

南山智尚 (300918.SZ)

2024 年 10 月 30 日

2024Q3 主业及超高承压，静待超高回暖、锦纶投产

——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

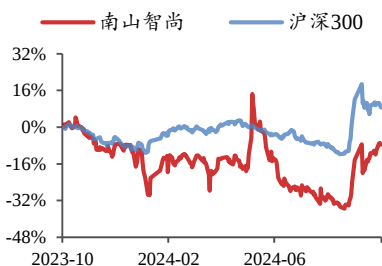
张霜凝 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

日期	2024/10/30
当前股价(元)	10.18
一年最高最低(元)	13.25/6.97
总市值(亿元)	36.65
流通市值(亿元)	36.65
总股本(亿股)	3.60
流通股本(亿股)	3.60
近 3 个月换手率(%)	80.88

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q2 业绩稳健，UHMWPE 纤维
预计逐步回暖—公司信息更新报告》
-2024.8.28

● 2024Q3 主业及超高承压，静待超高回暖、锦纶投产，维持“买入”评级

2024Q3 收入 3.87 亿元 (-2.6%)，归母净利润 0.42 亿元 (-1.0%)。2024Q1-Q3 收入 11.63 亿元 (+3.5%)，归母净利润 1.25 亿元 (+3.8%)，考虑短期新材料单价调整，我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 2.07/2.3/2.6 亿元（此前为 2.1/2.5/2.8 亿元），当前股价对应 PE 17.8/15.8/14.3 倍，传统主业收入承压但盈利能力提升，超分子量聚乙烯政策管控放松后预计订单及单价逐步回暖，同时锦纶长丝投产进度超预期，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，维持“买入”评级。

● 传统业务：2024Q3 服装发展势头良好，抗风险能力体现，预计全年稳定增长

(1) **精纺呢绒**: 2024Q3 收入下降 10% 以上, 主要受终端服装品牌业绩疲软影响, 10 月起有所恢复。但通过提升产品品质和控制成本, 毛利率同比增长, 净利润基本持平。(2) **服装**: 2024Q3 收入增长 10%, 净利润增长, 公司通过加大直营占比、优化客户结构等措施, 内外贸均实现增长。**整体来看**, 传统业务 2024Q3 收入下降 7%, 2024Q1-Q3 收入下降 3%, 净利润微涨 2-3%。

● 新材料：2024Q3 UHMWPE 纤维满负荷生产，锦纶将规模化试生产

(1) UHMWPE 纤维：2024Q3 收入增长 103%，单价 6 万元/吨，单价受政策落地节奏影响，Q1-Q3 收入增长 181%，净利润约 500 万元。公司 3600 吨 UHMWPE 业务处于满负荷生产，达到产销平衡状态，预计净利润约 1000 万，在特种防护+民用领域高景气带动下有望进入加速成长期。**(2) 锦纶：**进入设备全面安装阶段，预计 2024 年 11 月实现规模化试生产，2025 年产能有望达 4 万吨、净利润 5000 万元，2026 年全面达产后有望达到年产 8 万吨。

● 2024Q3 毛利率及净利率小幅下跌，运营稳健，现金流改善

盈利能力：2024Q3 毛利率 32.8% (-2.3pct)，主要受 UHMWPE 纤维业务毛利率较低影响；期间费用率 18.3% (-0.7pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 -1.8/-0.7/-0.05/+1.8pct，财务费用提升主要系可转债利息支出增加，2024Q3 扣非归母净利率 11% (-0.4pct)，盈利能力稳健。**(2)营运能力：**截至 2024Q3，存货余额 6.38 亿元 (+0.2%)，存货周转天数 230 天 (同比-2 天/环比持平)，经营活动现金流净额为 3138 万元 (同期为-2052 万元，+252.96%)，现金流改善。

● **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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,634	1,600	1,723	1,917	2,100
YOY(%)	9.5	-2.1	7.7	11.3	9.5
归母净利润(百万元)	187	203	207	233	258
YOY(%)	22.5	8.5	2.3	12.5	10.7
毛利率(%)	33.5	34.7	33.2	32.0	31.2
净利率(%)	11.4	12.7	12.0	12.2	12.3
ROE(%)	10.3	10.0	9.5	9.9	10.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.56	0.58	0.65	0.72
P/E(倍)	19.8	18.2	17.8	15.8	14.3
P/B(倍)	2.0	2.0	1.8	1.7	1.5

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

1 / 4

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1983	1681	1821	2032	1789
现金	1022	634	731	755	478
应收票据及应收账款	182	165	221	196	264
其他应收款	37	53	32	63	45
预付账款	3	6	6	6	7
存货	588	666	629	841	819
其他流动资产	151	158	201	170	177
非流动资产	1221	1998	2024	2254	2465
长期投资	0	0	0	1	3
固定资产	510	1124	1236	1386	1515
无形资产	201	276	339	399	456
其他非流动资产	510	599	450	469	491
资产总计	3204	3679	3845	4286	4254
流动负债	1345	1022	1160	1482	1334
短期借款	555	271	405	410	426
应付票据及应付账款	512	454	332	657	465
其他流动负债	278	297	422	415	443
非流动负债	47	629	512	453	370
长期借款	0	582	472	407	325
其他非流动负债	47	48	41	45	45
负债合计	1391	1651	1672	1935	1704
少数股东权益	6	6	6	5	5
股本	360	360	360	360	360
资本公积	845	845	845	845	845
留存收益	600	745	889	1051	1230
归属母公司股东权益	1807	2022	2167	2346	2546
负债和股东权益	3204	3679	3845	4286	4254

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	233	217	203	412	163
净利润	187	202	207	233	258
折旧摊销	46	60	62	73	84
财务费用	0	11	31	34	36
投资损失	-4	-2	-4	-5	-7
营运资金变动	-78	-128	-90	78	-205
其他经营现金流	81	73	-3	-1	-2
投资活动现金流	-534	-657	-143	-255	-292
资本支出	662	676	157	204	182
长期投资	178	0	0	-2	-2
其他投资现金流	305	20	14	-54	-113
筹资活动现金流	66	263	38	-132	-212
短期借款	164	-284	135	5	-48
长期借款	0	582	-110	-64	-82
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-98	-34	13	-73	-82
现金净增加额	-230	-175	98	24	-341

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1634	1600	1723	1917	2100
营业成本	1086	1046	1151	1304	1444
营业税金及附加	13	11	12	14	15
营业费用	158	128	114	123	132
管理费用	67	83	89	96	103
研发费用	60	58	62	67	67
财务费用	0	11	31	34	36
资产减值损失	-53	-60	-64	-45	-43
其他收益	7	10	17	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	2	4	5	7
资产处置收益	2	2	2	2	2
营业利润	208	218	223	251	277
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	211	218	223	251	277
所得税	24	15	16	18	19
净利润	187	202	207	233	258
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	187	203	207	233	258
EBITDA	260	314	303	340	380
EPS(元)	0.52	0.56	0.58	0.65	0.72

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	-2.1	7.7	11.3	9.5
营业利润(%)	11.4	4.7	2.3	12.4	10.6
归属于母公司净利润(%)	22.5	8.5	2.3	12.5	10.7
获利能力					
毛利率(%)	33.5	34.7	33.2	32.0	31.2
净利率(%)	11.4	12.7	12.0	12.2	12.3
ROE(%)	10.3	10.0	9.5	9.9	10.1
ROIC(%)	7.9	8.1	7.0	7.5	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	43.4	44.9	43.5	45.1	40.0
净负债比率(%)	-23.3	13.1	13.7	9.8	17.8
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.0	0.9	1.0	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.4	9.2	8.9	9.2	9.1
应付账款周转率	2.8	2.2	2.9	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.56	0.58	0.65	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.60	0.56	1.14	0.45
每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.25	5.66	6.15	6.71
估值比率					
P/E	19.8	18.2	17.8	15.8	14.3
P/B	2.0	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.3	12.4	12.8	11.3	10.7

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3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