长，顺德市珠江纺织企业公司财务科长，顺德市珠江金纺集团公司财务科长。1998年至今，任佛山市顺德金纺集团有限公司董事，财务负责人，财务部经理，财务总监，副总经理。现任本公司监事会主席。
龚雪春	监事	1968	1988年至1998年历任顺德市桂州珠江印染厂财务科长，顺德市珠江纺织企业公司财务科长，顺德市珠江金纺集团公司财务科长。1998年至今，任佛山市顺德金纺集团有限公司董事，财务负责人，财务部经理，财务总监，副总经理。现任本公司监事会主席。
陈慧	监事	1980	曾任上海良基实业有限公司科员，财务主管，上海华嵘实业公司财务部科员，太平洋机电（集团）有限公司财务审计部科员，主管，财务管理部部长助理，财务管理部副部长，上海科远坊企业发展有限公司财务总监。2022年12月至今，任太平洋机电（集团）有限公司财务管理部部长，上海华嵘实业有限公司财务总监。
雷备战	职工监事	1972	1999年至2001年，曾任杭州航民热电有限公司财务经理。现任本公司监事，审计部经理，浙江航民海运有限公司监事，杭州航民水处理有限公司监事，杭州航民热电有限公司监事。
朱岳斌	副总经理	1970	2000年4月至今任本公司印染分公司经理。现任浙江航民实业集团有限公司董事，本公司副总经理，兼任印染分公司经理。
朱顺康	副总经理	1960	1990年至2006年7月，历任萧山钱江染织厂车间主任；萧山漂染厂车间主任；辽宁海城市染整长副总经理；萧山色织整理厂厂长；杭州达美染整有限公司总经理。现任浙江航民实业集团有限公司董事，本公司副总经理，兼任杭州航民达美染整有限公司总经理。
李军晓	副总经理,董事会秘书	1972	曾任(河北钢铁集团)舞阳钢铁有限责任公司生产部生产计划主管及公司联合办公协调员;2005年4月至2009年3月,任浙江航民实业集团有限公司总经理助理兼杭州航民纺织品质量检测有限公司经理;现任浙江航民股份有限公司董事会秘书,副总经理。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### （三）公司营收稳健，未来发展可期

**2014-2023年公司收入及业绩保持较快增长，2018-2021年略有波动。**根据公司财报，2004-2017年公司营收CAGR为14.15%，2018-2023年公司营收CAGR为5.11%。

2021-2023年及2024Q1-3公司实现营收分别为94.91/95.70/96.66/86.78亿元，YOY+81.38%/0.83%/+1.00%/18.34%。2021-2023年及2024Q1-3公司实现归母净利润分别为6.67/6.58/6.85/4.75亿元，YOY+10.87%/-1.32%/+4.13%/5.23%。2018年公司收入高增、利润增速不及收入增速主要因航民百泰黄金业务并表，公司收入大幅增长，但黄金业务利润率较低（2018年实现利润总额10560万元，占公司总营业利润11.27%）。2019年公司营收下滑主要因黄金价格不断攀升，加工业务占比提高，批发业务占比减少，黄金业务全年实现销售收入25.58亿元，同比减少28.35%；黄金首饰虽产量下降，但公司调整产品结构，推出“精、轻、新”产品，当年实现利润总额1.12亿元，同比增加6.26%。2020年公司收入及归母净利润均大幅下降主要系受疫情影响。2021年公司营收、归母净利润同比增长81.38%/10.87%，主要系一是公司紧抓黄金珠宝消费需求回暖时机，开发适销对路的产品，快速拓展批发业务；二是公司印染企业调优产品外拓市场，对标对表内挖潜力。

图3: 公司历年营业收入及同比增速



数据来源: WIND, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 公司历年归母净利润及同比增速



数据来源: WIND, 公司财报, 广发证券发展研究中心

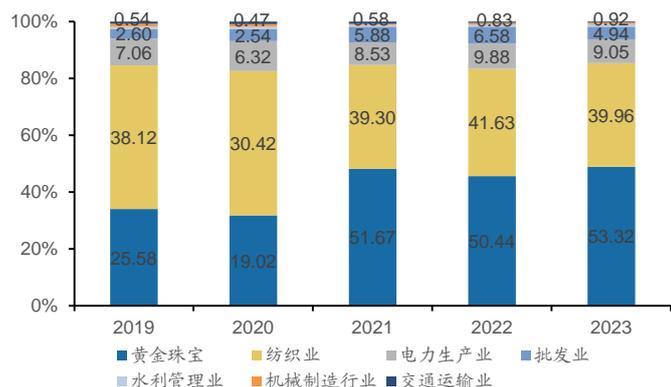
**分业务:** 近年来公司纺织印染业务稳步发展, 黄金批发业务快速增长。公司主要从事纺织印染及黄金饰品业务, 此外, 公司还有电力、水利管理、机械制造、交通运输等业务, 主要服务于印染业务, 形成产业链优势。2019-2023年公司纺织业务/黄金饰品业务营收CAGR分别为1.19%和20.15%; 2023年, 公司纺织和黄金饰品业务营收占比分别为41.34%、55.16%。2020年, 受疫情冲击, 纺织品业务同比-23.31%; 黄金饰品业务的加工和零售均受到较大影响, 收入同比-25.64%。2021年, 公司印染调优产品外拓市场, 对标对表内挖潜力, 收入同比+37.60%; 紧抓黄金珠宝消费需求回暖时机, 开发适销对路的产品, 黄金饰品业务收入同比+171.63%。2022年, 公司纺织业务努力克服下游需求不足、上游成本增加、夏季持续高温等影响, 调优产品外拓市场, 对标对表内挖潜力, 实现营收38.14亿元, 同比+7.18%, 但利润同比下降2.59%, 主要系煤炭、电力价格及员工社保费同比增加所致; 黄金首饰消费在年初经历强劲复苏, 此后受疫情影响, 黄金饰品业务实现营收50.46亿元, 同比-2.35%, 利润同比-7.47%。2023年, 由于内需疲弱、出口承压, 纺织业务收入同比-0.54%; 黄金饰品业务抓住市场恢复回升机遇, 积极开发新品、开源节流、降本增效, 收入同比+5.70%。

(1) 印染: 2018-2023年收入CAGR为2.61%, 2023年/2024H1实现收入37.93/19.35亿元, 同比-0.54%/+5.88%, 实现销售净利润5.80/2.39亿元, 同比+1.77%/+5.59%, 净利率15.29%/12.37%, 同比+0.35/-0.03pct。

(2) 黄金饰品: 2018-2023年收入CAGR为8.35%, 2023年/2024H1实现收入53.32/34.24亿元, 同比+5.70%/+33.58%, 实现销售净利润1.30/0.94亿元, 同比+14.49%/+49.26%, 净利率2.45%/2.75%, 同比+0.19/+0.33pct。

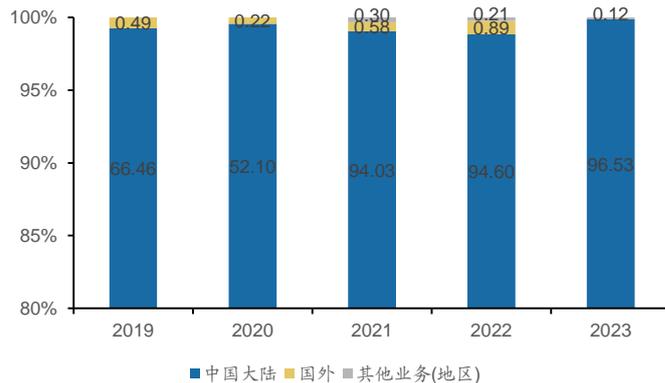
分地区, 公司以内销为主。根据公司财报, 2021-2023年公司中国大陆销售收入分别为94.03/94.60/96.53亿元, 占公司收入比例分别为99.08%/98.85%/99.87%。

图5: 公司历年分行业营业收入(单位: 亿元)及占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 公司历年分地区营业收入(单位: 亿元)及占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 公司印染及黄金饰品业务收入(单位: 亿元)及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 公司印染及黄金饰品业务净利润(单位: 亿元)及净利率

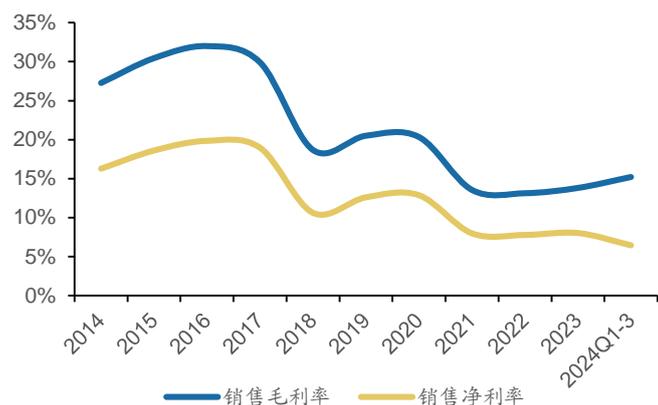


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**毛利率和净利率。** (1) **毛利率:** 2021-2023年及2024Q1-3公司销售毛利率分别为13.53%/13.11%/13.79%/15.19%, 同比变动-6.80/-0.42/+0.68/+2.15pct, 呈明显修复趋势。公司黄金饰品业务以代工、批发为主, 毛利率水平较低, 2018年公司拓展黄金饰品业务后, 拉低了公司整体毛利率。2021毛利率下滑, 主要系煤炭价格大幅上涨, 东片污水因停产维修导致印染废水委外处理, 成本增加, 以及人工成本增加等影响。(2) **净利率:** 2021-2023年及2024Q1-3公司销售净利率分别为7.98%/7.78%/8.02%/6.45%, 同比变动-4.89/-0.20/+0.24/-0.49pct。2024Q1-3公司毛利率同比改善而净利率下滑主要系印染业务和黄金饰品业务毛利均有修复, 但黄金饰品业务由于深圳尚金缘并表, 增速更快, 对公司的利润贡献占比提升。

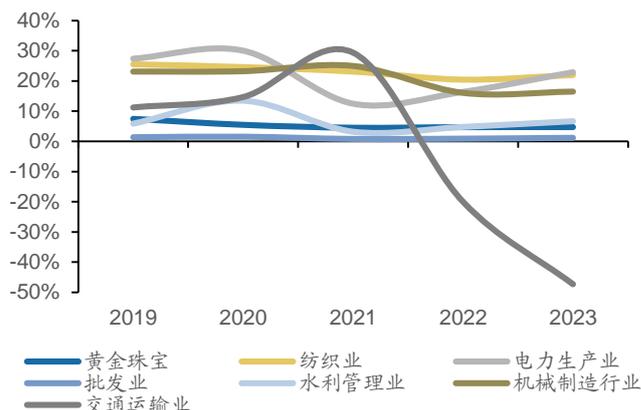
**分业务毛利率:** 根据公司财报, 2021-2023年公司纺织业毛利率分别为23.09%/20.43%/21.96%; 黄金饰品业务毛利率分别为4.47%/4.66%/4.68%, 公司黄金饰品业务主要从事代工和批发业务, 毛利率较低。

图9：公司历年销售毛利率、销售净利率（单位：%）



数据来源：WIND，公司财报，广发证券发展研究中心

图10：公司历年分业务销售毛利率（单位：%）



数据来源：WIND，公司财报，广发证券发展研究中心

近年来期间费用率控制较好，呈小幅波动。根据公司财报，2021-2023年及2024Q1-3公司期间费用率分别为4.57%、4.69%、4.75%、5.02%。其中：

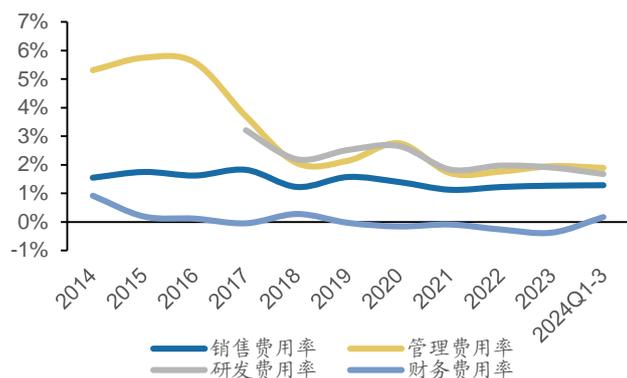
**(1)销售费用率：**2021-2023年及2024Q1-3公司销售费用率分别为1.12%、1.22%、1.27%、1.28%。公司印染业务采用代加工模式，黄金饰品业务主要从事加工和批发模式，与自营模式相比，销售费用相对较少。2024Q1-3销售费用略有变动，主要系收购深圳尚金缘公司相应增加1600多万（主要为职工薪酬及业务费）所致。

**(2)管理费用率：**2021-2023年及2024Q1-3公司管理费用率分别为1.71%、1.76%、1.95%、1.89%。2017年管理费用率下降主要系会计政策变更调整财务报表，管理费用与研发费用不再合并披露。2018年管理费用率下降主要系航民百泰黄金业务并表，公司收入大幅增长。2020年管理费用率上升主要系管理费用金额相对稳定，营业收入减少。2021年管理费用率下降主要系公司抓住黄金快速增长及金价稳定的机遇，扩大黄金饰品批发业务占比（批发业务销售收入同比增加31.64亿），公司收入大幅增长。

**(3)财务费用率：**2021-2023年及2024Q1-3公司财务费用率分别为-0.09%、-0.26%、-0.37%、0.17%。2024Q1-3财务费用增加主要系短期借款增加，利息支出同比增加105.30%，利息收入同比下降22.84%。

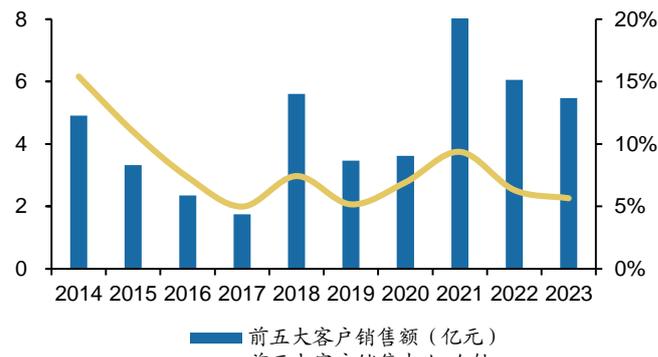
**(4)研发费用率：**2021-2023年及2024Q1-3公司研发费用率分别为1.83%、1.97%、1.91%、1.68%，整体相对稳定，主要受收入端波动影响。

图11: 公司历年期间费用率 (单位: %)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图12: 公司历年前五大客户收入及占总收入比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从客户集中度看, 前五大客户收入占比较小, 且近年来呈下降趋势。根据公司财报, 2021-2023年公司前五大客户销售额分别为8.90/6.06/5.47亿元, 销售额占比分别为9.38%、6.32%、5.66%。

**分红政策:** 公司自2004年上市以来, 每年分红, 累计分红20次, 累计分红现金28.86亿元。自2021年起, 公司将股利支付率提高至45%+, 进一步回馈股东。截至2023年, 公司累计未分配利润46.25亿元; 截至2024Q3, 公司期末现金及现金等价物31.96亿元。

表2: 公司现任董监高在航民股份任职履历

年份	现金分红总额(亿元)	期末未分配利润(亿元)	股利支付率	ROIC	每股股利(元)	股息率
2018	2.09	30.01	31.53%	15.17%	0.28	3.42%
2019	2.38	32.94	32.26%	13.98%	0.22	3.48%
2020	2.16	36.13	35.95%	10.20%	0.20	3.49%
2021	3.15	40.17	47.29%	10.87%	0.30	5.40%
2022	3.15	43.10	47.91%	9.97%	0.30	4.14%
2023	3.15	46.25	46.01%	9.54%	0.30	3.42%

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

注: 股息率=每股现金分红/股价\*100%, 股价取的是当年年末最后一个交易日的收盘价

## 二、印染行业市场规模大，集中度低

### （一）生产地域集中，行业集中度较低

我国印染产业链上游主要为原材料、染料及印染助剂企业，原材料包括棉纺、毛纺、丝绸胚布、纱线等；中游为印染加工企业，主要有棉及化纤印染精加工企业、毛染整精加工企业、丝印染精加工企业等；下游主要为服装、家纺等企业。

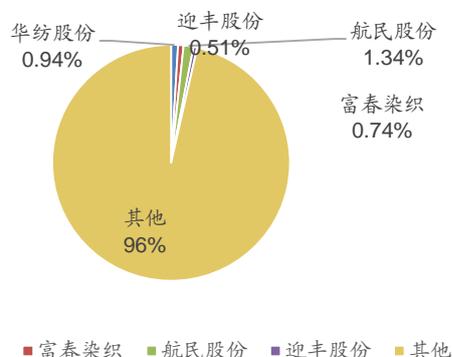
图13：印染产业链



数据来源：前瞻产业研究院，公司财报，广发证券发展研究中心

我国印染产业生产地域集中，市占率低，行业集中度尚有较大提升空间。根据公司财报，我国印染产业对产业上下游及市场、自然地域有很强的依赖性，主要集中在“上下游产业链配套、专业市场比较发达、水资源较为丰沛、环境承载能力较强”的浙江、江苏、福建、广东、山东等东部沿海五省，印染布产量占比超过95%以上。生产地域集中，但单家企业市场集中度低，行业集中度尚有较大提升空间。据国家统计局披露的行业总规模数据及2023年各公司印染业务营收，4家代表性印染行业上市公司航民股份、华纺股份、富春染织、迎丰股份的市场份额分别为1.34%/0.94%/0.74%/0.51%，合计占比为3.53%。

图14：2023年中国印染行业规模以上企业市场份额占比（单位：%）



数据来源：各公司财报，国家统计局，广发证券发展研究中心

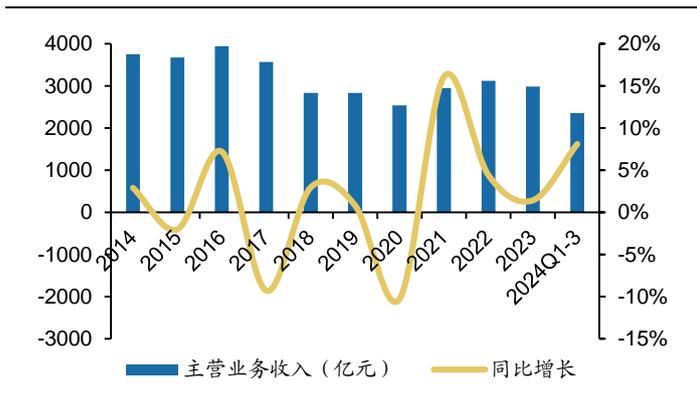
注：航民股份/华纺股份/富春染织/迎丰股份的市场份额分别根据纺织行业/印染产品/色纱产品/印染行业营收计算；市场规模采用国家统计局披露2023年规模以上印染企业总营收。

## （二）市场逐步回暖，产量稳步增长

内需疲软、出口下滑，印染行业整体承压，自2023年起呈明显修复态势。2023年受市场需求不足、行业竞争加剧等因素影响，印染企业经营效益明显承压。根据中国印染行业协会统计数据，2023年我国规模以上印染企业实现营业收入2986.15亿元，同比增长1.44%，实现利润总额139.15亿元，同比增长9.26%；1781家规模以上印染企业亏损户数为548户，亏损面达30.77%；亏损企业的亏损总额为32.49亿元，同比降低9.71%。根据中国印染行业协会统计数据，2024年1-9月，规模以上印染企业实现营业收入2353.86亿元，同比增长8.11%；实现利润总额105.65亿元，同比增长44.65%；1789家规模以上印染企业亏损户数为613户，亏损面达34.26%，同比扩大2.24pct；亏损企业的亏损总额为25.98亿元，同比减少9.80%。尽管前三季度印染行业效益水平明显改善，但行业亏损面依然偏高。

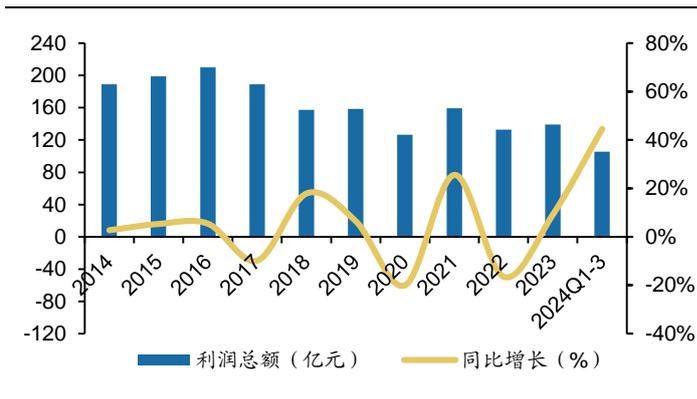
根据国家统计局数据，2023年，印染行业规模以上企业印染布产量558.82亿米，同比增长1.30%，增速自4月份由负转正以来，维持在1%左右，整体保持增长态势。2023年受国际市场需求收缩、国际贸易风险上升等因素影响，我国印染行业出口承压开局，二季度开始出口增速保持基本平稳，主要八大类产品（纯棉染色布、纯棉印花布、棉混纺染色布、棉混纺印花布、合成长丝织物、涤纶短纤织物、T/C印染布、人纤短纤织物）出口呈现量升价跌态势，主要系业内竞争激烈，价格内卷现象较为普遍，企业利润空间受到挤压；同时受人民币对美元贬值影响，出口产品价格以美元计价出现下滑。根据中国海关及印染行业协会数据，2023年，我国印染八大类产品出口数量311.86亿米，同比增长4.91%；出口金额301.25亿美元，同比降低3.89%，降；出口平均单价0.97美元/米，同比降低8.39%。

图15：2014年-2024Q1-3规模以上印染企业营业收入及增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图16：2014年-2024Q1-3规模以上印染企业利润总额及增速

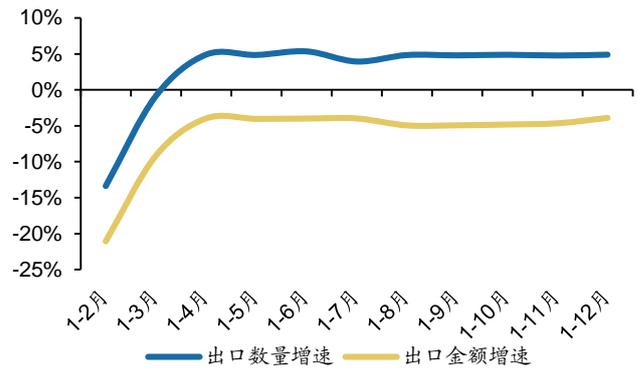


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图17: 2014年-2024Q1-3规模以上印染企业印染布产量及增速情况



图18: 2023年1-12月我国印染八大类产品出口增速情况 (单位: %)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国海关, 中国印染行业协会, 广发证券发展研究中心

### (三) 鼓励企业绿色转型发展, 实现结构调整和持续升级

在资源环境严约束下, 印染行业正在向“科技、时尚、绿色”实现转型与提升。根据国际能源署 (IEA) 发布的数据显示, 纺织服装行业总碳排放量占全球总排放量的10%, 是仅次于石油产业的第二大污染源。每生产一吨纺织产品, 会污染200吨水, 每生产1公斤布料, 会排放23公斤二氧化碳气体。当前印染行业在资源环境严约束下, 正在向“科技、时尚、绿色”实现转型与提升。各级政府相继出台政策, 鼓励和支持龙头企业发挥其在研发力量、装备技术、管控水平、中高端产品开发生产等方面的示范带动作用, 行业通过技改创新、减排降碳、智能制造、并购整合、产业转移、深度参与全球化, 实现结构调整和持续升级, 要求按照“建设资源节约型、环境友好型社会”要求, 持续推动印染行业“高端、绿色、智能、集聚”发展。

表3: 印染行业相关政策整理

政策名称	部门	时间	主要内容
《纺织染整工业水污染物排放标准》	生态环境部	2013.01	新标准替代1992年公布的旧标准, 对现有企业和新建企业提出更严格的排放标准;例如2013年1月1日期起, 新建企业废水COD直接排放低于80mg/L, 间接排放低于200mg/L。
《纺织工业发展规划(2016-2020年)》	工信部	2016.09	推进纺织智能制造, 建立智能化、数字化染色车间, 推动印染、化纤等重点行业清洁生产审核加快印染企业技术改造, 推广少水染整技术, 支持印染企业按照污染物排放等量或减量原则加快更新改造。
《全国国土规划纲要(2016-2030年)》	国务院	2017.02	严格控制印染等行业新建单纯扩大产能项目, 提高印染等行业污染物排放标准和清洁生产评价标准。
《印染行业规范条件(2017版)》	工信部	2017.09	为促进印染行业产业结构调整 and 转型升级, 规范印染行业生产经营和投资行为, 推进节能减排清洁生产, 引导印染行业向技术密集、资源节约、环境友好型产业发展, 根据国家有关法律、法规和产业政策, 制定本规范条件。
《关于加快推进工业节能与绿色发展的通知》	工信部、国开行	2019.03	清洁生产改造。推动焦化、建材、有色金属、化工、印染等重点行业企业实施清洁生产改造, 在钢铁等行业实施超低排放改造, 从源头削减废气、废水及固体废物产生。
《印染行业绿色发展技术指南(2019版)》	工信部	2019.10	为给地方政府推动印染行业转型升级提供指导, 给印染企业技术改造指引方向, 给相关科研机构技术攻关聚焦目标, 切实提高印染行业绿色发展水平。
《纺织染整工业废水治理工程技术规范》	生态环境部	2020.01	本标准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。
印染行业“十四五”发展指导意见	中国印染行业协会	2021.12	以高质量发展为核心, 以“科技、时尚、绿色”产业定位为引领, 加快推进行业转型升级和结构调整, 推动技术创新, 优化产品结构和市场结构, 深化节能减排, 培育以创新驱动和绿色发展为支撑的发展新动能, 满足市场消费升级需求, 重塑和再造行业国际竞争新优势, 推动行业实现高质量发展。
纺织行业数字化转型三年行动计(2022-2024)	中国纺织工业联合会	2022.06	印染行业:重点培育推广智能排产、染化料自动输送、印花自动调浆、染缸中央集中控制、染缸自动进布、颜色数字化管理、智能验布、废水处理数字化等解决方案。

工业领域碳达峰实施方案 工信部、发改委、生态环境部 2022.08 印染行业要积极推行绿色制造，全面提升清洁生产水平，深入开展清洁生产审核和评价认证，推动行业企业实施节能、节水、节材、减污、降碳等系统性清洁生产改造。

数据来源：各部门官网，公司年报，广发证券发展研究中心

### 三、黄金悦己及保值属性强，金价持续走强

#### （一）行业集中度较高，消费需求不断释放

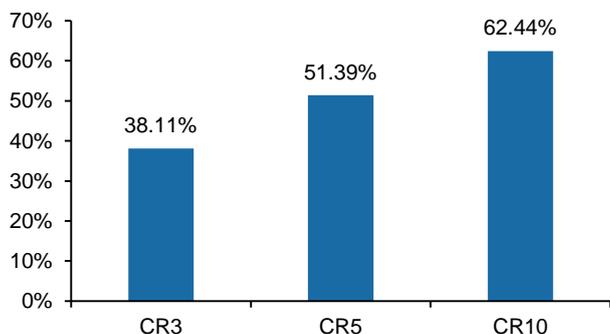
黄金珠宝行业区域性分布、行业集中度高。我国黄金珠宝首饰行业呈现区域性分布的特点，主要集中在经济较为发达地区，形成了以广东、浙江、山东等地区为代表的产业集群。黄金珠宝首饰企业的运营模式也呈现多元化发展和创新，逐渐形成“以生产、加工为主的黄金珠宝首饰加工企业，以品牌、渠道建设和运营为主的黄金珠宝首饰零售企业”。根据前瞻产业研究院数据，从原料黄金产量来看，2022年我国黄金行业前三家（紫金矿业、恒邦股份、山东黄金）企业黄金产量集中度为38.11%，前五家企业黄金产量集中度为51.39%，前十家企业黄金产量集中度为62.44%。根据观知海内信息网，2023年，我国一线、二线城市市场占据黄金珠宝行业市场份额的58%。

图19：黄金珠宝产业链



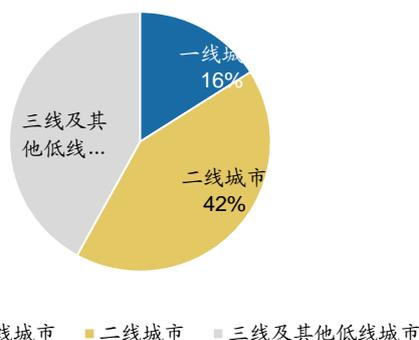
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图20：2022年中国黄金行业市场集中度



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

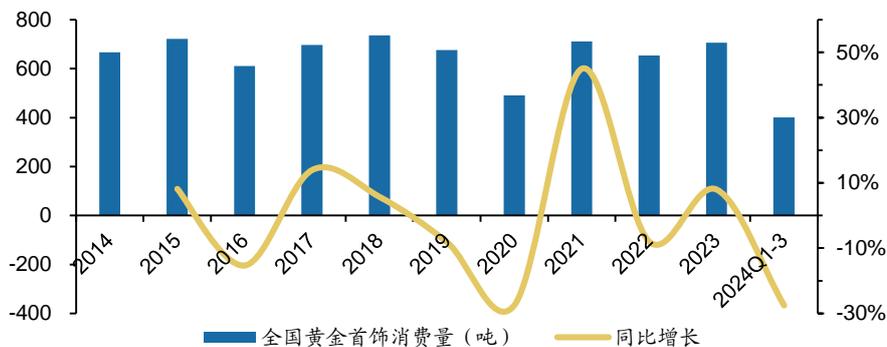
图21：2023年中国黄金珠宝行业市场区域分布



数据来源：观知海内信息网，广发证券发展研究中心

我国黄金首饰消费量近十年来保持稳定。根据Wind，2019年676.23吨，2020年受疫情影响较大，2021年有明显恢复，达到711.29吨。2023年，在一系列提振消费政策推动下，全国消费市场持续恢复回升，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。2024年前三季度，随着黄金价格不断刷新历史新高，黄金首饰消费大幅下降。根据中国黄金协会统计数据显示，2023年全国黄金首饰消费量706.48吨，同比增长7.97%；2024Q1-3，全国黄金首饰消费量400.4吨，同比下降27.53%。

图22：2014-2024Q1-3全国黄金首饰消费量及同比增长情况



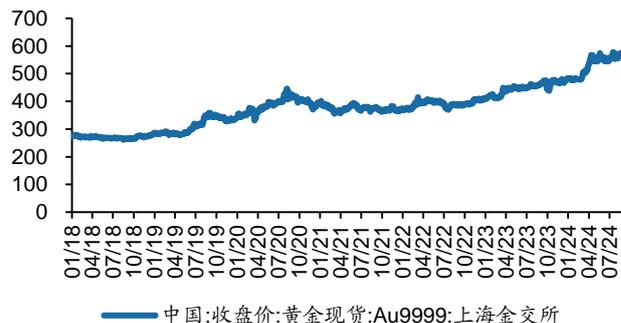
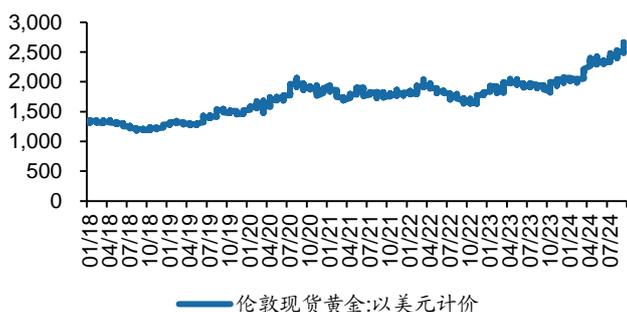
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）全球经济复苏乏力，黄金价格持续走高

**2023年至2024Q1-3，黄金价格高位波动。**根据WIND，伦敦现货黄金2023年年终价为2062.40美元/盎司，较年初上涨12.39%，年度均价1940.54美元/盎司，同比上涨7.80%。上海黄金交易所Au9999黄金2023年12月底收盘价479.59元/克，较年初上涨16.69%，全年加权平均价449.05元/克，同比上涨14.97%。2024年前三季度，由于地缘政治冲突持续，全球经济复苏乏力，通胀高企，单边主义、保护主义愈演愈烈，黄金避险保值功能愈加凸显，黄金价格持续强势上涨，不断创历史新高。2024年9月底，伦敦现货黄金价格为2629.95美元/盎司，较年初上涨27.20%，前三季度均价2295.75美元/盎司，同比上涨18.92%。上海黄金交易所Au9999黄金2024年9月末收盘价595.25元/克，较年初上涨23.80%，前三季度加权平均价格为529.14元/克，同比上涨19.78%。

图23：伦敦现货黄金价格（单位：美元/盎司）

图24：海黄金交易所Au9999黄金收盘价（单位：元/克）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

## 四、核心竞争力

### (一) 印染业务：垂直一体化、区位优势、技术及数字化

#### 1. 垂直一体化产业链优势，循环经济有效降低成本

公司印染主业已形成热电、织造、非织造、工业自来水、污水处理、印染机械配套发展的稳健高效产业链，具备产业链一体化优势，一方面可快速响应客户需求，维持较高染整质量，另一方面，可推进资源集约利用，发展循环经济，有效降低成本，且绿色环保。

公司有3家热电企业可用于发电供汽，其中热电业务可使公司生产不受热力不足影响，实现印染定型机供热系统油改汽，蒸汽部分自用，部分供应周边企业，可进一步降低生产成本。配套的水处理设施有助于降低取水、用水成本。采用印染废水对热电燃煤锅炉烟气脱硫，可有效降低脱硫运行费用。

根据公司财报，公司子公司美时达印染是中国印染行业首家通过出口欧盟碳足迹(低碳节能)认证的企业。“印染废水烟气脱硫改造工程”被评为2010年国家重点环境保护实用技术示范工程。钱江印染、热电废水废气综合循环治理工程列入2016年国家重点环境保护实用技术示范工程名录。“钱江染整、热电污染协同控制技术及应用”荣获2017年度环境保护科学技术奖二等奖，已达到国际先进水平。

图25：公司污水处理池



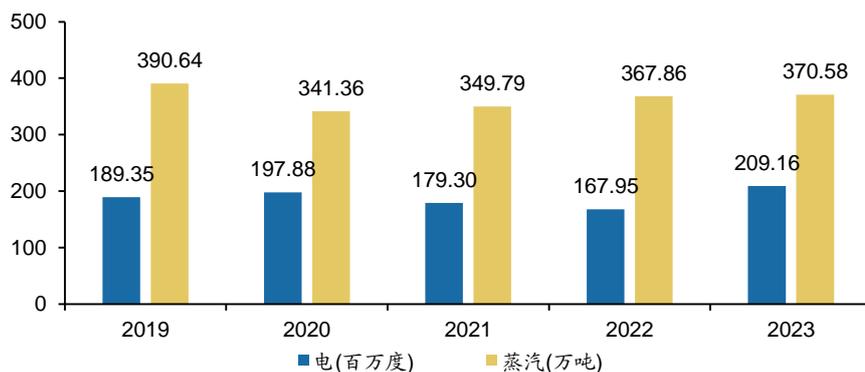
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图26：公司热电厂



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图27：2019-2023年公司电产量及蒸汽产量



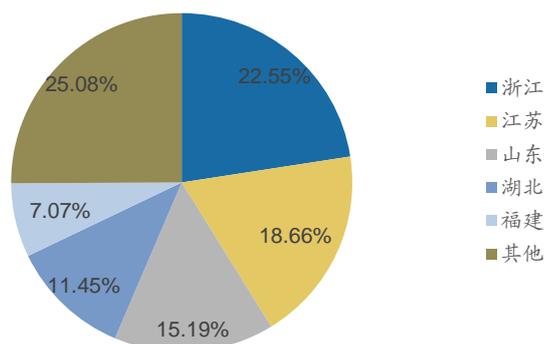
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 2. 产业集群，公司具备显著区位优势

公司地处浙江省杭州市萧山区，距离亚洲最大的纺织品集散地—中国轻纺城仅10公里，区域内轻纺、印染企业云集，产业集群效应明显。浙江省布产量、染料产量均系国内第一大生产地，浙江、江苏两省的印染布产量常年占据全国产量的2/3以上，区内企业相互促进，有效带动相关的原辅料、物流等配套产业发展，进一步加强区域内产业集群效应。公司具有显著的区位优势，可有效降低交易成本和运输成本，及时获取市场信息。根据浙江省经济和信息化厅数据，2021年，浙江省纺织和服装行业优势领域主要有合成纤维、印染布、棉混纺布、帘子布、服装等，2021年产量均位列全国前三位，其中合成纤维和印染布产量均占全国比重50%以上。

**(1) 浙江省系全国最大的布生产地，占全国产量的22.55%。**根据国家统计局和浙江省统计局数据，2023年浙江省布产量为71.92亿米，占全国布产量的22.55%，系全国占比最高的省份。国内布产量前五的省份浙江、江苏、山东、湖北、福建的占比分别为22.55%、18.66%、15.19%、11.45%、7.07%，合计74.92%。

图28：2023年全国布生产地的分布情况



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

**(2) 浙江省系全国最大染料生产地，占比过半。**根据闰土股份财报引用的中国染料行业协会数据，我国是全球染料生产、出口和消费的第一大国，2023年中国染料年产量88.30万吨，约占全世界产量的70%左右。全球染料看中国，中国染料看浙江。浙江省系国内最大的染料生产地。2023年，浙江省内的三家企业浙江龙盛、闰土股份、吉华集团的染料产量分别为19.62万吨、18.51万吨、6.80万吨，合计占国内产量的50.89%。

表4：浙江省部分企业及全国染料产量情况

公司地点	2018	2019	2020	2021	2022	2023
浙江龙盛 绍兴	22.20	18.20	20.72	22.76	20.73	19.62
闰土股份 绍兴	17.02	16.29	15.62	14.52	16.60	18.51
吉华集团 杭州	6.91	6.94	6.44	7.22	7.13	6.80
合计	44.13	41.43	42.78	44.51	44.47	44.93

全国	81.30	79.00	76.90	85.60	83.50	88.30
占全国比例	56.74%	52.45%	55.64%	51.99%	53.26%	50.89%

数据来源：智研咨询，各公司财报，广发证券发展研究中心

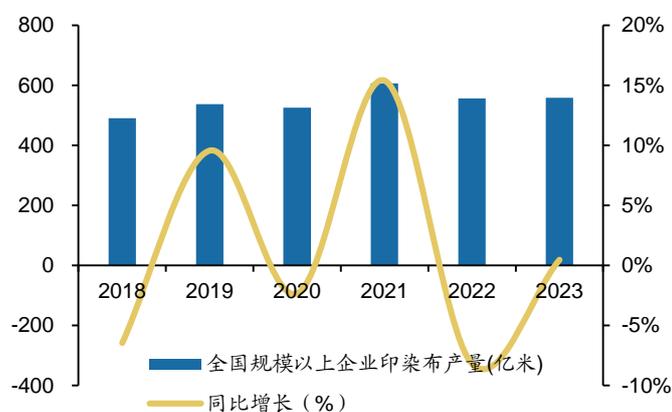
### （3）染整技术及数字化优势显现，公司市占率持续提升

染整工艺技术是决定面料品质、功能性能的关键因素。对于印染行业来讲，坯布种类繁多、内部组织结构复杂，染料、助剂性能和功能性差异较大，不同客户对纺织品面料染色和功能性需求各异，导致印染配方种类较多，印染工艺复杂。公司根据客户受托加工坯布的品种和特点，严格筛选控制染料、助剂品质，合理确定工艺流程，制定相应的印染配方及工艺技术参数，以满足客户对纺织品面料的染色和功能性需求。公司积累了丰富的染整工艺技术，具备较高的染色一次成功率，纺织品面料的色泽、匀染性、色牢度、缩水率等方面均达到较高水平，能够有效满足客户需求。

公司依托染整工艺技术优势，持续推进印染数字化改造。由于市场上采用委托加工模式印染面料的坯布商占多数，其采购面料时资金占用大，故对印染生产周期极为敏感。公司已进入ZARA、M&S、Wal-Mart、VF等多家国际知名品牌的全球采购供应链体系；根据2024/10/28交流公告，公司间接出口占比在60%左右。公司针对行业订单“多品种、小批量、定制化”的特点，依托染整工艺技术优势，深化工业化和信息化融合，推进印染企业数字化改造，打造智能化柔性生产线，在确保满足客户的各类功能性需求的同时缩短产品交付期，提高公司竞争力。

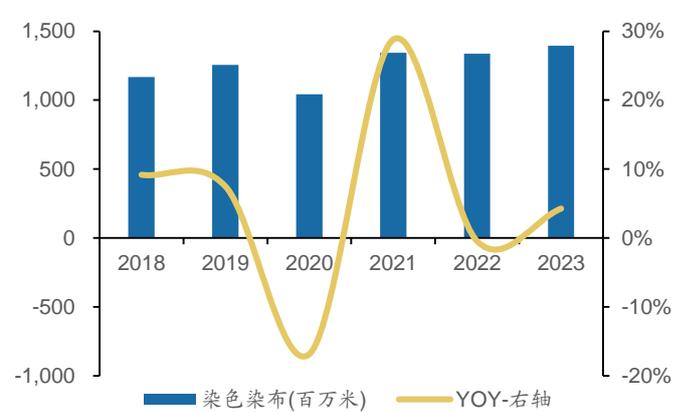
公司印染布产量增速高于行业水平，市占率持续提升。近年来随着环保政策趋严、原材料价格波动，印染企业亏损面持续扩大。2018-2023年，公司染色布产量的CAGR约为3.62%，高于规模以上印染企业印染布产量的复合增速（CAGR为2.63%）。根据国家统计局数据，2023年全国规模以上印染企业印染布产量为558.82亿米，公司印染布产量13.95亿米，公司印染布产量占全国规模以上印染企业印染布产量的2.50%，较2018年的2.38%提升0.12pct。

图29：2018-2023年规模以上印染企业印染布产量及增速情况



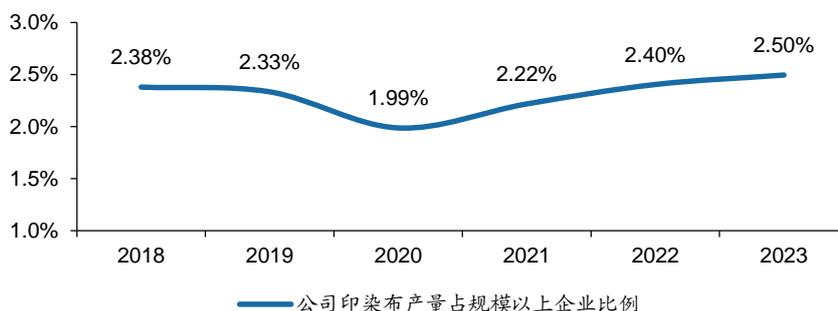
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图30：2018-2023年公司印染业务产量及增速（单位：%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图31：公司印染布产量占规模以上企业产量的比例



数据来源：国家统计局，中国印染行业协会，公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）黄金饰品业务：加工能力强、品牌知名度高、设计能力强

### 1. 黄金加工量位于国内第二，品牌知名度高

公司黄金饰品业务以“加工+批发”为主，在加工业务模式下，黄金原料由客户提供，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，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。根据2024/10/28交流公告，黄金饰品业务，公司先从银行借入金料，作为生产周转原料，公司按期支付租赁费，到期如数归还金料。由于借入的黄金同时在资产端（存货）和负债端（交易性金融负债）列报核算，黄金市价波动时，资产端的波动影响随着实物金的消耗流转计入主营业务成本，期末存货资产结存单价接近期末黄金市价。负债端的市场价值波动计入公允价值变动损益。由于资产和负债同时确认该市价波动，方向相反，只是利润表上列报科目有区别，对合计利润总额影响较小，资产端市场价的波动对主营业务成本的调整也是更好地反映公司的经营情况实质。

根据财报，公司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，先后获得“中国黄金首饰加工量十大企业”、“中国珠宝首饰驰名品牌”、“创建中国珠宝品牌优秀企业”、“中国珠宝玉石首饰行业科技创新优秀企业”等荣誉称号。根据官网，2021年1月26日，航民百泰被2022年第19届亚运会组委会确定为“首饰类”特许生产中选企业。

公司黄金加工量位于行业第二，且产能有望持续扩大。目前产能80万吨，根据2024/4/18交流公告，公司已建成航民黄金时尚产业园，规划产能达100吨。根据中国黄金协会数据，2022年，公司是全国第二大黄金首饰加工企业，前十大企业合计加工总量367.77吨，占2022年全国黄金首饰消费总量654.32吨的56.21%。根据公司财报及中国黄金协会数据，2022-2023年，公司黄金首饰加工量分别为68.32吨、69.74吨，全国黄金首饰消费总量分别为654.32吨、706.48吨，公司加工量占全国黄金首饰消费总量的比例分别为10.44%、9.87%。

**表5: 2022年全国黄金首饰加工量十大企业**

序号	公司名
1	深圳百泰投资控股集团有限公司
2	杭州航民百泰首饰有限公司
3	深圳市瑞麒珠宝首饰有限公司
4	梦金园黄金珠宝集团股份有限公司
5	东莞市金龙珠宝首饰有限公司
6	深圳市凯恒珠宝实业有限公司
7	深圳市翠绿首饰股份有限公司
8	深圳市冠华珠宝有限公司
9	深圳市金明丰珠宝有限公司
10	深圳市金明珠珠宝首饰有限公司

数据来源: 中国黄金协会, 广发证券发展研究中心

**表6: 公司黄金首饰加工量及全国黄金首饰消费量 (单位: 吨)**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
公司黄金加工销售量	75.37	56.29	36.73	65.57	68.32	69.74
YOY	5.95%	-25.32%	-34.75%	74.07%	4.19%	2.08%
全国黄金首饰销售量	736.29	676.23	490.58	711.29	654.32	706.48
占比	10.24%	8.32%	7.49%	9.22%	10.44%	9.87%

数据来源: 中国黄金协会, 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 2. 客户资源丰富, 收购深圳尚金缘, 强强联合可进一步扩大市场份额

公司植根华东地区市场, 区域优势明显, 除江浙沪地区长期合作客户外, 还覆盖东北、华北、华南、华中、西南、西北等地区。收购深圳尚金缘后, 可有效扩大公司销售网络覆盖面, 进一步提高市场占有率。

根据2023/12/29收购公告, 公司以自有资金3.38亿元向深圳百泰收购深圳尚金缘65.0%股权, 并做出业绩承诺: 深圳尚金缘2024-2026年的净利润分别不低于6000万元、6500万元、7000万元。2024H1, 深圳尚金缘实现收入82610.89万元, 净利润2464.45万元。

**收购深圳尚金缘, 强强联合, 进一步提升市占率。**深圳百泰是国内黄金饰品加工制造的龙头企业, 加工制造能力、新品开发能力和产品品质在业界享有良好口碑。深圳百泰采用生产加工、批发销售、品牌零售相分离的业务经营模式, 其中深圳尚金缘是深圳百泰产品批发销售的主要窗口, 经过多年的客户积累, 已形成长期稳定的客户资源。公司本身作为国内黄金饰品加工制造的龙头企业之一, 加工制造能力位列国内前三甲, 此次收购属于强强联合, 不仅可使公司在全国产业链最完整的深圳水贝黄金珠宝集聚区拥有批发展厅, 扩大市场占有率, 而且有利于公司整合资源, 实现优势互补, 进一步做大做强做优黄金饰品产业。

### 3. 公司具有较强研发设计能力，产品注重精轻新

公司根据市场需求及偏好，设计研发出传统、时尚系列黄金饰品，年可达数千余款，充分融合传统文化与现代审美倾向，能够满足市场多样化需求和消费者个性化情感表达诉求，得以进一步增强客户黏性；产品以“品质纯、款式新、工艺精”著称。

公司自主研发和外购了全自动冷焊制管机、自动化八轴车花机、自动圆珠及橄榄珠磨砂机、珠链自动化生产线等多项行业领先生产设备；拥有钨钢游芯模拉管应用技术、钢模水溶蜡技术、精工手工雕刻技术以及玲珑金和炫舞金等工艺技术，可有效提升生产经营机械化、自动化程度。根据官网，2024年6月6日，航民百泰受邀参加2024上海国际珠宝首饰展览会，公司展示了“传世非遗”“纯真婚嫁”“华美凤凰”“灵动金彩”等系列展品，展示了精湛工艺。

图32: 公司2024上海国际珠宝首饰展览会部分展品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利预测给予以下关键性假设：

**营业收入：**我们预计2024-2026年公司营业收入分别达114.78/127.84/139.03亿元，YOY+18.75%/+11.38%/+8.75%。具体来看：

**(1) 纺织业：**预计2024-2026年收入分别为42.36/45.74/49.40亿元，同比变动+6.0%/+8.0%/+8.0%。2023年纺织业收入下滑4.01%，主要内需疲软、出口承压。2024年内需持续表现较弱，出口有所复苏，预计恢复稳健增长；在国家持续加大刺激内需政策下，预计2025-2026年纺织业收入略有提速。预计2024-2026年毛利率分别为22.46%/22.46%/22.46%，维持相对稳定。

**(2) 黄金业务：**预计2024-2026年收入分别为69.31/79.71/87.68亿元，同比变动+30.0%/+15.0%/+10.0%，深圳尚金缘于2024年2月并表，将明显增厚2024年黄金业务收入，预计2025年持续发挥强强联合、协同优势，实现较快增长；2026年恢复稳健增长。预计2024-2026年毛利率为4.68%/4.68%/4.68%，维持稳定。

**(3) 其他业务：**公司其他业务主要为纺织印染业务的配套业务，包括电力生产业、燃煤批发业、机械制造业、交通运输业、水利管理业。2023年电力生产业收入同比-8.43%、燃煤批发业收入下滑25.03%，主要系煤价高涨，影响整体需求；2023年交通运输业收入下滑31.68%主要系出口承压，海运成本增加。2024-2026年整体预

计在2023年收入基础上维持稳健增长，毛利率相对稳定，主要系公司印染主业恢复稳健增长。其中交通运输业务2024-2025年毛利率环比提升，主要系公司在2024年对航运业务停业调整，预计后续逐渐恢复常态。

表7：公司收入拆分（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>纺织业</b>				
收入	3995.79	4235.54	4574.38	4940.33
增长率(%)	-4.01%	6.00%	8.00%	8.00%
毛利率(%)	21.96%	22.46%	22.46%	22.46%
<b>黄金珠宝业</b>				
收入	5331.92	6931.49	7971.22	8768.34
增长率(%)	5.70%	30.00%	15.00%	10.00%
毛利率(%)	4.68%	4.68%	4.68%	4.68%
<b>电力生产业</b>				
收入	905.04	977.44	1026.31	1077.63
增长率(%)	-8.43%	8.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	22.92%	22.92%	22.92%	22.92%
<b>燃煤批发业</b>				
收入	493.59	518.27	544.18	571.39
增长率(%)	-25.03%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	1.19%	1.19%	1.19%	1.19%
<b>机械制造业</b>				
收入	72.68	79.95	83.94	88.14
增长率(%)	4.97%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	16.52%	16.52%	16.52%	16.52%
<b>交通运输业</b>				
收入	29.08	29.08	29.08	29.08
增长率(%)	-31.68%	0%	0%	0%
毛利率(%)	-47.30%	5.00%	10.00%	10.00%
<b>水利管理业</b>				
收入	92.01	101.21	111.33	122.47
增长率(%)	10.88%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	6.72%	6.72%	6.72%	6.72%
<b>其他</b>				
收入	12.47	21.45	21.45	21.45
增长率(%)	-41.89%	0%	0%	0%
毛利率(%)	128.10%	16.52%	16.52%	16.52%
内部抵消收入	1266.90	1416.03	1577.45	1715.71
内部抵消比例	11.60%	11.00%	11.00%	11.00%
<b>合计</b>				
收入	9665.66	11478.40	12784.44	13904.11

增长率	1.00%	19.94%	11.38%	8.75%
毛利率(%)	13.79%	13.38%	13.18%	13.24%

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

**费用率:** 预计2024-2026年销售费用率为1.27%/1.27%/1.27%，主要系公司为加工类业务，销售费用较低，相对稳定。预计2024-2026年管理费用率分别为1.95%/1.95%/1.95%，保持相对稳定。预计2024-2026年研发费用率分别为1.76%/1.76%/1.76%，2024年同比略有下滑0.15pct，主要系2024年并表深圳尚金缘，尚金缘主营黄金批发业务，收入规模较大；预计2024-2026年公司研发费用率保持相对稳定。

综上，预计2024-2026年公司营业收入分别达114.78/127.84/139.03亿元，同比分别增长+18.75%/+11.38%/+8.75%。归母净利润分别为7.66/8.62/9.34亿元，同比分别增长+11.82%/+12.44%/+8.37%。

**估值:** 预计2024-2026年公司EPS分别为0.75/0.84/0.91元/股。可比公司，印染选取富春染织，黄金选取老凤祥、潮宏基。参考可比公司估值，综合考虑公司行业地位、竞争优势、盈利能力等，结合公司未来业绩增速，给予公司2024年10XPE，对应合理价值8.44元/股，维持“买入”评级。

表5: 可比公司估值情况 (2024年12月20日)

公司名称	公司代码	收盘价(元)	EPS (元/股)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
老凤祥	600612.SH	55.08	4.23	4.10	4.54	4.97	16.30	13.44	12.15	11.07
潮宏基	002345.SZ	5.56	0.38	0.42	0.49	0.56	18.15	13.37	11.39	9.87
富春染织	605189.SH	13.05	0.70	1.18	1.56	1.86	23.23	11.12	8.39	7.01

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

备注: 航民股份盈利预测来自广发证券, 其余来自iFind一致预测。

## 六、风险提示

### （一）原材料价格波动风险

公司印染业务主要采取来料加工模式，原材料主要为染料、助剂等，若短期价格大幅度波动，加工费无法及时调整，可能会对公司业绩造成影响。公司黄金饰品业务原材料主要为黄金，银行借金实现套保，黄金价格波动对其影响较小；当黄金价格大幅波动，会影响公司自有黄金部分。

### （二）市场竞争激烈风险

印染和黄金饰品两大主业所处行业，均属于市场竞争较为激烈的行业，尤其印染业，行业集中度低、环保要求日益趋严。若印染行业竞争持续加剧，小印染企业实施价格战，可能会对公司业绩造成一定负面影响。

### （三）下游需求不景气风险

纺织行业的景气度对公司印染的市场需求影响重大。若全球经济及国内增速减缓，亦将导致国内外市场对纺织品的需求量增幅减缓甚至下降，从而对公司业绩造成不利影响。黄金饰品业务同样取决于下游需求景气度。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,920</b>	<b>6,674</b>	<b>7,755</b>	<b>8,876</b>	<b>10,096</b>
货币资金	1,717	3,369	4,225	5,020	5,962
应收及预付	386	445	502	560	609
存货	1,542	1,797	1,898	2,119	2,306
其他流动资产	2,274	1,063	1,129	1,177	1,218
<b>非流动资产</b>	<b>2,255</b>	<b>2,270</b>	<b>2,186</b>	<b>2,130</b>	<b>2,046</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,900	1,948	1,866	1,812	1,729
在建工程	93	68	74	80	86
无形资产	108	97	92	86	81
其他长期资产	155	156	154	152	150
<b>资产总计</b>	<b>8,175</b>	<b>8,944</b>	<b>9,941</b>	<b>11,006</b>	<b>12,141</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,580</b>	<b>1,971</b>	<b>2,132</b>	<b>2,223</b>	<b>2,302</b>
短期借款	0	2	87	88	90
应付及预收	200	271	271	303	330
其他流动负债	1,381	1,699	1,773	1,832	1,882
<b>非流动负债</b>	<b>133</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	133	127	127	127	127
<b>负债合计</b>	<b>1,713</b>	<b>2,098</b>	<b>2,259</b>	<b>2,350</b>	<b>2,429</b>
股本	1,051	1,051	1,021	1,021	1,021
资本公积	8	8	8	8	8
留存收益	4,747	5,117	5,883	6,745	7,678
归属母公司股东权益	5,806	6,176	6,912	7,774	8,707
少数股东权益	656	669	770	882	1,005
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,175</b>	<b>8,944</b>	<b>9,941</b>	<b>11,006</b>	<b>12,141</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9570</b>	<b>9666</b>	<b>11478</b>	<b>12784</b>	<b>13903</b>
营业成本	8316	8333	9953	11118	12104
营业税金及附加	39	41	48	54	58
销售费用	117	122	145	162	176
管理费用	169	188	224	249	271
研发费用	189	184	201	224	244
财务费用	-25	-36	-74	-88	-105
资产减值损失	-9	-9	-10	-13	-14
公允价值变动收益	-14	-18	0	0	0
投资净收益	54	36	-34	0	0
<b>营业利润</b>	<b>854</b>	<b>896</b>	<b>992</b>	<b>1116</b>	<b>1209</b>
营业外收支	1	-6	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>855</b>	<b>890</b>	<b>995</b>	<b>1119</b>	<b>1213</b>
所得税	110	115	129	145	157
<b>净利润</b>	<b>744</b>	<b>775</b>	<b>867</b>	<b>974</b>	<b>1056</b>
少数股东损益	86	90	100	113	122
<b>归属母公司净利润</b>	<b>658</b>	<b>685</b>	<b>766</b>	<b>862</b>	<b>934</b>
EBITDA	1046	1113	1088	1197	1272
EPS (元)	0.63	0.65	0.75	0.84	0.91

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>883</b>	<b>778</b>	<b>1,017</b>	<b>1,019</b>	<b>1,144</b>
净利润	744	775	867	974	1,056
折旧摊销	271	271	266	279	287
营运资金变动	-106	-281	-161	-249	-216
其它	-26	14	44	15	16
<b>投资活动现金流</b>	<b>-351</b>	<b>1,014</b>	<b>-214</b>	<b>-219</b>	<b>-200</b>
资本支出	-177	-218	-182	-221	-202
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-174	1,232	-32	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-466</b>	<b>-42</b>	<b>53</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>
银行借款	-48	2	86	1	2
股权融资	0	0	-30	0	0
其他	-418	-43	-2	-4	-4
<b>现金净增加额</b>	<b>67</b>	<b>1,750</b>	<b>856</b>	<b>795</b>	<b>942</b>
期初现金余额	1,436	1,503	3,369	4,225	5,020
期末现金余额	1,503	3,253	4,225	5,020	5,962

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.8%	1.0%	18.8%	11.4%	8.8%
营业利润	-1.8%	5.0%	10.6%	12.5%	8.4%
归母净利润	-1.3%	4.1%	11.8%	12.4%	8.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.1%	13.8%	13.3%	13.0%	12.9%
净利率	7.8%	8.0%	7.5%	7.6%	7.6%
ROE	11.3%	11.1%	11.1%	11.1%	10.7%
ROIC	10.4%	10.7%	9.2%	9.1%	8.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.0%	23.5%	22.7%	21.4%	20.0%
净负债比率	26.5%	30.7%	29.4%	27.2%	25.0%
流动比率	3.75	3.39	3.64	3.99	4.39
速动比率	2.69	2.41	2.68	2.96	3.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.17	1.08	1.15	1.16	1.15
应收账款周转率	36.95	30.15	32.46	32.46	32.46
存货周转率	6.20	5.38	6.05	6.03	6.03
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.63	0.65	0.75	0.84	0.91
每股经营现金流	0.87	0.76	1.00	1.00	1.12
每股净资产	5.69	6.05	6.77	7.62	8.53
<b>估值比率</b>					
P/E	11.51	13.48	9.27	8.25	7.61
P/B	1.27	1.45	1.03	0.91	0.82
EV/EBITDA	5.65	5.26	2.74	1.82	0.98

## 广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。