

南山智尚（300918.SZ）

超高纤维+锦纶双轮驱动，新材料业务再迈征程

核心观点：

- 公司是国内精纺呢绒领军企业，近年来新型功能性化纤产品发展迅速。根据公司财报，2021 年以来，公司打造毛纺服装与新材料“双链协同”发展体系，建设 3600 吨超高分子量聚乙烯纤维项目和年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目。
- 传统主业：毛纺/服装一体化布局，营收有望稳健增长，盈利能力有望稳中有升。根据公司财报，（1）公司拥有完善的毛纺织服饰产业链，一体化协作优势显著，公司传统主业（精纺呢绒/服装）的营收有望稳健增长，技改项目和产品结构优化助力下，盈利能力有望稳中有升。（2）公司传统主业出口美国占比较小，受贸易摩擦风险影响较小。
- 超高纤维业务：政策利好下游需求，盈利水平有望提升。据公司财报，截至 2024H1，超高纤维项目 3600 吨已全面投入运营，应用领域持续拓宽；超高纤维出口政策明朗化、《军队装备保障条例》等政策发布助力销售。此外伴随超高项目二期产能逐渐释放，以及裕龙石化项目落地有望进一步降低成本，公司超高业务盈利水平有望提升。
- 高性能差别化锦纶长丝业务：下游需求景气度高，产能有望快速释放贡献业绩。根据公司公告（2024.11.5），PA6 产线逐步试生产，PA66 产线预计于 2024 年 11 月中下旬逐步试生产，公司预计锦纶项目达使用状态后运营期前三年产量分别为 4.8/6.4/8 万吨，现有意向性订单量 3 万吨，覆盖项目运营期第一年 60%+ 产能。
- 盈利预测与投资建议。预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.58 元/股、0.82 元/股、1.12 元/股。参考可比公司估值，同时考虑到公司传统主业竞争力强，新材料业务增速较快，给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应合理价值 16.39 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。原材料价格波动、市场竞争加剧、新材料业务投产进度慢于预期、汇率波动风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1634	1600	1747	2655	3452
增长率（%）	9.5%	-2.1%	9.2%	51.9%	30.0%
EBITDA（百万元）	256	292	374	463	581
归母净利润（百万元）	187	203	209	295	402
增长率（%）	22.5%	8.5%	3.4%	40.8%	36.3%
EPS（元/股）	0.52	0.56	0.58	0.82	1.12
市盈率（P/E）	19.77	18.45	20.06	14.24	10.45
ROE（%）	10.3%	10.0%	9.4%	12.1%	14.7%
EV/EBITDA	12.78	13.65	11.06	7.78	6.10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

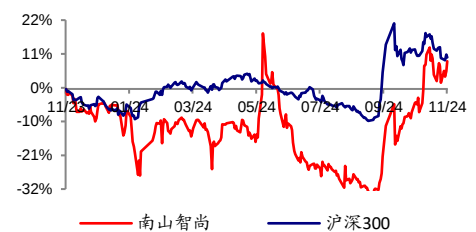
公司评级

当前价格	11.67 元
合理价值	16.39 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-28

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	3.60/3.60
总市值/流通市值（亿元）	42.02/42.02
一年内最高/最低（元）	12.80/7.10
30 日日均成交量/成交额（亿）	0.05/0.61
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	54.57/31.09

相对市场表现



分析师：糜韩杰



SAC 执业证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

南山智尚 2024-08-30

（300918.SZ）：24H1 传统业

务毛利率提升，超高纤维收

入高增长

联系人：董建芳

dongjianfang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、南山智尚：毛纺一体化龙头，新材料助力增长.....	6
（一）精纺呢绒领军企业，布局新材料打造“第二增长曲线”	6
（二）股权结构稳定，高管团队经验丰富	7
（三）财务分析：传统主业稳健发展，新材料业务逐渐放量	9
二、传统主业：毛纺/服装一体化布局，营收有望稳健增长，盈利能力有望稳中有升	13
（一）毛纺/服装一体化协作优势显著，技改项目提质增效	13
（二）传统主业出口美国占比小，受贸易摩擦风险影响较小	21
三、超高分子量聚乙烯纤维业务：政策利好下游需求，盈利水平有望提升	22
（一）超高纤维出口政策明朗化、《军队装备保障条例》等政策发布、国内部队反腐不断推进，利好下游需求	22
（二）公司超高纤维 3600 吨/年产能已全面投入运营	27
（三）公司加强研发，持续拓宽应用领域，集团内部协作保障原材料供应	27
四、高性能差别化锦纶长丝业务：下游需求景气度高，产能有望快速释放贡献业绩	31
（一）锦纶纤维性能优异，下游需求景气度高	31
（二）公司布局高性能差别化锦纶长丝业务，规划产能 8 万吨/年	39
（三）集团内部协作保障原材料供应，公司扎实的研发与销售体系助力实施	41
五、盈利预测和投资建议	43
（一）盈利预测	43
（二）投资建议	44
六、风险提示	45
（一）原材料价格波动的风险	45
（二）市场竞争加剧的风险	45
（三）新材料业务投产进度慢于预期的风险	45
（四）汇率波动的风险	45

图表索引

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2024Q3)	8
图 3: 公司营业收入及同比增速	9
图 4: 公司归母净利润及同比增速	9
图 5: 公司分产品营业收入占比	10
图 6: 公司精纺呢绒业务收入及同比增速	10
图 7: 公司服装业务收入及同比增速	10
图 8: 公司新材料业务收入	10
图 9: 公司分区域营业收入占比	11
图 10: 公司国内业务收入及同比增速	11
图 11: 公司国外业务收入及同比增速	11
图 12: 公司分业务及整体毛利率	12
图 13: 公司费用率	12
图 14: 2023 年可比公司精纺呢绒收入对比 (万元)	13
图 15: 2023 年可比公司精纺呢绒销量对比 (万米)	13
图 16: 2023 年可比公司精纺呢绒业务毛利率对比	14
图 17: 2023 年可比公司精纺呢绒单价对比 (元/米)	14
图 18: 公司服装业务占比构成情况	16
图 19: 2023 年可比公司职业装业务收入对比 (亿元)	16
图 20: 公司及子公司业务运营关系	19
图 21: 公司建立三级研发体系	19
图 22: 可比公司研发费用率对比	19
图 23: 公司“和合”系列时装	20
图 24: 公司智能化生产车间	20
图 25: 公司国外收入占比	21
图 26: 公司国外收入 (亿元) 及同比增速	21
图 27: 同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维收入 (亿元)	24
图 28: 同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维销量 (吨)	24
图 29: 同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维均价 (万元/吨) ...	25
图 30: 同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维毛利率	25
图 31: 2015-2022 年全球超高分子量聚乙烯纤维行业产能及理论需求量	25
图 32: 2015-2022 年中国超高分子量聚乙烯纤维行业产能及理论需求量	25
图 33: 同益中、南山智尚、恒辉安防的超高纤维每吨制造费用/原材料/人工成本 (2023, 万元/吨)	29
图 34: 各公司生产基地所在市-居民人均可支配收入 (2023 年, 万元)	29
图 35: 2022 年同益中特种纤维业务成本构成	30
图 36: 合成纤维历年产量及增速	31
图 37: 2022 年合成纤维产量构成	31
图 38: PA6 产业链	32

图 39: PA66 产业链	32
图 40: PA6 和 PA66 的性能差异	32
图 41: 锦纶纤维历年产量及增速	33
图 42: 我国 PA6 产能、产量及表观需求量 (万吨)	33
图 43: 我国 PA66 产量、表观消费量	33
图 44: PA6 下游消费构成 (2022)	34
图 45: PA66 下游消费构成 (2022)	34
图 46: 我国锦纶纤维应用领域占比情况 (2022)	36
图 47: 我国历年户外服饰市场规模 (单位: 百万元) 及增速	36
图 48: 我国防晒服配市场规模 (亿元)	37
图 49: 高导热系数的防晒服材料 (单位: $W/(m \cdot ^\circ C)$)	37
图 50: 己二腈在 PA66 生产流程中的地位	37
图 51: 2022 年己二腈产能分布	37
图 52: PA6 和 PA66 的价格变化趋势 (元/吨)	39

表 1: 公司品牌建设情况	7
表 2: 公司管理层情况 (截至 2024Q3)	8
表 3: 2017-2024 前三季度可比公司收入、归母净利润 (亿元) 及增速 (公司整体口径)	14
表 4: 公司和可比公司的累计有效专利数量 (截至 2024 年 11 月 11 日)	15
表 5: 公司精纺呢绒新品系列 (2023)	15
表 6: 2017-2024 前三季度可比公司收入、归母净利润 (亿元) 及增速 (公司整体口径)	17
表 7: 公司精纺呢绒及服装主要客户及对应销售额占公司整体营收占比	18
表 8: 超高分子量聚乙烯纤维与其他高性能纤维的主要性能指标对比	22
表 9: 超高分子量聚乙烯纤维的需求场景	23
表 10: 国外超高分子量聚乙烯纤维企业产能	24
表 11: 中国超高分子量聚乙烯纤维企业产能 (2023) 及规划	24
表 12: 公司超高纤维主要产品及应用场景	27
表 13: 公司超高分子量聚乙烯纤维产品的核心技术	28
表 14: 裕龙石化裕龙岛炼化一体化项目	30
表 15: 锦纶分类	32
表 16: 全球 PA6 (切片) 主要 TOP5 参与者产能及份额 (2022)	34
表 17: 全球 PA66 (切片) 主要 TOP5 参与者产能及份额 (2022)	35
表 18: 我国同行业公司 PA6/PA66 现有产能及拟扩产情况	35
表 19: 国内己二腈主要产能情况	38
表 20: 中国己二腈生产企业统计 (单位: 万吨/年, 截止 2023 年 8 月)	38
表 21: 公司锦纶项目客户储备情况	40
表 22: 公司锦纶纤维事业部生产相关专业技术人员情况	40
表 23: 公司锦纶项目核心高管和核心技术人员情况	41

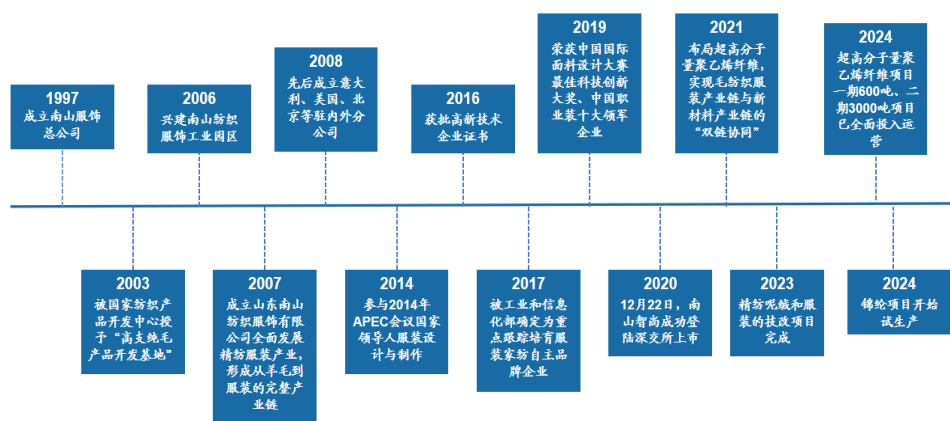
表 24: 公司盈利预测	44
表 25: 可比公司估值（收盘价截至 2024 年 11 月 28 日）	45

一、南山智尚：毛纺一体化龙头，新材料助力增长

（一）精纺呢绒领军企业，布局新材料打造“第二增长曲线”

公司为国内精纺呢绒领军企业，通过新材料业务打造“第二增长曲线”。根据公司财报及官网，公司成立于1997年，2007年成立南山纺织，形成从羊毛到成衣的一体化毛纺织服饰产业链。公司旗下品牌包括南山、菲拉特等精纺呢绒品牌，缔尔玛、织尚等职业装品牌以及裕山防护服品牌。公司被工信部评选为制造业单项冠军示范企业（精纺呢绒）。2021年以来，公司着力打造毛纺织服装产业链与新材料产业链“双链协同”的发展体系，规划建设3600吨超高分子量聚乙烯新材料项目和年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目，根据公司财报，截至2024H1，超高分子量聚乙烯纤维项目一期600吨、二期3000吨项目已全面投入运营，根据公司公告（2024.11.8《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函之回复(修订稿)》），公司PA6产线已开始逐步实现试生产，进展顺利，PA66产品因原料干燥系统尚未安装完毕，预计于2024年11月中下旬开始逐步实现规模化试生产。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

表1: 公司品牌建设情况

品牌	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域
南山 NANSHAN	精纺呢绒面料	面向国内外精纺呢绒中高端市场，产品包括经典全毛系列、极品毛绒丝系列、高支混纺系列、精品休闲系列以及功能性产品系列	(1) 国外市场：高端奢侈品牌；中高端西装品牌；大型批发商；工业定制客户 (2) 国内市场：国家单位，如公检法司、税务机关、电信运营商、市场监督管理局、部队等；品牌服装厂	(1) 国外市场：8-30 美元 (2) 国内市场：50-120 元	(1) 国外市场：美洲市场（美国、加拿大等）、亚洲市场（日韩、香港、东南亚等）、欧洲市场（欧盟等）、澳大利亚、俄罗斯及中东市场 (2) 国内市场：全国
菲拉特 DinoFilarte	精纺呢绒面料	秉承意大利产品设计理念，产品坚持采用羊毛、羊绒、蚕丝、棉、麻等天然材质元素，推出复古系列、空气羊毛系列、3D 系列、户外运动系列等	一线服装品牌 高端定制品牌 高端职业装公司	(1) 国外市场：11-30 美元 (2) 国内市场：120-300 元	(1) 国外市场：美洲市场（美国、加拿大等）、亚洲市场（日韩、香港、东南亚等）、欧洲市场（欧盟等）、澳大利亚、俄罗斯及中东市场 (2) 国内市场：全国
缔尔玛 DELLMA	男女式职业装、西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、大衣、制式、运动式校服	产品可细分为商务职业装、职业制服和职业工装，兼具时装特点，注重体现穿着者的身份、文化修养及社会地位	国内外都市白领、职场精英、公检法司、国企央企、事业单位、大型民营企业、学校等	依据款式、面料等情况而定	国内市场：全国
织尚定制 MODARTE	男女西装定制	正装定制	都市白领、职场精英	依据款式、面料等情况而定	国内市场：全国
裕山 YUSAN	防护服、工作服、工装裤、手套、鞋等	具有国内外领先技术的劳动防护产品及医疗防护产品	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	国内市场：全国
曼斯布莱顿 MENSPANET	西服套装、单西、单西裤、衬衣	依据消费者的不同工作、生活场景将产品分为“公务”“时尚”“假期”三大系列，为热爱生活的男士提供工作和生活的多元化的着装解决方案	学生、婚庆、商务人士	西服套装 1699-3299;单西裤: 299-499;衬衣: 199-329	国内市场：全国

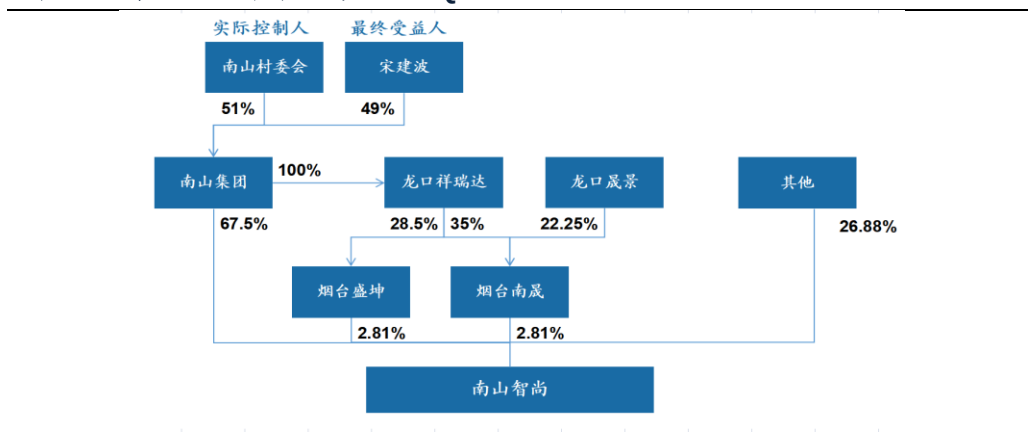
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）股权结构稳定，高管团队经验丰富

股权结构稳定，南山集团为公司大股东。根据公司财报，截至2024Q3，公司实际控制人/最终受益人分别为南山村委会/南山集团董事长兼总经理宋建波，分别持有南山集团51%/49%股份。南山集团直接持有南山智尚67.5%股份，并通过烟台盛坤（公

司高管持股平台)/烟台南晟(公司员工持股平台)分别间接持有南山智尚2.81%/2.81%股份。

图2: 公司股权结构图 (截至2024Q3)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

核心管理团队稳定, 深耕纺服行业。公司董事长兼总经理赵亮, 董事兼副总经理曹贻儒、刘刚中, 董事、副总经理兼董事会秘书赵厚杰, 财务总监徐晓青等高管在南山集团工作多年, 团队协作默契, 拥有丰富的纺织服装行业的实践和管理经验。

表2: 公司管理层情况 (截至2024Q3)

姓名	职务	学历	履历
赵亮	董事长、总经理	硕士	历任南山铝业证券部职员, 北京办事处主任, 项目办副主任、主任, 监事, 山东南山纺织服饰有限公司董事长兼总经理; 现任南山集团董事, 山东南山智尚科技股份有限公司董事长兼总经理
曹贻儒	董事、副总经理	专科	历任山东南山纺织服饰有限公司班长、工段长、副主任、车间主任、染整厂厂长、精纺事业部总经理, 董事; 现任山东南山智尚科技股份有限公司董事、副总经理
刘刚中	董事、副总经理	硕士	历任安徽省蚌埠天兔毛纺集团产品设计师, 山东南山纺织服饰有限公司精纺公司产品设计师、设计室主任、研发中心主任、精纺事业部总经理; 现任山东南山智尚科技股份有限公司董事、副总经理
赵厚杰	董事、副总经理、董事会秘书	硕士	曾任南山纺织董事长助理, 南山铝业证券部主任助理; 现任山东南山智尚科技股份有限公司副总经理、董事、董事会秘书
王剑	董事	本科	历任山东南山纺织服饰有限公司精纺事业部区域经理、服饰事业部华北区域总监、山东南山智尚科技股份有限公司北京营销公司营销总监、山东南山智尚科技股份有限公司总经理助理兼职业装营销总监、总经理助理兼服饰事业部副总经理, 现任山东南山智尚科技股份有限公司总经理助理兼服装事业部总经理、董事
梁文辉	董事	本科	历任山东南山纺织服饰有限公司染色中心厂长、染整厂厂长, 菲拉特品控总监, 山东南山纺织服饰有限公司精纺事业部副总经理、监事, 现任山东南山智尚科技股份有限公司精纺事业部副总经理、董事
徐晓青	财务总监	专科	历任蓬莱纺纱厂会计, 山东南山铝业股份有限公司财务经理、财务副总经理, 山东南山纺织服饰有限公司财务总监, 山东南山铝业股份有限公司财务副总监、板带事业部财务总监; 现任山东南山智尚科技股份有限公司财务总监

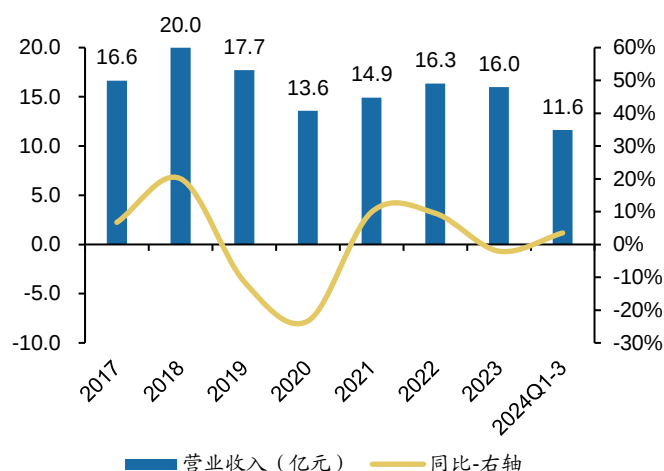
数据来源: 公司财报, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

（三）财务分析：传统主业稳健发展，新材料业务逐渐放量

2021年以来，公司业绩稳步增长。根据公司财报，2017-2023年和2024Q1-3公司营收分别达到16.6亿元、20.0亿元、17.7亿元、13.6亿元、14.9亿元、16.3亿元、16.0亿元、11.6亿元，分别同比变动+6.7%、+20.0%、-11.3%、-23.3%、+9.9%、+9.5%、-2.1%、+3.5%。

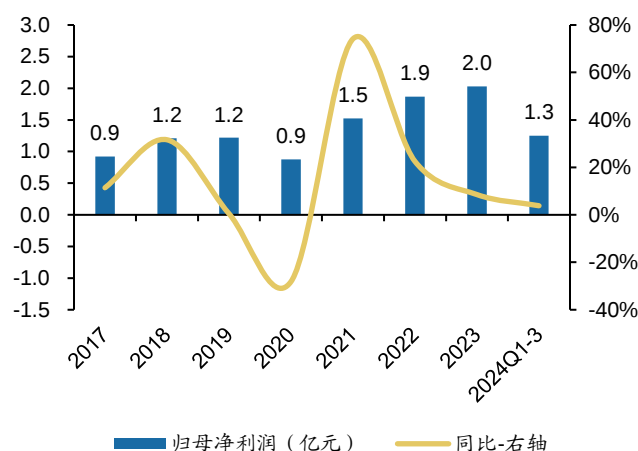
根据公司财报，2017-2023年和2024Q1-3公司归母净利润分别达到0.9亿元、1.2亿元、1.2亿元、0.9亿元、1.5亿元、1.9亿元、2.0亿元、1.3亿元，分别同比变动+11.4%、+31.6%、+0.5%、-28.1%、+74.2%、+22.5%、+8.5%、+3.8%。

图3：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

分产品看，公司主营精纺呢绒及服装，其中精纺呢绒收入占比整体呈提升趋势。根据公司财报，2017-2023年及2024H1，公司精纺呢绒业务收入分别达到7.6亿元、8.9亿元、8.7亿元、6.2亿元、8.7亿元、9.0亿元、9.0亿元、4.1亿元，分别同比变动+6.6%、+17.5%、-2.1%、-29.3%、+40.3%、+3.4%、-0.2%、-5.5%，占总收入比例分别为45.7%、44.7%、49.4%、45.5%、58.1%、54.9%、55.9%、52.5%。2024H1，精纺呢绒业务略有承压，主要系下游需求不及预期，及去年同期高基数影响。根据公司2024年10月30日投资者关系活动记录表，2024年三季度，精纺呢绒业务到终端需求承压影响略有下降，但通过积极调整产品结构，整体附加值有所提升，带动毛利率同比增长，展望四季度行业旺季，订单有望呈现明显增加趋势。

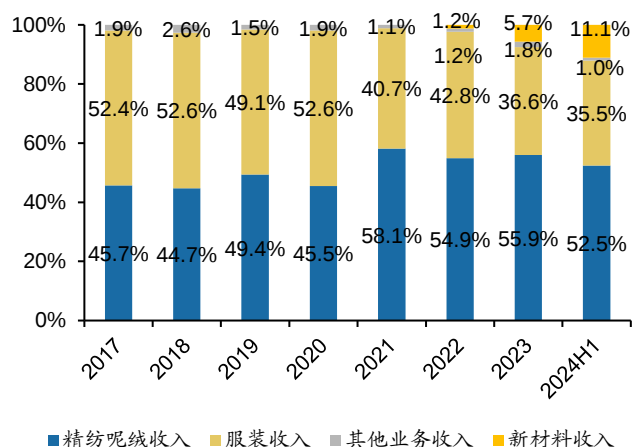
2017-2023年及2024H1，公司服装业务收入分别达到8.7亿元、10.5亿元、8.7亿元、7.1亿元、6.1亿元、7.0亿元、5.9亿元、2.8亿元，分别同比变动+8.1%、+20.6%、-17.3%、-17.9%、-14.8%、+15.0%、-16.2%、+7.0%，占总收入比例分别为52.4%、52.6%、49.1%、52.6%、40.7%、42.8%、36.6%、35.5%。2024H1，服装业务同比有所增长，主要系公司推动产品研发设计升级、战略性提高高附加值订单份额。根据公司2024年10月30日投资者关系活动记录表，2024年三季度，服装业务通过调整客户结构，渠道销售加大直营占比，实现营收净利双增长，展望四季度行业旺季，

订单有望进一步增长。

2022-2023年及2024H1，公司新材料收入分别为0.2亿元、0.9亿元、0.9亿元，2023年和2024H1分别同比变动+363.2%、+241.3%，占总收入比例分别为1.2%、5.7%、11.1%。2024H1，超高分子量聚乙烯纤维一期600吨、二期3000吨项目已全面投入运营，产能逐渐释放。

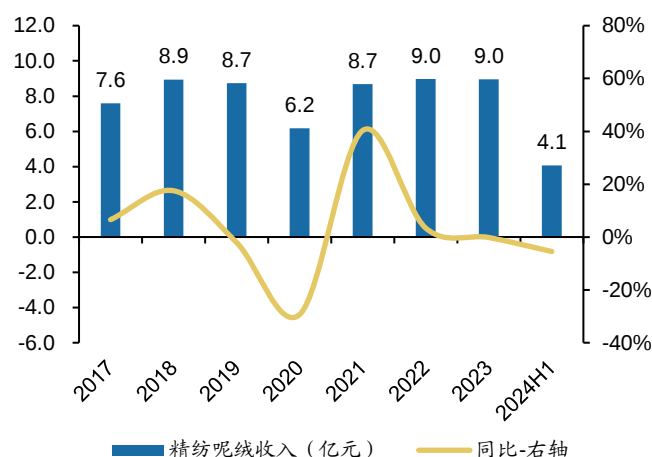
其他业务收入主要为销售生产过程中形成的废毛、羊油脂、边角料等收入，占比较小。

图5：公司分产品营业收入占比



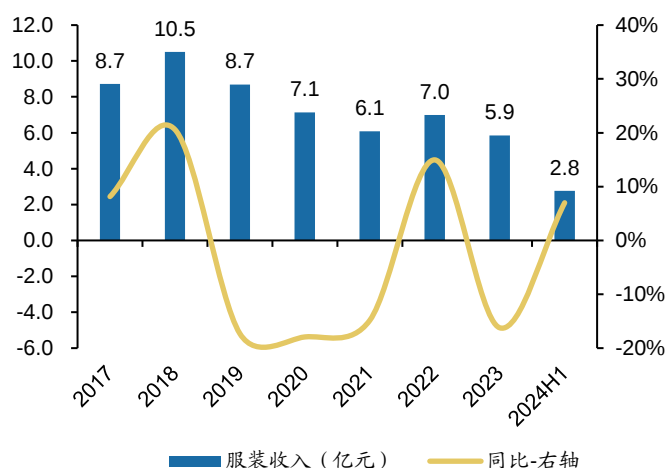
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：公司精纺呢绒业务收入及同比增速



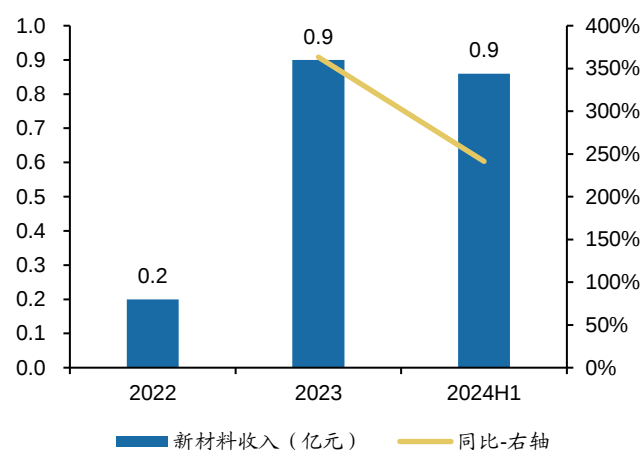
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7：公司服装业务收入及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

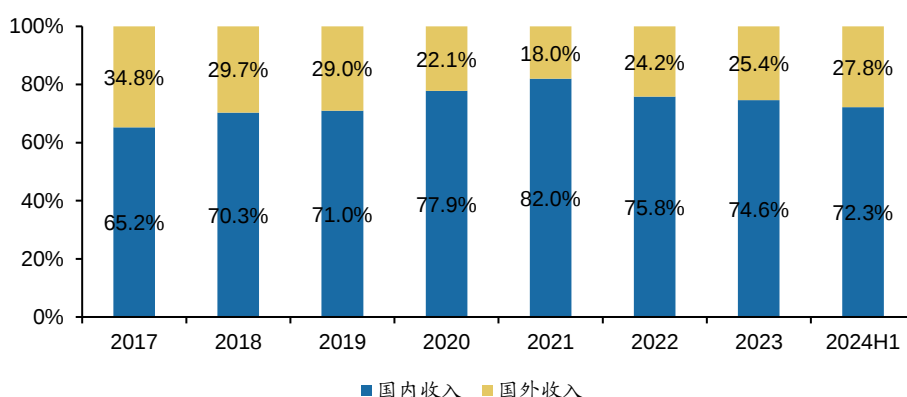
图8：公司新材料业务收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

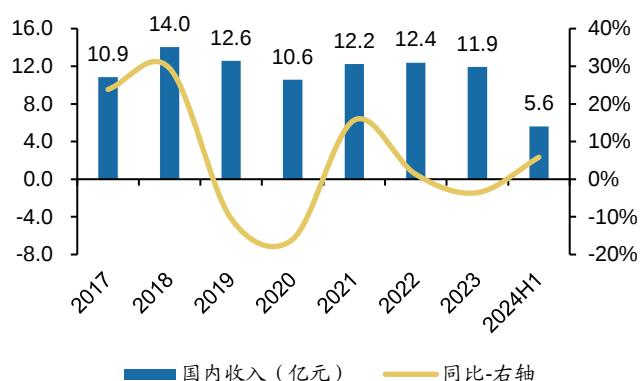
分区域看，公司收入以内销为主。根据公司财报，2017-2023年及2024H1，公司国内业务收入分别达到10.9亿元、14.0亿元、12.6亿元、10.6亿元、12.2亿元、12.4亿元、11.9亿元、5.6亿元，分别同比变动+23.8%、+29.5%、-10.5%、-16.0%、+15.7%、+1.3%、-3.6%、+5.8%，占总收入比例分别为65.2%、70.3%、71.0%、77.9%、82.0%、75.8%、74.6%、72.3%。2017-2023年及2024H1，公司国外业务收入分别达到5.8亿元、5.9亿元、5.1亿元、3.0亿元、2.7亿元、4.0亿元、4.1亿元、2.2亿元，分别同比变动-15.2%、+2.4%、-13.4%、-41.4%、-10.5%、+46.8%、+2.7%、+9.7%，占总收入比例分别为34.8%、29.7%、29.0%、22.1%、18.0%、24.2%、25.4%、27.8%。公司出口占比较小，其中对美出口收入占比更小，根据公司公告（2020.9.1《发行人和保荐机构关于审核中心意见落实函之回复》），2017/2018年/2019年/2020H1，精纺呢绒+西装的出口美国收入占总收入比重分别为2.4%/1.9%/2.7%/4.3%，受贸易摩擦风险影响有限。

图9：公司分区域营业收入占比



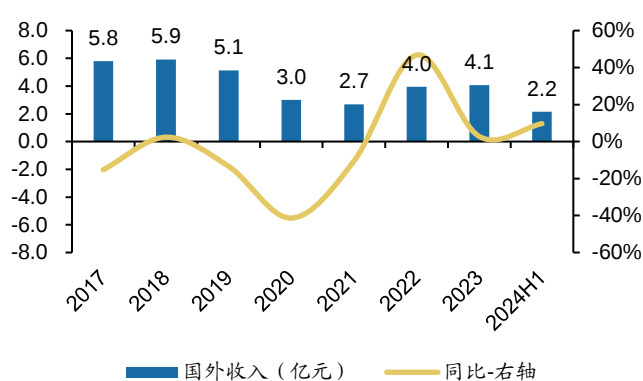
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：公司国内业务收入及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：公司国外业务收入及同比增速



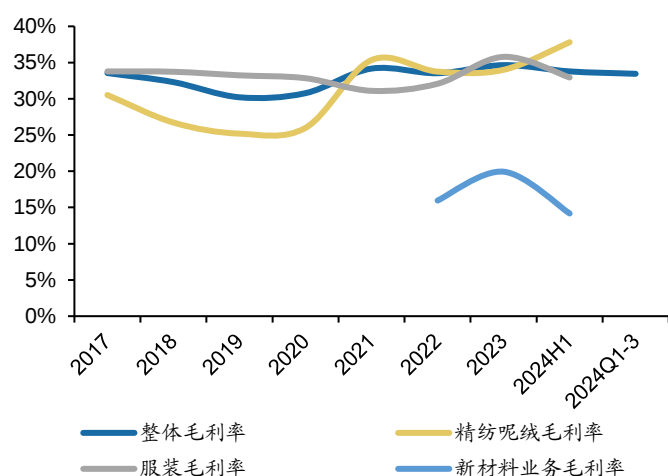
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

根据公司财报，2017-2023年及2024H1，公司整体毛利率分别为33.6%、32.3%、

30.2%、30.8%、34.2%、33.5%、34.7%、33.8%（同比下降0.3pct）。2017-2023年及2024H1，精纺呢绒业务毛利率分别为30.5%、26.7%、25.2%、26.0%、35.4%、33.8%、34.0%、37.8%（同比提升2.3pct），主要系公司持续优化产品结构，推进高附加值产品的研发与销售，持续提升高端产品市场份额；服装业务毛利率分别为33.8%、33.7%、33.2%、32.8%、31.1%、32.1%、35.8%、32.9%（同比提升4.1pct），主要系公司推动产品研发设计升级、战略性提高高附加值订单份额，带动毛利率向上。2022-2023年及2024H1，新材料业务毛利率分别为16.0%、19.9%、14.2%（同比下降19.7pct），2024H1新材料业务毛利率承压主要系超高纤维项目二期产能爬坡，以及超高纤维出口政策影响下产品结构调整，2024年5月31日商务部/海关总署/中央军委发布有关物项实施出口管制的公告，相关出口政策明朗化，有望带动后续新材料业务毛利率提升。2024Q1-3，公司整体毛利率为33.5%，同比-1.0pct，主要系当前毛利率较低的超高纤维产品收入占比提升。

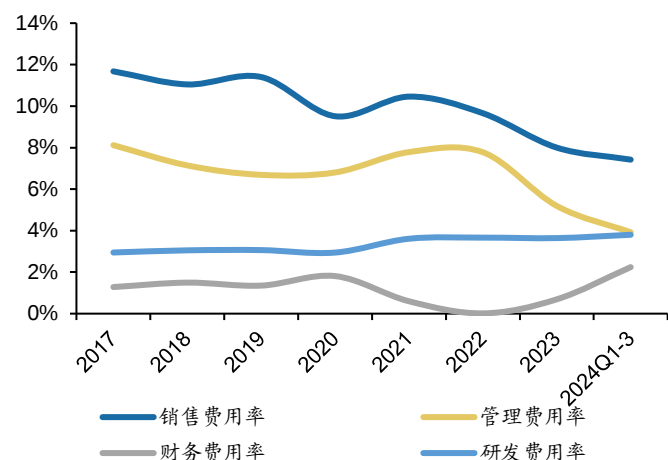
公司研发费用率稳步提升，销售费用率和管理费用率下降。根据公司财报，2017-2023年及2024Q1-3，公司销售费用率分别为11.7%、11.0%、11.4%、9.5%、10.5%、9.7%、8.0%、7.4%，管理费用率分别为8.1%、7.1%、6.7%、6.8%、7.8%、7.8%、5.2%、3.9%，财务费用率分别为1.3%、1.5%、1.4%、1.8%、0.6%、0.0%、0.7%、2.2%，研发费用率分别为2.9%、3.1%、3.1%、2.9%、3.6%、3.7%、3.6%、3.8%。

图12：公司分业务及整体毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：公司费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、传统主业：毛纺/服装一体化布局，营收有望稳健增长，盈利能力有望稳中有升

精纺呢绒和服装业务为公司传统主业。（1）公司拥有完善的毛纺织服饰产业链，一体化协作优势显著，公司传统主业的营收有望稳健增长，技改项目和产品结构优化助力下，盈利能力有望稳中有升。（2）公司传统主业出口美国占比较小，受贸易摩擦风险影响较小。

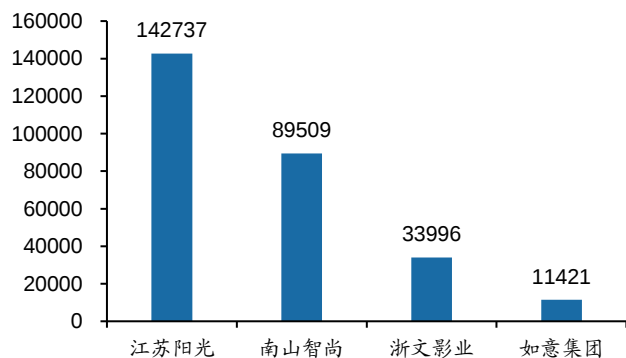
（一）毛纺/服装一体化协作优势显著，技改项目提质增效

1.精纺呢绒业务

公司精纺呢绒产量、收入规模较大。呢绒是各类羊毛、羊绒织物的泛称。根据公司财报，毛纺织行业是充分竞争的行业，且呈现出两极分化的竞争趋势，数量庞大的中小企业在中低端产品领域竞争激烈，仅有南山智尚、如意集团等少数企业有能力进入高端产品领域参与综合竞争；2023年，公司呢绒产能达1600万米。

与A股同行业可比上市公司相比，公司收入靠前，毛利率领先。根据公司财报，公司精纺呢绒产品面向国内外精纺呢绒中高端市场，是众多奢侈品牌、国际一线品牌、中高档职业服装品牌的优质供应商，如美国PEERLESS、美国ITOCHU、意大利ARMANI、日本青山、西班牙百货、法国纪梵希、澳大利亚EXPEDITION、澳大利亚OXFORD、俄罗斯STRIKESTAR，国内的报喜鸟、乔治白等。与A股同行业可比上市公司相比，公司收入靠前，毛利率领先。

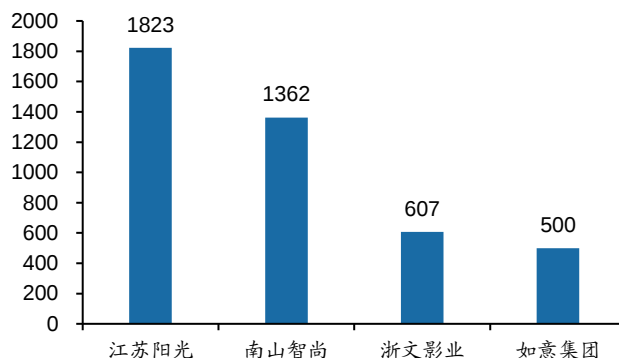
图14：2023年可比公司精纺呢绒收入对比（万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2024-07-10 江苏阳光退市

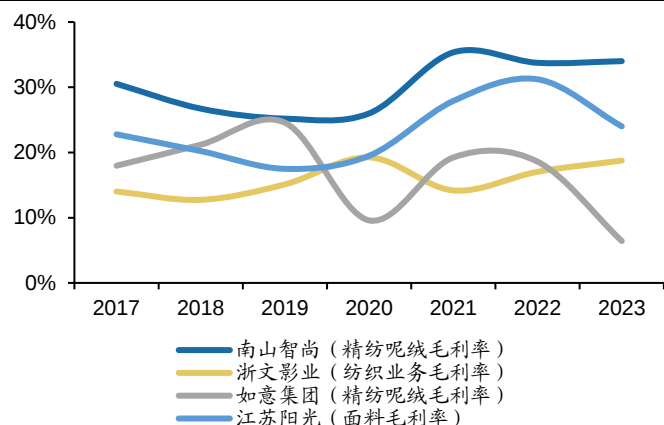
图15：2023年可比公司精纺呢绒销量对比（万米）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2024-07-10 江苏阳光退市

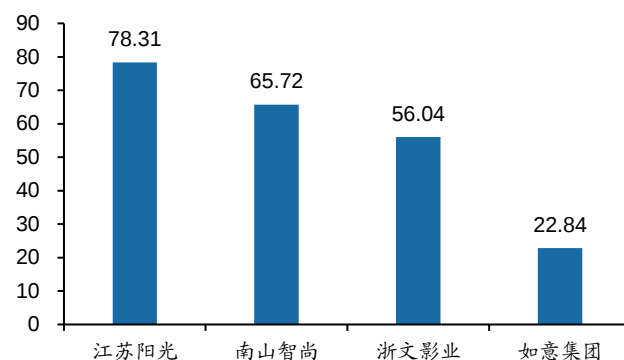
图16: 2023年可比公司精纺呢绒业务毛利率对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2024-07-10 江苏阳光退市

图17: 2023年可比公司精纺呢绒单价对比 (元/米)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2024-07-10 江苏阳光退市

表3: 2017-2024前三季度可比公司收入、归母净利润 (亿元) 及增速 (公司整体口径)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
收入								
浙文影业 (含影视收入)	35.89	41.11	47.80	30.35	16.93	24.52	27.32	28.66
YOY		14.5%	16.3%	-36.5%	-44.2%	44.9%	11.4%	4.9%
江苏阳光(退市)	20.92	21.51	24.20	23.49	19.72	19.92	19.93	17.17
YOY		2.8%	12.5%	-2.9%	-16.0%	1.0%	0.0%	-13.9%
南山智尚	15.59	16.64	19.97	17.71	13.58	14.92	16.34	16.00
YOY		6.7%	20.0%	-11.3%	-23.3%	9.9%	9.5%	-2.1%
如意集团	9.06	11.93	13.28	11.50	7.86	6.90	5.92	3.84
YOY		31.7%	11.3%	-13.4%	-31.6%	-12.3%	-14.1%	-35.2%
归母净利润								
浙文影业	1.79	2.93	0.56	-9.66	-10.22	0.85	0.82	1.01
YOY		64.1%	-80.9%	-1821.8%	-5.8%	108.3%	-4.1%	23.0%
江苏阳光(退市)	1.53	1.21	1.36	0.70	0.16	1.15	1.17	-1.00
YOY		-20.9%	12.4%	-48.5%	-77.3%	622.3%	2.0%	-185.3%
南山智尚	0.83	0.92	1.21	1.22	0.88	1.52	1.87	2.03
YOY		11.4%	31.6%	0.5%	-28.1%	74.2%	22.5%	8.5%
如意集团	0.33	0.71	0.99	0.48	0.05	0.01	-8.31	-6.25
YOY		116.4%	39.6%	-51.3%	-89.4%	-80.6%	-84064.6%	24.8%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2024-07-10 江苏阳光退市

表4: 公司和可比公司的累计有效专利数量（截至2024年11月11日）

品牌	上市公司	发明专利	实用新型	外观设计	合计
南山智尚	山东南山智尚科技股份有限公司	84	50	3	137
江苏阳光	江苏阳光股份有限公司	78	8	12	98
如意集团	山东如意毛纺织服装集团股份有限公司	72	18	1	91
浙文影业	浙文影业集团股份有限公司	0	2	6	8

数据来源：企知道专利数据库，广发证券发展研究中心

注：统计口径为截至 2024 年 11 月 11 日有效专利数量

公司持续优化产品结构，推进高附加值产品的研发与销售。公司持续提升高端产品市场份额。根据公司财报，2023年，公司对面料的色彩、款式、规格、品种等方面不断推陈出新，采用羊毛、羊绒、蚕丝、棉、麻等高端珍稀天然材质，结合先进的工艺技术，推出复古系列、自然原色系列、功能系列、品质系列、“蝉翼纺”精品系列等产品。2024H1，公司以高品质超细羊毛为主要材料、结合“醋酸纤维”、“玉石纤维”、“弹力锦纶”、“和纸纱线”、“牦牛绒”等多种类型纤维开发特色产品。根据公司2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，公司研发的OPTIM羊毛户外运动面料，通过攻克产业化的纤维物理拉伸预定型等六大技术，具有防风、拒水、可水洗的特点，广泛应用于户外夹克、风衣、沙滩裤、棒球帽、雨伞、旅行包等领域，该单个产品至2023年底累计实现销售261.18万米，且出口占产销量约50%，目前已与意大利、沙特、澳大利亚、美国、波兰、新西兰、挪威等地的知名品牌建立了合作关系。

表5: 公司精纺呢绒新品系列（2023）

产品系列	产品特点
复古系列	针对经典单品进行复刻重构，以自然的朴实色调演绎都市复古氛围，诠释独到的意式内涵
自然原色系列	使用原色羊绒、原色绵羊毛、天然雨露麻等天然原料，利用原料原有颜色进行混合调配，在自然里寻求治愈色彩，以平和怡然的生命感触表现服饰的时髦格调、温柔又细腻的同时，无漂无染无助剂，极简整理且充分体现了节能减排理念。
功能系列	具备可机洗、纳米防水防油防污、抗菌、抗病毒等多种功能，充分考虑环保与实用性需求。
品质系列	甄选高品质羊毛轻奢面料，细节处彰显精致与细腻，着重打造简约、舒适、低调而内敛的生活品质，充满柔情又饱含独特与不可替代性的魅力。
“蝉翼纺”精品系列	超细美利奴羊毛与中国江南产优质极品桑蚕丝，结合“蝉翼纺”专利纱线技术，面料柔软如丝、平滑如玉、轻盈飘逸、薄如蝉翼。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

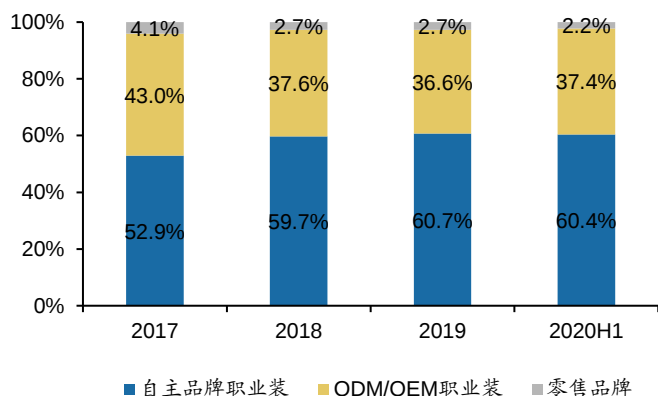
2. 服装业务

根据公司财报及官网，公司服装业务以前端高品质呢绒面料为基础，实施自主品牌与ODM/OEM业务共同发展的战略。（1）自主品牌：公司旗下拥有职业装品牌缔尔玛（DELLMA）、校服品牌缔尔玛校服（DELLMACRESCITA）、工装品牌裕山（YUSAN）、高级定制品牌织尚（MODARTE）等多个享誉市场的定制品牌，其中缔尔玛先后荣获“中国职业装领军企业”、“中国职业装十大顶级品牌”、“中国服装成长型品牌”等荣誉称号。同时，公司还对标国际一流标准，打造专业的职业装线

上定制服务平台（定制服装业务由缔尔玛运营。归入自主品牌职业装收入）；（2）ODM/OEM业务：公司与意大利BOGGI、美国Theory等众多国内外一线品牌客户建立了良好的长期合作关系；（3）零售品牌：根据公司招股书，公司运营“保罗贝塔尼”、“博萨·玛吉尼”、“曼斯布莱顿”三个零售品牌。

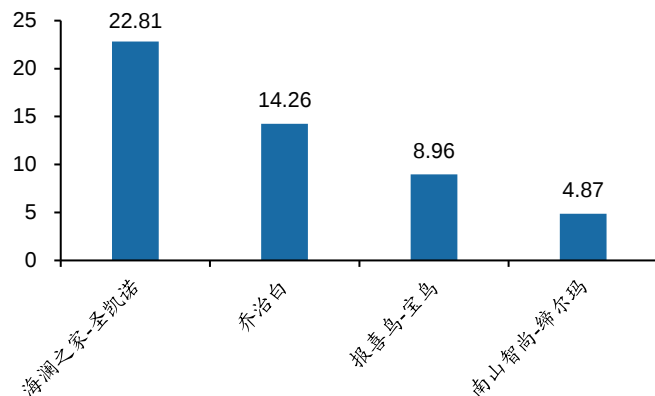
与A股同行业可比上市公司相比，公司服装收入增速领先。2024H1，公司推动产品研发设计升级、高附加值订单份额提升，服装收入同比提升7.0%，对比来看，海澜之家团购业务（圣凯诺）收入同比下降0.7%，报喜鸟的宝鸟收入同比下降2.3%，乔治白收入同比下降15.0%。2023年，公司西装产能达75万套，衬衫产能达65万件。

图18：公司服装业务占比构成情况



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图19：2023年可比公司职业装业务收入对比（亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表6: 2017-2024前三季度可比公司收入、归母净利润（亿元）及增速（公司整体口径）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
收入								
海澜之家	182.00	190.90	219.70	179.59	201.88	185.62	215.28	152.59
YOY	7.1%	4.9%	15.1%	-18.3%	12.4%	-8.1%	16.0%	-2.0%
报喜鸟	26.01	31.10	32.73	37.88	44.51	43.13	52.54	35.36
YOY	29.5%	19.5%	5.2%	15.7%	17.5%	-3.1%	21.8%	-3.6%
南山智尚	16.64	19.97	17.71	13.58	14.92	16.34	16.00	11.63
YOY	6.7%	20.0%	-11.3%	-23.3%	9.9%	9.5%	-2.1%	3.5%
乔治白	7.87	10.05	11.21	10.88	13.04	12.79	14.92	7.85
YOY	12.0%	27.7%	11.6%	-2.9%	19.8%	-1.9%	16.6%	-18.6%
归母净利润								
海澜之家	33.29	34.55	32.11	17.85	24.91	21.55	29.52	19.08
YOY	6.6%	3.8%	-7.1%	-44.4%	39.6%	-13.5%	37.0%	-22.2%
报喜鸟	0.26	0.52	2.10	3.67	4.64	4.59	6.98	4.15
YOY	-106.7%	99.9%	305.3%	74.4%	26.7%	-1.2%	52.1%	-25.2%
南山智尚	0.92	1.21	1.22	0.88	1.52	1.87	2.03	1.25
YOY	11.4%	31.6%	0.5%	-28.1%	74.2%	22.5%	8.5%	3.8%
乔治白	0.75	1.13	1.43	1.44	1.87	1.21	2.03	0.53
YOY	19.6%	50.1%	26.7%	0.5%	29.9%	-35.0%	67.2%	-57.5%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

根据公司财报，截至2023年，公司已同海澜之家、报喜鸟、雅戈尔、阿玛尼、菲拉格慕等国内外一、二线服装品牌建立了长期良好的合作关系。2023年，公司参与海尔集团、正泰集团等机构组织的大型服装设计赛事以及高尔夫球童服装、学生服装等设计工作，满足不同行业消费者的多元化需求。

表7：公司精纺呢绒及服装主要客户及对应销售额占公司整体营收占比

客户		2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3
前五大客户销售占比		19.59%	17.38%	19.62%	21.09%	20.90%	15.88%
精纺呢绒客户 (占公司总营收比重)							
1	报喜鸟控股股份有限公司	2.38%	3.07%	3.06%	3.33%	4.11%	3.80%
2	美国 PEERLESSCLOTHINGINC	2.96%	2.78%	3.16%	未披露	3.26%	3.14%
3	江苏南山精纺呢绒销售有限公司	0.75%	1.37%	1.10%	未披露	未披露	3.02%
4	浙江乔治白服饰股份有限公司	1.26%	1.14%	1.68%	未披露	未披露	2.75%
5	际华集团股份有限公司	未披露	未披露	未披露	未披露	0.05%	未披露
6	大杨集团有限责任公司	未披露	未披露	0.03%	0.03%	未披露	未披露
服装客户 (占公司总营收比重)							
1	中国农业发展银行	0.97%	未披露	1.20%	未披露	未披露	3.16%
2	中国建设银行股份有限公司	未披露	3.24%	4.43%	6.92%	5.20%	未披露
3	中国银行股份有限公司	未披露	1.23%	未披露	未披露	3.59%	未披露
4	日本 AOYAMATRADINGCOLTD	6.86%	5.54%	5.73%	5.07%	未披露	未披露
5	美国 THEORYLLC.,	1.10%	1.78%	3.03%	未披露	未披露	未披露

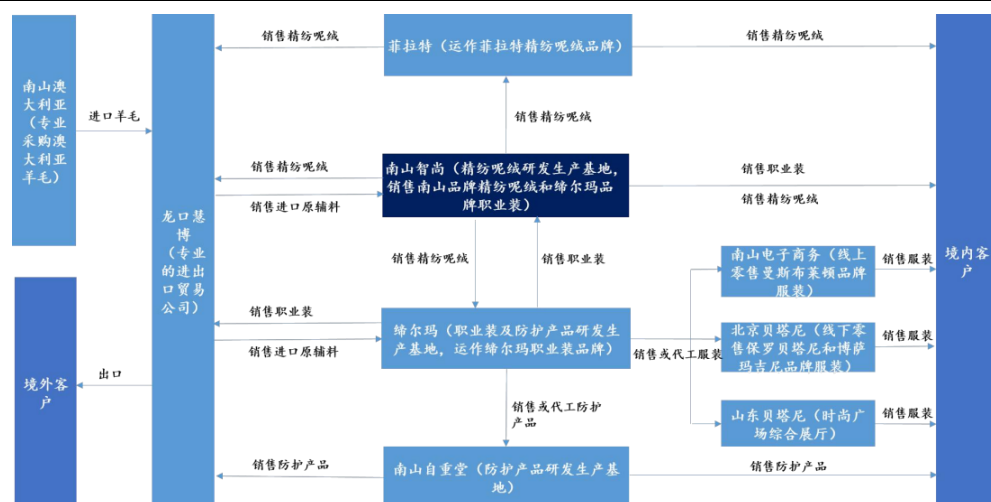
数据来源：公司公告（2023-04-05-向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书），广发证券发展研究中心

开展“智尚杯”服装设计大赛，引导职业装产业新潮流。根据公司财报，“‘南山智尚杯’2023年中国职业装设计大赛暨交通运输行业制服设计大赛”以南山优质面料为载体，展现航空、陆运、水运不同应用场景，在突出设计感的同时，更加注重作品的实穿性及市场化需求。

3.毛纺/服装一体化协作优势显著，技改项目提质增效

旗下8家子公司毛纺一体化协同运营，充分发挥公司产业链竞争优势。根据公司财报，公司旗下子公司主要包括南山澳大利亚（专业采购澳大利亚羊毛）、龙口慧博（专业的进出口贸易公司）、菲拉特（运作菲拉特精纺呢绒品牌）、缔尔玛（职业装及防护产品研发生产基地，运作缔尔玛职业装品牌）、南山自重堂（防护产品研发生产基地）、南山电子商务（线上零售曼斯布莱顿品牌服装）、北京贝塔尼（线下零售保罗贝塔尼和博萨玛吉尼品牌服装）、山东贝塔尼（时尚广场综合展厅），相互协调配合。

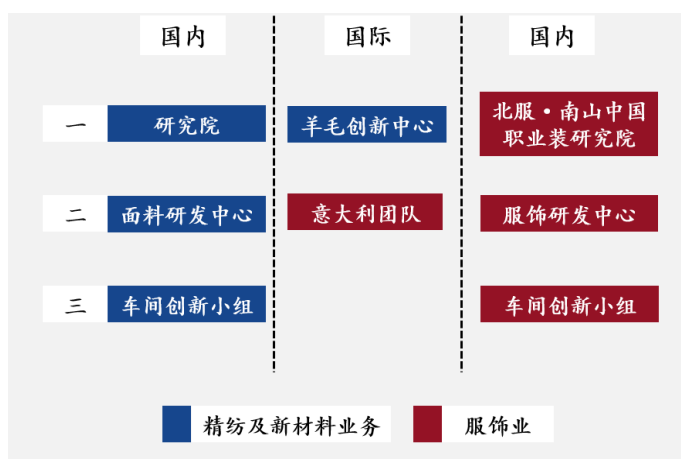
图 20: 公司及子公司业务运营关系



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

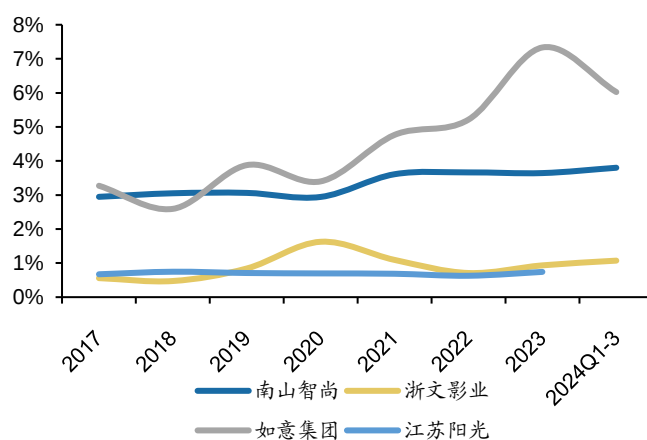
公司建立三级研发体系，研发费用率处于行业较高水平，且呈提升趋势。根据《南山智尚向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，公司研发体系由“合作研究机构”、“企业研发中心”及“车间创新小组”构成，一级的“合作研究机构”以毛纺织研究院、羊毛创新中心、北服·南山中国职业装研究院为平台，开展纺织服饰领域先进技术研究与应用；二级的“企业研发中心”负责加强趋势研究、市场规划拓展及品牌建设；三级的“车间创新小组”则加强生产一线的技术力量，形成基层创新单元。2020-2023年及2024Q1-3，公司研发费用率分别为2.9%、3.6%、3.7%、3.6%、3.8%。公司是国家级高新技术企业、中国纺织工业联合会认定的纺织技术创新示范企业，参与制定多项纺织技术标准；公司检测中心是中国合格评定国家认可委员会认可的实验室。公司自成立以来，大力开展行业前沿科技的研究，取得了丰硕的科研成果。

图 21: 公司建立三级研发体系



数据来源：《南山智尚向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，广发证券发展研究中心

图 22: 可比公司研发费用率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

汇聚意大利设计团队，产品开发与设计优势突出。公司汇聚了意大利比耶拉和多莫地区知名面料以及服装的设计师和工程技术人员，秉承意大利产品设计理念，实现原创设计。进行每年两季的时尚创意产品研发。公司多次荣获中国纺织工业联合会“产品开发贡献奖”，公司开发、设计的新产品已多次荣获“十大类纺织创新产品”，连续多年入围中国流行面料，多次荣获“唯尔佳”新产品评比一等奖。根据公司财报，2024H1，公司推出“和合”系列时装，以诗意中国色为色彩基调，以织物本身丰富的结构层次来诠释品牌始终源于自然、回归自然，并与之和谐共生的产品理念。

图23：公司“和合”系列时装



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

智能化改造项目完成，推动降本增效。根据公司财报，公司不断加强设备智能化改造，先后引进了智能化仓储、自动裁床、自动吊挂、细络联、自动落纱、自动码垛、无人化染色线等先进自动化设备，降低了生产成本，建立了市场快速反应机制，公司基本完成产品设计、工艺规划、计划控制、制造运营、生产跟踪等模块的信息化数据采集和可视化管理，逐步形成从研发设计、原材料采购、生产加工、品牌营销、仓储物流等全方位数智化升级。公司开发了量体标准和量体数据系统、上千套版型数据库以及统一物料管理，实现了大批量生产与单量单裁定制生产的柔性组织，满足了企业规模化定制生产的需求。

图24：公司智能化生产车间



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

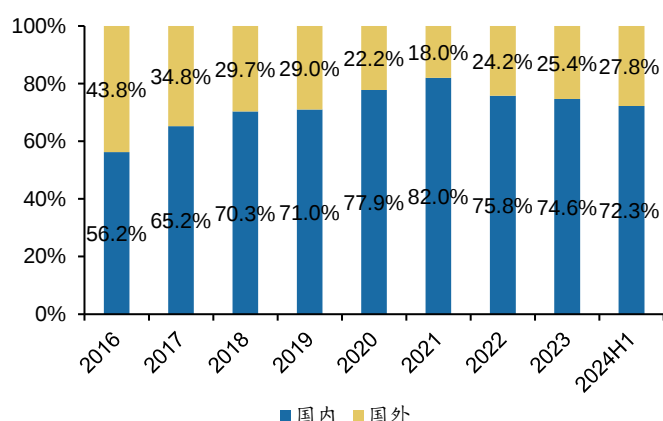
4. 展望未来：深耕传统主业，逐步向数字智能化转型且提质增效

展望未来，根据公司财报，公司计划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：**（1）积极推进现代化企业管理体系建设，深入探索创新经营管理模式，逐步向数字智能化企业转型。**公司将通过大数据信息化手段，持续优化现代企业管理制度，提高经营管理水平及创新能力，以智能制造为核心引擎，基于“全要素，全产业链，全生命周期”理念，搭建纺织服装智能制造云系统，加快羊毛面料/服装数字智能化建设，充分运用数字化打通纺织服装行业生产、分配、流通、消费各环节堵点，以及提高公司不同要素资源配置效率、实现价值转换，助力公司高质量可持续发展。**（2）充分利用产业链资源优势，促进现有产业快速发展，紧密结合市场需求，推动产业提质。**升级公司将持续做好羊毛面料服装产业提质增效和升级，不断技术创新，优化生产流程，丰富产品结构，保持行业领先地位。

（二）传统主业出口美国占比小，受贸易摩擦风险影响较小

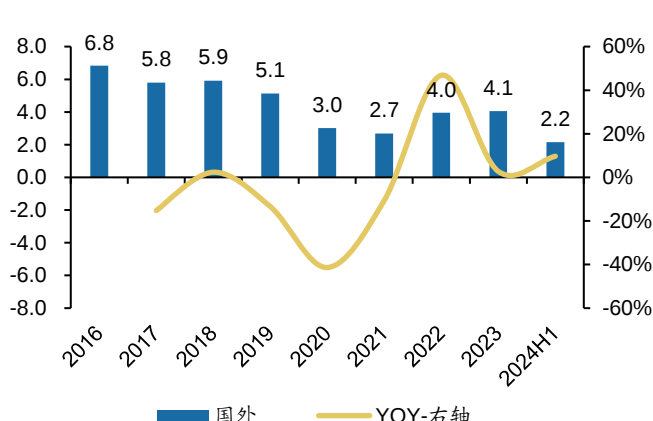
根据公司财报，2023/2024H1。公司出口收入分别为4.1/2.2亿元（主要为传统主业精纺呢绒或服装产品），占总收入比重分别为25.4%/27.8%。根据央视网新闻网，2024年11月6日美国共和党总统候选人、前总统特朗普宣布在2024年总统选举中获胜。在当前背景下，公司传统主业对美出口收入占比小，根据公司公告（2020.9.1《发行人和保荐机构关于审核中心意见落实函之回复》），根据公司公告（2020.9.1《发行人和保荐机构关于审核中心意见落实函之回复》），2017/2018年/2019年/2020H1，精纺呢绒+西装的出口美国收入占总收入比重分别为2.4%/1.9%/2.7%/4.3%，受贸易摩擦风险影响有限。

图25：公司国外收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图26：公司国外收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、超高分子量聚乙烯纤维业务：政策利好下游需求，盈利水平有望提升

根据公司财报，截至2024H1，超高分子量聚乙烯纤维项目一期600吨、二期3000吨项目已全面投入运营，2024H1，公司超高纤维业务营收0.86亿元（YOY+241.3%），销量约1700吨+（根据2024年8月27日投资者关系活动记录表），均价约5.06万元/吨。超高分子量聚乙烯纤维应用领域持续拓宽，此外，超高纤维的出口政策明朗化，利好超高纤维出口；《军队装备保障条例》等政策发布、国内部队反腐不断推进，利好超高纤维内销，有望提升公司业绩。最后，伴随超高项目二期产能逐渐释放，以及裕龙石化项目落地有望进一步降低成本，公司超高业务盈利水平有望提升。

（一）超高纤维出口政策明朗化、《军队装备保障条例》等政策发布、国内部队反腐不断推进，利好下游需求

超高分子量聚乙烯（UHMWPE）纤维，即高强高模聚乙烯纤维，是继碳纤维、芳纶纤维之后的第三代高性能纤维。超高分子量聚乙烯纤维由分子量在100万以上的聚乙烯树脂纺出，其断裂伸长率与抗冲击能力优于碳纤维和芳纶，是极佳的防弹、防刺安全防护材料。与普通的聚乙烯纤维相比，超高分子量聚乙烯纤维具有强度和耐磨性高，韧性、抗冲击性和抗切割性好，以及耐化学腐蚀性强等特性。

超高分子量聚乙烯纤维质轻、高强，且抗冲击性能优越，具备优秀的物理性能。超高分子量聚乙烯纤维具有质轻高强、比能量吸收高、耐磨损、耐低温、耐紫外线、抗屏蔽、柔韧性好以及耐强酸强碱化学腐蚀等众多的优异性能。在比强度方面，根据同益中招股说明书数据，超高分子量聚乙烯纤维的比强度为优质钢材的15倍、玻璃和尼龙66的4倍、碳纤维的2.6倍、芳纶纤维的1.7倍。在抗冲击性能方面，超高分子量聚乙烯纤维复合材料的比冲击总吸收能量为碳纤维的1.8倍、芳纶纤维的2.6倍，其防弹能力为芳纶装甲结构的3.6倍。

表8：超高分子量聚乙烯纤维与其他高性能纤维的主要性能指标对比

性能指标	密度（g/cm3）	强度（GPa）	模量（GPa）	断裂伸长率（%）	分解温度（℃）	使用温度（℃）
UHMWPE	0.97	2.60-3.80	87.0-172.0	3.5	140	< 90
碳纤维	1.80	3.50-7.00	230.0-460.0	0.5-1.4	3700	2000
对位芳纶	1.44	2.70-3.30	70.0-120.0	2.4	570	250
间位芳纶	1.38	0.55-0.66	13.8-16.6	20.0-22.0	430	204
E-玻璃纤维	2.54	3.45	73.0	4.5	-	-

数据来源：《超高分子量聚乙烯纤维性能及生产现状》，陕西省纺织科学研究所，广发证券发展研究中心

超高分子量聚乙烯纤维的产品应用场景广泛，军民两宜。由于超高分子量聚乙烯纤维性能优异，其逐渐成为军民两用的新材料，先后被国家列为“鼓励类产业”、“关键战略材料”等，被广泛应用于军事装备、海洋产业、安全防护、体育器材、建筑业、生物医药、航空航天、防洪及通讯等领域。目前，超高分子量聚乙烯纤维的应用场景仍处于持续培育过程中。

表9: 超高分子量聚乙烯纤维的需求场景

领域	绳线制品	纺织织物	无纺布	复合材料
军事装备	海上布雷网、降落伞绳	降落伞、伪装网	软质防弹衣	坦克装甲版、轻体装甲车车身、防弹头盔等
海洋产业	系泊缆、海上采油用缆、海底采集作业用缆等	海上挡油堤、深海养殖网箱等	海水过滤膜结构	轻便船体及构间、海堤围坝、海洋专用箱体
安全防护	安全吊带装、软质手铐、安全绳索等	防割手套、防刺服、防锯割工作服	防刺服	防弹衣高性能插板、防弹盾牌
体育器材	登山绳索、钓鱼线、球拍网线等	船帆、吹气船、击剑服	训练用反弹毛毡	赛艇、钓鱼竿、滑雪橇
建筑业	货物吊绳、防护网等	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
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

数据来源：同益中招股说明书，广发证券发展研究中心

竞争格局：根据公司2024.11.19《向特定对象发行A股股票募集说明书(注册稿)》，20世纪70年代后期，荷兰帝斯曼公司制得超高分子量聚乙烯纤维，之后将该项专利同美国霍尼韦尔和日本东洋纺合作，在1990年开始工业化生产，国外龙头企业曾采用技术封锁等手段垄断全球销售市场，并曾一度向我国禁售；近年来国内部分企业形成了较为完整的规模化生产能力，主要包括江苏九九久、山东爱地、同益中（上市公司）、南山智尚（上市公司）、恒辉安防（上市公司）、仪征化纤、千禧龙纤、锦尼玛等，但产能主要集中在中低端，高端产能仍然紧缺。

（1）从营收来看，2024H1，南山智尚、恒辉安防、同益中超高分子量聚乙烯纤维收入分别为0.86亿元（YOY+241.3%，主要系二期产能放量）、0.12亿元（YOY-30.2%，主要系公司自用比例提升）、2.54亿元（含无纺布和防弹制品等复合材料，YOY-34.7%，主要系主要系超高纤维销量的增加不能覆盖其价格下降，以及受国际形势、相关政策波动影响，复合材料订单减少）。

（2）从毛利率来看，2024H1，南山智尚、恒辉安防、同益中超高分子量聚乙烯纤维毛利率分别为14.2%（2023H1为33.8%，毛利率下降主要系二期产能爬坡）、11.8%（2023H1为-11.9%，毛利率提升主要系产能逐渐释放）、36.2%（2023H1为37.2%，毛利率下降主要系产品价格承压）。

（3）从产品均价来看，根据同益中2024年10月投资者关系活动记录表，从2023年下半年以来，需求端受复杂多变的国际形势、相关政策波动的影响，供给端受各参与者产能逐渐释放导致供给增加影响，超高纤维价格有所下降，2024年下半年以来，出口政策明朗后，超高纤维价格已经相对稳定，但行业仍面临较为激烈的竞争。

表10: 国外超高分子量聚乙烯纤维企业产能

公司简称	主要产品	产能(吨, 2020年)
荷兰帝斯曼	超高分子量聚乙烯纤维、无纬布	17400
日本东洋纺	超高分子量聚乙烯纤维	3200
美国霍尼韦尔	超高分子量聚乙烯纤维	3000

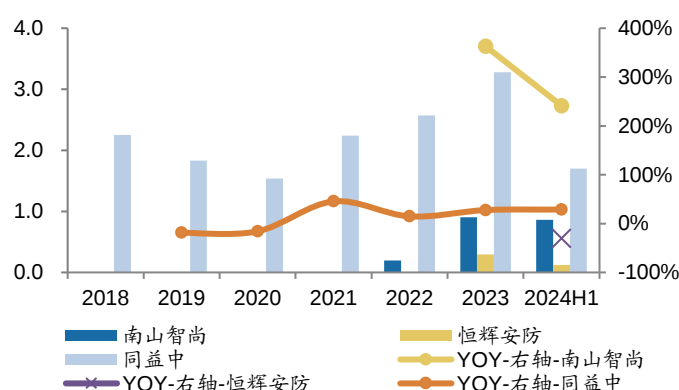
数据来源: 同益中招股说明书, 广发证券发展研究中心

表11: 中国超高分子量聚乙烯纤维企业产能(2023)及规划

公司简称	主要产品	2023年产能(吨)	扩产规划
江苏九九久(九州星 际)	超高分子量聚乙烯纤维及其制品	14000(2022)	22年7月底启动新建20000吨产能建设 (已退市)
山东爱地	超高分子量聚乙烯纤维	5000(2020)	非上市公司, 暂无数据
同益中	超高分子量聚乙烯纤维、无纬布	5320	预计2024年新增3240吨超高纤维, 625吨 无纬布
南山智尚	超高分子量聚乙烯纤维、无纬布	3600	超高纤维二期3000吨已于2023年8月底全 线建成投入运营, 目前产能爬坡中
仪征化纤	超高分子量聚乙烯纤维及其制品	3300(2020)	非上市公司, 暂无数据
千禧龙纤	超高分子量聚乙烯纤维、无纬布及防护产品	3965(2023.6)	非上市公司, 暂无数据
锦尼玛	超高分子量聚乙烯纤维及其制品	2500(2020)	非上市公司, 暂无数据
恒辉安防	超高分子量聚乙烯纤维、无纬布	(满负荷产能)2400	预计新增4800吨(募投项目)
合计		40085	28040

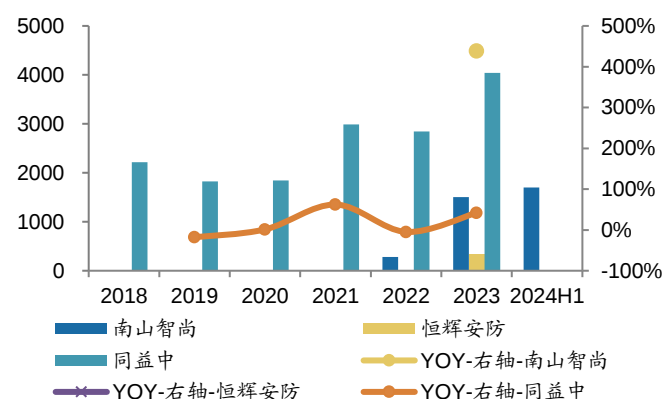
数据来源: 江苏九九久季报, 如东县政府官网, 千禧龙纤反馈意见回复函, 同益中年报, 南山智尚募集说明书, 恒辉安防调研活动信息, 广发证券发展研究中心

图27: 同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维收入(亿元)



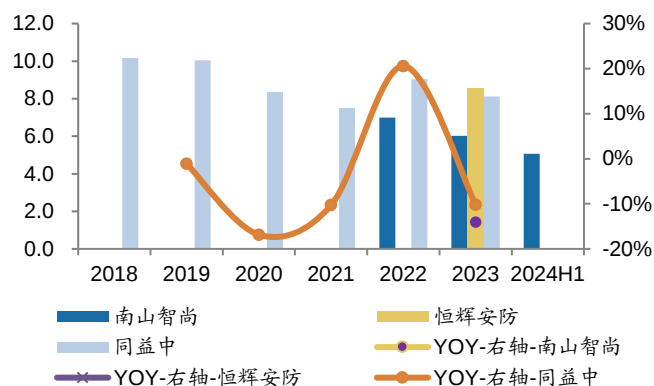
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图28: 同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维销量(吨)



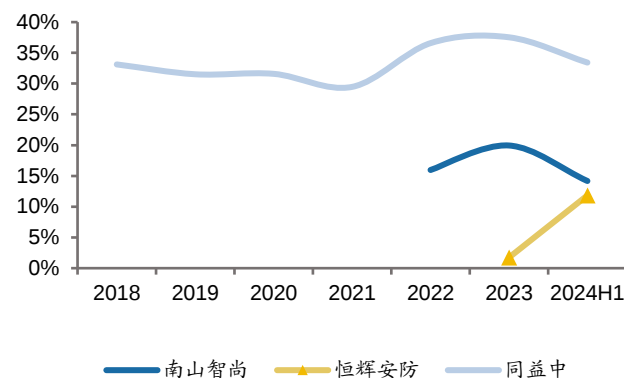
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图29：同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维均价（万元/吨）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

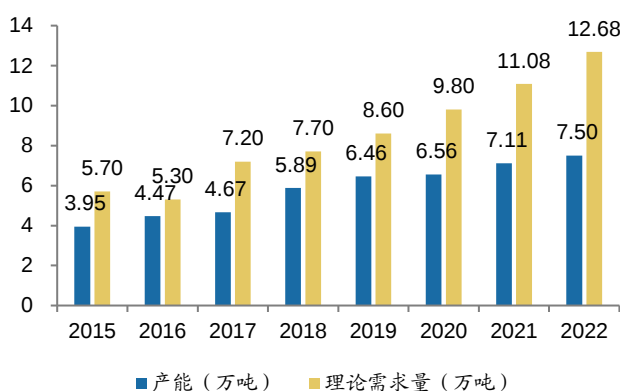
图30：同益中、南山智尚、恒辉安防超高分子量聚乙烯纤维毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

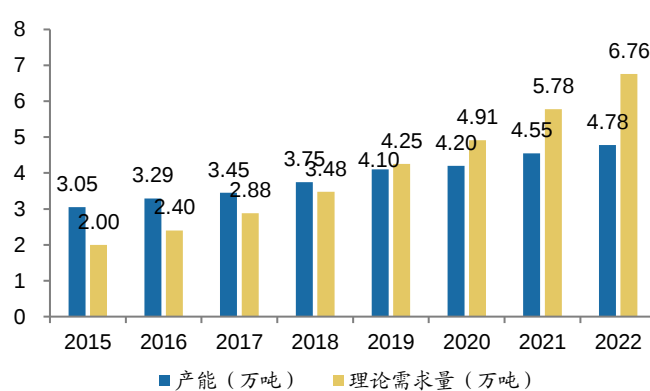
需求端：近年来超高纤维受益于产品性能提升、应用领域拓展等因素，需求持续增长。根据恒辉安防可转债募集说明书（2024.6.6），2022年全球超高分子量聚乙烯纤维的需求量约为12.68万吨，2020年至2022年复合增长率达13.75%，到2026年需求量有望达到22.72万吨；我国超高分子量聚乙烯纤维的产业化时间晚于国际市场，但市场需求量逐年攀升，由2015年的约2万吨攀升至2022年的6.76万吨，期间增速约19%。根据公司2024.11.19《向特定对象发行A股股票募集说明书(注册稿)》，伴随超高纤维的技术研究与产业化应用的持续开展，产品成本的逐步下降，应用领域和需求有望不断拓展，其在民用领域市场具有较大的发展潜力，如低成本超高分子量聚乙烯纤维拓展应用于增强水泥复合材料等，超高分子量聚乙烯纤维与碳纤维复合应用制成具有更优异抗拉伸、压缩、弯曲等性能的轻质高强复合材料等。根据《中国化纤行业发展规划研究（2021-2025）》，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，预计市场需求将以每年约20%的速度增长。

图31：2015-2022年全球超高分子量聚乙烯纤维行业产能及理论需求量



数据来源：恒辉安防可转债募集说明书（2024.6.6），前瞻产业研究院，中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图32：2015-2022年中国超高分子量聚乙烯纤维行业产能及理论需求量



数据来源：恒辉安防可转债募集说明书（2024.6.6），前瞻产业研究院，中商产业研究院，广发证券发展研究中心

出口政策明朗化利好出口：三部门联合发布有关物项出口管制公告，超高分子量聚乙烯纤维出口政策明朗化，40cN/dtex 以下超高纤维可以出口。2022 年以来俄乌冲突爆发冲突，此后冲突逐渐升级，此背景下我国超高分子量聚乙烯纤维等产品实行出口管制，2024 年 5 月 31 日商务部/海关总署/中央军委发布有关物项实施出口管制的公告，其中涉及超高分子量聚乙烯纤维，明确断裂强度 $\geq 40\text{cN/dtex}$ 为限制出口项目。该事件对我国超高分子量聚乙烯纤维的生产企业影响在于，此前我国对出口超高分子量管制严格且未明确规格，使得所有超高分子量材料均难以出口；本次明确规格（ $\geq 40\text{cN/dtex}$ ），则符合要求的超高分子量聚乙烯纤维可以出口，同时去年因为并无明确文件出台导致一刀切出口管制，进而使得企业只能大量涌入手套丝、绳缆丝、家纺丝等领域导致的竞相降价情况有望改善，进而有望提高相关企业的业绩；同时，政策规范出口流程，提升行业门槛，利于头部企业提升份额。

《军队装备保障条例》等政策发布，国内部队反腐不断推进，利好超高纤维军用需求。根据中国新闻网，国家总书记、中央军委主席习近平 11 月 4 日视察空降部队时提出，要强化作战需求牵引，加强空降装备标准化、系列化、通用化建设和实战化运用，构建新型空降装备体系。超高分子量聚乙烯纤维因其超高强、耐腐蚀、耐磨损和耐光解等特性，可用于空降绳索、降落伞、背带、稳定器装备等。根据新华社 11 月 9 日报道，国家总书记、中央军委主席习近平签署命令，发布《军队装备保障条例》，自 2024 年 12 月 1 日起施行。《军队装备保障条例》共 8 章 92 条，按照军委管总、战区主战、军种主建的总原则，规范了新体制新编制下军队装备保障工作机制，明确了各级装备保障部门的职能界面，优化了装备保障“供、管、修”机制流程，强化了装备保障工作的刚性约束，着力推动军队装备保障工作创新发展。此外，伴随军队反腐不断推进，有利于完善军备采购等相关机制，相关政策利好有望进一步推动超高纤维军用需求。

供给端：从主要参与者的扩产动作来看，江苏九九久于 2022 年 7 月底启动超高纤维新建 20000 吨产能建设，为国内扩产主要增量，此外同益中预计 2024 年新增 3240 吨产能、恒辉安防募投项目预计未来新增 4800 吨产能，根据公司 2024.11.19《向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》，近年来国内企业扩产较为迅速，但生产技术、产品力学性能和海外龙头仍有差距，且纤维的纤度和强度的均匀率较差，在高端产品方面缺乏竞争力，用于防弹头盔、防弹衣等众多高端领域的超高纤维仍需依赖进口，目前国内企业正加速研发建设高端产能，提升产品关键指标，实现更高端产品的突破。

综合来看，从 2023 年下半年以来，需求端受复杂多变的国际形势、相关政策波动的影响，供给端受各参与者产能逐渐释放导致供给增加影响，行业尤其是中低端产品竞争较为激烈，导致超高纤维价格有所下降，2024 年下半年以来，出口政策明朗化等多方政策利好推动，此外超高纤维下游应用场景不断拓宽，主要参与企业也积极进行产品研发创新，超高纤维价格已相对稳定，未来发展空间较为广阔。

（二）公司超高纤维 3600 吨/年产能已全面投入运营

公司超高分子量聚乙烯业务发展历程：2021年，公司通过自有资金建设600吨超高分子量聚乙烯纤维产能，一期于2022年5月完成设备调试，2022年7月正式投产。2022年7月，公司发行可转债预案，拟募集约7亿元建设二期3000吨超高分子量聚乙烯纤维项目。根据《山东南山智尚科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书(修订稿)》数据，预计两期项目建成后，公司将形成3600吨超高分子量聚乙烯纤维产能。募投项目效益测算期间为12年，预计项目第3年生产负荷为80%，预计第4年及以后各年的生产负荷均按100%计算，预计满负荷年份销售收入为37000万元，预计项目正常年份税后利润为10530.14万元，预计项目投资财务内部收益率所得税后为14.78%，预计项目所得税后投资回收期为7.10年（含建设期）。根据公司财报，2022-203年及2024H1，公司新材料收入分别为0.2亿元、0.9亿元、0.9亿元，2023年和2024H1分别同比增长363.2%、241.3%，占总收入比例分别为1.2%、5.7%、11.1%；2024H1，超高分子量聚乙烯纤维一期600吨、二期3000吨项目已全面投入运营，产能逐渐释放。

截至2024H1，公司主要超高分子量聚乙烯纤维产品防弹系列纤维、海洋绳网系列纤维、防切割手套系列、家用纺织品系列等。公司超高产品应用领域广泛，根据公司2023年5月19日公告，公司二期项目产品规划70%左右以防弹级别以上的高性能纤维为主，20%左右为海洋绳网，10%为民用家纺、防切割类产品。根据公司公告（2024年10月30日投资者关系活动记录表），公司超高纤维业务，客户国内销售占比80%，国外占比20%。未来将逐步加大海外客户推广，积极进行产品验证，实现向高质量出海发展迈进，截至公告发布日超高纤维订单军工和民用各占比一半，产线间可根据订单情况自主调换。

表 12：公司超高纤维主要产品及应用场景

产品系列	强度参数	应用场景
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 30-46cN/dtex 之间	适用于制作防弹衣、头盔等轻型防弹装备
无纬布（UD 布）	-	适用于制作防弹衣、头盔等轻型防弹装备
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	海上用缆绳和网箱类产品；风力发电叶片，在叶片前缘、叶片主梁皮层、叶片上下壳体采用超高分子量聚乙烯纤维织物和基体树脂
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	防切割手套
家用纺织品系列	100D-350D 家用纺织品系列产品	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

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）公司加强研发，持续拓宽应用领域，集团内部协作保障原材料供应

1.以原有传统毛纺业务为基础，积极拓宽新材料领域应用

根据公司财报，公司根据超高分子量聚乙烯纤维独特的性能与原有毛纺业务的纺织相结合，在已有军警、海洋等应用领域基础上，充分开发超高分子量聚乙烯纤维在纺织行业的产品应用范围，研发复合材料用于生产具有凉感的面料、枕套、凉席、靠垫等纺织类产品以及防穿刺的服装类产品，2024H1，公司合作开展羊毛与超高分子量聚乙烯纤维“超轻凉感功能性面料研发及产业化应用”项目，以提高公司产品功能性，形成差异化的市场竞争力。

2.公司加强研发，高强产品占比稳步提升，努力提升高强度纤维的一等品率占比

根据公司财报，公司已经完全具备超高分子量聚乙烯纤维产业化技术，包括安全防护/国防警用/海洋产业专用纤维产业化技术等，公司还积极开展提升纤维强度、耐热性以及低蠕变性的研发项目。

根据公司公告（2024年8月27日投资者关系活动记录表），公司通过不断调整设备、工艺，使超高纤维800D产品强力大幅上升，高强产品占比稳步提升，同时在常规产品的基础上，持续对差异化功能性产品开展研发工作，加强对高强丝和彩色丝、细旦丝等高附加值产品研发，增添产品品类，形成差异化的市场竞争力，公司超高纤维业务后续会继续加大研发力度，并提高高强度纤维的一等品率占比。

表13：公司超高分子量聚乙烯纤维产品的核心技术

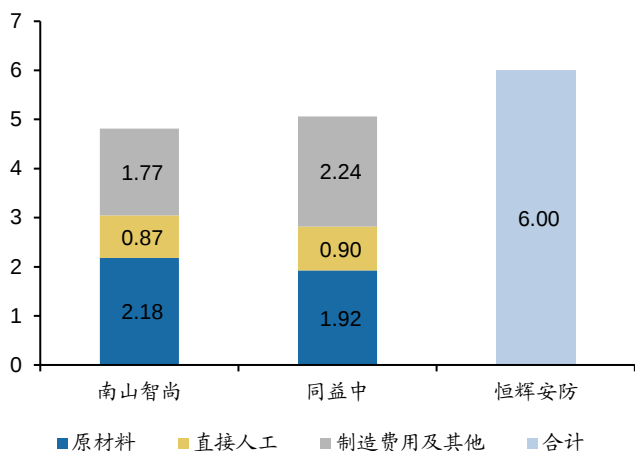
技术名称	下游应用产品	技术来源	技术特点及阶段
安全防护专用纤维产业化技术	防护手套、防护服、防刺服等安全防护用品	授权使用	纤维强力 $\geq 32\text{cN/dtex}$ ，模量 $\geq 1100\text{cN/dtex}$ ，能够适应手套丝、包覆纱等安全防护产品需求；已经掌握技术并批量生产发货
国防警用专用纤维产业化技术	防弹用复合材料	自主研发	纤维强力 $32\text{-}38\text{cN/dtex}$ ，模量 $1050\text{-}1600\text{cN/dtex}$ ，能够适应防弹产品品质需求；已经掌握技术并批量生产发货
海洋产业专用纤维产业化技术	绳缆/网箱	自主研发	纤维强力 $\geq 32\text{cN/dtex}$ ，模量 $\geq 1200\text{cN/dtex}$ ，能够适应绳缆产品品质需求；已经掌握技术并将小试样品送客户检测
800D 超高强防弹纤维性能稳定性增强技术开发	防弹用复合材料	自主研发	断裂强度 $38\text{-}42\text{cN/dtex}$ ，模量 $1600\text{-}1700\text{cN/dtex}$ ，适用于防弹级产品开发；持续研发
800D 高品级特种防护用超高分子量聚乙烯纤维开发	防弹用复合材料	自主研发	断裂强度 $\geq 42\text{cN/dtex}$ ，模量 $\geq 1800\text{cN/dtex}$ ，适用于更高级别防弹级产品开发；持续研发
低蠕变超高分子量聚乙烯纤维开发技术	绳缆/网箱	自主研发	在外力持续作用下，纤维应力变形小，蠕变低，使用寿命延长 50%以上；行业前沿技术，持续研发突破
高浓度超高分子量聚乙烯冻胶纺丝技术	防弹用/工业用/民用复合材料	自主研发	纺丝效率高，产品成本低，产品成本降低 10%左右；行业前沿技术，持续研发突破
多组分超高分子量聚乙烯纤维纺丝技术	防弹用复合材料	自主研发	高强度、高模量，复合材料防弹性能达到 GJB4300-2002《军用防弹衣安全技术性能要求》V级以上；行业前沿技术，持续研发突破
异形截面超高分子量聚乙烯纤维纺丝技术	民用复合材料	自主研发	纤维具备优异的吸湿性能和特殊光泽，标准条件下的回潮率 $\geq 3\%$ ；行业前沿技术，持续研发突破
细旦超高分子量聚乙烯短纤纺丝技术	民用复合材料	自主研发	纤维柔软，刺痒感低，混纺产品耐磨性是同规格产品的 7 倍以上；持续研发

数据来源：《南山智尚向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，广发证券发展研究中心

3.公司生产成本具备优势，未来伴随裕龙石化落地，成本有望进一步下降

公司超高纤维生产成本具备优势。根据公司财报，2023年公司超高纤维生产成本约4.81万元/吨，相比同行较低。分拆来看，公司超高纤维制造和能源成本相比同益中具备优势，直接人工成本略低于同益中（南山智尚超高纤维生产基地位于山东省烟台市下属龙口市，同益中生产基地位于山东泰安市下属新泰市、北京通州区、江苏省无锡市），原材料成本略高于同益中，未来伴随裕龙石化落地，成本有望进一步下降。

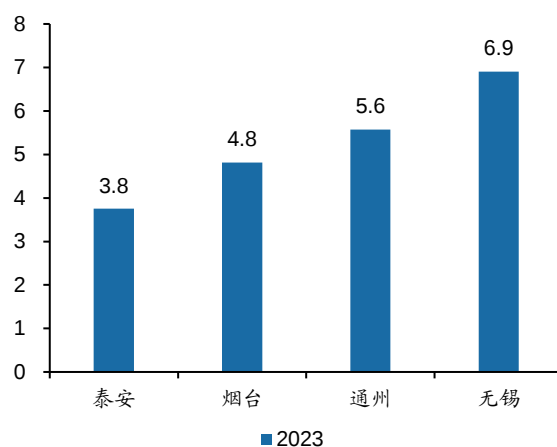
图33: 同益中、南山智尚、恒辉安防的超高纤维每吨制造费用/原材料/人工成本（2023，万元/吨）



数据来源：各公司财报，恒辉安防可转债募集说明书，广发证券发展研究中心

注：此处同益中制造费用及其他包含能源费用

图34: 各公司生产基地所在市-居民人均可支配收入（2023年，万元）

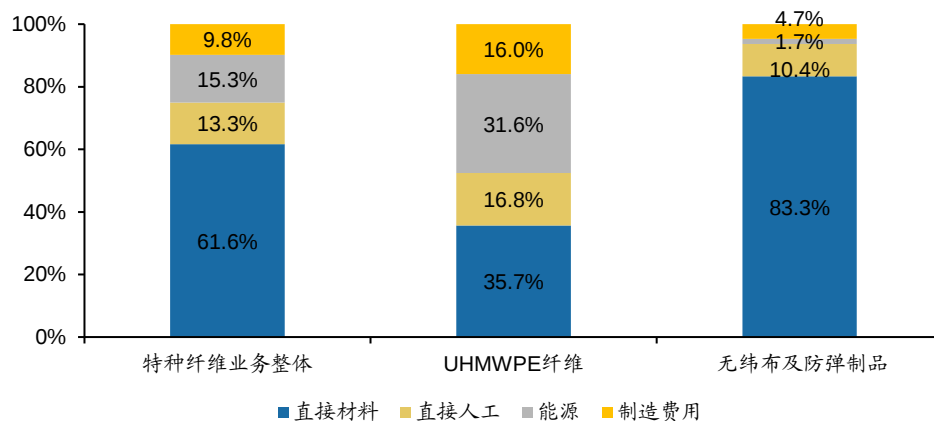


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

未来伴随裕龙石化项目落地，公司超高纤维成本有望进一步下降。根据同益中招股说明书，直接材料占产品成本较高。南山集团控股的子公司裕龙石化正在建设10万吨超高分子量聚乙烯原料产能，可保障公司的原料供应，根据生态环境部《关于裕龙岛炼化一体化项目（一期）环境影响报告书的批复》，裕龙岛炼化一体化项目分两期实施，项目一期利用进口原油，建设2000万吨/年炼油、300万吨/年混合芳烃、300万吨/年乙烯炼化一体化项目。

根据裕龙石化官网披露，项目一期于2021年11月启动建设、2023年6月开始中交、2024年9月陆续投产，下一步，裕龙石化将锚定“项目一期2024年底具备全面投产条件”目标，高标高质抓好一期项目续建，加快推进剩余装置投产。未来伴随裕龙石化落地，公司超高纤维原材料成本有望进一步下降。

图35: 2022年同益中特种纤维业务成本构成



数据来源: 同益中财报, 广发证券发展研究中心

表14: 裕龙石化裕龙岛炼化一体化项目

项目名称	地址	项目内容	主体工程内容
裕龙岛炼化一体化项目(一期)	山东省烟台市龙口市 山东裕龙石化产业园	利用进口原油,建设2000万吨/年炼油、300万吨/年混合芳烃、300万吨/年乙烯炼化一体化项目,建设内容包括主体工程、储运工程、公辅工程等	30万吨/年高密度聚乙烯(HDPE)、50万吨/年全密度聚乙烯(FDPE)、10万吨/年超高分子量聚乙烯(UHMWPE)等

数据来源: 生态环境部《关于裕龙岛炼化一体化项目(一期)环境影响报告书的批复》, 广发证券发展研究中心

根据公司公告(2024年8月27日投资者关系活动记录表),公司超高分子量聚乙烯纤维后续会继续加大研发,并提高高强度纤维的一等品率占比,看好2024年下半年业绩向上,未来超高纤维业务有望保持稳健增长。

四、高性能差别化锦纶长丝业务：下游需求景气度高，产能有望快速释放贡献业绩

2023年11月29日，公司发布《2023年度向特定对象发行A股股票预案》，拟募集资金不超过10亿元，用于年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目。2024年11月5日，公司发布《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复(修订稿)》，PA6产线已开始逐步实现试生产，PA66产线预计于2024年11月中下旬逐步试生产。2024年11月17日，公司发布《关于申请向特定对象发行股票获得深圳证券交易所上市审核中心审核通过的公告》，本次定增已获得深圳证券交易所上市审核中心审核通过。锦纶下游景气度高，成长空间大，伴随项目产能逐渐释放，有望进一步助力公司成长。

（一）锦纶纤维性能优异，下游需求景气度高

锦纶纤维性能优异，民用用途主要应用在户外、运动、防寒、防晒、休闲服装等领域。近年来，受户外、防晒、运动等需求旺盛影响，锦纶行业景气度持续高涨。

1. 锦纶纤维性能优异、成长空间大

据中国化学纤维工业协会数据，截至2022年，我国全年加工合成纤维6064.8万吨，其中涤纶5343万吨，占合成纤维总产量88.10%；锦纶纤维410万吨，是仅次于涤纶的第二大合成纤维，占合成纤维总产量6.76%。与其他合成纤维相比，锦纶强度高，有良好的耐磨性、耐寒性、吸湿性，质地柔软、质量偏轻，因此锦纶在户外、运动、防寒、防晒、休闲服装等领域有较大的应用前景。

图36：合成纤维历年产量及增速

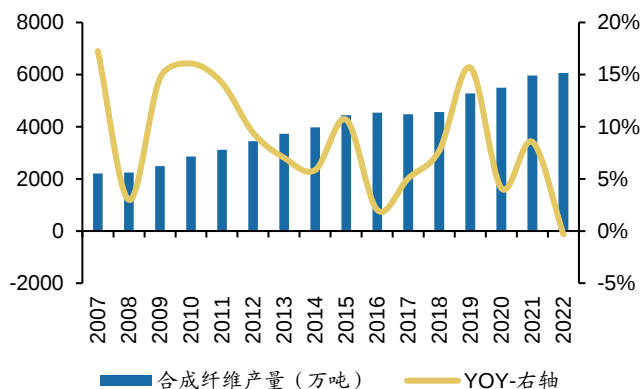
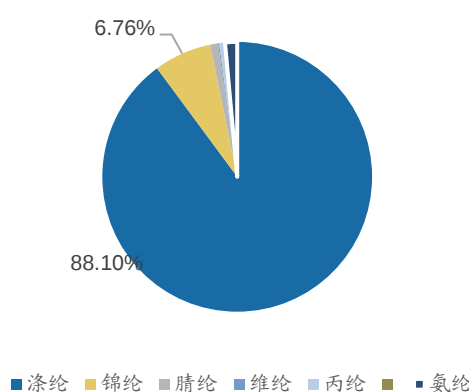


图37：2022年合成纤维产量构成



数据来源：中国化学纤维工业协会，广发证券发展研究中心

数据来源：中国化学纤维工业协会，广发证券发展研究中心

锦纶是最先被发明的合成纤维，化学名称为聚酰胺（PA），又称尼龙，是我国第二大合成纤维。根据中国化学纤维工业协会的数据，2007年我国锦纶总产量95万吨，2023年锦纶总产量432万吨（YOY+5.4%），CAGR达9.9%。按分子结构分类：锦纶可分为PA6、PA66、锦纶11、PA610等。其中以PA6和PA66应用最为广泛，根据台华新材2021年可转债募集说明书，PA6和PA66合计占锦纶总产量的98%，我国PA6和PA66产量比例大约为85:15。PA6和PA66均可用于民用纺织行业和工业领域，彼

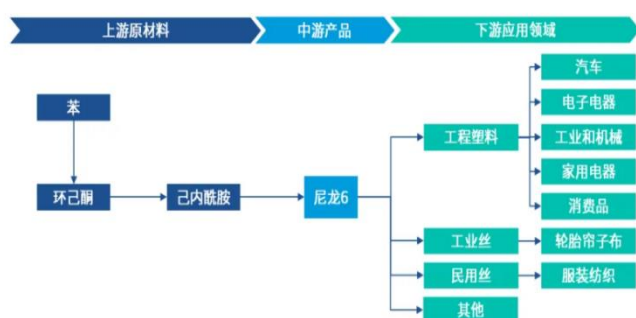
此之间具有一定的可替代性，PA66在耐磨性、柔软性、耐老化、着色饱满度等方面性能更为优异。

表15：锦纶分类

分类标准	具体类别	说明
分子结构	PA6	以 PA6 和 PA66 应用最为广泛，产量约占锦纶总产量的 98%；PA66 性能上较 PA6 更优，纤维价格也贵一些；我国 PA6 和 PA66 比例大约为 85:15。
	PA66	
	锦纶 11	
	PA610 等	
纤维长短	锦纶长丝、 锦纶短纤等	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 产业用锦纶等	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。

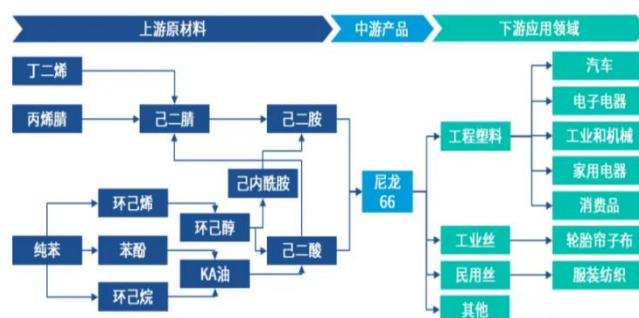
数据来源：台华新材公告20211227，广发证券发展研究中心

图38：PA6产业链



数据来源：中国化工信息周刊，广发证券发展研究中心

图39：PA66产业链



数据来源：中国化工信息周刊，广发证券发展研究中心

图40：PA6和PA66的性能差异



数据来源：嘉华尼龙官网，广发证券发展研究中心

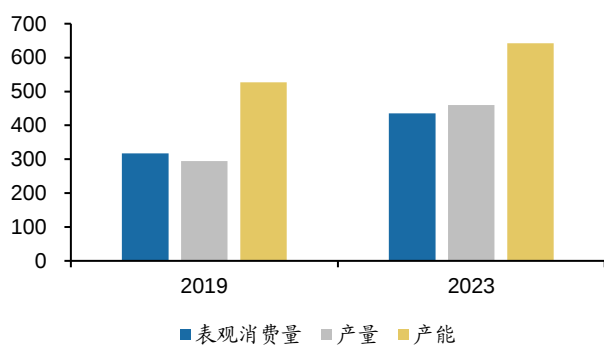
根据中国化工信息周刊，我国锦纶行业起步于20世纪50年代，发展初期主要依赖进口技术和设备，1990年产量仅11.7万吨，20世纪末达到34万吨；随着下游服装、纺织等行业发展壮大和生产技术不断进步，我国锦纶行业迎来快速发展，2005年上升至71.67万吨，2007年其产量首次超过美国，成为全球第一大锦纶生产国，其后一直保持领先地位；至2017年，我国锦纶产量已达到332.92万吨，约占全球总产量的60%左右，2023年上升至432万吨，同比增长5.37%。2023年，根据观研天下，我国PA6表观需求量约435万吨，PA66表观需求量约66万吨。根据公司2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函之回复(修订稿)》，锦纶66到2025年全国需求量有望达132万吨，2030年全国需求量有望达288万吨，2026-2030年的年均复合增速有望达到17%，锦纶行业特别是锦纶66有望继续保持增长态势，为公司新增产能的消化提供保障。

图41：锦纶纤维历年产量及增速



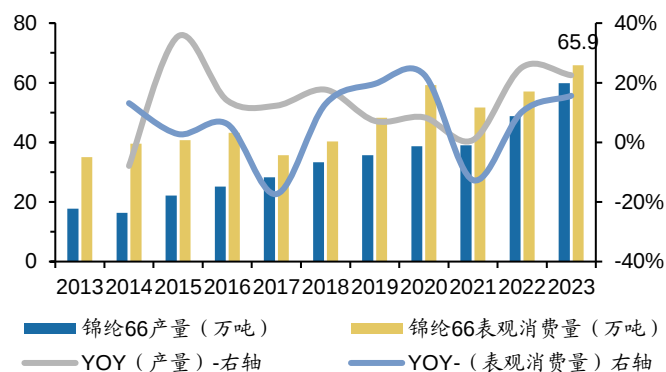
数据来源：中国化学纤维工业协会，广发证券发展研究中心

图42：我国PA6产能、产量及表观需求量（万吨）



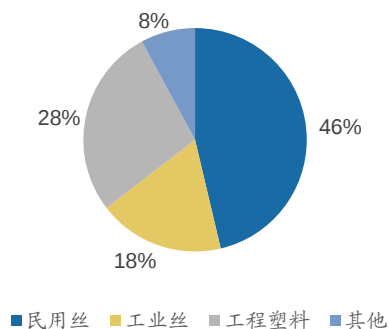
数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

图43：我国PA66产量、表观消费量



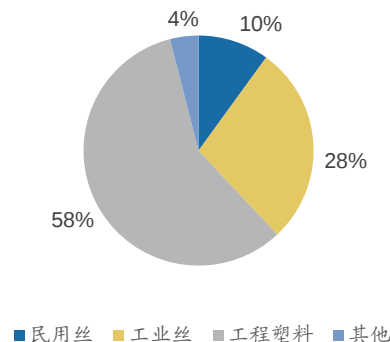
数据来源：立鼎产业研究院，广发证券发展研究中心

图44: PA6下游消费构成 (2022)



数据来源: 产业信息网, 广发证券发展研究中心

图45: PA66下游消费构成 (2022)



数据来源: 天天化工网, 广发证券发展研究中心

根据中国化工信息周刊, 2022年, PA6全球产能1030万吨/年, 中国产能占比近60%, 其余地区产能较为分散。2022年, 我国PA6总产能合计611.0万吨/年, 产量443.3万吨, 开工率73%, 进口量为19.9万吨, 出口量39.1万吨, 国内消费量约424.1万吨, 自给率约105%。

2022年, 全球PA6(切片)生产能力前三甲企业分别为巴斯夫、恒逸石化和聚合顺, 其中德国巴斯夫在全球产能占比最高, 约6%。

表16: 全球PA6(切片)主要TOP5参与者产能及份额 (2022)

企业名称	所属国家	产能(万吨/年)	占全球产能份额
巴斯夫 BASF	德国	62.5	6.1%
恒逸石化	中国	50.0	4.9%
聚合顺		46.5	4.5%
江苏海阳		35.0	3.5%
锦江科技		35.0	3.4%
其他		760.5	73.8%

数据来源: 中国化工信息周刊, 广发证券发展研究中心

2022年, PA66全球产能311.2万吨/年, 主要集中在美国, 中国产能占比约29%。2022年, 我国PA66总产能合计89.2万吨/年, 产量55.7万吨, 开工率62%。同年, 进口量为19.8万吨, 出口量11.8万吨, 国内表观消费量约63.7万吨, 自给率约87%。自2021年10月13日起, 中国对原产于美国的进口PA66切片继续征收反倾销税, 实施期限为5年。此举鼓励了我国自主产业链发展, 2022年, PA66进口数量较去年同比下降22%。同时, 由于中国PA66产能和产品性能不断提高, 出口量也相对上升。

2022年, 全球PA66(切片)生产能力的前三甲企业分别为奥升德、英威达和杜邦, 三家企业合计生产能力达到148.2万吨/年, 占全球总产能的近48%。

表17: 全球PA66（切片）主要TOP5参与者产能及份额（2022）

企业名称	所属国家	产能（万吨）	占全球产能份额
奥升德	美国	58.0	18.6%
英威达		49.0	15.8%
杜邦		41.2	13.2%
神马股份	中国	33.1	10.6%
巴斯夫 BASF	德国	32.4	10.4%
其他		97.5	31.4%

数据来源：中国化工信息周刊，广发证券发展研究中心

根据各公司财报，我国神马股份、华鼎股份、台华新材、鑫森合纤、南山智尚未来仍有锦纶纤维扩产计划，其中台华新材有PA66布局，聚合顺、南山智尚、华鼎股份、恒申新材拟投建PA66纤维项目，其他企业暂无PA66布局。根据观研天下和立鼎产业研究院数据，2023年，我国PA6自给率已经较高，PA66在考虑以上公司扩展计划背景下，预计未来仍具备产能缺口。

表18: 我国同行业企业PA6/PA66现有产能及拟扩产情况

公司名称	2023 年产能（万吨）	2023 年度产量（万吨）	在建或拟扩产情况
恒逸石化	50（2022，切片）	未细分披露	60（PA6 切片，2027 年后投产）
聚合顺	51（切片）	47.19（切片）	38.4 万吨（30.4 万吨 PA6 切片/8 万吨 PA66 切片）
江苏海阳（海阳科技）	35.0（2022，切片）	25.77（2022，切片）	-
神马股份	42.3（包含 PA6 切片、PA66 切片、工业丝）	31.94（包含 PA6 切片、PA66 切片、工业丝、民用丝）	30 万吨（20 万吨 PA6 切片/6 万吨 PA6 纤维/4 万吨 PA66 切片）
永荣锦江（锦江科技）	切片 35（2022），纤维 7	未披露	15 万吨（PA6 切片）
华鼎股份	40.7（纤维）	25.85（纤维）	12.5 万吨（65 万吨 PA6 纤维/6 万吨 PA66 纤维）
台华新材	18.5（纤维）	20.41（纤维）	22 万吨（10 万吨 PA6 纤维/12 万吨 PA66 纤维）
福建凯邦	15（纤维）	未披露	未披露
鑫森合纤	12（纤维）	未披露	12 万吨（PA6 纤维）
恒申新材	18.5（纤维）	未披露	-
万鸿纺织	9（纤维）	未披露	未披露
南山智尚	-	-	8 万吨（4.4 万吨 PA6 纤维/3.6 万吨 PA66 纤维）

数据来源：各公司财报，各公司官网，中国化工信息周刊，中国化工报，全球纺织网，华经情报网，公司公告（2024.11.5 关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函之回复），广发证券发展研究中心

注：台华新材新建“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”共分四期实施，目前一期项目正处于投建状态，二期建设工作视公司经营情况择机启动，上表仅披露台华新材拟建的一期、二期项目产能。台华新材、神马股份现有产能包含 PA66 纤维，聚合顺、南山智尚、华鼎股份、恒申新材公告拟投建 PA66 纤维项目，其他企业暂无 PA66 布局

2.下游需求旺盛，锦纶行业景气度持续高涨

锦纶由于纤维性能优异，用途广泛，民用用途主要应用在服装行业中的超轻风衣、冲锋衣、羽绒服、速干衣、防寒服、休闲夹克、运动服、户外帐篷、睡袋、登山包、

袜子、蕾丝内衣、束身衣、运动内衣、婚纱礼服等；锦纶纤维同时还被应用于军工、航空航天等工业领域，如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、渔网、绳子等。根据公司2024.9《向特定对象发行A股股票募集说明书(修订稿)》，目前我国锦纶纤维主要应用于民用场景，在过去十年一直占据锦纶纤维行业第一大份额，占比由2012年的68%上升至2022年的75%。

近年来，受户外、防晒、运动等需求旺盛影响，锦纶行业景气度持续高涨。根据华经产业研究院，自2020年以来，东京奥运会、北京冬奥会、杭州亚运会、巴黎奥运会等国际赛事的热度，不仅点燃了观赛热情，也激发了户外运动的广泛参与。近年来我国相继发布全民健身计划(2021—2025年)《户外运动产业发展规划(2022—2025年)》《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023—2025年)》等政策，为户外运动发展保驾护航。在大众需求和利好政策的双轮驱动下，国内冰雪、路跑、骑行、越野等户外运动持续火热，且已逐步走向生活化、全民化。根据华经产业研究院，截至2021年底，我国户外运动参与人数超过4亿人次，两年间户外参与率快速提升至28%以上；截至2022年底，全国户外运动参与人数已超过4.5亿人；2023年1-10月我国户外用户日活环比增长超100%。根据statista数据，2023年我国户外服饰市场规模315.70亿元，同比增长21.1%，2021-2023年户外服饰市场规模CAGR达20.1%，在疫情后，消费者健康意识提升，户外用品需求增长明显提速。

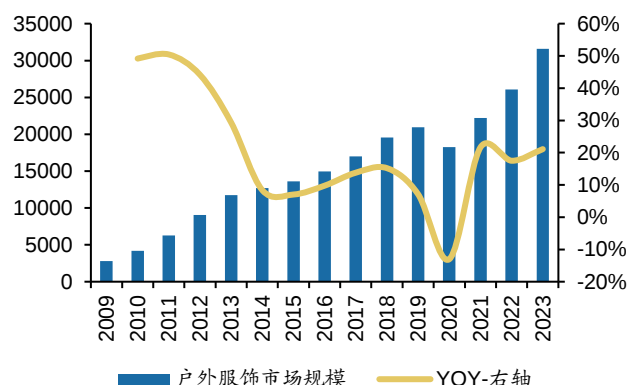
此外，根据艾瑞咨询《中国防晒衣行业标准白皮书》报告，2022年我国防晒服配市场规模675亿元，预计到2026年市场规模将达958亿元，其中防晒服市场规模将达554亿元。防晒服市场快速增长，主要系用户防晒意识的提升、轻量化户外活动的增加、穿着场景的多元化、防晒与时尚的融合、科技创新的推动。锦纶透湿性、透气性强，且手感柔软、亲肤性好、色牢度高、导热系数高，非常契合防晒服的功能性需求。防晒服的凉感主要受布料导热系数和衣物与皮肤接触面积影响，导热系数高则热力传导速度快，凉感更好，锦纶材料的导热系数为0.244-0.337，性能优异。

图46：我国锦纶纤维应用领域占比情况（2022）



数据来源：公司公告 2024.9.3《向特定对象发行 A 股股票募集说明书(修订稿)》，广发证券发展研究中心

图47：我国历年户外服饰市场规模（单位：百万元）及增速



数据来源：statista，广发证券发展研究中心

图48: 我国防晒服配市场规模 (亿元)



数据来源: 艾瑞咨询报告, 广发证券发展研究中心

图49: 高导热系数的防晒服材料 (单位: $W/(m \cdot ^\circ C)$)

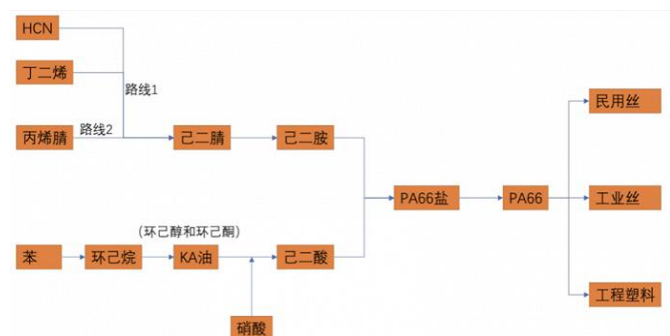


数据来源: 艾瑞咨询报告, 广发证券发展研究中心

4.PA66上游重要原料己二腈关键技术国产化进度加快, 有望带动产业链整体降价, 进而提高下游渗透率

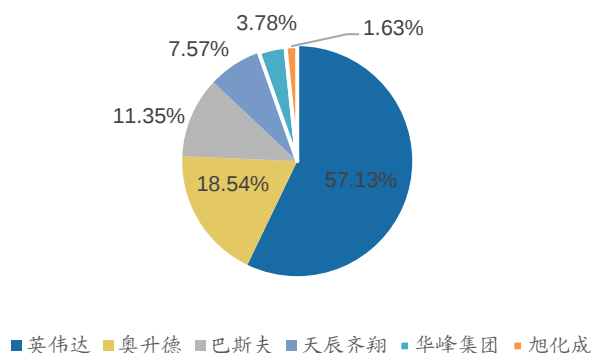
根据中国化工信息周刊, 生产PA6的主要原材料为己内酰胺, 从2012年开始大规模国产化, 2023年自给率达到98.86%。而PA66关键原材料己二腈还依赖进口补充, 根据产业信息网数据, 2022年己二腈的主要产能分布于英威达、奥升德、索尔维等国外企业, 其中英威达占据57.13%市场份额。自2020年, 国内各化工巨头开始布局己二腈产能, 随着己二腈国产化, 有望打断国外垄断格局, 带来原材料端价格显著下降, 从而有利于提高下游应用渗透率。

图50: 己二腈在PA66生产流程中的地位



数据来源: 天天化工网, 广发证券发展研究中心

图51: 2022年己二腈产能分布



数据来源: 华经情报网, 广发证券发展研究中心

表19: 国内己二腈主要产能情况

公司	己二腈产能	项目开工时间
神马集团	年产 20 万吨（一期 5 万吨）	2020 年底
华峰集团	年产 30 万吨	2020 年 11 月
河南峡光	年产 10 万吨	2020 年 11 月
齐翔腾达	年产 50 万吨（一期 20 万吨）	2019 年 8 月
英威达（中国）	年产 40 万吨	2020 年 6 月
诚志股份	年产 3000 吨	2020 年 11 月
阳煤集团	年产 1000 吨	2020 年 6 月
中国化学	年产 20 万吨	2020 年 4 月
荣盛石化	年产 25 万吨	2022 年 8 月
东华能源	年产 5 万吨	2022 年 6 月
永荣控股集团	年产 30 万吨	2022 年中
四川玖源	年产 10+50 万吨	2022 年中（年产 10 万吨项目）
新和成	年产 10 万吨	2022 年 10 月
鞍山中能	年产 2 万吨	2022 年 10 月
润恒化工	年产 10 万吨	2021 年 10 月
三宁化工	年产 10 万吨	2021 年 11 月
古雷石化	年产 40 万吨	2022 年 12 月

数据来源：神马股份20201114公司公告，中国化学20200424公司公告，荣盛石化20220816公司公告，各公司官网，中化新网，化工网，中国化学纤维工业协会，中国合成树脂网，江苏化工网，天天化工网，流程工业网，广发证券发展研究中心

根据中国化工报，截止到2023年8月30日，中国己二腈生产企业数达到6家，产能合计83.03万吨，生产工艺路线主要有四种：丁二烯氢氰化法、己二酸氨化法、己内酰胺氨化法、1,4-二氯丁烷氰化法。

表20: 中国己二腈生产企业统计（单位：万吨/年，截止2023年8月）

序号	公司名称	规模	工艺	地点	投产时间	所属行业
1	英威达	40	丁二烯直接氢氰化法	上海	2022 年 11 月	尼龙化工
2	华峰集团	20	己二酸氨化法	重庆	2022 年 6 月	化纤
3	天辰齐翔新材料	20	丁二烯直接氢化法	山东淄博	2022 年 7 月	尼龙化工
4	扬农宁夏瑞泰科技	2.5	己内酰胺法	宁夏中卫	2022 年 5 月	农药
5	无锡殷达尼龙	0.5	己二酸法	无锡	2017 年	尼龙
6	江苏朝阳化学制品有限公司	0.03	1,4-二氯丁烷氰化法	江苏如东	2019 年	精细化工
总计		83.03				

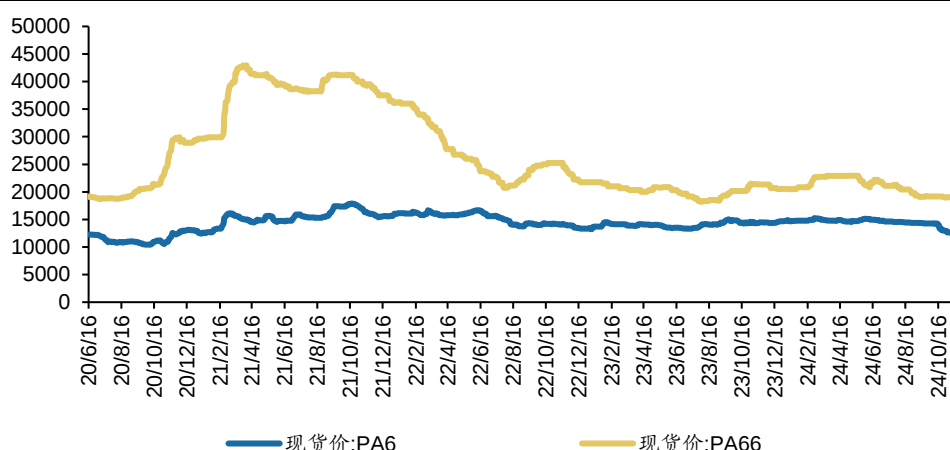
数据来源：中国化工报，广发证券发展研究中心

(二) 公司布局高性能差别化锦纶长丝业务，规划产能 8 万吨/年

公司布局高性能差别化锦纶长丝业务，规划产能8万吨/年。2023年11月，公司发布《2023年度向特定对象发行A股股票预案》，拟募集约10亿元建设年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目。根据《南山智尚向特定对象发行A股股票募集说明书(修订稿)》，项目效益测算期间为15年，根据项目具体情况，同时建设同时生产，预计项目第3年生产负荷为60%，第4年生产负荷为80%，第5年及以后各年的生产负荷均按100%计算，预计满负荷年份销售收入为21.34亿元，预计项目正常年份，税后利润为2.08亿元。项目投资财务内部收益率所得税后为16.25%，项目所得税后投资回收期为7.00年(含建设期)，项目的经济效益良好。根据公司公告《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复(修订稿)》，该募投项目生产计划分二个阶段，第一阶段为2024年11月1日-2025年4月30日，该阶段通过设备试运行，检验设备性能，完善工艺流程，提高产品稳定性和产品性能，陆续释放、扩大产能；第二阶段为产品达产阶段，时间为2025年5月1日以后，各生产线全面投产。

PA6产线已开始逐步实现试生产，PA66产品预计于2024年11月中下旬开始逐步实现规模化试生产。根据公司公告《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函第二轮审核问询函之回复》，(1) PA6产线已开始逐步实现试生产，PA66产品因原料干燥系统尚未安装完毕，预计于2024年11月中下旬开始逐步实现规模化试生产，开始客户批量验证并逐步实现销售。(2) 公司预计锦纶项目达使用状态后运营期第一年预计产量为4.8万吨(2025年5月-2026年4月)，第二年为6.4万吨(2026年5月-2027年4月)，第三年完全达产年度预计产量为8万吨(2027年5月-2028年4月)。

图52: PA6和PA66的价格变化趋势(元/吨)



数据来源: IFIND, 广发证券发展研究中心

公司锦纶项目现有意向性订单量3万吨,覆盖本次募投项目运营期第一年60%以上产能。根据公司于2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，截至回复出具日，现有意向性订单量3万吨，覆盖本次募投项目运营期第一年60%以上产能(因产品尚未量产，未与客户签署正式

销售合同，意向性订单无法律效力），公司目前达成口头约定的客户有25家，预计需求量约5.4万吨；初步接触的客户有27家，需求量约3.15万吨；其余已在储备名单中的客户有20家，公司仍在继续拓展其他客户，客户储备量持续增加，目前锦纶项目客户储备情况如下：

表21：公司锦纶项目客户储备情况

客户拓展阶段	客户数量	锦纶纤维预计需求量（万吨）
意向性订单	8	3.00
口头约定	25	5.40
初步接触	27	3.15
已在储备名单中的客户	20	-
合计	80	11.55

数据来源：公司2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，广发证券发展研究中心

注：初步接触客户锦纶纤维预计需求量根据客户年度锦纶纤维总需求量和公司预计取得客户采购占有率计算得出

根据公司2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，（1）设备：公司锦纶项目设备主要选购自欧瑞康巴马格、日本TMT、三联虹普等锦纶工程技术服务龙头企业，具备服务多家纤维生产企业的经验及成功案例；（2）人员：锦纶纤维事业部生产相关专业技术人员普遍具有较长的从业时间和较为丰富的化纤行业从业经历，具有10年以上化纤行业从业经历的人员占比达65.71%；除公司聘任人员外，公司与欧瑞康（中国）科技有限公司、欧瑞康纺织技术（北京）有限公司签署了战略合作协议，双方约定外部专家支持和技术培训等内容。（3）原材料：公司锦纶项目关键原材料为锦纶切片，公司主要原材料计划选取2-3家供应商同时供货，互为备份供应商，锦纶6切片备选供应商为聚合顺、福建中锦新材料有限公司、杭州杭鼎锦纶科技有限公司、福建申远新材料有限公司；锦纶66切片：备选供应商包括英威达、奥升德、神马股份、重庆华峰锦纶纤维有限公司等，上述原料供应商的产品已被国内外同行业厂家使用，性能成熟稳定。

表22：公司锦纶纤维事业部生产相关专业技术人员情况

从业年限	人数	占生产相关专业技术人员比例
15 年以上	17	48.57%
10-15 年	6	17.14%
10 年以下	12	34.29%
合计	35	100.00%

数据来源：公司2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，广发证券发展研究中心

表23: 公司锦纶项目核心高管和核心技术人员情况

姓名	职务	简历
戎智宗	南山智尚锦纶新材料项目总经理，锦纶项目总负责人	高级工程师，拥有逾 35 年的化纤产业工作经历。历任中国石化仪征设备工程有限公司等企业的副总经理，科研中心主任、新材料研究院院长；自加入公司后领导纺织纤维技术研发、新产品及新应用领域开拓等方面工作
李郝飞	南山智尚锦纶新材料项目加弹厂厂长	中级工程师，拥有 20 年的锦纶 66 长丝生产工作经历。历任无锡百胜化学纤维有限公司加弹车间生产经理；远纺工业（上海）有限公司加弹车间生产经理；无锡晁裕纺织科技有限公司生产部经理；江苏百宏复合材料股份有限公司研发部经理，李郝飞先生多项发明专利获得授权，将在锦纶项目中全面负责加弹厂生产管理工作。
刘厚旭	南山智尚锦纶新材料项目纺丝厂厂长	中级工程师，拥有 30 年的锦纶长丝生产工作经历。历任山东大成锦纶有限公司纺丝车间主任；福建凯邦锦纶有限公司纺丝车间主任；福建鑫森合纤科技有限公司纺丝车间生产部经理，全面参与福建鑫森 5 万吨高性能差别化锦纶长丝项目筹建工作。刘厚旭先生将在锦纶项目中全面负责纺丝厂生产管理工作。
张书杰	南山智尚锦纶新材料项目品管部厂长	助理工程师，拥有 12 年锦纶长丝生产工作经历。历任福建锦兴化纤实业有限公司品管部化验组长；福建凯邦锦纶科技有限公司品管部物染班长；浙江博尼锦纶科技有限公司质量管理部质量工程师；义乌华鼎锦纶股份有限公司新材料研究院实验室负责人。于 2021-2022 年期间，参与浙江省省级工业新产品科研项目“锦纶纤维的高收缩技术”、省级新产品试制计划项目“新型抗菌锦纶纤维开发”，省级科技计划项目“浙江省华鼎锦纶新材料重点研究院”建设；2018 年获得授权发明专利“一种聚酰亚胺纤维长丝的制备方法”；2019-2022 年，参与起草纺织行业标准《FZ/T50047-2019 聚酰亚胺纤维耐温耐紫外光辐射及耐酸性能试验方法》、《合成纤维双组份复合长丝弹性性能试验方法》。张书杰女士在锦纶项目中全面负责品管部管理工作。

数据来源：公司 2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，广发证券发展研究中心

（三）集团内部协作保障原材料供应，公司扎实的研发与销售体系助力实施

1.裕龙石化项目有望保障原材料供应

锦纶的主要原料包括苯、乙烯和氨等。苯是合成锦纶的重要原料之一，乙烯是制成锦纶的前体原料，而氨则可以通过与苯的反应制得锦纶。

根据生态环境部《关于裕龙岛炼化一体化项目（一期）环境影响报告书的批复》，裕龙岛炼化一体化项目一期主体工程主要包括1000万吨/年常压蒸馏、1000万吨/年常减压蒸馏、3×260万吨/年渣油加氢、340万吨/年柴油加氢、360万吨/年柴油加氢裂化、140万吨/年煤油加氢、400万吨/年催化裂解、200万吨/年蜡油加氢裂化、2×260万吨/年连续重整、300万吨/年芳烃联合、2×150万吨/年乙烯、2×85+100万吨/年裂解汽油加氢、2×22万吨/年丁二烯、2×80万吨/年乙二醇（EG）装置。此外，还包括20+40万吨/年乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）/低密度聚乙烯（LDPE）、30万吨/年高密度聚乙烯（HDPE）、50万吨/年全密度聚乙烯（FDPE）、10万吨/年超高分子量聚乙烯（UHMWPE）、4×40+30万吨/年聚丙烯、60万吨/年ABS树脂、26万吨/年丙烯腈、30万吨/年环氧丙烷（PO）+65万吨/年苯乙烯（SM）联产、50万吨/年乙苯（EB）/SM等生产装置，有望保障锦纶项目的原料供应和降低原料成本。

2. 扎实的研发技术体系和销售体系

根据公司2024.11.19《向特定对象发行A股股票募集说明书(注册稿)》，公司是制造业单项冠军示范企业、国家级高新技术企业、纺织技术创新示范企业，根据公司财报，公司已形成多项专利，并多次获得各级科技进步奖、中国纺织行业专利奖。公司参与制定了多项纺织领域技术标准，多年来持续关注高端纤维发展方向，加大技术创新投入，建立了一套较为完善的管理与运行机制，有利于公司招聘更多优秀的技术研发人员，为锦纶产品的持续升级奠定基础。

公司现有业务组建了一批高素质的营销团队，并与多家服装品牌商建立了战略合作关系，并成为国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司、工商税务等部门定点合作单位；公司设立直营办事处开展属地化营销，销售范围覆盖亚洲、欧洲、北美洲、非洲、南美洲和大洋洲，客户遍布全球等50多个国家和地区。公司销售资源对锦纶项目的市场开发有望形成协同，有利于公司短期内培养更多的销售人才，更快捷的触达目标客户，提高销售效率，有利于锦纶纤维在下游应用领域的拓展。

3. 锦纶项目与公司现有业务具有较大协同性，技术、人员储备充足

锦纶项目属于向纺织服饰产业链上游延伸，与公司现有主业在市场、客户、技术、人员等方面具有较大协同性。

公司现有精纺呢绒面料客户积极布局户外运动领域，可进一步加深合作。根据公司2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，（1）公司现有面料业务下游客户主要为服装生产企业或服装品牌运营企业，大部分客户产品涉及户外运动、商务休闲领域。如公司前五大客户之一（2024Q1-3）的报喜鸟，其他重要客户海澜之家、雅戈尔、乔顿服饰、柒牌等均设有运动、休闲业务板块，在夹克、外套、裤子等产品中常用到锦纶功能性产品，将促进公司在锦纶领域与现有客户形成产业合作，如乔顿服饰控股子公司温州衣来锦商贸有限公司已与公司签署合作意向协议。（2）其他下游服装生产客户亦存在锦纶产品合作需求，公司前五大客户之一（2024Q1-3）的际华集团曾作为国家重要的军需保障企业，其主营业务中的军用被装主要材料为锦纶纤维，公司已与际华研究院进行多次交流，未来项目投产后双方可加深军用被装方面的战略合作，且军服是锦纶纤维重要的应用领域之一，市场前景广阔。（3）公司服装业务的面料供应商也存在锦纶纤维的直接采购需求，公司可通过相互引荐方式获取锦纶纤维的业务订单，加速募投项目的产能消化，如苏州睿帛源纺织科技有限公司是公司服装业务供应商，双方达成意向性约定，未来其锦纶原料可使用公司的产品。

公司锦纶项目与现有户外运动类客户可进一步扩大合作范围。根据公司2024.11.5《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，近年来，公司精纺呢绒面料业务通过创新羊毛纺织材料积极开拓户外运动领域市场，不断研发防晒、轻薄透气产品，公司已与NorthFace、StoneIsland、SportsField等多家国际知名户外运动品牌建立了商务合作，锦纶纤维是制作户外运动服饰的重要材料，有利于公司与现有户外运动类客户进一步扩大产品合作范围。

4. 南山集团强大的资信背景和平台优势有望对锦纶项目提供支持

公司控股股东南山集团，实际控制人为南山村委会。南山集团旗下3家A股上市公司，2022年度总资产规模1796.67亿元，综合实力较强，具有强大的资信背景，平台优势。公司作为南山集团重要的控股子公司，将充分借助集团的资源优势，吸引更多人才、技术参与锦纶项目。

五、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设：

收入：预计2024-2026年公司收入分别为17.47/26.55/34.52亿元，YOY+9.2%/51.9%/30.0%。对收入进行分类与量价拆分，其中：

精纺呢绒：预计2024-2026年公司精纺呢绒收入分别为8.59/8.67/8.76亿元，YOY-4.1%/+1.0%/+1.0%；预计产品销量分别为1294/1294/1294万米，预计保持稳定；预计产品均价分别为66.38/67.04/67.71万米，YOY+1%/1%/1%。精纺呢绒业务作为公司的传统优势板块，长期处于行业领先地位，公司有望加快精纺面料业务向高端市场领域拓展，逐步实现高端面料国产替代。根据2024H1财报数据，公司优化产品结构，推进高附加值产品的研发与销售，持续提升高端产品市场份额。

服装：预计2024-2026年公司服装收入分别为6.26/6.58/6.91亿元，YOY+7.0%/5.0%/5.0%。服装业务进入门槛低，市场竞争充分，但随着国家招投标正规化，预计公司提高高附加值产品占比，有望向高质量、高服务方向发展。

新材料业务：（1）预计2024-2026年公司超高纤维业务收入分别为2.30/2.40/2.80亿元，YOY+154.4%/4.3%/16.7%；预计产品销量分别为4000/4000/4000吨，预计产品均价分别为5.8/6.0/7.0万元/吨。根据公司财报，截至2024H1，超高分子量聚乙烯纤维项目一期600吨、二期3000吨项目已全面投入运营。（2）预计2025-2026年公司锦纶业务收入分别为8.54/15.66亿元，预计2026年YOY+83.3%；预计产品销量分别为32000/58667吨，预计产品均价分别为2.67/2.67万元/吨。根据公司公告（2024.11.8《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》，公司预计锦纶项目预计使用状态后运营期第一年预计产量为4.8万吨（2025年5月-2026年4月），第二年为6.4万吨（2026年5月-2027年4月），第三年完全达产年度预计产量为8万吨（2027年5月-2028年4月）。

其他业务：预计2024-2026年公司其他业务收入分别为0.32/0.36/0.39亿元，YOY+10.0%/10.0%/10.0%。

毛利率：预计2024-2026年公司毛利率分别为33.7%/27.9%/26.6%。其中，预计精纺呢绒业务毛利率分别为34.2%/34.4%/34.6%，服装业务毛利率预计为35.8%/35.8%/35.8%，超高纤维业务毛利率分别为20.0%/25.0%/25.0%，2025-2026年预计锦纶业务毛利率分别为14.0%/17.0%。预计公司精纺呢绒与服装业务毛利率提升，主要系公司坚持中高端市场定位，加大技术研发投入，在传统羊毛面料和成衣业务

基础上，加强纤维类功能性高端面料的研发，提升高附加值产品比重；预计公司新材料业务毛利率提升，主要系预计随超高纤维和锦纶产能释放，产能利用率不断提升，生产工艺越发成熟稳定，优等品率提升，带动利润率持续增长。

表 24: 公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	16.34	16.00	17.47	26.55	34.52
YOY	9.5%	-2.1%	9.2%	51.9%	30.0%
精纺呢绒收入（亿元）	8.97	8.95	8.59	8.67	8.76
YOY	3.4%	-0.2%	-4.1%	1.0%	1.0%
服装收入（亿元）	6.99	5.85	6.26	6.58	6.91
YOY	15.0%	-16.2%	7.0%	5.0%	5.0%
超高纤维业务收入（亿元）	0.20	0.90	2.30	2.40	2.80
YOY		363.2%	154.4%	4.3%	16.7%
锦纶业务收入（亿元）				8.54	15.66
YOY					83.3%
其他业务收入（亿元）	0.19	0.29	0.32	0.36	0.39
YOY	12.2%	55.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率（总）	33.5%	34.7%	33.7%	27.9%	26.6%
精纺呢绒毛利率	33.8%	34.0%	34.2%	34.4%	34.6%
服装毛利率	32.1%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%
超高纤维业务毛利率	16.0%	19.9%	20.0%	25.0%	25.0%
锦纶业务毛利率				14.0%	17.0%
其他业务毛利率	95.3%	77.1%	77.1%	77.1%	77.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）投资建议

综上，2024-2026年公司收入分别为17.47/26.55/34.52亿元，YOY+9.2%/51.9%/30.0%；归母净利润分别为2.09/2.95/4.02亿元，YOY+3.4%/40.8%/36.3%。预计EPS分别为0.58/0.82/1.12元/股。参考可比公司估值，同时考虑到传统主业公司竞争力较强，新材料业务收入增速较快，给予公司2025年20倍市盈率，合理价值16.39元/股，维持“买入”评级。

表 25：可比公司估值（收盘价截至 2024 年 11 月 28 日）

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
恒辉安防	300952.SZ	CNY	20.94	1.02	1.39	1.91	20.52	15.09	10.98
新澳股份	603889.SH	CNY	6.93	0.59	0.66	0.76	11.76	10.45	9.12
伟星股份	002003.SZ	CNY	13.40	0.60	0.70	0.80	22.18	19.18	16.75
盛泰集团	605138.SH	CNY	6.06	0.14	0.29	0.37	42.00	21.06	16.35
同益中	688722.SH	CNY	13.17	0.85	1.14	1.47	15.43	11.53	8.98
台华新材	603055.SH	CNY	11.60	0.89	1.05	1.23	12.98	11.08	9.43

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自 wind 一致预期

六、风险提示

（一）原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料为澳大利亚原产羊毛。澳大利亚原产羊毛价格受到气候、消费需求、出口国政策、羊毛储备情况等多种因素的影响，而羊毛价格的波动对毛纺行业的原材料成本影响较大。若价格在短期内大幅下跌，将增加企业存货管理难度，产生存货跌价的风险；若价格上涨，将推动毛纺产品价格走高，从而抑制需求。

（二）市场竞争加剧的风险

纺织服饰行业，尤其是精纺呢绒子行业，具有技术密集型、资金密集型、劳动密集型的特点。因此，行业竞争的两极分化趋势明显，仅有少数企业有能力进入高端产品领域。虽然公司定位于高端产品，在科技创新、品牌建设等方面领先，但是行业整体竞争激烈，公司仍将面临较大的行业竞争风险。

（三）新材料业务投产进度慢于预期的风险

公司持续推进超高分子量聚乙烯纤维及其他功能性特种新材料的项目建设，2023H1 超高纤维二期3000吨产能已全部布局完成，2023年6月份已实现2条生产线的带料运转，公司正在对不同规格产品进行测试，计划下半年全部投产，但由于超高分子量聚乙烯纤维属于高技术密集型产品，生产流程复杂，对生产设备和工艺要求较高，公司面临一定程度的新材料业务投产进度慢于预期的风险。

（四）汇率波动的风险

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。随着我国在世界经济地位的不断提升，人民币全球化势不可挡，人民币汇率的不确定性加大。因此，汇率波动将会对公司出口贸易和进口原材料采购产生一定程度的影响，进而影响公司的经营业绩。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,983	1,681	2,020	2,911	3,352
货币资金	1,022	634	930	1,431	1,460
应收及预付	185	170	221	371	402
存货	588	666	665	805	1,164
其他流动资产	188	211	204	304	327
非流动资产	1,221	1,998	2,028	2,058	2,087
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	508	1,124	1,418	1,501	1,541
在建工程	444	333	69	16	5
无形资产	201	276	276	276	276
其他长期资产	68	266	266	266	266
资产总计	3,204	3,679	4,049	4,969	5,440
流动负债	1,345	1,022	1,184	1,889	2,067
短期借款	555	271	241	211	181
应付及预收	512	454	621	1,155	1,197
其他流动负债	278	297	322	523	689
非流动负债	47	629	628	628	628
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	582	582	582	582
其他非流动负债	47	48	46	46	46
负债合计	1,391	1,651	1,812	2,517	2,695
股本	360	360	360	360	360
资本公积	845	845	845	845	845
留存收益	600	745	954	1,170	1,463
归属母公司股东权益	1,807	2,022	2,231	2,447	2,740
少数股东权益	6	6	6	5	5
负债和股东权益	3,204	3,679	4,049	4,969	5,440

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1634	1600	1747	2655	3452
营业成本	1086	1046	1159	1914	2535
营业税金及附加	13	11	14	21	28
销售费用	158	128	151	165	178
管理费用	67	83	76	92	106
研发费用	60	58	69	101	130
财务费用	0	11	9	3	-6
资产减值损失	-53	-60	-60	-65	-78
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	2	2	3	3
营业利润	208	218	224	316	431
营业外收支	3	0	1	1	1
利润总额	211	218	225	317	432
所得税	24	15	16	23	31
净利润	187	202	209	295	402
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	187	203	209	295	402
EBITDA	256	292	374	463	581
EPS (元)	0.52	0.56	0.58	0.82	1.12

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	233	217	456	735	289
净利润	187	202	209	295	402
折旧摊销	53	66	84	84	85
营运资金变动	-78	-127	89	280	-283
其它	71	75	74	76	86
投资活动现金流	-534	-657	-109	-107	-105
资本支出	-657	-659	-111	-110	-109
投资变动	178	0	0	0	0
其他	-55	3	2	3	3
筹资活动现金流	66	263	-51	-127	-155
银行借款	164	-284	-30	-30	-30
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-98	547	-21	-97	-125
现金净增加额	-230	-175	297	501	29
期初现金余额	903	673	499	796	1,296
期末现金余额	673	499	796	1,296	1,325

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.5%	-2.1%	9.2%	51.9%	30.0%
营业利润	11.4%	4.7%	2.9%	41.1%	36.5%
归母净利润	22.5%	8.5%	3.4%	40.8%	36.3%
获利能力					
毛利率	33.5%	34.7%	33.7%	27.9%	26.6%
净利率	11.4%	12.7%	12.0%	11.1%	11.6%
ROE	10.3%	10.0%	9.4%	12.1%	14.7%
ROIC	7.5%	7.2%	8.7%	10.7%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	43.4%	44.9%	44.7%	50.7%	49.5%
净负债比率	76.8%	81.4%	81.0%	102.7%	98.2%
流动比率	1.47	1.64	1.71	1.54	1.62
速动比率	1.01	0.97	1.13	1.10	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.43	0.43	0.53	0.63
应收账款周转率	9.00	9.77	8.13	7.37	8.91
存货周转率	2.78	2.40	2.63	3.30	2.97
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	0.56	0.58	0.82	1.12
每股经营现金流	0.65	0.60	1.27	2.04	0.80
每股净资产	5.02	5.62	6.20	6.80	7.61
估值比率					
P/E	19.77	18.45	20.06	14.24	10.45
P/B	2.05	1.84	1.88	1.72	1.53
EV/EBITDA	12.78	13.65	11.06	7.78	6.10

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。