

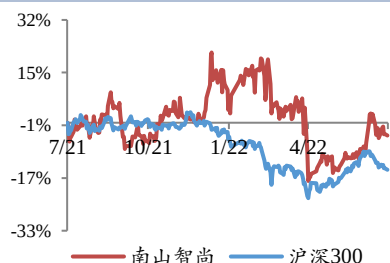
毛纺服装一体化，逐步打造新材料平台型企业

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-07-27

收盘价（元）	8.99
近 12 个月最高/最低（元）	11.38/7.69
总股本（百万股）	360
流通股本（百万股）	108
流通股比例（%）	30.12
总市值（亿元）	32
流通市值（亿元）	10

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **公司是毛纺织服饰一体化企业，逐步打造新材料平台型企业。** 公司是国内少数具备毛纺及下游产品一体化的企业，从事高端精纺呢绒面料销售、职业服装代工生产和品牌零售等业务，上游布局原材料采购、面料研发、纺织织造，下游布局成衣研发织造、品牌运营，形成产业闭环。公司持续向高附加值产品拓展延伸，推出以 OPTIM 全羊毛防水面料为代表的一系列功能性面料，将毛纺从传统的冬季产品拓展到四季化产品。基于纤维材料技术积累及集团资源禀赋，进军高性能纤维领域，600 吨超高分子聚乙烯投产，是公司迈向新材料平台型企业的第一步。
- **毛纺服饰一体化生产，产品结构+疫情修复进入拐点。精纺呢绒业务：** 重视技术研发，盈利能力高于行业，据公告，公司是全球唯一可生产织造 OPTIM 面料的企业，自有品牌坚持高端定位，加快进口替代及国内龙头地位巩固。公司精纺呢绒过去五年平均毛利率 28.8% 高于行业，疫后新增产能投产增势延续。**服装业务：** 承接上游精纺呢绒业务，自有品牌高定+大货、团装搭建定制平台化，深耕多年具备渠道资源优势，自有品牌比例由 17 年 53% 提升至 21H1 的 60%。疫情影响下公司 19-21 年服饰收入下滑，技改后产能利用率和盈利能力提升。
- **超高分子聚乙烯投产，新材料平台型企业呼之欲出。** 超高分子聚乙烯，是继碳纤维、芳纶后，第三代高性能纤维材料，广泛应用于军工装备、海洋产业、家纺体育、安全防护等众多领域。其中，军用作为初始应用稳健增长，民用需求进入快车道，占比预计从 15 年的 56% 提升至 25 年的 76%。国内逐步打破技术垄断，内销进口替代，对外加速出口。全套技术工艺壁垒高，下游需求及渗透率持续提升，供需结构优异，据公告，全球产能和理论需求量存在 3.2 万吨的差距。伴随新产线陆续建设投产，UHMWPE 纤维贡献公司第二增长曲线。
- **盈利预测：** 我们预计 22-24 年归母净利润 1.8/2.4/2.8 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 18/13/12 倍，公司毛纺服饰基于产品结构、疫情修复，进入量利提升拐点，超高分子聚乙烯基于技术及集团禀赋，贡献利润规模、利润率及估值弹性。公司当前 PE-TTM 接近历史低点，传统业务进入拐点，新业务贡献业绩、估值弹性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**
疫情反复风险，汇率大幅波动风险，原材料价格大幅上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1492	1833	2139	2390
收入同比（%）	9.9%	22.8%	16.7%	11.7%
归属母公司净利润	152	180	242	283
净利润同比（%）	74.2%	18.3%	34.4%	16.6%
毛利率（%）	34.2%	33.3%	34.3%	34.2%
ROE（%）	9.2%	9.7%	11.6%	11.9%
每股收益（元）	0.42	0.50	0.67	0.79
P/E	24.36	18.05	13.43	11.51
P/B	2.22	1.76	1.56	1.37
EV/EBITDA	13.25	11.19	8.20	6.62

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 毛纺织服饰一体化，逐步打造新材料平台型企业.....	6
1.1 精纺呢绒面料+服装一体化，持续向高附加值产品延伸.....	6
1.2 大股东为南山集团，集团实力雄厚，核心高管团队稳定.....	10
1.3 财务分析：净利率中枢上行，周转比例健康.....	11
2 毛纺服饰一体化生产，技术+品牌驱动盈利中枢向上.....	15
2.1 精纺呢绒：行业两极分化严重，国内高端市场具备提升空间.....	16
2.2 职业装：国内市场规模逾 3000 亿，行业集中度较低.....	21
2.3 一体化生产协同，品牌收入占比持续提升.....	23
2.4 募投项目技改提高生产效率，提升品牌影响力.....	27
3 超高分子聚乙烯投产，新材料平台企业呼之欲出.....	29
3.1 第三代高性能纤维，军用稳定，民用进入快车道.....	29
3.2 供给紧张，国产逐步实现替代超越.....	35
3.3 国内龙头积极布局，行业盈利能力可观.....	38
3.4 依托纤维积淀、织造积累、集团禀赋，打造新材料第二曲线.....	40
4 盈利预测及估值探讨：传统业务进入拐点，新材料带来利润、估值弹性.....	41
风险提示.....	44
财务报表与盈利预测.....	45

图表目录

图表 1 公司历史沿革	6
图表 2 公司具备完整的毛纺一体化产业链	7
图表 3 公司营收及增速	7
图表 4 公司归母净利润及增速	7
图表 5 公司分业务营收占比（%）	8
图表 6 公司服装产品结构（%）	8
图表 7 南山智尚分渠道收入占比（%）	8
图表 8 公司海外业务占比下滑（%）	9
图表 9 公司分产品出口占比（%）	9
图表 10 公司分产品毛利率（%）	10
图表 11 公司分地区毛利率（%）	10
图表 12 南山智尚股权结构	10
图表 13 公司高管普遍在集团工作多年	11
图表 14 公司 2017-22Q1 杜邦分析	12
图表 15 可比公司杜邦分析	12
图表 16 可比公司 2016-2021 年净利率	12
图表 17 可比公司 2016-2021 年期间费用情况	13
图表 18 可比公司 2016-2021 年销售费用对比	13
图表 19 可比公司 2016-2021 年管理费用对比	13
图表 20 可比公司 2016-2021 年研发费用对比	14
图表 21 可比公司 2016-2021 年财务费用对比	14
图表 22 可比公司 2017-2021 年存货周转率	14
图表 23 可比公司应收账款占营收比重（%）	15
图表 24 可比公司应付账款占营收比重（%）	15
图表 25 公司毛纺织服饰产业链实现产业信息的闭环	15
图表 26 纺织服装产业链及南山智尚所处领域	16
图表 27 中国毛纺行业市场规模及增速（亿元，%）	17
图表 28 精纺呢绒制作流程	17
图表 29 中国精纺面料进出口额及增速	18
图表 30 中国精纺面料出口份额仅此于意大利	18
图表 31 公司 OPTIM 面料制成的超轻户外风衣获得中国纺织工业联合会表彰	18
图表 32 国内主要精纺呢绒企业产能	19
图表 33 可比公司呢绒精纺业务收入及增速（百万元，%）	19
图表 34 可比公司呢绒面料销售量（万米）	19
图表 35 可比公司精纺呢绒面料毛利率（%）	20
图表 36 可比公司呢绒面料单价（元/米）	20
图表 37 可比公司利润率和费用率拆分	21
图表 38 西服市场规模及变化	22
图表 39 西装市场竞争格局	22
图表 40 2020 年中国职业装品牌市场份额（%）	22
图表 41 可比公司服装收入及增速（亿元，%）	23

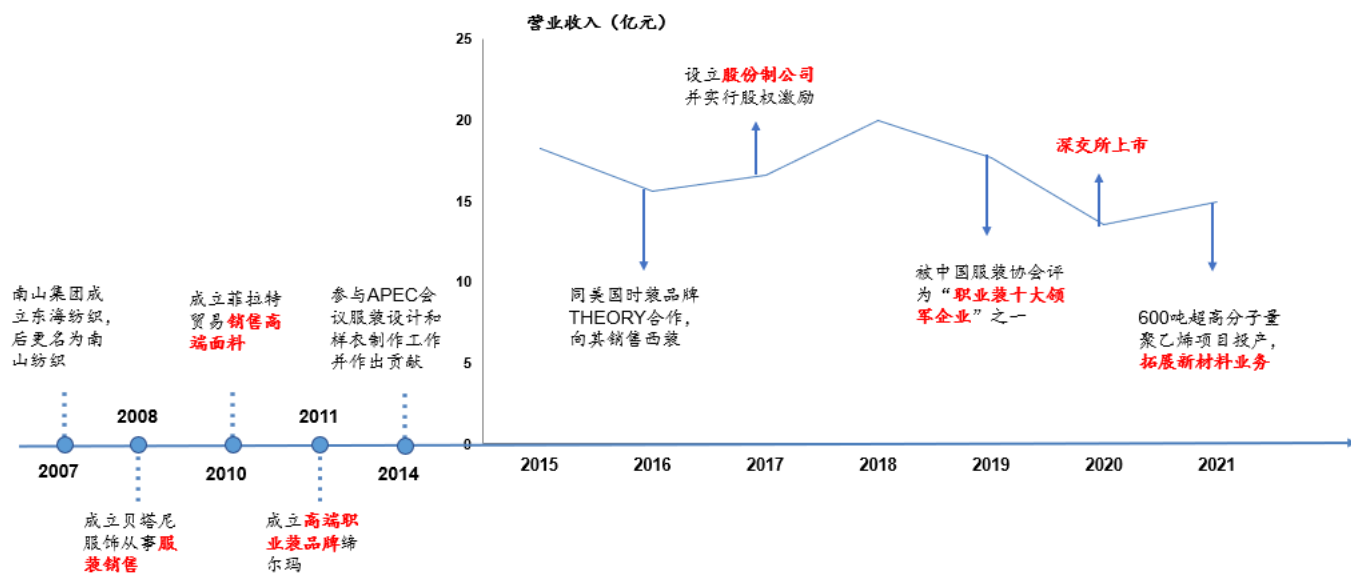
图表 42 公司精纺呢绒面料品牌介绍	24
图表 43 公司服装自主品牌	24
图表 44 公司职业装业务中自主品牌占比增加 (%)	25
图表 45 公司精纺呢绒面料产品系列	25
图表 46 可比公司研发人员数量 (人)	26
图表 47 可比公司研发费用率 (%)	26
图表 48 2019 年公司前五大客户占比 (%)	26
图表 49 公司前五大客户集中度相对稳定 (%)	26
图表 50 公司精纺呢绒自用比例 (万米, %)	27
图表 51 公司研发设计布局	27
图表 52 公司精纺呢绒面料收入预测	28
图表 53 公司服装业务收入预测	29
图表 54 超高分子聚乙烯纤维属于化工新材料中的高性能纤维	30
图表 55 高性能纤维参数对比	30
图表 56 超高分子聚乙烯产业链及应用领域	31
图表 57 2016 年部分 UHMWPE 原料制作公司及对应产能	31
图表 58 2019 年 UHMWPE 纤维应用情况	32
图表 59 超高分子聚乙烯在军事领域的运用	32
图表 60 UHMWPE 纤维在全球防弹及防护领域规模预计增长 (亿美元)	33
图表 61 2015-2019 年海洋领域 UHMWPE 纤维需求量及增速	33
图表 62 超高分子聚乙烯在多元场景的具体运用	34
图表 63 国内 UHMWPE 纤维市场发展情况 (万吨)	35
图表 64 军事装备用途占比预计持续下降趋势 (%)	35
图表 65 全球 UHMWPE 纤维供求存在差距 (万吨)	35
图表 66 中国 UHMWPE 纤维产能及需求量 (万吨)	35
图表 67 国内复合纤维贸易顺差扩大 (万美金, 吨)	36
图表 68 中国复合纤维出口份额增加 (%)	36
图表 69 超高分子聚乙烯制作工艺	36
图表 70 超高分子量聚乙烯生产企业	38
图表 71 2020 年以来部分超高分子聚乙烯纤维制备企业投资动向	39
图表 72 同益中 UHMWPE 纤维产销量	39
图表 73 同益中和千禧龙纤利润率对比 (%)	39
图表 74 UHMWPE 产品单价 (元/公斤)	40
图表 75 同益中和千禧龙纤利润率对比 (%)	40
图表 76 公司 UHMWPE 收入预测	41
图表 77 公司收入预测	42
图表 78 公司上市以来 PE-TTM 变化	42
图表 79 南山智尚与毛纺可比公司估值对比	43
图表 80 毛纺业务可比公司 21 年以来 PE-TTM 变化	43
图表 81 新型纤维可比公司估值汇总	44
图表 82 新材料业务可比公司 21 年以来 PE-TTM 变化	44

1 毛纺织服饰一体化，逐步打造新材料平台型企业

1.1 精纺呢绒面料+服装一体化，持续向高附加值产品延伸

毛纺产品一体化企业，布局超高分子聚乙烯项目。南山智尚成立于 2007 年，是国内少数具备毛纺产品一体化的企业，公司从事高端精纺呢绒面料销售、职业服装代工生产和品牌零售等业务，具备完善的毛纺织服饰产业链。上游，集原材料采购、毛料研发、毛条加工、纺纱织造、后整理于一体的精纺呢绒业务体系，下游，集成衣研发、涉及、制造、品牌运营于一体，形成产业闭环。公司持续向高附加值产品开拓、延伸，推出 OPTIM 全羊毛防水面料为代表一系列功能性面料，实现羊毛面料性能的创新突破，将毛纺产品从传统的冬季产品，拓展到四季化产品，广泛应用于运动服、冲锋衣、休闲风衣等服装领域。基于对纤维材料多年技术积累优势，进军新纤维材料领域，投资建设年产 600 吨超高分子聚乙烯项目。超高分子聚乙烯是继碳纤维、芳纶后，出现的第三代高性能纤维，承接公司的技术优势及资源禀赋，是公司迈向新材料平台型企业的第一步，进入高质量发展新纪元。

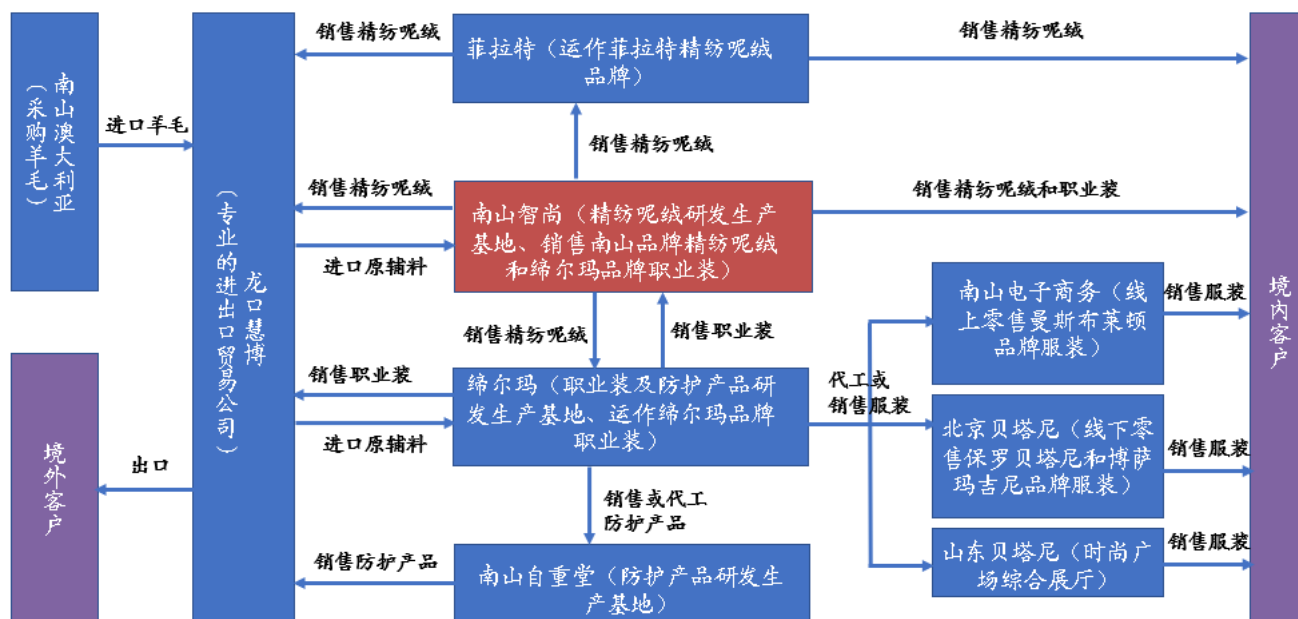
图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司具备完整的毛纺一体化产业链，是国内精纺呢绒和职业装领军企业。南山智尚具备从羊毛采购、中高端精纺呢绒生产和销售、服装生产和销售到品牌运作的完整毛纺织服饰产业运营体系。公司通过进出口贸易子公司从澳大利亚采购羊毛，制成精纺呢绒面料直接销售至国内外成衣制造商，或将精纺呢绒面料加工为职业装提供品牌代工、服装定制业务。公司旗下“南山”牌精纺呢绒和“菲尔玛”牌职业装先后被国家工商总局认定为中国驰名商标，截至 2021 年末，公司具备精纺呢绒 1600 万米、西装 135 万套、衬衣 45 万件产能。

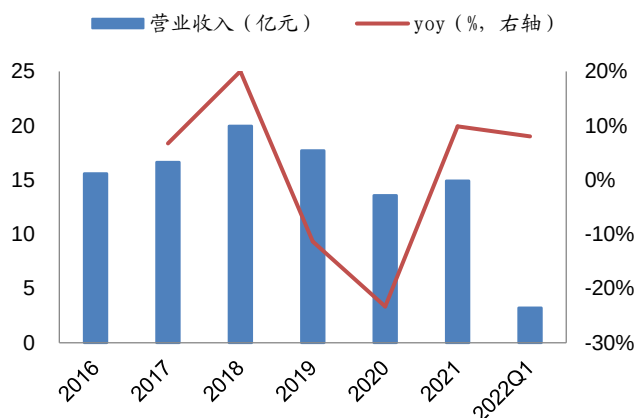
图表 2 公司具备完整的毛纺一体化产业链



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

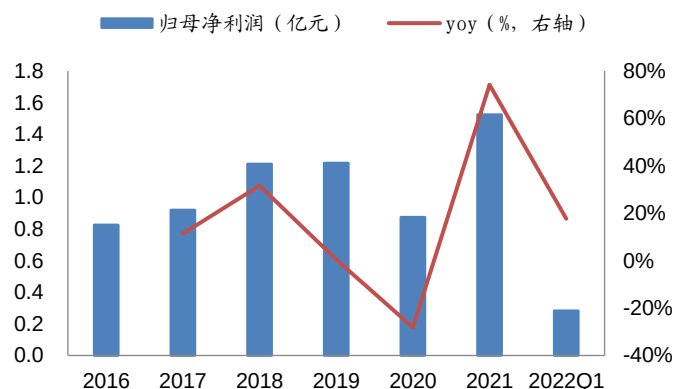
成长复盘：2019、2020 年分别受贸易摩擦及疫情影响，消费复苏带来业务反弹修复。公司 2019 年之前增长趋势良好，2016-2018 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 13.2%和 21.1%。2019 年由于中美贸易摩擦，美国对精纺呢绒产品加征关税，公司产品出口以及对出口为主的客户销售均受到影响，收入同比-11.34%，由于出口产品的毛利率低于 20%且占比不足三成，利润下滑幅度有限。2020 年新冠疫情影响生产和物流，公司业绩持续下滑，收入和净利润分别同比-23.3%和-28.1%。21 年疫情好转后纺织服装行业积极复苏，实现营收 14.92 亿元，同比+9.9%，归母净利润 1.52 亿元，同比+74.2%。22Q1 业绩在此基础上持续提升，营收和净利润分别同比+8.0%和 17.7%。

图表 3 公司营收及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

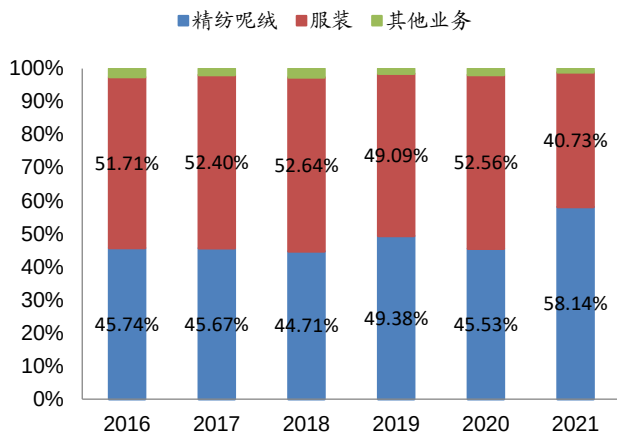
图表 4 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

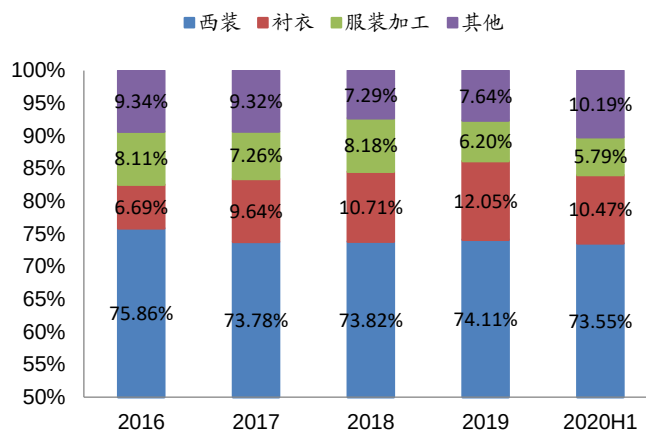
精纺呢绒和服装坚持中高端定位，服装产品以西服为主。公司主营业务精纺呢绒和服装是营收的主要来源，2021 年分别占比 58.1%和 40.7%，根据招股书披露，2016-20H1 公司服装业务中西装占比超过 70%，衬衣占比 10%左右。

图表 5 公司分业务营收占比 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

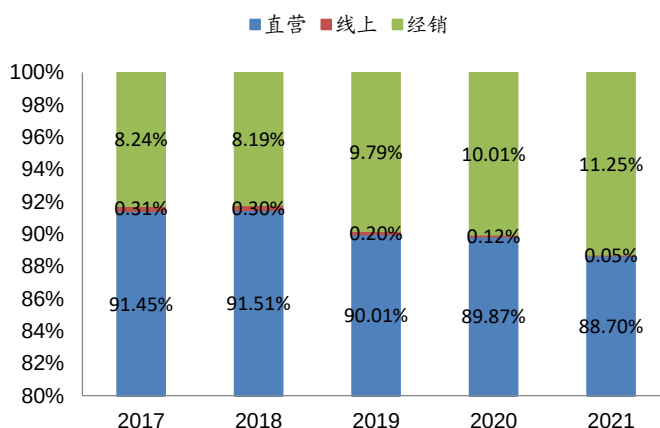
图表 6 公司服装产品结构 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司销售以直营为主，提供面料至成衣一站式服务。公司采用直营为主、经销为辅的销售模式：直营客户主要为境内外知名服装企业、有统一着装需求的政府部门和各类行业企业，为客户提供从面料到成衣的一站式服务。公司在各地分派营销团队或参加各类展会挖掘客户，通过投标、协商谈判等方式获取订单，品牌服装业务亦有少量线上线下零售（21 年已不再具有线下门店）。部分精纺呢绒业务经销模式，客户主要为中小服饰企业，具有“小批量多批次”的需求特点，公司通过经销商与客户洽谈。

图表 7 南山智尚分渠道收入占比 (%)

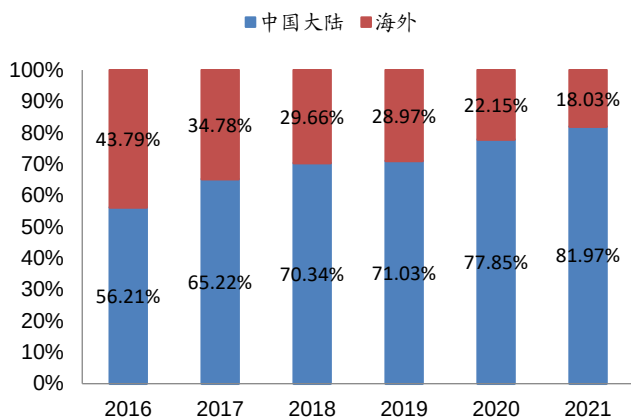


资料来源: Wind, 华安证券研究所

外销占比减少，内销增加带动整体毛利率增加。公司有专门的外贸部门负责搜

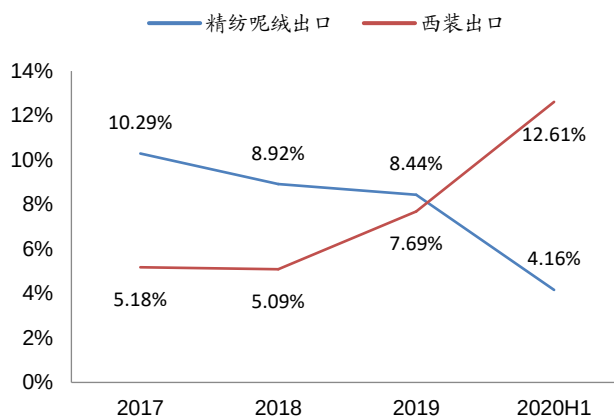
集和分析海外市场信息，开发海外客户，产品出口欧盟、美国、日本等国家和地区。由于近年国内职业装市场发展，下游市场对面料需求旺盛，叠加中美贸易摩擦和海外疫情等因素，海外收入占比不断减少。**分产品来看**，2019年美国对精纺呢绒加征关税之后面料出口额占其销售收入的比值下滑，成品西装出口占比提升。

图表 8 公司海外业务占比下滑 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司分产品出口占比 (%)

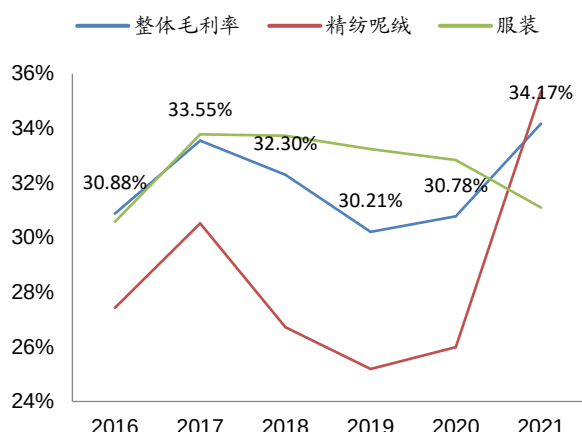


资料来源: 南山智尚招股书, 华安证券研究所

2018、2019 年外部因素影响毛利率，2021 年产品结构带动综合毛利率提升，2018 年以来由于中美贸易摩擦，美国对从中国进口的精纺呢绒产品加征 25% 的关税，叠加 2019 年美国以百货渠道为主的大客户经营业绩下滑以及 20 年新冠疫情影响消费，20 年之前精纺呢绒业务毛利率下滑较多，且盈利能力低于服装业务。21 年精纺呢绒高附加值产品占比提升，毛利率 35.35%，同比+5.36pcts；服装业务受限于技改产销效率减缓，毛利率 31.10%，同比-1.74pcts。公司整体毛利率在精纺呢绒业务的高盈利能力带动下实现 34.17%，同比+3.39pcts。

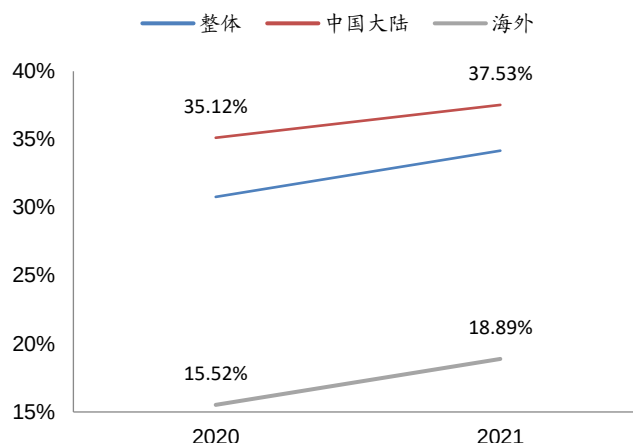
分地区来看，公司海外大客户与全球大型供货商进行长期合作，采购数量较大，和供应商的议价能力较强。因此公司为保障和海外大客户长期稳定合作会适当降低价格，海外销售毛利率较低。

图表 10 公司分产品毛利率（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司分地区毛利率（%）

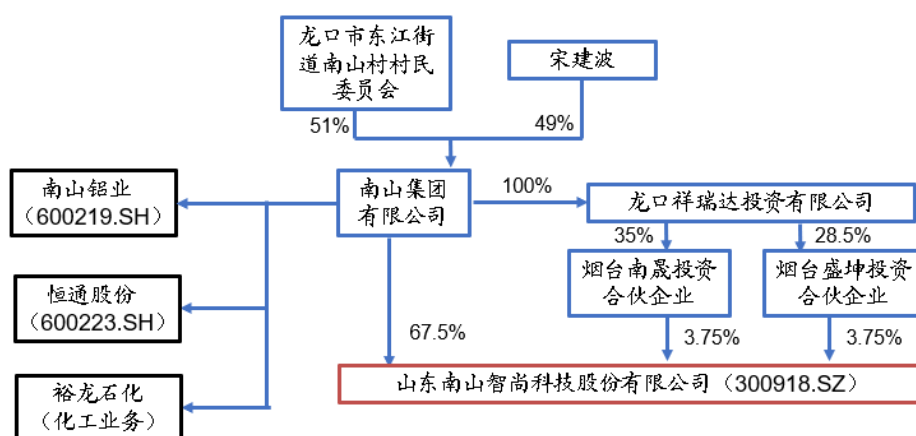


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 大股东为南山集团，集团实力雄厚，核心高管团队稳定

股权结构稳定，大股东为南山集团。南山集团实际控制人为南山村村委会和集团董事长宋建波，分别以 51% 和 49% 的比例持有南山集团有限公司股份。南山集团旗下上市公司包括南山智尚和南山铝业、恒通股份，控股子公司裕龙石化 20 年投入建设 4000 万吨/年裕龙岛炼化一体化项目，一期工程包含超高分子量聚乙烯年产能 10 万吨。南山集团直接持有南山智尚 67.5% 的股份，并且通过烟台南晟（员工持股平台）和烟台盛坤（高管持股平台）各持有 3.75% 的公司股份。

图表 12 南山智尚股权结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

核心管理层在集团深耕多年，管理架构稳定。公司核心高管普遍在南山集团内部多年履职，董事长兼总经理赵亮、副董事长宋日友、副总经理刘刚中等高管具备多年纺织服装行业和管理经验，管理架构相对稳定。

图表 13 公司高管普遍在集团工作多年

姓名	职位	简介
赵亮	董事长、总经理	44 岁，硕士研究生学历，历任南山铝业证券部职员，北京办事处主任，项目办主任、监事，山东南山纺织服饰有限公司董事长兼总经理。自 2016 年 7 月至今任南山集团董事。
宋日友	副董事长	51 岁，本科学历，历任南山集团财务部副主任，南山铝业副总经理副董事长、山东南山纺织服饰有限公司总经理、董事长，新南山国际控股有限公司总裁。
曹贻儒	副总经理、董事	47 岁，大专学历，历任山东南山纺织服饰有限公司班长、工段长、副主任、车间主任、染整厂厂长、精纺事业部总经理、董事。
刘刚中	副总经理、董事	53 岁，硕士研究生学历，历任安徽省蚌埠天兔毛纺集团产品设计师，山东南山纺织服饰有限公司精纺公司产品设计师、设计室主任、研发中心主任、精纺事业部副总经理
宋军	董事	43 岁，本科学历，历任南山毛毯厂车间主任、厂长，山东南山纺织服饰有限公司生产厂厂长、服装事业部生产副总经理、内贸运营总监，山东南山智尚科技股份有限公司监事
赵厚杰	副总经理，董秘	36 岁，硕士研究生学历，曾任南山纺织董事长助理，南山铝业证券部主任助理。
徐晓青	财务总监	女，44 岁，专科学历，历任蓬莱纺纱厂会计，山东南山铝业股份有限公司财务经理、财务副总经理，山东南山纺织服饰有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

上市前启动股权激励计划稳定核心人才团队。公司在 2017 年度将各 5% 的股权转让给烟台南晟投资合伙企业 and 烟台盛坤合伙企业，其中烟台南晟主要为公司员工出资持股，烟台盛坤部分为公司高管出资持股。公司通过股权激励稳定人才团队，调动核心员工和高层管理人员积极性。

1.3 财务分析：净利率中枢上行，周转比例健康

公司近五年平均 ROE 为 10.4%，处于行业前列。公司历年 ROE 均位于行业前列，2016-2021 年公司平均 ROE 为 10.4%。通过与可比公司进行杜邦分析，公司较高的 ROE 水平源于盈利能力的不断提升：公司近年来净利率呈上行态势，由 2017 年的 5.5% 提升至 2021 年的 10.2%，4 年来上涨 4.7pcts。

图表 14 公司 2017-22Q1 杜邦分析

南山智尚	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2017	12.2%	5.5%	0.79	2.78
2018	14.0%	6.1%	0.88	2.62
2019	12.4%	6.8%	0.83	2.18
2020	6.8%	6.4%	0.61	1.73
2021	9.6%	10.2%	0.58	1.61
22Q1	1.7%	8.8%	0.12	1.64

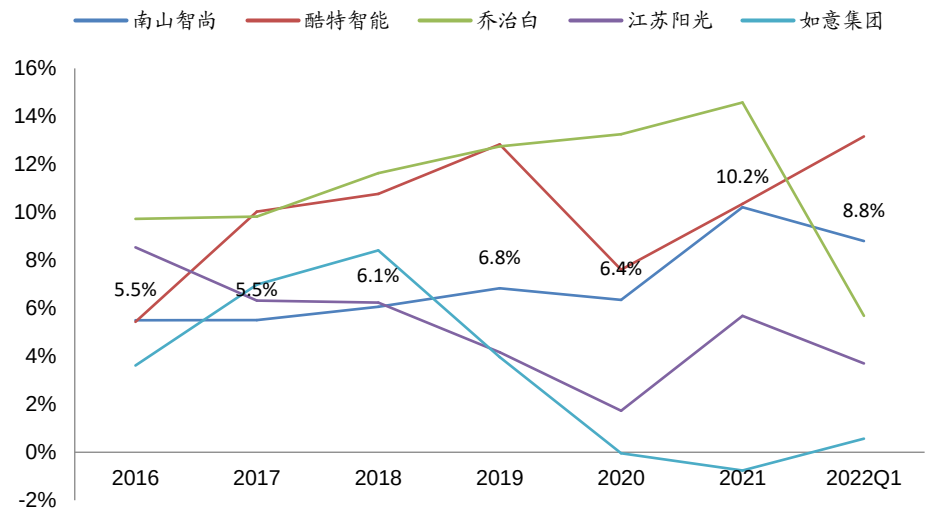
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 可比公司杜邦分析

2021年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
南山智尚	9.6%	10.2%	0.58	1.61
乔治白	14.5%	14.6%	0.70	1.45
酷特智能	6.3%	10.4%	0.48	1.27
江苏阳光	5.6%	5.7%	0.41	2.35
如意集团	0.04%	-0.8%	0.14	1.81
22Q1	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
南山智尚	1.7%	8.8%	0.12	1.64
乔治白	1.1%	5.7%	0.13	1.45
酷特智能	1.8%	13.2%	0.10	1.34
江苏阳光	0.8%	3.7%	0.09	2.30
如意集团	0.1%	0.6%	0.03	1.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

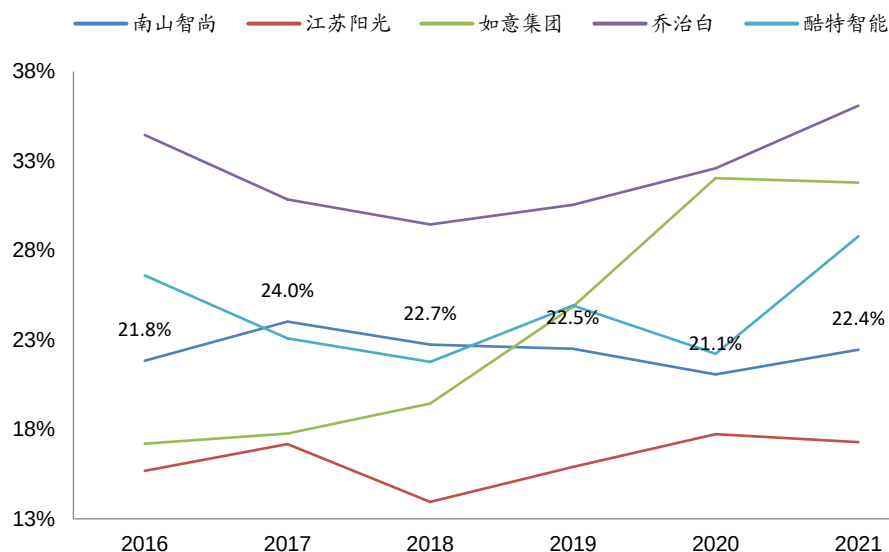
图表 16 可比公司 2016-2021 年净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司费用管控较好, 期间费用率处于行业中下游。公司 2021 年期间费用率为 22.4%, 整体费用水平稳定, 近六年公司平均期间费用率为 22.4%, 低于其他四家可比公司期间费用均值的 24.3%。其中销售费用、管理费用为公司期间费用的主要构成。

图表 17 可比公司 2016-2021 年期间费用情况

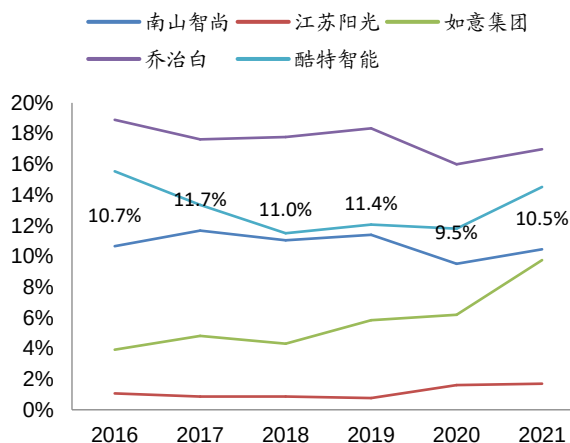


资料来源: wind, 华安证券研究所

(1) 销售费用: 可比公司中, 江苏阳光等以纺织业务为主的公司相比销售费用率相对较低; 乔治白等以服装业务为主的公司销售费用较高。公司兼营精纺呢绒与服装业务, 销售费用率处于行业中游, 波动幅度低;

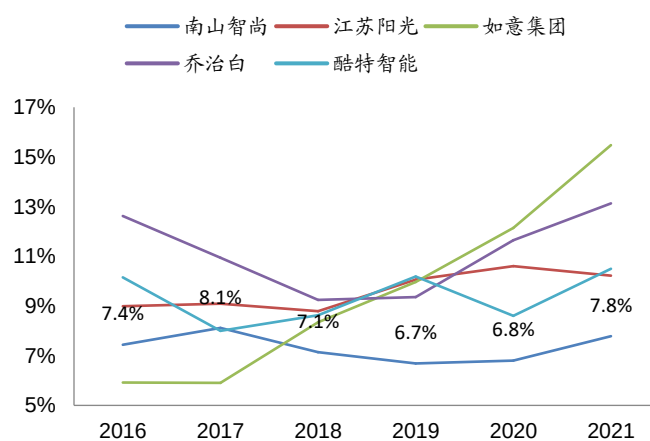
(2) 管理费用: 公司管理费用管控较强, 除 17 年股权激励导致管理费用上涨外, 整体费用水平平均低于同行可比公司, 16-21 年公司管理费用率均值为 7.3%;

图表 18 可比公司 2016-2021 年销售费用对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 可比公司 2016-2021 年管理费用对比

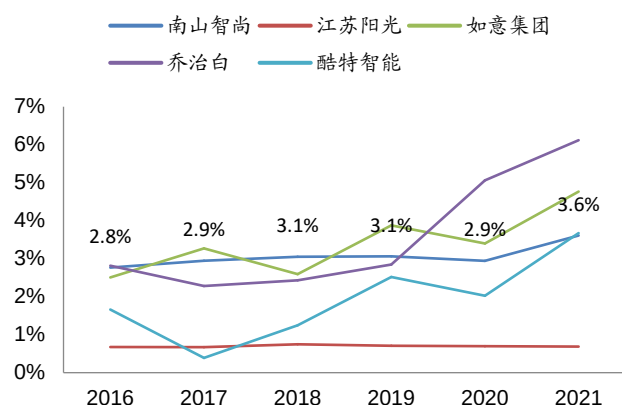


资料来源: wind, 华安证券研究所

(3) 研发费用: 公司近年来不断加大研发费用投入, 21 年研发费用率 3.6%, 较 16 年上涨 0.8pct, 与可比公司相比, 从事纺织业务的如意集团等研发费用率相对较高, 从事服装品牌运营的公司研发费用率则相对较低。公司历来重视在新材料和生产工艺等方面的技术积累, 研发费用率高于可比公司平均水平;

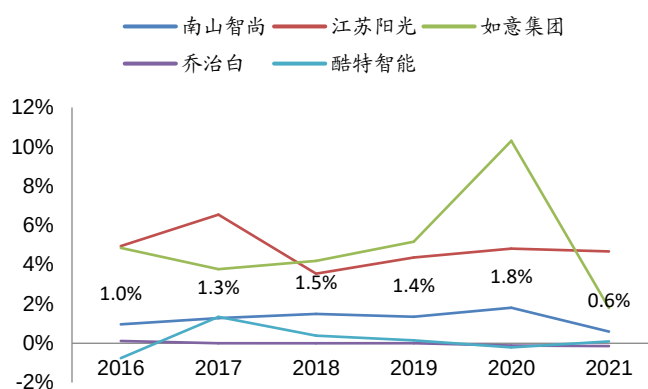
(4) 财务费用: 公司财务费用率历年保持稳定, 近 5 年平均财务费用率为 1.2%, 低于可比公司均值。

图表 20 可比公司 2016-2021 年研发费用对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

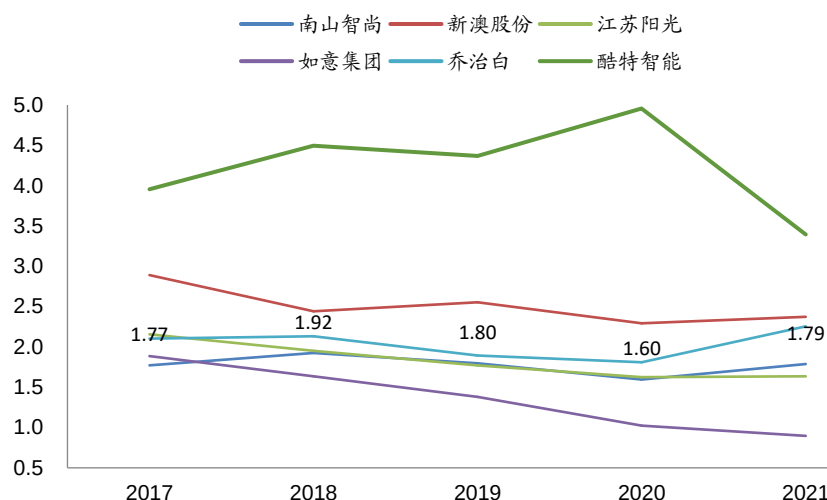
图表 21 可比公司 2016-2021 年财务费用对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司存货周转处于行业平均水平。南山智尚 2021 年存货周转率 1.79, 优于精纺呢绒友商, 低于从事职业装定制业务的酷特智能, 略低于职业装企业乔治白和上游毛条、精纺纱线制造企业新澳股份。

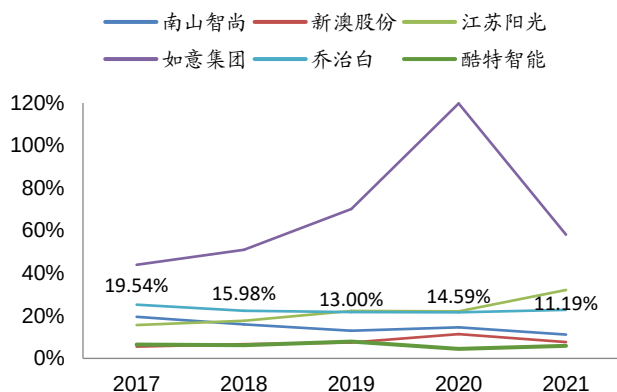
图表 22 可比公司 2017-2021 年存货周转率



资料来源: wind, 华安证券研究所

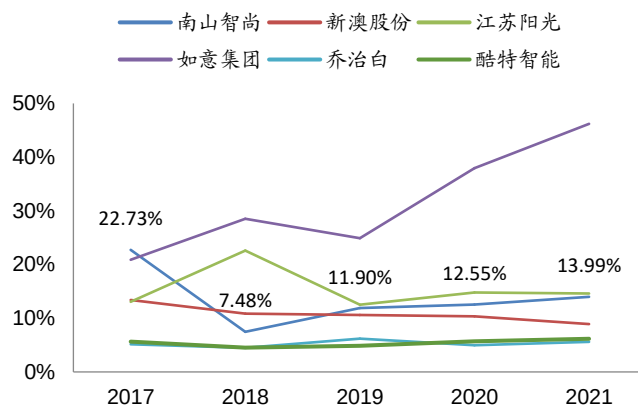
公司资金回收率提升, 应收应付比重均处于行业平均水平。2021 年南山智尚应收账款占营业总收入的比值为 11.2%, 同比-3.4pcts, 是历史五年最低值, 亦低于行业平均, 资金回收效率较高。公司议价能力提升, 2021 年应付账款占营业收入比重为 14.0%, 同比+1.4pcts, 赊销比例合理, 处于行业平均水平。

图表 23 可比公司应收账款占营收比重（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 可比公司应付账款占营收比重（%）

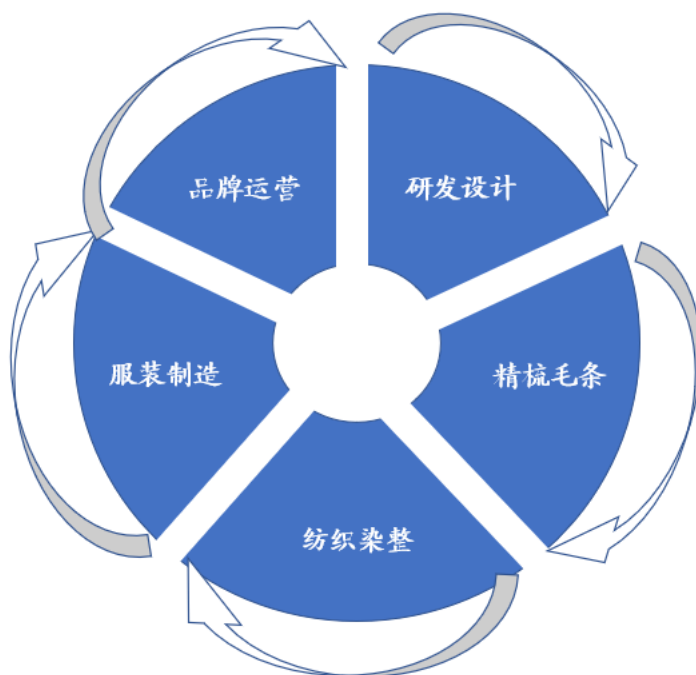


资料来源：wind，华安证券研究所

2 毛纺服饰一体化生产，技术+品牌驱动盈利中枢向上

南山智尚具有完整的毛纺织服饰产业链，产品涵盖精纺呢绒面料和职业装。南山智尚完整的毛纺服饰产业链，毛纺产业链包含了集面料研发、毛条加工、纺织染整等于一体的精纺呢绒业务体系，服饰产业链包含成衣研发设计、制造、品牌运营于一体的职业装业务体系。在一体化生产中形成了以终端需求为导向的设计研发能力以及稳定的上游原料供应，实现产业信息的闭环。

图表 25 公司毛纺织服饰产业链实现产业信息的闭环

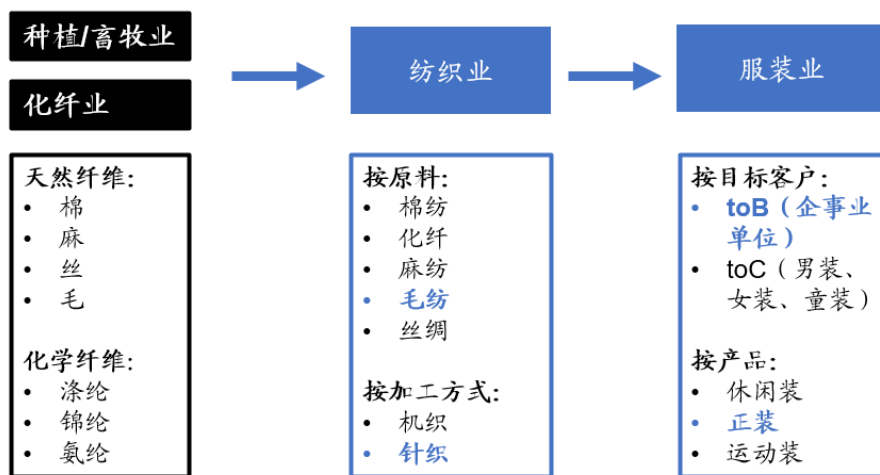


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.1 精纺呢绒：行业两极分化严重，国内高端市场具备提升空间

毛纺服饰产业一体链，精纺呢绒可用于高档正装职业装。毛纺指将毛纤维加工成纱线的纺纱工艺，毛纤维以羊毛为主，包含羊绒、兔毛、毛型化纤等，毛纺品具备保暖、吸湿、耐磨等特点，可用于各类服饰、家居用品等。毛纺可以分为精纺和粗纺，其中精纺呢绒又称精梳毛织品，相比于普通毛纺面料，精纺呢绒呢面平整挺括，条纹细密清晰，广泛应用于正装职业装，随着人们消费水平提升和生活方式转变，亦在休闲运动等领域有所拓展。南山智尚面料业务主要是毛纺行业中的精纺呢绒，以服装制造商、品牌服饰、有职业装需求的企事业单位等 toB 客户群体为主

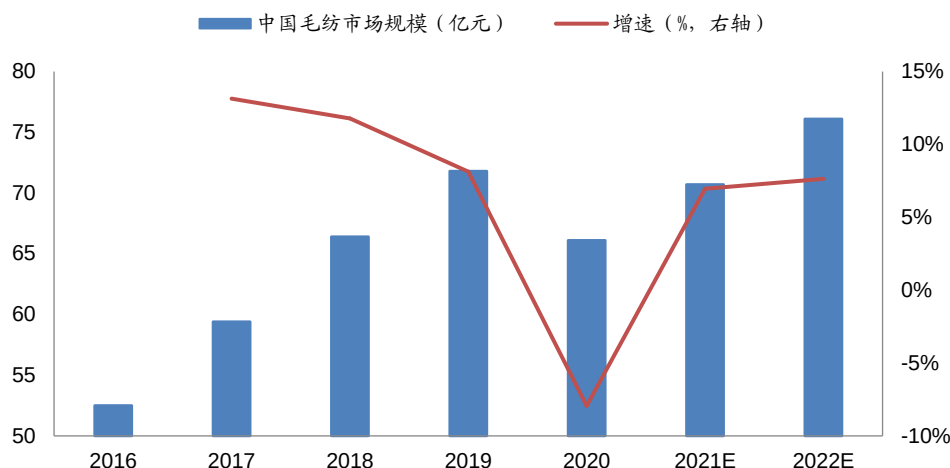
图表 26 纺织服装产业链及南山智尚所处领域



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所；注：标蓝的为公司参与的部分

国内毛纺市场需求稳健。根据中商情报网的统计，中国毛纺行业规模由 2016 年的 52.5 亿元增长至 2020 年的 66.1 亿元，CAGR 为 5.93%。受益于国内消费升级带来的内需增加，中商情报网预测 22 年毛纺行业收入 76.1 亿元，20-22 年 CAGR 达到 7.30%。

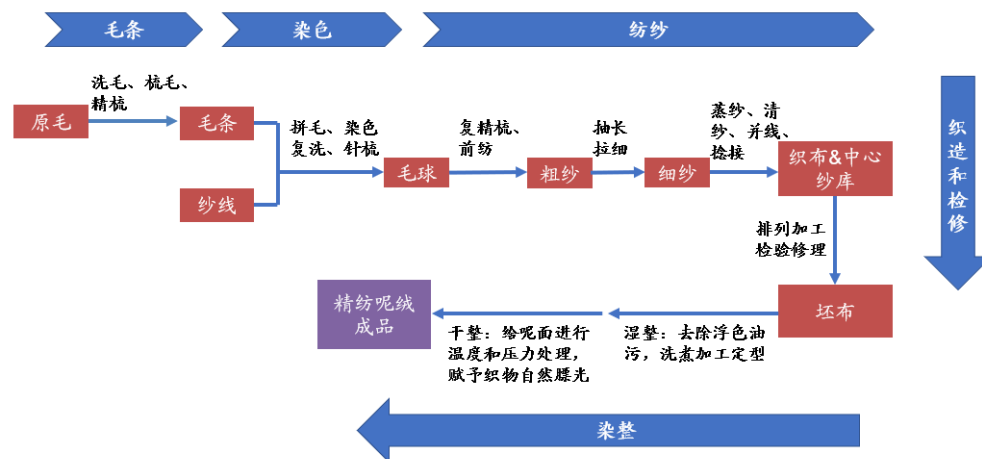
图表 27 中国毛纺行业市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：中商情报网，华安证券研究所

精纺呢绒工艺技术相对复杂，成本及价格更高。精纺呢绒是以高支数羊毛添加一定比例的其他纤维，经精梳工艺加工后，再进行多次梳理、纺纱、织造、染整而制成的高档服装面料。精纺呢绒使用的羊毛产品更细质量更优，并且在特殊工艺下耗用量更高（平均细度在 14 微米以下，支数约 100-500S），因此成本及售价均高于粗纺面料。

图表 28 精纺呢绒制作流程

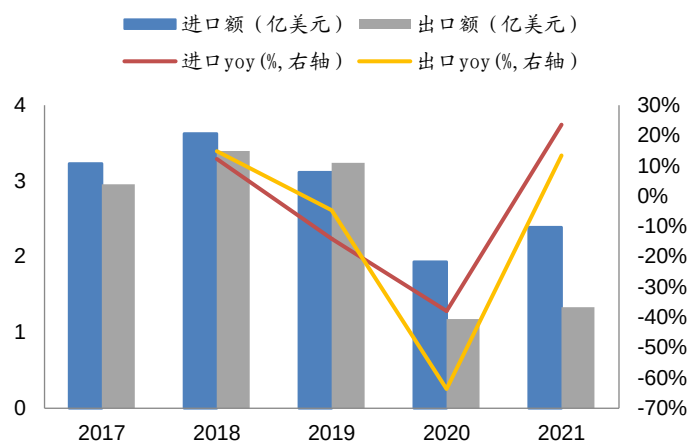


资料来源：南山智尚招股说明书，华安证券研究所

中国是精纺面料的最大进口国和第二大出口国。延续上文逻辑，精纺面料纺纱、织造和染整等工艺较为复杂，其生产设计一度被意大利、英国、德国和日本等发达国家所控制，尤其是意大利在设计、质量品质和引导流行趋势等方面均处于领先地位，产品结构向高端集中。我国企业通过技术升级逐渐具备了中高档精纺呢绒的生产能力，并且由于劳动力成本较低具备价格优势，成为继意大利之后的精纺呢绒面料第二大出口国。精纺呢绒下游高档西服、地毯等产品的制造端主要集中在中国，因此国内高档精纺呢绒进口需求较大，2021 年中国精纺呢绒进口额 2.4 亿美元（约合 15.8 亿元），同比+23.6%，出口额 1.3 亿美元（约合 8.6 亿元），同比+13.4%，

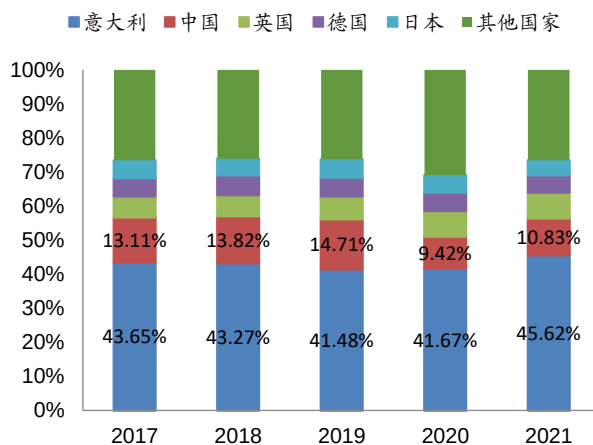
国内精纺呢绒市场大约有 7.2 亿元的贸易逆差。

图表 29 中国精纺面料进出口额及增速



资料来源：UN Comtrade，华安证券研究所

图表 30 中国精纺面料出口份额仅比意大利



资料来源：UN Comtrade，华安证券研究所

布局高端功能性面料拓展羊毛服用属性。OPTIM 纤维是一种经过特殊拉伸和定型的羊毛纤维，制成的户外面料兼具防风防水、轻薄透气、可机洗易护理等特性，应用于高端轻奢运动服、冲锋衣、风衣等服饰品牌。OPTIM 面料的工艺将毛纺产品由传统的冬季产品拓展到四季产品，南山智尚拥有 OPTIM 面料的全套生产专利，为公司后续拓展产品应用范围和业绩增长提供助力。

图表 31 公司 OPTIM 面料制成的超轻户外风衣获得中国纺织工业联合会表彰



资料来源：南山智尚官网，华安证券研究所

国内精纺呢绒产业主要集中在江苏省和山东省。根据南山智尚的招股说明书，江苏和山东分别占国内精纺呢绒供应市场的 64% 和 10%。我们认为随着国内技术水

平的提升，国内龙头发挥产业链优势开发高端面料产品，可以有效实现高附加值的功能性面料的进口替代。

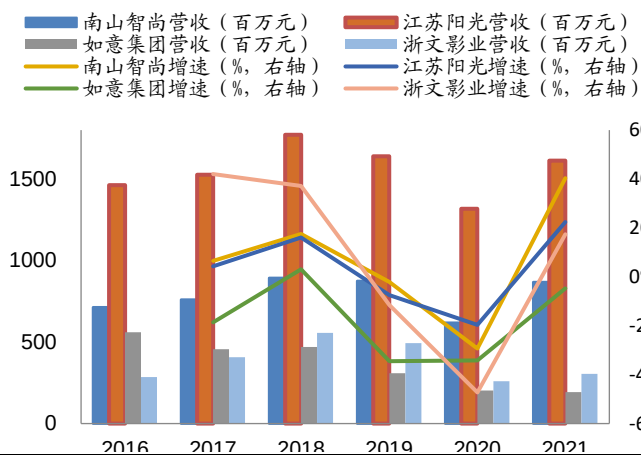
图表 32 国内主要精纺呢绒企业产能

公司名称	所在地	精纺呢绒年产能
江苏阳光	江苏省无锡市江阴市	2600 万米
南山智尚	山东省烟台市	1600 万米
如意毛纺服装集团	山东省济宁市	800 万米
倪家巷集团	江苏省无锡市江阴市	1500 万米
鹿港文化	江苏省苏州市张家港市	560 万米
箭鹿毛纺	江苏省宿迁市	1000 万米
兰州三毛实业	甘肃省兰州市	600 万米
无锡协新毛纺织股份	江苏省无锡市江阴市	600 万米
张家港国纺	江苏省苏州市张家港市	300 万米
华成毛纺	河南省商丘市	300 万米
张家港美鹿染整	江苏省苏州市张家港市	200 万米
潍坊名羊毛纺	山东省潍坊市	200 万米

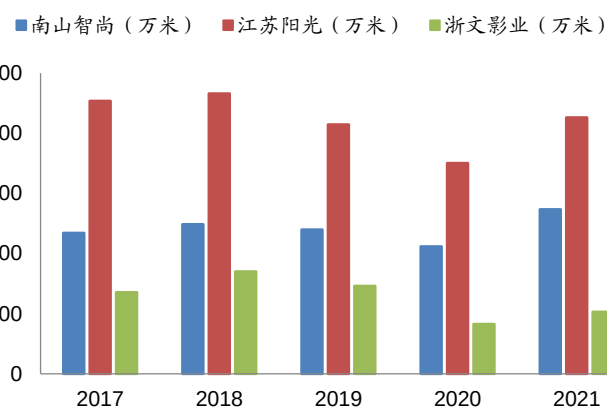
资料来源：如意集团年报，浙文影业年报，南山智尚招股说明书，华安证券研究所；注：如意集团和鹿港文化（上市公司名称为浙文影业）数据来自 2021 年年报，其余数据来自南山智尚招股说明书（2020 年），江苏阳光 21 年末披露新产能投产

南山智尚精纺呢绒规模行业第二，盈利能力领跑行业。目前精纺呢绒行业除南山智尚外上市公司为江苏阳光、如意集团和浙文影业（原鹿港文化，主营毛纺织业务和影视业务）。其中江苏阳光的产销量和收入规模最大，21 年纺织行业营收 16.13 亿元，同比+22.41%；南山智尚规模次之但增速较快，21 年精纺呢绒营收为 8.67 亿元，同比+40.34%。

图表 33 可比公司呢绒精纺业务收入及增速（百万元，%） 图表 34 可比公司呢绒面料销售量（万米）



资料来源：Wind，华安证券研究所

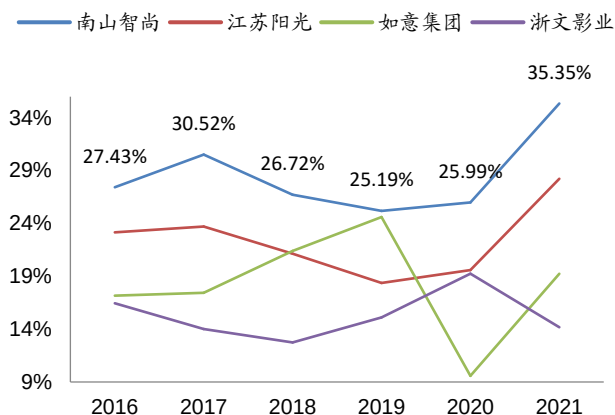


资料来源：Wind，华安证券研究所

从盈利能力来看，南山智尚定位中高端，技术水平和研发设计能力较优，毛利率达到 35.35%，而可比公司精纺呢绒毛利率均低于 30%，主要因为可比公司出口境外的议价能力弱，境外毛利率低导致精纺呢绒综合毛利率偏低。**从价格来看**，将可比公司精纺呢绒收入和销量进行计算后得到南山智尚精纺呢绒产品价格略低于江

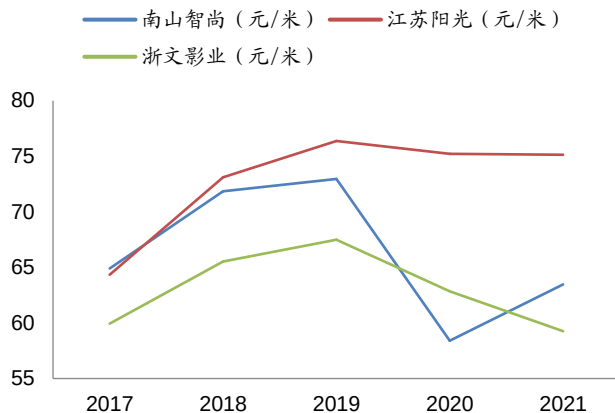
苏阳光，主要是自身服装产业的发展，面料生产的自用占比提升，而可比公司不具有服装业务。

图表 35 可比公司精纺呢绒面料毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所; 注: 浙文影业为纺织业务毛利率, 包括呢绒、纱线和服装

图表 36 可比公司呢绒面料单价 (元/米)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

南山智尚销售费用率高于同行，管理财务费用控制较好。南山智尚精纺呢绒面料品牌建设突出，布局下游服装制造和销售，而精纺呢绒友商服饰业务占比低，因此公司相较于同行付出较多的营销推广费用；并且公司近年积极拓展国内外市场，销售人员薪酬、差旅等费用支出提升。公司其余费用控制较好，由于近年没有大范围的机器投入，折旧摊销较少，管理和财务费用低于可比公司。整体而言，公司净利润率高出可比公司。

图表 37 可比公司利润率和费用率拆分

	2017	2018	2019	2020	2021
销售毛利率					
南山智尚	33.55%	32.30%	30.21%	30.78%	34.17%
江苏阳光	22.63%	21.48%	21.95%	21.48%	22.67%
如意集团	21.15%	24.70%	26.22%	26.89%	28.45%
浙文影业	17.62%	15.38%	18.47%	6.77%	14.00%
销售费用率					
南山智尚	11.68%	11.05%	11.40%	9.51%	10.46%
江苏阳光	0.86%	0.86%	0.76%	1.61%	1.70%
如意集团	4.82%	4.31%	5.84%	6.19%	9.75%
浙文影业	3.42%	3.48%	5.87%	5.29%	4.48%
管理费用率					
南山智尚	8.12%	7.14%	6.69%	6.80%	7.79%
江苏阳光	9.09%	8.79%	10.06%	10.61%	10.22%
如意集团	5.91%	8.35%	9.97%	12.14%	15.48%
浙文影业	4.24%	3.65%	5.79%	9.23%	6.67%
财务费用率					
南山智尚	1.28%	1.49%	1.35%	1.81%	0.60%
江苏阳光	6.55%	3.54%	4.37%	4.82%	4.68%
如意集团	3.77%	4.19%	5.17%	10.31%	1.79%
浙文影业	2.51%	3.15%	4.14%	7.14%	2.11%
销售净利率					
南山智尚	5.51%	6.06%	6.83%	6.35%	10.21%
江苏阳光	6.32%	6.24%	4.17%	1.73%	5.68%
如意集团	6.99%	8.41%	3.97%	-0.04%	-0.76%
浙文影业	7.53%	1.49%	-31.44%	-61.70%	3.28%

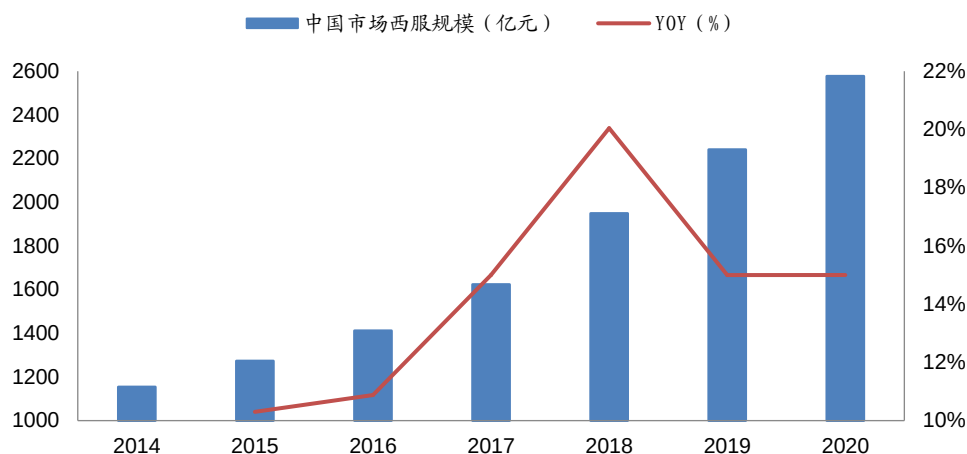
资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 职业装：国内市场规模逾 3000 亿，行业集中度较低

国内西服及衬衫行业规模合计逾 3000 亿。职业装包括商务职业装、职业制服和职业工装，产品类别主要以西服和衬衫为主，目标群体为第三产业中的企事业单位客户

- **西服：**伴随时代发展，西服已经从传统的高端商务人士专用逐步普及到大众穿着，并且对服装质感、版型设计等要求提升，行业整体呈现量价齐增趋势。根据华经产业研究院测算，2020 年我国西服市场规模 2577.3 亿元。
- **衬衫：**相比于西服，衬衫客单价偏低，但是换洗频率更高、因此需求量较大，根据南山智尚招股书的数据，2018 年我国衬衫消费市场容量约 670 亿元。

图表 38 西服市场规模及变化

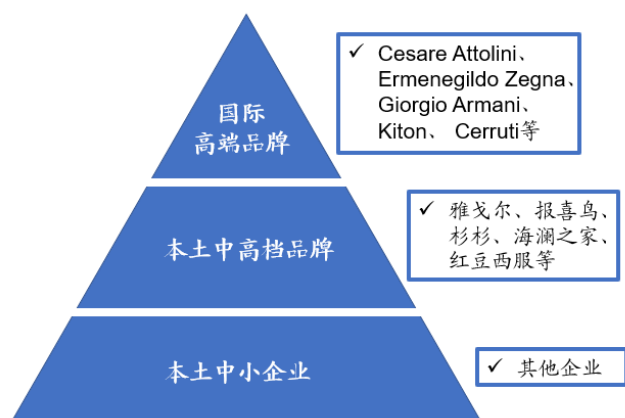


资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

行业集中度较低，欧美西装品牌垄断高端市场。西服市场高端份额被 Zegna、Armani 等国际高端奢侈品牌所垄断，国内中高档品牌如雅戈尔、乔治白、九牧王等产品具备一定的差异化，但品牌在高端市场仍然缺少竞争力，而大众市场有众多中小企业。

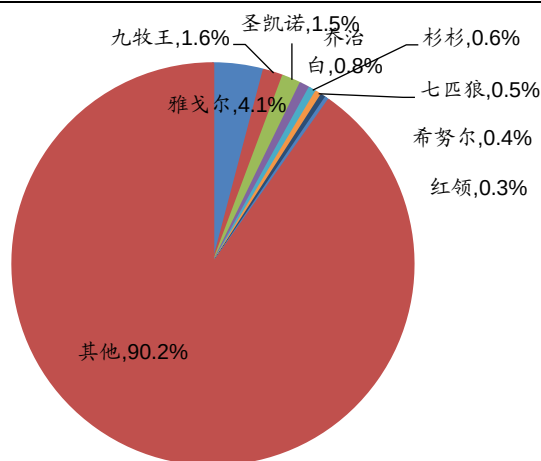
国内职业装企业大多以 ODM/OEM 起家，品牌营销和市场拓展不及欧美龙头，相比于中小企业通过低价提升销售量的模式职业装品牌在中低端市场不具备价格竞争力，2020 年国内职业装 CR8 不足 10%。我们认为伴随国内职业装市场的规范化、集群化和定制化发展，以及市场对于本土品牌的认知度提升，国内市场中高端职业装品牌具备份额提升的机会。

图表 39 西装市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

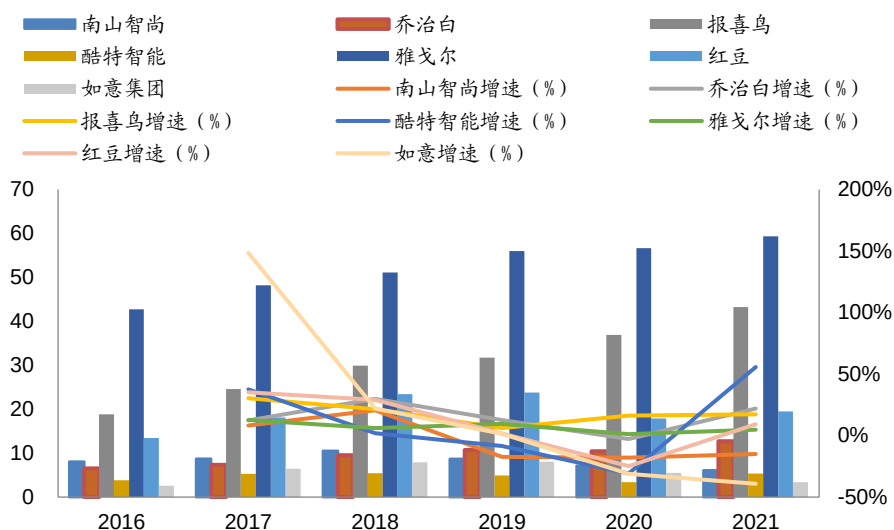
图表 40 2020 年中国职业装品牌市场份额 (%)



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

国内上市公司中雅戈尔规模最大，酷特智能增速最快。我们选取了如意集团、红豆股份、乔治白、报喜鸟、酷特智能和南山智尚进行对比，其中雅戈尔系国内职业装龙头，21 年收入规模 59.4 亿元。南山智尚近两年服装业务收入略有下滑，行业内仅高于红领母公司酷特智能。

图表 41 可比公司服装收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.3 一体化生产协同，品牌收入占比持续提升

两大呢绒品牌覆盖中高端市场，获得国内外客户认可。南山智尚精纺呢绒面料通过建设南山（NANSHAN）和菲拉特（Dino Filarte）两大自主品牌进行销售，其中“南山”品牌系全国驰名商标，占公司精纺呢绒面料销售收入的80%以上，产品远销海内外，获得高端奢侈品牌、中高端服饰品牌以及各类机关单位和行业企业客户的认可。“菲拉特”品牌以意大利研发团队进行原创设计，利用羊毛、羊绒、蚕丝等天然纤维，结合领先行业的工艺技术，进行创新产品的研发，均价较高。

图表 42 公司精纺呢绒面料品牌介绍

	南山	菲拉特
LOGO		
客户结构	国外市场： 高端奢侈品牌；中高端西装品牌；大型批发商；工业定制客户。 国内市场： 国家单位（如公检法司、税务机构、电信运营商等）；品牌服装厂。	国内外一线服装品牌、高端定制品牌、高端职业装公司
产品特征	面向国内外精纺呢绒中高端市场，品类丰富	意大利研发团队，面向国内外高端市场
价格（每米）	国外市场： 主打产品在8-30美金左右。 国内市场： 主打产品在50-120元左右。	国外市场： 主打产品在11-30美金左右。 国内市场： 主打产品在120-300元左右
2019年收入	7.28亿元	1.47亿元

资料来源：南山智尚年报、招股说明书，华安证券研究所

服饰品牌：定位中高端，培育私人定制品牌拓展业绩增长点。公司具备完整的毛纺服饰产业链，基于精纺呢绒业务体系建设了集成研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系。公司职业装包括西服、衬衫、制服、防护服等品类，品牌建设有成熟的职业装领军品牌绅尔玛、以及新培育的高级定制品牌织尚、零售品牌曼斯布莱顿等。

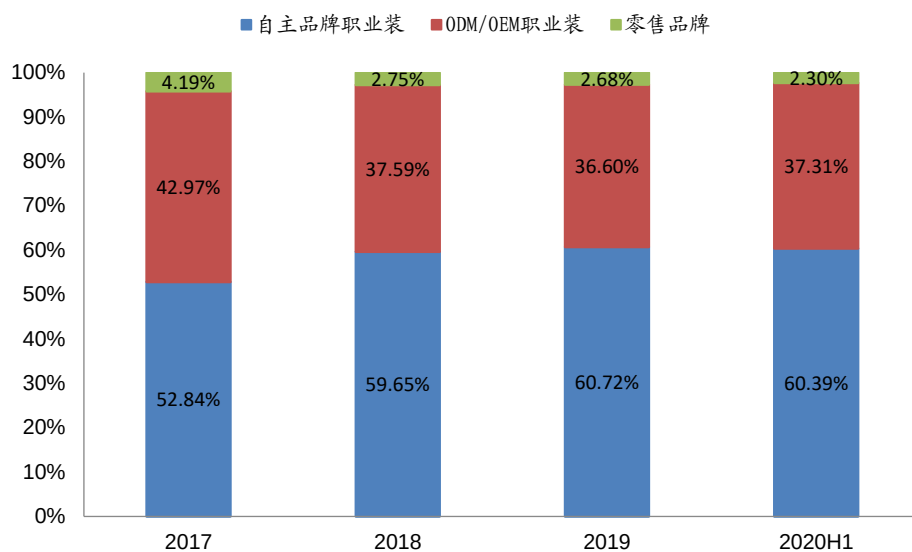
图表 43 公司服装自主品牌

品牌名称	产品类型及特征	消费人群	价格
绅尔玛 DELLMA	男女式职业装、西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、制式和运动式校服	国内外都市白领、职场精英、公检法司、国企央企、事业单位、大型民营企业、学校等	依据款式、面料等情况而定；
织尚定制 MODARTE	男女西装定制	都市白领、职场精英	依据款式、面料等情况而定；
裕山 YUSAN	防护服、工作服、工装裤、手套、鞋等	央企及省属国企、事业单位等	依据采购量与产品面料
曼斯布莱顿 MENSPLANET	西服套装、单西、单西裤、衬衣 产品分为“公务”“时尚”“假期”三大系列	学生、婚庆、商务人士	西服套装 1699-3299；单西裤：299-499；衬衣：199-329

资料来源：公司年报，公司招股说明书，华安证券研究所

公司重点发展自主品牌业务，根据招股说明书，20H1 自主品牌贡献收入占职业装营收的 60%以上，后续高级定制品牌将成为公司新的业绩增长点。

图表 44 公司职业装业务中自主品牌占比增加（%）



资料来源：南山智尚招股说明书，华安证券研究所

产品品类丰富，布局五大系列抓取不同市场。公司系列产品形成经典全毛系列、极品毛线丝系列、高支混纺系列、精品休闲系列、功能性产品系列五大系列产品布局，逐渐形成了大提花系列、浓黑产品系列、复古系列户外运动系列等特色产品。

图表 45 公司精纺呢绒面料产品系列

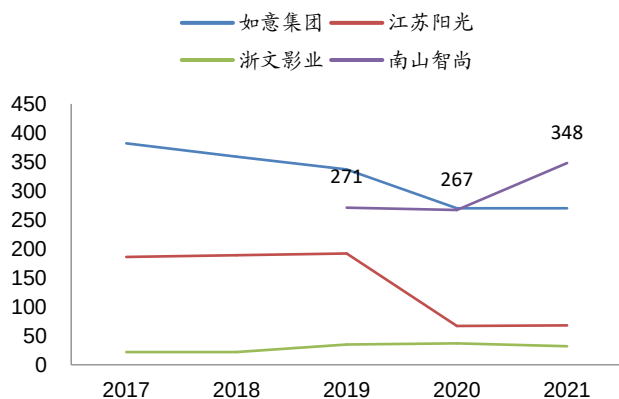
产品系列名称	图示	特点
经典全毛系列		采用super80-140超细澳大利亚美丽奴羊毛，制成 集时尚外观与穿着舒适于一体 的经典全毛系列产品，主要用于 中高端西装、高档职业装
极品毛线丝系列		选用super150-180极品澳大利亚美丽奴羊毛，与极品羊绒、蚕丝等高档纤维混合，采用集聚纺纱线工艺技术制成的面料， 品质奢华、手感细腻柔和 ，主要用于 顶级奢侈品牌、高端私人定制
高支混纺系列		选择澳大利亚美丽奴羊毛与聚酯等合成纤维混合，纺制的100-130支高支毛精纺纱线，制成的面料 呢面细腻，手感活络、强度高、耐磨性好、易打理 ，主要用于 中高端西装市场、高档职业装和行业服市场
精品休闲系列		选择澳大利亚美丽奴羊毛与麻、棉、野生蚕丝等多种材料混合，采用花式纱线技术制成的面料，面料色彩丰富、花型时尚、紧随市场流行趋势，主要用于 高端时尚休闲品牌
功能性面料系列		自主研发设计的功能性面料，如 冷感面料、保暖面料、可机洗易护理面料、多功能复合面料、超轻面料、阻燃防护面料 等，提升面料的附加值，主要用于 特殊着装需求的行业服

资料来源：南山智尚招股说明书，华安证券研究所

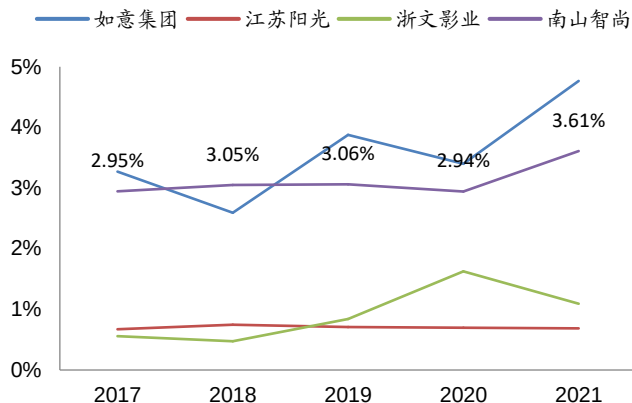
加强研发能力，自研 OPTIM 技术拓展毛纺应用范围。南山智尚研发团队聚集了意大利知名面料以及服装的设计师和工程技术人员，研发人员数量系行业第一，研

发费用率支出稳定，超出可比公司平均水平。公司同国际羊毛局合作进行羊毛技术的创新研发，自主研发了 OPTIM 面料，通过其实现了羊毛面料服用性能的突破创新。

图表 46 可比公司研发人员数量 (人)



图表 47 可比公司研发费用率 (%)

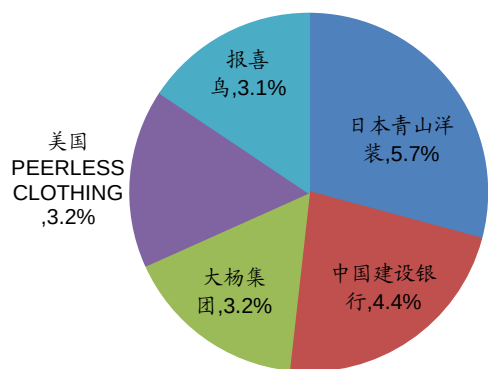


资料来源: Wind, 华安证券研究所; 注: 南山智尚 2019 年数据截至 2019H1

资料来源: Wind, 华安证券研究所

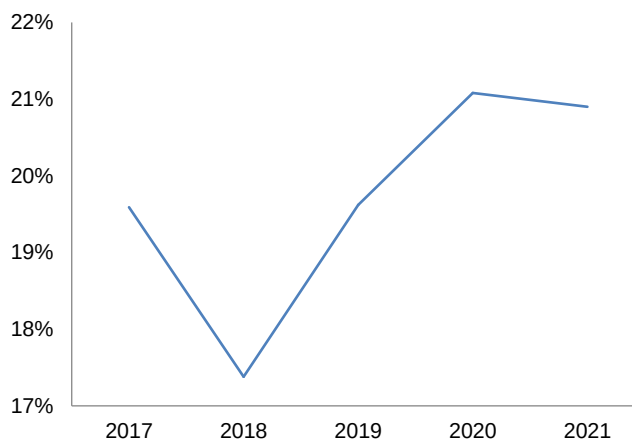
服务国内外知名品牌，客户分散避免风险。根据招股说明书，2019 年公司前三大客户分别为青山洋装（日本服饰品牌）、中国建设银行（通过招投标成为员工着装供应商）和大杨集团（国内中高端服饰制造企业，为巴菲特、比尔盖茨等人定制西服），除 THEORY 为 19 年新开发客户之外，公司和主要客户合作关系稳定。公司客户较为分散，前五大客户占比在 20% 左右。

图表 48 2019 年公司前五大客户占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 49 公司前五大客户集中度相对稳定 (%)

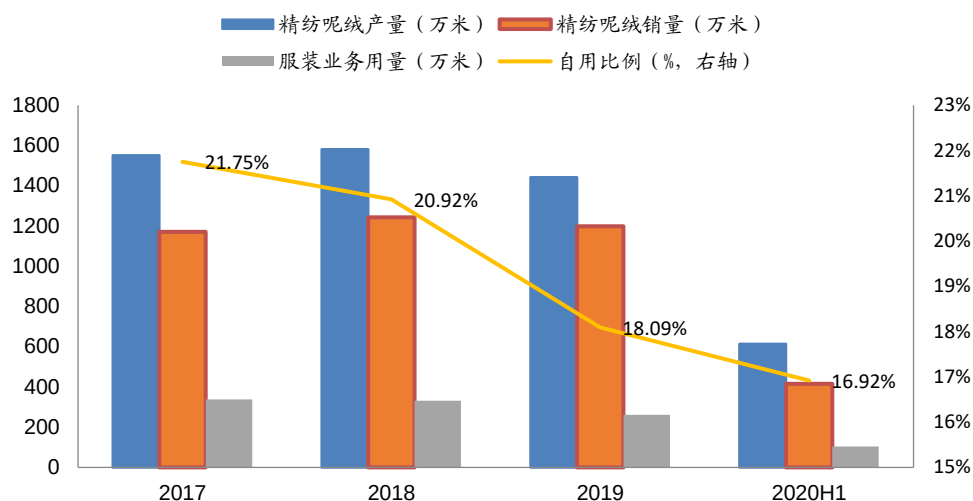


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

竞争优势 1: 一体化生产协同形成正反馈系统。公司具备从羊毛采购、精纺呢绒制造到服装生产销售的完整毛纺织服饰产业链, 实现产业信息的闭环。公司约有 20% 的精纺呢绒产品用于自身服装业务, 一方面, 通过羊毛外采和精纺呢绒制造业务保障稳定的原料供应, 降低经营风险并且保障产品品质, 相对具备成本优势。另一方面, 公司通过终端服装销售引领产业链, 有效挖掘客户需求, 引导原料的开发设计

和工艺升级，形成了产业链之间的有机协同，提升快反能力。

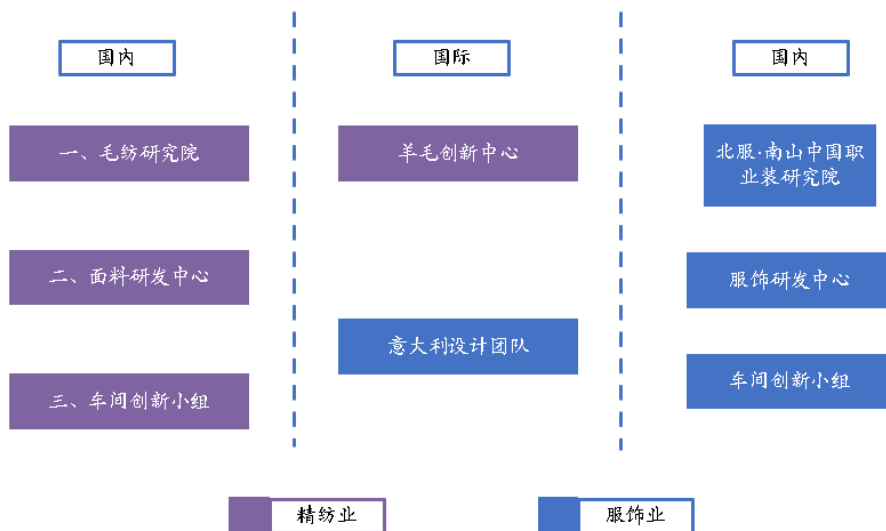
图表 50 公司精纺呢绒自用比例（万平米，%）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

竞争优势 2：意大利团队+创新小组提升研发设计能力。南山智尚意大利设计团队聚集了国际知名服装设计师，通过捕捉世界前沿时尚流行趋势信息进行原创设计。公司定制能力突出，根据客户所在行业的特点并结合客户需求提供完整的全产业链专业解决方案，实现多样化经营。公司定制业务由子公司缔尔玛运营，基于成熟的产品开发和定制体系深挖客户，通过 MTM 量身定制系统可以满足快捷定制和分步设计的不同需求。

图表 51 公司研发设计布局



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.4 募投项目技改提高生产效率，提升品牌影响力

（1）精纺呢绒业务

产能假设：公司新增 150 万平米精纺呢绒产线预计 23 年投产，20-21 受限于疫情

和技改产能利用率较低，参考 19 年之前产能利用效率假设 22 年产能利用率 90%，23 年由于新产能投入使用预计利用率 85%。

价格假设：公司精纺呢绒产品单价受到产品结构和羊毛价格影响，根据公司公告，后续将提升高附加值的精品羊毛类产品占比，我们假设 22-23 年每米单价同比分别增长 10%、5%和 5%，预计公司精纺呢绒主业量价齐升。

销售假设：精纺呢绒下游需求旺盛，应用场景由传统西装拓展至家居用品，并且公司开发面料拓展四季用品，市场竞争力强，产销率逐年提升，我们预计 22-24 年实现 100%的产销率。

基于以上假设，预计 22/23/24 年精纺呢绒面料收入 10.5/11.9/13.9 亿元，分别对应 21.2%/13.6%/16.5%的增速，实现主业稳健增长。

图表 52 公司精纺呢绒面料收入预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
精纺呢绒收入 (百万元)	713.06	759.94	893.09	874.46	618.14	867.48	1051.00	1194.23	1390.93
YOY		6.57%	17.52%	-2.09%	-29.31%	40.34%	21.15%	13.63%	16.47%
销量(百万米)	11.85	11.71	12.43	11.99	10.58	13.67	14.40	14.88	15.75
产量(百万米)	15.90	15.51	15.81	14.42	11.75	12.75	14.40	14.88	15.75
产能(百万米)	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	17.50	17.50
产销率	74.53%	75.51%	78.63%	83.13%	90.09%	107.16%	100.00%	100.00%	100.00%
产能利用率	99.39%	96.92%	98.81%	90.12%	73.43%	79.72%	90.00%	85.00%	90.00%
单价(元/米)	60.16	64.90	71.85	72.96	58.40	63.47	72.99	80.28	88.31

资料来源：南山智尚公告，华安证券研究所

（2）服装业务

产能假设：由于公司服装生产以小批次、多品种的订单为主，21 年公司投入技改产能利用率受限，预计后续产能利用效率提升。**西服业务**考虑到 22 年疫情延续，预计产能利用率 82%，23、24 年降本增效见效后分别爬坡至 95%和 100%。**衬衣**作为西装配套销售，附加值较低，自产比例较低，主要借助外购和委外加工，产能利用率参考过数据，22 年疫情延续参照 20、21 年水平预计利用率 200%，23、24 年逐步恢复预计利用率 213%。

销售和均价假设：公司通过募投项目加强品牌建设，提高影响力，并且近年逐步剔除零售业务，以代工和定制为主，我们预计产销率实现 100%，衬衣和西装均价参考 2019 年价格，预计年增速 1.5%左右。

其他服饰包括与职业装搭配的领带丝巾、疫情中使用的防护服以及零售的休闲服饰等，以配套销售为主，由于年报未披露其他服饰产销情况，我们以 2019 年为基数，参考西服收入的预计增速计算其他服饰收入情况。

图表 53 公司服装业务收入预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
服装业务合计									
收入（百万元）	806.20	871.90	1051.45	869.38	713.60	607.73	734.11	854.42	907.59
yoy		8.15%	20.59%	-17.32%	-17.92%	-14.84%	20.80%	16.39%	6.22%
西装业务									
收入（百万元）	718.70	643.32	776.17	644.28	-	-	541.29	636.51	680.06
yoy		-10.49%	20.65%	-16.99%	-	-		17.59%	6.84%
产能（万套）	135	135	135	135	135	135	135	135	135
总产量（万套）	178.59	169.21	187.99	132.78	113	84.78	110.7	128.25	135
销售量（万套）	177.43	166.98	189.99	133.08	113.49	83.85	110.7	128.25	135
单价（元/套）	405.06	466.67	487.48	484.13	-	-	488.97	496.31	503.75
产能利用率（%）	132.29%	125.34%	139.25%	98.36%	83.70%	62.80%	82%	95%	100%
产销率（%）	99.35%	98.68%	101.06%	100.23%	100.43%	98.90%	100%	100%	100%
衬衣业务									
收入（百万元）	60.10	84.01	112.59	104.72	-	-	91.68	98.98	100.46
yoy		39.79%	34.01%	-6.99%	-	-		7.96%	1.50%
产能（万件）	45	45	45	45	45	45	45	45	45
产量（万件）	65.60	105.99	129.31	103.98	79.09	90.41	90.00	95.73	95.73
销售量（万件）	62.97	101.69	133.43	103.83	79.21	87.80	90.00	95.73	95.73
单价（元/件）	95.44	91.06	106.27	100.86	-	-	101.87	103.40	104.95
产能利用率（%）	145.78%	235.53%	287.36%	231.07%	175.76%	200.91%	200%	213%	213%
产销率（%）	95.99%	95.94%	103.19%	99.86%	100.15%	97.11%	100%	100%	100%
其他服饰									
收入（百万元）	27.40	144.57	162.69	120.38	-	-	101.14	118.93	127.07

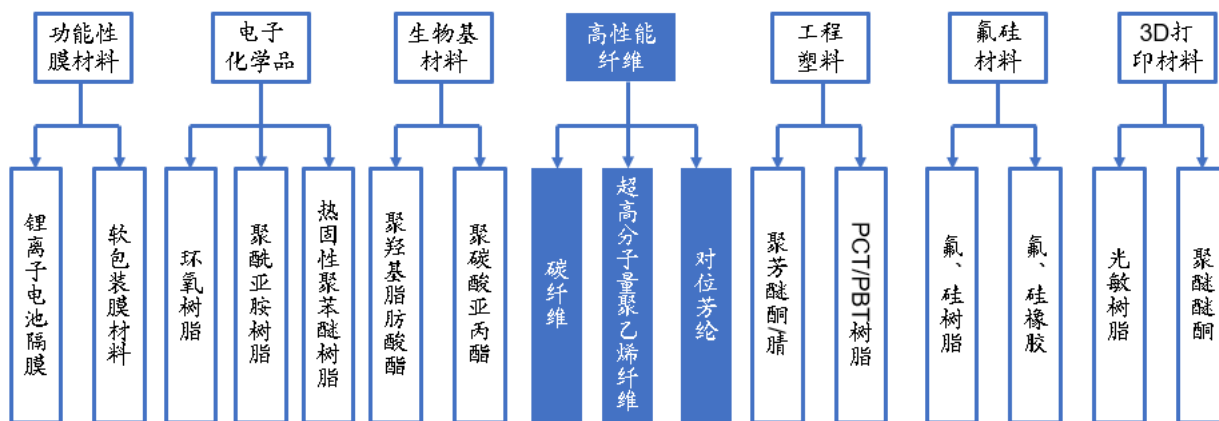
资料来源：南山智尚公告，华安证券研究所

3 超高分子聚乙烯投产，新材料平台企业呼之欲出

3.1 第三代高性能纤维，军用稳定，民用进入快车道

UHMWPE 是继碳纤维、芳纶后，第三代高性能纤维材料。超高分子量聚乙烯又称 UHMWPE，是指相对分子质量在 100 万-500 万的聚乙烯，UHMWPE 原料可以制成板材、管材、纤维、隔膜等形态。其中 UHMWPE 纤维与芳纶、碳纤维同属高性能纤维，具有强度高、密度低、耐磨损、耐低温、介电常数低、抗冲击等物理性能以及耐强酸强碱、耐化学腐蚀等化学性能。

图表 54 超高分子聚乙烯纤维属于化工新材料中的高性能纤维



资料来源：千禧龙纤招股说明书申报稿，华安证券研究所

UHMWPE 纤维轻质高强，力学性能优异。参数对比来看，超高分子量聚乙烯纤维是高性能纤维中最轻的，强度大概是对位芳纶的 1-1.6 倍，断裂伸长率亦超出对位芳纶。除某些特定场景（如高温场景，超高分子量聚乙烯耐高温性能较弱）外，UHMWPE 纤维已逐步取代芳纶成为个体防弹防护领域的首选纤维。

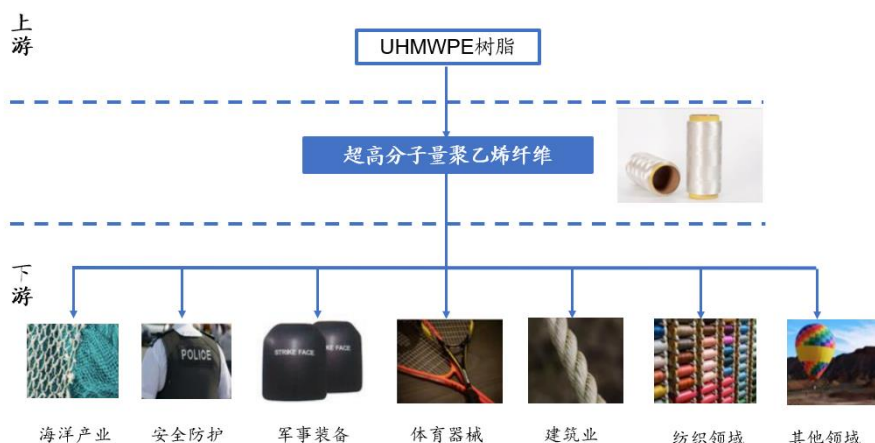
图表 55 高性能纤维参数对比

	密度 (g/cm ³)	强度 (GPa)	模量 (GPa)	断裂伸长率 (%)	分解温度 (℃)	使用温度 (℃)
UHMWPE	0.97	2.60~4.50	87.0~172.0	3.5	140	< 90
碳纤维	1.8	3.5~7.00	230.0~460.0	0.5~1.4	3700	2000
对位芳纶	1.44	2.70~3.30	70.0~120.0	2.4	570	250
间位芳纶	1.38	0.55~0.66	13.8~16.6	20.0~22	430	204
E-玻璃纤维	2.54	3.45	73	4.5	—	—

资料来源：千禧龙纤招股说明书申报稿，华安证券研究所

UHMWPE 纤维上游原材料为 UHMWPE 树脂，通过特殊工艺制成纤维，可以应用于安全防护、军事装备、海洋产业、体育器械等领域。

图表 56 超高分子聚乙烯产业链及应用领域



资料来源：千禧龙纤招股说明书申报稿，华安证券研究所

上游 UHMWPE 原料行业充分竞争，供应稳定。UHMWPE 纤维上游原材料为 UHMWPE 树脂，根据同益中招股说明书，2016 年全球 UHMWPE 产能和需求量分别为 22.1 万吨和 20 万吨，国内产能占比超过 1/3，行业供给略高于需求，形成充分竞争状态。伴随化工产业的发展，各大企业布局 UHMWPE 原料并扩充产能，同益中招股书中预计 2021 年产量和需求量分别为 38 万吨和 36.7 万吨。

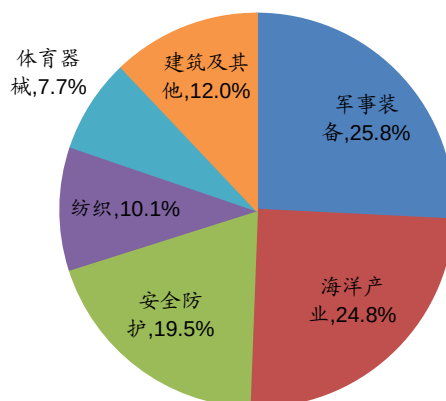
图表 57 2016 年部分 UHMWPE 原料制作公司及对应产能

国家	公司	产能（万吨/年）
美国	Celanese Corporation	10.8
巴西	Braskem	4.5
荷兰	帝斯曼	-
中国	河南沃森超高化工科技	8
	上海联乐化工科技	
	安徽特佳劲精细化工	
	九江中科鑫星新材料	
	中国齐鲁石化	

资料来源：同益中招股说明书，华安证券研究所

下游根据优异的物化性能，拓展多元应用场景。延续上文逻辑，超高分子量聚乙烯纤维具有高强度、低密度、凉感性、比热容高、导电性低等特性，并且价格低于特性相似的其他新材料，在各类场景均有运用。分应用领域来看，2019 年我国军事装备、海洋产业和安全防护领域应用的 UHMWPE 纤维最多，占比分别为 25.8%、24.8%和 19.5%。

图表 58 2019 年 UHMWPE 纤维应用情况



资料来源：前瞻研究院，千禧龙纤照顾书申报稿，华安证券研究所

分应用领域来看：

- **国防军用：**UHMWPE 纤维高强耐磨且质量轻，可运用于飞机翼尖结构、装甲车辆和坦克的防护板以及各类防弹产品。由于其介电常数低、声纳透过率高，可用于天线整流罩、雷达防护外壳罩等。相比于芳纶纤维，UHMWPE 可以耐零下 150 度低温，适合在高寒地区应用。

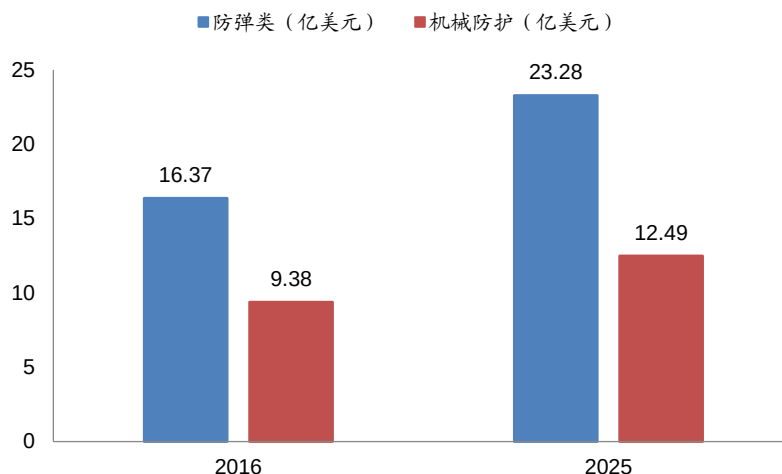
图表 59 超高分子聚乙烯在军事领域的运用

利用性能	应用领域
高强耐磨的防护性能	装甲车辆的防护板、坦克的防护内衬、防弹头盔、盾牌、防弹衣、防雷靴、防切割手套
介电常数低、介电损耗低、声纳透过率高	天线整流罩、导弹罩、雷达防护外壳罩
轻质高强	军舰和装甲车缆绳与牵引绳、水雷系留锁、降落伞等
强度高、抗冲击、质量轻	飞机翼尖结构、飞船结构、浮标部件、无人机外壳、特种伞材等

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

- **安全防护：**相比于其他高性能纤维，UHMWPE 纤维价格更低且重量更轻，在保证防护性能的前提下，制成的产品对佩戴者颈部等损伤较小能很好解决非贯穿性伤害，成为防护领域的首选纤维。根据 GVR 的数据，2016 年全球防弹类纺织品市场规模为 16.4 亿美元，至 2025 年 CAGR 为 3.9%，行业规模达到 23.3 亿美元（约 156 亿元人民币）；2016 年全球机械防护类市场规模为 9.4 亿美元，至 2025 年 CAGR 为 3.2%，行业规模达到 12.5 亿美元（约 84 亿元人民币）。

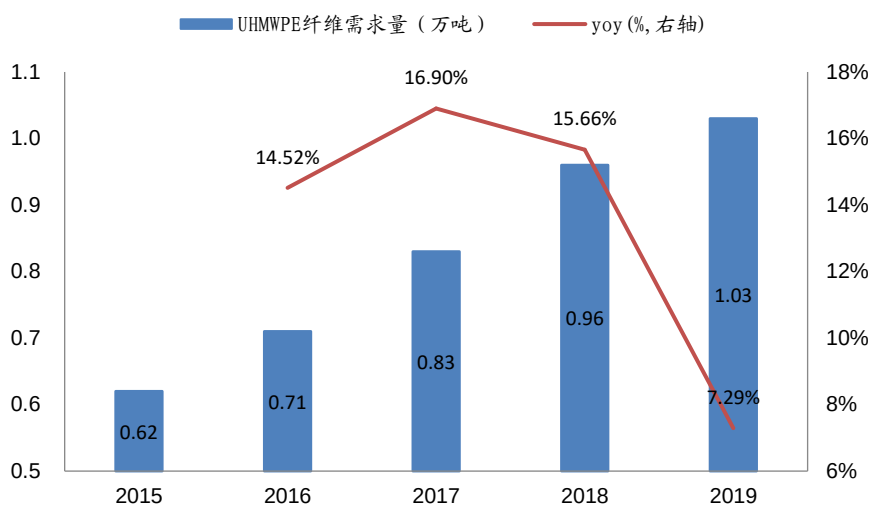
图表 60 UHMWPE 纤维在全球防弹及防护领域规模预计增长（亿美元）



资料来源：GVR，同益中招股说明书，华安证券研究所

- **海洋产业：**UHMWPE 纤维表面光滑不易附着微生物，并且是高性能纤维中唯一可漂浮于水上的纤维，在紫外线、海水等环境下可以保持稳定，加工为养殖网箱、绳缆等可以降低养殖成本、提升捕捞效率；高强的拉伸性能也使其成为海上用绳缆、船舶系留绳等的主要材料，目前国外已有相关政策要求出海船只至少配备一条重达 100kg 的 UHMWPE 纤维绳缆替代传统钢绳。根据千禧龙纤招股书的数据，2015-2019 年海洋领域应用 UHMWPE 纤维需求量 CAGR 为 13.5%，伴随国内海洋产业的迅速发展，前瞻产业研究院预测 UHMWPE 纤维在海洋产业的运用需求将从 2020 年的 1.22 万吨增长至 2025 年的 2.46 万吨。

图表 61 2015-2019 年海洋领域 UHMWPE 纤维需求量及增速



资料来源：前瞻研究院，千禧龙纤招股书申报稿，华安证券研究所

- **纺织业：**UHMWPE 纤维具备凉感性、比热容高，其制造的夏令产品使用体验凉爽，由于其自润滑性、低吸水性、耐磨性，UHMWPE 纤维可以用于牛仔面料、窗帘等产品。目前由于价格较传统纤维更高且产能有限暂未在纺

织业大范围推广，2020 年需求量 0.54 万吨，但国内纺织业发展稳健需求刚性，量产后可实现放量，根据前瞻研究院的预测，未来中国 UHMWPE 纤维在家纺领域的应用需求将会有明显上升，年均复合增速约 15%-20%。

- **体育用品：**UHMWPE 纤维制成的登山绳索、钓鱼线、滑雪板等多种运动用品性能高于传统产品，伴随国内体育事业发展以及冰上运动、户外运动等运动方式的流行，前瞻产业研究院预计国内 UHMWPE 纤维在体育用品领域的应用需求将从 2020 年的 0.39 万吨增长至 2025 年的 0.75 万吨。

图表 62 超高分子聚乙烯在多元场景的具体运用

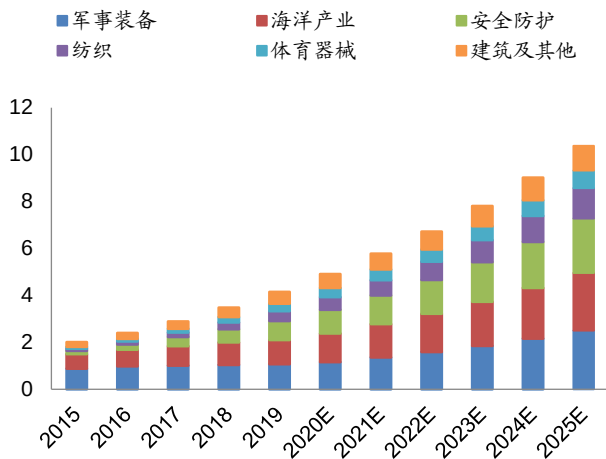
领域	绳线制品	纺织织物	无纺布物	复合材料
军事装备	海上布雷网、降落伞绳	降落伞、伪装网	软质防弹衣	坦克车装甲板、轻体装甲车车身、航行器、武装直升机装甲板、防弹运钞车防弹板、通讯指挥车防弹车身、防弹头盔等
海洋产业	系泊缆、拖网缆、拖牵缆、海上养殖业用缆、海上采油用缆、海底采集作业用缆	海上挡油堤、捕鱼拖网、围网、深海养殖网箱	海水过滤膜结构	轻便船体及构间、海堤围坝、海洋专用箱体
安全防护	安全吊装带、软质手铐、安全绳索等	防割手套、防锯割工作服、防刺服	防刺服	防弹衣高性能插板、防弹盾牌
体育器材	登山绳索、钓鱼线、球拍网线、风筝绳、弓弦	船帆、吹气船、击剑服	训练用反弹毛毡	赛艇、射箭弓、滑雪橇、曲棍球棒、钓鱼竿
建筑业	货物吊绳、防护网、货物吊网	强力包装用具	护卫面料	安全帽、特种围栏
生物医疗	缝线	手术防割套	医疗安全包装	X 室抗屏蔽工作台
航空航天	宇宙飞船海上救捞网	雷达保护罩	机场跑道	飞机舱内结构件、驾驶舱安全防护门
运输业	柔性集装箱、起吊绳索、车辆牵引绳、气球拉绳、直升机起吊绳索	蓬盖布、运输带	防割防刺箱包	特种轻型箱体、抗冲击包装箱
防洪	填石网兜	耐水浸包装袋	轻便拒水用具	抗冲击围栏、轻型救生艇
通讯	光缆加强芯	线路保护面料	防割填充物	无线发生整流罩

资料来源：同益中招股说明书，华安证券研究所

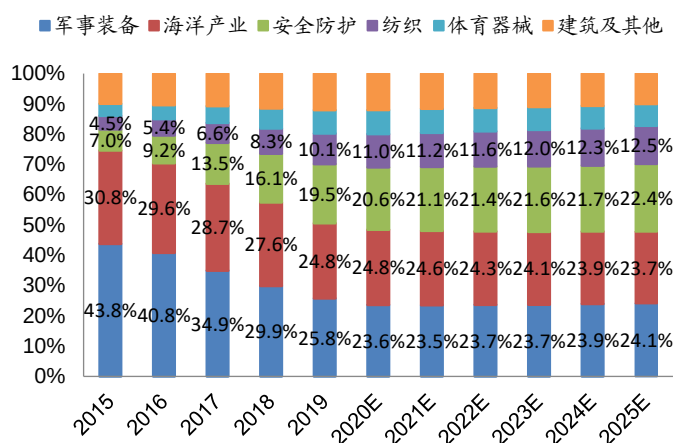
传统领域需求有限，拓展民用场景放量在即。UHMWPE 纤维最早以军用为主，2015 年市场规模 0.88 万吨，占总产能的 43.8%，19 年规模增长至 1.07 万吨但占比下降至 25.8%。海洋产业的应用亦呈现规模增长但占比下滑的趋势，产能占比由 2015 年的 30.8%下降至 24.8%，同时安全防护、纺织和体育器械的应用增加，根据前瞻产业研究院的预测，2025 年 UHMWPE 纤维总产能达到 10.38 万吨，其中军用、海洋产业、安全防护用和纺织用占比分别为 24.1%、23.7%、22.4%和 12.5%。

相比于军用领域，民用领域具有需求量大且稳定、应用领域广等特点，并且国内纺织制造产业链完善，我们认为 UHMWPE 纤维产能提升后，民用领域的拓展可以实现整体市场的扩容，推动 UHMWPE 行业良性发展。

图表 63 国内 UHMWPE 纤维市场发展情况（万吨）



图表 64 军事装备用途占比预计持续下降趋势（%）



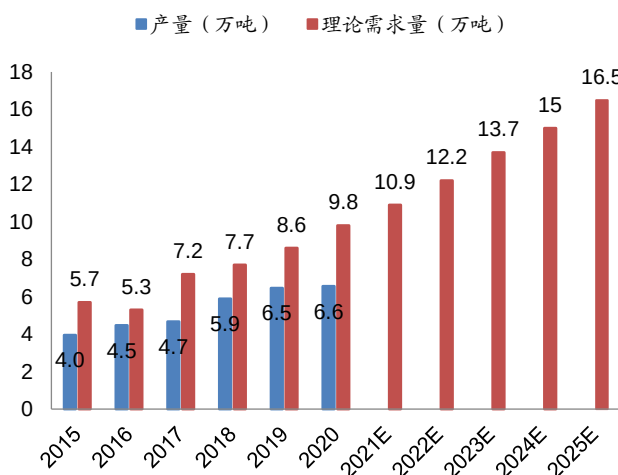
资料来源：前瞻产业研究院，同益中招股书，华安证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，同益中招股书，华安证券研究所

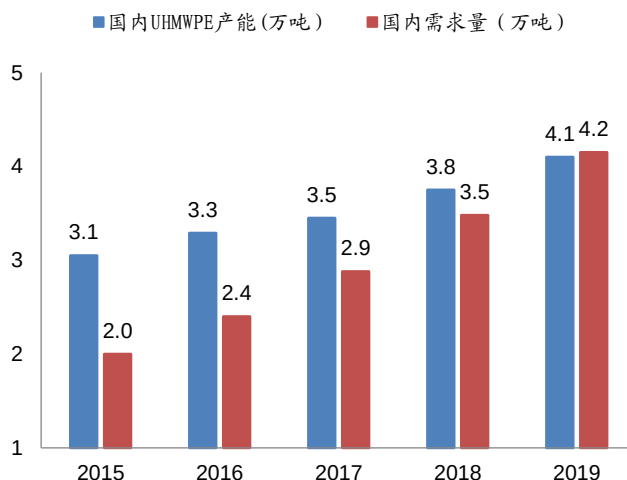
3.2 供给紧张，国产逐步实现替代超越

全球市场供求紧张，下游需求预计持续放量。2020 年全球现有超高分子量聚乙烯纤维产能在 6.56 万吨左右，理论需求量为 9.8 万吨，产能缺口达到 33%。根据前瞻产业研究院预测，全球 UHMWPE 纤维需求量持续增长，2025 年达到 16.5 万吨，十年 CAGR11.2%。从国内来看，19 年国内 UHMWPE 纤维产量 4.1 万吨，占当年全球产量的 63%，国内需求量 4.15 万吨，2015-2019 年需求量和产能 CAGR 分别为 20.0%和 7.7%。

图表 65 全球 UHMWPE 纤维供求存在差距（万吨）



图表 66 中国 UHMWPE 纤维产能及需求量（万吨）



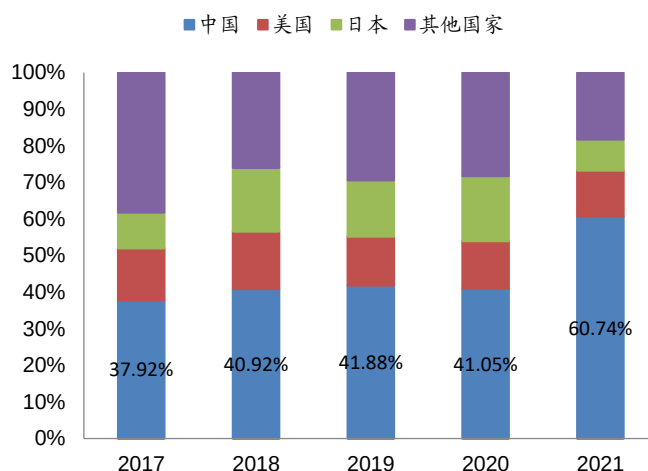
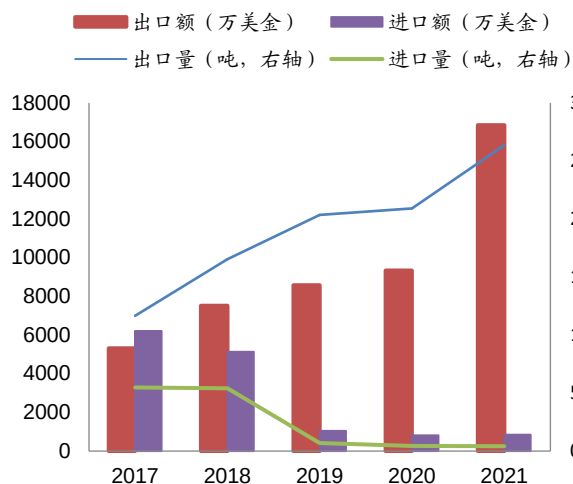
资料来源：前瞻产业研究院，同益中招股书，华安证券研究所

资料来源：中国产业信息网，中研网，前瞻产业研究院，千禧龙纤招股书申报稿，华安证券研究所

高性能纤维对内进口替代,对外加速出口。国内 UHMWPE 纤维产能不断提升,一方面可以弥补原先依赖进口的需求,另一方面相比于国外厂商,国内原材料、人力等成本相对较低,在全球市场具备竞争力。根据联合国贸易数据,中国包括超高分子量聚乙烯纤维在内的复合纤维出口额由 2017 年的 0.53 亿美金增长至 2021 年的 1.69 亿美金,同期进口额由 0.62 亿美金下滑至 0.08 亿美金,贸易顺差进一步扩大。从全球市场份额来看,2021 年国内复合纤维占全球出口份额增长至 60.7%。

图表 67 国内复合纤维贸易顺差扩大 (万美金, 吨)

图表 68 中国复合纤维出口份额增加 (%)



资料来源: UN Comtrade, 华安证券研究所; 注: 该分类下包括 UHMWPE 纤维、聚丙烯纤维、高强度防切割包覆纱等

资料来源: UN Comtrade, 华安证券研究所; 注: 该分类下包括 UHMWPE 纤维、聚丙烯纤维、高强度防切割包覆纱等

UHMWPE 纤维通过凝胶纺丝工艺制成, 可以分为湿法和干法。干法工艺和湿法工艺分别利用高挥发性溶剂干法凝胶和低挥发性溶剂湿法凝胶纺丝。由于采用的溶剂特性不同, 后续溶剂脱除工艺也完全不同, 两种工艺各有优缺点, 干法工艺速度快、流程简单, 纺出的产品质量更优, 但相对而言安全性低、对设备及回收系统的运行效率要求较高。全球龙头荷兰帝斯曼主要采用干法工艺制备 UHMWPE 纤维, 目前国内产能以湿法工艺为主, 仅仅征化纤具备干法制备工艺。

图表 69 超高分子量聚乙烯制作工艺

	干法 (荷兰帝斯曼)	湿法 (美国霍尼韦尔)
溶剂	十氢萘 (易挥发、安全性低)	矿物油 (不易挥发、安全性高)
去溶剂	加热挥发	清洗
纺丝速度	快	慢
流程	短	长
回收方式	直接回收	间接回收
回收系统	密闭要求高, 运行效率要求高	庞大复杂

资料来源: 千禧龙纤招股说明书申报稿, 华安证券研究所

行业竞争格局: 国外龙头垄断高端产能, 国内市场加速集中。超高分子量聚乙烯的制备在 20 世纪中后期由荷兰的公司研发并垄断生产, 1999 年东华大学及各家企业、科研院校进行产学研结合, 发明混合溶剂凝胶纺丝新工艺, 打破了 UHMWPE 纤维的技术封锁, 中国企业逐步实现技术突破, 由于 UHMWPE 纤维行业具有良好的市场前景和经济效益, 多家国内企业新建了数十条产线实现规模化生产。

- **国外企业率先研发生产，形成垄断（1970s-1990s）：**1979 年荷兰帝斯曼公司成功制备超高分子量聚乙烯纤维，之后将该项专利同美国霍尼韦尔公司、日本东洋纺合作，在 1990 年开始工业化生产并且不断提升纤维品质扩大使用规模。国外龙头采用技术封锁、价格操纵等手段垄断了 UHMWPE 纤维的全球销售市场，并一度将其列为禁止向社会主义国家销售的商品。
- **中国企业实现技术突破并规模生产（1980s-21 世纪初）：**我国 80 年代开始研发 UHMWPE 纤维的制备，并将这项技术逐步从高校实验室发展至工业企业，实现技术突破后，同益中、湖南中泰、宁波大成等国内企业形成了较为完整的规模化生产能力，仅在部分军工领域实现进口替代。但国内 UHMWPE 产能主要集中在中低端，高端产能仍然紧缺。
- **追赶国际先进水平（2010s 至今）：**延续上文，我国通过研发制备技术和批量生产 UHMWPE 纤维填补国内市场空白，在主要指标和功能方面达到海外龙头的同等水平，打破了部分军工领域的进口依赖。但在抗蠕变、医用缝合、雷达天线罩等领域的产品仍然依赖进口。在国家政策和市场前景的推动下，UHMWPE 纤维生产企业在产品一致性及稳定性、抗蠕变等细分领域仍追赶海外龙头公司，不断提升断裂强度等关键指标，亦不断扩大产能规模。

图表 70 超高分子量聚乙烯生产企业

公司名称	备注	20 年收入 (人民币口径)	产量 (吨/年)
荷兰帝斯曼	是专业从事生命科学和材料科学的大型跨国企业集团，超高分子量聚乙烯纤维工业化生产的创始公司，主要应用于 医疗缝合、商业捕鱼、养殖网、绳索、吊索、高性能面料以及汽车或人员的防弹保护等领域	650.51 亿元	17400
美国霍尼韦尔	美国霍尼韦尔的超高分子量聚乙烯纤维名为 Spectra，主要应用于 安全网、绳索、鱼线、防弹衣等 。	2129.53 亿元	3000
日本东洋纺	日本东洋纺的超高分子量聚乙烯纤维名为 Izanas，主要应用于 船舶系泊绳用纤维、钓鱼线、高尔夫球网、防护手套等产品 。	200.94 亿元	3200
江苏九九久科技有限公司	为延安必康的控股子公司，该公司的超高分子量聚乙烯纤维主要应用于 功能性防护手套、家纺制品、军工缆绳、消防材料、鱼线等领域 。	4.94 亿元	13000
中国石化仪征化纤有限责任公司	为中国石油化工股份有限公司的全资子公司，是 国内目前唯一掌握干法工艺的公司 ，超高分子量聚乙烯纤维主要应用于 防护手套、绳索及软、硬防弹材料等领域 。	净利润 500 万元	3300
北京同益中特种纤维	是国内首批掌握全套超高分子量聚乙烯纤维生产技术和较早实现超高分子量聚乙烯纤维产业化的企业之一，拥有超高分子量聚乙烯纤维行业全产业链布局，产品 主要用于军用防弹制品等 。	3.3 亿元	现有 3500 计划扩产至 7560
山东爱地高分子材料有限公司	荷兰帝斯曼的合资公司。该公司的超高分子量聚乙烯纤维产品主要应用于 海洋开发、绳缆网箱、生命防护、体育用品等领域 。		5000
浙江千禧龙纤特种纤维股份有限公司	主要产品有超高分子量聚乙烯纤维、无纬布及防护产品，主要应用于 海洋渔业、防护用品、体育用品、军工装备、防护类材料、医疗器械和建材等领域 。		2611
江苏锦尼玛新材料有限公司	的高分子量聚乙烯纤维产品主要应用于 防护手套、缆绳等领域		2500

资料来源：同益中招股说明书，前瞻产业研究院，延安必康年报，华安证券研究所；注：九九久产能根据上市公司 2021 年年报进行调整

3.3 国内龙头积极布局，行业盈利能力可观

国内企业资本运作扩产能+改进工艺，对标海外高端产能。延续前文逻辑，海外龙头荷兰帝斯曼、美国霍尼韦尔等企业一度垄断 UHMWPE 纤维制备的工艺，国内通过产学研结合实现技术突破，但在高端产品方面仍和海外龙头存在差距。2020 年以来，国内相关企业通过增资、收购等方式建设产线并改进生产工艺，在产能扩张的同时探索新工艺，产品质量向海外龙头看齐。

图表 71 2020 年以来部分超高分子聚乙烯纤维制备企业投资动向

企业	投资动向
同益中	在现有 UHMWPE 纤维产线基础上新建 7 台纺丝生产线， 预计新增年产能 2240 吨，2023 年底投产。
	提升 UHMWPE 纤维下游防弹无纬布及制品性能，服务军警用高端个体防护市场
	建设高性能纤维及先进复合材料技术研究中心，投资额 6600 万元
九九久	开发新工艺新品种、增加产能，在江苏如东建设“江苏九九久新材料有限公司超高分子量聚乙烯纤维产业园项目”，总投资 21 亿元
江苏镨尼玛	关注智能制造及绿色发展技术和装备
北京威亚高性能纤维	改进生产工艺，使产品达到国际先进水平，建设第二条生产线

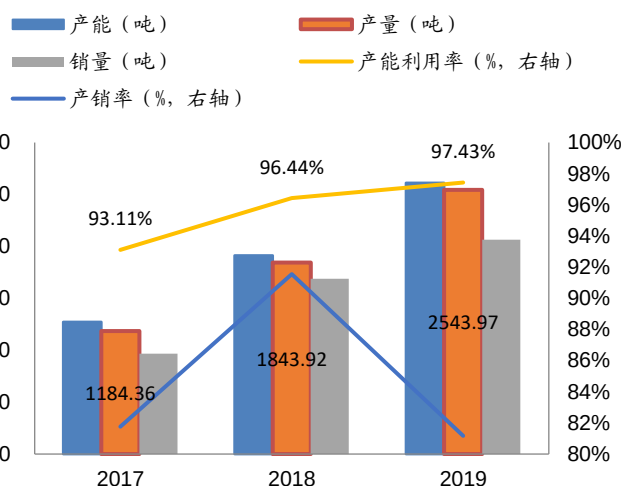
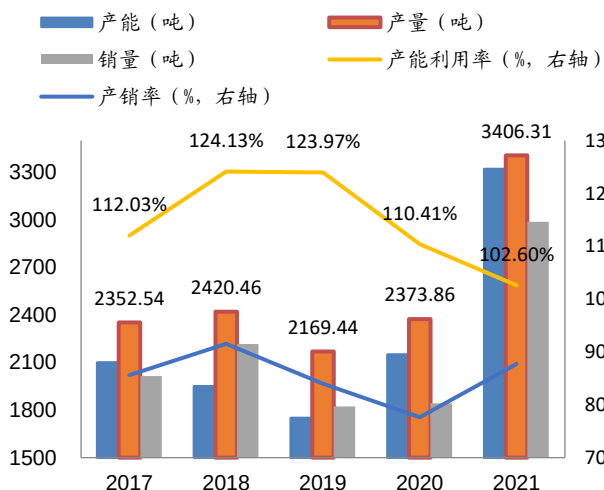
资料来源：前瞻产业研究院，同益中年报，华安证券研究所；注：同益中新增产能数据来自公司 21 年年报

参照国内可比公司，UHMWPE 纤维基本满产。目前国内 UHMWPE 业务上市公司为同益中，另一家千禧龙纤 IPO 受中美贸易摩擦影响中止。同益中和千禧龙纤 2017 年以来不断推动产能扩张和优化（同益中在 18-20 年陆续关闭了合计年产 700 吨的旧生产线），尤其是同益中 21 年上市融资后新增年产能 1170 吨，当前在建产能 2240 吨预计 23 年底投产。

从利用率来看，UHMWPE 纤维供求紧张，产线基本满负荷生产，产能利用率超过 90%，同益中 18、19 年产能利用率过高主因年中关闭旧产线的产能从统计数据中剔除，分母低于实际产能。从产销率来看，除将 UHMWPE 纤维产品用于自产无纬布、防弹制品等，产销率平均在 80% 以上。

图表 72 同益中 UHMWPE 纤维产销量

图表 73 同益中和千禧龙纤利润率对比（%）



资料来源：同益中招股书及年报，华安证券研究所

资料来源：千禧龙纤招股书申报稿，华安证券研究所

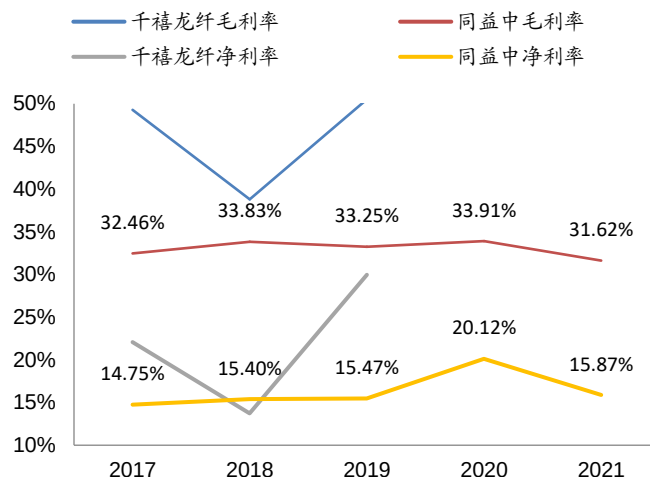
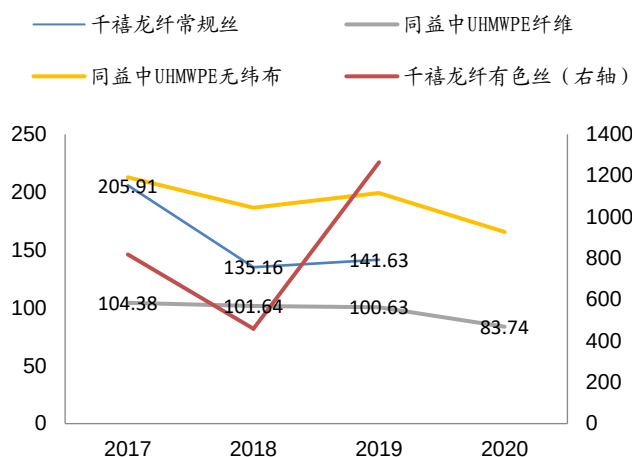
UHMWPE 纤维盈利能力和价格受产品结构影响，常规吨价 8-20 万元。由同益

中和千禧龙纤招股说明书披露的数据计算,超高分子量聚乙烯常规纤维价格约为 80-200 元/公斤(即 8 万-20 万元/吨),千禧龙纤的有色丝、超高强丝产品附加值更高,价格更高,有色丝单吨价格在 45 万-126 万元。

新材料业务盈利能力较强,由于行业存在壁垒且下游消费市场需求高,销售费用率低于传统毛纺,同益中整体毛利率在 31%-34% 左右,净利率在 15%-20% 左右,千禧龙纤售价和产品结构更优,2020 年之前盈利能力强于同益中。

图表 74 UHMWPE 产品单价(元/公斤)

图表 75 同益中和千禧龙纤利润率对比(%)



资料来源:同益中招股说明书,千禧龙纤招股说明书申报稿,华安证券研究所

资料来源:Wind,华安证券研究所

3.4 依托纤维积淀、织造积累、集团禀赋,打造新材料第二曲线

前期准备充足,21 年新建 600 吨超高分子量聚乙烯项目。南山智尚具备羊毛纺纱、织造的经验积累,通过外购设备、组建人才团队切入新材料行业;南山集团控股子公司裕龙炼化 20 年底投入建设裕龙岛炼化一体化项目一期,项目包含了 10 万吨超高分子量聚乙烯原料产线,保障南山智尚新材料业务稳定且充足的原料供应。

公司 20 年开始建设 UHMWPE 纤维行业并在 21 年建成 600 吨产线,22H1 进行设备调试后量产。公司通过 600 吨项目拓展新业务起步稳定,根据公司公告披露,22 年 5 月 31 日公司变更经营范围增加了“合成纤维制造和销售;高性能纤维及复合材料制造和销售;特种劳动防护用品生产和销售”等内容,相关产品逐步推出。

根据上市公司 22 年 5 月公告,公司购买了龙口市 10.5 万平方米的土地使用权用于未来超高分子量聚乙烯纤维项目的扩产使用。由此可见,基于通过 600 吨产线积累的工艺技术和人才团队以及对于行业市场前景的看好,南山智尚中长期内预计投入建设大规模 UHMWPE 产能。

收入预测:伴随产能爬坡,UHMWPE 纤维在中长期内贡献第二增长曲线。

重要假设:

1) 产能及利用率假设:22 年 7 月公司 600 吨 UHMWPE 纤维项目投入量产并进行销售,我们预计 22 年产能利用率达到 50%,23 年产能爬坡至 100% 利用率。

2) 价格假设:参考同益中和千禧龙纤的价格,UHMWPE 纤维常规丝价格 8 万

-20 万元/吨，有色丝等产品均价略高，考虑到公司产品仍在起步阶段，22 年假设价格 10 万元/吨，23、24 年实现工艺进步和应用领域及市场拓展，假设单价 12 万元/吨。

基于以上假设，中短期我们预计 22/23/24 年公司超高分子量聚乙烯业务收入分别为 3000/7200/7200 万元，长期来看高端占比提升和新产能投产，UHMWPE 纤维将贡献公司第二增长曲线，助力南山智尚成为天然纤维和新型纤维两翼发展的高新企业。

图表 76 公司 UHMWPE 收入预测

	2022E	2023E	2024E
UHMWPE 收入（百万元）	30.0	72.0	72.0
单价（万元/吨）	10	12	12
销量（吨）	300	600	600
产量（吨）	300	600	600
产能（吨）	600	600	600
产销率	100%	100%	100%
产能利用率	50%	100%	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

4 盈利预测及估值探讨：传统业务进入拐点，新材料带来利润、估值弹性

盈利预测：上文我们对公司主营业务，即精纺呢绒、职业服和后续放量的 UHMWPE 的业绩表现进行了预测。公司其他收入主要来自于废料回收，体量较小，我们基于过去几年的收入和成本进行预测，预计 22/23/24 年公司总收入 18.3/21.4/23.9 亿元。

图表 77 公司收入预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	1558.97	1664.03	1997.39	1770.83	1357.79	1492.00	1832.73	2139.15	2389.95
yoy		6.74%	20.03%	-11.34%	-23.32%	9.88%	22.84%	16.72%	11.72%
毛利率	30.88%	33.55%	32.30%	30.21%	30.78%	34.17%	33.32%	34.33%	34.16%
精纺呢绒业务									
收入（百万元）	713.06	759.94	893.09	874.46	618.14	867.48	1051.00	1194.23	1390.93
yoy		6.57%	17.52%	-2.09%	-29.31%	40.34%	21.15%	13.63%	16.47%
毛利率	27.43%	30.52%	26.72%	25.19%	25.99%	35.35%	34.00%	34.23%	33.29%
服装业务									
收入（百万元）	806.20	871.90	1051.45	869.38	713.60	607.73	734.11	854.42	907.59
yoy		8.15%	20.59%	-17.32%	-17.92%	-14.84%	20.80%	16.39%	6.22%
毛利率	30.58%	33.78%	33.73%	33.24%	32.84%	31.10%	31.06%	32.90%	33.96%
UHMWPE 业务									
收入（百万元）							30	72	72
毛利率							35.00%	40.00%	40.00%
其他业务									
收入（百万元）	39.71	32.19	52.86	26.99	26.05	16.78	17.62	18.50	19.43
yoy		-18.92%	64.18%	-48.95%	-3.46%	-35.58%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	98.92%	98.53%	98.11%	95.75%	88.24%	84.72%	84.72%	84.72%	84.72%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

上市后消化估值，当前波动率缩小，PE-TTM 接近历史低点。公司当前 PE 为 20.7，上市后消化估值，当前接近历史低点，波动率缩小。我们认为，公司精纺呢绒、业务在产品结构提升、疫情有效控制下，处于量利提升起点。同时，伴随超高分子聚乙烯投产，基于公司纺织、纤维积累及集团资源禀赋，成为公司打造新材料平台企业的第一步，新业务将有效带来公司利润规模、盈利能力及估值弹性。我们预计 22-24 年归母净利润 1.8/2.4/2.8 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 18/13/12 倍。

图表 78 公司上市以来 PE-TTM 变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

（1）毛纺业务：我们选取从事西装业务乔治白、报喜鸟、酷特智能和红豆股份，从事精纺呢绒业务的江苏阳光和如意集团进行对比。公司具备精纺呢绒面料和职业

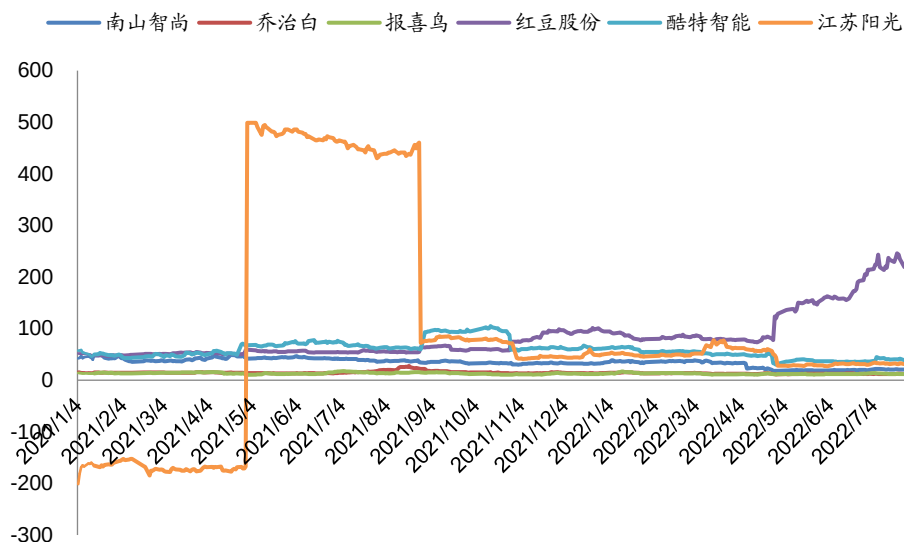
装一体化协同生产能力，产品结构升级+疫情带来需求、订单修复，进入量利提升拐点。

图表 79 南山智尚与毛纺可比公司估值对比

公司	股价	市值	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
南山智尚	9.11	32.36	0.42	0.50	0.67	0.79	24.36	18.22	13.60	11.53
乔治白	4.47	22.58	0.53	0.43	0.52	0.62	13.24	10.36	8.54	7.24
报喜鸟	4.01	58.23	0.38	0.39	0.48	0.56	13.19	10.28	8.42	7.11
红豆股份	5.20	122.98	0.03	0.04	0.05	0.07	112.52	133.68	99.24	73.45
酷特智能	9.79	23.23	0.26	-	-	-	45.28	-	-	-
江苏阳光	3.21	55.28	0.06	-	-	-	41.25	-	-	-
如意集团	6.71	17.30	0.00	-	-	-	1659.13	-	-	-

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：股价为 2022/7/25 收盘价；可比公司数据取自 Wind 一致预期，南山智尚数据为模型预测值

图表 80 毛纺业务可比公司 21 年以来 PE-TTM 变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

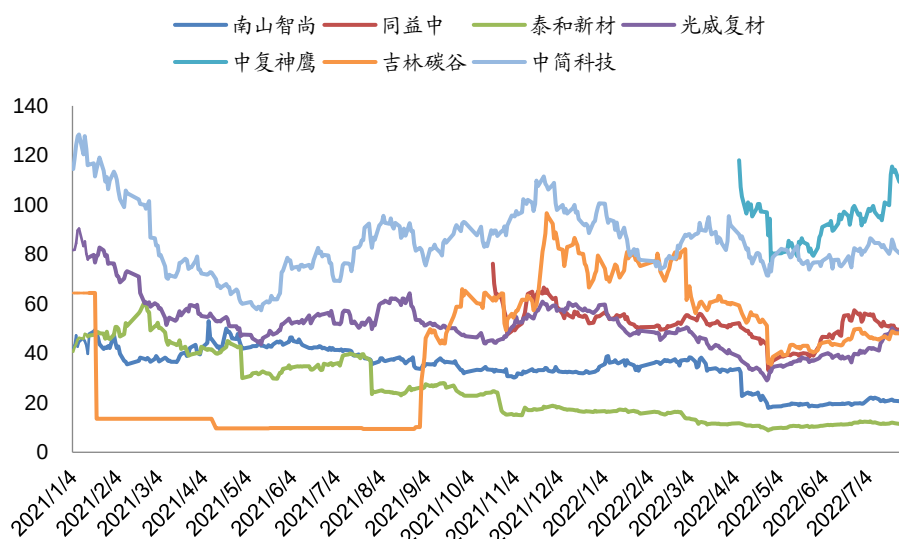
（2）新型纤维业务：公司布局 UHMWPE 业务预计 22H1 投产，新型纤维业务盈利水平参考超高分子量聚乙烯纤维上市公司同益中、氨纶和芳纶纤维制造龙头泰和新材、民用碳纤维龙头中复神鹰、军用及风电领域碳纤维龙头光威复材、新型纤维下游军用防护设备龙头际华集团。考虑到泰和新材占比较高的传统业务氨纶行业稳定，在新材料领域的估值参考光威复材和中复神鹰 22 年 wind 一致预期，给予 22 年新型纤维业务目标 PE 为 40X。

图表 81 新型纤维可比公司估值汇总

公司	主营业务及21年占比	股价	市值	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
南山智尚	-	9.04	32.36	0.42	0.50	0.67	0.79	34.46	18.08	13.49	11.44
同益中	UHMWPE纤维68%	15.85	35.61	0.25	-	-	-	54.98	-	-	-
泰和新材	氨纶64%，芳纶36%	15.91	108.89	1.18	1.27	1.65	2.09	16.58	12.52	9.62	7.60
光威复材	碳纤维49%，碳梁31%	68.88	357.04	1.42	1.88	2.36	2.86	59.54	36.73	29.25	24.10
中复神鹰	碳纤维99%	42.86	385.74	0.00	0.59	0.88	1.22	0.00	73.21	48.74	35.04
吉林碳谷	碳纤维原丝99%	62.75	199.94	0.73	2.19	3.09	4.11	78.61	28.70	20.28	15.27
中简科技	碳纤维78%，碳纤维织物22%	48.68	213.99	0.61	1.11	1.58	1.88	100.67	43.90	30.74	25.86

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：股价为 2022/7/26 收盘价；可比公司数据取自 Wind 一致预期，南山智尚数据为模型预测值

图表 82 新材料业务可比公司 21 年以来 PE-TTM 变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示

国内疫情对生产和物流造成负面影响：公司 20 年受到疫情影响主业呢绒和服装生产和销售减少，22 年国内疫情反复可能对公司主业短期内的生产和物流造成负面影响。

汇率大幅波动风险：公司拓展海外业务，直接向海外销售占比 18%，公司下游服装服饰产业亦有出口业务，因此汇率变动将对公司业绩有一定影响。

原材料价格大幅上涨：公司主要原材料为澳洲进口羊毛，21 年精纺呢绒/服装原材料占成本的比重分别为 68.3%和 47.1%，21 年下半年以来羊毛进口价格上涨，尽管公司具备议价能力消化原材料价格上涨，但提价有一定周期，原材料价格的大幅波动将对公司利润水平产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2057	2336	2758	3218	营业收入	1492	1833	2139	2390
现金	984	1047	1308	1631	营业成本	982	1222	1405	1573
应收账款	167	231	267	294	营业税金及附加	16	19	22	24
其他应收款	36	43	52	57	销售费用	156	192	214	239
预付账款	8	10	11	13	管理费用	62	71	83	91
存货	568	690	800	895	财务费用	9	0	0	0
其他流动资产	295	314	320	327	资产减值损失	-40	-34	-34	-34
非流动资产	647	699	752	806	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	9	11	12
固定资产	353	312	262	213	营业利润	187	219	294	343
无形资产	156	161	166	171	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	138	226	324	422	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2704	3034	3510	4024	利润总额	186	219	293	343
流动负债	1010	1152	1387	1619	所得税	34	40	53	62
短期借款	390	440	550	690	净利润	152	179	241	281
应付账款	209	238	279	314	少数股东损益	0	-1	-2	-1
其他流动负债	411	473	558	615	归属母公司净利润	152	180	242	283
非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	237	241	311	358
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.42	0.50	0.67	0.79
其他非流动负债	28	28	28	28					
负债合计	1038	1179	1414	1647					
少数股东权益	6	5	3	1					
股本	360	360	360	360					
资本公积	845	845	845	845					
留存收益	455	646	888	1171					
归属母公司股东权	1660	1850	2093	2375					
负债和股东权益	2704	3034	3510	4024					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	252	85	231	261	成长能力				
净利润	152	180	242	283	营业收入	9.9%	22.8%	16.7%	11.7%
折旧摊销	50	4	3	3	营业利润	106.8%	17.5%	33.9%	16.9%
财务费用	18	0	0	0	归属于母公司净利润	74.2%	18.3%	34.4%	16.6%
投资损失	-8	-9	-11	-12	获利能力				
营运资金变动	-9	-123	-36	-44	毛利率（%）	34.2%	33.3%	34.3%	34.2%
其他经营现金流	210	337	311	360	净利率（%）	10.2%	9.8%	11.3%	11.8%
投资活动现金流	-346	-81	-80	-79	ROE（%）	9.2%	9.7%	11.6%	11.9%
资本支出	-51	-101	-101	-101	ROIC（%）	7.3%	8.2%	9.3%	9.3%
长期投资	-248	10	10	10	偿债能力				
其他投资现金流	-48	9	11	12	资产负债率（%）	38.4%	38.9%	40.3%	40.9%
筹资活动现金流	38	50	110	140	净负债比率（%）	62.3%	63.6%	67.5%	69.3%
短期借款	100	50	110	140	流动比率	2.04	2.03	1.99	1.99
长期借款	-25	0	0	0	速动比率	1.47	1.42	1.40	1.43
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.60	0.61	0.59
其他筹资现金流	-37	0	0	0	应收账款周转率	8.93	7.92	8.02	8.12
现金净增加额	-63	63	261	323	应付账款周转率	4.71	5.13	5.04	5.01

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.42	0.50	0.67	0.79	P/E	24.36	18.05	13.43	11.51
每股经营现金流薄	0.70	0.24	0.64	0.73	P/B	2.22	1.76	1.56	1.37
每股净资产	4.61	5.14	5.81	6.60	EV/EBITDA	13.25	11.19	8.20	6.62

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

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

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

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

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

投资评级说明

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

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。