



## 3600 吨 UHMWPE 纤维产能全面释放，公司盈利水平有望进一步提升 —南山智尚（300918.SZ）投资价值分析报告

### ● 全球超高分子量聚乙烯纤维需求量处于供不应求状态

根据《中国化纤行业发展规划研究（2021-2025）》，全球超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE 纤维）处于供不应求的状态，且随着军用、民用中各类高强轻质缆绳等领域的不断开发，未来 5 年需求量有望保持 15% 以上的增速增长。我国超高分子量聚乙烯纤维在军工和海洋工程领域的需求量巨大且逐年增加，应用主要集中在防弹衣和缆绳材料、防切割手套等，预计市场需求将以每年约 20% 的速度增长。同时，我国超高分子量聚乙烯纤维产能主要是低端产能，高端产能仍是紧缺状态，行业内相关企业有望受益。

### ● 布局 UHMWPE 纤维高端市场，2024 年公司 3600 吨产能将全面释放

公司从自身条件和市场大环境出发，实施差异化市场定位策略，布局国内竞争者较少、技术壁垒高、资金需求量大的 UHMWPE 纤维高端市场。2023 年 8 月底，公司超高分子量聚乙烯纤维二期 3000 吨项目实现全线建成投入运营，2024 年 3600 吨产能将全面释放，目前公司产能及良品率水平均处于国内超高分子量聚乙烯纤维企业领先地位，公司新材料纤维的整体市场份额有望进一步增长，且新材料业务附加值较高，公司总体盈利水平有望进一步提升。

### ● 当前估值处于低位

对比 PE（TTM）估值百分位，12 月 15 日公司 PE(TTM)为 18.22，PE 百分位为 1.66%，目前 PE 在过去三年里比 98.34% 的时候都要低。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 16.88、20.28、22.13 亿元，YOY 分别为 3.31%、20.13%、9.13%；EPS 分别为 0.59、0.80、0.92 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 12.98 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

汇率波动风险、产品出口风险、市场竞争加剧的风险

### ● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1633.75	1687.88	2027.58	2212.68
YOY	9.50%	3.31%	20.13%	9.13%
归母净利润	186.72	212.09	289.18	332.36
EPS	0.52	0.59	0.80	0.92
P/E	19.29	17.00	12.54	10.90

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

纺织服装行业组

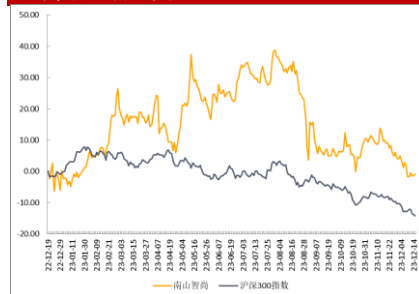
SFC:AAK004

Email: research@watson.com

### 主要数据 2023.12.18

收盘价（元）	10.03
一年中最低/最高（元）	9.57/14.45
总市值（亿元）	36.11
ROE（加权）	6.25%
PE（TTM）	18.00

### 股价相对走势





## 目录

一、公司所属主要行业情况分析.....	4
1.1 精纺呢绒行业 .....	4
1.2 超高分子量聚乙烯纤维行业 .....	5
二、公司主要业务板块经营情况分析 .....	6
2.1 公司主营业务及产品介绍 .....	6
2.2 公司经营业绩情况 .....	7
2.3 公司核心资源和竞争优势分析 .....	9
2.3.1 传统业务实现智能化升级 .....	9
2.3.2 研发优势 .....	9
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析 .....	10
三、2023-2025 年公司整体业绩预测 .....	12
四、公司估值分析 .....	13
4.1 P/E 模型估值 .....	13
4.2 DCF 模型 .....	14
五、公司未来六个月内投资建议 .....	15
5.1 公司股价催化剂分析 .....	15
5.2 公司六个月内的目标价 .....	15
六、公司投资评级 .....	15
七、风险提示 .....	16



## 图表目录

图 1: 全球超高分子量聚乙烯纤维需求量及产能 .....	5
图 2: 中国超高分子量聚乙烯纤维需求量及产能 .....	6
图 3: 公司营收及增速 .....	8
图 4: 公司归母净利润及增速 .....	8
图 5: 公司分产品营收 .....	8
图 6: 公司分产品毛利率 .....	8
图 7: 公司毛利率及净利率 .....	9
图 8: 公司费用率走势 .....	9
图 9: 可比公司存货周转率对比 .....	10
图 10: 可比公司应收账款周转率对比 .....	10
图 11: 可比公司总资产周转率对比 .....	10
图 12: 可比公司销售费用率对比 .....	11
图 13: 可比公司管理费用率对比 .....	11
图 14: 可比公司财务费用率对比 .....	11
图 15: 可比公司毛利率对比 .....	12
图 16: 可比公司净利率对比 .....	12
图 17: 可比公司 ROE 对比 .....	12
图 18: PE 估值百分位 .....	13
图 19: 可比公司 PE(TTM)对比 .....	14
表 1: 国内主要精纺呢绒生产企业 .....	4
表 2: 公司主要产品 .....	7
表 3: 2023-2025 年公司收入预测 .....	13
表 4: 可比公司估值表 (截止 2023 年 12 月 15 日) .....	14
表 5: DCF 模型估值 .....	14



## 一、公司所属主要行业情况分析

### 1.1 精纺呢绒行业

毛纺工业是纺织工业重要的组成部分，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。按精细程度主要分为粗纺呢绒和精纺呢绒。粗纺呢绒用粗梳毛纱（通常低于 20 支）织制，纱线中纤维排列不整齐，结构蓬松，外观多茸毛。精纺呢绒是用较高支数精梳毛纱织造而成，羊毛质量较好，织物表面平整光洁，织纹细密清晰，手感柔软，富有弹性。

经过多年发展，毛精纺企业在中低档产品市场竞争与高档产品竞争呈现出不同特点。高档的毛精纺纱线、毛精纺面料在毛纺产品中占据主流位置。精纺呢绒行业具有技术密集型、资金密集型特点，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。

精纺呢绒头部企业之间竞争的重点由最初市场销售手段的竞争，上升到产品、技术和管理等层面的竞争，在产品自主开发能力、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相比距离明显缩小，我国精纺呢绒在国际市场的竞争力逐步增强。国内精纺呢绒生产主要集中在江苏省和山东省，分别占供应市场的 64% 和 10%。

表 1：国内主要精纺呢绒生产企业

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 2,600 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 1,600 万米
江苏倪家巷集团有限公司	江阴	年产精纺呢绒约 1,500 万米
浙文影业集团股份有限公司	张家港	年产精纺呢绒约 1,000 万米
江苏箭鹿毛纺股份有限公司	宿迁	年产精纺呢绒约 1,000 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 800 万米
兰州三毛实业有限公司	兰州	年产精纺呢绒约 600 万米
无锡协新毛纺织股份有限公司	无锡	年产精纺呢绒约 600 万米
张家港国纺纺织科技有限公司	张家港	年产精纺呢绒约 300 万米

资料来源：华经产业研究院，华通证券国际有限公司研究部

随着新技术和新工艺的研发，羊毛应用场景不断增加，除了针织衫等传统品类，羊毛越来越多的被应用在内衣、毛袜、鞋面、运动及户外服饰、家纺用品等领域，另外全球时尚产业越来越重视可持续循环发展，而羊毛是 100% 可生物降解、可再生的天然活性纤维，其在绿色天然方面拥有大多数合成纤维无可比拟的优越性，毛纺行业未来有望持续稳健增长。

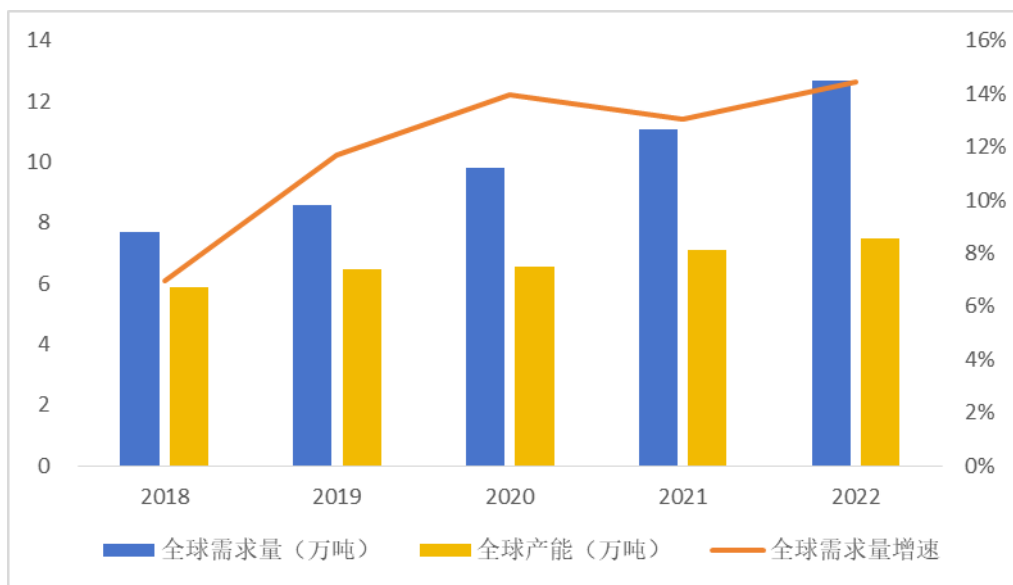


## 1.2 超高分子量聚乙烯纤维行业

超高分子量聚乙烯纤维(简称 UHMWPE)，又称高强高模聚乙烯纤维，是目前世界上比强度和比模量最高的纤维，其分子量在 100 万~1000 万的聚乙烯所纺出的纤维。超高分子量聚乙烯纤维是继碳纤维、芳纶之后的第三代高性能特种工业用化学纤维。它是所有高性能化学纤维中密度最小的，具有优异物理机械性能，就强度而言，目前高强高模聚乙烯纤维绳索可以吊起来的最大重量是同样直径钢丝绳吊起最大重量的八倍，比强度能达到优质钢的 15 倍，是目前已经工业化的纤维中强度最高的纤维。目前已成为高科技领域不可缺少的新型化工基础材料，被广泛应用于特种装备、安全防护、航空航天、海洋产业、凉感性纺织品、体育用品、生物医用材料等众多领域。

根据中商产业研究院数据，全球超高分子量聚乙烯纤维需求量从 2018 年的 7.7 万吨增长至 2022 年的 12.68 万吨，期间复合增长率为 13.28%。而全球产能从 2018 年的 5.89 万吨增长至 2022 年的 7.50 万吨，市场供需失衡的情况仍在加剧。

图 1：全球超高分子量聚乙烯纤维需求量及产能

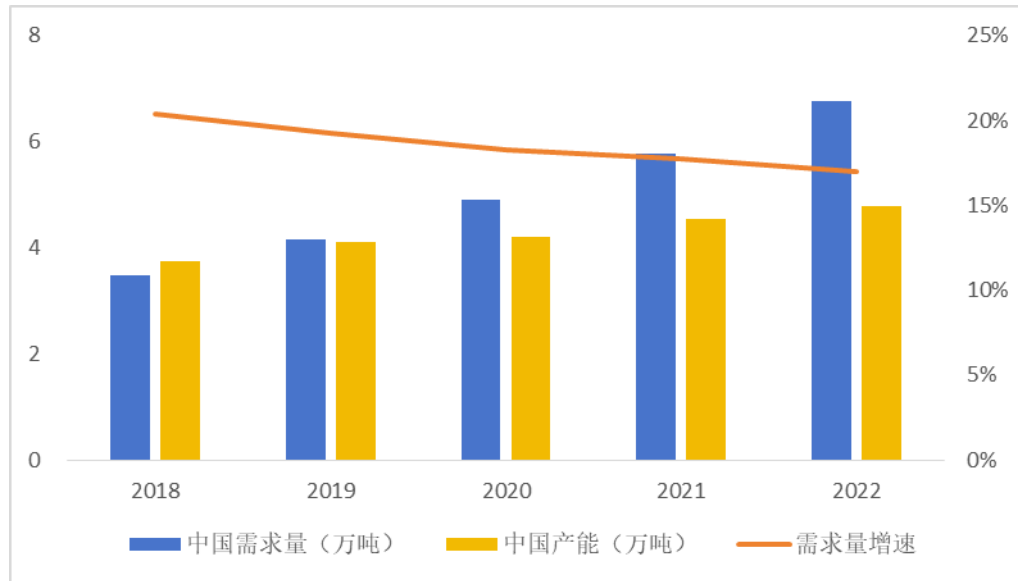


数据来源：中商产业研究院、前瞻产业研究院、华通证券国际有限公司研究部

近年来，我国超高分子量聚乙烯纤维市场保持较快的增长速度，主要来自于军事装备、海洋、安全防护、工业等领域市场需求增大。超高分子量聚乙烯纤维作为现代国防必不可少的战略物资，国家也出台了关键性政策，将其列为关键战略材料，主要包括《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019 年版）》等，另一方面随着产业技术水平的发展，下游军用、民用的应用场景也在逐步拓宽，推动行业规模不断扩大。根据中商产业研究院数据，我国超高分子量聚乙烯纤维总需求从 2018 年的 3.48 万吨增长至 2022 年的 6.76 万吨，行业需求占全球总需求的一半以上。行业产能从 2018 年的 3.75 万吨增长至 2022 年的 4.78 万吨，并且行业产能主要是低端产能，高端产能仍处于紧缺状态。



图 2：中国超高分子量聚乙烯纤维需求量及产能



数据来源：中商产业研究院、前瞻产业研究院、华通证券国际有限公司研究部

根据《中国化纤行业发展规划研究（2021-2025）》，全球超高分子量聚乙烯纤维处于供不应求的状态，且随着军用、民用中各类高强轻质缆绳等领域的不断开发，未来 5 年需求量有望保持 15% 以上的增速增长。全球范围，由于地区发展不平衡和局部冲突的进一步加剧，急需大量的个体防护装备，欧洲北美等主要市场预期稳健增长，亚洲市场将高速增长。我国超高分子量聚乙烯纤维在军工和海洋工程领域的需求量巨大且逐年增加，应用主要集中在防弹衣和缆绳材料、防切割手套等，预计市场需求将以每年约 20% 的速度增长。根据中商产业研究院数据，预计 2026 年全球、中国市场需求将分别超过 20、12 万吨。

## 二、公司主要业务板块经营情况分析

### 2.1 公司主营业务及产品介绍

南山智尚始创于 1997 年，前身是山东南山纺织服饰有限公司，由中国 500 强企业南山集团控股。公司是全球为数不多的毛纺织服装产业链一体化公司，主营业务覆盖精纺呢绒、服装、新型功能性化纤产品的生产、设计、研发和销售。

羊毛精纺呢绒及服装产业为公司传统优势业务，近年来公司持续巩固自身在羊毛精纺市场的领先地位，同时公司以科技创新为核心，不断加大技术研发投入，在传统羊毛面料和成衣业务的基础上，加强纤维类功能性高端面料的研发，联动化纤新材料业务，在现有毛纺织服装产业链一体化的基础上，着力打造“羊毛面料服装与新材料双产业链互动”的发展格局。

公司目前以“高新技术和高附加值产品转型”为突破口，重点发展超高分子量聚乙烯纤维高端产品，以特种装备领域为主，兼顾民用领域，依据超高分子量聚乙烯纤维超强、超轻、高模、高抗等性能特点打造不同系列产品，以满足不同类型消费者的差异化需求。目前，产品包括 800D 防弹丝产品、1600D 绳缆丝产品、400D 手套丝产品以及 100D-350D 家用纺





织类产品。

表 2：公司主要产品

产品类别	公司主要产品
精纺呢绒产品	公司拥有完善的毛纺织产业链，运营了集面料研发、毛条加工、染色、纺纱、织造、后整理等全流程工序于一体的精纺呢绒业务体系。 公司精纺呢绒产品主要面向国内外精纺呢绒中高端及以上市场，先后作为 PRADA、Ermenegildo Zegna、Giorgio Armani 等众多奢侈品牌，报喜鸟、海澜之家、雅戈尔、杉杉等国内品牌以及中高档职业服装品牌、国际一线品牌服装的优质供应商。近年来，公司对原有的经典全毛系列、极品毛绒丝系列、高支混纺系列、精品休闲系列、功能性产品系列五大系列产品进行了优化升级，拓展了花色和品类，不断提升自身产品品质，扩充产品类别；同时，公司以自有专利技术研发了“OPTIM 轻羽户外面料”、“石墨烯复合功能面料研发”、“抗菌抗病毒面料”等面料产品。
服装产品	作为中国职业装领军企业，公司服装业务已形成集成衣研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系。 公司以自身生产的高品质呢绒面料为基础，以自主品牌与 ODM/OEM 业务共同发展的核心战略，打造了多个享誉市场的服装定制品牌，旗下已拥有职业装品牌缔尔玛（DELLMA）、校服品牌缔尔玛校服（DELLMA CRESCITA）、工装品牌裕山（YUSAN）、高级定制品牌织尚（MODARTE）等多个服装品牌
超高分子量聚乙烯纤维产品	（1）防弹系列纤维：800D 及以上防弹系列纤维产品，该系列产品超高分子量聚乙烯纤维强度范围在 30-46 cN/dtex 之间，由于超高分子量聚乙烯纤维复合材料的冲击韧性好，与目前国内现有的复合材料相比，其单位体积冲击吸收能量较高，且单位质量较轻，适用于制作防弹衣、头盔等轻型防弹装备。 （2）海洋绳网系列纤维：1000D-1600D 海洋绳网系列纤维产品，该系列产品超高分子量聚乙烯纤维强度范围在 26-36cN/dtex，产品物理化学性能优异，具备良好的耐磨损、耐切割、耐腐蚀性和耐紫外线辐射照射等性能；用其制作的海上用缆绳和网箱类产品，重量轻，挂污少，操作清洁简便，使用寿命相对较长。 （3）防切割手套系列：400D 防切割手套系列产品，该系列产品超高分子量聚乙烯纤维强度范围在 30-34cN/dtex 之间，产品通常由超高分子量聚乙烯纤维混合氨纶、涤纶等化学纤维经针织工艺制作而成，具有良好的耐磨和防切割性能。 （4）家用纺织品系列：100D-350D 家用纺织品系列产品，该系列产品由超高分子量聚乙烯纤维经机织制成面料后制作而成，该面料具有明显的冰凉感，且经久耐用，用其制作的床上用品在夏天可以起到非常好的降温效果，体感温度可较环境温度低 5℃左右。

资料来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

## 2.2 公司经营业绩情况

2023 年前三季度，受终端市场景气度下降、客户需求下降等因素影响，公司实现营业收入 11.24 亿元，同比下降 5.21%，随着自身业务转型，产品结构提升，公司高附加值产品向高效、智能化、系统化方向发展，公司高端产品市场份额有所扩大，使得归母净利润仍保持增长，前三季度实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 13.06%。



图 3：公司营收及增速

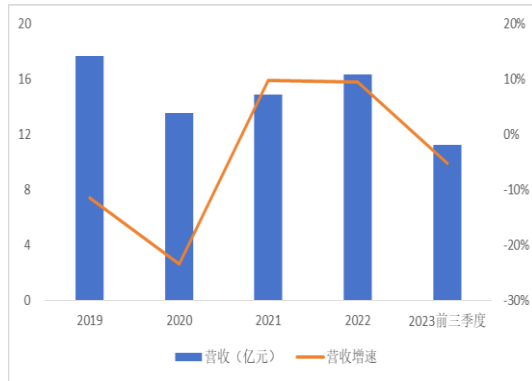
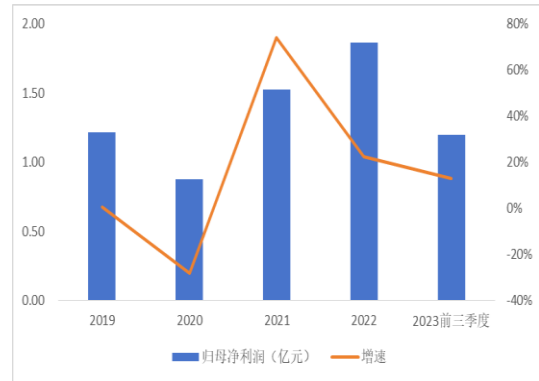


图 4：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

按产品结构划分，公司营业收入主要来自精纺呢绒、服装、UHMWPE 纤维及其他业务，2020 年以来受疫情等因素影响，公司营业收入较 2019 年有所下降，2022 年精纺呢绒业务已恢复至 2019 年水平，2023 年上半年，上述业务分别实现营业收入 4.31、2.58、0.25、0.13 亿元。精纺呢绒业务毛利率逐步上升，UHMWPE 纤维业务 2022 年开始贡献收入，毛利率较 2022 年有较大提升，2023 年上半年上述业务毛利率分别为 35.50%、28.89%、33.83%、93.91%。

图 5：公司分产品营收

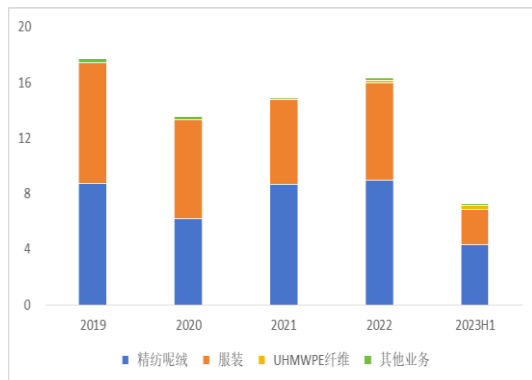
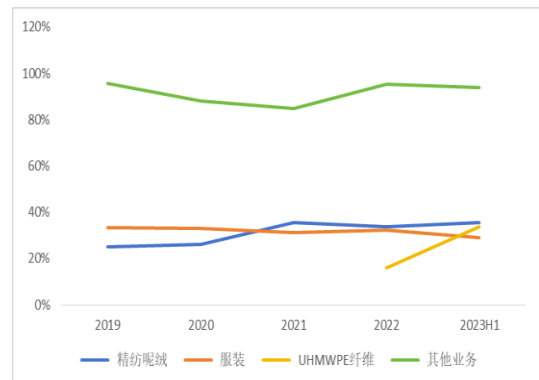


图 6：公司分产品毛利率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

随着公司首募技改项目的逐步完成，公司逐步实现从中高端产品向高端产品方向迈进。同时，公司加快传统业务转型，淘汰价格低廉客户，提高高附加值产品占比，因此产品售价持续提升，公司毛利率有所上升。2023 年前三季度，公司实现毛利率、净利率分别为 34.45%、10.65%。销售费用率逐步下降，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 8.93%、8.33%、0.22%、4.18%。





图 7：公司毛利率及净利率

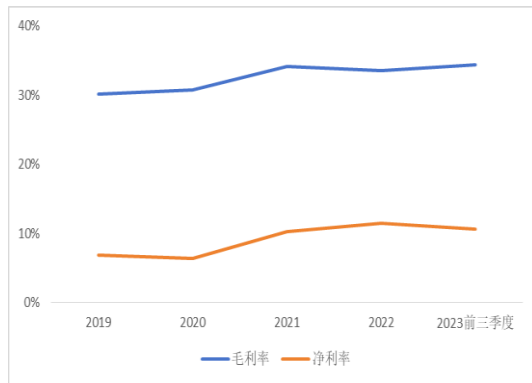
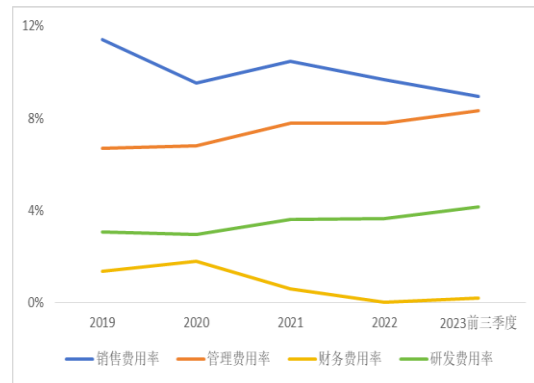


图 8：公司费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

## 2.3 公司核心资源和竞争优势分析

### 2.3.1 传统业务实现智能化升级

公司传统业务全面升级，通过设备联网，以 MES 智能平台精准对接客户需求，对排产、工序、效率进行实时控制，充分利用公司各优势资源，逐渐实现订单的全智能流程管控及跟踪。公司以智能仓储、无人车间为代表，逐步推动传统纺织行业实现产业链的智能化落地。

在产品开发上，公司以生态设计为基本原则，充分发挥技术和设备优势，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和技术，进行创新产品领域的研发，依据环保、健康、时尚的消费理念，推出的抗菌抗病毒系列、OPTIM 系列、空气羊毛系列、3D 系列、户外运动系列等产品和技术均处于行业先进水平。

在服饰定制中，公司将制作过程中的 50 余个细分业务流程，通过高效科学的智能制造系统整合优化，业务流程流转效率提高 15%-20%。智能定制数控裁床可实现“零手工裁剪”，剪裁速度和精度比老式剪裁可提高 50% 以上，有效提升面料利用率、制造过程中减少浪费和废弃物等，边角布料还用来开发南山智尚“温暖”文创周边产品，进行品牌文化宣传。

### 2.3.2 研发优势

在精纺服装业务上，公司在意大利米兰设立研发中心，根据市场对产品质量、个性化、功能性、实用性等方面的需求，不断进行产品研发与行业洞察，并设立工业设计中心，对行业难点及前沿课题进行研究，同时以技术优势提高产品科技含量，实现技术价值提升。

新材料业务上，公司作为高水平创新平台高新技术企业，已经打造了一支杰出的工程师团队，并聘请国内新材料行业权威专家深入挖掘高品级特种防护、高舒适性等性能以满足客户多场景、多样化的产品需求。

超高分子量聚乙烯纤维的壁垒主要包括两方面：一方面是工艺和参数，该产品对生产设备和生产工艺要求较高，且生产相关辅料和油剂的配套开发较为重要，要求生产商具备强大



的技术研发能力，为公司提供定制化设备。公司工艺设备安全性更高，更加适应于公司精益化生产经营，使公司具备显著的后发优势。另一方面是原材料，超高分子量聚乙烯粉末分子量的大小对产出的超高分子量聚乙烯纤维的性能产生重大影响，高品质原材料目前为行业稀缺资源，主要来源渠道为海外把控。

目前国内超高分子量聚乙烯纤维产能多数为中低端产品，高端产品技术和产能主要集中在美国、荷兰和日本。公司从自身条件和市场大环境出发，实施差异化市场定位策略，布局国内竞争者较少、技术壁垒高、资金需求量大的“超高分子量聚乙烯纤维高端市场”。我国对高性能材料的需求正不断增长，而公司的研发技术优势能够提供更高性价比的产品，原材料优势保障公司能够控制成本并保持良好的利润率。

#### 2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取纺织制造领域江苏阳光、如意集团、新澳股份、浙文影业为可比公司。存货周转率方面，南山智尚在可比公司中处于中等水平，南山智尚、江苏阳光、如意集团、新澳股份、浙文影业 2023 年前三季度存货周转率依次为 1.17、1.08、0.52、1.60、2.61；应收账款周转率方面，上述公司 2023 年前三季度应收账款周转率依次为 4.98、1.21、0.85、6.86、3.79；总资产周转率方面，南山智尚在可比公司中处于中等水平，上述公司 2023 年前三季度总资产周转率依次为 0.33、0.28、0.07、0.68、0.71。

图 9: 可比公司存货周转率对比

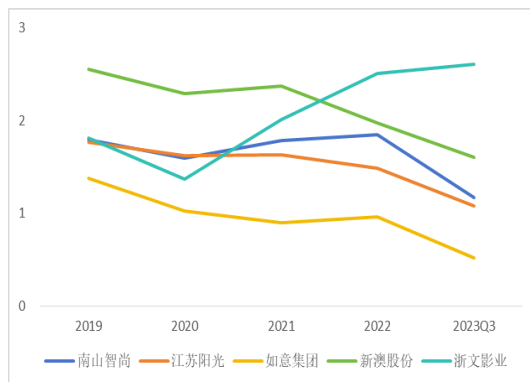


图 10: 可比公司应收账款周转率对比

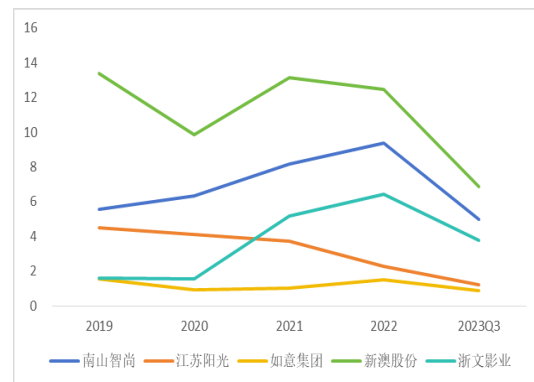
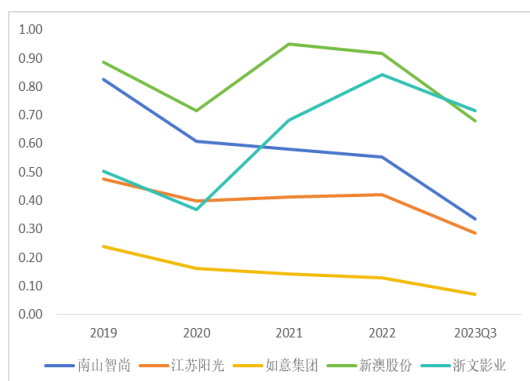


图 11: 可比公司总资产周转率对比





数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，南山智尚、江苏阳光、如意集团、新澳股份、浙文影业 2023 年（TTM）销售费用率依次为 8.87%、1.88%、6.95%、2.01%、3.70%；管理费用率方面，上述公司 2023 年（TTM）管理费用率依次为 4.35%、10.12%、18.79%、3.03%、5.02%；财务费用率方面，上述公司 2023 年（TTM）财务费用率依次为 0.26%、4.64%、9.71%、-0.43%、0.16%。

图 12: 可比公司销售费用率对比

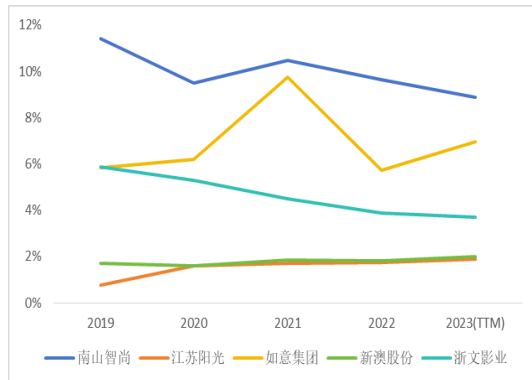


图 13: 可比公司管理费用率对比

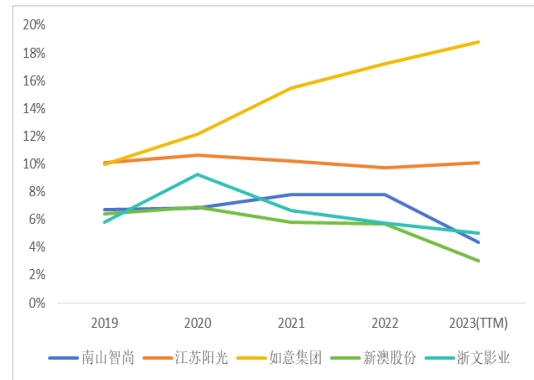
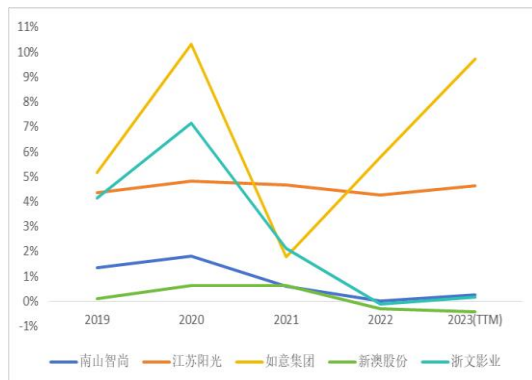


图 14: 可比公司财务费用率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面，南山智尚在可比公司中处于第一位，南山智尚、江苏阳光、如意集团、新澳股份、浙文影业 2023 年（TTM）毛利率依次为 35.16%、25.60%、-9.68%、19.00%、15.12%；净利率方面，南山智尚在可比公司中处于第一位，上述公司 2023 年（TTM）净利率依次为 12.74%、2.99%、-82.45%、9.89%、3.97%；净资产收益率方面，南山智尚在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年（TTM）ROE 依次为 10.04%、2.30%、-9.44%、12.96%、7.99%。



图 15: 可比公司毛利率对比

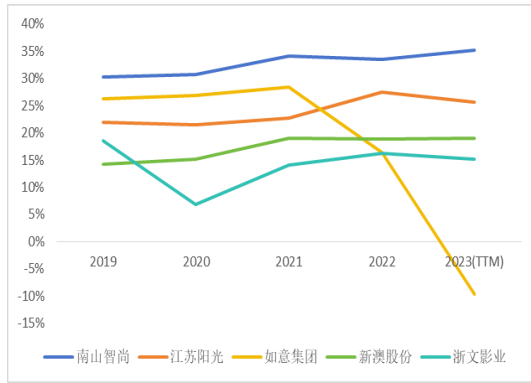


图 16: 可比公司净利率对比

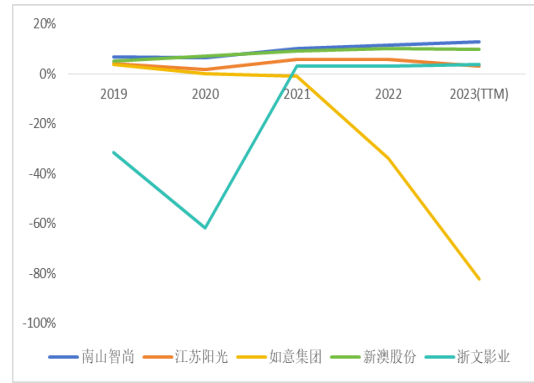
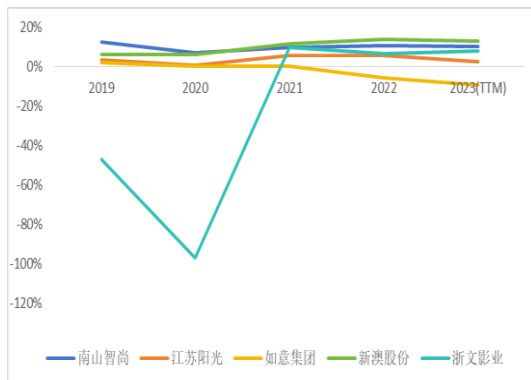


图 17: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

### 三、2023-2025 年公司整体业绩预测

#### 关键假设:

a.三、四季度是毛纺产品的旺季,随着国内经济的复苏,毛纺产品作为公司的优势产品,有望稳健增长。上半年公司服装业务下滑主要原因为行业复苏不及预期,终端消费能力较弱,叠加行业去库存等综合影响,分季度来看,公司服装业务已经出现显著好转,根据在手订单,预计下半年服装业务将保持较好的恢复态势。

b.我国对高性能材料的需求不断增长,公司的研发技术优势能够提供更具有性价比的产品,原材料优势保障公司能够控制成本并保持良好的利润率。2024 年公司 3600 吨 PE 将全线产出,有望进一步提升公司整体盈利能力。

c.结合往年数据,将精纺呢绒、服装、UHMWPE 纤维、其他业务的 2023 年收入增长预测均设为 6%、-15%、500%、40%;参考往年数据进行预测,将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 7%、5%、200% (2025 年增速为 20%)、35%。

d.结合往年数据,将精纺呢绒、服装、UHMWPE 纤维、其他业务的 2023 年毛利率预测设为 35%、29%、34%、95%;参考往年数据进行预测,将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 36%、30%、36%、96%。



表 3: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
精纺呢绒	收入 (亿元)	8.97	9.51	10.17	10.88
	YOY	3.37%	6.00%	7.00%	7.00%
	成本 (亿元)	5.94	6.18	6.51	6.96
	毛利率	33.75%	35.00%	36.00%	36.00%
服装	收入 (亿元)	6.99	5.94	6.24	6.55
	YOY	14.97%	-15.00%	5.00%	5.00%
	成本 (亿元)	4.75	4.22	4.37	4.58
	毛利率	32.08%	29.00%	30.00%	30.00%
UHMWPE 纤维	收入 (亿元)	0.20	1.17	3.51	4.22
	YOY	--	500.00%	200.00%	20.00%
	成本 (亿元)	0.16	0.77	2.25	2.70
	毛利率	15.96%	34.00%	36.00%	36.00%
其他业务	收入 (亿元)	0.19	0.26	0.36	0.48
	YOY	12.16%	40.00%	35.00%	35.00%
	成本 (亿元)	0.01	0.01	0.01	0.02
	毛利率	95.34%	95.00%	96.00%	96.00%
合计	收入 (亿元)	16.34	16.88	20.28	22.13
	YOY	9.50%	3.31%	20.13%	9.13%
	成本 (亿元)	10.86	11.18	13.14	14.27
	毛利率	33.53%	33.76%	35.21%	35.53%

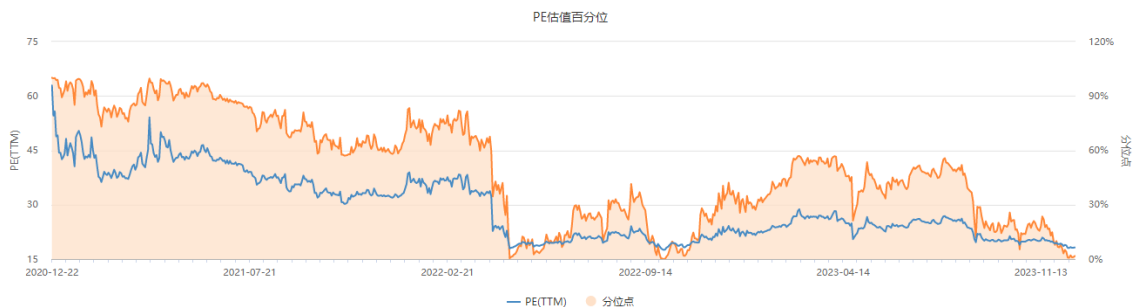
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 16.88、20.28、22.13 亿元，同比增长 3.31%、20.13%、9.13%，归属于母公司股东净利润分别为 2.12、2.89、3.32 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.59、0.80、0.92 元。

## 四、公司估值分析

### 4.1 P/E 模型估值

对比 PE (TTM) 估值百分位，12 月 15 日公司 PE(TTM)为 18.22，PE 百分位为 1.66%，目前 PE 在过去三年里比 98.34%的时候都要低。

图 18: PE 估值百分位



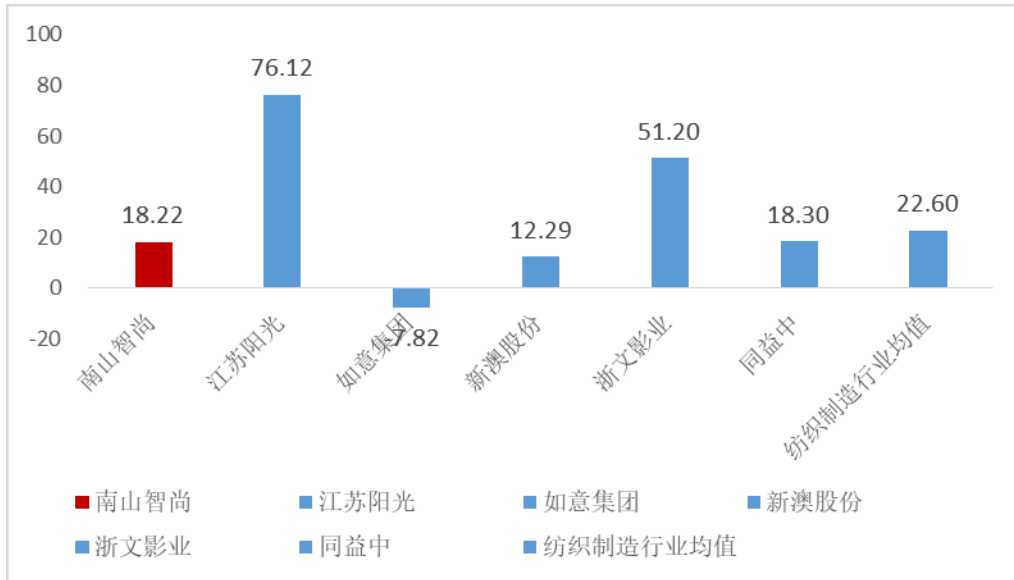
数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

选取纺织制造领域江苏阳光、如意集团、新澳股份、浙文影业，以及化学纤维领域同益



中为可比公司，同时选取纺织制造行业均值作为参考，以 2023 年 12 月 15 日数据为基准，可看出南山智尚 PE (TTM) 处于较低水平。

图 19: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券国际有限公司研究部

对比新澳股份、同益中、恒辉安防估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 17X-23X，对应股价 10.03 元/股-13.57 元/股为合理估值区间。

表 4: 可比公司估值表（截止 2023 年 12 月 15 日）

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
新澳股份	6.78	0.76	0.59	0.69	0.81	8.16	11.74	10.05	8.58
同益中	13.82	0.76	0.84	1.08	1.37	22.67	16.49	12.83	10.10
恒辉安防	23.33	0.84	1.02	1.40	1.81	19.89	22.79	16.65	12.91
平均值						16.91	17.01	13.18	10.53

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

#### 4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 0.59、0.80、0.92 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 21.12 元。

表 5: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	2.12	16.25	18.37
组合二	8.00%	4.00%	2.12	20.51	22.63
组合三	8.00%	5.00%	2.12	27.61	29.73
组合四	9.00%	3.00%	2.10	13.29	15.39
组合五	9.00%	4.00%	2.10	16.11	18.20
组合六	9.00%	5.00%	2.10	20.33	22.42
平均值					21.12





数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；

（2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

## 五、公司未来六个月内投资建议

### 5.1 公司股价催化剂分析

公司从自身条件和市场大环境出发，实施差异化市场定位策略，布局国内竞争者较少、技术壁垒高、资金需求量大的高端市场。2023年8月底，公司超高分子量聚乙烯纤维二期3000吨项目实现全线建成投入运营，2024年3600吨产能将全面释放，目前公司产能及良品率水平平均处于国内超高分子量聚乙烯纤维企业领先地位，公司新材料纤维的整体市场份额有望进一步增长，且新材料业务附加值较高，公司总体盈利水平有望进一步提升。

### 5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 12.98 元/股，对应2023年PE为22倍。以2023年12月18日收盘价10.03元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 29.41% 的上涨空间。

## 六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数15%以上
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数5%-15%
中性	预计未来6个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于基准指数5%以上
基准指数说明：A股—主板基准为沪深300指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创50指数、北交所基准为北证50指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普500指数。	



## 七、风险提示

### 1、汇率波动风险

公司产品出口及主要原材料羊毛的进口主要以美元、澳元等外币结算，存在汇率波动风险。

### 2、产品出口风险

公司出口产品范围较广，多出口于欧盟、日本、美国、澳大利亚、英国等数十个国家。受全球经济增速下滑、国际贸易关系及通货膨胀等因素影响，公司产品出口存在不确定性。

### 3、市场竞争加剧的风险

服装消费兼具可选消费和社交属性且业内服装企业数量众多，各服装上市企业在营销模式、产品定位等方面相似度高，受市场环境和宏观经济影响市场竞争加剧。超高分子量聚乙烯纤维行业处于快速增长发展阶段，公司作为新的进入者，可能导致市场竞争加剧。



附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	846.21	1,217.06	1,774.71	1,615.23	
应收和预付款项	221.92	225.28	311.63	274.22	
存货	588.14	601.79	796.32	721.91	
其他流动资产	151.08	151.08	151.08	151.08	
长期股权投资	0.00	4.00	9.33	14.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	952.01	837.49	728.03	1,044.58	
无形资产和开发支出	200.86	176.65	152.45	128.24	
其他非流动资产	45.84	2.50	2.50	2.50	
资产总计	3,006.06	3,215.86	3,926.04	3,951.75	
短期借款	554.68	554.68	554.68	554.68	
应付和预收款项	518.94	287.16	657.56	367.14	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	119.92	376.58	476.58	520.36	
负债合计	1,193.55	1,218.42	1,688.83	1,442.19	
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	
资本公积	844.74	844.74	844.74	844.74	
留存收益	601.88	786.77	1,026.51	1,298.82	
归属母公司股东权益	1,806.61	1,991.51	2,231.25	2,503.55	
少数股东权益	5.90	5.93	5.97	6.02	
股东权益合计	1,812.51	1,997.44	2,237.22	2,509.57	
负债和股东权益合计	3,006.06	3,215.86	3,926.04	3,951.75	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	181.54	200.24	275.94	318.99	
折旧摊销	46.33	84.71	84.71	99.51	
净营运资金增加	-77.91	-248.79	89.53	-178.61	
经营活动产生现金流量	226.59	102.53	505.39	287.61	
投资活动产生现金流量	-533.84	307.88	107.94	-391.25	
融资活动产生现金流量	66.30	-39.55	-55.68	-55.85	
现金净增加额(减)	-235.74	370.85	557.65	-159.49	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	219.42	251.41	332.20	370.63	
EBITDA	265.75	336.13	416.92	470.14	
NOPLAT	180.62	211.64	282.08	315.80	
税前经营利润	195.49	226.15	311.66	360.28	
EPS	0.52	0.59	0.80	0.92	
BPS	5.02	5.53	6.20	6.95	
PE	19.29	17.00	12.54	10.90	
PB	2.02	1.83	1.64	1.46	
PS	2.24	2.16	1.80	1.65	
PCF	16.13	35.64	7.23	12.70	
EV/EBIT	15.43	11.99	7.41	7.07	
EV/EBITDA	12.74	8.97	5.90	5.58	
EV/NOPLAT	18.74	14.24	8.72	8.30	
EV/IC	2.20	2.23	2.37	1.78	
股息率%	1.24	0.74	1.35	1.64	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1,633.7	1,687.8	2,027.5	2,212.6	
减: 营业成本	1,085.9	1,118.1	1,313.7	1,426.5	
营业税金及附加	13.08	13.52	16.24	17.72	
营业费用	157.78	141.78	182.48	199.14	
管理费用	67.23	68.36	83.41	90.57	
财务费用	0.20	3.78	-4.06	-15.45	
研发费用	59.85	61.83	74.27	81.05	
资产减值损失	52.81	54.01	48.96	51.93	
加: 投资收益	3.57	4.00	5.33	4.67	
公允价值变动损益	0.06	0.00	0.00	0.00	
其他经营损益	-1.35	-0.33	-0.91	-0.86	
营业利润	199.13	230.15	316.99	364.94	
加: 其他非经营损益	11.79	8.90	8.97	9.89	
利润总额	210.92	239.05	325.96	374.83	
减: 所得税	24.17	26.94	36.75	42.42	
净利润	186.75	212.12	289.22	332.41	
减: 少数股东损益	0.03	0.03	0.04	0.05	
归属母公司股东净利润	186.72	212.09	289.18	332.36	
EBIT	219.42	251.41	332.20	370.63	
EBITDA	265.75	336.13	416.92	470.14	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	33.53%	33.76%	35.21%	35.53%	
三费/营业收入	13.79%	12.67%	12.91%	12.39%	
EBIT/营业收入	13.43%	14.90%	16.38%	16.75%	
EBITDA/营业收入	16.27%	19.91%	20.56%	21.25%	
销售净利率	11.43%	12.57%	14.26%	15.02%	
资产获利率					
ROE	10.34%	10.65%	12.96%	13.28%	
ROA	7.30%	7.82%	8.46%	9.38%	
增长率					
销售收入增长率	9.50%	3.31%	20.13%	9.13%	
EBIT 增长率	13.22%	14.58%	32.13%	11.57%	
EBITDA 增长率	9.03%	26.48%	24.04%	12.76%	
净利润增长率	22.56%	13.58%	36.35%	14.93%	
总资产增长率	19.96%	6.98%	22.08%	0.65%	
股东权益增长率	8.83%	10.23%	12.04%	12.20%	
经营营运资本增长率	-43.91%	66.81%	-13.84%	33.64%	
资本结构					
资产负债率	39.70%	38.16%	43.24%	25.49%	
投资资本/总资产	51.14%	42.04%	26.43%	37.23%	
带息债务/总负债	46.47%	45.20%	32.67%	55.07%	
流动比率	1.56	2.37	2.34	2.74	
速动比率	1.05	1.72	1.72	2.03	
股利支付率	24.29%	12.82%	17.10%	18.07%	
收益留存率	75.71%	87.18%	82.90%	81.93%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.59	0.54	0.57	0.56	
固定资产周转率	3.79	2.51	2.59	2.50	
应收账款周转率	9.37	9.37	9.37	9.37	
存货周转率	1.88	1.88	1.88	1.88	

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别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。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。