

南山智尚 (300918.SZ)

2023年08月21日

2023H1 业绩小幅增长， UHMWPE 纤维盈利能力提升

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

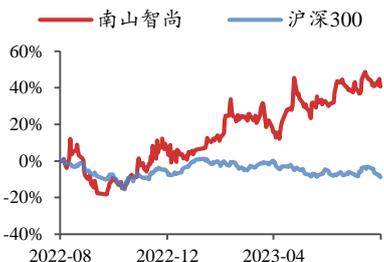
周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/18
当前股价(元)	13.44
一年最高最低(元)	14.45/7.72
总市值(亿元)	48.38
流通市值(亿元)	14.57
总股本(亿股)	3.60
流通股本(亿股)	1.08
近3个月换手率(%)	171.51

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《毛精纺服饰一体化龙头，布局新材料再迈征程——公司首次覆盖报告》
-2023.8.9

● 2023H1 业绩小幅增长，盈利能力提升，维持“买入”评级

2023H1 收入 7.26 亿元 (-6.9%)，归母净利润 0.77 亿元 (+10.8%)。毛精纺及服装主业持续推进产品结构升级，高附加值产品占比持续提升，同时超高二期全面投产在即，看好公司随纤维产品多元化、多领域发展并且向下游延伸，成为新材料应用型企业，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 2.1/3.1/3.8 亿元，对应 EPS 0.6/0.9/1.0 元，当前股价对应 PE 22.7/15.6/12.9 倍，维持“买入”评级。

● 2023H1 精纺呢绒保持增长，UHMWPE 纤维一期满产满销，业绩持续向好

(1) **精纺呢绒**：2023H1 收入 4.31 亿元 (+5.3%)，主要系产品结构持续向高附加值产品优化，高端面料收入增长 14%，预计占比 50%，产能利用率+8.1pct。(2) **服装**：2023H1 收入 2.58 亿元 (-28.9%)，受消费端疲弱和行业去库存影响，但分季度看需求出现好转，2023Q1 收入 0.9 亿元，Q2 收入 1.6 亿元。(3) **UHMWPE 纤维**，2023H1 收入 0.25 亿元，量价上，有效产能达 320 吨左右，产能利用率超过 100%，2023H1 均价为 7.7 万元/吨，其中 Q2 均价环比提升 0.3 万元至达 7.9 万元/吨，二期 6 月已实现 2 条产线带料运转，预计单价 2023H2 随着二期投产后产品结构优化而提升。(4) **其他**：2023H1 营收 0.13 亿元 (+51.3%)。按地区区分，2023H1 国内/国外收入为 5.3/2.0 亿元，同比-11.8%/+9.6%，外销实现增长。

● 2023H1 毛利率提升，主业受益于生产端优化、纤维受益于品质及成本优化

2023H1 毛利率提升 2.7pct 至 34.1%，精纺呢绒+1.4pct/服装+2.0pct/ UHMWPE 纤维/其他+0.4pct 至 35.5%/28.89%/33.83%/93.91%，主业毛利率提升主要生产端优化，纤维毛利率提升系一期满负荷生产，产品品质提档升级、成本下降。

● 2023H1 整体毛利率提升，费用结构优化，降本增效明显，存货和现金改善

(1) **盈利能力**：，期间费用率同比-0.1pct 至 16.7%，其中销售费用率/财务费用率下降 0.9pct、0.1pct，2023Q2 期间费用率同比-0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/+0.2/+0.2/-0.8pct，盈利能力提升，2023H1 归母净利润 0.77 亿元 (+10.8%)，净利率 10.6% (+1.7pct)，扣非归母净利润 0.75 亿元 (+16.7%)。

(2) **营运能力**：截至 2023H1 存货余额为 6.3 亿元 (-3.2%)，存货改善，存货周转天数 235 天 (+30.5) 经营活动现金流净额为-693 万元 (2022H1 为-0.2 亿元)；现金及现金等价物净增加额为 1.3 亿元 (2023H1 为-0.6 亿元)。

● **风险提示**：产能投放不及预期、下游需求萎靡、市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,492	1,634	1,829	2,289	2,534
YOY(%)	9.9	9.5	11.9	25.2	10.7
归母净利润(百万元)	152	187	214	310	376
YOY(%)	74.2	22.5	14.4	45.1	21.3
毛利率(%)	34.2	33.5	33.7	35.2	36.0
净利率(%)	10.2	11.4	11.7	13.5	14.8
ROE(%)	9.1	10.3	10.8	13.9	14.7
EPS(摊薄/元)	0.42	0.52	0.59	0.86	1.04
P/E(倍)	31.7	25.9	22.7	15.6	12.9
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023H1 产品结构转型升级，UHMWPE 纤维盈利能力提升	3
1.1、 精纺呢绒：2023H1 高端面料同比+14%，带动业绩持续向好	3
1.2、 服装：2023H1 需求下降，产能优化提升盈利能力，期待 H2 复苏	4
1.1.3、 UHMWPE 纤维：2023H1 提质降本下毛利率提至 34%.....	4
1.3、 经销及外销增长，内外销毛利率均有提升.....	5
2、 2023Q2 期间费用率下降，存货和现金改善.....	5
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2023H1 公司收入同比降低 6.9%至 7.3 亿元	3
图 2： 2023H1 公司归母净利润同比增长 10.8%	3
图 3： 精纺呢绒业务打造高端优质产品	3
图 4： 精纺呢绒业务加快科研成果向生产转移.....	3
图 5： 2023H1 UHMWPE 纤维产能利用率达 112.6%.....	4
图 6： 2023H1 UHMWPE 纤维毛利率提升至 33.8%.....	4
图 7： UHMWPE 纤维应用场景.....	5
图 8： UHMWPE 纤维成为第二成长曲线.....	5
图 9： 2023H1 公司期间费用率同比-0.1pct	5

1、2023H1 主业产品结构升级，UHMWPE 纤维盈利能力提升

2023H1 公司实现营收 7.26 亿元 (-6.9%)，归母净利润 0.77 亿元 (+10.8%)，毛利率为 34.1% (+2.7pct)，期间费用率-0.1pct，资产减值损失占收入比+1.1pct，净利率 10.6% (+1.7pct)，扣非归母净利润 0.75 亿元 (+16.7%)。

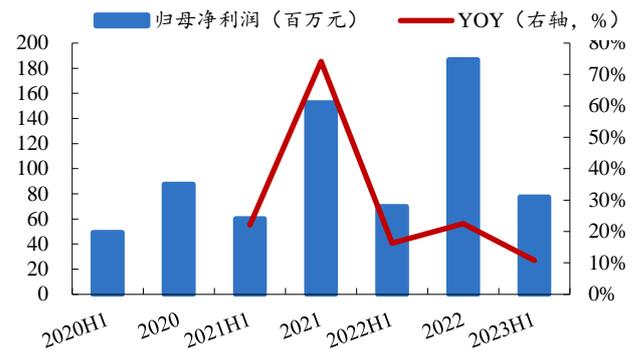
2023Q1/Q2 公司实现营收 3.3 亿元 (+1.3%)、4.0 亿元 (-12.6%)，归母净利润为 0.3 亿元(+13.4%)、0.5 亿元(+9.1%)，毛利率为 32.8%、35.2%，分别同比+1.6pct/+3.7pct，净利率为 9.8% (+1.1pct)、11.3% (+2.2pct)。

图1：2023H1 公司收入同比降低 6.9%至 7.3 亿元



数据来源：wind、开源证券研究所

图2：2023H1 公司归母净利润同比增长 10.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、精纺呢绒：2023H1 高端面料同比+14%，带动业绩持续向好

2023H1 精纺呢绒收入 4.31 亿元 (+5.3%)，毛利率为 35.5% (+1.4pct)，增长主要系产品结构持续优化，推进高附加值产品研发和销售，以及提升高端产品市场份额，高端面料同比+14%。

产能：2023H1 公司精纺呢绒产能为 1600 万米，产能利用率不断提升至 90.8% (+8.1pct)。公司积极推进生产技术升级和生产模式优化以提升效率，采用顶尖的自动化生产设备，加快提升生产的智能化、信息化等水平，2023H1 募投的精纺智能化改造项目已完成染色、纺纱、制造、染整工序模块的安装调试，目前正常运营，2023H2 将全面完成技改，实现有效物联。

在销售方面，2023H1 公司明确了营销资源整合理念，加强了团队梯队建设，重视客户服务，提升了公司与客户的良性互动。

图3：精纺呢绒业务打造高端优质产品



资料来源：公司公告

图4：精纺呢绒业务加快科研成果向生产转移



资料来源：公司公告

1.2、服装：2023H1 需求下降，产能优化提升盈利能力，期待 H2 复苏

2023H1 服装类收入 2.58 亿元 (-28.9%)，下滑主要系 2023H1 服装业务产能利用率整体下滑，主要系受到整体市场环境疲弱、下游去库存的影响，2023Q2 的接单期正逢 2022Q4 下游去库存的阶段。但分季度来看，业绩出现明显好转，预计 2023Q1、Q2 营收 0.9 亿元、1.63 亿元，毛利率为 22.5%、32.6%。

2023H1 毛利率为 28.9% (+2.0pct)，收入下降而毛利率提升原因系 2023H1 高附加值及直营订单占比较高、初步淘汰低附加值订单，生产端优化。

产能：2023H1 西装产能 75 万套，产能利用率达 103.2% (+1.4pct)；衬衣产能 65 万套，产能利用率为 89.2% (-11.9pct)，衬衣下滑主要系 2023Q2 订单不饱和带来明显冲击。在智能生产上，公司致力于建设一体化数字工厂，运用了行业领先的前中后台系统，实现高级定制产品 3-5 倍的效率提升，预计净利率达到 25%+。

营销：公司聚焦女性市场，参与智尚杯大赛，举办时尚设计大赛等活动、通过推进线下门店，改造生产线以符合高级定制产品趋势，提升消费者的消费体验，推动公司服装个性化定制品牌与服务走向海内外市场。预计服装业务尤其是高定业务将逐渐改善。

1.1.3、UHMWPE 纤维：2023H1 提质降本下毛利率提至 34%

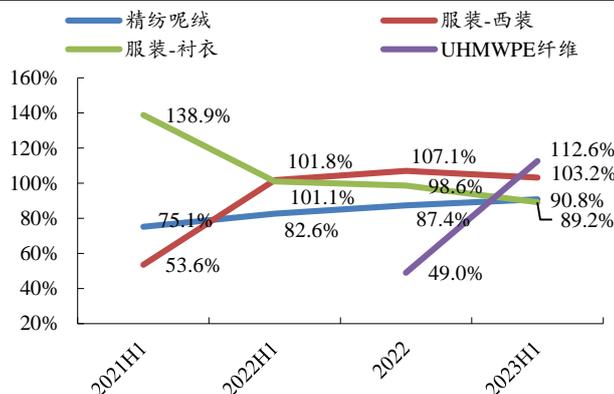
2023H1 UHMWPE 纤维实现营收 0.25 亿元，2023H1 毛利率为 33.8%，较年初大幅提升主要系超高一期项目满负荷生产，工艺稳定，产品品质提档升级，高强力成品占比较年初提升约 10%至 70-80%，并通过系列措施保质的同时降低了前纺冻胶丝的生产成本。

产能：一期项目：2023H1 UHMWPE 纤维 600 吨满产满销，剔除用于实验和未达规格的产品，产能利用率达到 112.6%，2023H1 有效产能为 320 吨左右。二期项目：2023H1 生产线已经完成了全部调试，机器设备也全部启动，部分产线直接带料运转，同时向下游配套 UD 布生产线，预计 8 月底进入投产阶段。

单价：2023H1 UHMWPE 纤维均价 7.7 万元/吨，分季度看 2023Q1 售价 7.6 万元/吨，毛利率在 29%-30%，2023Q2 均价 7.9 万元/吨，2023H2 受益于二期项目的产品结构进一步优化，预期均价持续上涨。

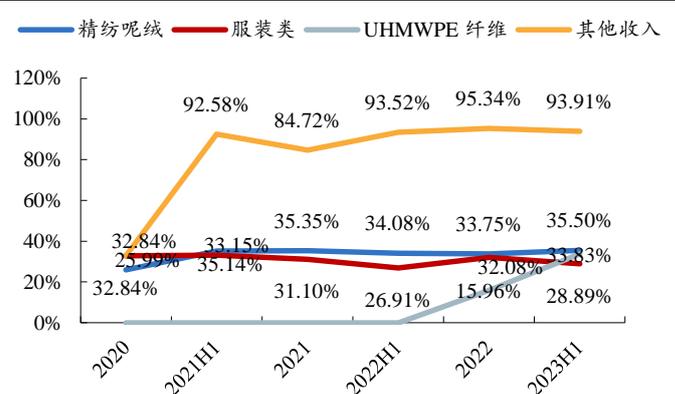
其他业务：2023H1 实现营收 0.13 亿元 (+51.3%)，毛利率为 93.9% (+0.4pct)。

图5：2023H1 UHMWPE 纤维产能利用率达 112.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2023H1 UHMWPE 纤维毛利率提升至 33.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

销售：公司积极完善销售架构，拓展国内外市场，对国内市场通过线下走访调研，了解客户需求，营销方案、渠道及客户布局较为完善。对于国外市场借鉴精纺呢绒业务经验，布局海外渠道，进行本土化管理，已在欧美、北欧等地区组建海外销售服务中心，加深客户合作。

图7：UHMWPE 纤维应用场景



资料来源：公司公告

图8：UHMWPE 纤维成为第二成长曲线



资料来源：公司公告

1.3、经销及外销增长，内外销毛利率均有提升

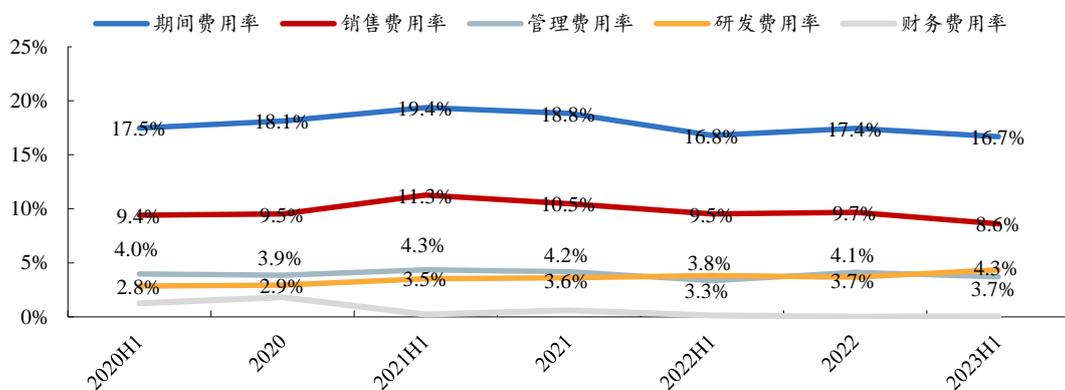
按渠道看：2023H1 直营/经销收入分别为 6.3/0.4 亿元，分别同比-9.1%/+11.6%。毛利率分别为 35.0%/28.5%，分别同比+3.8pct/-4.6pct。

按地区看：2023H1 国内/国外收入分别为 5.3/2.0 亿元，分别同比-11.8%/+9.6%。毛利率分别为 35.5%/ 30.5%，分别同比+1.1pct/ +9.1pct。

2、2023Q2 期间费用率下降，存货和现金改善

费用率：2023H1 期间费用率为 16.7% (-0.1pct)，主要系 2023 年持续采取降本增效和优化费用结构的措施，尤其是 2023Q2 期间费用率同比-0.5pct。2023H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.9/+0.4/+0.5/-0.1pct，2023Q2 销售/管理/研发/财务费用率-0.1/+0.2/+0.2/-0.8pct，2023H1 财务费用同比-80.4%，主要系汇率波动导致汇兑收益同比+207.5%。

图9：2023H1 公司期间费用率同比-0.1pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

存货:截至 2023 年 6 月, 公司存货为 6.3 亿元, 同比-3.2%, 存货周转天数为 235 天, 同比+30.5 天。分产品看, 2023H1 精纺呢绒(库龄 2 年)/西装(2 年)/衬衫(1 年) 存货余额分别同比+22.4%/-13.5%/-84.0%, 整体存货余额改善。

经营性现金流和现金:截至 2023 年 6 月, 经营性现金流量净额为-693 万元(2022H1 为-0.2 亿元), 现金及现金等价物 8.06 亿元(2022H1 为 8.4 亿元)。

3、盈利预测与投资建议

公司毛精纺及服装主业持续推进产品结构升级, 高附加值产品占比持续提升, 同时超高二期全面投产在即, 看好公司随纤维产品多元化、多领域发展并且向下游延伸, 成为新材料应用型企业, 我们预计 2023-2025 年净利润 2.1/3.1/3.8 亿元, 对应 EPS 0.6/0.9/1.0 元, 当前股价对应 PE 22.7/15.6/12.9 倍, 维持“买入”评级。

4、风险提示

产能投放不及预期、下游需求萎靡、市场竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2057	1983	1899	3009	2102	营业收入	1492	1634	1829	2289	2534
现金	984	1022	598	1630	587	营业成本	982	1086	1212	1485	1623
应收票据及应收账款	167	182	278	261	328	营业税金及附加	16	13	19	24	27
其他应收款	36	37	49	58	59	营业费用	156	158	175	216	237
预付账款	8	3	14	6	15	管理费用	62	67	76	93	101
存货	568	588	793	850	939	研发费用	54	60	64	79	87
其他流动资产	295	151	167	204	174	财务费用	9	0	0	1	2
非流动资产	647	1221	1317	1572	1682	资产减值损失	-40	-53	-37	-35	-27
长期投资	0	0	0	1	3	其他收益	7	7	8	10	11
固定资产	353	510	630	824	929	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产	156	201	237	271	303	投资净收益	8	4	4	6	8
其他非流动资产	138	510	451	476	447	资产处置收益	0	2	0	0	0
资产总计	2704	3204	3216	4581	3784	营业利润	187	208	258	373	450
流动负债	1010	1345	1212	2307	1180	营业外收入	3	3	3	3	3
短期借款	390	555	412	452	473	营业外支出	4	0	0	0	0
应付票据及应付账款	257	512	180	701	303	利润总额	186	211	260	376	453
其他流动负债	362	278	620	1154	404	所得税	34	24	47	66	77
非流动负债	28	47	35	37	39	净利润	152	187	214	310	376
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	47	35	37	39	归属母公司净利润	152	187	214	310	376
负债合计	1038	1391	1247	2344	1220	EBITDA	230	260	315	433	528
少数股东权益	6	6	6	6	6	EPS(元)	0.42	0.52	0.59	0.86	1.04
股本	360	360	360	360	360						
资本公积	845	845	845	845	845	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	459	600	753	971	1235	成长能力					
归属母公司股东权益	1660	1807	1963	2231	2558	营业收入(%)	9.9	9.5	11.9	25.2	10.7
负债和股东权益	2704	3204	3216	4581	3784	营业利润(%)	106.8	11.4	23.8	44.7	20.7
						归属于母公司净利润(%)	74.2	22.5	14.4	45.1	21.3
						获利能力					
						毛利率(%)	34.2	33.5	33.7	35.2	36.0
						净利率(%)	10.2	11.4	11.7	13.5	14.8
						ROE(%)	9.1	10.3	10.8	13.9	14.7
						ROIC(%)	7.0	7.9	9.0	11.2	12.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	38.4	43.4	38.8	51.2	32.2
						净负债比率(%)	-32.2	-23.3	-7.8	-51.2	-3.1
						流动比率	2.0	1.5	1.6	1.3	1.8
						速动比率	1.4	1.0	0.9	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	8.2	9.4	8.0	8.5	8.6
						应付账款周转率	3.8	2.8	3.5	3.4	3.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.42	0.52	0.59	0.86	1.04
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.65	-0.09	3.84	-2.41
						每股净资产(最新摊薄)	4.61	5.02	5.45	6.20	7.11
						估值比率					
						P/E	31.7	25.9	22.7	15.6	12.9
						P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	17.6	16.7	14.6	8.2	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn