

传统主业稳健增长，超高分子量聚乙烯加速放量

核心观点

22 年传统主业在疫情压力下保持韧性，精纺呢绒营收小幅增长，服装业务在西装占比提升下营收及毛利率快速提升。超高分子量聚乙烯纤维业务 22 年一期项目顺利投产，已实现盈利。二期 3,000 吨项目规划 23H1 逐步投产，计划 23H2 满产，预估 23 年产量有望达到 1,500 吨+（22 年为 278 吨），盈利能力有望随着产能利用率爬坡及规模效应不断上行，全年有望贡献近 2,000 万净利润（占公司 22 年业绩的 11%），全部达产后未来弹性可期。

事件

公司发布 2023 年一季报：23Q1 营收 3.26 亿元/+1.3%，归母净利润 3,206 万元/+13.4%，扣非归母净利润 3,042 亿元/+14.3%；经营活动现金流净额-1.01 亿元/-136.0%，EPS 为 0.09 元/+13.5%。

公司发布 2022 年年报：2022 年营收 16.34 亿元/+9.5%，归母净利润 1.87 亿元/+22.5%，扣非归母净利润 1.68 亿元/+19.9%；经营活动现金流净额 2.33 亿元/-7.5%，EPS（基本）为 0.52 元/+23.8%，ROE（加权）为 10.8%/+1.3pct。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税），分红比例为 30.9%（21 年为 29.8%）。

其中，22Q4 公司实现营收 4.49 亿元/-5.1%，归母净利润 0.81 亿元/+43.8%，扣非归母净利润 0.69 亿元/+53.5%。

简评

23Q1 营收增速环比改善，新材料业务贡献下净利率提升。23Q1 公司营收 3.3 亿元/+1.3%，预估 UHMWPE 纤维营收约 1,200 万元，传统业务营收约 3.1 亿元/-2.5%。毛利率为 32.8%/+1.6pct，销售、管理、研发费用率分别为 8.4%/-2.0pct、3.6%/+0.6pct、4.9%/+1.0pct，净利率增加 1.1pct 至 9.9%，归母净利润 3,206 万元/+13.4%，预估新业务贡献 200 万元+，剔除新业务增长约 5%。

服装业务产品结构改善带动毛利率提升，超高分子量聚乙烯纤维 22 年一期顺利投产，23 年二期投产有望快速贡献业绩增量。分业务来看，精纺呢绒、服装业务 22 年收入 8.97 亿元/+3.4%、6.99 亿元/+15.0%，服装业务持续拓展高端市场，推出高级定制系列；增加女装产品，拓宽产品覆盖范围。精纺呢绒毛利率为 33.8%/ -1.6pct，系 22M6-9 羊毛价格下降，受高价原材料库存拖累；服装

南山智尚 (300918.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期：2023 年 05 月 12 日

当前股价：13.21 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.74/-10.32	9.90/5.99	9.79/4.38
12 月最高/最低价 (元)			12.95/7.80
总股本 (万股)			36,000.00
流通 A 股 (万股)			10,842.75
总市值 (亿元)			40.36
流通市值 (亿元)			12.15
近 3 月日均成交量 (万)			467.76
主要股东			
南山集团有限公司			67.50%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-25 【中信建投轻工纺织及教育】南山智尚 (300918):超高分子量聚乙烯投产,拟募资开启二期项目建设
- 2022-09-25 【中信建投轻工纺织及教育】南山智尚 (300918):超高分子量聚乙烯投产,第二主业空间广阔

业务毛利率 32.1%/+1.0pct，系产品结构改善，西服占比增加。**超高分子量聚乙烯纤维业务** 22 年收入 1,952 万元，一期 600 吨项目于 22 年 6 月投产，10 月满产。22 年业务毛利率 16%，预估贡献净利润约 200 万元，对于净利率 10%。二期 3,000 吨项目规划于 23 年上半年内逐步投产，23 年下半年实现满产，根据产能投放节奏测算，预估 23 年产量有望达到 1,500 吨+（22 年为 278 吨），盈利能力有望随着产能利用率爬坡及规模效应而不断上行，预计 23 年业务毛利率有望升至 30%+，净利率有望升至 15%+，单价预计 8 万元左右/吨，贡献近 2,000 万净利润（占公司 22 年业绩的 11%），为公司快速贡献业绩增量。预计 24 年一二期合计 3,600 吨产能满产后，将释放更大利润弹性。

22 年毛利率稳定，费用率下降带动净利率提升。 22 年公司毛利率 33.5%/-0.6pct，基本持平。费用端，22 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.7%/-0.8pct、4.1%/-0.1pct、3.7%/+0.1pct、0.01%/-0.6pct。在毛利率基本持平、费用率下降带动下，公司 22 年净利率 11.4%/+1.2pct。

盈利预测： 预计公司 2023-2025 年营收为 19.0、22.2、25.0 亿元，同增 16.4%、17.0%、12.4%；归母净利润为 2.24、2.70、3.14 亿元，同增 20.1%、20.5%、16.1%，对应 PE 为 21.2、17.6、15.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格波动风险： 公司产品主要原材料为羊毛及羊绒，材料成本占主营业务成本比例较高。如果未来原材料价格出现大幅波动，公司无法及时将原材料价格波动的风险向下游转移，将存在因原材料价格波动带来的毛利率下降、业绩下滑的风险。

投产不及预期风险： 公司 UHMWPE 纤维业务产能在快速投产阶段，业务营收及业绩增长与产能投放节奏直接相关，若产能投放进展不及预期，将影响公司业绩表现。

下游需求不及预期风险： 公司产品的销量及价格均取决于下游市场的需求情况，若下游需求不及预期，将影响公司的订单量及产品价格，进而影响公司的收入及毛利率水平。

图 1:南山智尚营收拆分（百万元）

南山智尚营收拆分（人民币百万元）	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	1,771	1,358	1,492	1,634	1,902	2,224	2,501
YOY	-11.3%	-23.3%	9.9%	9.5%	16.4%	17.0%	12.4%
传统呢绒业务	1,744	1,332	1,475	1,595	1,755	1,966	2,162
YOY	-10.3%	-23.6%	10.8%	8.1%	10.0%	12.0%	10.0%
呢绒面料	874	618	867	897	986	1105	1215
YOY	-2.1%	-29.3%	40.3%	3.4%	10.0%	12.0%	10.0%
服装业务	869	714	608	699	769	861	947
YOY	-17.3%	-17.9%	-14.8%	15.0%	10.0%	12.0%	10.0%
超高分子量聚乙烯业务				20	128	240	320
YOY					556%	88%	33%
期末设计年产能（吨）				600	3,600	3,600	3,600
产能利用率				46.3%	44.4%	83.3%	111.1%
年产量（吨）				278	1,600	3,000	4,000
均价（万元/吨）				7	8	8	8

数据来源：公司公告、中信建投证券

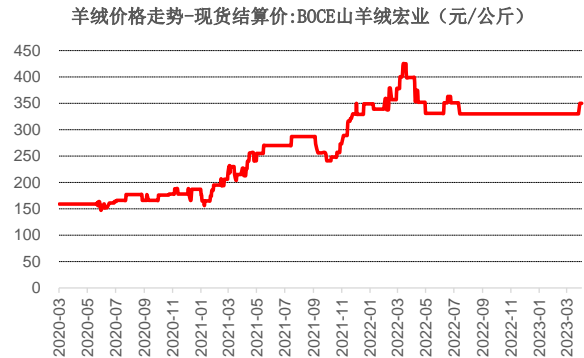
图 2: 南山智尚业绩拆分预测 (百万元)

南山智尚业绩拆分 (百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
扣非归母净利润 (业务拆分计算)			140	168	202	250	291
归母净利润 (模型输出)			152	187	224	270	314
传统呢绒业务							
yoy				22.5%	20.1%	20.5%	16.1%
净利率				10.4%	10.4%	10.5%	10.5%
净利润	109	80	140	166	183	206	227
超高分子聚乙烯业务				20	128	240	320
yoy					556%	88%	33%
净利率				10.2%	15.0%	18.0%	20.0%
净利润				2.0	19.2	43.2	64.0

数据来源: 公司公告、中信建投证券

图 3: 澳大利亚羊毛交易所东部市场指数 (澳分/公斤)


数据来源: 中国羊毛信息网、中信建投证券

图 4: 羊绒价格走势-现货价: BOCE 山羊绒宏业 (元/公斤)


数据来源: 渤海商品交易所、中信建投证券

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,057	1,983	1,700	2,184	2,249	营业收入	1,492	1,634	1,902	2,224	2,501
现金	984	1,022	409	920	701	营业成本	982	1,086	1,285	1,494	1,671
应收票据及应收账款合计	167	182	320	245	361	营业税金及附加	16	13	21	25	25
其他应收款	36	37	48	52	61	销售费用	156	158	200	234	263
预付账款	8	3	10	5	11	管理费用	62	67	86	100	113
存货	568	588	779	811	967	研发费用	54	60	72	89	100
其他流动资产	295	151	133	150	148	财务费用	9	0	23	26	28
非流动资产	647	1,221	1,206	1,245	1,261	资产减值损失	-40	-53	-25	-36	-38
长期投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
固定资产	353	508	611	701	755	其他收益	7	7	6	6	7
无形资产	156	201	200	202	206	投资净收益	8	4	3	3	4
其他非流动资产	138	512	395	342	299	营业利润	187	208	249	302	351
资产总计	2,704	3,204	2,906	3,429	3,509	营业外收入	3	3	5	4	4
流动负债	1,010	1,345	955	1,254	1,091	营业外支出	4	0	1	1	2
短期借款	390	555	435	418	449	利润总额	186	211	252	304	353
应付票据及应付账款合计	257	512	245	563	364	所得税	34	24	29	35	41
其他流动负债	362	278	275	274	278	净利润	152	187	223	269	313
非流动负债	28	47	47	47	47	少数股东损益	-0	0	-1	-1	-1
长期借款	-	-	-	-	-	归属母公司净利润	152	187	224	270	314
其他非流动负债	28	47	47	47	47	EBITDA	230	260	327	393	454
负债合计	1,038	1,391	1,002	1,301	1,138	EPS (元)	0.42	0.52	0.62	0.75	0.87
少数股东权益	6	6	5	3	3						
股本	360	360	360	360	360	主要财务比率					
资本公积	845	845	845	845	845	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
留存收益	459	600	776	973	1,201	成长能力					
归属母公司股东权益	1,660	1,807	1,900	2,125	2,369	营业收入(%)	9.9	9.5	16.4	17.0	12.4
负债和股东权益	2,704	3,204	2,906	3,429	3,509	营业利润(%)	106.8	11.4	19.4	21.4	16.5
						归属于母公司净利润(%)	74.2	22.5	20.1	20.5	16.1
						获利能力					
						毛利率(%)	34.2	33.5	32.4	32.8	33.2
						净利率(%)	10.2	11.4	11.8	12.2	12.5
						ROE(%)	9.1	10.3	11.3	12.1	12.6
						ROIC(%)	17.5	14.9	12.0	16.7	14.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	38.4	43.4	34.5	37.9	32.4
						净负债比率(%)	-33.9	-25.3	1.3	-22.7	-10.1
						流动比率	2.0	1.5	1.8	1.7	2.1
						速动比率	1.5	1.0	1.0	1.1	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	8.2	9.4	7.6	7.9	8.2
						应付账款周转率	5.2	5.1	5.5	5.2	5.2
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.42	0.52	0.62	0.75	0.87
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.29	-0.87	1.95	-0.21
						每股净资产(最新摊薄)	4.61	5.02	5.48	6.15	6.91
						估值比率					
						P/E	31.2	25.5	21.2	17.6	15.2
						P/B	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9
						EV/EBITDA	17.1	16.3	14.4	10.7	9.8

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	252	233	-313	702	-76
净利润	152	187	223	269	313
折旧摊销	50	46	66	83	99
财务费用	9	0	23	26	28
投资损失	-8	-4	-3	-3	-4
经营性应收项目的减少	38	-48	-145	79	-122
经营性应付项目的增加	30	42	-262	316	-195
其他经营现金流	10	51	-478	249	-389
投资活动现金流	-346	-534	-91	-117	-109
资本支出	52	662	-91	21	48
长期投资	-248	178	-	-	-
其他投资现金流	-542	305	-182	-96	-62
筹资活动现金流	38	66	-208	-75	-35
短期借款	100	164	-120	-17	32
长期借款	-25	-	-	-	-
普通股增加	-	-	-	-	-
资本公积增加	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-37	-98	-88	-57	-66
现金净增加额	-63	-230	-612	511	-219

资料来源: 公司公告、中信建投预测

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

研究助理

魏中泰

weizhongtai@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk