

南山智尚 (300918.SZ)

2025年03月14日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/3/14
当前股价(元)	16.85
一年最高最低(元)	22.98/6.97
总市值(亿元)	69.46
流通市值(亿元)	69.46
总股本(亿股)	4.12
流通股本(亿股)	4.12
近3个月换手率(%)	258.42

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《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》-2024.10.30

《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

《2024Q1 业绩符合预期, Q2 新材料有望迎来需求拐点—公司信息更新报告》-2024.4.26

2024 年业绩展现韧性, 期待 2025 年超高及锦纶发力

—公司信息更新报告

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

● 2024 年业绩展现韧性, 期待 2025 年超高及锦纶发力, 维持“买入”评级

2024 年收入 16.16 亿元 (同比+1.0%, 下同), 归母净利润 1.91 亿元 (-5.8%), Q4 收入 4.53 亿元 (-5.0%), 归母净利润 0.66 亿元 (-19.8%)。公司逐步构建 1+2+N 新材料产业生态, 超高业务盈利受益于出口政策放松及下游机器人领域新需求的催化, 锦纶业务加速投建构成新成长曲线, 我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 2.7/3.4/4.1 亿元 (此前为 2.3/2.6 亿元), 当前股价对应 PE 25.4/20.7/17.0 倍, 维持“买入”评级。

● 主业收入承压, 盈利能力进一步提升, 全产业链下创新驱动发展

主业受下游服装需求影响, 面料收入下滑、服装收入稳健增长, 盈利能力均有提升主要系高附加值产品订单提升及成本控制有效, 智能化设备渗透率 80%。**精纺呢绒:**2024 年收入 8.1 亿元 (-9.54%), 量/价-7.7%/-1.9%, 产能利用率-11.5pct 至 79.5%, 毛利率 35.54% (+1.5pct)。**服装:**2024 年收入 6.1 亿元 (+4.45%), 毛利率 36.55% (+0.75pct)。预计 2025 年主业以技术创新和数智化升级实现稳健增长。

● 2024 年超高盈利受政策影响, 预计 2025 年超高单吨净利回暖, 锦纶加速投建

UHMWPE 纤维:2024 年收入 1.76 亿元 (+94.75%), 其中量/价+119.69%/-11.4% 至 3304 吨/5.3 万元/吨, 受政策及产能爬坡影响毛利率-9.7pct 至 10.23%, 总产能 3600 吨, 二期已完成产能爬坡, 覆盖不同规格产品(100-2400D、26-42CN/DTEX), 一等品率达 95% 以上, 预计军用占比约 30%。受益于出口政策放松及下游机器人领域新需求的催化, 预计 2025 年量价回暖, 2024Q4 均价提升至 7 万元且 2025 年以来均价进一步提升。此外公司积极推进机器人灵巧手腱绳相关合作, 预计军用丝占比提升和腱绳领域突破将带动单吨净利。(2) **锦纶:** 年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目采用国际领先技术装备, 产品聚焦高端功能性产品, 已于 2024 年 11 月开始试投产部分产线, 目前 27 条产线投入生产, 34 条产线正在调试, 计划 5 月全面投入运营, 2025 年预计锦纶 66 产量 5-6 千吨, 锦纶 6 产量 2 万吨。

● 2024 年主业承压影响净利率, 可转债利息费用化推高财务费用率

(1) 盈利能力: 2024 年毛利率降低 1.1pct 至 33.58%, 期间费用率同比+0.5pct 至 18.1%, 其中销售/管理/研发/财务费用率-0.6pct/基本持平/-0.1pct/+1.2pct 至 7.4%/5.2%/3.6%/1.9%, 可转债利息随超高二期投产费用化影响利息支出, 归母净利润率 11.8% (-0.9pct)。**(2) 营运能力:** 截至 2024 年存货余额为 6.8 亿元 (+1.9%), 存货周转天数 228 天 (+8 天) 现金及等价物约 5.2 亿元 (+4.1%)。

● 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,600	1,616	2,359	3,035	3,653
YOY(%)	-2.1	1.0	46.0	28.7	20.4
归母净利润(百万元)	203	191	273	336	409
YOY(%)	8.5	-5.8	43.0	23.0	21.8
毛利率(%)	34.7	33.6	29.1	27.3	25.8
净利率(%)	12.7	11.8	11.6	11.1	11.2
ROE(%)	10.0	8.7	11.0	12.1	13.0
EPS(摊薄/元)	0.49	0.46	0.66	0.81	0.99
P/E(倍)	34.3	36.4	25.4	20.7	17.0
P/B(倍)	3.7	3.3	3.0	2.6	2.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1681	1676	2293	2718	3422
现金	634	600	498	695	829
应收票据及应收账款	165	252	284	422	450
其他应收款	53	27	90	67	117
预付账款	6	7	8	12	14
存货	666	678	1273	1386	1883
其他流动资产	158	110	140	136	129
非流动资产	1998	2947	4105	5075	5843
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1124	1293	2178	2997	3740
无形资产	276	263	238	214	190
其他非流动资产	599	1392	1688	1864	1914
资产总计	3679	4622	6398	7793	9266
流动负债	1022	1349	2690	3808	5049
短期借款	271	501	1248	2050	3051
应付票据及应付账款	454	542	864	1113	1289
其他流动负债	297	307	578	645	709
非流动负债	629	1073	1189	1175	1038
长期借款	582	1020	1139	1125	987
其他非流动负债	48	53	49	50	51
负债合计	1651	2422	3879	4983	6087
少数股东权益	6	5	5	5	4
股本	360	366	412	412	412
资本公积	845	897	897	897	897
留存收益	745	875	1092	1370	1727
归属母公司股东权益	2022	2195	2515	2805	3175
负债和股东权益	3679	4622	6398	7793	9266

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	217	243	63	541	254
净利润	202	191	273	335	409
折旧摊销	60	89	108	160	211
财务费用	11	30	38	37	33
投资损失	-2	-2	-2	-3	-4
营运资金变动	-128	-148	-355	13	-395
其他经营现金流	73	83	2	-1	-0
投资活动现金流	-657	-830	-1311	-1119	-966
资本支出	676	910	1104	948	801
长期投资	0	70	0	0	0
其他投资现金流	20	150	-207	-171	-164
筹资活动现金流	263	607	341	-66	-111
短期借款	-284	230	-59	-38	45
长期借款	582	438	120	-14	-138
普通股增加	0	6	46	0	0
资本公积增加	0	52	0	0	0
其他筹资现金流	-34	-119	233	-14	-18
现金净增加额	-175	20	-907	-643	-823

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1600	1616	2359	3035	3653
营业成本	1046	1073	1673	2207	2709
营业税金及附加	11	14	20	26	31
营业费用	128	120	146	182	212
管理费用	83	84	99	124	132
研发费用	58	57	66	76	79
财务费用	11	30	38	37	33
资产减值损失	-60	-55	-52	-53	-48
其他收益	10	20	24	24	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	3	4
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	218	203	290	357	435
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	218	203	290	357	435
所得税	15	12	17	21	26
净利润	202	191	273	335	409
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	203	191	273	336	409
EBITDA	314	371	470	636	812
EPS(元)	0.49	0.46	0.66	0.81	0.99

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.1	1.0	46.0	28.7	20.4
营业利润(%)	4.7	-6.9	43.1	23.0	21.8
归属于母公司净利润(%)	8.5	-5.8	43.0	23.0	21.8
获利能力					
毛利率(%)	34.7	33.6	29.1	27.3	25.8
净利率(%)	12.7	11.8	11.6	11.1	11.2
ROE(%)	10.0	8.7	11.0	12.1	13.0
ROIC(%)	8.1	7.0	6.6	7.1	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	44.9	52.4	60.6	63.9	65.7
净负债比率(%)	13.1	44.3	89.5	104.0	116.8
流动比率	1.6	1.2	0.9	0.7	0.7
速动比率	0.9	0.7	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	9.2	7.7	8.8	8.6	8.4
应付账款周转率	2.2	2.2	2.4	2.2	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.46	0.66	0.81	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.59	0.15	1.31	0.62
每股净资产(最新摊薄)	4.59	5.03	5.70	6.40	7.30
估值比率					
P/E	34.3	36.4	25.4	20.7	17.0
P/B	3.7	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.8	21.4	19.4	15.4	13.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

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