

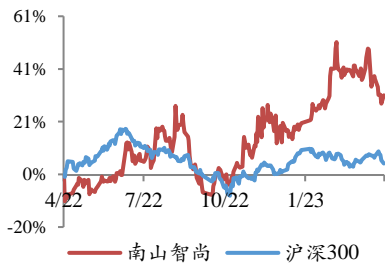
## 业绩符合预期，新材料&服装驱动利润率中枢上移

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-24

收盘价(元)	11.19
近12个月最高/最低(元)	12.95/7.69
总股本(百万股)	360
流通股本(百万股)	108
流通股比例(%)	30.12
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	12

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

电话：15110377548

邮箱：mayf@hazq.com

### 相关报告

- 南山智尚：业绩预告略超预期，传统业绩步入复苏 2023-01-11
- 南山智尚三季报点评：精纺呢绒出口高增长，新材料一期达到满产 2022-10-25

### 主要观点：

- **事件：公司发布2022年报&2023年一季报。**公司2022年实现营收16.34亿元，同比+9.50%，实现归母净利润1.87亿元，同比+22.51%，其中单Q4实现营收4.49亿元，同比-5.10%，环比+10.86%，实现归母净利润0.81亿元，同比+43.78%，环比+125.00%。公司23Q1实现营收3.26亿元，同比+1.26%，环比-27.39%，实现归母净利润0.32亿元，同比+13.40%，环比-60.49%。
- **2022年下半年内需承压，新材料开始贡献业绩增量。**分产品：**1) 精纺呢绒**2022年收入8.97亿元，同比+3.37%，其中22H2收入4.87亿元，同比-4.37%，Q3、Q4通常是毛精纺销售旺季，但受疫情影响国内需求减弱，下半年收入承压；**2) 服装**2022年收入6.99亿元，同比+14.97%，其中22H2收入3.36亿元，同比+6.84%。**3) 新材料业务：**UHMWPE纤维一期600吨项目于2022年10月达到满产状态，2022年实现销量279吨，贡献营收1952.06万元，2022年均价7万元/吨主要是公司通过一期项目升级成品工艺和调整设备技术，目前产品已经实现了从400D到800D的全线转变，产品结构持续提升带来该业务盈利能力升级。**分地区：**1) 2022年国内收入12.39亿元，同比+1.29%，其中22H2收入6.37亿元，同比-4.67%；2) 海外收入3.95亿元，同比+46.82%，其中22H2收入2.16亿元，同比+30.65%。
- **服装业务产品结构带动盈利能力明显提升。**公司2022年实现毛利率33.53%，同比-0.64pct，其中单Q4毛利率36.93%，同比+2.49pcts，环比+3.03pcts；23Q1实现毛利率32.77%，同比+1.62pcts，环比-4.16pcts。**分产品：**1) **精纺呢绒**2022年毛利率33.75%，同比-1.60pcts，其中22H2毛利率为33.47%，同比-2.03pcts；2) **服装业务**2022年毛利率32.08%，同比+0.98pct，其中22H2毛利率37.65%，同比+8.47pcts。据公告，公司服装业务中剔除低附加值订单，优化产品结构，盈利能力大幅提升。**分地区：**1) **国内业务**2022年毛利率31.95%，同比-5.59pcts，其中22H2毛利率29.69%，同比-7.43pcts；2) **海外业务**2022年毛利率27.67%，同比+8.78pcts，其中22H2毛利率32.83%，同比+13.34pcts。
- **Q1是毛纺销售淡季，外部压力下营运能力稳健。**公司23Q1实现净利率9.86%，同比+1.06pcts，环比-8.11pcts，23Q1公司期间费用率18.27%，同比-0.18pct，环比+1.17pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为8.38%/3.62%/4.91%/1.36%，公司推进新材料项目建设，研发投入提升，财务费用率增加主要是因为经营借款增加，销售和管理费用管控较好。**周转率来看，**23Q1公司存货周转率0.35（上年同期为0.37），应收账款周转率为1.65（上年同期为1.76），尽管2023年1-2月疫情叠加春节提前对于公司生产和物流造成一定影响，但周转率整体保持相对稳健。
- **盈利预测：**2023年下游服装消费市场复苏，公司精纺呢绒和服装业务持续提升高附加值产品占比，进一步优化产品结构、提升盈利能力。新材料方面，目前二期3000吨UHMWPE纤维项目正在有序进行设备安装、调试，计划23H1内逐步投产，23H2实现满负荷生产，并且公司

根据 UHMWPE 纤维独特的性能与原有毛纺业务相结合，在传统军警、海洋等应用领域基础上，充分开发纺织应用，生产具有凉感的面料、枕套、凉席和防穿刺服装等产品，拓宽下游应用范围。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.4/3.3/3.7 亿元，对应 PE 分别为 16/12/11 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

产能释放不及预期；需求恢复不及预期；汇率大幅波动；原材料价格大幅波动。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1634	1940	2304	2487
收入同比 (%)	9.5%	18.8%	18.7%	7.9%
归属母公司净利润	187	244	330	367
净利润同比 (%)	22.5%	30.9%	35.1%	11.2%
毛利率 (%)	33.5%	34.0%	35.3%	34.6%
ROE (%)	10.3%	11.9%	13.9%	13.4%
每股收益 (元)	0.52	0.68	0.92	1.02
P/E	19.77	16.48	12.20	10.97
P/B	2.05	1.96	1.69	1.47
EV/EBITDA	12.78	10.77	8.20	8.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1983	1938	2538	2458	<b>营业收入</b>	1634	1940	2304	2487
现金	1022	870	1285	1240	营业成本	1086	1281	1490	1625
应收账款	182	285	248	326	营业税金及附加	13	19	35	37
其他应收款	37	45	57	51	销售费用	158	175	207	224
预付账款	3	7	8	8	管理费用	67	78	92	99
存货	588	581	776	659	财务费用	0	0	0	0
其他流动资产	151	150	164	173	资产减值损失	-53	-34	-2	12
<b>非流动资产</b>	1221	1483	1784	2101	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	4	6	6
固定资产	508	527	549	576	<b>营业利润</b>	208	278	386	419
无形资产	201	224	251	280	营业外收入	3	5	0	5
其他非流动资产	512	732	984	1245	营业外支出	0	3	6	4
<b>资产总计</b>	3204	3421	4322	4558	<b>利润总额</b>	211	280	380	421
<b>流动负债</b>	1345	1318	1890	1759	所得税	24	36	51	54
短期借款	555	670	799	930	<b>净利润</b>	187	244	330	367
应付账款	221	284	303	338	少数股东损益	0	-1	0	-1
其他流动负债	569	365	788	492	<b>归属母公司净利润</b>	187	244	330	367
<b>非流动负债</b>	47	47	47	47	EBITDA	256	359	437	462
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.68	0.92	1.02
其他非流动负债	47	47	47	47					
<b>负债合计</b>	1391	1365	1936	1806					
少数股东权益	6	5	5	4	<b>主要财务比率</b>				
股本	360	360	360	360	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	845	845	845	845	<b>成长能力</b>				
留存收益	602	846	1176	1543	营业收入	9.5%	18.8%	18.7%	7.9%
归属母公司股东权益	1807	2051	2381	2748	营业利润	11.4%	33.7%	38.9%	8.5%
<b>负债和股东权益</b>	3204	3421	4322	4558	归属于母公司净利润	22.5%	30.9%	35.1%	11.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	33.5%	34.0%	35.3%	34.6%
					净利率 (%)	11.4%	12.6%	14.3%	14.8%
					ROE (%)	10.3%	11.9%	13.9%	13.4%
					ROIC (%)	7.5%	9.7%	10.3%	9.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	43.4%	39.9%	44.8%	39.6%
					净负债比率 (%)	76.8%	66.4%	81.2%	65.6%
					流动比率	1.47	1.47	1.34	1.40
					速动比率	1.01	1.01	0.91	1.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.59	0.59	0.56
					应收账款周转率	9.37	8.30	8.61	8.62
					应付账款周转率	5.05	5.07	5.08	5.07
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.52	0.68	0.92	1.02
					每股经营现金流 (薄)	0.65	0.09	1.75	0.50
					每股净资产	5.02	5.70	6.61	7.63
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.77	16.48	12.20	10.97
					P/B	2.05	1.96	1.69	1.47
					EV/EBITDA	12.78	10.77	8.20	8.14

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队，2021年加入华安证券研究所，2022年水晶球轻工造纸行业（公募榜）第五名，2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师，2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。