

南山智尚 (300918)

证券研究报告

2022年07月29日

主营扎实稳健，发行可转债加码新材料发展

7月28日，南山智尚发布半年报，22H1收入7.80亿，同增18.60%。主要系：①市场需求较好，国内精纺厂订单充足，行业服订单集中释放支撑整个精纺行业，加大与下游环节沟通力度，积极承揽订单；②公司根据国家宏观调控政策提前布局，推动实施就业优先、稳外贸促消费、加大市场保供稳价，进一步激发挖掘内需市场潜力。其中Q1营收3.22亿，同增8.03%；Q2实现营收4.59亿，同增27.34%，环比提升。

22H1归母净利润0.70亿，同增16.27%；其中22Q1归母净利润0.28亿元，同增17.71%，22Q2归母净利润0.41亿，同增15.31%。22H1归母净利率8.97%，同减0.14pct。

22H1毛利率31.38%，同减3.48pct，主要系22H1美元汇率上涨导致羊毛采购成本上升；毛利率较低的外贸生意回暖，国外的营收占比提升，影响综合毛利率。归母净利率8.97%，同减0.14pct。

公司销售费用率，管理费用率，研发费用率，财务费用率分别为9.51%（同减1.76pct），3.34%（同减1.00pct），3.81%（同增0.28pct），0.12%（同减0.10pct）。

同时，公司公告拟发行可转债募集资金总额不超过6.99亿元，募集资金净额拟投资于年产3000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目。

展望：1) 围绕全产业链战略布局，创新提升传统产业；2) 全球毛纺消费市场回暖，出口业务有望带动营收提升；3) 建立产、学、研一体化合作关系，赋能企业创新发展；4) 推进智能化升级转型，建立高效快返机制；5) 超高分子量聚乙烯纤维材料投产运营助力企业双翼腾飞

上调盈利预测，维持买入评级。公司主整合产业链上下游资源，从原材料采购，精梳毛条加工到纺、织、染、整的精纺体系，面料到高级成衣的完整链条，提升生意效率；毛纺出口复苏利好龙头企业获得更多外贸订单，提升收入的同时有望减少汇兑风险；中长期来看，公司致力于发展创新，推进智能化转型，放大快返体制优势；超高分子量纤维项目投产预计为公司打造增长新引擎，有望打开公司增长天花板。我们预计公司2022-2024年收入17.23、20.04、23.49亿元（22-24原值分别为17.23、19.87、22.97亿元），归母净利润1.82、2.31、2.94亿元（22-24原值分别为1.82、2.20、2.71亿元），EPS分别为0.51、0.64、0.82元/股（22-24原值分别为0.51、0.61、0.75元/股），PE分别为18.39、14.47、11.38x。

风险提示：美国加征关税影响产品出口；原材料价格波动；市场竞争加剧；汇率波动；疫情影响物流运输等

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.3元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	360.00
流通A股股本(百万股)	108.43
A股总市值(百万元)	3,348.00
流通A股市值(百万元)	1,008.38
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	40.59
一年内最高/最低(元)	12.41/7.36

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《南山智尚-年报点评报告:高端产品巩固羊毛面料龙头地位，高性能纤维材料投产在即》 2022-04-08
- 《南山智尚-首次覆盖报告:精纺呢绒与职业装领军企业，布局新材料赋能新增长点》 2022-03-10

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,357.79	1,492.00	1,723.26	2,004.15	2,348.86
增长率(%)	(23.32)	9.88	15.50	16.30	17.20
EBITDA(百万元)	235.67	175.55	324.74	413.75	478.99
净利润(百万元)	87.51	152.41	182.06	231.39	294.26
增长率(%)	(28.14)	74.17	19.45	27.09	27.17
EPS(元/股)	0.45	0.32	0.51	0.64	0.82
市盈率(P/E)	20.67	29.06	18.39	14.47	11.38
市净率(P/B)	2.19	2.02	1.85	1.69	1.52
市销率(P/S)	2.47	2.24	1.94	1.67	1.43
EV/EBITDA	15.13	16.07	8.06	5.38	4.82

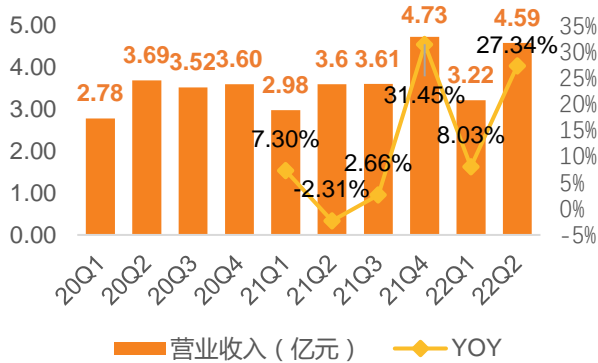
资料来源：wind，天风证券研究所

1. 22Q2 收入同增 27%，归母净利同增 15%，市场需求回升

7月28日，南山智尚发布半年报，22H1 收入 7.80 亿，同增 18.60%。主要系：①市场需求较好，国内精纺厂订单充足，行业服订单集中释放支撑整个精纺行业，加大与下游环节沟通力度，积极承揽订单；②公司根据国家宏观调控政策提前布局，推动实施就业优先、稳外贸促消费、加大市场保供稳价，进一步激发挖掘内需市场潜力。其中 Q1 营收 3.22 亿，同增 8.03%；Q2 实现营收 4.59 亿，同增 27.34%，环比提升。

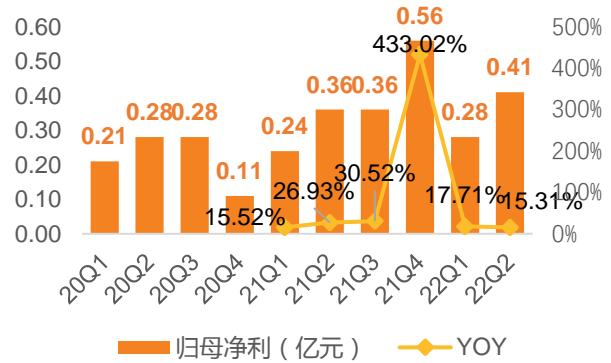
22H1 归母净利 0.70 亿，同增 16.27%；其中 22Q1 归母净利 0.28 亿元，同增 17.71%，22Q2 归母净利润 0.41 亿，同增 15.31%。22H1 归母净利率 8.97%，同减 0.14pct。

图 1：20Q1-22Q2 营收（亿元）及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：20Q1-22Q2 归母净利（亿元）及 YOY



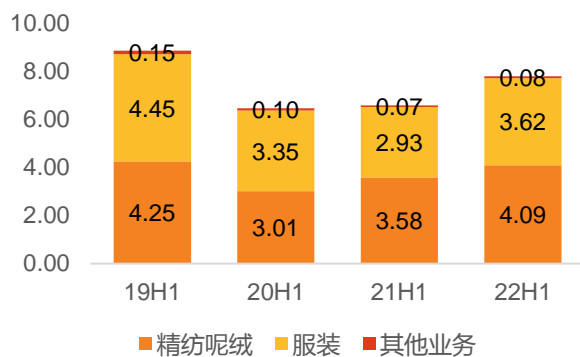
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 出口业务增速亮眼，产业协同凸显龙头优势

分品类看，精纺呢绒收入 4.09 亿元（占总 52.44%），同增 14.39%；服装类收入 3.62 亿元（占总 46.41%），同增 23.69%；其他业务收入 0.08 亿元（占总 1.03%），同增 20.52%。

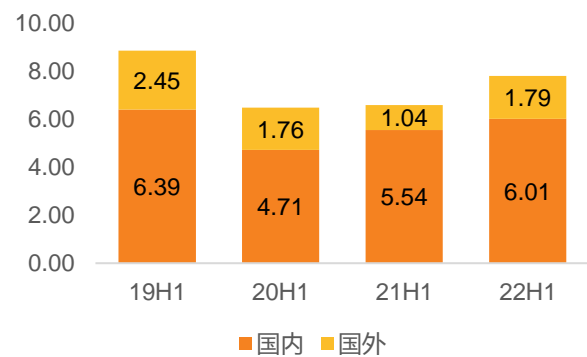
分地区看，国内市场收入 6.01 亿元（占总 77.05%），同增 8.49%；国外收入 1.79 亿元（占总 22.95%），同增 72.52%。

图 3：19H1-22H1 分产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：19H1-22H1 分地区营收（亿元）



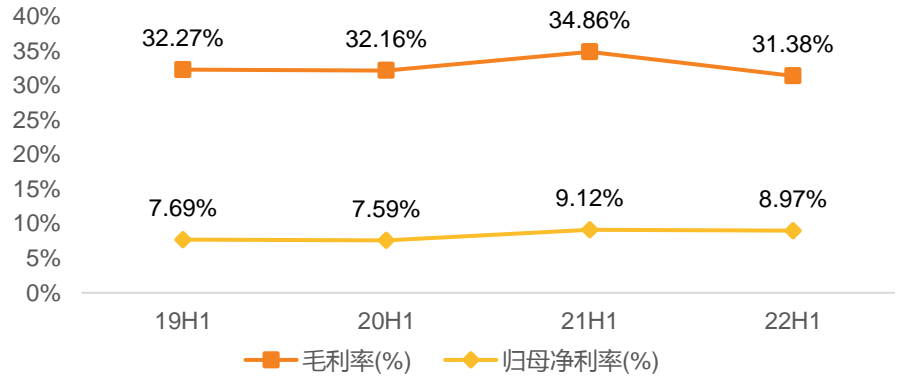
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 受汇率影响，毛利率 31.38%同减 3.48pct

1) 公司毛利率同减 3.48pct 至 31.38%，归母净利润率同减 0.14pct 至 8.97%。

22H1 毛利率 31.38%，同减 3.48pct，主要系 22H1 美元汇率上涨导致羊毛采购成本上升；毛利率较低的外贸生意回暖，国外营收占比提升，影响综合毛利率。归母净利润率 8.97%，同减 0.14pct。

图 5：19H1-22H1 毛利率与归母净利润率



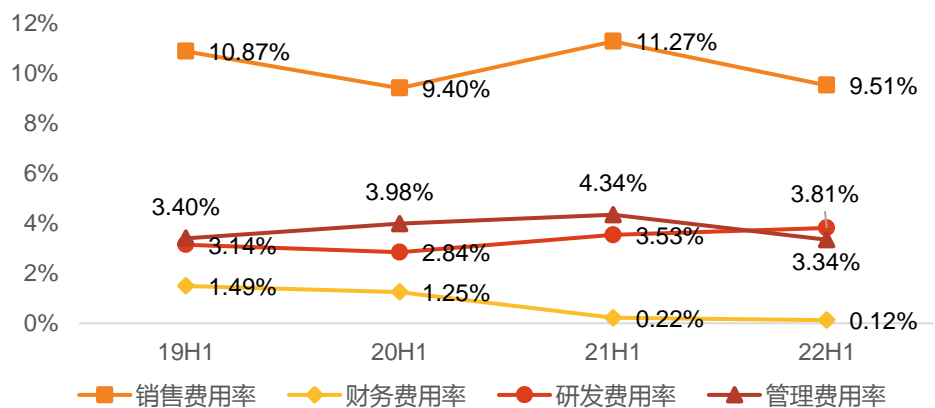
资料来源：wind，天风证券研究所

2) 费用率：公司减少各项费用投入，管理费用改善明显

公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 9.51%（同减 1.76pct），3.34%（同减 1.00pct），3.81%（同增 0.28pct），0.12%（同减 0.10pct）。

其中，我们认为管理费用减少系全面梳理管理架构，合理调配人员；我们认为研发费用增长系持续投入功能性面料的研发，工厂智能化转型等；财务费用减少主要系汇率上涨，汇兑收益增加。

图 6：19H1-22H1 期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 拟发行可转债 6.99 亿，加码超高分子量聚乙烯新材料发展

公司公告拟发行可转债拟募集资金总额不超过 6.9 亿，募集资金净额拟投资于年 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目。本项目建设期为 24 个月，包括工程设计、土建施工、

设备采购及检验安装等前期准备工作和职工培训、生产线调试及试生产、项目验收投产等后期工作。本项目达产后，项目投资内部收益率为 14.78%，投资回收期 7.10 年，项目投资回报情况良好。**项目建设符合国家和产业政策指导方向。**近年发改委多次发文，明确指出超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料为高性能纤维及复合材料，属于我国战略性新兴产业重点产品，也是“十四五”期间国家鼓励发展的产业。

超高分子量聚乙烯产业持续发展，产品需求高速增长。2015-2020 年中国超高分子量聚乙烯纤维需求量复合增长率 19.68%；2021-2025 年预计需求量复合增长率 15.73%。近年来，我国超高分子量聚乙烯纤维产量和需求量持续增长。2020 年，我国超高分子量聚乙烯纤维总产量和理论需求量分别约为 2.10 万吨和 4.91 万吨，行业整体处于供不应求的状态。

核心技术及人才储备为项目实施提供有力保障。公司以“科技创新”为核心驱动，通过两大技术创新路径不断提升企业创新水平。自成立以来公司大力开展行业前沿科技的研发，取得丰硕科研成果，已形成多项专利，参与制定多项纺织领域技术标准。持续关注高端纤维发展方向，加大技术创新投入，建立了一套较为完善的管理与运行机制。公司投建的年产 600 吨超高分子量聚乙烯纤维项目已顺利投产，为本次募投项目生产技术的消化、吸收及团队磨合积累丰富经验，将加快本次募投项目快速、高质量达产。

此外，公司坚持优化激励机制，充分调动人员工作积极性，为本次募集资金投资项目建设、产能释放奠定坚实的基础。公司现有的技术和人才储备为新产品的开发提供了有力保障。

项目建设条件良好，区位优势明显。项目实施地点位于山东省龙口市南山工业园，政策环境优，水陆交通便捷，区位优势明显。龙口市是山东省辖县级市，对外交通便捷，境内铁路、公路、航空、水运交通发达，形成纵横交错、四通八达的立体化交通网络。项目建设地点水陆空交通便利，运输条件有利，可充分保障运输畅通。

5. 全球毛纺市场回暖利好出口，超纤材料投产助力业绩增长

公司聚焦市场前沿，把握时机，提升产业结构，持续加强内部资源整合，提升横纵向工作劳效。以订单、服务及结果为导向，全面梳理管理架构，整合内部资源。

1) 围绕全产业链战略布局，创新提升传统产业

从澳大利亚优质羊毛培育，到多品种面料织造，再到精致成衣制作，围绕全产业链战略布局，整合上下游资源，用创新提升传统产业。公司持续开发高端市场，为顾客量身打造多元化服饰产品，全面推进产业升级。

2) 全球毛纺消费市场回暖，出口业务有望带动营收提升

毛纺产品各主要消费市场 5 月零售额同比呈现增长，其中，欧盟区、美国、英国、日本 5 月零售同比增速达 6.8%、8.1%、5%和 2.9%。2022 年以来，美国进口毛纺产品同比增长 51%，日本同比增长 39%。主要市场的消费形式较好有望带动外贸业务高速增长，带动企业出口收入提升。

3) 建立产、学、研一体化合作关系，赋能企业创新发展

公司积极推进与意大利、日本、美国等国家的技术专家团队和知名服装学校的一体化合作关系，强化科技创新能力。注重培养技能人才和设计人才，帮助人才实现就业、创业、创新及设计成果落地孵化，赋能企业创新发展。

4) 推进智能化升级转型，建立高效快返机制

公司推进科技引领发展实现智能化、互联网化升级，向智慧智能企业转型。同时公司通过工厂柔性化改造，实现智能化生产全流程贯穿，发挥面料一体化优势，将公司备纱备货体系的快速反应机制优势放大，提高公司经营效率。

5) 超高分子量聚乙烯纤维材料投产运营助力企业双翼腾飞

超高分子聚乙烯纤维材料项目打造公司产品多元化竞争，赋能公司新增长点、丰富公司产业链条，助力企业和当地带来更大的经济效益和社会效益。其产品功能性满足防护、航空航天、海洋开发等产业应用的迫切需求。项目目前进展顺利，处于调试阶段计划于7月份完成调试。通过该项目的实施，使公司进入了国内高性能纤维生产行业，为公司开拓了新的业绩增长来源，有望有效提升公司抗风险能力和业绩增长水平。

6. 盈利预测与估值

上调盈利预测，维持买入评级。公司主整合产业链上下游资源，从原材料采购，精梳毛条加工到纺、织、染、整的精纺体系，面料到高级成衣的完整链条，提升生意效率；毛纺出口复苏利好龙头企业获得更多外贸订单，提升收入的同时有望减少汇兑风险；中长期来看，公司致力于发展创新，推进智能化转型，放大快返体制优势；超高分子纤维项目投产预计为公司打造增长新引擎，有望打开公司增长天花板。我们预计公司2022-2024年收入17.23、20.04、23.49亿元（22-24原值分别为17.23、19.87、22.97亿元），归母净利润1.82、2.31、2.94亿元（22-24原值分别为1.82、2.20、2.71亿元），EPS分别为0.51、0.64、0.82元/股（22-24原值分别为0.51、0.61、0.75元/股），PE分别为18.39、14.47、11.38x。

7. 风险提示

美国加征关税影响产品出口；原材料价格波动；市场竞争加剧；汇率波动；疫情影响物流运输等

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,007.92	983.98	904.15	1,322.88	1,281.04
应收票据及应收账款	198.57	167.01	361.84	217.85	440.74
预付账款	7.57	7.81	11.07	11.51	13.47
存货	531.33	567.56	741.26	785.63	947.54
其他	89.03	330.84	313.87	299.72	288.06
流动资产合计	1,834.42	2,057.20	2,332.18	2,637.58	2,970.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	405.82	352.86	311.64	270.42	229.20
在建工程	0.80	82.40	82.40	82.40	82.40
无形资产	151.27	156.20	150.47	144.74	139.01
其他	37.64	55.29	35.28	39.38	43.32
非流动资产合计	595.52	646.74	579.79	536.94	493.92
资产总计	2,429.94	2,703.94	2,911.97	3,174.52	3,464.77
短期借款	290.35	390.47	400.00	415.00	440.00
应付票据及应付账款	260.58	257.49	302.92	361.73	408.85
其他	198.99	246.40	374.11	382.92	380.24
流动负债合计	749.92	894.36	1,077.03	1,159.65	1,229.09
长期借款	25.03	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	31.30	27.85	19.72	26.29	24.62
非流动负债合计	56.33	27.85	19.72	26.29	24.62
负债合计	894.35	1,038.05	1,096.75	1,185.94	1,253.71
少数股东权益	5.92	5.87	4.82	3.53	2.44
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	844.74	844.74	844.74	844.74	844.74
留存收益	327.82	458.64	607.66	783.05	1,006.59
其他	(2.89)	(3.35)	(2.00)	(2.75)	(2.70)
股东权益合计	1,535.59	1,665.89	1,815.22	1,988.58	2,211.06
负债和股东权益总计	2,429.94	2,703.94	2,911.97	3,174.52	3,464.77

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	86.23	152.37	182.06	231.39	294.26
折旧摊销	58.38	49.95	46.95	46.95	46.95
财务费用	30.86	17.52	10.59	10.04	9.58
投资损失	0.00	(7.57)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	199.86	(4.52)	(309.81)	165.45	(356.23)
其它	(5.41)	43.98	(36.62)	(20.81)	(16.92)
经营活动现金流	369.91	251.73	(106.84)	433.01	(22.36)
资本支出	10.37	86.98	8.14	(6.57)	1.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(26.68)	(433.36)	62.54	44.79	29.29
投资活动现金流	(16.31)	(346.38)	70.68	38.22	30.96
债权融资	(210.63)	91.93	(12.22)	3.83	19.90
股权融资	374.34	(45.83)	(31.45)	(56.33)	(70.33)
其他	49.88	(7.84)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	213.59	38.26	(43.68)	(52.50)	(50.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	567.20	(56.39)	(79.83)	418.74	(41.84)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,357.79	1,492.00	1,723.26	2,004.15	2,348.86
营业成本	939.83	982.15	1,126.49	1,296.08	1,503.27
营业税金及附加	19.87	15.61	18.96	20.04	29.83
销售费用	129.17	156.04	168.88	200.41	232.54
管理费用	52.41	62.30	65.48	75.96	89.26
研发费用	39.96	53.86	60.31	72.15	85.26
财务费用	24.57	8.89	10.59	10.04	9.58
资产/信用减值损失	(67.76)	(41.10)	(28.23)	(45.70)	(38.34)
公允价值变动收益	0.00	0.51	(35.34)	(19.11)	(15.48)
投资净收益	0.00	7.57	0.00	0.00	0.00
其他	129.41	59.34	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	90.33	186.82	208.97	264.65	345.30
营业外收入	3.18	3.12	1.60	1.20	1.18
营业外支出	0.60	3.60	1.52	1.91	2.34
利润总额	92.90	186.35	209.05	263.95	344.14
所得税	6.68	33.98	28.27	34.26	51.32
净利润	86.23	152.37	180.78	229.68	292.82
少数股东损益	(1.28)	(0.04)	(1.28)	(1.70)	(1.44)
归属于母公司净利润	87.51	152.41	182.06	231.39	294.26
每股收益(元)	0.45	0.32	0.51	0.64	0.82

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-23.32%	9.88%	15.50%	16.30%	17.20%
营业利润	-34.89%	106.83%	11.86%	26.64%	30.47%
归属于母公司净利润	-28.14%	74.17%	19.45%	27.09%	27.17%
获利能力					
毛利率	30.78%	34.17%	34.63%	35.33%	36.00%
净利率	6.44%	10.22%	10.57%	11.55%	12.53%
ROE	5.72%	9.18%	10.06%	11.66%	13.32%
ROIC	9.70%	19.79%	23.80%	22.12%	34.94%
偿债能力					
资产负债率	36.81%	38.39%	37.66%	37.36%	36.18%
净负债率	-44.90%	-33.90%	-26.80%	-44.83%	-37.09%
流动比率	2.19	2.04	2.17	2.27	2.42
速动比率	1.55	1.47	1.48	1.60	1.65
营运能力					
应收账款周转率	6.33	8.16	6.52	6.91	7.13
存货周转率	2.31	2.72	2.63	2.63	2.71
总资产周转率	0.61	0.58	0.61	0.66	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.32	0.51	0.64	0.82
每股经营现金流	1.03	0.70	-0.30	1.20	-0.06
每股净资产	4.25	4.61	5.03	5.51	6.14
估值比率					
市盈率	20.67	29.06	18.39	14.47	11.38
市净率	2.19	2.02	1.85	1.69	1.52
EV/EBITDA	15.13	16.07	8.06	5.38	4.82
EV/EBIT	12.48	8.71	9.43	6.07	5.34

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com