

2023年04月25日

疫情下业绩稳健，期待新材料二期投产

南山智尚(300918)

评级:	买入	股票代码:	300918
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	12.95/7.25
目标价格:		总市值(亿)	40.28
最新收盘价:	11.19	自由流通市值(亿)	12.13
		自由流通股数(亿)	1.08

事件概述

公司2022年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为16.34/1.87/1.68/2.33亿元、同比增长9.50%/22.51%/19.92%/-7.51%，业绩符合市场预期，扣非净利低于净利主要由于增加税收返还616万元，经营性现金流高于净利主要由于计提减值、折旧及应付账款增加。22Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为4.49/0.81/0.69亿元、同比增长-5%/45%/53%，单季净利大幅增长主要由于所得税率下降（购置设备一次性税前全额扣除所得税优惠）。公司每股派发现金红利0.16元，股息率为1.4%。

23Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为3.26/0.32/0.30亿元、同比增长1%/13%/14%，净利增长好于收入主要由于毛利率提升。

分析判断:

毛纺主业稳健增长，服装增速更高主要由于低基数。2022年精纺呢绒/服装/UHMWPE纤维/其他收入分别为8.97/6.99/0.20/0.19亿元、同比增长3.37%/14.97%/-12.16%。其中，（1）精纺呢绒销量/单价分别为1379.58万米/65.00（元/米）、同比增长0.9%/2.5%，量增主要来自产能利用率提高：根据公告，2022年精纺呢绒产能利用率为87.4%、同比提高8.4PCT。（2）服装收入增长15%主要由于西装销量增长，2022年西装/衬衫的销量分别为95.46万套/89.92万件，同比增长13.85%/2.41%，主要来自产能利用率提升：根据公告，22年西装产能利用率为107.09%、同比增长51.76PCT，主要受西装生产线升级改造，西装总产能从135万套下降至75万套。衬衣产能利用率为98.57%、同比下降50.36PCT，主要受衬衣生产线升级改造，衬衣总产能从45万件增长至65万件。（3）国内/国外收入分别增长1.3%/46.8%，海外好于国内增长主要由于服装业务低基数。

新材料业务22年初试水，计划23年逐步投产。公司超高分子聚乙烯一期设计产能600吨/年，已于2022年6月投产、10月实现满产。目前已试产全品类产品，主要为800D防弹丝级别产品，此外还有部分防切割及绳缆类纤维产品；其中800D、1600D产品均是公司自行研发生产，拥有自有技术及产品，其技术指标和产品质量已超行业平均水平。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、下半年实现满产。

Q4所得税率优惠贡献净利率提升。（1）公司2022年毛利率为33.53%，同比下降0.64PCT，22Q4毛利率为36.93%、同比提高2.49PCT、环比提高3.03PCT。分产品来看，精纺呢绒/服装类/UHMWPE纤维/其他的毛利率分别为33.75%/32.08%/15.96%/95.34%，同比提高-1.60/0.98/-/10.62PCT。2022年公司净利率为11.43%、同比提高1.22PCT。22Q4净利率为17.97%、同比提高6.14PCT，主要由于所得税率同比下降6.91PCT至11.37%。从费用率看，公司2022年的销售/管理/财务/研发费用率分别为9.67%/4.10%/0.00%/3.67%，同比提高-0.79/-0.06/-0.60/0.05PCT。资产减值损失5281万元、同比增加31.86%，资产减值损失/收入为3.24%、同比减少0.56PCT。（2）23Q1公司毛利率/净利率为32.77%/9.86%、同比上升1.62/1.06PCT；23Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为8.28%/3.68%/4.91%/1.23%、同比提高-1.97/0.58/0.87/0.61PCT。

存货和应收账款健康。2022年公司的应收账款/存货/应付账款分别为1.82/5.88/2.21亿元，同比增长8.98%/3.52%/5.74%，应收账款/存货/应付账款周转天数分别为38/195/71天、同比增加-6/-7/2天。23Q1末公司存货为6.38亿元、同比下降1%、环比22Q4增长8.50%，存货周转天数为260.19天，同比增加14.22天、环比增加65.64天；应收账款周转天数为54.57天、同比增加3.56天、环比增加16.17天，应付账款90.46天、同比提高1.48天、环比增加19.19天。

投资建议

我们分析，（1）公司主要看点在于新材料业务，今年有望逐步贡献利润；（2）主业方面，面料方面受海外去库存影响较小，服装业务公司推进女装全品类产品研发有望贡献增量，且产能利用率存在改善空间。维持 23/24 年营收预测 19.89/24.74 亿元、新增 25 年收入预测 28.60 亿元，维持公司 23/24 年归母净利预测 2.21/2.97 亿元、新增 25 年归母净利预测 3.60 亿元，维持 23/24 年的 EPS 预测 0.61/0.83 元、新增 25 年 EPS 预测为 1.00 元，对应 2023 年 04 月 24 日 11.19 元/股收盘价，PE 分别为 18/14/11X，维持公司“买入”评级。

风险提示

海外需求放缓风险；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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,492	1,634	1,989	2,474	2,860
YoY (%)	9.9%	9.5%	21.7%	24.4%	15.6%
归母净利润(百万元)	152	187	221	297	360
YoY (%)	74.2%	22.5%	18.4%	34.2%	21.4%
毛利率 (%)	34.2%	33.5%	33.0%	34.5%	35.5%
每股收益 (元)	0.42	0.52	0.61	0.83	1.00
ROE	9.2%	10.3%	11.2%	13.5%	14.6%
市盈率	26.43	21.57	18.22	13.58	11.18

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,634	1,989	2,474	2,860	净利润	187	220	296	359
YoY (%)	9.5%	21.7%	24.4%	15.6%	折旧和摊销	53	86	94	102
营业成本	1,086	1,332	1,621	1,845	营运资金变动	-78	-269	-30	-47
营业税金及附加	13	20	27	31	经营活动现金流	233	126	456	511
销售费用	158	169	213	248	资本开支	-657	-154	-144	-128
管理费用	67	80	104	126	投资	178	0	0	0
财务费用	0	21	24	19	投资活动现金流	-534	-154	-144	-128
资产减值损失	-53	-48	-52	-58	股权募资	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	债务募资	644	111	-11	-52
营业利润	208	267	361	437	筹资活动现金流	66	8	-130	-182
营业外收支	3	2	0	1	现金净流量	-230	-20	183	201
利润总额	211	269	361	438					
所得税	24	48	65	79	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	187	220	296	359	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	187	221	297	360	营业收入增长率	9.5%	21.7%	24.4%	15.6%
YoY (%)	22.5%	18.4%	34.2%	21.4%	净利润增长率	22.5%	18.4%	34.2%	21.4%
每股收益	0.52	0.61	0.82	1.00	盈利能力 (%)				
					毛利率	33.5%	33.0%	34.5%	35.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	11.4%	11.1%	12.0%	12.6%
货币资金	1,022	1,002	1,184	1,386	总资产收益率 ROA	5.8%	6.4%	7.7%	8.6%
预付款项	3	5	6	6	净资产收益率 ROE	10.3%	11.2%	13.5%	14.6%
存货	588	730	799	859	偿债能力 (%)				
其他流动资产	370	439	513	573	流动比率	1.47	1.50	1.56	1.68
流动资产合计	1,983	2,175	2,503	2,824	速动比率	1.02	1.00	1.06	1.16
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.76	0.69	0.74	0.82
固定资产	508	583	640	679	资产负债率	43.4%	43.1%	42.9%	41.2%
无形资产	201	191	182	173	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,221	1,291	1,344	1,373	总资产周转率	0.51	0.57	0.64	0.68
资产合计	3,204	3,466	3,846	4,198	每股指标 (元)				
短期借款	555	666	654	603	每股收益	0.52	0.61	0.83	1.00
应付账款及票据	512	369	449	511	每股净资产	5.02	5.47	6.09	6.85
其他流动负债	278	413	500	569	每股经营现金流	0.65	0.35	1.27	1.42
流动负债合计	1,345	1,447	1,603	1,682	每股股利	0.00	0.17	0.20	0.24
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	47	47	47	47	PE	21.57	18.22	13.58	11.18
非流动负债合计	47	47	47	47	PB	2.05	2.05	1.84	1.63
负债合计	1,391	1,493	1,650	1,729					
股本	360	360	360	360					
少数股东权益	6	5	4	3					
股东权益合计	1,813	1,973	2,197	2,469					
负债和股东权益合计	3,204	3,466	3,846	4,198					

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，10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。

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在最新状态。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跨部门、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。