

台华新材 (603055.SH) 锦纶一体化龙头，渗透率提升+布局高端驱动成长

2023年03月21日

——中小盘首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
任浪（分析师）
吕明（分析师）

renlang@kysec.cn

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790520030002

日期	2023/3/20
当前股价(元)	10.92
一年最高最低(元)	17.00/8.22
总市值(亿元)	97.51
流通市值(亿元)	96.93
总股本(亿股)	8.93
流通股本(亿股)	8.88
近3个月换手率(%)	49.91

● 锦纶产业链一体化龙头，渗透率提升+布局高端有望迎业绩持续增长

公司是锦纶产业链一体化龙头，近年来致力于产品结构升级、布局高附加值锦纶产品。随着上游原材料国产化突破，成本下行将推动锦纶渗透率的提升，叠加户外用品需求高涨以及环保压力下再生锦纶的加速渗透，公司供需两端均迎来发展良机。我们预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为3.77、5.42、7.89亿元，分别同比增长-18.7%/43.8%/45.6%，EPS预测为0.42/0.61/0.88元，当前股价对应PE为25.9/18.0/12.4倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 原料价格下降&户外用品需求增加&再生锦纶推广带来行业三重利好

锦纶面料特别是锦纶66面料在诸多性能方面优势突出，但因价格高昂限制了其在民用服饰领域的广泛应用，然这一局面或将很快被打破。(1) 生产锦纶66的原材料己二腈已经实现国内量产突破&生产锦纶6的原材料己内酰胺扩产充足，原料价格有望进入下行周期，从而降低锦纶面料的使用门槛，有利于锦纶在民用服饰领域加速渗透。(2) 户外用品需求有望随户外运动参与率的提高而增加，民用锦纶产品有望直接受益。(3) 可持续环保理念的深入，使得服饰领域对再生锦纶需求逐渐增加。三重利好将加速锦纶在民用服饰领域的渗透。

● 锦纶产能将迎来释放期，技术领先叠加一体化布局龙头优势显著

(1) 淮安扩产项目将逐步进入产能释放期，成为公司业绩重要增长点。公司将新增再生差别化锦纶丝年产能10万吨、PA66差别化锦纶丝年产能12万吨、PA6差别化聚合+锦纶丝年产20万吨，公司锦纶丝年总产能规模将达到约60.5万吨，进一步扩大公司差异化产品竞争优势。(2) 布局环保再生锦纶市场，抢占先发优势。公司子公司嘉华尼龙与三联虹普签署了化学法循环再生锦纶材料项目合同，项目成功实施将填补国内该领域技术空白。(3) 锦纶产业链将向上游延伸，协同效应优势凸显。公司现有产业链将进一步拓宽，形成“锦纶聚合+纺丝+织造+染整”的一体化完整产业链，利润率有望进一步提升。

● **风险提示：**宏观经济波动；产能投产不及预期；原料价格大幅上涨。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,501	4,257	4,102	5,315	6,821
YOY(%)	-7.0	70.2	-3.6	29.6	28.3
归母净利润(百万元)	120	464	377	542	789
YOY(%)	-38.9	287.3	-18.7	43.8	45.6
毛利率(%)	21.8	25.5	23.1	25.3	27.1
净利率(%)	4.8	10.9	9.2	10.2	11.6
ROE(%)	3.8	12.5	9.6	12.4	15.6
EPS(摊薄/元)	0.13	0.52	0.42	0.61	0.88
P/E(倍)	81.4	21.0	25.9	18.0	12.4
P/B(倍)	3.3	2.6	2.5	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

中小盘研究团队

中小盘研究

中小盘首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

目 录

1、 锦纶产业链一体化龙头，产品结构不断改善	4
1.1、 深耕锦纶行业二十年，打造产业链一体化布局.....	4
1.2、 产品结构不断改善，疫后复苏有望迎来业绩提升.....	6
1.3、 三费率持续改善，研发构筑产品核心竞争力.....	8
2、 原料国产叠加户外用品需求，加速锦纶在民用领域渗透.....	8
2.1、 锦纶面料优势突出，下游应用领域广泛	8
2.1.1、 锦纶面料优势突出，有望在化纤材料中占比稳步提升.....	9
2.1.2、 下游户外用品市场空间广阔，支撑锦纶市场高景气.....	11
2.2、 上游原料实现国产，产业链中下游充分受益.....	12
2.2.1、 己内酰胺未来产能充足，PA6 产线仍具备降价空间.....	13
2.2.2、 锦纶 66 摆脱原料供应枷锁，价格有望进入下行期.....	16
2.3、 环保理念不断推进，再生锦纶市场未来可期.....	19
3、 高端锦纶顺应产品升级，技术领先+一体化布局龙头优势显著	20
3.1、 锦纶产业链各环节有序扩产，高端化布局增强产品竞争优势.....	20
3.2、 融合先进工艺构筑技术壁垒，布局再生锦纶抢占先发优势.....	22
3.3、 产业链一体化布局，协同效应下利润率有望进一步提升.....	23
4、 盈利预测与投资建议	25
4.1、 盈利预测.....	25
4.2、 投资建议.....	26
5、 风险提示	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 公司目前已经形成锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整产业链.....	4
图 2： 公司通过收购实现了锦纶产业链一体化布局	4
图 3： 公司已形成锦纶产业链一体化优势	5
图 4： 迪卡侬、安踏等品牌均为公司下游终端重要客户.....	6
图 5： 公司前五名客户销售额占比基本在 15%以上	6
图 6： 2021 年公司营收为 42.6 亿元（+70.2%）	6
图 7： 2021 年公司归母净利润为 4.6 亿元（+287.3%）	6
图 8： 2021 年，公司锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料占分业务收入前三.....	7
图 9： 2021 年，公司前三大收入占总收入比重为 83.2%	7
图 10： 公司营收主要来源于中国大陆	7
图 11： 公司锦纶长丝毛利率整体上呈上升趋势.....	8
图 12： 随疫后复苏，公司毛利率和净利率有所抬升	8
图 13： 公司三费率整体呈下降趋势	8
图 14： 公司重视研发，研发费用率整体呈上升趋势	8
图 15： 化纤可分为人造纤维和合成纤维，合成纤维包括涤纶、锦纶等.....	9
图 16： 2021 年，我国合成纤维产量前三名分别为涤纶、锦纶和氨纶.....	10
图 17： 2013-2021 年我国锦纶产量逐年走高，CAGR 为 8.8%.....	11
图 18： 预计全球户外用品电商市场规模逐年上升	12

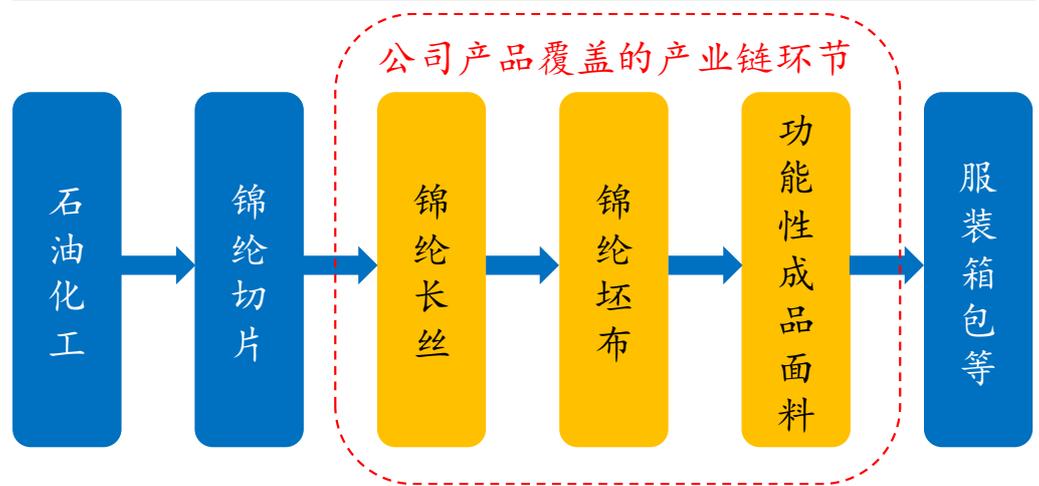
图 19: 我国户外用品零售总额整体上呈上升趋势	12
图 20: 疫情前, 我国滑雪场数量逐年攀升	12
图 21: 民用长丝在 PA6 消费结构中占比达 50%	13
图 22: 工程塑料在 PA66 消费结构中占比达 49%	13
图 23: 己内酰胺是锦纶 6 的重要原材料	13
图 24: 己内酰胺产能充裕	14
图 25: 己内酰胺进口量呈下降趋势, 出口量呈上升趋势	14
图 26: 我国 PA6 切片产量与消费量呈上升趋势	14
图 27: 我国 PA6 切片进口数量呈下降趋势	14
图 28: PA6 切片价格与己内酰胺价格走势基本一致 (单位: 元/吨)	15
图 29: 2023 年初锦纶长丝价格较 2013 年初价格降幅约 31%	15
图 30: 2011 年以来, 我国 PA66 产能呈上升趋势	16
图 31: 我国 PA66 产需缺口长期存在	16
图 32: 2013 年以来, 我国 PA66 进口量一直在 25 万吨以上	17
图 33: PA6 和 PA66 价差近年来有扩大趋势	17
图 34: 己二腈为锦纶 66 重要原材料	18
图 35: 2020 年我国首次生产了约 3 万吨己二腈	18
图 36: Prada 使用再生锦纶制成了包包、鞋子等产品	19
图 37: 公司锦纶长丝产能利用率常年保持在 100% 以上	20
图 38: 2014-2020 年, 公司锦纶长丝产销率在 95% 以上	20
图 39: 循环再生锦纶工艺可分为物理法和化学法	23
图 40: 公司具备产业链一体化优势	24
图 41: 公司锦纶产品毛利率显著高于可比公司	24
图 42: 公司净利率显著高于可比公司	24
表 1: 公司主要产品为锦纶长丝、坯布和功能性成品面料	4
表 2: 不同种类的合成纤维在性能上各有差异	9
表 3: 按照分子结构, 锦纶可细分为锦纶 6、锦纶 66 等	10
表 4: 锦纶在强度、耐寒、耐磨、吸湿等方面具有突出优势	10
表 5: 锦纶 66 较锦纶 6 物理性能更优	13
表 6: 福建申远、平煤神马等多家厂商均在 2021 年及以后有扩产计划	15
表 7: PA66 较 PA6 具有可高强、高耐磨、高耐寒、高燃点等优点	16
表 8: 国内多家厂商采用不同生产工艺释放己二腈新增产能	18
表 9: 众多知名时尚品牌均已定下使用可再生材料/能源的时间规划	19
表 10: 公司坯布、成品面料染色及后整理环节产能利用率在募投项目前均维持高位	20
表 11: 2017 年上市以来, 公司新增了纺丝、织造、染色及后整理各环节扩产计划	21
表 12: 公司智能化年产 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目聚焦高附加值锦纶长丝	21
表 13: 公司计划在 5 年内分四期建成江苏淮安“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”	22
表 14: 对比竞争对手, 公司一体化产业链优势明显	24
表 15: 公司分业务收入预测	25
表 16: 可比公司估值	26

1、锦纶产业链一体化龙头，产品结构不断改善

1.1、深耕锦纶行业二十年，打造产业链一体化布局

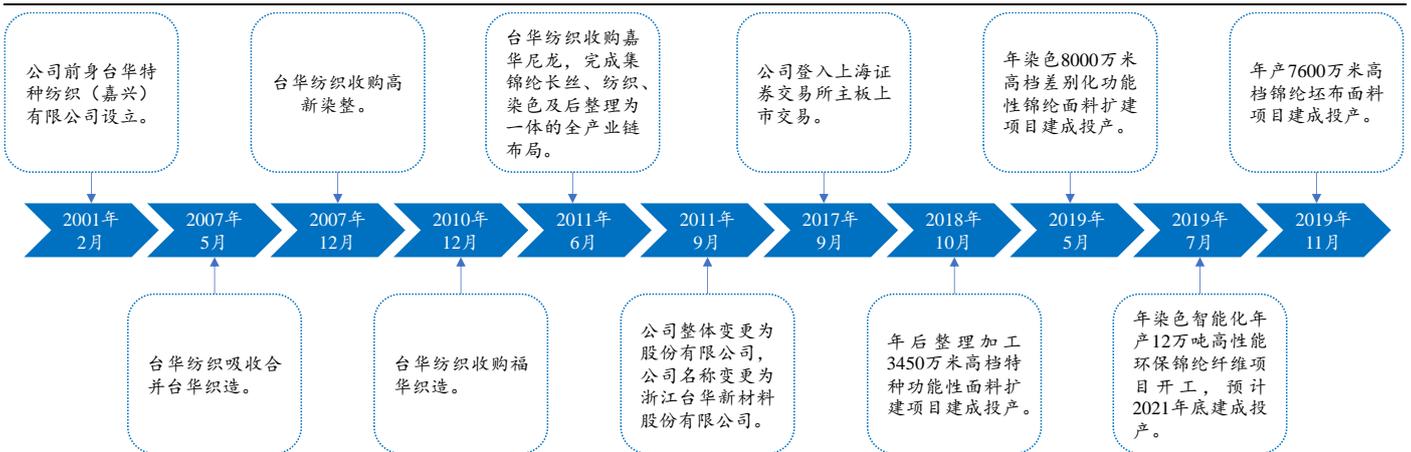
锦纶产业链一体化龙头，聚焦高档功能性面料及绿色多功能锦纶丝。自成立之日起，公司即从事锦纶织造业务，在二十年的发展中，公司业务不断向上下游产业链延伸，已形成了锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整产业链，公司致力于成为全球绿色多功能锦纶丝及高档功能性面料领航者。据2021年公司公告，公司锦纶纺丝产能规模为18.5万吨/年，化纤坯布织造产能5.6亿米/年，染色产能1.6亿米/年，后整理产能6,000万米/年。随公司扩产项目的有序开展，公司产业链各环节产能还将进一步扩展，且差异化锦纶6、锦纶66及再生锦纶等高附加值产品占比有望提升。

图1：公司目前已经形成锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整产业链



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司通过收购实现了锦纶产业链一体化布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

表1：公司主要产品为锦纶长丝、坯布和功能性成品面料

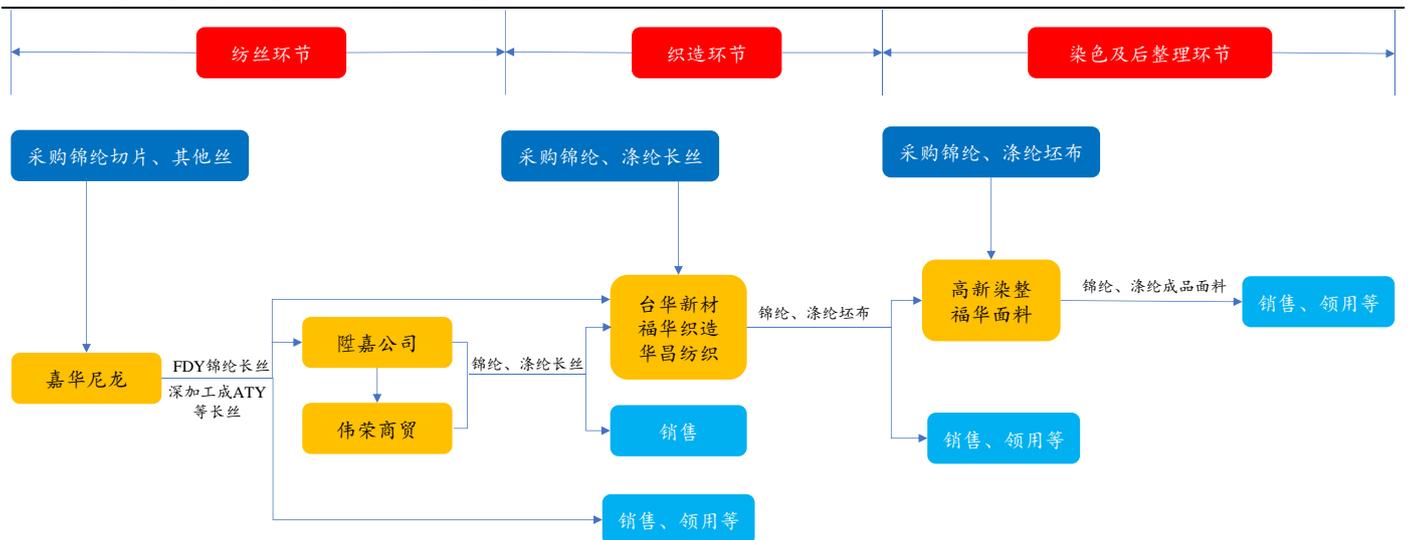
产品类别	功能、用途
锦纶 低旦超细	此类纤维丝束较细，织物质地轻盈、飘逸，手感舒适，节约资源同时更赋予面料时尚效果。广泛应用于高档羽绒面

长丝	锦纶丝	料、皮肤风衣、运动内衣、轻便服装、睡袋等领域。
功能性锦纶丝	此类纤维具有强度高、更耐磨、抗皱性更强、耐温范围更广、吸湿透气性更好、抗静电、抗菌、抗紫外等特点，具备远红外、负离子、阻燃等功能，适用于户外、运动、军用、航空航天、探险等有特殊功能要求的领域。	
环保锦纶丝	此类纤维自带颜色，织物不需染色，持久耐用，永不褪色，环保节能，目前主要供应对环保健康要求更高的高端客户。	
超薄锦纶坯布	此类坯布以低旦超细锦纶丝织造，具有轻盈、透视、柔软、透气、透湿、防绒、环保等特性，广泛应用于高档羽绒服、皮肤风衣、轻便服装、睡袋等面料领域。	
功能性锦纶坯布	此类坯布使用功能性纤维织造，具有高强度、耐磨、抗静电、抗紫外线、耐温范围广、抗菌、远红外、负离子、阻燃等特性，能够满足户外、运动、航空、航天、休闲、探险、登山等领域对功能性面料的需求。	
特殊纹路锦纶坯布	此类坯布通过特殊设计和特殊工艺织造，坯布本身具有特殊纹路，面料能够形成更具立体感的不同外观风格，应用于各类高档时尚服饰等领域。	
户外运动系列	此类面料具有防水透湿、高耐水压、耐寒抗冻等功能，可以有效提高户外和休闲运动中的舒适度和乐趣，广泛应用于登山服、滑雪服、防寒服、风衣夹克、冲锋衣等户外运动服饰，及帐篷、睡袋、背包等户外运动装备等领域。	
环保健康系列	此类面料生产过程中不加注任何胶料，减少了耗能耗材以及对环境的影响，具有透气、防风、防绒、轻盈舒适的特点，可达到布面有镜面、皮膜感的效果，产品广泛应用于皮肤风衣、羽绒服、童装、高档休闲时装等领域。	
特种防护系列	此类面料具有抗菌防蚊虫、抗紫外线防辐射、抗静电、防水透气、三防（油、污、水）等特种性能，应用于航空、军用、医疗、工装、特种防护等领域。	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司不断加强内部协同效应，形成产业链一体化优势。凭借产业链一体化布局，公司实现中间品内部供给：生产锦纶长丝的主要原材料锦纶切片从国内外大型供应商处采购；生产锦纶坯布的主要原材料锦纶长丝部分内部供应，部分对外采购；生产锦纶成品面料的主要原材料锦纶坯布大部分由内部供应，少量对外采购。公司还设立联合采购中心，负责集中谈判。

图3：公司已形成锦纶产业链一体化优势



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

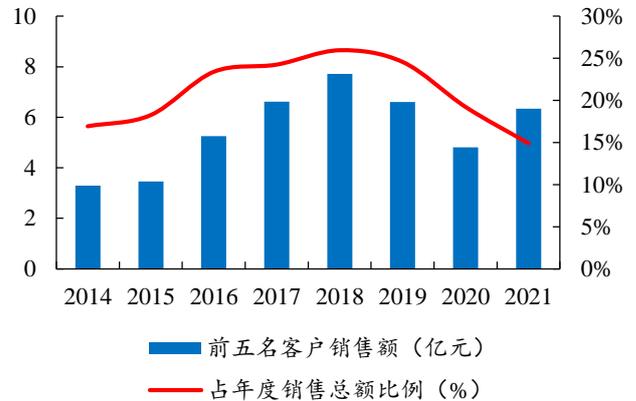
公司深耕下游终端市场，客户均为行业龙头企业。近年来公司不断深耕下游终端市场，与迪卡侬、安踏、乔丹、美国维克罗、探路者、C&A、海澜之家等品牌建立了稳定的合作关系。其中第一大客户迪卡侬与公司建立了战略合作伙伴关系，双方合作开发新品，保障了迪卡侬对市场的需求快速反应与品牌推广。公司前五名客户销售情况较为稳定，近年来前五大客户销售额占公司年度总销售额的比例基本维持在 15%

以上。

图4：迪卡侬、安踏等品牌均为公司下游终端重要客户



图5：公司前五名客户销售额占比基本在15%以上



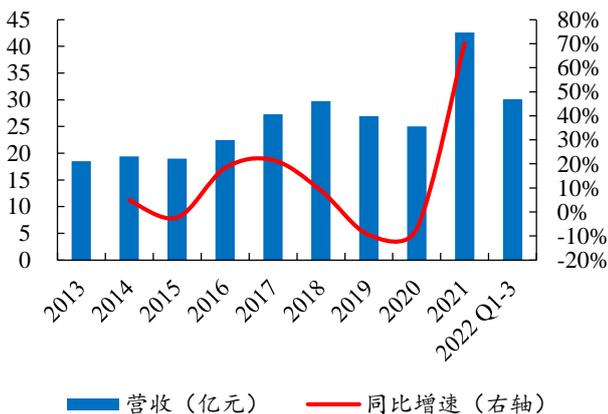
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、产品结构不断改善，疫后复苏有望迎来业绩提升

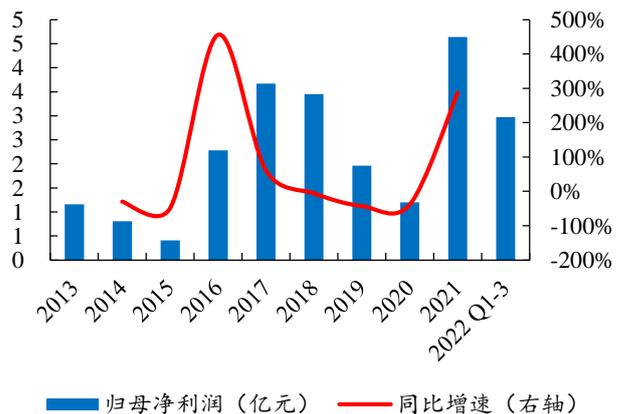
外部影响因素逐渐减弱，公司业绩显著提升。公司2019年至2020年受不同因素的影响，业绩连续两年出现下滑：2019年因全球贸易风险上升和国内市场结构性调整压力，公司营收和归母净利润同比下降9.5%和43.2%；2020年因疫情和上游原材料大幅涨价影响，公司营收和归母净利润分别为25.0/1.2亿元，同比分别下降7.0%和38.9%。2021上半年在国内疫情防控形势总体平稳，国内外市场复苏向好支撑下，下游内需市场和出口形势明显回暖，纺织行业全面复苏。受益于行业景气度提升和公司近年来的产业布局，2021年公司业绩显著提升，营收和归母净利润分别为42.6/4.6亿元，同比增长70.2%和287.3%。

图6：2021年公司营收为42.6亿元（+70.2%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021年公司归母净利润为4.6亿元（+287.3%）

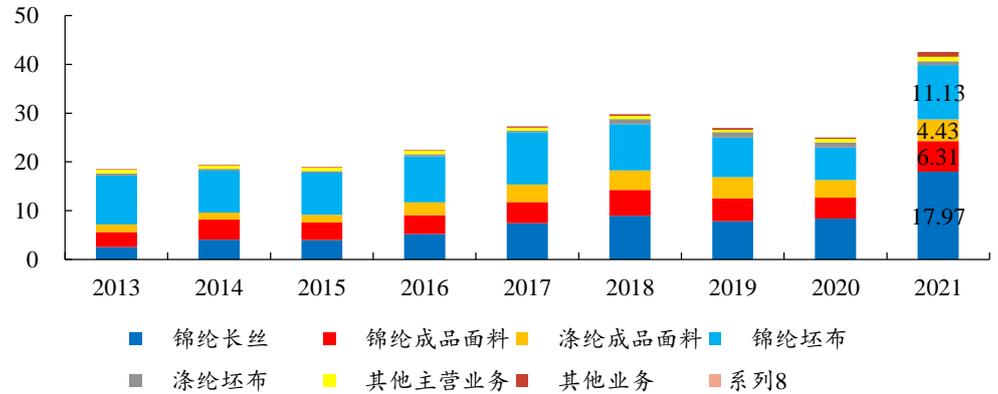


数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务来看，公司当前主要业务为锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料和涤纶成品面料。2021年收入前四的业务为锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料和涤纶成品面料，收入分别为17.97/11.13/6.31/4.43亿元，占营收的比例分别为42.2%、26.2%、14.8%、10.4%，合计占93.6%。营收分地区来看，公司营收主要来自中国大陆，2021年收入35.3亿元，占比83.4%。从锦纶长丝环节的细分产品结构看，公司除了生产常规FDY锦纶长丝外，还从事ATY、DTY以及锦纶可再生纱、锦纶66、锦纶色纱

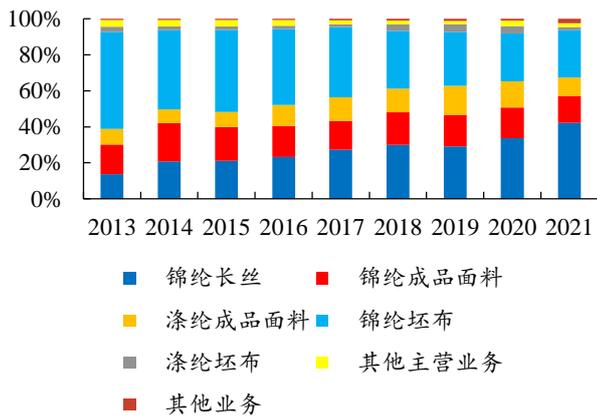
等高附加值差异化产品的生产销售，毛利率水平较高。

图8：2021年，公司锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料占分业务收入前三



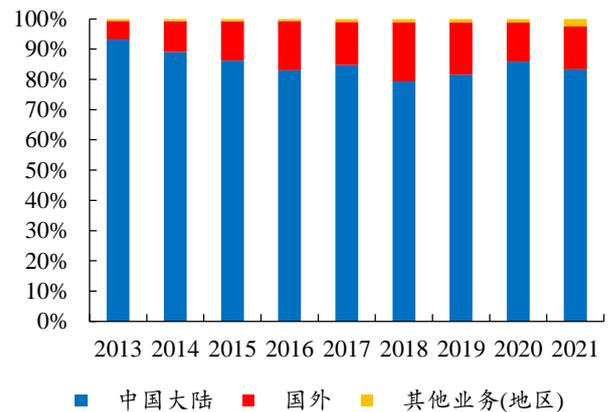
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021年，公司前三大收入占总收入比重为83.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

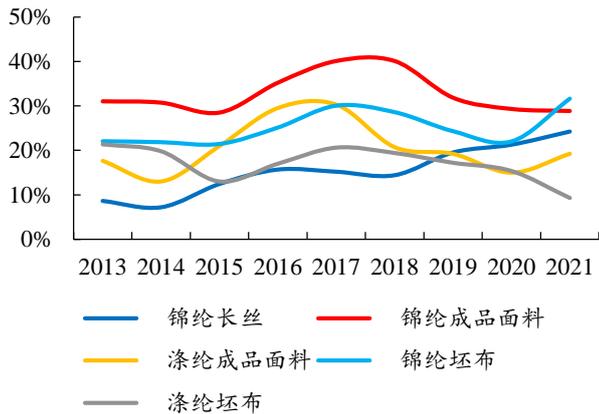
图10：公司营收主要来源于中国大陆



数据来源：Wind、开源证券研究所

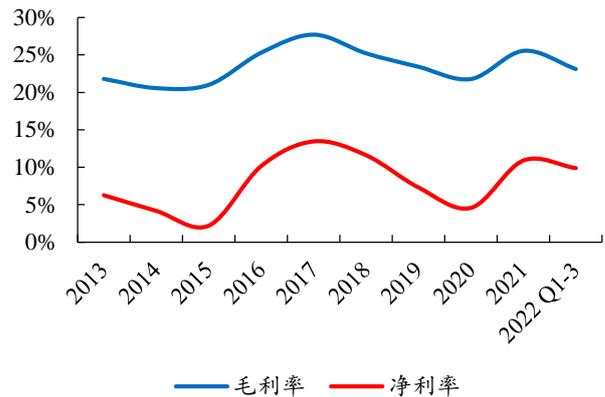
锦纶长丝毛利率稳步上行，公司整体毛利率和净利率触底回升。2021年锦纶成品面料、涤纶成品面料、锦纶坯布和涤纶坯布毛利率分别为28.88%、19.22%、31.61%、9.27%，其中，涤纶成品面料和锦纶坯布毛利率同比上升了4.26pct、9.61pct，而锦纶成品面料和涤纶坯布毛利率则同比下滑了0.46pct、6.07pct。得益于产品结构升级，锦纶长丝毛利率实现了稳步提升，由2014年的7.19%提升至2021年的24.25%。随着PA66、可再生锦纶、色纱等差异化产品的投产，公司产品结构得到进一步优化，整体毛利率和净利率水平显著提升。2021H1整体毛利率和净利率分别为28.16%、14.20%，相比2020年分别提升了6.37pct、9.40pct。

图11: 公司锦纶长丝毛利率整体上呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 随疫后复苏, 公司毛利率和净利率有所抬升



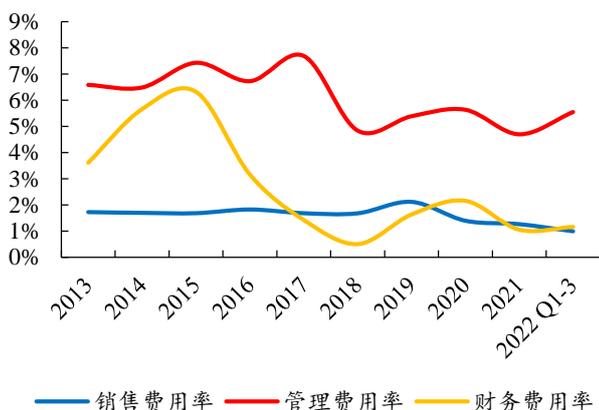
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、三费率持续改善, 研发构筑产品核心竞争力

公司强化精细化管理, 费用率持续改善。2012年以来公司销售费用率一直保持在1.7%左右, 近两年有所下降, 2022年前三季度下降至1.00%。管理费用率和财务费用率持续改善, 2022年前三季度两项费用率为5.55%、1.16%, 比2020年下降了0.09pct、1.00pct。

公司持续加大研发投入, 打造产品核心竞争力。公司研发费用从2013年的0.4亿元增加至2021年的2.2亿元, GAGR为23.9%, 研发费用率由2013年的2.11%提升至2022年前三季度的5.82%。2022年前三季度研发费用已经投入1.75亿元, 预计2022年研发投入将创新高。公司不断加大研发投入的同时, 重视人才的培养和“产学研”结合。公司研发团队不断壮大, 研发人员由2017年的375人增加至2021年的530人。公司重视“产学研”结合, 目前已与东华大学、长三角(嘉兴)纳米科技产业发展研究院等专业院校、研究所开展合作, 组成优势互补、产学研相结合的攻关队伍。

图13: 公司三费率整体呈下降趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 公司重视研发, 研发费用率整体呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

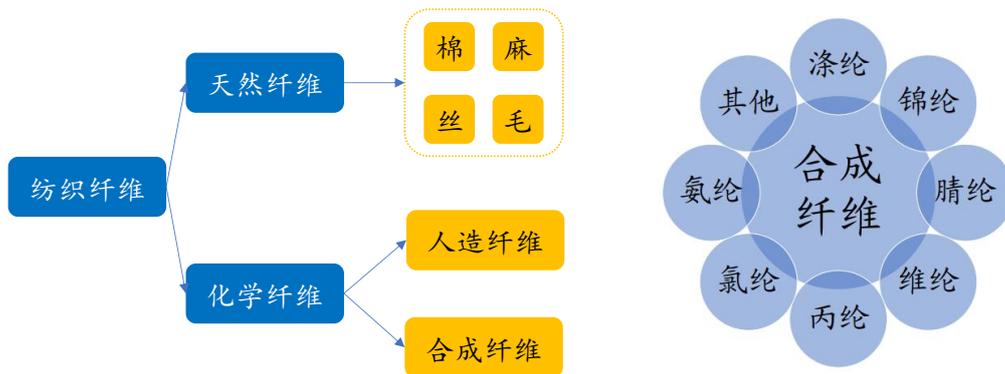
2、原料国产叠加户外用品需求, 加速锦纶在民用领域渗透

2.1、锦纶面料优势突出, 下游应用领域广泛

2.1.1、锦纶面料优势突出，有望在化纤材料中占比稳步提升

锦纶是世界上出现的第一种合成纤维，2021年在我国合成纤维年产量中排名第二。不同于棉、麻、丝、毛四大天然纤维，化学纤维是指用天然或者合成的高分子化合物为原料，经过化学或者物理的方法加工而成纤维的总称。根据高分子化合物的不同可以将化学纤维分成合成纤维和人造纤维两类，合成纤维是由以石油为主要原料的合成高分子化合物制成的，而人造纤维是利用含有纤维素或蛋白质等天然高分子物质的材料（如木材、蔗渣、芦苇、大豆、乳酪等）经过化学和物理方法加工制成的。合成纤维主要包括涤纶、锦纶、腈纶、维纶、丙纶、氯纶、氨纶等。2021年，我国年产量前三的合成纤维分别为涤纶、锦纶和氨纶。

图15：化纤可分为人造纤维和合成纤维，合成纤维包括涤纶、锦纶等

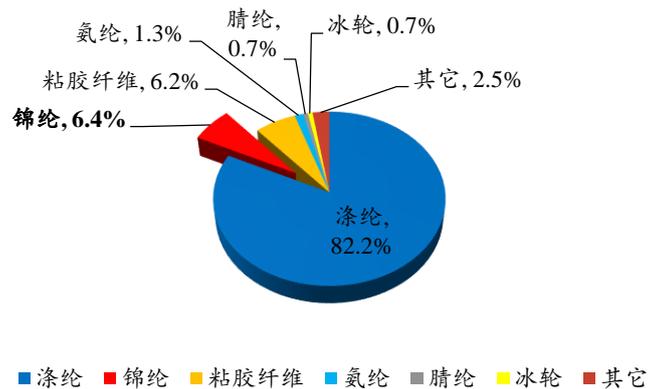


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表2：不同种类的合成纤维在性能上各有差异

化学纤维种类	具体品种	简介
合成纤维	涤纶	涤纶是最常见的化学纤维，具有强度高，弹性好，抗皱性强等特点，被广泛用于普通服饰面料，但其相对于锦纶在强度、耐磨性、回弹性、吸湿性等方面较差。
	锦纶	常见的锦纶分为锦纶66和锦纶6。锦纶的强力、耐磨性居合成纤维前列；锦纶具有良好的耐寒、耐蛀、耐腐蚀、吸湿性能。锦纶织物具有质轻、防皱性优良、透气性好，以及优良的耐久性、染色性和热定型等特点。被广泛用于高端服饰面料及工业、产业等领域。
	腈纶	腈纶的性能与羊毛相似，故有“合成羊毛”之称。它具有强度高、质轻、防蛀、防霉等优点。
	维纶	维纶纤维的最大特点是吸湿性能好，与棉花相近似。但弹性、染色性能、耐热水性能较差，缩水率较大，尤其是用热水洗涤后易变形走样，使用不广泛。
	丙纶	丙纶纤维强度大，弹性好，耐腐蚀，但光热稳定性、染色性差，所以用于制作服装较少。
	氯纶	氯纶耐酸碱性强，难燃，还有良好的保暖性和耐日光性，它的耐热性差，染色困难，容易产生和保持静电，发展受到一定的限制。
	氨纶	氨纶的弹性很好，一般用于纺织有弹性织物，常被用做内衣、运动服、紧身衣、牛仔裤、泳装和舞台服装等。
	其他	除上述合成纤维以外的其他合成纤维。
人造纤维	粘胶纤维、醋酸纤维、铜氨纤维等	比较常见的是粘胶纤维，通常被称为人造棉、人造丝。性能与棉相似，易于染色，吸湿性能好。不足之处是湿强低，遇水后纤维膨胀，织物发硬，经不起猛烈搓洗。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图16：2021年，我国合成纤维产量前三名分别为涤纶、锦纶和氨纶


数据来源：观研天下、开源证券研究所

锦纶化学名称为聚酰胺纤维（PA），俗称尼龙（Nylon）。锦纶按照不同标准有多种分类，按照分子结构可以分为锦纶 6、锦纶 66、锦纶 11、锦纶 610 等，其中锦纶 6（又称尼龙 6 或 PA6）和锦纶 66（又称尼龙 66 或 PA66）的应用最广泛，据公司招股说明书，我国锦纶 6 和锦纶 66 产量约占锦纶总产量的 98%；按照纤维长短可以分为锦纶长丝和锦纶短纤，据公司招股说明书，我国锦纶长丝产量约占锦纶总产量的 95%；按照用途可以分为民用锦纶和产业用锦纶。

表3：按照分子结构，锦纶可细分为锦纶 6、锦纶 66 等

分类标准	具体类别	说明
分子结构	锦纶 6、锦纶 66、锦纶 11、锦纶 610 等	以锦纶 6 和锦纶 66 应用最为广泛，产量约占我国锦纶总产量的 98%；锦纶 66 性能上较锦纶 6 更优，纤维价格也更贵一些；我国锦纶 6 和锦纶 66 比例大约为 85:15。
纤维长短	锦纶长丝、锦纶短纤	以锦纶长丝为主，作为机织或针织原料等；少量锦纶短纤主要用于和棉、毛或其它化纤混纺。我国锦纶长丝占比锦纶总产量 95%，短纤占比 5%。
用途	民用锦纶、产业用锦纶	民用方面，锦纶主要用于服装面料、内衣、袜子、床上用品以及箱、包、伞、绳、窗帘布、家具装饰和地毯等；产业用锦纶主要指用于轮胎帘子线、传送带、安全带、工业用呢毯以及帐篷、渔网等。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

锦纶在强度、耐寒、耐磨、吸湿等方面具有突出优势，因而在高端功能性面料领域越来越受欢迎。锦纶面料强度高，在一般情况下比羊毛高 3-4 倍，比棉花高 1-2 倍，比粘胶纤维高 3 倍左右；锦纶的耐磨性是棉花的 10 倍、羊毛的 20 倍、粘胶纤维的 50 倍；锦纶 66 具有良好的耐低温性能，在零下 40℃ 以下时，其回弹性变化也不大。锦纶的高强度、耐磨和耐寒性使得锦纶面料相比其他化纤面料具有经久耐穿、质量稳固的优势，成为户外、运动、防寒、休闲等服饰领域的最佳选择。

表4：锦纶在强度、耐寒、耐磨、吸湿等方面具有突出优势

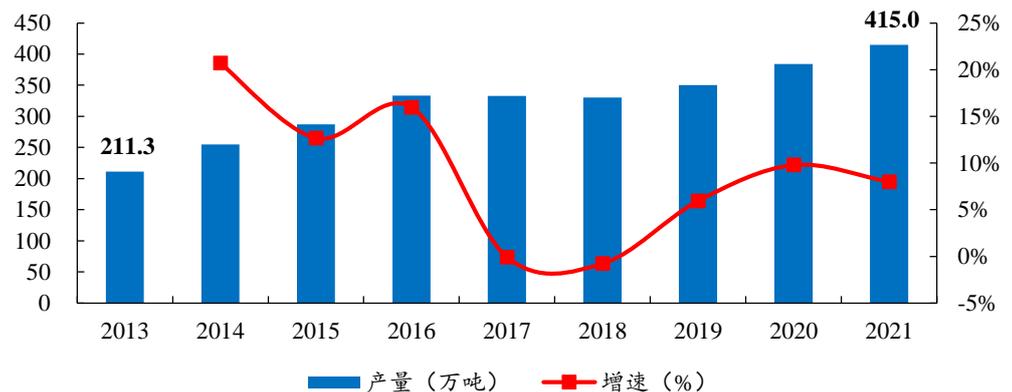
锦纶优点	具体内容
强度高	锦纶的断裂强度在合成纤维中是最大的一种，远高于各种天然纤维，在一般情况下比羊毛高 3-4 倍，比棉花高 1-2 倍，比粘胶纤维高 3 倍左右。
耐磨性好	锦纶的耐磨性是棉花的 10 倍、羊毛的 20 倍、粘胶纤维的 50 倍。
耐腐蚀性好	锦纶耐腐蚀性优良，具有良好的抗菌、抗霉菌能力，贮存容易，制成服装易于打理。
耐寒性好	锦纶 66 具有良好的耐低温性能，在零下 40℃ 以下时，其回弹性变化也不大，因

锦纶优点	具体内容
吸湿性良好	此是制作极端户外运动服的首选。 锦纶的公定回潮率为 4.5%，远高于涤纶的 0.4%，因而锦纶面料的吸湿性在合成纤维面料中属较好品种，制作的服装比涤纶服装穿着更舒适。
轻质柔软	锦纶密度较小，属于轻型纤维，在合成纤维中仅列于丙纶、腈纶之后，比棉花轻 35%，比粘胶纤维轻 25%，因此锦纶面料适合制作束身衣、贴身运动衣、泳衣、衬衫、内衣等贴身织物，北京奥运会上著名的“鲨鱼皮”泳衣便是用细旦锦纶面料制作的。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

随着锦纶面料受欢迎程度的不断提升，锦纶年产量近年来呈现稳步的增长趋势。根据华经产业研究院数据，我国锦纶年产量由 2013 年的 211.3 万吨增长至 2021 年的 415.0 万吨，年复合增速为 8.8%；同时锦纶产量在合成纤维中的占比也呈上升趋势，由 2015 年的 6.4% 上升至 2021 年的 6.7%。近年来，我国纺织行业综合景气度及生产情况稳中向好，锦纶产量稳步增长，2021 年锦纶产量 415 万吨，同比增长 8%。随着锦纶应用领域的不断扩大，预计我国锦纶行业空间将不断成长。

图17：2013-2021 年我国锦纶产量逐年走高，CAGR 为 8.8%



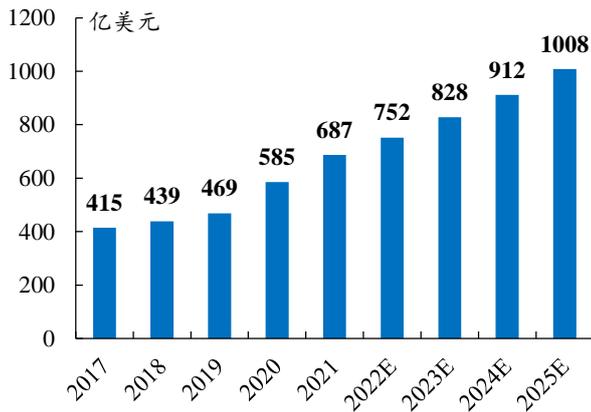
数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.1.2、下游户外用品市场空间广阔，支撑锦纶市场高景气

全球户外用品电商市场规模大，为锦纶需求提供潜在支撑。根据观研天下数据，2021 年全球户外用品电商市场规模达 687 亿美元，预计 2022、2023、2024 年全球户外用品电商市场规模有望分别达到 752、828 和 912 亿美元，2025 年全球户外用品电商市场规模或将突破 1000 亿美元，达到 1008 亿美元，2021-2025 年复合增长率有望达 10.1%。全球户外用品市场空间的快速增长将进一步提升功能性成品面料的需求，锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料市场有望持续向好。

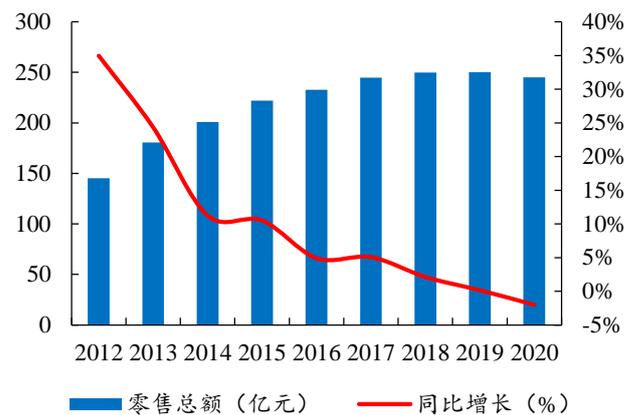
国内户外用品市场发展快速，未来市场空间潜力大。我国户外运动市场起步较晚，但是发展迅速，根据 Wind 数据，我国户外用品零售总额由 2007 年的 23.8 亿元增长至 2019 年的 250.2 亿元，年复合增速为 21.7%。2016 年以来，受消费转型影响，户外用品零售总额增速放缓至个位数，但是与欧美等发达国家和地区相比，我国户外运动的普及率和参与人次都还较低，因此，长期来看我国户外用品市场规模还具有较大的市场空间。

图18: 预计全球户外用品电商市场规模逐年上升



数据来源: 观研天下、开源证券研究所

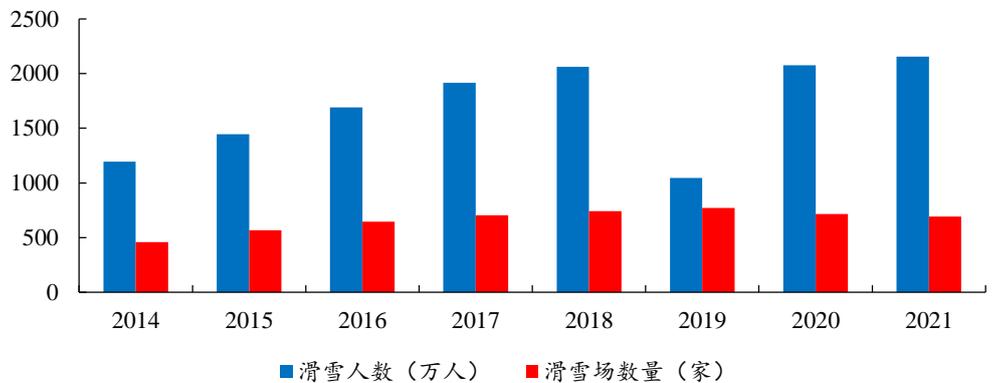
图19: 我国户外用品零售总额整体上呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

冬奥会叠加全民健身计划, 将进一步促进户外运动市场的发展。2022北京冬奥会的举办, 使得户外滑雪运动关注度进一步提升。根据华经产业研究院数据, 疫情前, 我国滑雪场家数/滑雪人数由2014年的460家/1195万人增加到了2018年的742家/2060万人, GAGR分别为12.7%、14.6%。2019、2020年由于疫情的影响滑雪人次下降比较明显, 但是这并不改变长期滑雪参与人次的增长趋势。另外, 国务院2021年8月3日发布的《全民健身计划(2021—2025年)》文件指出将加强冰雪、山地户外、航空、水上、马拉松、自行车、汽车摩托车等户外运动项目的推广。

图20: 疫情前, 我国滑雪场数量逐年攀升



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

2.2、上游原料实现国产, 产业链中下游充分受益

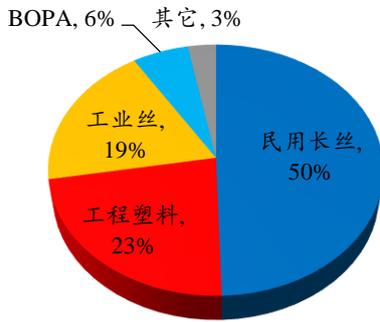
锦纶6和锦纶66在性质上的差别决定了它们主要应用领域不同。锦纶6具有较高的抗张强度、良好的抗冲击性能、优异的耐磨性能、耐化学性能和较低的摩擦系数, 主要用于民用服饰领域。锦纶6消费比例最高的为民用丝, 约50%用于民用锦纶长丝的生产, 而工程塑料和工业丝分别消费23%、19%。与锦纶6对比, 锦纶66综合性能更好, 尤其是硬度、刚性、耐热性和蠕变性能更佳, 因而更多的用于工程塑料、工业用丝、户外高端服饰用品等领域。据观研天下数据, 2021年锦纶66的消费中工程塑料占49%、工业用丝占34%、民用丝占13%。

表5: 锦纶 66 较锦纶 6 物理性能更优

	锦纶 6 (PA6)	锦纶 66 (PA66)
密度 (g/cm ³)	1.13	1.14
熔点	228°C	264°C
结晶结构	松散	紧密
氧化褪色	臭氧等作用下易褪色	臭氧等影响很小
纤维弹性	弹性较差	弹性较好
手感	手感松软	手感密实

资料来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

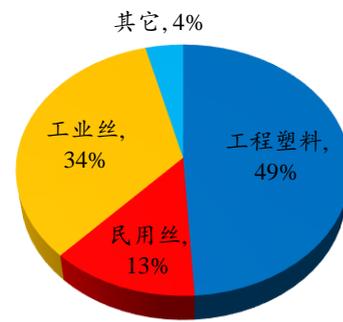
图21: 民用长丝在 PA6 消费结构中占比达 50%



■ 民用长丝 ■ 工程塑料 ■ 工业丝 ■ BOPA ■ 其它

数据来源: 观研天下、开源证券研究所

图22: 工程塑料在 PA66 消费结构中占比达 49%



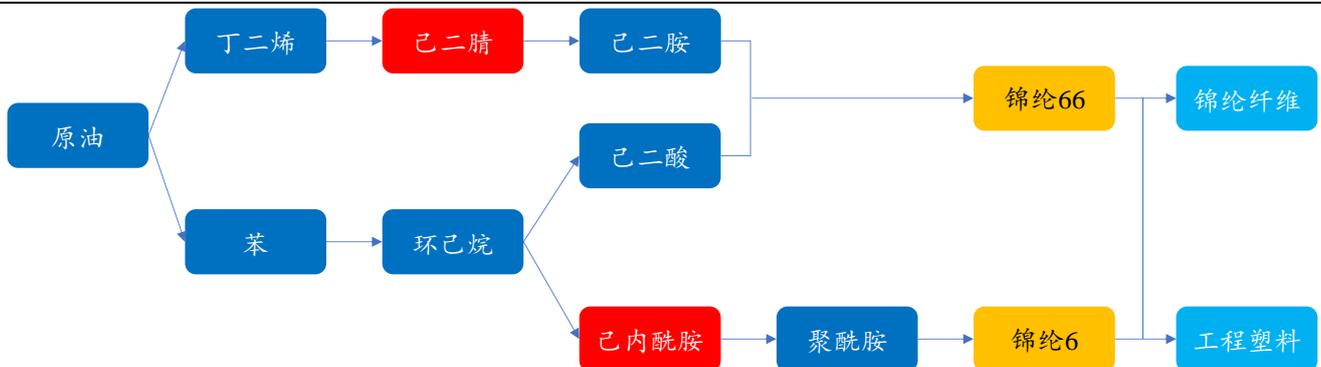
■ 工程塑料 ■ 民用丝 ■ 工业丝 ■ 其它

数据来源: 观研天下、开源证券研究所

2.2.1、己内酰胺未来产能充足，PA6 产线仍具备降价空间

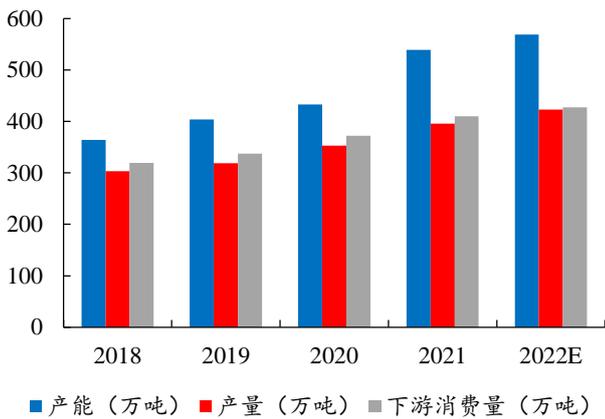
国内量产技术突破促使己内酰胺产量和产能快速增长。己内酰胺是生产锦纶 6 纤维的关键中间原料，过去很长一段时间己内酰胺大量依靠进口，限制了国内锦纶行业的发展。随着国内己内酰胺量产技术突破，国产己内酰胺的产能和产量大幅提升。据隆众资讯数据，己内酰胺产能和产量由 2018 年的 364、303 万吨快速增长到 2021 年的 539、396 万吨，己内酰胺产量大幅提升使得其消费缺口逐步缩小，进而己内酰胺的进口量由 2012 年 17.4 万吨下降至 2021 年的 10.6 万吨。

图23: 己内酰胺是锦纶 6 的重要原材料



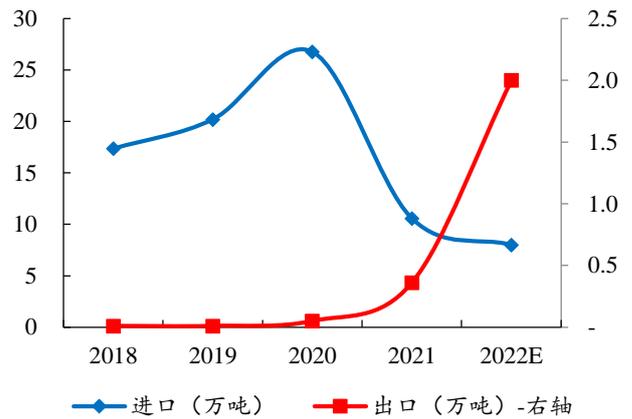
资料来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图24：己内酰胺产能充裕



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

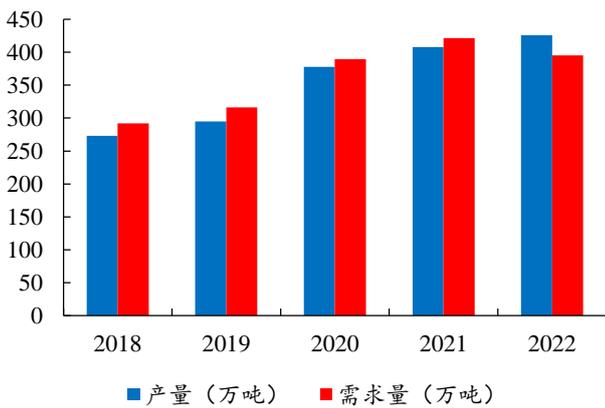
图25：己内酰胺进口量呈下降趋势，出口量呈上升趋势



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

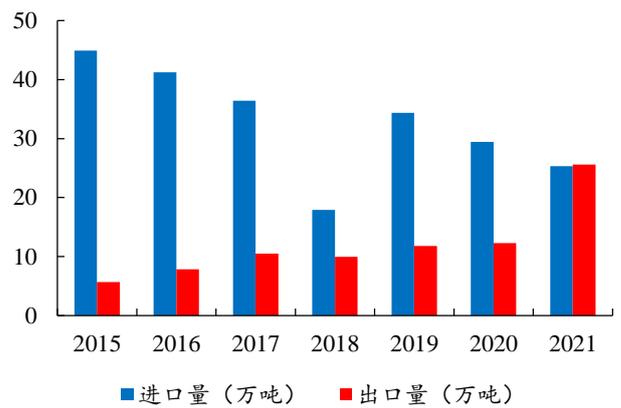
随着己内酰胺产量快速增加，PA6切片产量与消费量随之增加。根据百川盈孚数据，锦纶6切片产量和消费量分别由2018年的272.9/292.2万吨增长至2022年的425.6/395.4万吨，GAGR分别为11.8%、7.9%。与此同时，PA6切片进口量不断下降，由2015年高点的44.9万吨下降至2021年的25.3万吨。

图26：我国PA6切片产量与消费量呈上升趋势



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图27：我国PA6切片进口数量呈下降趋势

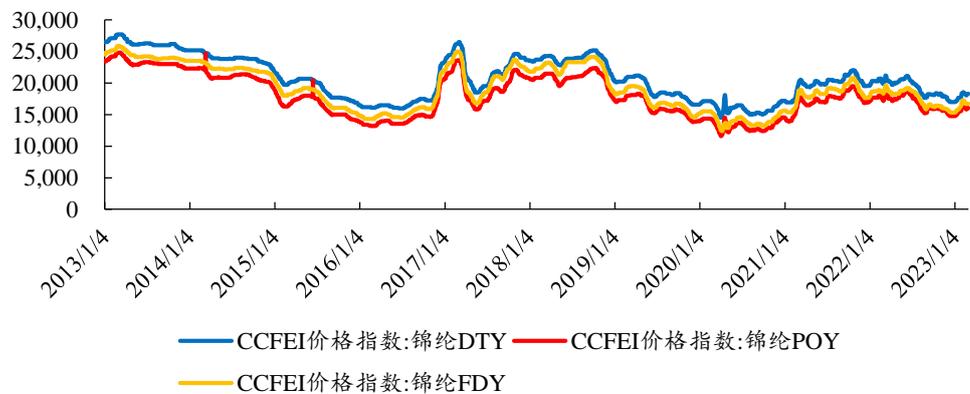


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

己内酰胺国内产量增长带来的是其本身和下游产业链产品价格迅速下降。据Wind数据，己内酰胺价格由2013年初约17500元/吨下降至2023年初约12500元/吨。随着原料价格下降，锦纶6切片价格从2013年初约19800元/吨下降至2023年初约13100元/吨，下游锦纶长丝也出现明显降价。

图28: PA6切片价格与己内酰胺价格走势基本一致(单位:元/吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 2023年初锦纶长丝价格较2013年初价格降幅约31%


数据来源: Wind、开源证券研究所

国内己内酰胺未来产能充足, 价格具备进一步下降空间。根据隆众资讯统计, 目前国内多家厂商均公布了己内酰胺扩产计划, 预计2023年我国己内酰胺产能将再次集中释放, 新增产能有望达114万吨, 产能增速有望达20%, 2023-2027年我国己内酰胺产能复合增速有望超过8%。随着这些新增产能的逐步投产, 己内酰胺的价格预计还有进一步下降的空间, 从而带动锦纶6切片价格下降。

表6: 福建申远、平煤神马等多家厂商均在2021年及以后有扩产计划

地区	省份	厂家	新增产能(万吨/年)	预计投产时间
华东	江苏	威名石化	10	2020年12月一条线开始投产
华东	福建	恒申集团	21	2020年12月份7万吨一条线开始投产, 另两条逐步投产
华东	上海	华峰集团	8	2021年二季度
华东	江苏	长安高分子	15	2020年(已建成未投产)
华东	浙江	聚合顺	5	2021年
华东	山东	华鲁恒升	20	装置在建, 2021年底或2022年初投产
华东	浙江	恒逸锦纶	7	2021年下半年
华东	江苏	江苏弘盛	30	2020年5月奠基开始建设
华南	广西	恒逸石化	120	一期60万吨计划2023年投产, 二期60万吨计划2025年投产
华东	山东	聚合顺鲁化新材料	18	2022年

地区	省份	厂家	新增产能 (万吨/年)	预计投产时间
西北	内蒙古	内蒙古庆华	20	规划, 未建
华中	湖南	岳阳石化	35	规划, 未建 (2022 年以后)
华中	河南	平煤神马	20	规划

资料来源: 隆众资讯、开源证券研究所

2.2.2、锦纶 66 摆脱原料供应枷锁，价格有望进入下行期

锦纶 66 与锦纶 6 相比性能更为优异，在民用领域以高附加值产品为主。锦纶 66 以己二胺和己二酸为原料，通过缩聚、纺丝制备而成，具有高强、高耐磨、高耐寒、高燃点等优点，较锦纶 6 在物理性能和纺织性能上均更为优异。锦纶 66 目前主要包括民用丝、工业丝和其他用丝，分别应用于服装、产业用和家纺等领域，耐用性较好。其中，民用丝以细旦、超细旦、抗静电、阻燃、抑菌等高附加值产品为主，用于制作军用服装、防护服等性能要求高的终端产品；工业丝以高强度、高模量、高韧性和低收缩的特点为主，大多用于制作轮胎帘子布、降落伞、绳索、渔网等终端产品；其他用丝以地毯丝为主，具有高蓬松性、色彩鲜艳、保形性好的特点，是高品质地毯的主要原料之一。

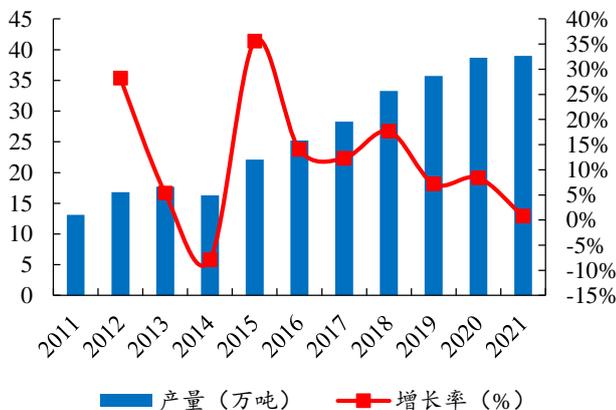
表7: PA66 较 PA6 具有可高强、高耐磨、高耐寒、高燃点等优点

优点	描述
可高强	PA66 应用于降落伞、军工等特殊领域其强度可达 7.0g/d 以上，高于同规格 PA620-50%
高耐磨	PA66 耐磨强度高于同规格 PA640-65%
高耐寒	常温下，PA66 手感较 PA6 更为舒适、柔软，在零下 10-30℃低温条件下，PA66 手感能持续保持，与常温类似，而 PA6 则会发硬、有响声
高燃点	锦纶 66 燃点 264℃，锦纶 6 燃点 228℃

资料来源: 观研天下、开源证券研究所

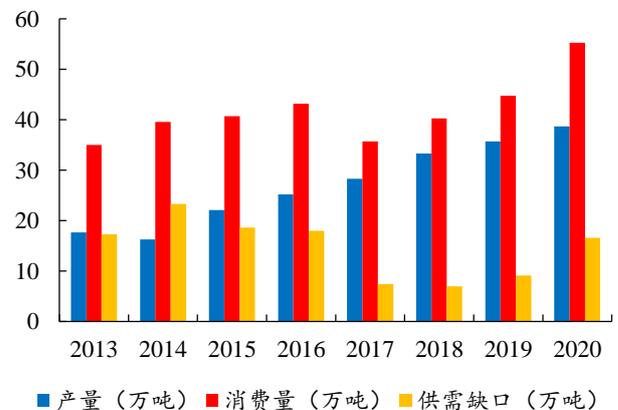
受制于原料限制，我国 PA66 进口依赖度一直较大。尽管我国 PA66 产能一直呈上升趋势，但仍无法满足我国 PA66 的消费量。据华经产业研究院数据，2020 年我国锦纶 66 切片产量为 38.7 万吨，消费量为 55.3 万吨，产需缺口为 16.6 万吨，较大的产需缺口致使 PA66 进口量一直居高不下，2013 年以来，我国 PA66 的进口量一直在 25 万吨以上，进口依赖度维持高位，由此造成锦纶 66 价格高昂。

图30: 2011 年以来，我国 PA66 产能呈上升趋势



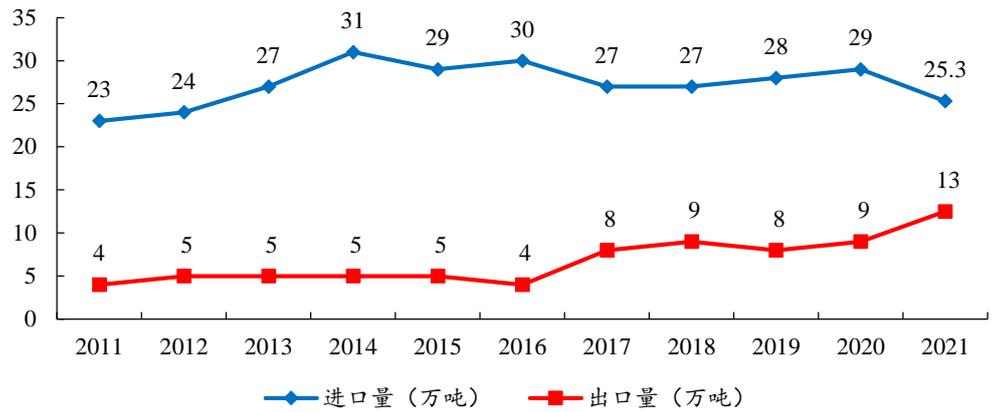
数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图31: 我国 PA66 产需缺口长期存在



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

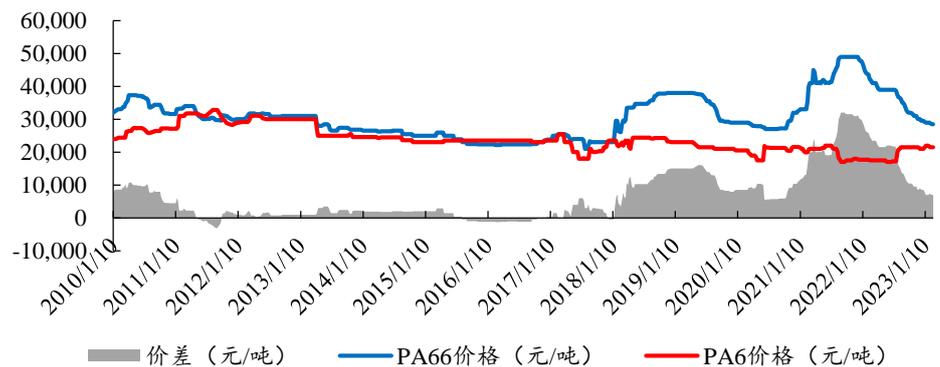
图32：2013 年以来，我国 PA66 进口量一直在 25 万吨以上



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

锦纶 66 高昂的价格限制了在民用领域的应用。目前锦纶 66 切片价格在 2.9 万元/吨左右，锦纶 6 切片价格约为 2.2 万元/吨，二者差价约为 0.7 万元。从历史差价来看，近年来有不断扩大的趋势。锦纶 66 切片高昂的价格使得其产品服饰领域并没有竞争优势，目前主要应用于工程塑料和工业丝领域，仅少量用于民用丝领域。

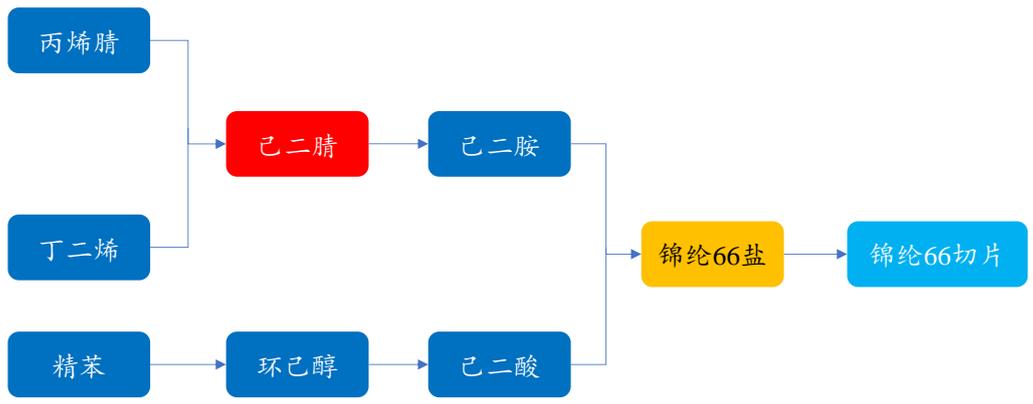
图33：PA6 和 PA66 价差近年来有扩大趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

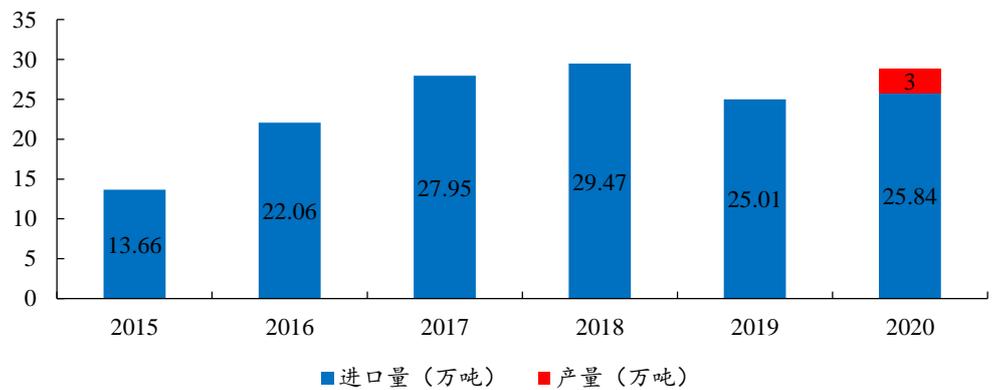
己二腈过去全部依赖于进口，锦纶 66 产业的发展因此受到严重阻碍。己二腈是生产锦纶 66 的关键原材料，主要用于生产锦纶 66 的中间体己二胺，其生产技术、投资门槛非常高，长期以来被英威达、奥升德、巴斯夫等国际寡头垄断。2020 年之前我国己二腈全部为进口，但随着华峰集团 5 万吨己二腈项目的投产运行，并在 2020 年生产了约 3 万吨己二腈，国产己二腈正式登上历史舞台。2022 年，中国化学天辰公司研发成功丁二烯氰化法己二腈生产技术并完成了 2000 吨规模的全流程中试，更是打破了丁二烯法“卡脖子”的局面，进一步加速了我国己二腈制备的国产替代进程。

图34：己二腈为锦纶 66 重要原材料



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图35：2020 年我国首次生产了约 3 万吨己二腈



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

己二腈未来国内产能充足，锦纶 66 有望在价格下降后快速提升渗透率。在突破己二腈生产技术壁垒后，国内多家企业纷纷开始布局己二腈项目，同时外资企业也逐渐增加在华投资，除英威达在上海投资建设 40 万吨丁二烯直接氢氰化法己二腈项目外，奥升德在江苏连云港的 20 万吨丙烯腈电解法己二腈项目也已正式开工。据中国化工信息周刊，中国己二腈合计 410.23 万吨在建及拟建产能，以丁二烯法和己二酸法为主要工艺，我们预计未来中国己二腈进口依存度将逐渐下降。借鉴己内酰胺国产化后的历史经验，一旦这些己二腈项目投产，己二腈价格或将出现大幅下跌，从而大幅降低锦纶 66 的成本，进而加速其在民用领域的渗透。

表8：国内多家厂商采用不同生产工艺释放己二腈新增产能

地区	企业名称	生产工艺
重庆	华峰集团	己二酸法
山东	天辰齐翔	丁二烯法
上海	英威达（上海）	丁二烯法
福建	福建永荣	丁二烯法
河北	福海润泽	丁二烯法
河南	神马股份	丁二烯法
安徽	安徽曙光	丁二烯法

地区	企业名称	生产工艺
山东	新和成	丁二烯法
山西	润恒化工	丙烯腈法
四川	联盛科技	丙烯腈法
湖北	三宁化工	己内酰胺法
吉林	吉林省弘泰新能源有限公司	丙烯腈法

资料来源：中国化工信息周刊、开源证券研究所

2.3、环保理念不断推进，再生锦纶市场未来可期

可持续发展理念不断推进，欧盟推出纺织品废料循环回收利用计划。2020年，欧洲服装和纺织工业联合会(EURATEX)推出了纺织品废料循环回收利用计划“ReHubs”。ReHubs计划之一是在比利时、芬兰、德国、意大利和西班牙分别建立一个纺织品废料回收和处理中心，用以专门收集、分类和处理纺织废料。EURATEX对此寄予厚望，希望在4年以内，纺织品废料回收和处理中心能够回收处欧盟区域内4200万至5500万吨的纺织品废料。“ReHubs”计划之二是着重于纺织品废料的循环利用，希望在欧洲建立一个新的二手纺织品原料市场。目前欧洲回收的纺织品废料中大量被焚烧填埋，如果能够将这些纺织品进行再次循环使用，将减少焚烧和填埋，有助于“碳中和”目标早日达成。

知名服饰品牌推出再生材料使用计划，推动再生锦纶行业发展。近年来，时尚行业越发注重可持续发展理念，许多品牌推出了新的环保创新项目，例如Prada计划2021年底前将所有Prada锦纶替换为再生锦纶。随着众多知名品牌宣布使用可再生原材料制造产品，有望推动再生锦纶市场发展。

表9：众多知名时尚品牌均已定下使用可再生材料/能源的时间规划

品牌	承诺/目标
Adidas	到2024年，尽可能使用再生聚酯取代原生聚酯
Nike	2025年前实现100%使用可再生能源
ZARA	2025年100%采用可持续性更强的亚麻和再生聚酯
IKEA	到2030年仅采用可再生或回收材料
H&M	到2030年100%使用再生或其它可持续来源的原材料

资料来源：各公司官网、Glossy官网、开源证券研究所

图36：Prada使用再生锦纶制成了包包、鞋子等产品

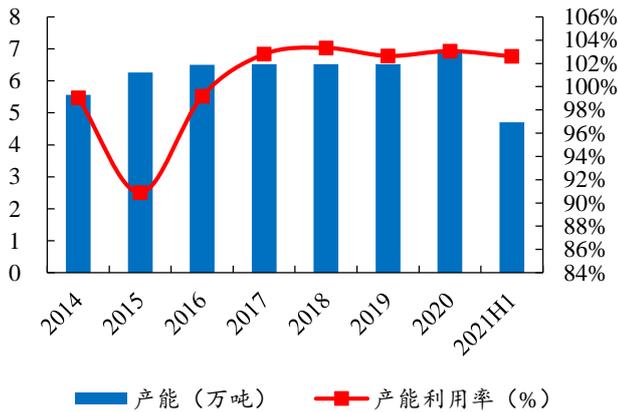
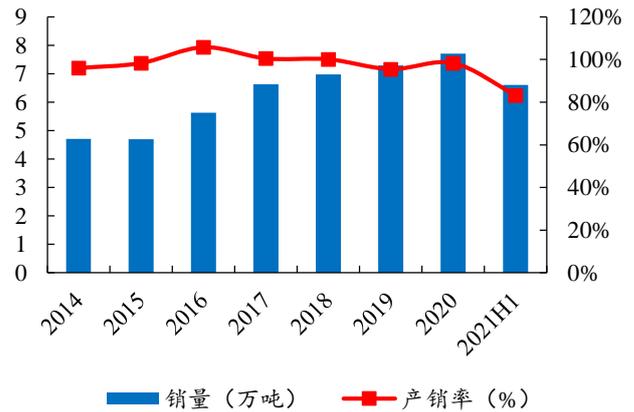


资料来源：Prada官网

3、 高端锦纶顺应产品升级，技术领先+一体化布局龙头优势显著

3.1、 锦纶产业链各环节有序扩产，高端化布局增强产品竞争优势

下游消费升级拉动锦纶高端需求增长，公司通过募投项目实现锦纶产业链各环节扩产。随着国内消费需求不断升级，下游运动服饰、瑜伽、羽绒服等消费市场保持高景气度，公司锦纶产品产能特别是高档差异化产品产能无法满足市场需求。从公司上市前各环节产能利用率来看，锦纶长丝、坯布、染色及后整理产能利用率均维持高位，持续处于满负荷运转状态。为满足消费升级下市场对中高端锦纶产品的需求，公司自2017年上市以来，通过IPO、可转债以及银行贷款等多种方式开展锦纶产业链各环节差异化高端产品扩产。2017年，公司通过IPO募投建设“8000万米染色”产能及“3450万米后整理”产能，2018年，公司通过可转债募投建设“7600万米锦纶坯布”产能，扩充在锦纶产业链后端产能。2021年，公司再次启动可转债募投项目，以建成年产“12万吨锦纶长丝”产能，加强锦纶产业链各环节产能匹配。

图37：公司锦纶长丝产能利用率常年保持在100%以上

图38：2014-2020年，公司锦纶长丝产销率在95%以上


数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

表10：公司坯布、成品面料染色及后整理环节产能利用率在募投项目前均维持高位

产能分布		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
坯布	产能 (万米)	50100	50100	48960	49820	50063	54880	57663	27570
	产能利用率	90.8%	97.5%	104.2%	104.3%	107.9%	98.6%	82.1%	97.6%
染色	产能 (万米)	8000	8000	8000	8570	11261.67	15463.33	16000	8000
	产能利用率	97.9%	97.8%	99.0%	103.8%	100.4%	86.1%	65.3%	75.7%
后整理	产能 (万米)	3000	3500	4000	4670	5580	6000	6000	3000
	产能利用率	101.5%	101.6%	101.9%	100.5%	100.9%	90.2%	77.4%	87.7%

数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

表11：2017年上市以来，公司新增了纺丝、织造、染色及后整理各环节扩产计划

项目公告时间	项目名称	投资额（亿元）	产能	环节	投产时间
2017年	年后整理加工3450万米高档特种功能性面料扩建项目	0.83	3450万米	后整理	2018年10月
	年染色8000万米高档差别化功能性锦纶面料扩建项目	4.21	8000万米	染色	2019年5月
2018年	年产7600万米高档锦纶坯布面料项目	5.22	7600万米	织造	2019年11月
2021年	智能化年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目	14.71	12万吨	纺丝	2021年初

资料来源：公司公告、开源证券研究所

新增12万吨锦纶纤维项目进入产能释放期，锦纶长丝将成为公司未来业绩重要增长点。公司智能化年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目已于2021年开始投产，根据项目计划，预计投产后第一年生产负荷达设计能力的70%，第二年达90%，第三年达到100%。根据公司公告的测算，项目达产后正常年销量预计为8.23万吨，年销售收入预计为22.40亿元，项目运营期年平均可实现营收21.51亿元、税后利润1.88亿元。

新增产能聚焦高附加值的差别化、功能性锦纶长丝。新增产能所生产的产品主要包括FDY差别化锦纶纤维（PA6、PA66）、FDY免染彩色纱、FDY再生锦纶丝、ATY差别化锦纶纤维、DTY差别化锦纶纤维（PA6、PA66）等。这些产品相比现有产品具有高吸湿排汗、抗菌、抗紫外线、环保等特点，是目前行业需求重点，未来市场空间大。同时公司着重锦纶66丝产能建设，2019年子公司嘉华特种锦纶从三联虹普采购了6286万元锦纶66切片纺丝设备和技术，该设备和技术提供了高品质锦纶66纤维一体化工程解决方案。公司锦纶66丝实现量产后将打破国内锦纶66民用丝主要靠进口的局面，率先抢占国内锦纶66民用丝市场。随着高附加值的差别化、功能性锦纶长丝投产，公司毛利率将进一步提升。

表12：公司智能化年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目聚焦高附加值锦纶长丝

产品名称	数量（吨）	金额（万元）	单价（万元/吨）
FDY差别化锦纶纤维（PA6）	41938	98031.74	2.34
FDY差别化锦纶纤维（PA66）	2568	9856.01	3.84
ATY差别化锦纶纤维	19704	59875.84	3.04
DTY差别化锦纶纤维（PA6）	10803	27983.76	2.59
DTY差别化锦纶纤维（PA66）	7240	28276.41	3.91
合计	82253	224024	2.72

数据来源：公司公告、开源证券研究所（本项目产量为12万吨，其中部分产量用于内部加弹等工艺及进一步加工之后的ATY差别化锦纶纤维产品的生产。）

2021年公司发布五年扩产规划，公司差异化产品竞争优势将进一步增强。2021年10月，公司发布扩产计划公告，与江苏省淮安市洪泽区人民政府签署了“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”，计划于5年内分四期实施扩产项目，预计总投资额不低于120亿元。其中，化纤项目有：年产10万吨再生差别化锦纶长丝项目、年产12万吨PA66差别化锦纶丝项目、年产20万吨PA6差别化聚合和锦纶丝项目；织造及染整项目有：年产6亿米锦纶坯布项目、年产2亿米染色后整理项目。该项目全面达产后，

公司将新增再生差别化锦纶丝年产能 10 万吨、PA66 差别化锦纶丝年产能 12 万吨、PA6 差别化聚合+锦纶丝年产 20 万吨,公司锦纶丝年总产能规模将达到约 60.5 万吨,将进一步扩大公司差异化产品竞争优势和整体市场份额,维持公司领先的市场地位。

表13: 公司计划在 5 年内分四期建成江苏淮安“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”

期数	项目名称	项目类型	产能规模
第一期	年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目	化纤项目	10 万吨
	年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	化纤项目	6 万吨
第二期	年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	化纤项目	6 万吨
	年产 3 亿米锦纶坯布项目	织造及染整项目	3 亿米
	年产 1 亿米染整项目	织造及染整项目	1 亿米
第三期	年产 20 万吨 PA6 差别化锦纶丝项目	化纤项目	20 万吨
	年产 3 亿米锦纶坯布项目	织造及染整项目	3 亿米
	年产 1 亿米染整项目	织造及染整项目	1 亿米
第四期	年产 20 万吨 PA6 差别化聚合项目	化纤项目	20 万吨

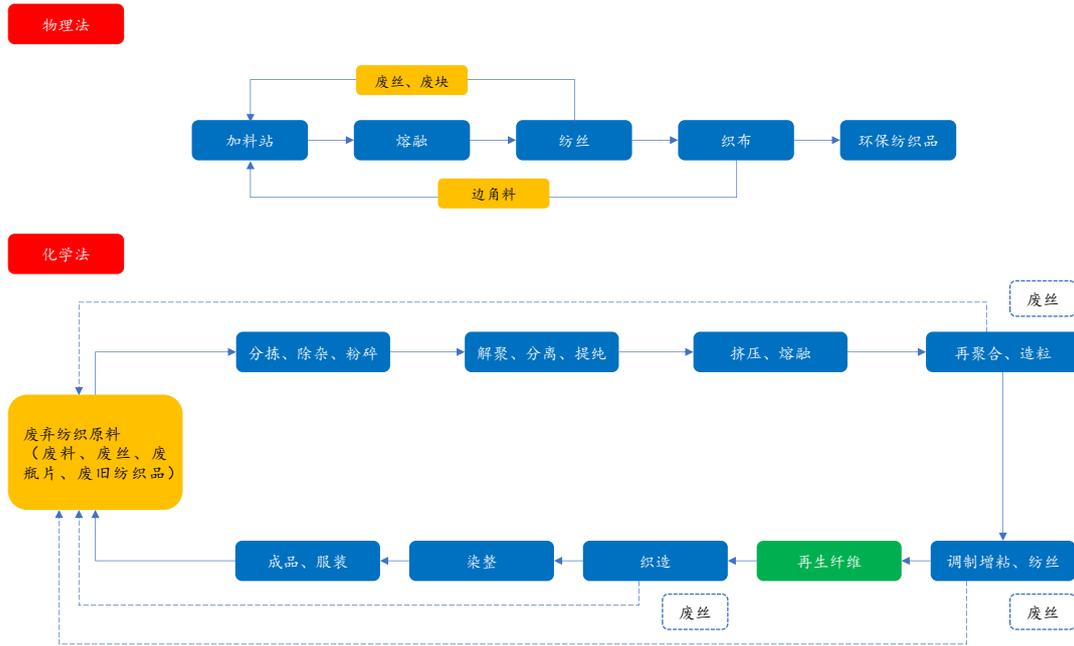
资料来源:公司公告、开源证券研究所

3.2、融合先进工艺构筑技术壁垒，布局再生锦纶抢占先发优势

公司通过融合国外先进工艺构筑自身技术壁垒，各环节技术优势显著领先。(1) 在**纺丝方面**，公司根据锦纶丝自身的生产特性，引进德国、瑞士、日本、中国台湾等地的先进设备，合理选择工艺路线。公司产品主推细旦品种，在国内较早推出受到市场欢迎的 20D/24F 经纬丝；近几年，公司加大对超细旦复丝的研发力度，为行业内较少的能生产单根纤维纤度细(DPF)小于 0.4 的厂家，在市场上较早推出了 15D/12F、10D/6F、锦纶 66 全消光 FDY20D/24F 等规格的超细旦复丝产品。(2) 在**织造方面**，公司在整、浆、并、织造、烘干及产品品质检测等各个环节均引进日本、欧洲等地先进设备，较早开发出了细旦高密锦纶织造技术，所生产的锦纶坯布在平整度、均匀性、质量稳定性等各方面均优于同行，满足了客户尤其是高端客户的要求。(3) 在**染色及后整理方面**，公司引进日本、欧洲等地先进设备，使公司的面料在色牢度、吸湿快干、耐洗防水、高透湿、高耐水压等方面均能达到较高要求，实现了产品的高牢度、高耐磨及抗菌、抗紫外、防蚊虫等多功能的特性。

循环再利用技术为化纤行业可持续发展关键，化学回收法较物理法优势突出。随着环境保护及资源循环利用在世界范围倍受瞩目，国际锦纶行业再生环保诉求应运而生。锦纶循环再利用有物理和化学两种方法。因聚酰胺的特征官能团反应活性高，采用物理法回收时发生热降解情况非常严重，采用物理法对废料的纯净度要求也很高。近年来全球兴起的化学回收技术可以在塑料垃圾的分子层面进行裂解和重组，在处理废旧化纤纺织品领域有很大的优势，因此锦纶的循环再利用往往采用化学法。

图39：循环再生锦纶工艺可分为物理法和化学法

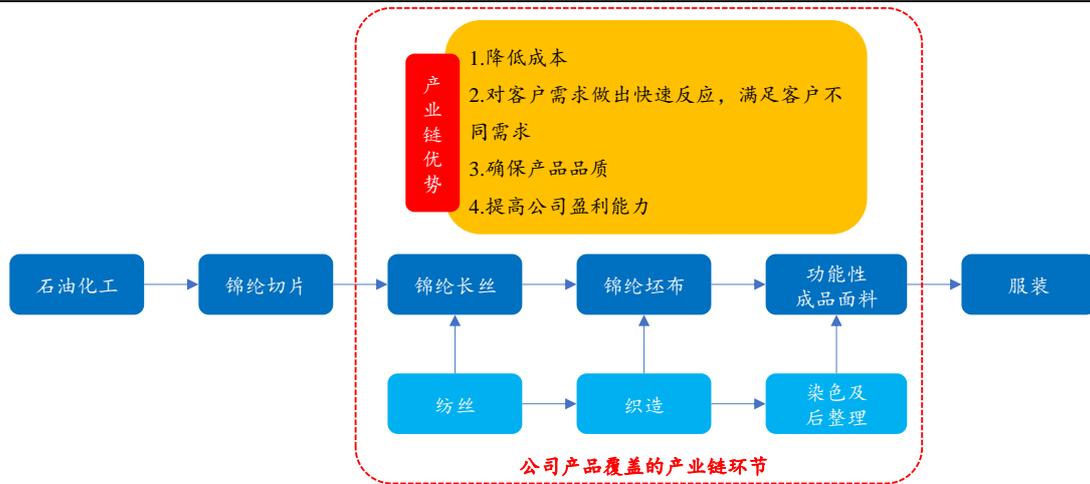


资料来源：公司官网、PA 尼龙产业链公众号、开源证券研究所

公司与三联虹普两次签约再生锦纶项目，采用最新技术将率先填补国内空白。化学回收对能源、技术的要求比较高，我国目前还没有采用成套自有技术的万吨级化学回收法再生锦纶的工程案例。2021年8月，公司子公司嘉华特种锦纶与三联虹普及其控股子公司 Ploymetrix 签署了化学法循环再生锦纶材料项目合同。项目采用业界首创的针对锦纶面料万吨级以上化学法再生锦纶系统解决方案，将锦纶生产过程中的废丝、废料块、边角料等经过化学法解聚得到己内酰胺单体，利用己内酰胺重新聚合得到高品质纺丝级切片，后经熔融纺丝制备各种规格再生锦纶纤维，真正意义上实现锦纶纤维重复使用的闭环循环。2022年1月，公司与三联虹普延续循环再生锦纶材料项目合作，共同促进公司淮安扩产第一期项目开展，首次打通再生锦纶至纤维循环应用一体化。

3.3、产业链一体化布局，协同效应下利润率有望进一步提升

上下游一体化产业布局，助力公司降本提效。经过多年发展，公司形成了集锦纶纺丝、织造、染色及后整理于一体的完整产业链。一体化产业链通过节省运输成本，减少包装费用，根据订单需求合理投料、提升前端产业链产品价值等实现了降本提效。同时，完整产业链能够对服装企业“交期短、多品种、小批量、多批次”的需求特点做出快速反应，确保满足客户需求，还能够使公司在各个环节实施品质控制，从而确保全产业链产品品质。

图40：公司具备产业链一体化优势


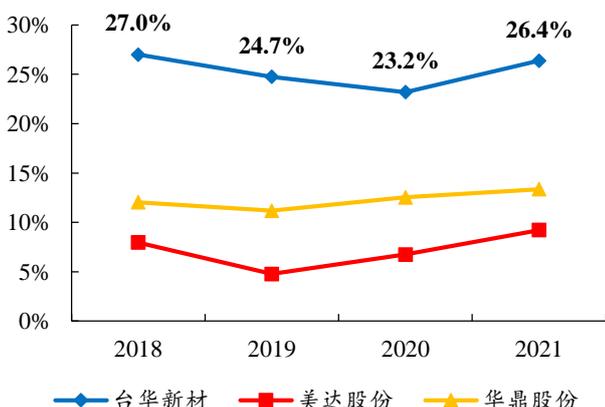
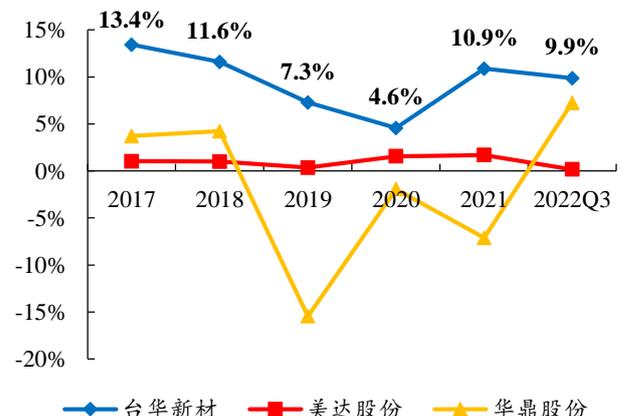
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司一体化产业结构优势明显，盈利能力显著高于可比公司。公司是锦纶全产业链公司，可比上市公司中仅华鼎股份和美达股份从事产业链锦纶纺丝业务。从产业结构来看，公司业务覆盖锦纶全产业链，锦纶产品收入占比在 75%以上；华鼎股份所处产业链环节为锦纶纺丝，锦纶产品全部为锦纶 6 长丝，2021 年度该产品占比约为 30%；美达股份所处产业链环节为锦纶切片、锦纶纺丝和少量纺织印染布，2021 年度各产品营收占比分别为 45.9%、48.5%、5.0%。公司锦纶长丝及坯布优先供应内部锦纶坯布及成品面料生产，与仅生产锦纶产业链中个别环节的业务模式相比，公司成本优势突出，整体盈利状况优势明显。从锦纶产品毛利率情况来看，2021 年公司锦纶产品毛利率达 26.4%，显著高于华鼎股份的 13.4%及美达股份的 9.2%。

表14：对比竞争对手，公司一体化产业链优势明显

公司	涉及环节	2021 年营业收入（亿元）	2021 年主营业务产品收入占比
美达股份	锦纶 6 切片、 锦纶 6 纺丝及织造印染	33.2	锦纶 6 切片占 45.93%、锦纶丝占 48.48%、纺织印染布占 5.01%
华鼎股份	民用锦纶长丝	86.54	锦纶丝占 29.91%

资料来源：Wind、开源证券研究所

图41：公司锦纶产品毛利率显著高于可比公司

图42：公司净利率显著高于可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司锦纶产业链将延伸至上游聚合环节，协同效应下毛利率有望进一步提升。锦纶长丝主要原材料为石化产业中的锦纶切片，公司历年锦纶长丝直接材料成本占比接近 70%，因此公司盈利水平受上游锦纶切片价格影响较大。根据公司“淮安台华绿色多功能锦纶新材料一体化项目”，公司将在四期项目中战略性布局子项目“20 万吨 PA6 差别化聚合产能”。项目达产后，公司现有产业链将进一步拓宽，形成“锦纶聚合+纺丝+织造+染整”的一体化完整产业链，有助于公司提升抵抗上游原材料价格波动的能力，形成更加完善的产业战略布局。从利润端来看，有助于充分发挥产业协同效益，公司利润率有望进一步提升。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

收入端：

随着公司“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”开展，公司锦纶丝年总产能规模有望逐步达到约 60.5 万吨/年，将进一步扩大公司差异化产品竞争优势和整体市场份额，维持公司领先的市场地位。未来将进入产业链前中后端产能集中释放期。同时，考虑到锦纶原材料降价、终端户外用品需求旺盛以及疫情缓解下行业快速复苏等利好因素，公司收入有望快速增长。分业务来看，我们预计公司锦纶长丝业务 2022-2024 年将分别实现营收 19.80/30.00/44.00 亿元，分别同增 10.2%/51.5%/46.7%；预计公司坯布业务 2022-2024 年将分别实现营收 9.53/10.48/11.00 亿元，分别同增 -20.0%/10.0%/5.0%；预计公司成品面料业务 2022-2024 年将分别实现营收 9.75/10.73/11.26 亿元，分别同增 -9.2%/10.0%/5.0%。综上，我们预计公司 2022/2023/2024 年收入分别为 41.0、53.1、68.2 亿元，分别同比增长 -3.6%、29.6%、28.3%。

盈利端：

公司近年来不断扩充高附加值产品产能，未来随着产品结构升级，高附加值的差别化、功能性锦纶产品销量的不断提升，我们预计公司整体毛利率将提升明显，预计公司 2022/2023/2024 年毛利率分别为 23.1%、25.3%、27.1%，同期净利率分别为 9.2%、10.2%、11.6%。

表15：公司分业务收入预测

(百万元)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2974.33	2690.57	2501.12	4256.57	4102.02	5314.82	6820.86
YOY		-9.54%	-7.04%	70.19%	-3.63%	29.57%	28.34%
综合毛利率	25.21%	23.42%	21.79%	25.54%	23.08%	25.26%	27.12%
锦纶长丝	894.57	784.54	841.13	1797.40	1980.00	3000.00	4400.00
YOY		-12.30%	7.21%	113.69%	10.16%	51.52%	46.67%
毛利率	14.41%	19.54%	21.29%	24.25%	22.50%	25.00%	27.00%
坯布	1057.30	922.35	767.93	1191.13	953.00	1048.30	1100.72
YOY		-12.76%	-16.74%	55.11%	-19.99%	10.00%	5.00%
毛利率	27.65%	23.42%	21.12%	30.15%	30.15%	34.15%	36.15%
锦纶坯布	950.76	807.55	666.39	1113.21	875.00	962.50	1010.63

(百万元)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
YOY		-15.06%	-17.48%	67.05%	-21.40%	10.00%	5.00%
毛利率	28.58%	24.30%	22.00%	31.61%	27.00%	29.00%	31.00%
涤纶坯布	106.54	114.79	101.53	77.93	78.00	85.80	90.09
YOY		7.75%	-11.55%	-23.25%	0.10%	10.00%	5.00%
毛利率	19.38%	17.18%	15.34%	9.27%	9.00%	13.00%	16.00%
成品面料	927.51	904.24	791.23	1074.01	975.00	1072.50	1126.13
YOY		-2.51%	-12.50%	35.74%	-9.22%	10.00%	5.00%
毛利率	31.86%	25.82%	22.72%	24.89%	23.49%	25.49%	27.08%
锦纶成品面料	533.50	472.54	427.08	631.03	575.00	632.50	664.13
YOY		-11.43%	-9.62%	47.76%	-8.88%	10.00%	5.00%
毛利率	40.11%	31.86%	29.34%	28.88%	28.00%	30.00%	32.00%
涤纶成品面料	394.01	431.69	364.15	442.98	400.00	440.00	462.00
YOY		9.57%	-15.64%	21.65%	-9.70%	10.00%	5.00%
毛利率	20.69%	19.20%	14.96%	19.22%	17.00%	19.00%	20.00%
其他（含其他业务）	94.95	79.44	100.84	194.02	194.02	194.02	194.02
YOY		-16.34%	26.93%	92.41%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	34.89%	34.36%	23.74%	12.92%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议

由于锦纶产业链可比上市公司美达股份及华鼎股份暂无 Wind 盈利预测，故我们选取面料制造商盛泰集团、再生领域英科再生及纺织制造龙头华孚时尚、华利集团、申洲国际和伟星股份作为可比公司。尽管 2022-2023 年公司 PE 高于可比公司 PE 均值，但 2024 年公司 PE 略低于可比公司 PE 均值，考虑到公司是国内稀缺的锦纶行业产业链一体化龙头，近年来致力于产品结构升级、布局高附加值锦纶产品，随着锦纶渗透率的提升，公司具备良好的成长性，我们认为公司享有一定估值溢价。我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 3.77、5.42、7.89 亿元，分别同比增长-18.7%/43.8%/45.6%，EPS 预测为 0.42/0.61/0.88 元，当前股价对应 PE 为 25.9/18.0/12.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表16：可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS			PE			收盘价 (2023/3/20)
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
605138.SH	盛泰集团	0.8	1.0	1.2	12.8	10.4	8.5	9.9
002042.SZ	华孚时尚	3.9	7.2	8.4	0.8	0.4	0.4	3.1
688087.SH	英科再生		2.6	3.7		15.6	11.2	41.1
002003.SZ	伟星股份	0.6	0.7	0.8	18.5	15.7	13.1	10.4
300979.SZ	华利集团	2.8	3.1	3.6	18.3	16.5	14.2	50.6
2313.HK	申洲国际	3.2	4.2	4.9	24.3	18.5	15.9	77.8
	平均				15.3	15.0	12.9	10.5
603055.SH	台华新材	0.4	0.6	0.9	25.9	18.0	12.4	10.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（可比公司中，除华利集团、申洲国际外，其余公司盈利预测与估值数据来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

宏观经济波动；产能投产不及预期；原料价格大幅上涨；下游需求不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2184	2916	1990	2861	2723
现金	311	430	728	537	689
应收票据及应收账款	573	793	0	0	0
其他应收款	2	2	1	2	3
预付账款	45	46	42	72	74
存货	964	1381	954	1986	1693
其他流动资产	289	265	265	265	265
非流动资产	3275	3512	3176	3880	4799
长期投资	0	3	6	8	11
固定资产	2682	2941	2596	3205	4020
无形资产	219	265	287	312	344
其他非流动资产	375	303	287	355	424
资产总计	5459	6428	5166	6742	7523
流动负债	1374	1873	615	1781	1881
短期借款	275	291	291	1394	1465
应付票据及应付账款	939	1162	0	0	0
其他流动负债	159	421	324	387	416
非流动负债	1083	846	613	590	576
长期借款	1050	813	580	557	543
其他非流动负债	34	33	33	33	33
负债合计	2457	2719	1228	2371	2456
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	-3
股本	832	869	869	869	869
资本公积	796	1050	1050	1050	1050
留存收益	1372	1790	2047	2416	2953
归属母公司股东权益	3003	3710	3939	4372	5069
负债和股东权益	5459	6428	5166	6742	7523

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	486	354	735	-103	1588
净利润	114	463	377	541	788
折旧摊销	234	303	277	319	412
财务费用	54	45	44	78	121
投资损失	-5	-6	-5	-6	-5
营运资金变动	47	-515	45	-1031	277
其他经营现金流	41	64	-3	-4	-4
投资活动现金流	-991	-454	65	-1017	-1325
资本支出	962	508	-62	1021	1328
长期投资	-30	41	-3	-3	-3
其他投资现金流	2	12	5	7	6
筹资活动现金流	440	190	-501	-174	-181
短期借款	-243	16	0	1103	71
长期借款	490	-237	-233	-23	-14
普通股增加	65	37	0	0	0
资本公积增加	294	254	0	0	0
其他筹资现金流	-167	120	-269	-1255	-238
现金净增加额	-65	88	298	-1294	82

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2501	4257	4102	5315	6821
营业成本	1956	3169	3155	3972	4971
营业税金及附加	19	20	37	38	48
营业费用	35	54	48	64	82
管理费用	141	200	230	266	341
研发费用	139	216	250	292	375
财务费用	54	45	44	78	121
资产减值损失	-55	-57	-62	-58	-68
其他收益	26	17	140	50	58
公允价值变动收益	1	1	-0	1	0
投资净收益	5	6	5	6	5
资产处置收益	-1	-0	1	-0	-0
营业利润	130	518	424	607	883
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	5	3	4	4	4
利润总额	128	517	421	605	881
所得税	14	53	44	64	92
净利润	114	463	377	541	788
少数股东损益	-6	-0	-0	-1	-1
归属母公司净利润	120	464	377	542	789
EBITDA	439	878	721	975	1379
EPS(元)	0.13	0.52	0.42	0.61	0.88

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-7.0	70.2	-3.6	29.6	28.3
营业利润(%)	-41.2	297.8	-18.1	43.2	45.4
归属于母公司净利润(%)	-38.9	287.3	-18.7	43.8	45.6
获利能力					
毛利率(%)	21.8	25.5	23.1	25.3	27.1
净利率(%)	4.8	10.9	9.2	10.2	11.6
ROE(%)	3.8	12.5	9.6	12.4	15.6
ROIC(%)	4.2	10.2	8.0	9.0	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	42.3	23.8	35.2	32.7
净负债比率(%)	35.8	25.4	8.4	37.5	31.4
流动比率	1.6	1.6	3.2	1.6	1.4
速动比率	0.8	0.8	1.6	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	5.4	7.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	5.3	10.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.52	0.42	0.61	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.40	0.82	-0.12	1.78
每股净资产(最新摊薄)	3.30	4.13	4.38	4.87	5.65
估值比率					
P/E	81.4	21.0	25.9	18.0	12.4
P/B	3.3	2.6	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	23.8	11.8	13.5	11.3	8.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn