

百隆东方 (601339.SH)

高分红率色纺纱龙头，看好 24 年业绩拐点向上

核心观点：

- **公司是全球色纺纱行业龙头。**公司主营色纺纱，配套生产部分坯纱。根据公司财报，2022 年公司纱线产量达 19.11 万吨，根据棉纺行业协会数据，2022 年国内色纺纱企业营收排名榜中，公司位列首位。
- **色纺纱行业未来发展空间大。**根据 wind，2023 年我国纱产量达 2234 万吨，观研天下披露色纺纱占比约 15%。未来伴随色纺纱技术在梭织上的应用比例提升、符合环保趋势、下游以运动服饰为代表的行业景气度高，根据华孚时尚 2020.6.8 的《非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告》公告，色纺纱行业 2021-2025 年预计年增长 10%。
- **公司 24Q1 业绩有望拐点向上，24H2 增速有望快于 24H1。**(1)下游主要海外品牌客户库存去化顺利，带动需求改善。(2)预计 24Q1 开始，看好公司毛利率环比逐季提升，主要收益于高毛利率的色纺纱销售占比有望提升，此外色纺纱产品毛利率有望回升。(3)2023 年基数前高后低，预计 24H2 业绩增速有望较 24H1 加快。
- **看好公司长期业绩增长。**根据公司财报，(1)前五大客户与第一大客户占比不断提升，公司越南选址毗邻第一大客户申洲国际(根据官网)，加深绑定并进一步优化成本。(2)公司产能持续扩张，39 万锭项目第一个 8 万锭生产车间已于 2022 年 8 月投产，目前越南百隆总产能约 118 万锭。百隆越南盈利质量优秀，产能结构优化有望驱动公司盈利能力改善。(3)公司持续开发功能性差异化产品，提高产品力与附加值。
- **公司分红比率高，近三年分红率达 53.72%。**根据 wind，公司上市以来现金分红 12 次，近三年累计现金分红 17.73 亿元，分红率达 53.72%。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.31 元、0.45 元、0.66 元，参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应合理价值 6.82 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**棉价下跌风险；新增产能无法消化风险；汇率波动风险

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7774	6989	6637	7882	8715
营业收入增长率 (%)	26.7%	-10.1%	-5.0%	18.8%	10.6%
EBITDA (百万元)	1982	1864	665	1292	1808
净利润 (百万元)	1371	1563	469	682	991
净利润增长率 (%)	274.5%	14.0%	-70.0%	45.2%	45.4%
每股收益 (元)	0.91	1.04	0.31	0.45	0.66
市盈率 (倍)	6.45	5.47	16.87	11.62	7.99
市净率 (倍)	98.2%	85.0%	82.4%	82.5%	80.1%
EV/EBITDA (倍)	5.90	6.26	18.18	9.91	7.10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

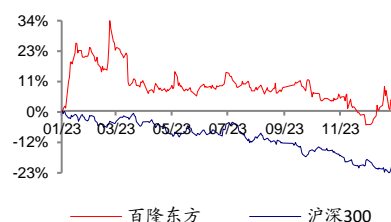
公司评级

公司评级	买入
当前价格	5.17 元
合理价值	6.82 元
报告日期	2024-01-30

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1500/1500
总市值/流通市值 (百万元)	7485/7485
一年内最高/最低 (元)	7.48/4.86
30 日日均成交量/成交额 (百万)	11.56/60.39
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-7.59/-14.85

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执业证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

董建芳 021-38003800

dongjianfang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司简介：全球色纺纱行业龙头	5
(一) 公司是全球色纺纱行业龙头	5
(二) 财务分析：2018-2022 年业绩趋势向上，2023Q1-3 业绩受需求低迷叠加客户去库存影响承压	7
(三) 公司控股权稳定，高分红率，高管激励充分	8
二、色纺纱行业未来发展空间大	10
(一) 色纺纱行业未来发展空间大，行业有望保持较快增长	10
(二) 色纺纱企业业绩受棉花价格波动影响较大	12
三、看好公司 24Q1 业绩拐点向上，长期业绩有望保持较快增长	16
(一) 公司 24Q1 业绩有望拐点向上，24H2 增速有望快于 24H1	16
(二) 下游客户竞争力强稳健增长，公司受益集中度提升	17
(三) 百隆越南产能扩张+盈利质量优秀，有望驱动公司盈利能力改善	19
(四) 越南加征所得税对公司整体盈利影响有限	22
(五) 持续开发功能性差异化产品，提高产品力与附加值	23
四、盈利预测和投资建议	26
五、风险因素	28
(一) 棉价下跌风险	28
(二) 新增产能无法消化风险	28
(三) 汇率波动风险	28

图表索引

图 1 : 色纺纱在工艺流程上的区别	6
图 2 : 公司历年营业收入分产品占比.....	6
图 3 : 公司历年营业收入分地区占比.....	6
图 4 : 公司色纺纱和坯纱收入(亿元)及同比增速.....	7
图 5 : 公司色纺纱和坯纱毛利率.....	7
图 6 : 公司历年营业收入及同比增速.....	8
图 7 : 公司历年归母净利润及同比增速.....	8
图 8 : 公司历年毛利率和归母净利润率.....	8
图 9 : 公司历年期间费用率.....	8
图 10 : 国内纱产量(万吨).....	11
图 11 : 我国纺织业不同工艺纱产量分布(2021).....	11
图 12 : 我国中高端色纺纱行业市场份额(2021).....	11
图 13 : 公司主营业务成本中直接材料占 70%+.....	13
图 14 : 公司直接材料成本中原棉占 96%+.....	13
图 15 : 国内纱线库存天数(天).....	14
图 16 : 国内坯布库存天数(天).....	14
图 17 : 中国棉花 328 指数(元/吨).....	15
图 18 : 国际棉花指数 SM:CNCottonSM.....	15
图 19 : 中国服装家纺社零增速.....	15
图 20 : 中国纺织品出口金额同比增速(美元口径).....	15
图 21 : 中国服装出口金额同比增速(美元口径).....	15
图 22 : 耐克滚动库销比.....	16
图 23 : 阿迪达斯滚动库销比.....	16
图 24 : 优衣库滚动库销比.....	17
图 25 : VF 滚动库销比.....	17
图 26 : 彪马滚动库销比.....	17
图 27 : 露露乐蒙滚动库销比.....	17
图 28 : 安德玛滚动库销比.....	17
图 29 : 德克斯户外滚动库销比.....	17
图 30 : 公司部分合作品牌客户(一).....	18
图 31 : 公司部分合作品牌客户(二).....	18
图 32 : 申洲国际历年营业收入及同比增速.....	18
图 33 : 申洲国际历年归母净利润及同比增速.....	18
图 34 : 公司前五大客户销售金额及占比.....	19
图 35 : 公司第一大客户销售金额及占比.....	19
图 36 : 百隆越南历年产能及占比.....	20
图 37 : 百隆越南历年营业收入(亿元)及同比增速.....	20
图 38 : 越南百隆与国内产能部分扣非归母净利润占比.....	21
图 39 : 越南百隆历年净利润(亿元)及同比增速.....	22

图 40 : 越南百隆和国内部分的净利率对比	22
图 41 : EcoFRESH 纱线	24
表 1 : 2022 年色纺纱企业营业收入排名名单	5
表 2 : 公司截至 2023 年三季报前十大股东情况	9
表 3 : 公司上市至今现金分红情况	9
表 4 : 公司历次股权激励计划	10
表 5 : 我国色纺纱行业主要参与者情况	12
表 6 : 中国棉花供需平衡表	13
表 7 : 中国以外市场棉花供求平衡表	14
表 8 : 百隆越南产能发展历程	20
表 9 : 越南各类关税优惠政策	21
表 10 : “税改”前/后百隆(越南)企业所得税适用税率与实际税率情况	23
表 11 : 公司和色纺纱同行业公司的累计有效专利数量(截至 2024 年 1 月 25 日, 单位: 个)	24
表 12 : EcoFRESH 纱线主要产品系列	25
表 13 : 公司收入关键假设	27
表 14 : 可比公司估值表	27

一、公司简介：全球色纺纱行业龙头

（一）公司是全球色纺纱行业龙头

公司成立于2004年，是全球色纺纱行业龙头企业，主营业务为色纺纱，受下游客户产品配套需求，越南百隆亦生产部分坯纱。根据棉纺行业协会数据，2022年色纺纱企业营业收入排名公司位列首位。公司面向全球采购棉花及其他各类纤维，多渠道地保证生产原材料的稳定供应，并在越南、浙江、山东、河北、江苏等地设有生产子公司，均配备有经验丰富生产团队及精良的染色、纺纱设备，根据公司财报，公司2022年纱线产量达19.11万吨，产能约157万纱锭（其中越南约118万纱锭，国内约39万纱锭）。

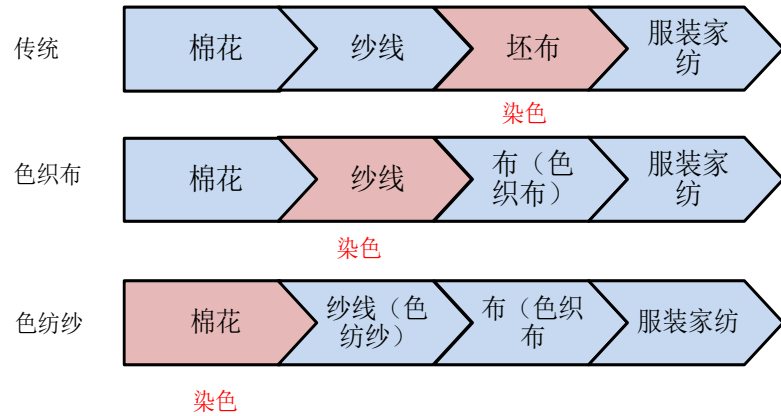
表1：2022年色纺纱企业营业收入排名名单

名次	企业名称
1	百隆东方股份有限公司
2	华孚时尚股份有限公司
3	江苏天华纱业集团
4	江苏康妮投资有限公司
5	江阴美纶纱业有限公司
6	山东如意时尚投资控股有限公司
7	浙江湖州威达集团股份有限公司
8	山东联润色纺科技有限公司
9	江阴市广业纺织有限公司
10	杭州萧山林芬纺织有限公司

数据来源：棉纺行业协会，广发证券发展研究中心

色纺纱是先将纤维染成有色纤维（公司的色纺纱主要是将原棉先染色），然后将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，主要应用于针织品，其中快时尚品牌服饰、运动服饰、内衣家居、童装等中高端服饰都是主要的终端应用品类，并且结合色纺纱具备时尚性、功能性等特点，同时能够满足快速反应链，因此越发受到下游客户青睐。公司是我国色纺行业的龙头企业，在色纺纱领域积累了丰富的生产和管理经验，有覆盖全球的营销网络和训练有素的管理团队，经过多年的发展，培养了一大批享誉国内外的工程技术及研发人员，具有管理、技术和市场的优势。

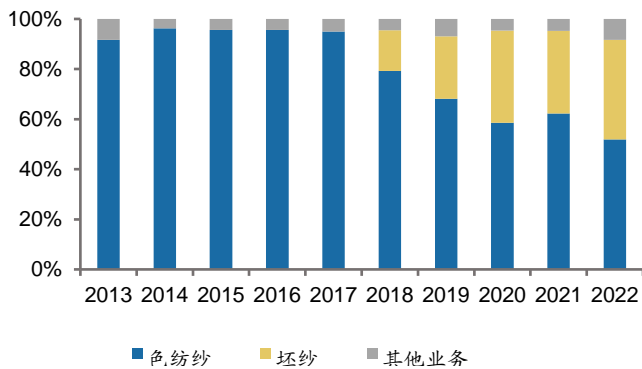
图1：色纺纱在工艺流程上的区别



数据来源：百隆东方招股说明书，广发证券发展研究中心

2022年，根据公司财报，公司纱线生产量19.11万吨，销售量17.70万吨，营收69.89亿元（同比变化-10.10%），其中色纺纱收入36.31亿元（同比变化-24.90%），坯纱收入27.76亿元（同比变化+7.96%），营业收入分产品看，色纺纱主业占比51.96%，坯纱占比39.72%，其他业务占比8.33%（主要为销售物料）；分地区看，出口销售占比65.79%，国内销售占比34.21%。

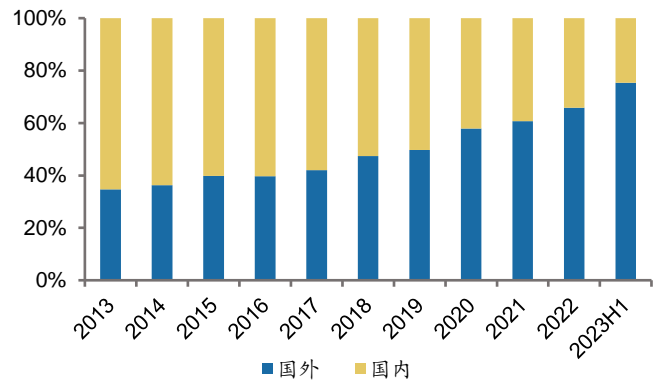
图2：公司历年营业收入分产品占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：23H1 未区分色纺纱与坯纱

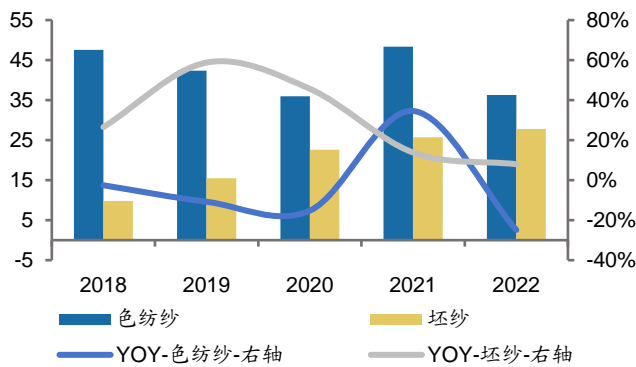
图3：公司历年营业收入分地区占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

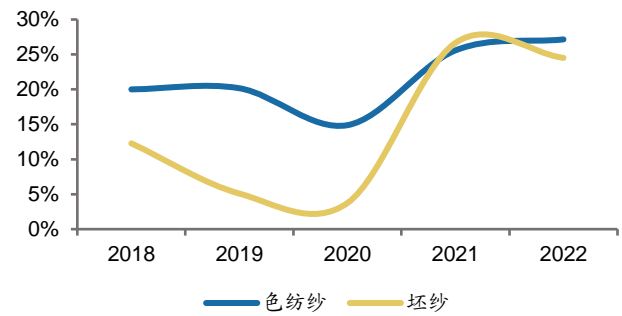
注：2023H1 国外收入占比=越南百隆/公司总营收

图4: 公司色纺纱和坯纱收入(亿元)及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 公司色纺纱和坯纱毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

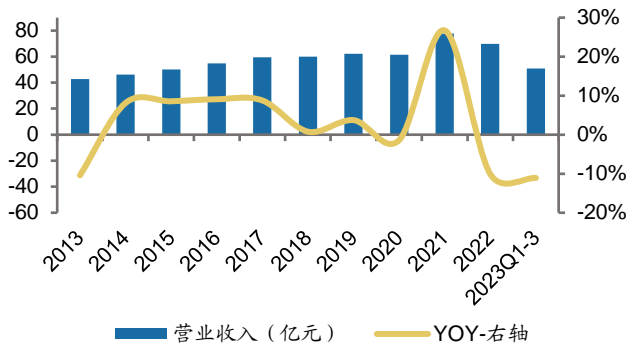
(二) 财务分析: 2018-2022 年业绩趋势向上, 2023 年业绩受需求低迷叠加客户去库存影响承压

根据公司财报, 2018-2022年及2023Q1-3, 公司营业收入分别为59.98亿元、62.22亿元、61.35亿元、77.74亿元、69.89亿元、50.92亿元, 同比变动+0.77%、+3.73%、-1.40%、+26.73%、-10.10%、-11.09%; 归母净利润分别为4.38亿元、2.98亿元、3.66亿元、13.71亿元、15.63亿元、5.53亿元, 同比变动-10.30%、-31.93%、+22.92%、+274.47%、+14.00%、-46.74%; 扣非归母净利润分别为4.20亿元、2.63亿元、2.87亿元、13.18亿元、7.93亿元、1.07亿元, 同比变动-2.04%、-37.28%、+9.16%、+358.72%、-39.83%、-89.19%。2018-2022年, 公司营收CAGR为3.90%, 归母净利润CAGR为37.44%, 扣非归母净利润CAGR为17.22%。

2020年公司营业收入同比下降, 归母净利润亏损, 主要系新冠疫情影响下游消费需求、棉价下跌, 叠加人民币升值导致汇兑损失。2021年公司营业收入、归母净利润增幅较快, 主要系新冠疫情阶段性缓解带动下游消费复苏和棉价上涨。2022年公司营业收入同比下降, 归母净利润增速放缓, 主要系国内市场受疫情导致需求承压。海外市场受俄乌战争和主要经济体通货膨胀影响, 消费需求放缓, 叠加下游品牌端去库存压力。2022年公司产生非经常性损益7.8亿, 主要系棉花期货套期保值产生的投资受益。2023Q1-3公司营业收入和归母净利润同比下降, 主要系国内外市场消费需求复苏较为缓慢, 下游品牌客户去库存进程持续, 需求低迷。2023年Q1、Q2、Q3单季度, 公司营业收入分别同比变动-24.78%、-12.80%、6.17%, 归母净利润分别同比变化-75.59%、-56.24%、6.95%, 单季度环比改善, 扣非归母净利润分别同比变动-77.14%、-70.52%、-140.73%。

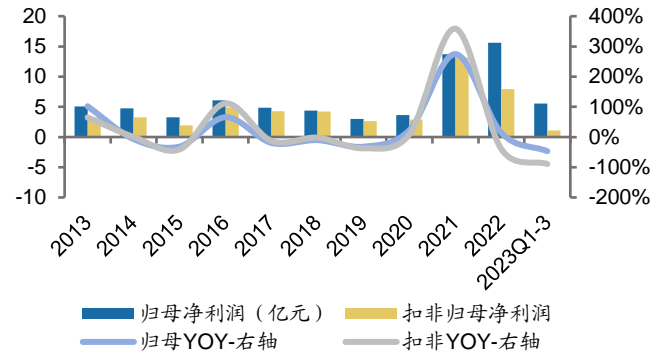
2024年1月29日公司发布23年业绩预告, 公司预计2023年度实现归母净利润4.2亿元到5.0亿元, 同比下降67.99%到73.11%, 预计扣非后归母净利润-0.2亿元到-0.1亿元, 同比下降101.26%到102.52%。伴随23Q4以来下游需求回暖, 以及高毛利率色纺纱销售占比提升, 公司2024年业绩有望拐点向上。

图6: 公司历年营业收入及同比增速



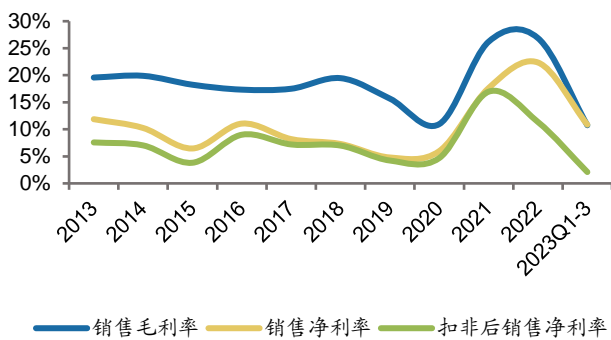
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 公司历年归母净利润及同比增速



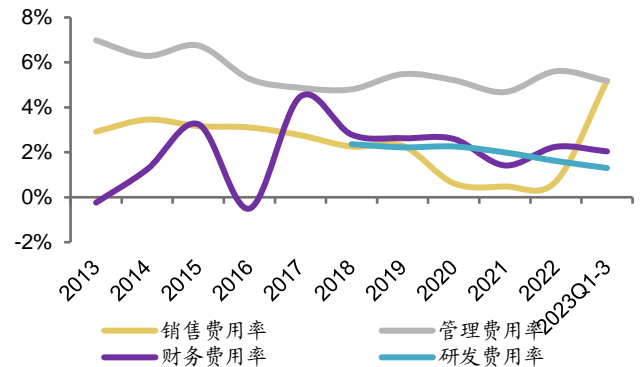
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 公司历年毛利率和归母净利润率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 公司历年期间费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 公司控股权稳定, 高分红率, 高管激励充分

股权结构集中, 实控人及一致行动人直接/间接合计持股**74.41%**。根据wind, 杨卫新、杨卫国兄弟二人系公司的实际控制人, 截至报告期末, 杨卫新、杨卫国及杨卫国配偶郑亚斐合计直接间接持有公司**74.41%**的股权。其中, 杨卫新、杨卫国、郑亚斐直接持有公司**30.96%**股权; 杨卫新、杨卫国通过共同控制的新国投资发展有限公司间接持有公司**29.72%**股权; 同时, 杨卫新通过全资持有的三牛有限公司、宁波九牛投资咨询有限公司间接持有公司**13.59%**股权; 杨卫国通过全资持有的深圳至阳投资咨询有限公司间接持有公司**0.14%**股权。

表2: 公司截至2023年三季度报前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	新国投资发展有限公司	445,799,814	29.72
2	杨卫新	273,852,704	18.26
3	三牛有限公司	186,000,372	12.40
4	杨卫国	115,525,122	7.70
5	郑亚斐	75,000,000	5.00
6	雅戈尔服装控股有限公司	27,830,647	1.86
7	宁波九牛投资咨询有限公司	17,908,760	1.19
8	泰康人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	9,020,481	0.60
9	泰康人寿保险有限责任公司-投连-多策略优选	8,966,690	0.60
10	泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	8,907,988	0.59
	合计	1,168,812,578	77.92

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

高分红比率, 上市以来实施现金分红12次, 近三年分红率53.72%。根据wind, 公司上市以来实施现金分红12次, 上市以来累计实现净利润72.37亿元, 上市以来累计现金分红31.25亿元, 上市以来分红率43.18%。公司2020-2022年累计净利润为33.00亿元, 近三年累计现金分红17.73亿元, 近三年分红率53.72%。高比例现金分红一方面体现公司现金流良好, 另一方面体现公司注重投资者回报, 有助于获得投资者支持。

表3: 公司上市至今现金分红情况

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	期末未分配利润(万元)	股利支付率(%)	收益留存率(%)	ROIC(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2012	25,129.94	7,875.00	180,356.46	31.34	68.66	4.15	0.11	1.26
2013	50,763.88	15,300.00	213,743.51	30.14	69.86	6.37	0.20	2.01
2014	47,351.45	16,500.00	242,004.01	34.85	65.15	5.68	0.22	2.08
2015	32,404.55	16,350.00	255,961.50	50.46	49.54	3.76	0.11	1.45
2016	60,497.57	22,800.00	304,020.14	37.69	62.31	6.43	0.15	2.44
2017	48,774.34	34,200.00	308,651.25	70.12	29.88	5.36	0.23	4.33
2018	43,752.58	13,200.00	334,757.57	30.17	69.83	4.99	0.09	1.59
2019	29,780.89	9,000.00	349,862.73	30.22	69.78	3.65	0.06	1.50
2020	36,605.44	29,480.00	375,122.72	80.53	19.47	3.74	0.20	5.00
2021	137,078.05	73,700.00	477,296.74	53.76	46.24	11.51	0.50	8.49
2022	156,271.72	74,088.05	551,665.61	47.41	52.59	11.74	0.50	8.77
2023Q1-3	55,295.29	--	504,894.59	--	--	4.09	--	--

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 股息率=年报分红总额/当年末总市值, 总市值采取 wind 总市值 2 数据

公司管理团队激励较为充分。2021年2月, 公司发布2021第一期股票期权激励计划, 拟向公司董事/总经理杨勇、越南百隆总经理张奎2人各授予股票期权200万份, 合计400万份, 约占该激励计划公告时公司总股本15亿股的0.27%, 行权价格为3.93元/股。

该激励计划的等待期分别为自相应授予之日起12个月、24个月、36个月，激励对象在行权期内按30%、30%、40%的比例分三期行权。2021年3月，公司发布2021年第二期股票期权激励计划，拟向包括公司公告本激励计划时在公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术骨干等163人授予股票期权总计0.22亿份，约占1.47%，行权价格为4.33元/股，该激励计划的等待期分别为自相应授予之日起12个月、24个月、36个月，激励对象在行权期内按30%、30%、40%的比例分三期行权。股权激励计划有助于进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引优秀人才，充分调动公司员工的积极性，促进公司长远发展。

表4: 公司历次股权激励计划

激励	草案公告日期	内容	公司业绩考核条件	备注
2021 第一期股票期权激励计划	2021 年 2 月 9 日	拟向公司董事/总经理杨勇、越南百隆总经理张奎 2 人各授予股票期权 200 万份，合计 400 万份，约占该激励计划公告时公司总股本 15 亿股的 0.27%，行权价格为 3.93 元/股。该激励计划的等待期分别为自相应授予之日起 12 个月、24 个月、36 个月，授予日与首次可行权日之间的时间间隔不得少于 12 个月。激励对象在行权期内按 30%、30%、40%的比例分三期行权	第一个行权期：2021 年营业收入不低于 63 亿元/纱线销售量不低于 21 万吨； 第二个行权期：2022 年营业收入不低于 64 亿元/纱线销售量不低于 22 万吨； 第三个行权期：2023 年营业收入不低于 65 亿元/纱线销售量不低于 23 万吨。	授予日为 2021 年 3 月 12 日
2021 第二期股票期权激励计划	2021 年 3 月 13 日	拟向包括公司公告本激励计划时在公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术骨干等 163 人授予股票期权总计 0.22 亿份，约占 1.47%，行权价格为 4.33 元/股，该激励计划的等待期分别为自相应授予之日起 12 个月、24 个月、36 个月，授予日与首次可行权日之间的时间间隔不得少于 12 个月。激励对象在行权期内按 30%、30%、40%的比例分三期行权	第一个行权期：2021 年营业收入不低于 63 亿元/纱线销售量不低于 21 万吨。 第二个行权期：2022 年营业收入不低于 64 亿元/纱线销售量不低于 22 万吨。 第三个行权期：2023 年营业收入不低于 65 亿元/纱线销售量不低于 23 万吨。	授予日为 2021 年 4 月 21 日

数据来源：公司股权激励公告（2021 年 2 月 9 日、2021 年 3 月 13 日），广发证券发展研究中心

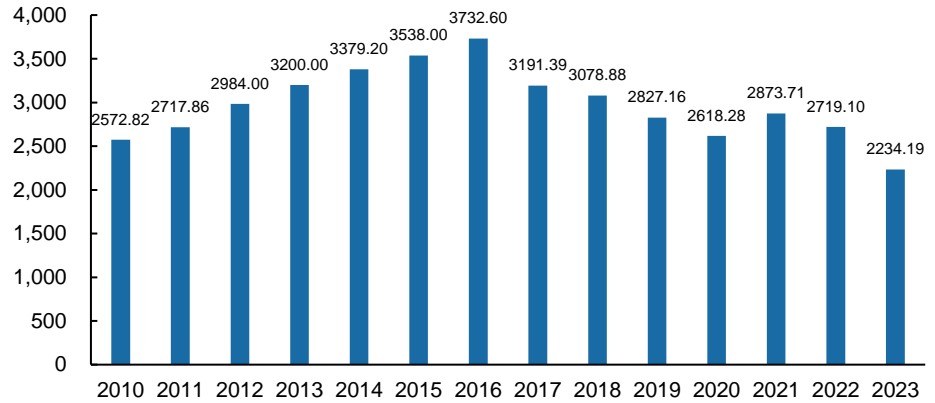
二、色纺纱行业未来发展空间大

（一）色纺纱行业未来发展空间大，行业有望保持较快增长

根据wind数据，2023年我国纱产量达2234.2万吨，根据观研天下数据，其中色纺纱产量大致占比15%，未来色纺纱占比有望不断扩大。首先，色纺纱在针织类领域制造工艺已十分成熟，而在梭织（机织）方面，因工艺流程中需要对纱线进行高温等处理，这将对色纺纱带来颜色和物理特性上的改变，预计随着色纺纱技术的不断提高，其在梭织上的应用比例有进一步提升的空间。其次，虽然对消费者而言，性价比仍然是非常重要的因素，但预计随着人均收入的不断提升，色纺纱市场规模有望进一步扩大。第三，节能减排是目前纺织行业的重要发展目标，色纺纱的生产工艺比传统的先纺后染的工艺可节约用水50%左右，减少污水排放50%左右，因此其在环保方面具有明显的优势。在可持续时尚潮流下，色纺纱行业未来成长机会凸显。最后，

运动服饰是色纺纱的主要应用领域，下游行业景气度高将拉动未来色纺纱行业保持快速增长。根据华孚时尚2020年6月8日的《非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告》，色纺纱行业未来5年（即2021-2025年）预计仍将保持10%的增速。

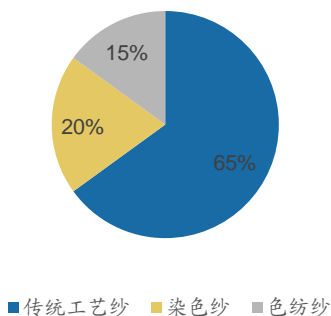
图10: 国内纱产量（万吨）



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

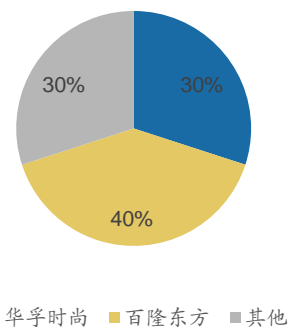
中高端色纺纱高门槛下形成华孚时尚和百隆东方双寡头格局，CR2高达70%。根据观研天下数据，国内色纺纱总产能超过1000万吨，其中中高端色纺纱的产能占一半左右。中高端色纺纱进入壁垒较高，主要由于行业对污水处理与节能减排、棉纤维染色及新品种开发具有较高的技术门槛，加之“小批量快交货、品种繁多”的生产模式固定资产投资大等因素。百隆东方与华孚时尚在销售地区上形成差异化竞争，华孚时尚于2019年新疆棉事件被美国纳入实体名单后重点发力国内和亚非拉市场，2022年外销占比仅12%，海外产能占比14%；百隆东方2022年外销占比达72%，约70%产能位于越南。

图11: 我国纺织业不同工艺纱产量分布（2021）



数据来源: 观研天下, 广发证券发展研究中心

图12: 我国中高端色纺纱行业市场份额（2021）



数据来源: 观研天下, 广发证券发展研究中心

表5: 我国色纺纱行业主要参与者情况

公司	产能	纱线产量(2022)	纱线收入规模(2022)
华孚时尚	206 万锭	25.07 万吨 (含坯纱)	59.77 亿元
百隆东方	157 万锭	19.11 万吨 (含坯纱)	64.07 亿元
江苏天华纺业	80 万锭, 12 万吨 (色纺纱)	-	-
江阴美纶	10 万吨 (色纺纱)	7.5 万吨 (色纺纱)	-
江苏康妮	-	3.5 万吨	8 亿元
山东如意时尚投资控股有限公司	25 万锭 (2018)	-	10 亿元 (2018)
湖州威达	3 万吨 (色纺纱)	-	-
广业纺织	20 万锭	3 万余吨	-
江苏新金兰	20 万锭	2 万+吨	-
山东联润	7 万锭	0.8 万吨	-
萧山林芬	-	0.5 万吨	-

数据来源: 各公司官网, 公司财报, 纺织经济信息网, 广发证券发展研究中心

注: 除华孚时尚、百隆东方外未上市, 数据来自公司官网 (2024.1.25 查询) 和纺织经济信息网, 可能存在公司官网和纺织经济信息网未及时更新最新信息的情形;

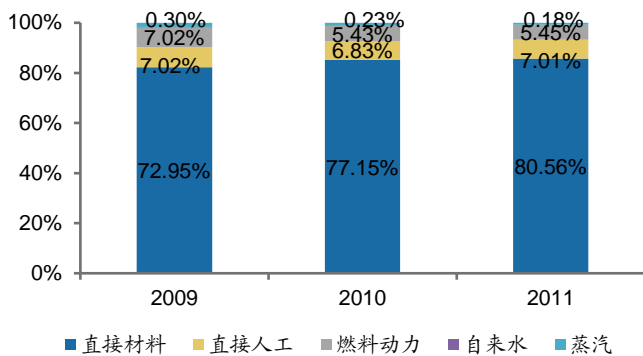
山东如意时尚投资控股有限公司数据为旗下全资子公司汶上如意技术纺织有限公司数据。

(二) 色纺纱企业业绩受棉花价格波动影响较大

色纺纱企业的毛利率和棉花价格正相关。因为色纺纱销售多采用成本加成的定价方式, 定价参考基准为棉花现货价格, 且销售订单没有明显的淡旺季, 而生产领用库存的棉花采购价格为历史价格 (我们预计公司棉花库存周转为3到4个月), 因此在原材料价格上涨的过程中, 产品定价基础可能高于成本价格, 除了定价加成的利润, 企业还享有定价基础高于原材料成本价格部分的额外收益; 在原材料价格下降的过程中, 定价基础可能低于成本价格, 除了定价加成的利润, 企业会面临定价基础低于原材料成本价格部分的额外损失。

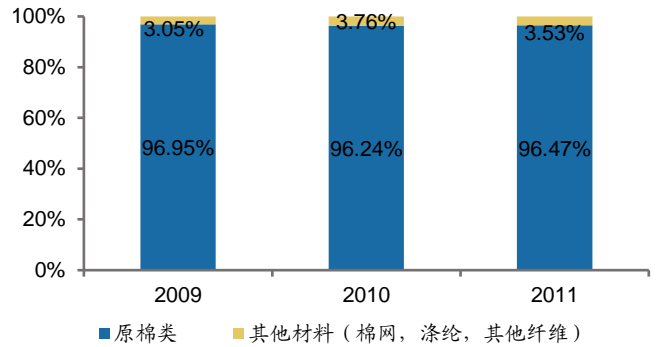
公司主营业务成本中直接材料占比70%以上, 直接材料成本中原棉占绝大部分。公司主要产品为色纺纱及坯纱, 根据公司招股书数据, 主营业务成本中直接材料占70%以上 (2009-2011分别为72.95%、77.15%、80.56%, 比例上升主要系棉价上升影响), 公司日常生产中涉及的能源消耗以自来水、电力和蒸汽为主, 上述能源消耗合计占主营业务成本的6%-8%左右。公司日常生产经营所需的原材料主要包括原棉、棉网、涤纶、其他特殊纤维等, 其中原棉采购占公司原材料采购成本的绝大部分。公司原棉采购价格主要参照同期的市场交易价格。

图13: 公司主营业务成本中直接材料占70%+



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图14: 公司直接材料成本中原棉占96%+



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

根据USDA2024年1月的报告, 国内棉花的库存消费比在23/24年度相比22/23年度略有上升, 供求格局暂无明显改善, 但仍处于过去十年的中下区间; 中国以外市场棉花库销比23/24年度相比22/23年度呈现下降趋势。从国内纱线和坯布库存看, 2023年12月国内纱线和坯布库存天数明显下降, 环比有所改善。

另外, 23Q4外部环境趋暖, 据国家统计局数据, 23年10-12月我国服装鞋帽针纺织品类社会零售额分别同比增长7.5%/22.0%/26.0%, 实现较快增长; 据海关总署数据, 23年10-12月我国纺织纱线、织物及制品出口额分别同比增长-3.3%/-0.5%/3.5%, 服装及衣着附件出口额分别同比增长-6.0%/-2.8%/1.9%, 逐月回暖; 此外, 据wind, 23Q4国内纱线价格先抑后扬, 恢复上涨。且春节后将逐步进入用棉旺季, 因此我们看好未来国内棉花价格整体趋势向上, 有望带动色纺纱企业销售价格和毛利率提升。

表6: 中国棉花供需平衡表

年份	期初库存	供给 (万吨)			总供给	消费 (万吨)			期末库存 (万吨)	库销比
		产量	进口量	总供给		国内消费	出口	总消费		
2012/2013	676.7	762.0	442.6	1881.3	783.8	1.1	784.9	1096.5	139.89%	
2013/2014	1096.5	713.0	307.4	2116.9	751.1	0.7	751.8	1365.3	181.77%	
2014/2015	1365.3	653.2	180.3	2198.8	751.1	1.5	752.7	1446.1	192.52%	
2015/2016	1446.1	479.0	96.0	2021.1	783.8	2.8	786.6	1234.5	157.50%	
2016/2017	1234.5	495.3	109.5	1839.3	838.2	1.3	839.5	999.8	119.27%	
2017/2018	999.8	598.7	124.8	1723.3	892.7	2.8	895.5	827.1	92.66%	
2018/2019	827.1	604.2	209.9	1641.2	860.0	4.6	864.6	776.6	90.30%	
2019/2020	776.6	593.3	155.5	1525.4	718.5	3.5	722.0	803.4	111.82%	
2020/2021	803.4	642.3	280.0	1725.7	870.9	0.2	871.1	854.6	98.13%	
2021/2022	854.6	587.9	191.6	1634.1	838.2	1.6	839.8	794.2	94.75%	
2022/2023	794.2	598.7	196.0	1653.4	816.5	2.2	818.7	834.7	102.23%	
2023/2024(1)	834.7	587.9	239.5	1662.1	794.7	2.0	796.7	865.4	108.90%	
2023/2024(2)	834.7	598.7	250.4	1683.8	794.7	2.0	796.7	887.1	111.63%	

数据来源: USDA, 广发证券发展研究中心

注: 2023/2024 (1): 23年12月对2023/2024的预测。2023/2024 (2): 24年1月对2023/2024的预测

表7: 中国以外市场棉花供求平衡表

年份	供给 (万吨)			总供给	消费 (万吨)			损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	期末库存 /消费
	期初库存	产量	进口		消费总计	出口	总消费			
2012/2013	930.3	1928.8	565.5	3424.6	1562.9	1017.1	2580.0	-17.9	862.5	55.19%
2013/2014	862.5	1909.2	576.1	3347.8	1624.2	886.1	2510.3	-10.7	848.2	52.22%
2014/2015	848.2	1942.5	604.8	3395.5	1692.4	779.7	2472.1	42.9	880.5	52.03%
2015/2016	880.5	1614.6	675.8	3170.9	1681.7	751.0	2432.7	5.9	732.3	43.55%
2016/2017	732.3	1827.0	711.1	3270.4	1691.4	824.0	2515.4	4.3	750.7	44.38%
2017/2018	750.7	2094.4	766.5	3611.6	1776.1	888.1	2664.2	10.5	936.9	52.75%
2018/2019	936.9	1970.2	715.2	3622.3	1748.0	898.6	2646.6	-40.8	1016.5	58.15%
2019/2020	1016.5	2018.6	730.8	3765.9	1526.0	890.4	2416.4	-1.8	1351.3	88.55%
2020/2021	1351.3	1783.0	780.2	3914.5	1789.2	1061.8	2851.0	-1.2	1064.7	59.51%
2021/2022	1064.7	1935.8	758.2	3758.7	1820.0	930.6	2750.6	-8.1	1016.2	55.84%
2022/2023	1016.2	1902.9	737.6	3656.7	1640.7	904.3	2545.0	-33.0	1107.3	67.49%
2023/2024(1)	1129.3	1870.7	700.0	3700.0	1681.5	937.5	2619.0	4.4	1072.9	63.81%
2023/2024(2)	1107.3	1865.5	687.0	3659.8	1653.1	935.4	2588.5	8.1	1062.4	64.27%

数据来源: USDA, 广发证券发展研究中心

注: 2023/2024 (1): 23年12月对2023/2024的预测。2023/2024 (2): 24年1月对2023/2024的预测

图15: 国内纱线库存天数 (天)

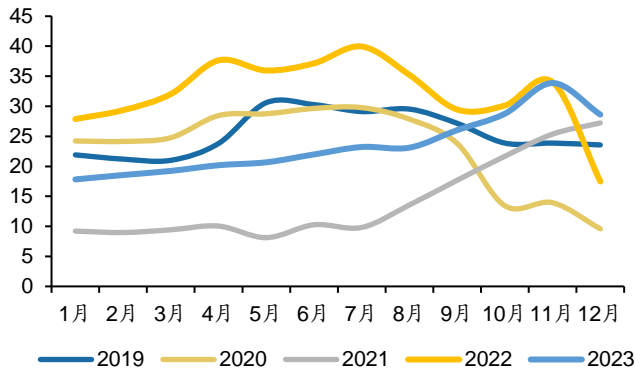
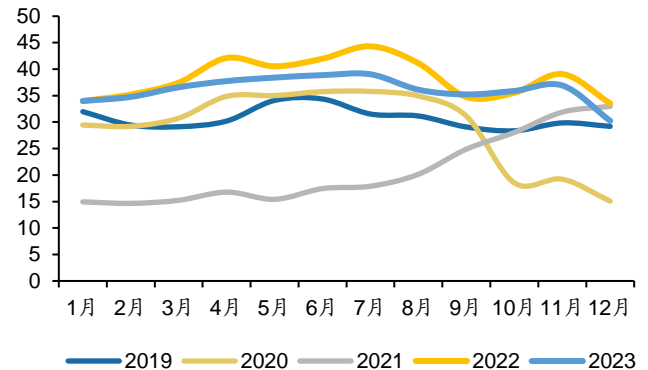


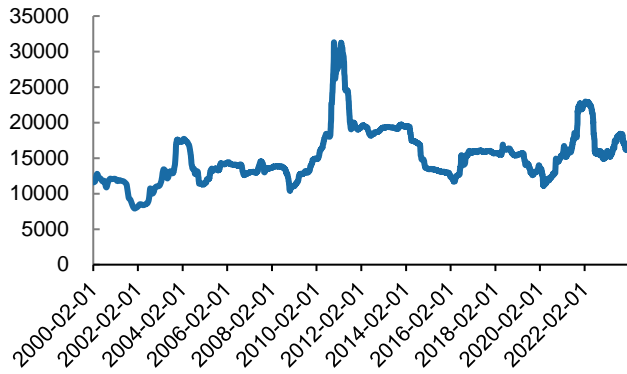
图16: 国内坯布库存天数 (天)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

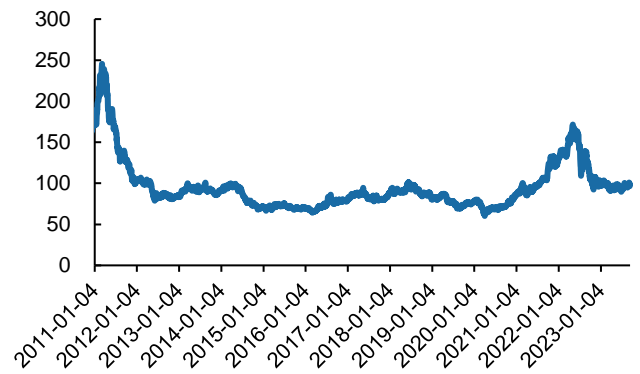
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 中国棉花328指数 (元/吨)



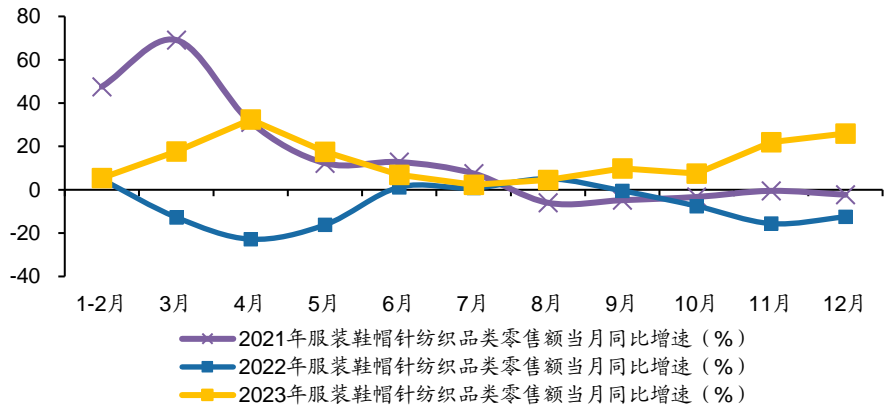
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 国际棉花指数 SM:CNCottonSM



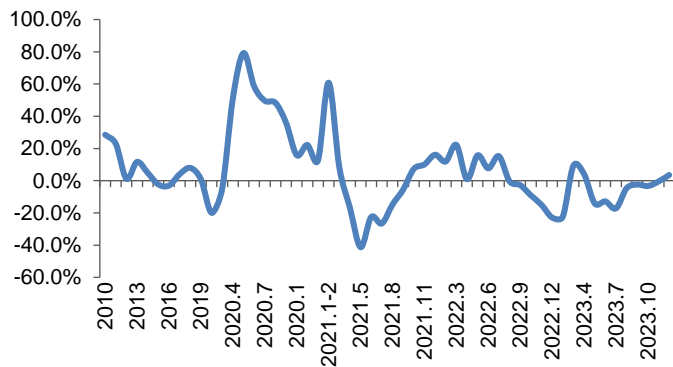
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 中国服装家纺社零增速



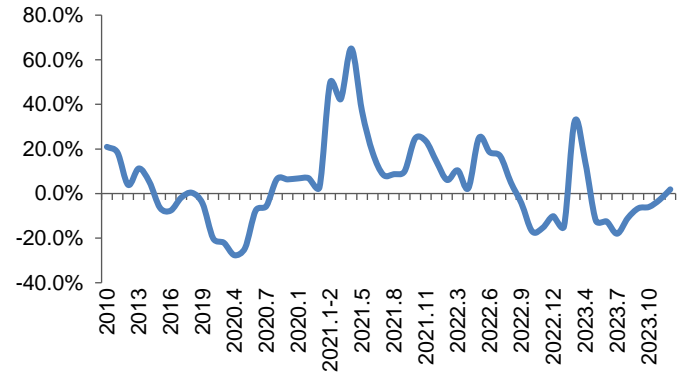
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 20: 中国纺织品出口金额同比增速 (美元口径)



数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

图 21: 中国服装出口金额同比增速 (美元口径)



数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/776120235223010042>