

南山智尚 (300918)

证券研究报告

2023年05月05日

新材料二期即将投产，打开成长空间

2022年公司实现营收16.3亿元，同增9.5%，主要受到宏观经济形势持续回暖和国际经济形势好转影响。其中22Q1-Q4收入及增速分别是3.2亿(yoy+8.0%)、4.6亿(yoy+27.3%)、4.1亿(yoy+12.0%)、4.5亿(yoy-5.1%)。23Q1收入3.3亿元，同增1.3%。

分产品，2022年精纺呢绒收入9.0亿(占54.89%)yoy+3.4%；服装类收入7.0亿元(占42.77%)yoy+14.97%；UHMWPE纤维收入0.2亿(占1.19%)。分地区，国内收入12.4亿(占75.8%)yoy+1.29%；国外收入4.0亿(占24.2%)yoy+46.82%。

2022年归母净利润1.9亿yoy+22.51%，其中22Q1-Q4归母净利润及其增速分别为0.3亿(yoy+17.71%)、0.4亿(yoy+15.31%)、0.4亿(yoy+0.02%)、0.8亿(+43.78%)。23Q1归母净利润0.3亿，同增13.40%。

公司2022向全体股东每10股派发现金红利1.6元人民币(含税)，共计分配现金股利0.6亿元(含税)，占归母净利润30.9%。

量价齐增拉升业绩，22年公司精纺呢绒销量0.14亿米，同增0.93%；22年ASP65元/米，同增2.4%。

超高分子聚乙烯项目投产打开成长空间。22年公司超高分子量聚乙烯一期600吨项目已投产并实现满产满销，同时加快推进超高分子量聚乙烯二期3000吨项目以及配套无纬布产线。一期设计产能600吨/年，已于2022年6月份投产，10月份实现满产；二期设计产能3000吨/年，目前正在有序进行设备安装、调试，计划2023年上半年内逐步投产，计划2023年下半年实现满负荷生产。

22年公司毛利率33.5%，同减0.6pct。归母净利率11.4%，同增1.2pct。

分产品看，2022年精纺呢绒毛利率33.8%，同减1.6pct；服装类毛利率32.1%，同增1.0pct；UHMWPE纤维毛利率16.0%；其他收入毛利率95.3%，同增10.6pct。

分地区看，2022年国内地区毛利率32.0%，同减5.6pct；国外地区毛利率27.7%，同增8.8pct。

展望2023：1) 加强精纺呢绒面料品牌专业化运营。强化“设计”、“研发”优势，提升线上服务平台的品牌系统规划能力与专业运作水平。2) 科技创新引领服饰业务产品差异化。B2C方面，公司“云尚工厂”将会利用智能化和大数据支持，形成“设计—客户—设计”的一体化产品开发模式；B2B方面，公司将继续维护好重点客户，进一步夯实公司机构客户群体基础。3) 加码布局新材料领域，推动新材料产业化进程。公司未来将重点布局新材料领域，2025年UHMWPE需求将达到16.5wt，一期600吨超高分子量聚乙烯产线的建成投产并满产满销，目前公司正在加快二期3000吨超高分子量聚乙烯产线的建设。4) 加快构建高质量应用型人才培养体系，夯实企业持续发展根基。

调整盈利预测，维持“买入”评级。公司一方面整合产业链上下游资源，提升生产效率；另一方面超高分子量聚乙烯项目投产并满产满销，同时二期产线23年下半年投产为公司打造增长新引擎，有望打开公司增长天花板。我们预计公司2023-2025EPS分别为0.65、0.88、1.00元/股(23-24原值分别为0.64、0.82元/股)，PE分别为19、14、12x。

风险提示：美国加征关税影响产品出口；原材料价格波动；市场竞争加剧；汇率波动；疫情影响物流运输

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	360.00
流通A股股本(百万股)	108.43
A股总市值(百万元)	4,464.00
流通A股市值(百万元)	1,344.50
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	41.87
一年内最高/最低(元)	12.95/7.72

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《南山智尚-半年报点评:主营扎实稳健，发行可转债加码新材料发展》2022-07-29
- 《南山智尚-年报点评报告:高端产品巩固羊毛面料龙头地位，高性能纤维材料投产在即》2022-04-08
- 《南山智尚-首次覆盖报告:精纺呢绒与职业装领军企业，布局新材料赋能新增长点》2022-03-10

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,492.00	1,633.75	2,022.58	2,510.02	2,723.37
增长率(%)	9.88	9.50	23.80	24.10	8.50
EBITDA(百万元)	235.67	175.55	396.17	521.19	570.12
归属母公司净利润(百万元)	152.41	186.72	233.61	315.77	360.53
增长率(%)	74.17	22.51	25.11	35.17	14.17
EPS(元/股)	0.45	0.32	0.65	0.88	1.00
市盈率(P/E)	27.56	38.75	19.11	14.14	12.38
市净率(P/B)	2.69	2.47	2.24	1.97	1.73
市销率(P/S)	2.99	2.73	2.21	1.78	1.64
EV/EBITDA	11.97	17.71	11.50	7.37	7.64

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	983.98	1,021.56	177.30	859.86	321.54	营业收入	1,492.00	1,633.75	2,022.58	2,510.02	2,723.37
应收票据及应收账款	167.01	181.56	340.40	259.03	385.71	营业成本	982.15	1,085.95	1,362.61	1,635.28	1,762.02
预付账款	7.81	3.22	17.52	4.85	18.08	营业税金及附加	15.61	13.08	22.25	25.10	34.59
存货	567.56	588.14	972.78	841.63	1,107.94	销售费用	156.04	157.78	210.35	266.06	288.68
其他	330.84	170.20	222.08	263.60	319.09	管理费用	62.30	67.23	84.95	106.68	117.11
流动资产合计	2,057.20	1,964.68	1,730.08	2,228.97	2,152.37	研发费用	53.86	59.85	70.79	90.36	98.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	8.89	0.20	14.80	12.81	12.81
固定资产	352.86	508.23	495.69	491.44	516.21	资产/信用减值损失	(41.10)	(54.16)	(30.33)	(41.86)	(42.12)
在建工程	82.40	443.78	665.27	856.71	963.17	公允价值变动收益	0.51	0.06	35.96	35.34	44.45
无形资产	156.20	200.86	192.67	184.47	176.28	投资净收益	7.57	3.57	2.52	0.00	0.00
其他	55.29	68.32	50.40	58.00	58.91	其他	59.34	92.11	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	646.74	1,221.19	1,404.02	1,590.63	1,714.57	营业利润	186.82	208.07	264.98	367.21	411.65
资产总计	2,703.94	3,203.90	3,134.10	3,819.60	3,866.94	营业外收入	3.12	3.34	1.60	1.20	1.18
短期借款	390.47	554.68	400.00	415.00	440.00	营业外支出	3.60	0.49	1.56	1.88	1.31
应付票据及应付账款	257.49	512.07	282.61	709.11	405.85	利润总额	186.35	210.92	265.02	366.53	411.52
其他	246.40	206.02	416.81	394.14	397.23	所得税	33.98	24.17	32.58	51.30	51.78
流动负债合计	894.36	1,272.77	1,099.42	1,518.25	1,243.08	净利润	152.37	186.75	232.44	315.23	359.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.04)	0.03	(1.16)	(0.54)	(0.79)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	152.41	186.72	233.61	315.77	360.53
其他	27.85	46.54	35.23	36.54	39.44	每股收益(元)	0.45	0.32	0.65	0.88	1.00
非流动负债合计	27.85	46.54	35.23	36.54	39.44						
负债合计	1,038.05	1,391.39	1,134.66	1,554.79	1,282.52	主要财务比率					
少数股东权益	5.87	5.90	4.95	4.50	3.80		2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	成长能力					
资本公积	844.74	844.74	844.74	844.74	844.74	营业收入	9.88%	9.50%	23.80%	24.10%	8.50%
留存收益	458.64	600.00	791.21	1,056.55	1,376.08	营业利润	106.83%	11.37%	27.36%	38.58%	12.10%
其他	(3.35)	1.88	(1.45)	(0.98)	(0.18)	归属于母公司净利润	74.17%	22.51%	25.11%	35.17%	14.17%
股东权益合计	1,665.89	1,812.51	1,999.44	2,264.80	2,584.43	获利能力					
负债和股东权益总计	2,703.94	3,203.90	3,134.10	3,819.60	3,866.94	毛利率	34.17%	33.53%	32.63%	34.85%	35.30%
						净利率	10.22%	11.43%	11.55%	12.58%	13.24%
						ROE	9.18%	10.34%	11.71%	13.97%	13.97%
						ROIC	19.79%	23.11%	20.20%	15.67%	22.63%
						偿债能力					
						资产负债率	38.39%	43.43%	36.20%	40.71%	33.17%
						净负债率	-33.90%	-25.35%	12.14%	-18.81%	5.18%
						流动比率	2.04	1.47	1.57	1.47	1.73
						速动比率	1.47	1.04	0.69	0.91	0.84
						营运能力					
						应收账款周转率	8.16	9.37	7.75	8.37	8.45
						存货周转率	2.72	2.83	2.59	2.77	2.79
						总资产周转率	0.58	0.55	0.64	0.72	0.71
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.32	0.65	0.88	1.00
						每股经营现金流	0.70	0.65	-0.88	2.89	-0.65
						每股净资产	4.61	5.02	5.54	6.28	7.17
						估值比率					
						市盈率	27.56	38.75	19.11	14.14	12.38
						市净率	2.69	2.47	2.24	1.97	1.73
						EV/EBITDA	11.97	17.71	11.50	7.37	7.64
						EV/EBIT	8.71	8.49	13.39	8.30	8.58

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	152.37	186.75	233.61	315.77	360.53
折旧摊销	49.95	46.33	56.05	58.35	62.29
财务费用	17.52	15.71	14.80	12.81	12.81
投资损失	(7.57)	(3.57)	(2.52)	0.00	0.00
营运资金变动	(4.52)	(105.98)	(652.45)	617.85	(712.10)
其它	43.98	93.59	34.80	34.80	43.66
经营活动现金流	251.73	232.82	(315.71)	1,039.58	(232.82)
资本支出	86.98	589.05	268.12	236.04	182.43
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(433.36)	(1,122.89)	(594.33)	(544.07)	(456.66)
投资活动现金流	(346.38)	(533.84)	(326.21)	(308.03)	(274.23)
债权融资	91.93	142.66	(156.82)	0.86	8.86
股权融资	(45.83)	5.24	(45.52)	(49.86)	(40.12)
其他	(7.84)	(81.59)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	38.26	66.30	(202.34)	(49.00)	(31.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(56.39)	(234.72)	(844.26)	682.55	(538.31)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com