

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

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

## 新材料打开成长空间，公司回购彰显信心

2023年8月31日

**事件：**2023H1 公司实现营收 7.26 亿元，同增-6.89%，归母净利润为 0.77 亿元，同比增长 10.82%，扣非净利润为 0.75 亿元，同增 16.67%，EPS 为 0.21 元。2023Q2 实现营收 4.01 亿，同增-12.61%，归母净利润 0.45 亿，同增 9.06%，扣非净利润为 0.44 亿元，同增 18.37%。公司精纺呢绒产品结构升级提升带动订单、利润表现持续提升，新材料产能及品质爬坡抬升盈利能力，竞争力凸显。

**点评：****➤ 精纺呢绒产品优化订单增长迅速，外贸营收增速亮眼。**

1) 分品类看，2023H1 公司精纺呢绒营业收入为 4.31 亿元，同增 5.27%，服装业务营业收入为 2.58 亿元，同增-28.91%，超高分子聚乙烯贡献营收 0.25 亿元。主业方面，公司加强优化产品结构，加大研发创新力度，推进高附加值产品的研发与销售，驱动营收持续增长。新材料方面，公司针对超高分子聚乙烯纤维项目的产线、技术不断优化，加强精细化管理，持续提升创新工艺水平，23H1 公司超高分子聚乙烯一期已实现满负荷生产，一等品制成率达 95%；二期项目于 6 月底逐步投产。

2) 分区域看，2023H1 公司整体内贸营收为 5.30 亿元，同增-11.80%，外贸营收为 1.96 亿元，同增 9.57%。国际市场营收保持增长，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。

**➤ 产品及客户结构优化毛利率稳健增长，各项费用基本保持稳定。**

1) 2023H1 公司毛利率同增 2.74PCT 至 34.12%，呈现稳健增长，其中精纺呢绒、服装类毛利率为 35.50%、28.89%，同增 1.42PCT、1.98PCT，23H1 新材料毛利率为 33.83%，较 2022 年初大幅上涨。主业方面，公司加强优化产品结构，推进高附加值产品研发与销售，高端面料占比持续提升，带动毛利率增长。新材料方面，公司生产工艺逐步成熟，产品品质提档升级，毛利率显著提升。

2) 2023H1 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 8.61%、3.71%、4.35%、0.03%，同比增加-0.90PCT、0.38PCT、0.54PCT、-0.09PCT，其中财务费用增加主要由于汇率波动使得汇兑收益增加所致。2023H1 公司经营现金流净额为-693.04 万元，同增 58.45%。

**➤ 公司拟以自有资金回购股份，充分彰显长期成长信心。**

23 年 8 月 30 日，董事长赵亮先生提议以不超过 6000 万元且不低于 3000 万元人民币的自有资金以集中竞价交易方式回购公司股票，并计划用于股权激励或员工持股计划。回购计划彰显公司未来发展信心及公司价值认可，有望充分建立公司长效激励机制，调动员工积极性。

- **盈利预测与投资建议：**我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 2.33/3.05/3.62 亿元，目前股价对应 23 年 17.04 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	2,388	2,782
增长率 YoY %	9.9%	9.5%	20.1%	21.7%	16.5%
归属母公司净利润(百万元)	152	187	233	305	362
增长率 YoY%	74.2%	22.5%	25.0%	30.6%	18.6%
毛利率%	34.2%	33.5%	34.7%	35.5%	38.9%
净资产收益率ROE%	9.2%	10.3%	11.8%	13.3%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.52	0.65	0.85	1.00
市盈率 P/E(倍)	26.10	21.30	17.04	13.05	11.00
市净率 P/B(倍)	2.40	2.20	2.01	1.74	1.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	2,057	1,983	2,720	3,371	3,856	
货币资金	984	1,022	1,904	2,329	2,837	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	167	182	174	239	251	
预付账款	8	3	8	9	9	
存货	568	588	510	570	522	
其他	331	188	123	224	238	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	2,704	3,204	4,196	4,847	5,300	
<b>流动负债</b>	1,010	1,345	1,449	1,781	1,854	
短期借款	390	555	635	735	855	
应付票据	49	291	208	263	209	
应付账款	209	221	220	319	298	
其他	362	278	387	464	493	
<b>非流动负债</b>	28	47	747	747	747	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	28	47	747	747	747	
<b>负债合计</b>	1,038	1,391	2,196	2,527	2,601	
少数股东权益	6	6	17	32	50	
归属母公司股东权益	1,660	1,807	1,982	2,287	2,649	
<b>负债和股东权益</b>	2,704	3,204	4,196	4,847	5,300	

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	2,388	2,782	
同比(%)	9.9%	9.5%	20.1%	21.7%	16.5%	
归属母公司净利润	152	187	233	305	362	
同比(%)	74.2%	22.5%	25.0%	30.6%	18.6%	
毛利率(%)	34.2%	33.5%	34.7%	35.5%	38.9%	
ROE(%)	9.2%	10.3%	11.8%	13.3%	13.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.52	0.65	0.85	1.00	
P/E	26.10	21.30	17.04	13.05	11.00	
P/B	2.40	2.20	2.01	1.74	1.50	
EV/EBITDA	13.25	12.78	7.59	5.66	3.94	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	1,492	1,634	1,962	2,388	2,782	
营业成本	982	1,086	1,282	1,541	1,699	
营业税金及附加	16	13	16	19	22	
销售费用	156	158	157	193	236	
管理费用	62	67	78	98	117	
研发费用	54	60	59	72	92	
财务费用	9	0	20	23	18	
减值损失合计	-40	-53	-55	-63	-72	
投资净收益	8	4	6	12	0	
其他	6	8	-7	2	-10	
<b>营业利润</b>	187	208	294	393	515	
营业外收支	0	3	-16	-30	-84	
<b>利润总额</b>	186	211	278	363	431	
所得税	34	24	33	44	52	
<b>净利润</b>	152	187	245	320	379	
少数股东损益	0	0	12	15	18	
<b>归属母公司净利润</b>	152	187	233	305	362	
EBITDA	237	256	455	553	694	
EPS(当年)(元)	0.42	0.52	0.65	0.85	1.00	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	252	233	487	499	603	
净利润	152	187	245	320	379	
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	0	
营运资金变动	-9	-78	60	-38	-76	
其它	48	59	86	103	166	
<b>投资活动现金流</b>	-346	-534	-286	-114	-150	
资本支出	-51	-657	-331	-95	-119	
长期投资	-248	178	40	-30	-30	
其他	-48	-55	5	11	-1	
<b>筹资活动现金流</b>	38	66	682	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	-98	-61	-65	
<b>现金净增加额</b>	-63	-230	883	424	508	

## 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。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。