

富春染织(605189)

报告日期: 2023年03月21日

规模优势持续强化, 色纱龙头奔竞不息

——富春染织首次覆盖

投资要点

- 公司系国内纱线染色行业龙头, 23年起步入产能集中释放红利期, 进一步强化自身规模优势, 加速抢占市场份额!
- **核心优势: 仓储式生产规模效应明显, 优质区位垄断资源配额**
 - 1) **规模效应:** 仓储式生产为主的模式保障了公司产品品质稳定性(着色均匀、标准化)、成本优势(大批量、单吨成本有效下降)、交期优势(通常情况下3-7天交货)。
 - 2) **工艺领先:** 公司历年研发费用率高于3%, 研发人员占比高达12%, 广泛采用进口设备, 产成品制成率达99.9%, 高于行业在95%-98%水平。
 - 3) **环保配额及区位优势:** 区位优势得天独厚, 依托长江黄金水道取水、先进环保设备日臻完善, 根据我们的测算, 预计公司能耗成本的有效节约较同业对于毛利率贡献达1.5pct以上。
- **内部驱动: 四大项目同启动, 积极扩产横向拓品, 纵向延展上游降本提效**
 - 1) **横向扩产:** 公司当前仅纯棉色纱领域产量已高达6.85万吨, 根据我们的测算预计在纯棉色纱领域全球市占率~20%, 拥有绝对优势。23年Q1公司年产3万吨高品质筒子纱项目已全部投产, 同时年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目三个车间将分别于23年3月底/6月底/9月底陆续投产, 23/24产能增速已高达90%/24%; 此外, 公司已公告11万吨高品质筒子纱生产线建设项目可行性报告作为后续储备。
 - 2) **纵向延展:** 公司向上延展50万吨智能化纺纱项目有望于23年3月起陆续投产, 有望改善保障供应链安全、有效降本增效。年产3万吨纤维染色建设项目有望于23年7月释放产能, 该项目有助于公司多元化业务发展。
- **外部催化: 棉价有望稳步上行, 不利因素逐步消散**
 公司成本结构历年原材料占比~85%。复盘2014-2022年期间财务表现与棉价走势表现, 我们发现公司吨售价/吨净利/毛利率与棉价走势高度相关。2023年以来, 伴随海外品牌库存去化逐步推进、国内放开后消费复苏双重催化, 棉价有望稳步上行, 前期影响公司盈利能力的核心不利因素逐步消散。
- **盈利预测与估值**
 我们预计公司23/24/25年收入同比增长35%/24%/12%至29.9/37.1/41.5亿元, 归母净利润同比增长60%/29%/12%至2.61/3.37/3.78亿元。根据2023年3月21日收盘价, 对应2023/2024/2025年PE分别为10/8/7X。公司作为国内领先的色纱生产企业, 产能释放持续强化自身规模优势, 市场份额有望加速提升, 具备充足潜力, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**
 市场竞争风险; 宏观经济波动风险; 环境保护风险; 原材料价格波动风险; 实控人控制不当风险;

投资评级: 买入(首次)

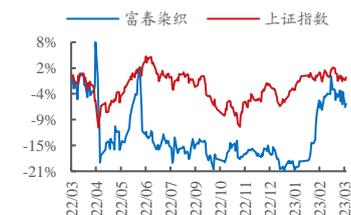
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥21.77
总市值(百万元)	2,716.90
总股本(百万股)	124.80

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2207.6	2986.3	3712.6	4145.4
(+/-)(%)	1.49%	35.28%	24.32%	11.66%
归母净利润	162.9	261.0	337.4	377.9
(+/-)(%)	-30.00%	60.25%	29.24%	12.01%
每股收益(元)	1.31	2.09	2.70	3.03
P/E	16.7	10.4	8.1	7.2

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司概况：色纱龙头扩张进行时	6
1.1 概述：二十载耕耘成就国内色纱行业龙头	6
1.2 股权结构：实控人持股高度集中，管理团队经验丰富	8
1.3 财务分析：财务质量佳，不利因素边际改善	10
2 行业：环保要求趋严，龙头优势凸显	13
2.1 概述：纱线染色系主流染色之一，成本低且污染小	13
2.2 行业边际变化 1：环保加速龙头份额集中	15
2.3 行业边际变化 2：棉价有望上行，行业盈利能力或边际改善	18
2.4 市场空间测算：市场空间 300 亿，袜纱市占率已显著领先	21
3 核心壁垒：大规模+高环保+资源垄断	24
3.1 规模效应：标准化生产，品控稳定、交付快速	24
3.2 工艺领先：数十项专利高筑壁垒，自动化生产优势显著	26
3.3 环保壁垒：先进设备巩固自身环保优势，能源利用效率持续提升	29
3.4 配额及能耗优势：长江取水，单位成本持续优化	31
4 增长驱动：产能加速扩张，横向拓展新品，纵向延展上游	35
5 盈利预测：步入产能集中释放红利期	37
5.1 盈利预测分析	37
5.2 估值与投资建议	39
6 风险提示	40

图表目录

图 1: 富春染织发展历程图.....	6
图 2: 前十大客户历年营收占比.....	8
图 3: 公司营业成本结构拆分.....	8
图 4: 公司股权结图(截至 22 年末).....	9
图 5: 公司历年营业收入及增速表现(百万元).....	10
图 6: 公司历年归母净利润及增速表现.....	10
图 7: 公司历年毛利率及净利率表现.....	11
图 8: 公司历年费用率表现.....	11
图 9: 公司历年经营性现金流状态.....	11
图 10: 公司历年资产负债率.....	11
图 11: 棉价与毛利率表现对比.....	11
图 12: 三大染色方式生产流程对比.....	13
图 13: 2021 年全球纺织品出口额前 15 名.....	13
图 14: 中国印染行业发展历程.....	15
图 15: 我国规模以上企业印染布产量(亿米).....	15
图 16: 我国规模以上企业营业收入(亿元).....	15
图 17: 中国棉花价格历史复盘.....	18
图 18: 新疆籽棉收购价(元/斤).....	20
图 19: 历年纱线库存天数(天).....	20
图 20: 代表性印染行业公司毛利率与棉价走势对比.....	20
图 21: 全球袜业市场规模及增速(亿美元).....	21
图 22: 我国袜业市场规模及增速.....	21
图 23: 全球家纺市场规模及增速(亿美元).....	22
图 24: 我国家纺市场规模及增速.....	22
图 25: 公司色卡部分示意.....	24
图 26: “仓储式”+“订单式”结合的生产模式.....	25
图 27: 公司历年产量及 YOY.....	25
图 28: 公司历年销量及 YOY.....	25
图 29: 公司研发费用(百万元)及 YOY.....	27
图 30: 公司 2022 年员工结构.....	27
图 31: 色纱生产流程图.....	28
图 32: 密闭化、自动化、连续化设备布置图.....	29
图 33: 公司历年单吨色纱能耗成本及 YOY.....	32
图 34: 公司历年单吨色纱用煤成本及 YOY.....	32
图 35: 2017-2019 年同期煤价平均指数.....	32
图 36: 公司历年平均煤价(元/吨).....	32
图 37: 公司历年单吨用水平均价格(元/吨).....	33
图 38: 公司历年单吨色纱耗水成本(元/吨).....	33
图 39: 公司历年单吨色纱耗电成本(元/吨).....	33
图 40: 公司历年单吨色纱耗电量(度/吨).....	33
表 1: 公司收入各子项目历年收入及增速与占比.....	7

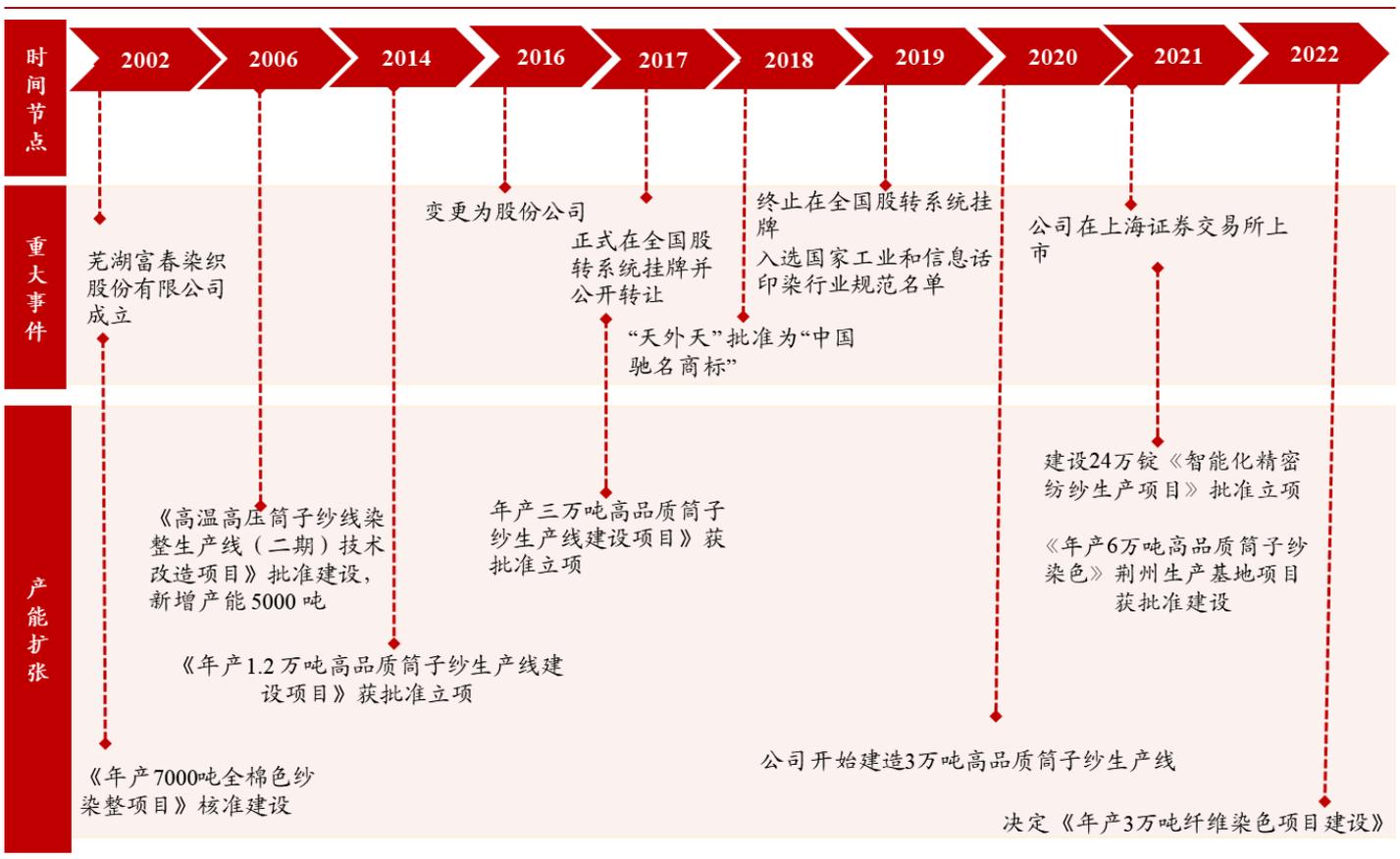
表 2: 公司上市后扩产加速.....	7
表 3: 公司历年前 10 大客户收入占比情况.....	8
表 4: 公司核心高管背景介绍.....	9
表 5: 棉价与公司吨售价和吨利润.....	12
表 6: 公司与可比公司杜邦分析.....	12
表 7: 三大主流染色方式利弊对比.....	14
表 8: 纱线染色三种方式特点对比.....	14
表 9: 国内印染龙头企业市场份额测算.....	16
表 10: 近年以来印染行业污染相关法律及政策文件.....	17
表 11: 全球棉花产销量情况.....	19
表 12: 中国棉花产销量情况.....	19
表 13: 中国袜业市占率及出口比例测算.....	21
表 14: 中国家纺市占率及出口比例测算.....	21
表 15: 袜业及家纺行业色纱市场规模测算.....	23
表 16: 公司 18-20 年前五大供应商供货占比.....	24
表 17: 公司色纱业务产能利用率/产销率与单吨成本测算.....	26
表 18: 同业存货周转天数与应付账款周转天数对比.....	26
表 19: 公司与可比公司研发费用率比较.....	27
表 20: 公司主要核心技术.....	27
表 21: 主体环保设备的处理能力及工艺.....	29
表 22: 主体环保设备的处理能力及工艺.....	30
表 23: 公司三废排放量显著低于国家要求范围.....	30
表 24: 印染企业单位产品能耗和新鲜水取水量规定要求.....	31
表 25: 公司色纱业务成本结构单拆.....	31
表 26: 公司能源成本对毛利率影响测算.....	34
表 27: 公司能耗成本细项拆分(附).....	34
表 28: 筒子纱主要扩产项目.....	35
表 29: 色纱业务量价拆分及扩产测算.....	35
表 30: 智能化精密纺纱项目经济指标.....	36
表 31: 纤维染色项目经济指标.....	37
表 32: 驱动因素拆分.....	39
表 33: 可比公司及估值.....	39
表附录: 三大报表预测值.....	41

1 公司概况：色纱龙头扩张进行时

1.1 概述：二十载耕耘成就国内色纱行业龙头

国内纱线染色行业龙头，产能持续扩张，壁垒日趋深厚。公司作为国内领先的色纱生产企业之一，主营业务为色纱的研发、生产和销售，公司产品以色纱为主，即将胚纱经过染整加工后，络成筒形纱线，广泛应用于服饰、家纺等领域。公司围绕自主品牌“天外天”，依托自主开发、涵盖六百余种色彩的富春标准色卡，坚持“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的战略定位，自成立以来不断扩充产能加速拓展下游客户群体，截至2022年年末，公司产量已达6.85万吨，规模行业领先。同时，公司借力自身地域优势、通过引进国内外先进的生产、环保设备设施和信息管理系统，不断加强自身高环保、低成本壁垒。

图1：富春染织发展历程图



资料来源：公司公告、公司官网、浙商证券研究所

色纱主业贡献超9成收入占比，贸易纱线业务持续收缩。公司主营业务收入可分为三部分：1) 色纱销售，即公司采购原材料胚纱，经过染色加工后向客户销售，该部分2022年业务实现收入19.7亿（YOY+1%，主营业务收入占比90%），14年至22年CAGR~13%。2) 纱线贸易业务，即公司直接向客户出售购进的胚纱，该部分2022年主营业务收入占比为7%，14年至22年CAGR~分别为-10%，相关业务持续收缩。3) 委托加工作业，即客户向公司提供胚纱，公司根据要求加工并收取加工费，2022年末相关主营业务收入占比为3%，14年至22年CAGR~13%。

表1: 公司收入各子项目历年收入及增速与占比

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	GAGR
色纱	754.8	720.0	908.3	1061.9	1200.9	1273.8	1362.3	1952.0	1972.1	
YOY		-4.6%	26.2%	16.9%	13.1%	6.1%	7.0%	43.3%	1.0%	12.8%
占比	64.3%	70.3%	71.3%	80.0%	83.9%	91.3%	90.2%	90.1%	89.7%	
加工费	22.4	19.4	29.5	24.3	28.7	35.3	33.7	51.3	61.3	
YOY		-13.6%	52.2%	-17.7%	18.1%	23.4%	-4.7%	52.3%	19.4%	13.4%
占比	1.9%	1.9%	2.3%	1.8%	2.0%	2.5%	2.2%	2.4%	2.8%	
贸易纱	396.3	284.6	336.1	241.4	201.9	86.0	114.3	163.1	164.2	
YOY		-28.2%	18.1%	-28.2%	-16.4%	-57.4%	32.9%	42.7%	0.7%	-10.4%
占比	33.8%	27.8%	26.4%	18.2%	14.1%	6.2%	7.6%	7.5%	7.5%	
总计	1173.5	1023.9	1273.9	1327.6	1431.5	1395.1	1510.3	2166.4	2197.5	8.2%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

借力资本市场, 加速产能扩张。公司上市以来融资渠道进一步拓宽: 2021年5月公司上市募集3亿资金用于建设3万吨高品质筒子纱产能(总投资4.2亿元), 该项目目前已投产69.27%。此后公司分别于21年8、11、12月发布新增50万锭智能化精密纺纱、年产3万吨纤维染色、年产6万吨高品质筒子纱染色产能的公告。22年7月25日起, 公司发行的5.7亿元可转换公司债券上市交易(111005/富春转债), 同期公司通过全资子公司安徽富春色纺成功竞得年产3万吨纤维染色建设项目的土地使用权。

表2: 公司上市后扩产加速

公告时间	项目	总投资	外部资金来源	投产进度
2021/5/18	年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目	4.2亿元	IPO筹资3亿元	预计23年9月全部投产
2021/8/4	50万锭智能化精密纺纱生产项目	20亿元	可转债5.7亿元	一期24万锭计划建设周期36个月, 其中12万锭预计23年3月投产; 二期26万锭建设36个月, 预计26年达产
2021/11/17	年产3万吨纤维染色建设项目	5亿元	40%银行贷款	22年建设, 预计23年7、8月逐步释放产能
2021/12/8	年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目	22年8月自7.5亿追加至9亿	银行贷款3.42亿元	分两期建设(各24个月), 22年开始建设, 预计23年4月初/7月初/9月-10月陆续释放产能

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

优秀产品品质获客户高度认可, 积累大量质优客户。公司“天外天”商标为“中国驰名商标”, 20余年持续的研发创新与严格品控, 打造了公司良好的市场口碑和优质的品牌形象, 并积累了一定规模的质优客户, 如梦娜、浪莎、耐尔等。目前, 与公司存在长期合作关系的客户超千家, 根据公司上市招股书, 2020年前十大客户收入占比23.6%, 前五大客户收入占比14.3%, 呈现分散态势。大量的客户优质客户资源为公司发展奠定了基础, 也使得公司能够更好地洞悉下游客户需求变化。

原材料对成本占比~85%, 灵活采购模式及规模效应平滑成本。公司产品主要原材料为胚纱、染料、化学助剂等。2018/2019/2020年公司材料成本占主营业务成本比例分别为85.8%、84.3%及83.7%, 占比较高, 盈利能力对原材料价格波动较为敏感。2021年后, 由于公司不再合计披露批发及零售业务口径的成本, 因此核算口径存在差异, 但制造业原材料成本依然占比高达84%以上。公司采购总体遵循“以产定购+合理库存”的原则, 由采购部门结合生产部门的生产计划、现有库存数量以及采购周期等因素制定采购计划, 对于市场紧俏或者预期采购成本会上涨的原材料, 公司会择机适当增加

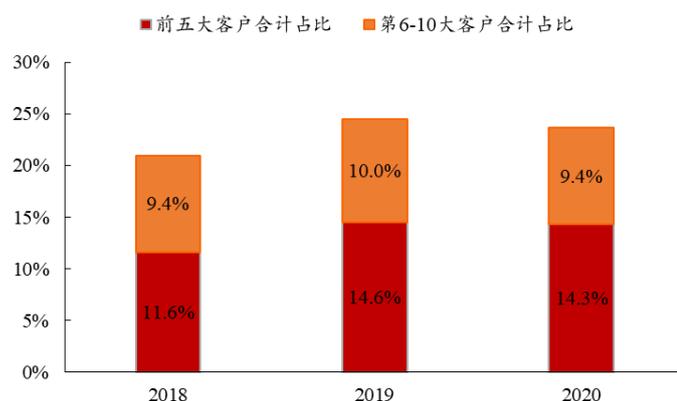
库存备货。公司采购部门综合比较各家供应商的产品品质、交货时间、价格等因素后进行综合遴选。同时，公司亦充分发挥自身规模优势，通过国内外的大型供应商批量化采购，形成了原材料的质量和价格优势。

表3: 公司历年前10大客户收入占比情况

2018			2019			2020		
	客户	占比	客户	占比	客户	占比		
1	梦娜袜业	2.58%	猎马人袜业及其关联方	3.96%	尧舜袜业及其关联方	3.33%		
2	中凯针纺及其关联方	2.48%	梦娜袜业	3.23%	猎马人袜业及其关联方	3.29%		
3	马鞍山市丝诺达针织品	2.44%	尧舜袜业及其关联方	2.88%	宏卓袜业及其关联方	2.69%		
4	猎马人袜业及其关联方	2.07%	民泰袜业及其关联方	2.32%	光大袜业及其关联方	2.57%		
5	尧舜袜业及其关联方	2.07%	马鞍山市丝诺达针织品	2.16%	诸暨市沃特袜业	2.42%		
前五大合计		11.64%	14.55%		14.30%			
6	涂淦华及其关联方	1.96%	浙江圣邦化纤针织有限公司	2.15%	浙江圣邦化纤针织有限公司	2.20%		
7	宏卓袜业及其关联方	1.93%	宏卓袜业及其关联方	2.09%	杭州惠鸿纺织有限公司	2.12%		
8	丹枫针织及其关联方	1.86%	飞怡达针纺及其关联方	2.00%	亿衡针纺及其关联方	1.81%		
9	浙江艾达针织科技	1.81%	丹枫针织及其关联方	1.90%	上海华一纺进出口	1.67%		
10	诸暨市欧祺针纺织品	1.79%	光大袜业及其关联方	1.84%	莹腾袜业及其关联方	1.55%		
前十大合计		20.98%	24.54%		23.64%			

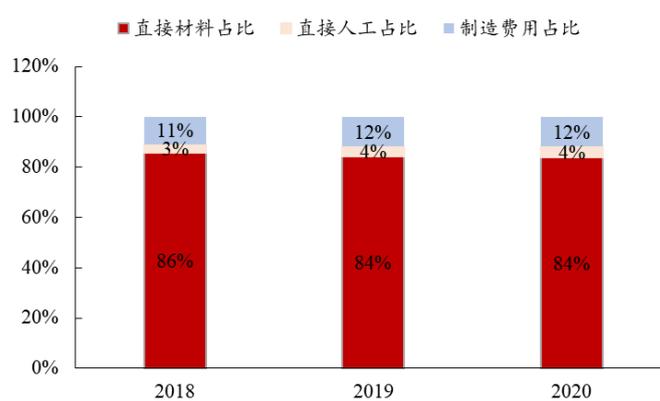
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图2: 前十大客户历年营收占比



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图3: 公司营业成本结构拆分



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

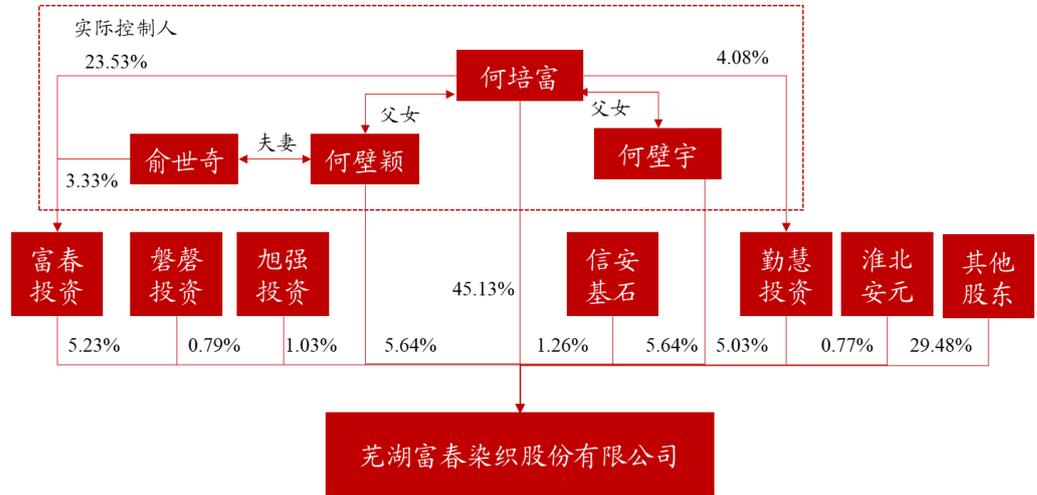
1.2 股权结构: 实控人持股高度集中, 管理团队经验丰富

实控人持股高度集中。本公司实际控制人为何培富、何璧颖、何璧宇、俞世奇, 其中, 何璧颖和何璧宇系何培富之女, 何璧颖和俞世奇系夫妻关系。自2002年公司成立以来, 实控人何培富及其亲属的股权比例始终维持在绝对的高水平, 并且实控人还曾多次参与增资, 截至2022年末, 何培富直接持有公司45.13%的股份, 通过富春投资与勤慧投资间接持股1.44%; 何璧颖直接持有公司5.64%的股份, 何璧宇持有公司5.64%的股份, 俞世奇为富春投资普通合伙人, 持有富春投资3.33%股份, 实控人合计持股超56%, 对公司事项具备较强决定权。

公司核心管理团队经验丰富, 激励到位长期绑定。董事长具备多年袜业及纺纱业从业经验, 相关从业时间超40年, 曾任浙江省富阳县新联公司技术员, 浙江省富阳县坑西乡政府农科站站长, 浙江省富阳唐家坞制线厂负责人, 浙江省富阳第一制线厂负责人。以实控人为核心的高管团队普遍都具有纺织行业多年的从业经验, 平均在公司

时间超7年。公司通过富春投资持股平台深度绑定核心管理以及业务骨干，覆盖人数31人；通过勤慧投资绑定37人，合计覆盖人数68人。

图4：公司股权结构图（截至22年末）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表4：公司核心高管背景介绍

高管	职务	履历
何培富	董事长	1956年10月出生，高级工程师，曾任浙江省富阳县新联公司技术员，浙江省富阳县坑西乡政府农科站站长，浙江省富阳唐家坞制线厂负责人，浙江省富阳第一制线厂负责人，杭州富春执行董事、总经理，富春有限执行董事、禾润投资监事。
俞世奇	董事 总经理	1982年9月出生，曾任浙江万利工具集团有限公司销售员、销售经理，富春有限销售部经理。现任富春染织董事、总经理，富春投资执行事务合伙人。
周要武	董事 副总经理	1966年9月出生，曾任芜湖裕中纺织有限公司技术员、区域经理，富春有限副总经理。现任富春染织董事、副总经理，勤慧投资执行事务合伙人。
孙程	董事	1966年9月出生，曾任芜湖裕中纺织有限公司技术员，区域经理，芜湖富春染织有限公司副总经理。现任董事。
孙丽平	董事	1983年8月出生，本科学历，曾任富春有限计划员，富春有限计划销售部经理。现任董事。
陈书燕	董事	1983年1月出生，硕士学历，曾任上海企源科技股份有限公司高级咨询顾问，上海华东发展城建设计（集团）有限公司董事会秘书，上海慧眼投资管理有限公司投资部副总裁。现任董事，基石资产管理股份有限公司投资部副总裁。
王腾飞	副总经理	1974年11月出生，中级染整工程师。曾任富春有限技术主管、副总经理。现任富春染织副总经理。
章位良	副总经理	1971年11月出生，曾任杭州袜厂设备管理员；杭州云森纺织染整有限公司设备部主管；富春有限副总经理。现任富春染织副总经理。
王金成	副总经理 董事会秘书 财务总监	1975年11月出生，曾就职于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。现任富春染织副总经理、董事会秘书、财务总监，中纺电子监事。

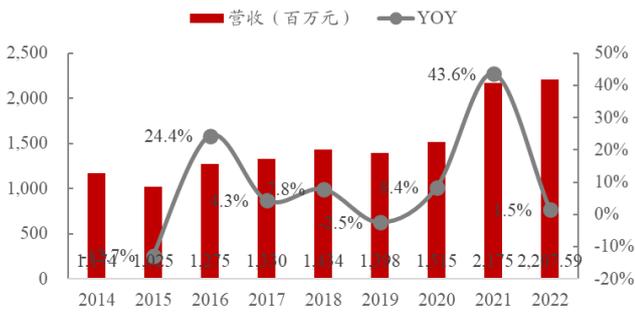
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3 财务分析：财务质量佳，不利因素边际改善

14-22 年收入/净利润 CAGR~8%/23%，收入稳定增长，利润端受规模效应及棉价影响具备较大弹性。2014 年公司营收为~12 亿元，2022 年营收为 22 亿元，CAGR 为 8.21%，其中 2015 年受棉价波动影响，收入下滑明显。从利润端来看，公司 2014 年归母净利为 3031 万元，2022 年归母净利为 1.63 亿元，CAGR 为 23.39%。利润增速快于收入增速的原因在于规模效应逐渐显现，公司管理水平不断提高，降本增效举措取得良好效果。

22 年多重不利因素导致需求承压、利润表现不佳。2022 年营收为 22 亿元，同比增长 1.5%，其中 Q1 收入同比增长近 44%，为主要增长来源，原因为棉纱价格持续维持高位带动售价提升、产能释放及客户拓展带来新订单。Q2-4 受疫情影响下游需求回落、物流受阻导致订单运行不畅等因素导致收入端承压。2022 年归母净利为 1.63 亿元，同比下滑 30%。2022 年利润下滑原因为 2021 年棉纱价格较高带来高基数、22 年 3 月开始棉纱价格不断下行、需求不足带动产能利用率下行。

图5：公司历年营业收入及增速表现（百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图6：公司历年归母净利润及增速表现



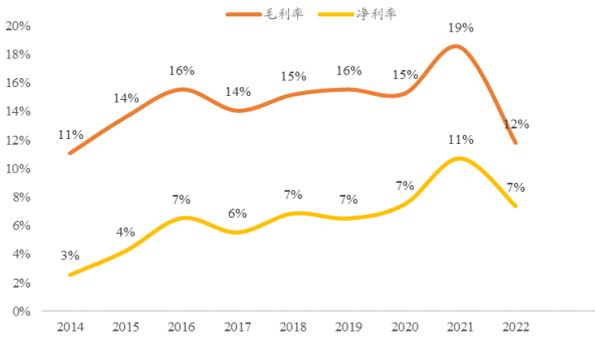
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

业务结构方面，色纱业务高速发展与规模持续提升带动毛利率持续上行。公司整体的毛利率从2014年的~11%上升至2022年的11.8%。分业务来看，色纱的毛利率基本稳定在15%以上，2022年因棉价下行降至12%，表现优于纱线贸易，色纱业务的高速发展带动公司整体毛利率持续提升；同时，公司规模持续提升，带动单吨制造成本持续下行。

规模效应提升推动费用率下降，净利率不断提升。期间费用率从2014年的7.7%下降至2022年的5.72%，其中研发费用率整体保持稳定，收入提升带动管理费用率与销售费用率持续下降，分别从2014年的2.26%/1.71%下降至2022年的1.96%/0.53%。

现金流状态较好，负债水平持续下行。除2015年因棉价下跌公司积极采购备货，同时经营性现金流量净额为负外，公司经营性现金流净额与净利润比值普遍维持在较高水平。应付账款从2014年的1.67亿元增长至2022年的4.43亿元，应收账款从2014年的8916万元下降至2022年的2224万元，现金收款率提高，经营性现金流有望持续改善。2021年和2022年因备货导致经营性现金流有所下降。受益于良好的经营状况，公司从2016年开始降低负债水平，2021年已降至29%，2022年因发行可转债导致负债率上升。目前公司正处于产能扩张期，充裕的经营性现金流以及较低的杠杆水平能够为产能扩张持续提供资金，帮助新增产能顺利落地投产。

图7: 公司历年毛利率及净利率表现



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图8: 公司历年费用率表现



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图9: 公司历年经营性现金流状态



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图10: 公司历年资产负债率



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

棉价触底回暖, 不利因素有望边际改善。复盘公司 2014-2022 年期间毛利率与棉价走势表现, 我们发现公司已形成成熟价格响应机制, 毛利率与棉花价格走势正相关, 考虑到公司成本结构中~85%占比来自原材料, 2023 年以来棉价逐步触底反弹, 且伴随放开后国内消费信心逐步回暖, 公司毛利率有望边际改善。同时, 由于色纱为下游纺织品生产的主要原料, 通常年底(西方圣诞节)和年初(中国春节前夕)是服装、家纺用品的销售旺季, 生产一般须提早备料进行生产, 因此 Q3-4 通常为旺季。此外, 受春节假期停工影响, 第一季度毛利率波动性最大。

图11: 棉价与毛利率表现对比



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所
注: 2020 年起分季度披露毛利率, 标记时间点为季末

表5: 棉价与公司吨售价和吨利润

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
平均吨售价(万元/吨)	2.82	2.86	2.77	2.53	3.09	3.02
平均吨利润(万元/吨)	0.19	0.23	0.19	0.21	0.36	0.24
平均棉价(元/吨)	15926.30	15879.49	14212.32	12929.78	17891.73	18814.97

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

注:吨售价为剔除贸易纱后收入/销量,吨利润为净利润/销量

净利率提升叠加高周转, ROE 领先同业。公司 ROE 从 2015 年的 12.72% 提升至 2021 年 20.43%, 主要驱动因素来自规模效应带动的不断提升的净利率以及公司较高的资产周转率。公司净利率相较同行优势明显, 同时, 虽公司产能依然不断扩张, 但资产周转率仍然高于同业水平。2022 因疫情扰动导致 ROE 下降至 10%, 23 年以来行业需求回暖叠加棉价价格上行, 公司 ROE 有望回暖。

表6: 公司与可比公司杜邦分析

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
富春染织								
ROE	13%	23%	16%	17%	14%	15%	20%	9%
净利率	4%	7%	6%	7%	7%	7%	11%	9%
资产周转率	1.64	1.89	1.62	1.44	1.31	1.28	1.28	0.64
权益乘数	1.82	1.86	1.83	1.72	1.64	1.62	1.49	1.59
华孚时尚								
ROE	10%	13%	12%	11%	6%	-7%	9%	4%
净利率	5%	6%	6%	5%	3%	-3%	4%	2%
资产周转率	0.75	0.87	0.93	0.83	0.86	0.79	0.89	0.70
权益乘数	2.59	2.67	2.49	2.50	2.78	3.01	2.99	2.73
百隆东方								
ROE	5%	9%	7%	6%	4%	5%	16%	11%
净利率	6%	11%	8%	7%	5%	6%	18%	18%
资产周转率	0.47	0.48	0.51	0.48	0.45	0.45	0.57	0.39
权益乘数	1.61	1.62	1.59	1.68	1.77	1.73	1.62	1.59
新澳股份								
ROE	13%	14%	12%	9%	6%	6%	11%	12%
净利率	8%	9%	9%	8%	5%	7%	9%	11%
资产周转率	1.05	1.19	1.06	0.90	0.89	0.72	0.95	0.73
权益乘数	1.51	1.37	1.27	1.25	1.30	1.30	1.38	1.52

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

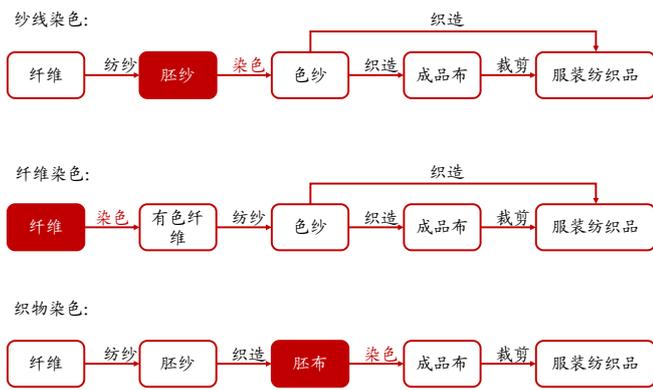
2 行业：环保要求趋严，龙头优势凸显

2.1 概述：纱线染色系主流染色之一，成本低且污染小

我国是纺织制造大国，印染加工为纺织制造重要中间环节。根据中国海关统计，2021 年全国纺织品服装出口 3155 亿美元，同比增长 8.4%，根据 WTO 数据显示，21 年我国大陆出口额占全球出口额超 40%，为全球最大的纺织行业大国，而印染行业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，在整个纺织工业中发挥着重要作用。

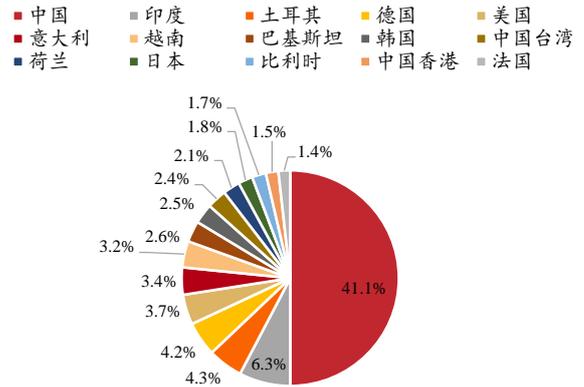
印染是指通过化学或物理方法对纺织品进行处理，为纺织品添加颜色或增加阻燃、抗静电等特殊功能，印染加工是纺织品生产中的重要工序，包括前处理、染色和后处理三个过程。印染为中游加工环节，其上游为纺织原料，包括纤维、纱线、布料等，此外还需从化工企业购入染料和助剂等，下游需求根据用途可划分为服饰（袜子、头巾、针织衫）、家用纺织品（床上用品、卫浴用品）和产业用纺织品（医疗、卫生用纺织品）等。

图12：三大染色方式生产流程对比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图13：2021 年全球纺织品出口额前 15 名



资料来源：WTO、浙商证券研究所

印染行业三大主流染色方式为纤维染色、纱线染色和织物染色，其中纱线染色成本低污染小。企业会根据工艺要求、降低成本、产品功能等考虑因素来选择合适的印染方式，纱线染色在织造前对棉花等原材料纺成的纱线进行染色，具有色牢度较好，匀染效果良好等特点，多应用于袜子、毛巾、手套等纺织品。纤维染色指在纺纱之前，将散纤维装入染缸进行染色。织物染色即将纱线织造后对织物进行染色，是目前的主流染色方式，但存在色牢度低、印染过程污染严重等问题。

与其他两种方式相比，色纺纱就先将纤维染成有色纤维，然后将两种或两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，纺制成具有独特混色效果的纱线。色纺纱采用“先染色、后纺纱”的新工艺，相对于传统的“先纺纱、后染色”，能够有效降低生产成本且更加环保。色纺纱仅对 1/3 的棉花染色，通过混纺可获得 100%彩色棉纱，从纺纱到织布，用色纺纱生产同其他工艺相比，可以减少将近 1/3 的废水排放。尤其是在印染行业受环保趋严影响，产能收缩，染费上涨的背景下，相比之下成本更加节约，性价比更高。

纱线染色主要包括筒子染色、绞纱染色和经轴染色三种方式。其中筒子染色即为公司使用的染色方式，筒子纱染色将纱线紧密卷绕在筒管上，凭借主泵驱使染液在纱线内循环来实现染色，具有损耗小、质量高、交货快和效益好的特点。而绞纱染色用

水量大，生产成本低，并且工序相对繁琐、损耗大。经轴染色又可分为经轴浸染和经轴轧染，经轴浸染主要用于梭织布生产，经轴轧染主要用于色经白纬的牛仔布的生产加工。

表7: 三大主流染色方式利弊对比

	简介	优点	缺点
纤维染色	在纺纱之前，将散纤维装入染缸进行染色。	不同颜色的纤维混纺后可以制成具有独特混色效果的纱线，织成的织物色彩饱满。	纤维染色后可纺性通常会下降。染色后再进行纺纱工序复杂、清洁量大，对生产管理要求较高。
纱线染色	在织造前对棉花等原材料纺成的纱线进行染色	染料渗透性强，色牢度较好，能获得良好的匀染效果，产品具有较高的重现性。使用色纱织造的织物色彩立体感强，花型图案美观大方，手感蓬松丰满，并且纱线染色起订量小，生产灵活。印染成本最低，污染也相对较小。	纱线容易起毛，不利于后续织造。
织物染色	将纱线织造后对织物进行染色，是目前纺织品（无论是机织物还是针织物）最主要的染色方式。	成本相对较低，适宜大批量生产	成品色彩单一，色牢度低，印染过程中污染较为严重。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表8: 纱线染色三种方式特点对比

染色方式	主要特点
筒子染色	将短纤纱或长丝卷绕在布满孔眼的筒管上，然后将其套在染色机载纱器的染柱上，放入筒子染色机内，借主泵的作用，使染液在筒子纱线或纤维之间穿透循环，实现上染的方式为筒子染色。
绞纱染色	将短纤纱或长丝在摇纱机上变换成一框框连在一起的绞纱，再将松散的绞纱浸在特制的染机中进行浸染的染色方式为绞纱染色。绞纱染色的浴比较大，成本较高，并且工序繁琐、损耗大。
经轴染色	经轴染色包括经轴浸染和经轴轧染。经轴浸染系使用松式整经机将胚纱卷绕在有孔的盘管上形成松式经轴（可视作一个大筒子），再将其装入染色机的载纱器上，借助主泵的作用使染液在纱线之间循环实现浸染，经轴浸染主要梭织布生产。经轴轧染系将一定数量的稀轴引入各个染槽，经反复多浸、多轧、多次透风氧化后，实现染料的染色，主要用于色经白纬的牛仔布的生产加工。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.2 行业边际变化 1: 环保加速龙头份额集中

我国印染行业的发展历程主要可分为四个阶段，分别是缓慢发展阶段（1952-1993年）、快速增长阶段（1994-2007年）、产能波动阶段（2008-2011年）、优化收缩阶段（2012年-2017年）。自1978年改革开放后，逐渐释放产能，印染行业缓慢增长。1996年，经贸委推出“九五”技改重点及一系列政策红利，带动了印染行业的迅速发展。2008年金融危机，国家投资拉动内需，印染行业逐渐复苏。2011年，印染行业产能达到历史最高峰。而后由于环保政策加严，产能开始下降，更注重如何提高产品附加值和品质。

图14：中国印染行业发展历程



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

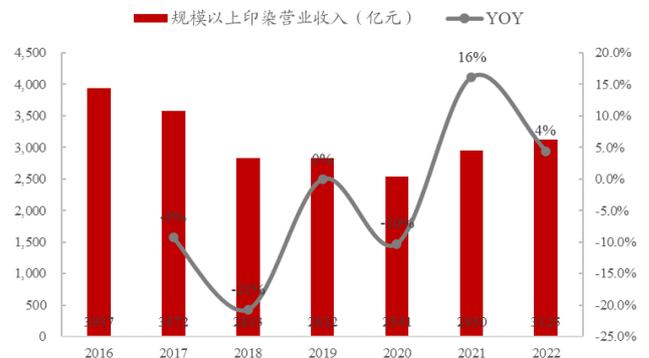
根据国家统计局数据，中国规模以上企业印染布产量从2011-2018年自593亿米下滑至491亿米，其后逐步提升至2021年的606亿米，2022年由于前期高基数（2021年海外供应链受疫情影响出现中断，大量订单转移至国内）原因同比下降7.52%至556.22亿米。中国规模以上印染企业收入虽较2016年的3927亿元依然下降，但已出现企稳回暖，2021/2022均已超2019年同期水平。

图15：我国规模以上企业印染布产量（亿米）



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图16：我国规模以上企业营业收入（亿元）



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

环保要求日趋严格，加速落后产能出清。国内印染行业是一个市场化竞争较为充分的行业。目前国内印染行业集中度仍然不高，近几年来全国规模以上印染企业数量超过1,700家。低端市场领域中小企业数量较多，产品附加值低，市场竞争较为激烈。近年来政府加大了对重污染及高能耗行业的管控力度，印染行业的工业废水排放量

在所有行业中排第二，成加强监管的主要行业。新政策要求印染企业投入资金建设环保设备，污水排放需要达到法定标准，企业需要根据污水排放量缴纳环境保护税；新建项目审批严格。大量未达标的小作坊式工厂被关停，行业壁垒大幅提高。

表9：国内印染龙头企业市场份额测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
规模以上印染企业收入	3937.17	3571.8	2833.13	2831.53	2541.32	2949.87
华孚时尚	52.14	58.86	72.22	71.57	57.08	66.31
百隆东方	52.34	56.51	47.53	42.39	35.93	48.36
航民股份	29.19	32.26	36.69	38.12	30.42	39.3
华纺股份	19.43	23.71	27.25	23.77	23.69	24.5
联发股份	23.52	24.18	24.09	21.69	18.51	22.5
富春染织	9.08	10.62	12.01	12.74	13.62	19.52
迎丰股份	6.83	9.01	9.87	9.04	7.8	12.62
合计	192.53	215.15	229.66	219.32	187.05	233.11
收入占比	4.89%	6.02%	8.11%	7.75%	7.36%	7.90%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

注：各公司仅统计印染相关业务收入

华孚时尚：纱线/百隆东方：色纺纱/航民股份：纺织印染业务/华纺股份：印染产品/联发股份：色织布、印染布等/富春染织：/迎丰股份：印染产品

2021年12月，中国印染行业协会发布了《印染行业“十四五”发展指导意见》。明确了行业增长、科技创新、结构调整、绿色发展四大方面的发展目标，要求十四五期间，纺织服装制造企业有机物单位产品水耗将至1.3吨水/百米，综合能耗将至32公斤标煤/百米；针织物单位产能水耗将至85吨水/吨，综合能耗将至1.1吨标煤/吨；印染行业水重复利用率进一步提高，达到45%以上；单位产值能耗较“十三五”末降低13%，水耗降低10%。通过更新生产设备、采用长江用水等方式，富春染织能耗利用效率不断提升，2020年平均每吨色纱煤成本为377元，单吨色纱耗水减少至2020年的9元/吨，在行业内处于领先水平。

行业集中度持续提升。随着近年国家产业政策的调控及环保监管力度的加大，印染行业产业结构调整的过程正在加速，部分污染严重、技术落后、盈利能力较差的中小印染企业因经营压力逐渐增大而被迫关闭或者被收购，订单将逐渐向具备环保、技术等竞争优势的大中型企业集中。2021年规模以上印染企业收入为2949.98亿元，色纺纱龙头华孚时尚的纱线印染收入为66.31亿元，占比仅为2.25%，华孚时尚、百隆东方等7家行业龙头企业印染业务收入合计233.11亿元，占比为7.9%。较2016年的4.89%有明显提升。

表10: 近年以来印染行业污染相关法律及政策文件

文件名称	发布单位	发布时间	摘要
《中华人民共和国环境保护税法实施条例》	国务院	2018年1月	为保障环境保护税法顺利实施,制定实施条例,细化法律的有关规定,进一步明确界限、增强可操作性。
《中华人民共和国水污染防治法》	全国人民代表大会常务委员会	2018年1月	修订后完善了总量控制制度和排污许可制度的相关规定,进一步约束了企业排污行为,要求在排污许可证上明确水污染物种类、浓度、总量等内容。
《中华人民共和国环境保护税法》	全国人民代表大会常务委员会	2018年1月	2018年环境保护费改税后,排污单位不再缴纳排污费,改为缴纳环境保护税。相比排污费,环境保护税“多排多缴、少排少缴、不排不缴”的税制设计能够发挥税收杠杆的绿色调节作用,引导排污单位提升环保意识。
《排污许可管理办法(试行)》	环境保护部	2018年1月	《管理办法》注重强化排污单位污染治理主体责任,要求排污单位必须持证排污,无证不得排污,并通过建立企业承诺、自行监测、台账记录、执行报告、信息公开等制度,进一步落实持证排污单位污染治理主体责任。
《纺织印染建设项目重大变动清单》(试行)	环境保护部	2018年1月	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。
《中华人民共和国环境影响评价法》	全国人民代表大会常务委员会	2018年12月	通过弱化行政审批、强化规划环评、加大未批先建处罚力度,新修改的《环评法》目的在于实现从源头减少环境污染的目标。
《产业结构调整指导目录》(2019年本)	国家发改委	2019年1月	采用数字化智能化印染技术装备、染整清洁生产技术(酶处理、高效短流程前处理、针织物连续平幅前处理、低温前处理及染色、低盐或无盐染色、低尿素印花、小浴比气流或气液染色、数码喷墨印花、泡沫整理等)、功能性整理技术、新型染色加工技术、复合面料加工技术,生产高档纺织面料,属于国家鼓励的建设项目。
《印染行业绿色发展技术指南(2019版)》	工信部	2019年10月	为推动印染行业绿色发展,对印染行业中绿色先进适用技术及前沿科技攻关技术进行总结,鼓励指导企业积极使用并不断研发先进绿色技术。
《固定污染源排污许可分类管理名录》(2019版)	生态环境部	2019年12月	国家根据排放污染物的企业事业单位和其他生产经营者(以下简称排污单位)污染物产生量、排放量、对环境的影响程度等因素,实行排污许可重点管理、简化管理和登记管理。
《纺织染整工业废水治理工程技术规范》	生态环境部	2020年1月	规定了纺织染整工业废水治理工程的设计、施工验收、运行和维护的技术要求。本标准为指导性标准。
《关于推进污水资源化利用的指导意见》	发改委	2021年1月	实施工业废水循环利用工程。重点围绕火电、石化钢铁、有色、造纸、印染等高耗水行业,组织开展企业内部废水利用,创建一批工业废水循环利用示范企业、园区,通过典型示范带动企业用水效率提升。在长三角地区遴选电子信息、纺织印染、化工材料等国家高新区率先示范,到2025年建成若干国家高新区工业废水近零排放科技创新试点工程。
《关于长江流域生态环境保护工作情况的报告》	国务院	2021年6月	推动新建冶金、电镀、化工、印染、制革、原料药制造等企业在符合产业定位的园区布局,排放污水由园区集中处理
《关于茧丝绸行业“十四五”发展的指导意见》	商务部	2021年9月	加快推广高效率、低能耗、循环回用、清洁生产等技术装备的推广应用,重点推动巢丝、绢纺、印染相关企业技术改造,提升行业整体节能减排水平。
《典型地区再生水利用配置试点方案》	发改委	2021年12月	将再生水作为工业园区生产用水的重要水源,在火电、石化、钢铁、有色、造纸、印染等高耗水行业创建一批工业废水循环利用示范企业、园区。
《2022年政府工作报告》	国务院	2022年3月	持续改善生态环境,推动绿色低碳发展,加强污染治理和生态保护修复,处理好发展和减排关系,促进人与自然和谐共生。

资料来源:司法部网站、环保部网站、中央人民政府网站、浙商证券研究所

2.3 行业边际变化 2: 棉价有望上行, 行业盈利能力或边际改善

复盘历史棉价走势, 可以发现棉价波动主要由供需变化和流动性主导:

- 1) **2010-2011 年棉价大幅向上, 主要由于供不应求及货币宽松:** 2008 年开始全球金融危机爆发, 各国政府实行宽松货币政策导致市场流动性大大增加, 同时中国棉花出现减产导致供不应求, 国际棉价在 2011 年 3 月达到 40572 元/吨的高点。
- 2) **2012-2016 年全球棉花供过于求, 进入下行去库存通道:** 棉价大幅上涨促使棉农大幅扩产, 棉花产量大幅增加, 供大于求导致棉价下行进入清库存阶段。11-13 年因国内为保护棉农收储超 1000 万吨, 所以国内棉价下降趋势缓于国际棉价。
- 3) **2017-2018 年全球棉花基本供需平衡:** 2017 和 2018 年全球棉花产量和消费量相近, 供需平衡, 棉价保持稳定。
- 4) **2019 到 2020 年在贸易战和疫情双重打击下棉价进入低迷, 库存再次高企:** 2019 年至 2020 年因中美贸易战和疫情影响需求下降, 棉价下行, 库存增加。但随着 2020 年 9 月以来经济复苏以及全球流动性宽裕下带动大宗商品的集体上涨, 棉价逐步恢复正常水平。
- 5) **2021-2022.03 年宽松货币下政策棉价上行后逐步回落企稳:** 2020 年 9 月后全球经济有所复苏, 叠加前期各国政府出台了大规模刺激政策, 宽松流动性带动棉花等大宗商品价格上升, 2022 年 3 月 328 棉价达到 2.82 万元/吨的高点。目前已回落至 1.52 万元/吨的水平。伴随国内外需求逐步回暖, 当前棉价下方有支撑, 上方有动能。

图 17: 中国棉花价格历史复盘



资料来源: wind、浙商证券研究所

从最基础的供需关系来看, 中国在棉花消费上实际上每年都有 200 万吨的缺口。供给方面, 目前我国棉花供给维持在每年 600 万吨的水平, 同时目前库存比已处于正常状态。但是中国的棉花消费量稳定在 800 万吨/年的水平, 因此中国在棉花消费上实际上每年都有 200 万吨的缺口。首先, 从供给方看, 自从收储政策结束, 14 年以来随着棉花价格的大幅下滑中国的棉花产量迅速萎缩, 从最高时期的 760 万吨稳定在目前 600 万吨左右。棉花种植面积也在从高峰期快速下降, 稳定在当前水平。同时, 我国棉花的种植面积目前整体保持稳定, 短期内的增产难度较大。一方面随着棉价持续走弱棉农种

植意愿较低，另一方面其他经济作物（玉米等）的价格不断走强，也让棉花的种植面积在近年持续保持稳定。

表11: 全球棉花产销量情况

单位: 万吨	全球棉花产量	全球棉花消费量	全球棉花库存	库消比
2007/2008	2,611	2,688	1,353	0.50
2008/2009	2,332	2,394	1,318	0.55
2009/2010	2,213	2,591	965	0.37
2010/2011	2,534	2,486	1,065	0.43
2011/2012	2,757	2,239	1,594	0.71
2012/2013	2,690	2,345	1,960	0.84
2013/2014	2,622	2,394	2,244	0.94
2014/2015	2,595	2,426	2,431	1.00
2015/2016	2,093	2,444	2,076	0.85
2016/2017	2,322	2,529	1,751	0.69
2017/2018	2,695	2,673	1,760	0.66
2018/2019	2,581	2,623	1,741	0.66
2019/2020	2,635	2,258	2,113	0.94
2020/2021	2,427	2,682	1,888	0.70
2021/2022	2519	2555	1856	0.73
2022/2023 (2月)	2490	2409	1940	0.80
2022/2023 (3月)	2506	2397	1985	0.83

资料来源: USDA、浙商证券研究所

表12: 中国棉花产销量情况

单位: 万吨	中国棉花产量	中国棉花消费量	中国棉花进口量	中国棉花库存	库消比
2008/2009	799	958	152	487	0.51
2009/2010	697	1,089	237	332	0.31
2010/2011	664	1,002	261	231	0.23
2011/2012	740	827	534	677	0.82
2012/2013	762	784	443	1,096	1.40
2013/2014	713	751	307	1,365	1.82
2014/2015	653	740	180	1,457	1.97
2015/2016	479	762	96	1,267	1.66
2016/2017	495	838	110	1,000	1.19
2017/2018	599	893	124	827	0.93
2018/2019	604	860	210	777	0.90
2019/2020	593	719	155	803	1.12
2020/2021	644	893	280	823	0.92
2021/2022	583	762	171	812	1.07
2022/2023 (2月)	620.5	783.8	168.7	815.20	1.04
2022/2023 (3月)	642.3	783.8	163.3	858.70	1.10

资料来源: USDA、浙商证券研究所

此外，短期来看：

供应端：2022 年棉价下降降低了棉农生产积极性，2023 年棉花供给或将缩减。根据中国棉花协会，2023 年 2 月 400 型棉花加工企业 3128 级籽棉平均收购价为 6.3 元/kg，同比下降 22.2%，环比下降 3.6%，新疆籽棉收购价为 6.2 元/kg，同比下降 21.1%，环比下降 3.8%。中国棉花协会 2023 年首次植棉意向调查显示，由于棉价下跌，棉农植棉积极性不高，全国意向面积同比下降 1%。

需求端：2022 年 11 月国家优化了疫情防控政策，目前各地感染高峰均已过去，居民消费信心逐步恢复，春节期间人流、消费等各项数据均有明显回暖。2023 年政府工

作报告将 GDP 增长目标定为 5% 左右，各地也都陆续出台了稳增长政策。服饰消费等需求有望提升，进而带动棉花价格上行。

库存端：2022 年整体来看纱线库存高于前几年水平，但 22 年下半年以来已经持续下降，2022 年 12 月纱线库存水平已降至 17.48 天，低于 2021 年同期水平，23 年 1 月受春节影响库存天数有所上升，但仍低于 22 年年初水平，因此库存压力相对较小。

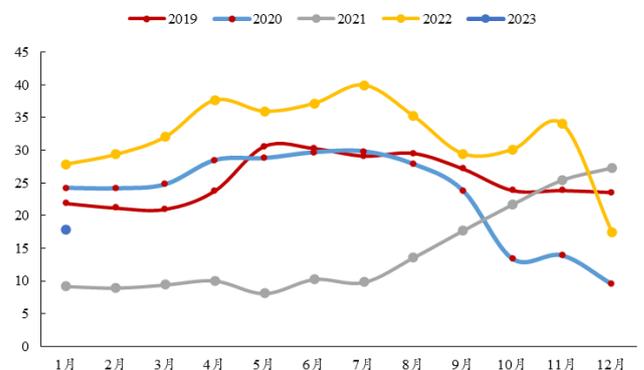
虽然终端需求仍未完全恢复，但我们预期后续年品牌商将会逐步开启正常的补库节奏，棉价已具备上涨基本条件。以美国和中国为例，无论是整体市场还是龙头上市公司，在经历了近一年的库存清理之后，当前库存均有一定程度的回落。我们预计来自终端的补库需求将会逐渐回到过往几年的正常水平。这有望让产业链整体的订单开始正常运转。

图18：新疆籽棉收购价（元/斤）



资料来源：wind、浙商证券研究所

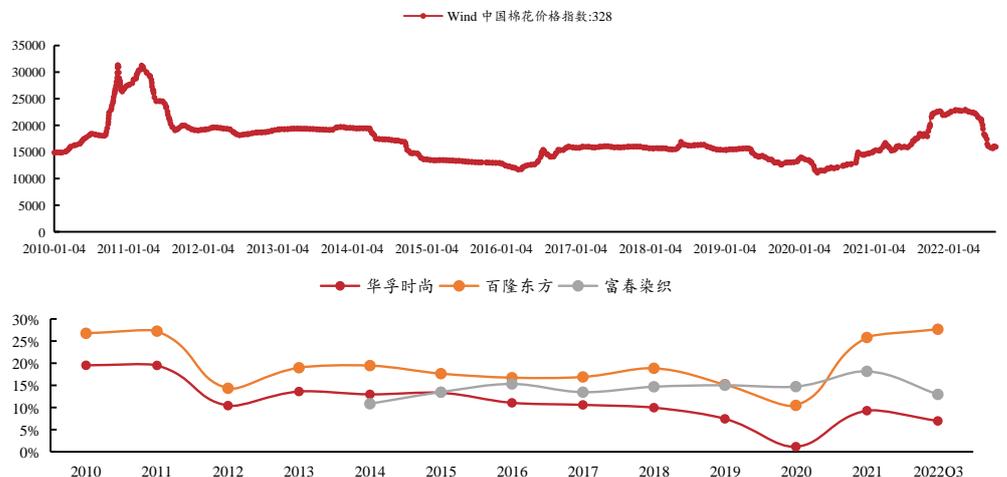
图19：历年纱线库存天数（天）



资料来源：wind、浙商证券研究所

棉花作为棉纱印染行业主要原材料，其涨价将会增厚行业盈利能力。在棉纱印染行业中，棉纱是主要原材料，棉纱是棉纤维经纺纱工艺加工而成的纱，经过染色、织造等工序后成为布匹或服装，棉纱的价格主要受上游棉花产量和价格的影响。由于棉纱印染行业公司的生产成本普遍以原材料为主，且纱线销售订单价格由现货价格决定，因此在阶段性的棉价上涨趋势能够让棉纱印染公司享受到一段较大的低成本、高售价红利。以华孚时尚和百隆东方等龙头公司为例，为保证生产有序进行，国内的相关龙头往往会囤积 3-6 个月的棉花库存。

图20：代表性印染行业公司毛利率与棉价走势对比



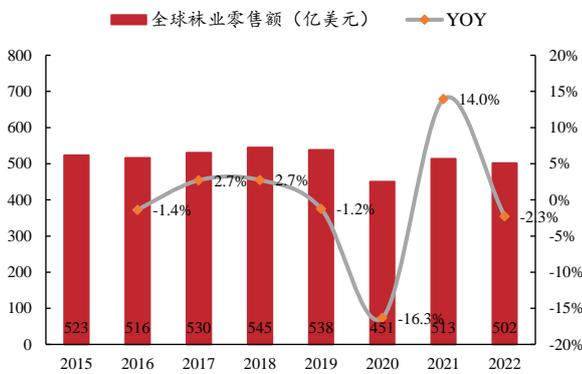
资料来源：公司公告、wind、浙商证券研究所

2.4 市场空间测算：市场空间 300 亿，袜纱市占率已显著领先

色纱的应用主要于下游的袜业和家纺领域，分部来看：

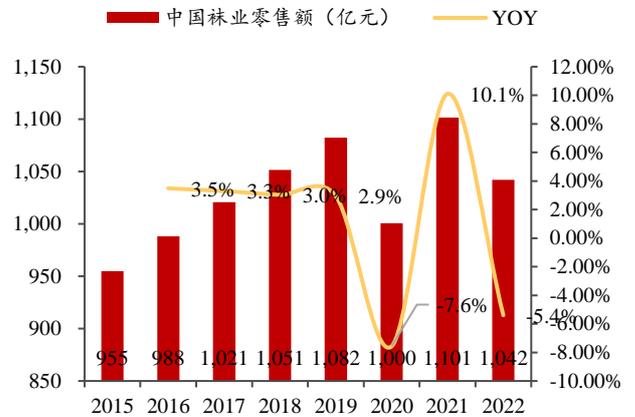
我国为全球袜子出口第一大国，出口额全球占比超 40%。根据欧睿数据，全球袜子市场规模从 2015 年的 523 亿美元下降至 2022 年的 502 亿美元，下滑主要受疫情影响，2019 年全球袜子市场规模为 538.24 亿美元，Euromonitor 预测 2027 年全球袜子市场将达到 636.9 亿美元，2022-2027 年预计 CAGR 为 4.9%。中国袜子市场从 2015 年的 955 亿元增长至 2022 年的 1042 亿元，CAGR 为 1.8%，占全球袜子市场的比重也从 2015 年的 29.29% 上升至 2022 年的 33.26%（按每年平均汇率计算），2027 年预计我国袜子市场将达到 1278 亿元，2022 年-2027 年 CAGR 为 4.2%。得益于较低的劳动力成本和成熟的工业体系，我国连续多年为全球袜子出口第一大国，2021 年袜子出口占全球出口比例为 44.0%。

图21：全球袜业市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图22：我国袜业市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表13：中国袜业市占率及出口比例测算

	2017	2018	2019	2020	2021
全球袜业零售额 (亿美元)	530	545	538	451	513
平均汇率	675	662	690	690	645
中国袜业零售额 (亿美元)	151	159	157	145	171
全球占比	28.5%	29.2%	29.1%	32.2%	33.3%
中国袜子出口金额 (亿美元)	57	62	62	51	64
YOY		7.6%	0.8%	-18.0%	25.6%
占全球总出口	44.2%	44.9%	45.0%	42.8%	44.0%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

注：袜子出口数据统计范围为 HS 编码 6115，汇率选取当年平均汇率折算

表14：中国家纺市占率及出口比例测算

	2017	2018	2019	2020	2021
全球家纺零售额 (亿美元)	1900	1970	1964	1960	2271
平均汇率	675	662	690	690	645
中国家纺零售额 (亿美元)	241	260	259	243	307
全球占比	12.67%	13.19%	13.20%	12.40%	13.52%
中国家纺出口金额 (亿美元) *	395	421	427	372	481
YOY	2.25%	6.64%	1.41%	-12.84%	29.36%

资料来源：Euromonitor，中国家纺协会，浙商证券研究所

注：汇率选取当年平均汇率折算，出口数据来自中国家纺协会

家纺为色纱另一主要应用领域，行业整体 CAGR~2%。中国家纺市场也已进入成熟期，根据欧睿数据，2015 年-2022 年全球家纺行业市场规模自 1819 亿美元增长至 2375

亿美元，CAGR~3.9%；2015年-2022年中国家纺市场行业规模自1388亿元增长至2130亿元，CAGR~6.3%。我国也是家纺出口大国，2014-2021年我国家纺出口金额从420.9亿美元上升至479.25亿美元，CAGR为1.9%。

图23: 全球家纺市场规模及增速 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图24: 我国家纺市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

我们分袜子和家纺两个领域对色纱行业整体需求进行预测:

1) 袜子:

需求: 袜子需求包括国内和国外两部分，2022-2025年国内需求增速根据Euromonitor预测确定，出口增速假设与全球需求增速保持同步。

OEM 市场: 考虑到袜子市场整体线上品牌在生产成本基础上加价倍率一般控制在1.5-3倍之间，线下品牌一般在生产成本基础上加价倍率在2-10倍之间。若我们以3为平均倍率进行测算，预计22年OEM代工行业市场规模为780亿。据义乌袜业行业协会的数据，目前丝袜占我国袜子行业销量的46.15%，棉袜等其他袜类产品占53.85%，我们假设棉袜占比为50%，则来自棉袜的OEM市场代工份额约390亿。

市场规模测算: 参考行业内上市公司的毛利率情况，假设棉袜平均毛利率为25%，原材料成本占比为60%，色纱占比为60%，则色纱在棉袜价值占比为27% (75%*60%*60%)，预计2025年棉袜色纱市场规模将达到122亿元。考虑到22年富春染织营业收入22亿，预计全球市占率高达21%，在棉袜色纱领域具备绝对领先优势。

2) 家纺领域:

需求: 家纺需求包括国内和国外两部分，2022-2025年国内需求增速根据Euromonitor预测确定，出口增速假设与全球需求增速保持同步。

OEM 市场: 根据中国家纺协会数据，2021年棉类家纺出口金额为57.58亿美元，占总家纺出口比例为12% (我国出口家纺以化纤类为主，占比高达70%)。根据家纺上市公司情况，考虑到家纺市场加价倍率一般控制在1.5-3倍之间。

市场规模测算: 考虑到内需外需差异，若我们以棉质占比为15%进行测算，以2为平均倍率进行测算，2022年预计棉质家纺OEM代工行业市场规模超515亿。参考家纺上市公司财务情况，预计原材料占比为50%，假设色纱占比为60%，则家纺中色纱价值占比为30%，则我们预计22年家纺领域色纱市场规模约为154亿，预计2025年棉质家纺色纱市场规模将达到178亿元。

综上，家纺与袜子领域预计 2025 年来自色纱的 OEM 代工市场规模高达 300 亿。

表15： 袜业及家纺行业色纱市场规模测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
袜子						
国内销售 (亿元)	1000	1101	1042	1152	1187	1218
YOY	-7.60%	10.10%	-5.40%	10.59%	3.00%	2.63%
出口国外 (亿元)	351	413	433	454	476	500
YOY	-18.03%	17.52%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%
袜子需求合计 (亿元)	1352	1514	1475	1607	1663	1718
OEM 代工市场规模*①	685	780	780	838	872	906
棉袜占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%
棉袜 OEM 代工市场规模	342	390	390	419	436	453
色纱行业占比	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
棉袜色纱市场规模-OEM口径 (亿元)	92	105	105	113	118	122
富春营业收入	15	22	22			
富春染织当前市占率	16%	21%	21%			
家纺						
国内销售 (亿元)	1676	1980	2130	2312	2481	2655
YOY	-6.30%	18.13%	7.59%	8.55%	7.30%	7.01%
出口国外 (亿元)	2567	3104	3225	3351	3481	3617
YOY	-12.84%	29.36%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
需求合计 (亿元)	4243	5084	5355	5663	5963	6272
OEM 代工市场规模*②	3405	4094	4290	4507	4722	4945
棉质家纺占比	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
棉质家纺 OEM 代工市场规模	409	491	515	541	567	593
色纱价值占比	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
家纺色纱市场规模 (亿元) -OEM口径	123	147	154	162	170	178
色纱市场规模合计 (亿元)	215	253	260	275	288	300

资料来源：Euromonitor、浙商证券研究所

*①计算方式：OEM 代工市场=国内需求/3+直接出口（假设平均加价倍率为 3）

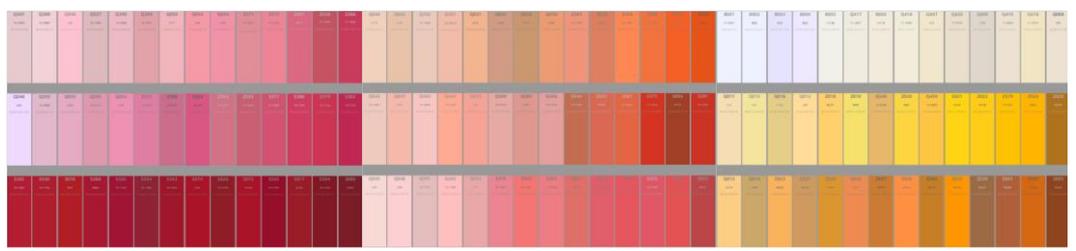
*②计算方式：OEM 代工市场=国内需求/2+直接出口（假设平均加价倍率为 2）

3 核心壁垒：大规模+高环保+资源垄断

3.1 规模效应：标准化生产，品控稳定、交付快速

独创富春标准色卡，标准化生产保证品控、前瞻市场需求。随着社会大众对色彩科学认识的逐步加深，色彩逐渐与产品附加值直接挂钩，随着公司产品种类的不断扩展和色彩研发工作的不断积累，公司自主开发了富春标准色卡，涵盖六百余种颜色。客户可以通过色卡直观感受公司产品的色彩和质量，从而快速、准确地作出选择。同时，公司通过色卡颜色的标准化生产，确保了产品质量的稳定。同时，结合历史订单、市场未来需求等信息进行一定规模的备货，对于预判未来市场需求动向有所帮助。

图25：公司色卡部分示意



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

完善管理体系长期绑定优质供应商。公司建立了完善的供应商管理制度和评价体系，每年公司根据供应商的交货周期、产品品质、信用资质和服务表现对供应商进行综合评价，并根据评价结果及时更新合格供应商名录，确保供应商能持续满足公司生产经营的要求。公司质检中心的原材料检验人员主要负责对胚纱、染料、助剂等原材料质量进行测试和检验，所有原材料均需检验合格后方可入库。在原材料中，胚纱检测主要包括匀度、强度、捻度、强性、线密度、上染率等；染料检测主要包括染料力份、色光、色牢度等；助剂检测主要包括含固量、纯度、性能等。公司对原料严格把关，为生产出高品质产品奠定了基础。公司 2018-2020 年前五大核心供应商供货比例分别为 56.6%/42.5%/45.4%。

表16：公司 18-20 年前五大供应商供货占比

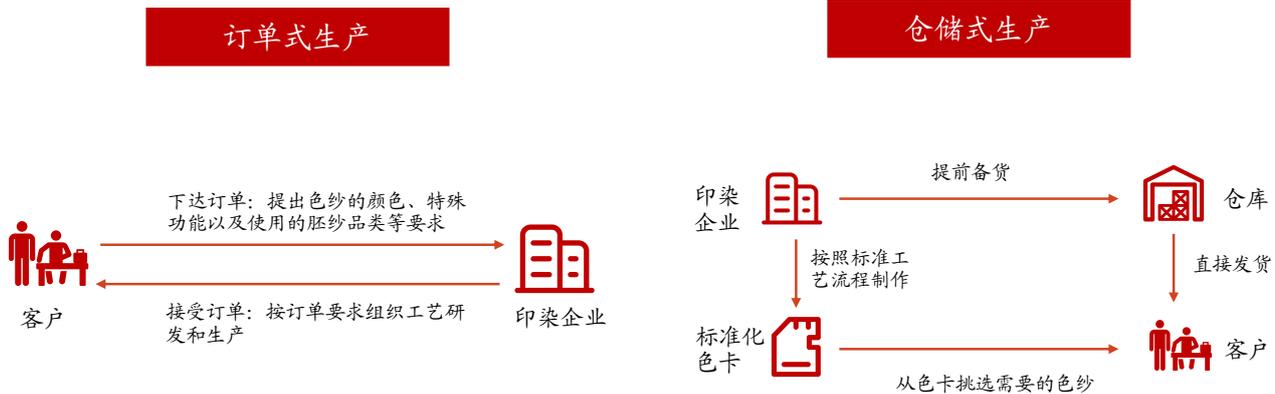
	2018		2019		2020	
	供应商	占比	供应商	占比	供应商	占比
1	华芳集团纺织品销售有限公司	17.16%	华芳集团纺织品销售有限公司	19.40%	华芳集团纺织品销售有限公司	19.27%
2	PTINDAH 及其关联方	12.76%	PTINDAH 及其关联方	8.79%	PTINDAH 及其关联方	9.48%
3	孝棉纺织集团	10.48%	金衡纺织	6.10%	金衡纺织	6.53%
4	冠星纺织集团	10.37%	冠星纺织集团	4.27%	初初化工及其关联方	5.34%
5	EJAZ 及其关联方	5.82%	TRALYSPINNINGJOINTSTOCKCOMPANY	3.98%	冠星纺织集团	4.75%
	合计占比	56.59%		42.54%		45.37%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

仓储式生产为主的生产模式有利于扩大规模效应优势。我国印染企业生产经营模式主要包括“订单式生产”模式和“仓储式生产”模式。“订单式生产”的经营模式即由客户向印染企业下达订单提出色纱的颜色、特殊功能以及使用的胚纱品类等需求，印染企业接受订单后按订单要求组织工艺、研发和生产。“仓储式生产”的经营模式即将已生产或研发试制成功的各类色纱的染料配方、助剂使用、生产工艺等标准化后，

按照标准工艺流程对色卡中各类色纱先行进行生产备货，客户从色卡中挑选所需色纱后向公司下单。与“订单式生产”经营模式相比，“仓储式生产”经营模式可以实现色纱的标准化、大批量生产，能够充分利用生产资源，降低生产成本，并大大缩短交货周期。同时，对客户而言，较短的采购周期也能提高客户的资金周转率。

图26: “仓储式”+“订单式”结合的生产模式



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

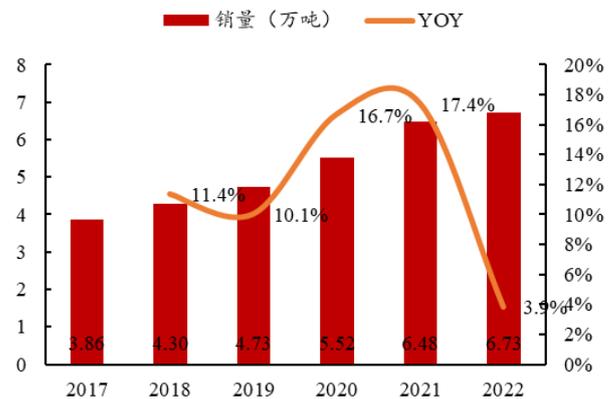
产能利用率与产销率逐年提升。 标准化生产要求以及仓储式生产模式下，公司产能利用率始终保持在满产水位，2017年-2022年，公司产能自4.2万吨提升至6.6万吨，产量自3.8万吨提升至6.85万吨，销量自3.9万吨提升至6.73万吨，产能利用率与产销率逐步提升。2017-2022年公司产能利用率自90.8%提升至103.8%，产销率从2021年的98.03%提升至98.25%。

图27: 公司历年产量及YOY



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图28: 公司历年销量及YOY



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

单吨生产成本逐步下降，21、22年受原材料价格提升而上涨。 2017-2020年公司单吨色纱生产成本自3.00万元下降至2.34万元，21、22年由于大宗商品走势异常及能源价格上涨因素有显著提升，由于公司生产成本中超过80%占比来自直接材料占比，因此21、22年单吨成本较高。同时，“仓储式生产”经营模式可以实现色纱大批量生产，使得公司对于供应商的议价能力增强，并充分利用生产资源，降低损耗。总体而言，在仓储式生产与扩产的背景下，公司总体产能规模持续提升，订单充沛，产能利用率稳中有升，带动单吨生产成本持续下降。

表17: 公司色纱业务产能利用率/产销率与单吨成本测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
产量(万吨)	3.81	4.42	4.75	5.49	6.61	6.85
YOY		15.8%	7.5%	15.5%	20.5%	3.6%
产能(万吨)	4.20	4.40	4.70	5.40	6.60	6.60
产能利用率	90.8%	100.4%	101.1%	101.6%	100.2%	103.8%
销量(万吨)	3.86	4.30	4.73	5.52	6.48	6.73
YOY		11.4%	10.1%	16.7%	17.4%	3.9%
产销率	101.19%	97.29%	99.55%	100.60%	98.03%	98.25%
单吨售价(万元/吨)	2.82	2.86	2.77	2.53	3.09	3.02
YOY		1.6%	-3.3%	-8.6%	22.2%	-2.3%
生产成本(百万元)	1,143	1,215	1,180	1,284	1,771.90	1,947.28
单吨成本(万元)	3.00	2.75	2.48	2.34	2.68	2.81
YOY		-8.2%	-9.8%	-5.8%	14.6%	14.6%
单吨净利(万元)	0.19	0.23	0.19	0.21	0.36	0.24
YOY		19.8%	-15.9%	6.6%	74.9%	-32.6%

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

注意:此处生产成本为综合单吨成本,毛利率为剔除授权业务后的综合毛利率(包括色纱&加工),吨售价为剔除贸易纱后收入/销量,吨利润为净利润/销量

仓储式生产可提升交付效率,公司周转效率行业领先。订单式生产一般流程为销售部门与客户对接好具体需求,研发部门协同生产部门进行工艺研发,并打样试制交与客户确认,客户确认后再由生产部门制定生产计划安排生产,一般而言周期达一周以上。而仓储式生产则简化了这个过程,可以保证即时采购、即时发货,订单周期可缩短至3天。无论式应付账款周转天数还是存货周转天数,和同行相比,公司的表现都十分优秀。通常情况下,公司订单交期一般为3-7天。

表18: 同业存货周转天数与应付账款周转天数对比

股票代码	名称	存货周转天数						
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
002042.SZ	华孚时尚	156	120	120	145	135	137	139
601339.SH	百隆东方	265	238	204	279	296	251	240
603889.SH	新澳股份	124	121	125	147	141	157	152
605189.SH	富春染织	77	66	72	88	94	83	72
		应收账款周转天数						
002042.SZ	华孚时尚	37	32	24	20	18	19	18
601339.SH	百隆东方	26	29	29	26	26	33	30
603889.SH	新澳股份	19	18	17	21	25	37	27
605189.SH	富春染织	17	14	12	7	7	5	4

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

3.2 工艺领先: 数十项专利高筑壁垒, 自动化生产优势显著

公司重视科技创新,历年研发费用率高于3%,在同业中表现十分优秀。公司2018-2022年研发费用分别为0.48/0.48/0.51/0.70/0.71亿元,研发费用率分别为3.3%/3.4%/3.4%/3.2%/3.2%,历年均高于3%,在同行中表现十分亮眼。公司纱线染色品质取决于染色工艺和染色设备,公司经过多年技术创新和工艺改造,主要产品在色泽、匀染性、透染性、染色牢度等方面达到行业较高水平,获得了下游客户的广泛认可。

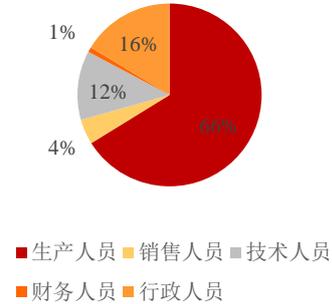
根据 2022 年年报，公司期末员工总数为 1374 人，其中研发人员高达 168 名，占比 12%。2014-2022 年，公司研发费用自 3737 万提升至 7122 万元。CAGR 为 8.4%。

图29: 公司研发费用(百万元)及 YOY



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图30: 公司 2022 年员工结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表19: 公司与可比公司研发费用率比较

		2018	2019	2020	2021
富春染织	研发费用(百万元)	48	48	51	70
	研发费用率	3.3%	3.4%	3.4%	3.2%
三房巷	研发费用(百万元)	10	9	8	9
	研发费用率	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%
华孚时尚	研发费用(百万元)	101	103	113	132
	研发费用率	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%
百隆东方	研发费用(百万元)	142	138	139	155
	研发费用率	2.4%	2.2%	2.3%	2.0%
新澳股份	研发费用(百万元)	72	82	72	96
	研发费用率	2.8%	3.0%	3.2%	2.5%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

产研结合，专注染整工艺开发，拥有专利超 60 项。公司引入国内外先进印染设备，进行自主工艺研发和技术改进，形成工艺技术优势，尤其在高品质筒子纱染整技术方面形成明显优势；拥有独立研发团队，与武汉纺织大学、安徽工程大学等高校进行产学研合作，在染色技术、节能减排、智能制造等方面形成了一系列技术成果，支持公司快速健康发展。公司为国家高新技术企业，共拥有独立知识产权专利 69 项，其中发明专利 28 项。

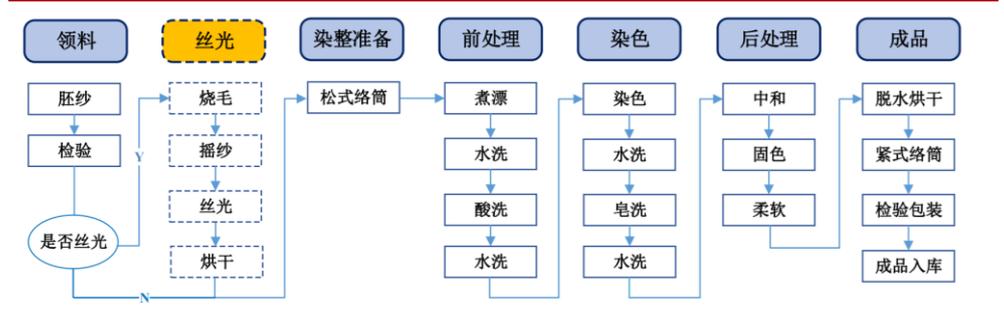
表20: 公司主要核心技术

序号	核心技术	技术概况
1	筒子纱烧毛络纱辅助技术	利用筒子纱的络纱烧毛机和本公司已申报专利的烧毛络纱辅助装置，将紧纱翻倒卷绕成密度、重量、成形等都符合染色要求的筒子纱，能有效地防止染色时的染花现象，消除内外层差，提高染色质量；可以很好地对纱线进行导向，温度控制稳定，烧毛均匀
2	新型筒管染色技术	公司设计采用的染色用筒管，可以保证纱线染色后成型良好，有利于后道共需生产； <u>可以解决卷绕纱线超重造成的塌纱问题，增强筒管中染液内流的喷散性，可使卷绕纱线达到 1.3KG</u>
3	筒子纱压纱片压纱技术	公司设计的压纱片可有效解决现有技术中存在的纱的成形不理想，染色不均匀进而影响筒子纱的染色质量问题， <u>所用压纱片均为半圆形或半椭圆形且包括六个形状相同的压纱片</u>
4	筒子纱浸染嫁接技术	公司设计采用的筒子纱浸染嫁接杆不仅增加了染色空间，提高了生产效率，而且很好地保证了筒子纱的染色质量，解决了现有筒子纱染色设备中的竖杆长度一定，染色空间有限的问题
5	筒子纱倒纱控制技术	公司投入了大量资金和精力进行自动化研发，并且不断升级改造，用筒子纱控制装置实现了对倒纱的张力、长度的有效控制，保障了筒子纱一致性，提高了染色合格率
6	纱线丝光用碱技术	利用新型的配碱装置和纱线丝光用碱技术，能够解决当前长柜配碱装置的三大缺点：1、碱的配比浓度稳定性差；2、碱液输入量大时，安全性差；3、丝光后废碱的回收利用率差
7	测色与计算机配色	公司通过建立计算机测色系统，对每一个客户订做的颜色完成了颜色的存档工作，经过数十年的努力，建立了完善的颜色数据库，借助色度学的理论对这些数据进行处理，通过人机对话进行配色，速度快、精度高，并通过大量的实践，对颜色数据进行修正，优化了很多染料的搭配选择， <u>实现了染色的自动化，克服了传统工艺处理时间长、误差大的缺点，提高了生产效率，并且有效保证了色纱颜色的鲜艳度和各项牢度</u>

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

纱线染色品质的好坏，取决于两方面：1) 染色工艺和染化料；2) 染色设备。染色工艺是为实现染色过程而制定的程序，对染色质量起着非常关键的作用，其往往伴随着新纱种的不断出现及人们对织物，品质日趋向上的追求而发展。染色设备是在染色工艺全过程中，对温度、染液循环流量、加料等有关参数进行控制的手段，染色设备的性能和功能是保证染色工艺实现的关键。公司通过多年的探索，目前产成品制成率达 99.9%，高于行业在 95%-98% 水平。

图31：色纱生产流程图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

生产工艺流程可具体分为 6 道工序：

(1) 丝光：

烧毛：将纱线迅速通过火焰，烧去纱线表面的茸毛，使纱线光洁。

摇纱：将烧毛后的筒子纱线摇成绞，以保证丝光均匀。

丝光：将在一定张力状态下纱线浸入液碱，使纱线产生均匀柔和的光泽。

(2) 染整准备：在筒子纱染色前需要将棉纺厂来的紧式翻倒卷绕成密度、重量、成形等都符合染色要求的筒子纱，对纱线的张力及长度进行良好的控制，可很大程度上提高纱线染色的品质。

(3) 前处理：分为煮漂与酸洗液，前者主要通过精炼剂、液碱、双氧水等化学助剂清除胚纱中的果胶、蜡物、脂液等，保障纱线均匀着色。后者调节纱线煮漂后的酸碱度。

(4) 染色：染料和纱线发生物理与化学结合，使纱线获得鲜艳、均匀和坚固的色泽。其后，使用皂洗剂去除纱线表面残留大量的未反应及已水解的染料，去除纱线上的浮色。

(5) 后处理：

中和：调节染色后纱线的 PH 值。

固色：使用固色剂提高纱线的色牢度。

柔软：使用有机胺化合物改善纱线的手感，提高纱线的织造性能。

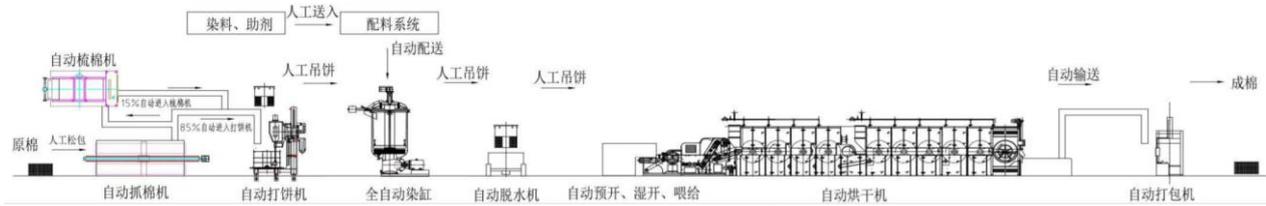
(6) 成品脱水烘干：去除筒子纱线中附着的水分，使含水率符合标准。同时，将烘干好的色纱卷绕为成品（紧式倒筒），要注意控制好纱线的成形，倒筒的效果与

纱线的织造效果密切相关，控制好车间温度湿度，选择合适的蜡非常重要。车间吹吸风系统、卫生状况直接影响了纱线物理品质。

进口优质设备保障产品品质。近年来公司不断加大硬件投入，引进了世界上先进的意大利 BEILLIN 筒子纱染色设备、德国 THIES 快速压力烘干机、意大利 LAWER 全自动染助剂称量、溶解、输送系统、意大利 FADIS 全自动松式络筒机、意大利 RITE 丝光机、RITE 纱线烧毛机、RITE 摇纱机、瑞士乌斯特强力仪、美国 Datacolor 测配色系统等设备，通过消化和吸收，构成一套独具特色完整的技术体系。

公司生产线高度自动化，生产用人较同行几近减半。原棉经人工松包后放入自动抓棉机料斗自动开松，通过风机和管道自吸一式送入打饼机，自动计重压饼（500kg 一饼），通过人工行车吊入染缸，输入电脑系统染色工艺程序运行（染缸内自动进水，自助称料系统加入助剂、染料，自动升温，自动排水），再通过人工行车吊入脱水机，自动脱水 1200 秒，人工行车吊入烘干机托盘上，托盘自动把棉饼输送入湿开松机，通过烘干机循环输送带连续式输入烘箱（可 24 小时连续生产），机尾烘干成品自动抽风管道送入打包机，自动打包计重 OK 后人工移运入成品仓库。整个生产工序只有棉包人工开包，染缸进出缸人工行车吊，脱水机进出人工行车吊，染料助剂需人工送入配料房。其于工序岗位都可电脑系统自动化操作。总生产过程由传统设备的用工人数由 200 人降至 110 人左右。用工量可减少 45% 左右。降低了工人劳动强度和减少用工人数。

图32： 密闭化、自动化、连续化设备布置图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.3 环保壁垒：先进设备巩固自身环保优势，能源利用效率持续提升

环保性投资支出逐年降低，相关设施建设日趋完善。公司环保支出占营收比例在 2018-2019 年维持在 2.0-2.5% 左右，大部分用于环保设施和相关工程建设投入等投资性支出，随着环保支出提升，公司主要污染物排放量呈现整体下降趋势；在 2020 年，环保投资性支出骤减，主要系伴随前期投入大，环保基础设施逐渐完备。

表21： 主体环保设备的处理能力及工艺

项目	2018 年	2019 年	2020 年
成本费用性支出	5.5	8.8	7.1
投资性支出	24.7	28.2	1.9
营业收入	1433.6	1397.6	1515.0
环保支出占营收比例(%)	2.1%	2.6%	0.6%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

同时，公司在生产活动中严格遵守各项指标控制，引进国内外先进环保设备设施，建立污染物在线监测系统，形成完备的环保基础设施，各项环保指标均远高于国家要求。

废水：1) 达标排放，自动化程度高、运行成本低、产生污泥少。废水处理采用磁悬浮风机、德国 KSB 潜水推进器等国内外的先进环保设备，废水经处理污水设施通过

“集水井+调节池+厌氧氧化沟+初沉池+好氧氧化沟+二沉池+高校斜板沉淀池”等流程处理达到排放标准后纳管排放到园区污水处理厂集中处理；2) 自主开发废水处理回用技术，节约优质资源。实行雨污分流、清污分流、冷热分流，结合生产需求，回收生产过程中产生的冷却水、冷凝水，采用清水处理系统进行分质回用处理，实现水资源的充分循环利用。3) 建立废水在线监测系统，在线监测排放浓度、排放量等指标。

废气：1) 达标排放。公司锅炉烟气经 SNCR 脱硝、湿碱法脱硫、布袋除尘等多种工艺进行处理后达标排放，污水站恶臭经碱喷淋、UV 光解等多种工艺进行处理后达标排放，烧毛废气经水喷淋、过滤器等多种工艺进行处理后达标排放。2) 设置废气在线监测系统，在线监测锅炉废弃排放。

表22：主体环保设备的处理能力及工艺

类别	地点	设施名称	处理规模	处理工艺
废水	公用	污水处理系统	现有处理规模 19000t/d (含一期、二期、三期)	集水井+调节池+厌氧氧化沟+初沉池+好氧氧化沟+二沉池+高校斜板沉淀池
	公用	中水回用系统	10000t/d	曝气生物滤池+MBR 膜池+MBR 产水池+反渗透系统+反渗透产水池
	公用	废水深度脱色系统	20000t/d	臭氧氧化工艺
废气	公用	锅炉废气脱硫脱硝除尘装置	55000m ³ /h	SNCR 脱硝+布袋除尘+湿碱法脱硫
	烧毛车间	烧毛废气旋流喷淋塔	35000m ³ /h	水喷淋+过滤器
	公用	恶臭废气处理装置	45000m ³ /h	加盖收集后采用碱液洗涤+除雾+UV 光解+水洗喷淋洗涤
	丝光棉车间	废气处理和地吸系统	126000m ³ /h	卧式旋风水膜除尘+喷雾沉降

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表23：公司三废排放量显著低于国家要求范围

年度	指标	废水			废气	
		COD	NH ₃ -N	SO ₂	NO _x	颗粒物
2017 年	总量指标 (t/a)	467.1	47.0	166.9	96.5	—
	实际排放量 (t/a)	384.0	4.5	81.7	78.7	—
	实际/总量	82%	10%	49%	82%	—
	是否符合范围	符合	符合	符合	符合	—
2018 年	总量指标 (t/a)	467.1	47.0	166.9	96.5	—
	实际排放量 (t/a)	331.6	1.4	61.8	52.4	—
	实际/总量	71%	3%	37%	54%	—
	是否符合范围	符合	符合	符合	符合	—
2019 年	总量指标 (t/a)	826.6	83.0	87.5	86.2	18.6
	实际排放量 (t/a)	309.1	2.5	12.3	19.5	3.1
	实际/总量	37%	3%	14%	23%	17%
	是否符合范围	符合	符合	符合	符合	符合
2020 年	总量指标 (t/a)	826.6	83.0	87.5	86.2	18.6
	实际排放量 (t/a)	392.5	2.7	11.6	39.6	3.5
	实际/总量	47%	3%	13%	46%	19%
	是否符合范围	符合	符合	符合	符合	符合

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

注 1：总量指标取自主管部门颁发或批准的《排污许可证》《建设项目主要污染物新增排放量核定表》；2017-2018 年，颗粒物指标排放主管机构未作具体排放标准。

公司生产经营中实施污染物排放总量控制的主要污染物为 COD、NH₃-N、SO₂、NO_x 和颗粒物，公司主要污染物排放量均远低于国家标准，且逐年下降趋势显著。2017-2020年，根据公司披露情况，实际 COD 排放量占总量指标比例自 82% 下降至 47%、NH₃-N 排放量占总量指标比例自 10% 下降至 3%、SO₂ 排放量占总量指标比例自 49% 下降至 13%、NO_x 排放量占总量指标比例自 82% 下降至 46%，效果显著。具体指标方面，自由基含量、氨氮含量远低于国家标准产成品的色度远高于国家标准。

2016 年国务院发布《控制污染物排放许可制实施方案》(国办发〔2016〕81 号)，随后环境保护部也发布了《排污许可证管理暂行规定》(环水体〔2016〕186 号)。相关企业获得需求许可需经过企业自主申报、省级工业和信息化主管部门核实推荐、专家组评审及现场复核、征求生态环境部意见、网上公示等程序，最终相关名单工业和信息化部予以公告。环保配额逐步成为纺织印染行业的重要壁垒。

表24: 印染企业单位产品能耗和新鲜水取水量规定要求

分类	综合能耗	新鲜水取水量
棉、麻、化纤及混纺织物	≤ 30 公斤标煤/百米	≤ 1.6 吨水/百米
纱线、针织物	≤ 1.1 吨标煤/吨	≤ 90 吨水/吨
真丝绸机织物(含练白)	≤ 36 公斤标煤/百米	≤ 2.2 吨水/百米
精梳毛织物	≤ 150 公斤标煤/百米	≤ 15 吨水/百米

资料来源: 工信部《印染行业规范条件》、浙商证券研究所

3.4 配额及能耗优势: 长江取水, 单位成本持续优化

区位优势得天独厚, 依托长江黄金水道、交通便捷、原材料资源丰富。公司沿长江一线布局, 依托长江黄金水道, 丰富、优质的水资源和便捷的运输通道, 建有芜湖本部生产基地和荆州生产基地。芜湖位于长江中下游, 自古以来便以印染的蓬勃发展而闻名, 水运交通便利, 陆路交通亦可覆盖我国中东部发达地区, 包括绍兴、无锡、嘉兴等重要纺织产业集聚地, 是华东地区重要的综合交通枢纽。湖北省荆州地处中部地区, 棉花资源丰富, 承东启西、连南接北, 运输半径小, 可覆盖中西部、辐射珠三角, 不仅有效降低采购成本和销售物流成本, 缩短采购和销售的运输时间, 而且及时、高效地贴近和服务客户。

表25: 公司色纱业务成本结构单拆

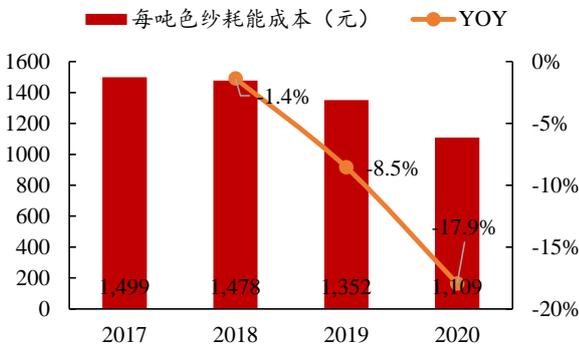
	2017	2018	2019	2020
收入(百万元)	1062	1201	1274	1362
YOY		13.1%	6.1%	7.0%
单吨销售价格(万/吨)	2.93	3.01	2.90	2.64
销量(百吨)	362	399	439	515
产销率	100.00%	99.98%	100.03%	99.99%
毛利率	15.9%	16.4%	15.7%	15.5%
成本(百万元)	893	1004	1074	1152
单吨成本(万/吨)	2.5	2.5	2.4	2.2
产量(百吨)	362	399	439	515
其中: 直接材料	2.1	2.1	2.1	1.9
/单吨成本	84.5%	84.1%	84.2%	83.2%
其中: 直接人工	0.1	0.1	0.1	0.1
/单吨成本	3.4%	3.6%	3.8%	4.5%
其中: 制造费用	0.3	0.3	0.3	0.3
/单位成本	12.0%	12.3%	14.2%	14.8%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

公司成本结构中，制造费用系除直接材料外最高的成本来源。若单拆公司色纱业务，则成本结构主要分为直接材料（占比 83%~84%）、直接人工（占比 3%-5%）、制造费用（占比 12-15%）；2021 年公司年报对于披露范围较招股书略有变动（主要系加工工业业务合并入原色纱业务统一披露），但成本结构同样近似。直接材料包括公司生产所需的胚纱、染料和助剂；直接人工成本主要为生产人员的薪酬，包括为生产相关人员支付的工资、奖金、津贴、社会保险费、住房公积金、职工福利费等；制造费用主要为水电煤等能源费用、固定资产折旧等。

受益于生产设备改进带来的效率提升，公司单吨色纱能源成本自 17 年起持续下降。生产设备改进及工艺的提升助益公司能源利用效率的提升，根据公司招股书披露数据，2017-2020 年，公司每吨色纱耗能成本从 1499 元下降至 1109 元，历年降幅依次为-1.4%/-8.5%/-17.9%，与环保型资产投产节奏保持较强一致性。

图33：公司历年单吨色纱耗能成本及 YOY



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图34：公司历年单吨色纱用煤成本及 YOY



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

煤：单位能耗成本占比超 30%，新设备大幅提升燃烧效率、降低对用煤品质要求。公司主要采用自建锅炉供应蒸汽，以保证经济性及效率稳定性。2019 年公司引入 50t/h 循环流化床锅炉，更高的燃烧效率大幅提升了能源利用率。2017-2020 年，公司平均每吨色纱使用煤成本分别为 553/534/405/377 元，降幅分别为-3.4%/-24.1%/-7.0%，先进设备对于单位煤耗优化明显。同时，用于新设备对于用煤要求更低，公司得以购买成本低廉的煤炭，在 17-19 年煤价整体平稳背景下，公司平均单吨煤价分别为 729/737/548/537 元，新设备的导入效果显著。

图35：2017-2019 年同期煤价平均指数



资料来源：wind、浙商证券研究所

图36：公司历年平均煤价（元/吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

水：优势区位长江取水，用水成本降幅显著。公司生产用水主要来源于长江及自来水，其中长江水价仅0.08元/吨，对比自来水价3.3元/吨较为低廉。2017年-2020年，公司长江取水获批占比自83.6%增长至98.7%。从单位水价看，公司平均价格从2017年0.61元/吨降至0.12元/吨；从单吨色纱耗水情况看，公司从47元/吨减少至9元/吨。

图37：公司历年单吨用水平均价格（元/吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

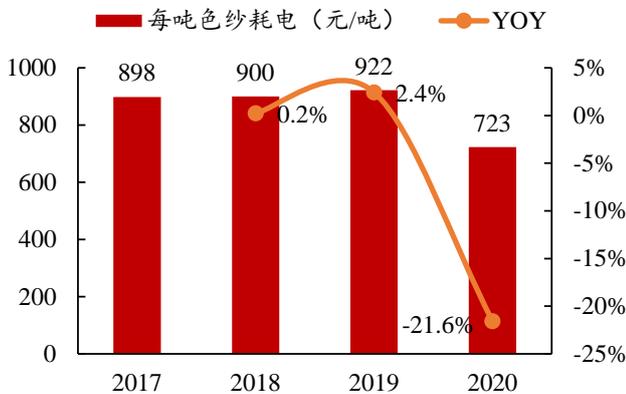
图38：公司历年单吨色纱耗水成本（元/吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

电：单位能耗成本占比超60%，生产用电来自国家电网，系统优化带动电费节约。电力损耗为系统优化的综合结果，2017-2020年，公司每吨色纱耗电成本分别898/900/922/723元，YOY分别为+0.2%/+2.4%/-21.6%，由于电费单价相对稳定，公司通过系统优化下降单吨色纱所需用电量。2017-2020年，公司每吨色纱耗电1523/1504/1507/1314度，YOY分别为-1.3%/+0.2%/-12.8%。

图39：公司历年单吨色纱耗电成本（元/吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图40：公司历年单吨色纱耗电量（度/吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

若我们以2019年前公司尚未更换当前主要先进生产设备的能耗情况来假设同业情况，假设煤价价格走势相对平稳基础上，以公司2020年各项指标为对比，预计公司能耗成本的有效节约较同业对于毛利率贡献为1.5pp。

表26: 公司能源成本对毛利率影响测算

	同业	公司	注释
其中: 煤			
单吨煤价	729	537	假设煤价走势相对平稳; 同业因设备原因使用煤的标准较高, 以公司未更换设备的单吨煤价假设同业情况;
单吨色纱用煤量	0.76	0.70	以公司未更换设备前单吨色纱用煤量假设同业情况;
单吨色纱煤费支出	553	377	
其中: 水			
单吨水价	3.30	0.12	假设同业取水均为自来水;
单吨色纱用水量	90	74	根据工信部《印染行业规范条文件(2017版)》要求, 印染纱线新鲜取水量为≤90吨。
单吨色纱用水支出	297	9	
其中: 电			
单吨电价	0.55	0.55	国家电网供电
单吨色纱用电量	1523	1314	以公司未更换设备的单吨色纱用电量假设同业情况;
单吨色纱用电支出	838	723	
合计(单吨色纱能耗成本)	1688	1109	
对于总成本占比		4.3%	2021年年报披露
预计对于毛利率影响		1.5pct	

资料来源: 公司公告、工信部、浙商证券研究所

表27: 公司能耗成本细项拆分(附)

	2017	2018	2019	2020
主要产品产量(吨)	38124	44167	47499	54854
总能源成本(万元)	5714	6529	6422	6085
每吨色纱耗能成本(元)	1499	1478	1352	1109
YOY		-1.4%	-8.5%	-17.9%
其中: 煤				
煤费支出(万元)	2108	2358	1925	2068
用煤量(万吨)	2.9	3.2	3.5	3.8
单吨色纱用煤量	0.8	0.7	0.7	0.7
平均煤价(元/吨)	729	737	548	537
YOY		1.1%	-25.7%	-1.9%
每吨色纱耗煤(元/吨)	553	534	405	377
YOY		-3.4%	-24.1%	-7.0%
单位能耗占比	36.9%	36.1%	30.0%	34.0%
其中: 水				
水费支出(万元)	180	195	116	50
用水量(万吨)	296	323	346	405
单吨色纱用水量(吨)	78	73	73	74
平均水价	0.61	0.60	0.34	0.12
YOY		-1.6%	-43.3%	-64.7%
每吨色纱耗水(元/吨)	47	44	25	9
YOY		-6.8%	-44.5%	-63.0%
长江取水量占比	83.6%	83.8%	92.1%	98.7%
长江取水价格	0.08	0.08	0.08	0.08
自来水价格	3.30	3.30	3.30	3.30
单位能耗占比	3.2%	3.0%	1.8%	0.8%
其中: 电				
电费支出(万元)	3424	3976	4380	3967
用电量(万度)	5807	6642	7157	7207
平均电价	0.59	0.60	0.61	0.55
YOY		1.7%	1.7%	-9.8%
每吨色纱耗电(元/吨)	898	900	922	723
YOY		0.2%	2.4%	-21.6%
电/单吨能耗	60%	61%	68%	65%
单吨色纱用电量(度)	1523	1504	1507	1314
YOY		-1.3%	0.2%	-12.8%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4 增长驱动：产能加速扩张，横向拓展新品，纵向延展上游

规模优势明显，细分赛道份额领先。公司在细分行业中市场地位显著领先，主要竞争对手包括上海题桥纺织染纱有限公司、绍兴周控股集团有限公司。具体而言，上海题桥纺织染纱有限公司成立于1997年7月，位于上海市闵行区，主要产品有色纱线、针织色布及提花布等），目前染纱部拥有5KG至2500KG香港产的高温高压筒子染纱机100多台，日产各类色纱100吨。绍兴周控股集团有限公司成立于2009年8月，位于浙江省绍兴市，主要产品有纯棉、腈纶、人造丝、锦纶丝、涤纶低弹丝等染色纱线，集团年产涡流纺色纺纱，纯棉、腈纶、人造丝、锦纶丝、涤纶低弹丝等染色纱线60000-80000吨。而富春仅在纯棉色纺纱领域产量已高达6.85万吨，且23/24年产能集中释放有望进一步加大规模优势。

此外，公司于22年3月14日公告了11万吨高品质筒子纱生产线建设项目可行性研究报告，项目建设期3年，投产后第三年达产，可实现年产值31亿元的生产规模。

表28：筒子纱主要扩产项目

公告时间	项目	投产进度
2021/5/18	年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目	23年3月全部投产
2021/12/8	年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目（荆州）	23年4月初/7月初/9月-10月陆续释放产能
2023/3/14	湖北富春染年产11万吨高品质筒子纱生产线建设项目可行性研究报告	建设期共计36个月，第1-24个月完成其中三幢厂房、基础设施及配套建设；并在第25-36个月期间完成设备购置及安装调试、新员工招募培训及生产准备；投产后第三年产能完全释放。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表29：色纱业务量价拆分及扩产测算

色纱业务增长驱动拆分	2019年	2020年	2021年	2022	2023E	2024E	2025E
量							
产能(百吨)	470	540	660	660	1260	1560	1560
变动	30	70	120	/	300	300	0
产量(百吨)	475	549	661	685	1071	1303	1435
YOY	7.5%	15.5%	20.5%	3.6%	56.4%	21.6%	10.2%
产能利用率	101.1%	101.6%	100.2%	103.8%	85.0%	83.5%	92.0%
销量(百吨)	473	552	648	673	1071	1303	1435
YOY	10.1%	16.7%	17.4%	3.9%	59.1%	21.6%	10.2%
产销率	99.6%	100.6%	98.0%	98.2%	100.0%	100.0%	100.0%
价							
平均销售单价(万/吨)	2.77	2.53	3.09	3.02	2.63	2.71	2.76
YOY	-3.3%	-8.6%	22.2%	-2.3%	-13.0%	3.2%	1.7%
单吨销售价格变动	-3.3%	-8.6%	22.2%	-2.3%	-13.0%	3.2%	1.7%
其中：袜子纱价格	2.77	2.53	3.09	3.02	3.08	3.13	3.19
YOY	-3.3%	-8.6%	22.2%	-2.3%	1.8%	1.8%	1.8%
袜子纱吨数占比	100%	100%	100%	100%	70%	73%	73%
其中：新品价格					1.58	1.58	1.58
新品吨数占比					30%	27%	27%
合计	1309	1396	2003	2033	2814	3532	3955
YOY	6%	7%	44%	1%	38%	26%	12%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

量：公司年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目已于23年3月全部投产，同时，年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目（荆州），分别将于23年4月初/7月初/9-10月陆续释放产能，预计22年公司色纱产能顺利达产可至12.6万吨，考虑到产能爬坡需要一定时间看，预计产能利用率略有下滑。24年荆州项目剩余3万吨产能有望逐步达产。

价：若假设棉价温和上涨，则袜子纱价格有望小幅提升；同时，公司拓展新品主要为来料加工模式为主，经过前期沉淀新品销量有望加速提升。

向上延展智能化纺纱项目保障供应链安全、有效降本增效。公司拟投资20亿元建设智能化精密纺纱项目。项目规模50万锭，分两期建设：一期建设规模为24万锭，年产高档纱线4.1亿吨，建设期为36个月；二期建设规模为26万锭。预计项目投产首年生产能力达设计能力90%，次年达100%。项目正常运转后，年可生产高档纯紧密纺纱8.6万吨，实现营业收入27.1亿元，净利润2.3亿元。智能化精密纺纱项目位于芜湖综合保税区。芜湖综合保税区位于芜湖市鸠江区，规划面积为2.17平方公里。

表30：智能化精密纺纱项目经济指标

序号	项目	单位	指标	备注
1	建设规模	万锭	10	
2	产品方案			
2.1	JC30精梳纱	吨/年	85750	
3	主要原材料消耗			
3.1	细绒棉	吨/年	120000	
4	主要公用工程消耗			
4.1	新鲜水	吨/年	636145	
4.2	电	万千瓦时/年	27000	
5	新增定员	人	750	
6	年工作时间	天	350	
7	建筑面积	平方米	206190	
7.1	生产厂房	平方米	172000	
7.2	原棉库	平方米	24000	
7.3	成品库	平方米	10000	
7.4	水泵房	平方米	120	
7.5	门卫	平方米	70	
7.6	消防水池	立方米	1200	
8	项目建设投资	万元	201481	
9	营业收入	万元/年	274229	年均
10	总成本费用	万元/年	240662	年均
11	利润总额	万元/年	31913	年均
12	净利润	万元/年	23935	年均
13	税金	万元/年	26168	年均
14	项目投资财务内部收益率	%	13.6	所得税后
		%	17.7	所得税前
15	项目投资回收期（不含建设期）	年	6.1	所得税后（不含建设期）
		年	5.1	所得税前（不含建设期）

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

项目主要建设内容包括：1）新建17.2万平方米生产厂房，购置带智能纱库的粗细联及配套的智能一机多线清梳联、条并卷联合机、带自动生头精梳机、高速自调匀整并条机、自动落纱的粗纱机及细纱机长机、自动络筒机等国内外先进设备，组建具有国内外领先水平的50万锭全流程智能化精密纺纱生产线。成纱主要质量指标要求全部

达到乌斯特公报（2018版）国际领先水平；2）新建2.4万平方米的原棉库，1万平米成品库配套。

1) **纺纱印染生产流程一体化，有效降低成本。**富春染织现有7.2万吨各类纱线染色生产能力。本项目生产的棉纱与企业现有染色工厂相配套，可实现纺纱印染一体化，降低原材料成本。并建立企业综合管理信息系统，全程监控管理生产过程，有效提高生产效率。

2) **采用紧密纺新型纺纱技术，完成产品升级。**由于紧密纺纱线的特性对纺织产品具有升级换代的作用，欧洲发达国家的纺纱行业，精梳纱比例达100%，无接头率达100%，紧密纺比例达70%。目前我国现有棉纺锭达13000万锭，紧密纺生产能力只有2000万锭，仅占15.4%；安徽省目前棉纺锭为450万锭，紧密纺生产能力只有70万锭，紧密纺占15.6%，具备充分发展空间。

拓展纤维染色项目形成业务协同。公司拟投资5亿元建设年产3万吨纤维染色建设项目，建成后可年产3万吨染色纤维，建设期为24个月，于芜湖片区桥北工业园征地100亩，新建5.5万平方米厂房。采用自主研发的少水染色工艺，购置先进节能环保的智能化生产设备，利用开发区集中供热，建设纤维染色智能生产线及配套设施，项目建成后可年产3万吨染色纤维，投资完成后达产年实现销售收入12亿元，生产期平均新增利润总额1.0亿元，利润7786万元；项目全投资税后静态投资回收期6.54年，概项目有助于公司实现产品多远化发展，与现有色纱业务产生业务协同。

表31：纤维染色项目经济指标

序号	项目内容	单位	数据及指标	备注
1	项目产品			
1.1	染色纤维	万吨	3	
2	建设期限	月	24	
3	生产期限	年	10	
4	达产年销售收入	万元	120000	达产年
5	生产期平均总产值	万元	117600	
6	项目总投资	万元	50000	
7	固定资产投资	万元	45000	
8	流动资金	万元	5000	
9	利润总额	万元	10382	生产期平均
10	税后利润	万元	7786	生产期平均
11	税金	万元	6434	生产期平均
12	内部收益率	%	17.42	全部投资税后
13	静态投资回收期(含建设期)	年	6.54	全部投资税后
14	盈亏平衡点	%	60.51	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5 盈利预测：步入产能集中释放红利期

5.1 盈利预测分析

收入端：

1) **袜子纱：**根据公司的投产规划，年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目至23年3月全部投产，年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目（荆州）预计三个车间分别于23年3月底/6月底/9月底陆续投产，此外公司还发布了年产11万吨高品质筒子纱生产线建设项目可行性报告，为后续产能增长进行储备。考虑到公司为以产定销模式，产

销率历年接近 100%，我们预计袜子纱 23/24/25 年销量为 7.50/9.50/10.50 万吨。考虑到 23 年棉花价格有望稳步提升，且染色及纺纱项目拓展有望抬高单吨产品价格，我们预计 23/24/25 年公司色纱价格平稳提升+2%/+2%/+2%至 3.08/3.13/3.19 万元/吨。

2) 新品业务: 基于前期公司沉淀，公司于 23 年首次提出“承接江苏筒子纱产业转移”的工作目标，并于 22 年已着色研发相关色卡。但由于新品目前主要为来料加工和来样定制，预计单价较低，且为拓展市场，我们预计 23/24/25 年公司新品价格保持平稳，为 1.58 万元/吨，预计新品 23/24/25 年销量为 3.2/3.5/3.9 万吨；

3) 贸易纱业务: 公司近年来贸易纱业务持续收缩，预计贸易纱业务未来收入小幅稳定增长，23/24/25 年增速为 5%/5%/5%。

成本端:

公司成本主要可拆分为直接材料、直接人工和制造费用，2022 年，公司原材料/直接人工/制造费用成本占比分别为 84.6%/3.7%/3.4%。

直接材料: 考虑到公司当下库存棉花价格较低，有望在 23 年释放一定的单吨成本下降红利，24/25 年伴随棉价平稳提升，预计单吨价格稳步提升。我们预计 23/24/25 年公司直接材料成本分别为+28%/+27%/+12%至 21.11/26.72/29.98 亿元，成本占比分别为 84.4%/86.1%/86.5%，提升主要原因为新品销售逐年增长，且新品主要系来料加工模式，预计原材料成本占比进一步提升。

直接人工: 我们假设单吨生产工人费用 23/24/25 年平稳上涨 5%/5%/5%，我们预计 23/24/25 年公司直接人工+64%/+20%/+10%至 1.20/1.43/1.58 亿元，成本占比分别为 4.8%/4.6%/4.6%。

制造费用: 考虑到公司规模优势已较为显著，我们预计单吨制造费用将保持稳定，预计 23/24/25 年公司制造费用+60%/+10%/+10%至 1.07/1.17/1.29 亿元，伴随整体销量的提升同比提升。

费用端:

随着产能逐步爬坡，规模效应体现。我们预计假设 23/24/25 年公司管理费用率分别为 1.95%/1.94%/1.93%；

同时，考虑到公司为以产定销模式，销售费用率有望保持稳定，预计 23/24/25 年公司销售费用率为 0.55%/0.55%/0.55%

公司重视自有产品的开发，我们预计 23/24/25 年公司研发费用率依然高达 3.20%/3.20%/3.20%。

综上，我们预计公司 23/24/25 年收入同比增长 35%/24%/12%至 29.9/37.1/41.5 亿元，归母净利润同比增长 60%/29%/12%至 2.61/3.37/3.78 亿元。根据 2023 年 3 月 21 日收盘价，对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 10/8/7X。公司作为国内领先的色纱生产企业，产能释放持续强化自身规模优势，得天独厚的区位优势以及日渐稀缺的环评配额也将巩固公司龙头地位，市场份额有望加速提升，具备长足潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

表32: 驱动因素拆分

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2175	2208	2986	3713	4145
YOY	43.6%	1.5%	35.3%	24.3%	11.7%
毛利率	18.5%	11.8%	16.3%	16.4%	16.4%
色纱(袜子纱+新品)	2003	2033	2814	3532	3955
YOY	43.5%	1.5%	38.4%	25.5%	12.0%
毛利率	26.3%	19.0%	25.0%	24.3%	24.2%
袜子纱收入	2003	2033	2307	2974	3347
销量(百吨)	648	673	750	950	1050
价格(万元/吨)	3.09	3.02	3.08	3.13	3.19
新品收入	-	-	507	557	609
销量(百吨)	-	-	321	353	385
价格(万元/吨)	-	-	1.58	1.58	1.58
贸易纱	163	164	172	181	190
YOY	42.7%	0.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	7.7%	4.1%	5.3%	5.3%	5.3%
营业成本	1772	1947	2501	3105	3465
其中: 直接材料	1477	1647	2111	2673	2998
/营业成本	83.3%	84.6%	84.4%	86.1%	86.5%
其中: 直接人工	70	73	120	143	158
/营业成本	3.9%	3.7%	4.8%	4.6%	4.6%
其中: 制造费用	73	67	107	117	129
/营业成本	4.1%	3.4%	4.3%	3.8%	3.7%
毛利率	18.54%	11.79%	16.26%	16.38%	16.42%
销售费用率	0.50%	0.53%	0.55%	0.55%	0.55%
管理费用率	2.15%	1.96%	1.95%	1.94%	1.93%
研发费用率	3.22%	3.23%	3.20%	3.20%	3.20%
财务费用率	-0.31%	-0.46%	0.20%	0.19%	0.16%
归母净利润	232.73	162.90	261.05	337.37	377.90
YOY	105.39%	-30.00%	60.25%	29.24%	12.01%
归母净利率	10.70%	7.38%	8.74%	9.09%	9.12%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

5.2 估值与投资建议

公司作为国内色纱行业龙头, 市场份额优势显著, 随着筒子纱、纺纱、纤维染色等项目陆续投产和效率提升, 细分赛道龙头优势显著。我们选取同为棉袜生产领域龙头健盛集团、毛精纺纱线领域龙头新澳股份以及锦纶长丝织造龙头台华新材作为可比公司, 结合同业情况, 23年平均估值为11X。考虑到富春当前正处于产能集中释放的高速成长红利期, 我们认为应当给予一定程度的溢价, 我们给与23年15X的目标估值, 目标市值为39亿, 具备40+%空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

表33: 可比公司及估值

公司代码	公司	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
603889.SH	新澳股份	43	3.88	4.80	5.71	11	9	8
603055.SH	台华新材	102	3.76	6.22	8.51	27	16	12
603558.SH	健盛集团	33	2.80	3.36	4.06	12	10	8
	平均					17	12	9
605189.SH	富春染织	27	1.63	2.61	3.37	17	10	8

资料来源: wind、浙商证券研究所

注: 新澳股份、台华新材和健盛集团净利润和PE预测数据为Wind一致预期, 市值数据为2022年3月21日收盘数据。

6 风险提示

- 1) **市场竞争风险：**我国印染企业的市场化竞争较为充分、行业集中度较低。公司处于相对领先的市场地位。若公司未来在日趋激烈的市场竞争中，未能准确研判行业发展的市场动态及发展趋势，技术升级及业务模式创新不及时，新产品市场需求未达预期等，可能在日益激烈的市场竞争中面临因竞争优势减弱而导致经营业绩下降的风险。
- 2) **宏观经济波动风险：**行业产业链上游为胚纱、染料、助剂供应商等，下游主要为纺织品生产企业，下游行业的发展直接影响了公司印染服务的需求。纺织行业的景气度对公司印染服务的市场需求影响重大。国内外经济发展的周期性变化将对印染行业产生周期性的影响，进而导致印染服务的供需关系及市场价格的波动。
- 3) **环境保护风险：**公司主要从事色纱的研发、生产和销售，在染整工序中的退浆、漂白、染色、皂洗等生产过程中会产生废水、废气、固体废弃物等污染性排放物，特别是废水的排放量较大，属于重污染行业。随着公司生产规模的不断扩大，“三废”排放量也会相应增加，若公司对“三废”的排放处理不当，会对环境造成污染，从而给公司的正常生产经营带来影响。
- 4) **原材料价格波动风险：**公司产品主要原材料为胚纱、染料、化学助剂等，原材料成本占主营业务成本比例高达 80%以上，占比较高，原材料价格波动对产品成本影响较大。如果未来原材料价格出现大幅波动，公司无法及时将原材料价格波动的风险向下游转移，将存在因原材料价格波动带来的毛利率下降、业绩下滑的风险。
- 5) **实控人控制不当风险：**公司实控人何培富、何璧颖、何璧宇、俞世奇合计持股比例超 56%，公司实际控制人可能利用其控制力对公司发展战略、生产经营决策、利润分配、人事安排等重大事项的决策实施不当影响，从而损害公司及公司其他股东利益。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,746	2,038	2,352	2,516
现金	882	802	979	1,099
交易性金融资产	135	480	500	500
应收账款	22	37	28	36
其它应收款	51	24	69	14
预付账款	146	128	165	187
存货	352	482	504	563
其他	160	86	108	118
非流动资产	1,354	1,033	985	1,035
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	515	572	625	676
无形资产	216	210	203	196
在建工程	541	200	100	100
其他	82	52	57	63
资产总计	3,100	3,071	3,337	3,551
流动负债	750	672	703	672
短期借款	191	200	200	200
应付款项	160	179	154	142
预收账款	0	0	0	0
其他	398	293	349	330
非流动负债	626	563	585	608
长期借款	97	20	25	25
其他	529	543	560	583
负债合计	1,376	1,235	1,289	1,280
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,724	1,837	2,049	2,271
负债和股东权益	3,100	3,071	3,337	3,551

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	163	237	375	402
净利润	163	261	337	378
折旧摊销	58	55	59	62
财务费用	6	6	7	7
投资损失	(3)	(2)	(3)	(3)
营运资金变动	(75)	(83)	(28)	(45)
其它	14	0	2	2
投资活动现金流	(648)	(403)	(357)	(414)
资本支出	532	50	10	10
长期投资	0	0	0	0
其他	116	353	347	404
筹资活动现金流	705	222	159	132
短期借款	191	200	200	200
长期借款	97	20	25	25
其他	417	2	(66)	(93)
现金净增加额	221	56	177	120

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,208	2,986	3,713	4,145
营业成本	1,947	2,501	3,105	3,465
营业税金及附加	10	15	18	20
营业费用	12	16	20	23
管理费用	43	58	72	80
研发费用	71	96	119	133
财务费用	(10)	6	7	7
资产减值损失	(3)	(2)	(1)	(2)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	3	3
其他经营收益	4	4	4	4
营业利润	139	298	377	423
营业外收支	43	(0)	8	9
利润总额	182	298	385	431
所得税	19	37	48	53
净利润	163	261	337	378
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	163	261	337	378
EBITDA	223	362	447	497
EPS (最新摊薄)	1.31	2.09	2.70	3.03

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.49%	35.28%	24.32%	11.66%
营业利润	-47.96%	114.14%	26.39%	12.22%
归属母公司净利润	-30.00%	60.25%	29.24%	12.01%
获利能力				
毛利率	11.79%	16.26%	16.38%	16.42%
净利率	7.38%	8.74%	9.09%	9.12%
ROE	10.11%	14.66%	17.37%	17.50%
ROIC	9.64%	13.22%	16.70%	19.26%
偿债能力				
资产负债率	44.38%	40.21%	38.61%	36.05%
净负债比率	79.78%	67.24%	62.90%	56.37%
流动比率	2.33	3.03	3.34	3.74
速动比率	1.67	2.12	2.39	2.63
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.97	1.16	1.20
应收账款周转率	78.41	90.00	100.00	110.00
应付账款周转率	14.65	15.00	16.00	18.00
每股指标(元)				
每股收益	1.31	2.09	2.70	3.03
每股经营现金	1.31	1.90	3.00	3.22
每股净资产	12.00	13.82	14.72	16.42
估值比率				
P/E	16.68	10.41	8.05	7.19
P/B	1.58	1.48	1.33	1.20
EV/EBITDA	9.76	5.87	4.78	3.95

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>