

2022 年 01 月 17 日

面料高端化带动提价，新材料提供业绩弹性

南山智尚(300918)

呢绒面料：技术引领，价格驱动增长

公司面料研发优势领先，据公告，公司是全球唯一能生产制造 OPTIM 面料的高新技术企业，并通过 OPTIM 面料突破了羊毛面料服用性能突破，将毛纺产品从传统的冬季产品拓展到四季化产品，应用于运动服、冲锋衣、休闲风衣等服装领域。我们分析，随着产品结构不断优化，未来单价有望引领增长。

服装业务：一体化优势显著，22 年有望迎拐点

短期来看，由于公司海外客户占比较高，20、21 年受疫情和海运成本影响较大，我们分析，22 年随着疫情后社会逐步恢复正常以及海运缓解，公司服装业务有望迎来拐点。中长期来看，公司致力于优化产品结构、增加精品西装和衬衫占比，未来有望带动单价提升。

超高分子量聚乙烯板块：建厂切入 UHMWPE 市场，22 年上半年有望投产

公司已具备超高分子量聚乙烯新材料技术、投资 1.28 亿元建厂切入高新技术纤维领域，2022 年上半年年产 600 吨超高分子量聚乙烯新材料项目即将投产。我们分析，副业一方面有望打开公司收入、利润天花板，另一方面高利润率有望提高公司整体利润率水平。

盈利预测和估值

我们预计，2021-2023 年公司收入分别为 14.49/17.43/20.50 亿元，归母净利分别为 1.39/1.63/2.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.45/0.57 元，2022 年 1 月 14 日收盘价 10.76 元对应 PE 分别为 28/24/19X，首次覆盖，给予“买入”评级，考虑到超高分子量聚乙烯项目 23 年放量，给予目标市值 50 亿元（对应毛纺主业 23PE 20X+超高分子量聚乙烯副业 23PE 50X）、目标价 13.89 元。

风险提示

主业提价不及预期；超高分子量聚乙烯市场竞争加剧风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,771	1,358	1,449	1,743	2,050
YoY (%)	-11.3%	-23.3%	6.7%	20.3%	17.6%
归母净利润(百万元)	122	88	139	163	206
YoY (%)	0.5%	-28.1%	58.7%	17.6%	26.0%
毛利率 (%)	30.2%	30.8%	33.6%	33.2%	34.2%
每股收益 (元)	0.34	0.24	0.39	0.45	0.57
ROE	11.6%	5.7%	8.6%	9.6%	11.3%
市盈率	31.81	44.27	27.88	23.71	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	13.89
最新收盘价：	10.76
股票代码：	300918
52 周最高价/最低价：	15.14/8.52
总市值(亿)	38.74
自由流通市值(亿)	11.67
自由流通股数(百万)	108.43



分析师：唐爽爽
 邮箱：tangss@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519090002
 联系电话：

研究助理：朱宇昊
 邮箱：zhuyh@hx168.com.cn
 SAC NO:
 联系电话：

正文目录

1. 公司概况：毛纺龙头，发力新材料双轮驱动.....	4
1.1. 历史回顾：历史上受羊毛价格波动影响，未来高端面料占比提升	4
1.2. 资本市场表现：PE 最低为 22X，PB 最低为 2 倍	8
1.3. 股权结构：集体企业，控股股东南山村委会持股 67.5%.....	9
2. 呢绒面料：技术引领，价格驱动增长	10
2.1. 毛纺行业分析：千亿市场，年产量超 4 亿米.....	10
2.2. 公司优势：面料研发能力领先，拓宽羊毛应用范围.....	14
2.3. 成长驱动：高附加值产品占比提升带动提价.....	16
3. 服装业务：一体化优势显著，22 年有望迎拐点	17
3.1. 职业装行业：中国职业装市场规模接近 4000 亿元.....	17
3.2. 公司优势：生产一体化协同，客户资源丰富、获客能力强	20
3.3. 成长驱动：22 年有望迎拐点，中长期看产品结构优化	20
4. 超高分子量聚乙烯板块：建厂切入 UHMWPE 市场，22 年上半年有望投产	22
4.1. 行业分析：预计 2025 年市场需求 10 万吨以上.....	22
4.2. 公司产能规划：定位高端市场	26
5. 盈利预测和估值	27
6. 风险提示	29

图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利润（亿元，%）	5
图 2 历年公司毛利率、归母净利率	5
图 3 分业务收入占比	5
图 4 分业务毛利率	5
图 5 服装业务分产品收入占比	5
图 6 服装类分业务毛利率	5
图 7 股价图（前复权）	8
图 8 中国规模以上毛纺企业呢绒产量（万米）	11
图 9 毛纺行业销售利润率（%）	11
图 10 同行业公司呢绒面料收入及增速（亿元，%）	12
图 11 同行业公司呢绒面料毛利率	12
图 12 同行业公司单价对比图（元/米）	12
图 13 同行业公司净利率对比（%）	12
图 14 男西服套装市场消费容量（亿元）及增长率（%）	17
图 15 我国男衬衫消费市场容量（亿元）及增长率（%）	17
图 16 同行业公司收入及增速对比	18
图 17 同行业公司毛利率对比（%）	19
图 18 同行业公司净利率对比（%）	19
图 19 2015-2019 年全球 UHMWPE 纤维产能及理论需求.....	22
图 20 2015-2019 年我国 UHMWPE 纤维产能及需求量.....	22
表 1 2019 年前 5 大客户营业收入占比情况	7
表 2 2019 年呢绒面料和服装分别的前十大客户情况.....	7
表 3 南山智尚股权结构（截止 2021 年三季度）	9
表 4 董事会管理层人员介绍.....	10
表 5 国内主要精纺呢绒企业及产能.....	11
表 6 费用率拆分（2020 年）	12
表 7 销售费用率拆分（2020 年）	13
表 8 管理费用率拆分（2020 年）	13

表 9 南山智尚五大系列及特点	14
表 10 部分科技产品介绍	15
表 11 公司面料专利技术	15
表 12 呢绒业务收入拆分（销量单位：万米，收入单位：万元，单价单位：元/米）	16
表 13 国内职业装市场规模	17
表 14 同业公司收入拆分比较	18
表 15 乔治白西装和衬衣营业成本拆分	19
表 16 费用率拆分（2020 年）	19
表 17 服装业务收入拆分	21
表 18 超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）简介	22
表 19 超高分子量聚乙烯纤维主要参与企业	23
表 20 高分子聚乙烯纤维的两种制作方法比较	24
表 21 同业产品单价情况（单价：元/公斤，元/件）	25
表 22 UHMWPE 纤维主要应用	25
表 23 超高分子量聚乙烯业务拆分	26
表 24 收入拆分	27
表 25 公司及可比公司估值	28

1. 公司概况：毛纺龙头，发力新材料双轮驱动

1.1. 历史回顾：历史上受羊毛价格波动影响，未来高端面料占比提升

南山智尚科技股份有限公司于 2007 年创立，由南山集团控股，是全球为数不多的毛纺织服装产业链一体化公司。2020 年公司收入/归母净利分别为 13.58/0.88 亿元，其中精纺呢绒面料/职业装 46%/53%，毛利率分别为 26%/33%，其中，面料自用占比约为 20-30%。进一步拆分服装业务板块，2020 年上半年职业装（西装/衬衫/其他服饰）/服装加工/口罩及防护服收入占比分别为 90%（74%/10%/6%）/6%/4%，毛利率分别为 30.5%/46%/66.6%/27%/70%。

产能规模已足够大，未来高端占比提升带动价增。2020 年公司精纺呢绒/西装/衬衫产能分别为 1600 万米/135 万套/45 万件，2016 年至今未曾扩产。从产能利用率来看，2020 年呢绒面料/西装/衬衫产能利用率分别为 73%/67%/114%，2021 年上半年呢绒面料/西装/衬衫产能利用率恢复至 75%/54%/140%。我们分析，呢绒面料产能利用率仅为 70%+，一方面是受到疫情影响，另一方面主要由于公司提高高附加值面料占比，支数增加使得产量有所减少，我们估算，机器全部运转情况下，产能利用率约在 70-80%。西装产能利用率较低主要是受到疫情影响。

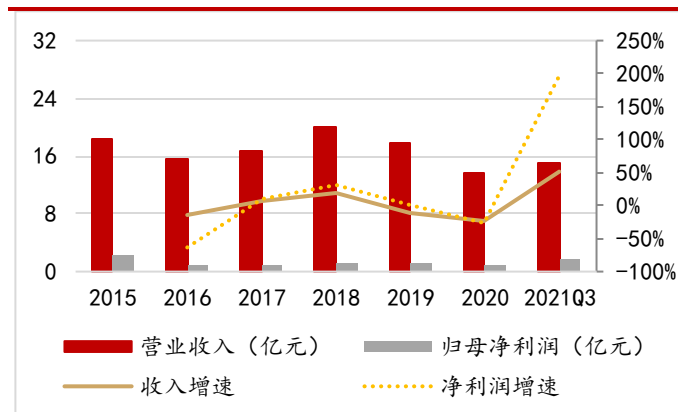
2019 年公司前 5 大客户占比为 20%，其中呢绒面料前十大客户占比为 25%，客户包括品牌客户 PEERLESS CLOTHING、报喜鸟、大杨、酷特智能等以及银行等招投标客户；服装前十大客户占比 31%，主要为品牌客户日本 AOYAMA TRADING（青山）、英国 BERWIN & BERWIN 等以及国内银行等职业装采购的招投标客户。

2015-2020 年收入/归母净利年复合增速分别为-6%/-17%，其中：（1）精纺呢绒 2016-2020 年收入年复合增速为-4%，拆分量价来看，2016-2020 年精纺呢绒的销量/单价年复合增速为 0%/-4%，单价主要受羊毛价格影响，2017、2018 年羊毛价格上涨带动单价增长 16%/9%，2019、2020 年羊毛价格回落使得收入分别下降 12%/23%；（2）服装业务 2016-2020 年收入年复合增速为-3%，其中我们估算西装年复合增速为-4%（量/价分别-11%/8%），衬衣年复合增速为 8%（量/价分别 6%/2%），服装订单主要受大小年影响，2018 年中标了建设银行等客户的职业装采购订单，且产品售价继续维持上涨，带动收入增长 21%，而 2019 年受境内大型客户职业装采购周期影响收入下降 17%，2020 年疫情影响复工、海外订单减少，服装收入下滑 18%。

2021 前三季度公司收入/归母净利分别为 10.19/0.96 亿元，同比增长 2%/25%，净利增速高于收入增速主要来自毛利率提高（来自羊毛价格上涨和产品结构优化带动呢绒面料毛利率提升贡献）以及存货减值减少。

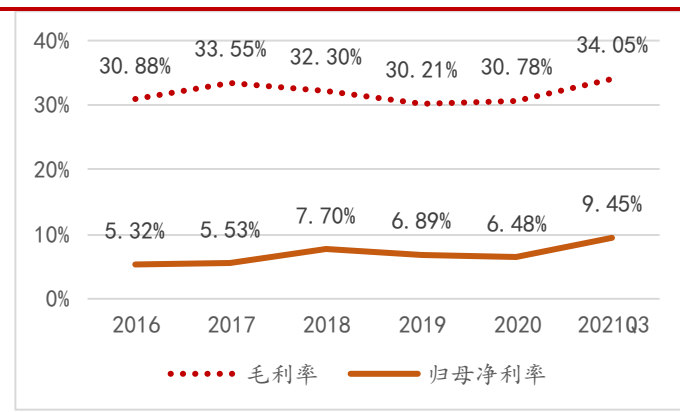
从盈利能力看，公司毛利率在 30%-35%、净利率在 5-9%之间波动。分业务来看，呢绒面料毛利率在 25-35%之间、服装毛利率在 33-35%之间波动，呢绒面料毛利率主要受羊毛价格、产品结构变动影响。2021 年上半年毛利率提升主要来自呢绒面料贡献（面料/服装毛利率分别+9/-3PCT 至 35%/33%），我们分析主要由于羊毛价格进入上涨周期以及高面料附加值的订单占比提升带来的结构优化。公司净利率主要受毛利率变动以及费用率影响，2018 年管理费用率下降主要由于减少了股份支付影响。

图 1 历年公司收入、归母净利润（亿元，%）



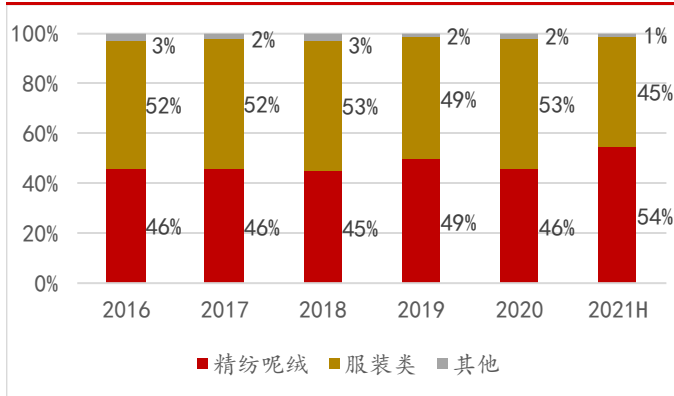
资料来源：wind、华西证券研究所

图 2 历年公司毛利率、归母净利率



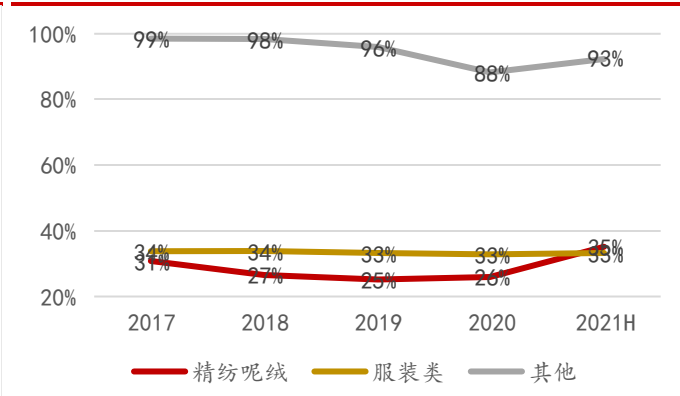
资料来源：wind、华西证券研究所

图 3 分业务收入占比



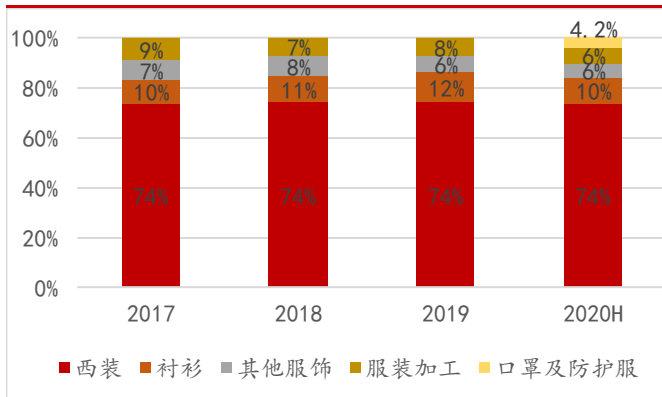
资料来源：wind、华西证券研究所。

图 4 分业务毛利率



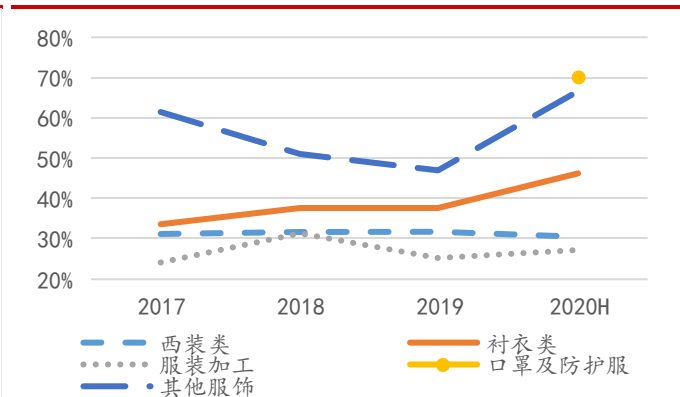
资料来源：wind、华西证券研究所

图 5 服装业务分产品收入占比



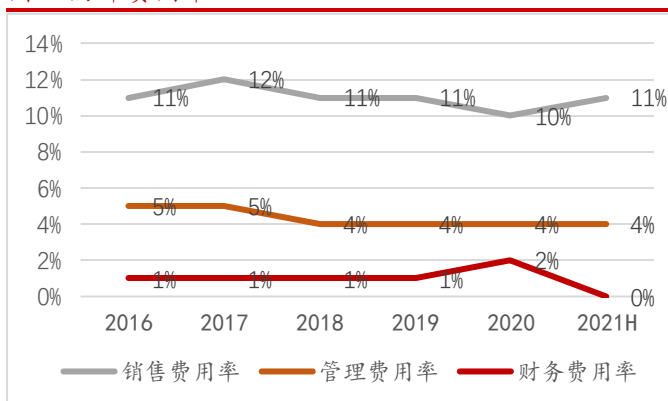
资料来源：wind、华西证券研究所。

图 6 服装类分业务毛利率



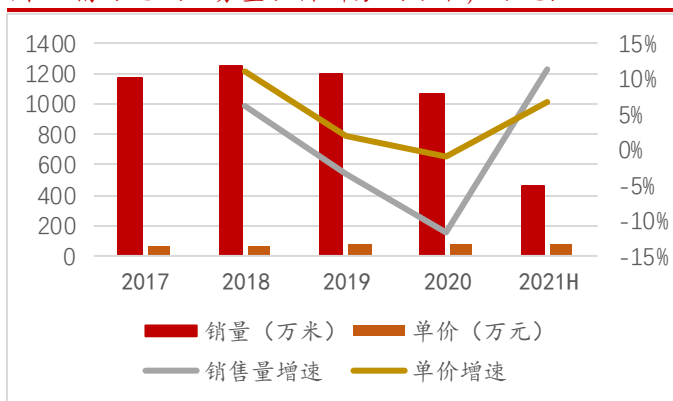
资料来源：wind、华西证券研究所

图5 历年费用率



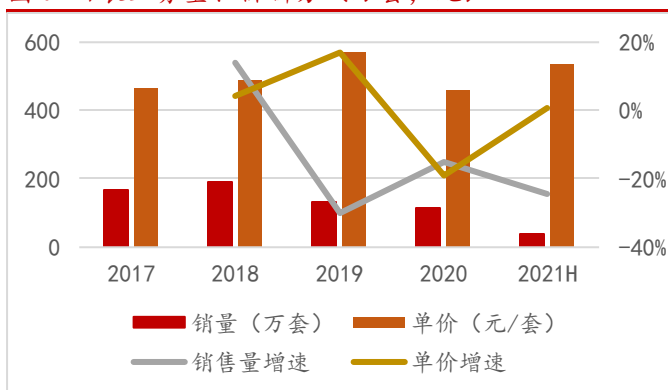
资料来源：wind，华西证券研究所。

图6 精纺呢绒业务量、价拆分（万米，万元）



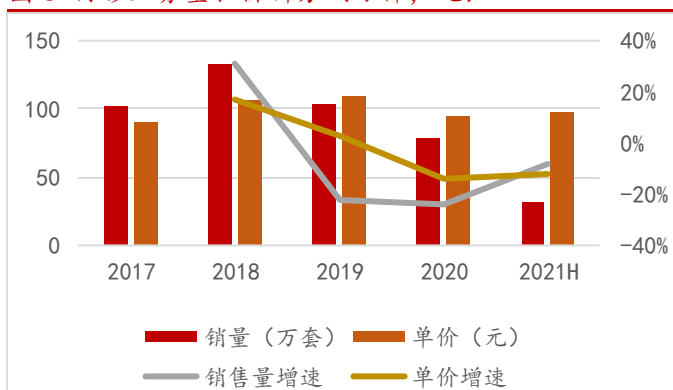
资料来源：wind，华西证券研究所。

图7 西装业务量、价拆分（万套，元）



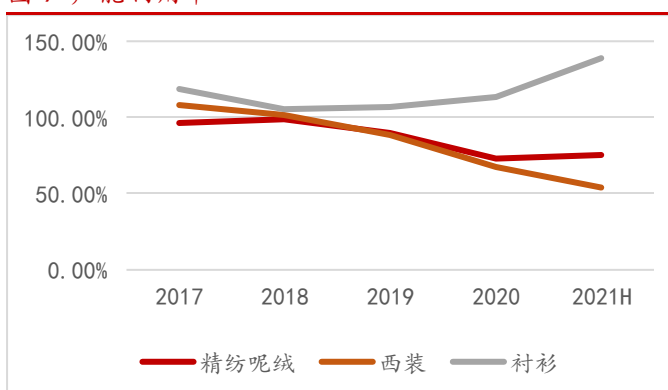
资料来源：wind，华西证券研究所。

图8 衬衫业务量、价拆分（万件，元）



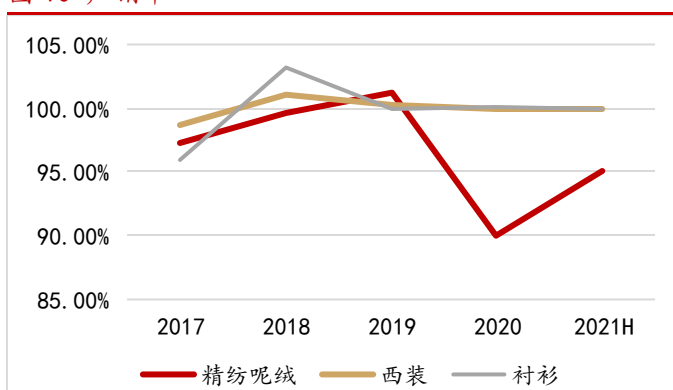
资料来源：wind，华西证券研究所。

图9 产能利用率



资料来源：wind，华西证券研究所。

图10 产销率



资料来源：wind，华西证券研究所。

表 1 2019 年前 5 大客户营业收入占比情况

	客户名称	营业收入（万元）	营业收入占比
1	AOYAMA TRADING CO. LTD	5355.19	6.06%
2	PEERLESS CLOTHING INC.	3628.87	4.10%
3	大杨集团有限责任公司控制的企业	3420.74	3.87%
4	中国建设银行股份有限公司	3388.80	3.83%
5	报喜鸟控股股份有限公司及其控制的企业	2299.34	2.60%
	合计	18092.94	20.46%

资料来源：wind、华西证券研究所

表 2 2019 年呢绒面料和服装分别的前十大客户情况

	呢绒客户名称	营业收入（万元）	营业收入占比	服装客户名称	营业收入（万元）	营业收入占比
1	大杨集团有限责任公司	5734.32	6.56%	日本 AOYAMA TRADING CO., LTD	10150.98	11.68%
2	美国 PEERLESS CLOTHING INC.	5590.12	6.39%	中国建设银行股份有限公司	7838.06	9.02%
3	报喜鸟控股股份有限公司	5419.62	6.20%	美国 THEORY LLC	3158.87	3.63%
4	青岛南山纺织服饰有限公司	3699.06	4.23%	中国移动通信集团有限公司	2621.60	3.02%
5	浙江乔治白服饰股份有限公司	2979.60	3.41%	兴业银行股份有限公司	2127.30	2.90%
6	宁波市鄞州宁南商贸有限公司	2386.05	2.73%	中国农业银行股份有限公司	2127.30	2.45%
7	中国银行股份有限公司	2149.65	2.46%	澳大利亚 NEWBALE CLOTHING PTY LIMITED	2086.79	2.40%
8	宁波东江南山呢绒销售有限公司	2069.54	2.36%	葡萄牙 FONTWELL - IMPORT, EXPORT UNIPessoal LDA	2054.24	2.36%

9	江苏南山精纺 呢绒销售有限 公司	1941.56	2.23%	美国 PB ARISTO INC.	1671.48	1.92%
10	诸城市普兰尼 奥男装有限公 司	1656.27	1.89%	招商银行股份有 限 公司	1507.29	1.73%
	合计	33625.79	38.45%	合计	35736.09	41.11%

资料来源: wind、华西证券研究所

1.2. 资本市场表现: PE 最低为 22X, PB 最低为 2 倍

上市至今(截至 2022 年 1 月 12 日), 公司股价下跌 14%, 跑输沪深 300 指数 12PCT。2022 年 1 月 12 日, 公司总市值为 38 亿元。

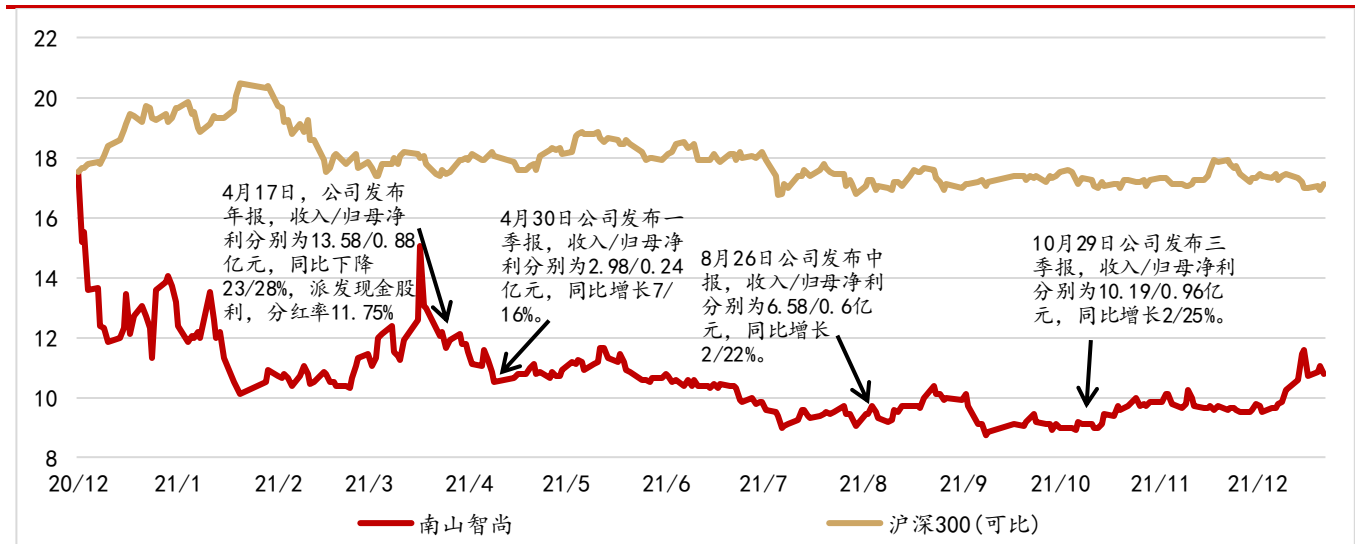
回顾上市以来资本市场表现, 公司动态 PE 在 22-81X 间波动、PB 估值在 2-5X 间波动, 可以分为 2 个阶段:

(1) 上市后消化估值、股价从最高 19.69 元最低跌至 10.02 元(2021/3/9)、对应动态 PE 从 81 倍跌至 41 倍、PB 估值从 4.7 倍跌至 2.4 倍。

(2) 2020 年疫情影响海外订单、年报不及预期, 2021 年上半年, 受服装产能利用率不及预期影响, 公司收入仍未恢复疫情前水平, 股价进一步跌至 8.52 元(2021/7/28)、对应动态 PE 估值为 22 倍、PB 估值为 2 倍。

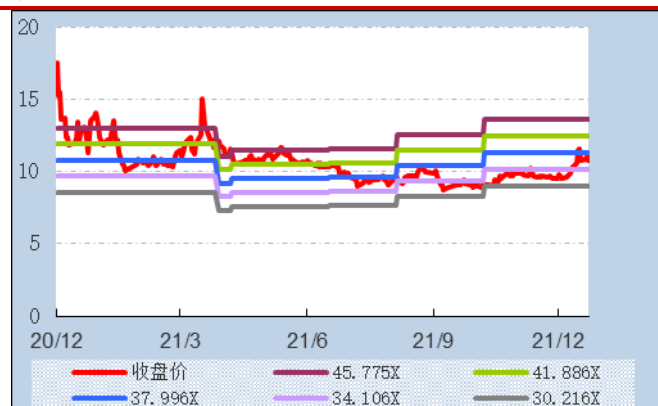
(3) 22 年 1 月以来进入估值切换期, 随着面料、服装主业逐步复苏, 以及超高分子聚乙烯项目将在上半年投产贡献收入预期, 叠加冬奥主题催化(公司参与冬奥会长款防寒服和短款多功能服的设计, 其中公司设计的短款多功能服成功入围), 公司股价回升, 股价最高达 12.23 元、对应 22 年 PE 为 30X。

图 7 股价图(前复权)



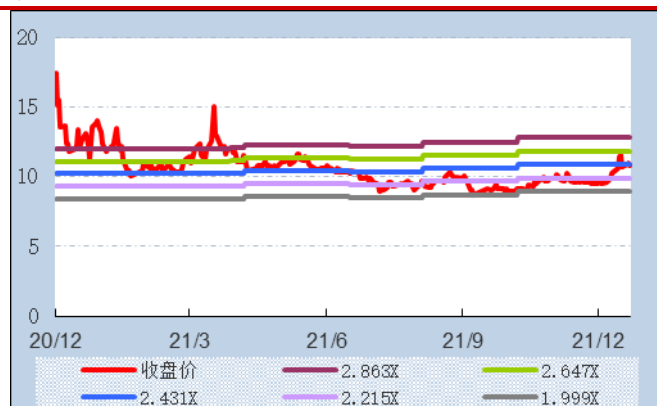
资料来源: wind, 华西证券研究所。

图 11 PE BAND



资料来源: wind, 华西证券研究所。

图 12 PB BAND



资料来源: wind, 华西证券研究所。

1.3. 股权结构：集体企业，控股股东南山村委会持股 67.5%

公司为集体企业，实控人为南山村委会。南山村委会对南山集团的出资比例为 51%、为南山集团的控股股东，南山村委会间接控制公司 67.5%股份。改革开放后，南山村利用“公司制农村发展模式”飞速发展，先后兼并了周围 8 个村子，目前南山集团拥有南山铝业、恒通股份、南山智尚 3 个上市公司，以及旅游、地产、教育等产业。

公司第二、第三大股东烟台盛坤（高管持股平台）、以及烟台南晟（员工持股平台）为员工及高管持股平台，均各持有公司 3.75%的股份。

表 3 南山智尚股权结构（截止 2021 年三季度）

股东名称	介绍	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
南山集团有限公司	实控人为南山村委会	24,300	67.50%
烟台盛坤投资合伙企业（有限合伙）	高管持股，上市前认股	1350	3.75%
烟台南晟投资合伙企业（有限合伙）	员工持股，上市前认股	1350	3.75%
郑锦强	-	63	0.18%
青岛彼得海投资管理咨询有限公司	-	60.4	0.17%
王强	-	55.29	0.15%
辛明伟	-	50	0.14%
邓兴文	-	48	0.13%
王志强	-	37.67	0.10%
崔玉英	-	37	0.10%
合计	-	27,351.4	75.97%

资料来源：公司招股书、华西证券研究所

表 4 董事会管理层人员介绍

赵亮	1978 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。曾任南山铝业证券部职员、项目办副主任、北京办事处主任、济南办事处主任、监事，南山集团监事，南山纺织董事长、总经理；现任南山智尚董事长、总经理、南山集团董事。
程仁策	1963 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，高级工程师。曾任龙口市造纸厂副科长、龙口市经济贸易委员会技术改造科科长、南山铝业项目办主任，南山铝业董事、副总经理、总经理，南山集团总经理，南山纺织副董事长；现任南山智尚副董事长，南山集团董事、南山铝业董事长。
宋日友	1971 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任南山集团北京办事处主任，南山精纺呢绒总厂销售经理、总经理，南山纺织董事长、总经理；现任南山智尚董事，新南山国际控股有限公司总裁。
孙振可	1966 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，统计师，高级技师。曾任青岛钢铁集团科长、青岛红领集团常务副总经理、南山纺织服装事业部总经理；现任南山智尚董事、副总经理。
韩勇	1978 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，曾任南山精纺车间副主任、主任、厂长，南山纺织服装事业部副总经理；现任南山智尚董事、服装事业部副总经理。
曹贻儒	1975 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任南山精纺车间主任、染整厂长、精纺事业部总经理；现任南山智尚董事、副总经理。

资料来源：公司招股书、华西证券研究所

2. 呢绒面料：未来高端面料占比有望提升，带动提价

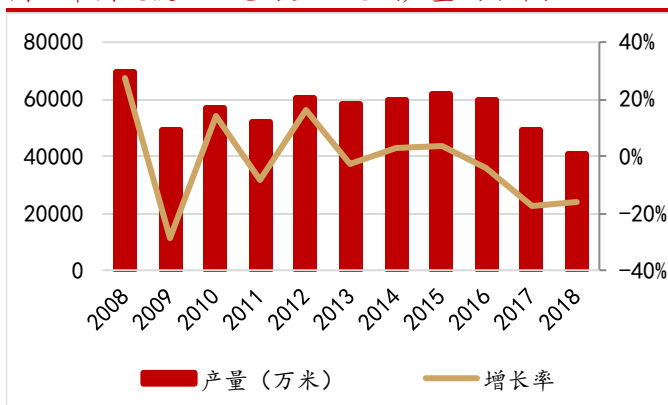
2.1. 毛纺行业分析：千亿市场，年产量超 4 亿米，CR12=28%

受原料羊毛的限制，毛纺行业不可能无限量扩大产能，目前在纺织行业中仅占 1%。毛纺行业起源于欧洲，我国作为毛纺产能的主要承接者，产能和产量已经位列全球第一，根据《中国纺织工业发展报告》，2018 年我国毛纺织行业规模以上企业呢绒生产量超 4 亿米，产品以内销为主、仅 20% 左右出口海外（印尼、越南、日本占比过半，其中印尼、越南的精纺呢绒主要用于加工服装继而出口欧美等地）。近些年随着我国毛纺行业的研发实力逐步增强，部分毛纺龙头企业逐步进入国际一流服装品牌的供应链，从以往的中低端市场逐步向高端市场转型。

目前市场担心毛纺产业链会不会进一步转移到东南亚，我们分析，中短期来看，受限于上下游产业链的完整度（特别是化纤、染整、装备等环节薄弱，需要从中国大量进口），东南亚国家尚无法承接毛纺产业链，而疫情也加速了欧洲毛纺产能向中国转移。

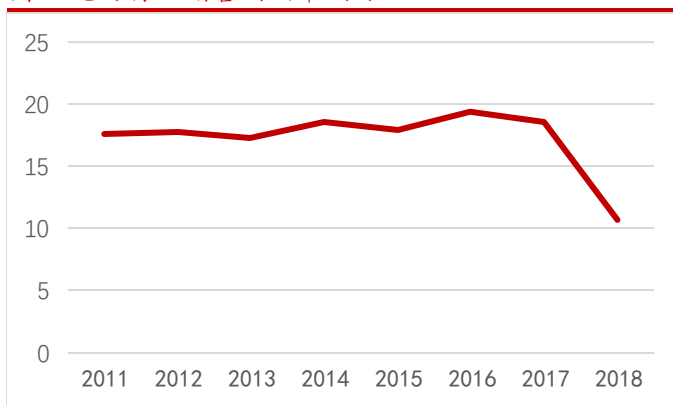
从竞争格局来看，我国精纺呢绒生产主要集中在江苏省和山东省，分别占供应市场的 64% 和 10%，CR12 约 28%，行业竞争加剧了优胜劣汰。据《中国纺织工业发展报告》数据，2015-2018 年呢绒产量、行业收入以及企业数逐年下降，呢绒产量从 2015 年的 6 亿多米下降至 2018 年的 4 亿多米，收入从 2015 年约 2800 亿元下降至 2018 年约 1400 亿元，企业数也从 1200 多家减少至 2018 年的 1,057 家。我们分析，目前国内毛纺市场处于初期阶段，行业在中低端市场竞争激烈，大量低效企业出局，集中度呈现集中趋势。

图 8 中国规模以上毛纺企业呢绒产量（万平米）



资料来源：招股书 华西证券研究所。注：2015 年以前为国家统计局数据，2015 年及以后来自《中国纺织工业发展报告》。

图 9 毛纺行业销售利润率 (%)



资料来源：wind 华西证券研究所

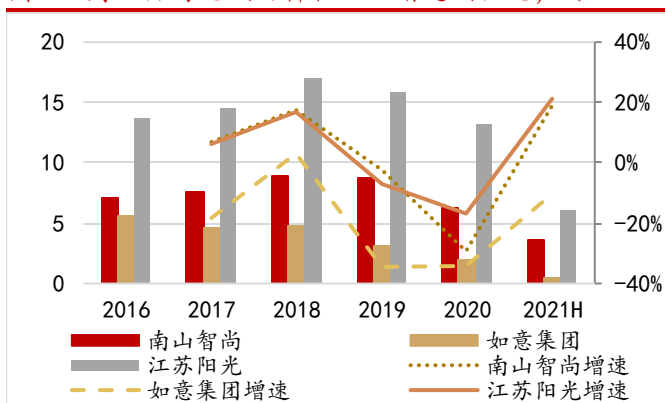
表 5 国内主要精纺呢绒企业及产能

公司名称	所在地	年产能（万平米）	面料收入（亿元）	毛利率	净利率
江苏阳光股份有限公司	江阴	2600	12.99	21.63%	1.73%
山东南山智尚科技股份有限公司	烟台	1600	6.18	30.78%	6.35%
山东如意毛纺服装集团股份有限公司	济宁	1200	2.03	26.89%	-0.04%
江苏倪家巷集团有限公司	江阴	1500	-	-	-
江苏鹿港文化股份有限公司	张家港	1000	-	-	-
江苏箭鹿毛纺股份有限公司	宿迁	1000	-	-	-
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	-	-	-
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	-	-	-
合计	-	11100 (CR12=28%)	-	-	-

资料来源：公司招股书、华西证券研究所

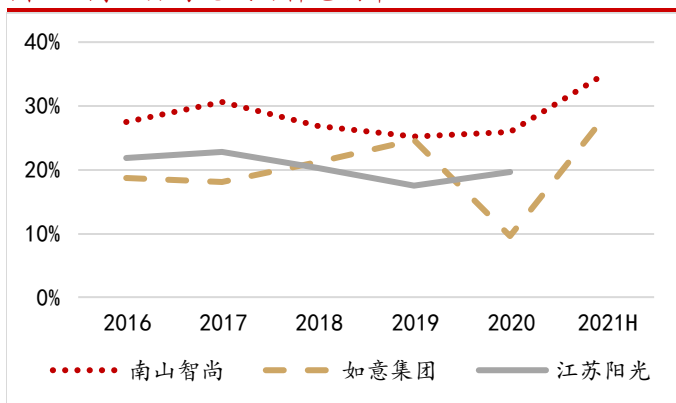
行业前三龙头分别为江苏阳光、南山智尚以及如意毛纺，从行业内龙头公司增速来看，2016-2020 年江苏阳光/南山智尚/如意集团的呢绒面料收入年复合增速分别为-1%/-4%/-22%，龙头增速好于行业增速（2016-18 年行业年复合增速低于-20%），集中度呈现提升态势，主要由于龙头企业产品结构向高端化方向调整。2021 年上半年，江苏阳光/南山智尚/如意集团收入增速分别为 21%/19%/-9%（2021 年上半年如意仍为负主要受会计准则变动影响、即原料贸易业务收入确认从总额法变为净额法；江苏阳光增速比南山智尚略高主要受基数影响，江苏阳光/南山智尚 2021 年上半年较 2019 年上半年增速分别为-19%/-16%），行业龙头领先复苏。

图 10 同行业公司呢绒面料收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 11 同行业公司呢绒面料毛利率

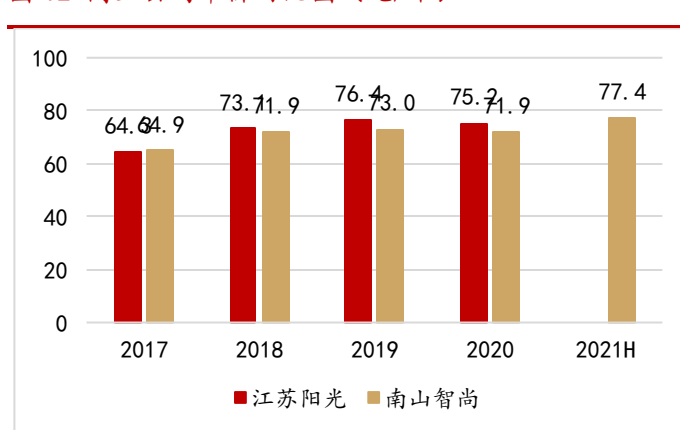


资料来源：公司公告、华西证券研究所

从盈利能力来看，南山智尚毛利率高于江苏阳光和如意集团，我们分析主要由于：（1）进口设备机械化程度高；（2）公司计提存货跌价准备较多，在产品实现销售后跌价转回拉高了毛利率，存货跌价转回对精纺呢绒毛利率的影响在 3-4%；（3）公司境外毛利率高于江苏阳光和如意集团，拉高了整体毛利率。从净利率来看，公司盈利能力稳定，净利率稳步提升、高于江苏阳光和如意集团。

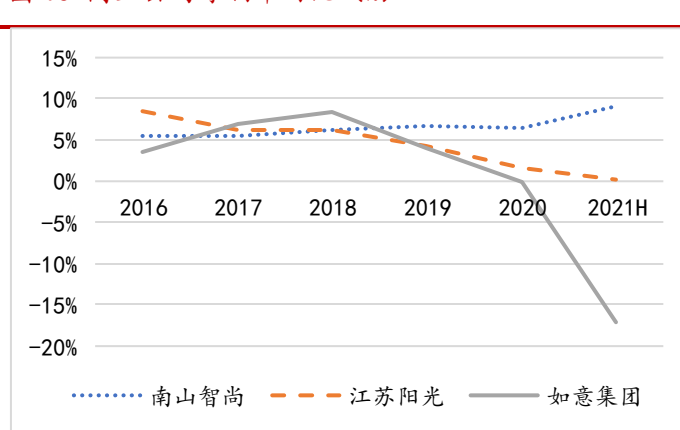
从费用率来看，（1）南山智尚销售费用率高于同行，细分来看，主要由于公司加大国内市场开拓力度，职工薪酬、差旅费、招待费、销售服务费等费用高于同行。（2）公司管理费用率低于同行，细分来看，我们分析主要由于职工薪酬、办公费用低于同行以及近些年未扩产、折旧摊销低于同行。

图 12 同行业公司单价对比图（元/米）



资料来源：wind、华西证券研究所。

图 13 同行业公司净利率对比（%）



资料来源：wind、华西证券研究所

表 6 费用率拆分（2020 年）

	南山智尚	江苏阳光	如意集团
毛利率	31%	21%	27%
税金及附加费率	1%	1%	3%

销售费用率	10%	2%	6%
管理费用率	4%	10%	9%
研发费用率	3%	1%	3%
财务费用率	2%	5%	10%
减值损失占比	-5%	-1%	0%
信用减值损失占比	0%	0%	-6%
公允价值变动占比	0%	0%	0%
其他收益占比	0%	1%	12% (政府补助等)
净营外收入占比	0%	0%	0%
所得税率	0%	2%	1%
少股损益占比	0%	1%	-1%
净利率	6%	1%	1%

资料来源：wind、华西证券研究所

表 7 销售费用率拆分 (2020 年)

	南山智尚	江苏阳光	如意集团
职工薪酬	4%	1%	4%
办公费	0%	0%	
差旅费	1%	0%	1%
运输装卸费	0%		0%
销售服务费	2%	-	-
商场店铺费	0%	-	-
业务招待费	1%	0%	-
折旧、摊销及租赁费	0%	-	0%
业务宣传及样品费	0%	-	-
市场推广费	1%	0%	-
咨询费	0%	-	-
投标服务费、检测费及其他	0%	-	1%
展览费	-	-	0%
合计	10%	2%	6%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 8 管理费用率拆分 (2020 年)

	南山智尚	江苏阳光	如意集团
职工薪酬	2%	4%	2%
折旧及摊销	1%	2%	4%
租赁费	0%		
差旅费	0%	0%	
办公费	0%	2%	

业务招待费	0%	0%	0%
中介服务费	0%	0%	
车辆费用	0%		
维修费及物料消耗	0%		
排污绿化费		0%	
水电费		1%	
技术开发费			
其他	0%	0%	2%
合计	4%	10%	9%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.2. 公司优势：拥有 OPTIM 面料专利，拓宽羊毛应用领域

公司重视面料研发，拥有丰富的产品系列。目前已拥有经典全毛系列、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布局，其中高支系列的精纺呢绒面料可以达到 600 支；并逐渐形成了大提花系列、半精梳拉毛系列、浓黑产品系列、户外运动系列等特色产品。

表 9 南山智尚五大系列及特点

产品系列名称	产品特点
经典全毛系列	采用 super80-140 超细澳大利亚美丽奴羊毛，制成集时尚外观与穿着舒，适于一体的经典全毛系列产品，主要用于中高端西装、高档职业装领域。
极品毛绒丝系列	选用 super150-180 极品澳大利亚美丽奴羊毛，与极品羊绒、蚕丝等高档纤维混合，采用集聚纺纱线工艺技术制成的面料，品质奢华、手感细腻柔和，主要用于顶级奢侈品牌、高端私人定制领域。
高支混纺系列	选择澳大利亚美丽奴羊毛与聚酯等合成纤维混合、纺制的 100-130 支高支毛精纺纱线，制成的面料呢面细腻，手感活络、强度高、耐磨性好、易打理，主要用丁中高端西装市场、高档职业装和行业服市场。
精品休闲系列	选择澳大利亚美丽奴羊毛与麻、棉野生蚕丝等多种材料混合，采用花式纱线技术制成的面料，面料色彩丰富、花型时尚、紧随市场流行趋势，主要用于高端时尚休闲品牌市。
功能性产品系列	自主研发设计的功能性面料，如冷感面料、保暖面料、可机洗易护理面料、多功能复合面料、超轻面料、阻燃防护面料等，提升面料的附加值，主要用于特殊着装需求的行业报市场。

资料来源：招股书，华西证券研究所

在面料研发上，公司自主研发独家专利 OPTIM 面料，推出了“OPTIM 轻羽户外面料”、“空气羊毛面料”、“纯羊毛户外运动面料”等功能性面料产品，实现了羊毛面料服用性能突破，具有防风聚水的效果，使得毛纺面料能够应用于运动服、冲锋衣、休闲风衣等服装领域。目前公司是全球唯一能够生产制造 OPTIM 面料的高新技术企业（该面料的生产是基于从制条、纺纱、织造到后整理全生产流程的工艺创新，而公司 2012 年通过和国际羊毛局合作研发、拥有该产品的全套生产专利，此后国际羊毛局私有化）。

表 10 部分科技产品介绍

产品名称	特点
空气羊毛面料	采用我司的 OPTIM 专利技术, 通过不同的纤维收缩率, 使得纱线内部形成大量的空隙, 滞留的空气微单元, 使得面料具有轻质蓬松保暖的特性
纯羊毛户外运动面料	采用我司自主专利 OPTIM 纤维技术, 面料不采用任何助剂处理即具有天然防风拒水特性, 可广泛应用于户外休闲慢运动产品中。
复古风格可机洗羊毛成衣	采用我司自有专利技术生产的成衣, 具有弹性舒适、透气、可机洗等特性, 且面料表面复古风格效果, 时尚感强。
羊毛易打理抗菌衬衫	采用超细防缩羊毛与超细旦再生纤维素纤维, 结合紧密纺纺纱技术和抗菌后整理技术, 彻底解决羊毛衬衫贴身穿着的刺痒感, 对人体无毒、无刺激、无过敏反应, 有效抑制细菌、真菌、霉菌再生, 保护皮肤干净清洁。同时具有可水洗、透气、吸湿速干的功能。

资料来源: 公司公告 华西证券研究所

公司注重研发团队构建, 引进意大利专家技术团队, 对面料及服装研发生产工艺流程进行全程指导。此外, 公司汇聚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, 捕捉世界前沿时尚流行趋势信息, 实现原创设计。公司每年进行两季时尚创意产品研发, 并以原创、科技为特色参加历次法国 PREMIERE VISION (第一视觉展)。截至 2020 年底, 南山智尚研发人员 267 人, 并拥有全国十佳纺织面料设计师 3 人、整体面料服装设计师 68 人、与外部签约设计师 4 人。

表 11 公司面料专利技术

专利技术	优势	产品优点
抗皱西装面料	其操作简单, 对设备要求不高, 生产成本低	具有更好的耐洗涤性能, 经过多次洗涤, 其抗皱性能也不会降低。
印花拉毛精纺羊毛面料	印花效果好, 且不会出现色差, 制得的羊毛面料即具有印花又经拉毛处理	印花处具有颜色深浅不一的特殊美感
全毛精纺纯天然抗皱面料	-	用于全毛精纺纯天然抗皱面料制作
舒适透气阻燃防护毛精纺面料	-	-
全毛高弹、机可洗、抗皱、防水面料	-	纯毛可机洗工艺, 符合商旅消费者的便捷需求

资料来源: 国家知识产权局网站 华西证券研究所

在研发设计方面, 公司 2013 年与国际羊毛局联合成立国内首个“羊毛创新中心”, 成为全球化纺织科研创新基地。多年来, 双方共同研发了 NEULANA 户外及空气羊毛面料系列、以及极细美丽诺面料系列, 应用于高端时装的半精纺面料等全新产品。

在智能化程度方面, 公司拥有以意大利工艺为核心的完整技术工艺体系和先进的 MTM (量身定制) 系统。公司从德国、法国、意大利等国引进全套先进生产设备, 组建了先进的精纺呢绒和服装生产线。目前公司主要生产设备中进口设备占 95% 以上。

2.3. 成长驱动：高附加值产品占比提升带动提价

公司 2020 年 IPO 募集资金用于“精纺毛料生产线智能升级项目”，项目建成后一方面将增加 150 万米/年精纺呢绒产能（同比+9%），另一方面通过降低毛涤类等低附加值的产品类别，提高全毛类、精品羊毛类等高附加值的产品类别，实现产品结构的升级和附加值的提高，并继续扩大目前已开发的 6 大类新品种的产量，带动单价和利润率提升，实现产品结构升级。

从客户来看，我们估计目前公司男装/女装客户分别占比 80%/20%，我们分析，女性对服饰的价格敏感性比男性低，未来提价空间更大。高端女装方面，公司已进入诸多国际国内一线品牌面料供应链。除了高端男装、女装，公司还在同运动品牌等进行打样合作。

我们测算，2020-2023 年，呢绒收入年复合增速为 18%，其中量/价贡献分别为 10%/8%。

表 12 呢绒业务收入拆分（销量单位：万米，收入单位：万元，单价单位：元/米）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
产能（万米）	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1750
增速		0%	0%	0%	0%	0%	0%	9.38%
产能利用率	99.39%	96.92%	98.81%	90.12%	73.43%	76.82%	78.00%	77.43%
产量（万米）	1590.26	1550.75	1581.00	1441.85	1174.93	1213.12	1248.00	1355.00
增速		-2.48%	1.95%	-8.80%	-18.51%	3.25%	2.88%	8.57%
产销率	74.53%	75.51%	78.63%	83.13%	90.09%	95.00%	100.00%	100.00%
销量（万米）	1185.28	1170.93	1170.93	1198.6	1058.45	1152.46	1248.00	1355.00
增速		-1.21%	0%	2.36%	-11.69%	8.88%	8.29%	8.57%
(1) 对外销量	847.98	779.24	840.14	937.76	859.46	933.50	1023.36	1138.20
增速		-8.11%	7.82%	11.62%	-8.35%	8.61%	9.63%	11.22%
对外销售占比	71.54%	66.55%	71.75%	78.24%	81.20%	81.00%	82.00%	84.00%
(2) 服装业务用量	337.3	391.69	330.79	260.84	198.99	218.97	224.64	216.80
增速		16.13%	-15.55%	-21.15%	-23.71%	10.04%	2.59%	-3.49%
单价（元/米）	84.08	97.52	106.30	93.25	71.92	77.67	83.89	90.60
增速		15.99%	9.00%	-12.28%	-22.87%	8.00%	8.00%	8.00%
收入-对外销售	7.13	7.60	8.93	8.74	6.18	7.25	8.58	10.31
增速		6.58%	17.52%	-2.09%	-29.31%	17.30%	18.40%	20.12%

资料来源：华西证券研究所

3. 服装业务：一体化优势显著，22 年有望迎来拐点

3.1. 职业装行业：中国职业装市场规模接近 4000 亿元

根据立鼎产业研究中心数据测算，我国民用职业装市场规模约为 3800 亿元，其中包括：1) 职业制服市场规模约为 2000 亿元，2) 职业工装市场规模 1000 亿元，以及 3) 职业时装市场规模约为 800 亿元。

表 13 国内职业装市场规模

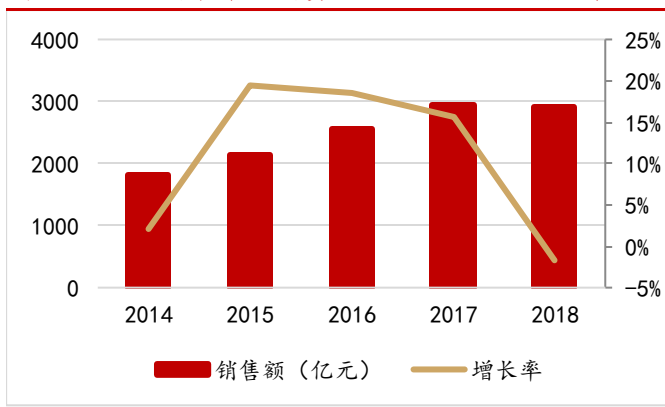
分类	人数/件数	市场规模
一、职业制服市场规模	-	2000 亿元
1、国家统一着装部门（包括公安、工商、税务、司法、法院、检察院、海关等）	500 万人	100 亿元
2、商业性机构（铁路、邮政、航空、航运、银行等）	800 万人	900 亿元
3、公用事业与非盈利机构（校服，医院制服等）	2.4 亿人	1000 亿元
二、职业工装	年需求量 3000 万件	1000 亿元
三、职业时装（参与企业多为品牌服装企业，销售渠道以零售为主）		800 亿元

资料来源：《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》、华西证券研究所

根据招股书数据，从产品来看，（1）西服套装：2018 年，我国西服套装市场容量约 3,800 亿元，我国男西服套装消费市场容量近 3,400 亿元，占西服套装消费市场的 90%。（2）衬衫：根据中华商业联合会数据测算，2018 年，我国衬衫消费市场容量约 670 亿元，其中男衬衫约占 67%。

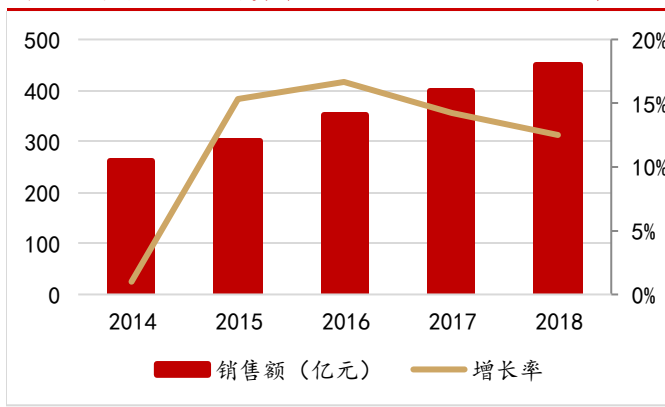
由于职业装通常是 2-3 年更换，因此职业装市场体现出明显的大小年特性，2021 年是职业装大年，2022 年也会有陆续换装。

图 14 男西服套装市场消费容量（亿元）及增长率（%）



资料来源：招股书 华西证券研究所

图 15 我国男衬衫消费市场容量（亿元）及增长率（%）

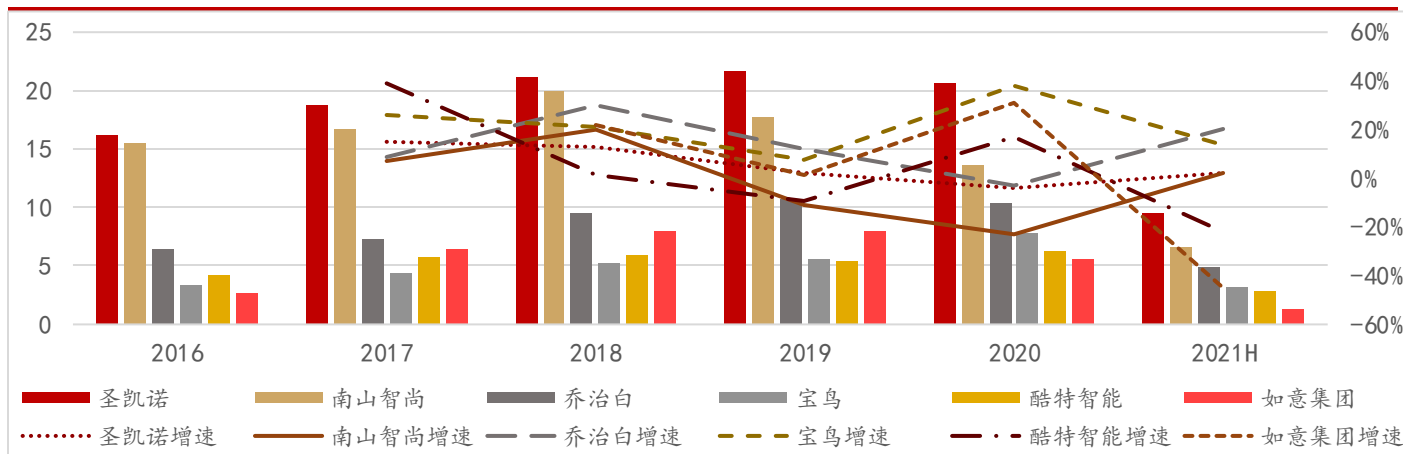


资料来源：招股书 华西证券研究所

目前我国职业装行业竞争格局分散，全国有近 3 万家企业参与职业装行业，其中龙头圣凯诺的市占率不到 1%。而受益于阳光采购和政府集采政策，我们分析行业集中度有望提升、利好龙头企业。

从规模来看，南山智尚服装规模仅低于圣凯诺、2020 年收入规模达 13.58 亿元。从增速来看，2016-2020 年圣凯诺/南山智尚/乔治白/宝鸟/酷特智能/如意集团（服装业务）收入年复合增速分别为 6%/-3%/12%/23%/10%/21%，我们分析南山智尚有所下降主要由于公司海外客户占比较高（服装前十大客户中海内外客户各占一半），而海外疫情反复以及海运紧张影响公司订单需求，此外宝鸟、酷特智能（剔除防护品类复合增速为-3%）增长较快主要来自防疫物资贡献、酷特还有调整客户导致 19 年低基数影响，如意集团增长较快主要来自 2017 年扩产。

图 16 同行业公司收入及增速对比



资料来源：wind、华西证券研究所。注：如意集团为服装部分收入。

表 14 同行业公司收入拆分比较

	2020 年	南山智尚	乔治白	酷特智能	如意集团
分境内境外：					
境内	收入占比	77.8%	98.84%	68.36%	81.51%
	收入增速	-15.96%	-2.97%	30.00%	-14.37%
	毛利率	35.12%	48.24%	27.24%	32.29%
境外	收入占比	22.2%	1.16%	31.64%	18.49%
	收入增速	-41.37%	2.80%	-3.92%	-63.81%
	毛利率	15.52%	29.53%	43.53%	3.05%
分产品：					
西装	收入占比	73.4%	23.69%（上衣）	75.46%（19 年）	-
	毛利率	30.54%	48.86%（上衣）	39.46%（19 年）	-
衬衣	收入占比	10.4%	30.2%	13.89%（19 年）	-
	毛利率	46.25%	58.72%	40.51%（19 年）	-

数据来源 wind，华西证券研究所。

从毛利率来看，公司服装业务毛利率低于圣凯诺和乔治白，我们分析主要由于：（1）公司海外客户占比高，而海外客户全球采购、采购规模大、议价能力强、因此毛利率较低；我们分析，境外低于乔治白主要受产品结构影响，低于酷特智能我们分析主要由于酷特智能海外客户主要以毛利率高的小型 B 端客户为主，且公

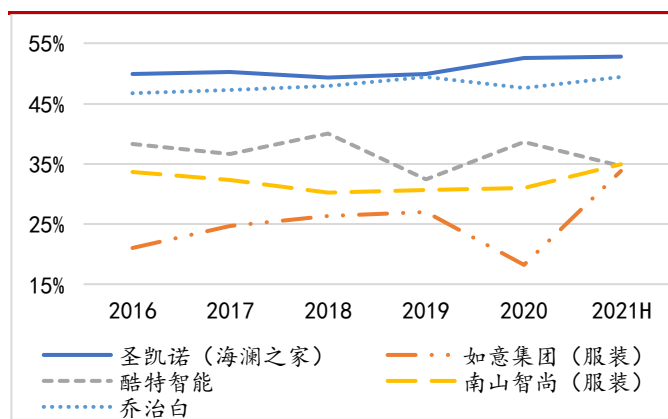
司海外均为 ODM 业务。(2) 低于乔治白主要由于衬衣占比较低, 而衬衣毛利率远高于西装(我们分析主要由于西服所需人工和制造费用较高)。从净利率来看, 我们分析, 公司净利率低于酷特智能主要由于减值较高, 低于乔治白主要由于毛利率较低。公司的减值主要来自精纺呢绒成品与半成品纱线的存货跌价准备, 由于公司精纺呢绒产品具有流行趋势及明显的季节特性(春夏、秋冬两季), 随着库存时间的增加, 或客户未按计划及时提货时, 公司参考行业惯例计提存货跌价准备。

表 15 乔治白西装和衬衣营业成本拆分

产品类别	原材料	人工	制造费用
2011 年度			
西服	59.15%	29.52%	11.33%
西裤	77.08%	16.47%	6.45%
衬衫	63.12%	26.99%	9.89%
2010 年度			
西服	61.82%	22.09%	16.09%
西裤	74.01%	16.78%	9.21%
衬衫	60.05%	28.46%	11.49%
2009 年度			
西服	63.21%	18.61%	18.61%
西裤	70.90%	12.26%	12.26%
衬衫	62.53%	13.00%	13.00%

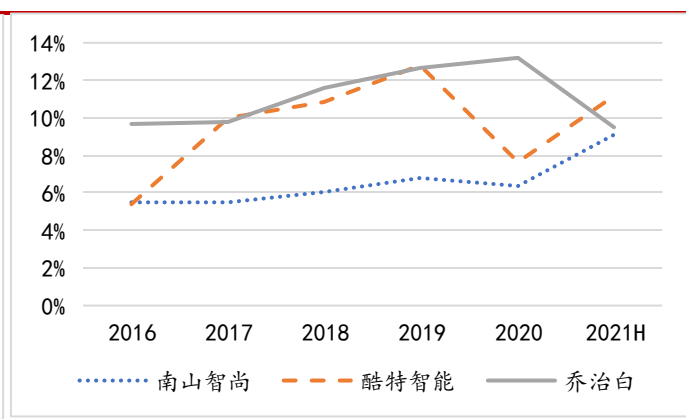
资料来源: wind、华西证券研究所

图 17 同行业公司毛利率对比 (%)



资料来源: wind、华西证券研究所

图 18 同行业公司净利率对比 (%)



资料来源: wind、华西证券研究所

表 16 费用率拆分 (2020 年)

南山智尚		酷特智能		乔治白	
2020	2021H	2020	2021H	2020	2021H

毛利率	31%	35%	32%	35%	49%	49%
税金及附加费率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
销售费用率	10%	11%	12%	14%	16%	16%
管理费用率	4%	4%	7%	6%	7%	8%
研发费用率	3%	4%	2%	2%	5%	8%
财务费用率	2%	0%	0%	0%	0%	0%
减值损失占比	-5%	-3%	-4%	0%	-4%	-5%
信用减值损失占比	0%	-1%	0%	0%	-1%	-1%
公允价值变动占比	0%	0%	0%	1%	0%	0%
其他收益占比	0%	0%	3%	3%	2%	1%
净营外收入占比	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%
所得税率	0%	1%	2%	4%	4%	2%
少股损益占比	0%	0%	0%	0%	0%	-1%
净利率	6%	9%	8%	11%	13%	10%

资料来源：wind、华西证券研究所

3.2. 公司优势：生产一体化协同，客户资源丰富、获客能力强

南山智尚拥有从毛纺上游毛条加工、毛条精梳、染色、纺纱、织造以及染整的纺织全产业链条，并延伸至服装设计、生产与销售。我们分析，具备完整的产业链和产业集群的优势在于：（1）上下游协同研发设计，公司 ODM/OEM 业务具有自主设计开发能力，每年进行春夏和秋冬两季开发，每一季设计研发前，公司面料设计师会有针对性根据品牌每一季的新产品进行研发；（2）稳定优质的原材料供给，叠加智能化定制系统与工艺缩短交期。

公司累积有丰富的客户资源，与知名服装品牌建立了良好的长期合作关系。在品牌客户上，公司与意大利 BOGGI、美国 Theory 等境内外多家服装品牌商建立了战略合作关系；在职业装客户上，公司为国内金融、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，此外，公司还拥有定制体验店以及覆盖全国的营销团队，营销渠道强大、获客能力强。

3.3. 成长驱动：22 年有望迎拐点，中长期看产品结构优化

短期来看，由于公司海外客户占比较高，20、21 年受疫情和海运成本影响较大，我们分析，22 年随着疫情后社会逐步恢复正常以及海运缓解，公司服装业务有望迎来拐点。

中长期来看，公司 IPO 募投项目“服装智能制造升级项目”计划在精品厂及衬衣厂缝纫车间增配全自动吊挂系统和自动缝纫设备，新建全自动立体智能仓储，并搭建新信息化系统。项目建成后，（1）精品厂产量由 17.6 万套增长至 18 万套，其中高级定制西服套装产量以每年 30% 的速度递增，最终达到年产高级定制西服套装 8.7 万套、占西服套装总产量的 48%；职业装西服套装 9.3 万套、占西服套装总

产量的 52%。(2) 衬衣厂升级后产量由 45.74 万件增长至 50 万件, 其中免烫衬衫 35 万件。其中高级定制衬衫产量根据精品厂高级定制西服套装产量同比例逐年递增 30%, 最终达到年产高级定制衬衫 24.1 万件、占衬衫总产量的 48%, 职业装衬衫 25.9 万件, 占衬衫总产量的 52%。我们分析, 项目建成后将优化产品结构、带动单价提升。我们测算, 2020-2023 年服装收入年复合增速为 7%, 其中量/价分别贡献 2%/5%。

表 17 服装业务收入拆分

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
服装	8.06	8.72	10.51	8.69	7.14	7.05	8.27	9.10
增速		8.18%	20.59%	-17.32%	-17.92%	-1.14%	17.19%	10.03%
1、西装收入	6.12	6.43	7.76	6.44	5.25	4.77	5.83	6.50
增速		5.19%	20.65%	-16.99%	-18.53%	-9.12%	22.27%	11.47%
产能	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00	135.40
产能利用率	116.10%	108.13%	101.41%	88.23%	67.76%	58.04%	75.00%	85.00%
委托加工产量 (万套)	7.98	4.36	26.36	6.67	22.87	19.88	19.88	19.88
自产产量 (万套)	156.73	145.97	136.91	119.11	90.13	78.35	94.50	101.55
增速		-6.87%	-6.21%	-13.00%	-24.33%	-13.07%	20.62%	7.46%
外购量 (万套)	13.88	20.94	24.19	7.00	-	-	-	-
产销率	99.35%	97.50%	101.35%	100.23%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万套)	151.08	166.98	189.99	133.08	113.49	98.23	121.13	134.97
增速		10.52%	13.78%	-29.95%	-14.72%	-13.44%	23.32%	11.43%
单价 (元/套)	405.06	466.67	487.48	569.61	462.49	485.61	495.32	505.23
增速		15.21%	4.46%	16.85%	-18.81%	5.00%	2.00%	2.00%
2、衬衫收入	0.53	0.84	1.13	1.05	0.75	0.62	0.67	0.72
增速		58.49%	34.01%	-6.99%	-28.68%	-16.49%	7.67%	7.37%
产能	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
产能利用率	44.57	118.13%	105.42%	106.89%	114.07%	140.00%	140.00%	140.00%
委托加工产量 (万件)	20.14	52.26	78.99	49.96	27.76	-	-	-
自产产量 (万件)	44.57	53.16	47.44	48.10	51.33	63.00	66.50	70.00
增速		19.27%	-10.76%	1.39%	6.72%	22.73%	5.56%	5.26%
产销率	95.99%	95.94%	103.19%	99.86%	100.15%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万件)	62.12	101.99	133.43	103.83	79.21	63.00	66.50	70.00
增速		64.18%	30.83%	-22.18%	-23.71%	-20.46%	5.56%	5.26%
单价 (元/件)	95.44	91.06	106.27	109.90	94.29	99.00	100.98	103.00
增速		-4.59%	16.70%	3.42%	-14.20%	5.00%	2.00%	2.00%

资料来源: 华西证券研究所

4. 超高分子量聚乙烯板块：建厂切入 UHMWPE 市场，22 年上半年有望投产

4.1. 行业分析：预计 2025 年市场需求 10 万吨以上

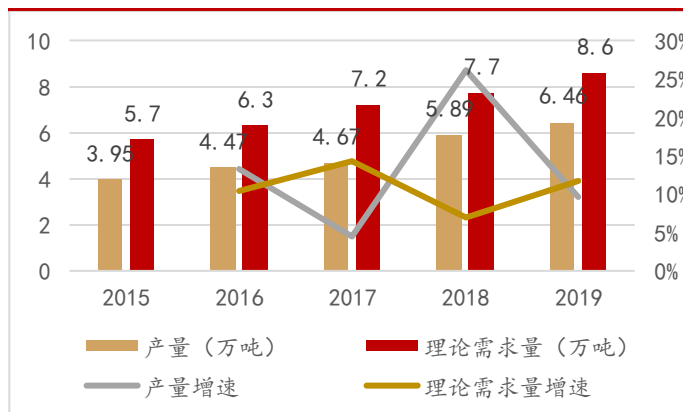
据华经网，2019 年全球超高分子量聚乙烯纤维的产能为 6.46 万吨，而需求量达 8.6 万吨，产能缺口约为 25%。2019 年我国超高分子量聚乙烯纤维产能为 4.1 万吨、占全球产能的 60%、年需求量为 4.15 万吨，预计 2025 年超高分子量聚乙烯纤维的市场年需求量将达 10 万吨以上、CAGR 超 16%。

表 18 超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）简介

超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）	由相对分子质量在 100 万以上的聚乙烯纺出的纤维，是目前世界上强度最高、比重最轻的纤维，其比强度分别是高强碳纤维的 2 倍和钢材的 14 倍，广泛应用于现代化战争和航空、航天、海域防御装备等领域。
优缺点	优点：超高强度、重量轻、耐冲击性能好、电绝缘性能好、导热性能佳、耐化学腐蚀、抗紫外性能佳。 缺点：耐热性能低，压缩性较差，有可燃性并存在一定蠕变性
原材料	UHMWPE 树脂
合成工艺	凝胶纺丝-热拉伸法，已成为相对成熟的工业化生产技术，根据溶剂不同可分为干法路线和湿法路线。其中干法更优，具有流程短、生产工艺环保、产品综合性能指标高等特点。
具体应用举例	防弹服和移动装甲、防切割手套、系泊绳和吊带、钓鱼绳
市场需求	2019 年全球超高分子量聚乙烯纤维的产能达到 6.46 万吨，需求量达到约 8.6 万吨。

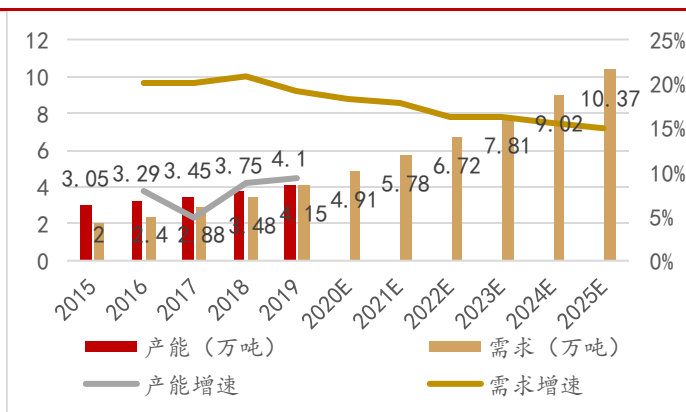
资料来源：新材料在线网、华西证券研究所

图 19 2015-2019 年全球 UHMWPE 纤维产能及理论需求



资料来源：华经情报网、华西证券研究所

图 20 2015-2019 年我国 UHMWPE 纤维产能及需求量



资料来源：华经情报网、华西证券研究所

从竞争格局来看，（1）高端 UHMWPE 纤维技术以及国际市场被荷兰 DSM、美国 Honeywell 和日本 Toyobo 三家企业垄断，其中荷兰 DSM 是产能最大、产品质量最佳的制造商，据新材料在线统计，DSM 国际市场市占率约为 80%（2016 年）。（2）

中国 UHMWPE 纤维市场处于中早期，发展迅速、但产品集中在中低端，2018 年价格战后，部分工艺、技术落后的企业被淘汰，整个行业呈现集中趋势，目前中国市场主要参与者有江苏九九久（最大、1 万吨）、北京同益中（第二大、5560 吨）、山东爱地（5000 吨）、中国石化仪征化纤（3300 吨）、浙江千禧龙纤（2500 吨）、江苏锦尼玛（2500 吨）等。

表 19 超高分子量聚乙烯纤维主要参与企业

企业名称	简介	应用领域	产能 (吨/年)	收入 (2019 年)	利润/利润率(19 年)	工艺类型	16-19 年复合增速	扩产计划
荷兰帝斯曼	成立于 1902 年，超高分子量聚乙烯纤维工业化生产的创始公司。荷兰帝斯曼的超高分子量聚乙烯纤维名为 Dyneema	医疗缝合、商业捕鱼、养殖网、绳索、吊索、高性能面料以及汽车或人员的防弹保护等领域	17400 (2020 年)	656.12 亿元	55.63 亿元/ 8.5%	干法	-	-
美国霍尼韦尔	成立于 1885 年，美国霍尼韦尔的超高分子量聚乙烯纤维名为 Spectra	安全网、绳索、鱼线、防弹衣等	3000 (2016 年)	2335 亿元	391 亿元/ 16.7%	湿法	-	-
日本东洋纺	成立于 1882 年	绳索、钓鱼线、手套、头盔	3000 (2016 年)	-	-	干法	-	-
江苏九九久科技有限公司	成立于 2016 年 3 月，延安必康的控股子公司	功能性防护手套、家纺制品、军工缆绳、消防材料、鱼线等领域	10000 (2019 年)	4.93 亿元	1.08 亿元/ 21.9%	湿法	58.1%	-
中国石化仪征化纤有限责任公司	成立于 2014 年 11 月，中国石化的全资子公司	防护手套、绳索及软、硬防弹材料等	3300 (2019 年)	-	400 万元	干法	26.2%	-
山东爱地高分子材料有限公司	成立于 2005 年 8 月，荷兰帝斯曼的合资公司	海洋开发、绳缆网箱、生命防护、体育用品等领域	5000 (2019 年)	-	-	湿法	-	-
浙江千禧龙纤特种纤维股份有限公司	成立于 2010 年 2 月	超高分子量聚乙烯纤维、无纬布及防护产品，主要应用于海洋渔业、防护用品、体育用品、军工装备、防护类材料、医疗器械和建材等领域	2500 (2019 年)	2.3 亿元	0.8 亿元/ 34.8%	湿法	43% (16-19)	计划扩产到 4000 吨/年
江苏锦尼玛新材料有限公司	成立于 2011 年 9 月	防护手套、绳缆等领域	2500 (2019 年)	-	-	-	-	计划扩产到 3500 吨/年
北京同益中新材料科技股份有限公司	成立于 1999 年 2 月 10 日，国内首批掌握全套超高分子量聚乙烯纤维产业化技术的企业之一，拥有超高分子量聚乙烯纤维行业全产业链布局	防弹无纺布	5560 (2021 年)	2.39 亿元	0.47 亿元/ 19.7%	湿法	55.4%	计划扩产到 7560 吨/年

资料来源：华经情报网，华西证券研究所。注：1 欧元=7.64 元人民币，1 美元=6.36 元人民币。

UHMWPE 纤维的主要壁垒在于工艺以及原材料的稳定性。(1) 在 UHMWPE 纤维生产工艺比较上,我国在以石蜡油为溶剂的湿法路线上比较成熟,产品低端为主,对比湿法路线,干法路线流程相对简单、纺丝速度快、而且干法产品质量更优,但是干法纺丝中对生产设备要求高,成本较高、经济效益较低。目前,国外以干法为主,国内仅仅征化纤采用干法路线。

表 20 高分子聚乙烯纤维的两种制作方法比较

	干法纺丝	湿法纺丝
溶剂	十氢萘	矿物油
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
总结	干法纺丝优点:所用溶剂十氢萘易溶解,流程相对比较简单,纺丝速度较快,且此方法产出的产品质量更优,同时也不会造成污染。 干法纺丝缺点:干法纺丝中十氢萘有强烈的刺激性气味,对人体健康存在危害,纺丝过程对生产设备要求高,成本较高,经济效益低。	

资料来源:华经情报网 中国知网,华西证券研究所

(2) 原材料的稳定性:目前国产原料质量不太稳定,尚没有形成适合超高分子量聚乙烯纤维生产工艺的原料标准。据立木信息咨询,目前全球超分子量聚乙烯树脂的主要厂商为德国塞拉尼(CELANESE)、Braskem、荷兰 DSM 和日本三井化学等国外企业,中国本土厂商主要有河南沃森、上海联乐化工、特佳劲、九江中科鑫星、齐鲁石化等,市场集中度较高,但受技术限制,国内产品以中低端为主。

从单价来看,参照同行千禧龙纤的价格,(1) 常规丝价格约 14 万元/吨,2018 年价格大幅下降主要由于国内竞争加剧打价格战;(2) 有色丝价格约 81.8 万元/吨,有色丝是在超分子量聚乙烯纤维产品生产过程中,通过添加一定配比的颜料生产出不同颜色的产品,有色丝价格和纤度相关,纤度越低价格越高,2019 年单价提升主要得益于低纤度产品占比提升,此外公司利润率高于同行也是由于受 2018 年有色丝实现量产后占比大幅提升带动;(3) 超高强丝(指纤度大于等于 800D 且强度大于 38g/D 的产品)价格为 11 万元/吨,我们分析价格低于常规丝主要由于公司产品刚量产,价格还不具可比性,我们估计超高强丝价格一般在 20 万元以上。

参照同益中价格,(1) UHMWPE 纤维单价在 8-10 万元/吨左右(注:2020 年为 8 万元),毛利率在 30+%, (2) 无纬布价格在 16-20 万元/吨左右(注:2020 年为 16.5 万元/吨),毛利率接近 40%, (3) 防弹制品单价和毛利率更高,单价在 220-700 元/件间,毛利率在 30-40%间。

表 21 同业产品单价情况（单价：元/公斤，元/件）

产品种类	单价			毛利率		
	2019	2018	2017	2019	2018	2017
千禧龙纤	常规丝	141.63	135.16	205.91	48.19%	84.02%
	有色丝	818.44	459.15	1264.7	38.08%	3.18%
	超高强丝	109.38	-	-	5.01%	-
同益中	UHMWPE 纤维	100.63	101.64	104.38	31.52%	33.12%
	无纬布	200.59	182.56	213.53	37.37%	30.51%
	其中：UHMWPE 纤维无纬布	200.96	186.48	212.83	-	-
	芳纶无纬布	205.44	173.22	218.25	-	-
	防弹制品：	501.58	480.01	477.58	34.41%	39.04%
	其中：防弹衣	707.84	540.68	637.84	-	-
	陶弹板	346.8	418.79	323.98	-	-
	头盔	570.07	609.11	846.02	-	-
	其他防弹制品	220.78	345.03	204.52	-	-

资料来源：千禧龙纤招股书，同益中招股书，华西证券研究所

从下游需求来看，据华经网测算数据，2025 年全球 UHMWPE 纤维需求规模将达 16.5 万吨、2019-2025 年年复合增速为 11.5%，其中中国 UHMWPE 纤维需求规模将达 10.37 万吨、2020-2025 年年复合增速为 16%，按 8 万/吨测算，2025 年全球市场规模为 132 亿元、中国市场规模为 83 亿元；其中民用安全防护品增速最快、年复合增速有望达到 18%。

表 22 UHMWPE 纤维主要应用

应用领域	绳索	纺织织物	复合材料	应用占比	2025E 需求 (20-25 年年复合增速)
海洋产业	系泊、拖网、拖牵缆 海上养殖业专用缆、 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	船体机构件	24.82%	2.46 (15%)
军事装备	海上布雷网、降落伞 绳	软质防弹衣、降落 伞、伪装网	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	25.78%	2.5 (17%)
安全防护 品	-	防割手套、防割工作 服、防刺服	防弹头盔、防弹衣高性能插 板、防弹盾牌	19.52%	2.32 (18%)

体育器械	登山绳索、钓鱼线、球拍网线、风筝绳、弓弦	船帆、吹气服击剑服	赛艇、射箭弓、滑雪橇曲棍球棒子、钓鱼竿	7.71%	0.75 (14%)
航空航天	“神舟”飞船海上救捞网、降落伞绳索			飞机舱内结构件、驾驶舱安全防护门	
医疗	手术缝线、人造肌	医用手套	X 室抗屏蔽工作台		
建筑业	货物吊绳	防护、吊货网	安全帽		
其他	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、填石网兜、光缆加强芯	蓬盖布、运输带	无线发射整流罩	22.17%	2.35 (16%)

资料来源：新材料在线网、华经情报网，华西证券研究所

4.2. 公司产能规划：定位高端市场

2021 年公司新建年产 600 吨超高分子量聚乙烯新材料项目，自主开发超高分子聚乙烯，进入高新技术纤维领域。根据公司公告，22 年上半年将投产，首批 600 吨产品定位高端。

根据用途不同，客户对 UHMWPE 纤维要求的强度不同，价格和利润率也相应不同，例如：

(1) 警察等防护服一般要求强度在 38-40g/D，一般价格在 20 万元/吨以上，利润率可达 50%，再如部队防护服对强度要求更高，产品的价格和利润率也能达到更高；假设公司产品应用在防护领域，单价按 20 万/吨计算，公司产品达产后将贡献收入 1.2 亿元，若按照 50%利润率计算，将贡献利润约 6000 万元。

(2) 中端市场例如绳缆利润率约在 30-50%间；假设产品应用在绳缆上，单价按 12 万元/吨计算，利润率按 30%计算，公司产品达产后将贡献收入 7200 万，将贡献利润 2160 万元；

(3) 低端市场例如防切割手套单价在 7-8 万元/吨，利润率较低、约在 10%左右，假如产品应用在低端市场，按单价 8 万元/吨，利润率 10%计算，公司产品达产后将贡献收入 4800 万元、利润 480 万元。

表 23 超高分子聚乙烯业务拆分

	2022E	2023E
超高分子聚乙烯产能 (吨)	600 (上半年投产)	600
YOY	-	0%
产能利用率	33%	70%
产量 (吨)	200	420
YOY	-	110%
产销率	100%	100%
销量 (吨)	200	420
YOY	-	110%

单价 (万元/吨)	20	21.6
YOY		8%
收入 (亿元)	0.4	0.91
YOY		127%
毛利率	45%	50%
净利率	30%	35%
净利 (亿元)	0.12	0.32
YOY	-	165%

资料来源：华西证券研究所

5. 盈利预测和估值

我们假设：（1）精纺呢绒 2021-2023 年收入分别为 7.3/8.6/10.3 亿元，服装业务板块收入分别为 7.05/8.27/9.10 亿元，超高分子量聚乙烯 22 年上半年投产，假设 22/23 年收入分别为 0.4/0.91 亿元；综上 21-23 年收入分别为 14.49/17.43/20.50 亿元；（2）假设精纺呢绒 21-23 年毛利率分别为 35%/33%/34%，服装业务毛利率分别为 34%/34%/34%，超高分子量聚乙烯 22/23 年毛利率分别为 45%/50%，综上整体毛利率为 34%/33%/34%。

从主业来看，公司面料研发优势领先，是全球唯一能够生产制造 OPTIM 面料的高新技术企业，并通过 optim 面料突破了羊毛面料服用性能突破，将毛纺产品从传统的冬季产品拓展到四季化产品，应用于运动服、冲锋衣、休闲风衣等服装领域。我们分析，随着产品结构不断优化，未来单价有望引领增长。

从新材料领域来看，公司具备超高分子量聚乙烯新材料技术、切入高新技术纤维领域，2022 年上半年年产 600 吨超高分子量聚乙烯新材料项目即将投产。我们分析，新材料一方面有望打开公司收入、利润天花板，另一方面高利润率有望提高公司整体利润率水平。

表 24 收入拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	19.97	17.71	13.58	14.49	17.43	20.50
YOY	19.97%	17.71%	13.58%	14.49%	20.34%	17.57%
一、精纺呢绒收入	8.93	8.74	6.18	7.3	8.6	10.3
增速	17.52%	-2.09%	-29.31%	17.30%	18.40%	20.12%
毛利率	27%	25%	26%	35%	33%	34%
净利	0.46	0.48	0.33	0.73	0.73	0.89
增速	22%	4%	-31%	117%	1%	22%
净利率	5.2%	5.5%	5.4%	10.0%	8.5%	8.6%
二、服装类收入	10.51	8.69	7.14	7.05	8.27	9.10
增速	20.59%	-17.32%	-17.92%	-1.14%	17.19%	10.03%

毛利率	34%	33%	33%	34%	34%	34%
净利	0.69	0.61	0.48	0.66	0.76	0.84
增速	22%	-12%	-21%	37%	16%	11%
净利率	6.6%	7.0%	6.7%	9.3%	9.2%	9.3%
1、西装收入	7.76	6.44	5.25	4.77	5.83	6.50
增速	20.65%	-16.99%	-18.53%	-9.12%	22.27%	11.47%
2、衬衫收入	1.13	1.05	0.75	0.62	0.69	0.76
增速	34.01%	-6.99%	-28.68%	-16.49%	10.83%	10.53%
3、其他收入	1.63	1.20	1.89	1.66	1.74	1.83
增速	12.54%	-26.01%	56.77%	-12.00%	5.00%	5.00%
三、超高分子量聚乙烯收入					0.4	0.91
增速						127%
毛利率					45%	50%
净利					0.12	0.32
增速					-	165%
净利率					30%	35%
综上：						
非经（亿元）	0.05	0.13	0.07	0.02	0.02	0.02
归母净利（亿元）	1.21	1.22	0.88	1.39	1.63	2.06
YOY	31.52%	0.83%	-27.87%	58.29%	16.68%	26.79%
净利率	6.06%	6.89%	6.48%	9.61%	9.32%	10.05%

资料来源：华西证券研究所

我们预计，2021-2023 年公司收入分别为 14.49/17.43/20.50 亿元，归母净利分别为 1.39/1.63/2.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.45/0.57 元，2022 年 1 月 14 日收盘价 10.76 元对应 PE 分别为 28/24/19X，考虑到超高分子量聚乙烯项目 23 年放量，给予目标市值 50 亿元（对应毛纺主业 23PE 20X+超高分子量聚乙烯副业 23PE 50X，副业参照同益中动态估值），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 25 公司及可比公司估值

公司名称	市值 (亿元)	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速
乔治白	27.23	0.55	0.68	0.85	14.04	11.49	9.18	35%
酷特智能	28.66	0.31	0.39	0.49	38.52	30.62	24.37	59%
可比公司平均值（剔除负值）	-	-	-	-	26	21	17	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。

6. 风险提示

主业提价不及预期：主业提价不及预期将对公司业绩产生负面影响；

超高分子量聚乙烯市场竞争加剧风险：竞争加剧将影响产品价格和利润率；
系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,358	1,449	1,743	2,050	净利润	86	139	163	205
YoY (%)	-23.3%	6.7%	20.3%	17.6%	折旧和摊销	58	86	94	102
营业成本	940	962	1,165	1,349	营运资金变动	130	-23	-45	-70
营业税金及附加	20	14	17	20	经营活动现金流	370	285	307	340
销售费用	129	152	183	216	资本开支	-16	-152	-145	-129
管理费用	52	58	70	82	投资	0	0	0	0
财务费用	25	3	5	5	投资活动现金流	-16	-152	-145	-129
资产减值损失	-69	-62	-68	-75	股权募资	416	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	375	53	49	28
营业利润	90	155	186	232	筹资活动现金流	214	-31	-51	-89
营业外收支	3	2	0	1	现金净流量	556	101	111	122
利润总额	93	157	185	233	主要财务指标				
所得税	7	19	22	28		2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	86	139	163	205	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	88	139	163	206	营业收入增长率	-23.3%	6.7%	20.3%	17.6%
YoY (%)	-28.1%	58.7%	17.6%	26.0%	净利润增长率	-28.1%	58.7%	17.6%	26.0%
每股收益	0.24	0.39	0.45	0.57	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	30.8%	33.6%	33.2%	34.2%
	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	6.4%	9.6%	9.3%	10.0%
货币资金	1,008	1,109	1,220	1,342	总资产收益率 ROA	3.6%	5.4%	5.8%	6.7%
预付款项	8	3	4	5	净资产收益率 ROE	5.7%	8.6%	9.6%	11.3%
存货	531	527	575	628	偿债能力 (%)				
其他流动资产	288	277	322	369	流动比率	2.19	2.10	1.97	1.93
流动资产合计	1,834	1,916	2,121	2,344	速动比率	1.55	1.52	1.43	1.41
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.20	1.22	1.13	1.11
固定资产	406	481	537	576	资产负债率	36.8%	37.5%	39.9%	41.0%
无形资产	151	142	133	123	经营效率 (%)				
非流动资产合计	596	666	718	748	总资产周转率	0.56	0.56	0.61	0.66
资产合计	2,430	2,582	2,839	3,092	每股指标 (元)				
短期借款	290	343	392	420	每股收益	0.24	0.39	0.45	0.57
应付账款及票据	261	266	322	373	每股净资产	4.25	4.47	4.72	5.05
其他流动负债	287	302	362	418	每股经营现金流	1.03	0.79	0.85	0.94
流动负债合计	838	911	1,077	1,212	每股股利	0.00	0.17	0.20	0.24
长期借款	25	25	25	25	估值分析				
其他长期负债	31	31	31	31	PE	44.27	27.88	23.71	18.82
非流动负债合计	56	56	56	56	PB	2.80	2.29	2.17	2.02
负债合计	894	968	1,134	1,268					
股本	360	360	360	360					
少数股东权益	6	6	5	4					
股东权益合计	1,536	1,614	1,705	1,824					
负债和股东权益合计	2,430	2,582	2,839	3,092					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。