



2022-10-10

公司深度报告

买入/维持

南山智尚(300918)

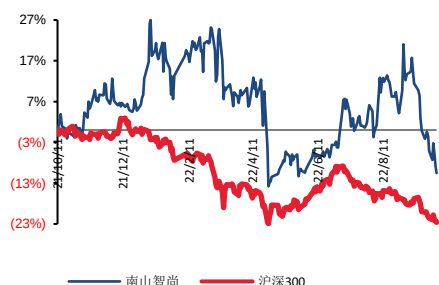
目标价: 11

昨收盘: 7.98

纺织服饰 纺织制造

南山智尚首次覆盖：精纺服饰一体化，新材料打开成长天花板

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	360/108
总市值/流通(百万元)	2,873/865
12 个月最高/最低(元)	11.55/7.80

相关研究报告:

证券分析师: 郭彬

电话: 18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519090001

报告摘要

新材料业务带来新逻辑，未来有望随基本面兑现持续演绎。公司是国内少数几家具备毛纺及下游一体化的企业，围绕精纺面料和职业装拥有完善的毛纺织服饰产业链。2021 年发挥自身产业链协同优势，布局超高分子量聚乙烯领域，其中一期 600 吨已经投产，二期 3000 吨项目进展顺利，未来产能有望持续建设放量，打开收入利润端天花板。

传统业务毛纺：公司具备完善的毛纺产业链，借助面料服饰一体化，研发创新引领智能织造。精纺方面，公司营收体量稳步增长，盈利能力（GPM 在 30%+）领先于同业；五大产品系列和两大自有品牌全面布局，自研的 OPTIM 面料拓宽使用范围具有广阔的市场前景，提供新的增长动力。**服饰方面**，完善品牌矩阵（“缔尔玛”定位职业装，“织尚定制”定位高级定制，裕山定位防护服，曼斯布莱顿定位西服套装）做好职业装，20H1 自主品牌职业装贡献服装收入达到 60.4%；把握行业个性化高级定制趋势，加快品牌高端化和产品均价提升。

新材料业务：UHMWPE 纤维行业供不应求且存在技术壁垒，较大利润空间加速企业进入带来低端产品激烈竞争，高端产品竞争力不减。供需来看，下游需求持续增加，全球处于供不应求，中国贡献全球 60% 的产能，中低端产能富裕但高端产能紧缺。行业处于积极扩产能阶段，随着未来产能释放，行业格局将进一步优化，其中：（1）拥有性价比高的稳定原料来源的企业将进一步抢占中小企业份额；（2）技术壁垒对后参与者形成进入门槛，率先掌握合成技术的企业具备先发优势形成批量化的规模生产，进而对后参与者形成低成本门槛。且先发者加快向高端领域调整和优化产线效率，继续实现“从有到优”更高端产品的突破。

布局超高领域，聚焦高端产品，打开成长天花板。公司借助在纤维材料方面深耕多年的经验，充分发挥企业自身的资源优势，结合市场的供需格局和未来的发展趋势，通过外购设备、组建人才团队等进军新材料领域。此外背靠南山集团资金实力雄厚，裕龙石化炼化一体化项目形成产业带动。一期项目完成投产，二期项目进展顺利，预计 23 年 8 月投产。公司布局新材料领域，主要聚焦于高端产品，设备和技术储备已经顺利完成“从无到有”，高端产品系列实现“从有到优”。我们认为公司首先受益于行业红利打开规模增长天花板，其次新材料具备较好的经济效益打开公司的利润天花板。

盈利预测与估值：首次覆盖，我们给予买入评级，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 17.22 亿元、20.37 亿元、24.24 亿元，对应归母净利润分别为 1.61 亿、1.95 亿、2.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.54、0.76 元/股，按照 10 月 10 日收盘价计算，对应 PE 分别为 17.68、14.61、10.40 倍。考虑到公司布局新材料领域且进展顺利，有望与精纺服饰业务形成双轮驱动，同时打开利润天花板，我们给出“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨，疫情带来不确定性风险等

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1492.00	1722.38	2037.41	2424.21
(+/-%)	9.88%	15.44%	18.29%	18.99%
净利润(百万元)	152.41	160.84	194.72	273.45
(+/-%)	74.17%	5.53%	21.07%	40.43%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.45	0.54	0.76
市盈率(PE)	18.66	17.68	14.61	10.40

资料来源：Wind，太平洋证券

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、毛纺服饰一体化，布局新材料打开增长空间	6
（一）主营精纺呢绒和职业装，布局新材料	6
（二）南山集团为大股东，高管稳定且经验丰富	7
（三）财务分析：盈利能力持续增强，规模优势凸显	8
二、毛纺服饰：面料服饰一体化协同，科技引领智能织造	9
（一）精纺呢绒：行业两级分化，重研发把握高端市场	9
（二）服装：做精做好职业装，完善品牌矩阵发力高级定制	13
（三）一体化形成协同，研发精进产品，技改持续提效	16
三、超高分子量聚乙烯投产进度超预期，集团赋能打造新材料产业带	18
（一）第三代高性能纤维，军用需求高，防护纺织需求增速快	18
（二）全球供不应求，国内企业积极布局有望实现国产替代	23
（三）同益中：背靠国投集团，国际冲突下收入业绩高增长	26
（四）千禧龙纤：深耕 UHMWPE 纤维领域，22H1 净利润扭亏为盈	29
（五）南山智尚：一期投产进度超预期，二期项目进展顺利	31
四、盈利预测及估值	34
（一）盈利预测	34
（二）估值及投资建议	35
五、风险提示	35

图表目录

图表 1: 公司已经形成毛纺产业一体化布局.....	6
图表 2: 公司股权结构稳定, 大股东为南山集团.....	7
图表 3: 公司管理层基本情况.....	7
图表 4: 公司营收、净利润 (亿元) 及同比增速.....	8
图表 5: 公司毛利率、营业利润率及归母净利率.....	8
图表 6: 公司期间费用率呈现下降趋势.....	9
图表 7: 公司按业务拆分营业收入占比情况.....	9
图表 8: 公司按业务拆毛利率水平.....	9
图表 9: 毛纺产业链一览.....	10
图表 10: 我国毛纺织行业规模 (亿元) 及增速.....	10
图表 11: 毛纺织行业的销售增长率 (%).....	10
图表 12: 毛纺织行业的 EBITDA 率 (%).....	10
图表 13: 精纺呢绒可比公司的收入及增速.....	11
图表 14: 精纺呢绒可比公司的毛利率 (%).....	11
图表 15: 国内主要精纺呢绒面料生产商的产能情况.....	11
图表 16: 南山的精纺呢绒面料定位中高端.....	12
图表 17: OPTIM 面料荣获 2021 年度十大类纺织创新产品.....	12
图表 18: 公司精纺呢绒的五大产品系列.....	12
图表 19: 精纺呢绒双品牌差异化定位.....	13
图表 20: 2019 年我国民用职业装市场规模 (亿元).....	13
图表 21: 2011-21 年高校应届毕业生数量增长情况.....	13
图表 22: 高端西装市场被欧美品牌垄断.....	14
图表 23: 2020 年商务职业装上市代表品牌的市场份额.....	14
图表 24: 2013-2019 年我国定制服装行业市场规模.....	15
图表 25: 定制西装的优势.....	15
图表 26: 公司服装业务的营收 (亿元) 及占比.....	15
图表 27: 公司定制西装业务的营收 (万元) 及增速.....	15
图表 28: 4 大品牌布局职业装, 品牌矩阵不断完善.....	16
图表 29: 公司精纺呢绒自用比例.....	16
图表 30: 前中后台系统体系实现智能化生产.....	16
图表 31: 公司研发投入和研发费用率高于同业.....	17
图表 32: 公司研发设计布局.....	17
图表 33: 公司募投项目进展情况.....	18
图表 34: 各种超高分子量聚乙烯纤维性能一览表.....	18
图表 35: UHMWPE 产业链拆解.....	19
图表 36: 超高分子量聚乙烯干法路线工艺流程.....	20
图表 37: 超高分子量聚乙烯湿法路线工艺流程.....	20
图表 38: 超高分子量聚乙烯纤维的合成工艺对比.....	20
图表 39: UHMWPE 的应用领域一览表.....	21
图表 40: 2019 年中国 UHMWPE 纤维主要应用领域需求分布情况.....	21
图表 41: 2015-2019 年中国 UHMWPE 纤维主要应用领域增速情况.....	21
图表 42: 2018 年欧美 UHMWPE 纤维应用占比.....	22
图表 43: 2018 年国内 UHMWPE 纤维应用占比.....	22
图表 44: 中国海上风电累计装机容量 (兆瓦).....	23
图表 45: 我国 UHMWPE 纤维在海洋产业的需求.....	23
图表 46: 2015-2020 年全球 UHMWPE 纤维行业产能及理论需求量.....	23

图表 47: 2015-2020 年中国 UHMWPE 纤维行业产能、产量及理论需求量	23
图表 48: 世界和国内在 UHMWPE 纤维合成技术上的发展历程	24
图表 49: 我国在 UHMWPE 纤维行业重点政策	24
图表 50: 2020 年全球各公司 UHMWPE 纤维产能 (吨)	25
图表 51: 我国 UHMWPE 纤维的竞争格局	25
图表 52: UHMWPE 纤维行业主要生产企业的生产经营情况和产能	25
图表 53: 同益中主要产品情况	26
图表 54: 同益中分地区的营收占比情况	26
图表 55: 同益中营收、净利润 (亿元) 及同比增速	27
图表 56: 同益中毛利率、营业利润率及归母净利率	27
图表 57: 同益中产成品的营收 (亿元) 及占比	27
图表 58: 同益中分产品毛利率水平	27
图表 59: 同益中产品的均价 (元/KG、元/件)	28
图表 60: 同益中分产品的产能利用率和产销率	28
图表 61: 同益中产能分布 (截至 2021 年末)	28
图表 62: 同益中 IPO 募投产能及预计完工时间	28
图表 63: 千禧龙纤的营收、净利润 (亿元) 及增速	29
图表 64: 千禧龙纤的毛利率和净利率水平	29
图表 65: 千禧龙纤分产品营收占比	30
图表 66: 千禧龙纤的主要产品	30
图表 67: 千禧龙纤分产品毛利率	30
图表 68: 千禧龙纤分产品的销售单价 (元/KG)	30
图表 69: 千禧龙纤的产能利用率情况	31
图表 70: 千禧龙纤分产品的销售单价 (元/KG)	31
图表 71: 南山智尚新材料的产业链	32
图表 72: 同益中 2020 年的主营业务成本构成、无纬布/防弹制品成本构成	32
图表 73: 我国目前超高分子量聚乙烯纤维的产能分布及未来投产规划	32
图表 74: 裕龙石化的 4000 万吨炼化一体化项目规划	33
图表 75: 南山智尚已投产的 600 吨项目中产品的分布情况及毛利率	33
图表 76: 南山智尚收入拆分和盈利预测	34
图表 77: 南山智尚的可比公司估值表	35

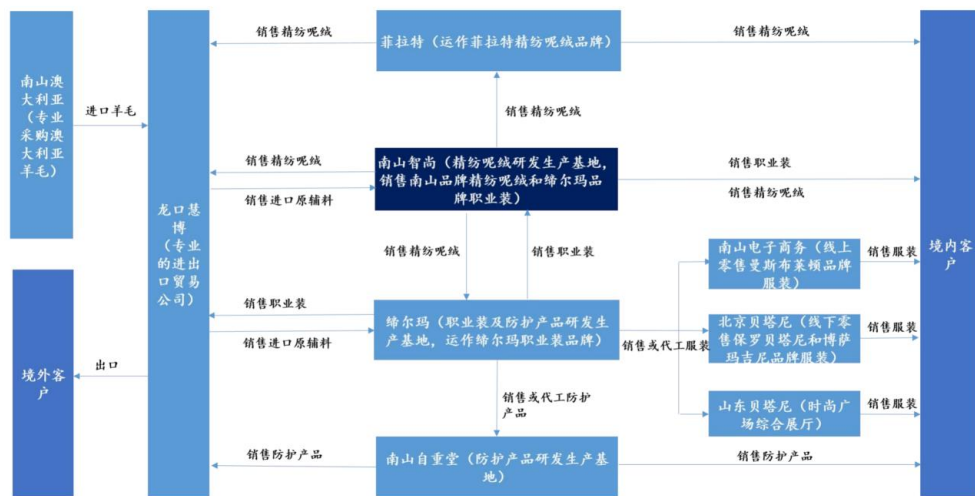
一、毛纺服饰一体化，布局新材料打开增长空间

（一）主营精纺呢绒和职业装，布局新材料

成立于 2007 年，专注于毛纺服饰行业十余年，2021 年起步入战略转型，开启双轮驱动战略。

（1）**精纺服饰领域**，成立之初始终围绕精纺面料和职业装等展开，目前已经拥有完善的毛纺织服饰产业链。面料定位高端，致力于功能性产品的研发，自研的 OPTIM 全羊毛防水面料为代表的功能面料，将毛纺产品由传统的冬季产品拓展至四季化产品，可广泛应用于运动衣、冲锋衣、休闲风衣等；此外通过南山和菲拉特两个品牌实现双品牌差异化市场战略。服饰聚焦高级定制，打造品牌知名度，线上线下多渠道覆盖，由过去积累的 B 端客户引流至 C 端，强化与客户联系并提高客户粘性。公司持续应用好“MTM+CAD+MES+ERP+3D+5G”的前中后台系统体系，发挥面料服装一体化优势。此外技改项目打造智能化工厂-云尚工厂。截至 2022 年 6 月底，公司精纺呢绒/西装/衬衣的产能分别为 1600 万米、135 万套和 45 万件，预计技改后会带来 200 万米的高精尖毛纺产品，衬衣产能有望提升至 65 万件。（2）**超高分子量聚乙烯纤维领域**，公司规划建设 3600 吨超高分子量聚乙烯项目，一期 600 吨在 7 月份已经签单，二期的 3000 吨项目正在加快建设并通过复制产能的全面释放实现一体化业务布局。

图表 1：公司已经形成毛纺产业一体化布局



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

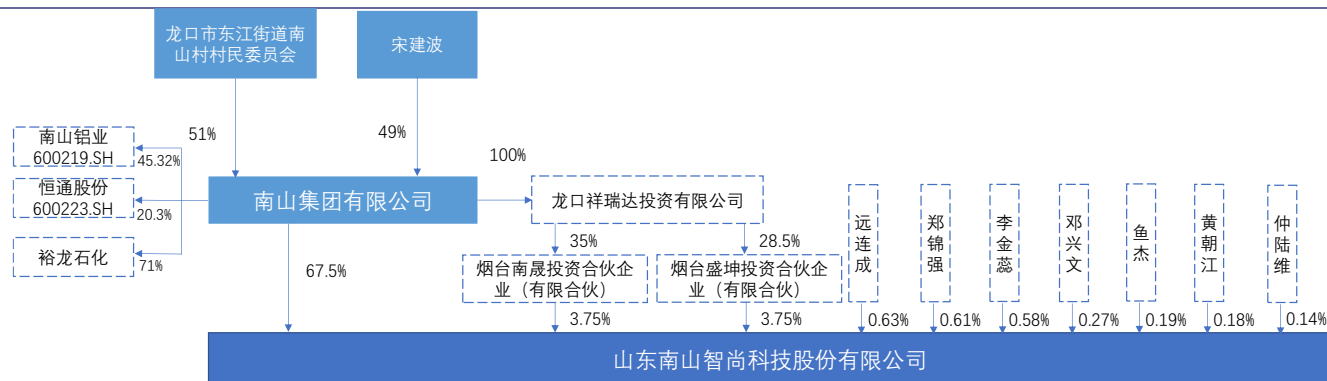
从发展历程来看，（1）**初创期（2007-2016 年）**：专注面料和服装业务，之后公司陆续成立贝塔妮、菲拉特、菲尔玛等品牌，致力于服装、高端面料、职业装的研发、设计、生产和销售，并设立南山电子商务有限公司，积极开拓线上渠道，提高市场占有率。（2）**发展期（2017-2020 年）**：2017 年公司改制为股份公司，2018 年同日本自重堂合作成立南山自重堂防护科技有限公司，推动公司业务发展与市场拓展。（3）**战略转型期（2021 年至今）**：2021 年起，公司调整战略布局，按

照专业化、信息化的发展思路，聚焦并逐步做大做强做优精纺呢绒、纺织服装业务。同时积极开拓超高分子聚乙烯新材料领域业务，推动公司产业发展双轮驱动战略。

（二）南山集团为大股东，高管稳定且经验丰富

股权结构稳定，南山集团为公司大股东，存在产业协同效应。公司实控人为南山村委会及南山集团董事长兼总经理宋建波，分别持股 51%和 49%控制南山集团有限公司，南山集团直接持有南山智尚 67.5%的股份，通过烟台南晟（员工持股平台）和烟台盛坤（高管持股平台）分别间接持股南山智尚 3.75%。南山集团旗下的上市公司包括南山铝业和恒通股份，控股子公司裕龙石化在 2020 年投入建设 4000 万吨/年的裕龙岛炼化一体化项目，其中一期工程包含超高分子量聚乙烯年产能 10 万吨，预计建成后可与南山智尚新材料业务形成产业协同。

图表 2：公司股权结构稳定，大股东为南山集团



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

高级管理人员的经验丰富，管理层稳定，团队向心力强。公司的高级管理人员深耕纺服行业，董事长兼总经理赵亮、副董事长宋日友等高管在南山集团工作多年，具有深厚的纺织服装行业背景和丰富的管理经验，且管理团队向心力强，管理层结构稳定。

图表 3：公司管理层基本情况

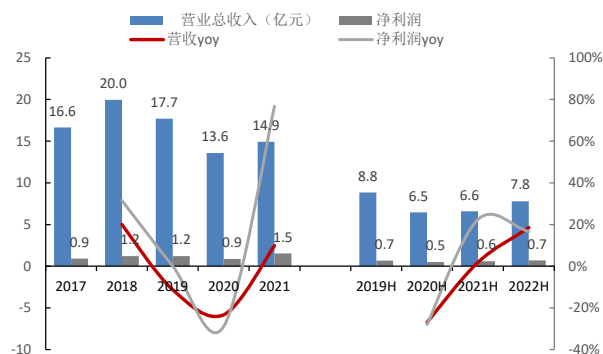
姓名	年龄	任职高管日期	职位	履历/背景
赵亮	44岁	2017年12月	董事长兼总经理	硕士研究生学历。历任南山铝业证券部职员，北京办事处主任，项目办副主任、主任，监事，山东南山纺织服饰有限公司董事长兼总经理。自2016年7月至今任南山集团董事，自2017年12月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事长兼总经理。
宋日友	51岁	2017年12月	副董事长	本科学历。历任南山集团财务部副主任，北京办事处主任，南山铝业副总经理、副董事长，山东南山纺织服饰有限公司总经理、董事长，新南山国际控股有限公司总裁。自2020年2月至今任南山控股有限公司执行董事，自2018年11月至今任南山集团资本投资有限公司董事长，自2021年5月至今任山东南山智尚科技股份有限公司副董事长。
宋军	43岁	2019年12月	董事	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、董事，山东南山智尚科技股份有限公司监事、副总经理，自2019年12月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事。
曹贻儒	47岁	2017年12月	副总经理、董事	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，自2017年12月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事，自2018年7月至今任山东南山智尚科技股份有限公司副总经理，自2020年12月至今任服装事业部总经理。
刘刚中	52岁	2021年5月	副总经理、董事	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、精纺事业部总经理，自2021年5月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事、副总经理。
赵厚杰	36岁	2017年12月	副总经理、董事会秘书	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，现任山东南山智尚科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。
徐晓青	44岁	2022年1月	财务总监	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，山东南山铝业股份有限公司财务副总监、板带事业部财务总监，现任山东南山智尚科技股份有限公司财务总监。

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

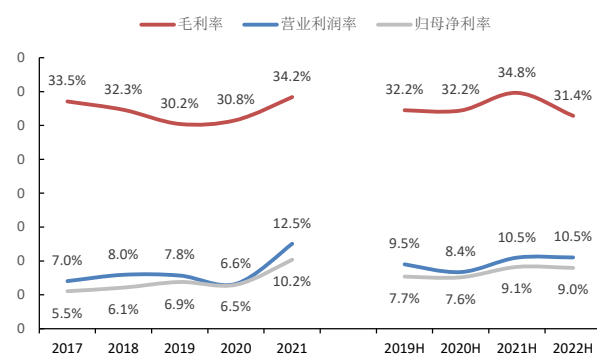
（三）财务分析：盈利能力持续增强，规模优势凸显

营收利润延续增长态势，规模优势凸显，盈利能力增强。公司 2022H 营收和净利润分别为 7.8 和 0.7 亿元，分别同比增长 18.5% 和 16.7%，延续 2021 年的增长，随着纺织行业复苏，公司的自有产线快速反应以响应下游需求，订单量充足；随着业务增长以及产品结构优化，公司高毛利精纺产品的占比提升带动毛利率整体向上，2021 年毛利率同比提升 3.4pct 至 34.2%，22H1 受原材料羊毛价格上涨影响略有下滑，但是整体仍然维持在 30% 以上。归母净利率整体波动向上，在毛利率略降的情况下，22H1 归母净利率保持在 9%，主要得益于公司在费用端的良好管控以及规模效应下费用率下行，销售费用率由 2017 年的 11.7% 下降至 2022H1 的 9.5%，管理费用率由 2017 年的 5.2% 下降至 2022H1 的 3.3%，财务费用率由 2017 年的 1.3% 下降至 0.1%，费用端整体向下带来盈利能力持续改善。公司重视研发能力建设，研发投入持续增加，研发费用率逐步提升至 3.8%。

图表 4：公司营收、净利润（亿元）及同比增速



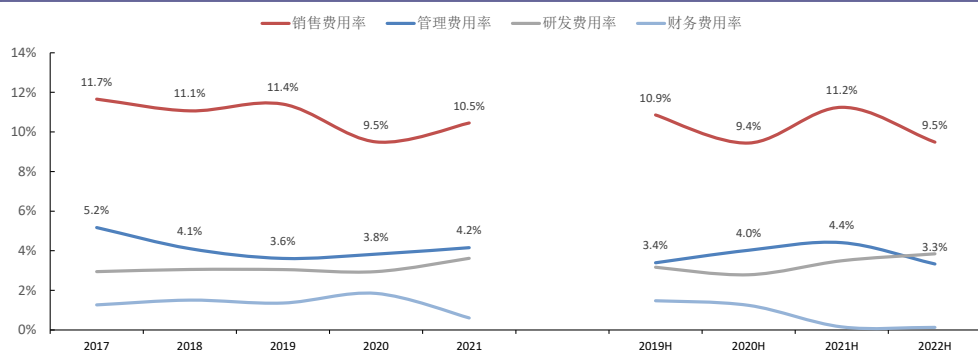
图表 5：公司毛利率、营业利润率及归母净利率



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

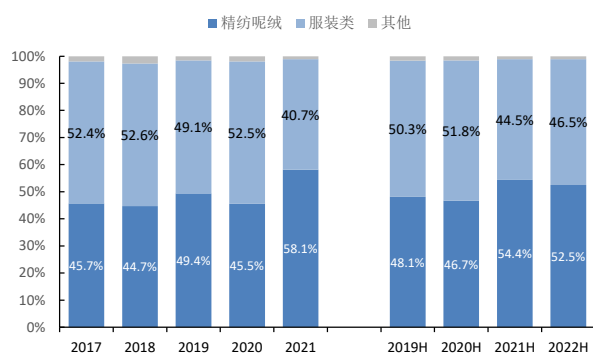
图表 6: 公司期间费用率呈现下降趋势



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

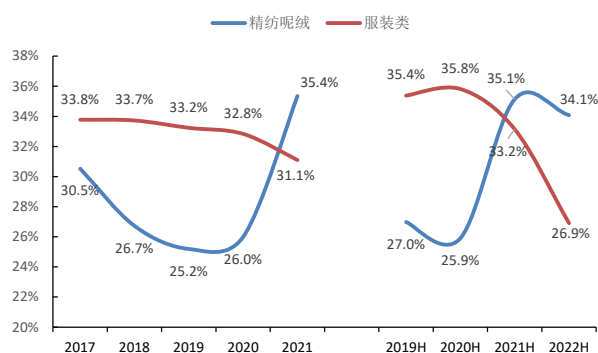
分业务看,公司主营业务分为精纺呢绒和服装类,2022H1 营收分别为 4.09 亿元和 3.63 亿元,分别同增 14.4%和 23.7%。公司积极调整产品结构提升整体毛利率水平,其中高附加值精纺呢绒的占比逐年提升,由 2017 年的 45.7%提升至 2021 年的 58.1%。分业务毛利率水平看,精纺呢绒的毛利率自 2019 年以来整体维持上升趋势,2022H1 毛利率为 34.1%,服装毛利率略有下滑,由 2017 年的 33.8%下降至 2021 年的 31.1%,2022H1 毛利率下降至 26.9%主要系原材料价格上涨影响。预计随着毛纺服饰一体化的推进,有望实现产业协同,带动各项业务毛利率水平的向上提升。

图表 7: 公司按业务拆分营业收入占比情况



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 8: 公司按业务拆毛利率水平



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

二、毛纺服饰：面料服饰一体化协同，科技引领智能织造

(一) 精纺呢绒：行业两级分化，重研发把握高端市场

毛纺行业稳步增长。毛纺工业是以动物毛纤维及毛型纤维为原料进行绒毛初级加工、毛条制

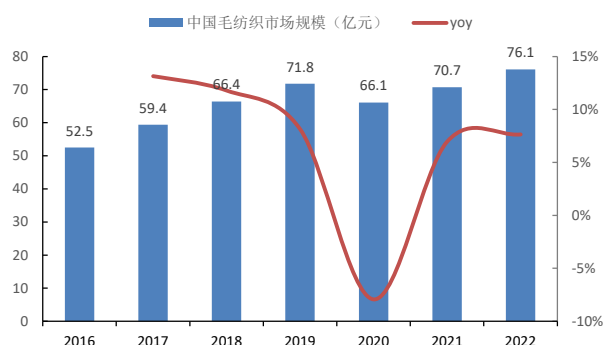
造、毛纺纱、毛织造、毛染整及毛制成品加工的制造行业。我国毛纺工业正处于上行的发展阶段，目前已经形成毛条、毛纱线、面料、毛毯、毛针织服装、羊毛被、毡制品等各类品种、上下游产业链配套齐全的生产加工体系，预计 2022 年毛纺行业市场规模将达到 76.1 亿元，以 7.6% 的增速稳定增长。其中精纺呢绒行业技术较为复杂，产品定位高端，行业具有技术密集型、资金密集型的特点，被称为技术纺织，主要用于制作高档西服，产品具有较高的科技含量和附加值。

图表 9：毛纺产业链一览



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

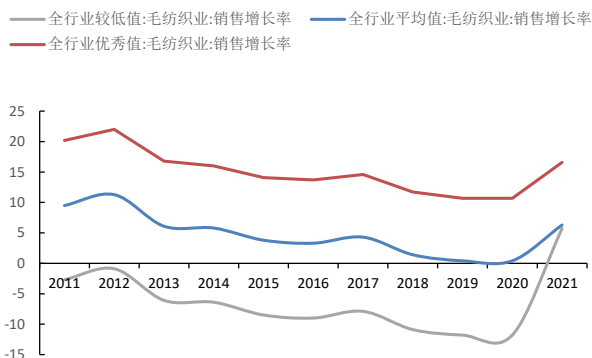
图表 10：我国毛纺织行业规模（亿元）及增速



资料来源：中商情报网，太平洋证券整理

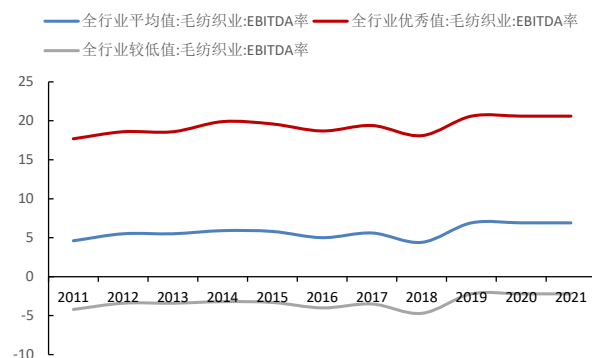
竞争格局看，行业两级分化明显。大多数中小企业的产品缺乏研发和设计，主要在中低端展开价格竞争，盈利能力较弱。在国际市场低迷、国内经济发展放缓、人工成本上涨过快等背景下，行业整体毛利率呈现下滑趋势，少数企业通过布局高端产品进入到高水平的综合竞争，从单一的价格竞争上升至品牌、技术、产品、服务等层面的综合竞争。行业内的企业从规模体量和利润角度呈现明显的两级分化趋势，订单持续向优势企业转移，品牌企业及优质产品竞争优势持续扩大。

图表 11：毛纺织行业的销售增长率（%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 12：毛纺织行业的 EBITDA 率（%）

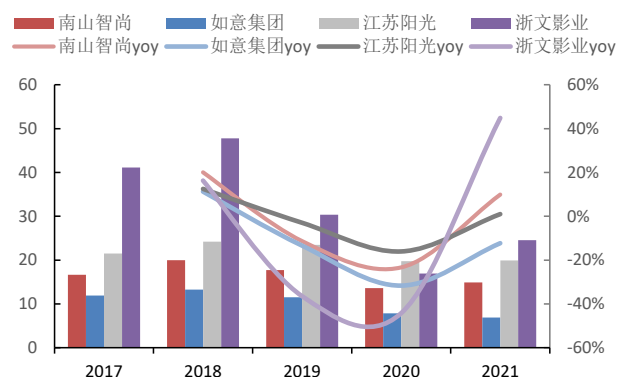


资料来源：Wind，太平洋证券整理

优秀企业向专业化经营模式转型强化竞争力，随着我国技术创新不断向产业链高端延伸，有望实现国产替代。我国以南山智尚、如意集团、江苏阳光等为代表的精纺呢绒企业持续研发创新高端面料，通过专业化的国际销售网络和专业化的管理体系迅速与同行拉开差距。随着这部分优秀企业带领我国技术不断向产业链高端延伸，有望与发达国际展开竞争，加快国产替代进程。

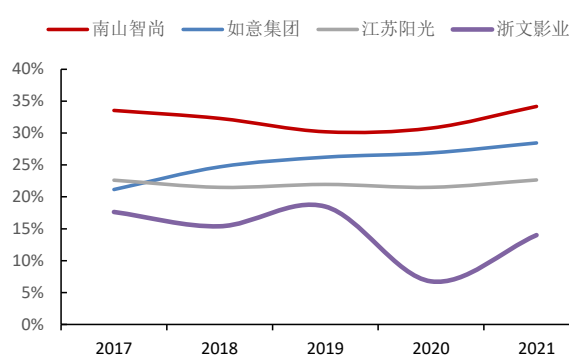
南山智尚营收体量处于中游水平，盈利能力领先于同业。优质企业通过定位高端，专业化运营与其他企业拉开差距，其中南山智尚的盈利能力明显高于同业且趋势向上。从产能角度来看，南山智尚处于行业前列位置。

图表 13：精纺呢绒可比公司的收入及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 14：精纺呢绒可比公司的毛利率 (%)



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 15：国内主要精纺呢绒面料生产商的产能情况

公司名称	所在地	产能
江苏阳光股份有限公司	江阴	年产精纺呢绒约2600万米
山东南山智尚科技股份有限公司	烟台	年产精纺呢绒约1600万米
山东如意毛纺服装集团股份有限公司	济宁	年产精纺呢绒约1200万米
江苏倪家巷集团有限公司	江阴	年产精纺呢绒约1500万米
江苏鹿港文化股份有限公司	张家港	年产精纺呢绒约1000万米
江苏箭鹿毛纺股份有限公司	宿迁	年产精纺呢绒约1000万米
兰州三毛实业有限公司	兰州	年产精纺呢绒约600万米
无锡协新毛纺织科技有限公司	无锡	年产精纺呢绒约600万米
张家港国防纺织科技有限公司	张家港	年产精纺呢绒约300万米
华成毛纺有限公司	商丘	年产精纺呢绒约300万米
张家港美鹿染整有限公司	张家港	年产精纺呢绒约200万米
潍坊名羊毛纺有限公司	潍坊	年产精纺呢绒约200万米

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

公司注重应用高新先进技术，致力于功能性产品研发，OPTIM 面料具有广阔市场前景，为业

绩增长提供动力。公司始终定位高端，不断创新开发轻薄化、功能性的产品，从早期的 Super200S 面料和纯羊绒、毛丝等系列面料，到近期的户外运动羊毛面料和空气羊毛面料等，其中 OPTIM 户外面料兼具防风防水、轻薄透气、可机洗易护理等特性，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，公司在高端市场具备品牌影响力，设计方面坚持原创和国际化运作，生产方面具备快速相应的反应体系。因此定位高端的 OPTIM 面料在市场上具备相对竞争优势，为业绩提供持续的增长动力。

图表 16： 南山的精纺呢绒面料定位中高端



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 17： OPTIM 面料荣获 2021 年度十大类纺织创新产品



资料来源：Wind，太平洋证券整理

产品丰富，五大系列布局形成自有特色产品。公司精纺呢绒产品涵盖经典全毛系列、极品毛线丝系列、高支混纺系列、精品休闲系列、功能性产品系列等五大系列产品，并形成了大提花产品、半精梳拉毛产品、浓黑产品、户外羊毛产品等特色产品。

图表 18： 公司精纺呢绒的五大产品系列

产品系列	图示	产品特点
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、高档职业装领域
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、高端私人定制领域
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市场
功能性产品系列		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市场

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

双品牌定位差异化市场战略，全面布局中高端市场。公司通过南山和菲拉特两个自有品牌进

行销售，其中“南山”品牌定位科技和功能性，重点朝向轻奢舒适、易护理、健康防护、特种保护、性能增强等方向进行研发及市场化应用，通过技术研发驱动常规产品的功能化升级，2020H1南山品牌贡献公司精纺呢绒业务超过80%的营收。“菲拉特”品牌重点突出意大利原创时尚设计和高品质天然环保理念，以生态环保技术和特种动物纤维来引领高端市场。

图表 19：精纺呢绒双品牌差异化定位

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格	主要销售区域
南山	NANSHAN	精纺呢绒面料	产品面向国内外精纺呢绒中高端市场，品类丰富，已完成经典全毛系列、极品毛絨系列、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，并逐渐形成了大提花系列、半精梳拉毛系列、浓黑产品系列、户外运动系列等特色产品。	1、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。 2、国内市场：国家单位，如公检法司、税务机构、电信运营商、市场监督管理局、部队等；品牌服装厂。	1、国外市场：主打产品在8-30美金左右。 2、国内市场：主打产品在60-120元左右。	1、国外市场：美国、加拿大为主要的美洲市场、日韩香港东南亚为主的亚洲市场、欧盟为主的欧洲市场，另外还有澳大利亚、俄罗斯及其中东市场 2、国内市场：全国
菲拉特	Dino Filarte	精纺呢绒面料	产品秉承意大利产品设计理念，实现原创设计，以原创、科技为特色每年两次亮相法国PREMIEREVISION(第一视觉展)。产品坚持采用羊毛、羊绒、蚕丝、棉、麻等天然材质元素，结合先进的工艺技术，进行创新产品领域的研发，引领环保健康、时尚的消费理念，推出的复古系列、空气羊毛系列、3D系列、户外运动系列等产品和科技均处于行业先进水平。	一线服装品牌、高端定制品牌、高端职业装公司。	1、国外市场：主打产品在11-30美金左右。 2、国内市场：主打产品在120-300元左右。	1、国外市场：美国、加拿大为主要的美洲市场、日韩香港东南亚为主的亚洲市场、欧盟为主的欧洲市场，另外还有澳大利亚、俄罗斯及其中东市场 2、国内市场：全国

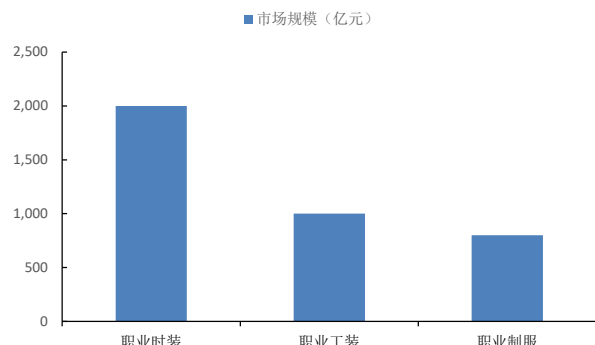
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

（二）服装：做精做好职业装，完善品牌矩阵发力高级定制

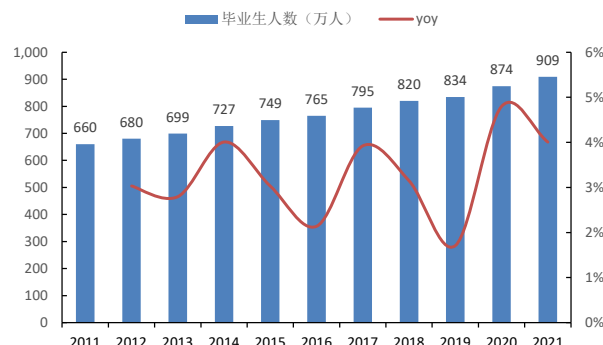
约4000亿的职业装市场规模，我国渗透率持续提升。根据中国服装协会统计，我国职业装市场规模约4,000亿元，有近3万家服装企业涉足职业装生产，其中包括很多国内男装行业优势企业、上市公司。依据行业特点，职业装大致分为职业时装、职业制服和工装等，其中职业时装占比最大。根据产品类型，职业装可分为西装和衬衫，根据招股说明书，2018年我国西服套装市场容量约3,800亿元，衬衫消费市场容量约670亿元。我国职业装起步较晚，随着行业逐渐规范化，就业人数的持续增加，中国职业装需求持续发酵，在深度和广度上迎来新的发展势头。

图表 20：2019 年我国民用职业装市场规模（亿元）

图表 21：2011-21 年高校应届毕业生数量增长情况



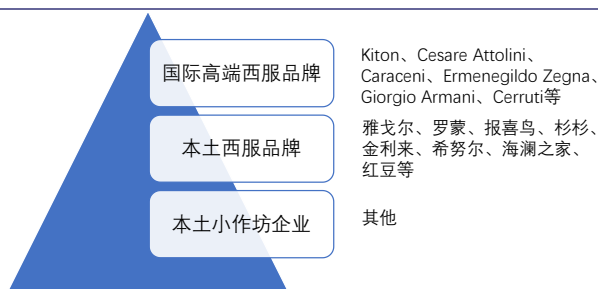
资料来源：中国服装协会，太平洋证券整理



资料来源：华经产业研究院，太平洋证券整理

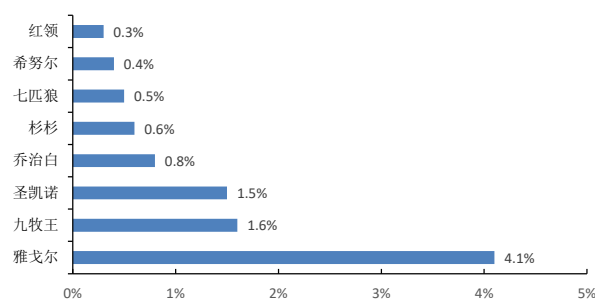
职业装行业 CR5 仅为 8.6%，高端市场被欧美品牌垄断。从西装市场竞争格局来看，高端西服品牌以国外品牌为主，如 Kiton、Cesare Attolini、Caraceni、Ermenegildo Zegna、Giorgio Armani、Cerruti 等，多为定制西服，价格高昂，品牌影响力强。我国有近 3 万家服装企业布局职业装，大多数以 OEM/ODM 起家，品牌企业占比不超过 30%，具备品牌培育机会。其中本土西服品牌中较为知名的雅戈尔、罗蒙、报喜鸟、杉杉、金利来等定位中端客户，较国际知名品牌仍有较大差距。目前我国西服行业仍处于初级竞争阶段，CR5 仅为 8.6%，本土品牌已经完成了渠道布局，具备本土的作战优势，随着市场对职业装的要求越来越高，职业装产品趋于规范化、集群化和品牌化，国人对国牌认可度不断提升，本土品牌存在市场份额提升的机会。

图表 22：高端西装市场被欧美品牌垄断



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

图表 23：2020 年商务职业装上市代表品牌的市场份额



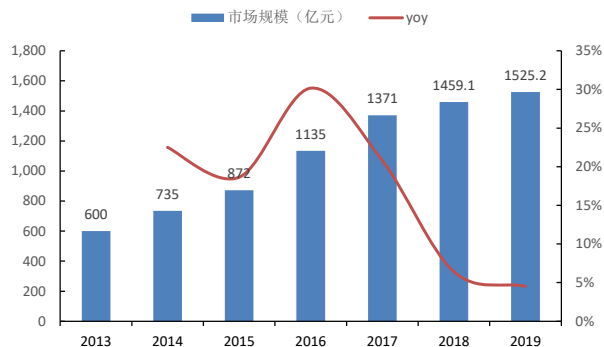
资料来源：华经产业研究院，太平洋证券整理

个性化服装定制成为新的增长点。人们的审美随着服装产业的发展逐渐提升和改进，对服装产品的需求也越来越个性化，服装定制成为多元化消费需求的发展趋势。近年来我国的定制服装行业市场规模扩展迅速，2013-2019 年，我国定制服装行业的市场规模从 600 增长到 1525.2 亿元。个性化定制趋势将有利于国牌加快市场品牌高端化和产品单价的提升。

西服和衬衫定制可以分为有团体定制和个人定制。团体定制的主要对象是各类企业员工，个

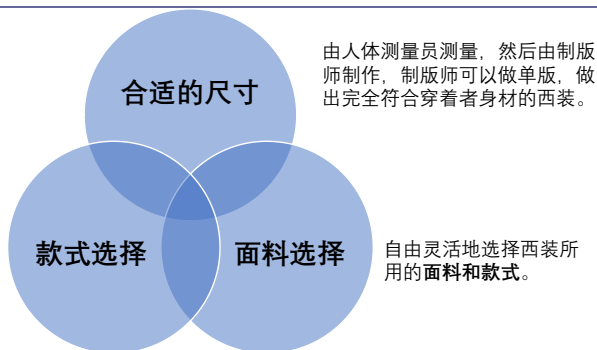
人定制则是针对单个消费者，更彰显个性化的穿衣风格。**团体定制**在我国西服和衬衫定制市场占比较高，市场发展比较成熟，**个人定制**模式在我国仍处于起步阶段。目前，国内男装品牌企业基本都在尝试西服个人定制业务，定制店铺也开始出现并逐渐增多，互联网定制也逐步进入大众消费群体，服装的个性化定制将是服装产业发展的重点方向。

图表 24：2013-2019 年我国定制服装行业市场规模



资料来源：华经情报网，太平洋证券整理

图表 25：定制西装的优势

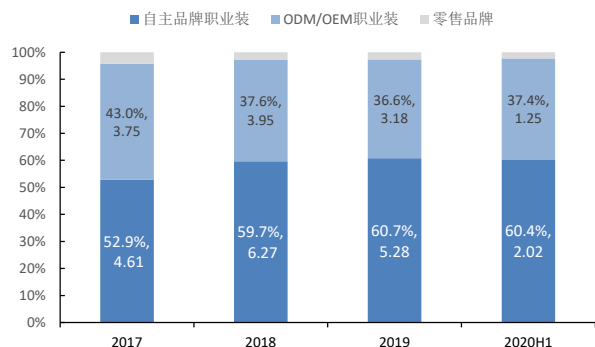


资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

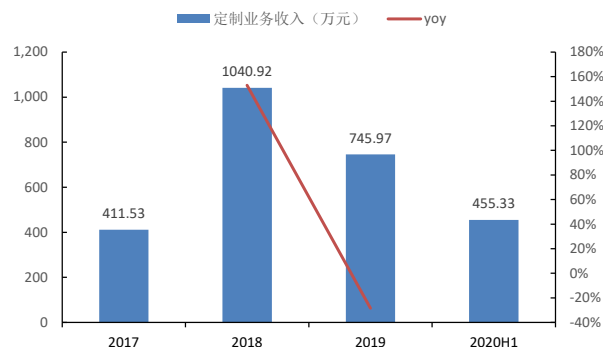
公司自有品牌做精做好职业装，4 大自主品牌和 3 大零售品牌全面发力，品牌矩阵持续完善。公司服装业务实施自主品牌与 ODM/OEM 业务共同发展的战略，公司先后运营了 4 大自主品牌，其中“缔尔玛”定位职业装，“织尚定制”定位高级定制，裕山定位防护服，曼斯布莱顿定位西服套装，同时运用了保罗贝塔尼、博萨玛吉尼、曼斯布莱顿 3 个零售品牌，其中保罗贝塔尼、博萨玛吉尼两个品牌通过线下门店销售，曼斯布莱顿品牌通过线上网络直营店销售。公司重点发展自主品牌，20H1 自主品牌职业装贡献服装收入达到 60.4%，较 2017 年增加 7.6pct。过去定制服装业务由子公司缔尔玛运营，2017/18/19/20H1 营收分别为 455.33 万元、745.97 万元、1,040.92 万元和 411.53 万元。随着个性化服装趋势明显，公司运营织尚定制品牌开展高级定制业务，公司顺应行业的发展趋势，借助公司纺服产业链的高端面料优势，有望在定制化服装市场上实现快速增长。

图表 26：公司服装业务的营收（亿元）及占比

图表 27：公司定制西装业务的营收（万元）及增速



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 28：4 大品牌布局职业装，品牌矩阵不断完善

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域
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	从业人员工作时穿着的一种表明其职业特征的专用服装，可细分为商务职业装、职业制服和职业工装。内贸职业装板块主要经营商务职业装，是商业行为和商业活动中最为流行的一种服饰，兼具时装特点，有一定的流行性，强调品位和潮流，用料上较为考究，造型上注重简洁与高雅，色彩追求合适的搭配与协调，总体上注重体现穿着者的身份、文化修养及社会地位。	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；	国内市场：全国
织尚定制	MODARTE	男女西装定制	正装定制	都市白领、职场精英	依据款式、面料等情况而定；	国内市场：全国
裕山	YUSAN	防护服、工作服、工装裤、手套、鞋等	具有国内外领先技术的劳动防护产品呢以及医疗防护产品	央企及省属国企、事业单位等	依据采购量与产品面料	国内市场：全国
曼斯布莱顿	MENSPLANET	西服套装、单西、单西裤、衬衣	依据消费者的不同工作、生活场景将产品分为“公务”“时尚”“假期”三大系列，为热爱生活的男士提供工作和生活多元化的着装解决方案	学生、婚庆、商务人士	西服套装1699-3299；单西裤：299-499；衬衣：199-329	国内市场：全国

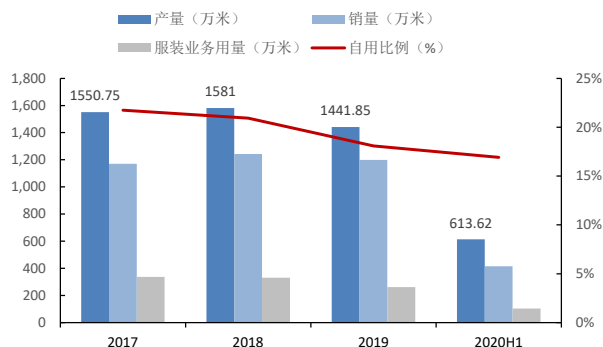
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

（三）一体化形成协同，研发精进产品，技改持续提效

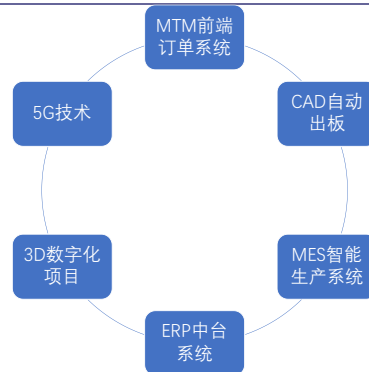
面料服饰一体化形成产业协同。公司通过工厂柔性化改造，实现智能化生产全流程贯穿，持续应用好“MTM+CAD+MES+ERP+3D+5G”的前中后台系统体系，发挥面料服装一体化优势。2017 至 2020H1，精纺呢绒自用比例分别为 21.8%、20.9%、18.1%和 16.9%。将产业系统打通可以建立快速反应机制，提高公司的生产效率。

图表 29：公司精纺呢绒自用比例

图表 30：前中后台系统体系实现智能化生产



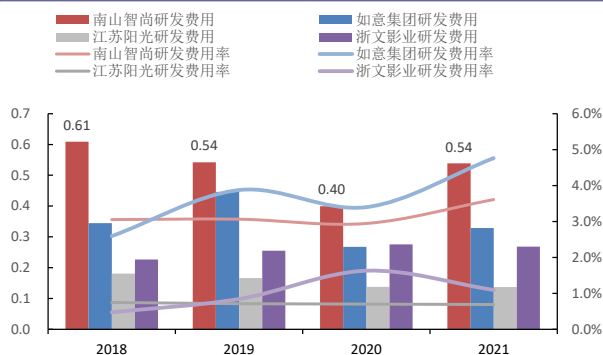
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

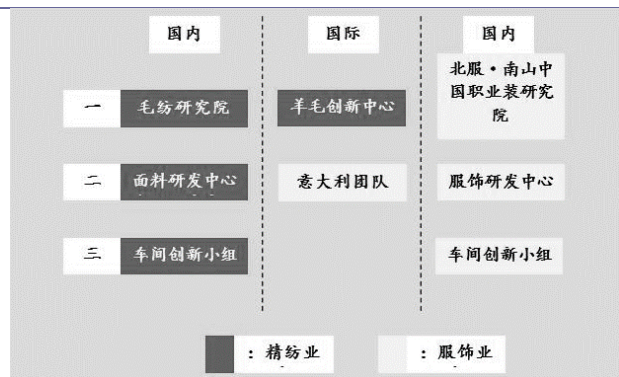
三级研发体系，产学研结合+意大利设计团队+创新小组，持续提升品牌认可度。公司保持高于同业的研发投入，其中研发费用规模在同行业中位居第一且遥遥领先，研发费用率仅次于如意集团。公司建立“合作研究机构”、“企业研发中心”、“车间创新小组”三级研发体系。面料方面，与国际羊毛局合作建立全球唯一的国际羊毛创新中心（WDC）进行研发创新和市场推广；设计方面，意大利团队聚集了国际知名服装设计师，捕捉世界前沿时尚流行元素和趋势；制造方面，服饰研发平台采用全产业链解决方案，智能化系统贯穿全程。公司在现有的产品设计和研发基础上，发力高级定制，MTM 量身定制满足消费者个性化需求，持续提升品牌力。

图表 31：公司研发投入和研发费用率高于同业



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 32：公司研发设计布局



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

技改带来效率提升。公司通过募投项目对精纺服装业务实施技改：

- **精纺呢绒面料**通过对设备专业化的整合、资源的优化和智能制造升级，有效提高公司面料端高端产品产能，并整体提升产品利用率。预计技改后，精纺呢绒有 150 万米/年的产能提升。
- **服装**上引进先进的全自动裁床、智能吊挂系统、MES、MTM 项目，提升产品和服务的信息

化程度，实现生产过程的全流程信息畅通，以智能升级助力公司战略升级转型。其中通过云尚工厂工业化智能生产技术进一步提升，实现了高定单件快速流水和工序流自动编排的柔性化生产，生产周期实现缝制 3 天出产成品，7-9 天交付，领先同行业的制造实力。预计技改后衬衣产能将由 45 万件提升至 50 万件。

图表 33：公司募投项目进展情况

项目	建设期	计算期	项目效益	现有产能	项目概况	2021年底投资进度
精纺毛料生产线智能升级项目	2年	12年（含建设期）	建成达产后，年均新增营业收入 3,859.85 万元，年均新增净利润 1,760.65 万元，所得税后财务内部收益率为 22.05%，投资回收期为 5.95 年（含建设期 2 年）	精纺呢绒产能 1600 万米/年	精纺呢绒产能相应增加 150 万米/年。	22.36%
服装智能制造升级项目	2年	12年（含建设期）	建成达产后，年均新增营业收入 25,171.56 万元，年均新增净利润 10,310.06 万元，所得税后财务内部收益率为 20.92%，投资回收期为 6.65 年（含建设期 2 年）	西服装产能是 135 万套/年 衬衣产能是 45 万件/年	精品厂升级后产量由 17.6 万套增长至 18 万套： • 高级定制西服套产量以每年 30% 的速度递增，最终达到年产高级定制西服套 8.7 万套，占西服套总产量的 48.3%； • 职业装西服套 9.3 万套，占西服套总产量的 51.7%。 衬衣厂升级后产量由 45.74 万件增长至 50 万件，其中免烫衬衫 35 万件： • 高级定制衬衫产量根据精品厂高级定制西服套产量同比例逐年递增 30%，最终达到年产高级定制：衬衫 24.1 万件，占衬衫总产量的 48.2%； • 职业装衬衫 25.9 万件，占衬衫总产量的 51.8%。	42.70%

资料来源：招股说明书，公司年报，太平洋研究院整理

未来公司将把握行业整体向上趋势，精纺面料方面通过技改实现设备和技术的迭代，通过引入自动化和信息化提高生产能力和管理水平，此外持续研发功能性面料提升产品品质，向国际标杆企业看齐，进一步实现国产替代；服装方面推动面料服饰一体化进程，形成产业协同、做到快速响应，提高运营效率；此外发力高级定制作为服饰业务的新增长点。

三、超高分子量聚乙烯投产进度超预期，集团赋能打造新材料产业带

（一）第三代高性能纤维，军用需求高，防护纺织需求增速快

超分子量聚乙烯（以下表述为 UHMWPE）纤维，是继芳纶和碳纤维之后的第三代高性能纤维，具有无法比拟的力学性能。UHMWPE 纤维是以分子量超过 100 万的聚乙烯为原料，采用冻胶纺丝-超拉伸技术制备而成的，是目前已工业化纤维中比强度最高、密度最小的特种纤维。超分子量聚乙烯最早由德国的赫斯特公司在 1958 年开发研制成功，并实现工业化生产；在 20 世纪 70 年代末由荷兰 DSM 最先实现商业化。UHMWPE 纤维具有超高强度、重量轻、耐冲击性能好、电绝缘性好、导热性能佳、耐化学腐蚀、抗紫外线性能佳等优势，并且由于质轻高强及比能量吸收高的特点，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。但是在高温或应力条件下，抗蠕变性差且耐热性差，较差的抗蠕变性和低的热变形温度极大地限制了 UHMWPE 的应用。

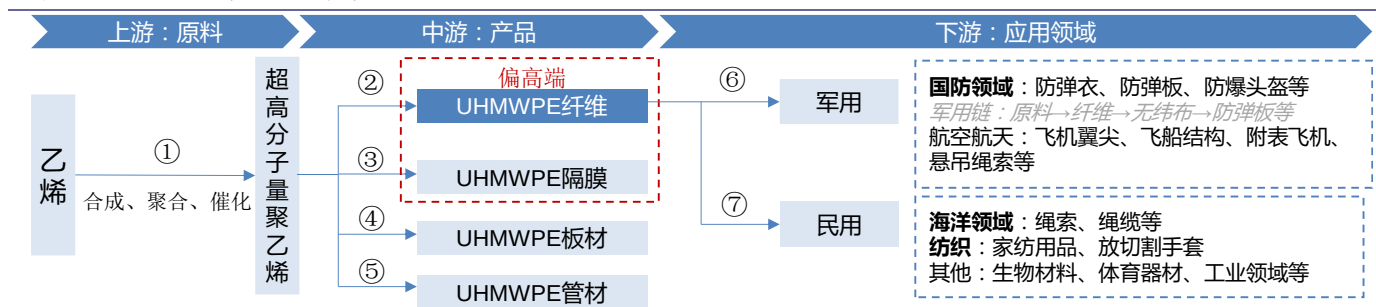
图表 34：各种超高分子质量高强高模聚乙烯纤维性能一览表

纤维名称	伸长率/%	拉伸强度/ (cN · dtex-1)	模量/ (cN · dtex-1)	密度/ (kg · m-3)	熔点或 分解点/°C
对位型芳纶纤维	3.5-4.6	20.0-25.0	7400-9500	1.39-1.44	426-500
高强度型碳纤维	1.2-2.8	14.8-28.0	20000-29000	1.76-1.89	360°C开始融化
UHMWPE纤维	4.0-5.0	27.0	8800-9700	0.96-0.98	150
钢纤维	1.0	2.5	20000	7.86	1500

资料来源：《超高分子质量高强高模聚乙烯纤维的性能与应用研究》，太平洋证券整理

产业链角度来看，上游原料供应较大程度影响纤维及产品性能，上游技术难度高于中下游。产业链拆分来看，上游主要是化工厂通过合成聚合催化，将气态乙烯合成 UHMWPE。中游主要是制造厂商，通过向上游购买 UHMWPE 原材料，进行合成和加工成纤维、隔膜、板材和管材，其中纤维下游的应用场景较为广泛。下游主要包括军用和民用，军用包括国防领域和航空航天等，民用包括海洋领域和纺织领域等。（1）上游厂商：国内厂商包括河南沃森、上海联乐、安徽特佳劲、九江中科鑫星、中国齐鲁石化以及上海化工研究院，国外括美国 Celanese Corporation、巴西 Braskem 和荷兰帝斯曼等国外企业。（2）中游制造商：国内主要以湿法为主（产业化的企业中仅仅征化纤采用干法），国内制造商主要在东华大学的技术上进行微调以匹配下游订单需求；国外是湿法和干法均有，其中 DSM 采用干法，能够合成较高性能的 UHMWPE 纤维，在中国的业务主要有其全资子公司山东爱地进行。（3）下游应用领域：主要包括民用和军用，制造商会根据下游产品所需要的性能选择上游原料，上游原料质量、中游合成技术（包括技术团队、参数设置等）、设备等均会影响最终产成品的质量。

图表 35：UHMWPE 产业链拆解



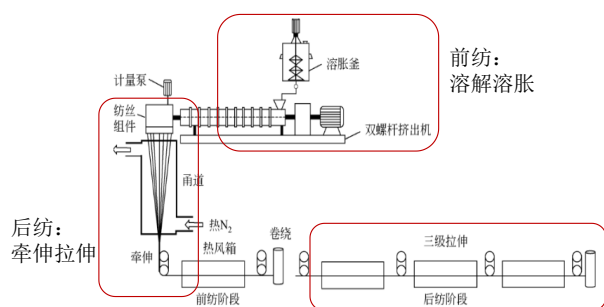
注：技术难度：① > ②/③ > ④/⑤；⑥ > ⑦；② > ⑥/⑦

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

制备技术角度来看，干法路线流程短、产品性能均匀性好、环境影响小，但成本高经济效益低、生产设备要求高、生产过程带有危害性，多用于高端产品。根据采用溶剂的不同，目前 UHMWPE 纤维有两种生产工艺路线，干法纺丝工艺生产的 UHMWPE 纤维中溶剂含量少，强力高，抗蠕变性能好，多用于高端产品。

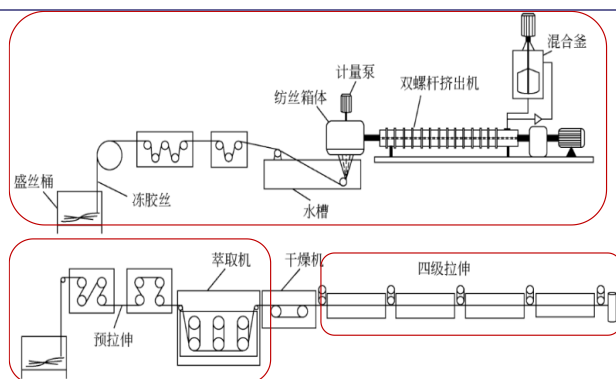
- **干法路线：**以荷兰 DSM 公司的 DyneemaR 为代表的高挥发性溶剂(十氢萘，有强烈刺激气味，对人体健康有害)的干法冻胶纺丝工艺路线。十氢萘溶解效果好、纺丝速度快、工艺流程短，产品性能均匀性好，但干法路线溶剂成本高，要求生产设备密闭性好、控制要求高。
- **湿法路线：**以美国 Honeywell 公司的 SpectraR 为代表的低挥发性溶剂(白油、矿物油等)的湿法冻胶纺丝工艺路线。溶剂成本低、对生产设备要求低、萃取回收技术成熟，但湿法路线工艺流程长、纺丝速度低、产品性能均匀性稍低。

图表 36：超高分子量聚乙烯干法路线工艺流程



资料来源：前沿材料，太平洋证券整理

图表 37：超高分子量聚乙烯湿法路线工艺流程



资料来源：前沿材料，太平洋证券整理

图表 38：超高分子量聚乙烯纤维的合成工艺对比

纺丝类型	干法	湿法
溶剂	十氢萘（易挥发，安全性低）	矿物油（不易挥发，安全性高）
原液浓度	约10%，浓度高	2%-8%
去溶剂	加热挥发	萃取（氟利昂等）
纺丝速度	快	慢
生产过程	流程短	流程较长
溶剂回收	易挥发，回收困难	溶剂、萃取剂回收及损失量大
回收系统	密闭要求高，运行效率要求高	庞大，复杂
环境影响	密封一体化	多道萃取，易环境污染
产品质量	无溶剂残留，抗蠕变性能好	——
代表企业	荷兰帝斯曼	美国霍尼韦尔、同益中

资料来源：同益中招股说明书，《超高分子量聚乙烯纤维的生产技术和市场分析》，太平洋证券整理

物化性质优异，下游应用领域广泛。按照 UHMWPE 纤维的物化性质划分：（1）密度仅为 0.97 小于水的密度，是唯一可以漂浮在水上的纤维，可用于制作油轮、海洋操作台、灯塔等固定锚绳；且耐腐性可以解决腐蚀、水解和紫外降解等问题。（2）强度大，是钢铁的 15 倍、高强碳纤维的 3 倍；（3）高品质的抗冲击性，可以广泛应用于防切割手套，军事上用于制备防护衣料、头盔和防

弹材料，航空领域用于制备飞机的机翼、飞船结构和浮标飞机等；(4) 生物相容性高、稳定性和耐久性，可用于生物材料，主要用于牙托材料、医用移植物和整体缝合等。

按照 UHMWPE 纤维的纤度划分，根据千禧龙纤招股说明书，(1) 纤度小于 250d 的为 UHMWPE 纤维细丝，主要用于海洋渔业、纺织用品、安全防护、体育用品、医疗器材等领域；(2) 纤度在 250d 以上的为 UHMWPE 纤维粗丝，主要用于海洋渔业、纺织用品、安全防护、军事装备等领域；(3) 纤度大于或等于 800d 的为超高强丝，主要用于航空航天、军事装备、安全防护等领域；(4) UHMWPE 纤维按照同方向粘结成的无纺布制成品主要包括防弹内芯、防弹插板和防弹板。

图表 39: UHMWPE 的应用领域一览表

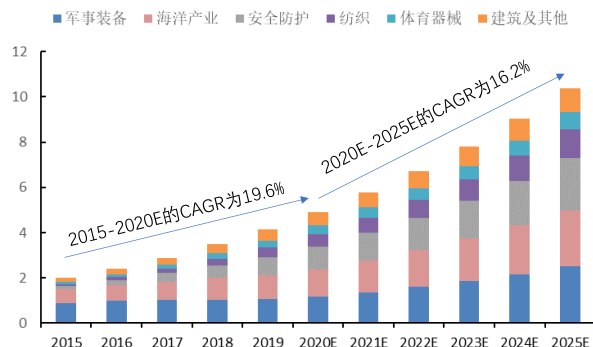
应用领域/ 产品类型	绳线制品	纺织织物	无纺布物	复合材料
海洋产业	系泊和拖曳缆、海面养殖缆，海上采油用缆、深海采集缆等	海面阻油堤、渔船拖网、养殖网笼等	海水过滤膜结构	轻型船体和预制构件、青石岩大坝深海专用船体等
国防装备军需	海上布雷网、降落伞绳等	降落伞、迷彩网、防割手套、防锯工作服、防刺衣服等		装甲甲板、步兵车体、飞机机壳、防弹头盔、防弹板、防弹罩
航空航天	航天器水上救援网、降落伞绳等	雷达保护罩	机场跑道	机舱内部结构、机舱安全材料、安全门
休闲体育	登山绳、钓鱼线、球拍网线、风筝绳	雷达探测防护罩、检查船、击剑服等	训练用回弹毡	皮划艇、驴皮胶弓、滑冰撬、冲浪板、曲棍球杆、钓鱼竿等
建筑加固	弓弦等物品绳、货品吊网等	强力包装用具	安全织物	安全帽、专用护栏
生物医疗	缝合线、人工合成纤维肌肉	手术治疗防护罩	医疗安全套件	X 房防屏蔽控制台

资料来源：《超高分子质量高强高模聚乙烯纤维的性能与应用研究》，太平洋证券整理

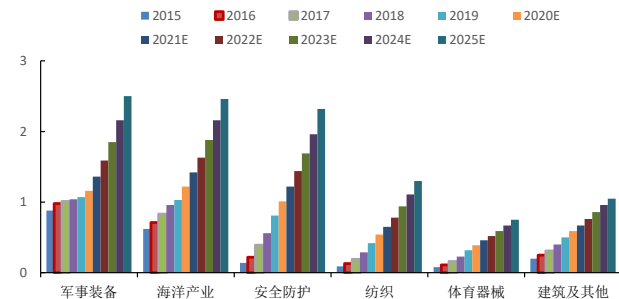
军事装备领域需求最高，安全防护与纺织领域需求增长最快。从下游应用领域来看，UHMWPE 纤维凭借其优异的物化性质，被广泛应用于军事装备、海洋产业、安全防护、建筑、纺织、体育器械等领域。其中军事装备领域目前需求最高、占比最大，2015-2025E 的 CAGR 中安全防护与纺织领域最大。相较军用领域，民用领域的需求量大且更为广阔，随着 UHMWPE 纤维的产能持续提升，预计在民用领域的渗透可以带来行业的持续扩容，推动 UHMWPE 纤维的发展。根据前瞻产业研究院的预测，2021 年全国 UHMWPE 纤维的需求量为 5.78 万吨，预计 2025 年将达到 10.38 万吨。

图表 40: 2019 年中国 UHMWPE 纤维主要应用领域需求分布情况

图表 41: 2015-2019 年中国 UHMWPE 纤维主要应用领域增速情况



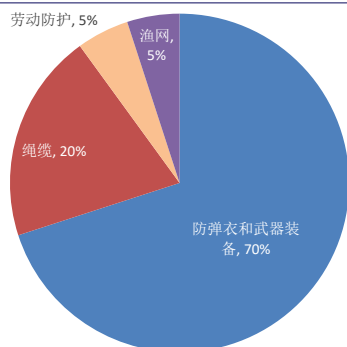
资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理



资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理

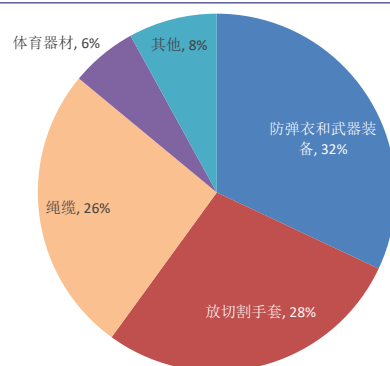
从下游应用领域占比来看，21年军用:民用在3:7，22年受国际形势影响军用:民用在4:6。在军用领域中，UHMWPE纤维逐渐替代芳纶成为防弹材料的首选。UHMWPE纤维在美国军用防护领域中的渗透率达到70%，替代芳纶成为防弹材料主要是其性能优异和价格便宜带来的性价比高。

图表 42：2018 年欧美 UHMWPE 纤维应用占比



资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理

图表 43：2018 年国内 UHMWPE 纤维应用占比



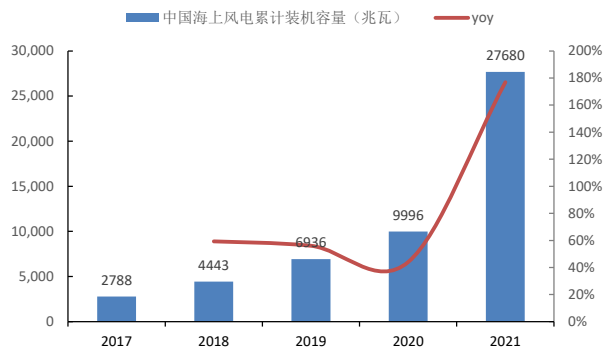
资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理

在民用领域的市场尤为广阔，其中在海洋产业中 UHMWPE 纤维在制成缆绳的时候具有更高的强力利用率，具有更好的干耐磨性和湿耐磨性；其强度是同等重量钢强度的 10 倍，且其密度小，当它掉到水里时很容易被发现，且能在沉下去或纠缠在一起之前被打捞上来。UHMWPE 纤维制成的绳索、缆绳、网箱，在自重下的断裂长度是钢绳的 8 倍，是芳纶的 2 倍，用于油轮、海洋操作平台、灯塔等的固定锚绳，解决了以往使用钢绳遇到的锈蚀和尼龙、聚酯缆绳遇到的腐蚀、水解、紫外降解等引起缆绳强度降低和断裂，需经常进行更换的问题，可保证更长的使用寿命。

海上风电属于新兴行业，近年来受到国家的重点关注和扶持。相较于陆上发电，海上风电具有资源丰富、场地辽阔、遮挡少、不占耕地等优点。因此海上风电项目具有极高的价值和前景。

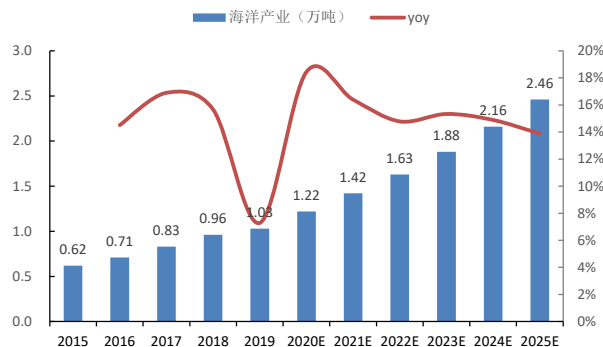
其中海上风电建设的基础之一是海上风电施工作业平台的建设，离岸距离越来越远，对海上风电吊装作业的安全要求也越来越严格，对绳缆的要求越高。其中 UHMWPE 纤维制成的绳缆物化性质优越，能够满足深海作业的要求。因此 UHMWPE 纤维有望乘海上风电之风迎来需求端的快速增长。

图表 44：中国海上风电累计装机容量（兆瓦）



资料来源：全球风能协会，太平洋证券整理

图表 45：我国 UHMWPE 纤维在海洋产业的需求



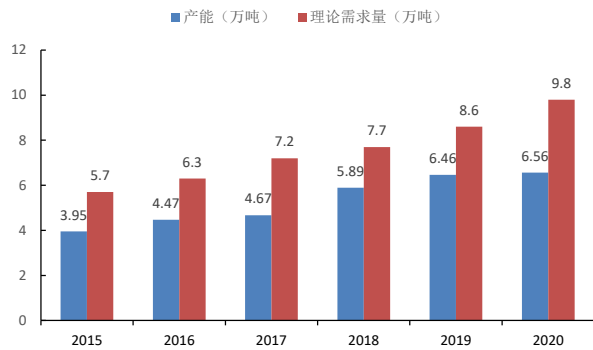
资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理

（二）全球供不应求，国内企业积极布局有望实现国产替代

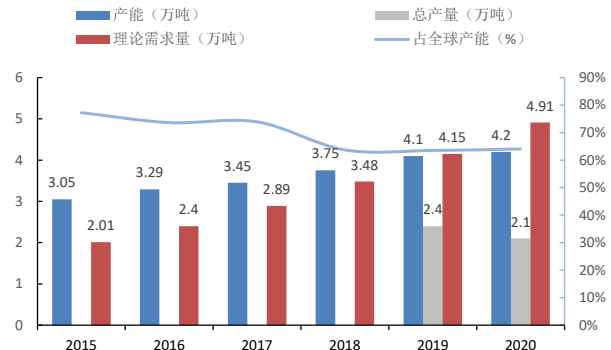
全球 UHMWPE 纤维供不应求，中国产能占全球总产能超 60%，呈现贸易顺差。2020 年全球产能为 6.56 万吨，理论需求量约为 9.8 万吨，处于供不应求状态，存在 33% 的需求缺口。我国产能占全球的 60% 以上，但存在产能利用率不足，2020 年中国产能为 4.2 万吨，产量为 2.1 万吨，产能利用率仅为 50%，部分厂商处于产能爬坡阶段，生产效率存在提升空间。理论需求量为 4.91 万吨，同样处于供不应求状态，存在 57% 的需求缺口。此外，我国 UHMWPE 纤维目前处于净出口状态，根据中国化学纤维工业协会的统计数据，2019 年我国超高分子量聚乙烯纤维行业的出口量为 3,354.9 吨，进口量为 402.1 吨；2020 年 1-7 月我国超高分子量聚乙烯纤维行业的出口量为 1,866.8 吨，进口量为 308.3 吨。预计随着我国产能利用率和生产效率提升，有望进一步加快全球布局，推动实现国产替代。

图表 46：2015-2020 年全球 UHMWPE 纤维行业产能及理论需求量

图表 47：2015-2020 年中国 UHMWPE 纤维行业产能、产量及理论需求量



资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理



资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理

国外起步早，产能技术优势明显；国内企业产业化时间晚、发展快，国家政策持续加码。国外在 UHMWPE 纤维合成方面起步较早，最早是英国利兹大学研制出 UHMWP 纤维，DSM 成功制备并申请专利，之后我国在 1985 年开始研究 UHMWP 纤维的制备。美国和荷兰具有知识产权，UHMWPE 纤维生产技术曾经被欧美所垄断。我国在进入 21 世纪后加大高技术纤维产业化进程，特别是 2007 年起，国家发展改革委设立高技术纤维专项扶持计划，极大推动 UHMWPE 纤维行业的发展。我国经过多年发展，多家企业如同益中、湖南中泰、宁波大成等公司实现技术突破并完成批量化生产，实现了在军工领域的进口替代，降低西方国家对我们的垄断限制。

图表 48：世界和国内在 UHMWPE 纤维合成技术上的发展历程

时间	事件
20 世纪 30 年代	科学家提出超高分子量聚乙烯纤维的基础理论
20 世纪 70 年代	英国利兹大学首先成功研制出分子量为 10 万的高分子量聚乙烯纤维
1975 年	荷兰 DSM 公司利用凝胶纺丝法成功制备了 UHMWPE 纤维，并于 1979 年申请专利
1985 年	我国开始超高分子量聚乙烯纤维的研究，开展了 PE 冻胶纺的研究
1997 年	东华大学所研究的湿法纺织技术进行小试，并于 1999 年实现扩产
2000 年	中国纺织科学研究院干法纺丝技术取得突破
2006 年	中国石化炼化集团研究院在试装置成功生产
2008 年	中国石化仪征化纤公司独家应用进行工业化生产
2008 年	我国第 8 条超高分子量聚乙烯生产线成功投产
2008 年	山东爱地采用自主知识产权技术建成的 UHMWPE 纤维已全部完工并投入使用

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表 49：我国在 UHMWPE 纤维行业重点政策

时间	政策名称	相关内容
2020 年 3 月	《增材制造标准领航行动计划（2020-2022）》	到 2022 年，增材制造专用材料、工艺、设备、软件、测试方法、服务领域“领航”标准数量达到 80-100 项，形成一大批具有竞争力、引领性的团体标准，推动 2-3 项我国优势增材制造技术和标准指定为国际标准，增材制造国际标准转化率达到 90%。
2020 年 12 月	《鼓励外商投资产业目录（2020 年版）》	碳纤维（CF）、芳纶（AF）、芳酰胺（PSA）、超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）、聚苯硫醚纤维（PPS）、聚酰亚胺纤维（PI）、聚四氟乙烯纤维（PTFE）、聚苯并双噁唑纤维（PBO）、聚芳醚二噁唑纤维（POD）、玄武岩纤维（BF）、碳化硅纤维（SiCF）、聚醚醚酮纤维（PEEK）、高强度玻璃纤维（HT-AR）、聚（2,5-二噁基-1,4-苯撑吡啶并二噁唑）（PIPD）纤维
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	实施产业基础再造工程，加快补齐基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等短板。依托行业龙头企业，加大重要产品和关键核心技术攻关力度，加快工程化产业化突破。实施重大技术装备攻关工程，完善激励和风险补偿机制，推动首台（套）装备、首批次材料、首版次软件示范应用。健全产业基础支撑体系，在重点领域布局一批国家制造业创新中心，完善国家质量基础设施，建设生产应用示范平台和标准计量、认证认可、检验检测、试验验证等产业技术基础公共服务平台，完善技术、工艺等工业基础数据库。
2021 年 5 月	《化工新材料产业“十四五”发展指南》	到 2025 年，要力争解决 20 个左右上游关键配套原料的供应瓶颈，实现 50 个左右填补国内空白的高端应用领域化工新材料产业化，优化提升 80 个左右高端化工新材料产品质量，提升产品档次，形成化工新材料实施一批、储备一批和谋划一批的可持续发展模式。培育 50 家左右具有较强持续创新能力和市场影响力的化工新材料行业领军企业或“独角兽”企业，部分企业创新能力和市场影响力达到国际先进水平。

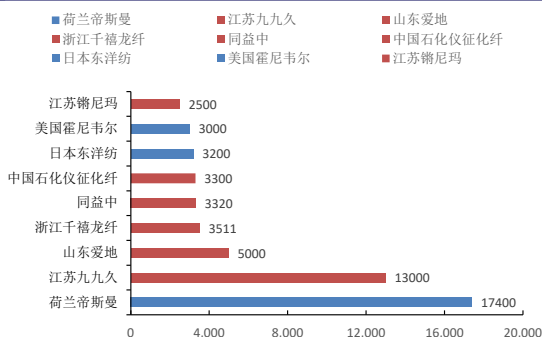
资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

从制备路径上看，我国以湿法制备为主，沿用了东华大学的技术，不同企业在此基础上进行微调、参数设置等。湿法路径下的工艺存在差异，其中同益中采用碳氢工艺，九九久采用二氯甲烷工艺，南山采用二氯甲烷工艺。碳氢工艺存在火灾风险，二氯甲烷工艺的安全性相对较高。仅

少数企业采用干法制备，其中规模化生产的企业中仪征化纤（中国石化的全资子公司）采用干法制备路径。相较湿法，干法在尖端性能产品生产上有优势。

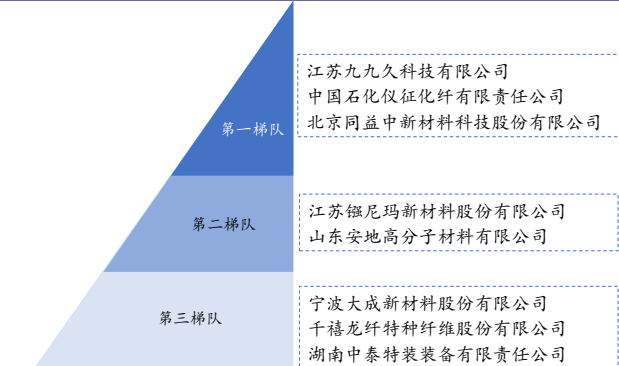
湿法和干法路线的另一差异体现在生产规模上，国外在 2012 年 UHMWPE 纤维的单线规模达到 400-750t/a，国内以同益中为代表，2012 年单线规模为 125-150t/a，根据其招股说明书募集资金投建的生产线预计达到 320t/a，较国外仍存在一定差距。此外，我国整体呈现中低端产能富余、高端产能紧缺，比如在医用缝合线、雷达天线罩等高端应用领域的产品研发仍处于起步阶段，在产品一致性、稳定性、抗蠕变产品等细分领域处于不断追赶海外龙头公司的位置。我国在湿法路线上经验丰富，未来随着单线产能的提升、干法工艺的持续优化、工业结构向高附加值、高科技含量、集约型转型，未来有望实现国产替代。

图表 50：2020 年全球各公司 UHMWPE 纤维产能（吨）



资料来源：同益中招股说明书，太平洋证券整理，注：
注：九九久、千禧龙纤、同益中为 2021 年产能

图表 51：我国 UHMWPE 纤维的竞争格局



资料来源：中国化学纤维工业协会，太平洋证券整理
注：该梯队是按照 2020 年产量排名

从产能分布角度看，国外仅荷兰帝斯曼、美国霍尼韦尔、日本东洋纺三家企业具有规模化生产超高分子量聚乙烯纤维的能力，对应 2020 年的产能分别为 1.74 万吨/年、0.30 万吨/年和 0.32 万吨/年，合计产能为 2.36 万吨/年。国内 UHMWPE 纤维主要生产企业近 20 家，并逐步实现批量化生产，其中 2020 年江苏九九久/山东爱地/中国石化仪征化纤/浙江千禧龙纤/镗尼玛/同益中的产能分别为 13000（2021 年）/5000/3300/3511（2021 年）/2500/3320（2021 年）吨/年，国内产能在 3000 吨以上的企业达到 5 家（2020 年仅为 3 家），行业集中度持续提升。（注：未找到仪征化纤和镗尼玛 2021 年产能的公开数据）

图表 52：UHMWPE 纤维行业主要生产企业的生产经营情况和产能

公司	简介	下游应用领域	主要产品	经营情况	2020年产能（吨）
荷兰帝斯曼	成立于1902年，是专业从事生命科学和材料科学的大型跨国企业集团，是超高分子量聚乙烯纤维工业化生产的创始公司。总部设在荷兰。	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	UHMWPE纤维、无纺布	2021年年度报告，实现收入92.04亿欧元，实现净利润16.8亿欧元。	17400
美国霍尼韦尔	成立于1885年，业务涉及航天产品及服务、住宅及楼宇控制和工业自动化产品、特种化学、纤维、塑料、电子和先进材料以及交通和动力系统等产品等领域	安全网、绳索、鱼线、防弹衣等	UHMWPE纤维	2021年年度报告，实现收入343.92亿美元，实现净利润55.42亿美元。	3000
日本东洋纺	成立于1882年，产品覆盖树脂、材料、生命科学、纤维等领域	船舶系泊绳用纤维、钓鱼线、高尔夫球网、防护手套等	UHMWPE纤维	2021年5月发布的财报，2020年4月至2021年3月实现收入3,374.06亿日元，实现净利润42.02亿日元	3200
江苏九九久科技有限公司	成立于2016年3月，注册资本5亿元人民币，注册地为江苏省南通市如东县，为延安必康制药股份有限公司（股票代码为002411）的控股子公司	功能性防护手套、家纺制品、军工缆绳、消防材料、鱼线等	UHMWPE纤维及其制品	根据延安必康2021年年度报告，江苏九九久营收为34.72亿元，净利润为13.29亿元。	13000*
中国石化仪征化纤有限责任公司	成立于2014年11月，注册资本40亿元人民币，注册地为江苏省仪征市，为中国石油化工股份有限公司（股票代码为600028）的全资子公司	海洋开发、缆绳网箱、生命防护、体育用品等	UHMWPE纤维	根据中国石化2021年年度报告，仪征化纤亏损12.9亿元	3300
山东爱地高分子材料有限公司	成立于2005年8月，注册资本4.85亿元人民币，注册地为山东省莱西市，是荷兰帝斯曼的合资公司。	防护手套、绳索及软、硬防弹材料等	UHMWPE纤维及其制品		5000
浙江千禧龙纤特种纤维股份有限公司	成立于2010年2月，注册资本8,331万元人民币，注册地为浙江省金华市永康市，主要产品有超高分子量聚乙烯纤维、无纺布及防护产品	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	UHMWPE纤维、无纺布及防护产品		3511
江苏锦玛新材料股份有限公司	成立于2011年9月，注册资本8,750万元，注册地为江苏省南通市如东县	防护手套、缆绳等	UHMWPE纤维及其制品		2500
北京同益中新材料科技有限公司	成立于1999年，注册资本为1,000.00万元。	超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料，其中复合材料分为无纺布和防弹制品两大类	UHMWPE纤维及其制品，无纺布，防弹制品	2021年营收为3.31亿元，归母净利润为0.53亿元	3,320
北京普诺泰新材料科技有限公司	成立于2003年1月20日，注册资本2,000万元，注册地为北京市昌平区	防弹复合材料	无纺布、防弹制品		—

资料来源：同益中招股说明书，太平洋研究院整理

注：九九久、千禧龙纤、同益中为2021年产能

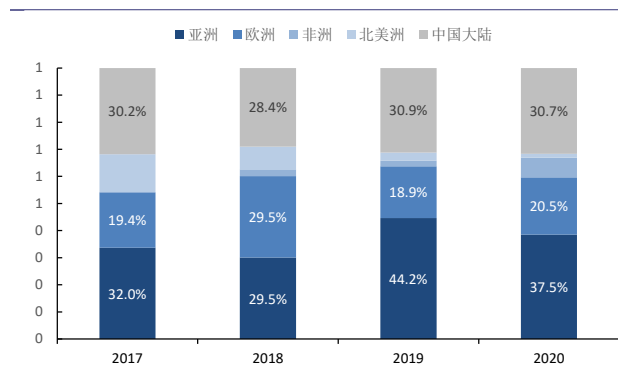
（三）同益中：背靠国投集团，国际冲突下收入业绩高增长

同益中在国际冲突下复材高景气，收入业绩实现高增长。公司拥有超高分子量聚乙烯纤维行业全产业链布局，主要产品包括超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料，其中复合材料分为无纺布和防弹制品两大类。超高分子量聚乙烯纤维是制作无纺布的主要原材料；公司又在无纺布的基础上，经特定工艺和材料制成防弹制品。出口占比高，客户集中在欧洲和亚洲。公司2020年营收中69.3%来自海外客户，其中主要客户是来自于亚洲和欧洲，主要应用领域在防护和海洋工程等领域。分地区看销售占比存在小幅波动主要系客户波动导致。

图表 53：同益中主要产品情况



图表 54：同益中分地区的营收占比情况

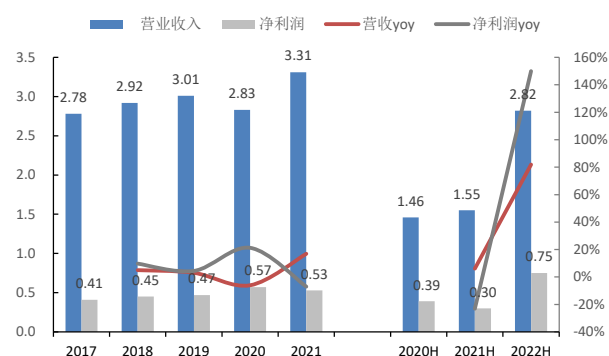


资料来源: Wind, 太平洋证券整理

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

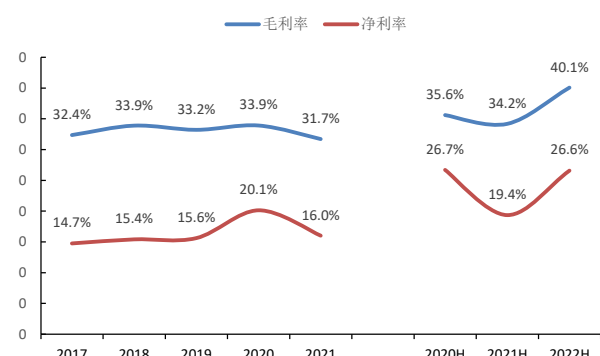
2020-2021 年营收和利润增速有所放缓，利润率有所下降，主要系疫情影响海运以及市场竞争关系，2022H1 的营收和业绩均实现高速增长，营收同增 81.9%至 2.82 亿元，净利润同增 150%至 0.75 亿元，1) 部分受阻订单延期交付，2) 地缘政治紧张带来新订单激增，3) 国内市场需求增长。22H1 毛利率同比提升 5.9pct 至 40.1%，净利率同比提升 6.2pct 至 26.6%，主要系 1) 毛利率较高的复材产品占比提升；2) 产能扩张下规模效应凸显；3) 加强成本管控，供需结构下价格涨幅快于成本涨幅。

图表 55: 同益中营收、净利润（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 56: 同益中毛利率、营业利润率及归母净利率

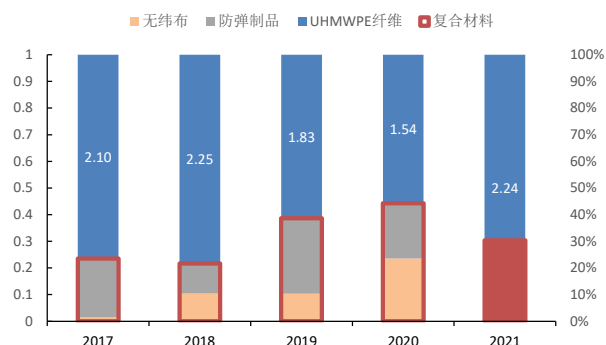


资料来源: Wind, 太平洋证券整理

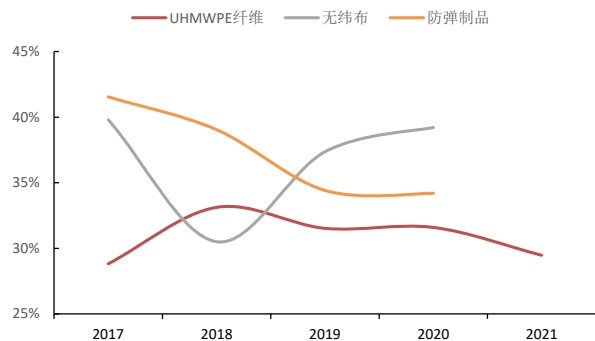
公司具备完备的制造防弹制品的产业且已经实现产业化。(1) 从营收角度看，UHMWPE 纤维占比比较高，主要是自用和外销，UHMWPE 纤维制品的占比变动较大，主要是由客户需求。(2) 从毛利率角度看，UHMWPE 纤维的毛利率水平较低且略有下降主要系低端产能竞争激烈，UHMWPE 纤维制品毛利率在 35%左右波动仍维持较高水平，主要系高端产品存在一定技术壁垒；(3) 从均价角度看，部分制品价格略降主要是行业发展必然趋势，但是毛利率维持在稳定水平；(4) 从产能角度，产能利用率均超过 100%，说明下游订单充足，公司现阶段需要通过加速扩产以满足下游旺盛的需求。产销量均较低，主要系部分 UHMWPE 纤维自用生产复合材料以及部分无纬布产品用来生产下游的防弹衣、头盔等产品。

图表 57: 同益中产成品的营收（亿元）及占比

图表 58: 同益中分产品毛利率水平

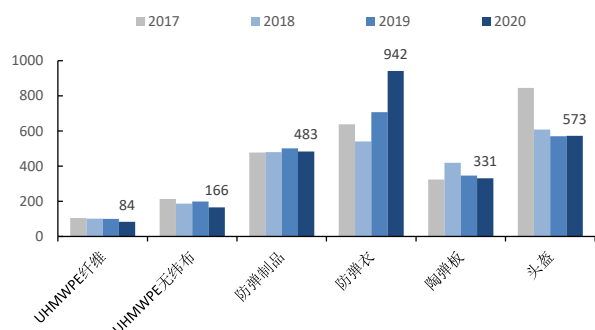


资料来源: Wind, 太平洋证券整理



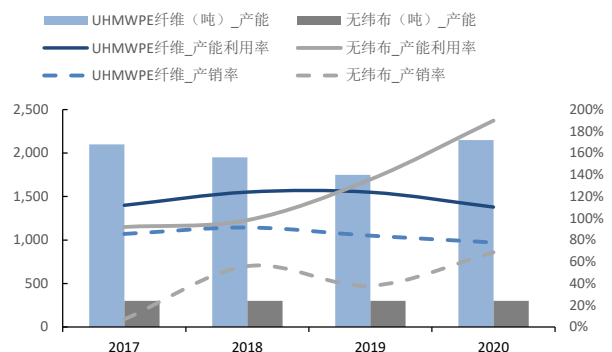
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 59: 同益中产品的均价 (元/kg、元/件)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 60: 同益中分产品的产能利用率和产销率



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

背靠国投集团，公司会考虑通过资金投入、技术引入、战略联盟等多种形式的扩张，整合行业上下游资源及行业内产能，使公司产生更大的规模效应，进一步巩固公司在超高分子量聚乙烯纤维领域的地位，迅速占领市场，提升公司总体竞争实力。

IPO 募资 2.25 亿元，用于扩产能并提升高端占比。公司在 2021 年底上市募集资金 2.25 亿元，用于新增 2240 吨 UHMWPE 纤维、2500 吨无纬布、50 万块防弹胸插板和 18 万顶头盔的年产能，同时建设高性能纤维及先进复合材料技术研究中心，加强高强度、低蠕变产品的研发，加快改善纤维及复合材料性能、多角度扩展下游的应用领域。(1) 公司募投项目于 2022 年开始建设，预计完成时间 24 个月，预计将于 2023 年逐步释放产能。(2) 新增的无纬布产能正在试产，预计下半年达产，新增产能 500 吨。

图表 61: 同益中产能分布 (截至 2021 年末)

图表 62: 同益中 IPO 募投产能及预计完工时间

产品	主要厂区	设计产能 (吨/年)	在建产能 (吨/年)	预计完工 时间
UHMWPE 纤维	通州分公司	900	——	——
	公司本部	600	——	——
	新泰分公司	1820	2240	2023年底
无纬布 等符合 材料	公司本部	300	——	——
	新泰分公司	——	2500	2023年底

资料来源：Wind，太平洋证券整理

项目	新增产能	投资资金 (万元)	预计完 成时间
年产4,060吨超高分子量 聚乙烯纤维产业化项目 (二期)	UHMWPE纤维2240吨/年	18724.62	2023年 底
防弹无纬布及制品产业化 项目	2500吨/年无纬布 50万块/年防弹胸插板 18万顶/年头盔	7838.16	2023年 底
高性能纤维及先进复合材 料技术研究中心	研究高强度低蠕变的 UHMWPE纤维制备工艺	6601.14	2023年 底

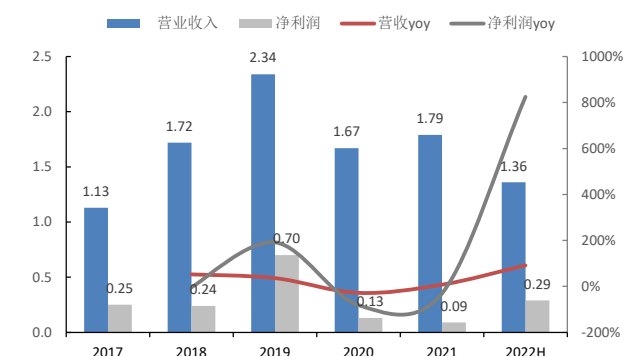
资料来源：Wind，太平洋证券整理

(四) 千禧龙纤：深耕 UHMWPE 纤维领域，22H1 净利润扭亏为盈

背靠千禧集团，专注 UHMWPE 纤维的研发、生产和销售，下游产品广泛应用于国防军需装备、航空航天、防护用品、海洋渔业、缆绳、体育用品、医疗器械、建材等领域。此外，通过研发积极开拓新兴领域和市场，比如针对民用市场开发了全系列有色纤维、消光/半消光等功能化纤维；针对环境暴露的应用环境开发了耐紫外光老化型纤维；针对欧洲防割手套的标准提升开发了新的更具有耐切割性产品等。20 年申请创业板 IPO 后撤回主要系中美贸易摩擦，公司第一大客户为美国生然公司（19 年销售占比 26%），出口受阻导致公司量利下滑。

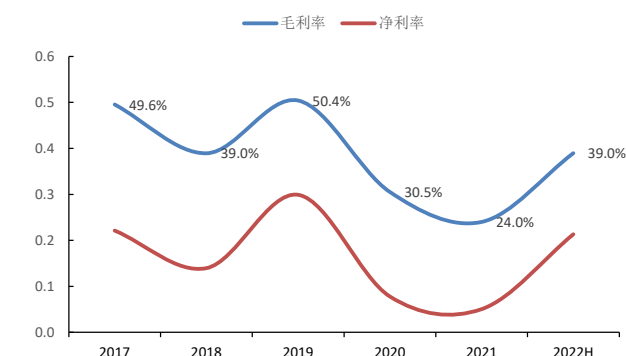
19 年收入和归母净利润分别为 2.34 亿和 6942 万元，同比分别+36.2%和+193.2%，20 年公司营业收入和归母净利润同比分别-28.3%和-81.8%。21 年生产和物流恢复，跌幅收窄，公司收入 1.79 亿元，同比+7.1%；归母净利润 932 万元，同比-26.3%。22H1 营收和归母净利润分别为 1.36 亿元和 0.29 亿元，其中营收大幅增长主要系市场行情好转以及 21 年新开发大客户带来的订单释放；毛利率提升 24.9pct 至 39%，主要系提价和产线满负荷后降本。

图表 63：千禧龙纤的营收、净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 64：千禧龙纤的毛利率和净利率水平

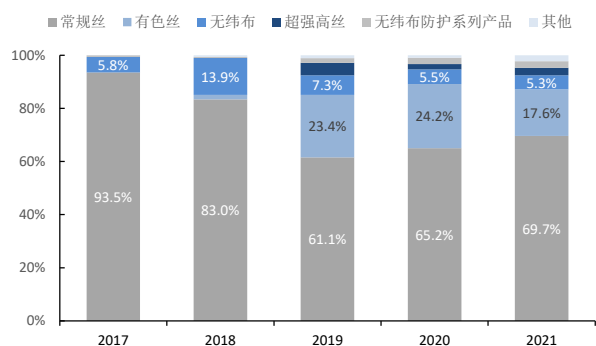


资料来源：Wind，太平洋证券整理

纤维种类多元。公司的纤维产品按照 UHMWPE 纤维的纤度分类：1) 纤度小于 250d 的细丝，

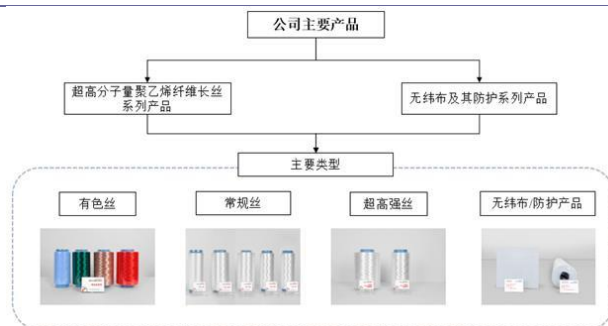
主要用于海洋渔业、纺织用品、安全防护、体育用品、医疗器材等领域；2) 纤度在 250d 以上的粗丝，主要用于海洋渔业、纺织用品、安全防护、军事装备等领域；3) 纤度大于或等于 800d 的超高强丝，主要用于航空航天、军事装备、安全防护等领域；4) 无纬布：UHMWPE 纤维按照同方向粘结成的无纬布制成品主要包括防弹内芯、防弹插板和防弹板。

图表 65：千禧龙纤分产品营收占比



资料来源：Wind，太平洋证券整理

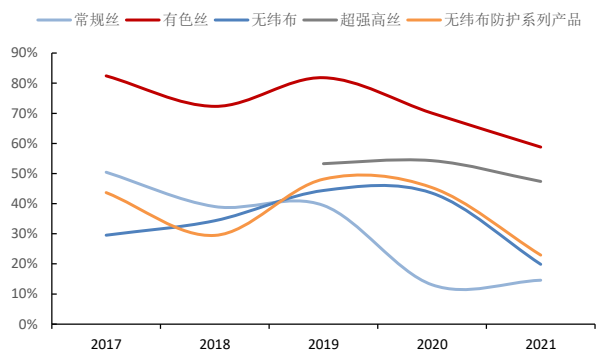
图表 66：千禧龙纤的主要产品



资料来源：Wind，太平洋证券整理

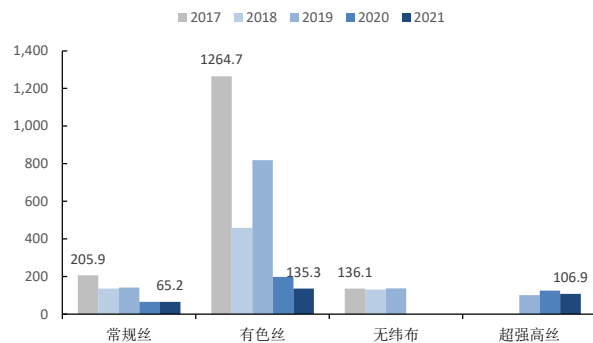
低端产品竞争激烈，公司加快产品结构调整。2019 年以前各类产品的毛利率水平均在 30%+且水平较为稳定，随着市场竞争加剧，部分低端产品如常规丝、无纬布等在市场竞争激烈的情况下，毛利率水平下滑较为明显。公司积极调整产品结构和优化生产效率来保持毛利率水平，其中超高强丝处于国内领先水平并已实现批量化生产，毛利率水平维持在 50%以上（22 年受疫情影响为 47.4%）。高端产品对售价下降的风险抵抗能力更高。21 年常规丝/有色丝/超高强丝的销售单价分别为 65.2、135.2 和 106.9 元/kg，其中有色丝的售价较 2017 年出现较大幅度的下跌，但是毛利率水平在 58.8%，远高于其他产品。

图表 67：千禧龙纤分产品毛利率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

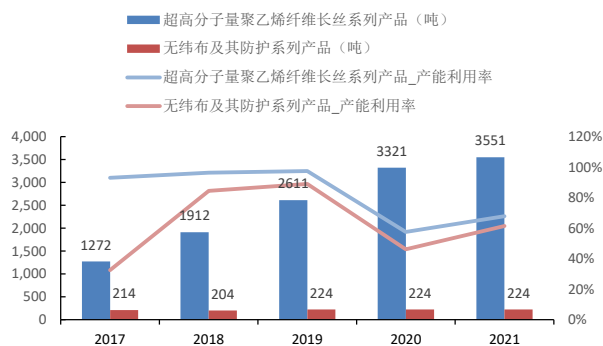
图表 68：千禧龙纤分产品的销售单价（元/kg）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

产能持续释放，看好下游市场，募投持续扩产能。公司现有 UHMWPE 纤维的产能 3511 吨（千禧龙纤的 2511 吨+龙游龙千的 1040 吨），受疫情影响未能释放全部产能。2020 年在新冠疫情的冲击下公司生产和销售受到影响，尤其是海外订单流失，因此公司产能未能完全释放。2021 年 UHMWPE 纤维和无纬布的产能利用率分别为 67.9%和 61.4%。公司 2022 年 8 月 23 日挂牌新三板，根据公告，在山西扩建 5000 吨 UHMWPE 纤维产能，首期 2000 吨预计 2023 年 6 月投产，余下 3000 吨预计 2023 年 12 月投产。此外预计通过技改项目新增年产 620 吨的 UHMWPE 纤维无纬布产能，预计 22 年 10 月完成。目前已有产能尚未完全释放，公司看好 UHMWPE 纤维下游市场的广阔前景，积极保持拓产。

图表 69：千禧龙纤的产能利用率情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 70：千禧龙纤分产品的销售单价（元/kg）

项目	新增产能	投资金额 (万元)	预计完成时间
年产620吨高强高模聚乙烯纤维无纬布生产线技改项目	620吨高强高模聚乙烯纤维无纬布	1260	2022年10月
年产5000吨高强高模聚乙烯纤维项目	2000吨高强高模聚乙烯纤维	30000	2023年6月
	3000吨高强高模聚乙烯纤维		2023年12月

资料来源：Wind，太平洋证券整理

（五）南山智尚：一期投产进度超预期，二期项目进展顺利

承接技术优势建设新材料平台，二期项目建成后将达到国内产能前列。公司在纤维材料方面深耕多年，充分发挥企业自身的资源优势，结合市场的供需格局和未来的发展趋势，通过外购设备、组建人才团队等进军新材料领域。（1）0→1：公司在 2021 年上半年通过自有资金建设超高分子量聚乙烯纤维一期 600 吨项目，该项目在 2022 年 5 月完成设备调试，7 月正式投产，截至 7 月底已经签收部分销售订单。（2）1→10：2022 年 7 月发布可转债募集 69,958 万元用于超分子量聚乙烯纤维二期 3000 吨项目，预计在 23 年 8 月全面投产。二期项目顺利建成后，公司超分子量聚乙烯合计产能达到 3600 吨，将达到国内产能前列的位置。

深耕纤维材料多年，具备符合材料和终端产品的制造能力。根据公司公告，UHMWPE 纤维业务采用了国内最先进的生产设备并配套了完善的公用工程装置，集研发、生产和销售为一体，可为细分客户提供差异化超分子量聚乙烯纤维产品解决方案。

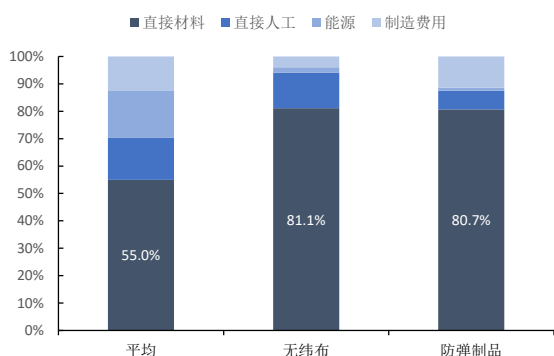
图表 71：南山智尚新材料的产业链



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

背靠南山集团，资金实力雄厚，裕龙石化炼化一体化项目形成产业带联动。公司的大股东是南山集团，资金实力雄厚。此外其控股的子公司裕龙石化在 2020 年底投入建设的 4000 万吨炼化一体化项目，其中包含 10 万吨 UHMWPE 原料产线，用于保障南山智尚新材料业务的稳步发展。从产业链角度看，上游议价能力强会影响中下游的利润水平。原料成为未来竞争的关键要素之一。结合上文提到的 UHMWPE 纤维的合成过程，原料的质量和制备的方法都会影响 UHMWPE 纤维的产品性能。根据同益中招股说明书，直接材料占产品成本 50%+，当行业竞争行至规模效应下的成本优势竞争时，如何获得性价比高、满足下游客户需求的稳定原料是竞争的关键要素之一。公司有望借助集团的裕龙石化项目，形成产业带联动，减少关键原料上对于进口的依赖，实现自产自用，优先获得最优质的原料利于公司加快高端产品的布局。

图表 72：同益中 2020 年的主营业务成本构成、无纬布/防弹制品成本构成



图表 73：我国目前超高分子量聚乙烯纤维的产能分布及未来投产规划

公司	现有产能 (2021 年底)	投产规划	预计 2023 年底的产能
南山智尚	600 吨/年 (22 年底)	超高分子量聚乙烯纤维二期 3000 吨项目，预计在 23 年 8 月全面投产	3600 吨/年
同益中	3320 吨/年	年产 4,060 吨超高分子量聚乙烯纤维产业化项目 (二期)，预计 23 年底完成	5560 吨/年
千禧龙纤	3511 吨/年	年产 5000 吨高强高模聚乙烯纤维项目，预计 22 年底投产 2000 吨，23 年底投产 3000 吨	8511 吨/年
九九久	13000 吨/年 (目前实际 15000 吨)	有 5280 吨产能正在扩产建设中，预计 23Q1 投产；22 年 7 月底启动新建 20000 吨产能；	20280 吨/年
仪征化纤	3300 吨/年		
江苏锴尼玛	2500 吨/年		

资料来源：同益中公告，太平洋证券整理

资料来源：九州星际，南山智尚公告，同益中公告，千禧龙纤公告，太平洋证券整理

图表 74：裕龙石化的 4000 万吨炼化一体化项目规划



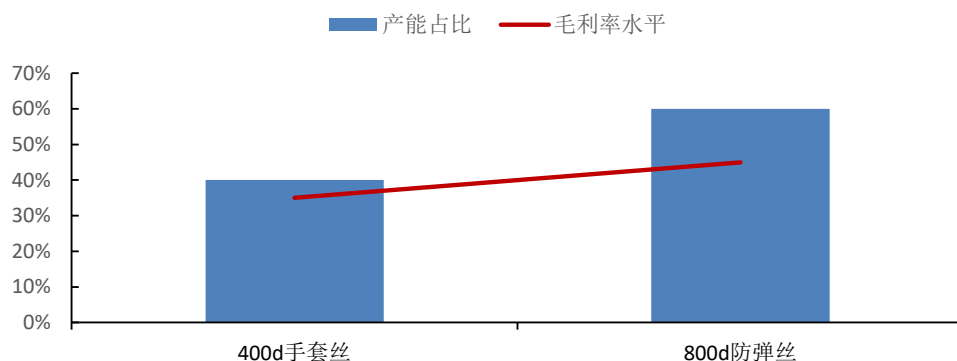
裕龙石化项目：规划为2000万吨/年炼化一体化项目，共7号岛，

- 2/3号岛是正在近期的，其中2号是炼化一体化的仓储物流、化产区等，3号为炼油中心；
- 4号岛规划是科技规划中心；
- 5/6号岛为石化产业基地；
- 6/7号岛为新增的炼化2000万吨的项目。

资料来源：草根调研，太平洋证券整理

从无到有，从有到优，打造高端化的产品组合。公司完成从设备储备到技术储备，用最短的时间做到设备的安装到产品的面试，在产品系列方面，优先聚焦于高附加值产品组织，结合上文对同益中和千禧龙纤的毛利率水平变动分析，可以发现高附加值产品的毛利率在激烈的市场竞争下仍然能够保持合理的盈利水平，主要是高附加值产品对工业技术要求更高，目前大部分企业的竞争主要在低端产品领域。公司目前已经投产的一期 600 吨项目中，800d 防弹丝占比超过 400d 的手套丝占比。

图表 75：南山智尚已投产的 600 吨项目中产品的分布情况及毛利率



资料来源：草根调研，太平洋证券整理

超高分子量聚乙烯项目有望进一步打破国外长期垄断的局面，同时为公司提供新的增长驱动轮。UHMWPE 纤维行业目前供不应求且存在一定技术壁垒，公司借助大股东南山集团的资金优势，

快速组建强大的研发团队推动超高分子量聚乙烯项目，一期项目完成投产，二期项目进展顺利，首先受益于行业红利打开业绩天花板，其次新材料具备较好的经济效益打开公司的利润天花板。此外，集团控股子公司裕龙石化带来的产业带联动为公司新业务提供了坚实的基础，为新材料业务的稳步发展提供保障。

四、盈利预测及估值

（一）盈利预测

公司主营精纺呢绒和职业装，同时布局的超高分子量聚乙烯，分业务来看：

- （1）**精纺呢绒业务**：预计募投项目于 2023 年投产，对应 2022/23/24 年的产能分别为 1600/1750/1750 万米，对应产能利用率分别为 85%/85%/80%，考虑到技术研发带来产品质量提升以及功能性面料的推广，具备提价基础，预计精纺呢绒的均价在 22/23/24 年的增速分别为 10%/5%/5%，假设产销率维持在 100%。
- （2）**服装业务**：拆分为西装和衬衫业务
 - **西装业务**：募投项目对西装业务在原有产线上进行精品化改造，提高定制化西装的占比，预计 22-24 年产能维持在 135 万套，对应产能利用率分别为 75%/75%/80%。随着精品化厂的建成投产，定制化西装占比提升将带动整体均价提升，假设 22 年均价为 2017-19 的平均水平，之后以每年 5%的增速提价，假设产销率维持在 100%。
 - **衬衫业务**：我们假设募投项目预计在 23 年投产，对应 22-24 年的衬衫产能分别为 45/50/50 万件，对应产能利用率保持在 100%，假设产销率维持在 100%，均价为 17-19 年的均价平均水平。
- （3）**超高分子量聚乙烯业务**：一期 600 吨项目在 22 年 7 月已经投产，预计二期 3000 吨项目于 2023 年 8 月投产，对应 22/23/24 年的产能分别为 300/1600/3600 吨。预计产能逐步释放，一期项目在 22/23/24 年的产能利用率分别为 77%/100%/100%，二期项目在 23/24 年的产能利用率分别为 50%/75%。公司目前一期产能中 400d 手套丝均价在 8-10 万元/吨，根据 1688 数据，千禧龙纤 800d 防弹丝价格在 20 万元/吨，结合公司的产能分布情况，预计随着设备调试和技术改进，产品质量持续提升，对应 22/23/24 年的均价为 15、15、17 万元/吨。

图表 76：南山智尚收入拆分和盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
精纺呢绒销售额（亿元）	7.60	8.93	8.75	6.18	8.68	9.49	10.90	10.77
产能（万米）	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	1750.00	1750.00
产量（万米）	1550.75	1581.00	1441.85	1174.93	1275.00	1360.00	1487.50	1400.00
产能利用率	96.9%	98.8%	90.1%	73.4%	79.7%	85.0%	85.0%	80.0%
销量（万米）	1170.93	1243.07	1198.60	1058.45	1367.00	1360.00	1487.50	1400.00
产销率	75.5%	78.6%	83.1%	90.1%	107.2%	100.0%	100.0%	100.0%
均价（元/米）	64.90	71.85	72.96	58.40	63.46	69.81	73.30	76.96
服装销售额（亿元）	8.72	10.51	8.69	7.14	6.08	7.19	7.52	8.22
西装销售额（亿元）	6.43	7.76	6.44			6.16	6.47	7.17
产能（万套）	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00
产量（万套）	169.21	187.99	132.78	113.00	84.78	121.25	121.25	128.00
销量（万套）	166.98	189.99	133.08	113.49	83.85	121.25	121.25	128.00
产能利用率	98.7%	101.1%	100.2%	100.4%	98.9%	100.0%	100.0%	100.0%
均价（元/套）	466.67	487.48	569.61	—	—	507.92	533.32	559.98
衬衣销售额（亿元）	2.29	2.75	2.25	—	—	1.03	1.05	1.05
产能（万件）	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	50.00	50.00
产量（万件）	105.99	129.31	103.98	79.09	90.41	100.25	103.00	103.00
销量（万件）	101.69	133.43	103.83	79.21	87.80	100.25	103.00	103.00
产销率	95.9%	103.2%	99.9%	100.2%	97.1%	100.0%	100.0%	100.0%
均价（元/件）	91.06	106.27	109.90	—	—	102.41	102.41	102.41
超高分子量聚乙烯销售额（亿元）	—	—	—	—	—	0.35	1.65	4.85
产能（吨）	—	—	—	—	—	300.00	1600.00	3600.00
产量（吨）	—	—	—	—	—	230.00	1100.00	2850.00
一期产能利用率	—	—	—	—	—	76.7%	100.0%	100.0%
二期产能利用率	—	—	—	—	—	0.0%	50.0%	75.0%
均价（万元/吨）	—	—	—	—	—	15.00	15.00	17.00
产销率	—	—	—	—	—	100.0%	100.0%	100.0%
销售量（吨）	—	—	—	—	—	230.00	1100.00	2850.00

资料来源：公司公告，草根调研，太平洋证券测算

（二）估值及投资建议

首次覆盖，我们给予买入评级，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 17.22 亿元、20.37 亿元、24.24 亿元，对应归母净利润分别为 1.61 亿、1.95 亿、2.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.54、0.76 元/股，按照 10 月 10 日收盘价计算，对应 PE 分别为 17.68、14.61、10.40 倍。

(1) 我们选取报喜鸟和酷特智能作为面料服装的可比公司，对应的 2022 年的平均 PE 在 20.6X；(2) 选取同益中、光威复材和中简科技作为新材料业务的可比公司，对应 2022 年的平均 PE 在 38.6X。

图表 77：南山智尚的可比公司估值表

业务类型	股票代码	股票简称	2022	2023	2024
毛纺业务	002154.SZ	报喜鸟	9.37	7.69	6.45
	300840.SZ	酷特智能	31.85	27.48	22.80
	平均值		20.61	17.59	14.62
新材料业务	688722.SH	同益中	29.62	24.87	19.18
	300699.SZ	光威复材	43.90	34.68	28.44
	300777.SZ	中简科技	42.29	30.24	24.17
	平均值		38.60	29.93	23.93

资料来源：Wind，太平洋证券测算
注：对应 PE 为 10 月 10 日收盘价

五、风险提示

原材料价格大幅上涨，疫情带来不确定性风险等

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1007.9	984.0	895.5	967.9	1048.0	营业收入	1357.8	1492.0	1722.4	2037.4	2424.2
应收和预付款项	241.0	211.0	335.1	297.8	453.6	营业成本	939.8	982.2	1148.0	1332.9	1562.1
存货	531.3	567.6	716.9	774.4	973.4	营业税金及附加	19.9	15.6	21.1	25.4	28.4
其他流动资产	54.2	294.7	294.7	294.7	294.7	销售费用	129.2	156.0	180.0	228.2	271.5
流动资产合计	1834.4	2057.2	2242.2	2334.7	2769.7	管理费用	92.4	116.2	129.0	162.8	196.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	24.6	8.9	8.5	9.4	0.0
投资性房地产	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-69.2	-40.1	-50.1	-53.1	-47.8
固定资产	405.8	352.9	398.2	537.2	473.3	投资收益	0.0	7.6	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.8	82.4	120.0	0.0	0.0	公允价值变动	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	151.3	156.2	150.5	144.7	139.0	营业利润	90.3	186.8	186.7	226.7	319.3
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他非经营损益	2.6	-0.5	1.6	1.2	0.8
其他非流动资产	27.6	55.3	55.3	55.3	55.3	利润总额	92.9	186.3	188.3	227.9	320.1
资产总计	2429.9	2703.9	2966.1	3072.0	3437.3	所得税	6.7	34.0	28.2	34.2	48.0
短期借款	290.3	390.5	390.0	390.0	390.0	净利润	87.5	152.4	160.8	194.7	273.5
应付和预收款项	275.5	266.0	432.8	403.4	578.7	少数股东损益	-1.3	0.0	-0.8	-1.0	-1.4
长期借款	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归母股东净利润	87.5	152.4	160.8	194.7	273.5
其他负债	303.4	381.6	352.8	352.8	352.8						
负债合计	894.4	1038.1	1175.7	1146.2	1321.5	预测指标					
股本	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0						
资本公积	844.7	844.7	854.1	854.1	854.1	毛利率	30.8%	34.2%	33.3%	34.6%	35.6%
留存收益	324.9	455.3	571.2	707.5	898.9	销售净利率	6.4%	10.2%	9.3%	9.6%	11.3%
归母公司股东权益	1529.7	1660.0	1785.4	1921.7	2113.1	销售收入增长率	-23.3%	9.9%	15.4%	18.3%	19.0%
少数股东权益	5.9	5.9	5.1	4.1	2.7	EBIT 增长率	4.5%	10.0%	9.3%	15.9%	21.2%
股东权益合计	1535.6	1665.9	1790.4	1925.8	2115.8	净利润增长率	-28.1%	74.2%	5.5%	21.1%	40.4%
负债和股东权益	2429.9	2703.9	2966.1	3072.0	3437.3	ROE	5.7%	9.2%	9.0%	10.1%	12.9%
现金流量表(百万)						ROA	3.5%	5.6%	5.4%	6.3%	7.9%
						ROIC	9.7%	19.8%	15.9%	16.3%	21.0%
经营性现金流	369.9	251.7	127.4	245.2	187.2	EPS(X)	0.24	0.42	0.45	0.54	0.76
投资性现金流	-16.3	-346.4	-142.6	-105.0	-25.0	PE(X)	32.50	18.66	17.68	14.61	10.40
融资性现金流	213.6	38.3	-73.3	-67.8	-82.0	PB(X)	1.86	1.71	1.59	1.48	1.35
现金增加额	567.2	-56.4	-88.5	72.4	80.2	PS(X)	2.09	1.91	1.65	1.40	1.17
						EV/EBITDA(X)	11.73	9.59	6.34	5.10	4.19

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。