

南山智尚（300918）

证券研究报告

2023 年 08 月 25 日

新材料逐步发力，盈利逆势提升

23Q2 收入 4 亿同减 12.6%，归母净利 0.5 亿同增 9.1%

公司发布半年报，23Q2 收入 4 亿，同比减少 12.6%；归母净利 0.5 亿同增 9.1%，扣非归母净利 0.4 亿同增 18.4%；

23H1 收入 7.3 亿同减 6.9%，归母净利 0.8 亿同增 10.8%，扣非归母净利 0.7 亿同增 16.7%，非经常损益主要系政府补助、理财产品收益与公允价值变动收益，二者均有所减少。

终端市场景气度下降、客户需求减少导致公司收入承压；利润增长主要系：1）公司精纺收入增长，同时优化产品结构、提升高端产品市场份额；2）超高分子量聚乙烯纤维业务毛利率较 22 年初大幅提升，一期项目目前满负荷生产。

提升高端精纺产品份额，新材料业务逐步发力

分产品看，23H1 公司精纺呢绒收入 4.3 亿，同增 5.3%，其中高端面料同增 14%；服装类收入 2.6 亿，同减 28.9%；超高分子量聚乙烯纤维收入 2514 万；其他收入 1266 万，同比增长 51.3%。

分地区看，23H1 公司国内收入 5.3 亿，同减 11.8%；国外收入 2 亿，同增 9.6%。

23Q2 毛利率 35%同增 4pct，重点业务盈利能力提升

23Q2 公司毛利率 35.2%，同比增长 3.7pct；23H1 毛利率 34.1%，同比增长 3.0pct。分产品看，精纺呢绒 23H1 毛利率 35.5%，同增 1.4pct；超高分子量聚乙烯纤维 33.8%；服装类 28.9%，同增 2.0pct。

23Q2 公司归母净利率 11.3%，同比增长 0.02pct；23H1 归母净利率 10.6%，同比增长 1.7pct。

23H1 期间费率 16.7%同减 0.1pct，基本保持稳定；具体看销售/管理/研发/财务费率及同比分别为 8.6%（yoy-0.9pct）、3.7%（yoy+0.4pct）、4.3%（yoy+0.5pct）、0.03%（yoy-0.1pct）。

超高分子量聚乙烯纤维品质稳定提升，产能逐步释放

超高分子量聚乙烯纤维下游应用场景广泛，需求增多，公司实施差异化市场定位策略，深耕国内竞争者较少、技术壁垒高、资金需求量大的高端市场，以特种装备为主，兼顾民用领域，满足不同消费者的差异化需求。

公司针对新材料项目的新产线、新技术，不断加强工艺优化，强化技术精细化管理，产品质量较年初显著提升，高强度成品占比较年初提升约 10%；同时通过设备磨合、工艺试验调整辅料配比等，大幅减少生产成本。

目前一期项目已满负荷生产，一等品制成率达 95%；二期于 6 月逐步投产，实现 2 条生产线的带料运转，全部产线或将于下半年全面投产，有望带动盈利能力进一步提升。

精纺坚守中高端定位，产品持续优化升级

公司精纺业务始终坚持中高端市场定位，以高支羊毛为原材料打造优质产品，23H1 推进高附加值产品研发及销售，持续提升高端产品市场份额，高

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	12.75 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)	4,590.00
流通 A 股市值(百万元)	1,382.45
每股净资产(元)	5.08
资产负债率(%)	47.88
一年内最高/最低(元)	14.45/7.72

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

- 1 《南山智尚-年报点评报告:新材料二期即将投产，打开成长空间》 2023-05-05
- 2 《南山智尚-半年报点评:主营扎实稳健，发行可转债加码新材料发展》 2022-07-29
- 3 《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

端面料收入同增 14%，带动盈利能力提升。

公司持续推动柔性化生产线及供应链模式，提升品牌影响力，增强消费者满意度及粘性，巩固行业龙头地位；同时加快科研成果向生产力转化，提升产品技术性能，扩大产品市场化应用范围。

优化供应体系强化快反优势，加速智能化工厂升级

公司对备纱备货体系进行创新提升，集合市场变化定期优化产品结构，快速提供符合市场需求的面料产品，使市场逐步向小单快反的敏捷柔性供应链模式转型升级。

公司以智能仓储、无人车间为代表，逐步推动传统纺织业实现产业链的智能化落地，进一步推进数字化、智能化技术在服装定制业务生产-销售全流程的应用，如智能工厂、5G、MES、MTM、智能仓储中后台系统等新技术，相关应用落地或有效助推公司效率提升。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司凭借完整的毛纺织服装产业链优势，以出色设计、研发和生产实力稳抓行业龙头位置；同时进军新材料领域，开启第二条成长曲线，双主业同步发展。我们预计 23-25 年公司 EPS 分别为 0.65、0.88、1.0 元/股，对应 PE 分别为 20、15、13x。

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风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,492.00	1,633.75	2,022.58	2,510.02	2,723.37
增长率(%)	9.88	9.50	23.80	24.10	8.50
EBITDA(百万元)	235.67	175.55	396.17	521.19	570.12
归属母公司净利润(百万元)	152.41	186.72	233.47	315.28	359.44
增长率(%)	74.17	22.51	25.04	35.04	14.00
EPS(元/股)	0.45	0.32	0.65	0.88	1.00
市盈率(P/E)	28.33	39.84	19.66	14.56	12.77
市净率(P/B)	2.77	2.54	2.33	2.09	1.88
市销率(P/S)	3.08	2.81	2.27	1.83	1.69
EV/EBITDA	11.97	17.71	11.88	7.75	8.10

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	983.98	1,021.56	153.31	792.30	187.46	营业收入	1,492.00	1,633.75	2,022.58	2,510.02	2,723.37
应收票据及应收账款	167.01	181.56	340.40	259.03	385.71	营业成本	982.15	1,085.95	1,362.61	1,635.28	1,762.02
预付账款	7.81	3.22	17.52	4.85	18.08	营业税金及附加	15.61	13.08	22.25	25.10	34.59
存货	567.56	588.14	972.78	841.63	1,107.94	销售费用	156.04	157.78	210.35	266.06	288.68
其他	330.84	170.20	222.08	263.60	319.09	管理费用	62.30	67.23	84.95	106.68	117.11
流动资产合计	2,057.20	1,964.68	1,706.08	2,161.42	2,018.29	研发费用	53.86	59.85	70.79	90.36	98.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	8.89	0.20	14.95	13.38	14.05
固定资产	352.86	508.23	495.69	491.44	516.21	资产/信用减值损失	(41.10)	(54.16)	(30.33)	(41.86)	(42.12)
在建工程	82.40	443.78	665.27	856.71	963.17	公允价值变动收益	0.51	0.06	35.96	35.34	44.45
无形资产	156.20	200.86	192.67	184.47	176.28	投资净收益	7.57	3.57	2.52	0.00	0.00
其他	55.29	68.32	50.40	58.00	58.91	其他	59.34	92.11	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	646.74	1,221.19	1,404.02	1,590.63	1,714.57	营业利润	186.82	208.07	264.84	366.64	410.40
资产总计	2,703.94	3,203.90	3,110.10	3,752.04	3,732.86	营业外收入	3.12	3.34	1.60	1.20	1.18
短期借款	390.47	554.68	400.00	415.00	440.00	营业外支出	3.60	0.49	1.56	1.88	1.31
应付票据及应付账款	257.49	512.07	282.61	709.11	405.85	利润总额	186.35	210.92	264.88	365.96	410.28
其他	246.40	206.02	416.81	394.14	397.23	所得税	33.98	24.17	32.56	51.22	51.63
流动负债合计	894.36	1,272.77	1,099.42	1,518.25	1,243.08	净利润	152.37	186.75	232.31	314.74	358.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.04)	0.03	(1.16)	(0.54)	(0.79)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	152.41	186.72	233.47	315.28	359.44
其他	27.85	46.54	35.23	36.54	39.44	每股收益 (元)	0.45	0.32	0.65	0.88	1.00
非流动负债合计	27.85	46.54	35.23	36.54	39.44						
负债合计	1,038.05	1,391.39	1,134.66	1,554.79	1,282.52						
少数股东权益	5.87	5.90	5.07	4.69	4.14	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	成长能力					
资本公积	844.74	844.74	844.74	844.74	844.74	营业收入	9.88%	9.50%	23.80%	24.10%	8.50%
留存收益	458.64	600.00	767.09	988.80	1,241.65	营业利润	106.83%	11.37%	27.28%	38.44%	11.94%
其他	(3.35)	1.88	(1.45)	(0.98)	(0.18)	归属于母公司净利润	74.17%	22.51%	25.04%	35.04%	14.00%
股东权益合计	1,665.89	1,812.51	1,975.44	2,197.25	2,450.34	获利能力					
负债和股东权益总计	2,703.94	3,203.90	3,110.10	3,752.04	3,732.86	毛利率	34.17%	33.53%	32.63%	34.85%	35.30%
						净利率	10.22%	11.43%	11.54%	12.56%	13.20%
						ROE	9.18%	10.34%	11.85%	14.38%	14.69%
						ROIC	19.79%	23.11%	20.20%	15.67%	22.63%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	38.39%	43.43%	36.48%	41.44%	34.36%
净利润	152.37	186.75	233.47	315.28	359.44	净负债率	-33.90%	-25.35%	13.51%	-16.32%	10.94%
折旧摊销	49.95	46.33	56.05	58.35	62.29	流动比率	2.04	1.47	1.55	1.42	1.62
财务费用	17.52	15.71	14.95	13.38	14.05	速动比率	1.47	1.04	0.67	0.87	0.73
投资损失	(7.57)	(3.57)	(2.52)	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	(4.52)	(105.98)	(652.45)	617.85	(712.10)	应收账款周转率	8.16	9.37	7.75	8.37	8.45
其它	43.98	93.59	34.80	34.80	43.67	存货周转率	2.72	2.83	2.59	2.77	2.79
经营活动现金流	251.73	232.82	(315.69)	1,039.66	(232.66)	总资产周转率	0.58	0.55	0.64	0.73	0.73
资本支出	86.98	589.05	268.12	236.04	182.43	每股指标 (元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.45	0.32	0.65	0.88	1.00
其他	(433.36)	(1,122.89)	(594.33)	(544.07)	(456.66)	每股经营现金流	0.70	0.65	-0.88	2.89	-0.65
投资活动现金流	(346.38)	(533.84)	(326.21)	(308.03)	(274.23)	每股净资产	4.61	5.02	5.47	6.09	6.80
债权融资	91.93	142.66	(156.97)	0.30	7.61	估值比率					
股权融资	(45.83)	(52.36)	(69.38)	(92.94)	(105.56)	市盈率	28.33	39.84	19.66	14.56	12.77
其他	(7.84)	(23.99)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.77	2.54	2.33	2.09	1.88
筹资活动现金流	38.26	66.30	(226.35)	(92.64)	(97.95)	EV/EBITDA	11.97	17.71	11.88	7.75	8.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.71	8.49	13.83	8.72	9.09
现金净增加额	(56.39)	(234.72)	(868.26)	638.99	(604.84)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com