

南山智尚 (300918.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服行业首席分析师
执业编号: S1500520080003
邮箱: jixiaofei@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩表现亮眼，新项目打造第二增长曲线

2023年4月29日

事件：公司发布 2022 年年报，报告期实现收入 16.34 亿元，同增 9.50%，归母净利润为 1.87 亿元，同比 22.51%，扣非净利润为 1.68 亿元，同增 19.92%，EPS 为 0.52 元，每 10 股派息 1.6 元（含税）。2022Q4 实现营收 4.49 亿，同增 5.1%，归母净利润 0.81 亿，同增 43.78%，2023Q1 实现营收 3.26 亿元，同比增长 1.26%，归母净利润 3205.81 万元，同比增长 13.40%。公司竞争力凸显，逐步拓展国际市场，疫情环境下订单量实现同比增长，我们认为利润增速高于收入主要由于公司积极升级产品结构，优化客户结构，提升高附加值产品占比。

点评：

- **订单量增长迅速，外贸营收增速相对较高。**分品类看，2022 年公司精纺呢绒营业收入为 8.97 亿元，同增 3.37%，服装业务营业收入为 6.99 亿元，同增 14.97%，超高分子聚乙烯贡献营收 1952 万元。公司处于行业头部位置，在抗风险及能动性方面反应迅速，订单量保持增长。此外公司持续加强产品研发，提高定制服装品牌认可度，驱动营收持续增长。分区域看，2022 年公司整体内贸营收为 12.39 亿元，同增 1.29%，外贸营收为 3.95 亿元，同增 46.82%。其中国际市场营收快速增长，我们认为主要系公司持续加强国际市场销售渠道拓展力度，不断优化客户结构，收入增速相对较高。
- **产品、客户结构优化下，毛利率基本保持稳定。**1) 2022 年公司毛利率同降 0.64PCT 至 33.53%，基本保持平稳，我们认为主要系公司积极升级产品结构，由基础类向功能性产品转化，提高高附加值产品占比，同时不断优化客户结构，加深与高毛利率产品客户的合作，带动毛利率保持稳定。其中精纺呢绒、服装类毛利率为 33.75%、32.08%，同增 -1.60PCT、0.98PCT。2) 2022 年公司持续加强期间费用的合理管控，各项费用率基本保持稳定，销售、管理、研发、财务费用率为 9.66%、4.12%、3.66%、0.01%，同比增加 -0.80PCT、-0.06PCT、0.05PCT、-0.58PCT，其中财务收入增加主要由于汇率波动使得汇兑收益增加。3) 2022 年公司经营现金流净额为 2.33 亿元，同增 -7.51%。
- **巩固羊毛完整产业链优势，新项目加快建设打开第二成长曲线。**公司巩固毛纺服装全产业链优势，同时持续推进超高分子聚乙烯新材料等高端纤维的项目建设，持续打造“羊毛面料服装、新材料双产业链互动”发展格局。传统主业方面，公司在传统工艺基础上通过技术创新提升毛精纺面料的功能性，拓展产品应用场景，提高中高端产品布局。新材料业务方面，2022 年公司超高分子聚乙烯一期项目已顺利投产，产品良率与价格逐步抬升；二期 3000 吨项目及无纬布产线加快建设，有望于 23H1 逐步投产，并于 23H2 实现满产，打开公司第二成长曲线。
- **盈利预测与投资建议：**我们上调公司 2023-2024 年 EPS 预测为 0.65/0.85 元（原值为 0.57/0.71 元），新增预测 2025 年 EPS 为 1.01

元，目前股价对应 23 年 18.16 倍 PE。我们看好公司主业方面持续强化研发优势，产品结构不断优化，同时布局超高分子聚乙烯纤维新材料领域，打造多元化竞争优势，长期发展空间大，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**原材料价格大幅波动、劳动力成本上升。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,492	1,634	1,962	2,386	2,789
增长率 YoY %	9.9%	9.5%	20.1%	21.6%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	152	187	233	305	362
增长率 YoY%	74.2%	22.5%	24.7%	30.8%	18.9%
毛利率%	34.2%	33.5%	33.2%	34.7%	33.4%
净资产收益率 ROE%	9.2%	10.3%	11.4%	13.0%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.52	0.65	0.85	1.01
市盈率 P/E(倍)	27.73	22.63	18.16	13.88	11.67
市净率 P/B(倍)	2.55	2.34	2.07	1.80	1.56

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,057	1,983	2,805	3,422	4,063	
货币资金	984	1,022	1,964	2,393	2,914	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	167	182	174	238	253	
预付账款	8	3	8	9	9	
存货	568	588	536	558	648	
其他	331	188	123	224	238	
非流动资产	647	1,221	1,476	1,476	1,444	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	353	508	680	796	863	
无形资产	156	201	201	201	201	
其他	138	512	595	480	380	
资产总计	2,704	3,204	4,281	4,898	5,507	
流动负债	1,010	1,345	1,478	1,775	2,004	
短期借款	390	555	635	735	855	
应付票据	49	291	219	257	258	
应付账款	209	221	230	315	360	
其他	362	278	394	468	531	
非流动负债	28	47	747	747	747	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	28	47	747	747	747	
负债合计	1,038	1,391	2,224	2,522	2,751	
少数股东权益	6	6	17	32	50	
归属母公司股东权益	1,660	1,807	2,039	2,344	2,706	
负债和股东权益	2,704	3,204	4,281	4,898	5,507	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,492	1,634	1,962	2,386	2,789	
同比(%)	9.9%	9.5%	20.1%	21.6%	16.9%	
归属母公司净利润	152	187	233	305	362	
同比(%)	74.2%	22.5%	24.7%	30.8%	18.9%	
毛利率(%)	34.2%	33.5%	33.2%	34.7%	33.4%	
ROE(%)	9.2%	10.3%	11.4%	13.0%	13.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.52	0.65	0.85	1.01	
P/E	27.73	22.63	18.16	13.88	11.67	
P/B	2.55	2.34	2.07	1.80	1.56	
EV/EBITDA	13.25	12.78	8.51	6.12	5.05	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,492	1,634	1,962	2,386	2,789	
营业成本	982	1,086	1,310	1,558	1,857	
营业税金及附加	16	13	16	19	22	
销售费用	156	158	157	191	223	
管理费用	62	67	77	93	114	
研发费用	54	60	59	72	86	
财务费用	9	0	20	21	17	
减值损失合计	-40	-53	-55	-63	-72	
投资净收益	8	4	6	12	11	
其他	6	8	-7	2	4	
营业利润	187	208	268	383	412	
营业外收支	0	3	10	-20	20	
利润总额	186	211	278	363	432	
所得税	34	24	33	44	52	
净利润	152	187	244	320	380	
少数股东损益	0	0	11	15	18	
归属母公司净利润	152	187	233	305	362	
EBITDA	237	256	428	541	576	
EPS(当年)(元)	0.42	0.52	0.65	0.85	1.01	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	252	233	463	494	499	
净利润	152	187	244	320	380	
折旧摊销	50	53	61	66	69	
财务费用	18	16	40	61	65	
投资损失	-8	-4	-6	-12	-11	
营运资金变动	-9	-78	63	-33	-63	
其它	48	59	60	93	59	
投资活动现金流	-346	-534	-260	-104	-32	
资本支出	-51	-657	-305	-85	-12	
长期投资	-248	178	40	-30	-30	
其他	-48	-55	5	11	10	
筹资活动现金流	38	66	740	39	55	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	540	644	80	100	120	
支付利息或股息	-37	-66	-40	-61	-65	
现金净增加额	-63	-230	942	429	522	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。