



Research and
Development Center

毛纺龙头精耕细作，新兴材料助力腾飞

—南山智尚（300918.SZ）深度报告

2022 年 11 月 25 日

汲肖飞 纺织服装行业首席
分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

liyanyuan@cindasc.com

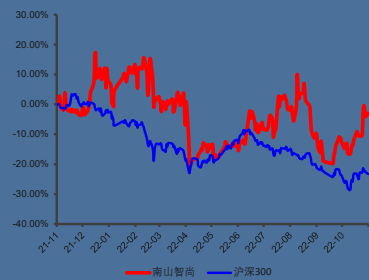
证券研究报告

公司研究

深度报告

南山智尚 (300918.SZ)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元):	9.32
52周内股价	7.80-11.55
波动区间(元):	
最近一月涨跌幅	10.93%
(%):	
总股本(亿股)	3.60
流通A股比例(%)	30.30
总市值(亿元)	33

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

毛纺龙头精耕细作，新兴材料助力腾飞

2022年11月25日

本期内容提要：

- ◆**毛纺织服装行业龙头，打造新材料平台型企业。**公司主要从事精纺呢绒、服装产品的研发、设计、生产和销售，拥有从羊毛到成衣的完整毛纺织服装产业链，主要产品包括精纺呢绒面料、职业装、工装和定制服装，旗下自主品牌包括南山、菲拉特精纺呢绒面料品牌和 DELLMA、MODARATE 等职业装品牌。21 年公司调整战略布局，拓展超高分子聚乙烯新材料业务，开启双轮驱动业务模式，22 年前三季度实现营收、归母净利润 11.85 亿元、1.06 亿元，同增 16.27%、10.13%。
- ◆**高端精纺逐步实现进口替代，订单向优势企业转移。**精纺呢绒行业为毛纺行业细分领域，下游应用于高档西装产品，具有技术、资金密集的特点。近年来呢绒行业结构不断调整，进口量呈下降趋势，其中精纺呢绒进口量下降趋势较为明显，同时国内精纺呢绒产量不断增长，逐步实现高端精纺产品的进口替代。长期来看，毛纺行业两极化趋势持续扩大，数量庞大中小企业在低端产品领域以价格竞争为主，难以进入高端领域参与竞争。头部毛纺企业定位高端，在科技创新、品牌建设、管理水平、销售网络等方面与中小企业拉开差距，逐步向“专业化”经验模式转型，由企业间单一的价格竞争，上升到品牌、技术、产品、服务等层面的综合竞争，以获得更多市场份额。
- ◆**深耕研发全产业链智能生产，高筑精纺品牌势能。**1) 技术方面，公司持续推进研发创新，积累多项研发专利技术，并持续拓展功能性产品品类，并应用于运动休闲服饰等四季化产品领域，推动产品结构向高附加值方向发展。2) 生产方面，智能改造贯穿产业链全流程，快反机制优化效益。智能化全产业链布局充分发挥各生产环节的协同效应，在提高产品品质的同时，降本增效，实现对客户需求的快速反应。3) 品牌方面，公司坚持中高端品牌定位，致力于打造毛纺精品品牌，凭借优质的产品品质和完善的服务体系，积累众多优质客户资源，与国内外一线品牌紧密合作，高筑精纺品牌势能。
- ◆**开拓超高分子聚乙烯领域，推动双轮驱动业务模式。**公司在面料、成衣业务的基础上，拓展高端纤维领域业务，600 吨/年的 UHMWPE 项目已于 22 年 7 月顺利投产，公司快速切入国内高性能纤维行业。超高分子纤维具备众多优异性能，能够广泛应用于军民领域，市场需求景气度较高，且国内 UHMWPE 仍处于高端产能紧缺状态。22 年公司发行可转债，将 6.996 亿元资金用于年产 3000 吨 UHMWPE 建设项目，产品定位高端，质量水平国内领先，新材料项目的建设有望优化公司产业布局，推动产品结构向高附加值方向发展，进一步打开公司成长曲线。
- ◆**盈利预测与投资评级。**我们看好公司较强的技术研发实力和智能化生产制造带来的成本优势和稳定品质保障能力，伴随年产 3000 吨超高分子聚乙烯纤维产能顺利爬坡，公司有望打造又一业绩增长极。我们预计 2022-24 年收入为收入为 17.07/21.01/24.80 亿元，同增 14.43%/23.08%/18.02%，归母净利为 1.69/2.07/2.55 亿元，同增 10.57%/22.79%/23.18%。借助绝对估值法，我们给予公司目标价 14.71 元，公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**宏观经济波动风险、新产能落地不及预期、原材料价格波动风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,358	1,492	1,707	2,101	2,480
增长率 YoY%	-23.3%	9.9%	14.4%	23.1%	18.0%
归属母公司净利润 (百万元)	88	152	169	207	255
增长率 YoY%	-28.1%	74.2%	10.6%	22.8%	23.2%
毛利率%	30.8%	34.2%	31.7%	31.7%	33.4%
净资产收益率 ROE%	5.7%	9.2%	9.5%	10.4%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.42	0.47	0.57	0.71
市盈率 P/E(倍)	38.34	22.01	19.91	16.21	13.16
市净率 P/B(倍)	2.19	2.02	1.88	1.69	1.49

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 11 月 24 日收盘价



目录

公司分析：毛纺织服装行业龙头，打造新材料平台型企业	7
基本概况：精纺服饰一体化，拓展超高分子新材料业务	7
财务分析：精纺呢绒业务高增，公司业绩稳定增长	8
公司治理：股权结构集中，高管团队行业经验丰富且稳定	9
行业分析：高端精纺逐步实现进口替代，订单向优势企业转移	11
行业现状：内需扩大+消费升级，高端精纺逐步实现进口替代	11
行业格局：订单向优势企业转移，两极化趋势持续扩大	13
竞争优势：深耕研发全产业链智能生产，高筑精纺品牌势能	16
技术优势：自有专利赋能新品推出，产品结构持续优化	16
智能生产：智能改造贯穿产业链全流程，快反机制优化效益	17
品牌效应：打造毛纺精品品牌，享优质客户资源	18
未来看点：开拓超高分子聚乙烯领域，推动双轮驱动业务模式	19
布局新领域：UHMWPE 性能优越壁垒高，需求高景气度持续	19
募投项目：3000 吨 UHMWPE 项目顺利推进，开辟新一成长曲线	22
盈利预测及假设	23
风险因素	23

表目录

表 1：公司高管团队简历	10
表 2：国家出台一系列政策支持超高分子量聚乙烯纤维	21
表 3：公司业绩与盈利预测（百万元）	23

图目录

图 1：公司发展历史沿革	7
图 2：公司主要经营业务模式	7
图 3：公司旗下主要品牌及其产品类型、目标客户群、产品价格带、销售区域	7
图 4：2022H1 公司各项业务收入占比情况	8
图 5：2022H1 公司分地区收入占比情况	8
图 6：近年来公司营业收入稳定增长	8
图 7：近年来公司各项业务收入变动情况（百万元）	8
图 8：近年来公司各项业务毛利率变动情况	9
图 9：近年来公司各项费用率变动情况	9
图 10：近年来公司归母净利润及增速	9
图 11：近年来公司净资产收益率变动情况	9
图 12：截至 2022 三季度公司股权结构图	10
图 13：毛纺织产业链分布情况	11
图 14：近年来毛纺行业市场规模及增速情况	11
图 15：近年来国内毛纺纱线产量及增速情况	11
图 16：近年来国内毛织物产量及增速情况	11
图 17：2021、22 年 1-5 月规模以上毛纺染整企业效益指标	12
图 18：2021、22 前五个月毛纺产品出口数量增速变化情况	12
图 19：2022 年 1-5 月美国主要毛纺产品进口（百万美元）	12
图 20：2022 年 1-5 月日本主要毛纺产品进口（亿日元）	12
图 21：2022 年美国、日本与欧盟毛纺产品进口分布	12
图 22：近年来国内呢绒产量及增速情况	13
图 23：国内呢绒销售以内销为主	13
图 24：国内呢绒进口以精纺呢绒为主	13
图 25：毛纺织行业规模以上企业户数变动情况	14
图 26：近年来羊毛价格变动情况	14
图 27：2021 年国内主要精纺呢绒上市公司各项业务营收占比	15
图 28：2021-22 前三季度国内主要精纺呢绒公司收入（百万）	15
图 29：2021-22 前三季度国内主要精纺呢绒公司毛利率（%）	15
图 30：近年来国内主要精纺呢绒企业研发费用率对比（%）	16
图 31：公司获得多项研发项目奖项	16
图 32：公司多项科研项目情况	17
图 33：OPTIM 面料获“21 年度十大类纺织创新产品”称号	17
图 34：公司获得多项产品开发设计荣誉	17
图 35：公司拥有一体化全产业链	18
图 36：公司产业链集上游精纺呢绒和下游成衣于一体	18



图 37: 公司智能化生产改造进程	18
图 38: 公司备纱备货快速反应系统和五大系列化	18
图 39: 公司高筑品牌势能获得多项品牌荣誉	19
图 40: 公司与国内外一线品牌客户建立合作关系	19
图 41: 超高分子量聚乙烯材料性能优异	19
图 42: 超高分子量聚乙烯应用情况	19
图 43: 2015-20 年全球 UHMWPE 行业产能及理论需求	20
图 44: 近年来国内 UHMWPE 需求量及预测情况	20
图 45: 近年来国内 UHMWPE 在下游各个领域需求量及预测情况	21
图 46: 公司已拥有多项自主研发 UHMWPE 技术	22
图 47: 公司拥有多项先进 UHMWPE 项目在研	22
图 48: 公司未来 UHMWPE 产能爬坡过程 (吨)	22
图 49: 未来公司防弹高强丝产品占总产能一半以上	22

投资逻辑

公司主要从事精纺呢绒、服装产品的研发、设计、生产和销售，拥有从羊毛到成衣的完整毛纺织服装产业链。公司旗下自由品牌包括南山、菲拉特精纺呢绒面料品牌和 DELLMA、MODARATE 等职业装品牌。21 年公司调整战略布局，拓展超高分资聚乙烯新材料业务，开启双轮驱动业务模式，随着公司新材料产能逐步释放，将有望进一步打开成长曲线。

短期来看，公司聚焦高质量发展，建立高端纺织体系，全方位提升核心竞争力。在技术方面，积累多项专利技术，拓展功能性产品品类，推动产品结构向高附加值方向发展；在生产方面，公司产业链的协同效应和智能化生产带来较强的成本优势与品质保障。凭借优质的产品品质和完善的服务体系，公司持续高筑品牌势能，中高端品牌定位，有望持续扩大毛纺市场份额，实现业绩稳健增长。

长期来看，公司拓展高端纤维领域业务，年产 600 吨的 UHMWPE 项目已顺利投产。22 年公司拟发行可转债，将 7.0 亿元募集资金用于年产 3000 吨 UHMWPE 建设，公司产品定位高端、质量水平国内领先，伴随新项目逐步落地，公司产业布局将得到优化，业绩成长性较强。

与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

公司持续高筑精纺呢绒和服装行业长期竞争优势，在产品研发方面，持续打磨技术工艺，开拓功能性新产品品类，并应用于景气度较高的运动休闲四季化产品领域。在生产方面，全产业链、智能化生产助力公司在提高产品品质的同时，降本增效，实现对客户需求的快速反应。通过不断优化产品、智能化生产改造，公司不断高筑精纺品牌势能，持续加强与下游优质客户资源的合作。

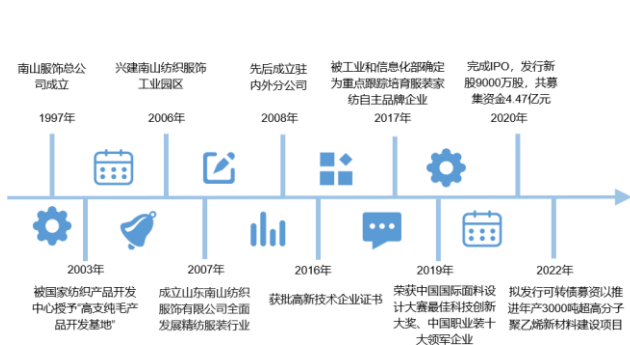
公司在面料和成衣业务的基础上，拓展高端纤维业务领域，通过一期 UHMWPE 项目的顺利投产，公司快速切入蓬勃发展的高性能纤维领域。公司二期项目产品定位高端，一方面采用世界先进的工艺流程及设备以实现中高端产品的生产，另一方面打造从原料到加工再到终端产品的全产业链布局，助力公司优化产业布局，推动产品结构向高附加值方向发展。

公司分析：毛纺织服装行业龙头，打造新材料平台型企业

基本概况：精纺服饰一体化，拓展超高分子新材料业务

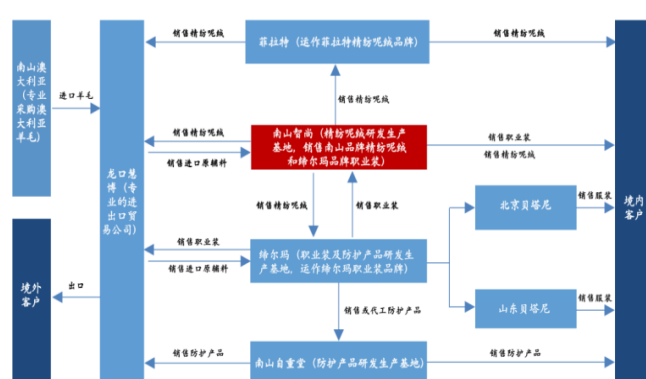
公司自 1997 年成立以来，始终从事精纺呢绒、服装产品的研发、设计、生产和销售，拥有从羊毛到成衣完整的毛纺织服装产业链，现已成为全球知名的毛纺织服装产业链一体化企业。公司主要产品包括精纺呢绒面料、职业装、工装、校服以及高级定制服装，旗下拥有南山、菲拉特精纺呢绒面料品牌，DELLMA、MODARATE、MENSPLANEET 职业装品牌以及 YUSAN 防护服品牌。自 2021 年起公司调整战略布局，开启双轮驱动业务模式，聚焦并扩展精纺呢绒、纺织服饰业务的同时，积极开拓超高分子聚乙烯新材料业务。

图 1：公司发展历史沿革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 2：公司主要经营业务模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司旗下主要品牌及其产品类型、目标客户群、产品价格带、销售区域

品牌名称	主要产品类型	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域
南山	精纺呢绒面料	国外：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：国家单位；品牌服装厂	国外市场：8-30美金 国内市场：50-120元	国外市场：美国、加拿大为主的美洲市场；日韩香港东南亚为主的亚洲市场；欧盟为主的欧洲市场；澳大利亚、俄罗斯及中东市场 国内市场：全国
菲拉特	精纺呢绒面料	一线服装品牌；高端定制品牌；高端职业装公司	国外市场：11-30美金 国内市场：120-300元	国外市场：美国、加拿大为主的美洲市场；日韩香港东南亚为主的亚洲市场；欧盟为主的欧洲市场；澳大利亚、俄罗斯及中东市场 国内市场：全国
菲尔玛	男女式职业装、西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、制服和运动式校服	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	国内市场：全国
织尚定制	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	国内市场：全国
裕山	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	国内市场：全国
曼斯布莱顿	西服套装、单西裤、衬衣	学生、婚庆、商务人士	西服套装：1699-3299元；单西裤：299-499元；衬衣：199-329元	国内市场：全国

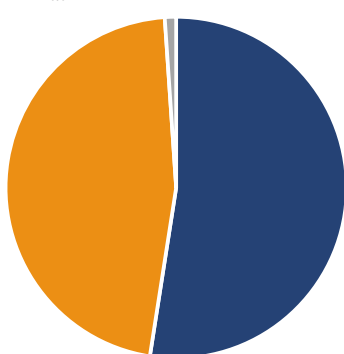
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分产品看，公司主要收入来源为精纺呢绒和服装，2022H1 两者收入比重分别为 52.47%和 46.46%，其他业务主要由边角料销售贡献。分市场看，公司收入主要来源于国内，2022H1 公司中国大陆收入 6.01 亿元，占比 77.05%。



图 4：2022H1 公司各项业务收入占比情况

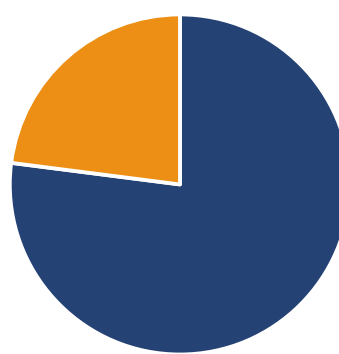
■ 精纺呢绒 ■ 服装 ■ 其他业务



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 5：2022H1 公司分地区收入占比情况

■ 中国大陆 ■ 国外

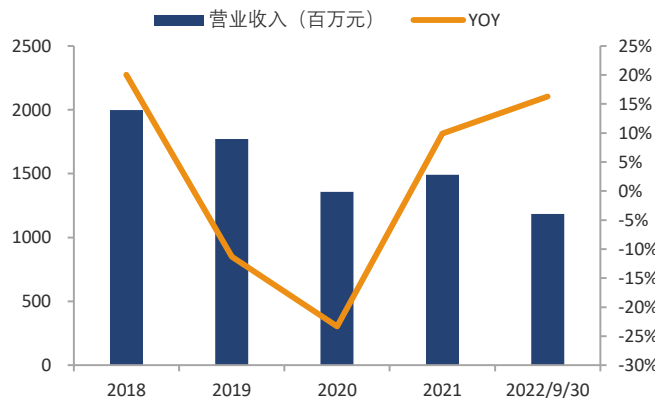


资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务分析：精纺呢绒业务高增，21 年来公司业绩持续向好

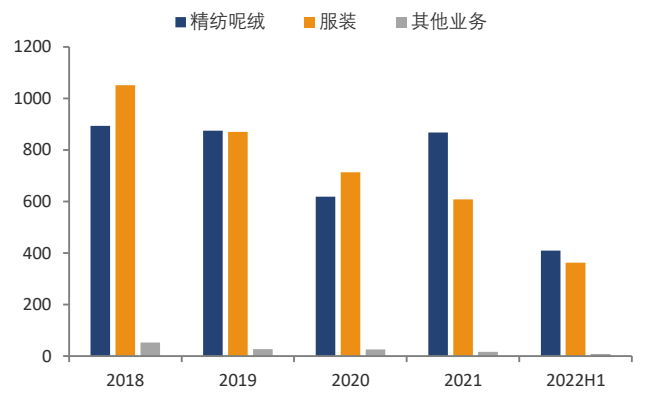
近年来公司营业收入波动较大，2018-20 年公司营收逐年下滑，营业收入由 2018 年的 19.97 亿元降至 20 年的 13.58 亿元，2018-20 年年均复合增速为-17.55%，其中 2019 年服装市场向年轻化、多样化、定制化趋势发展，精纺呢绒多品种、小批量产品需求增加，因此公司大批量标准化产品销量减少、设备利用率降低，带动收入有所下滑；2020 年在新冠疫情的影响下，海外企业延迟复工、订单延迟，境外订单减少。随着 21 年疫情好转，纺织行业逐步复苏，公司精纺呢绒销量快速提升，带动公司 2021 年、22 年前三季度营业收入同增 9.88%、16.27%至 14.92 亿元、11.85 亿元。

图 6：近年来公司营业收入稳定增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：近年来公司各项业务收入变动情况（百万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

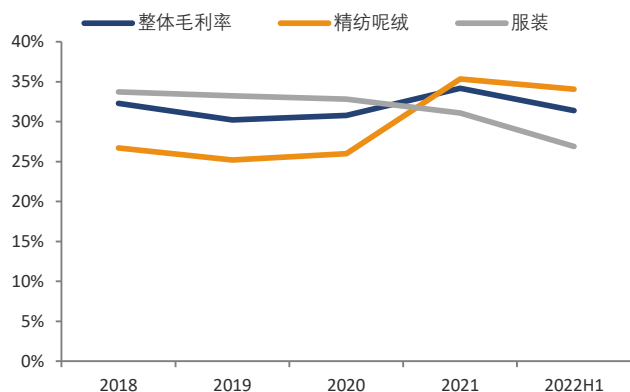
受产品结构的调整和技术进步等因素影响，公司毛利率呈现上行态势，2021 年毛利率达 34.17%，同增 3.39PCT。由于公司所用羊毛主要采购于澳大利亚，22 年美元兑人民币汇率上涨，带动 22 前三季度公司毛利率同降 1.8PCT 至 32.24%。分业务看，精纺呢绒产品毛利率整体呈上行趋势，21 年精纺呢绒毛利率同增 9.36PCT 至 35.35%，主要系公司注重面料新功能研发，且注重通过工艺改进、扩大产品在服用性能方面优势，提高附加值产品占比。服装业务方面，21 年以前服装产品毛利率基本稳定，保持在 30%以上，22H1 在汇率上涨等因素影响下，服装产品毛利率同降 5.24PCT 至 26.91%。

期间费用率方面，公司持续优化费用管理，近年来期间费用率呈下降趋势。销售费用方面，2020 年由于公司执行新收入准则，将运输等费用计入营业成本，叠加在疫情影响下，产品销量下降，导致相关销售人员薪酬、服务费缩减，带动销售费用率同降 1.89PCT 至 9.51%；2020-2022 前三季度公司销售费用率基本保持在 11%以下。研发费用方面，近年来公司持

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

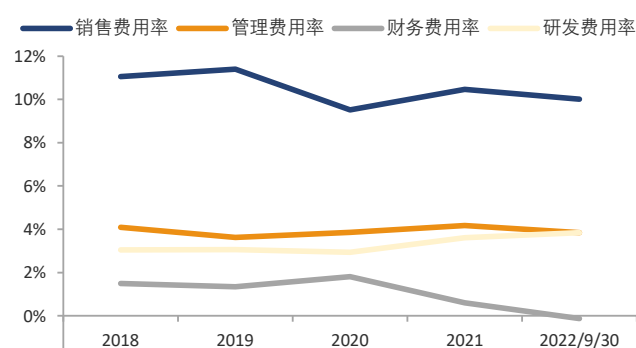
续加强研发投入，注重面料研发和工艺改进，研发费用率呈现上升趋势，2021 年、22 前三季度公司研发费用率分别为 3.61%、3.84%，同增 0.67PCT、0.24PCT。财务费用方面，由于 2021 年公司利息支出、汇兑损益减少、利息收入增加，财务费用率同降 1.21PCT 至 0.60%。近年来公司管理费用率较为稳定，基本保持在 4% 左右。

图 8：近年来公司各项业务毛利率变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

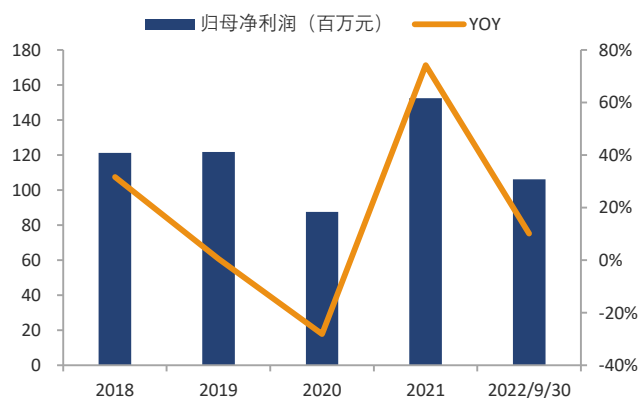
图 9：近年来公司各项费用率变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

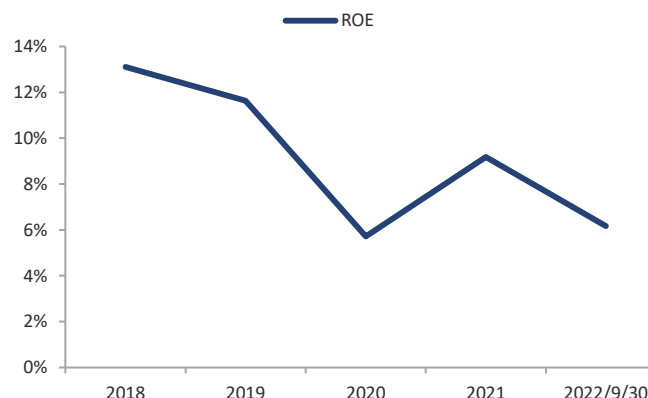
盈利表现来看，在疫情恢复常态化背景下，一方面 2021 年以来公司精纺呢绒销量和收入快速增长，另一方面公司不断增强核心竞争力，高附加值产品占比持续提升，2021-2022 前三季度公司实现归母净利润 1.52 亿元、1.06 亿元，同增 74.17%、10.13%。净资产收益率方面，2020 年公司登陆创业板，所有者权益大幅增加，带动 ROE 同比下降 5.92PCT 至 5.72%；2021 年公司盈利能力大幅提升，带动 ROE 同增 3.46PCT 至 9.18%。

图 10：近年来公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：近年来公司净资产收益率变动情况

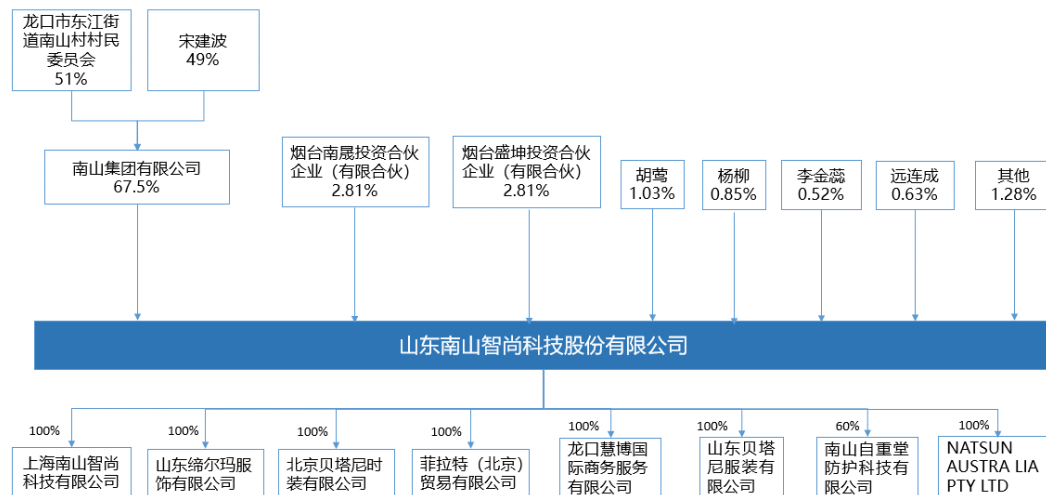


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司治理：股权结构集中，高管团队行业经验丰富且稳定

公司控股东南山集团为集体企业，南山村村委会为实际控制人，持有南山集团股份比例分别为 51%，南山集团董事长兼总经理宋建波持有南山集团 49% 股份。通过“公司制农村发展模式”，南山村得以迅速发展，目前南山集团旗下上市公司包括南山智尚、南山铝业、恒通股份。南山集团直接持有南山智尚 67.5% 的股份，并通过员工持股平台烟台南晟和高管持股平台烟台盛坤各间接持有 2.81% 的股份。

图 12: 截至 2022 三季度公司股权结构图



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司管理层具有丰富的行业经验与扎实的专业知识，管理架构基本保持稳定。董事长兼总经理赵亮，具备多年纺织服装行业工作及管理经验，公司其他高管在棉纺行业拥有多年积累，对纺织品生产、研发和企业管理经验丰富。

表 1: 公司高管团队简历

姓名	职位	学历	背景
赵亮	董事长、总经理	硕士	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 2017 年 12 月至今任南山智尚董事长兼总经理。
宋日友	副董事长	本科	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 2017 年 12 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事，2018 年 11 月至今任南山集团资本投资有限公司董事长。
曹贻儒	副总经理	专科	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	副总经理	硕士	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，自 2020 年 12 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司精纺事业部总经理。
赵厚杰	副总经理、董事会秘书	硕士	曾任南山纺织董事长助理，南山铝业证券部主任助理，现任南山智尚董事会秘书。
徐晓青	财务总监	专科	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，现任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。

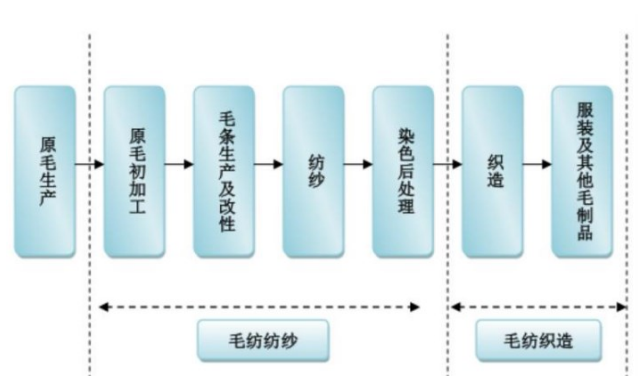
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业分析：高端精纺逐步实现进口替代，订单向优势企业转移

行业现状：内需扩大+消费升级，高端精纺逐步实现进口替代

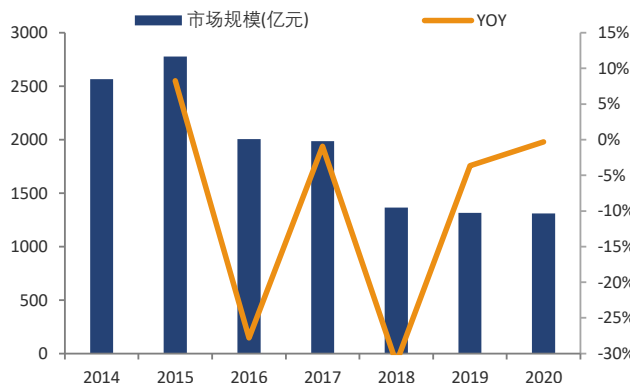
毛纺是以动物毛纤维及毛型纤维为原料进行绒毛初级加工、毛条制造、毛纺纱、毛织造、毛染整及毛制成品加工的制造行业。近年来在内需扩大和消费升级的趋势下，我国毛纺织工业在经过几年的低迷后，呈现逐步复苏态势，2019-20 年国内规模以上毛纺企业营业收入为 1315 亿元，1311 亿元，同增-3.66%、-0.30%，跌幅大幅收窄。伴随国产品牌与国潮文化的崛起，以及毛纺制品的应用在运动休闲领域持续渗透，毛纺织品的需求空间有望持续扩展。从产量来看，疫情后国内毛纺消费市场持续巩固复苏趋势，2021H1 国内毛纱线、毛织物产量分别为 8.4 万吨、1.2 亿米，同增 16.2%、-11.1%。

图 13：毛纺织产业链分布情况



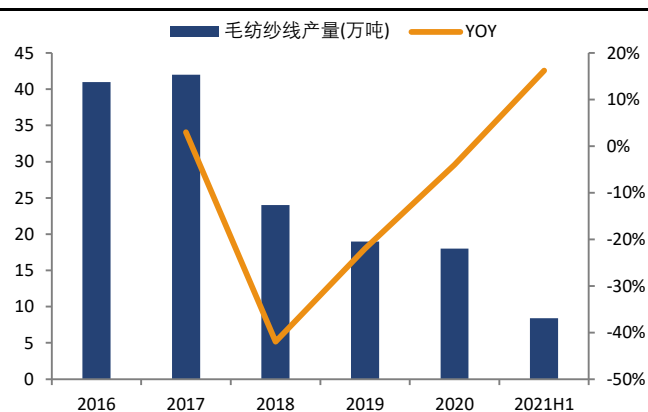
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：近年来毛纺行业市场规模及增速情况



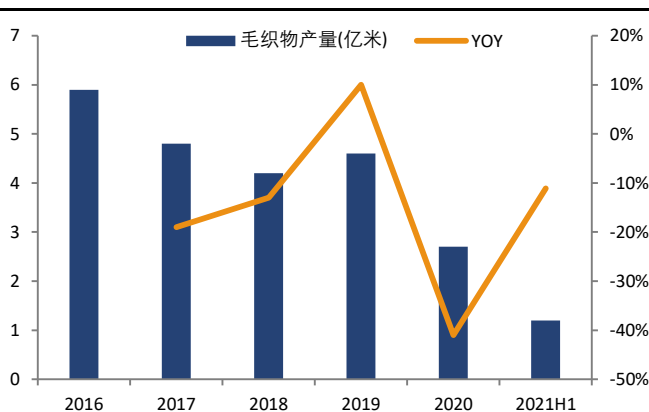
资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 15：近年来国内毛纺纱线产量及增速情况



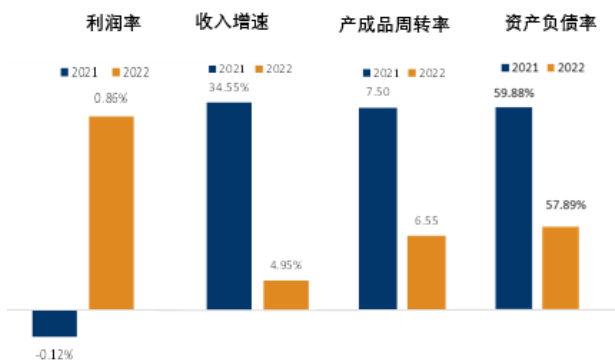
资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 16：近年来国内毛织物产量及增速情况

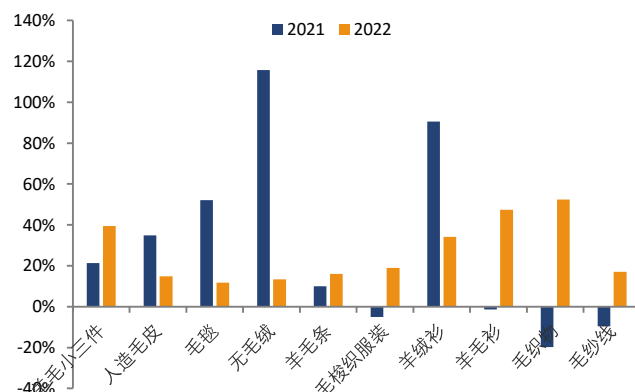


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

从规模以上毛纺织染整企业的效益指标来看，2022 年 1-5 月毛纺行业累计收入水平保持增长，但涨幅较去年同期明显收窄，主要受国内新冠疫情扩散影响；产品销售周期延长，产成品周转率为 6.55 次/年，较去年同期下降 12%。毛纺出口方面，2022 年 1-5 月中国毛纺织原料与制品出口总额为 32 亿美元，同增 21.3%，其中各类产品出口额均实现同比增长；在出口数量方面，除毛纱线、羊毛衫出口数量有所下滑，其他毛纺品类均实现增长。

图 17：2021、22 年 1-5 月规模以上毛纺染整企业效益指标


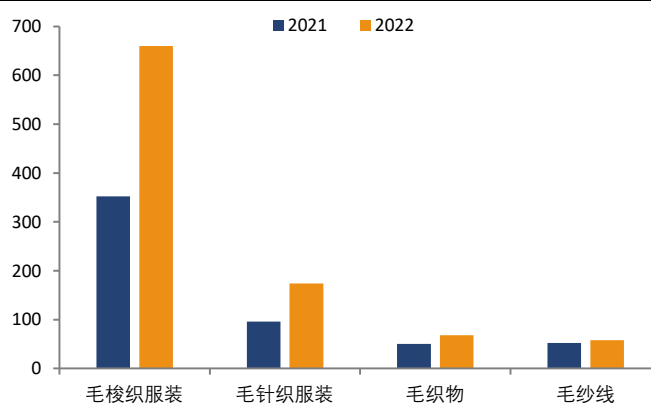
资料来源：中国毛纺织行业协会，信达证券研发中心

图 18：2021、22 前五个月毛纺产品出口数量增速变化情况


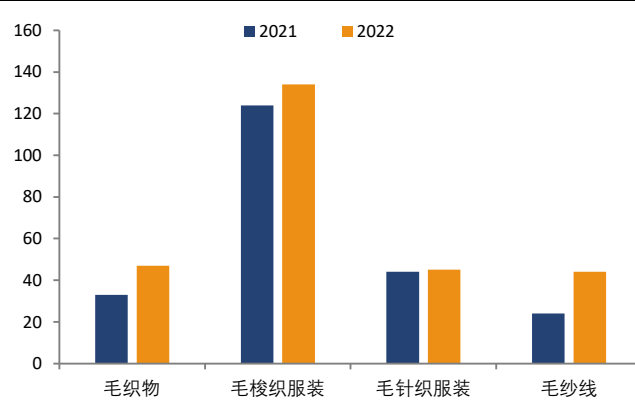
资料来源：中国毛纺织行业协会，信达证券研发中心

海外市场方面，疫情后全球毛纺消费复苏，中国为主要毛纺产品出口国家。美国市场毛纺服装快速增长，2022 年 1-5 月美国毛梭织服装、毛针织服装进口额均超 6.5 亿美元、1.5 亿美元，同增 86.67%、84.34%，毛纺产品需求快速增长，2022 年 1-5 月美国进口毛纺产品总额 13 亿美元，同增 51%。日本方面，在低基数影响下，2022 年 1-5 月日本毛纺产品进口额呈现较快增长，毛织物、毛纱线产品同比增长 43.56%、87.15%。

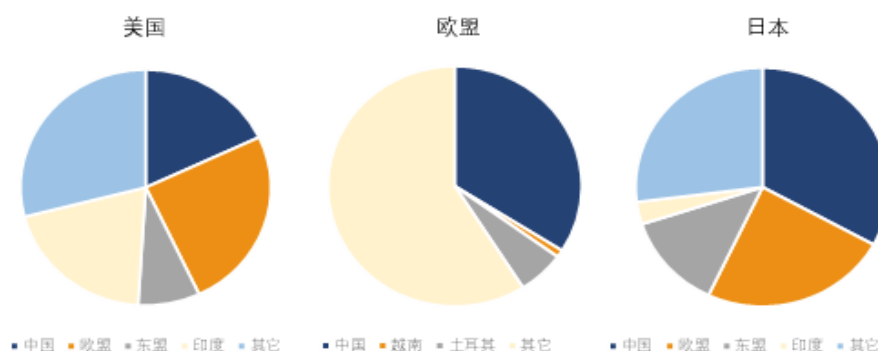
从海外国家毛纺产品进口结构来看，中国毛纺产品在主要消费市场表现基本稳定，2022 年 1-5 月中国进口毛纺产品分别占美国、日本进口总额的 18%、33%，较 21 年同期均增长 2PCT，22 年 1-3 月中国出口毛纺产品占欧盟进口总额的 34%，同增 2PCT。

图 19：2022 年 1-5 月美国主要毛纺产品进口（百万美元）


资料来源：中国毛纺织行业协会，信达证券研发中心

图 20：2022 年 1-5 月日本主要毛纺产品进口（亿日元）


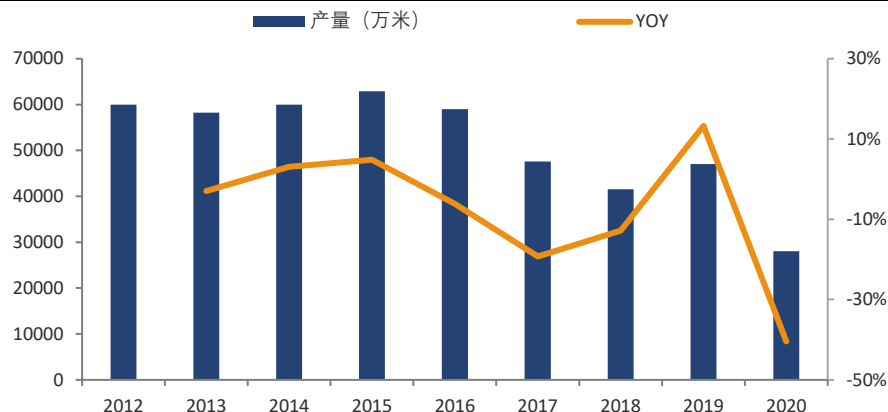
资料来源：中国毛纺织行业协会，信达证券研发中心

图 21：2022 年美国、日本与欧盟毛纺产品进口分布


资料来源：中国毛纺织行业协会，信达证券研发中心

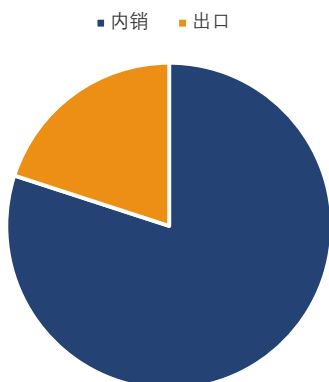
精纺呢绒行业作为毛纺行业的细分领域，下游主要应用于高档西装等产品，具有生产供给技术复杂、资金及技术密集型的特点。从呢绒产品进出口结构来看，我国呢绒销售以内销为主，出口维持在 20% 水平，印尼、越南、日本是我国精纺呢绒主要出口国，近年来三国出口量占国内精纺呢绒总出口量过半，其中印尼和越南进口精纺呢绒主要用于成衣加工进而出口欧美等地。进口方面，国内呢绒进口以精纺呢绒为主，精纺呢绒占呢绒进口总量六成以上。近年来呢绒面料行业结构不断调整，进口量呈下降趋势，其中精纺呢绒进口下降趋势较为明显，同时国内精纺呢绒产量不断增长，逐步实现高端产品的部分进口替代。

图 22：近年来国内呢绒产量及增速情况



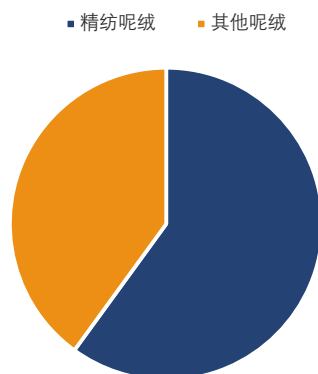
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：国内呢绒销售以内销为主



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24：国内呢绒进口以精纺呢绒为主



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

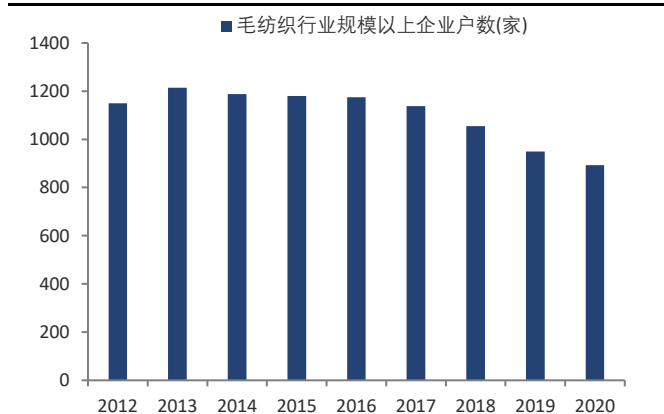
疫情后伴随全球市场毛纺需求复苏，精纺产品不断创新，科技成果引人注目。具体来看，近年来在国内纺织工业要素成本上涨的影响下，企业经营压力加大，开始注重应用高新技术和先进技术，开发更为轻薄化、功能性的产品，以实现产品结构向高附加值方向发展。此外精纺产品开发更加注重差异化，新开发的产品不仅从色彩、风格、图案、手感等方面进行设计，同时从原料、组织、后整理等技术层面加以创新，满足消费者个性化需求。

行业格局：订单向优势企业转移，两极化趋势持续扩大

毛纺织行业具有技术、资金、劳动密集的特点，行业竞争呈现两极分化趋势，数量庞大的中小企业在中低端产品领域以价格竞争为主。这类企业通常缺乏研发、设计能力，生产技

术及工艺落后，规模小、产品质量低，定价能力弱，低端产能过剩，难以进入高端产品领域参与竞争，满足消费升级需求，因此近年来在人力成本上涨、原材料成本波动的背景下，大量中小企业因技术储备不足、人才和资金短缺，难以实现生产设备的升级与技术改革，在激烈的市场竞争中退出市场，2020 年国内毛纺行业规模以上企业数仅为 893 家，同降 6%。

图 25: 毛纺织行业规模以上企业户数变动情况



资料来源: 历年《中国纺织工业发展报告》，信达证券研发中心

图 26: 近年来羊毛价格变动情况



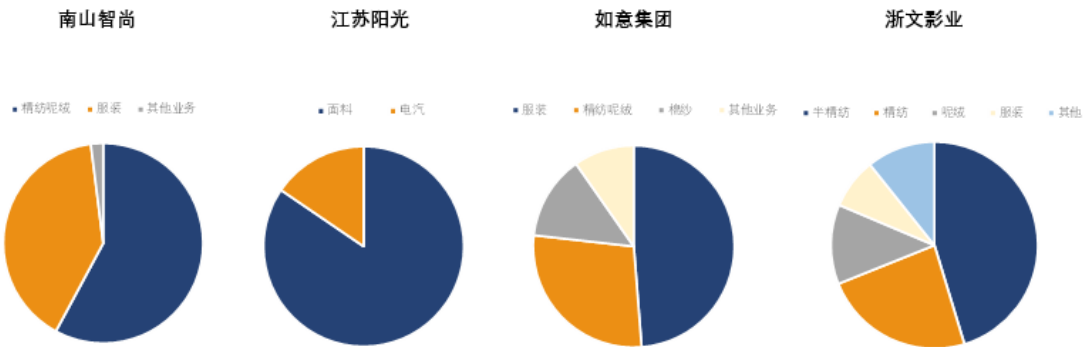
资料来源: Wind，信达证券研发中心

相较于国际头部毛纺企业，国内头部毛纺企业在生产工艺技术、质量管理水平、营销网络建设等方面与国际先进水平差距不断缩小，呈现出专业化的技术创新机制、设计开发、国际销售网络和管理体系。相较于国内毛纺企业，优质企业定位高端，在科技创新、品牌建设、管理水平、销售网络方面逐步与中小企业拉开差距。行业内企业间的竞争由单一的价格竞争，上升到品牌、技术、产品、服务等层面的综合竞争，逐步向“专业化”经营模式转型。行业内领先企业开始注重应用高新技术，开发更为轻薄化、功能化产品，如南山智尚先期开发的 Super200S 面料和纯羊绒、毛丝等系列面料，以及江苏阳光具有国际顶级面料品质的高端奢华系列高端高支全毛面料和融入新时尚元素的时尚科技系列花式花呢面料。

从国内头部毛纺企业营收规模来看，纱线标准化程度较高，更为容易标准化，新澳股份、浙文影业为毛纺纱线环节规模最大的两家公司，2021 年实现营收 34.45 亿元、24.52 亿元，其中纱线分别贡献营收 28.90 亿元、16.90 亿元，营收占比为 74.15%、68.92%。毛纺面料和服装环节来看，江苏阳光、南山智尚为精纺呢绒面料环节规模最大的两家公司，2021 年实现营收 19.92 亿元、14.92 亿元，其中精纺呢绒面料贡献营收 16.01 亿元、8.75 亿元，营收占比为 80.37%、58.11%。同时南山智尚为服装环节规模最大的公司，21 年其服装业务贡献营收为 6.08 亿元，营收占比达 40.75%。与毛纺纱线公司相比，面料、服装环节公司收入体量相对较小，盈利能力更强。

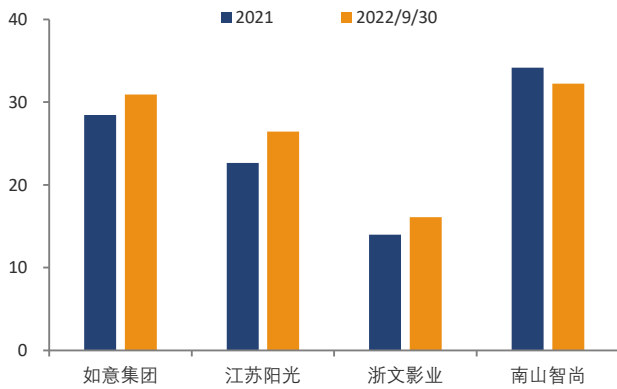
从毛利率来看，毛纺服装业务毛利率相对较高，如意集团、南山智尚 22 年前三季度毛利率分别为 30.92%、32.24%，高于面料业务占比较高的江苏阳光。相较于面料、成衣环节占比较高的公司，新澳股份、浙文影业以纱线业务为主，标准化程度较强、规模天花板较高，盈利能力相对较低，22 年前三季度毛利率为 19.23%、16.09%。

图 27: 2021 年国内主要精纺呢绒上市公司各项业务营收占比



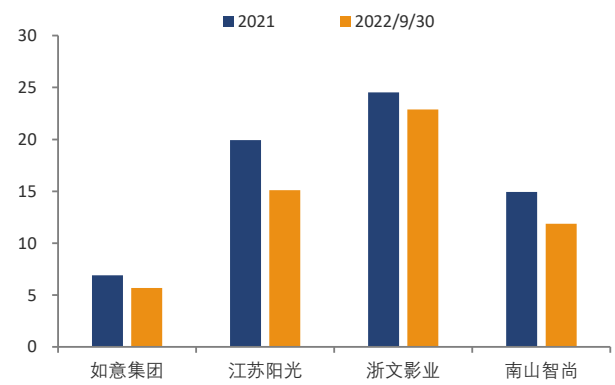
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 2021-22 前三季度国内主要精纺呢绒公司收入 (百万)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 2021-22 前三季度国内主要精纺呢绒公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

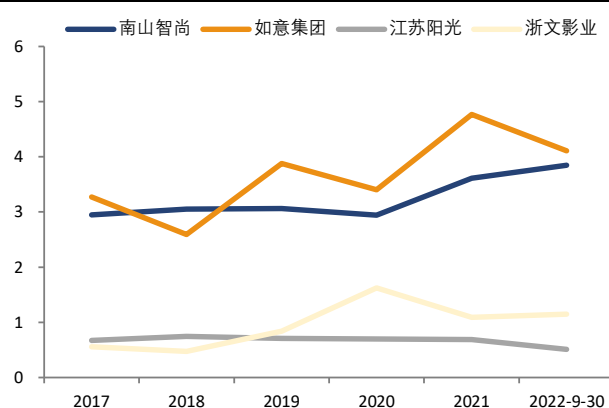
核心优势：深耕研发全产业链智能生产，高筑精纺品牌势能

公司持续推进研发创新，积累多项研发专利技术，产品结构向高附加值的功能性方向延伸。智能化全产业链一体化布局充分发挥设计、生产和销售环节的协同效应，提高产品品质的同时，降本增效，实现对客户需求的快速反应。凭借优良的产品品质和完善的服务体系，公司享有优质客户资源，与众多国内外一线品牌紧密合作，高筑竞争壁垒。

技术优势：自有专利赋能新品推出，产品结构持续优化

持续推进设计研发，科研成果丰厚。公司重视设计研发，近年来研发投入的营收占比基本保持在 2.90%以上。公司致力于羊毛技术的创新研发和市场推广，拥有完善的产品研发和科技创新体系，同国际羊毛局合作建立全球唯一的国际羊毛创新中心（WDC）。研发团队方面，公司积极推进产、学、研一体化合作，与西安工程大学、北京服装学院、东华大学、意大利马兰戈尼学院（上海）等国内外知名纺织服装院校建立稳定合作关系，现有研发设计团队由来自意大利等地区知名面料以及服装设计师和工程技术人员构成，为公司生产研发提供先进技术支持与品质保证。经过多年的积累，公司取得较多科研成果，截至 22 年 9 月公司已获得 74 项专利，包括 30 项发明专利、44 项实用新型专利，被认定为国家级高新技术企业、国家级制造业单项冠军、国家级绿色工厂。

图 30：近年来国内主要精纺呢绒企业研发费用率对比（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 31：公司获得多项研发项目奖项

项目	奖项	颁发机构
一种防风拒水可机洗全毛户外运动面料及其生产方法	中国纺织工业联合会专利奖优秀奖	中国纺织工业联合会
一种毛精纺阻燃面料的生产方法	中国纺织行业专利奖优秀奖	中国纺织工业联合会
精纺纯毛织物天然抗皱关键技术研究与生产应用	中国纺织工业联合会科技进步奖叁等	中国纺织工业联合会
一种未着色羊毛拉伸细化和非永久定型的方法	中国纺织行业专利奖优秀奖	中国纺织工业联合会
一种集成纺纱方法	中国纺织行业专利奖优秀奖	中国纺织工业联合会
羊毛成衣染色复古水洗工艺	2016年度纺织行业新技术(成果)推广项目	中国纺织工业联合会、纺织之光科技教育基金会
防辐射复合功能精纺毛织物关键技术研究及产业化	中国纺织工业联合会科技进步奖贰等	中国纺织工业联合会
精纺毛织物阻燃与拒水防油复合功能关键技术研究及应用	山东省科技进步叁等	山东省人民政府
防辐射、抗菌复合功能精纺毛织物开发和应用	烟台市科技进步奖贰等	烟台市科学技术奖评审委员会
羊毛/芳纶阻燃与拒水防油复合功能织物技术开发与应用	中国纺织工业联合会科技进步奖贰等	中国纺织工业联合会

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32：公司多项科研项目情况

主要研发项目	项目目的	拟达到目标
时尚产品项目	根据流行趋势，结合企业技术优势，开发市场适应性产品	通过时尚趋势与企业技术结合，驱动产品紧随市场潮流，提升企业产品期货市场占有率和品牌影响力
科研攻关项目	研发功能性产品	形成企业的技术沉淀，结题项目已完成产业化应用，结合流行趋势，直接形成成品销售
职业装3D数字化流程创新项目	使用3D数字化科技来提高服装设计，研发，工艺流程，以及供应链流程的效率和质量	降低职业装的设计研发成本；建立可视化，数字化的服装数据库，缩短研发周期，建立数字化体系
智能服饰	增加棉、涤纶、TR等新材料和智能化产品的开发研究，增加外挂厂家的合作，申报各项专利，满足各行业对功能性产品需求	研发功能性材料类和电子信息类智能服装两大智能服装

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

以自有专利加强功能性产品研发，横向拓展产品品类。依托先进的工艺技术和产品研发，公司开发出多品类精纺呢绒产品，覆盖经典全毛系列、极品毛绒丝系列、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体系。公司不断进行品类拓展，以自有专利技术研发“极品亲肤衬衫系列、复古羊毛系列、OL女装系列、OPTIM户外面料系列”，其中 OPTIM 全羊毛防水功能性面料由 100%澳大利亚美利诺羊毛制成，兼具防风拒水、抗皱、透气、可机洗、绿色环保等优质特性，实现羊毛面料服用性能的突破创新，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。

图 33：OPTIM.面料获“21 年度十大类纺织创新产品”称号


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 34：公司获得多项产品开发设计荣誉

类别	荣誉名称	颁发机构
冬奥会残奥会服装征集	2022年冬奥会和冬残奥会服装征集入围方案	北京 2022 年冬奥会和冬残奥会组委会文化宣传部
中国职业服装设计大赛	“格调”荣获 2021 中国职业服装设计大赛优秀奖	中国服装协会
中国国际华服设计大赛	2021 年“第一届中国国际华服设计大赛”优秀效果图奖	中国国际华服设计大赛组委会、山东省服装行业协会、山东广播电视台综合广播
“红太阳杯”全国毛纺面料	“毛纺面料”荣获“红太阳杯”第十一届全国毛纺面料品质奖	中国毛纺织行业协会
OUE 新势力职业服装设计大赛	“2021OUE新势力职业服装设计大赛”职业组优秀奖	全国工商业纺织服装业商会、OUE 职业装团服组委会
中国校服设计大赛	“小学生运动系列”荣获 2021 中国校服设计大赛二等奖	中国全国工商联合会纺织服装业商会、上海国际校服·园服展览会组委会
军服文化创意设计大赛	“荣耀红装”荣获第二届“军服文化创意设计大赛”军服款式结构设计并获常服组金奖	中国纺织服装业联合会、第二届军服文化创意设计大赛组委会
山东省工业设计大赛	“云浣风轻·似水年华”轻羽 700 克超轻西装荣获山东省第三届“省长杯”工业设计大赛优秀奖	山东省“省长杯”工业设计大赛组委会

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

智能生产：智能改造贯穿产业链全流程，快反机制优化效益

全产业链布局形成信息闭环，协同效应优化品质降本增效。公司拥有完善的毛纺织服装产业链，覆盖上游原材料采购、面料研发、毛条加工、染色、纺纱、制造、后整理于一体的精纺呢绒业务，以及下游成衣研发、设计、制造、品牌运营。全产业链的战略布局将传统制作工艺和当代设计结合，从澳大利亚优质羊毛培育，到多品种面料织造，再到精致成衣制作，为消费者量身打造西装、大衣、外套、衬衫和西裤等全品类、多元化的产品结构。一体化的全产业链布局在加强各板块间高效协作，发挥协同优势的同时，通过全流程控制，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>17

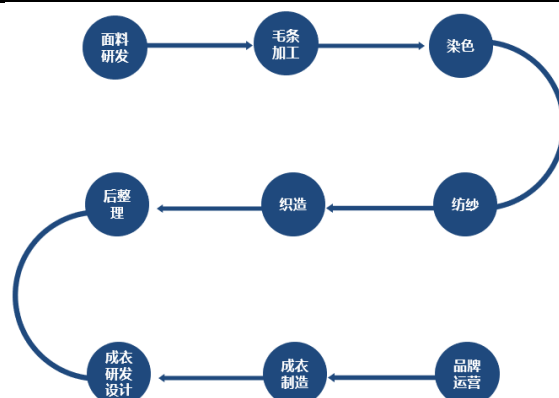
有效保证产品质量的稳定性，助力公司实现高质量稳定发展。

图 35：公司拥有一体化全产业链



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 36：公司产业链集上游精纺呢绒和下游成衣于一体



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

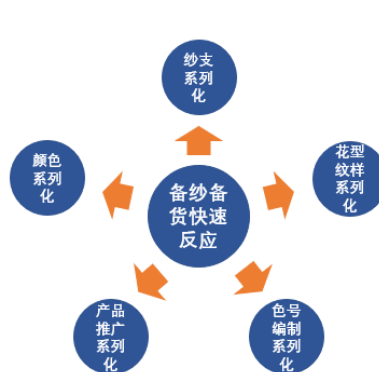
智能化生产全流程贯穿，充分发挥快反优势。1) 硬件装备方面，公司积极推进智能化、互联网化升级，于 21 年与中国服装科研研究院达成智能工厂数字化转型合作，充分应用“MTM+CAD+MES+ERP+3D+5G”前中后台系统体系，将产业间系统进行无缝对接，加速由传统制造型企业向智慧智能企业转型，打造“工业化、个性化、智能化”的服务体系。具体来看，公司智能工厂——云尚工厂形成集中台 ERP 系统、前端 MTM 订单系统及 MES 系统于一体的信息平台，大幅提升公司智能生产技术水平，实现高定单件快速流水和工序流自动编排的柔性化生产，生产周期实现缝制 3 天出产成品，7-9 天交付，领先同行业的制造实力。2) 软实力方面，公司形成一套“设计-业务-终端客户”的一体化产品运作模式，通过对历史数据的分析总结、对产品流行周期的研究和流行趋势的研判，建立备纱备货的快速反应，实现颜色、纱支、花型纹样、品色号编制、产品推广的系列化，缩短产品的开发和生产周期，完成对客户需求的快速反应。

图 37：公司智能化生产改造进程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 38：公司备纱备货快速反应系统和五大系列化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

品牌效应：打造毛纺精品品牌，享优质客户资源

公司坚持品牌中高端定位，致力于打造毛纺精品品牌。原材料与工艺方面，公司严格把控上游原材料，精纺呢绒产品采用纯天然纤维材质，以澳洲美丽诺羊毛结合功能性纤维为主要原料，并结合拉细羊毛技术、意大利团队原创设计和公司纺织染整完整的精纺技术，实现精纺呢绒面料各生产环节紧密衔接，保证产品优良品质的稳定性。质量管理方面，公司

已通过质量管理、环境管理和执业健康安全管理体系认证，是国际羊毛局纯羊毛标志特许权企业和高比例羊毛混纺标志特许权企业，其中公司检测中心拥有进口成套检测设备，是为数不多获得 CNAS 认可的纺织企业检测中心，质量保证体系完善。客户服务方面，公司不断完善企业服务体系，建立“售前、售中、售后”体系化服务，通过提供规范且运行良好的差异化服务实现由传统生产企业向品牌型企业的发展，被中国商业联合会、中国保护消费者基金会等机构认定为“全国售后服务行业十佳单位”。

凭借优质的产品品质和完善的服务体系，公司旗下品牌在全球市场获得良好的品牌认知度和美誉度，其中“南山”牌精纺呢绒、“缔尔玛”牌职业装被国家工商总局认定为中国驰名商标，“缔尔玛”牌职业装先后获评“中国职业装十大顶级品牌”、“中国服装成长品牌”。经过多年深耕，公司不断高筑品牌势能，建立起稳定的销售客户网路，服务于国内外一流品牌的客户群，如报喜鸟、乔治白、罗蒙，以及国际一线品牌，如意大利 Armani、法国纪梵希、澳大利亚 OXFORD 等。

图 39：公司高筑品牌势能获得多项品牌荣誉

荣誉名称	颁发机构
中国职业装十大领军企业	中国服装协会
制造业单项冠军示范企业	工业和信息化部、中国工业经济联合会
驰名商标(“缔尔玛”)	国家工商行政管理总局商标局
中国服装成长型品牌(“缔尔玛”品牌)	中国纺织工业联合会流通分会、中国服装协会
2016 中国纺织服装行业品牌价值 50 强	中国纺织工业联合会
2016 年重点跟踪培育服装家纺自主品牌	中国纺织工业联合会
2014 年度中国职业装十大顶级品牌	中国名企排行网、中国采购与招标网
中国职业装领军企业	中国服装协会
2014 中国纺织服装行业品牌价值 50 强	中国纺织工业联合会、中国标准化研究院
山东名牌产品(曼斯布莱顿衬衫)	山东省品牌战略推进委员会
山东名牌产品(南山、缔尔玛牌西装)	山东省品牌战略推进委员会
驰名商标(“NANSHAN 及图”)	国家工商行政管理总局商标局

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 40：公司与国内外一线品牌客户建立合作关系



资料来源：公司公告，各公司官网，信达证券研发中心

未来看点：开拓超高分子聚乙烯领域，推动双轮驱动业务模式

布局新领域：UHMWPE 性能优越壁垒高，需求高景气度持续

公司以科技创新为企业发展核心驱动力，不断加大技术研发，在面料、成衣业务的基础上，拓展高端纤维领域业务。公司于 2021 年投资建设 600 吨/年的超高分子聚乙烯项目已顺利投产，快速切入国内高性能纤维生产行业。

超高分子聚乙烯纤维是继碳纤维、芳纶纤维后的第三代高性能纤维，由于其是由分子量在 100 万以上的聚乙烯树脂纺制而成的纤维，因此断裂伸长率、柔韧性以及抗冲击能力均优于碳纤维、芳纶，是目前工业化高性能纤维中强度和比模量最高的纤维。基于超高分子量聚乙烯纤维具有超高强度、超高模量、低密度、耐磨损、耐低温、耐紫外线、抗屏蔽、柔韧性好、冲击能量吸收高及耐强酸浅见化学腐蚀性等众多优异性能，是军民两用的新材料，被广泛应用于军事装备、海洋产业、安全防护、体育器材等领域。

图 41：超高分子聚乙烯材料性能优异

图 42：超高分子量聚乙烯应用情况

纤维类别	密度 (g/cm)	强度 (Gpa)	模量 (Gpa)	断裂伸长率 (%)	分解温度(°C)	使用温度(°C)
超高分子量聚乙烯纤维	0.97	2.6-4.5	87.0~172.0	3.5	140	<90
碳纤维	1.8	3.5-7.0	230.0~460.0	0.5~1.4	3,700	2,000
对位芳纶	1.44	2.7-3.3	70.0~120.0	2.4	570	250
间位芳纶	1.38	0.55~0.66	13.8~16.6	20.0~22.0	430	204
E-玻璃纤维	2.53	3.45	73	4.5	-	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

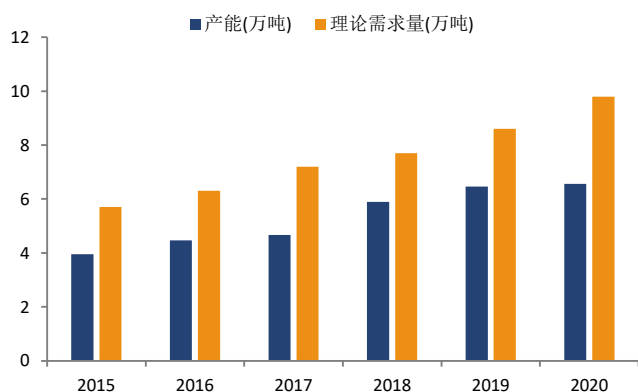
领域	绳缆制品	纺织织物	无纺布物	复合材料
军事装备	海上布雷网、降落绳伞	降落伞、伪装网	软质防弹衣	坦克车、武装直升机装甲板，轻体装甲车车身，飞行器，防弹头盔等
海洋产业	海上采油、养殖、海底采集用绳	海上挡油堤，捕鱼拖网，围网，深海养殖网箱	海水过滤膜结构	轻便船体结构间，海堤围坝海洋专用箱体
安全防护	安全吊袋袋，轻质手铐，安全绳索	防割手套，防割割工作服，防刺服	防刺服	防弹衣高性能插板 防弹盾牌
体育器材	登山绳索，钓鱼线，球拍，网线，	船帆，吹气船，击剑服	训练用反弹毛毡	赛艇，射箭弓，滑雪橇，曲棍球棒，钓鱼竿
建筑业	货物吊绳吊网、防护网	强力包装用具	护卫面料	安全帽、特种围栏

资料来源：同益中招股说明书，信达证券研发中心

从 UHMWPE 的发展历程来看，1970 年代后期荷兰 DSM 公司以粉末状超高分子量聚乙烯为原料，采用冻胶纺丝及超倍拉伸技术，制取高强高模的聚乙烯纤维，并于 1979 年首次申请该纤维的生产专利，推动化学纤维工业进入新的阶段。随后美国联合信号公司购买该专利，并加以改进后，进一步提高高强高模聚乙烯纤维生产水平。截至目前国际上只有荷兰 DSM、美国 Allied、日本东洋纺公司和三井公司等公司拥有 UHMWPE 专利技术并形成规模化生产。从全球 UHMWPE 规模来看，UHMWPE 处于供不应求状态，20 年全球 UHMWPE 理论需求量约为 9.8 万吨，产能达到 6.56 万吨，据前瞻研究院预计，25 年全球超高分子量聚乙烯需求量将达到 16.5 万吨。

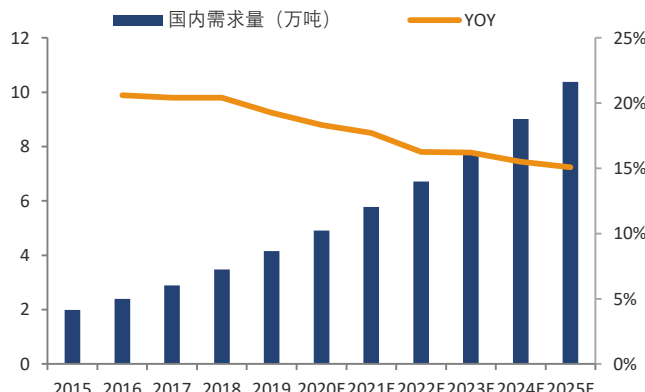
国内对 UHMWPE 的研究起步较晚，整体仍呈现中低端产能富余、高端产能紧缺的状态。为实现国内高端纤维的进口替代，促进本土产业发展，国家出台一系列 UHMWPE 鼓励政策，如 2016 年 11 月《化纤工业“十三五”发展指导意见》提出“到 2020 年超高分子量聚乙烯纤维基本达到国际先进水平，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团的发展目标”。近年来国内超高分子量聚乙烯纤维的断裂程度等关键指标不断提升，同时产能规模快速扩张，需求量方面，日益增加的军品、民品应用将为 UHMWPE 带来庞大市场需求，据前瞻研究院预计，到 2025 年国内 UHMWPE 需求量将达到 10.37 万吨，2021-25 年年均复合增速为 16.24%。

图 43：2015-20 年全球 UHMWPE 行业产能及理论需求

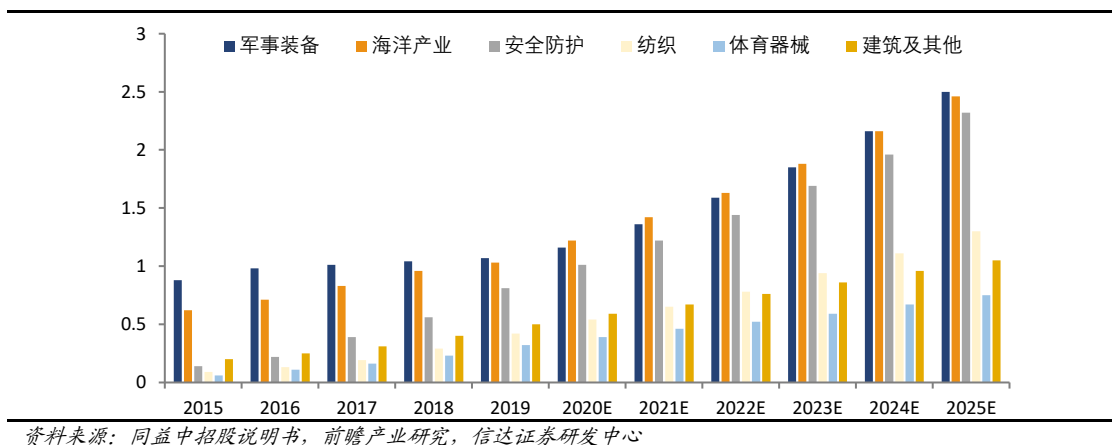


资料来源：同益中招股说明书，前瞻产业研究，信达证券研发中心

图 44：近年来国内 UHMWPE 需求量及预测情况



资料来源：同益中招股说明书，前瞻产业研究，信达证券研发中心

图 45: 近年来国内 UHMWPE 在下游各个领域需求量及预测情况

表 2: 国家出台一系列政策支持超高分子量聚乙烯纤维

政策法规	发布主体	时间	主要内容
重点新材料首批次应用示范指导目录 (2019 年版)	工信部	2019 年 11 月	符合超高强型: 断裂强度 $\geq 36\text{cN/dtex}$, 初始模量 1,300~1,800cN/dtex, 断裂伸长率 2~3%; 耐热型: 瞬间耐热温度 $\geq 180^{\circ}\text{C}$, 强度 $\geq 30\text{cN/dtex}$, 初始模量 $\geq 1100\text{cN/dtex}$, 断裂伸长率 $\leq 3\%$, CV 值 $\leq 3\%$; 抗蠕变型: 在 70°C 、300MPa 应力条件下蠕变断裂时间 ≥ 900 小时, 蠕变伸长率 $\leq 8\%$, 强度 $\geq 30\text{cN/dtex}$, 初始模量 $\geq 1,100\text{cN/dtex}$, 断裂伸长率 $\leq 3\%$, CV 值 $\leq 3\%$ 性能要求的超高分子量聚乙烯纤维为高性能纤维及复合材料, 属于关键战略材料
产业结构调整指导目录 (2019 年本)	国家发改委	2019 年 10 月	在纺织业领域, 高性能纤维及制品的开发、生产、应用为鼓励类, 包括超高分子量聚乙烯纤维 (UHMWPE) (纺丝生产装置单线能力 ≥ 300 吨/年, 断裂强度 $\geq 40\text{cN/dtex}$, 初始模量 $\geq 1,800\text{cN/dtex}$) 等
2019 年政府工作报告	国务院	2019 年 3 月	提出促进新兴产业加快发展, 培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群
增强制造业核心竞争力三年行动计划 (2018-20 年)	国家发改委办公厅	2017 年 12 月	实现新材料关键技术产业化, 着重提升先进复合材料生产及应用水平, 重点发展高性能碳纤维、对位芳纶、超高分子量聚乙烯纤维、聚酰亚胺纤维、碳化硅纤维等高性能纤维及其应用
“十三五”材料领域科技创新专项规划	科技部	2017 年 4 月	以包括高性能碳纤维、芳纶纤维、超高分子量聚乙烯纤维等在内的高性能纤维及复合材料等为核心, 以轻质高强材料、金属基、陶瓷基复合材料等为重点, 解决材料设计与结构调控的重大科学问题, 突破结构与复合材料制备及应用的关键性技术, 提升先进结构材料的保障能力和国际竞争力
战略性新兴产业重点产品和服务指导目录 (2016 年版)	国家发改委	2017 年 1 月	芳纶、超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料为高性能纤维及复合材料, 属于高性能复合材料产业, 属于我国战略性新兴产业重点产品
新材料产业发展指南	工信部、国家发改委、科技部、财政部	2016 年 12 月	加强基础研究与技术积累, 注重原始创新, 加快在前沿领域实现突破。积极做好前沿新材料领域知识产权布局, 围绕重点领域开展应用示范, 逐步扩大前沿新材料应用领域
化纤工业“十三五”发展指导意见	工信部、国家发改委	2016 年 11 月	到 2020 年, 碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维等基本达到国际先进水平, 形成一批具有国际竞争力的大型企业集团。大力发展高性能纤维和生物基化学纤维, 提高化学纤维的功能化、差异化水平; 进一步提升与突破高性能纤维重点品种关键生产和应用技术, 进一步提高纤维的性能指标, 拓展高性能纤维在航空航天装备、海洋工程、先进轨道交通、新能源汽车和电力等领域的应用。
“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	国务院	2016 年 11 月	提高新材料基础支撑能力。顺应新材料高性能化、多功能化、绿色化发展趋势, 推动特色资源新材料可持续发展, 加强前沿材料布局, 以战略性新兴产业和重大工程建设需求为导向, 优化新材料产业化及应用环境, 加强新材料标准体系建设, 提高新材料应用水平, 推进新材料融入高端制造供应链。到 2020 年, 力争使若干新材料品种进入全球供应链, 重大关键材料自给率达到 70% 以上, 初步实现我国从材料大国向材料强国的战略性转变
石化和化学工业发展规划 (2016-20 年)	工信部	2016 年 9 月	发展化工新材料, 重点发展高强和高模碳纤维、对位芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高端产品

资料来源: 同益中招股说明书, 信达证券研发中心

募投项目：3000 吨 UHMWPE 项目顺利推进，开辟新一成长曲线

公司现已掌握超高分子量聚乙烯纤维产业化技术，成功自主研发 800D、1200D-1600D 超高分子量聚乙烯纤维纺丝技术、800D 超高强防弹纤维性能稳定性增强技术、800D 高品质特种防护用超高分子量聚乙烯纤维开发等核心技术。2022 年 7 月公司超高分子量聚乙烯纤维一期 600 吨顺利投产，截至 22 年 9 月 30 日超高分子量聚乙烯纤维产品累计贡献营收 340.34 万元，营收占比为 0.29%，毛利率为 8.97%，低于行业一般水平，主要系 7 月超高分子量聚乙烯纤维产品良品率较低、产能规模较小导致单位成本较高。伴随一期项目逐步成熟以及生产规模的逐步扩大，超高分子量聚乙烯纤维业务毛利率有望稳步提升。

图 46：公司已拥有多项自主研发 UHMWPE 技术

核心技术名称	主要下游应用产品	技术来源	技术特点及阶段
800D 超高分子量聚乙烯纤维纺丝技术	防弹用复合材料	自主研发	纤维强力 32-380N/dtex，模量 1.050-1.600N/dtex，够适应防弹产品品质需求；已经掌握技术并批量生产发货
1200D-1600D 超高分子量聚乙烯纤维纺丝技术	绳缆/网箱	自主研发	纤维强力 ≥ 32cN/dtex，模量 ≥ 12000N/dtex，能够适应绳缆产品品质需求；已经掌握技术并将小试样品送客户检测
800D 超高强防弹纤维性能稳定性增强技术开发	防弹用复合材料	自主研发	断裂强度 38-42cN/dtex，模量 1,600-1,700cN/dtex，适用于防弹级产品开发；持续研发
800D 高品质特种防护用超高分子量聚乙烯纤维开发	防弹用复合材料	自主研发	断裂强度 ≥ 42cN/dtex 模量 ≥ 1,800cN/dtex，适用于更高级别防弹级产品开发；持续研发
低蠕变超高分子量聚乙烯纤维开发技术	绳缆/网箱	自主研发	在外力持续作用下，纤维应力变形小，蠕变低，使用寿命延长 50% 以上；行业前沿技术持续研发突破
高浓度超高分子量聚乙烯冻胶纺丝技术	防弹用/工业用/民用复合材料	自主研发	纺丝效率高，产品成本低，产品成本降低 10% 左右；行业前沿技术，持续研发突破
以卤代烷烃为萃取剂的工艺体系	防弹用/工业用/民用复合材料	自主研发	卤代烷烃安全性高，萃取效率高，产品质量稳定；已掌握该技术
多组分超高分子量聚乙烯纤维纺丝技术	防弹用复合材料	自主研发	高强度、高模量，复合材料防弹性能达到 GJB 4300-2002《军用防弹衣安全技术性能要求》V 级以上；行业前沿技术，持续研发突破

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

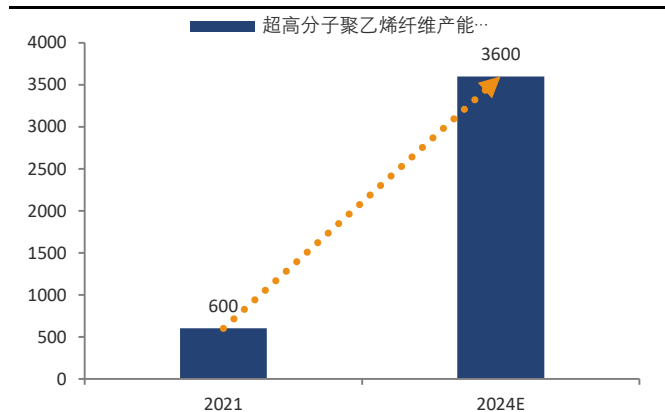
图 47：公司拥有多项先进 UHMWPE 项目在研

项目名称	所处阶段	拟达到的目标
高品质特种防护用超高分子量聚乙烯纤维开发	研发	断裂强度 > 43cN/dtex，模量 > 1800cN/dtex 适用于防弹级产品开发，复合材料防弹性能达到 GJB4300-2002《军用防弹衣安全技术性能要求》V 级以上
高舒适性复合功能特种防护服开发	研发	面料克重 ≤ 140g/㎡，撕破强力 > 20N 断裂强 ≥ 500N，面料性能指标达到 GA466-2009《警服作训服》要求
多色系超高分子量聚乙烯纤维开发	研发	颜色适应客户定制要求，强度 > 36cN/dtex
家纺用阻燃超高分子量聚乙烯纤维开发	研发	阻燃性能达到《GB/T17591-2006》B1 级别
高导电率超高分子量聚乙烯纤维开发	研发	纤维导电性能 < 106，达到导电纤维标准
高耐热性超高分子量聚乙烯纤维开发	研发	纤维耐热温度 ≥ 160℃，由于国外最好的抗蠕变产品 DM-20 耐热温度

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

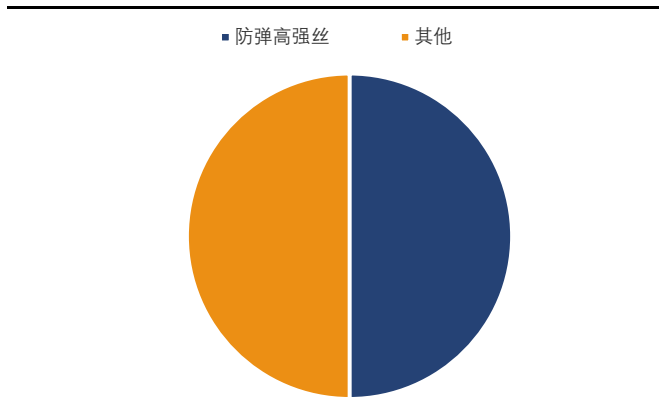
为满足国内对高强高模聚乙烯纤维不断增长的需求，顺应纺织工业的产业发展战略转型要求，基于对纤维材料多年技术积累优势，22 年公司计划发行可转债，募集 7.00 亿元资金用于年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目，进军新纤维材料领域。公司一方面采用世行最先进的工艺流程及设备，以更好的应对中高端产品的生产；另一方面将打造从原料-加工-终端产品的全产业链布局，发挥一体化产业链优势。3000 吨超高分子量聚乙烯项目建设期为 24 个月，项目产品定位高端，质量在国内具有领先水平。项目的建设实施助力公司拓展新材料领域业务，优化公司产业布局，推动产品结构向高附加值方向发展，进一步打开公司成长曲线；同时为公司远期成为国内高端、高品质纤维代表性领军企业奠定基础。

图 48：公司未来 UHMWPE 产能爬坡过程（吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 49：未来公司防弹高强丝产品占总产能一半以上



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计：

1) 收入方面，主业方面，伴随防疫政策有望调整，居民消费信心提振，下游面料、服装需求景气度有望持续攀升，公司作为精纺龙头，凭借在产品品质、客户服务、智能化水平等方面的优势，持续提升市场份额。新业务方面，伴随年产 3000 吨超分子聚乙烯纤维产能逐步落地，有望贡献新的收入增量。综上我们预计，2022-24 年公司收入为 17.07/21.01/24.80 亿元，同增 14.43%/23.08%/18.02%。

2) 毛利率方面，22 年前三季度由于公司低毛利率的服装产品品类占比提升，带动服装、整体毛利率有所下滑，未来伴随公司持续优化产品结构，提升高附加值产品占比，同时毛利率较高的新材料业务稳步推进，我们预计 2022-24 年公司毛利率为 31.70%/31.70%/33.40%。

3) 费用率方面，公司收入持续扩张，规模效应显现，我们预计 2021-2023 年期间费用率小幅下降，整体盈利能力提升。

综上，我们预计 2021-23 年公司收入为 17.07/21.01/24.80 亿元，同增 14.43%/23.08%/18.02%，归母净利为 1.69/2.07/2.55 亿元，同增 10.57%/22.79%/23.18%。

表 3: 公司业绩与盈利预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	1,358	1,492	1,707	2,101	2,480
增速	-23.3%	9.9%	14.4%	23.1%	18.0%
归母净利	88	152	169	207	255
增速	-28.1%	74.2%	10.6%	22.8%	23.2%
毛利率	30.8%	34.2%	31.7%	31.7%	33.4%
EPS	0.24	0.42	0.47	0.57	0.71

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

绝对估值：

我们假设无风险收益率为 2.64%、风险溢价率为 4.92%、永续增长率为 1%，通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 52.95 亿元，对应目标价为 14.71 元。

估值结论及投资评级

综上，我们给予公司目标价 14.71 元，看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

宏观经济波动风险：一方面全球及国内疫情反复，增加了市场复苏的不确定性，对纺织行业产销形势保持平稳形成考验；另一方面国际贸易摩擦、地缘政治冲突等也可能给纺织服装企业进出口业务带来不确定性风险，将对公司未来的业绩造成不利影响。

新产能落地不及预期风险：公司未来将通过扩张超高分子聚乙烯纤维产能，以拓展新领域业务布局。如果公司产能扩建不及预期，难以匹配下游需求，将对公司业绩增长产生不利影响。

原材料价格波动风险。公司产品主要原材料为澳大利亚原产羊毛及其半成品羊毛毛条，澳毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，原材料价格波动对产品成本影响较大。如果未来原材料价格出现大幅波动，公司无法及时将原材料价格波动的风险向下游转移，将存在因原材料价格波动带来的毛利率下降、业绩下滑的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,834	2,057	2,534	2,900	3,270
货币资金	1,008	984	1,465	1,143	2,020
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	198	167	211	318	117
预付账款	8	8	10	12	13
存货	531	568	557	1,036	720
其他	89	331	292	392	400
非流动资产	596	647	1,093	1,494	1,454
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	406	353	535	800	914
无形资产	151	156	156	156	156
其他	38	138	402	538	384
资产总计	2,430	2,704	3,627	4,394	4,724
流动负债	838	1,010	1,052	1,522	1,544
短期借款	290	390	470	570	690
应付票据	90	49	52	109	78
应付账款	170	209	165	367	227
其他	287	362	365	476	549
非流动负债	56	28	778	858	898
长期借款	25	0	50	130	170
其他	31	28	728	728	728
负债合计	894	1,038	1,830	2,380	2,442
少数股东权益	6	6	14	24	37
归属母公司股东权益	1,530	1,660	1,783	1,990	2,245
负债和股东权益	2,430	2,704	3,627	4,394	4,724

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,358	1,492	1,707	2,101	2,480
同比(%)	-23.3%	9.9%	14.4%	23.1%	18.0%
归属母公司净利润	88	152	169	207	255
同比(%)	-28.1%	74.2%	10.6%	22.8%	23.2%
毛利率(%)	30.8%	34.2%	31.7%	31.7%	33.4%
ROE%	5.7%	9.2%	9.5%	10.4%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.42	0.47	0.57	0.71
P/E	38.34	22.01	19.91	16.21	13.16
P/B	2.19	2.02	1.88	1.69	1.49
EV/EBITDA	20.80	13.25	7.68	7.14	5.25

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,358	1,492	1,707	2,101	2,480
营业成本	940	982	1,167	1,435	1,653
营业税金及附加	20	16	17	32	25
销售费用	129	156	171	246	273
管理费用	52	62	68	97	107
研发费用	40	54	63	4	87
财务费用	25	9	15	29	43
减值损失合计	-69	-40	-2	-2	-2
投资净收益	0	8	5	0	10
其他	8	6	-8	-10	2
营业利润	90	187	201	247	304
营业外收支	3	0	0	0	0
利润总额	93	186	201	247	304
所得税	7	34	24	30	36
净利润	86	152	177	217	267
少数股东损益	-1	0	8	10	13
归属母公司净利润	88	152	169	207	255
EBITDA	173	237	413	514	562
EPS(当年)(元)	0.32	0.42	0.47	0.57	0.71

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	370	252	302	202	966
净利润	86	152	177	217	267
折旧摊销	58	50	169	216	206
财务费用	31	18	35	58	66
投资损失	0	-8	-5	0	-10
营运资金变动	130	-9	-91	-301	428
其它	65	48	17	12	10
投资活动现金流	-16	-346	-571	-646	-184
资本支出	-16	-51	-615	-615	-163
长期投资	0	-248	40	-30	-30
其他	0	-48	4	-1	9
筹资活动现金流	214	38	750	122	94
吸收投资	416	0	0	0	0
借款	375	540	130	180	160
支付利息或股息	-17	-37	-80	-58	-66
现金流净增加额	556	-63	481	-322	877

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究金榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。