

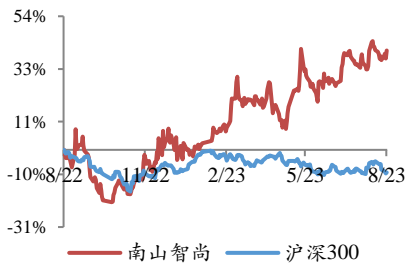
## 利润率上行，升级转型持续兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-17

收盘价(元)	13.84
近12个月最高/最低(元)	14.21/7.80
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)	50
流通市值(亿元)	15

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

### 相关报告

- 南山智尚：业绩符合预期，新材料&服装驱动利润率中枢上移 2023-04-24
- 南山智尚：业绩预告略超预期，传统业绩步入复苏 2023-01-11

### 主要观点：

- **事件：公司发布 2023 年半年报。**公司 23H1 实现营收 7.26 亿元，同比-6.89%，实现归母净利润 7724 万元，同比+10.82%，其中单 Q2 实现营收 4.01 亿元，同比-12.6%，环比+23.0%，实现归母净利润 4519 万元，同比+9.1%，环比+40.95%。
- **服饰业务弱复苏，新材料一期满负荷生产。分产品：1) 精纺呢绒** 23H1 收入 4.31 亿元，同比+5.3%，持续推进产品升级，加快关键技术研发；**2) 服装** 23H1 收入 2.58 亿元，同比-28.9%，公司在去年精简服装产线，剔除了部分低附加值产品线，叠加终端去库存，服装业务复苏低于预期，下半年修复可期；**3) 新材料业务：**23H1 收入 2514 万元，公司去年 10 月投产的年产 600 吨超高分子量聚乙烯纤维一期项目 23H1 产能利用率达 112.6%，二期 3000 吨项目今年 6 月已有两条生产线带料运转，预计下半年全部建成投产。**分地区：1) 国内** 23H1 收入 5.30 亿元，同比-11.8%，上半年是国内毛纺销售淡季，且下游品牌服饰秋冬季产品处于库存高位，内需略有承压，当前有望改善；**2) 海外** 23H1 收入 1.96 亿元，同比+9.6%，公司积极拓展海外客户，精纺呢绒拓展 Prada、Ermenegildo Zegna 等奢侈品牌客户，新材料业务借助毛精纺拓展海外渠道的成功经验，已经在欧美、北欧等地区建立海外销售服务中心进行本土化管理，深化海外客户合作。
- **产品结构优化带动利润率提升。**公司 23H1 实现毛利率 34.12%，同比+2.74pcts，其中单 Q2 毛利率 35.21%，同比+3.66pcts，环比+2.44pcts。**分产品：1) 精纺呢绒** 23H1 毛利率 35.5%，同比+1.42pcts，公司持续优化精纺呢绒面料品类结构，23H1 高端面料较去年同期增长 14%；**2) 服装业务** 23H1 毛利率 28.89%，同比+1.98pcts，公司精简产线后提升高附加值产品占比，带动毛利率提升；**3) UHMWPE 纤维** 毛利率 33.83%，一期 600 吨满负荷生产后较去年全年的 15.96% 有明显提升，预计二期投产后规模效益进一步带动盈利能力提升。23H1 公司净利率 10.62%，同比+1.7pcts，其中单 Q2 净利率 11.23%，同比+2.2pcts，环比+1.4pcts。23Q2 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 8.8%/3.8%/3.9%/-1.1%，同比分别-0.1pct/+0.2pct/+0.2pct/-0.8pct，公司拓展新材料业务加强研发力度，研发费率小幅提升，财务费用中上半年汇兑损益净贡献 586.5 万元。
- **盈利预测：**公司针对传统业务，进行产线技改并提升高附加值产品占比，精纺呢绒及服装在 23H1 利润率提升兑现战略目标。新材料：二期 3000 吨 UHMWPE 纤维项目建设已经入收尾冲刺阶段，预计 2023 年底前实现满负荷生产，公司纤维产品下游已经覆盖特种装备、绳缆、防切割手套、家纺等系列，积极拓展海内外客户为后续销售奠定基础。公司巩固精纺面料服饰的产业链领先地位，并在毛精纺技术积淀上研发功能性纤维面料，打造羊毛面料服装和新材料互动的双产业链发展格局。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.2/3.0/3.6 亿元，对应 PE 分别为 22.5/16.5/13.9 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	1881	2205	2402
收入同比 (%)	9.5%	15.1%	17.2%	8.9%
归属母公司净利润	187	221	302	357
净利润同比 (%)	22.5%	18.5%	36.3%	18.5%
毛利率 (%)	33.5%	34.5%	34.8%	34.6%
ROE (%)	10.3%	11.2%	13.3%	13.6%
每股收益 (元)	0.52	0.61	0.84	0.99
P/E	19.77	22.52	16.52	13.94
P/B	2.05	2.53	2.19	1.89
EV/EBITDA	12.78	14.64	11.47	10.67

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	1814	2411	2295	<b>营业收入</b>	1634	1881	2205	2402
现金	1022	812	1177	1137	营业成本	1086	1231	1437	1572
应收账款	182	270	240	315	营业税金及附加	13	28	33	36
其他应收款	37	42	55	50	销售费用	158	181	209	216
预付账款	3	7	7	8	管理费用	67	81	84	91
存货	588	535	772	615	财务费用	0	0	0	0
其他流动资产	151	148	161	170	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	252	354	409
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	3297	4195	4395	<b>利润总额</b>	211	254	348	411
<b>流动负债</b>	1345	1275	1871	1714	所得税	24	33	47	53
短期借款	555	670	799	930	<b>净利润</b>	187	221	302	357
应付账款	221	264	301	318	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	569	340	771	466	<b>归属母公司净利润</b>	187	221	302	357
<b>非流动负债</b>	47	47	47	47	EBITDA	256	334	405	452
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.61	0.84	0.99
其他非流动负债	47	47	47	47					
<b>负债合计</b>	1391	1321	1918	1760					
少数股东权益	6	6	6	6	<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	765	1067	1425	营业收入	9.5%	15.1%	17.2%	8.9%
归属母公司股东权益	1807	1970	2272	2629	营业利润	11.4%	21.2%	40.4%	15.5%
<b>负债和股东权益</b>	3204	3297	4195	4395	归属于母公司净利润	22.5%	18.5%	36.3%	18.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	33.5%	34.5%	34.8%	34.6%
					净利率 (%)	11.4%	11.8%	13.7%	14.9%
					ROE (%)	10.3%	11.2%	13.3%	13.6%
					ROIC (%)	7.5%	9.2%	9.7%	9.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	43.4%	40.1%	45.7%	40.0%
					净负债比率 (%)	76.8%	66.9%	84.2%	66.8%
					流动比率	1.47	1.42	1.29	1.34
					速动比率	1.01	0.98	0.86	0.96
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.58	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	0.61	0.84	0.99
					每股经营现金流 (薄)	0.65	0.09	1.62	0.52
					每股净资产	5.02	5.47	6.31	7.30
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.77	22.52	16.52	13.94
					P/B	2.05	2.53	2.19	1.89
					EV/EBITDA	12.78	14.64	11.47	10.67

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。