

2023年09月27日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 郁越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

中性(首次)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	831	839	937	1,060
同比	-5%	1%	12%	13%
归属母公司净利润(百万元)	84	67	69	73
同比	-19%	-20%	3%	5%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.05	0.04	0.04	0.04
P/E(现价&最新股本摊薄)	42.29	52.72	50.96	48.54

关键词: #规模经济 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **公司概况:** 涤纶毛条及复合短纤维双龙头。公司以涤纶毛条起家，复合纤维不断发展，截至23H1末拥有3.6万吨涤纶毛条与23万吨复合短纤维产能，为国内生产规模最大的涤纶毛条与复合短纤维生产企业，2022年复合短纤维/涤纶毛条/化工贸易/其他营收占比分别为56%/21%/20%/3%。公司产品主要应用于呢绒织物及一次性卫生用品，以内销为主，下游客户包括宝洁、恒安集团、阳光集团等知名企业，前五大客户占比30%以上。
- **业绩纵览:** 近年业绩增速有所放缓，盈利能力与油价、需求、产品结构密切相关。2001-2012年公司多次大幅扩产复合短纤维业务，期间营收/净利高速增长，CAGR分别为23%/27%；2013-2019年，受原油及化纤大宗商品价格下跌、叠加下游需求疲软影响，同时参股公司大幅亏损，营收/净利CAGR分别为-6%/-16%；2020年疫情刺激复合纤维市场需求，业绩增幅明显，2021年后业绩有所回落。公司盈利能力主要受到原油价格、下游需求、产品结构等几方面综合影响，近年呈现波动。
- **发展趋势:** 涤纶毛条业务较为成熟，复合纤维业务具备增长空间。
 1) **涤纶毛条业务:** 市场较为成熟、差异化为方向，公司龙头地位稳固。涤纶毛条整体市场趋于成熟、稳定，未来行业发展趋势为差异化、功能性等高附加值产品，公司作为行业龙头、产能市占率超60%，规模优势凸显，持续投入差异化产品研发将进一步巩固龙头地位。
 2) **复合短纤维业务:** 一次性卫生市场应用场景丰富，公司产能利用率提升空间较大。复合短纤维主要应用于无纺布生产，下游产品为一次性卫生用品、医疗卫生产品等。从应用领域看，卫生巾、婴儿纸尿裤占比较大、需求较为刚性、发展较为成熟，成人失禁等吸水性卫生用品需求仍有增长空间。公司产量位居行业内头部水平、具备产能优势，同时产品质量优秀、深度绑定大客户，但由于定位高端产能利用率偏低，未来有望通过开拓新客户实现产能利用率的提升、具备增长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是涤纶毛条&复合短纤维双龙头，经过数次产能扩张后龙头地位稳固。公司具备规模优势、客户资源优质、生产技术先进，预计未来涤纶毛条业务较为稳健，复合短纤维业务随下游新客户开拓、产能利用率提升、具备较好增长空间。我们预计公司2023-2025年归母净利润为0.67/0.69/0.73亿元，分别同比-20%/+3%/+5%，对应PE为53/51/49倍，估值较高，首次覆盖给予“中性”评级。
- **风险提示:** 原油及原材料价格波动、下游需求疲软、消费复苏进程不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	2.04
一年最低/最高价	1.91/2.22
市净率(倍)	1.61
流通A股市值(百万元)	3,532.79
总市值(百万元)	3,532.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.27
资产负债率(% ,LF)	5.47
总股本(百万股)	1,731.76
流通A股(百万股)	1,731.76

相关研究

内容目录

1. 公司概况：涤纶毛条及复合短纤维双龙头企业	4
2. 业绩纵览：近年增速有所放缓，盈利能力呈波动	7
2.1. 业绩：需求承压致近年有所回落，复合短纤维贡献主要营收.....	7
2.2. 盈利能力：与原油价格、下游需求、产品结构相关性较强.....	8
3. 发展趋势：涤纶毛条业务较为成熟，复合纤维业务具增长空间	10
3.1. 涤纶毛条业务：市场较为成熟，公司龙头地位稳固.....	10
3.2. 复合短纤维业务：下游应用场景丰富，产能利用率提升空间大.....	11
3.2.1. 行业：主要用于无纺布，应用场景丰富，一次性卫生用品规模较为稳定.....	11
3.2.2. 公司：规模优势突出、产品质量优，开拓新客户有望实现产能利用率不断提升.	12
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	15

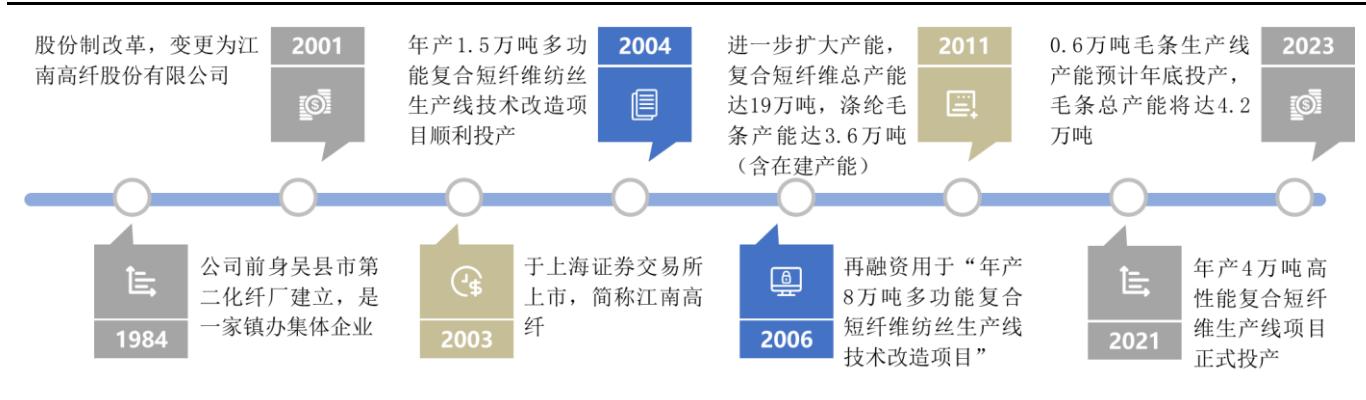
图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司产业链上下游情况.....	4
图 3: 公司历年产能利用率情况.....	6
图 4: 2018-2022 年前五大客户份额占比	6
图 5: 公司下游主要客户	6
图 6: 公司股权结构图（截至 2023 年 7 月）	7
图 7: 公司上市以来营收情况.....	7
图 8: 公司上市以来归母净利情况.....	7
图 9: 公司分产品营收占比情况.....	8
图 10: 公司分产品营收增速.....	8
图 11: 公司分地区营收占比情况.....	8
图 12: 公司分地区营收增速.....	8
图 13: 公司毛利率变动复盘.....	9
图 14: 公司费用率细项变动情况.....	9
图 15: 公司期间费用率及净利率变动情况.....	9
图 16: 2021 年复合纤维下游应用领域一览.....	12
图 17: 2018 年全球复合纤维产量占比.....	13
图 18: 国际知名复合纤维厂商主要集中于日韩、丹麦.....	13
图 19: 公司历年复合纤维产能利用率情况.....	13
表 1: 公司主要产品及下游应用	5
表 2: 公司历次扩产项目及 2022 年产能情况.....	6
表 3: 毛纺织行业发展规划总结.....	10
表 4: 全球涤纶毛条主要生产厂家情况一览.....	11
表 5: 复合纤维主要应用场景	11
表 6: 2021 年中国一次性卫生用品增长迅速.....	12
表 7: 公司收入拆分及预测.....	14
表 8: 可比公司估值（截至 2023 年 9 月 25 日）	15

1. 公司概况：涤纶毛条及复合短纤维双龙头企业

涤纶毛条起家，复合纤维不断发展。公司前身为吴县市第二化纤厂，创建于 1985 年，2001 年经股份制改革成为江南高纤股份有限公司。2003 年于上海证券交易所上市，为国家火炬计划重点高新技术企业，主要从事化纤制造业务。公司核心产品为涤纶毛条和复合短纤维，是国内生产规模最大的涤纶毛条与复合短纤维生产企业。

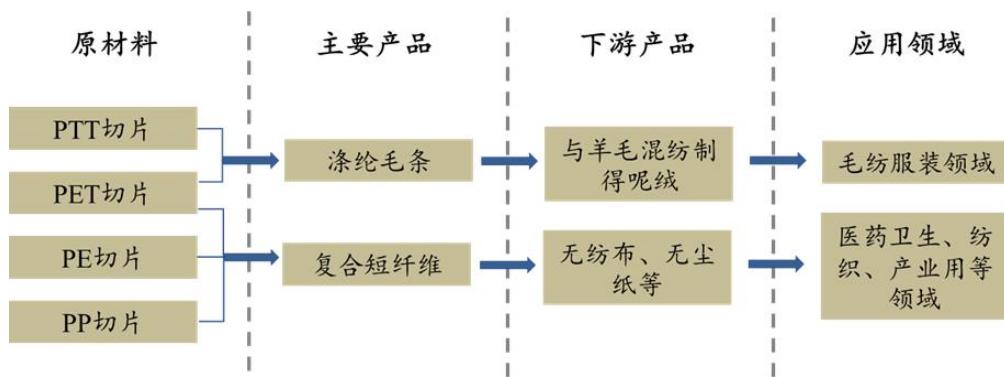
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司位于纺织产业链中上游，主要产品原材料均为切片。纺织品原料可大致分为天然纤维与化学纤维两种，其中化学纤维按原料不同可分为人造纤维与合成纤维两大类。人造纤维是以含有天然高分子化合物为原料，经化学和物理加工制得的纤维，主要产品有粘胶纤维、醋酯纤维等。合成纤维是以石油、煤、天然气等物质为原料，经化学合成加工而制得的纤维，包括涤纶、锦纶、腈纶等。公司产品涤纶毛条与复合短纤维的主要原料为聚酯切片（PET）、聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）等，属于民用短纤大类中的细分产品。

图2：公司产业链上下游情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司涤纶毛条产品终端应用为呢绒织物，复合短纤维主要应用于一次性卫生用品。涤纶毛条是精纺面料、织造呢绒、毯类及粗纺针织等织物的主要材料，产成品具备良好物理性能；复合短纤维则为生产新一代无纺布的主要原料，其产成品广泛应用于纸尿裤、卫生巾等一次性卫生材料。

表1：公司主要产品及下游应用

类别	名称	图片	特点	应用
毛条	涤纶毛条		毛型感强；回弹、热收缩性好；混纺使织物更稳定，免烫耐蛀、抗起毛起球性能好	与羊毛混纺加工成仿毛产品，提高纺织效率和物理性能
	富莱克毛条		抗起球功能优良；物理指标与羊毛类似，染色性能好，垂感好	与羊毛混纺制得呢绒织物，兼具化纤稳定的物理性能与天然羊毛的柔软、垂坠感
	奥丽纶毛条		染色性能好；具备导湿性能，透气性强	单麦纺或腈纶、羊毛、等原料；多麦纺可制成纱线、毛线、人造毛皮、针织品等化纤产品
复合短纤维	皮芯型复合短纤维		熔点稳定、粘贴力强、分散性好	过滤纸、面巾纸，无尘纸
	并列中空复合短纤维		永久性螺丝型立体卷曲，回弹性、刚性大、覆盖性好、柔软轻巧	喷胶棉无胶棉，填充物：高楼沙发、被子、枕头、靠垫、玩具、高档人造毛皮、羊羔绒
	海岛超细短纤维		手感柔软，悬垂性好；绒毛均匀蓬松，透气性好；超革强力高，防水抗菌防霉，染色性能好，色牢度高	高档人造皮革、高档时装、汽车内饰、箱包、制鞋

数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

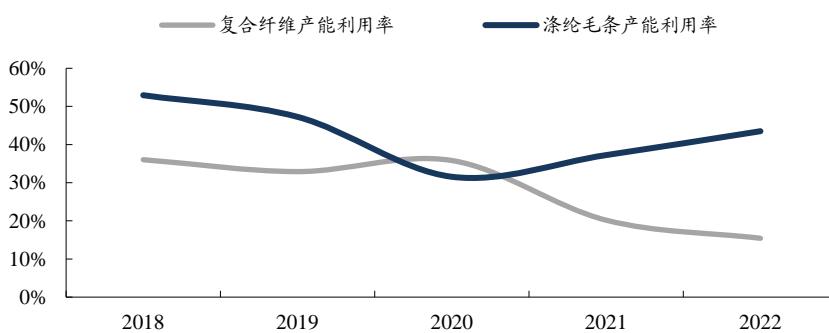
涤纶毛条及复合短纤维双龙头，多次扩产产能储备丰厚。自 2003 年上市以来，公司多次以募集资金和自有资金进行产能扩建和厂房技改升级。截至 2023 年 6 月末，公司在苏州共拥有 3.6 万吨涤纶毛条和 23 万吨复合短纤维产能，市占率均居全国首位。从产能利用率角度看，近五年公司涤纶毛条产能利用率呈先下降后上升的趋势，复合短纤维分别受主动收缩低毛利率产品及新建产能爬坡影响、呈下降趋势、目前处于较低水平。

表2：公司历次扩产项目及2022年产能情况

类别	时间	计划产能(吨)	投产时间
复合短纤维	2004	15,000	2006
	2006	15,000	2007
	2006	80,000	2010
	2011	80,000	2015
	2018	40,000	2021
涤纶毛条	2008	2,000	2010
	2008	4,000	2009
	2011	4,000	2012
	2014	6,000	预计2023年底
类别	2022年现有产能	产能利用率	扩建后总产能
复合短纤维	23万吨	15.43%	23万吨
涤纶毛条	3.6万吨	43.50%	4.2万吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

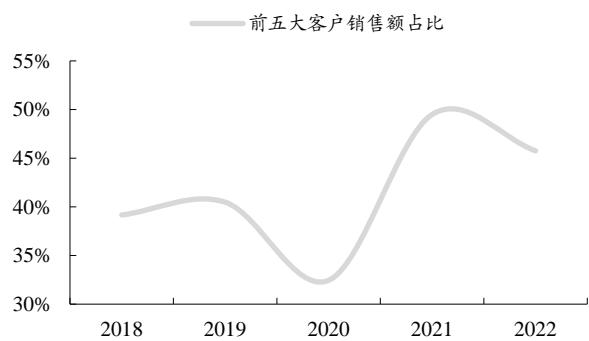
图3：公司历年产能利用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以内销为主，下游客户资源优质，与多家知名企业达成合作。公司以内销为主，采取直销模式降低渠道费用，下游客户资源优质。公司前五大客户占比达30%以上，已与国内一次性卫生用品一线品牌恒安集团、快消品巨头宝洁、精纺羊毛生产龙头阳光集团以及毛纺行业大型上市公司华芳集团、澳洋集团等达成了稳定的合作关系。

图4：2018-2022年前五大客户份额占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

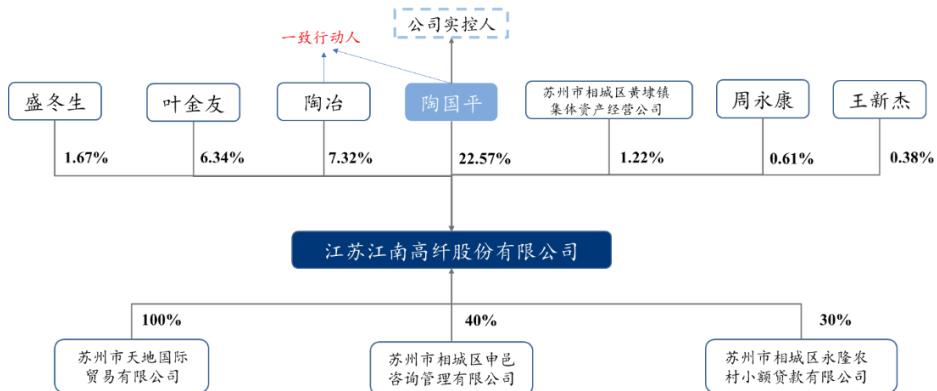
图5：公司下游主要客户



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构趋于集中，控股股东稳定。截至 2023 年 7 月，公司控股股东、实际控制人陶国平先生持股比例 22.57%，陶冶持股比例 7.32%、为公司第二大股东，二人为父子关系以及一致行动人，持股比例总和稳定在 29.89%。

图6：公司股权结构图（截至 2023 年 7 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 业绩纵览：近年增速有所放缓，盈利能力呈波动

2.1. 业绩：需求承压致近年有所回落，复合短纤维贡献主要营收

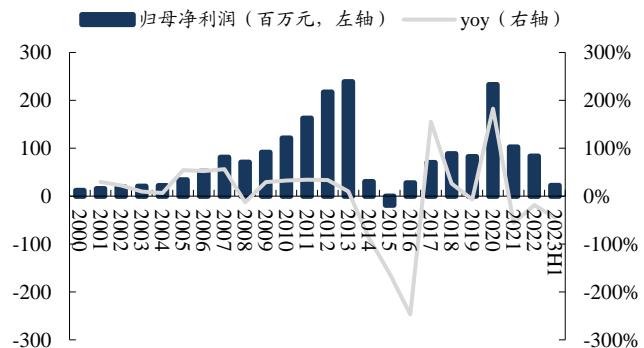
2013 年前业务快速增长，近年业绩有所回落。2001-2012 年，公司多次大幅扩产复合纤维业务，期间营收、归母净利高速增长，CAGR 分别为 23%、27%。2013-2019 年，受原油及化纤大宗商品价格大幅下跌、叠加下游需求疲软影响，同时期间参股公司大幅亏损亦致利润波动，营收/归母净利 CAGR 分别为-6%/-16%。2020 年疫情刺激复合纤维市场需求、业绩增幅明显，2021 年后业绩有所回落，23H1 营收/归母净利同比分别-22%/-45%，下游需求仍承压。

图7：公司上市以来营收情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司上市以来归母净利情况

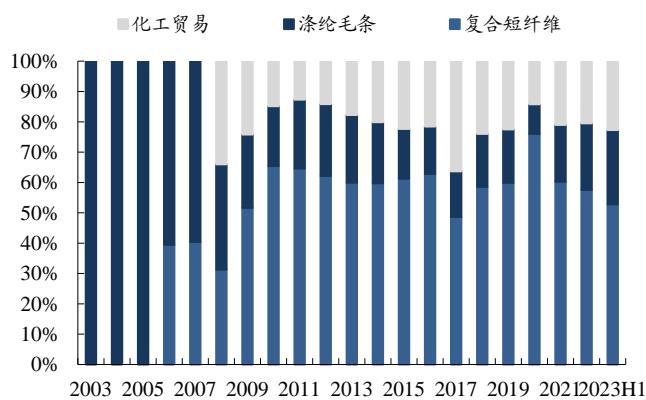


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分产品看，早期复合短纤维增速快，贡献主要营收。2006 年，公司第一批复合短纤维生产线改造完成并开始投产，此后业务迅速增长，2009 年起，复合纤维业务营收占比

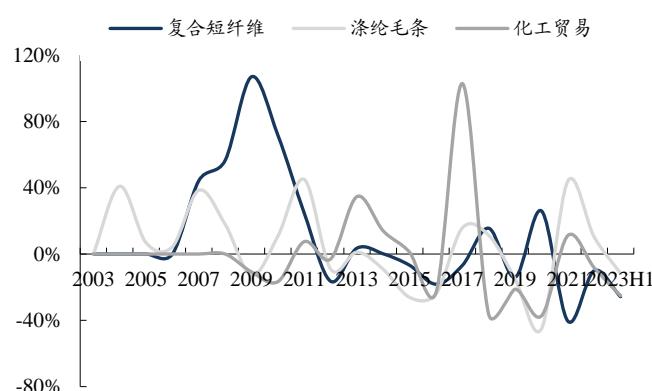
超过 50%，成为贡献业绩的主要业务。2022 年公司复合短纤维/涤纶毛条/化工贸易/其它营收占比分别为 56%/21%/20%/3%、同比-10%/+10%/-8%/+42%，涤纶毛条受益于产品升级、单价提升带动营收提升，复合纤维受医疗用品市场需求减弱影响、收入同比下滑。23H1 复合纤维原料波动下行，毛涤纱下游需求复苏尚未传导过来，复合短纤维/涤纶毛条/化工贸易分别同比-26%/-12%/-25%。

图9：公司分产品营收占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司分产品营收增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

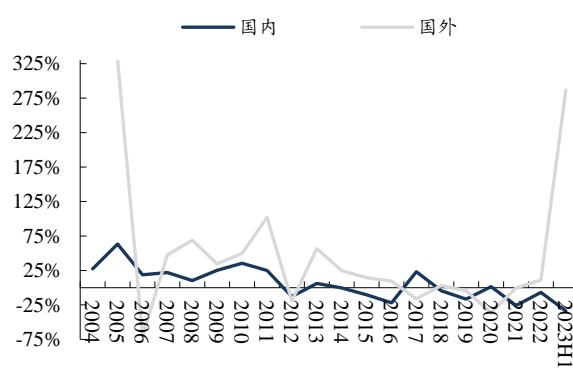
分地区看，以内销为主。总体来看公司以内销为主，上市以来国内收入占比均超过 90%。2022 年公司国内/国外营收分别为 7.58/0.50 亿元、占比分别为 94%/6%、同比分别 -6.8%/+11%。2023H1 国内/国外营收分别为 2.69/0.58 亿元、占比分别为 82%/18%、同比分别 -33.6%/+286.7%，国外营收大幅增长主因 23H1 公司恢复化工贸易业务所致。

图11：公司分地区营收占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：公司分地区营收增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

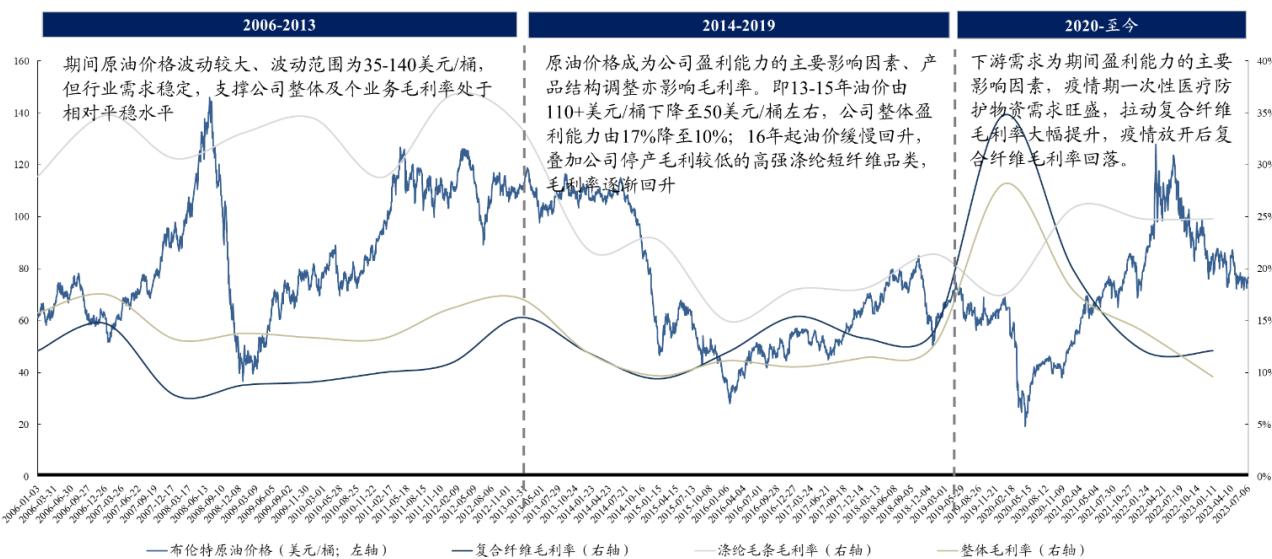
2.2. 盈利能力：与原油价格、下游需求、产品结构相关性较强

公司毛利率主要与原油价格、下游需求、产品结构三方面密切相关。**①从原材料看**，公司两大主要产品原料均为石油化工制品，原材料占公司生产成本比例高达 90%，因此盈利水平受原材料价格波动影响大，由于公司通常具有几个月的原材料库存储备，产品盈利能力与原油价格呈正相关关系。**②从需求端看**，下游需求是否旺盛将决定公司价格能否顺利传导，亦对盈利能力有较大影响。**③公司层面看**，通过主动优化产品结构、降

低毛利产品收入占比，能够提升整体毛利率水平。

复盘公司历史毛利率水平变动，总体上受到上述各因素共同影响，但在不同阶段决定性影响因素有所不同：2006-2013年期间虽油价经历大幅下跌，但在需求支撑下公司毛利率相对稳定；2014-2019年期间原油价格持续下跌成为影响公司毛利率的主要因素，但公司复合纤维业务通过停产低毛利率涤纶短纤调整产品结构，复合纤维业务较为稳定；2020年以来下游需求为影响盈利能力的主要影响因素，虽油价总体呈上涨，但需求疲软致公司毛利率呈下行。

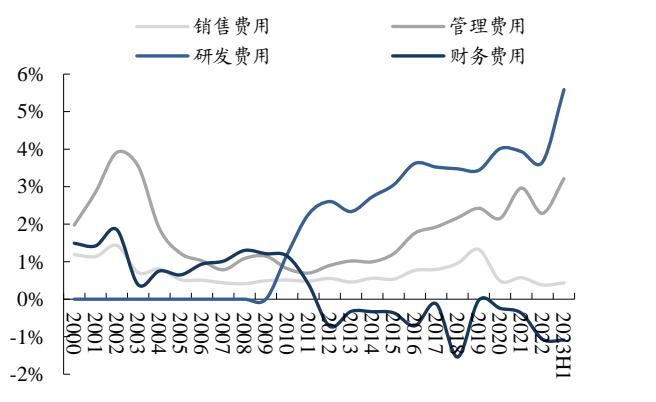
图13：公司毛利率变动复盘



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

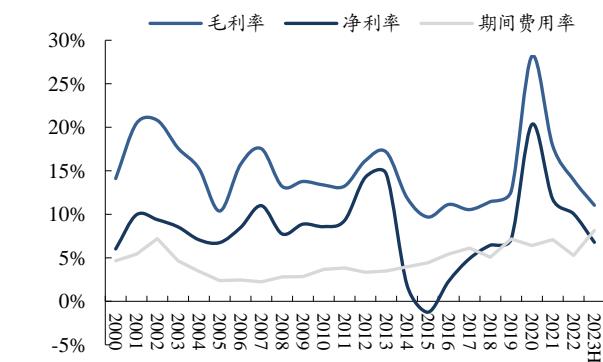
公司期间费用率较为稳定，受毛利率波动影响，净利率同步波动。公司期间费用率的波动范围为3.5%-8.5%。其中研发费率、管理费率提升较多，销售费率波动下行。2020年以来公司整体净利率与毛利率同步下滑，2022年净利率为10%，较2021年下降1.6pct。2023H1公司加大研发投入致期间费用率提升，叠加毛利率下滑，净利率为6.8%，较22H1下滑2.8pct。

图14：公司费用率细项变动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：公司期间费用率及净利率变动情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 发展趋势：涤纶毛条业务较为成熟，复合纤维业务具增长空间

公司主要产品涤纶毛条与复合短纤维占公司总营收的80%以上，所以本节我们分别分析涤纶毛条、复合短纤维行业情况及公司自身业务情况，以探求公司整体未来发展趋势。

总结下来，我们认为公司两大业务的发展趋势分别为：1) **涤纶毛条**：整体市场趋于成熟、稳定，未来行业发展主要趋势为差异化、高附加值产品，公司作为行业内龙头、产能市占率超60%、规模优势凸显，持续投入差异化产品研发进一步巩固龙头地位。2) **复合短纤维**：下游卫生巾、婴儿纸尿裤占比较大、需求较为刚性、发展较为成熟，成人失禁等吸水性卫生用品需求仍有增长空间。公司具备产能优势、产品质量优秀、深度绑定大客户，同时有望通过开拓新客户进而提升产能利用率、未来实现较好增长。

3.1. 涤纶毛条业务：市场较为成熟，公司龙头地位稳固

涤纶毛条为重要纺织原料，主要用于与羊毛毛条混纺制成呢绒。毛条指经去除杂质和梳理后得到的较粗的纤维束，为一种毛纺织业重要原料。根据原料的不同，一般分为原毛条(特指羊毛毛条)与化学纤维毛条(涤纶毛条、腈纶毛条等)，其中涤纶毛条可以通过与羊毛、棉、麻等原料混纺，制成涤棉、涤麻混纺布，提升织物性能，用于生产呢绒等服装面料。涤纶毛条作为毛条中的一个细分产品，产品用途主要是同羊毛混纺生产精纺、半精纺呢绒，由于涤纶毛条具备价格、环保优势，可替代精纺呢绒中的羊毛以及半精纺呢绒中的粘胶纤维和腈纶纤维等。

精纺涤纶毛条市场较为成熟稳定，开发差异化、功能性等高附加值产品成为主要发展趋势。受到毛纺行业及消费风格转变的影响，普通毛涤纱市场需求呈下降趋势、涤纶毛条行业市场总体需求略有下降，但精纺涤纶毛条市场目前需求相对较为稳定。随着消费者对时尚美观、保暖性能好、柔软舒适毛纺产品的需求逐渐提高，推动上游毛条向功能性、差别化方向发展。同时国家积极颁布相关文件以推动产业转型升级、进一步优化资源配置和产业结构，具备技术优势的大规模企业将在规模化、集约化产业整合以及高附加值产品开发中更具优势。

表3：毛纺织行业发展规划总结

序号	文件	核心政策
1	产业结构调整指导目录 (2019年本)	鼓励发展阻燃、抗静电、抗紫外、抗菌、原液着色等差别化、功能性化学纤维的高效柔性化制备技术
2	毛纺织行业“十四五”发展指导意见	新旧动能转换，促进行业向低碳经济型、科技创新型、增长集约型的可持续发展方式转变，推动毛纺织行业“科技、时尚、绿色”的高质量发展
3	我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	改造提升传统产业，推动石化、钢铁、有色、建材等原材料产业布局优化和结构调整，扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等重点行业企业改造升级，完善绿色制造体系。
4	纺织行业“十四五”发展纲要	保持纺织行业总体水平稳定的前提下，实现以高端、智能化产业为主的转型升级

数据来源：工业和信息化部，中国毛纺织行业协会，东吴证券研究所

竞争格局方面，江南高纤为国内龙头。从全球角度看，海外涤纶毛条生产企业历史较悠久，如德国Trevira拥有近60年研发经验，产品品种齐全、积累大量客户及技

术资源。国内角度看，江南高纤为产量最大、市场占有率最高的涤纶毛条制造商，截至2023年6月产能达3.6万吨（技改完成后产能将扩大至4.2万吨），国内产能市占率达60%以上、销量市占率约50-60%。

表4：全球涤纶毛条主要生产厂家情况一览

地区	公司名称	产能情况	简介
海外	Trevira	7.5万吨涤纶纤维 (含毛条)	1956年成立，以欧洲客户为主，2021年销售额约2.32亿欧元，其中7%为服装用
国内	江南高纤	3.6万吨毛条 (扩产后达4.2万吨)	1985年成立，国内客户为主，国内市占率居首位，2022年毛条销售额约1.8亿元
	荣昌涤纶	2万吨毛条	1998年成立，国内客户为主，国内市占率第二

数据来源：公司公告，各公司官网，东吴证券研究所

规模优势、研发优势突出，行业龙头发展稳健。公司经过多年生产实践，龙头市占率优势突出、规模优势积累了丰富生产经验，差异化、功能化等高附加值产品储备较多，自主研发如康丽纶涤纶毛条等差异化新品市场反馈较好。在涤纶毛条总市场需求略降、精纺涤纶毛条市场趋于稳定的背景下，公司仍凭借其规模优势、差异化产品研发优势有望维持稳定发展的龙头地位。

3.2. 复合短纤维业务：下游应用场景丰富，产能利用率提升空间大

3.2.1. 行业：主要用于无纺布，应用场景丰富，一次性卫生用品规模较为稳定

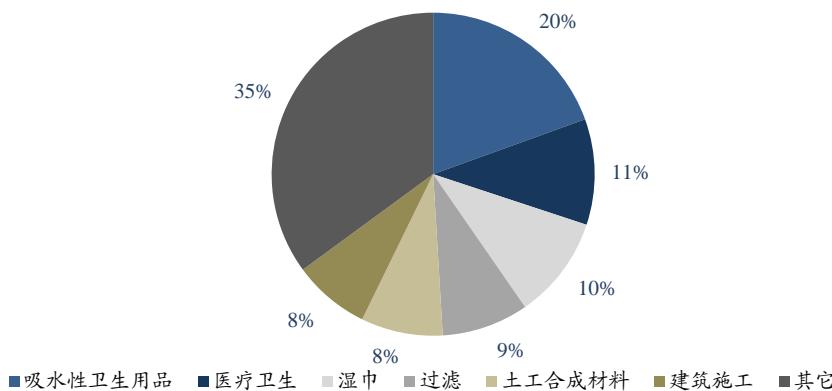
复合短纤维主要用于非织造布的生产，下游应用场景丰富。无纺布（又名“非织造布”）作为产业用纺织品的一种，可广泛应用于吸水卫生材料、医疗和外科材料、湿巾、土工合成材料、建筑施工、包装、过滤和运输等多个领域。根据CNITA统计，2021年婴儿尿布、卫生巾和成人失禁用品等吸水性卫生用品是非织造布的最大应用领域、占中国非织造布应用的19.5%，医疗卫生为第二大市场需求、占市场总量的10.6%。

表5：复合纤维主要应用场景

应用领域	主要产品
卫生材料	纸尿裤、卫生巾、乳罩、失禁裤
包装材料	茶叶袋、果品包装材料、信封
寝具	床罩、床单、床垫材料
室内装饰	窗纸、防寒材料、遮光材料、壁纸、地毯
抹布	工业用抹布、厨房用抹布
农用物资材料	水果保护材料、育苗材料
家庭用品	垃圾袋、围巾、桌布、一次性手巾、厨房用手套
医疗	手术衣、绷带、口罩、帽子
土木资源材料	管型过滤材料、吸油材料、人工草坪
电子	磁盘内衬、电磁隔膜
衣料	内衣衬里
鞋包	袋包内衬、鞋袋等

资料来源：中国化工网，东吴证券研究所

图16：2021年复合纤维下游应用领域一览



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

一次性卫生材料下游行业规模较为稳定。公司复合短纤维业务的主要下游合作厂商为一次性卫生用品企业，下游分产品看：

- **卫生巾、婴儿纸尿裤发展较为成熟，刚性需求提供基本市场规模支撑。**在我国一次性卫生用品行业中，女性卫生+婴儿纸尿裤用品占21年一次性卫生用品市场规模的95%。目前看我国女用卫生巾市场发展已较为成熟，婴儿纸尿裤市场虽出生人口下降，但受益于纸尿裤渗透率提升，总体空间稳定。
- **成人失禁用品行业市场空间广阔。**成人失禁用品主要包括成人拉拉裤、成人纸尿片、护理垫等吸收性卫生用品，覆盖年龄段广。根据生活用纸委员会，2016-2021年我国成人失禁用品市场规模由48.8亿元增长至112.02亿元、年均复合增长率为18.1%。未来随着观念转变，养老产业逐渐成熟，产品渗透率有望持续提升。与国际市场对比看，根据生活用纸委员会，2017年我国成人失禁品渗透率仅为4.2%，而国际成熟市场西欧/北美/日本的渗透率分别为58%/60%/80%，仍有数十倍差距。

表6：2021年中国一次性卫生用品增长迅速

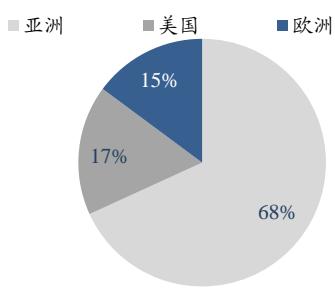
	卫生巾	婴儿纸尿裤	成人失禁用品
产量（亿片）	1265.5	432.1	121.5
消费量（亿片）	1203.0	384.2	70.7
市场渗透率	92%	82%	4%
市场规模（亿元）	908.8	555.0	75.1
2016-2021年CAGR	4.86%	3.10%	25.00%

资料来源：中国造纸协会，观研天下，艾瑞咨询，东吴证券研究所

3.2.2. 公司：规模优势突出、产品质量优，开拓新客户有望实现产能利用率不断提升

复合短纤维格局方面，日本技术较为领先，亚洲产量最高。据日本 Chisso 公司统计，2018年，世界复合纤维产量为33万吨，其中亚洲为22.5万吨，占比最多。海外复合纤维的主要生产公司为日本 Chisso、韩国 Huvis、丹麦 Fiber Vision 以及中国台湾的远东公司，其中日本的复合纤维生产技术处于世界领先地位，Fiber Vision 为全球最大的一次性卫生用品纤维生产商，同样经营复合纤维生产业务。

图17：2018年全球复合纤维产量占比



数据来源：Chisso 官网，东吴证券研究所

图18：国际知名复合纤维厂商主要集中于日韩、丹麦



数据来源：Chisso 官网，东吴证券研究所

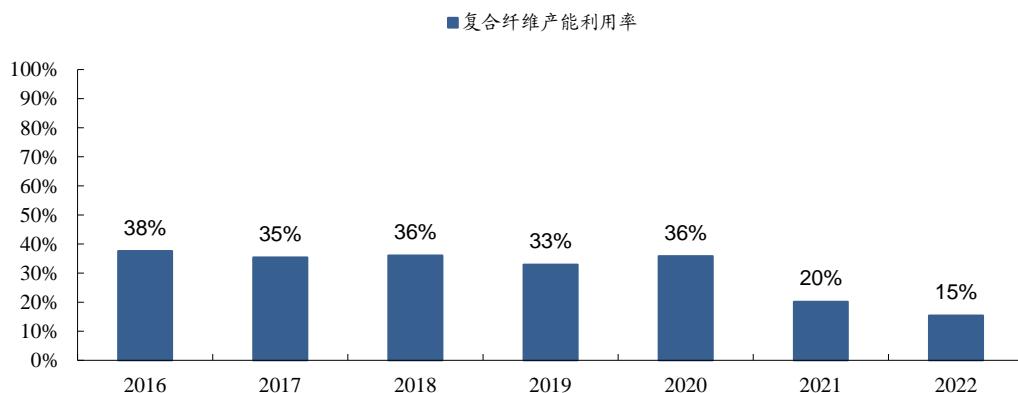
国内竞争格局方面，江浙地区产能集中度较高，江南高纤产量最大，增速最快。目前我国复合短纤维的产能主要集中在江浙地区。2013-2022年，江南高纤产量由11万吨提升至23万吨、增幅为109%，为行业内领先水平，2022年产能规模国内市占率约30-40%。

公司作为行业内生产规模最大的复合短纤维生产企业，深度绑定大客户。根据公司历年产能扩建统计，平均项目建设投产周期为3年，行业建设投产周期较长、具备一定进入壁垒。公司陆续改造其原有的涤纶短纤产线，现已拥有复合短纤维产能23万吨、成为行业龙头。随着一次性卫生用品需求扩张，公司产能储备深厚，且绑定国内一次性卫生用品一线品牌如恒安集团、快消品巨头宝洁等。

产品质量卓越、设备先进、研发能力突出。公司复合短纤产品主要聚焦高端领域，产品性能及质量与日韩相近。设备方面采用进口自动化生产流水线，智能化生产提高效率。研发能力方面，公司自主研发“亲水低熔点共聚酯、聚酯皮芯复合短纤维”等多种新品，拥有多项差别化聚酯改性技术和纺丝物理改性技术专利。

未来下游客户开拓后，产能利用率提升空间较大。目前公司复合短纤维客户主要为国内高端一线一次性卫生用品品牌，客户量相对较为有限，致使公司复合短纤产能利用率处于较低水平。未来随公司持续进行下游客户拓展，产能利用率有望逐步提升，带动复合短纤业务长期较快增长。

图19：公司历年复合纤维产能利用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

分行业看：①涤纶毛条行业已经入成熟发展期，通过开发差异化产品提升毛利率成为毛条业务发展的主要驱动力；②复合短纤维行业过去两年受疫情影响需求大幅增长，疫后需求阶段性回落，目前公司定位高端导致产能利用率较低，公司有望通过开拓新客户进而提升产能利用率，未来实现较好增长。

核心假设与收入拆分：公司业务主要分为复合短纤维/涤纶毛条/化工贸易/其他业务，我们认为随着客户拓展顺利，产能利用率将持续增长，复合短纤维产销量将逐渐提升；涤纶毛条收入增长主要动力则为产品升级带来的吨价提升。

1) 复合短纤维：预计 2023-2025 年销量保持较快增长，同时考虑到市场竞争较为激烈、公司加大开拓力度，预计产品单价及毛利率略下滑。

2) 涤纶毛条：预计 2023-2025 年市场需求量较为稳定，同时考虑到公司技术发展，多样化产品开发，预计单吨价格及毛利率同比略提升。

3) 化工贸易及其它：假设 2023-2025 年化工贸易业务收入稳定增长，毛利率维持稳定。其它业务主要为租赁，业务体量较小，预计 2023-2025 年该业务仍可维持增长。

表7：公司收入拆分及预测

	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务按产品划分 (百万元)				
复合短纤维	465.38	479.26	532.48	635.15
YOY	-10.06%	3%	11%	19%
占比	56%	57%	57%	60%
毛利率	12%	12%	10%	9%
销量 (万吨)	4.19	3.98	4.33	5.06
yoy	-11%	-5%	9%	17%
单价 (元/吨)	13,089.94	12,042.74	12,283.60	12,553.84
涤纶毛条	177.20	163.29	193.26	196.95
YOY	10%	-8%	18%	2%
占比	21%	19%	21%	19%
毛利率	25%	25%	25%	26%
销量 (万吨)	1.42	1.46	1.67	1.65
yoy	-4%	3%	15%	-1%
单价 (元/吨)	11,221.03	11,221.03	11,557.66	11,904.39
化工贸易 (百万元)	165.63	167.29	172.31	177.48
YOY	-8%	1%	3%	3%
占比	20%	20%	18%	17%
毛利率	1%	1%	1%	1%
其他业务 (百万元)	22.75	29.58	38.45	49.99
YOY	42%	30%	30%	30%
占比	3%	4%	4%	5%
毛利率	61%	62%	62%	62%
营收合计 (百万元)	830.97	839.42	936.50	1059.56
营收 yoy	-5%	1%	12%	13%
归母净利润 (百万元)	83.54	67.02	69.30	72.76
归母净利润 yoy	-19%	-20%	3%	5%
EPS	0.05	0.04	0.04	0.04

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所预测

我们选取主营纺织纤维业务的金春股份，以及下游一次性卫生用品行业龙头百亚股份、成人护理龙头可靠股份作为可比公司，可比公司 2023PE 为 29 倍、2024PE 为 21 倍、2025PE 为 18 倍。我们认为江南高纤作为涤纶毛条&复合纤维龙头，有望长期稳健成长，预计 2023-2025 年归母净利润为 0.67/0.69/0.73 亿元，分别同比-20%/+3%/+5%，对应 PE 为 53/51/49 倍，估值较高，首次覆盖给予“中性”评级。

表8：可比公司估值（截至 2023 年 9 月 25 日）

公司代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301009.SZ	可靠股份	34	0.32	0.49	0.60	38.06	24.86	20.30
003006.SZ	百亚股份	62	0.59	0.73	0.9	24.03	19.42	15.76
300877.SZ	金春股份	22	0.67	0.87	-	25.31	19.49	-
可比公司平均估值						29.14	21.26	18.03
600527.SH	江南高纤	35	0.04	0.04	0.04	52.72	50.96	48.54

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

注：可靠股份、百亚股份、金春股份业绩预测为 wind 一致性预期。

5. 风险提示

1) 原油及原材料价格波动。公司为周期性行业，其主营业务成本受原油及原材料价格波动的影响较大，利润率存在不确定性。

2) 下游需求不及预期。公司 2020 年以来复合短纤维业务的高增长主要来自于疫情期间口罩需求的增加，随着疫情恢复、近年人口出生率下降对婴儿纸尿裤的需求影响，公司短期业绩可能受到影响。

3) 宏观经济波动，消费复苏进程不及预期。若未来消费复苏进展缓慢，可能会对公司短期业绩产生负面影响。

江南高纤三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,419	1,332	1,424	1,517	营业收入	831	839	937	1,060
货币资金及交易性金融资产	974	901	952	997	营业成本(含金融类)	715	723	809	919
经营性应收款项	61	49	52	56	税金及附加	9	9	9	11
存货	333	322	348	383	销售费用	3	3	4	4
合同资产	0	0	0	0	管理费用	19	19	22	24
其他流动资产	51	61	71	81	研发费用	30	34	37	42
非流动资产	1,082	1,065	1,051	1,041	财务费用	(9)	(4)	(1)	(1)
长期股权投资	6	6	6	6	加:其他收益	6	7	7	6
固定资产及使用权资产	725	706	692	682	投资净收益	14	13	14	16
在建工程	168	168	168	168	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	35	35	36	36	减值损失	12	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	95	75	78	82
其他非流动资产	148	149	149	149	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,501	2,397	2,474	2,558	利润总额	95	75	78	82
流动负债	102	106	114	125	减:所得税	11	8	8	9
短期借款及一年内到期的非流动负债	21	18	15	13	净利润	84	67	69	73
经营性应付款项	52	55	61	70	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	13	16	18	20	归属母公司净利润	84	67	69	73
其他流动负债	16	17	19	22					
非流动负债	52	50	50	50	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.04	0.04	0.04
长期借款	0	0	0	0	EBIT	74	71	76	81
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	145	137	144	151
租赁负债	7	5	5	5					
其他非流动负债	45	45	45	45					
负债合计	154	156	164	175	毛利率(%)	13.95	13.81	13.60	13.28
归属母公司股东权益	2,347	2,241	2,311	2,383	归母净利率(%)	10.05	7.98	7.40	6.87
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,347	2,241	2,311	2,383	收入增长率(%)	(5.01)	1.02	11.57	13.14
负债和股东权益	2,501	2,397	2,474	2,558	归母净利润增长率(%)	(18.55)	(19.78)	3.44	4.98

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	166	144	95	93	每股净资产(元)	1.36	1.29	1.33	1.38
投资活动现金流	(135)	(116)	(120)	(125)	最新发行在外股份(百万股)	1,732	1,732	1,732	1,732
筹资活动现金流	(105)	(181)	(3)	(3)	ROIC(%)	2.73	2.72	2.96	3.04
现金净增加额	(73)	(153)	(28)	(35)	ROE-摊薄(%)	3.56	2.99	3.00	3.05
折旧和摊销	71	66	68	70	资产负债率(%)	6.14	6.50	6.62	6.83
资本开支	(54)	(48)	(54)	(61)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.29	52.72	50.96	48.54
营运资本变动	36	20	(29)	(35)	P/B(现价)	1.51	1.58	1.53	1.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>