

信义山证 汇通天下

证券研究报告

其他纺织

南山智尚（300918.SZ）

买入-B(首次)

毛纺传统业务稳步复苏，着力打造化纤材料平台型企业

2024年5月31日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024年5月30日

收盘价（元）：	9.19
总股本（亿股）：	3.60
流通股本（亿股）：	3.60
流通市值（亿元）：	33.08

基础数据：2024年3月31日

每股净资产（元）：	5.73
每股资本公积（元）：	2.35
每股未分配利润（元）：	1.97

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **南山智尚：毛精纺服饰龙头，积极布局新材料纤维产品。**公司主营业务为精纺呢绒、服装、新型功能性化纤产品的研发、设计、生产和销售，一方面，公司持续深耕毛精纺及服装传统主业，以精细化、智能化发展思路打造毛精纺服装全球领先品牌；另一方面，公司继续加强新材料纤维，如超高分子量聚乙烯纤维、锦纶的研发及产业化，丰富产品品类。2023年，公司实现营业收入16.00亿元，同比下降2.05%，实现归母净利润2.03亿元，同比增长8.53%。2023年，公司精纺呢绒、服装、超高分子量聚乙烯纤维产品营收占比分别为55.9%、36.6%、5.7%；国内、海外营收占比分别为74.6%、25.4%。2016-2023年，公司营业收入与归母净利润CAGR分别为0.4%、13.7%，得益于近三年销售毛利率的提升，公司业绩增速快于营收增速。2024Q1，公司实现营业收入、归母净利润3.59、0.37亿元，同比增长10.4%、15.4%。其中，精纺呢绒产品、服装产品、超高分子量聚乙烯纤维产品分别实现营收1.89、1.30、0.34亿元，同比略有下降、增长20%、增长194%。

➤ **精纺呢绒：行业发展稳健且集中度提升，公司毛利率行业领先。**我国毛纺织行业2022年市场规模预计为76.1亿元，2019-2022年CAGR为2.0%，近年来行业整体呈现平稳增长态势。2023年，公司精纺呢绒产能1600万米，仅次于江苏阳光，为国内精纺呢绒行业的龙头企业。公司精纺呢绒产品营收由2016年的7.13亿元增长至2023年的8.95亿元，2016-2023年CAGR为3.3%，主要为销量增长带动。2023年，公司精纺呢绒产品均价为65.72元/米，仅低于江苏阳光，但受益于有效成本管控，产品销售毛利率行业领先。2021年起公司对精纺呢绒产品生产线进行智能升级，通过设备更新、工艺改进、智能化升级、个别厂房翻修重建等多种方式，实现流程再造、智能制造，项目完成后，预计精纺呢绒高端产能占比将有所提升，截至2023年末，该项目进度为93.9%。

➤ **服装：我国职业装领军企业，自有品牌与代工共同发展。**2019年，我国职业装市场规模为3800亿元，其中职业制服规模约2000亿元，占比52.6%。伴随第三产业就业人员规模的不断增长，我国职业制服市场规模有望平稳增长。我国有近3万家服装企业涉足职业装生产，其中海澜团定制系列2023年实现营收22.81亿元，规模相对领先，但市占率不足1%，行业高度分散。目前国内职业装集中采购和招投标逐渐规范化，集中采购逐渐成为政府部门和大型国有企业的共识，具备工业化流水生产线、上门量体、快速交付能力、完善的售后服务能力的头部企业，有望持续提升市场份额。作为我国职业装领军企业，公司服装业务以前端高品质呢绒面料为基础，实行自主品牌与ODM/OEM业务共同发展的战略。截至2023年末，公司拥有西装产能75万套、衬衫产能65万件，产能利用率分别为106%、103%。2024Q1，公司职业装产品实现营收1.3亿元，同比增长20%，营收恢复增长，销售毛利率33.7%，同比提升2.2pct。

➤ **超高分子量聚乙烯纤维：行业供需缺口持续加剧，公司处于产能爬坡与品**



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

质提升阶段。超高分子量聚乙烯纤维下游应用主要包括国防警用、海洋产业、安全防护、体育用品、家用纺织等，预计各项应用场景 2020-2025 年 CAGR 均为中双位数以上，行业需求前景广阔。2022 年，全球与我国超高分子量聚乙烯纤维供需缺口分别为 5.2、2.0 万吨，且近年来供需缺口持续加剧。国际三巨头生产商荷兰帝斯曼、日本东洋纺、美国霍尼韦尔产品以高端为主，占据全球产能的 36%。南山智尚于 2020 年布局超高分子量聚乙烯纤维产品，一期 600 吨项目于 2022 年 7 月投产，目前一等品率达 95% 以上。二期 3000 吨项目于 2023 年 8 月投产，处于产能爬坡阶段。2023 年，公司超高分子量聚乙烯纤维产品实现营收 9042 万元，占公司营收比重 5.65%，实现销量 1504 吨，销售均价 6 万元/吨，毛利率 19.94%，同比提升 4pct。大股东南山集团旗下控股子公司裕龙石化于 2020 年 10 月举办裕龙岛炼化一体化项目（一期）举行开工仪式，项目包含的 10 万吨 UHMWPE 原料产线预计今年建成后，可保障公司超高分子量聚乙烯纤维产品的原料供应，超高分子量聚乙烯产品有望实现收入与毛利率共同提升。

➤ **锦纶纤维：年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目积极推进。**2023 年我国锦纶产量增长至 432 万吨，2011-2023 年年均复合增速为 8.7%，锦纶纤维主要应用于户外运动服饰面料，2023 年，我国户外运动服饰市场规模预计突破 450 亿元，疫情后户外运动鞋服行业市场规模增速较疫情前明显提升。2023 年，华鼎股份、台华新材锦纶丝生产量分别为 25.85、20.41 万吨，占我国锦纶总产量的 6.0%、4.7%，头部企业市占率较低，市场竞争较为充分。公司已组建锦纶长丝项目研发技术团队，团队成员多数具有 20 年以上的纺织纤维生产经验，并已储备了与锦纶项目相关的 18 项发明专利，在锦纶纤维制造方面形成了自主知识产权。锦纶纤维项目的实施，推动公司持续开拓纺织纤维新材料领域，进一步加快转型升级步伐，有助于提升公司产业的内部协同效应，强化锦纶纤维环节对下游高附加值运动休闲面料及服装的支撑作用。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2024-2026 年营业收入为 18.86/20.39/21.67 亿元，同比增长 17.9%/8.1%/6.3%，归母公司净利润为 2.46/2.91/3.26 亿元，同比增长 21.4%/18.2%/12.1%，5 月 29 日收盘价 9.29 元，对应公司 2024-2026 年 PE 为 13.6/11.5/10.3 倍，考虑公司精纺呢绒与服装传统主业增长稳健、盈利能力稳中有升，新材料业务超高分子量聚乙烯纤维品质提升及原材料成本有望下行，锦纶纤维业务有望明年开始贡献业绩增量，有望带动公司估值上行，首次覆盖，给予公司“买入-B”评级。

风险提示：精纺呢绒与服装业务订单恢复不及预期；澳毛价格剧烈波动；超高分子量聚乙烯二期产能爬坡不及预期；锦纶纤维产品需求放缓的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,634	1,600	1,886	2,039	2,167
YoY(%)	9.5	-2.1	17.9	8.1	6.3
净利润(百万元)	187	203	246	291	326
YoY(%)	22.5	8.5	21.4	18.2	12.1
毛利率(%)	33.5	34.7	34.2	34.9	35.6

EPS(摊薄/元)	0.52	0.56	0.68	0.81	0.91
ROE(%)	10.3	10.0	10.8	11.5	11.5
P/E(倍)	17.9	16.5	13.6	11.5	10.3
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
净利率(%)	11.4	12.7	13.0	14.3	15.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 南山智尚：毛精纺服饰龙头，积极布局纺织纤维新材料领域.....	7
2. 精纺呢绒业务：行业稳健发展且集中度提升，公司毛利率行业领先.....	8
2.1 行业：毛纺市场规模稳定且集中度提升趋势明显，公司为我国毛精纺龙头.....	8
2.2 公司：近三年精纺呢绒面料产品销量稳步增长，盈利能力行业领先.....	10
3. 服装业务：我国职业装领军企业，自有品牌与代工共同发展.....	11
3.1 行业：我国职业装市场平稳增长，行业集中度处于较低水平.....	11
3.2 公司：我国职业装领军企业，2024 年职业装营收规模有望恢复增长.....	13
4. 超高分子量聚乙烯纤维：行业供不应求趋势加剧，公司产能与产品品质快速爬坡.....	15
4.1 需求端：全球及我国需求持续快速增长，军用主导，民用可期.....	15
4.2 供给端：国际厂商以高端产能为主，我国加速产能扩建与技术追赶.....	19
4.3 南山智尚：累计产能达 3600 吨，产品定位中高端，向下游延申布局.....	21
5. 锦纶纤维：布局 8 万吨高性能差别化锦纶长丝，持续开拓纺织纤维新材料领域.....	24
5.1 行业：我国锦纶产量高单位数复合增长，市场竞争较为充分.....	24
5.2 公司：8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目稳步推进.....	26
6. 盈利预测与估值.....	28
7. 风险提示.....	31

图表目录

图 1：公司营业收入及同比增速.....	7
图 2：公司各产品营收占总营收比重.....	7
图 3：公司归母净利润及同比增速.....	7
图 4：公司毛利率与归母净利润率.....	7
图 5：我国毛纺织行业市场规模及同比增速.....	8
图 6：我国规模以上毛纺织及染整加工企业数量预测趋势.....	8
图 7：我国毛纺织业销售增长率（全行业平均值）.....	9

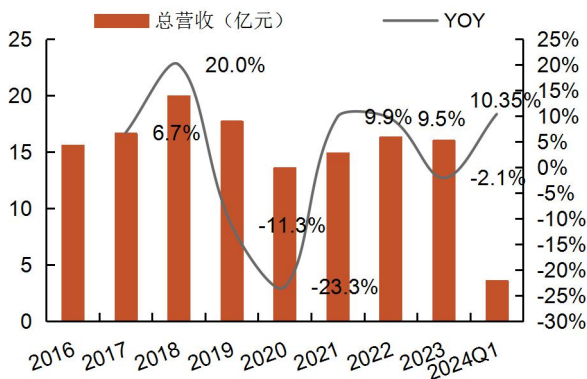
图 8: 我国毛纺织业销售利润率（全行业平均值）	9
图 9: 公司精纺呢绒产品营收及同比增速.....	10
图 10: 公司精纺呢绒产品的销量与销售均价变化.....	10
图 11: 公司精纺呢绒产品均价（元/米）与友商对比.....	11
图 12: 公司精纺呢绒产品毛利率与友商对比.....	11
图 13: 我国各类职业装市场规模（亿元）	12
图 14: 我国第三产业就业人员数量及同比增速.....	12
图 15: 公司职业装产品营收及同比增速.....	14
图 16: 公司职业装产品毛利率.....	14
图 17: 公司职业装分产品销量变化.....	14
图 18: 公司职业装分产品产能利用率变化.....	14
图 19: 公司服装业务合作案例.....	14
图 20: 全球超高分子聚乙烯纤维产能及理论需求量.....	15
图 21: 我国超高分子聚乙烯纤维产能及理论需求量.....	15
图 22: 中国超高分子聚乙烯纤维产能占全球比重.....	16
图 23: 中国超高分子聚乙烯纤维理论消费量占全球比重.....	16
图 24: 全球超高分子聚乙烯纤维下游应用占比（2018）	17
图 25: 我国超高分子聚乙烯纤维下游应用占比（2022）	17
图 26: 我国超高分子聚乙烯纤维各应用场景需求量 2020-2025 年年均复合增速.....	17
图 27: 超高分子聚乙烯纤维产业链上下游.....	19
图 28: 全球超高分子聚乙烯纤维产能占比（2020）	20
图 29: 我国超高分子聚乙烯纤维产能占比（2020）	20
图 30: 公司超高分子聚乙烯纤维营收及占营收比重.....	21
图 31: 公司与友商超高分子聚乙烯纤维产品均价（万元/吨）	21
图 32: 公司超高分子聚乙烯纤维成本结构拆分.....	22
图 33: 公司与友商超高分子聚乙烯纤维毛利率.....	22

图 34: 裕龙石化与南山智尚股权结构.....	23
图 35: 我国户外运动服饰行业规模及同比增速.....	24
图 36: 冲锋衣锦纶原材料图示.....	24
图 37: 我国锦纶纤维产量及占化纤产量比重.....	25
图 38: 我国锦纶纤维出口量及需求量.....	25
图 39: 南山智尚与欧瑞康巴马格达成 PA6 和 PA 6.6 解决方案战略合作.....	26
图 40: 南山智尚与欧瑞康巴马格达成 PA6 和 PA 6.6 解决方案战略合作.....	26
表 1: 国内毛纺企业精纺呢绒产能.....	9
表 2: 职业装分类.....	12
表 3: 我国主要职业装定制公司（收入规模单位：亿元）.....	13
表 4: 超高分子聚乙烯纤维下游应用场景及强度范围.....	18
表 5: 超高分子聚乙烯纤维生产工艺.....	19
表 6: 超高分子聚乙烯纤维行业主要参与者（注：营收数据均仅统计 2022 年超高分子聚乙烯纤维产品）.....	20
表 7: 公司年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目规划.....	22
表 8: 锦纶纤维分类.....	24
表 9: 国内锦纶纤维生产企业（注：销售收入单位为“亿元”，单吨价格单位为“万元/吨”，数据日期为 2023 年）.....	26
表 10: 公司营业收入拆分.....	28
表 11: 相对估值（注：市值、归母净利润单位均为“亿元”）.....	29

1. 南山智尚：毛精纺服饰龙头，积极布局纺织纤维新材料领域

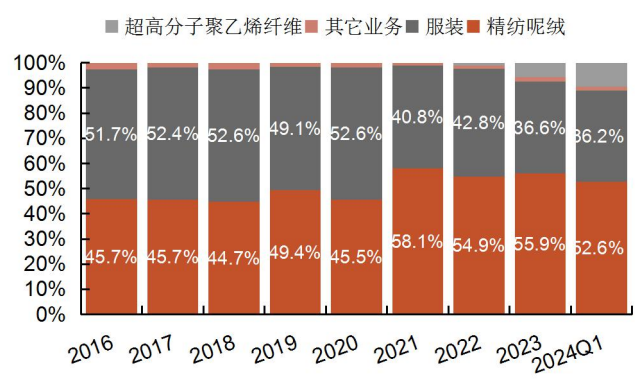
深耕精纺呢绒与服装主业，积极布局纺织纤维新材料领域。公司主营业务为精纺呢绒、服装、新型功能性化纤产品的研发、设计、生产和销售，制定了以“传统毛纺服装+新材料纤维”为核心的双轮驱动发展战略。一方面，公司持续深耕毛精纺及服装传统主业，以精细化、智能化发展思路打造毛精纺服装全球领先品牌；另一方面，公司继续加强新材料纤维，如超高分子聚乙烯纤维、锦纶纤维的研发及产业化，丰富产品品类，在加快拓展国内市场占有率的同时，快速推进国外市场的广泛布局和深度渗透。2023年，公司实现营业收入16.00亿元，同比下降2.05%，实现归母净利润2.03亿元，同比增长8.53%。2023年，公司精纺呢绒、服装、超高分子聚乙烯纤维产品营收占比分别为55.9%、36.6%、5.7%；国内、海外营收占比分别为74.6%、25.4%。2016-2023年，公司营业收入与归母净利润年均复合增速分别为0.4%、13.7%，得益于近三年销售毛利率的提升，公司业绩增速快于营收增速。2024Q1，公司实现营业收入、归母净利润为3.59、0.37亿元，同比增长10.4%、15.4%。其中，精纺呢绒产品、服装产品、超高分子聚乙烯纤维产品分别实现营收1.89、1.30、0.34亿元，同比略有下降、增长20%、增长194%。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

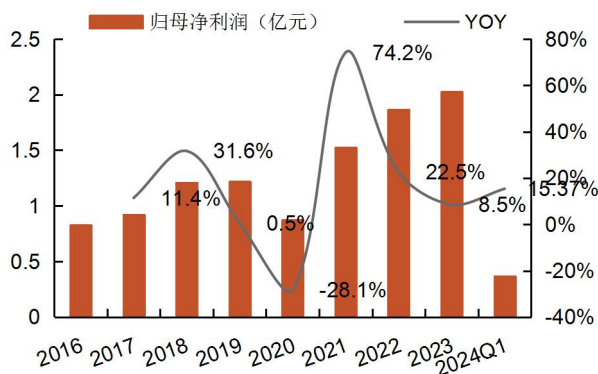
图 2：公司各产品营收占总营收比重



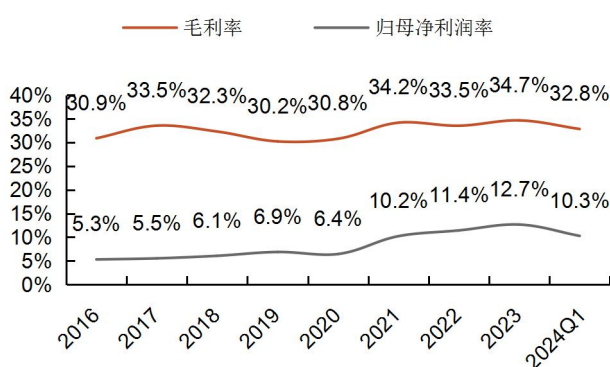
资料来源：Wind，南山智尚 2024/4/26 日投资者关系活动记录表，山西证券研究所

图 3：公司归母净利润及同比增速

图 4：公司毛利率与归母净利润率



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 精纺呢绒业务：行业稳健发展且集中度提升，公司毛利率行业领先

2.1 行业：毛纺市场规模稳定且集中度提升趋势明显，公司为我国毛精纺龙头

毛纺行业是以动物毛纤维和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、毛染整及毛制品加工的制造行业。**市场规模方面**，根据华经产业研究院与观研报告网，我国毛纺织行业市场规模由2015年的48.6亿元增长至2019年的71.8亿元，期间年均复合增速为10.2%，2020年疫情期间市场规模同比下降7.9%，预计2022年市场规模增长至76.1亿元，2019-2022年年均复合增速预计为2.0%，近年来行业整体呈现平稳增长态势。**竞争格局方面**，根据《中国纺织工业发展报告》与中商产业研究院，我国规模以上毛纺织及染整精加工企业数量在2013年达到顶峰后开始下滑，由2013年的1200余家下降至2021年的857家，近年来由于行业利润率水平下滑，中小企业不断出清，市场份额向头部企业集中。精纺呢绒行业属于毛纺行业的细分子行业，主要产品毛精纺纱线、毛精纺面料多用于高级西装、套装、时装和机关制服产品的制作，产品具有较高的科技含量和附加值。我国毛精纺代表企业包括江苏阳光、南山智尚、如意集团等。2023年，公司精纺呢绒产能1600万米，仅次于江苏阳光，为国内精纺呢绒行业的龙头企业。

图5：我国毛纺织行业市场规模及同比增速

图6：我国规模以上毛纺织及染整加工企业数量预测趋势



资料来源：华经产业研究院，观研报告网，《中国毛纺织品行业发展深度分析与未来前景调研报告（2022-2029年）》，山西证券研究所



资料来源：《2023年中国毛纺织行业市场现状及未来发展趋势预测分析》，中国毛纺织行业协会，中商情报网，山西证券研究所

图 7：我国毛纺织业销售增长率（全行业平均值）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：我国毛纺织业销售利润率（全行业平均值）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：国内毛纺企业精纺呢绒产能

公司名称	所在地	精纺呢绒产能 (万米)	精纺呢绒营收 (亿元)
江苏阳光股份有限公司	江阴	2,600	17.11
山东南山智尚科技股份有限公司	烟台	1,600	8.97
江苏倪家巷集团有限公司	江阴	1,500	
浙文影业集团股份有限公司	张家港	1,000	3.60
江苏箭鹿毛纺股份有限公司	宿迁	1,000	
山东如意毛纺服装集团股份有限公司	济宁	800	1.78
兰州三毛实业有限公司	兰州	600	
无锡协新毛纺织股份有限公司	无锡	600	
张家港国纺纺织科技有限公司	张家港	300	
华成毛纺有限公司	商丘	300	

公司名称	所在地	精纺呢绒产能（万平米）	精纺呢绒营收（亿元）
张家港美鹿染整有限公司	张家港	200	
潍坊名羊毛纺有限公司	潍坊	200	

资料来源：南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书(修订稿)》，Wind，山西证券研究所（注：精纺呢绒面料营收为 2022 年数据）

2.2 公司：近三年精纺呢绒面料产品销量稳步增长，盈利能力行业领先

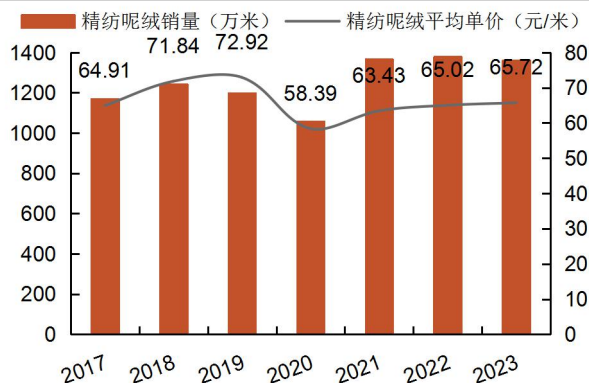
公司精纺呢绒面料业务采用澳洲天然美利奴羊毛为原料，用较高支数精梳毛纱织造而成，主要工艺流程包括毛条、染色、纺纱、织造等。精纺呢绒面料平整光洁，织纹细密清晰，光泽柔和自然，手感柔软，富有弹性。公司通过研发创新赋予面料抗皱、抗菌、抗污耐脏、瞬时凉感等功能，提高服装品质及舒适性，增加产品适用场景。**产品方面**，公司精纺呢绒产品营收由 2016 年的 7.13 亿元增长至 2023 年的 8.95 亿元，2016-2023 年年均复合增速为 3.3%，拆分量价看，主要为销量增长带动，销售单价与原材料澳毛价格及产品结构相关。2023 年，公司精纺呢绒产品均价为 65.72 元/米，仅低于江苏阳光，但受益于有效成本管控，产品销售毛利率行业领先，2021 年开始，公司精纺呢绒产品毛利率显著提升，主要受益于 OPTIM 高附加值面料产品销售占比提升以及产线智能化改造，2021 年公司推出了以 OPTIM 全羊毛防水面料为代表的一系列功能性面料，将毛纺产品从传统的冬季产品拓展至四季化产品，广泛应用于运动服、冲锋衣、休闲风衣等服装领域。**客户方面**，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、Zegna 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的优质供应商。**产能方面**，2017 年至今，公司精纺呢绒产能稳定在 1600 万平米，2023 年产能利用率为 91%，2021 年起公司对精纺呢绒产品生产线进行智能升级，通过设备更新、工艺改进、智能化升级、个别厂房翻修重建等多种方式，实现流程再造、智能制造，项目完成后，预计精纺呢绒产品中的高端产能将有所增加，截至 2023 年末，该项目进度为 93.9%。

图 9：公司精纺呢绒产品营收及同比增速

图 10：公司精纺呢绒产品的销量与销售均价变化

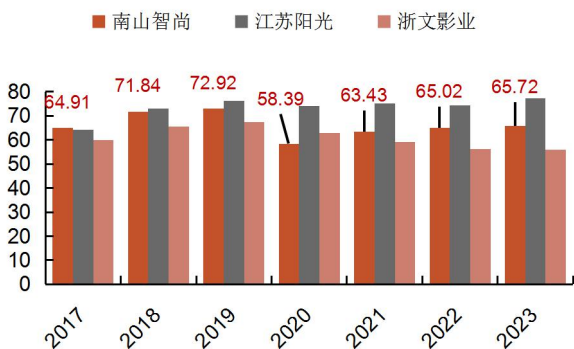


资料来源: Wind, 山西证券研究所



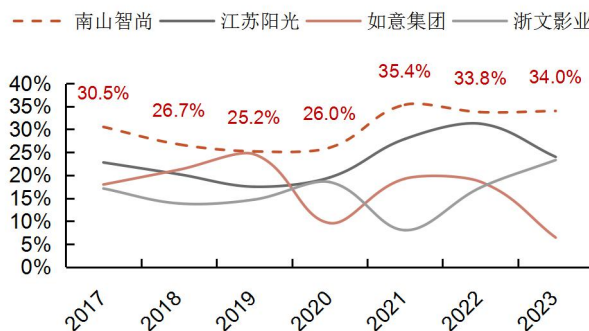
资料来源: 南山智尚招股说明书, 南山智尚 2021-2023 年报, 山西证券研究所

图 11: 公司精纺呢绒产品均价 (元/米) 与友商对比



资料来源: 南山智尚/江苏阳光/浙文影业 2017-2023 年报, Wind, 山西证券研究所

图 12: 公司精纺呢绒产品毛利率与友商对比



资料来源: Wind, 山西证券研究所

3. 服装业务: 我国职业装领军企业, 自有品牌与代工共同发展

3.1 行业: 我国职业装市场平稳增长, 行业集中度处于较低水平

我国职业制服市场规模接近 2000 亿元, 行业有望平稳增长。职业装作为服装行业的细分子行业, 大致分为职业时装、职业制服、工装和职业防护服, 根据国务院办公厅颁发的一系列关于统一着装的通知, 目前由国家规定需强制统一着装的国家机关工作人员有 19 类, 包括公检法、海关、税务、工商等部门。此外, 其他如金融、能源、通讯、电力、烟草等行业也有统一着装的需求与规定, 其对职业装的采购一般采用招标的方式进行。一般大型企业的采购周期为两年, 即每两年为企业全体员工订购适合不同季节穿着

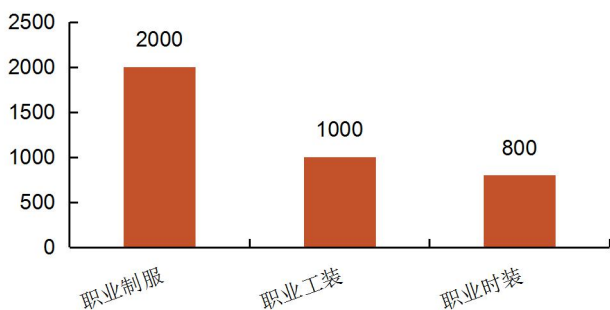
的全套服饰，因此职业装市场的客户具有一定的延续性和稳定性。根据观研天下，2019年，我国职业装市场规模为3800亿元，其中职业制服规模约2000亿元，占比52.6%。我国第三产业就业人员从2000年的1.98亿人增长至2022年的3.46亿人，期间年均复合增速为2.6%，伴随第三产业就业人员规模的不断增长，我国职业制服市场规模有望平稳增长。

表 2：职业装分类

职业装类别	定义	特点
职业时装	商业行为和商业活动中流行的一种服饰	兼具职业装与时装特点，追求品位和潮流，用料考究，造型简洁高雅，色彩搭配与协调，体现身份、文化修养及社会地位
职业制服	某一种行业为体现自己的行业特点，并有别于其他行业而特别设计的着装	有明显的穿着规定与要求，需复合行业规范，如金融、保险行业职业装等
职业工装	工人工作时所穿的服装，也称作工作服	根据工种和作业环境设计，结构简单，便于工作，功能性强，耐用性要求高
职业防护服	保护穿着免受职业危害的服装	具有防护性能，如防静电、防尘、防水等

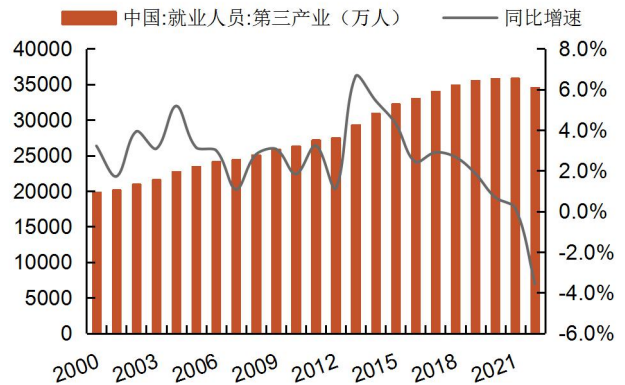
资料来源：智研咨询《2024-2030年中国职业装行业市场专项调查及投资前景分析报告》，山西证券研究所

图 13：我国各类职业装市场规模（亿元）



资料来源：立鼎产业研究网，《2019年版中国民用职业装行业现状发展及前景趋势研究报告》，山西证券研究所

图 14：我国第三产业就业人员数量及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

我国职业装竞争格局较为分散，未形成绝对行业龙头。我国有近3万家服装企业涉足职业装生产，国内知名职业装定制公司包括乔治白、海澜之家、报喜鸟、南山智尚等。海澜团购定制系列2023年实现营收22.81亿元，规模相对领先，但市占率不足1%，行业高度分散。受益于《地方预算单位政府集中采购目录及标准指引（2020年版）》《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》等政策的陆续推出，目前国内职业装集中采购和招投标逐渐规范化，集中采购逐渐成为政府部门和大型国有企业的共识，使得原有分散采购的订单规模增大，以中央企业为例，根据国务院国资委召开的对标世界一流采购交易管理体系推

进会，近年来，国务院国资委通过强化政策指导、实施在线监管、组织对标评估等多种方式，推动中央企业不断提升采购交易集约化、规范化和阳光化水平。2021年，中央企业集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率达到88%、90%、80%和80%。具备工业化流水生产线及规模效应的头部职业装企业在产品质量控制及成本控制水平方面更佳，以及伴随职业装个性化定制需求持续提升，具备上门量体、快速交付能力、完善的售后服务能力的头部企业，有望持续提升市场份额。

表3：我国主要职业装定制公司（收入规模单位：亿元）

公司名称	品牌名称	目标客户群	主要价格带	收入规模	毛利率
乔治白	GIUSEPPE	职业商务人士、团购客户	不适用，依据款式、面料等情况而定	14.26	50.61%
	缔尔玛	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		
南山智尚	织尚定制	都市白领、职场精英	依据采购量与产品面料等情况而定	5.85	35.79%
	裕山	央企及省属国企、事业单位等	依据采购量与产品面料等情况而定		
海澜之家	海澜团购定制系列	金融、电力、通信、能源、运输、政府机构、学校及其他企事业单位	无	22.81	46.82%
报喜鸟	宝鸟	金融系统、通信、交通、能源等	西服 1000-2000 元/套，衬衫 150-400 元/件	10.39	46.40%

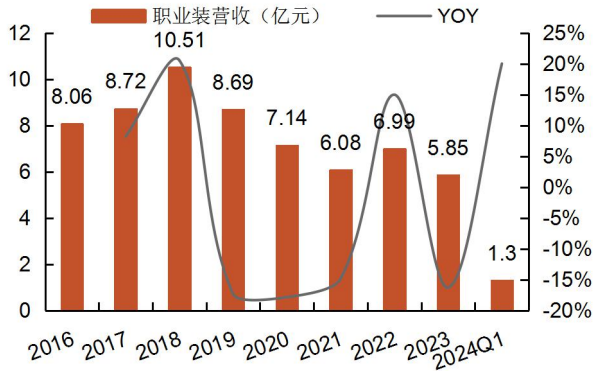
资料来源：乔治白、南山智尚、海澜之家、报喜鸟 2023 年报，山西证券研究所（注：宝鸟毛利率，为报喜鸟团购渠道毛利率）

3.2 公司：我国职业装领军企业，2024 年职业装营收规模有望恢复增长

2024Q1 公司服装业务营收同比增长 20%，盈利能力改善。作为我国职业装领军企业，公司服装业务以前端高品质呢绒面料为基础，实行自主品牌与 ODM/OEM 业务共同发展的战略，旗下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）、高级定制品牌织尚定制（MODARTE）等多个享誉市场的定制品牌。截至 2023 年末，公司拥有西装产能 75 万套、衬衫产能 65 万件，产能利用率分别为 106%、103%。公司在全国设有 32 个分公司，为众多国内外一线品牌客户提供优质的产品研发和生产服务，公司相继为 2012 年伦敦奥运会奥组委、2014 年 APEC 会议、2016 年高尔夫国家队出征里约奥运会及各国领袖、团体、社会各界知名人士提供了服装设计与定制服务。公司职业装产品营收由 2016 年的 8.06 亿元下降至 2023 年的 5.85 亿元，2016-2023 年年均复合增速为-4.5%，但销售毛利率稳中有升，2023 年职业装业务毛利率提升 3.7pct 至 35.8%，主因公司主动缩减低附加值订单。2024Q1，公司职业装产品实现营收 1.3 亿元，同比增长 20%，营收恢复增长，销售毛利率 33.7%，同比提

升 2.2pct。

图 15：公司职业装产品营收及同比增速



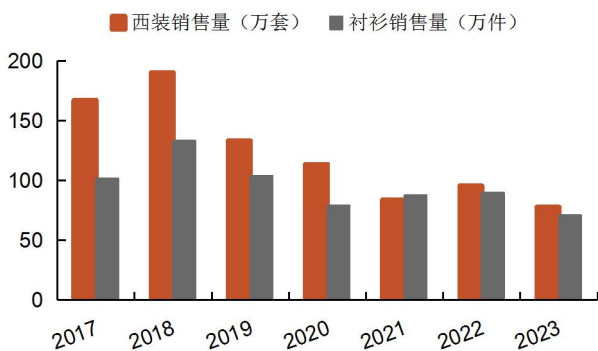
资料来源：Wind，南山智尚 2024/4/26 日投资者关系活动记录表，山西证券研究所

图 16：公司职业装产品毛利率



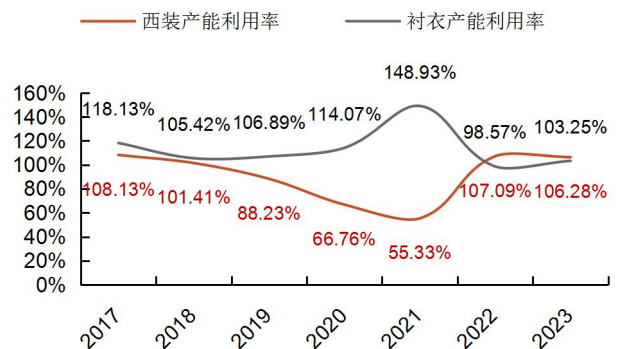
资料来源：Wind，南山智尚 2024/4/26 日投资者关系活动记录表，山西证券研究所

图 17：公司职业装分产品销量变化



资料来源：南山智尚招股说明书，南山智尚 2021/2023 年年报，山西证券研究所

图 18：公司职业装分产品产能利用率变化



资料来源：南山智尚招股说明书，南山智尚 2021/2023 年年报，山西证券研究所

图 19：公司服装业务合作案例



2012年伦敦奥运会奥组委服装供应商



2014年APEC会议国家领导人服装研发



国家高尔夫球队正装赞助商

资料来源：南山智尚公司官网，山西证券研究所

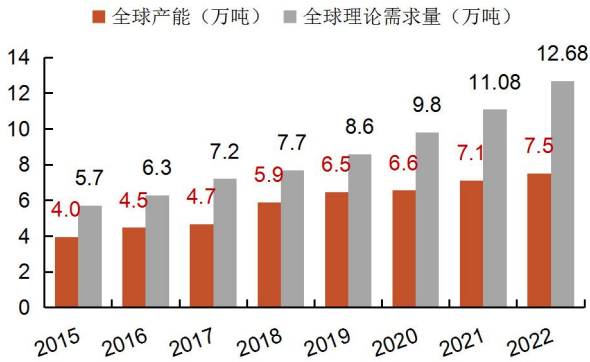
4. 超高分子量聚乙烯纤维：行业供不应求趋势加剧，公司产能与产品品质快速爬坡

4.1 需求端：全球及我国需求持续快速增长，军用主导，民用可期

全球及我国超高分子量聚乙烯纤维需求量预计快速增长，供需缺口持续存在。全球层面，根据同益中和千禧龙纤招股说明书，超高分子量聚乙烯纤维的理论需求量由 2015 年的 5.70 万吨增长至 2022 年的 12.68 万吨，年均复合增速为 12.1%，根据南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，预计 2025 年理论需求量将达到 16.5 万吨，2022-2025 年年均复合增速为 9.2%。而 2022 年，全球产能仅为 7.5 万吨，存在 5.2 万吨供需缺口。我国层面，根据千禧龙纤招股说明书，超高分子量聚乙烯纤维的理论需求量由 2018 年的 3.48 万吨增长至 2022 年的 6.76 万吨，年均复合增速为 18.1%，根据南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，预计我国 2025 年超高分子量聚乙烯纤维的理论需求量超过 10 万吨。目前，我国同样存在供需缺口，2022 年为 1.98 万吨。综上，不管是全球，还是我国，在超高分子量聚乙烯纤维产品方面，均存在供需缺口，且供不应求趋势逐年加剧。2018-2022 年，我国产能占全球的比重稳定在 64%左右，为超高分子量聚乙烯纤维最大生产国，其余产能主要来自美国霍尼韦尔、日本三洋纺、荷兰帝斯曼。我国理论需求量占全球比重逐步提升，由 2018 年的 45%提升至 2022 年的 53%，我国对超高分子量聚乙烯纤维产品需求旺盛。

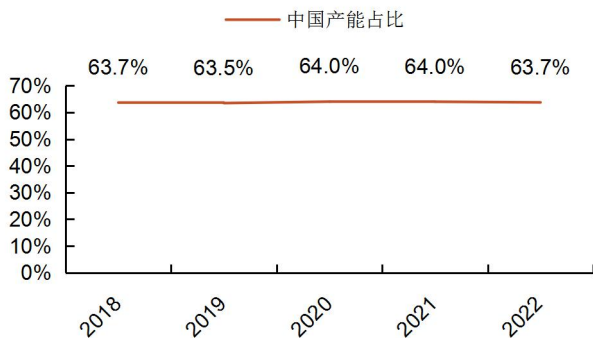
图 20：全球超高分子量聚乙烯纤维产能及理论需求量

图 21：我国超高分子量聚乙烯纤维产能及理论需求量

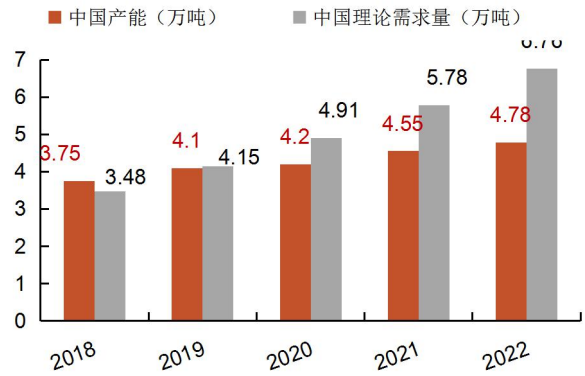


资料来源：同益中招股说明书，千禧龙纤招股说明书，前瞻产业研究院《2020-2025年中国超高分子量聚乙烯纤维行业市场前瞻与投资规划分析报告》及中国化学纤维工业协会出具的说明，山西证券研究所

图 22：中国超高分子量聚乙烯纤维产能占全球比重

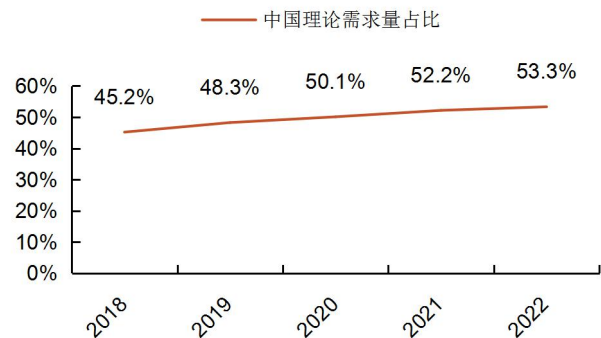


资料来源：千禧龙纤招股说明书，中商产业研究院、前瞻产业研究院，山西证券研究所



资料来源：千禧龙纤招股说明书，中商产业研究院、前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 23：中国超高分子量聚乙烯纤维理论消费量占全球比重

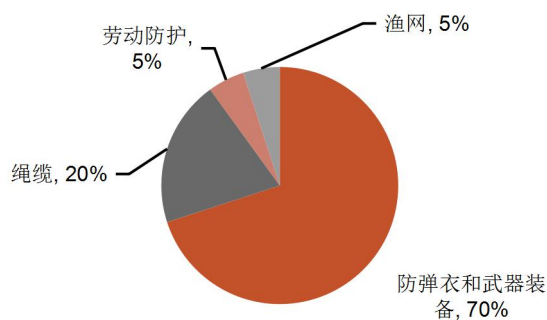


资料来源：千禧龙纤招股说明书，中商产业研究院、前瞻产业研究院，山西证券研究所

超高分子量聚乙烯纤维强度高且重量轻，军用场景为主，民用场景可期。超高分子量聚乙烯纤维是分子量在 100 万以上的聚乙烯树脂所纺出的纤维，是继碳纤维、芳纶后的第三代高性能纤维，优点是强度高、重量轻，具备良好的耐冲击性能、耐磨性能、耐化学腐蚀性、耐光学性、耐水耐湿性，强度相当于钢丝的 15 倍、芳纶的 1.6 倍。根据南山智尚 2023 年年报援引的《中国化工新材料产业发展报告（2018）》，欧美市场超高分子量聚乙烯纤维下游应用中，防弹衣和武器装备占比约 70%，绳缆占比约 20%，劳动防护占比约 5%，渔网占比约 5%。根据中研网，2022 年，我国超高分子量聚乙烯纤维在军事装备、海洋产业、安全防护三大场景的应用占比分别为 25%、23%、22%，体育器材、家用纺织、生物医药等应用场景合计占比约三成。

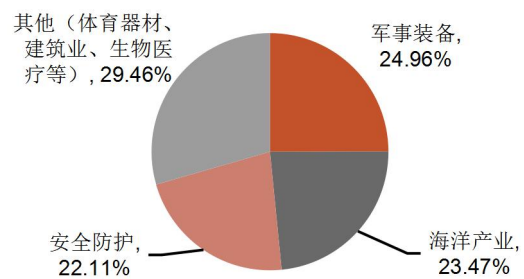
相比于欧美发达市场，我国在军事装备领域的应用提升空间广阔，根据南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，我国各项应用场景在 2020-2025 年期间预计均保持中双位数以上增长。根据南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函的回复(修订稿)》，市场上高端国防警用纤维市场价格区间为 15-30 万元/吨、海洋产业用纤维市场价格区间为 8.5-12 万元/吨、安全防护纤维市场价格区间为 8-9.5 万元/吨。根据同益中招股说明书，虽然超高分子量聚乙烯纤维具有优异的性能，但其材料本身的一些缺陷相对限制了其广泛的应用，其缺陷一为抗蠕变性能较差，在持续受力作用下容易变形；缺陷二是不耐高温，外界环境长时间超过 80℃时，超高分子量聚乙烯纤维性能就会受到影响。生产企业可以通过添加改性剂、调整紫外线辐射等途径来改变超高分子量聚乙烯纤维表面的粘黏性，在尽量不损失纤维力学性能的前提下提高其耐热性能和抗蠕变性能，掌握改性技术为目前企业差异化竞争关键。

图 24：全球超高分子量聚乙烯纤维下游应用占比（2018）



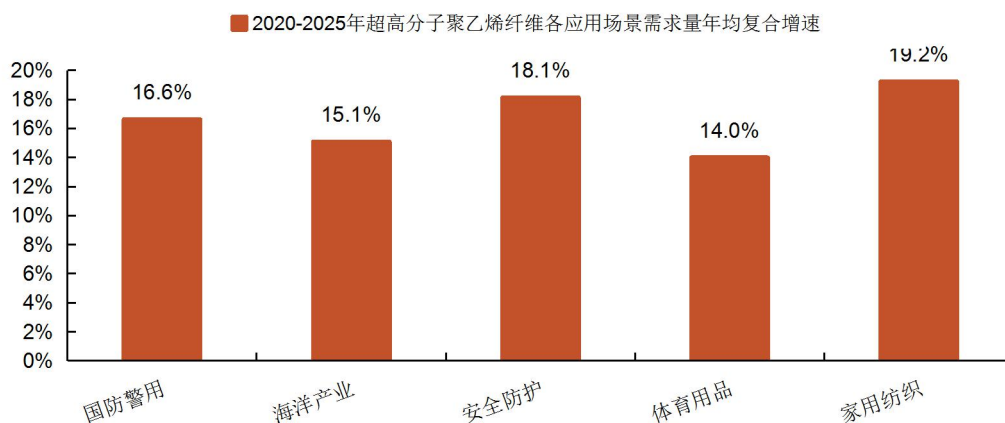
资料来源：南山智尚 2023 年报，《中国化工新材料产业发展报告（2018）》，山西证券研究所

图 25：我国超高分子量聚乙烯纤维下游应用占比（2022）



资料来源：中研网，《中国超高分子量聚乙烯行业发展现状及下游应用市场占比情况分析》，山西证券研究所

图 26：我国超高分子量聚乙烯纤维各应用场景需求量 2020-2025 年年均复合增速



资料来源：南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，前瞻产业研究院《2020-2025年中国超高分子量聚乙烯纤维行业市场前瞻与投资规划分析报告》，同益中招股说明书，山西证券研究所

表 4：超高分子量聚乙烯纤维下游应用场景及强度范围

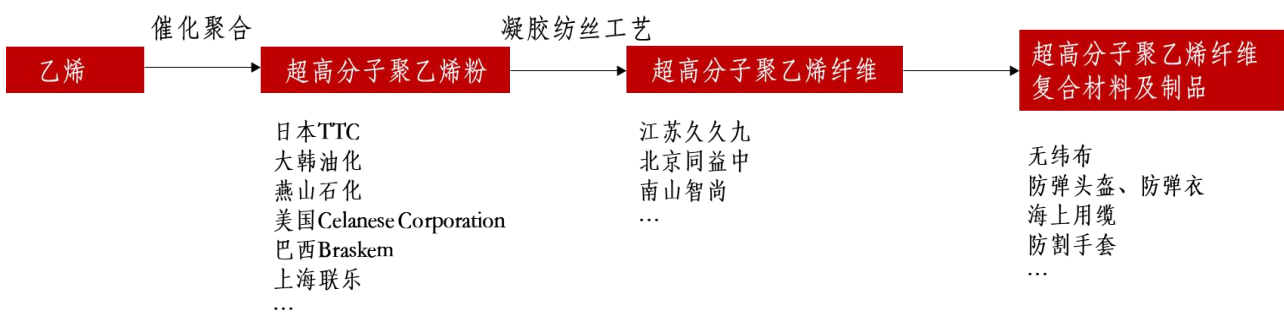
领域	绳缆制品	纺织织物	无纺布物	复合材料	强度范围
军事装备	海上布雷网、降落伞绳	降落伞、伪装网	软质防弹衣	坦克车装甲板、轻体装甲车车身、航行器、武装直升机装甲板、防弹运钞车防弹板、通讯指挥车防弹车身、防弹头盔等	32-34 cN/dtex, 36-38cN/dtex 需求量最大
海洋产业	系泊缆、拖网缆、拖牵缆、海上养殖业用缆、海上采油用缆、海底采集作业用缆	海上挡油堤、捕鱼拖网、围网、深海养殖网箱	海水过滤膜结构	轻便船体及构间、海堤围坝、海洋专用箱体	海洋缆绳 26-36cN/dtex 绳缆吊索 34-35 cN/dtex 以上
安全防护	安全吊装带、软质手铐、安全绳索等	防割手套、防锯割工作服、防刺服	防刺服	防弹衣高性能插板、防弹盾牌	防切割手套 30-34cN/dtex
体育器材	登山绳索、钓鱼线、球拍网线、风筝绳、弓弦	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、防护网、货物吊网	强力包装用具	护卫面料	安全帽、特种围栏	
生物医药	缝线	手术防割套	医疗安全包装	X 室抗屏蔽工作台	
航空航天	宇宙飞船海上救捞网	雷达保护罩	机场跑道	飞机舱内结构件、驾驶舱安全防护门	
运输业	柔性集装箱、起吊绳索、车辆牵引绳、气球拉绳、直升机起吊绳索	蓬盖布、运输带	防割防刺箱包	特种轻型箱体、抗冲击包装箱	
防洪	填石网兜	耐水浸包装袋	轻便拒水用具	抗冲击围栏、轻型救生艇	
通讯	光缆加强芯	线路保护面料	防割填充物	无线发生整流罩	

资料来源：同益中招股说明书，南山智尚 2023 年报，山西证券研究所

上游原材料环节为石化行业，生产工艺与技术人才筑高行业进入壁垒。超高分子量聚乙烯纤维为乙烯经催化聚合形成超高分子量聚乙烯粉末、后经凝胶纺丝工艺生成。产业链上游为超高分子量聚乙烯粉末，目前国内掌握超高分子量聚乙烯粉末制备工艺的主要为美国 Celanese Corporation、巴西 Braskem、日本 TTC、大韩油化、燕山石化等大型石化企业，2021 年预计全球超高粉产量和需求量分别为 38 万吨、36.7 万吨，上游原材料环节供应商竞争充分，原材料供应状况稳定。中游纺丝工艺环节具备干法、湿法两种工艺路线，采用的溶剂和后续工艺是这两种工艺路线最大的区别，干法工艺采用的是十氢萘作为超高分子量聚乙烯溶剂，相

比湿法工艺，改善了纤维的抗蠕变性，但由于十氢萘是一种毒性大、易燃易爆化学品，对环保和安全具有更高的要求，目前行业普遍采用的是以不易挥发、安全性更高的矿物油作为溶剂的湿法工艺。中游纺丝环节进入壁垒较高，主因超高分子聚乙烯纤维属于高技术密集型产品，其生产复杂，尤其是在保持产品一致性方面，对生产设备和工艺要求高，且相关辅料、添加剂和油剂的配套开发也十分重要，且行业内技术人员相对匮乏。

图 27：超高分子聚乙烯纤维产业链上下游



资料来源：同益中招股说明书，南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函的回复(修订稿)》，山西证券研究所

表 5：超高分子聚乙烯纤维生产工艺

纺丝类型	干法	湿法
溶剂	十氢萘（易挥发，安全性低）	矿物油（不易挥发，安全性高）
去溶剂	加热挥发	萃取
纺丝速度	快	慢
流程	短	长
回收方式	直接回收	间接回收
回收系统	密闭要求高，运行效率要求高	庞大，复杂
代表企业	荷兰帝斯曼	美国霍尼韦尔、同益中

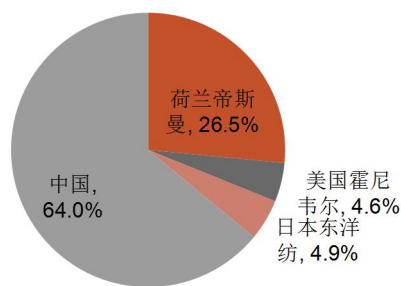
资料来源：同益中招股说明书，山西证券研究所

4.2 供给端：国际厂商以高端产能为主，我国加速产能扩建与技术追赶

高端产品被国外三巨头垄断，中国企业加速扩建产能与技术追赶。1970 年后期，荷兰帝斯曼公司以粉末状超高分子聚乙烯为原料，采用全新的冻胶纺丝及超倍拉伸技术，制得了高强高模的聚乙烯纤维，之后将该项专利同美国霍尼韦尔和日本东洋纺进行合作，在 1990 年开始工业化生产并且不断提升纤维品质扩

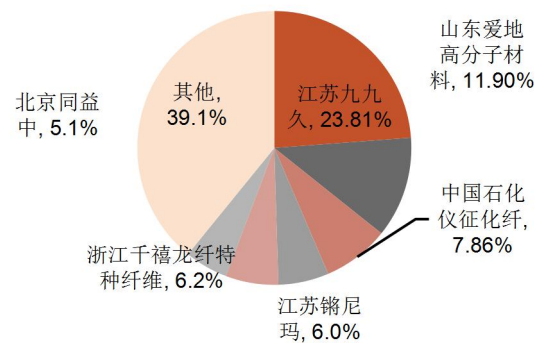
大使用规模，国外龙头采用技术封锁、价格操纵等手段垄断了超高分子聚乙烯纤维的全球销售市场，并一度将其列为禁止向社会主义国家销售的商品。荷兰帝斯曼、美国霍尼韦尔、日本东洋纺三家垄断全球超高分子量聚乙烯高端产品技术，2020年，上述三家产能分别为17400吨、3000吨、3200吨，占全球产能比重36%。我国80年代开始研发超高分子聚乙烯纤维的制备，1999年，东华大学联合多家公司和科研院所发明了混合溶剂凝胶纺丝新工艺，打破了超高分子聚乙烯纤维的技术封锁，伴随国内企业建立生产线，我国开始具备规模化生产能力并在部分应用领域实现进口替代，目前占全球产能六成以上。但我国超高分子聚乙烯纤维竞争格局相对分散，且产品以中低端产品为主，高端产能仍然紧缺。按产能测算，2020年，江苏九九久、山东爱地、仪征化纤国内市占率分别为23.81%、11.90%、7.86%，CR3为43.57%。根据中国化学纤维工业协会发布的《2022年中国化纤行业产量排名》，2022年，国内超高分子聚乙烯纤维产量前三名分别为江苏九九久（13470吨）、北京同益中（3754吨）、仪征化纤。

图 28：全球超高分子聚乙烯纤维产能占比（2020）



资料来源：同益中招股说明书，南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 29：我国超高分子聚乙烯纤维产能占比（2020）



资料来源：同益中招股说明书，南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，中国化学纤维工业协会，山西证券研究所

表 6：超高分子聚乙烯纤维行业主要参与者（注：营收数据均仅统计 2022 年超高分子聚乙烯纤维产品）

	2020 年产能（吨）	成立时间	2022 年营收（亿元）	UHMWPE 纤维领域的主要产品
荷兰帝斯曼	17400	1902 年		超高分子聚乙烯纤维、无纬布
日本东洋纺	3200	1882 年		超高分子聚乙烯纤维
美国霍尼韦尔	3000	1885 年		超高分子聚乙烯纤维
江苏九九久	10000	2016 年	7.13	超高分子聚乙烯纤维及其制品
山东爱地	5000	2005 年		超高分子聚乙烯纤维及其制品
仪征化纤	3300	2014 年		超高分子聚乙烯纤维
千禧龙纤	2611	2010 年	2.59	超高分子聚乙烯纤维、无纬布及防护产品

	2020年产能(吨)	成立时间	2022年营收(亿元)	UHMWPE纤维领域的主要产品
江苏锦尼玛	2500	2011年		超高分子聚乙烯纤维及其制品
北京同益中	2150	1999年	2.57	超高分子聚乙烯纤维、无纬布以及防弹制品

资料来源：同益中招股说明书，同益中2022年报，延安必康2022年报，千禧龙纤招股说明书，前瞻产业研究院，Wind，山西证券研究所

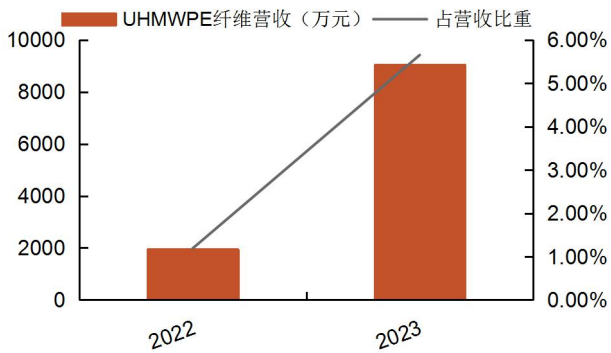
4.3 南山智尚：累计产能达3600吨，产品定位中高端，向下游延申布局

一期项目600吨产能实现满产，毛利率快速爬坡。2020年底，公司组建超高分子聚乙烯纤维管理团队，并设立新材料研究院，2021年，公司开始建设超高分子聚乙烯纤维生产一期600吨项目，2022年6月完成生产调试，2022年7月正式销售，2022年10月实现满产，单月产能达到50吨，公司超高一期项目已成功实现安全防护丝与国防警用丝的量产与批量发货。2022年公司超高分子聚乙烯纤维产品实现营收1952万元，占公司营收比重为1.19%，毛利率15.96%。2023年上半年，实现营收2514万元，毛利率提升至33.83%，主因一期项目已实现满产，生产工艺成熟稳定，一等品制成率达95%以上，产品品质实现提档升级。在成本方面，超高分子聚乙烯纤维的营业成本中，2023年，原材料、人工成本、制造费用及能源占比分别为45.30%、18.03%、36.67%。公司通过一期项目的设备磨合、工艺试验、调整前纺原辅料配比等举措，在保证前纺冻胶丝质量的同时大大降低了生产成本。

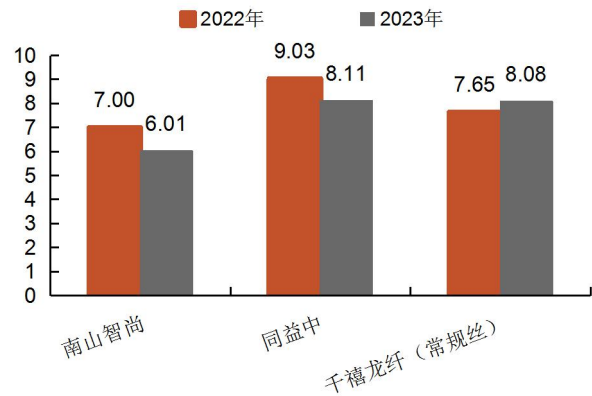
二期项目3000吨处于产能爬坡及品质提升过程，2023年公司客户拓展积极。2022年，公司开始建设超高分子聚乙烯纤维二期3000吨项目，2023年8月二期项目全面投产，目前公司合计拥有超高分子聚乙烯纤维产能3600吨，位居行业第一梯队。2023年，公司超高分子聚乙烯纤维产品实现营收9042万元，同比增长363%，占公司营收比重5.65%，毛利率19.94%，其中公司一期项目一等品率保持95%以上的较高水平，二期项目一等品率约70%，处于产品品质爬坡阶段。2023年，公司新增多家防弹丝、绳缆、防切割手套等领域的客户，同时，公司还与国内知名企业签订了长期稳定的战略合作协议；目前已与日韩、欧美、南美等多国家与地区建立业务联系，并形成实际性订单。

图 30：公司超高分子聚乙烯纤维营收及占营收比重

图 31：公司与友商超高分子聚乙烯纤维产品均价（万元/吨）



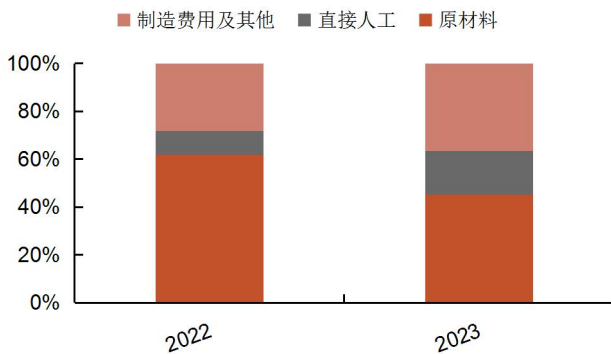
资料来源：南山智尚 2022-2023 年报，山西证券研究所



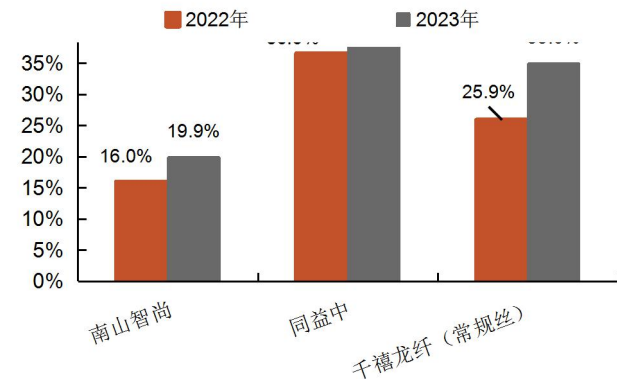
资料来源：南山智尚 2022-2023 年报，同益中 2022-2023 年报，千禧龙纤招股说明书，山西证券研究所（注：千禧龙纤 2023 年数据为 2023H1）

图 32: 公司超高分子量聚乙烯纤维成本结构拆分

图 33: 公司与友商超高分子量聚乙烯纤维毛利率



资料来源：南山智尚 2022-2023 年报，山西证券研究所



资料来源：南山智尚 2022-2023 年报，同益中 2022-2023 年报，千禧龙纤招股说明书，山西证券研究所（注：千禧龙纤 2023 年数据为 2023H1）

表 7: 公司年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目规划

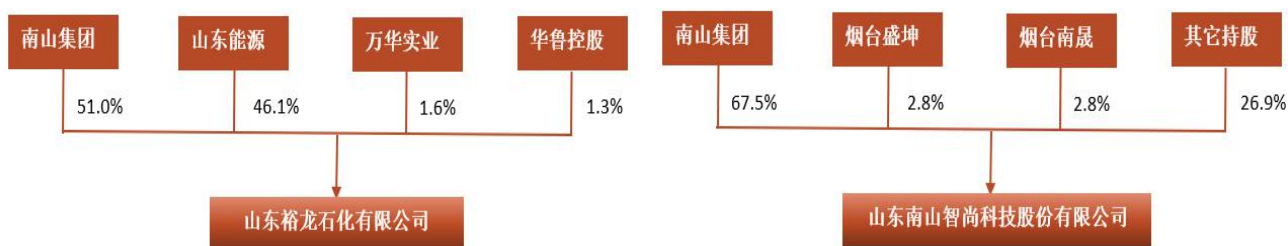
项目	数据
产线 (条)	10
单条产线产能 (吨)	300
合计产能 (吨)	3000
单吨均价 (万元/吨)	12.33
营业收入 (万元)	37000
营业成本 (万元)	21499.1
毛利率	41.9%

项目	数据
期间费用 (万元)	2714.6
期间费用率	7.3%
税金及附加 (万元)	397.85
所得税 (万元)	1858.26
净利润 (万元)	10530.19
净利润率	28.5%

资料来源：南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，南山智尚《向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函的回复(修订稿)》，山西证券研究所

背靠大股东南山集团，原材料成本优势释放有望提升公司超高分子聚乙烯纤维单吨净利。公司控股股东为南山集团有限公司，龙口市东江街道南山村村民委员会、宋建波先生分别拥有南山集团 51%、49% 的股份。南山集团旗下控股子公司裕龙石化，成立于 2019 年 6 月 28 日，其投资建设的 4000 万吨/年裕龙岛炼化一体化项目，是山东省产业蝶变升级推动高质量发展的重大工程、新旧动能转换的标杆工程。项目分两期实施，一期项目主要建设 2000 万吨/年炼油，300 万吨/年乙烯、300 万吨/年混合二甲苯，以及汽油、航空煤油、柴油、乙二醇、HDPE、10 万吨/年 UHMWPE、PP、EVA/LDPE、丁戊橡胶、集成橡胶和 ABS 等深加工装置。2020 年 10 月 24 日，裕龙岛炼化一体化项目（一期）举行开工仪式。项目包含的 10 万吨 UHMWPE 原料产线预计今年建成后，可保障公司超高分子聚乙烯纤维产品的原料供应，产品竞争力更强且具有成本优势，盈利能力有望提升。

图 34：裕龙石化与南山智尚股权结构



资料来源：爱企查，山西证券研究所

5. 锦纶纤维：布局 8 万吨高性能差别化锦纶长丝，持续开拓纺织纤维新材料领域

5.1 行业：我国锦纶产量高单位数复合增长，市场竞争较为充分

锦纶纤维材料具备优异特性，下游户外运动功能服饰需求旺盛。化学纤维包括合成纤维和人造纤维，锦纶纤维是世界上出现的第一种合成纤维，其化学名为聚酰胺（PA），俗称尼龙（Nylon），由锦纶切片经过纺丝工艺加工而成。按照分子结构可分为锦纶 6、锦纶 66、锦纶 11、锦纶 610 等锦纶纤维，目前市场上以锦纶 6 和锦纶 66 应用最为广泛，占锦纶总产量的 98%。按纤维长短可分为锦纶长丝和锦纶短纤，目前市场上以锦纶长丝为主，作为机织或针织原料等，而少量锦纶短纤主要用于和棉、毛或其它化纤混纺。与其他化学纤维相比，锦纶在强度和耐磨性、吸湿性等方面具有突出特点，其广泛应用于服装行业中的超轻风衣、冲锋衣、羽绒服、瑜伽服、速干衣、防寒服、休闲夹克、运动服等，2023 年，我国户外运动服饰市场规模预计突破 450 亿元，疫情后户外运动鞋服行业市场规模增速较疫情前明显提升。此外，锦纶纤维还可应用于军工、航空航天等工业领域，如应用于制作特种防护安全用品、安全气囊、安全带、降落伞、轮胎帘子布、土工基布等。

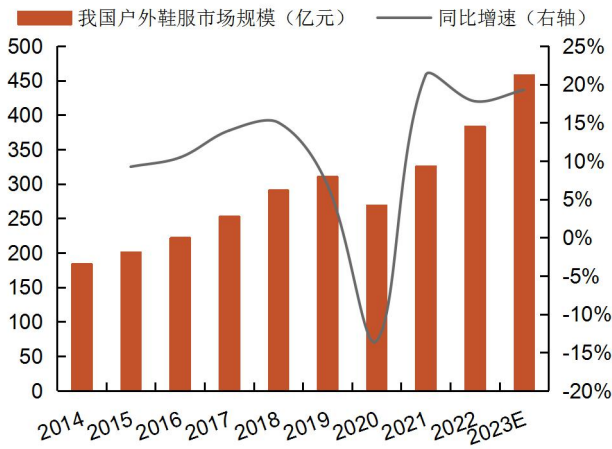
表 8：锦纶纤维分类

分类标准	具体类别	说明
分子结构	锦纶 6、锦纶 66、锦纶 11、锦纶 610 等	以锦纶 6 和锦纶 66 应用最为广泛，产量约占锦纶总产量的 98%；锦纶 66 性能上较锦纶 6 更优，纤维价格也更贵一些；我国锦纶 6 和锦纶 66 比例大约为 85:15。
纤维长短	锦纶长丝、锦纶短纤	以锦纶长丝为主，作为机织或针织原料等；少量锦纶短纤主要用于和棉、毛或其它化纤混纺。我国锦纶长丝占比锦纶总产量 95%，短纤占比 5%。
用途	民用锦纶、产业用锦纶	民用方面，锦纶主要用于服装面料、内衣、袜子、床上用品以及箱、包、伞、绳、窗帘布、家具装饰和地毯等；产业用锦纶，主要指用于轮胎帘子线、传送带、安全带、工业用呢毯以及帐篷、渔网等。

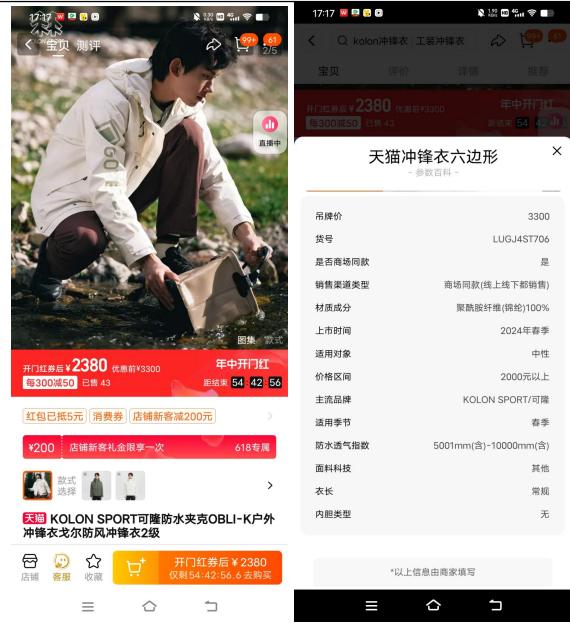
资料来源：台华新材《公开发行可转换公司债券募集说明书》，山西证券研究所

图 35：我国户外运动服饰行业规模及同比增速

图 36：冲锋衣锦纶原材料图示



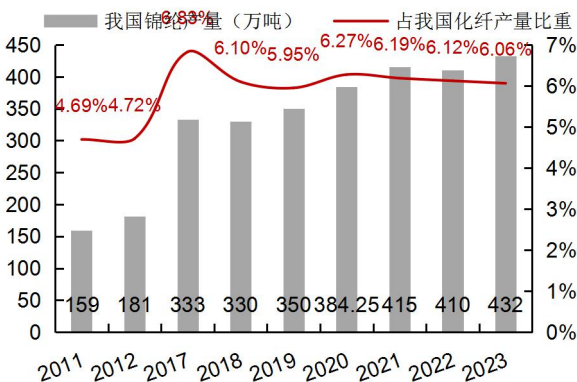
资料来源：弘则研究，魔镜市场情报，山西证券研究所



资料来源：可隆天猫旗舰店，山西证券研究所

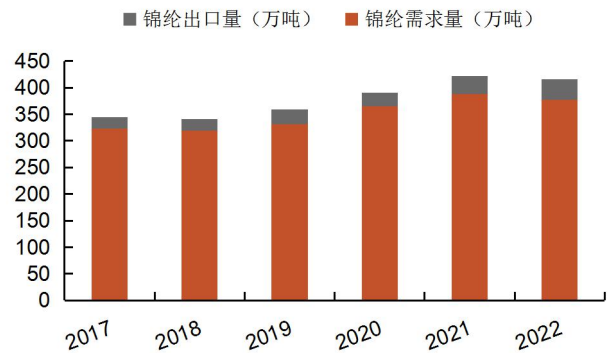
我国锦纶纤维供需基本平衡，内销为主。根据台华新材《公开发行可转换公司债券募集说明书》及2023 年报，2011 年我国锦纶产量为 159.14 万吨，2023 年我国锦纶产量增长至 432 万吨，2011-2023 年年均复合增速为 8.7%，占我国化纤产量比重由 4.69% 提升至 6.06%。相比于全球锦纶占化纤产量约 9% 的比重仍有较大的产量及市场提升空间。根据智研咨询，2022 年，我国锦纶需求量与出口量分别为 378、38 万吨，与当年产量基本匹配。综上，我国锦纶纤维基本呈现供需平衡局面，且以内需为主。

图 37：我国锦纶纤维产量及占化纤产量比重



资料来源：智研咨询，南山智尚《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，台华新材《公开发行可转换公司债券募集说明书》，台华新材 2023 年报，《2023-2029 年中国锦纶行业市场全景调查及战略咨询研究报告》，中国化纤协会，

图 38：我国锦纶纤维出口量及需求量



资料来源：智研咨询，《2023-2029 年中国锦纶行业市场全景调查及战略咨询研究报告》，中国化纤协会，山西证券研究所

山西证券研究所

我国锦纶纤维行业头部企业市占率较低，市场竞争较为充分。我国锦纶纤维主要上市公司包括台华新材、华鼎股份、美达股份，其中台华新材在锦纶丝及下游的坯布、成品面料环节均有布局，美达股份主要生产锦纶丝及上游原材料锦纶切片，华鼎股份聚焦锦纶丝产品生产和销售。2023年，华鼎股份、台华新材锦纶丝生产量分别为25.85、20.41万吨，占我国锦纶总产量的6.0%、4.7%，我国锦纶纤维行业头部企业市占率较低，市场竞争较为充分。

表 9：国内锦纶纤维生产企业（注：销售收入单位为“亿元”，单吨价格单位为“万元/吨”，数据日期为 2023 年）

锦纶生产企业	基本情况	锦纶丝产量 (万吨)	锦纶丝销量 (万吨)	销售 收入	单吨 价格	毛利率
台华新材	公司是国内少数的集锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的高档功能性面料生产企业。2023年，锦纶长丝、坯布、成品面料销售占比为51.48%、23.64%、22.22%。	20.41	20.48	26.23	1.28	17.70%
华鼎股份	主要从事锦纶长丝研发、生产和销售，2023年，锦纶丝销售占比为58.97%，跨境电商业务占比38.94%。	25.85	26.89	51.41	1.91	11.55%
美达股份	公司主要业务为锦纶6切片和纺丝的生产、销售，2023年，锦纶切片、锦纶丝营收占比分别为51.86%、43.87%。	7.27	6.80	12.36	1.82	0.09%

资料来源：台华新材/华鼎股份/美达股份 2023 年报，山西证券研究所（注：销售收入为锦纶丝产品收入）

5.2 公司：8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目稳步推进

公司已组建锦纶长丝项目研发技术团队，团队成员多数具有 20 年以上的纺织纤维生产经验。2023 年 11 月 19 日，公司积极与核心设备厂商—欧瑞康巴马格就锦纶项目签署战略合作协议，为公司提供从切片干燥、纺丝、卷绕到加弹的全套设备，实现从切片到纱线的一体化质量控制。在此基础上，公司经过自主研发投入和积累，以及与知名大学、设备厂商合作等方式，已储备了与锦纶项目相关的 18 项发明专利，在锦纶纤维制造方面形成了自主知识产权。目前公司 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目各项工作正在稳步推进，已完成纺丝、卷绕、加弹主设备的全部招标工作，土建施工厂房建设已经进入收尾期。公司在锦纶纤维领域的业务规划和布局，不仅能够帮助公司在超高分子量聚乙烯纤维项目成功实施后，持续开拓纺织纤维新材料领域，进一步加快转型升级步伐，还有助于提升公司产业的内部协同效应，强化锦纶纤维环节对下游高附加值运动休闲面料及服装的支撑作用。

图 39：南山智尚与欧瑞康巴马格达成 PA6 和 PA 6.6 解决方

图 40：南山智尚与欧瑞康巴马格达成 PA6 和 PA 6.6 解决方

案战略合作



资料来源：中国纺织报，山西证券研究所

案战略合作



资料来源：中国纺织报，山西证券研究所

6. 盈利预测与估值

考虑公司锦纶产品处于项目建设收尾阶段，暂未对外进行销售，我们在盈利预测部分，目前仅对精纺呢绒、服装、超高分子量聚乙烯纤维三项业务进行预测。

营业收入：1) 精纺呢绒产品：行业整体预计稳健增长，公司通过生产流程智能化改造提高生产效率、提升高端产能占比，预计 2024-2026 年营收同比增长 0%/3%/3%。2) 服装产品：职业装市场空间广阔，头部企业市占率处于极低水平，公司优化服装业务订单，高附加值订单占比提升，预计 2024-2026 年营收同比增长 20%/15%/10%。3) 超高分子量聚乙烯纤维：公司一二期项目全部投产，伴随行业供不应求趋势不断加剧，预计 2024-2026 年产品销量均为 4000 吨，受益于产品品质不断爬坡，预计销售均价分别为 6.5/7.0/7.5 万元/吨。综上，预计公司 2024-2026 年营业收入合计为 18.86/20.39/21.67 亿元，同比增长 17.9%/8.1%/6.3%。

销售毛利率：1) 精纺呢绒产品：公司对生产线进行智能化改造，且受益于高附加值产品占比提升，2021 年至今，销售毛利率稳中有升，预计 2024-2026 年毛利率保持在 34.0%的水平。2) 服装产品：公司职业装业务自有品牌与代工业务并行，业务结构稳定，聚焦头部高附加值客户，预计 2024-2026 年毛利率保持在 36.0%的水平。3) 超高分子量聚乙烯纤维：伴随二期产品品质爬坡、生产效率提升，同时考虑友商超高分子量聚乙烯纤维产品毛利率，预计 2024-2026 年毛利率为 25.0%/30.0%/35.0%。综上，预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 34.22%/34.90%/35.58%。

期间费用率：1) 销售费用率，公司销售费用主要包括职工薪酬、办公费、差旅费、运输装卸费、营销策划费、业务招待费。考虑公司不断拓展新材料业务，预计公司 2024-2026 年销售费用率为 8.2%、8.3%、8.4%。2) 管理费用率：预计公司管理费用增长与营业收入增长趋同，2024-2026 年管理费用率均为 5.0%。3) 研发费用率：近三年公司研发费用投入每年超过 5000 万元，研发费用率稳中有升，考虑公司进入新型纺织纤维领域，研发费用率预计稳中有升，2024-2026 年为 3.70%/3.75%/3.80%。

归母净利润：预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.46/2.91/3.26 亿元，同比增长 21.4%/18.2%/12.1%。

表 10：公司营业收入拆分

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
精纺呢绒	760	893	874	618	867	897	895	895	922	950
YOY	6.59%	17.50%	-2.13%	-29.29%	40.29%	3.46%	-0.22%	0.00%	3.00%	3.00%
毛利率	30.53%	26.76%	25.17%	26.05%	35.41%	33.78%	33.97%	34.00%	34.00%	34.00%
占比	45.67%	44.71%	49.36%	45.52%	58.11%	54.90%	55.93%	47.45%	45.22%	43.82%
服装	872	1051	869	714	608	699	585	702	807	888
YOY	8.19%	20.53%	-17.32%	-17.84%	-14.85%	14.97%	-16.31%	20.00%	15.00%	10.00%

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	33.83%	33.78%	33.26%	32.77%	31.09%	32.05%	35.90%	36.00%	36.00%	36.00%
占比	52.40%	52.62%	49.07%	52.59%	40.75%	42.79%	36.56%	37.21%	39.60%	40.98%
UHMWPE 纤维						19.52	90.42	260	280	300
YOY							363.22%	187.55%	7.69%	7.14%
销量 (吨)						279	1504	4000	4000	4000
均价 (万元/吨)						7.00	6.01	6.50	7.00	7.50
毛利率						15.98%	19.94%	25.00%	30.00%	35.00%
占比						1.19%	5.65%	13.78%	13.74%	13.84%
其它业务	32.19	52.85	26.99	26.05	16.78	18.82	29.35	29.35	29.35	29.35
YOY	-	64.18%	-48.93%	-3.48%	-35.59%	12.16%	55.95%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	18.94%	98.54%	98.11%	95.74%	88.25%	84.74%	95.32%	77.04%	80.00%	80.00%
占比	1.93%	2.65%	1.52%	1.92%	1.12%	1.15%	1.83%	1.56%	1.44%	1.35%
营业收入	1664	1997	1771	1358	1492	1634	1600	1886	2039	2167
YOY	6.74%	20.03%	-11.34%	-23.32%	9.88%	9.50%	-2.05%	17.88%	8.07%	6.30%
毛利率	33.55%	32.30%	30.21%	30.78%	34.17%	33.53%	34.65%	34.22%	34.90%	35.58%

资料来源：Wind，山西证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.46/2.91/3.26 亿元，同比增长 21.4%/18.2%/12.1%，2024 年 5 月 29 日收盘价 9.29 元对应公司 2024-2026 年 PE 为 13.6/11.5/10.3 倍。我们分别对公司三块主营业务选取可比公司：1) 精纺呢绒业务：新澳股份，百隆东方；2) 服装业务：乔治白，报喜鸟，海澜之家；3) 新材料业务，同益中，恒辉安防，台华新材。目前公司估值水平基本处于行业平均水平。考虑公司精纺呢绒与服装传统主业增长稳健、盈利能力稳中有升，新材料业务超高分子量聚乙烯纤维品质提升及原材料成本有望下行，锦纶纤维业务有望明年开始贡献业绩增量，有望带动公司估值上行，首次覆盖，给予公司“买入-B”评级。

表 11：相对估值（注：市值、归母净利润单位均为“亿元”）

		归母净利润				市值	PE			
		2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
精纺呢绒	平均						12.91	10.35	9.02	
新澳股份	603889.SH	4.04	4.62	5.33	6.11	55.38	13.70	11.98	10.39	9.06
百隆东方	601339.SH	5.04	5.99	8.04	9.23	82.95	16.46	13.84	10.31	8.99
服装	平均						11.22	9.72	8.60	
乔治白	002687.SZ	2.03	2.35	2.83	3.25	22.92	11.28	9.77	8.09	7.06
报喜鸟	002154.SZ	6.98	8.13	9.36	10.66	83.33	11.94	10.25	8.90	7.81
海澜之家	600398.SH	29.52	33.28	37.34	41.54	453.86	15.37	13.64	12.16	10.93
新材料	平均						14.47	10.94	8.75	
同益中	688722.SH	1.54	1.93	2.62	3.28	24.51	15.96	12.72	9.34	7.48
恒辉安防	300952.SZ	1.06	1.93	2.71	3.56	28.12	26.58	14.56	10.38	7.89
台华新材	603055.SH	4.49	6.27	7.73	9.31	101.25	22.54	16.14	13.10	10.88
南山智尚	300918.SZ	2.03	2.46	2.91	3.26	33.44	16.50	13.60	11.49	10.26

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所（数据截至 2024/5/29 日，南山智尚归母净利润为山西证券预测，其它公司为 Wind 一致预期）

7. 风险提示

精纺呢绒与服装业务订单恢复不及预期。

若国内及海外终端消费复苏不确定性增加，公司精纺呢绒与服装业务订单恢复不及预期，将对公司营业收入及产能利用率造成负面影响。

澳毛价格剧烈波动。

羊毛为公司现有产品的重要原材料之一，澳大利亚原产羊毛价格受气候、消费需求、出口国政策、羊毛储备情况等多因素影响。如羊毛价格在短期内大幅下跌，将产生存货跌价的风险；如羊毛价格上涨，将推动毛纺产品价格走高，抑制毛纺产品需求。

超高分子聚乙烯二期产能爬坡不及预期。

若公司超高分子聚乙烯纤维二期项目产品品质爬坡不及预期，将对产品销售、单吨均价及单吨净利产生负面影响。

锦纶纤维产品需求放缓的风险。

我国锦纶纤维基本处于供需平衡状态，若锦纶纤维产品终端需求放缓，将对公司锦纶业务销售收入及净利润有负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1983	1681	2104	2076	2494	营业收入	1634	1600	1886	2039	2167
现金	1022	634	822	883	1094	营业成本	1086	1046	1241	1327	1396
应收票据及应收账款	182	165	243	198	271	营业税金及附加	13	11	16	16	17
预付账款	3	6	5	7	6	营业费用	158	128	155	169	182
存货	588	666	822	769	905	管理费用	67	83	94	102	108
其他流动资产	188	211	211	220	219	研发费用	60	58	70	76	82
非流动资产	1221	1998	2070	2075	2067	财务费用	0	11	-4	-20	-26
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-54	-59	-41	-44	-42
固定资产	508	1124	1209	1230	1228	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	201	276	288	305	328	投资净收益	4	2	2	2	2
其他非流动资产	512	599	573	540	512	营业利润	208	218	283	335	376
资产总计	3204	3679	4173	4152	4561	营业外收入	3	2	3	3	2
流动负债	1345	1022	1387	1225	1462	营业外支出	0	2	2	1	2
短期借款	555	271	271	271	271	利润总额	211	218	284	336	377
应付票据及应付账款	512	454	692	534	756	所得税	24	15	38	45	51
其他流动负债	278	297	423	420	435	税后利润	187	202	246	291	326
非流动负债	47	629	513	397	275	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
长期借款	0	582	465	349	227	归属母公司净利润	187	203	246	291	326
其他非流动负债	47	48	48	48	48	EBITDA	260	314	400	457	500
负债合计	1391	1651	1900	1622	1736						
少数股东权益	6	6	6	6	5						
股本	360	360	360	360	360						
资本公积	845	845	845	845	845						
留存收益	600	745	917	1121	1349						
归属母公司股东权益	1807	2022	2268	2524	2820						
负债和股东权益	3204	3679	4173	4152	4561						

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	-2.1	17.9	8.1	6.3
营业利润(%)	11.4	4.7	30.1	18.1	12.3
归属于母公司净利润(%)	22.5	8.5	21.4	18.2	12.1
获利能力					
毛利率(%)	33.5	34.7	34.2	34.9	35.6
净利率(%)	11.4	12.7	13.0	14.3	15.0
ROE(%)	10.3	10.0	10.8	11.5	11.5
ROIC(%)	7.9	8.1	8.1	8.9	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	43.4	44.9	45.5	39.1	38.1
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.7	1.7
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.4	9.2	9.2	9.2	9.2
应付账款周转率	2.8	2.2	2.2	2.2	2.2
估值比率					
P/E	17.9	16.5	13.6	11.5	10.3
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.0	11.3	8.4	6.9	5.7

经营活动现金流					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	233	217	364	313	454
净利润	187	202	246	291	326
折旧摊销	46	60	104	117	127
财务费用	0	11	-4	-20	-26
投资损失	-4	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-78	-128	21	-73	29
其他经营现金流	81	73	-0	-0	-0
投资活动现金流	-534	-657	-173	-121	-117
筹资活动现金流	66	263	-3	-130	-127

每股指标 (元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.56	0.68	0.81	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.60	1.01	0.87	1.26
每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.26	5.94	6.65	7.47

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

