2025 年 3 月 14 日

公司研究

专注针织和梭织面料印染，受益行业集中度提升

——迎丰股份（605055.SH）投资价值分析报告

要点

公司介绍：迎丰股份专注针织和梭织面料印染，是 A 股唯一一家纯印染上市公司，公司创始人傅双利与马颖波从 1992 年自主创业以来一直专注于纺织印染行业。随着 1.31 亿米高档面料智能化绿色印染项目投产，2021 年以来公司收入规模站上新台阶，突破 10 亿元。近年来受疫情、能源及原材料价格、厂房折旧等因素影响，公司业绩表现波动，2023 及 2024 年有所回暖。2023 年公司收入同比增长 12.9%至 15.5 亿元，达到 2016 年以来的峰值，归母净利润为 3719 万元，同比扭亏为盈；2024 年前三季度公司实现收入 11.4 亿元，同比增长 2.8%，归母净利润 2862 万元，同比增长 11.0%，扣非后归母净利润为 2723 万元，同比大幅增长 215.7%。

行业情况：印染为纺织工业产业链中间环节，衔接着上游的纺织纤维和下游的纺织品、服装产业，起着赋予纺织面料功能、提升纺织品档次、提升纺织品附加值的重要作用。受供给侧改革、需求等因素影响，2008 年以来印染布产量有所波动。国内印染行业市场化竞争较为充分，行业集中度较低，根据中国印染行业协会数据统计，2024 年中国规模以上印染企业数量共计 1804 家，市场竞争格局呈现两极化发展，印染行业正在向节能减排、绿色环保方向转型。

竞争优势：1）工艺技术优势较强、持续进行自主创新：公司一直注重染整技术进步和工艺创新，通过引入国际先进的印染设备，不断加大自主技术研发和工艺改进力度，形成较强的工艺技术优势，同时公司在新型纺织面料、多组分纤维面料和功能性面料的印染方面，积累了丰富的染整工艺技术。**2）打造印染智慧工厂、缩短产品交期：**公司着重打造印染“智慧工厂”，智能系统的建设有利于公司的订单管理和工艺流程的优化，在确保满足客户各类功能性需求的同时缩短了产品交付期，增强对客户的服务能力。**3）环境管理体系完善，注重清洁生产和节能减排：**公司已经建立了完善的环境管理体系，通过 ISO14001 环境管理体系认证，获得“国家级绿色工厂”、“浙江省绿色企业”等称号。

盈利预测与投资建议：从行业层面来看，随着供给侧改革推进、环保日渐趋严，中小型企业将面临技术创新和转型压力，而迎丰股份作为印染行业头部企业未来有望享受行业出清带来的红利。**从公司层面来看，**公司与和君咨询携手合作，共同实现高质量发展，公司产品端将进行结构调整，通过“一厂一品一策”提升竞争力，增加新兴高端面料布局；客户端会增加在大型客户中的份额占比，更好地服务大客户和高单价客户；公司内部将提质提效，强化组织建设，优化费用支出。

我们预计公司 2024~2026 年 EPS 分别为 0.09/0.11/0.15 元，对应 PE 估值为 61/50/38 倍，我们看好公司从多维度出发提升盈利能力，业绩逐步度过低谷，份额实现巩固提升，但考虑公司 PE 估值与同业相比较高，暂不给予评级。

风险提示：国际贸易摩擦的风险、行业竞争加剧、原材料及能源成本波动、环保治理不达标准等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,370	1,547	1,582	1,856	2,142
营业收入增长率	8.60%	12.89%	2.25%	17.34%	15.40%
净利润（百万元）	-47	37	40	49	66
净利润增长率	-157.04%	-	8.54%	22.09%	33.89%
EPS（元）	-0.11	0.08	0.09	0.11	0.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	-4.28%	3.25%	3.48%	4.18%	5.45%
P/E	-	67	61	50	38
P/B	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-12

无评级

当前价：5.63 元

作者

分析师：姜浩
执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebscn.com

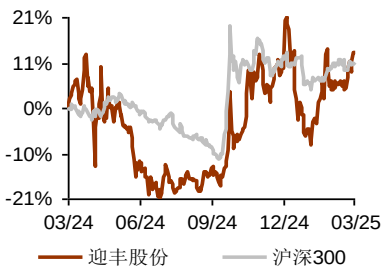
分析师：朱洁宇
执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujieyu@ebscn.com

分析师：孙未未
执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.40
总市值(亿元):	24.77
一年最低/最高(元):	3.86/6.47
近 3 月换手率:	81.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.70	-5.54	2.73
绝对	8.27	-5.70	12.66

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

分产品预测来看，2025 年公司三迎丰工厂投产将带来新增量，2026 年产能逐步爬坡，同时由于梭织产品当下更广泛地应用在运动户外领域中，预计未来梭织增速快于针织，综合来看，我们预计梭织产品 2024~2026 年收入同比增速分别为 2.5%/20.0%/17.0%，针织产品收入同比增速分别为 2.0%/15.0%/14.0%，预计公司总收入同比增速分别为 2.2%/17.3%/15.4%。

毛利率方面，2025 年三迎丰工厂投产后将计提折旧，公司毛利率预计会有所承压；2026 年随着公司高附加值产品研发力度加强，成本控制更加严格，毛利率预计将稳中有升，预计 2024~2026 年公司毛利率分别为 14.6%/14.5%/14.9%。

费用率方面，公司将强化组织建设，优化各项成本控制，我们预计各项费用率呈稳中有降趋势，预计 2024~2026 年公司销售费用率分别为 2.4%/2.3%/2.3%，管理费用率分别为 4.5%/4.0%/4.0%，研发费用率分别为 4.3%/3.9%/3.9%。

我们的核心观点

本篇报告详细分析了迎丰股份的基本情况、所处行业情况、竞争优势等内容。公司专注针织和梭织面料印染，是 A 股唯一一家纯印染上市公司。自 2021 年上市之后，受疫情、能源及原材料价格、厂房折旧等因素影响，公司业绩表现波动。我们认为：

1）从行业层面来看，印染行业为高污染、高耗能行业，行业内参与企业数量众多、良莠不齐，竞争格局分散，随着供给侧改革推进、环保日渐趋严，中小型企业会面临技术创新和转型压力，而头部企业各方面配套设施完善，技术先进，份额有望得到巩固提升。基于此，站在长期视角来看，迎丰股份作为印染行业头部企业未来有望享受行业出清带来的红利。

2）从公司层面来看，公司与和君咨询携手合作，共同实现高质量发展，产品端将进行结构调整，通过“一厂一品一策”提升产品竞争力；客户端会增加在大型客户中的份额占比，更好地服务大客户和高单价客户；公司内部将提质提效，强化组织建设，优化各项费用支出。综合来看，公司将从多维度出发，提升接单能力，进一步提升产能利用率，促进业绩逐步改善。

股价上涨的催化因素

落后低效产能逐步退出，行业集中度提升，头部企业有望受益；折旧拖累减轻后，公司业绩表现逐步改善。

盈利预测与估值

我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 15.8/18.6/21.4 亿元，同比增长 2.2%/17.3%/15.4%，归母净利润分别为 4037/4929/6599 万元，分别同比增长 8.5%/22.1%/33.9%，对应 PE 估值分别为 61/50/38 倍，另外考虑公司 PE 估值与同业相比较高，暂不给予评级。

目　录

1、 迎丰股份：国内领先的印染企业 6
1.1 公司简介：专注针织和梭织面料印染 6
1.2 股权结构：实控人控股比例较高 8
1.3 业务回顾 9
1.3.1 近年来业绩表现波动，23 及 24 年呈回暖趋势 9
1.3.2 盈利能力受多重扰动，产品、材料及能源、折旧等均有影响 9
1.3.3 经营净现金流高于净利润，经营质量较好 13
2、 行业竞争格局分散，加快落后产能淘汰 14
2.1 印染为产业链中间环节，印染布产量呈波动态势 14
2.2 行业集中度低，竞争格局呈两极分化 16
2.3 行业转型升级进行中，节能减排提高能效 18
3、 公司的竞争优势 20
3.1 工艺技术优势较强，持续进行自主创新 20
3.2 打造印染智慧工厂，缩短产品交期 20
3.3 环境管理体系完善，注重清洁生产和节能减排 21
4、 盈利预测与估值 22
4.1 关键假设及盈利预测 22
4.2 相对估值 22
4.3 绝对估值 23
4.4 估值结论 24
5、 风险分析 25

图目录

图 1：迎丰股份产品系列 6
图 2：2016~2023 年梭织及针织产品产销率变化情况 7
图 3：2016~2023 年公司前五大客户合计收入占比变化情况 7
图 4：迎丰股份股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日） 8
图 5：2016 年~2024Q3 公司收入及同比增速 9
图 6：2016 年~2024Q3 公司归母和扣非后净利润及同比增速 9
图 7：2016 年~2024Q3 公司毛利率及归母净利率走势 10
图 8：2016 年~2024Q3 公司各项费用率走势 10
图 9：2019~2023 年公司针织布成本构成分析 10
图 10：2019~2023 年公司梭织布成本构成分析 10
图 11：2017 年~2020H1 公司各项原材料采购占比 11
图 12：2017 年~2020H1 公司各项能源采购占比 11
图 13：2016~2024 年染料价格与公司毛利率走势 11
图 14：2016~2024 年助剂价格与公司毛利率走势 11
图 15：2016~2024 年中国液化天然气市场价与公司毛利率走势 11
图 16：2016~2024 年动力煤价格指数与公司毛利率走势 11
图 17：2016~2023 年公司员工人数及人均销售收入 12
图 18：2019~2023 年公司各类员工结构 12
图 19：2016~2023 年公司梭织及针织毛利率走势 12
图 20：2016 年~2024H1 公司梭织和针织收入占比及同比增速 12
图 21：2016~2023 年公司固定资产折旧情况 13
图 22：2016~2023 年公司毛利率走势 13
图 23：2016 年~2024 前三季度公司经营净现金流及同比增速 13
图 24：2016 年~2024 前三季度公司经营净现金流与归母净利润 13
图 25：印染行业产业链上中下游 14
图 26：印染方式分类及相关公司梳理 14
图 27：印染工艺流程 15
图 28：2008~2024 年中国规模以上印染企业印染布产量与下游服装社零数据零售额对比 16
图 29：中国主要印染城市企业数量及占比 17
图 30：2013~2024 年中国规模以上印染企业数量及同比增速 17
图 31：2013~2024 年中国规模以上印染企业亏损数量 17
图 32：2012~2024 年中国规模以上印染企业收入与利润增速 18
图 33：2012~2024 年中国规模以上印染企业销售利润率 18
图 34：2012~2023 年四家印染行业头部企业合计市占率变化 18
图 35：2019 年~2024 年前三季度四家印染公司收入对比（亿元） 18
图 36：迎丰股份工作车间 20
图 37：迎丰股份自动配料、拌料输送系统 21
图 38：迎丰股份生产经营数字化驾驶舱 21
图 39：迎丰股份污水处理设备 21

表目录

表 1：公司高管履历 8
表 2：2019~2023 年公司各类型人员数量 12
表 3：印染工序流程介绍 15
表 4：印染行业相关政策梳理 19
表 5：迎丰股份收入分业务预测 22
表 6：迎丰股份可比公司估值表 23
表 7：绝对估值核心假设表 23
表 8：现金流折现及估值表 24
表 9：敏感性分析表（元） 24
表 10：各类绝对估值法结果汇总表（元） 24
表 11：公司盈利预测与估值简表 25

1、 迎丰股份：国内领先的印染企业

迎丰股份专注针织和梭织面料印染，是 A 股唯一一家纯印染上市公司，公司创始人傅双利与马颖波从 1992 年自主创业以来一直专注于纺织印染行业。近年来公司业绩表现波动，盈利能力受产品结构、材料及能源价格、厂房折旧等多重因素影响，23 及 24 年业绩有所回暖。

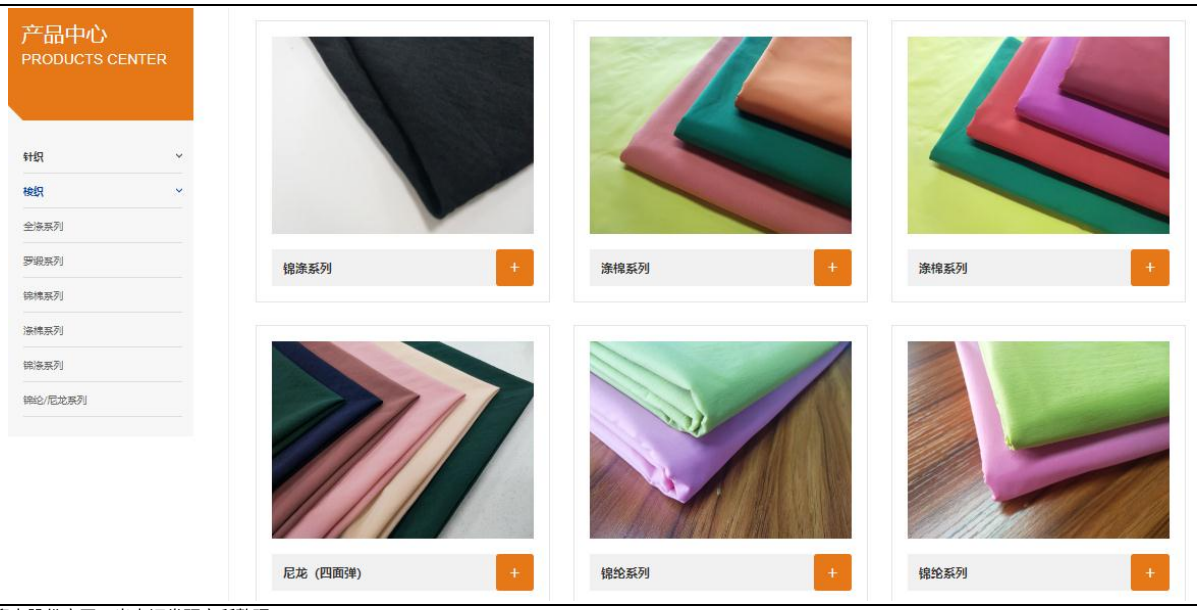
1.1 公司简介：专注针织和梭织面料印染

浙江迎丰科技股份有限公司（以下简称“迎丰股份”）是国内领先的纺织品印染加工企业，其成立于 2008 年，总部位于浙江省绍兴市，专业从事针织面料和梭织面料的印染、印花业务，产品涉及锦棉罗马布、人丝、天丝、经编锦纶等高档产品。公司致力于为客户提供专业化、一体化和个性化的印染综合服务，涵盖前处理、染色和后整理等工艺环节，产品广泛应用于休闲服装、运动服装以及商务正装等服装制品领域。公司于 2021 年 1 月 29 日在上交所主板挂牌上市。

公司始终以科技创新和绿色环保为宗旨，致力于建设节能环保型和智能制造型印染企业。迎丰印染品牌效应逐步彰显，已具有较高的市场知名度与品牌影响力，曾被评选为中国印染行业三十强企业，并获得国家高新技术企业和国家级绿色工厂等多项荣誉。公司的产品以定制化服务为主，主要客群集中在服装行业，包括快时尚品牌和其他大型服装制造商和零售商。

2024 年 10 月公司与和君咨询进行战略合作，和君咨询将从纺织印染行业的发展趋势与公司的长远发展需求出发，通过顶层战略设计、关键战役落地、战略节奏把控，全面助力迎丰股份实现突破。

图 1：迎丰股份产品系列



资料来源：迎丰股份官网，光大证券研究所整理

产能方面，2023 年公司拥有 4.2 亿米的梭织面料生产能力以及 9.1 万吨的针织面料生产能力。**公司旗下现有三个工厂，分别为：**

■**老迎丰工厂：**其于 2013 年投产；

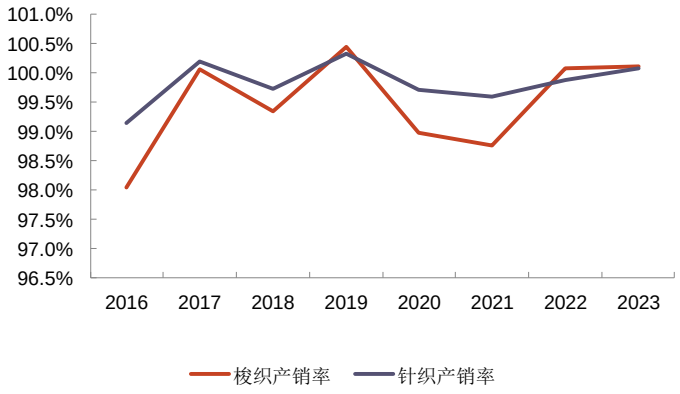
■**新迎丰工厂：**其于 2019 年建设、2021 年投产，即为公司上市募集资金投资的 1.31 亿米高档面料智能化绿色印染项目，该项目包含三部分，分别为年产 1.19

万吨针织面料印染项目，年产 3500 万米梭织面料轧染项目，年产 4000 万米梭织面料和 1.01 万吨针织面料印花项目。

■**三迎丰工厂：**其预计于 2025 年上半年正式投产，为年产 1.29 亿米高档印染面料绿色环保智能生产线。

公司产销率水平较高，近年来梭织和针织产品的产销率均在 98%以上；产能利用率目前在 85%左右，仍有提升空间。

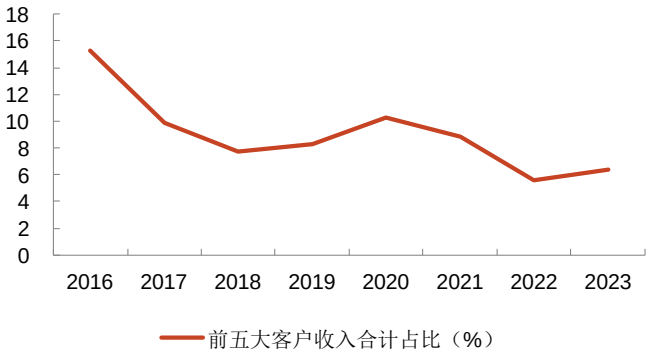
图 2：2016~2023 年梭织及针织产品产销率变化情况



资料来源：公司公告、公司招股说明书，光大证券研究所整理

客户结构方面，公司的直接下游客户主要为面料经销商，共计 2000 个左右，2023 年前五大客户收入占比为 6.4%。公司客户集中度较低，主要原因包括：下游纺织品面料贸易商众多；服装面料流行趋势变化快，下游客户需求需要及时调整，进而影响公司订单；行业竞争较为充分，印染企业较多等。另外，若穿透到终端需求来看，公司外需和内需订单占比分别约为 60%、40%，外需占比更高。

图 3：2016~2023 年公司前五大客户合计收入占比变化情况

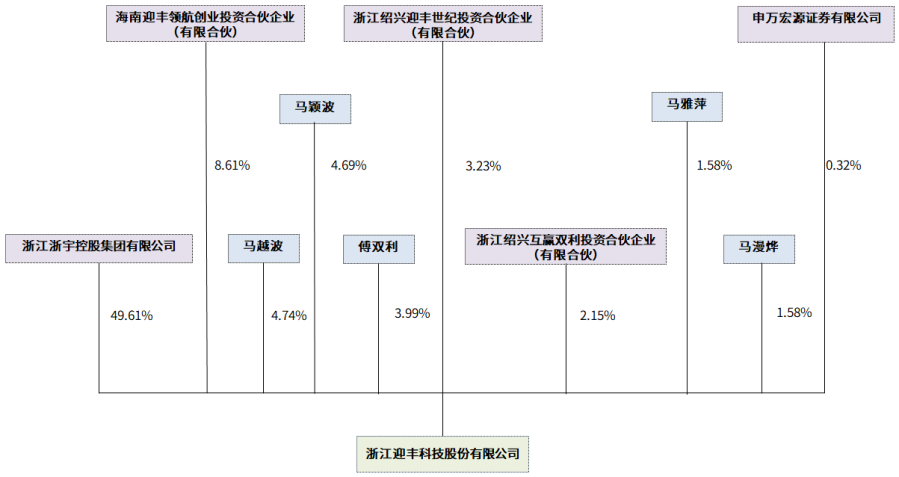


资料来源：公司公告、公司招股说明书，光大证券研究所整理

1.2 股权结构：实控人控股比例较高

公司的实际控制人为傅双利和马颖波，二者为夫妻关系。截至 2024 年 9 月 30 日，二者直接和间接持有公司 63.05%的股权，其中傅双利和马颖波直接持股比例分别为 3.99%、4.69%，同时其亦通过浙江浙宇、海南迎丰、浙江绍兴迎丰合计间接持有公司 54.4%的股权。

图 4：迎丰股份股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司创始人傅双利与马颖波从 1992 年自主创业以来一直专注于纺织印染行业，先后创办了纺织品贸易公司、纺织面料生产企业、纺织品印染加工企业。同时董事长傅双利担任浙江省印染行业协会副会长，并荣获过“中国纺织行业优秀企业家”、“科技新越商”、“柯桥区经济发展功臣”等称号。公司副总经理徐叶根、余永炳、周湘望、朱立钢分别负责技术开发、营销管理、经营管理、生产管理工作。

表 1：公司高管履历

姓名	职位	出生年份	专业背景及工作经验
傅双利	董事长、董事、总经理	1975	自 1992 年开始自主创业，一直专注于纺织印染行业，先后创办了纺织品贸易公司、纺织面料生产企业、纺织品印染加工企业；为浙江省印染行业协会副会长，并荣获“中国纺织行业优秀企业家”、“科技新越商”、“柯桥区经济发展功臣”、“柯桥区经济发展突出贡献奖”、“柯桥区劳动模范”、“2019 中国纺织行业年度创新人物”等称号。
马颖波	董事	1974	自参加工作以来，一直专注于纺织印染行业，与傅双利先生一起创办了多家纺织品公司。
徐叶根	董事、副总经理	1969	长期从事纺织印染企业的经营管理与技术开发工作，主持过多个重点印染新建项目和技改项目的设计规划与建设工作，参与了多个国家和省市级科技开发项目。曾任萧山东方印染有限公司副总经理、杭州绿莎化纤有限公司总经理、绍兴迎丰纺织有限公司副总经理等职。
余永炳	董事、副总经理	1966	自参加工作以来，一直专注于纺织印染行业，长期从事纺织印染企业的营销管理工作。曾任浙宇纺织副总经理。
周湘望	董事、副总经理	1979	长期从事纺织印染企业的经营管理工作；曾任浙江华东纺织印染有限公司技术员、浙江东方华强纺织印染有限公司生产负责人、绍兴迎丰纺织有限公司车间负责人。
朱立钢	副总经理	1981	长期从事纺织印染企业的生产管理工作；曾任杭州钱江印染化工有限公司化验员、绍兴县怡创产业化有限公司厂长、绍兴迎丰纺织有限公司车间负责人。
倪慧芳	董事会秘书	1990	曾任绍兴铭园纺织有限公司销售部总经理；2017 年 2 月至 2021 年 4 月担任浙江迎丰科技股份有限公司证券事务代表。
周永华	财务总监	1985	历任精工工业建筑系统有限公司会计主管、浙江迎丰科技股份有限公司会计主管、浙江精工钢结构集团有限公司财务总监助理。

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

1.3 业务回顾

随着 1.31 亿米高档面料智能化绿色印染项目投产，2021 年以来公司收入规模站上新台阶，突破 10 亿元。但近年来受疫情、能源及原材料价格、厂房折旧等因素影响，公司业绩表现有所波动，2023 及 2024 年有所回暖。

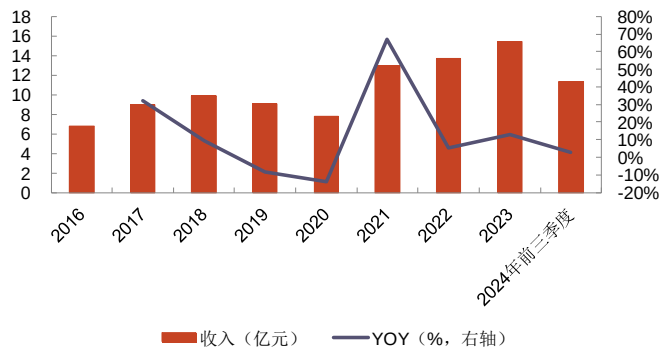
1.3.1 近年来业绩表现波动，23 及 24 年呈回暖趋势

2016~2023 年公司收入、归母净利润年复合增速为+12.4%、-16.5%。**公司于 2021 年上市，根据上市前后，我们将公司的发展阶段分为两个部分：**

上市前（2016~2020 年）：2017 和 2018 年公司收入分别同比+32.0%/+9.5%，2019 和 2020 年收入分别同比-8.4%/-13.7%，分别受国际贸易形势和疫情影响；利润端受原材料价格上涨、国际贸易摩擦、新冠疫情等因素的多重因素影响，2017~2020 年扣非后归母净利润呈逐年下降趋势，从 2017 年的 1.49 亿元降至 2020 年的 8019 万元。

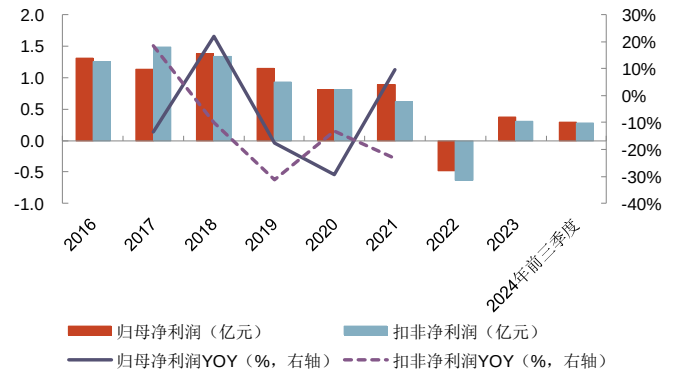
上市后（2021 年至今）：2021 年随着 1.31 亿米高档面料智能化绿色印染项目投产，公司收入规模大幅增长，全年收入为 12.6 亿元，同比增长 61.8%，归母净利润为 8324 万元，同比小幅增长 3.2%，利润端主要受能耗双控影响，蒸汽、天然气、电费等成本偏高，助剂等原材料也有所上涨；2022 年收入同比增长 5.3%，但受疫情等因素影响，公司产能无法充分有效发挥，同时能源价格上涨，生产成本大幅增加，归母净利润亏损 4751 万元；2023 年公司收入同比增长 12.9%至 15.5 亿元，达到 2016 年以来的峰值，归母净利润为 3719 万元，同比扭亏为盈；2024 年前三季度公司实现收入 11.4 亿元，同比增长 2.8%，归母净利润 2862 万元，同比增长 11.0%，扣非后归母净利润为 2723 万元，同比大幅增长 215.7%（主要系收入增长及能耗成本下降贡献）。

图 5：2016 年~2024Q3 公司收入及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：2016 年~2024Q3 公司归母和扣非后净利润及同比增速



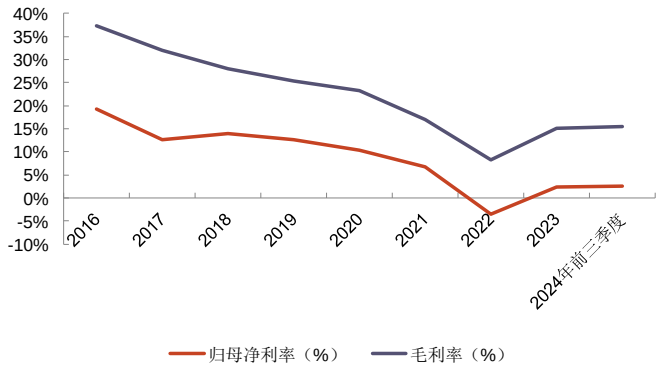
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.3.2 盈利能力受多重扰动，产品、材料及能源、折旧等均有影响

2016~2022 年公司毛利率和归母净利率呈下降趋势，2023 年以来有所回升。在费用率相对平稳背景下，公司 2016~2022 年归母净利率下降主要系毛利率下降所致，而毛利率主要受原材料及能源价格、市场竞争激烈、产品结构变化、厂房折旧等因素影响。

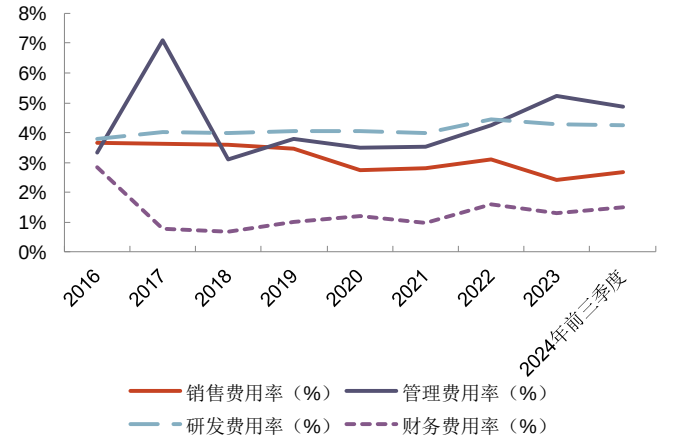
具体来看，2022 年公司毛利率下降至 8.3%，前期 2016 年高点为 37.3%。2023 年及 2024 年前三季度公司毛利率分别回升至 15.1%、15.4%，主要系产能释放，能源价格下降、生产成本降低，以及公司积极推进产品研发、工艺改进、引进产品附加值高的优质客户，并加强内部管理贡献。归母净利率 2016 年为 19.2%，后逐步下降，2022 年转负，2023 年及 2024 年前三季度分别为 2.4%、2.5%。

图 7：2016 年~2024Q3 公司毛利率及归母净利率走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：2016 年~2024Q3 公司各项费用率走势

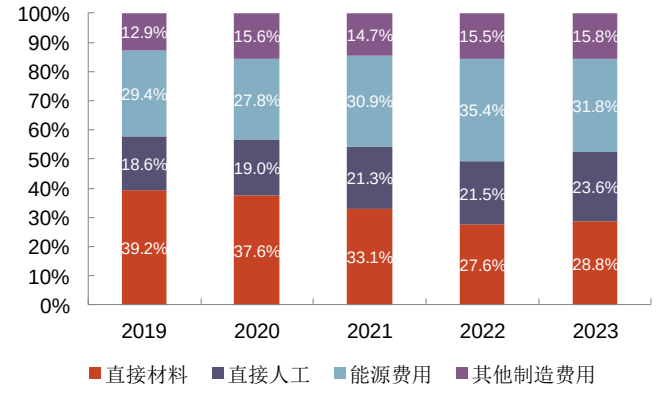


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

毛利率影响因素拆解之业务成本：原材料及能源价格波动影响毛利率

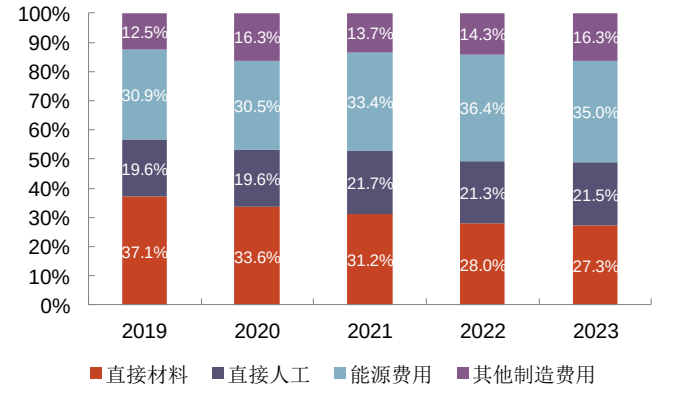
公司主营业务成本构成中原材料、人工、能源占比相对均衡，2019 年以来原材料占比有所下降，其他成本占比有所提升。2023 年针织布产品中直接材料/直接人工/能源费用/其他制造费用成本占比分别为 28.8%/23.6%/31.8%/15.8%，与 2019 年相比分别-10.4/+5.1/+2.4/+2.9PCT，梭织布产品中成本占比依次为 27.3%/21.5%/35.0%/16.3%，与 2019 年相比分别-9.8/+1.9/+4.1/+3.8PCT。

图 9：2019~2023 年公司针织布成本构成分析



资料来源：公司公告、公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 10：2019~2023 年公司梭织布成本构成分析

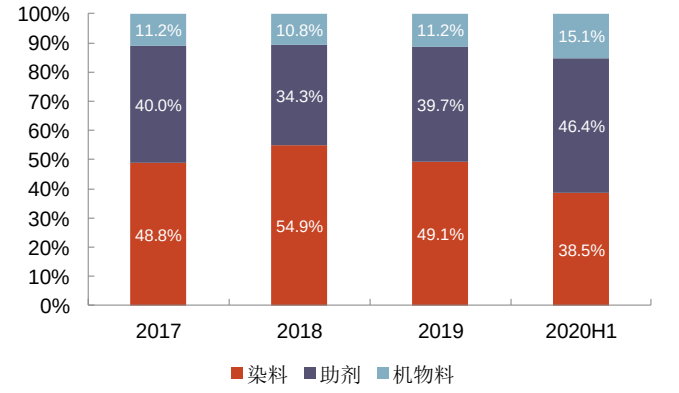


资料来源：公司公告、公司招股说明书，光大证券研究所整理

■ 原材料及能源成本分析

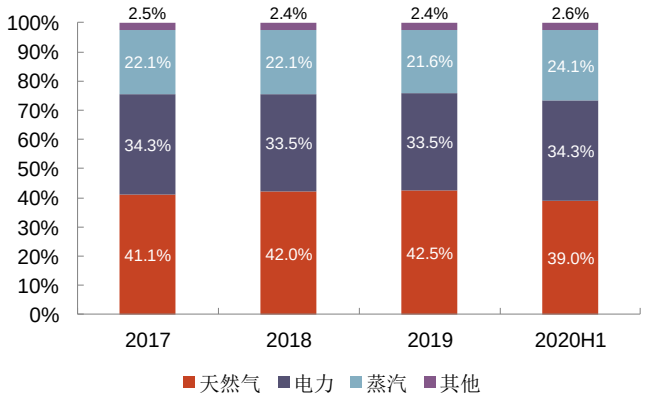
公司染整服务所需的原材料包括染料、助剂、机物料，其中以染料和助剂为主。根据公司招股说明书，2020H1 在原材料采购中的占比分别为 38.5%/46.4%；所使用的能源主要包括天然气/电力/蒸汽等，2020H1 在能源采购中的占比为 39.0%/34.3%/24.1%。

图 11：2017 年~2020H1 公司各项原材料采购占比



资料来源：迎丰股份招股说明书，光大证券研究所整理

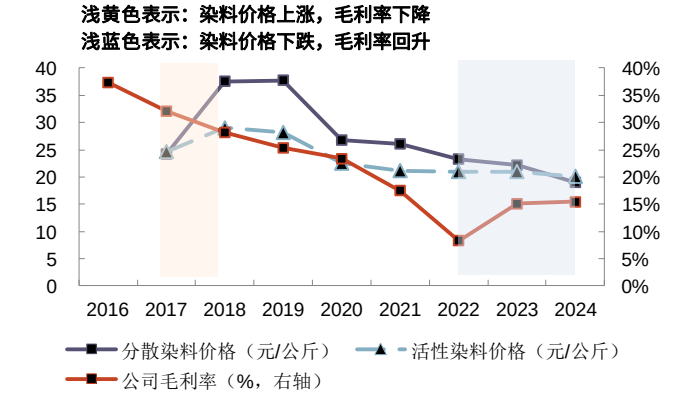
图 12：2017 年~2020H1 公司各项能源采购占比



资料来源：迎丰股份招股说明书，光大证券研究所整理

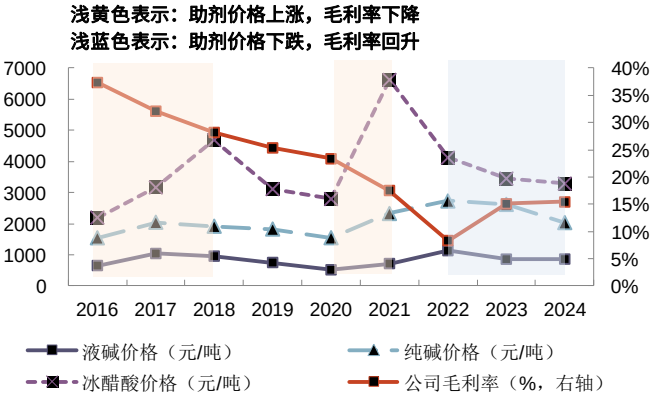
原材料及能源价格波动会对毛利率产生影响。下图中将染料、助剂、天然气以及动力煤的价格与公司毛利率进行对比，可以看出其价格波动对毛利率的影响。例如，2017 年助剂/天然气/动力煤价格均有不同程度上升，当年毛利率下降 5.2PCT；2023 年染料/助剂/天然气/动力煤价格均有所回落，相应的毛利率呈提升趋势，同比提升 6.8PCT。

图 13：2016~2024 年染料价格与公司毛利率走势



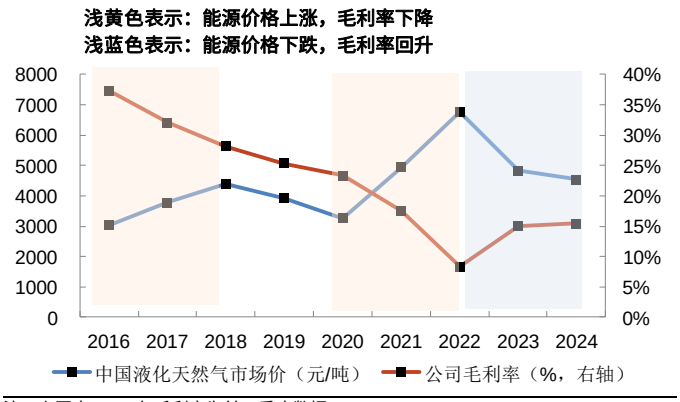
注：上图中 2024 年毛利率为前三季度数据
资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

图 14：2016~2024 年助剂价格与公司毛利率走势



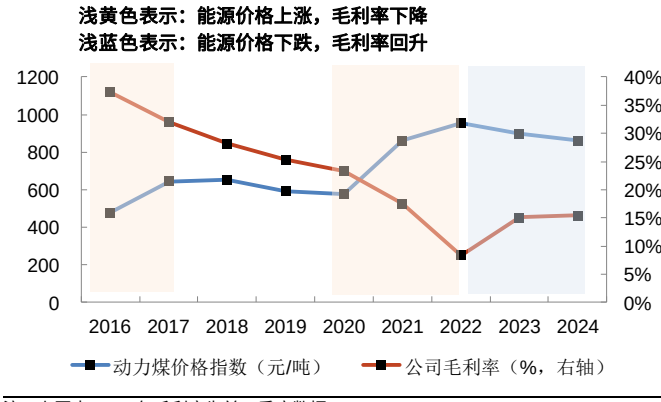
注：上图中 2024 年毛利率为前三季度数据
资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

图 15：2016~2024 年中国液化天然气市场价与公司毛利率走势



注：上图中 2024 年毛利率为前三季度数据
资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

图 16：2016~2024 年动力煤价格指数与公司毛利率走势

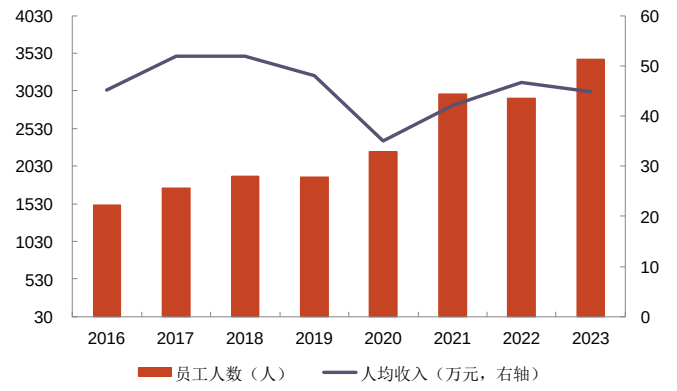


注：上图中 2024 年毛利率为前三季度数据
资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

■ 人工成本分析

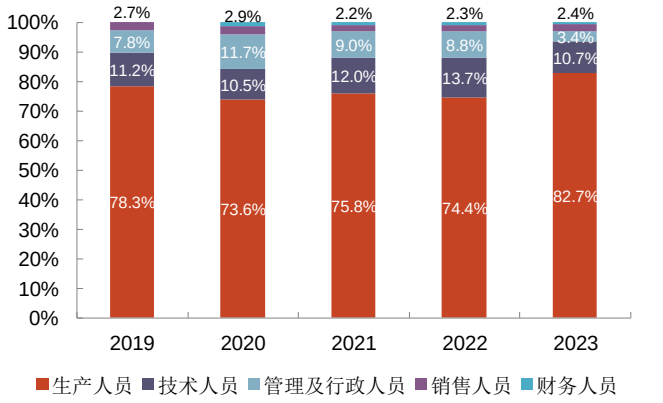
公司员工结构中以生产人员为主，其次为技术人员。2023 年生产/技术/管理及行政/销售/财务人员占员工总数的比重为 82.7%/10.7%/3.4%/2.4%/0.8%。近年来公司员工人数整体呈提升趋势，2023 年总员工人数为 3454 人，较 2019 年增加 1573 人，其中主要为生产人员数量增加，共增加 1383 人。人均销售收入方面，2017~2020 年呈下降趋势，2021 年以来有所回升，2023 年人均销售收入达 45 万元。

图 17：2016~2023 年公司员工人数及人均销售收入



资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

图 18：2019~2023 年公司各类员工结构



资料来源：公司公告、Wind，光大证券研究所整理

表 2：2019~2023 年公司各类型人员数量

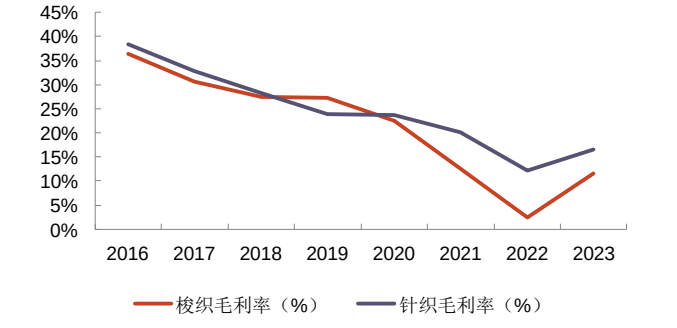
年份	生产人员	技术人员	管理及行政人员	销售人员	财务人员	总人数
2019	1473	211	146	51	—	1881
2020	1641	233	260	64	31	2229
2021	2268	359	269	65	31	2992
2022	2180	401	257	66	27	2931
2023	2856	370	118	84	26	3454

资料来源：迎丰股份招股说明书、公司公告，光大证券研究所整理

毛利率影响因素拆解之产品结构：毛利率较低的梭织品类占比提升

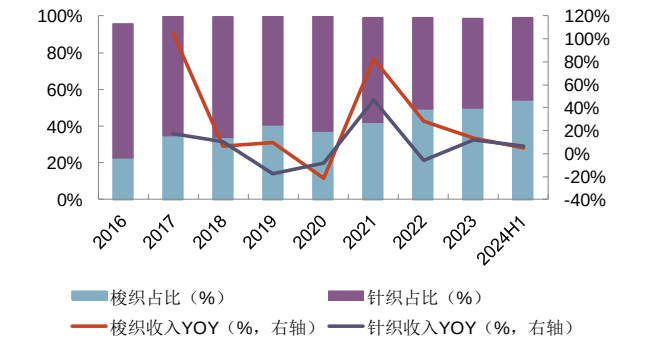
毛利率变化从产品结构拆解来看，一方面，2016~2022 年公司针织及梭织产品毛利率呈波动中下降趋势，2016 年分别为 38.3%/36.4%，2022 年分别下降至 12.1%/2.5%。**另一方面，**近年来毛利率较低的梭织产品收入增速快于针织，占比呈提升趋势。2016~2023 年针织和梭织产品收入年复合增速分别为 6.1%/25.9%，梭织产品增速较快，2023 年二者收入占总收入的比重分别为 48.8%/50.0%，梭织产品收入占比较 2016 年提升 27.4PCT。

图 19：2016~2023 年公司梭织及针织毛利率走势



资料来源：公司公告、公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 20：2016 年~2024H1 公司梭织和针织收入占比及同比增速

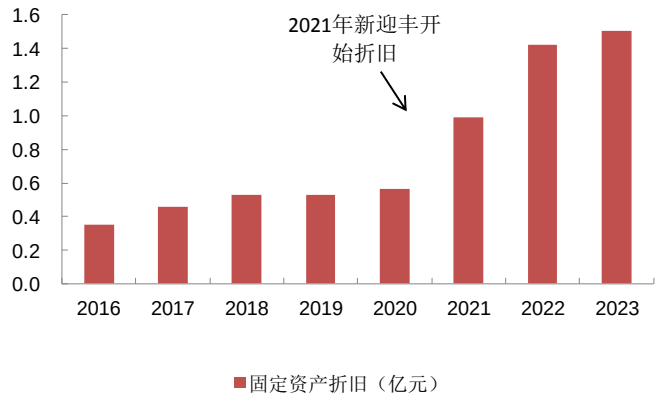


资料来源：公司公告、公司招股说明书，光大证券研究所整理

毛利率影响因素拆解之厂房折旧：新迎丰工厂折旧致毛利率下降

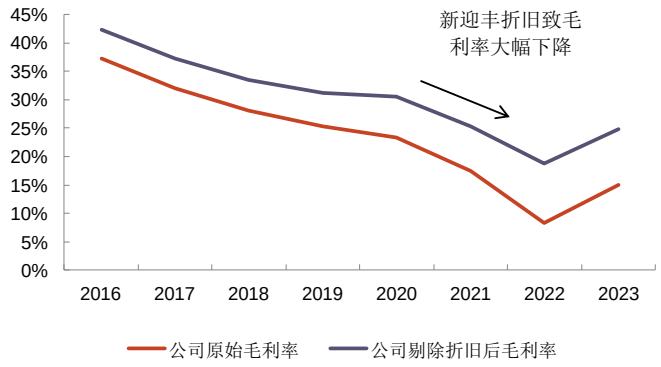
公司新迎丰工厂于 2021 年开始计提折旧，其折旧计入生产成本，从而影响毛利率。公司固定资产折旧由 2020 年的 0.6 亿元增加至 2021 年的 1.0 亿元，毛利率由 2020 年的 23.3%下降至 2021 年的 17.5%，2022 年折旧增加至 1.4 亿元，毛利率进一步下降至 8.3%。若将固定资产折旧进行还原，剔除折旧后公司的毛利率 2021/2022/2023 年分别为 25.3%/18.7%/24.8%。

图 21：2016~2023 年公司固定资产折旧情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 22：2016~2023 年公司毛利率走势

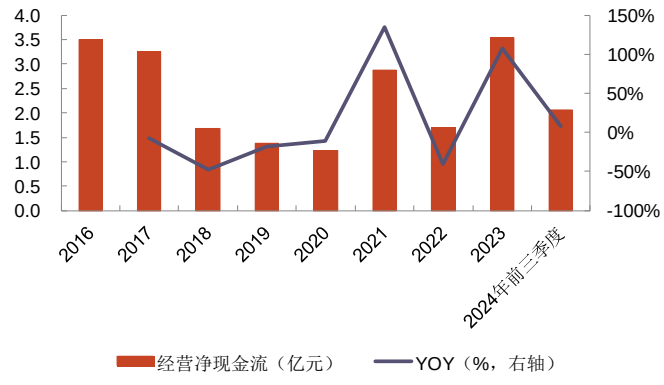


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.3.3 经营净现金流高于净利润，经营质量较好

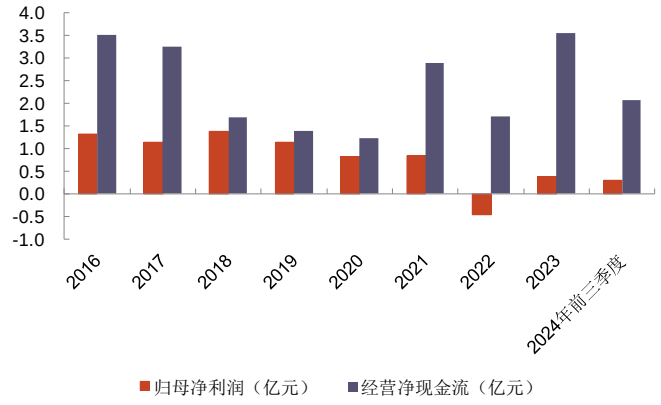
2016 年以来公司经营净现金流均高于归母净利润，经营质量较好。其中 2018~2022 年公司经营净现金流在 1~2 亿元左右波动，2023 年达到 2018 年以来的峰值水平，经营净现金流为 3.5 亿元，2024 年前三季度公司实现经营净现金流 2.1 亿元，同比增长 7.6%。**公司经营净现金流高出净利润的差额部分，主要为固定资产折旧、无形资产摊销等科目。**

图 23：2016 年~2024 前三季度公司经营净现金流及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 24：2016 年~2024 前三季度公司经营净现金流与归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

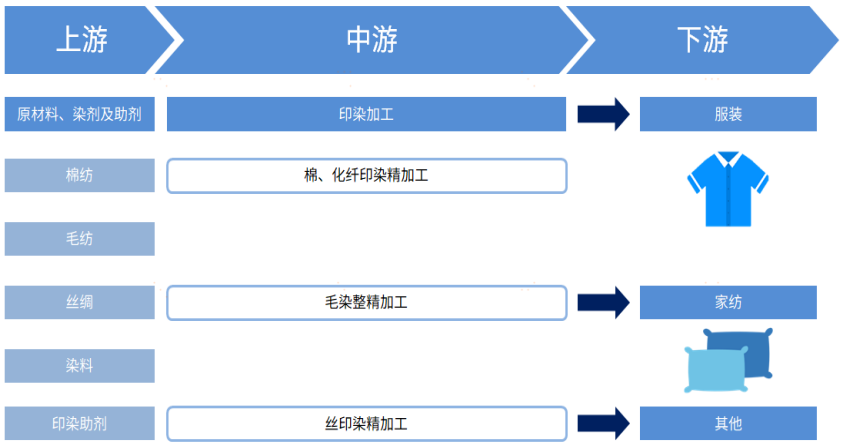
2、 行业竞争格局分散，加快落后产能淘汰

印染行业为纺织服装生产的中间环节，具有高污染、高耗能特点。受供给侧改革、需求波动等因素影响，2008 年以来印染布产量有所波动。国内印染行业市场化竞争较为充分，行业集中度较低，市场竞争格局呈现两极化发展，印染行业正在向节能减排、绿色环保方向转型。

2.1 印染为产业链中间环节，印染布产量呈波动态势

印染又称“染整”，是用染料按一定方法，使纺织品获得颜色和某种功能的加工处理过程，包括前期处理、染色、印花和后期整理等过程。印染作为纺织工业产业链的中间环节，衔接着上游的纺织纤维和下游的纺织品、服装产业，起着赋予纺织面料功能、提升纺织品档次、提升纺织品附加值的重要作用。

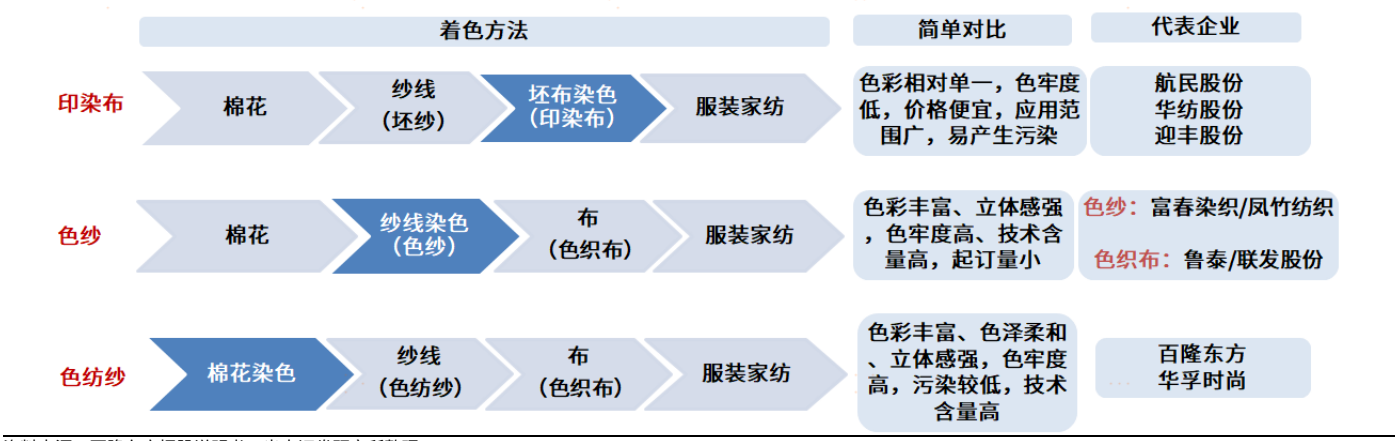
图 25：印染行业产业链上中下游



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

目前行业内以织物染色、纱线染色、纤维染色三种印染方式最为常用。其中织物染色的产品又称为印染布，其色彩相对单一，性价比较高，应用范围最广，但易产生污染，代表企业包括航民股份/华纺股份/迎丰股份；**纱线染色和纤维染色的产品分别称为色纱和色纺纱**，二者色彩丰富，色牢度较高，技术含量高，色纺纱污染相对更低，代表企业方面，色纱企业包括富春染织、凤竹纺织，色纺纱企业包括百隆东方、华孚时尚；**另外，用色纱和色纺纱织成的面料又称为色织布**，代表企业包括鲁泰、联发股份等。

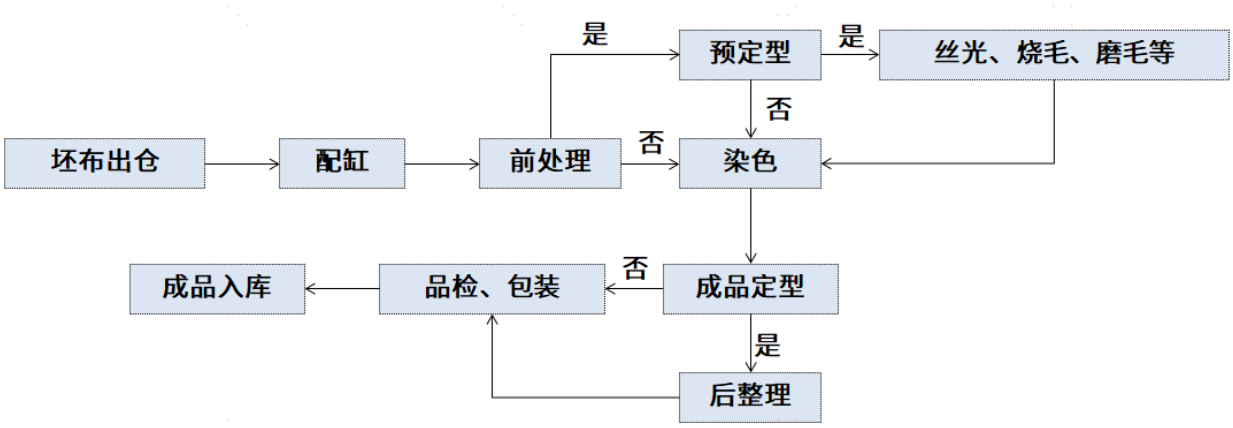
图 26：印染方式分类及相关公司梳理



资料来源：百隆东方招股说明书，光大证券研究所整理

印染工艺流程包括坯布出仓、配缸、前处理、预定型、丝光烧毛磨毛、染色、成品定型、后整理等一系列环节。其中坯布是印染加工的载体，主要由棉、毛、丝、麻、化纤等织造而成，染料和助剂是主要原材料，同时印染过程中需要消耗大量的天然气、电、蒸汽、水等资源。

图 27：印染工艺流程



资料来源：迎丰股份招股说明书，光大证券研究所整理

表 3：印染工序流程介绍

工序名称	工序介绍
坯布出仓	将坯布从仓库配送至各生产车间
配缸	根据生产配方和工艺要求生成代码后，通过翻布机将坯布展开，检查坯布是否符合质量要求；缝头、吊线系将坯布两段进行缝合，确保在后续工序中坯布的连续性和整体性
前处理	通过化学和物理机械作用，除去纤维上所含有的天然杂质以及在纺织加工过程中施加的浆料和沾上的油污等，使纤维充分发挥其优良的品质，可选取的辅助工艺包括蒸汽平整、冷堆、预缩减量等
预定型	预防面料引起的皱痕，让纤维形态得到固定，降低缩水率
丝光、烧毛、磨毛等	丝光即为增加着色，保证上染率；烧毛即改善面料起毛和起球现象；磨毛系改善面料手感和风格
染色	将染料从染液中染到纤维上，形成均匀、坚牢、鲜艳的色泽
成品定型	在面料定型时加入特定助剂，通过高温使面料的形态成型，达到特定的手感和防水、防油污、阻燃、抗静电等功能
后整理	通过物理、化学的方法改善面料手感、外观和舒适性，提高面料品质并赋予面料新的形态

资料来源：迎丰股份招股说明书，光大证券研究所整理

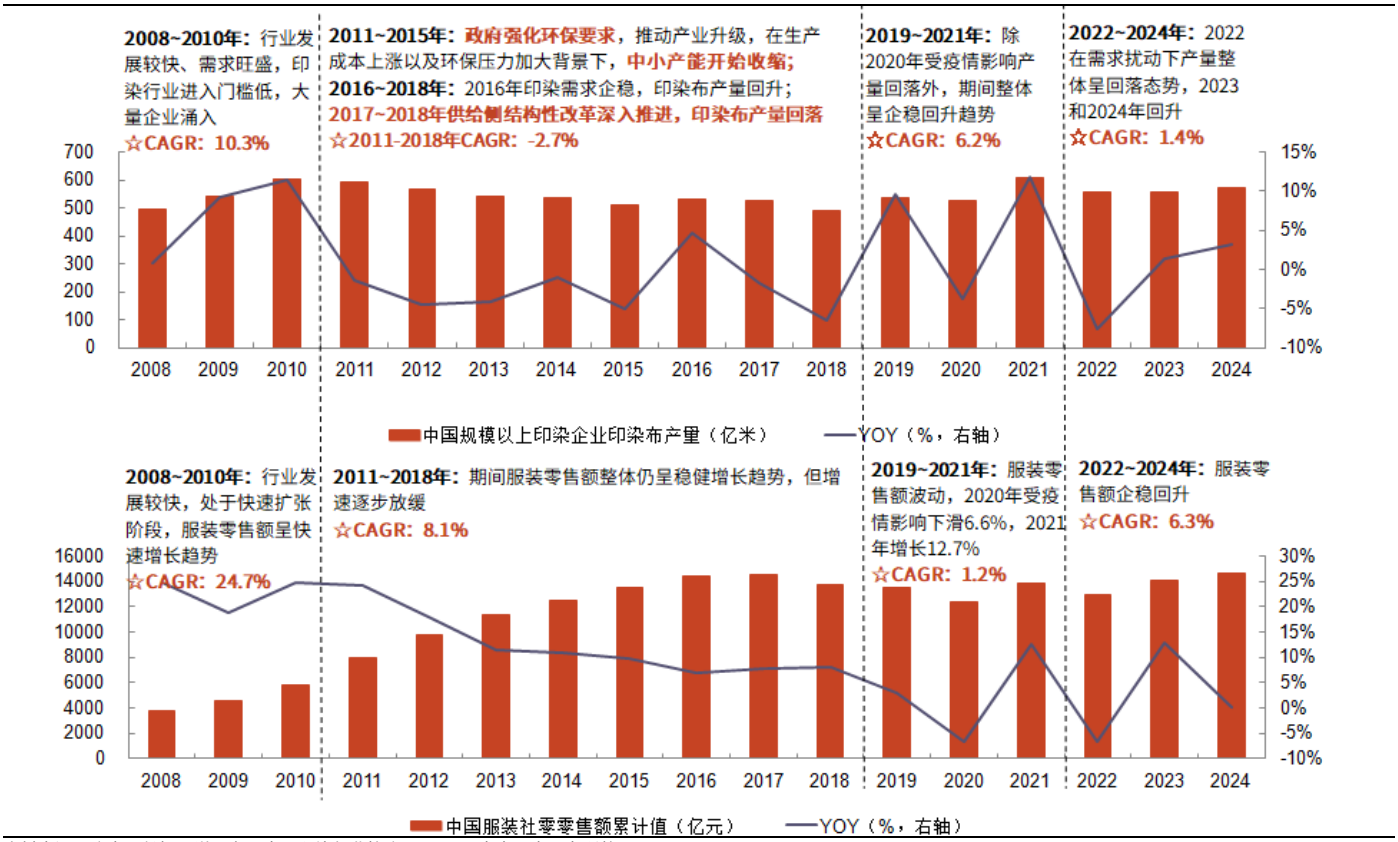
回顾 2008 年以来中国规模以上印染企业印染布产量变化趋势：

- **2008~2010 年：**纺织服装行业发展较快、需求旺盛，印染行业进入门槛低，大量企业涌入。2008~2010 年印染布产量年复合增速为 10.3%，2010 年达到阶段性峰值 601.7 亿米。在此期间，下游服装零售额增速亦较快，2008~2010 年复合增速为 24.7%。
- **2011~2018 年：**2011~2015 年期间，政府强化环保要求，推动产业升级，在生产成本上涨以及环保压力加大背景下，中小产能开始收缩，2015 年产量为 509.5 亿米，较前期 2010 年高点下降 15.3%。2016 年印染需求企稳，印染布产量回升，同比增长 4.7%。2017~2018 年随着供给侧结构性改革深入推进，印染布产量回落，2018 年产量为 490.7 亿米。总体来看，在落后产能淘汰背景下，2011~2018 年印染布产量年复合增速为-2.7%，而在此期间，下游服装零售额仍保持稳健增长趋势，年复合增速为 8.1%。
- **2019~2021 年：**除 2020 年受疫情影响产量回落外，期间整体产量呈企稳回升趋势，2019~2021 年印染布产量年复合增速为 6.2%，2021 年产量为 605.8 亿米、亦超过此前 2010 年的产量峰值。在此期间，下游服装零售额相对平稳，2019~2021 年年复合增速为 1.2%。

■**2022~2024 年：**2022 在需求扰动下印染布产量整体呈回落态势，同比下滑 7.5%，2023 和 2024 年有所回升，分别同比+1.3%/+3.3%，2024 年印染布产量为 572.0 亿米，2022~2024 年印染布产量年复合增速为 1.4%。在此期间，服装零售额年复合增速为 6.3%。

综上来看，行业印染布产量受供给侧改革、环保政策、需求波动等多重因素的影响，此外当下中美之间关系仍存不确定性，若贸易摩擦升级，以外需为主导的印染企业订单可能存在一定扰动。

图 28：2008~2024 年中国规模以上印染企业印染布产量与下游服装社零数据零售额对比



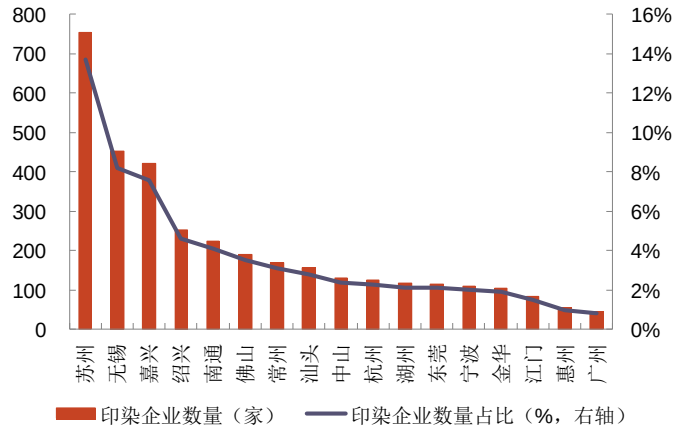
资料来源：迎丰股份招股说明书、中国印染行业协会、Wind，光大证券研究所整理

2.2 行业集中度低，竞争格局呈两极分化

国内印染行业市场化竞争较为充分，行业集中度较低，市场竞争格局呈现两极化发展。数量众多的中小企业在低端产品领域竞争激烈，这部分企业往往研发创新、环保投入不足，高附加值产品比重不高，而少数具有规模、资金和经营优势的企业参与中高端竞争，这部分企业在研发创新、技术改造、环保投资、装备升级等方面加大投入，引进智能化生产设备，逐步淘汰落后设备和生产工艺。

中国纺织建设规划院数据统计，截至 2022 年末，中国印染企业保守数量 5505 家，主要分布在太湖周边和大湾区地区。以苏州、无锡、嘉兴、南通、绍兴、常州等 10 市为代表的太湖流域，印染企业数量 2735 家，全国占比 49.7%；其次为以佛山、汕头、中山、东莞等 7 市为代表的大湾区地区，印染企业数量 779 家，全国占比 14.2%。上述两地区印染企业合计数量 3514 家，全国占比 63.9%。

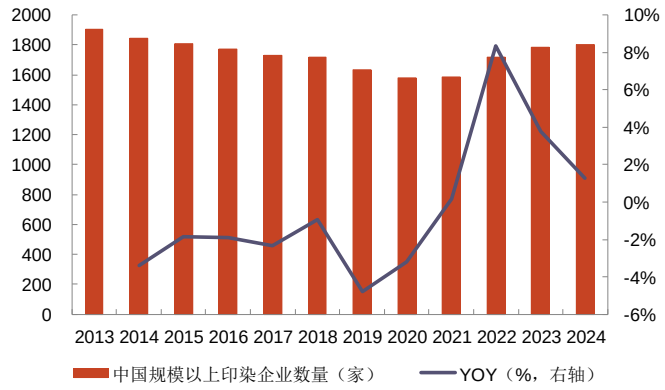
图 29：中国主要印染城市企业数量及占比



注：数据统计时间为 2022 年末
资料来源：中国纺织建设规划院，光大证券研究所整理

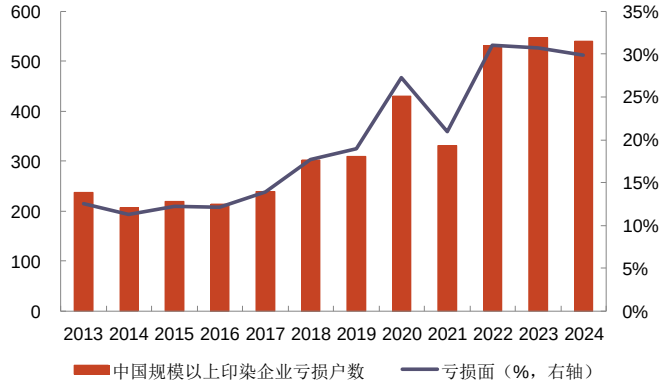
根据中国印染行业协会数据统计，2013 年中国规模以上印染企业数量共计 1906 家，2013~2020 年呈下降趋势，2020 年为 1581 家；2021 年以来企业数量有所增加，2024 年达 1804 家。期间企业亏损面呈提升趋势（亏损面为规模以上印染企业亏损数量/总数量），2013 年亏损面为 12.5%，2024 年为 29.9%。

图 30：2013~2024 年中国规模以上印染企业数量及同比增速



资料来源：中国印染行业协会，光大证券研究所整理

图 31：2013~2024 年中国规模以上印染企业亏损数量



注：亏损面为中国规模以上印染企业亏损数量/中国规模以上印染企业总数量
资料来源：中国印染行业协会，光大证券研究所整理

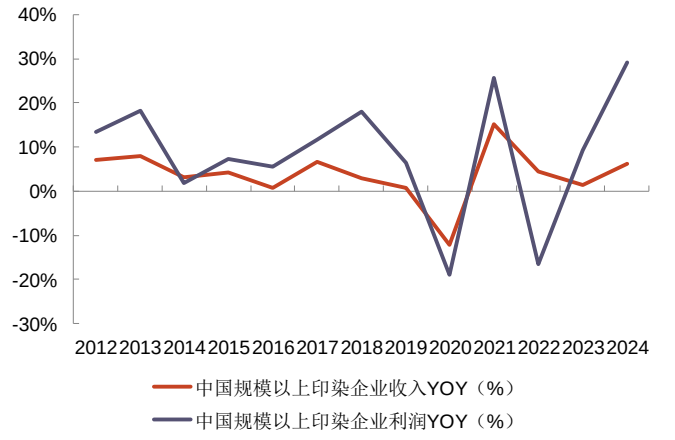
回顾 2012 年以来中国规模以上印染企业收入及利润的变化趋势：

■**2012~2019 年：**规模以上印染企业收入增速在 0~5%左右波动、增速逐渐趋缓，利润增速快于收入，相应的企业整体利润率呈提升趋势。2019 年印染企业利润率为 5.6%，较 2012 年的 4.6%提升 1.0PCT。再结合前文数据，2012~2019 年规模以上印染企业数量呈收缩趋势，但整体收入规模仍有所增长，说明在落后产能淘汰的过程中，头部企业收入实现较快增长，份额巩固提升（四家印染行业头部企业航民/华纺/富春/迎丰 19 年合计市占率较 12 年提升 2PCT 至 3.2%）；同时该期间企业亏损面虽有提升，但整体利润率仍然在上升，说明头部企业经营质量亦在改善。

■**2020 年以来：**受疫情、需求变化等因素影响，规模以上印染企业收入及利润表现波动。其中，2020 年受疫情影响，企业收入和利润分别-12.2%/-19.0%；2021 年企业运行效益有所改善，收入和利润分别同比+15.1%/+25.6%；2022 年需求疲弱下收入同比增长 4.4%，利润端受全球大宗商品价格持续高位波动影响，同比下滑 16.5%；2023 年经营效益逐步改善，收入和利润分别同比

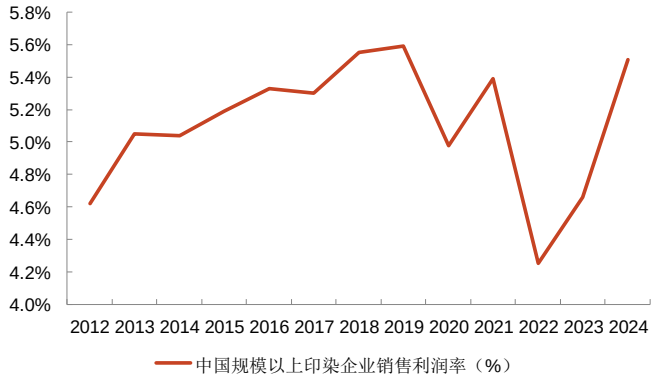
+1.4%/+9.3%；2024 年行业收入同比增长 6.3%，利润在低基数下同比增长 29.0%。期间规模以上企业销售利润率 2020~2022 年呈波动中下降趋势，2022 年下降至 4.3%，2023 年和 2024 年分别回升至 4.7%/5.5%。

图 32：2012~2024 年中国规模以上印染企业收入与利润增速



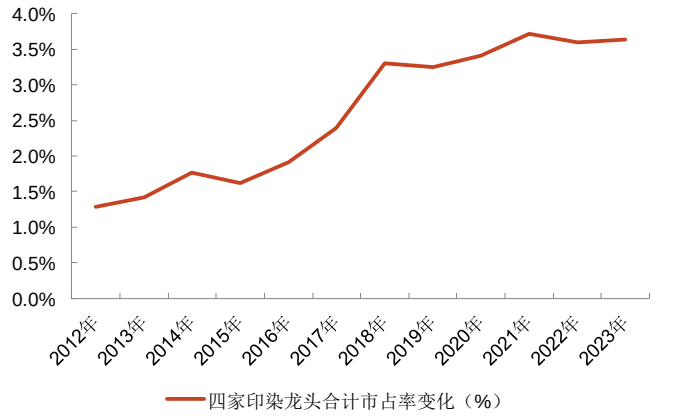
资料来源：中国印染行业协会，光大证券研究所整理

图 33：2012~2024 年中国规模以上印染企业销售利润率



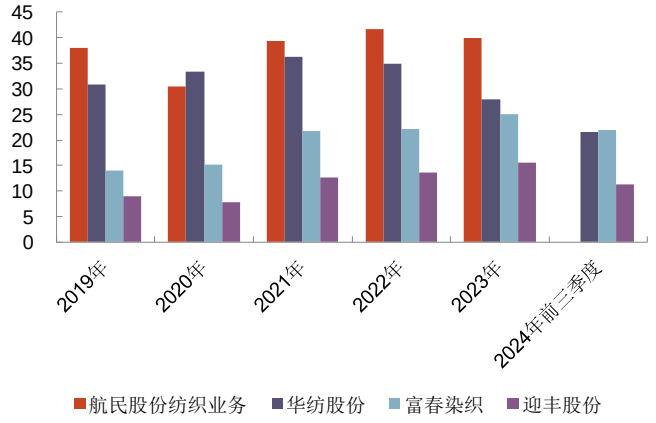
资料来源：中国印染行业协会，光大证券研究所整理

图 34：2012~2023 年四家印染行业头部企业合计市占率变化



注：市占率计算方式为四家印染上市公司各自的收入/规模以上印染企业总收入
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 35：2019 年~2024 年前三季度四家印染公司收入对比（亿元）



资料来源：中国印染行业协会，光大证券研究所整理

2.3 行业转型升级进行中，节能减排提高能效

印染行业正在向节能减排、绿色环保方向转型。传统印染行业具有高污染、高耗能的特点。由于印染及加工过程产生的废水含有纤维原料，染料、浆料、助剂等含有卤化物、重金属等污染物，行业存在水污染和固体废弃物污染问题。

近年来相关政策接连出台，推动行业向智能、环保、清洁、绿色的方向转型。例如，2021 年工信部出台《“十四五”工业绿色发展规划》，提出要加大废水循环利用，推动纺织印染废水深度处理和回用，建设一批废水循环利用示范企业和园区；2024 年工信部出台《印染行业绿色低碳发展技术指南（2024 版）》，旨在进一步加快印染行业结构调整和转型升级，为印染行业的绿色低碳发展提供技术指导。

表 4：印染行业相关政策梳理

政策名称	颁布机构	时间	具体内容
《水污染防治行动计划》（水十条）	国务院	2015 年	2016 年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的印染等严重污染水环境的生产项目；制定印染等行业专项治理方案，实施清洁化改造；印染行业实施低排水染整工艺改造；鼓励钢铁、纺织印染、造纸、石油石化、化工、制革等高耗水企业废水深度处理回用。
《印染行业“十三五”发展指导意见》	中国印染行业协会	2016 年	根据印染行业结构调整、产业升级的总体要求，以市场需求为导向，以技术进步、管理创新、节能减排为手段，提升行业整体水平和国际竞争力。以质量效益增长、可持续发展为目的，坚持创新驱动、质量为先、绿色发展、结构优化，通过生产管理模式转变、装备技术提升和产品结构调整，加快实现印染行业转型升级。
《纺织工业发展规划》（2016-2020 年）	工信部	2016 年	提升产业创新能力;推进纺织智能制造;加快绿色发展进程,进一步完善纺织清洁生产评价体系，推动印染、化纤等重点行业清洁生产审核;加快企业技术改造,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，提升纺织行业清洁生产和绿色制造水平。
《印染行业规范条件（2017 年版）》	工信部	2017 年	明确印染行业的规范（企业布局、工艺装备、质量管理等）；应建立化学品绿色供应链管控体系；鼓励企业建立纺织服装企业社会责任管理体系。
《纺织印染建设项目重大变动清单》（试行）	环境保护部	2018 年	项目规模扩大、建设地点重新选址、生产工艺变化导致新增污染物或污染物排放量增加、环保措施变动导致不利环境影响加重等情况属于建设项目重大变动。
《“十四五”节水型社会建设规划》	国家发改委	2021 年	工业节水方面推动落实行业“以水定产“的重要要求,实施工业废水资源化利用工程，重点围绕印染、火电、钢铁等行业，创建一批工业废水资源化利用示范企业。到 2025 年，遴选印染、火电、钢铁等行业水效领跑者 50 家。
《“十四五”工业绿色发展规划》	工信部	2021 年	加大废水循环利用，推动纺织印染废水深度处理和回用，建设一批废水循环利用示范企业和园区；开展节水评价，在纺织印染等高耗水行业，遴选 50 家水效“领跑者”企业，创建节水标杆。
《纺织行业“十四五”绿色发展指导意见》	中国纺织工业联合会	2021 年	主要目标有：水资源消耗量持续下降，单位工业增加值水耗较 2020 年降低 10%，印染行业水重复利用率提高到 45%以上。先进适用清洁生产技术基本普及，主要污染物排放总量持续减少，排放强度大幅下降，废气得到有效治理。
《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》	国务院	2022 年	提出优化石化化工、钢铁等重要基础性产业规划布局，严格控制建设高耗能、高排放项目，这对印染行业的产业布局和项目建设有指导作用，推动印染行业向绿色低碳方向发展。
《“十四五”生态环境领域科技创新专项规划》	环境保护部	2022 年	明确了生态环境监测与预警、生态保护修复与生态安全、多介质环境污染综合防治、固废减量与资源化利用、新污染物治理与国际履约、应对气候变化 6 个方面的具体目标。
《纺织工业提质升级实施方案（2023—2025 年）》	工信部等四部门	2023 年	到 2025 年，现代化纺织产业体系建设取得实质进展，规模以上纺织企业研发经费投入强度达到 1.3%，70%的规模以上纺织企业基本实现数字化网络化。产业结构更加优化，高性能纤维、高端防止装备、战略性产业用纺织品自给率基本满足。
《工业和信息化部等八部门关于加快传统制造业转型升级的指导意见》	工信部等八部门	2023 年	提出积极推广资源循环生产模式，大力发展废旧纺织品回收处理综合利用产业，推进再生资源高值化循环利用。到 2027 年，传统制造业高端化、智能化、绿色化、融合化发展水平明显提升，有效支撑制造业比重保持基本稳定，在全球产业分工中的地位和竞争力进一步巩固增强。
《印染行业规范条件（2023 版）》	工信部	2023 年	加强产品开发和质量管控，建立能进行纺织品基础物理、化学指标检测的实验室，产品合格率达 98%以上。
《印染行业绿色低碳发展技术指南（2024 版）》	工信部	2024 年	旨在进一步加快印染行业结构调整和转型升级，为印染行业的绿色低碳发展提供技术指导。
《绿色工厂梯度培育及管理暂行办法》	工信部	2024 年	将绿色低碳发展理念贯穿于企业产品设计、原材料采购、生产、运输、储存、销售、使用和报废处理等全过程，实现供应链全链条绿色化水平协同提升的主导企业，是带动供应链上下游工厂实施绿色制造的关键。

资料来源：各政府机构，光大证券研究所整理

3、 公司的竞争优势

公司一直注重染整技术进步和工艺创新，通过引入国际先进的印染设备，不断加大自主技术研发和工艺改进力度，形成较强的工艺技术优势。同时公司着重打造印染“智慧工厂”，缩短了产品交付期，增强对客户的服务能力。公司环境管理体系亦完善，注重清洁生产和节能减排。

3.1 工艺技术优势较强，持续进行自主创新

公司一直注重染整技术进步和工艺创新，通过引入国际先进的印染设备，不断加大自主技术研发和工艺改进力度，形成较强的工艺技术优势。公司已经建立了丰富完整的印染产品生产线，配备了行业先进的染整设备，形成了门类齐全、品种丰富的纺织品染整工艺，可为客户提供一体化染整综合服务，在纺织品面料的色泽、匀染性、色牢度、缩水率等方面均达到较高水平，能够有效满足客户对纺织品面料防水、防油、防污、阻燃、抗静电等特定功能以及多功能复合需求。

另外，根据客户受托加工坯布的品种和特点，公司严格筛选控制染料、助剂品质，合理确定工艺技术流程，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，在新型纺织面料、多组分纤维面料和功能性面料的印染方面，积累了丰富的染整工艺技术。

图 36：迎丰股份工作车间

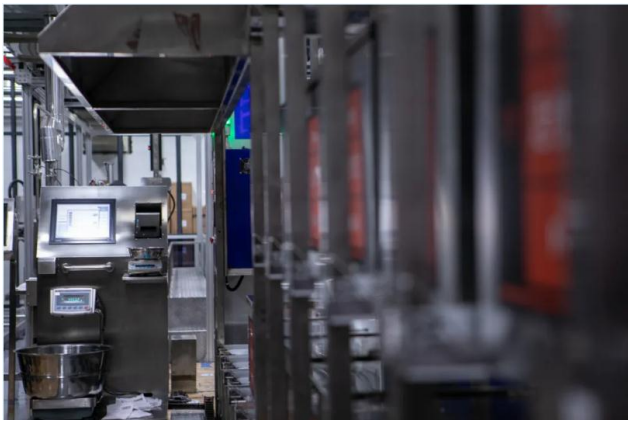
资料来源：迎丰股份官网

3.2 打造印染智慧工厂，缩短产品交期

强化智能生产优势，实现订单快速反应。近年来，公司着重打造印染“智慧工厂”，随着 2021 年“年产 1.31 亿米高档面料智能化绿色印染项目”的投产，公司生产规模扩大，智能化优势突出，同时公司已建立起生产信息化管理系统和染料自动输送系统，将企业的决策管理层、生产执行层和设备运作层进行有机整合，搭建完整的现代化印染生产平台。智能系统的建设有利于公司的订单管理和工艺流程的优化，在确保满足客户各类功能性需求的同时缩短了产品交付期，增强对客户的服务能力。

另外，2024 年 11 月，在中国纺织工业联合会科学技术奖励大会上，迎丰股份作为柯桥印染协会的会员单位之一，荣获科技进步大奖。公司将继续探索和深化“5G+智慧工厂”，用数字化改造来解决传统印染行业痛点问题。

图 37：迎丰股份自动配料、拌料输送系统



资料来源：迎丰股份微信公众号

图 38：迎丰股份生产经营数字化驾驶舱

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.3 环境管理体系完善，注重清洁生产和节能减排

公司围绕清洁生产、绿色环保的生产理念，依托科技创新，注重从产品结构和工艺技术的优化来减少三废排放，实现污染的源头和过程控制，通过引进智能化设备和采用自动化管理系统保障清洁生产，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。**公司已经建立了完善的环境管理体系，通过 ISO14001 环境管理体系认证，获得“国家级绿色工厂”、“浙江省绿色企业”等称号。**

公司建造的中水回用设施采用行业先进的超滤膜反渗透处理工艺（“MBR 膜+RO 膜”），使污水回用率达到 60%以上，并严格执行环保主管部门关于废水及主要污染物排放标准。同时，公司还建立了污水在线监测和刷卡排污系统，并与环保部门联网，实现污水排放的信息化管理。公司通过采用废气处理装置对生产过程中的废气进行处理，处理达标后排放。经过持续加大环保投入，公司已在节能减排和清洁生产方面形成了较为明显的竞争优势。

图 39：迎丰股份污水处理设备

资料来源：迎丰股份官网

4、 盈利预测与估值

4.1 关键假设及盈利预测

分产品预测来看，2025 年公司三迎丰工厂投产将带来新增量，2026 年产能逐步爬坡，同时由于梭织产品当下更广泛地应用在运动户外领域中，预计未来梭织增速快于针织，综合来看，我们预计梭织产品 2024~2026 年收入同比增速分别为 2.5%/20.0%/17.0%，针织产品收入同比增速分别为 2.0%/15.0%/14.0%，预计公司总收入同比增速分别为 2.2%/17.3%/15.4%。

毛利率方面，2025 年三迎丰工厂投产后将计提折旧，公司毛利率预计会有所承压；2026 年随着公司高附加值产品研发力度加强，成本控制更加严格，毛利率预计将稳中有升，预计 2024~2026 年公司毛利率分别为 14.6%/14.5%/14.9%。

费用率方面，公司将加强费用管控，我们预计各项费用率呈稳中有降趋势，其中，预计 2024~2026 年公司销售费用率分别为 2.4%/2.3%/2.3%；管理费用率分别为 4.5%/4.0%/4.0%，随着公司收入增长，积极组织架构优化，提升内部管理效率，管理费用率将有所下降；研发费用率预计在收入增长以及研发支出合理控制下有所下降，分别为 4.3%/3.9%/3.9%。

综上，我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 15.8/18.6/21.4 亿元，同比增长 2.2%/17.3%/15.4%；归母净利润分别为 4037/4929/6599 万元，分别同比增长 8.5%/22.1%/33.9%。

表 5：迎丰股份收入分业务预测

分产品	指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
梭织	收入（百万元）	679.2	772.8	792.1	950.6	1112.2
	YOY（%）	28.2%	13.8%	2.5%	20.0%	17.0%
	毛利率（%）	2.5%	11.6%	11.1%	11.2%	11.7%
针织	收入（百万元）	675.2	754.5	769.6	885.0	1008.9
	YOY（%）	-6.2%	11.7%	2.0%	15.0%	14.0%
	毛利率（%）	12.1%	16.6%	16.1%	16.2%	16.7%
营业收入合计（百万元）		1370.0	1547.0	1581.8	1856.1	2142.0
YOY（%）		8.6%	12.9%	2.2%	17.3%	15.4%
归母净利润（百万元）		-47.5	37.2	40.4	49.3	66.0
YOY（%）		-157.0%	-178.3%	8.5%	22.1%	33.9%
EPS（元/股）		-0.11	0.08	0.09	0.11	0.15
毛利率（%）		8.3%	15.1%	14.6%	14.5%	14.9%
销售费用率（%）		3.1%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%
管理费用率（%）		4.3%	5.2%	4.5%	4.0%	4.0%
研发费用率（%）		4.4%	4.3%	4.3%	3.9%	3.9%
财务费用率（%）		1.6%	1.3%	1.0%	1.2%	1.1%
归母净利率（%）		-3.5%	2.4%	2.6%	2.7%	3.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2 相对估值

横向对比可比公司，我们选取 A 股印染行业的代表上市公司，分别为航民股份、富春染织、百隆东方，其中航民股份聚焦纺织印染和黄金饰品双主业发展，富春染织专注色纱生产，百隆东方深耕色纺纱领域。截至 2025 年 3 月 12 日，在 Wind 一致预期下，2024~2026 年可比公司 PE 估值的平均水平分别为 12/9/8 倍，而迎丰股份 PE 估值分别为 61/50/38 倍，高于可比公司。

表 6：迎丰股份可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元）					PE（X）					23~26 年 3 年归母净利润 CAGR
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
600987.SH	航民股份	70.33	6.89	0.63	0.65	0.73	0.80	0.86	11	11	9	9	8	10%
605189.SH	富春染织	19.45	12.99	1.31	0.67	1.11	1.42	1.74	10	19	12	9	7	37%
601339.SH	百隆东方	78.73	5.25	1.06	0.34	0.37	0.49	0.57	5	15	14	11	9	19%
同业平均		—	—	—	—	—	—	—	**9**	**15**	**12**	**9**	**8**	—
605055.SH	迎丰股份	**24.77**	**5.63**	**-0.11**	**0.08**	**0.09**	**0.11**	**0.15**	—	**67**	**61**	**50**	**38**	**21%**

注：迎丰股份2024~2026年EPS为光大证券研究所预测，可比公司EPS为Wind一致预期，股价时间为2025-03-12
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.3 绝对估值

基于基本假设的几点说明：

1、长期增长率：公司发展已进入稳定增长阶段，假设长期增长率为 1.50%；

2、β值选取：采用申万二级行业分类-纺织制造的行业β作为公司无杠杆β的近似；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 15.00%。

表 7：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	1.65
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	10.31%
税率	15.00%
Kd	3.55%
Ve	2482.61
Vd	776.00
目标资本结构	23.81%
WACC	8.70%

资料来源：光大证券研究所预测

表 8：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	160.25	4.89%
第二阶段	1389.05	42.37%
第三阶段（终值）	1729.12	52.74%
企业价值 AEV	3278.41	100.00%
加：非经营性净资产价值	154.14	4.70%
减：少数股东权益（市值）	5.41	-0.17%
减：债务价值	776.00	-23.67%
总股本价值	2651.14	80.87%
股本（百万股）	440.00	
每股价值（元）	6.03	
2025 年 PE（隐含）	54	
2025 年 PE（动态）	50	

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：敏感性分析表（元）

WACC/长期增长率	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
7.70%	6.67	7.01	7.42	7.89	8.45
8.20%	6.05	6.34	6.67	7.05	7.50
8.70%	5.51	5.75	**6.03**	6.34	6.70
9.20%	5.04	5.24	5.47	5.73	6.03
9.70%	4.62	4.79	4.98	5.20	5.44

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：各类绝对估值法结果汇总表（元）

估值方法	估值结果	估值结果	敏感度分析区间
FCFF	6.03	4.62~8.45	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	6.14	4.66~8.72	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

公司 FCFF 和 APV 估值结果分别为 6.03 元和 6.14 元，平均值为 6.08 元。

4.4 估值结论

公司专注针织和梭织面料印染，是 A 股唯一一家纯印染上市公司。自 2021 年上市之后，受疫情、能源及原材料价格、厂房折旧等因素影响，公司业绩表现波动。**从行业层面来看，**随着供给侧改革推进、环保日渐趋严，中小型企业将面临技术创新和转型压力，而迎丰股份作为印染行业头部企业未来有望享受行业出清带来的红利。**从公司层面来看，**公司与和君咨询携手合作，共同实现高质量发展，公司产品端将进行结构调整，通过“一厂一品一策”提升竞争力，增加新兴高端面料布局；客户端会增加在大型客户中的份额占比，更好地服务大客户和高单价客户；公司内部将提质提效，强化组织建设，优化各项费用支出。

我们预计公司 2024~2026 年 EPS 分别为 0.09/0.11/0.15 元，对应 PE 估值为 61/50/38 倍，我们看好公司从多维度出发提升盈利能力，业绩逐步度过低谷，份额实现巩固提升，但考虑公司 PE 估值与同业相比较高，暂不给予评级。

表 11：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,370	1,547	1,582	1,856	2,142
营业收入增长率	8.60%	12.89%	2.25%	17.34%	15.40%
净利润（百万元）	-47	37	40	49	66
净利润增长率	-157.04%	-	8.54%	22.09%	33.89%
EPS（元）	-0.11	0.08	0.09	0.11	0.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	-4.28%	3.25%	3.48%	4.18%	5.45%
P/E	-	67	61	50	38
P/B	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-12

5、 风险分析

国际贸易摩擦的风险

国际贸易摩擦会降低纺织品的出口贸易额，直接影响纺织面料贸易企业和纺织服装企业出口业务，下游客户由于心理预期不明确，导致其印染业务下单更趋谨慎。公司外需订单收入占比为 60%，若未来国际间贸易摩擦加剧，公司订单可能会受到不利影响。

行业竞争加剧的风险

目前我国印染行业的企业数量较多且绝大多数为中小型企业，市场化程度高、产业集中度低、市场竞争较为激烈。若公司未来不能进一步提升品牌影响力和竞争优势，公司的业务和经营业绩将会受到不利影响。

原材料及能源成本波动风险

公司染整服务所需的主要原材料为染料、助剂、机物料，原材料及能源价格对公司主营业务成本的影响较大。若未来原材料及能源采购价格发生较大波动，公司在销售产品定价、成本控制等方面未能有效应对，可能对公司经营产生不利影响。

环保治理不达标准的风险

国家对相关产业提出了更高的环保要求，公司上游企业可能面临较大的增加环保投入（如生产技术的更新、原材料的使用等）的压力。如果公司不能始终严格执行在环保方面的标准，或操作人员不按规章操作，可能增加公司在环保治理方面的费用支出，将面临一定的环境保护风险。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**1,370**	**1,547**	**1,582**	**1,856**	**2,142**
营业成本	1,256	1,314	1,350	1,586	1,823
折旧和摊销	158	197	190	234	229
税金及附加	14	21	21	25	29
销售费用	42	37	38	42	48
管理费用	58	81	71	74	85
研发费用	61	66	67	72	84
财务费用	22	20	15	21	23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	**-62**	**32**	**36**	**55**	**75**
利润总额	**-64**	**33**	**36**	**55**	**75**
所得税	-16	-2	-2	8	11
净利润	**-48**	**35**	**38**	**47**	**64**
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	**-47**	**37**	**40**	**49**	**66**
EPS(元)	**-0.11**	**0.08**	**0.09**	**0.11**	**0.15**

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	**171**	**354**	**244**	**335**	**348**
净利润	-47	37	40	49	66
折旧摊销	158	197	190	234	229
净营运资金增加	18	23	3	-3	63
其他	42	97	11	55	-10
投资活动产生现金流	**-180**	**-236**	**-220**	**-330**	**-220**
净资本支出	-128	-123	-220	-330	-220
长期投资变化	0	2	0	0	0
其他资产变化	-52	-115	0	0	0
融资活动现金流	**175**	**-340**	**-20**	**25**	**-33**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	225	-139	22	75	26
无息负债变化	-14	0	9	66	66
净现金流	**166**	**-222**	**4**	**30**	**96**

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	**2,292**	**2,188**	**2,231**	**2,390**	**2,510**
货币资金	450	170	174	204	300
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	87	101	102	120	138
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	4	2	2	2	2
存货	74	70	77	90	103
其他流动资产	17	18	19	20	22
流动资产合计	**632**	**361**	**373**	**436**	**566**
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	1,395	1,343	1,374	1,458	1,484
在建工程	19	21	44	69	54
无形资产	103	425	401	390	370
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	143	36	36	36	36
非流动资产合计	**1,661**	**1,827**	**1,857**	**1,954**	**1,945**
总负债	**1,175**	**1,036**	**1,067**	**1,208**	**1,300**
短期借款	598	443	465	541	566
应付账款	185	157	162	190	219
应付票据	115	103	108	127	146
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	191	187	186	204	223
流动负债合计	**1,090**	**890**	**921**	**1,062**	**1,154**
长期借款	9	76	76	76	76
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	70	70	70	70
非流动负债合计	**86**	**146**	**146**	**146**	**146**
股东权益	**1,117**	**1,152**	**1,164**	**1,182**	**1,210**
股本	440	440	440	440	440
公积金	351	357	361	366	372
未分配利润	318	349	359	375	399
归属母公司权益	1,109	1,146	1,160	1,180	1,211
少数股东权益	8	6	4	2	-1

主要指标

盈利能力（%）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	8.3%	15.1%	14.6%	14.5%	14.9%
EBITDA 率	8.7%	16.5%	15.4%	16.9%	15.5%
EBIT 率	-2.9%	3.7%	3.4%	4.4%	4.8%
税前净利润率	-4.7%	2.2%	2.3%	3.0%	3.5%
归母净利润率	-3.5%	2.4%	2.6%	2.7%	3.1%
ROA	-2.1%	1.6%	1.7%	2.0%	2.5%
ROE（摊薄）	-4.3%	3.2%	3.5%	4.2%	5.5%
经营性 ROIC	-2.0%	3.5%	3.3%	3.8%	4.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	51%	47%	48%	51%	52%
流动比率	0.58	0.41	0.41	0.41	0.49
速动比率	0.51	0.33	0.32	0.33	0.40
归母权益/有息债务	1.66	2.17	2.11	1.88	1.86
有形资产/有息债务	3.23	3.28	3.27	3.15	3.24

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.10%	2.42%	2.40%	2.28%	2.26%
管理费用率	4.26%	5.23%	4.50%	4.00%	3.95%
财务费用率	1.61%	1.29%	0.95%	1.16%	1.08%
研发费用率	4.44%	4.28%	4.25%	3.90%	3.90%
所得税率	25%	-5%	-5%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.06	0.07	0.08	0.11
每股经营现金流	0.39	0.80	0.55	0.76	0.79
每股净资产	2.52	2.60	2.64	2.68	2.75
每股销售收入	3.11	3.52	3.59	4.22	4.87

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	-	67	61	50	38
PB	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	24.1	11.9	12.4	9.9	9.4
股息率	0.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

法律主体声明

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

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

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP