

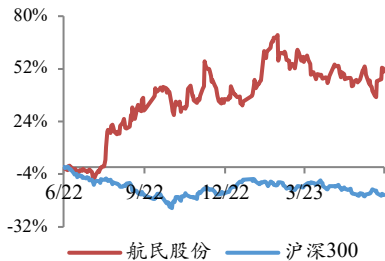
印染+黄金双主业，复苏有望驱动增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-02

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 7.73 |
| 近12个月最高/最低(元) | 8.72/4.79 |
| 总股本(百万股) | 1,051 |
| 流通股本(百万股) | 1,051 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 81 |
| 流通市值(亿元) | 81 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **织物印染老牌企业，黄金代工批发驱动营收快速增长。**公司是织物印染老牌企业，2018年以来拓展至黄金代工批发。2017-22年营收、归母净利润CAGR为6.6%、2.0%，2021年营收高增主因公司抓住珠宝消费复苏，金价稳定，黄金品类结构性增长机遇，拓展批发业务。印染稳步增长，毛利率持续领先行业，黄金批发通过低毛利走量，费用管控较好、周转稳定。
- **纺织印染：行业格局优化下凭借低碳环保生产优势产量稳步增长。**纺织印染加工位于中游，据统计局，2022年规模以上印染企业营收约3125亿元，集中度较低，估算公司2022年市占率约1.3%。十三五规划后，环保政策趋严淘汰落后产能，格局加速优化。优质企业进行技改提升产能，行业总产能及出口数稳步提升，2015-22年CAGR达1.3%、5.1%。公司采取的织物印染代工模式，在库存、周转及应对汇率风险方面具备优势。公司2018-22年产量CAGR达4.3%，有望凭借优质产能，产量增长持续高于行业。公司自建日处理超6万吨污水处理厂及工业水供应厂，印染毛利率持续高于织物印染公司。2018年以来毛利率受煤炭、浙江省工业用电、污水处理成本上涨影响，预计随煤炭价格回落，优化产品结构，未来稳中向好。
- **金饰代工批发：短期承接复苏需求，中长期受益于黄金品类结构性增长。**2022年黄金珠宝市场规模4100亿元，CAGR2达9.8%，高于珠宝行业平均增速。工艺升级、金价波动向上背景下悦己需求或驱动消费频次提升。公司2021、22年黄金业务销量同比分别增长74.4%、4.0%。预计随金价波动向上、金饰消费持续回暖，黄金业务毛利率或逐步企稳。2023年1-5月我国金饰珠宝社零总额累计同比增速19.5%。公司黄金加工量华东市场第一、全国前三，或充分受益于积压需求释放及中长期品类结构性增长。
- **投资建议。**公司作为织物印染老牌企业，印染主业稳健，利润水平领先行业。格局优化背景下印染产量或稳步增长。年初以来黄金珠宝消费复苏超预期，公司金饰全国加工量前三，短期或承接积压需求释放，中期或持续受益于品类结构性增长。预计2023-25年归母净利润8.0、9.2、10.3亿元，对应当前股价PE为11、9、8倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**能源价格大幅波动，金价大幅波动，金饰消费增长不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 9570 | 10923 | 12171 | 13429 |
| 收入同比(%) | 0.8% | 14.1% | 11.4% | 10.3% |
| 归属母公司净利润 | 658 | 801 | 922 | 1034 |
| 净利润同比(%) | -1.3% | 21.7% | 15.1% | 12.2% |
| 毛利率(%) | 13.1% | 13.3% | 13.5% | 13.5% |
| ROE(%) | 11.3% | 12.1% | 12.2% | 12.1% |
| 每股收益(元) | 0.63 | 0.76 | 0.88 | 0.98 |
| P/E | 13.15 | 10.80 | 9.38 | 8.36 |
| P/B | 1.49 | 1.31 | 1.15 | 1.01 |

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

| | |
|---|----|
| 1 航民股份：织物印染老牌企业，拓展至黄金代工、批发快速发展..... | 5 |
| 1.1 黄金批发业务驱动营收快速增长，配套业务助印染主业降本增效..... | 5 |
| 1.2 周转率逐渐成为高 ROE 核心驱动，费用管控较好、周转稳定..... | 7 |
| 1.3 实控人为萧山航民村资产中心，核心管理层资历深厚..... | 11 |
| 2 纺织印染：行业格局优化下凭借低碳环保生产优势产量稳步增长..... | 12 |
| 2.1 纺织印染：产量、出口稳步增长，环保趋严下格局持续优化..... | 12 |
| 2.2 织物印染承接行业出清产能稳步增长，制造费用有望改善..... | 16 |
| 2.3 自建污水处理厂及工业水供应厂，产业配套协调发展..... | 19 |
| 3 金饰代工批发：短期承接复苏需求，中长期受益于黄金品类结构性增长..... | 21 |
| 3.1 黄金珠宝：工艺升级、悦己需求驱动黄金品类呈现结构性增长..... | 21 |
| 3.2 金饰批发低毛利、高周转，2021 年公司抓住复苏契机批发业务放量..... | 24 |
| 3.3 公司黄金加工量全国前三，或受益于疫后金饰积压需求释放..... | 28 |
| 4 盈利预测与估值..... | 31 |
| 风险提示：..... | 34 |
| 财务报表与盈利预测..... | 35 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1 航民股份历史沿革 | 5 |
| 图表 2 航民股份主要业务展示 | 6 |
| 图表 3 公司近年营业收入及增速 | 6 |
| 图表 4 公司近年归母净利润及增速 | 6 |
| 图表 5 2017-2022 年分行业营收结构变化图 (%) | 7 |
| 图表 6 公司主要行业营收 (亿元) 及增速 (%) | 7 |
| 图表 7 可比公司杜邦分析 | 8 |
| 图表 8 印染业务可比公司毛利率变化 (%) | 9 |
| 图表 9 黄金珠宝业务可比公司毛利率变化 (%) | 9 |
| 图表 10 公司分行业毛利率变化 (%) | 9 |
| 图表 11 可比公司期间费用率 | 10 |
| 图表 12 航民股份期间费用率 | 10 |
| 图表 13 可比公司存货周转天数 (天) | 11 |
| 图表 14 可比公司应收账款周转天数 (天) | 11 |
| 图表 15 航民股份股权结构 | 11 |
| 图表 16 公司核心管理团队介绍 | 12 |
| 图表 17 印染行业处于产业链的中间环节 | 13 |
| 图表 18 2022 年中国印染行业规模以上企业市场份额占比 (%) | 13 |
| 图表 19 印染行业相关政策梳理 | 14 |
| 图表 20 2015-2022 年规模以上印染企业 | 14 |
| 图表 21 2015-23Q1 规模以上印染企业主要经济指标 (%) | 14 |
| 图表 22 2015-2022 年规模以上印染企业亏损户数 | 15 |
| 图表 23 2015-2023Q1 印染企业亏损总额 | 15 |
| 图表 24 2015-23Q1 印染行业规模以上企业印染布产量 | 16 |
| 图表 25 2015-23Q1 印染八大类产品出口情况 | 16 |
| 图表 26 印染方式及经营模式一览 | 16 |
| 图表 27 公司印染业务总营收及增速 | 17 |
| 图表 28 公司印染业务产量及增速 | 17 |
| 图表 29 公司印染业务销售均价及增速 | 17 |
| 图表 30 印染业务毛利率变化 (%) | 18 |
| 图表 31 公司印染业务成本结构 (%) | 18 |
| 图表 32 焦煤价格走势 (元/吨) | 19 |
| 图表 33 浙江省一般工商业 35 千伏及以上用电价格 (元/每千瓦时) | 19 |
| 图表 34 公司拥有污水处理及工业水供应子公司 | 20 |
| 图表 35 公司近年来印染业务增效及扩产建设 | 20 |
| 图表 36 公司热电厂 | 20 |
| 图表 37 公司不受热力不足的影响 | 20 |
| 图表 38 公司在清洁低碳生产方面具有优势 | 21 |
| 图表 39 染整工艺技术的优势及创新 | 21 |

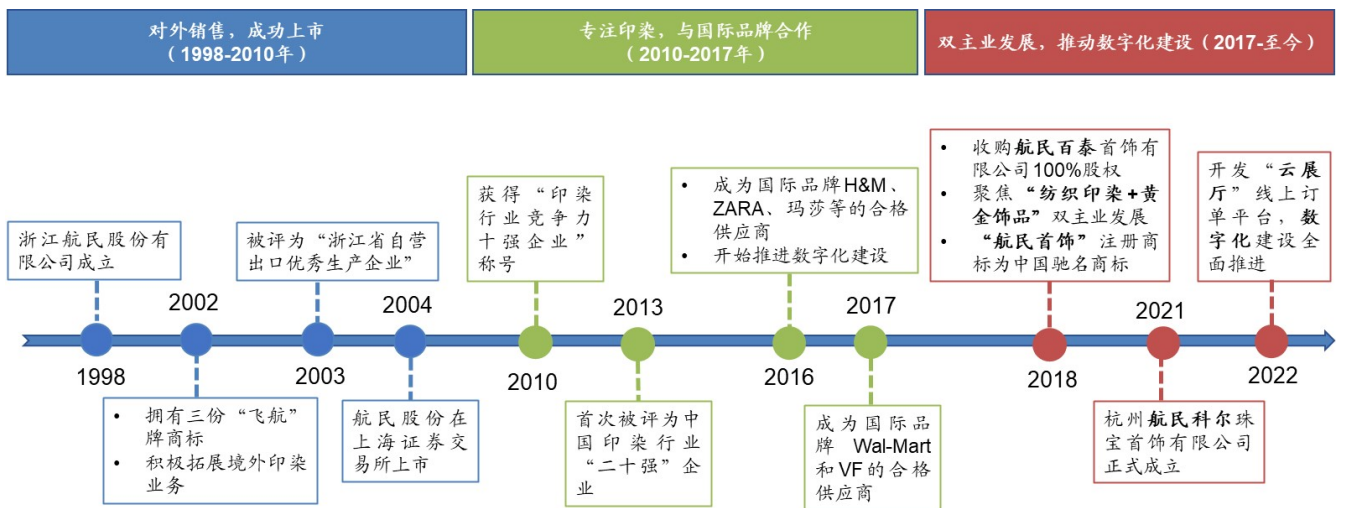
| | |
|--|----|
| 图表 40 染整工艺的流程 | 21 |
| 图表 41 黄金珠宝产业链 | 22 |
| 图表 42 2018-2022 年珠宝行业市场规模及品类结构变化 | 22 |
| 图表 43 2018-23Q1 年黄金消费量变化 | 23 |
| 图表 44 2018-2022 年黄金消费量细分 | 23 |
| 图表 45 2018-2022 年中国人均首饰消费量 | 23 |
| 图表 46 2022 年中美韩三国人均首饰消费量对比 | 23 |
| 图表 47 不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献 | 24 |
| 图表 48 不同首饰类别在主要消费场景中的销售额占比 | 24 |
| 图表 49 航民百泰黄金 | 25 |
| 图表 50 航民百泰承诺利润实现情况 | 25 |
| 图表 51 航民百泰营收及增速 (亿元, %) | 25 |
| 图表 52 航民百泰净利率 (%) | 25 |
| 图表 53 黄金饰品代加工及批发业务分类 | 26 |
| 图表 54 2018-2021 年黄金批发和加工业务营收占比变化 (%) | 26 |
| 图表 55 批发和加工业务营收 (亿元) 及增速 (%) | 26 |
| 图表 56 存货账面价值结构图 | 27 |
| 图表 57 公司库存变化 | 27 |
| 图表 58 公司黄金业务营收规模及增速 | 27 |
| 图表 59 黄金业务销量情况 | 28 |
| 图表 60 黄金业务销售均价情况 | 28 |
| 图表 61 近五年黄金价格走势 | 28 |
| 图表 62 公司黄金业务毛利率变化 | 28 |
| 图表 63 2020 年来我国金银珠宝社会零售总额 | 29 |
| 图表 64 2017-2022 年分地区营收结构变化图 | 29 |
| 图表 65 2022 我国黄金珠宝市场规模区域分布图 (%) | 29 |
| 图表 66 公司前五大客户销售占比 (%) | 30 |
| 图表 67 公司核心客户情况 | 30 |
| 图表 68 公司黄金加工核心工艺技术 | 30 |
| 图表 69 珠宝行业可比公司研发费用率情况 (%) | 31 |
| 图表 70 公司“鑫采金”、“永恒嫁礼”系列产品参加 2021 年上海国际珠宝首饰展览会 | 31 |
| 图表 71 公司 2023-2025 年营业收入预测 (百万元) | 32 |
| 图表 72 公司 2022-2025 年毛利率预测 (%) | 32 |
| 图表 73 航民股份 PE-TTM 上市以来走势 | 33 |
| 图表 74 航民股份上市以来市值走势 | 33 |
| 图表 75 航民股份与可比公司估值对比 | 33 |

1 航民股份：织物印染老牌企业，拓展至黄金代工、批发快速发展

1.1 黄金批发业务驱动营收快速增长，配套业务助印染主业降本增效

纺织印染老牌企业，2018 年业务拓展至黄金代工、批发。公司成立于 1998 年，于 2004 年在上交所上市。公司在 2018 年之前一直专注于纺织印染，其“飞航”牌在市场的知名度较高，公司先后被评为“浙江省自营出口优秀生产企业”，“印染行业竞争力十强企业”，“中国印染行业二十强”等称号。2016 年以来陆续进入 H&M、ZARA、M&S、Wal-Mart、VF 等国际知名品牌的全球采购供应链体系。2018 年公司全资收购子公司航民百泰，业务拓展至黄金代工、批发，其“航民首饰”获得中国驰名商标、中国珠宝首饰业驰名品牌等殊荣。2021 年成立合资公司航民科尔，主营珠宝加工、批发、回收，完善黄金珠宝业务产品布局。2022 年至今，顺应数字化建设，开发“云展厅”线上订单平台，增强自身竞争优势。

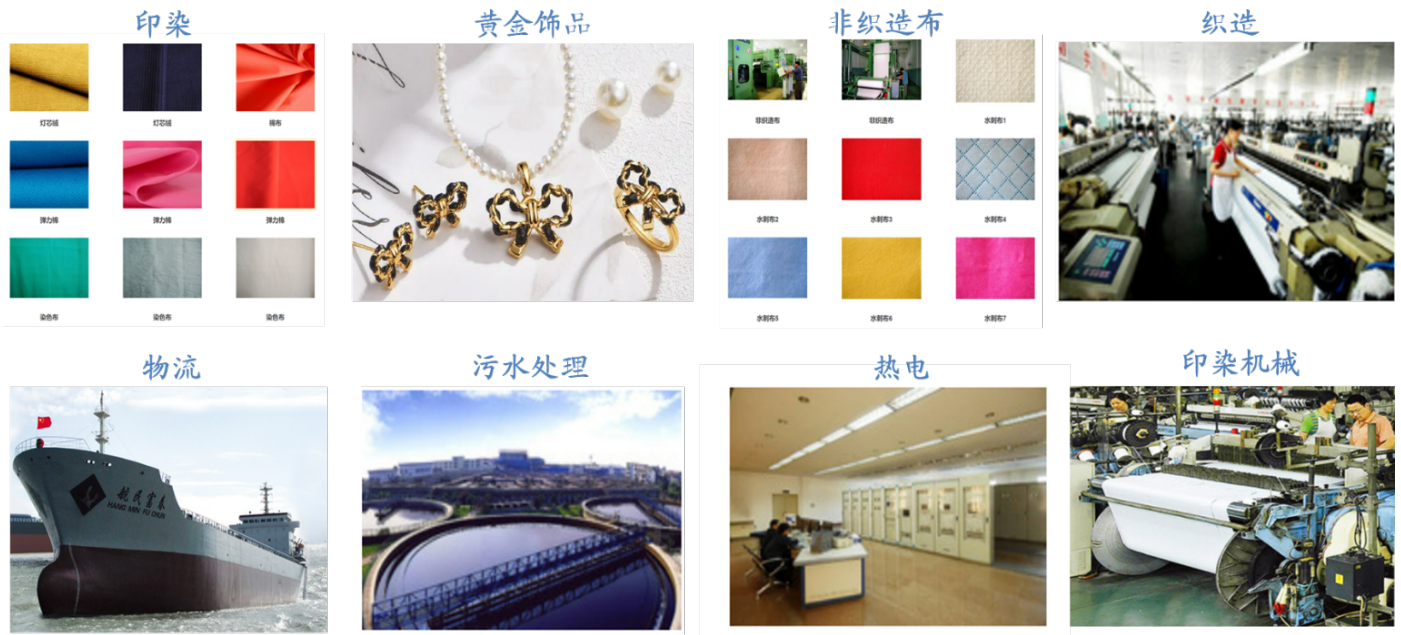
图表 1 航民股份历史沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

形成织物印染、黄金双主业+配套业务产业链有助于促进资源高效利用。公司目前已形成双主业纺织印染、黄金饰品，以及配套业务热电、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等共同发展的稳健高效产业链。有助于公司降低用水成本，脱硫运行费用等，促进资源的高效利用。印染业务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，2022 年加工规模为 10.2 亿米。黄金饰品业主要是黄金饰品的设计、研发、生产、批发及品牌建设，2022 年年产能为 80 吨。配套业务中，热电业务可以使得公司印染业务不受热力短缺的影响，实现印染定型机供热系统油改汽；配套的水处理设施具有降低取水、用水成本的益处，公司通过使用印染废水对热电燃煤锅炉烟气进行脱硫，有效降低了脱硫运行费用。

图表 2 航民股份主要业务展示

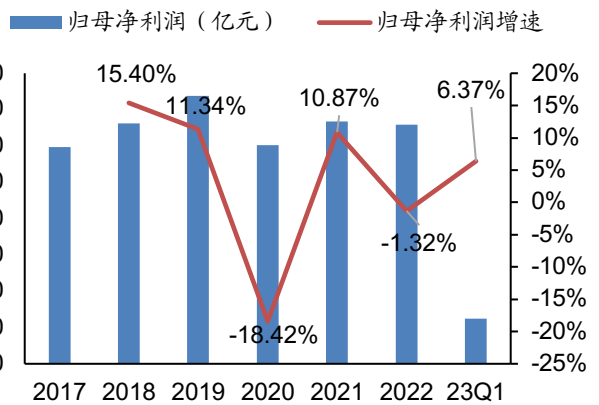
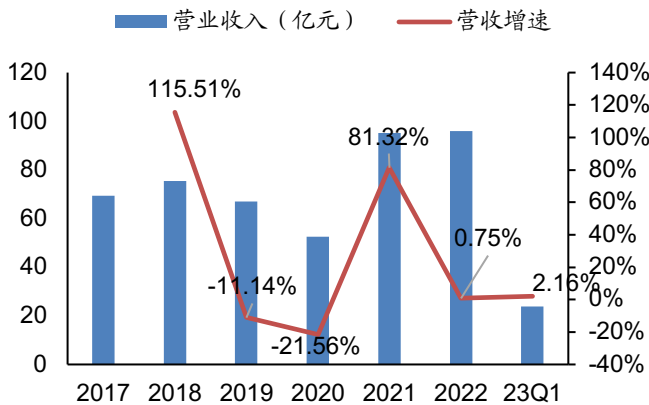


资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

抓住金饰消费复苏+黄金结构性机遇实现营收快速增长。2017-22 年营收 CAGR 为 6.6%，营收增长相对稳健，归母净利润 CAGR 为 2.0%，略低于营收增速，主因 1) 公司业务结构调整，低毛利率黄金业务营收占比扩大；以及 2) 污水处理、蒸汽价格、煤炭价格等成本上升。具体看，2019 年营收下滑主因黄金珠宝收入减少。2020 年受公共卫生事件影响，纺织品出口下滑、黄金消费减少，营收和归母净利润均小幅下滑。2021 年营收、归母净利润同比增长 81.3%、10.9%，主因 1) 公司抓住黄金珠宝消费复苏，金价稳定，黄金品类结构性增长机遇，快速拓展批发业务；2) 公司对印染业务产品进行调优，积极完成市场开拓。2022 年公共卫生事件反复，上海及周边地区对接触型消费的限制致珠宝批发业务增速放缓，同时煤炭、用电及污水处理价格增加，利润小幅下滑。2023 年初以来预计随着国内消费复苏，金饰积压婚恋需求释放，公司营收、利润有望持续改善。

图表 3 公司近年营业收入及增速

图表 4 公司近年归母净利润及增速

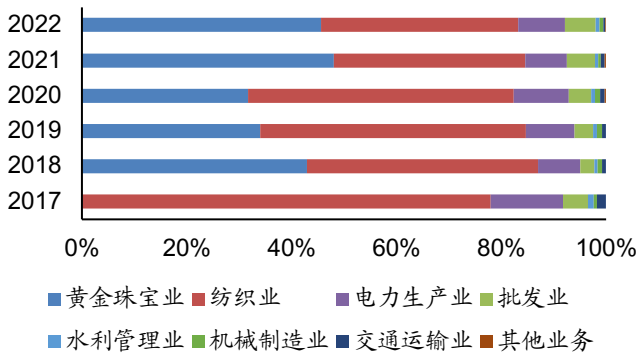


资料来源：iFind，华安证券研究所

资料来源：iFind，华安证券研究所

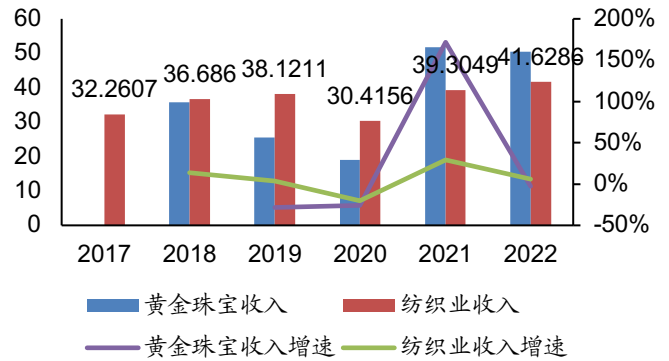
纺织印染业务稳中有升，黄金批发业务快速增长贡献增量。公司黄金代工批发和纺织业 2022 年营收占比为 52.6%、43.4%。纺织业务稳步增长，黄金珠宝近年贡献较多收入增量，2018-22 年营收 CAGR 分别为 9.0%和 3.2%。2019-20 年由于 1) 纺织印染行业出台相关政策 (2021 年 12 月印染行业“十四五”发展指导意见、2022 年 7 月工业领域碳达峰实施方案等); 2) 受公共卫生事件影响致需求疲软，公司纺织业务和黄金饰品营收略有下滑。2021 年由于 1) 优化印染行业产品，积极外拓市场; 2) 黄金饰品需求回暖、批发业务占比扩大，两大主业营收出现较大幅度回升。2022 年由于上海及周边地区对接触性消费的限制，拖累黄金珠宝业及纺织业务 22Q2 营收。

图表 5 2017-2022 年分行业营收结构变化图 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 6 公司主要行业营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 周转率逐渐成为高 ROE 核心驱动，费用管控较好、周转稳定

净利率行业领先，周转率逐渐成为高 ROE 的核心驱动。公司珠宝业务以代工、批发为主，毛利率 (4%-5%)、费用率水平均较低，而可比公司中的黄金饰品品牌零售业态，毛利率较高，即使承担较大营销投放费用，净利率仍保持在 3%-5%，纺织印染企业净利率保持在 5%-7%。公司高毛利纺织业务拉高公司综合净利率水平。通过杜邦分析拆分公司盈利模式，老凤祥由于低毛利率的黄金业务占比较大，采用高杠杆、高周转的模式获取高盈利; 而潮宏基和明牌珠宝等综合型珠宝品牌周转率和杠杆水平差距不大，主要靠净利率拉开盈利差距。富春染织与公司净利率、周转率、杠杆水平接近。随着公司 2021 年珠宝业务快速增长，公司净利率水平逐渐趋于可比公司平均水平，驱动公司获取高 ROE 的因素从净利率逐渐变为周转率。2020、22 年由于公共卫生事件触发的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，使得行业周转率短期下滑，预计随 2023 年积压需求释放，周转率趋于改善。

图表 7 可比公司杜邦分析

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q1 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| ROE | | | | | | |
| 潮宏基 | 2.11 | 2.43 | 4.09 | 10.08 | 5.64 | 3.44 |
| 老凤祥 | 20.42 | 21.32 | 21.17 | 21.87 | 17.6 | 6.83 |
| 明牌珠宝 | 2.89 | 1.8 | 8.29 | 4.63 | -5.4 | 1.55 |
| 航民股份 | 6.89 | 6.17 | 12.03 | 12.52 | 1.67 | 2.11 |
| 富春染织 | 7.06 | 4.00 | 15.45 | 20.43 | 0.11 | 1.31 |
| 鲁泰A | 1.29 | 1.83 | 1.27 | 4.44 | 1.34 | 1.06 |
| 销售净利率 | | | | | | |
| 潮宏基 | 2.21 | 2.27 | 4.46 | 7.67 | 4.64 | 8.34 |
| 老凤祥 | 3.57 | 3.69 | 4.01 | 4.17 | 3.6 | 3.89 |
| 明牌珠宝 | 2.25 | 1.62 | 10.27 | 3.85 | 4.68 | 3.73 |
| 航民股份 | 10.61 | 12.61 | 12.87 | 7.98 | 7.78 | 5.81 |
| 富春染织 | 6.86 | 6.51 | 7.48 | 10.7 | 7.38 | 4.8 |
| 鲁泰A | 12.48 | 14.55 | 1.88 | 6.25 | 14.03 | 6.64 |
| 总资产周转率（次） | | | | | | |
| 潮宏基 | 0.6 | 0.66 | 0.61 | 0.86 | 0.79 | 0.27 |
| 老凤祥 | 3.03 | 3.04 | 2.82 | 2.81 | 2.61 | 0.92 |
| 明牌珠宝 | 1.03 | 0.81 | 0.59 | 0.85 | 0.8 | 0.27 |
| 航民股份 | 1.32 | 0.99 | 0.72 | 1.24 | 1.19 | 0.29 |
| 富春染织 | 1.44 | 1.31 | 1.28 | 1.28 | 0.85 | 0.15 |
| 鲁泰A | 0.66 | 0.61 | 0.40 | 0.42 | 0.53 | 0.10 |
| 权益乘数 | | | | | | |
| 潮宏基 | 1.61 | 1.61 | 1.54 | 1.56 | 1.58 | 1.57 |
| 老凤祥 | 2.45 | 2.47 | 2.45 | 2.44 | 2.5 | 2.56 |
| 明牌珠宝 | 1.26 | 1.31 | 1.37 | 1.39 | 1.45 | 1.54 |
| 航民股份 | 1.45 | 1.49 | 1.45 | 1.44 | 1.43 | 1.41 |
| 富春染织 | 1.72 | 1.64 | 1.62 | 1.49 | 1.62 | 1.84 |
| 鲁泰A | 1.44 | 1.51 | 1.56 | 1.60 | 1.55 | 1.47 |

资料来源：iFind，华安证券研究所

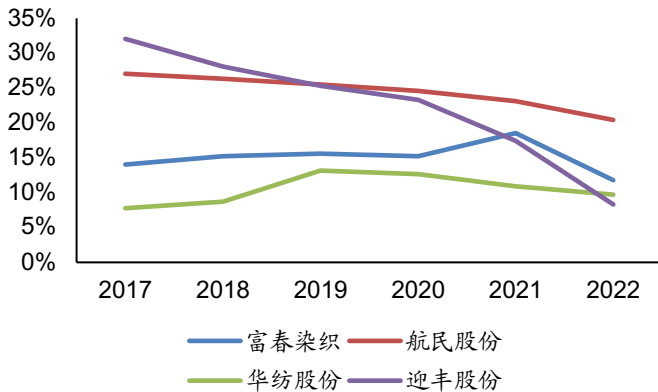
印染业务毛利率持续保持行业领先水平，模式差异致黄金毛利率较低。纺织印染、黄金珠宝公司所处细分领域、业务模式不同使得各公司成长性、盈利能力有不同程度的分化。具体看：

- **针对印染业**，公司近年来印染业务毛利率持续保持可比公司领先水平。
 - 1) **与富春染织对比**：细分领域上，公司主营织物染色，富春染织则多采用纱线染色，因此前者的产成品为染色、布，而后者的核心产品以色纺纱为主；业务模式上，公司主要依托“订单导向式生产”的代加工模式，富春染织则采取“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的直营模式，两种模式的差异主要体现在原材料坯布的采购上，故导致毛利率差异；
 - 2) **与迎丰股份对比**：两者印染方式均为织物染色。业务上，航民为染色、布，迎丰股份为针织面料和梭织面料，比例接近 1:1。业务模式上，两者均以“订单导向”的定制化生产模式为主，坯布大多由客户直接提供；
 - 3) **与华纺股份对比**：两者印染方式均为织物染色。迎丰除了印染产品外，还有家纺、服装、棉纱等产品（少于 30%）。业务模

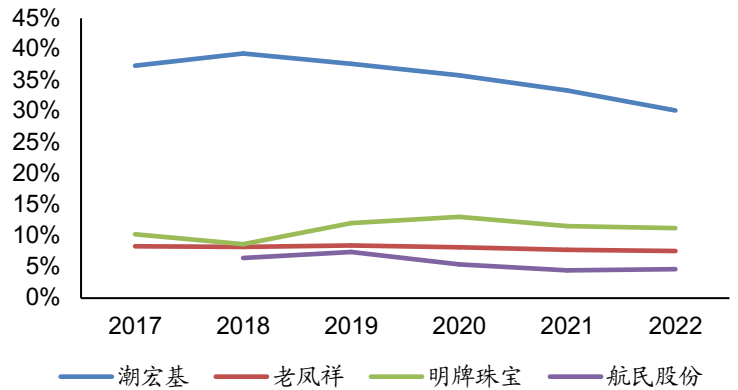
式上，航民以代加工模式为主，华纺则有自有品牌“蓝铂”、“霄霓”，以自营模式为主。相较于纺织印染企业，公司主要通过更高的毛利率及较低费用率提高盈利水平。

- **针对黄金珠宝业**，与珠宝品牌可比公司横向对比，公司黄金代工批发的毛利率低于可比公司。主因公司珠宝业务主要从事代工和批发业务，相较于可比公司中黄金饰品品牌零售业态的高毛利、高营销费用投放毛利率及费用率均较低，主要通过高周转走量实现高盈利。

图表 8 印染业务可比公司毛利率变化 (%)



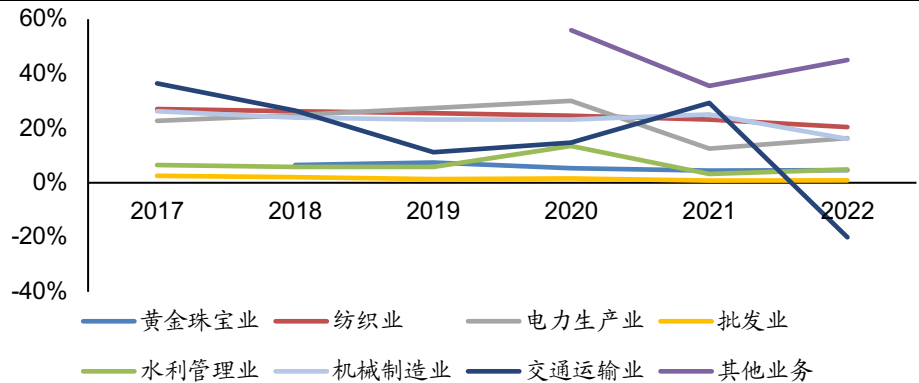
图表 9 黄金珠宝业务可比公司毛利率变化 (%)



资料来源：iFind，华安证券研究所；注：航民股份采用纺织印染业务毛利率
资料来源：iFind，华安证券研究所；注：航民股份采用黄金业务毛利率

业务结构调整+原材料价格、制造费用上涨影响综合毛利。公司 2018 年以来毛利率下滑主因 **1) 业务结构调整**：公司 2018 年收购航民百泰黄金业务，以及 2021 年之后黄金批发业务快速增长。公司印染业务成本中制造费用占比超过一半，其中主要为煤炭、电力、污水排放成本。**2) 污水处理成本增加**：由于 21H1 污水处理成本以及蒸汽价格上涨，公司 6 家印染企业毛利率有所下滑；**3) 煤炭价格上涨**：2021 年煤炭价格大幅上涨拖累公司 3 家热电企业毛利率，电热业务毛利率同比减少 17.5pcts；**4) 电力价格上涨**：浙江 2022 年浙江一般工业用电价格上涨对公司印染业务毛利率造成部分拖累。

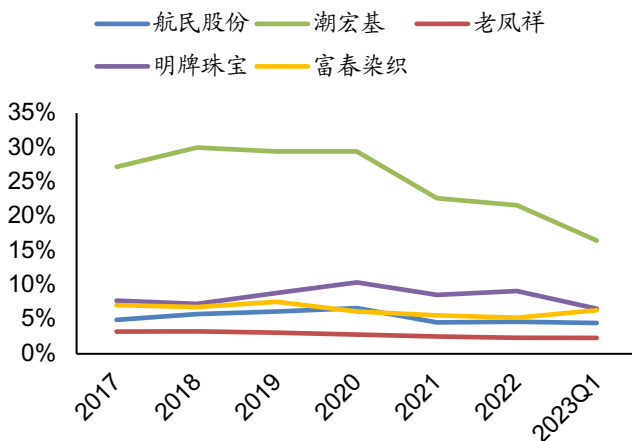
图表 10 公司分行业毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

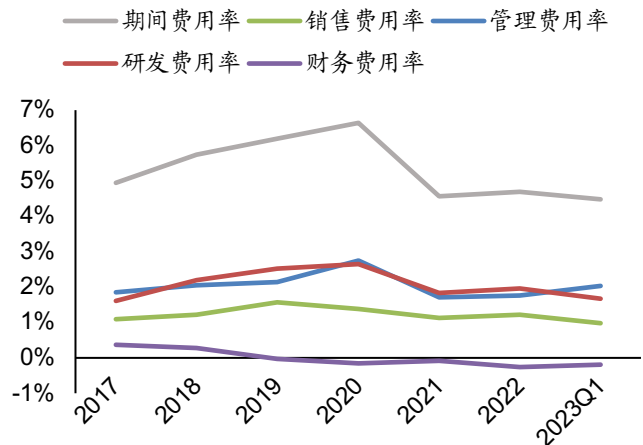
代工、批发模式下费用率低于可比公司，近年来费用管控较好。公司在黄金饰品的销售模式是以加工和批发为主，较潮宏基、明牌珠宝、老凤祥等品牌商，公司的加工模式按照客户需求进行生产，承担的销售费用和市场推广费用等相对较少，但是公司会自主研发生产设备和工艺技术，研发费用率相对较高，综合来看公司较珠宝可比公司期间费用率更低。此外，公司由于有占比较大的印染业务，且采用代加工模式，与自营模式相比，代加工的期间费用率会较低。而富春染织与公司同为纺织印染（公司业务为织物印染、富春染织为纱线染色），所以期间费用率和公司的较为相近。纵向看，2017-18年公司研发费用的增长促使期间费用率上升；2019-21年营收波动使得期间费用率期间略有升高；2021年至今期间费用率维持在4.5%左右。研发费用、财务费用和销售费用基本保持稳定。

图表 11 可比公司期间费用率



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 12 航民股份期间费用率

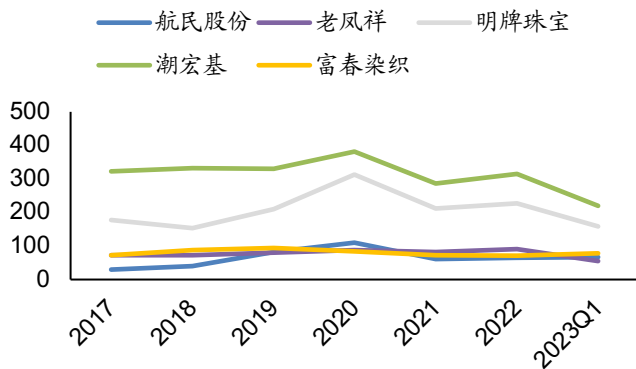


资料来源：iFind，华安证券研究所

公司存货及应收周转处于行业较高水平，且近年来相对稳定。公司是“纺织印染+黄金饰品”双主业发展，黄金饰品及印染业务的销售周期和付款条件不同，在进行同行业比较时会存在一定的潜在影响。

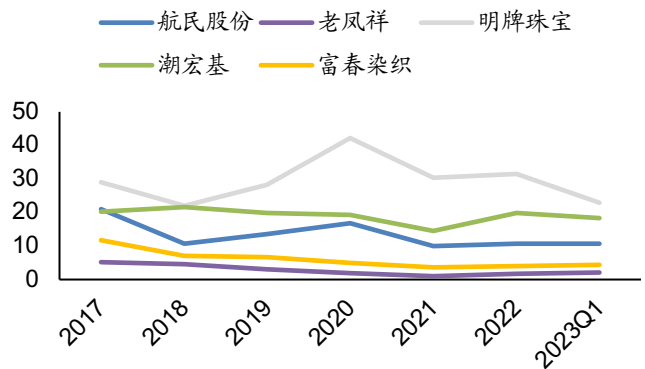
- **纺织印染业**，我们选择可比公司鲁泰 A 和富春染织。公司的存货周转和应收账款周转天数均处于行业较低水平，受益于公司的印染业务采用代加工的经营模式，公司无需自行购买坯布，减少了坯布的购买需求，有效降低库存风险、较快回笼账款、加速资金周转。富春染织的经营模式中包含加工模式，遵循“以产定购+合理库存”原则，存货和应收账款周转天数较低。
- **黄金珠宝行业**，选择潮宏基、老凤祥和明牌珠宝作为可比公司，公司的存货周转和应收账款周转天数相对较低，一方面是公司业务多元化所致，此外还与公司黄金业务以“加工+批发”为主，而潮宏基、明牌珠宝、老凤祥均为品牌零售模式，因此存货和应收账款周转相对较快。

图表 13 可比公司存货周转天数 (天)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 14 可比公司应收账款周转天数 (天)

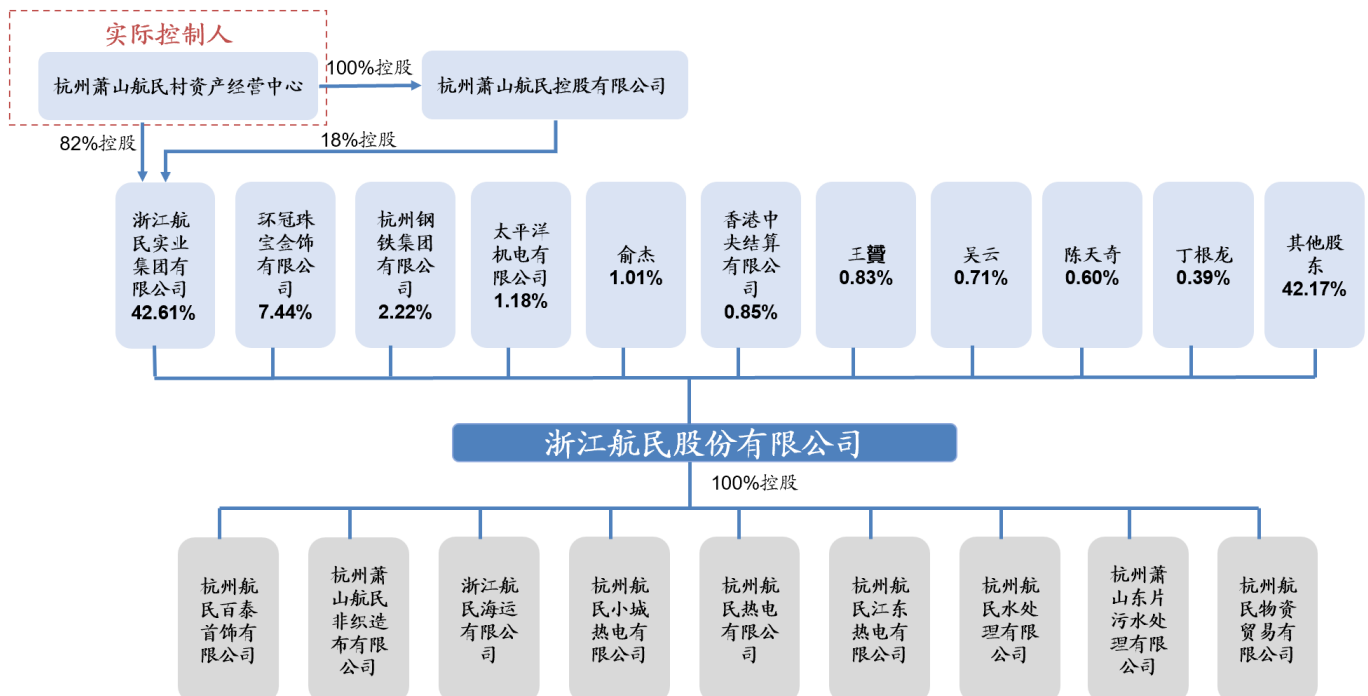


资料来源: iFind, 华安证券研究所

1.3 实控人为萧山航民村资产中心, 核心管理层资历深厚

实控人为萧山航民村资产经营中心, 股权结构较为集中。公司实际控制人为杭州萧山航民村资产经营中心, 控股股东为浙江航民实业集团有限公司, 持股比例为 42.61%, 股权结构较为集中。由于实际控制人和控制股东之间的关联性, 股权结构可以促进公司决策和战略方向的统一, 提高执行效率。公司 100%控股子公司的业务涉及黄金珠宝、纺织业、电力生产业等, 实现产品或服务的全面控制和优化。

图表 15 航民股份股权结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

核心管理团队资源充裕，行业经验丰富。公司核心管理层经验丰富，多为国内的先进人物，获得市级，国家级的荣誉称号。董事长朱重庆先生同时为大股东浙江航民实业集团有限公司的董事长，在行业内具有广泛的影响力和领导力，有益于公司获取更广阔的资源和人脉网络，为未来发展提高支持与机会。

图表 16 公司核心管理团队介绍

| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|--------|--|
| 朱重庆 | 董事长 | 高级经济师。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九届董事会董事长。先后被授予浙江省劳动模范、全国新长征突击手、中国第二届杰出青年、全国乡镇企业家、全国劳动模范等荣誉称号。现任浙江航民实业集团有限公司党委书记、董事长，浙江萧山农村商业银行股份有限公司董事。 |
| 周灿坤 | 董事 | 硕士研究生。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。2019年4月至今，任公司董事。 |
| 高天相 | 董事 | 高级经济师。2004 年 2 月至 2005 年 10 月任公司董事、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，公司董事，第一创业证券有限责任公司董事，深圳富春成长投资有限公司董事，五村联合控股有限公司董事。 |
| 朱立民 | 董事 | 本科学历，高级经济师。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。曾获“浙江省青联优秀委员”、“杭州市优秀企业家”、“萧山区优秀共产党员”等荣誉；现为浙江省青联常委、杭州市新生代企业家联谊会副会长、萧山区政协常委、萧山区青联常委会副主席、萧山区新企联（青商会）会长。2022年5月至今，任公司董事。 |
| 陆才平 | 董事 | 高级会计师，注册会计师。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。2022年5月至今，任公司董事。 |
| 王金成 | 董事会秘书 | 曾就职于芜湖金龙特种合金钢有限责任公司；芜湖市跃进造纸厂出纳、会计、主办会计；安徽跃华纸业股份有限公司财务部副经理、经理、总经理助理；富春有限财务部经理。任公司副总经理、董事会秘书、财务总监，中纺电子监事。 |
| 朱建庆 | 董事、总经理 | 1998 年至 2005 年 10 月任公司副总经理、杭州澳美印染有限公司总经理。2005 年 10 月至今任浙江航民实业集团有限公司董事、公司董事、总经理，兼杭州澳美印染有限公司总经理。 |
| 朱岳斌 | 副总经理 | 2000 年 4 月至今任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，公司副总经理、兼任印染分公司经理。 |
| 朱顺康 | 副总经理 | 工商管理硕士。1994 年至今任公司杭州达美染整有限公司经理。现任浙江航民实业集团有限公司董事、公司副总经理、兼任杭州航民达美染整有限公司总经理。 |
| 朱坚力 | 副总经理 | 2011 年 4 月至今任航民百泰首饰有限公司总经理。现任浙江航民实业集团有限公司董事、公司副总经理、航民百泰首饰有限公司总经理、兼任杭州尚金缘珠宝首饰有限公司董事长。 |
| 沈利文 | 财务负责人 | 本科学历，会计师。现任公司财务负责人兼财务部经理、浙江航民海运有限公司董事、杭州航民热电有限公司董事、杭州航民江东热电有限公司董事、杭州航民达美染整有限公司监事。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2 纺织印染：行业格局优化下凭借低碳环保生产优势产量稳步增长

2.1 纺织印染：产量、出口稳步增长，环保趋严下格局持续优化

纺织印染加工行业处于服装产业链中游，市场集中度较低。印染行业的上游主要为原材料、纺织纤维、染料及助剂等，下游主要为服装和家纺等纺织品。印染行业作为产业链的中间环节，起着提升纺织品档次并提高产品附加值的重要作用。近年来，产业内多家企业进行了上下游布局，业务范围延伸。全产业链布局有利于公

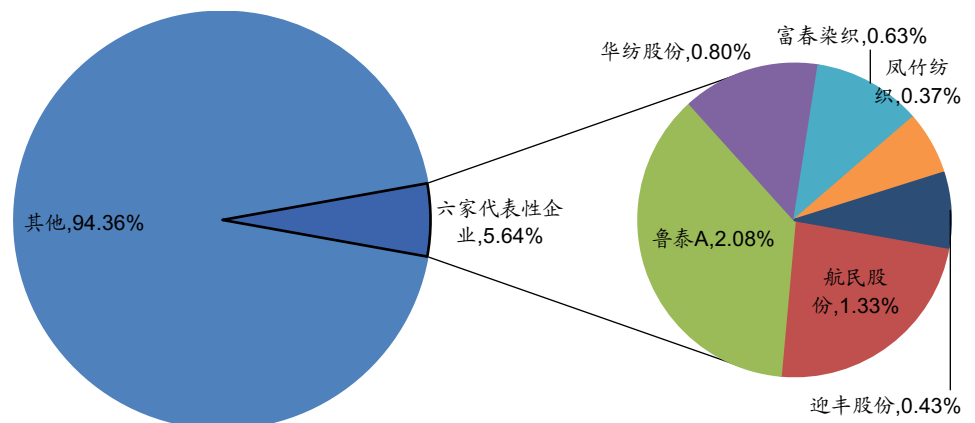
司降本增效,提高公司综合竞争力。据国家统计局披露的行业总规模数据以及 2022 年各公司印染行业业务营收,得出 6 家代表性印染行业上市公司的市场份额合计占比不到 6%,印染行业整体较为分散,市场集中度较低。

图表 17 印染行业处于产业链的中间环节



资料来源: 前瞻研究院, 各公司官网, 华安证券研究所

图表 18 2022 年中国印染行业规模以上企业市场份额占比 (%)



资料来源: 各公司年报, 国家统计局, 华安证券研究所; 注: 航民股份/鲁泰 A/华纺股份/富春染织/凤竹纺织/迎丰股份的市场份额分别根据纺织行业/纺织行业/印染产品/色纱产品/纺织行业/印染行业营收计算; 市场规模采用国家统计局披露的 2022 年规模以上印染企业总营收。

环保政策趋严淘汰落后产能,对污水排放、绿色智能、清洁生产提出高要求。传统印染行业属于高污染高耗能行业,由于其发展初期进入门槛低,导致了中低端产能过剩以及环境污染问题。在双碳背景下行业门槛逐渐提高,《纺织染整行业水污染物排放标准》(2013)提出更为严格的企业废水 COD 排放标准;《纺织工业发展规划(2016-2020 年)》(2016)对印染行业提出了智能化、绿色化的发展要求;基于“十三五”的发展成效以及“十四五发展规划纲要”,《印染行业“十四五”发展指导意见》(2021)提出“科技、时尚、绿色”的产业定位;《工业领域碳达峰实施方案》(2022)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。

图表 19 印染行业相关政策梳理

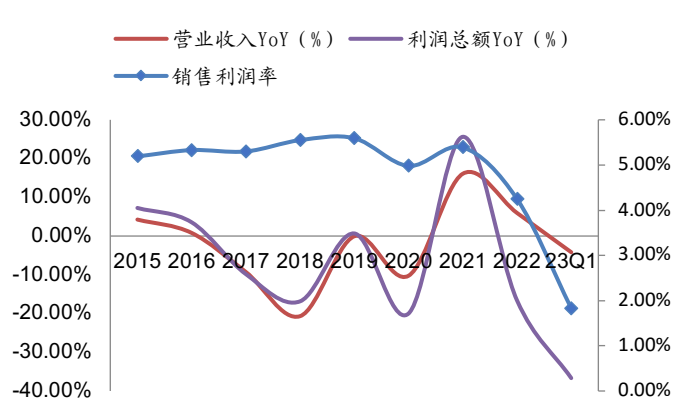
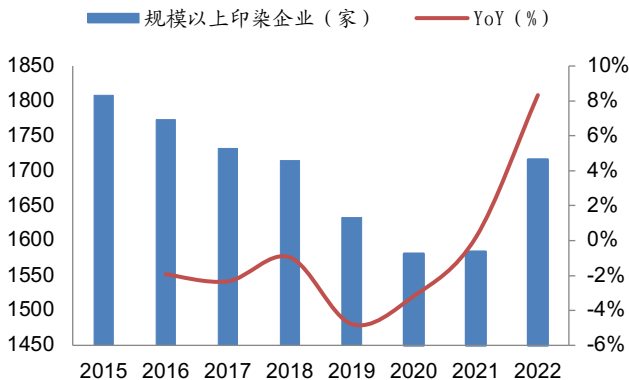
| 政策名称 | 部门 | 时间 | 主要内容 |
|------------------------------------|---------------|---------|---|
| 《纺织染整工业水污染物排放标准》 | 生态环境部 | 2013.01 | 新标准替代1992年公布的旧标准,对现有企业和新建企业提出更严格的排放标准;例如2013年1月1日期起,新建企业废水COD直接排放低于80mg/L,间接排放低于200mg/L。 |
| 《纺织工业发展规划(2016-2020年)》 | 工信部 | 2016.09 | 推进纺织智能制造,建立智能化、数字化染色车间,推动印染、化纤等重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。 |
| 《印染行业规范条件(2017版)》、《印染企业规范公告管理暂行办法》 | 工信部 | 2017.09 | 为促进印染行业产业结构调整和转型升级,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 | 2019.11 | 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划(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、染化料自动物流配送、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 | 印染行业要积极推动绿色制造,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。 |

资料来源:公司年报,各部门官网,华安证券研究所

印染行业总规模约 3126 亿元,十三五规划后环保政策趋严加速淘汰落后产能,行业集中度有望持续提升。印染行业较为分散,主要以中小加工厂为主,随着 2016 年十三五规划后环保政策趋严,加速印染行业淘汰耗能和污染较大的落后产能、推动产业结构升级。据国家统计局,印染行业 2015-2020 年规模以上企业数量持续减少,而 2021、22 年有所增加,2022 年规模以上印染企业 1716 家,同比增长 8.3%,另一方面,据国家统计局,2022 年印染行业总营收约 3125.8 亿元。2015-22 年印染企业营收和利润总额同比增速期间略有下滑,并于 2021 年有增长迹象。此外,2015-22 年印染行业销售利润率保持在 4%-6%之间,2022 年纺织业规模以上企业利润率略有下滑,下降至 2.59%。

图表 20 2015-2022 年规模以上印染企业

图表 21 2015-23Q1 规模以上印染企业主要经济指标 (%)



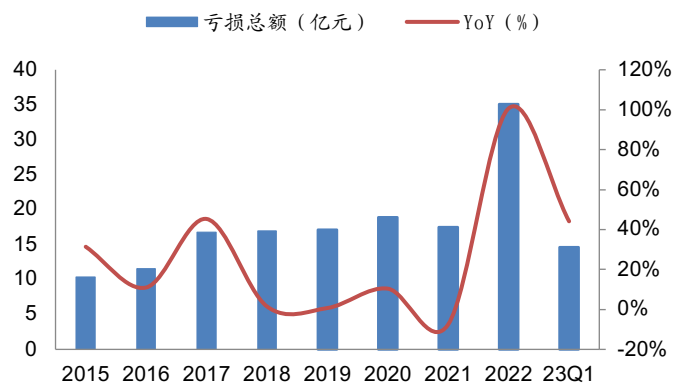
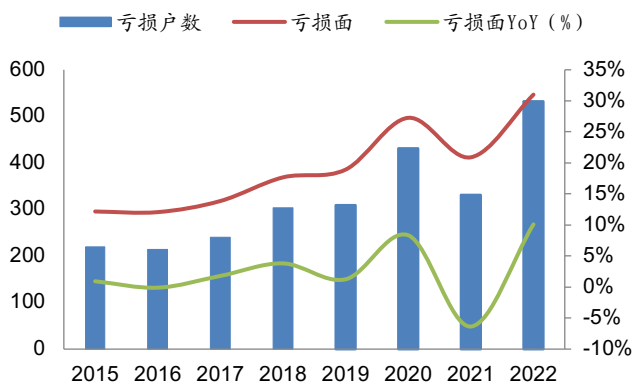
资料来源:公司年报,国家统计局,华安证券研究所

资料来源:公司年报,国家统计局,华安证券研究所;注:营收、利润总额同比增速为左轴;销售利润率为右轴

部分中小印染企业亏损面扩大，行业格局持续优化。从成本端看，伴随环保政策趋严，以及公共卫生事件、地缘政治不确定性等外生冲击，一方面 1) 国内环保政策趋严淘汰行业内难以支付环保成本的小企业。此外 2) 内需增速放缓；及 3) 国际局势动荡致全球大宗商品价格高位波动，印染行业成本端承压，印染行业亏损的中小企业增加，行业格局持续优化。2015-22 年印染行业规模以上企业亏损户数、亏损面以及亏损总额呈现扩张趋势，损户数/亏损总额 CAGR 分别为 13.4%/19.0%。2022 年规模以上印染企业亏损户数为 532 户，同比增加 10.10%，亏损总额 35.08 亿元，同比大幅增加 100.69%，主因国际局势动荡导致全球大宗商品价格高位波动，印染行业成本端承压。23Q1 亏损总额 14.61 亿元，同比增长 44.13%。

图表 22 2015-2022 年规模以上印染企业亏损户数

图表 23 2015-2023Q1 印染企业亏损总额



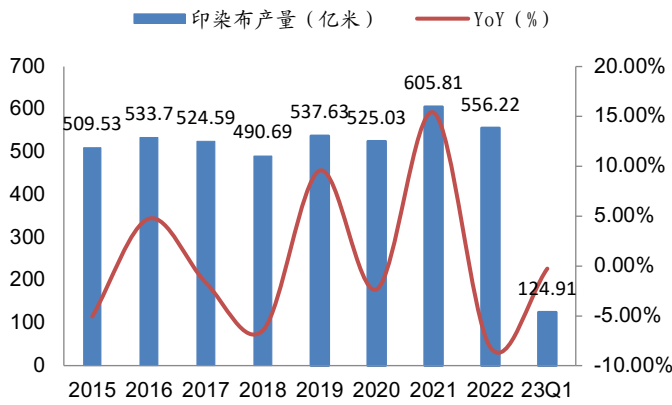
资料来源：公司年报，国家统计局，华安证券研究所

资料来源：公司年报，国家统计局，华安证券研究所

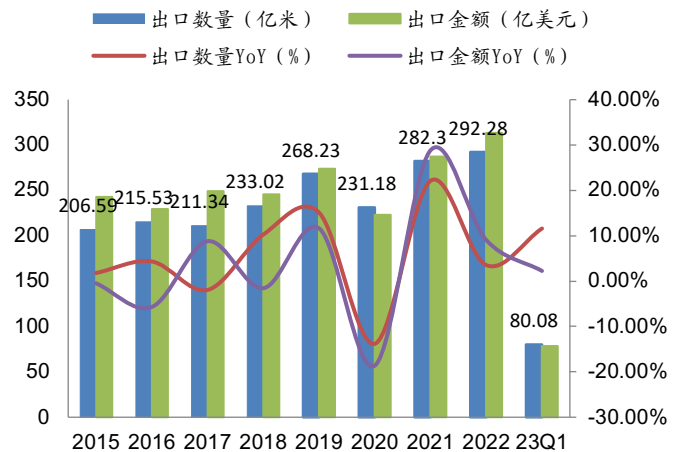
优质企业进行技改提升产能，承接出清产能，行业总产量有望持续增长。2015-22 年在行业内中小企业出清的背景下，印染布总产量基本保持不变，期间 CAGR 为 1.26%，因环保政策、原材料价格波动等因素被淘汰的落后产能，被优质企业承接。具备成本优势、排污标准领先的头部企业持续加大研发投入进行技改提高产能，推动行业向“科技、时尚、绿色”转型。2022 年印染行业规模以上企业印染布产量 556.22 亿米，同比下降 8.19%，主因国外形势不稳（俄乌冲突加剧）以及国内公共卫生事件频发，但相比于 2019 年印染布产量仍呈增长趋势。23Q1 印染布产量 124.91 亿米，同比下降 0.27%，主因 23 年 1-2 月延续 22Q4 的下降趋势，3 月生产改善。

印染行业出口占比超过一半且持续提升，出口保持稳步增长。从出口来看，自 2001 年中国加入 WTO 以及 2005 年废除《多种纤维协定》，使得中国纺织印染企业得以进入 H&M、ZARA、Wal-Mart、VF 等知名时尚厂商和大型零售商的全球供应链体系。2022 年印染布产量出口占比达 52.5%。尽管 2020 年受公共卫生事件影响印染八大类产品出口数量和出口金额分别同比下降 13.8% 和 18.6%。2015-22 年印染行业的出口总体仍呈稳步增长态势，出口数量和金额的 CAGR 分别为 5.1%/3.7%。

图表 24 2015-23Q1 印染行业规模以上企业印染布产量



图表 25 2015-23Q1 印染八大类产品出口情况



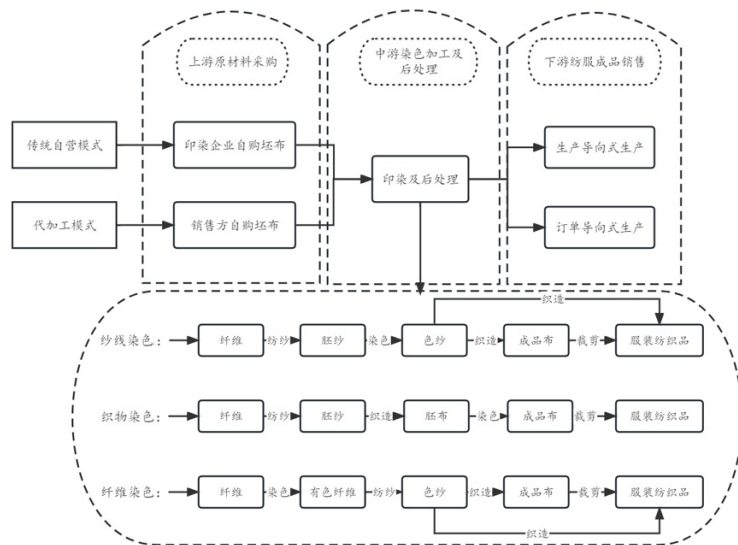
资料来源：公司年报，国家统计局，华安证券研究所

资料来源：公司年报，海关总署，华安证券研究所

2.2 织物印染承接行业出清产能稳步增长，制造费用有望改善

公司采取的织物印染代工模式，在库存、周转及应对汇率风险方面具备优势。业务上，从染色环节划分，目前业内主流的染色方式为织物染色、纱线染色、纤维染色三种，其中织物染色也因成本低、便于量产，是目前最主流的染色方式，也是公司所采用的染色方式，其余代表公司有航民股份、迎丰股份、华纺股份、三房巷。纱线染色行业的代表有富春染织、华孚时尚、百隆东方（色纺纱 52.0%+非色纺）、鲁泰 A（色织布 74.1%）、盛泰集团、联发股份。模式上，公司织物印染采用代加工模式，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，公司只收取加工费。区别于传统印染企业的自营模式，即印染企业自身购买坯布，再进行加工处理后销售，公司在库存风险、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明显优势。

图表 26 印染方式及经营模式一览

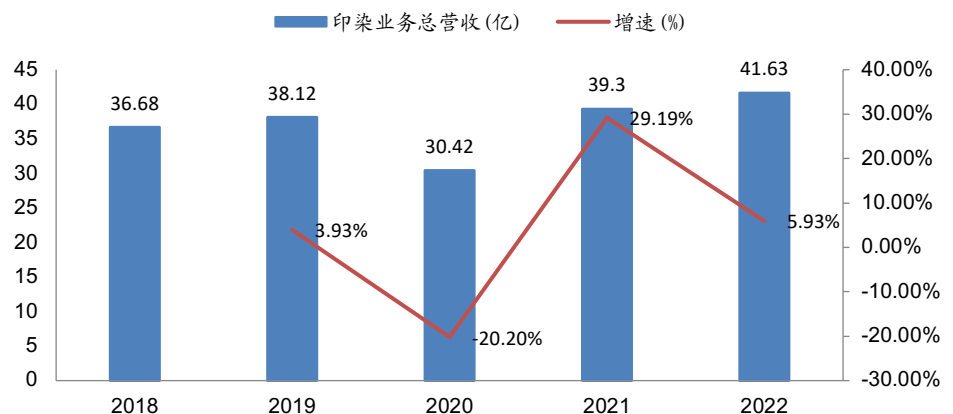


资料来源：公司年报，富春染织招股说明书，华安证券研究所

印染业务营收已恢复超过 2019 年水平，销售均价有所增长。2020 年，受公共卫生事件的影响，印染业务整体规模大缩水，营收同比下降 20.2%。2021、22 年公司在印染领域进行持续投入，叠加消费者预期逐渐好转，内需市场逐步复苏，印染业务营收同比增长 29.2%、5.9%，营收超过公共卫生事件前水平。销售均价方面，“十三五”后环保政策趋严，印染行业出清，中小企业亏损面扩大，2018-21 公司印染销售均价持续下滑。公共卫生事件后，得益于纱、布市场购销氛围的回暖，因此消费均价恢复较明显。

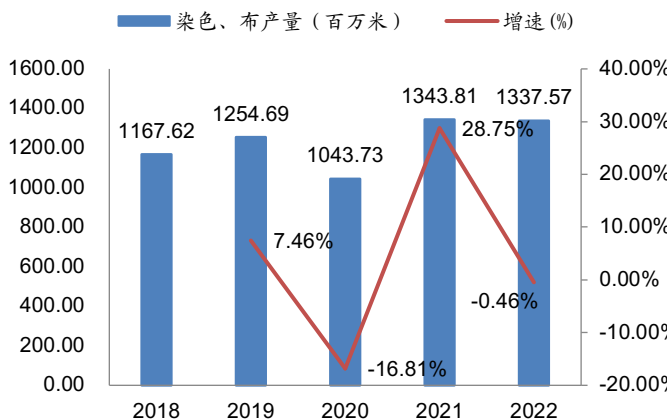
公司印染产量维持高于行业平均水平的速度稳步增长，承接中小企业出清产能。在近年来环保政策趋严、原材料价格波动，行业出清加速、中小印染企业亏损面扩大的背景下。印染行业总产量及出口稳步增长，公司染色、布产量（百万米口径）2018-22 年 CAGR 约 4.3%，高于行业印染布总产能 CAGR1.2%。2016 年以来公司陆续进入 ZARA、M&S、Wal-Mart、VF 等多家国际知名品牌的全球采购供应链体系，展现了较强的外贸韧性，间接出口占比不断提升。2021 年来公司依托设备和污水处理手段的持续改进，以及在部分车间先行试点的数字化柔性生产改造，产量实现较快增长。2022 年在公共卫生事件反复，印染行业总产量同比减少 8.2% 背景下，公司仍维持产量稳定。预计在此背景下公司将持续承接行业出清产能。

图表 27 公司印染业务总营收及增速



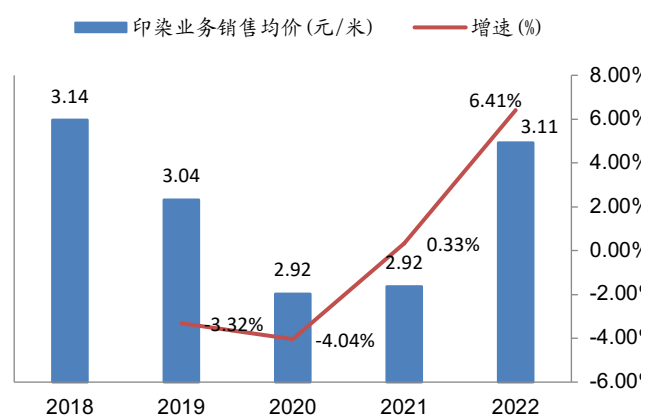
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 28 公司印染业务产量及增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 29 公司印染业务销售均价及增速

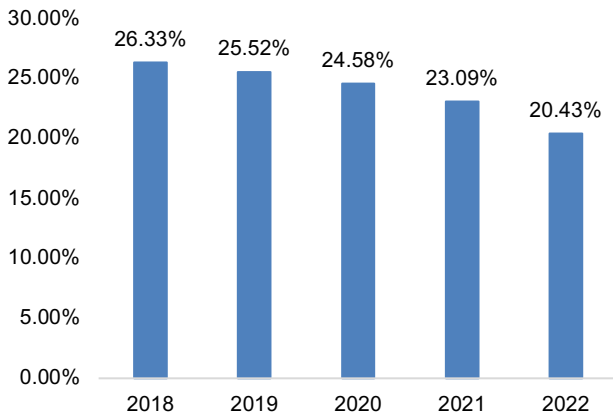


资料来源：公司年报，华安证券研究所

制造费用占比接近一半，随着煤炭等价格下行，预计印染业务毛利率向好。从成本结构来看，印染业务的成本由直接材料、制造费用与直接人工三个部分组成，其中直接材料和制造费用占比较高，两者的总占比超过 70%。制造费用主要由煤炭、电力、排污，占成本比重最大，2022 年占比达 48.2%，且 2018 年以来制造费用占比持续扩大，主因煤炭、原辅料价格、用电价格的持续上涨，加之印染废水委外处理量增大，因此印染成本增长明显，同时 2022 年因电力价格的上涨，整体毛利率下降最为明显，降幅超过 2.5%。但 2023 年以来随着国内煤炭价格的回落，叠加公司积极开发高端客户，调整优化产品结构，提高产品的附加值，内部对标挖潜以降低成本，预计印染业务毛利率向好。

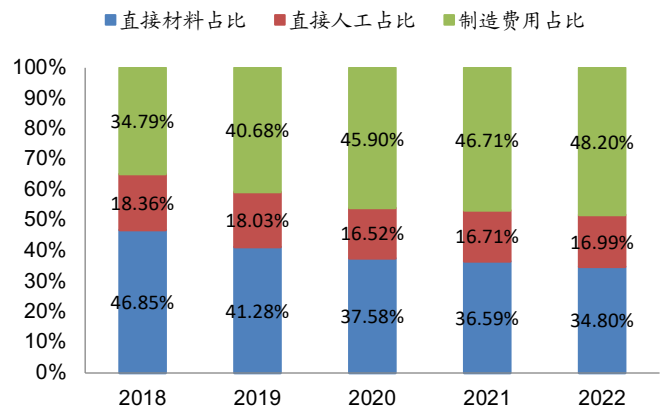
制造费用占比接近一半，随着煤炭等价格下行，预计印染业务毛利率向好。从成本结构来看，印染业务的成本由直接材料、制造费用与直接人工三个部分组成，其中直接材料和制造费用占比较高，两者的总占比超过 70%。制造费用主要由煤炭、电力、排污，占成本比重最大，2022 年占比达 48.2%，且 2018 年以来制造费用占比持续扩大，主因煤炭、原辅料价格、用电的持续上涨，加之印染废水委外处理量增大，因此印染成本增长明显。其中 2022 年因煤炭价格上涨，以及浙江省工商业 35 千伏及以上用电价格上涨（公司生产基地集中于浙江），整体毛利率同比减少超过 2.5pcts。2023 年以来随着国内煤炭价格的回落，叠加公司积极开发高端客户，调整优化产品结构，提高产品的附加值，内部对标挖潜以降低成本，预计印染业务毛利率稳中向好。

图表 30 印染业务毛利率变化 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 31 公司印染业务成本结构 (%)



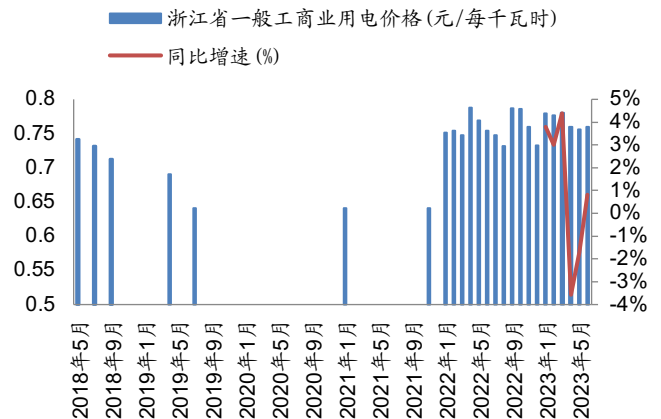
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 32 焦煤价格走势 (元/吨)



资料来源: 同花顺数据库, 华安证券研究所

图表 33 浙江省一般工商业 35 千伏及以上用电价格 (元/每千瓦时)



资料来源: 国家电网, 浙江省人民政府官网, 华安证券研究所

2.3 自建污水处理厂及工业水供应厂, 产业配套协调发展

公司拥有自建日处理超过 6 万吨的污水处理厂及工业水供应厂, 产业配套协调发展。公司的纺织印染业务会产生大量废水, 并需要经过处理而达到排放标准。公司拥有工业水供应子公司杭州航民水处理公司, 同时早期投资 6000 万建设航民污水处理厂杭州萧山东片污水处理公司, 日处理污水能力达 6 万吨。为了更好的控制和管理污水处理成本, 公司近年进一步改造升级废气处理装置和污水处理系统, 新建钱江 6000 吨污水处理系统, 并于 2018 年投产。同时出资建设萧山东片污水处理一期工程 30.6 公里 DN1200 外排管网系统, 于 2019 年投产。公司配套的杭州航民水处理有限公司和杭州萧山东片污水处理有限公司对于公司有助于降低取水和用水成本, 具备较强的竞争优势。公司 2022 年印染业务毛利率, 持续高于同处织物印染细分行业的迎风股份 (8.3%)、华纺股份 (9.7%)

近年来厂房扩建、改造项目及数智平台建设助力产能质量提升。公司近五年以已有产线为基础, 对废旧、落后厂房进行翻新并新建厂区, 改进产线。此外, 公司持续以数字化赋能, 以数字化推动智能化, 提升生产效率, 提高产品品质, 同时扎实推进低碳节能减排, 切实做好热电企业烟气脱白工程, 以及印染企业定型机烟气处理的改造提升, 积极引进先进的绿色科技, 推进科技印染、时尚印染、绿色印染。

图表 34 公司拥有污水处理及工业水供应子公司

| 公司 | 处理 |
|------|--|
| 航民股份 | 污水处理子公司: 杭州萧山东片污水处理有限公司; 工业水处理子公司: 杭州航民水处理有限公司 |
| 迎丰股份 | 废水处理方案: 自建“综合性污水处理站” |
| 华纺股份 | 污水处理方案: 污水处理建有一套日处理15000吨的处理设施 |
| 富春染织 | 污水处理方案: 公司的废水(生产废水和生活污水)经厂区污水站流程处理达到排放标准后,再排放到园区污水处理厂集中处理 |
| 鲁泰A | 污水、废水处理方案: 鲁泰纺织股份有限公司、及控股子公司鲁丰织染和鲁联新材配套建设废水治理设施;与利民净化水合作污水处理 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 35 公司近年来印染业务增效及扩产建设

| 时间 | 收益 | 项目名称 | 状态 |
|------|----|---------------------------|----|
| 2018 | | 钱江印染6000吨污水处理系统和污泥深度脱水系统 | 投产 |
| 2019 | | 萧山东片污水处理厂新增污水预处理及污泥深度脱水设施 | 投产 |
| 2019 | 增效 | 达美染整智能制造和数智平台 | 竣工 |
| 2021 | | 东片污水处理厂加固维修 | 竣工 |
| 2022 | | 热电高温高压热电联产机组 | 竣工 |
| 2019 | | 钱江印染二车间标准化厂房改扩建 | 投产 |
| 2019 | 扩产 | 钱江印染三车间厂房改扩建项目 | 封顶 |
| 2019 | | 精机新厂房及上走式染色机 | 竣工 |
| 2022 | | 印染分公司一车间6000平米新厂房改造 | 投产 |

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

公司热电厂的电和蒸汽产量可观, 能够为印染业务提供热电供给。公司在印染的生产过程中需要大量的热能和电能, 目前公司拥有三家热电厂, 分别为杭州航民小城热电有限公司, 杭州航民热电有限公司和杭州航民江东热电有限公司。2022 年公司的电生产量约 1.7 亿度, 蒸汽生产量约为 368 万吨, 使得公司的生产不受热力不足的影响, 也同时实现了对热电成本的控制。并且公司旗下的热电子公司采用印染废水对热电燃煤锅炉烟气进行脱硫处理, 降低脱硫运行费用, 成本控制良好。

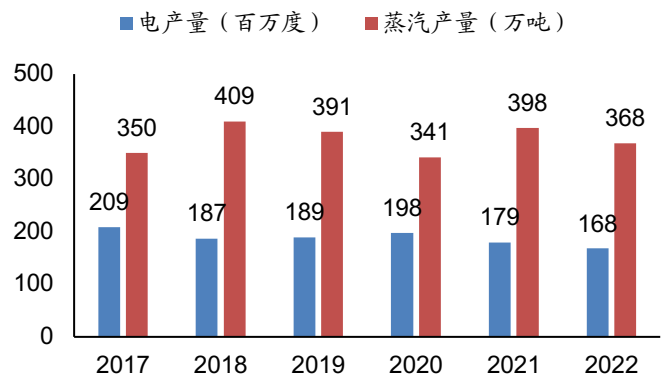
公司是行业首家碳足迹认证企业, 具备清洁低碳生产优势。环保政策趋严背景下, 公司根据国家政策要求, 凭借着技术创新, 注重优化产品结构和工艺技术, 减少三废排放, 实现控制污染的源头和过程, 以中水回用、废气污水余热回收等手段实现节能减排, 提高三废末端治理水平, 保障环境绩效。自从国家实施“3060”双碳政策, 绿色低碳发展存在一定优势, 公司为行业内最早开展碳足迹认证的企业。

图表 36 公司热电厂



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 37 公司不受热力不足的影响



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 38 公司在清洁低碳生产方面具有优势

| 项目/企业名称 | 荣誉 |
|----------------------|----------------------------------|
| 印染废水烟气脱硫改造工程 | 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 | 被列入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工程应用 | 荣获2017年度环境保护科学技术奖二等奖，鉴定已达到国际先进水平 |
| 杭州航民美时达印染有限公司 | 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 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

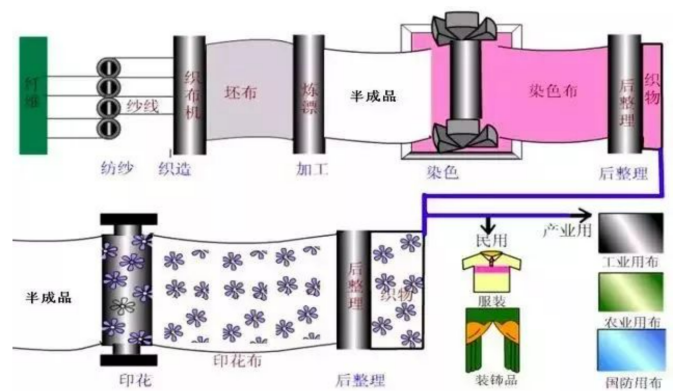
纺织品面料的特性良好，持续推进产品开发和创新。染整工艺技术是决定面料的品质，功能性能的关键因素。在印染行业中，由于面料的多样性和内部结构的复杂性，以及染料、助剂及客户需求的差异性，导致印染配方种类较多，印染工艺复杂。公司依靠着丰富的染整工艺技术经验，在染色一次成功率和纺织品面料的特性方面都取得了较高的水平。根据杭州航民达美染整有限公司发布的技术论文《化纤与纺织技术》，公司加强对纺织产品的创新和研究，针对染整技术与产品开发创新之间的联系，提出吸湿凉爽功能性纺织应用和冷轧堆染色工艺的运用。公司及控股子公司美时达印染、达美染整、澳美印染、钱江染整被认定为浙江省高新技术企业。

图表 39 染整工艺技术的优势及创新

| 染整技术 | |
|------|--|
| 流程 | 1.根据客户受托加工坯布的品种和特点 2.筛选控制染料、助剂品质，确定工艺技术流程 3.制定相应的印染配方和工艺技术参数 |
| 优势 | 1.染整工艺技术经验丰富，染色一次成功率较高 2.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 3.满足面料防水、防油、防污、阻燃、抗静电等特定功能以及多功能复合需求 |
| 创新 | 1.吸湿凉爽功能性：纺织过程中利用聚氨酯和氮化硼纳米片高热导率趋向纤维落实纺织材料制作工艺，从而借助纤维当中的多级分叉互通孔道优势，实现反重力单向导湿和高效散热的综合能力融合 2.冷轧堆染色工艺：在纺织产品开发创新过程中灵活利用梭织物活性染料进行冷轧堆染色可以获得高品质生产效果 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 染整工艺的流程



资料来源：浙江怡丰印染五厂精品车间，华安证券研究所

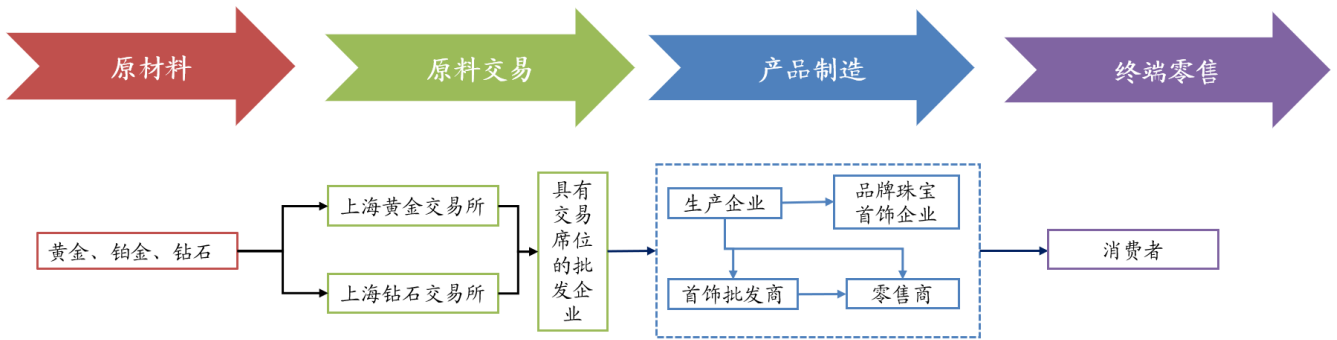
3 金饰代工批发：短期承接复苏需求，中长期受益于黄金品类结构性增长

3.1 黄金珠宝：工艺升级、悦己需求驱动黄金品类呈现结构性增长

珠宝加工批发处于产业链中游，行业竞争激烈、利润率较低。黄金珠宝行业的上游为黄金、铂金和钻石的相关开采部门，由于限制垄断，该行业获得高额垄断利润；中游为类似于金叶珠宝、百泰投资、航民百泰等珠宝加工批发企业，附加值低且竞争激烈导致其利润率较低；其下游客户为周大生、老庙黄金、老凤祥、曼卡龙、潮宏基等珠宝品牌，下游环节的利润取决于品牌知名度和渠道扩张力度及管控能力。黄金和钻石产业链价值均呈“微笑曲线”分布，以钻石为例，据华经产业研究院数

据，上游开采的毛利率高达 52%，中游毛钻销售/切割抛光/成钻销售/加工制造的毛利率分别 5%/15%/5%/25%，下游品牌零售的毛利率为 50%。

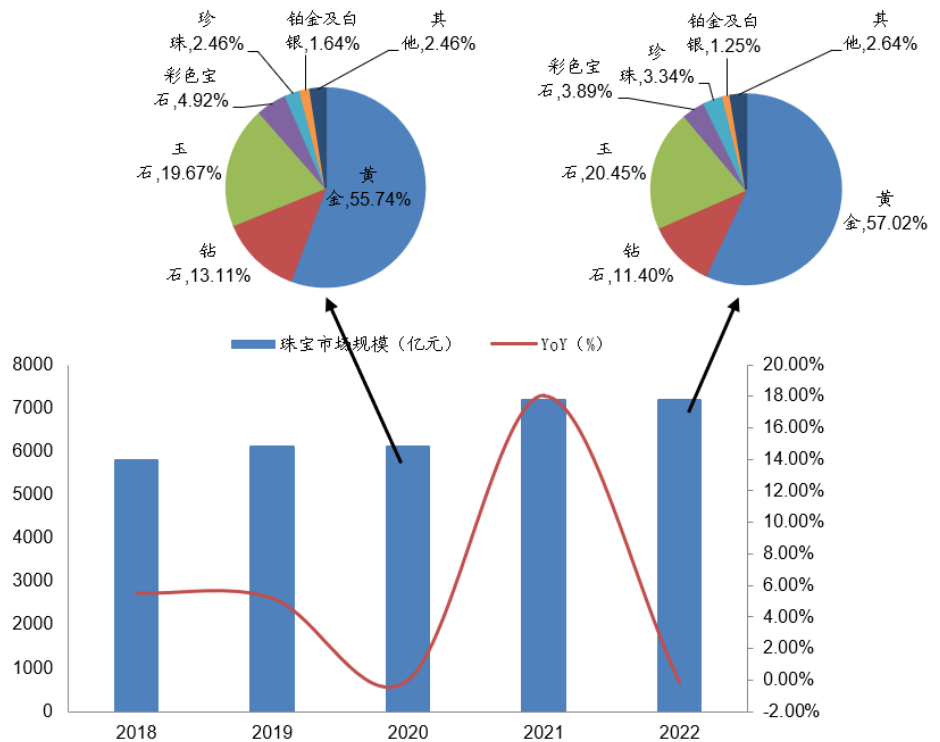
图表 41 黄金珠宝产业链



资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

黄金饰品具备消费、投资双重属性，工艺升级、金价波动向上背景下，近年呈现结构性增长。据中国珠宝玉石首饰协会，2022 年中国珠宝市场规模达到 7190 亿元，2018-22 年 CAGR 达到 5.5%；其中黄金珠宝品类市场规模从 2020 年的 3400 亿元提升到 2022 年 4100 亿元，CAGR 达 9.8%，占比从 55.7%提升至 57.0%，结构性增长亮眼。钻石品类市场规模从 2020 年的 800 亿元提升到 2022 年 820 亿元，CAGR 仅 1.2%，占比从 13.11%下降至 11.4%。从传统黄金到 3D 硬金、5G 黄金、古法黄金等新工艺，黄金工艺升级使得其首饰功能增强，极大拓宽了消费群体和场景。在工艺升级金饰消费属性增强，以及金价波动向上背景下，预计中长金饰消费结构性增长延续。

图表 42 2018-2022 年珠宝行业市场规模及品类结构变化

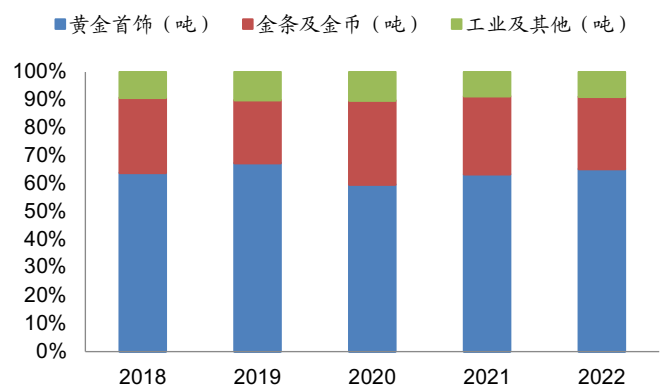
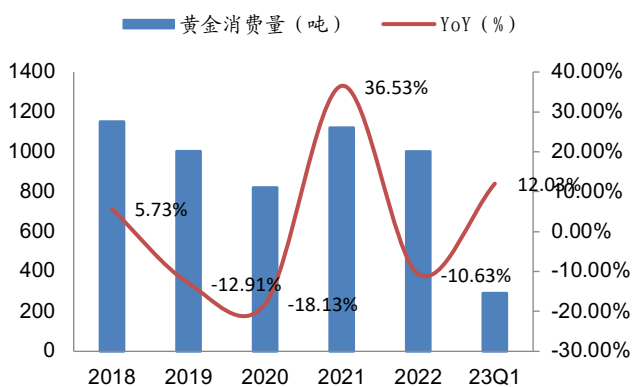


资料来源：中宝协，华安证券研究所

金饰消费占黄金消费比重超过 65%，23Q1 黄金消费显著复苏。2018-2022 年黄金首饰在黄金消费中一直处于主导地位，与金条及金币呈现此消彼长的态势。据国家统计局数据，2020 年公共卫生事件影响黄金首饰占比到达最低点 59.76%，而金条及金币占比达到最高点 30.04%，主因经济形势不好消费者倾向于投资而不是消费，投资属性阶段性凸显。2022 年黄金消费量 1001.74 吨，同比下降 10.63%，其中黄金首饰 654.32 吨，同比下降 8.01%，主因公共卫生事件影响物流不畅及接触型消费场景限制，故而各大珠宝品牌加速布局线上渠道，将线上电商加线下零售相结合。23Q1 中国黄金消费量同比增长 12.03% 至 291.58 吨，较 2022 年底以及往年同期的表现相比，国内黄金市场显著升温，是 2015 年以来金饰需求最强劲的一季度表现。

图表 43 2018-23Q1 年黄金消费量变化

图表 44 2018-2022 年黄金消费量细分



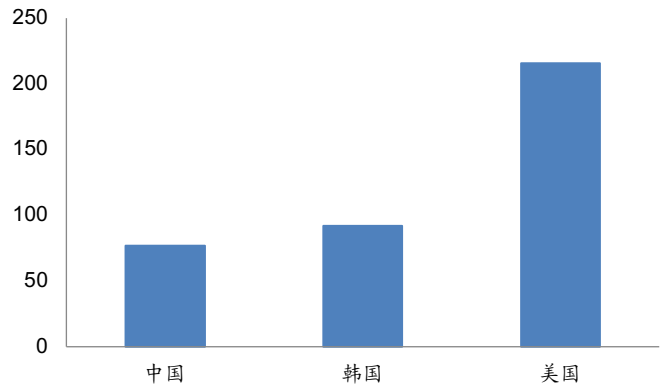
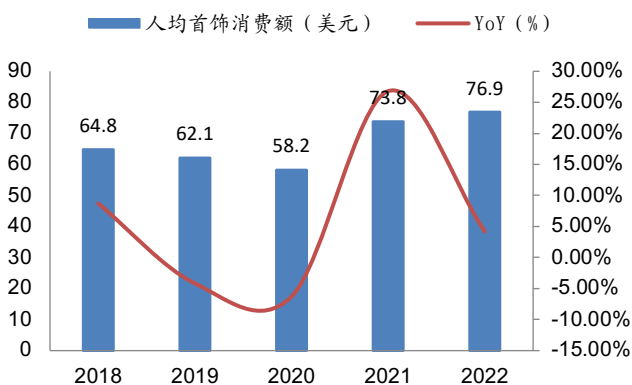
资料来源：公司年报，中国黄金协会，华安证券研究所

资料来源：公司年报，中国黄金协会，华安证券研究所

中国人均首饰消费持续增长且具备提升空间，其中黄金品类增长潜力较大。2022 年中国人均首饰消费量为 76.9 美元，同比增长 4.2%，2018-2022 年的 CAGR 为 4.37%，增长稳健；但是与美国和韩国对比，2022 年美国人均首饰消费量为 215.7 美元，约为中国的 2.8 倍，韩国人均首饰消费量为 92.1 美元，约为中国的 1.2 倍，中国的珠宝首饰消费渗透率有待提高，其中黄金品类增长潜力较大。

图表 45 2018-2022 年中国人均首饰消费量

图表 46 2022 年中美韩三国人均首饰消费量对比

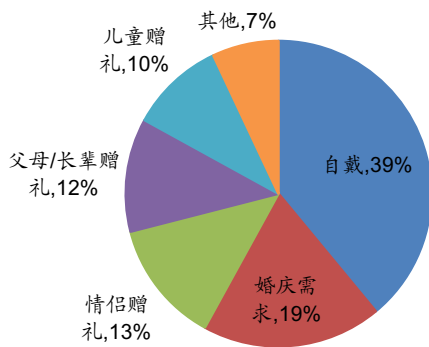


资料来源：观研报告网，华安证券研究所

资料来源：观研报告网，华安证券研究所

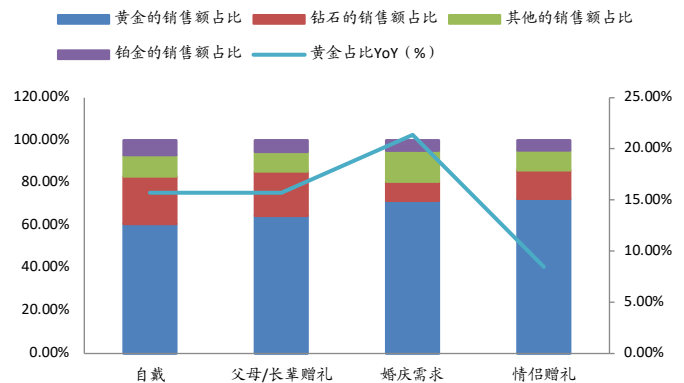
自戴成为最重要的珠宝消费场景，悦己需求有望驱动金饰消费频次提升。据中国黄金报社，2022年自戴需求对珠宝零售商收入的贡献为39%，婚庆需求为19%，自戴成为最重要的珠宝消费场景。据国家发展和改革委员会，2022年高品质、全方位、多形式的悦己消费异军突起，推动以自戴需求驱动的金饰消费加速增长，驱动自戴需求在珠宝消费场景中占据主导地位。其中，黄金在自戴/父母长辈赠礼/婚庆需求/情侣赠礼等主要消费场景中占比分别为60.83%/64.63%/71.72%/72.66%，均处于主导地位，同比增长分别为15.73%/15.73%/21.37%/8.47%，受传统结婚习俗影响，婚庆需求增速最高。

图表 47 不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所

图表 48 不同首饰类别在主要消费场景中的销售额占比

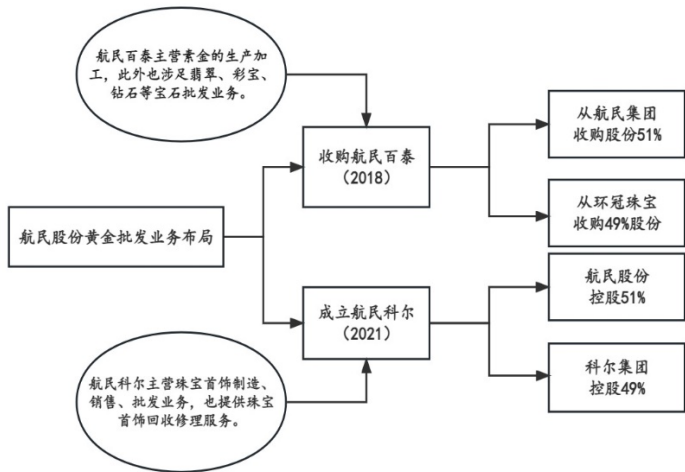


资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所

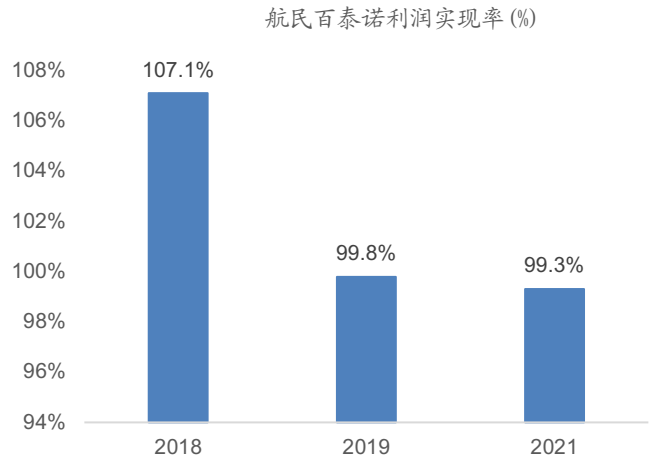
3.2 金饰批发低毛利、高周转，2021 年公司抓住复苏契机批发业务放量

形成珠宝加工、批发、回收产业布局，产品线拓展为客户提供一站式采购服务。公司 2018 年从纺织印染业务拓展至黄金珠宝代工批发，以定增发行股票的方式分别向航民实业集团、环冠珠宝购买其持有的航民百泰 51%、49% 股权，打造航民黄金珠宝时尚产业园。2021 年，航民股份与科尔集团合资成立航民科尔，航民百泰和航民科尔均深耕于黄金饰品代加工及批发业务。近年来随着珠宝需求变化，航民百泰产品线逐渐由原先的主要负责素金的生产加工，向 K 金、镶嵌、玉石等新产品延伸，新增翡翠、彩宝、钻石等批发业务，能够为客户提供一站式采购。航民科尔主营珠宝首饰制造、批发业务全产业链，也提供珠宝首饰回收修理业务。自收购以来，航民百泰业务营收虽略有波动，但总体实现跨越式增长，2020 年来随着公司黄金批发业务的比重上升，航民百泰净利率有所下降。

图表 49 航民百泰黄金



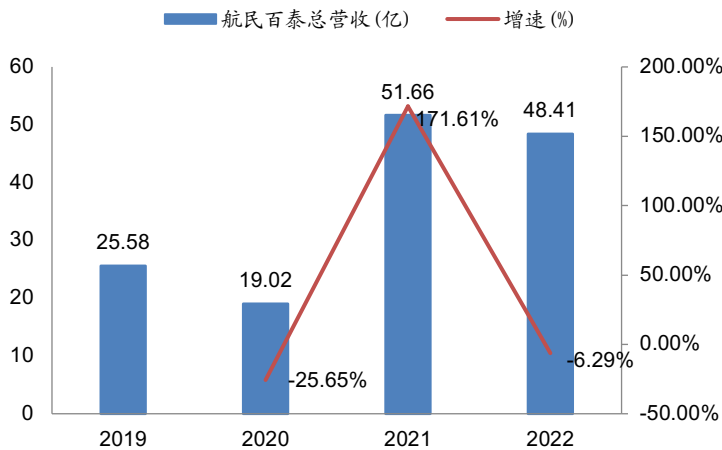
图表 50 航民百泰承诺利润实现情况



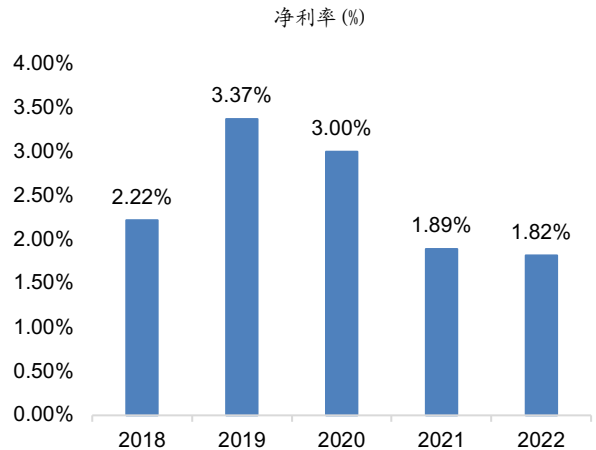
资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 51 航民百泰营收及增速 (亿元, %)



图表 52 航民百泰净利率 (%)

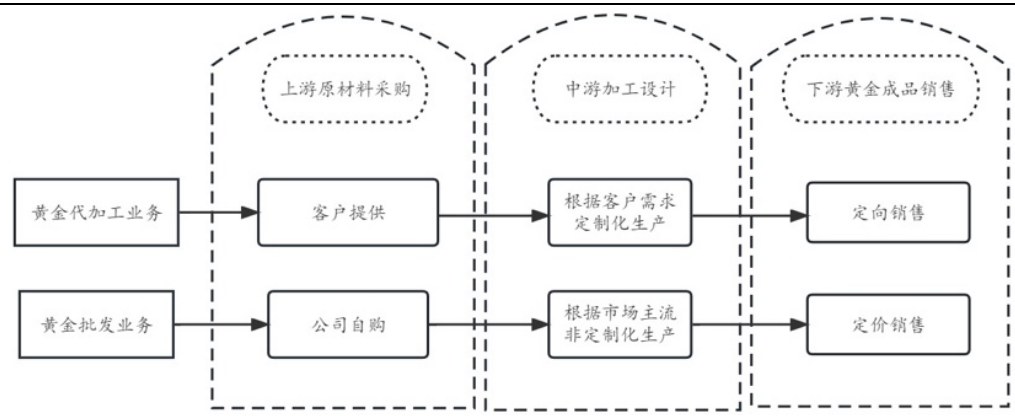


资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

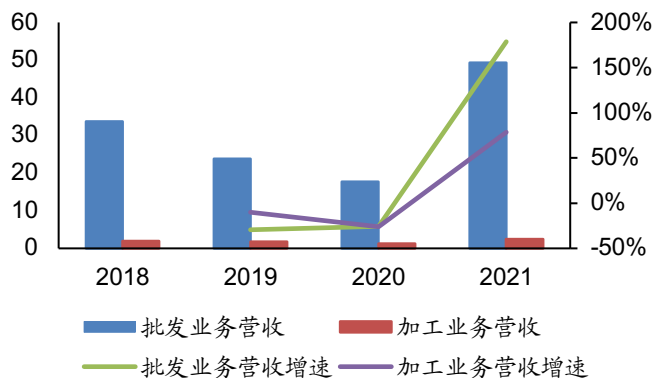
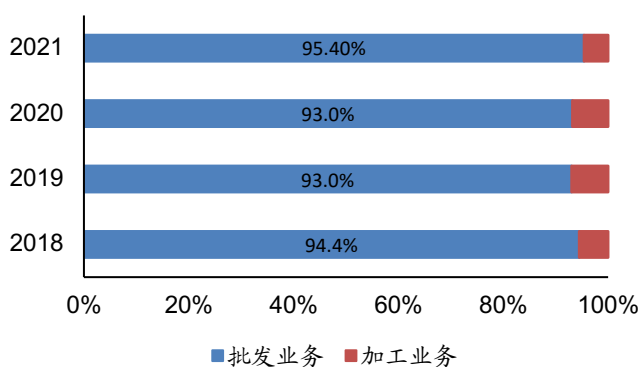
公司黄金业务以低毛利批发业务为主。批发模式下，公司自购黄金原料生产黄金饰品，以“黄金基准价+加工费”定价销售，盈利特征为“销售单价高、毛利率低”。代加工模式下，客户（包括老庙黄金、老凤祥、明牌珠宝等品牌）向公司提供黄金原料，公司根据客户需求提供加工服务并按照工艺复杂程度收取加工费，该模式下公司接受纯粹来料加工订单，无需承担短期内金价大幅回调带来的成本剧增风险，盈利特征为“销售单价低、毛利率高”。

图表 53 黄金饰品代加工及批发业务分类



资料来源：公司年报，华安证券研究所整理

图表 54 2018-2021 年黄金批发和加工业务营收占比变化 (%) 图表 55 批发和加工业务营收 (亿元) 及增速 (%)

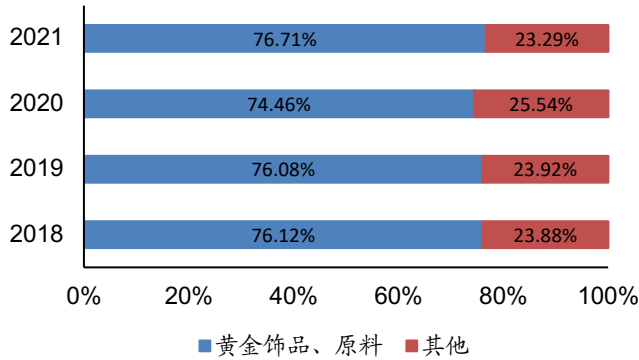


资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所整理

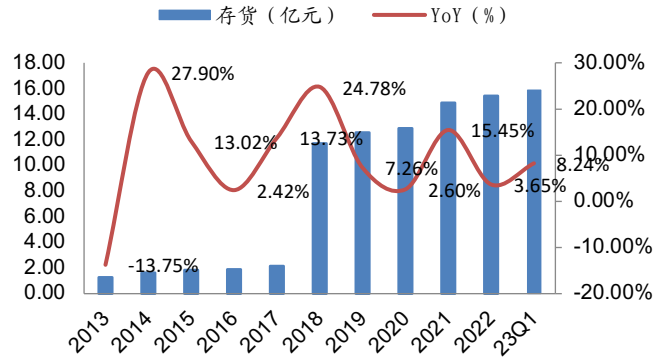
2021 年公司抓住金饰消费复苏完成黄金业务战略性调整，黄金饰品、原料存货增加。在金饰消费较好时，黄金零售商更愿意投入市场推广增加销售收入，因此希望代工批发商承担黄金采购资金以及承担黄金价格波动风险。2021 年国内公共卫生事件防控得当的背景下，公司抓住黄金饰品需求回暖的契机，在此期间完成黄金业务的战略性调整，主要包括：1) 航民百泰老厂房完成拆除，黄金饰品时尚产业园二期项目开工建设；2) 航民科尔正式成立并顺利投产。其中航民百泰黄金产业园的一期项目已竣工，并于 2020 年 11 月底投入使用，原有工厂面积扩大了 5 倍，达到了 5.5 万平方米；截止到 2022 年 10 月，二期项目已经结项，未来拟达成 100 吨左右产量。在航民百泰的规模化产业园驱动下，公司黄金业务营收及库存端量增变化明显，2021 年批发业务营收同比增长 178.6%；代工业务同比增长 78.5%。2021 年黄金饰品、原料的账面价值占总存货账面价值同比增长 18.9%，近年来占存货账面价值比重在 76% 上下浮动。2021、22、23Q1 公司存货同比分别增长 2.6%、15.5%、3.7%。

图表 56 存货账面价值结构图



资料来源：公司年报，华安证券研究所

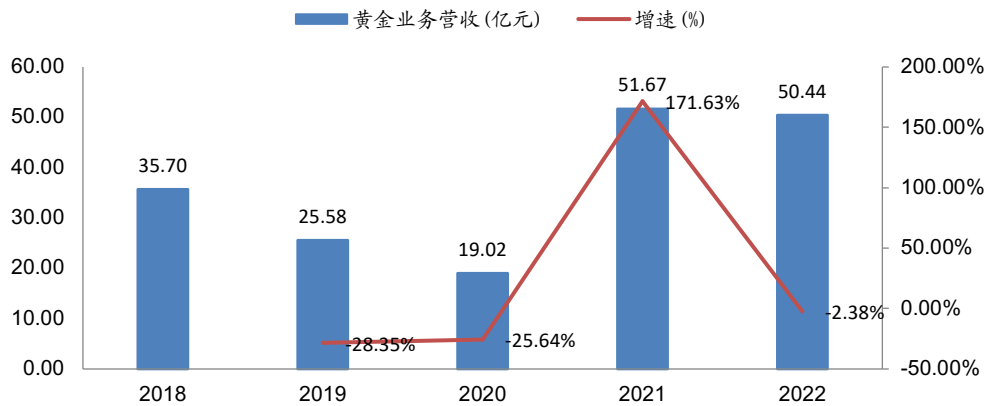
图表 57 公司库存变化



资料来源：公司年报，华安证券研究所整理

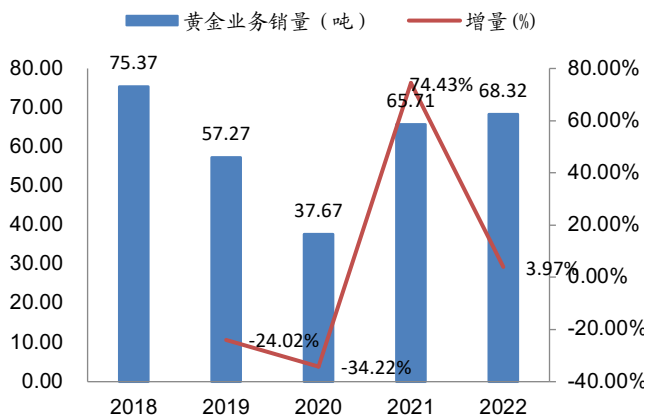
抓住金饰消费复苏、结构性增长机遇大力发展批发业务，量增驱动营收显著增长。2021年随着金饰消费复苏，以及公司抓住近年来黄金饰品工艺升级、金饰消费结构性增长，以及金价较为稳定的机遇，迅速发展其黄金饰品批发业务，2021、22年黄金业务销量同比分别增长74.4%、4.0%，驱动公司黄金业务营收2021年实现同比增长171.6%。公司近年黄金业务整体销售均价有所增长，由于批发业务黄金业务比重超过90%，且批发业务以“黄金基准价+加工费”进行定价，判断与金价整体呈波动向上趋势有关。

图表 58 公司黄金业务营收规模及增速



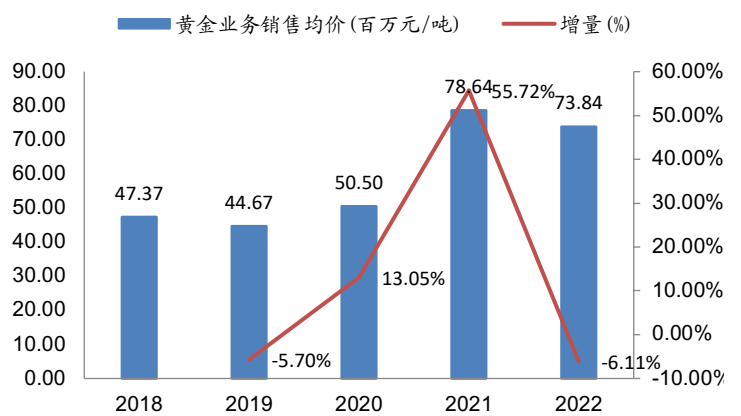
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 59 黄金业务销量情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 60 黄金业务销售均价情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

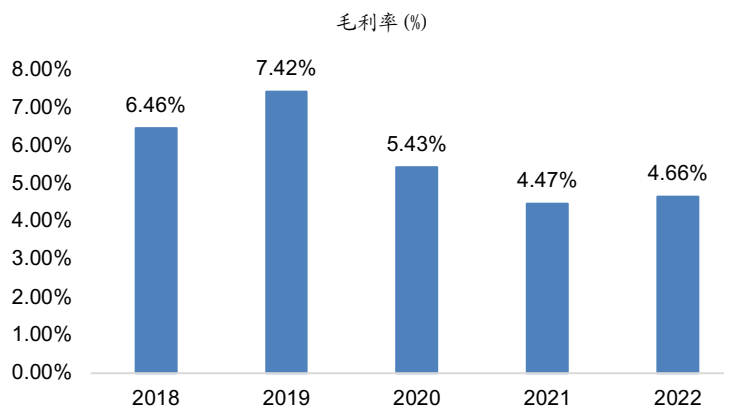
黄金代工批发毛利率有望逐渐企稳。公司的黄金批发业务不以赚取黄金波动价差为目的，产品多为普通金饰品，因此加工费较低，毛利率较低。占比较大的批发业务以代工费+金价确定销价，尽管 2020 金价回暖，但因公共卫生事件影响带来的规模效益下降，2020 年的毛利率同比减少约 2pcts。公司 2021 年大力发展黄金业务，批发占比扩大，批发业务毛利率远小于代工，公司业务结构变化使得 2021 年开始黄金业务整体毛利率有所下降。当前公司批发业务占比已超过 90%，未来业务结构变化空间相对有限，我们预计随着未来金价波动向上，且金饰消费持续回暖，公司的黄金代加工批发业务毛利率将逐步企稳。

图表 61 近五年黄金价格走势



资料来源：同花顺数据中心，华安证券研究所

图表 62 公司黄金业务毛利率变化



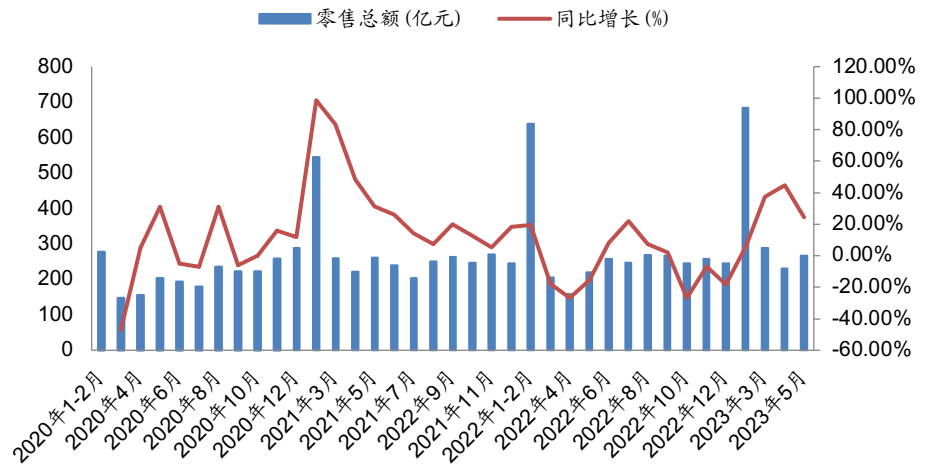
资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.3 公司黄金加工量全国前三，或受益于疫后金饰积压需求释放

公司黄金加工量位居华东市场第一、全国前三，有望充分受益于积压婚恋需求释放。2023 年以来我国金银珠宝社会零售总额同比增速维持高位，1-5 月累计同比增速达到 19.5%，其中单 5 月同比增长 24.4%。从我国黄金珠宝市场区域分布来看，金饰消费主要分布于华东、华南市场，2022 年市场规模占比分别为 28.2%、23.9%。

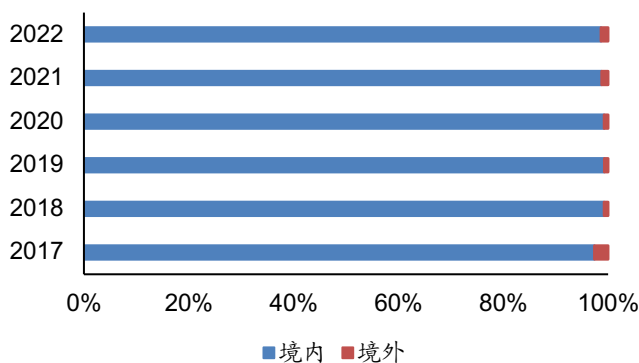
公司业务以国内市场为主 (2022 年占比 98.6%)，且植根华东地区市场 (浙江、山东等地)，所生产“航民首饰”黄金饰品被认定为浙江名牌产品。公司黄金业务自 2018 年收购航民百泰后稳步发展，2022 年公司的黄金首饰加工量位于华东地区第一、全国前三，公司有望充分受益于 2023 年以来积压婚恋珠宝消费需求的持续释放。

图表 63 2020 年来我国金银珠宝社会零售总额



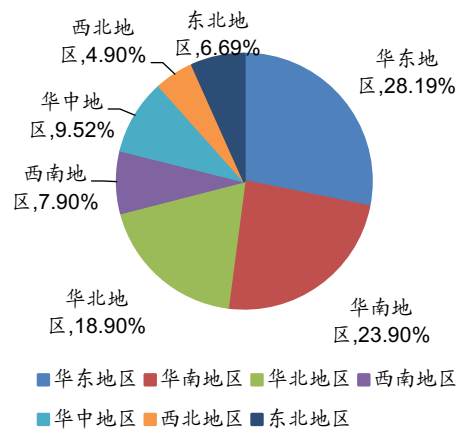
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 64 2017-2022 年分地区营收结构变化图



资料来源：iFind，华安证券研究所

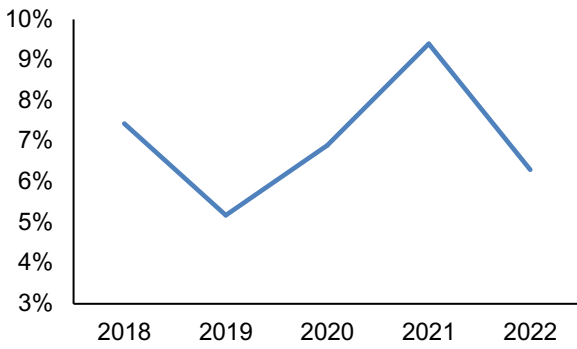
图表 65 2022 我国黄金珠宝市场规模区域分布图 (%)



资料来源：观研天下数据中心，华安证券研究所

客户集中度较低，与头部品牌客户合作稳定性较强。公司客户集中度低，2022 年前五大客户营收占比仅 6.3%。公司利用华东地区市场区位优势，多年来积累大批合作时间超过十余年的客户，此外，公司业务覆盖面十分广泛，除江浙沪地区外还包括东北、华北、华南、华中、西南、西北等地区；存量客户稳定性也较强，公司的客户中不乏国内知名黄金珠宝首饰品牌商、区域性珠宝行，长期为老庙黄金、老凤祥、明牌珠宝、曼卡龙等多家业界标杆提供黄金饰品加工服务。并且在这些长期品牌商客户积极开拓国际市场的间接催化下，公司的海外业务也有了长足性的获益。

图表 66 公司前五大客户销售占比 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 67 公司核心客户情况

| 品牌商 | 简介 |
|------|--|
| 老庙黄金 | 上海 第一家黄金零售点 ，与 世界顶级品牌CHRISTIN DIOR 合作，树立了自己在 国内珠宝界乃至国际舞台 上的独特老字号品牌形象。 |
| 老凤祥 | 百年民族品牌， 中国著名 的珠宝首饰品牌，中国首饰业的 世纪品牌 。老凤祥公司已发展成为 大型首饰企业集团 。 |
| 明牌珠宝 | 已发展成为中国大陆珠宝首饰的 知名企业 和市场领导者之一，主要 产品市场占有率 处于同行业前列。 |
| 曼卡龙 | 涉及珠宝设计、制造、批发、零售等多个领域的 大型国际专业珠宝集团 。并与全球26个国家数百个国际珠宝机构建立了长期而又紧密的 合作关系 。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

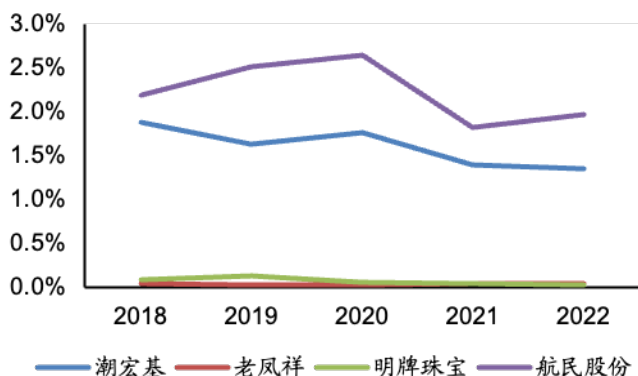
公司金饰核心竞争力在于设计及精加工制造能力。公司研发费用率领先珠宝行业可比公司，主要源于模式差异。潮宏基等可比公司以品牌零售为主，在品牌塑造方面的营销推广费用较高，而公司作为代工企业，研发费用投入较高。公司近年已通过 ISO9001 国际质量体系认证，并培养了具有良好工艺手艺人团队，目前黄金饰品年产能 80 吨。**加工制造方面**，公司旗下的子公司航民百泰不仅自行研发了业内首创的钨钢游芯模拉管应用技术，将产品生产合格率提高到 100%，并正在着力完善精工手工雕刻技术。子公司航民百泰的金银首饰制作工艺技术(失蜡法)于 2022 年 6 月成功列为第八批萧山区非物质文化遗产的代表项目；**设计方面**，2021 年公司研发设计的产品系列（例如“鑫采金”、“永恒嫁礼”系列）于上海国际珠宝首饰展览会进行展出。本次展会由中国珠宝玉石首饰行业协会、上海黄金交易所等多家权威机构联合主办，是中国华东地区影响力最大、关注度最高的国际珠宝展。同参展企业有老凤祥、老庙黄金等业内知名黄金珠宝品牌商。

图表 68 公司黄金加工核心工艺技术

| 工艺技术 | 介绍 | 优点 |
|-------------|--|--|
| 钨钢游芯模拉管应用技术 | 1、2008年由航民百泰 自行研发 、试制及应用。属于 行业内首创 2、利用自动拉管技术代替传统黄金手工拉管，并在钨钢模的基础上，对模具结构和游芯工艺等不断的改良 | 1、提升黄金拉管工艺的生产效率 2、减少后道工序的加工时间 3、生产产品 合格率达100% |
| 钢模水溶蜡技术 | 1、该技术已经全面替代传统胶膜失蜡铸造 2、利用水溶蜡制作空心蜡模 | 1、提升产品质感 2、填补了失蜡铸造的技术缺陷 |
| 精工手工雕刻技术 | 1、航民百泰近年来 重点开发 的工艺技术 2、采用抽丝技艺，通过打磨，形成花纹肌理 3、花丝工艺是将金、银、铜等抽成细丝，再通过推垒、掐丝、编织等工艺进行造型 | 1、突出黄金的立体层次肌理效果以及千足金的光泽闪亮度 2、多角度、多层面呈现唯美金饰的艺术美感 |

资料来源：公司独立财务顾问报告，华安证券研究所

图表 69 珠宝行业可比公司研发费用率情况 (%)



资料来源: Choice, 华安证券研究所

图表 70 公司“鑫采金”、“永恒婚礼”系列产品参加 2021 年上海国际珠宝首饰展览会



资料来源: 2021 上海国际珠宝首饰展览会, 华安证券研究所

4 盈利预测与估值

我们认为纺织印染产量和出口稳健增长, 公司采用代工模式下在库存、周转及应对汇率风险具备优势, 配套业务助印染主业降本增效, 环保政策趋严背景下构建成本壁垒。此外, 公司抓住行业复苏契机大力发展黄金批发业务, 有望充分受益于年初以来积压黄金婚恋需求释放, 驱动营收增长。具体看, 盈利预测基本假设如下:

按业务拆分:

- **纺织印染:** 作为公司主业之一, 未来预计随着行业格局持续优化, 公司凭借优质产能有望持续承接中小企业出清产能、营收维持高于行业平均增速增长。且随着煤炭等价格下行, 公司制造费用降低, 成本端改善有望维持毛利率平稳。我们预计 2023-25 年纺织业营收同比增长 11.2%/9.2%/9.2%。公司自身拥有配套业务, 污水处理、发电电工厂, 具备控制成本的优势, 随着国内煤炭价格的回落, 叠加公司积极开发高端客户, 调整优化产品结构, 内部对标挖潜以降低成本, 预计印染业务毛利率稳中向好。预计 2023-25 年纺织业毛利率分别为 21%、22%、22%。
- **金饰代工批发:** 随着 2023 年金饰积压消费需求持续释放, 以及中长期工艺升级使得金饰消费属性增强, 以及金价波动向上, 年轻化女性群体悦己需求带来购买频次提升, 预计黄金品类结构性增长延续, 公司金饰业务营收维持高增长; 我们预计 2023-25 年黄金珠宝业营收同比增长 16.4%/13.3%/11.2%。此外, 公司 2021 年黄金批发业务 95.4%, 未来结构变化空间有限, 我们预计未来黄金价格波动向上, 且金饰消费持续回暖, 公司的黄金代加工批发业务毛利率将逐步企稳。预计 2023-25 年黄金业务毛利率分别 4.7%、4.7%、4.7%。
- **其余配套业务:** 随着 2023 年充分发挥热电、水处理及海运物流、印染机械等联动优势, 预计配套业务的营收会有一定的增长。

图表 71 公司 2023-2025 年营业收入预测 (百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 9520.74 | 9591.75 | 10923.11 | 12171.14 | 13429.26 |
| yoy | 81.32% | 0.75% | 13.88% | 11.43% | 10.34% |
| 按业务拆分 | | | | | |
| 黄金珠宝业 | 5167.25 | 5044.18 | 5869.33 | 6649.95 | 7397.40 |
| YOY | 171.63% | -2.38% | 16.36% | 13.30% | 11.24% |
| 纺织业 | 3930.49 | 4162.86 | 4630.60 | 5055.69 | 5519.80 |
| YOY | 29.23% | 5.91% | 11.24% | 9.18% | 9.18% |
| 电力生产业 | 852.77 | 988.32 | 1087.15 | 1195.87 | 1315.45 |
| YOY | 34.97% | 15.90% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 批发业 | 587.61 | 658.35 | 724.19 | 796.60 | 876.26 |
| YOY | 131.42% | 12.04% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 水利管理业 | 57.88 | 82.98 | 91.28 | 100.41 | 110.45 |
| YOY | 23.70% | 43.37% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 机械制造 | 55.43 | 69.23 | 76.15 | 83.77 | 92.15 |
| YOY | 0.14% | 24.90% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 交通运输业 | 80.33 | 42.56 | 46.82 | 51.50 | 56.65 |
| YOY | 48.81% | -47.02% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 其他业务 | 29.58 | 21.45 | 23.60 | 25.95 | 28.55 |
| YOY | 63.34% | -27.48% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 内部抵消 | -1240.6 | -1478.18 | -1626.00 | -1788.60 | -1967.46 |
| YOY | 64.78% | 19.15% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

资料来源：公司年报，招股说明书，华安证券研究所

图表 72 公司 2022-2025 年毛利率预测 (%)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 13.60% | 13.18% | 13.28% | 13.53% | 13.45% |
| 按业务拆分 | | | | | |
| 黄金珠宝业 | 4.47% | 4.66% | 4.70% | 4.70% | 4.70% |
| 纺织业 | 23.09% | 20.43% | 21.00% | 22.00% | 22.00% |
| 电力生产业 | 12.53% | 16.42% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 批发业 | 0.80% | 0.90% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 水利管理业 | 3.23% | 4.83% | 4.00% | 4.00% | 4.00% |
| 机械制造 | 24.99% | 16.09% | 22.00% | 22.00% | 22.00% |
| 交通运输业 | 29.38% | -20.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 其他业务 | 35.53% | 45.03% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |

资料来源：公司年报，招股说明书，华安证券研究所预测

公司双主业发展 (53%黄金珠宝、42%纺织业)，纺织印染、黄金珠宝公司所处细分领域、业务模式不同致各公司成长性、盈利能力有不同程度的分化，估值水平相差较大。珠宝行业我们选取老凤祥 (80%珠宝首饰、19%黄金交易)、潮宏基 (93%珠宝行业、7%皮具行业)、作为可比公司，公司主营代工批发，可比公司主营品牌零售，利润率水平存在差异。但由于同处黄金珠宝行业，受益于黄金品类结构性增长，且高毛利率品牌主要通过钻石等品类获取高毛利，黄金业务占比越大 (与公司

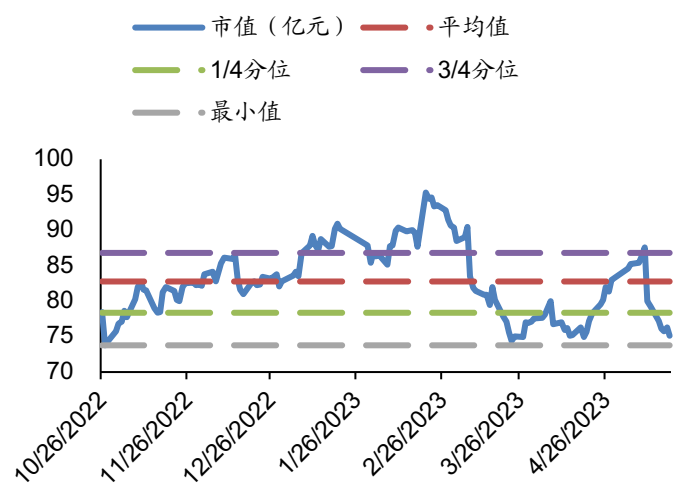
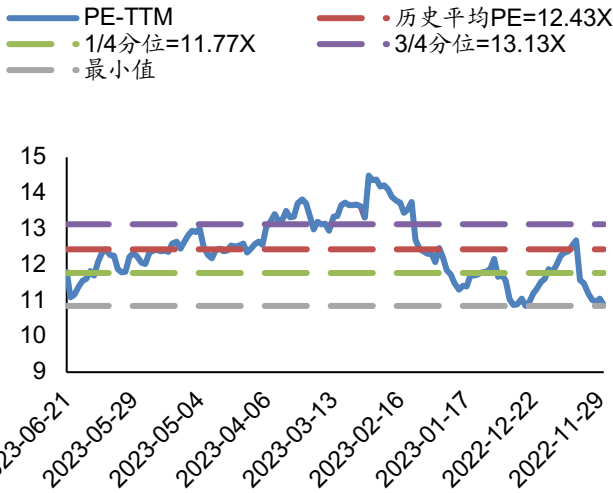
利润率水平接近, 例如老凤祥) 与公司可比性越强。

纺织印染选取富春染织 (89%色纱、7%贸易纱), 富春染织与公司 ROE 拆分各指标水平较为接近。但两者仍具备一定差异 1) 细分领域: 航民股份和富春染织的主营业务均包括纺服领域全产业链的中游印染行业, 但两者存在不少差异之处, 从细分领域上看, 航民的印染业务主要是织物染色, 富春染织则多采用纱线染色的印染方式 (色纺纱); 2) 营收体量, 航民 2022 年纺服业务营收为 41 亿, 占其总营收的 43%, 而后者色纺纱制造业的总营收 20 亿, 占总营收比超过九成; 3) 业务模式上, 航民主要依托“订单导向式生产”的代加工模式, 富春染织则采取“仓储式生产为主, 订单式生产为辅”的直营模式, 因此毛利率具有一定差异。

而随着航民股份的黄金业务占比扩大, 周转率逐渐成为公司获取高 ROE 的核心驱动, 考虑到公司印染主业稳健, 珠宝短期或承接华东市场复苏需求, 以及中期弹性持续受益于黄金品类结构性增长, 我们认为适合给予公司 2023 年 13x 的 PE 估值。

图表 73 航民股份 PE-TTM 上市以来走势

图表 74 航民股份上市以来市值走势



资料来源: iFind, 华安证券研究所; 注: 截至时间为 6 月 26 日

资料来源: iFind, 华安证券研究所; 注: 截至时间为 6 月 26 日

图表 75 航民股份与可比公司估值对比

| 公司 | 市值 | EPS | | | | PE | | | |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 航民股份 | 79.02 | 0.63 | 0.76 | 0.88 | 0.98 | 11.58 | 10.80 | 9.38 | 8.36 |
| 老凤祥 | 256.83 | 3.25 | 4.09 | 4.78 | 5.48 | 13.17 | 15.52 | 13.30 | 11.59 |
| 潮宏基 | 64.77 | 0.22 | 0.46 | 0.57 | 0.69 | 23.47 | 16.07 | 12.90 | 10.69 |
| 富春染织 | 22.90 | 1.31 | 1.90 | 2.52 | 3.05 | 14.16 | 8.23 | 6.21 | 5.14 |
| 可比公司平均值 | 114.83 | 1.59 | 2.15 | 2.62 | 3.07 | 16.93 | 13.27 | 10.80 | 9.14 |

资料来源: iFind, 华安证券研究所; 注: 截至时间为 6 月 26 日; 可比公司预测值采用 wind 一致预期

公司作为织物印染老牌企业，印染主业稳健，具备低碳环保生产优势，利润水平领先行业。印染行业格局优化背景下产量有望稳步增长。2021年以来珠宝批发业务快速增长，公司金饰全国加工量前三，短期或承接积压复苏需求，中期或持续受益于黄金品类结构性增长。预计2023-25年归母净利润8.0、9.2、10.3亿元，对应当前股价PE为11、9、8倍，参考可比公司及考虑公司短期弹性及中长期成长性，给予13xPE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

1) 能源价格波动：公司印染业务中成本中制造成本占比超过一半，主要为煤炭、电力、污水排放成本。若能源及排污成本骤增或压缩公司毛利率；2) 竞争加剧：生态环境刚性约束导致政策趋严挤压印染企业生存空间，若同行业公司大幅降价，或使影响公司利润水平；3) 金价大幅波动：公司批发业务占比较大（超过90%），公司库存中黄金类库存占比约76%，若金价大幅下跌或导致公司存货贬值，影响金饰批发业务毛利率。且影响消费者对金饰的消费偏好；4) 黄金珠宝饰品消费增长不及预期：珠宝作为可选消费品，在经济环境变化背景下，若短期黄金珠宝积压需求充分释放，而中长期增长不及预期，则将影响公司黄金代工批发收入增速。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 5920 | 7156 | 8353 | 9715 | 营业收入 | 9570 | 10923 | 12171 | 13429 |
| 现金 | 1717 | 2343 | 2960 | 3637 | 营业成本 | 8316 | 9473 | 10524 | 11623 |
| 应收账款 | 259 | 284 | 290 | 320 | 营业税金及附加 | 39 | 49 | 55 | 60 |
| 其他应收款 | 5 | 6 | 7 | 7 | 销售费用 | 117 | 131 | 162 | 188 |
| 预付账款 | 127 | 154 | 178 | 232 | 管理费用 | 169 | 197 | 223 | 269 |
| 存货 | 1542 | 1713 | 1874 | 2070 | 财务费用 | -25 | -32 | -42 | -53 |
| 其他流动资产 | 2268 | 2655 | 3044 | 3448 | 资产减值损失 | -9 | 1 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 2255 | 2230 | 2210 | 2182 | 公允价值变动收益 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 54 | 47 | 58 | 64 |
| 固定资产 | 1900 | 1872 | 1822 | 1767 | 营业利润 | 854 | 1037 | 1196 | 1351 |
| 无形资产 | 108 | 105 | 102 | 100 | 营业外收入 | 3 | 4 | 5 | 4 |
| 其他非流动资产 | 248 | 253 | 285 | 315 | 营业外支出 | 2 | 4 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 8175 | 9386 | 10562 | 11897 | 利润总额 | 855 | 1038 | 1197 | 1352 |
| 流动负债 | 1580 | 1894 | 2028 | 2202 | 所得税 | 111 | 135 | 156 | 191 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 744 | 903 | 1042 | 1161 |
| 应付账款 | 200 | 228 | 254 | 280 | 少数股东损益 | 86 | 102 | 120 | 127 |
| 其他流动负债 | 1381 | 1665 | 1775 | 1921 | 归属母公司净利润 | 658 | 801 | 922 | 1034 |
| 非流动负债 | 133 | 127 | 127 | 127 | EBITDA | 1012 | 1036 | 1125 | 1187 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.63 | 0.76 | 0.88 | 0.98 |
| 其他非流动负债 | 133 | 127 | 127 | 127 | | | | | |
| 负债合计 | 1713 | 2021 | 2155 | 2329 | | | | | |
| 少数股东权益 | 656 | 758 | 878 | 1004 | | | | | |
| 股本 | 1051 | 1051 | 1051 | 1051 | | | | | |
| 资本公积 | 8 | 8 | 8 | 8 | | | | | |
| 留存收益 | 4747 | 5548 | 6470 | 7505 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 5806 | 6607 | 7529 | 8564 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 8175 | 9386 | 10562 | 11897 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 883 | 1297 | 1142 | 1184 |
| 净利润 | 658 | 801 | 922 | 1034 |
| 折旧摊销 | 271 | 192 | 191 | 188 |
| 财务费用 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -54 | -47 | -58 | -64 |
| 营运资金变动 | -106 | 260 | -23 | -90 |
| 其他经营现金流 | 850 | 633 | 1056 | 1240 |
| 投资活动现金流 | -351 | -757 | -612 | -594 |
| 资本支出 | -177 | -154 | -159 | -145 |
| 长期投资 | 0 | -464 | -464 | -464 |
| 其他投资现金流 | -174 | -140 | 11 | 15 |
| 筹资活动现金流 | -466 | 85 | 87 | 87 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -48 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -418 | 85 | 87 | 87 |
| 现金净增加额 | 67 | 625 | 617 | 677 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 0.8% | 14.1% | 11.4% | 10.3% |
| 营业利润 | -1.8% | 21.5% | 15.3% | 13.0% |
| 归属于母公司净利 | -1.3% | 21.7% | 15.1% | 12.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 13.1% | 13.3% | 13.5% | 13.5% |
| 净利率 (%) | 6.9% | 7.3% | 7.6% | 7.7% |
| ROE (%) | 11.3% | 12.1% | 12.2% | 12.1% |
| ROIC (%) | 10.0% | 10.0% | 9.6% | 9.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 21.0% | 21.5% | 20.4% | 19.6% |
| 净负债比率 (%) | 26.5% | 27.4% | 25.6% | 24.3% |
| 流动比率 | 3.75 | 3.78 | 4.12 | 4.41 |
| 速动比率 | 2.69 | 2.79 | 3.11 | 3.37 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.17 | 1.16 | 1.15 | 1.13 |
| 应收账款周转率 | 36.95 | 38.42 | 41.95 | 41.95 |
| 应付账款周转率 | 41.68 | 41.48 | 41.48 | 41.48 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.63 | 0.76 | 0.88 | 0.98 |
| 每股经营现金流薄) | 0.84 | 1.23 | 1.09 | 1.13 |
| 每股净资产 | 5.53 | 6.29 | 7.17 | 8.15 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 13.15 | 10.80 | 9.38 | 8.36 |
| P/B | 1.49 | 1.31 | 1.15 | 1.01 |
| EV/EBITDA | 6.86 | 6.10 | 5.07 | 4.23 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。