

2023年08月18日

服装业务承压，期待新材料二期下半年投产

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:	14.45/7.62
目标价格:		总市值(亿)	49.82
最新收盘价:	13.84	自由流通市值(亿)	13.76
		自由流通股数(百万)	99.43

事件概述

23H1 公司年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 7.26/0.77/0.75/-0.07 亿元、同比增长-6.89%/10.82%/16.67%/58.45%，收入低于市场预期，但业绩符合市场预期。经营性现金流净额低于净利主要由于应收账款增加。23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.01/0.45/0.44 亿元、同比增长-12.61%/9.06%/18.38%，收入下滑主要由于衬衫产能利用率下滑，单季扣非归母净利增速高于净利主要由于 22Q2 政府补助较高，23Q2 政府补助同比减少 96%。

分析判断:

收入下滑主要来自服装，精纺呢绒面料稳健增长，新材料逐季爬坡。收入拆分来看，(1) 分业务：23H1 精纺呢绒/服装/UHMWPE 纤维/其他收入分别为 4.31/2.58/0.25/0.13 亿元、同比增长 5.27%/-28.91%/-/51.32%。其中，1) 精纺呢绒收入增加主要来自高端面料同比增长 14%、产能利用率同比提升 8.59PCT 至 90.75%。2) 服装收入同比下滑主要由于衬衣产线产能利用率下降 11.89PCT 至 89.16%。西装产线整体保持平稳，产能利用率同比提升 1.42PCT 至 103.23%。3) 超高分子聚乙烯一期已满负荷生产，产能利用率已达 112.60%，一等品制成率为 95%。(2) 分地区：国内/国外收入分别为 5.30/1.96 亿元，同比增长-11.8%/9.6%。(3) 分渠道：直营/经销渠道收入分别为 6.33/0.94 亿元，同比增加-9.12%/11.55%。我们分析直营渠道销售同比回落主要受部分大客户需求下降影响，根据公司公告，部分精纺呢绒产品采取经销模式销售，精纺呢绒产品的增长带动经销渠道销售增加。

UHMWPE 纤维毛利率较年初大幅增长，净利率增幅低于毛利率主要受资产减值损失影响。(1) 公司 2023H1 毛利率为 34.12%，同比增长 2.7PCT；分产品来看，23H1 精纺呢绒/服装类/UHMWPE 纤维/其他的毛利率分别为 35.5%/28.89%/33.83%/93.91%，同比提高 1.42/1.98/-/0.39PCT，由于超高分子量聚乙烯纤维一期项目已满负荷生产，23H1 UHMWPE 纤维毛利率 (33.83%) 较 22 年末提升 17.87PCT。(2) 23H1 公司净利率为 10.63%、同比提高 1.7PCT，净利率增速低于毛利率主要由于资产减值损失增加。从费用率看，公司 23H1 的销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.61%/3.71%/0.03%/4.35%，同比下降 0.9/0.38/0.09/-0.54PCT。其他收益/收入同比下降 0.37PCT 至 0.04%；投资净收益/收入同比下降 0.24PCT 至 0.1%；资产减值损失/收入同比增长 1.13PCT 至 4.56%；信用减值损失/收入同比减少 0.07PCT 至 0.39%；所得税率同比下降 0.08PCT 至 1.54%。(3) 23Q2 毛利率为 35.12%、同比提高 3.66PCT；23Q2 净利率为 11.28%、同比提高 2.24PCT，Q2 资产减值损失较 Q1 增加。

存货周转天数增加。23H1 末公司存货为 6.31 亿元、同比下降 3.2%，存货周转天数为 236 天，同比增加 30 天；应收账款为 2.47 亿元，同比增长 11%，应收账款周转天数为 53 天、同比增加 8 天；应付账款为 2.71 亿元，同比下降 8.03%，应付账款周转天数为 93 天、同比增长 8 天。

投资建议

我们分析，(1) 公司主要看点在于新材料业务，二期项目 6 月已实现 2 条生产线的带料运转，下半年将加快投产，根据公司公告，预计 24 年将有望实现 3600 吨产能落地，我们判断满产后销量有望突破 4000 吨以上；

(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 23/24/25 年营收预测 19.89/24.74/28.60 亿元，23/24/25 年归母净利预测

2.21/2.97/3.60 亿元，预计 23/24/25 年的 EPS 为 0.61/0.83/1.00 元，2023 年 08 月 17 日 13.84 元/股收盘价，对应 23-25 年 PE 分别为 23/17/14X，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	0.82	1.00
ROE	9.2%	10.3%	11.2%	13.5%	14.6%
市盈率	32.69	26.68	22.54	16.80	13.83

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
研发费用	60	70	92	112	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-53	-48	-52	-58	债务募资	644	111	-11	-52
投资收益	4	0	0	0	筹资活动现金流	66	8	-130	-182
营业利润	208	267	361	437	现金净流量	-230	-20	183	201
营业外收支	3	2	0	1					
利润总额	211	269	361	438	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	24	48	65	79	成长能力 (%)				
净利润	187	220	296	359	营业收入增长率	9.5%	21.7%	24.4%	15.6%
归属于母公司净利润	187	221	297	360	净利润增长率	22.5%	18.4%	34.2%	21.4%
YoY (%)	22.5%	18.4%	34.2%	21.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.52	0.61	0.82	1.00	毛利率	33.5%	33.0%	34.5%	35.5%
					净利率	11.4%	11.1%	12.0%	12.6%
					总资产收益率 ROA	5.8%	6.4%	7.7%	8.6%
					净资产收益率 ROE	10.3%	11.2%	13.5%	14.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力 (%)				
货币资金	1,022	1,002	1,184	1,386	流动比率	1.47	1.50	1.56	1.68
预付款项	3	5	6	6	速动比率	1.02	1.00	1.06	1.16
存货	588	730	799	859	现金比率	0.76	0.69	0.74	0.82
其他流动资产	370	439	513	573	资产负债率	43.4%	43.1%	42.9%	41.2%
流动资产合计	1,983	2,175	2,503	2,824	经营效率 (%)				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.51	0.57	0.64	0.68
固定资产	508	583	640	679	每股指标 (元)				
无形资产	201	191	182	173	每股收益	0.52	0.61	0.82	1.00
非流动资产合计	1,221	1,291	1,344	1,373	每股净资产	5.02	5.47	6.09	6.85
资产合计	3,204	3,466	3,846	4,198	每股经营现金流	0.65	0.35	1.27	1.42
短期借款	555	666	654	603	每股股利	0.00	0.17	0.20	0.24
应付账款及票据	512	369	449	511	估值分析				
其他流动负债	278	413	500	569	PE	26.68	22.54	16.80	13.83
流动负债合计	1,345	1,447	1,603	1,682	PB	2.05	2.53	2.27	2.02
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	47	47	47	47					
非流动负债合计	47	47	47	47					
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。