

## 超细纤维面料龙头，产品多元化贡献新增长点

中性(首次)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	605	658	727	793
同比	26%	9%	11%	9%
归属母公司净利润(百万元)	37	41	46	52
同比	20%	12%	13%	12%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.25	0.28	0.31	0.35
P/E(现价&最新股本摊薄)	60.89	54.49	48.24	43.10

关键词: #规模经济 #新产品、新技术、新客户

## 投资要点

- 公司概况: 国内超细复合纤维面料龙头。**公司深耕超细纤维领域研发，产品包括超细纤维面料、制成品及无尘洁净产品，制成品(以运动毛巾为主)/仿皮面料/功能面料/无尘洁净制品/其它业务(对客户销售的坯布及加工费)22年收入占比分别为50%/9%/4%/4%/33%。公司以外销为主、22年收入占比52%，已与迪卡侬、ZARA、C&A等建立紧密合作，其中迪卡侬为第一大客户、收入占比超50%。近年来公司不断进行新领域拓展，产品品类逐渐从服装家纺切入手机、汽车供应链体系中。
- 超细纤维行业: 性能优越，下游应用领域持续拓宽。**超细纤维起源于上世纪中的欧日，技术成熟度较高，其细度为人发丝的1/200、普通化纤的1/20，主要由涤纶、锦纶等构成，具有吸水速干、透气性强、不易变形的优越性能，主要应用于服装家纺领域的浴巾、浴袍、沙发套等，该类需求较为稳定。随材料特性被进一步挖掘，受益于其皮感、透气性、耐磨性及吸附灰尘能力突出，应用领域逐渐扩大至汽车仿皮、电子包材、无尘洁净等产业用领域。竞争格局方面，日韩欧技术领先，国内市场引进时间相对较晚、企业数量多、布局相对低端。
- 业绩纵览: 受疫情影响呈波动，23年以来呈现弱复苏。**2015-2019年公司超细纤维制成品需求较好，销量增长带动营收CAGR为5%、增速较为稳健，但油价上涨致盈利能力下降、归母净利呈下滑态势。2020-2022年受疫情影响，公司业绩波动较大，其中21年受益海外疫情管控放松及品牌供应链补库、业绩大幅增长，23以来受益内销市场需求回暖呈现弱复苏、23H1营收/净利分别同比+13%/+2.4%。公司盈利能力主要受到原油价格、客户议价、产品结构等多方面综合影响，近年毛利率逐渐回落，23H1净利率有所回升。
- 公司亮点: 技术积累深厚、客户资源优质、开拓产业用新增长点。**1) **技术强:**超细纤维面料生产流程较为复杂，具备一定技术难度，各环节均对产品品质造成显著影响。公司技术领跑国内高端超细纤维行业，具有从织造到制成品加工全产业链工艺，二十余年自研核心技术及技术管理体系造就深厚技术优势。2) **客户优:**国际知名客户具备严格的资质认定标准，因此面料及成品供应商进入壁垒较高，一经认证后客户忠诚度较高。基于核心技术工艺优势，公司与迪卡侬等建立起稳定合作关系，公司亦为迪卡侬超细纤维运动巾全球市场份额第一的供应商、占比近90%。3) **产品多元化:**公司通过独创性发展，将超细纤维面料逐步拓宽至产业用领域，如无尘擦拭布、电子用产品、汽车仿皮内饰含浸面料等，订单逐渐放量，有望贡献业绩新增长点。
- 盈利预测与投资评级:**公司作为超细纤维面料龙头，深耕超细纤维应用领域，传统服装应用需求较为稳定，产业领域用制品有望长期较快增长。我们预计公司2023-2025年归母净利润为0.41/0.46/0.52亿元、分别同比+12%/+13%/+12%、对应PE为54/48/43倍，估值较高，首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示:**大客户流失风险、需求疲软、客户拓展不及预期、原材料价格波动等。

2023年10月05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

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	15.00
一年最低/最高价	12.40/17.58
市净率(倍)	2.73
流通A股市值(百万元)	2,021.43
总市值(百万元)	2,238.07

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.50
资产负债率(% ,LF)	24.52
总股本(百万股)	149.21
流通A股(百万股)	134.76

## 相关研究

## 内容目录

1. 公司概况：国内超细复合纤维面料龙头企业 .....	4
2. 超细纤维行业：性能优越，下游应用领域持续拓宽 .....	8
3. 业绩纵览：受疫情影响呈波动，23年以来逐渐复苏 .....	11
3.1. 业绩：外需占比较高，疫情扰动致近年波动较大 .....	11
3.2. 盈利能力：与原油价格、客户议价、产品结构相关性较强 .....	12
4. 公司亮点：技术积累深厚、客户资源优质、开拓产业用新增长点 .....	13
4.1. 沉淀自研核心技术，造就深厚技术优势 .....	14
4.2. 绑定优质客户迪卡侬，建立稳定合作关系 .....	15
4.3. 产业用应用领域不断发展，产品多元化拓展 .....	15
5. 盈利预测与投资建议 .....	16
6. 风险提示 .....	18

## 图表目录

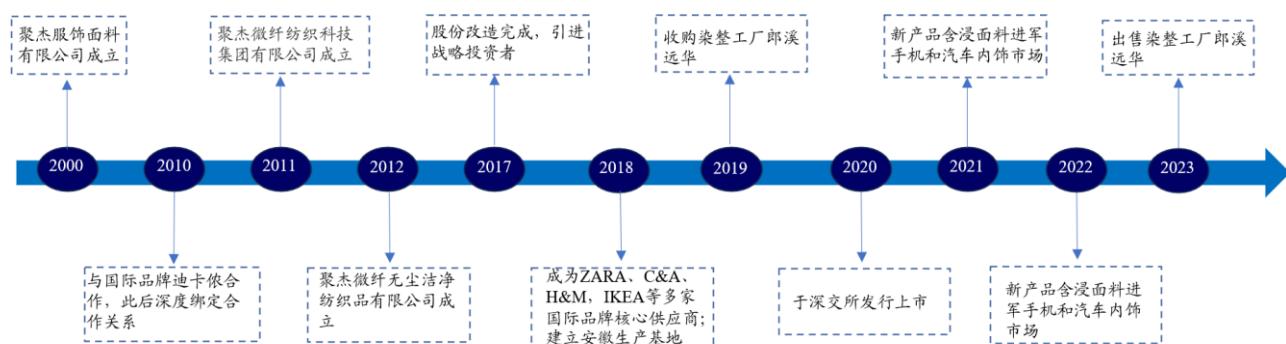
图 1: 公司发展历程一览 .....	4
图 2: 公司所处产业链环节 .....	5
图 3: 历年分产品产能利用率 .....	5
图 4: 历年来公司分产品营收占比情况 .....	6
图 5: 2022 年超细纤维制成品贡献主要营收 .....	6
图 6: 公司历年分地区营收占比情况 (单位: 百万元) .....	6
图 7: 历年迪卡侬贡献销售额占比 (%) .....	7
图 8: 2022 年前五大客户销售额及占比 .....	7
图 9: 公司合作优质客户一览 .....	7
图 10: 截至 2023 年 6 月 30 日公司股权结构 .....	7
图 11: 超细纤维行业发展沿革 .....	8
图 12: 超纤面料清洁 vs 普通面料清洁 .....	10
图 13: 公司历年营收情况 .....	11
图 14: 公司历年归母净利情况 .....	11
图 15: 公司分产品营收情况 (单位: 百万元) .....	12
图 16: 公司分产品营收增速情况 .....	12
图 17: 公司分地区营收情况 (单位: 百万元) .....	12
图 18: 公司分地区营收 yoy .....	12
图 19: 公司毛利率与原油价格反向变动 .....	13
图 20: 其他产品拖累公司整体毛利率 .....	13
图 21: 公司费用率变动情况 .....	13
图 22: 公司毛利率、费用率及净利率变动情况 .....	13
图 23: 超细纤维织物生产加工关键工序 .....	14
图 24: 公司具有开纤率高、色牢度佳、起绒效果好的核心技术壁垒 .....	14
图 25: 超细纤维无尘洁净制品 .....	16
图 26: 超细纤维含浸面料 .....	16

表 1: 公司主要产品介绍 .....	4
表 2: 公司募投项目扩产及 2022 年产能情况 .....	5
表 3: 超细纤维纺织品应用及特性 .....	8
表 4: 合成革分类、特点及应用 .....	9
表 5: 超细纤维产品主要布局公司一览 .....	10
表 6: 公司主要客户以及开拓客户进度一览 .....	15
表 7: 公司收入拆分及预测 .....	17
表 8: 可比公司估值 (截至 2023 年 9 月 28 日) .....	18

## 1. 公司概况：国内超细复合纤维面料龙头企业

国内超细纤维龙头制造商，深耕细分行业二十余年。聚杰微纤成立于 2000 年，成立之初便致力于超细纤维领域的研究和开发，主营产品包括超细纤维制成品、超细纤维仿皮面料、超细纤维功能面料以及超细纤维无尘洁净制品等。公司自主研发并解决开纤、染色、起绒等技术问题，工艺已达国际先进水平。客户积累深厚，目前公司已经与国际知名品牌迪卡侬、ZARA、C&A 等建立紧密合作关系，并通过不断进行新领域拓展，产品品类逐渐从服装家纺切入手机、汽车供应体系中。

图1：公司发展历程一览



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

表1：公司主要产品介绍

产品类型	产品图片	产品特点及用途
超细纤维制成品		该类产品已推出家纺系列、运动系列。家纺系列主要包括浴巾、浴袍、沙发套等家用纺织品；运动系列主要包括：运动巾、运动服及辅助装备。
超细纤维仿皮面料		产品具有透气耐用、触感柔软、色泽柔和、隔热保暖等特点，主要应用于时装、家居、汽车内饰、鞋材等众多领域。
超细纤维功能面料		具备吸水速干、透气的特点，产品色牢度高、手感柔软细腻且耐摩擦、耐起球、不掉毛，保养维护简便，主要应用于超细纤维运动巾、运动辅助装备、休闲服装等。
超细纤维无尘洁净制品		产品具有容尘量大、耐磨性高、化学稳定性高的特性。主要应用于 LED 液晶、偏光片等光学膜、镀膜光学镜头、照相机镜头、半导体、集成电路、精密元件、涂层装备的清洁、擦拭，包括各类擦拭布、擦拭纸及洁净卷轴布。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主营超细纤维产业链中下游面料及成品环节，上游为化纤行业。公司主要产品为超细纤维面料、制成品及无尘洁净制品。从产业链看属于中下游服装、家纺、体育户外用品和电子、汽车产业用纺织品，上游主要为石油加工制成的锦纶、涤纶、氨纶长丝为主的复合纤维。

图2：公司所处产业链环节



数据来源：Wind，东吴证券研究所

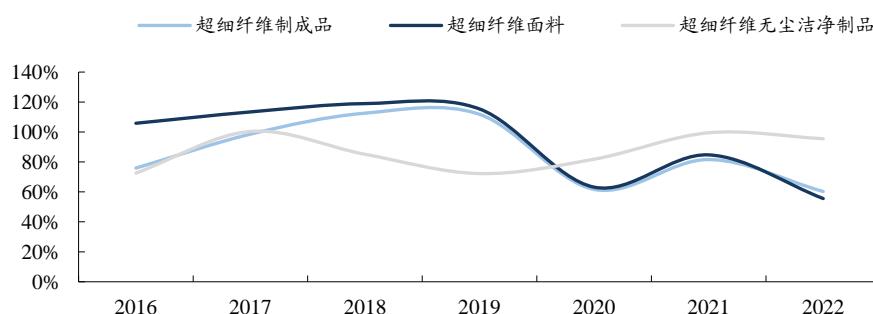
超细纤维制成品、面料产能持续扩张，应用于汽车内饰等仿皮含浸面料开始逐步投产。2016年-2018年公司超细纤维面料利用率均高于100%，2021年IPO项目投产后超细纤维面料产能大幅提升、由1800万米提升至3000万米，制成品由2000万件提升至3000万件。后续公司终止“超细纤维无尘超净制品建设项目”，并将资金投入至应用于汽车内饰的超纤革“超细纤维含浸面料建设项目”，22年开始应用于手机、汽车供应链体系。从产能利用率看，受疫情影响下游需求，超细纤维制成品和超细纤维面料产能利用率波动较大。

表2：公司募投项目扩产及2022年产能情况

募投项目	时间	计划产能	投产时间
超细纤维制成品（万件）	2020	1000	2021年5月
超细纤维面料（万米）	2020	1200	2021年5月
超细纤维无尘洁净制品（万米）	2020	1000	2021年终止
超细纤维含浸面料（万米）	2021	300	2022年
类别	2022年现有产能	产能利用率	2021年产能
超细纤维制成品(万件)	3000	60.25%	2000
超细纤维面料(万米)	3000	55.57%	1800
超细纤维无尘洁净制品(万片)	4000	95.49%	4000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

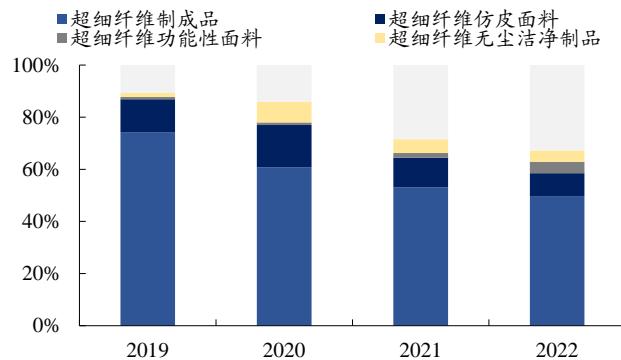
图3：历年分产品产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

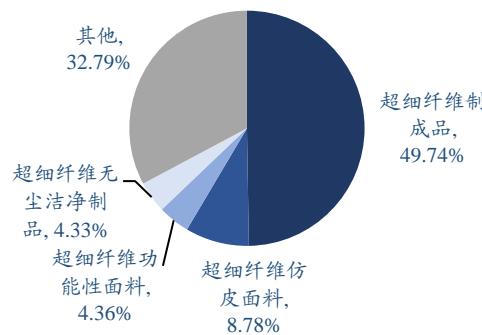
分产品看，超细纤维制成品贡献主要营收。2022 年公司超细纤维制成品/仿皮面料/功能面料/无尘洁净制品/其它业务（对客户销售的坯布及加工费）占比分别为 50%/9%/4%/4%/33%，其中制成品主要以运动毛巾产品为主，贡献主要营收。

图4：历年来公司分产品营收占比情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

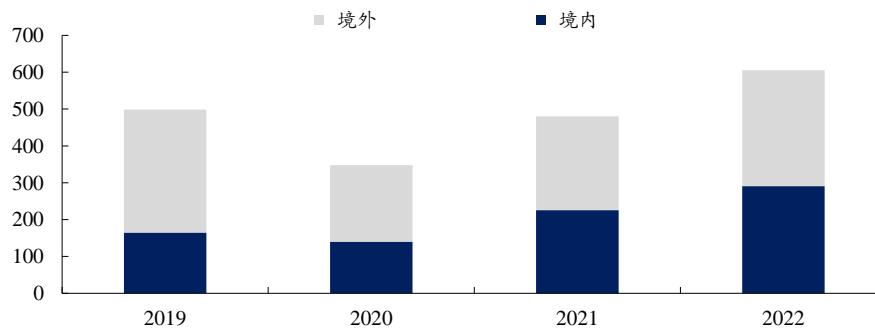
图5：2022年超细纤维制成品贡献主要营收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分区域看，外销占比较高。因第一大客户迪卡侬为欧洲公司，贡献销售占比高，故外销比例较高。公司通过积极拓展国内外客户，客户结构进一步优化，同时由于 2019 年新增部分国内染整代加工业务，内销占比不断增加，2022 年外销/内销收入占比分别为 52%/48%。

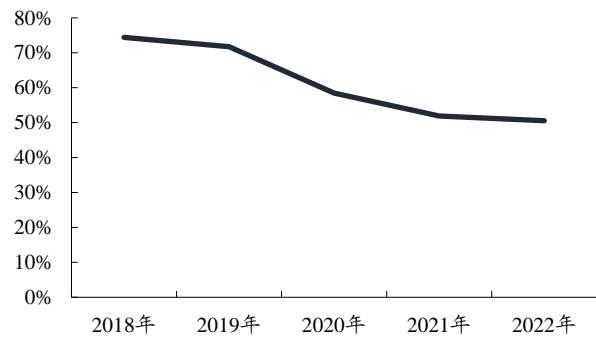
图6：公司历年分地区营收占比情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

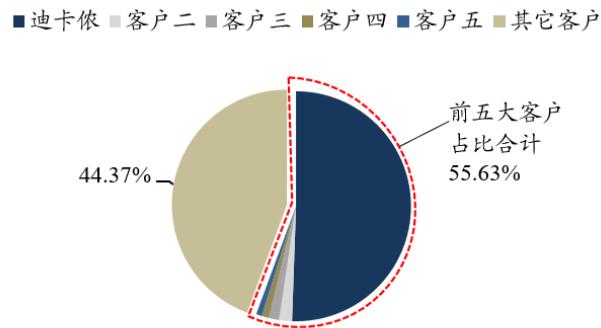
客户资源优质，与国际知名品牌迪卡侬建立稳定合作关系。全球知名运动品牌迪卡侬为公司第一大客户，贡献半数以上营收。同时公司积极拓展优质客户，逐步进入世界知名服装、家具品牌供应链体系，如 ZARA、C & A、H & M、IKEA 等品牌。

图7：历年迪卡侬贡献销售额占比（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2022年前五大客户销售额及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

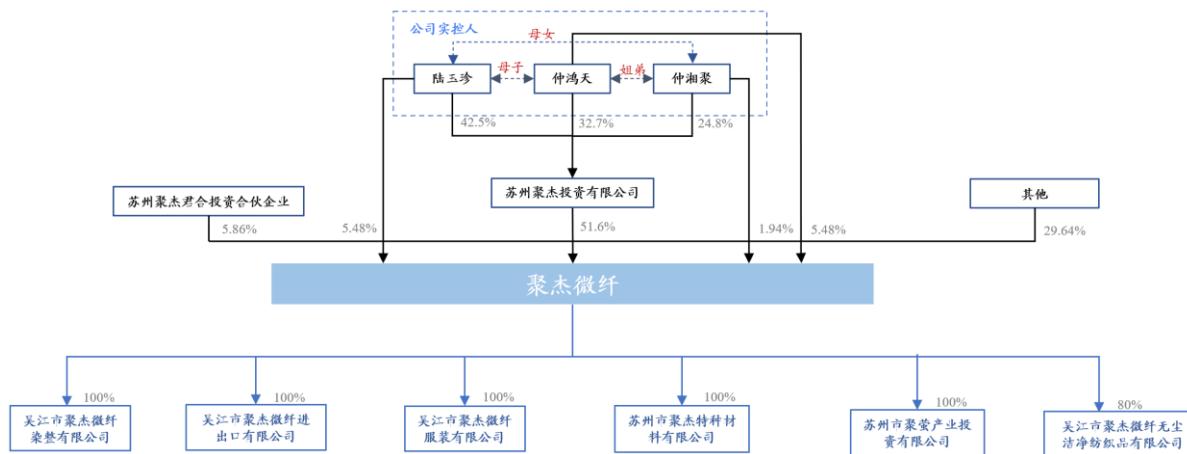
图9：公司合作优质客户一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

股权结构较为集中。截至 2023H1 末仲氏家族三人陆玉珍、仲湘聚和仲鸿天直接间接共持有公司 64.5% 股权，持股结构较为集中。（陆玉珍系仲鸿天、仲湘聚母亲，仲湘聚与仲鸿天系姐弟关系）。

图10：截至 2023 年 6 月 30 日公司股权结构

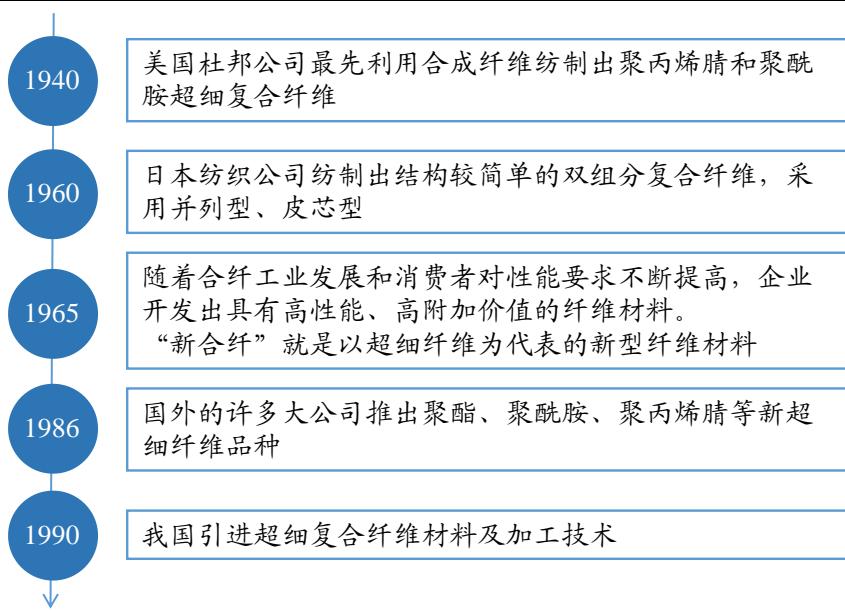


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 超细纤维行业：性能优越，下游应用领域持续拓宽

超细纤维技术成熟度较高，品种丰富度高。国内理论上将单纤维线密度在 0.55dtex (约 0.5D) 以下的纤维称超细纤维，其细度为人发丝的 1/200、普通化学纤维的 1/20，主要由涤纶、锦纶等材料构成。超细纤维于上世纪中起源于欧日，生产企业成功制造出不同类型、各具特色的复合纤维。20世纪 70 至 80 年代，各生产企业开发出性能优越、应用广阔、不同组分的超细纤维，逐渐探索超细纤维下游领域发展应用。至 20 世纪 90 年代，我国引入超细复合纤维技术，至今生产技术已经趋于成熟，主要应用于传统服装领域，随材料特性被进一步挖掘，应用领域逐渐扩大至汽车仿皮、电子用面料、电子器件耗材等产业用领域。

图11：超细纤维行业发展沿革



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

超细纤维细旦化为其突出优势，广泛应用于纺织过程。相较于常规纤维和天然纤维，超细纤维具有优良的几何、力学、质量、光学和结构特性，纤维强度是普通纤维的 5 倍，吸附能力、吸水速度和吸水量是普通纤维的 7 倍。从功能应用领域来看，超细纤维依据其纤度的差异可应用于不同种类的功能产品，如高密度织物、仿麂皮、高性能洁净布以及功能性面料等，产品具有吸水速干、透气性强、不易变形的优越性能。

表3：超细纤维纺织品应用及特性

应用及特性		介绍
功能应用	高密度织物	纤度在 0.5~0.1dtex 的超细纤维，可用于仿丝绸织物、高密度织物；0.1dtex 左右线密度纤维制成的高密度织物，能够实现落在织物上的雨水形成水球在其表面滚动而不让其润湿。
	仿麂皮	纤度在 0.1~0.005dtex 的超细纤维，可用于高性能针织品、功能性非织造布、仿麂皮；产品有麂皮绒、运动系列服装、人造皮革织物等，轻薄柔软、有光滑的表面纹理，防水透气，强力好且不变形。
	高性能洁净布	超细纤维具有较高的比表面积和微细毛孔，具有很强的清洁能力，在精密机械、生物医药、光学仪器、半导体与显示产业等方面具有较多用途。

功能性面料	主要应用于超细纤维运动巾，运动辅助装备，休闲服装等，产品手感柔软细腻，且耐摩擦、耐起球，不掉毛，保养维护简便，具备吸水速干性、透气性的特点。
产品特点	几何特性 超细纤维的单丝纤度和截面直径较小，织物紧密，具有透湿防水功能和保温隔音性能，穿着舒适性较高。
	力学特性 超细纤维总强度高，还具有较低的伸长、高可挠性和高扭转性，适用于复合材料中的补强材料与高级面料。
	质量特性 超细纤维材料制品具有细腻的绒毛、柔软、滑糯以及良好的悬垂性。
	光学特性 超细纤维直径大大减少使光学性能如折射率、透光率、反光性有很大改变，产品反射光泽比较柔和，具有丝光效果。
	结构特性 超细纤维的纤度小，产生了大量的毛细网络，因此吸附水能力较强、透湿性良好。因其可在织物表面形成浓密的绒毛，致密性和起绒性好。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**下游应用领域持续拓展，传统领域需求稳定、产业用领域有待挖掘。**超细纤维因其具备的透气性强、吸水速干特性，主要应用于服装家纺领域，例如浴巾、浴袍、沙发套，需求相对较为稳定。随超细纤维性能被逐步挖掘，应用领域扩张至产业用领域，如电子产品、汽车仿皮内饰、无尘擦拭布等。

**产业用新兴领域一：超细纤维合成革应用于电子包材、汽车内饰，未来发展空间较大。**超细纤维合成革属于人造合成革细分领域之一、占比仅 6%左右，2020 年国内需求量达 3.5 亿平方米，2017-2020 年 CAGR 达 16%。虽然目前国内超纤革需求量增长较快，但超纤革占人造合成革总需求量的比例仅 6.2%左右，受益于其皮感、透气性、耐磨性性能突出，渗透率仍有较大提升空间。

表4：合成革分类、特点及应用

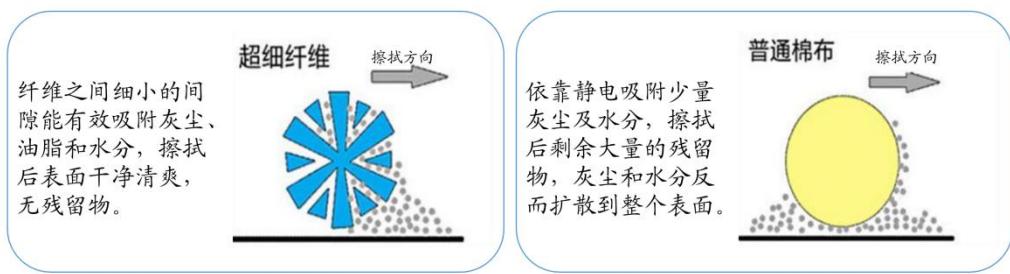
项目	PVC 人造革	PU 合成革	超细纤维合成革
发明时间	20 世纪 30 年代 (德国)	20 世纪 50 年代 (德国)	20 世纪 70 年代 (日本)
结构	表层：PVC；基材： 编织物、机织布	表层：PU；基材： 编织物、机织布	表层：PU；基层： 细旦、 超细旦制非织造布+浸 渍
皮感	较差	一般	优良
制备工艺	干法工艺	湿法和干法	超纤织造
原料环保性	有一定污染	优于 PVC 人造革	一般
透气性	较差	一般	较好
耐久耐用型	较差	一般	较好
色牢度	一般	优于 PVC	一般
撕裂强度	一般	一般	一般
剥离强度	一般	一般	较好
易加工型	良好	良好	良好
用途	一般装饰品、低档箱 包革、球革、家具革、 汽车内饰等	一般装饰品、中低档箱 包革、鞋革球革、家具 革、汽车内饰等	高档鞋革、家具革、服 装革、汽车内饰革、球 革、箱包革等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**产业用新兴领域二：无尘洁净不断发展。**由于纤维间空隙多而密，可利用其毛细管作用，能有效吸附灰尘、油脂和水分等，织物具有较强清洁能力和去污能力，在精密机

械、生物医药、光学仪器、半导体与显示产业等方面具有重要作用。

图12：超纤面料清洁 vs 普通面料清洁



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

竞争格局方面，日韩欧技术领先、国内市场企业数量多、布局相对低端。从国际视角而言，日本于1960年在超细纤维仿麂皮技术上取得突破、各大企业自上世纪80年来至今成功推出多种新超细纤维材料，日本、韩国、欧洲的技术相对较为领先。从国内视角而言，中国引进超细复合纤维材料及加工技术时间相对较晚，目前国内采用超细纤维长丝为原料生产面料织物的企业数量多、规模小、产成品多为中低端产品。

表5：超细纤维产品主要布局公司一览

地域	竞争对手	主要产品	介绍
国际	东丽	防水透湿布、吸汗速干新结构材料、高质感时装、丝绸状材料、超细纤维清洁布等	成立于1926年，日本综合性化工集团企业，其业务包括纤维和织物、树脂和化成品、碳纤维复合材料、环境和工程、生命科学等事业。东丽的纤维、纺织品及服装产品采用聚酰胺纤维、聚酯纤维和丙烯酸纤维制作。
	欧缔兰	主要应用于跑车内饰、奢侈品包袋内饰	欧缔兰面料(Alcantara)成立于1972年，是知名的超细纤维产品，意大利高端纺织材料生产商，欧缔兰凭借其独特专利技术，与国际知名品牌建立了合作伙伴关系，如兰博基尼、玛莎拉蒂、阿斯顿马丁、LV、微软等。
	SIMTIS COLOR	超细纤维运动巾	摩洛哥面料及服装公司，与聚杰微纤同为迪卡侬全球仅有的两家超细纤维运动巾的供应商之一，SIMTIS COLOR占迪卡侬全球运动巾采购总额的10%左右。
	PAKA LTD		韩国面料企业，原与SIMTIS COLOR同为迪卡侬超细纤维运动巾产品的主要供应商，后因产品品质、技术水平被聚杰微纤超过而退出迪卡侬超细纤维运动巾产品供应商名单。
国内	聚杰微纤	超细纤维运动巾、超细纤维仿皮面料、无尘洁净布等	在生产工艺先进性、产品质量及其稳定性、产业链完整性、发货及时性等方面具有显著优势，占据迪卡侬超细纤维运动巾90%左右份额，供货能力强、响应速度快、供给持续稳定、且具备一定的价格优势。
	苏州豪辉纺织有限公司	麂皮绒、双面绒、无尘布等	主要产品为各种规格的梭织麂皮绒、提花类麂皮绒，针织纬编麂皮绒、四面弹麂皮绒和罗马布系列，双面绒(洁净布)，割绒类产品及化纤涤纶类塔丝隆、桃皮绒、仿记忆等各种家纺和服装面料。
	吴江市联合针织厂	麂皮绒服装、家纺、鞋材、汽车坐垫等	成立于2005年，地处吴江市梅堰镇，是一家以从事纺织业为主的企业。主要生产、销售尼龙系列、涤纶系列、棉纺系列及纬编麂皮绒、四面弹麂皮绒。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 业绩纵览：受疫情影响呈波动，23年以来逐渐复苏

#### 3.1. 业绩：外需占比较高，疫情扰动致近年波动较大

从业绩看，公司发展可分为三个阶段：

➤ **2015-2019 年营收平稳增长，归母净利呈下滑趋势。** 2015-2019 年公司超细纤维制成品需求较好，销量增长带动营收 CAGR 为 5%、增速较为稳健，但油价上涨致原材料价格上涨，由于公司处于产业链中下游，与迪卡侬等大客户提前协商成品价格、盈利能力有所下降，归母净利呈下滑态势。

➤ **2020-2022 年受疫情扰动，公司业绩波动较大。** 2020-2022 年公司营收同比增速分别为 -30%/+38%/+26%，归母净利同比增速分别为 -90%/+428%/+20%，主要系 2020 年欧洲疫情严重导致需求萎缩，2021 年海外疫情管制放松叠加品牌供应链补库、业绩迎复苏，2022 年受益于上半年出口高景气行情持续、业绩亦有较好增长，下半年外需转弱致业绩增速放缓。

➤ **2023 年以来呈现复苏。** 23H1 内销市场需求回暖、但海外受到品牌去库影响仍承压，营收/归母净利同比分别 +13%/+2.4%，呈缓慢修复。

图13：公司历年营收情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

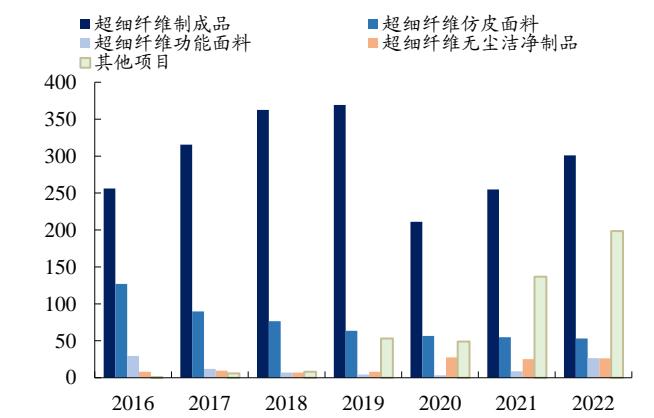
图14：公司历年归母净利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

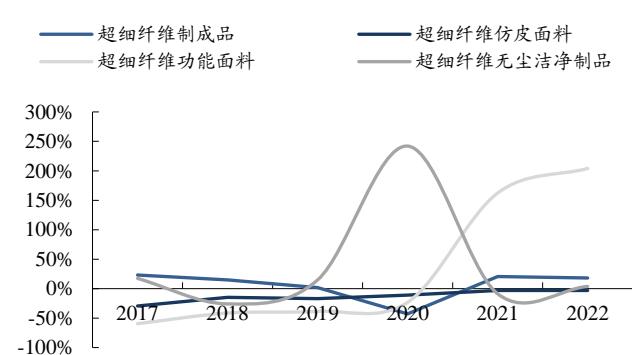
**超细纤维制成品贡献主要营收，染整加工费增长较多。** 2016-2022 年公司超细纤维制成品 / 仿皮面料 / 功能面料 / 无尘洁净制品 / 其他收入 CAGR 分别为 +3%/-14%/-2%/+22%/+172%，2022 年收入占比分别为 50%/9%/4%/4%/33%。制成品需求稳定、增速稳健；面料收入下滑主要系市场潮流趋势变动及部分面料直接生产成为制成品所致；无尘洁净制品增速较为靓丽、但规模较小；其他收入快速增长主要为公司 2019 年收购郎溪远华带来的坯布及染整加工费。

图15: 公司分产品营收情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司分产品营收增速情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

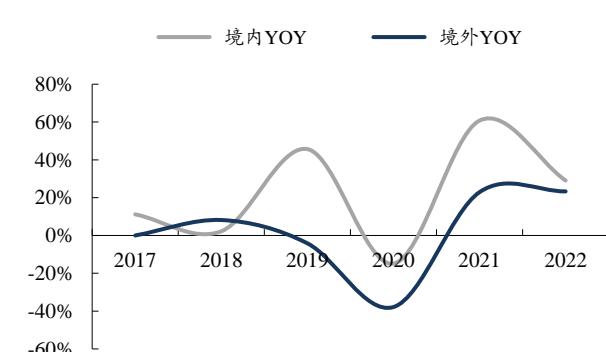
超细纤维主业海外销售占比较高, 内销主要为染整代加工贡献。2016-2022年公司外销/内销收入 CAGR 分别为-0.4%/+19.6%, 2022年收入占比分别为 52%/48%。公司超细纤维制品主要为外销, 与出口景气度、合作大客户需求情况相关度较高, 因此期间出现波动; 内销主要为郎溪远华染整代加工业务贡献, 2023年8月公司出售所持有的70%郎溪远华股权后, 内销收入或出现回落。

图17: 公司分地区营收情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 公司分地区营收 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 盈利能力: 与原油价格、客户议价、产品结构相关性较强

公司毛利率主要与原油价格、客户议价、产品结构关联度较高。2016年起公司毛利率整体呈逐年下滑趋势, 我们分析毛利率主要受到如下因素综合影响: ①从原材料看, 由于提前与大客户协定价格, 毛利率与油价反向变动。公司生产超细纤维产品属于石油化工类下游, PTA、MEG 等原材料价格受国际油价影响持续波动, 故原油价格提升导致公司成本提升、毛利率与油价反向变动。②从需求端看, 由于公司与主要客户迪卡侬每年4月协商下一年面料价格, 每年10月根据当年4月确定的面料价格协商下一年超细纤维制成品价格, 价格协定直接影响公司产品售价、与毛利率成正向关系。③公司

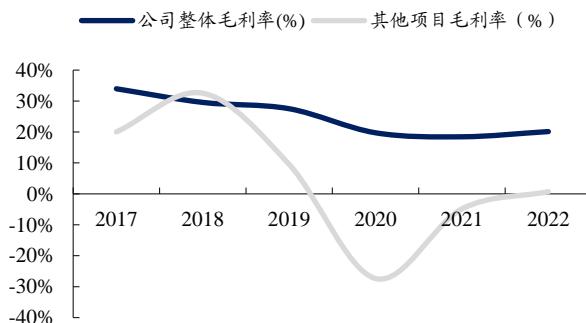
层面看，2019 年收购郎溪远华后新增的染整代加工业务（其他产品）毛利率较低，因此 2019 年后公司毛利率明显下滑。23 年 8 月出售郎溪远华后毛利率有望提升。

图19：公司毛利率与原油价格反向变动



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

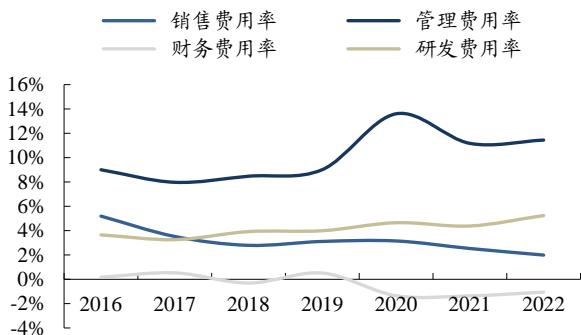
图20：其他产品拖累公司整体毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

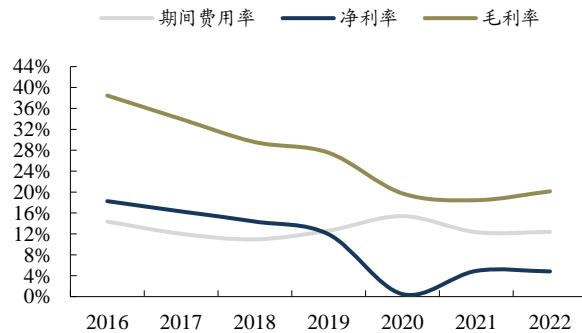
公司期间费用率保持平稳态势，净利率有望改善。公司期间费用率在 12% 左右波动，相对较为平稳。2016-2020 年净利率逐年波动下滑，由 18% 下滑致不足 1%，主要系毛利率降低所致，2021 年需求回暖、逐渐开始恢复，2022 年约为 5% 左右、仍处于历史较低水平，2023H1 随印染加工利润率逐渐修复、净利率恢复至 10%。

图21：公司费用率变动情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图22：公司毛利率、费用率及净利率变动情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

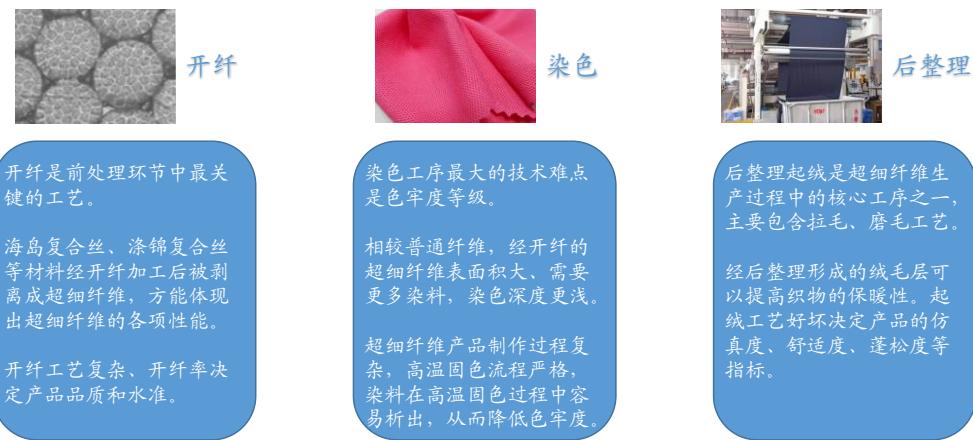
#### 4. 公司亮点：技术积累深厚、客户资源优质、开拓产业用新增长点

我们认为公司的亮点主要在于：1) 技术强：领跑国内高端超细纤维行业，具有从织造到染整全产业链工艺，二十余年自研核心技术及技术管理体系造就深厚技术优势。2) 客户优：绑定优质客户资源，已经与国际知名运动品牌商迪卡侬建立长期稳定供货关系，订单稳定，客户忠诚度较高。3) 产品多元化：随超细纤维特性被挖掘，应用领域不断拓宽，产业用新产品逐渐开始放量。

#### 4.1. 沉淀自研核心技术，造就深厚技术优势

超细纤维面料生产流程较为复杂，具备一定技术难度。超细纤维生产加工过程中对开纤、染色、后整理等环节较有高技术要求，其中开纤加工环节决定超细纤维面料的性能、染色过程中色牢度控制难度较高、后整理起绒决定产品仿真度、舒适及蓬松度，各环节均对产成品的质量造成显著影响，超细纤维面料生产相对而言具备一定的技术难度。

图23：超细纤维织物生产加工关键工序



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司为国内高端超细纤维领跑者，沉淀自研核心技术，构筑深厚技术壁垒。公司是国内最早从事高端超细复合纤维材料加工应用的制造商，具有从织造、染整、后整理及制成品加工的完整产业链生产工艺。经过 20 年深耕超细纤维领域，不断自研先进的开纤、染色和起绒技术，目前已取得 54 项国内专利（其中发明专利 8 项），且在生产实践中积累沉淀各种非专利技术，如精炼、开纤、染色、定型、拉毛等工艺流程的液碱浓度、液温、工作环境的温度与湿度、工艺保温时间等核心生产经验与工艺配方。

图24：公司具有开纤率高、色牢度佳、起绒效果好的核心技术壁垒



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 4.2. 绑定优质客户迪卡侬，建立稳定合作关系

客户资源稳定，第一大客户迪卡侬占比超 50%。国际知名客户具备严格的资质认定标准，因此面料及成品供应商进入壁垒较高，一经认证后客户忠诚度较高。基于核心技术工艺优势，公司得到迪卡侬、ZARA、C&A、H&M, IKEA 等重要国际客户认可，满足品牌客户针对高色牢度超细纤维产品的要求，并与众多优质品牌客户建立起了稳定合作关系，其中迪卡侬是公司第一大客户、2022 年营收贡献超 50%，公司亦为迪卡侬超细纤维运动巾全球市场份额第一的供应商、占比近 90%。

表6：公司主要客户以及开拓客户进度一览

客户名称	合作时间	对应产品	开拓进度
迪卡侬	2011 年	超细纤维制成品、功能面料	2015 年公司已成为迪卡侬超细纤维运动巾产品领域国内唯一、全球份额第一的重要供应商，合作长期稳定。
H&M	2015 年	超细纤维仿皮面料	公司已成为其银级供应商，2019 年收购郎溪远华后申请成为其金级供应商，以进一步提高双方合作深度。
宜家	2017 年	超细纤维擦拭巾	公司的超细纤维擦拭巾在宜家商场进行试卖，经销售反馈、产品定位等一系列测算后，也将逐步在全球卖场内提高销量。
Arena	2019 年 10 月	超细纤维运动巾及浴袍	双方已达成合作协议，公司已向全球知名游泳装备品牌 Arena 销售部分超细纤维运动巾和浴袍产品。
拓胜（北京）科技发展有限公司	2017 年 9 月	超细纤维运动巾及浴袍	公司 2017 年度开始与国内新锐游泳装备品牌拓胜开始合作，交易金额增长迅速。
京东方科技集团有限公司	2015 年	超细纤维无尘洁净制品	公司于 2015 年间接供货给京东方超细纤维无尘洁净布用于其液晶显示面板生产线，呈逐年上升趋势。
武汉华星光电半导体显示技术有限公司	2019 年 5 月	超细纤维无尘洁净制品	2019 年 5 月公司通过验证正式成为 TCL 集团二级子公司武汉华星光电半导体显示技术有限公司的合格供应商。其向公司采购的产品主要为超细纤维无尘卷布，用于其新投产的柔性屏工厂自动产线擦拭产品，目前已逐步批量供货。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 4.3. 产业用应用领域不断发展，产品多元化拓展

上游超细纤维丝工艺成熟，超细纤维使用场景、行业应用领域不断创新。超细纤维长丝目前生产技术已较为成熟，且能够通过不同纤维混纺实现织物不同性能的改变，因此下游应用领域处于不断发现、创新的进程中，市场规模仍具较大发展潜力。

公司逐步拓宽至产业用领域，打造新战略增长点。公司主要布局高端超细纤维产品，自身技术积累较为深厚，传统服装、家纺行业提供较为稳定的业绩贡献，并持续通过独创性发展，将超细纤维面料已逐步拓宽至产业用领域，如无尘擦拭布、电子用产品、汽车仿皮内饰等。

➤ **无尘洁净制品：**公司产品包括各类擦拭布、擦拭纸及洁净卷轴布，所生产的超细纤维无尘洁净制品表面每平方厘米有 8 万多根纤维捕捉灰尘，具有容尘量大、耐磨性高、化学稳定性高的特性，针对性满足显示面板、半导体电子行业生产需求，合作客户

包括京东方、德普特、华星光电、中电熊猫、华为、友达、中芯国际、龙腾光电等企业。

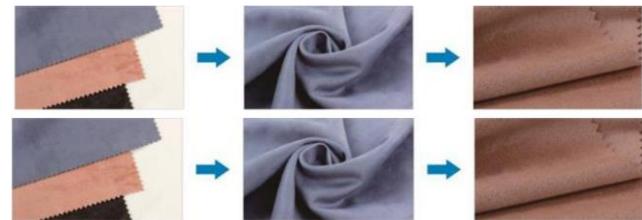
➤ **含浸面料：**随着在产业应用领域不断拓宽，公司 IPO 项目投产的新产品含浸面料逐步切入汽车、电子用仿皮面料领域，并开始贡献部分销售增量。目前分别已经进入上海汽车、吉利汽车等国内整车厂供应体系，以及全球知名品牌手机供应链体系。公司开发的含浸面料单价及盈利能力均高于常规仿皮面料产品，未来随着公司下游客户持续开拓、订单逐渐放量，有望贡献业绩新增长点。

图25：超细纤维无尘洁净制品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：超细纤维含浸面料



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

**核心假设与收入拆分：**公司产品主要分为超细纤维制成品、超细纤维仿皮面料、超细纤维功能面料以及超细纤维无尘洁净制品，受益于公司募投面料项目逐步完成以及产业用纺织品细分市场需求的挖掘，超细纤维仿皮面料有望成为公司未来发展的新增长点。

**超细纤维制成品业务：**1) 产销量：预计 2023-2025 年下游品牌客户需求保持稳定，产销率维持高水平。2) 价格和毛利率：考虑到下游品牌需求逐渐复苏，公司持续优化客户结构，预计产品单价及毛利率同比略增。

**超细纤维仿皮面料：**1) 产销量：预计 2023-2025 年受益于产业用面料需求增长、叠加超细纤维含浸面料募投项目产能释放，销量有所增长。2) 价格和毛利率：随公司产业用占比提升，预计产品价格及毛利率稳步提升。

**超细纤维功能面料：**1) 产销量：预计 2023-2025 年受益于内外需市场修复，销量同比提升。2) 价格和毛利率：公司持续优化客户结构，预计产品单价及毛利率同比略增。

**超细纤维无尘洁净制品：**1) 产销量：预计 2023-2025 年中随着客户持续拓展，无尘洁净制品销量有望稳健增长。2) 价格及毛利率：伴随产能利用率提升，预计价格小幅增长、毛利率维持稳定。

表7: 公司收入拆分及预测

	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务按产品划分 (万元)				
超细纤维制成品	30,107	31,276	32,760	34,639
YOY	18%	4%	5%	6%
占比	50%	48%	45%	44%
毛利率	30%	30%	31%	31%
销量 (万件)	1,707.29	1,738.80	1,785.60	1,833.00
yoy	3%	2%	3%	3%
单价 (元/件)	17.63	17.99	18.35	18.90
yoy	15%	2%	2%	3%
超细纤维仿皮面料	5,314	7,127	9,847	11,403
YOY	-3%	34%	38%	16%
占比	9%	11%	14%	14%
毛利率	35%	35%	37%	38%
销量 (万件)	157.44	205.00	269.75	297.50
yoy	-20%	30%	32%	10%
单价 (元/件)	33.75	34.77	36.50	38.33
yoy	21%	3%	5%	5%
超细纤维功能面料	2,639	3,000	3,261	3,845
YOY	4%	14%	9%	18%
占比	4%	5%	4%	5%
毛利率	23%	15%	16%	16%
销量 (万米)	244.65	270.00	285.00	320.00
yoy	14%	10%	6%	12%
单价 (元/米)	10.79	11.11	11.44	12.02
yoy	166%	3%	3%	5%
超细纤维无尘洁净制品	2,623	2,527	2,825	2,968
YOY	4%	-4%	12%	5%
占比	4%	4%	4%	4%
毛利率	23%	20%	21%	21%
其他业务 (万元)	19,846	21,831	24,014	26,415
营收合计 (万元)	60,529	65,760	72,707	79,270
营收 yoy	26.02%	8.6%	10.6%	9.0%
归母净利润 (万元)	3,676	4,107	4,639	5,193
归母净利润 yoy	19.86%	11.73%	12.95%	11.93%
EPS	0.25	0.28	0.31	0.35

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所预测

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.41/0.46/0.52 亿元, 分别同比 +12%/+13%/+12%。由于超纤上市公司较为有限, 我们选取色织面料龙头鲁泰 A、以及

同样处于细分领域的锦纶一体化龙头台华新材、复合纤维&涤纶毛条双龙头江南高纤作为可比公司，可比公司 2023PE 为 28 倍、2024PE 为 24 倍、2025PE 为 22 倍。我们认为聚杰微纤深耕超细纤维应用领域，传统服装应用需求较为稳定，产业用制品有望长期较快增长，2023-2025 年对应 PE 分别为 54/48/43 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 28 日）

公司代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000726.SZ	鲁泰 A	52	0.71	0.92	1.04	9.48	7.32	6.47
600527.SH	江南高纤	35	0.04	0.04	0.04	51.94	50.21	47.83
603055.SH	台华新材	98	0.51	0.83	1.05	21.35	13.12	10.37
可比公司平均估值						27.59	23.55	21.56
300819.SZ	聚杰微纤	22	0.28	0.31	0.35	54.49	48.24	43.10

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

注：鲁泰 A、台华新材、江南高纤盈利预测均来自于东吴证券

## 6. 风险提示

- 1) **大客户流失风险。**公司第一大客户占比超 50%，对大客户依赖度较高，若出现大客户订单流失，将会对公司业绩造成较大影响。
- 2) **外需回落风险。**公司外销占比较高，若未来外需持续回落可能造成公司销售不及预期。
- 3) **客户拓展不及预期：**含浸面料项目客户开拓或不及预期，存在一定不确定性。
- 4) **原材料价格波动：**油价上涨或导致原材料价格上涨，将降低公司盈利能力。

## 聚杰微纤三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>438</b>	<b>419</b>	<b>417</b>	<b>439</b>	<b>营业收入</b>	<b>605</b>	<b>658</b>	<b>727</b>	<b>793</b>
货币资金及交易性金融资产	223	192	156	167	营业成本(含金融类)	483	523	571	620
经营性应收款项	88	103	125	125	税金及附加	6	7	8	9
存货	119	116	127	138	销售费用	12	14	18	20
合同资产	0	0	0	0	管理费用	38	40	46	51
其他流动资产	9	9	9	10	研发费用	32	33	38	42
<b>非流动资产</b>	<b>606</b>	<b>658</b>	<b>721</b>	<b>770</b>	<b>财务费用</b>	<b>(6)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	3	4	4
固定资产及使用权资产	458	501	534	564	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	48	88	118	138	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	40	40	40	39	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	(2)	1	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>50</b>	<b>56</b>
其他非流动资产	57	27	27	27	<b>营业外净收支</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,044</b>	<b>1,077</b>	<b>1,138</b>	<b>1,209</b>	<b>利润总额</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>54</b>
<b>流动负债</b>	<b>206</b>	<b>234</b>	<b>286</b>	<b>343</b>	<b>减:所得税</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	35	70	105	140	<b>净利润</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>43</b>
经营性应付款项	138	130	144	163	<b>减:少数股东损益</b>	<b>(8)</b>	<b>(7)</b>	<b>(8)</b>	<b>(9)</b>
合同负债	5	3	4	5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>52</b>
其他流动负债	28	30	33	36					
非流动负债	8	8	8	8	<b>每股收益-最新股本摊薄(元)</b>	0.25	0.28	0.31	0.35
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	<b>EBIT</b>	36	43	48	54
租赁负债	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	82	87	96	106
其他非流动负债	8	8	8	8					
<b>负债合计</b>	<b>214</b>	<b>241</b>	<b>294</b>	<b>351</b>	<b>毛利率(%)</b>	20.14	20.51	21.40	21.84
归属母公司股东权益	813	825	842	864	归母净利率(%)	6.07	6.25	6.38	6.55
少数股东权益	17	10	3	(6)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>830</b>	<b>836</b>	<b>844</b>	<b>858</b>	<b>收入增长率(%)</b>	26.02	8.64	10.56	9.03
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,044</b>	<b>1,077</b>	<b>1,138</b>	<b>1,209</b>	<b>归母净利润增长率(%)</b>	19.85	11.73	12.95	11.93

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	109	60	71	108	每股净资产(元)	5.45	5.53	5.64	5.79
投资活动现金流	(174)	(97)	(112)	(102)	最新发行在外股份 (百万股)	149	149	149	149
筹资活动现金流	4	5	5	5	ROIC(%)	3.38	3.87	4.17	4.44
现金净增加额	(59)	(31)	(36)	11	ROE-摊薄(%)	4.52	4.98	5.51	6.01
折旧和摊销	47	44	48	52	资产负债率(%)	20.51	22.41	25.81	29.04
资本开支	(135)	(127)	(112)	(102)	P/E (现价&最新股本摊薄)	60.89	54.49	48.24	43.10
营运资本变动	28	(20)	(16)	11	P/B (现价)	2.75	2.71	2.66	2.59

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。

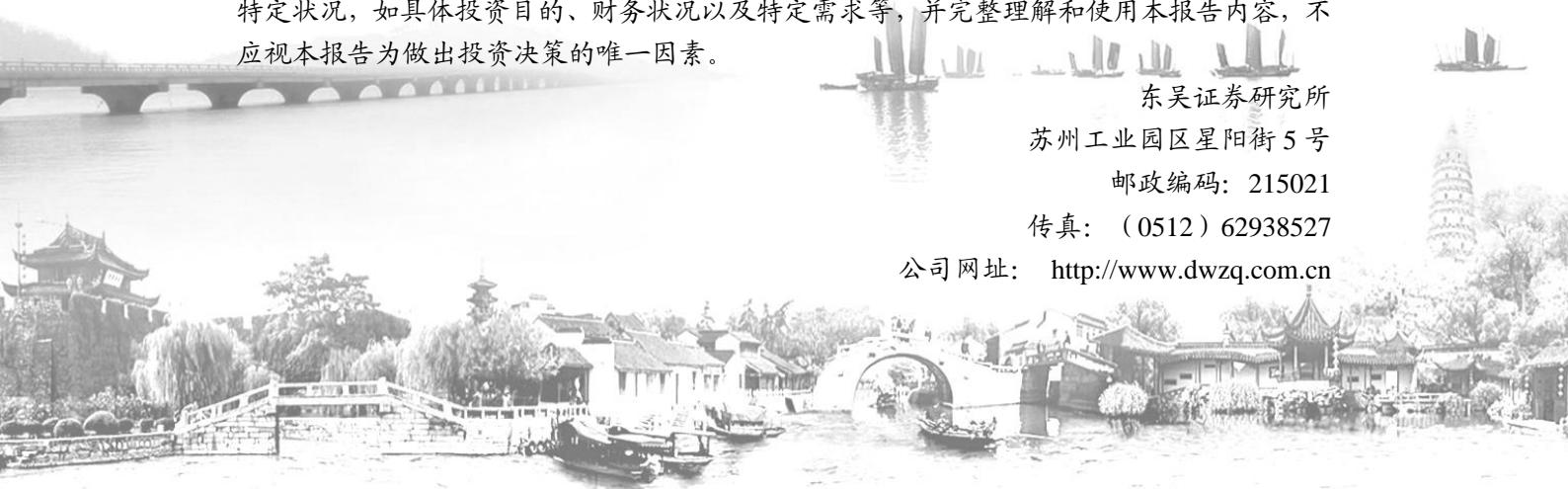
### 行业投资评级:

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>