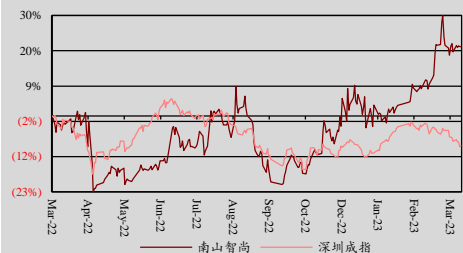


300918.SZ
买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 11.81

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.2	10.2	13.5	20.6
相对深圳成指	18.8	13.9	13.7	28.8

发行股数(百万)	360.00
流通股(百万)	108.43
总市值(人民币 百万)	4,252
3个月日均交易额(人民币 百万)	67.03
主要股东	
南山集团有限公司	67.5

 资料来源：公司公告，Wind，中银证券
 以2023年3月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
纺织服饰：纺织制造
证券分析师：郝帅
 (8610)66229231
 shuai.hao@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡
 fan.ding@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

联系人：杨雨钦
 yuqin.yang@bocichina.com
 一般证券业务证书编号：S1300121080061

南山智尚

毛纺服饰一体化龙头，新材料打造第二增长曲线

公司深耕毛纺服饰产业链，凭借优质产品绑定下游大客户，并通过工厂技改与拓展定制西装优化产品结构，毛纺服饰业务有望保持稳健增长。同时公司近两年拓展新材料业务，超高分子聚乙烯拥有较高景气度，随着公司新建产能投产，看好长期成长潜力。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **深耕精纺呢绒业务，拓展下游服饰一体化产业链。**公司以呢绒业务为起点，于2007年拓展服装业务，形成了毛纺服饰一体化产业链，呢绒与服装业务收入整体保持稳健。公司于近两年拓展新材料业务，有望打开新成长极。2021年公司实现收入14.9亿元，同比增长9.9%，归母净利润1.5亿元，同比增长74.2%。2022年Q1-Q3公司实现收入11.9亿元，同比增长16.3%，归母净利润1.1亿元，同比增长10.1%，公司收入与业绩在呢绒技改完成，产能利用率以及产品价格提升背景下稳健增长。
- **毛纺服饰一体化产业链，产品结构持续升级。**公司深耕精纺呢绒业务，截至2023年3月拥有产能1600万米，位列行业第二。2018-2020年精纺呢绒业务收入受工厂技改影响下降，2021年在羊毛价格回升以及部分技改完成推动下呢绒业务收入迎来大幅反弹，同增40.3%至8.1亿元。公司拥有毛纺服饰一体化产业链，职业装板块收入近两年受疫情影响有所下降，公司在保持ToB业务稳健发展的同时拓展定制西装业务，线下门店陆续开设。我们认为毛纺服饰有望凭借优质客户及产品结构升级保持稳健增长态势。
- **发力新材料业务，打造第二成长曲线。**超高分子聚乙烯由于其优质物理性能被广泛运用于军事装备、海洋产业、安全防护等领域等，近年需求量快速增长，2020年全球供给缺口约为3.2万吨，景气度较高。公司近两年快速布局，有望凭借技术及原材料优势快速扩张。从产能看一期600吨超高分子聚乙烯已达产，二期3000吨仍在建设中，预计2023年下半年可投产，我们预计新材料将稳健放量。看好在公司大力拓展下新材料业务快速放量，构建第二成长曲线。

盈利预测和估值

- 预计公司2022-2024年营收分别为17.7/21.2/27.2亿元，归母净利润为1.73/2.20/2.92亿元，对应PE分别为25/19/15倍。公司毛纺服饰业务稳健增长，新材料拥有较大成长空间。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动、需求复苏不及预期、新材料业务拓展不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(人民币 百万)	1,358	1,492	1,765	2,122	2,719
增长率(%)	(23.3)	9.9	18.3	20.2	28.2
EBITDA(人民币 百万)	192	239	283	335	467
归母净利润(人民币 百万)	88	152	173	220	292
增长率(%)	(28.1)	74.2	13.3	27.5	32.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.42	0.48	0.61	0.81
市盈率(倍)	36.9	28.1	24.6	19.3	14.6
市净率(倍)	2.8	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA(倍)	22.1	17.8	15.0	12.7	9.1
每股股息(人民币)	0.8	1.2	1.6	2.2	3.0
股息率(%)	7.1	9.9	13.7	18.7	25.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

1. 二十年深耕造就毛纺服饰龙头	5
1.1 深耕精纺呢绒业务，拓展下游服饰一体化产业链	5
1.2 股权集中稳定，管理层经验丰富	8
1.3 毛纺服饰产能保持稳定，募投新材料构建新成长曲线	8
1.4 技改后收入稳健增长，盈利能力维持稳定	9
2. 毛纺服饰一体化，产品结构持续升级	11
2.1 精纺呢绒：持续优化产品结构保障竞争力	11
2.2 职业装：具备一体化协同优势，To C 端业务发展打开新成长极	13
3. 新材料：产能快速扩张，公司具备多元优势	16
3.1 UHMWPE 运用范围广，行业景气度较高	16
3.2 先进生产设备保障产品质量，背靠大股东获取原材料优势	19
3.3 产能稳健爬坡，后续产能逐步建设	19
4. 盈利预测与估值讨论	20
风险提示	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司近年业绩保持稳定（单位：亿元）.....	5
图表 2. 深耕毛纺服饰产业链，新材料打开成长天花板.....	5
图表 3. 公司拥有完善的毛纺织服饰产业链.....	6
图表 4. 呢绒、服装业务双轮驱动，呢绒业务保持稳健增长（单位：亿元）.....	6
图表 5. 公司旗下拥有毛纺服饰多品牌矩阵.....	7
图表 6. 公司精纺呢绒产品丰富.....	7
图表 7. 公司股权结构集中稳定，大股东为南山集团.....	8
图表 8. 公司高管拥有丰富行业经验.....	8
图表 9. 毛纺服饰产能保持稳定.....	9
图表 10. 技改后收入稳健增长（单位：亿元）.....	9
图表 11. 2021 年呢绒业务量价齐升.....	9
图表 12. 公司近年毛利率情况.....	9
图表 13. 费用率近年呈现优化趋势.....	10
图表 14. 公司盈利水平整体稳定（单位：亿元）.....	10
图表 15. 公司主要从事精纺呢绒业务.....	11
图表 16. 我国毛纺市场规模稳健增长（单位：亿米）.....	11
图表 17. 公司精纺呢绒产能位于行业前列（单位：万米）.....	12
图表 18. 精纺呢绒龙头产量稳健增长（单位：万米）.....	12
图表 19. 大客户保障成长（单位：占公司营收比重%）.....	12
图表 20. 精纺呢绒收入规模（单位：亿元）.....	13
图表 21. 工厂技改完成，呢绒产能利用率逐步回升（单位：万米）.....	13
图表 22. 职业装行业呈现企稳趋势（单位：亿件）.....	13
图表 23. 西装定制带动平均单价提升（单位：元）.....	13
图表 24. 我国职业装行业集中度较低.....	13
图表 25. 公司精纺呢绒产品丰富.....	14
图表 26. 公司服装业务受疫情与行业竞争加剧影响近年收入有所下降（单位：亿元）.....	15
图表 27. UHMWPE 与其它高性能纤维参数对比.....	16
图表 28. UHMWPE 需求量快速增长（单位：万吨）.....	16
图表 29. 非军事装备需求占比快速提升（单位：万吨）.....	16
图表 30. UHMWPE 主要下游产品.....	17
图表 31. UHMWPE 供给缺口较大（单位：万吨）.....	17
图表 32. 2020 年全球主要 UHMWPE 企业产能格局（单位：吨）.....	17
图表 33. 公司产品定位中高端，以防弹产品为主.....	18

图表 34. 行业内其他公司以低价格段产品为主 (单位: 万元/吨)	18
图表 35. 2017-2021 年行业产能规模大幅提升 (单位: 吨)	18
图表 36. UHMWPE 上游原材料主要为烯烃.....	19
图表 37. 公司预计募集资金 7 亿元用于建设第二期新材料项目 (单位: 亿元) ..	19
图表 38. 公司收入拆分表 (单位: 亿元)	20
图表 39. 公司盈利预测的主要假设.....	20
图表 40. 公司 PE 估值表.....	21
利润表(人民币 百万).....	23
现金流量表(人民币 百万).....	23
财务指标.....	23
资产负债表(人民币 百万).....	23

1. 二十年深耕造就毛纺服饰龙头

1.1 深耕精纺呢绒业务，拓展下游服饰一体化产业链

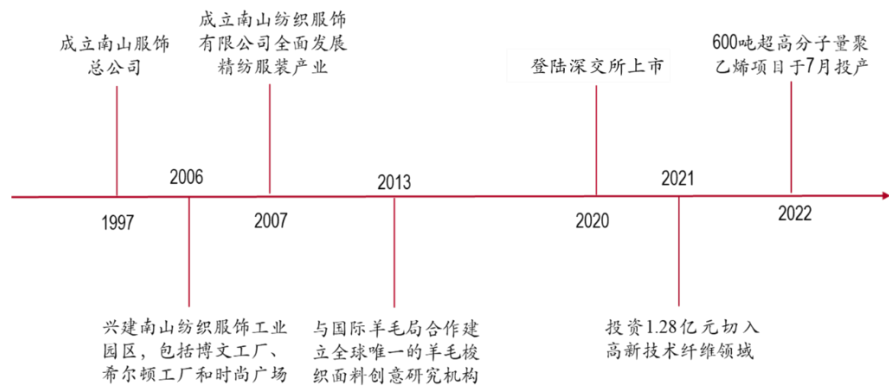
公司深耕精纺呢绒产业链，打造业内领先品牌。南山智尚于 2007 年成立，主营业务为精纺呢绒及正装职业装、防护产品的研发、设计、生产与销售，主要产品包括精纺呢绒、西装、衬衫等。公司深耕行业 20 多年打造毛纺服饰产业链，同时于近年拓展超高分子聚乙烯项目形成“双链协同”发展体系。根据公司公告，截至 2022 年 9 月拥有呢绒产能 1600 万米，西装 135 万套、衬衣 45 万件和 600 吨超高分子量聚乙烯新材料项目。2021 年公司实现收入 14.9 亿元，同比增长 9.9%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 74.2%，业绩在呢绒技改完成、产能利用率以及价格提升背景下高速增长。2022 年 Q1-Q3 公司实现收入 11.9 亿元，同比增长 16.3%，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 10.1%，保持稳健增长。

图表 1. 公司近年业绩保持稳定（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
销售收入	16.6	20.0	17.7	13.6	14.9	11.9
yoy	6.7%	20.03%	-11.34%	-23.32%	9.9%	16.3%
归母净利润	0.9	1.2	1.2	0.9	1.5	1.1
yoy	11.4%	31.6%	0.5%	-28.1%	74.2%	10.1%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 深耕毛纺服饰产业链，新材料打开成长天花板



资料来源：公司官网，公示公告，中银证券

构建毛纺服饰产业链，呢绒与服装收入规模保持稳健。 公司自 2000 年创立起专注呢绒业务，与众多国际一线品牌开展合作，并于 2007 年拓展服装产业，打通从羊毛到成衣完整的毛纺织服饰产业链。经过多年深耕打造较强的品牌力。2021 年呢绒业务收入规模为 8.7 亿元，占比 58.1%，服装业务收入规模为 6.1 亿元，占比 40.7%，公司呢绒与服装业务收入保持稳健。

图表 3. 公司拥有完善的毛纺织服饰产业链



资料来源：公司官网，中银证券

图表 4. 呢绒、服装业务双轮驱动，呢绒业务保持稳健增长（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
呢绒	7.6	8.9	8.7	6.2	8.7
yoy	6.6%	17.5%	-2.1%	-29.3%	40.3%
占比	45.7%	44.7%	49.4%	45.5%	58.1%
服装	8.7	10.5	8.7	7.1	6.1
yoy	-	20.6%	-17.3%	-17.9%	-14.8%
占比	52.4%	52.6%	49.1%	52.6%	40.7%

资料来源：公司公告，中银证券



坚持差异化战略，旗下拥有毛纺服饰多品牌矩阵。公司坚持差异化的品牌发展战略，面料及服装品牌是公、检、法、司、金融、化工、航空、教育、轨道交通、能源、电力等行业的主要供应商，公司面料品牌海外客户遍布全球，是多个奢侈品品牌的重要供应商。呢绒业务围绕中高端品牌定位，先后推出了“南山”和“菲拉特”品牌，并形成了多系列产品覆盖不同需求，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。服装板块中公司持续丰富产品结构，运营了中国职业装领军品牌“缔尔玛”、高级定制品牌“织尚”等。

图表 5. 公司旗下拥有毛纺服饰多品牌矩阵

品牌名称	主要产品类型	目标客户群	主要产品价格带
南山	精纺呢绒面料	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。 国内市场：国家单位，如公检法司、税务机构、电信运营商、市场监督管理局、部队等；品牌服装厂。	国外：主打产品在 8-30 美金左右。 国内：主打产品在 50-120 元左右。
菲拉特	精纺呢绒面料	一线服装品牌、高端定制品牌、高端职业装公司。	国外：主打产品在 11-30 美金左右。 国内：主打产品在 120-300 元左右。
缔尔玛	男女式职业装、西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、制式和运动式校服	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
织尚定制	男女西装定制	都市白领、职场精英	依据款式、面料等情况而定
裕山	防护服、工作服、工装裤、手套、鞋等	央企及省属国企、事业单位等	依据采购量与产品面料情况而定
曼斯布莱顿	西服套装、单西、单西裤、衬衣	学生、婚庆、商务人士	西服套装 1699-3299 元；单西裤 299-499 元；衬衣 199-329 元

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 6. 公司精纺呢绒产品丰富

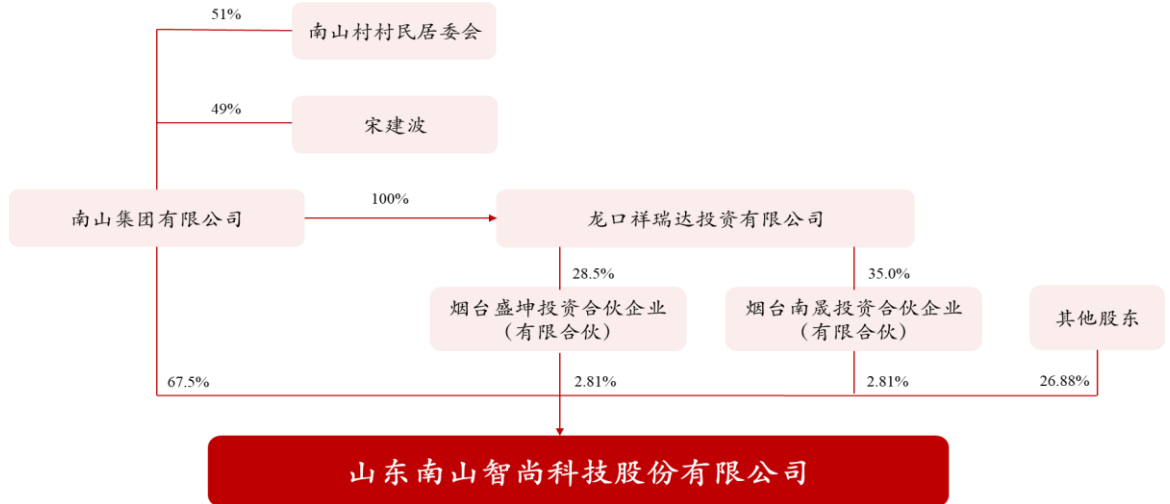
产品系列	产品特点	产品图示
经典全毛系列	采用 super80-140 超细澳大利亚美丽奴羊毛，制成集时尚外观与穿着舒适于一体的经典全毛系列产品，主要用于中高端西装、高档职业装领域	
极品毛绒丝系列	选用 super150-180 极品澳大利亚美丽奴羊毛，与极品羊绒、蚕丝等高档纤维混合，采用集聚纺纱线工艺技术制成的面料，品质奢华、手感细腻柔和，主要用于顶级奢侈品牌、高端私人定制领域	
高支混纺系列	选择澳大利亚美丽奴羊毛与聚酯等合成纤维混合、纺制的 100-130 支高支毛精纺纱线，制成的面料呢面细腻，手感活络、强度高、耐磨性好、易打理，主要用于中高端西装市场、高档职业装和行业服市场	
精品休闲系列	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场	
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服市场	

资料来源：公司公告，中银证券

1.2 股权集中稳定，管理层经验丰富

股权结构集中稳定，大股东为南山集团。公司大股东即实际控制人为南山集团，南山集团系集体性质企业，实控人宋建波于1970年出生，南山集团直接持有公司股份的67.5%，并通过烟台盛坤（高管持股平台）和烟台南晟（员工持股平台）各持有2.81%的公司股份，合计持有公司股份69.28%。公司股权结构长期保持稳定。

图表 7. 公司股权结构集中稳定，大股东为南山集团



资料来源：万得，中银证券
注：数据截至 2022 年三季度

管理层行业与管理经验丰富。公司核心高管普遍在南山集团内部多年履职，公司董事长兼总经理赵亮在南山集团内部工作时间超 22 年，期间带领公司不断发展并开拓新业务；其他高管也具备多年纺织服装行业和管理经验，管理架构保持稳定。

图表 8. 公司高管拥有丰富行业经验

姓名	职务	履历
赵亮	董事长、总经理	硕士。历任南山铝业北京办事处主任，项目办主任，监事，山东南山纺织服饰有限公司董事长兼总经理。自 2016 年 7 月至今任南山集团董事，自 2017 年 12 月至今任南山智尚董事长兼总经理。
刘刚中	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、精纺事业部副总经理，自 2020 年 12 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司精纺事业部总经理。
曹贻儒	副总经理	历任山东南山纺织服饰有限公司车间主任、染整厂厂长、精纺事业部总经理，董事，自 2017 年 12 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事，自 2018 年 7 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司副总经理，自 2020 年 12 月至今任服装事业部总经理。
徐晓青	财务总监	历任蓬莱纺纱厂会计，山东南山铝业股份有限公司财务副总经理，山东南山纺织服饰有限公司财务总监，2022 年 1 月起任公司财务总监。
赵厚杰	董事会秘书、副总经理	硕士。曾任南山纺织董事长助理，现任南山智尚副总经理董事会秘书。

资料来源：万得，中银证券

1.3 毛纺服饰产能保持稳定，募投新材料构建新成长曲线

毛纺服饰产能保持稳定。公司深耕毛纺服饰业务，2006 年于山东省龙口市兴建南山纺织服饰工业园区，并不断扩大产能。截至 2021 年末，公司具备精纺呢绒产能 1600 万米、西装 135 万套、衬衣 45 万件，近五年保持稳定。

募投新材料构建新成长曲线。近两年公司拓展超高分子聚乙烯业务，公司 2022 年三季报披露，2021 年投建的 600 万吨产能目前已投产。2022 年 7 月公司公布可转债发行预案，发行总额不超过 7.0 亿元，用于年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目，此举预示着新材料业务体量将进一步扩大，超高分子聚乙烯业务有望成为公司第二成长曲线。

图表 9. 毛纺服饰产能保持稳定

	2017	2018	2019	2020	2021
精纺呢绒（百万米）	1600	1600	1600	1600	1600
西装（万套）	135.0	135.0	135.0	135.0	135.0
衬衫（万套）	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0

资料来源：公司公告，中银证券

1.4 技改后收入稳健增长，盈利能力维持稳定

技改后收入稳健增长。2021 年公司收入为 14.9 亿元，同增 9.9%，在呢绒业务量价齐升带动下保持稳健增长。公司主要收入来源为呢绒和服装业务，2018 年公司收入增长较快主要系羊毛价格提升，驱动呢绒单价上行。2018-2020 年公司收入有所下滑，一方面羊毛价格回落，呢绒价格跟随羊毛价格下行，另一方面公司逐步对呢绒产线实行技改，影响产能利用率。2021 年技改完成，呢绒产量回升叠加疫情好转下需求提升驱动羊毛价格上行，呢绒单价上涨，量价齐升推动呢绒业务同增 40.3% 至 8.7 亿元。服装业务近两年受疫情与行业竞争加剧影响收入有所下降。**预计公司传统毛纺服装业务将保持稳健增长趋势，新投资的超高分子聚乙烯项目有望成为公司新业绩增长点。**

图表 10. 技改后收入稳健增长（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
收入	16.6	20.0	17.7	13.6	14.9
yoy	6.7%	20.0%	-11.34%	-23.32%	9.9%
呢绒	7.6	8.9	8.7	6.2	8.7
yoy	6.6%	17.5%	-2.1%	-29.3%	40.3%
占比	45.7%	44.7%	49.4%	45.5%	58.1%
服装	8.7	10.5	8.7	7.1	6.1
yoy	-	20.6%	-17.3%	-17.9%	-14.8%
占比	52.4%	52.6%	49.1%	52.6%	40.7%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2021 年呢绒业务量价齐升

	2017	2018	2019	2020	2021
呢绒产量（万米）	1550.8	1581.0	1441.9	1174.9	1275.5
yoy	-2.5%	2.0%	-8.8%	-18.5%	8.6%
呢绒单价（元/吨）	64.9	71.9	73.0	58.4	63.5
yoy	-	10.7%	1.6%	-20.0%	8.7%

资料来源：公司公告，中银证券

毛利率整体稳定，近期羊毛价格提升带动呢绒业务盈利上行。2021 年公司毛利率为 34.2%，同比增长 3.4pct，近五年整体维持稳定。2018-2020 年公司毛利率有所下降主要系羊毛价格下降，呢绒产品盈利下行，同时呢绒工厂技改影响产能利用率。随着技改完成叠加下游需求回暖，2021 年公司盈利能力有较大恢复。呢绒工厂技改助力产品结构升级，高附加值产品比例提升助力增加呢绒业务盈利能力，看好未来毛利率保持稳健增长。

出口占比提升，2022 前三季度毛利率结构性下降。2022 年前三季度公司毛利率为 32.2%，同比下降 1.8pct，主要系海外需求复苏与毛纺产业由欧洲发达国家向国内转移带动低毛利产品出口占比提升，整体毛利率结构性下降。

图表 12. 公司近年毛利率情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022 Q1-Q3
总体毛利率	33.6%	32.3%	30.2%	30.8%	34.2%	34.1%	32.2%
呢绒毛利率	30.5%	26.7%	25.2%	26.0%	35.4%	-	-
服装毛利率	33.8%	33.7%	33.2%	32.8%	31.1%	-	-

资料来源：公司公告，中银证券

费用率近年呈现优化趋势。销售与管理费用率近五年维持稳定，2022 前三季度公司销售与管理费用率有明显优化，反映出公司加强控费力度。此外，近年来公司不断加大研发费用投入，研发费用率呈现上升趋势，主要系公司为产品结构升级与新项目开拓加大研发力度。综合来看，在公司不断优化管理系统与持续降本增效下，公司总费用率有望维持稳中下降趋势。

图表 13. 费用率近年呈现优化趋势

	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022 Q1-Q3
销售费用率	11.7%	11.1%	11.4%	9.5%	10.5%	10.5%	10.0%
管理费用率	5.2%	4.1%	3.6%	3.9%	4.2%	4.0%	3.9%
研发费用率	3.0%	3.1%	3.1%	2.9%	3.6%	3.6%	3.8%
财务费用率	1.3%	1.5%	1.4%	1.8%	0.6%	0.2%	-0.1%
总费用率	21.1%	19.7%	19.4%	18.1%	18.9%	18.2%	17.6%

资料来源：公司公告，中银证券

盈利水平整体稳定。2021 年公司实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 74.2%，在呢绒业务量价齐升带动下实现高速增长，净利率同增 3.8pct 至 10.2%。2022Q1-Q3 公司归母净利润同增 10.1% 至 1.1 亿元，保持稳健增长，净利率保持稳定，显示出公司在毛利率下降背景下保持了良好的控费能力。

图表 14. 公司盈利水平整体稳定（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
归母净利润	0.9	1.2	1.2	0.9	1.5	1.1
Yoy	11.4%	31.6%	0.5%	-28.1%	74.2%	10.1%
净利率	5.5%	6.1%	6.8%	6.4%	10.2%	9.0% (-0.5pct)

资料来源：公司公告，中银证券



2. 毛纺服饰一体化，产品结构持续升级

毛纺服饰为公司传统业务。公司拥有完善的毛纺服饰产业链，涵盖了集面料研发、毛条加工、染色、纺纱、织造、后整理于一体的精纺呢绒业务体系，以及集成衣研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系。依托完善的毛纺织服饰产业链、品牌、技术等竞争优势，公司营业规模保持稳健增长。

2.1 精纺呢绒：持续优化产品结构保障竞争力

公司主要从事精纺呢绒业务。呢绒又叫毛料，是对用各类羊毛、羊绒织成的织物的泛称，按精细程度主要分为粗纺呢绒和精纺呢绒。粗纺呢绒用粗梳毛纱（通常低于 20 支）织制，纱线中纤维排列不整齐，结构蓬松，外观多茸毛。精纺呢绒是用较高支数精梳毛纱织造而成，羊毛质量较好，织物表面平整光洁，织纹细密清晰，光泽柔和自然，色彩纯正，手感柔软，富有弹性。公司主要从事精纺呢绒业务，以澳洲羊毛为主要原料。

图表 15. 公司主要从事精纺呢绒业务

呢绒类别	产品介绍	产品图示
粗纺呢绒	用粗梳毛纱（通常低于 20 支）织制，纱线中纤维排列不整齐，结构蓬松，外观多茸毛。	
精纺呢绒	用较高支数精梳毛纱织造而成，羊毛质量较好，织物表面平整光洁，织纹细密清晰，色彩纯正，手感柔软，富有弹性。	

资料来源：公司公告，中银证券

毛纺市场规模稳健增长，精纺产品具有较高科技含量和附加值。中国毛纺行业规模由 2016 年的 52.5 亿元增长至 2020 年的 66.1 亿元，四年 CAGR 为 5.9%。随着我国人均消费水平持续提升，消费升级有望推动毛纺需求增加，我们预计毛纺行业将维持稳健增长。精纺呢绒行业具有技术密集型、资金密集型特点，被称为“技术纺织”，主要用于制作高档西服，具有较高的科技含量和附加值。目前精纺呢绒行业规模较粗纺相对较小，随着终端消费升级，下游客户对精纺呢绒需求增加，预计精纺呢绒占比仍将保持稳健增长。

图表 16. 我国毛纺市场规模稳健增长（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
毛纺行业规模	52.5	59.4	66.4	71.8	66.1
yoy		13.1%	11.8%	8.1%	-7.9%

资料来源：中商情报网，中银证券

公司精纺呢绒产能位于行业前列，行业格局持续优化。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%。行业集中度呈现提升趋势，根据中国纺织工业联合会发布的《中国纺织工业发展报告》，毛纺织行业规模以上企业呢绒产量从 2015 年不到 6 亿米下降到 2018 年约 4 亿米。同时精纺龙头南山智尚、江苏阳光、如意集团等产量均保持稳健，行业集中度持续提升。我们认为随着头部企业依靠生产技术等优势有望在产品盈利上进一步拉开与中小企业的差距，毛纺行业格局有望持续优化。

图表 17. 公司精纺呢绒产能位于行业前列 (单位: 万平米)

	所在地	产能
江苏阳光股份有限公司	江阴	2600
山东南山智尚科技股份有限公司	烟台	1600
江苏倪家巷集团有限公司	江阴	1500
山东如意毛纺服装集团股份有限公司	济宁	1200
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

资料来源: 公司公告, 中银证券

注: 数据统计时间为 2020.12.01

图表 18. 精纺呢绒龙头产量稳健增长 (单位: 万平米)

	2015	2016	2017	2018
江苏阳光	2398.3	2292.4	2365.0	2354.7
yoy	-	-4.4%	3.2%	-0.4%
南山智尚	-	1590.3	1550.8	1581.0
yoy	-	-	-2.5%	2.0%
如意集团	846.8	1120.5	1180.4	1207.5
yoy	-	32.3%	5.3%	2.3%

资料来源: 万得, 中银证券

深耕行业多年, 大客户保障成长。公司深耕行业多年, 凭借优质产品绑定众多大客户, 包括中国建设银行、报喜鸟、希尔瑞等。2020 年 1-6 月大客户收入占比为 21.06%, 保持提升趋势, **看好公司在优质客户资源支持下保持快速发展趋势。**

图表 19. 大客户保障成长 (单位: 占公司营收比重%)

公司	2018	公司	2019	公司	2020 年 1-6 月
日本 AOYAMA TRADING CO.,LTD	5.54	日本 AOYAMA TRADING CO.,LTD	5.73	日本 AOYAMA TRADING CO.,LTD	5.34
中国建设银行股份有限公司	3.24	中国建设银行股份有限公司	4.43	大杨集团有限责任公司	4.67
报喜鸟控股股份有限公司	3.07	大杨集团有限责任公司	3.24	中国建设银行股份有限公司	4.10
美国 PEERLESS CLOTHING INC.	2.78	美国 PEERLESS CLOTHING INC.	3.16	美国 THEORY LLC.,	3.78
招商银行股份有限公司	2.75	报喜鸟控股股份有限公司	3.06	青岛南山纺织服饰有限公司	3.17
总计	17.38	总计	19.62	总计	21.06

资料来源: 公司公告, 中银证券

优化产品结构, 工厂技改完成, 精纺呢绒业务有望稳健增长。公司精纺呢绒产品丰富, 已完成经典全毛系列、极品毛绒丝系列、高支混纺系列、精品休闲系列、功能性产品系列等五大系列产品布局。同时公司拥有 OPTIM 户外面料的全套生产专利, OPTIM 面料是公司最新研制的新型精纺功能面料, 由 100% 澳大利亚美利奴羊毛制成, 兼具防风拒水、抗皱、透气、可机洗、绿色环保等优质特性, 定位高端。2018 年至 2020 年公司精纺呢绒产量有所下降, 主要系公司为适应客户需求进行产品升级, 工厂技改影响产能利用率。截至 2023 年 3 月, 技改已接近完成, 产能利用率逐步提升。**我们认为产品结构优化带来的单价上行有望驱动精纺呢绒业务收入规模保持稳健增长。**

图表 20. 精纺呢绒收入规模（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
精纺呢绒收入	7.6	8.9	8.7	6.2	8.7
yoy	6.6%	17.5%	-2.1%	-29.3%	40.3%
占比	45.7%	44.7%	49.4%	45.5%	58.1%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 工厂技改完成，呢绒产能利用率逐步回升（单位：万平米）

	2017	2018	2019	2020	2021
产能	1600.0	1600.0	1600.0	1600.0	1600.0
生产量	1550.8	1581.0	1441.9	1174.9	1275.5
产能利用率	96.9%	98.8%	90.1%	73.4%	79.7%

资料来源：公司公告，中银证券

2.2 职业装：具备一体化协同优势，To C 端业务发展打开新成长极

职业装行业近期呈现筑底企稳态势。职业装行业近年产量有下降趋势，2016-2018 年行业规模有较大幅度下降，主要系经济有下行压力，同时西装定制成为新趋势，西装批量化生产规模有所下降。2020 年后受疫情冲击影响，我国职业装产量进一步触底，目前经济活动有序复苏，现场办公、商业聚会等需求回暖，我国职业装市场处于筑底企稳状态。

图表 22. 职业装行业呈现企稳趋势（单位：亿件）

	2016	2017	2018	2019	2020
我国西装产量	5.0	4.6	3.0	3.1	2.1
yoy	-16.3%	-6.8%	-35.2%	4.0%	-31.1%
我国衬衫产量	9.4	8.9	5.7	6.4	3.8
yoy	-	-5.0%	-35.7%	11.5%	-40.4%

资料来源：华经产业研究院，中银证券

西装定制为未来趋势，单价成长空间大。随着人均收入及审美水平提升，量身剪裁的定制西装贴合了消费升级趋势，占比逐步增加。我国西装单价从 2016 年 284 元提升至 2019 年 718 元，三年复合增长率为 36.2%。目前国内仍主要以零售为主，高端定制渗透率较低，未来，随着西装市场进一步发展，西装定制渗透率有望持续提升，我们认为西装单价仍有较大增长空间。

图表 23. 西装定制带动平均单价提升（单位：元）

	2016	2017	2018	2019
我国西装平均每件单价	284.0	350.6	649.6	718.3
yoy	-	23.4%	85.3%	10.6%

资料来源：华经产业研究院，中银证券

我国西装行业集中度较低，未来有望稳健提升。我国西服高端市场主要为欧美品牌如 CERRUTI、BURBERRY、ARMANI 等，国内品牌如雅戈尔、乔治白、报喜鸟等主要定位中高端，大众市场存在大量中小品牌。我国西装市场集中度较低，2020 年国内职业装 CR8 约为 9.8%。我们认为随着西装集中采购逐渐被政府部门及大型国有企业偏好，叠加市场对于本土品牌的认知度提升，对西装质量要求逐步提升，国内市场中高端职业装品牌集中度有望稳健提升。

图表 24. 我国职业装行业集中度较低




品牌	雅戈尔	九牧王	圣凯诺	乔治白	杉杉	七匹狼	希努尔	红领	其他品牌
市场份额	4.10%	1.60%	1.50%	0.80%	0.60%	0.50%	0.40%	0.30%	90.20%

资料来源：观研天下，中银证券

注：数据统计时间为 2020 年

公司精纺呢绒围绕中高端品牌定位，一体化优势助力服装业务发展。公司精纺呢绒主要定位中高端，是众多奢侈品牌、中高档职业服装、国际一线品牌服装的供应商，如报喜鸟、乔治白、雅格尔等。公司精纺呢绒产品丰富，已完成经典全毛系列、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，公司职业装材质主要为羊毛，一体化优势助力服装业务发展。

图表 25. 公司精纺呢绒产品丰富

产品系列	产品特点	产品图示
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，主要用于中高端西装市场、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场	
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服市场	

资料来源：公司公告，中银证券

公司服装业务受疫情与行业竞争加剧影响近年收入有所下降。公司服装业务板块实施自主品牌与 ODM/OEM 业务共同发展的战略。2021 年服装业务收入规模为 6.1 亿元，同比下降 14.8%，近三年下降主要系疫情反复与行业竞争加剧，随着疫情影响减弱叠加公司向高级定制转型，预计服装业务规模有望企稳回升。

图表 26. 公司服装业务受疫情与行业竞争加剧影响近年收入有所下降（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
服装业务收入	871.9	1051.5	869.4	713.60	607.7
yoy		20.9%	-17.3%	-17.9%	-14.8%
占比	52.4%	52.6%	49.1%	52.6%	40.7%

资料来源：公司公告，中银证券

发力高级定制，有望依托产业链优势取得领先地位。公司近年布局高级定制，在烟台、青岛、上海、深圳等主要城市开设线下门店，同时创设线上平台，助力客户便捷下单。我们认为公司有望凭借较强的面料供应提升库存周转与生产效率，产业链优势有望助力公司取得行业领先地位，目前公司服装业务规模较精纺呢绒较小，随着服装业务逐步发力，预计公司利润有较大提升空间。

3. 新材料：产能快速扩张，公司具备多元优势

3.1 UHMWPE 运用范围广，行业景气度较高

3.1.1 UHMWPE 具备优质物理性能，下游运用领域广泛

UHMWPE 具备优质物理性能。超高分子量聚乙烯（UHMWPE）是继碳纤维、芳纶后的第三代高性能纤维，分子量在 100-500 万，强度达到优质钢的 15 倍，为强度最高的工业化纤维，密度小于碳纤维和芳纶，具备超高强度、质地轻、耐磨、耐冲击、耐腐蚀、耐光、高防水性等优良性能，因此广泛用于军事装备、海洋产业、安全防护等领域，已逐步取代芳纶成为个体防弹防护领域的首选纤维。

图表 27. UHMWPE 与其它高性能纤维参数对比

性能指标	UHMWPE	CF (碳纤维)	PPTA (芳纶 1414)	PMIA 芳纶 (1313)
密度/(g/cm ³)	0.97	1.80	1.44	1.38
强度/GPa	2.6-3.8	3.5-7.0	2.7-3.3	0.55-0.66
模量/GPa	87-172	230-460	70-120	13.8-16.6
伸长率/%	3.5	0.5-1.4	2.4	20-22
分解温度/°C	140	3700	570	430
使用温度/°C	<90	2000	250	204

资料来源：《超高分子量聚乙烯纤维的性能及生产现状》李建利等著，中银证券

需求量保持快速增长，军事装备为最大应用领域。近年来，我国超高分子量聚乙烯纤维的需求量保持持续较快增长，主要系军事装备、海洋产业和安全防护等领域对其有较大需求。2019 年我国超高分子量聚乙烯需求量为 4.2 万吨，同比增长 19.3%，四年复合增速为 20.0%，保持稳健增长。其中军事装备领域超高分子量聚乙烯需求量为 1.07 万吨，**近几年保持稳健增长，为最大应用领域。**军事外需求占比从 2015 年 56.0% 提升至 2019 年 74.2%，呈现快速提升趋势。

图表 28. UHMWPE 需求量快速增长（单位：万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019
UHMWPE 需求量	2.0	2.4	2.9	3.5	4.2
yoy	-	20.0%	20.4%	20.4%	19.3%

资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 29. 非军事装备需求占比快速提升（单位：万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019
军事装备	0.88	0.98	1.01	1.04	1.07
yoy	-	11.4%	3.1%	3.0%	2.9%
占比	44.0%	40.8%	34.9%	29.9%	25.8%
海洋产业	0.62	0.71	0.83	0.96	1.03
yoy	-	14.5%	16.9%	15.7%	7.3%
占比	31.0%	29.6%	28.7%	27.6%	24.8%
安全防护	0.14	0.22	0.39	0.56	0.81
yoy	-	57.1%	77.3%	43.6%	44.6%
占比	7.0%	9.2%	13.5%	16.1%	19.5%
纺织	0.09	0.13	0.19	0.29	0.42
yoy	-	44.4%	46.2%	52.6%	44.8%
占比	4.5%	5.4%	6.6%	8.3%	10.1%
体育器械	0.08	0.11	0.16	0.23	0.32
yoy	-	37.5%	45.5%	43.8%	39.1%
占比	4.0%	4.6%	5.5%	6.6%	7.7%
建筑及其他	0.20	0.25	0.31	0.40	0.50
yoy	-	25.0%	24.0%	29.0%	25.0%
占比	10.0%	10.4%	10.7%	11.5%	12.0%

资料来源：同益中招股书，中银证券

图表 30.UHMWPE 主要下游产品

领域	绳缆	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	坦克车装甲板、航行器、防弹运钞车防弹板等
海洋产业	系泊缆、拖网缆、海上养殖业、海底采集作业用缆	海上挡油堤、捕鱼拖网、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
安全防护	安全吊装带、软质手铐、安全绳索等	防割手套、防锯工作服	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、风筝绳、弓弦	船帆、吹气船、击剑服	训练用反弹毛毡	赛艇、射建弓、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
生物医疗	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	飞机舱内结构件等
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：前瞻产业研究院，中银证券

我们认为未来随着市场需求的不断增加，超高分子量聚乙烯纤维行业仍将持续快速发展。一方面，**超高分子量聚乙烯纤维作为现代国防必不可少的战略物资**，在《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019 年版）》中被列为关键战略材料；另一方面，**随着产业技术水平的持续提升，超高分子量聚乙烯纤维的应用领域不断拓宽**，民用领域快速发展将为超高分子量聚乙烯纤维打开较大的市场空间，在市场空间快速提升背景下供需缺口显现，2020 年全球超高分子量聚乙烯纤维理论需求量约为 9.8 万吨，总产能 6.6 万吨，中国超高分子量聚乙烯纤维理论需求量约为 5 万吨，总产能 4.1 万吨，中国产能约占世界产能 62.1%，**总体来看供给缺口较大，行业拥有较高景气度。**

图表 31. UHMWPE 供给缺口较大（单位：万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
全球 UHMWPE 理论需求量	5.7	6.3	7.2	7.7	8.6	9.8
全球 UHMWPE 产能	4.0	4.5	4.7	5.9	6.5	6.6
中国 UHMWPE 理论需求量	2.0	2.4	2.9	3.5	4.2	5.0
中国 UHMWPE 产能	3.1	3.3	3.5	3.8	4.1	4.1

资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

3.1.2 竞争格局：国外起步早，国内产能快速提升

国外起步较早，国内技术水平提升带动产能增长。国外超高分子量聚乙烯起步较早，高端 UHMWPE 产品技术主要被荷兰 DSM、美国 Honeywell 和日本 Toyobo 三家企业掌握，产能约占全球的 35%，其中 DSM 产能最大，2020 年底产能为 17400 吨。中国 UHMWPE 市场起步较晚，且以中低端 UHMWPE 产品为主，随着 2015 年后技术突破，国内产能快速提升，国内 UHMWPE 产能从 2015 年的 3.1 万吨提升至 2020 年 4.1 万吨。截至 2020 年国内 UHMWPE 纤维总产能约 4.1 万吨，国内 CR5 约为 62.0%，其中江苏九九久产能达 12000 吨，位居世界第二。**随着 UHMWPE 在军事、航空航天和民用领域应用需求的快速提升，中国企业产能逐步扩大、市场占有率逐渐上升。**

图表 32.2020 年全球主要 UHMWPE 企业产能格局（单位：吨）

公司简称	主要产品	2020 年产能
荷兰 DSM	UHMWPE 纤维、无纺布	17400
美国 Honeywell	UHMWPE 纤维	3000
日本 Toyobo	UHMWPE 纤维	3200
江苏九九久	UHMWPE 纤维及其制品	12000
山东爱地	UHMWPE 纤维	5000
仪征化纤	UHMWPE 纤维及其制品	3300
千禧龙纤	UHMWPE 纤维、无纺布及防护产品	2611
锦尼玛	UHMWPE 纤维及其制品	2500
同益中	UHMWPE 纤维及其制品	2150

资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

国内友商产品以低价格段为主，行业供给增加致价格有所波动。从超高分子聚乙烯产品强度来看一般分为较低强度手套纤维和较高强度防弹纤维，价格段在7-13万元/吨。由于技术储备与设备等限制，我国超高分子聚乙烯企业主要生产手套纤维等相对低价格段产品。江苏九九玖和同益中产品单价范围在6-10万元/吨，2018-2021年呈现下降趋势，主要原因系行业低端产品产能大幅扩张，2021年九九玖和同益中产能较2017年均有显著增长。相较之下南山智尚产品定位中高端，以防弹产品为主，产品单价与盈利性相对更高。

图表 33. 公司产品定位中高端，以防弹产品为主

产品类型	粗细	价格（元/吨）	产品图示
防护手套	400D	7万-9万	
绳缆吊索	800D	10-12万	
防弹产品	800D	约 13万	

资料来源：公司官网，中银证券

图表 34. 行业内其他公司以低价格段产品为主（单位：万元/吨）

	2017	2018	2019	2020	2021
江苏九九玖超高分子聚乙烯单价	8.6	9.1	8.0	6.6	5.9
yoy	-	5.0%	-12.3%	-16.8%	-11.1%
同益中超高分子聚乙烯单价	-	10.2	10.1	8.4	7.5
yoy	-	-	-1.0%	-16.8%	-10.4%

资料来源：各公司公告，中银证券

图表 35. 2017-2021 年行业产能规模大幅提升（单位：吨）

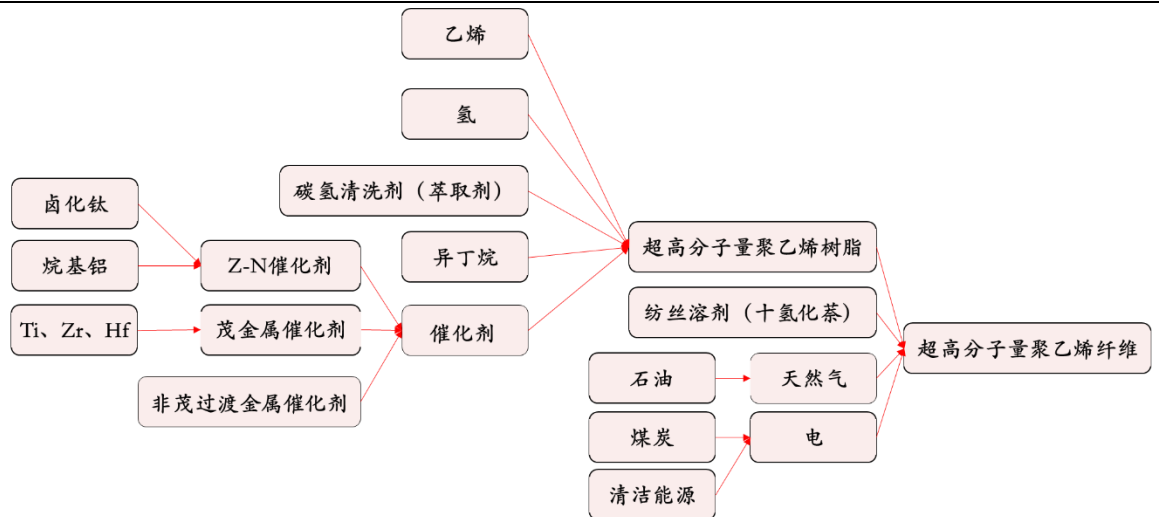
	2017	2018	2019	2020	2021
江苏九九玖超高分子聚乙烯产能	3200	8000	10000	12000	13000
同益中超高分子聚乙烯产能	2093	1950	1750	2150	3320

资料来源：各公司公告，中银证券

3.1.3 上游产业充分竞争，树脂原料供应稳定

UHMWPE 上游原材料主要为烯烃，是石油下游化工原料。根据材料委天津院发布的《超高分子量聚乙烯材料研究进展》，超高分子量聚乙烯纤维行业的上游主要原材料 UHMWPE 树脂是由乙烯聚合而成的白色粉末或颗粒，制备原料还包括溶剂（白油、十氢萘等）、萃取剂（碳氢清洗剂、二氯甲烷、二甲苯等），原材料烯烃是石油下游化工原料，因此价格与石油相关度较大。

图表 36. UHMWPE 上游原材料主要为烯烃



资料来源：材料委天津院《超高分子量聚乙烯材料研究进展》，价值目录，中银证券

上游格局分散，原料供应稳定。根据同益中招股书，全球 UHMWPE 原料产量有望从 2016 年 22.1 万吨提升至 2021 年约 38.0 万吨。国际供应商主要包括美国 Celanese Corporation、巴西 Braskem、荷兰 DSM 和日本三井化学公司等；国内供应商主要包括河南沃森超高科技有限公司、上海联乐化工科技有限公司等。其中，美国 Celanese Corporation 全球产能最高，在德国、美国和中国南京均已设立 UHMWPE 原料生产基地，合计产能 10.8 万吨。**整体来看上游格局较为分散，近年来，各大企业不断扩充产能，保障了上游原材料的稳定供给。**

3.2 先进生产设备保障产品质量，背靠大股东获取原材料优势

先进生产设备支撑高质量产品。根据公司最新披露的可转换公司债券募集说明书，公司一期 600 万吨超高分子聚乙烯项目已达产，二期超高分子聚乙烯项目已投产，采用国内先进的生产设备。配套完善的公用工程装置、积极调试设备并磨合团队，所生产产品较其他友商附加价值更高。**先进设备保障公司在安全生产的基础上增加高附加值产品产能占比。**

背靠大股东南山集团，公司享有原材料优势。根据南山集团官网，南山集团控股子公司裕龙石化于 2020 年底，投入建设 4000 万吨裕龙岛炼化一体化项目，该项目包含 UHMWPE 原料产线，预计可为南山智尚新材料业务扩张提供较为充足的原料保障。**公司背靠大股东南山集团有望较好地完成扩张计划，并持续享有成本优势。**

3.3 产能稳健爬坡，后续产能逐步建设

产能稳健爬坡，后续产能逐步建设。超高分子聚乙烯第一期 600 吨产能目前已达产，公司于 2022 年 9 月发布可转债募集公告，预计募集资金 7.0 亿元用于建设第二期年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料项目，2022 年 9 月时项目完成进度为 30%，预计于 2023 年下半年全线投产。公司对未来五年规划多期超高分子聚乙烯纤维产能，若顺利达产届时有望处于行业领先地位，**我们预计公司超高分子聚乙烯产量将保持稳健增长态势。**

图表 37. 公司预计募集资金 7 亿元用于建设第二期新材料项目（单位：亿元）

项目名称	建设期	预算金额	工程进度	预计达产时间
年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新型材料建设项目	2 年	7.00	30%	2023 年 12 月

资料来源：公司公告，中银证券

4.盈利预测与估值讨论

呢绒业务: 随着呢绒生产线技改完成, 产品结构逐步升级, 预计产量与单价稳步上行, 预计 2022-2024 年收入分别为 9.7/10.8/11.8 亿元, 同比增长 11.6%/11.9%/8.6%。

服装业务: 公司服装业务主要分为 To B 和 To C 两部分, To B 端公司与众多客户保持稳健合作同时拓展西装定制业务, 预计 2022-2024 年收入分别为 7.6/9.1/10.9 亿元, 同比增长 25.0%/20.0%/20.0%。

超高分子聚乙烯业务: 公司近年拓展超高分子聚乙烯业务, 第一期 600 万吨已于 2022 年 7 月投产, 预计产能稳健爬坡, 同时公司有后续产能规划, 我们预计 2022-2024 年收入分别为 0.2/1.1/4.3 亿元, 同比增长-450.0%/292.7%。

图表 38. 公司收入拆分表 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	13.6	14.9	17.6	21.2	27.2
yoy	-23.3%	9.9%	18.3%	20.2%	28.2%
呢绒	6.2	8.7	9.7	10.8	11.8
yoy	-29.3%	40.3%	11.6%	11.9%	8.6%
服装	7.1	6.1	7.6	9.1	10.9
yoy	-17.9%	-14.8%	25.0%	20.0%	20.0%
超高分子聚乙烯	0.0	0.0	0.2	1.1	4.3
yoy	0.0%	0.0%	-	450.0%	292.7%
其他	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
yoy	-3.5%	-35.6%	20.0%	15.0%	15.0%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

毛利率: 随着低毛利率超高分子聚乙烯收入占比提升以及规模效应逐步释放, 预计公司总体毛利率保持先下降后提升趋势, 预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 34.1%/33.4%/35.1%。

费用率: 我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 10.7%/10.5%/10.5%, 管理费用率为 4.4%/4.1%/4.6%, 研发费用率为 3.7%/3.7%/3.7%。

综合来看, 预计公司 2022-2024 年营收分别为 17.7 /21.2/27.2 亿元, 同比增长 18.3%/20.2%/28.2%; 归母净利润为 1.7/2.2/2.9 亿元, 同比增长 13.3%/27.5%/32.6%。

图表 39. 公司盈利预测的主要假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (亿元)	13.6	14.9	17.7	21.2	27.2
yoy (%)	-23.3%	9.9%	18.3%	20.2%	28.2%
毛利率 (%)	30.8%	34.2%	34.1%	33.4%	35.1%
费用率 (%)	18.1%	18.8%	19.4%	18.9%	19.4%
销售费用率 (%)	9.5%	10.5%	10.7%	10.5%	10.5%
管理费用率 (%)	3.9%	4.2%	4.4%	4.1%	4.6%
研发费用率 (%)	2.9%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
财务费用率 (%)	1.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
营业利润率 (%)	6.7%	12.5%	12.0%	12.7%	13.1%
所得税率 (%)	7.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
归母净利润 (亿元)	0.9	1.5	1.7	2.2	2.9
yoy (%)	-28.1%	74.2%	13.3%	27.5%	32.6%
净利润率 (%)	6.4%	10.2%	9.8%	10.4%	10.7%
EPS (元)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

我们选取国内其他主营业务为羊绒、服装及超高分子聚乙烯业务的企业作为其可比公司。当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 25/19/15 倍，对比行业平均值 16/13/10 倍，公司新材料业务有望快速放开，整体成长空间较大。首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 40. 公司 PE 估值表

公司名称	公司代码	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润同比增速 (%)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
新澳股份	603889.SH	8.27	3.0	3.9	4.8	5.7	96.9	30.3	23.6	18.9	10.6	10.9	8.8	7.4
乔治白	002687.SZ	4.69	1.9	1.9	2.5	3.0	29.9	0.4	31.7	19.8	13.2	12.7	9.6	8.0
同益中	688722.SH	21.37	0.5	1.7	2.5	3.3	-7.7	226.7	46.2	33.4	58.6	23.6	19.2	14.5
行业平均			1.8	2.5	3.3	4.0	39.7	85.8	33.8	24.0	27.5	15.7	12.5	10.0
南山智尚	300918.SZ	11.81	1.5	1.7	2.2	2.9	74.2	13.3	27.5	32.6	28.1	24.6	19.3	14.6

资料来源：万得，中银证券，

注1：南山智尚采用预测数据，其余公司盈利预测皆来自万得一致预期。

注2：股价及 PE 均对应 3 月 20 日收盘数据

风险提示

原材料价格波动：原材料为公司成本主要组成部分，若未来产生波动，可能对公司毛利率产生一定影响。

需求复苏不及预期：疫情放开后下游消费需求仍处于复苏过程中，若复苏不及预期，可能对公司收入造成一定影响。

新材料业务拓展不及预期：公司对新材料业务保持了快速的扩张计划，若未来新建产能投产进度不及预期，业绩可能不达标。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,358	1,492	1,765	2,122	2,719
营业收入	1,358	1,492	1,765	2,122	2,719
营业成本	940	982	1,163	1,413	1,766
营业税金及附加	20	16	18	22	28
销售费用	129	156	189	223	287
管理费用	52	62	77	87	125
研发费用	40	54	55	65	79
财务费用	25	9	10	12	15
其他收益	6	7	7	7	7
资产减值损失	(69)	(40)	(52)	(43)	(76)
信用减值损失	1	(1)	(3)	(1)	(2)
资产处置收益	0	0	1	2	3
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资收益	0	8	8	8	8
汇兑收益	8	1	1	1	1
营业利润	90	187	212	270	358
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	93	186	211	269	357
所得税	7	34	39	49	65
净利润	86	152	173	220	292
少数股东损益	(1)	0	0	0	0
归母净利润	88	152	173	220	292
EBITDA	192	239	283	335	467
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.32	0.42	0.48	0.61	0.81

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,834	2,057	2,307	2,248	2,866
货币资金	1,008	984	1,608	1,035	975
应收账款	198	167	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
存货	531	568	246	694	493
预付账款	8	8	25	15	35
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	89	331	427	505	1,362
非流动资产	596	647	711	792	885
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	406	353	388	427	470
无形资产	151	156	169	181	192
长期待摊费用	0	0	0	0	0
资产合计	2,430	2,704	3,018	3,041	3,751
流动负债	838	1,010	1,148	950	1,367
短期借款	290	390	390	390	390
应付账款	170	209	469	290	683
其他流动负债	1,131	1,095	1,011	1,411	1,311
非流动负债	56	28	28	28	28
长期借款	25	0	0	0	0
其他长期负债	31	28	28	28	28
负债合计	894	1,038	1,176	977	1,395
股本	360	360	360	360	360
少数股东权益	6	6	6	6	6
归属母公司股东权益	1,530	1,660	1,837	2,057	2,350
负债和股东权益合计	2,430	2,704	3,018	3,041	3,751

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	93	186	211	269	357
折旧摊销	58	50	92	101	111
营运资金变动	130	(9)	362	(513)	340
其他	127	81	80	75	113
经营活动现金流	370	252	682	(144)	826
资本支出	1	48	(48)	(51)	(54)
投资变动	0	8	8	8	8
其他	(17)	(402)	(316)	(326)	(338)
投资活动现金流	(16)	(346)	(357)	(369)	(384)
银行借款	(20)	(21)	(25)	(30)	(36)
债券融资	(189)	75	0	0	0
其他	176	(137)	245	140	91
筹资活动现金流	214	38	299	(59)	(502)
净现金流	567	(56)	624	(573)	(60)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(23.3)	9.9	18.3	20.2	28.2
营业利润增长率(%)	(34.9)	106.8	13.3	27.5	32.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(28.1)	74.2	13.3	27.5	32.6
息税前利润增长率(%)	(31.6)	66.2	13.5	27.1	31.9
息税折旧前利润增长率(%)	(29.1)	59.3	14.3	26.0	32.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8
获利能力					
息税前利润率(%)	8.1	13.6	13.0	13.8	14.2
营业利润率(%)	6.7	12.5	12.0	12.7	13.1
毛利率(%)	30.8	34.2	34.1	33.4	35.1
归母净利润率(%)	6.4	10.2	9.8	10.4	10.7
ROE(%)	6.8	9.5	9.8	11.3	13.2
ROIC(%)	4.0	7.2	6.2	9.0	9.6
偿债能力					
资产负债率	36.8	38.4	39.0	32.1	37.2
净负债权益比	58.2	62.3	63.8	47.4	59.2
流动比率	218.9	203.6	201.0	236.8	209.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	6.3	8.2	5.8	6.0	6.5
应付账款周转率	3.9	3.8	3.0	3.3	3.3
费用率					
销售费用率(%)	9.5	10.5	10.7	10.5	10.5
管理费用率(%)	3.9	4.2	4.4	4.1	4.6
研发费用率(%)	2.9	3.6	3.7	3.7	3.7
财务费用率(%)	1.8	0.6	0.6	0.6	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.0	0.7	1.9	(0.4)	2.3
每股净资产(最新摊薄)	4.3	4.6	5.1	5.7	6.5
每股股息	0.8	1.2	1.6	2.2	3.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	36.9	28.1	24.6	19.3	14.6
P/B(最新摊薄)	2.8	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	22.1	17.8	15.0	12.7	9.1
价格/现金流(倍)	11.5	16.9	6.2	(29.5)	5.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371