

## 南山智尚（300918）

证券研究报告

2025 年 03 月 16 日

## 积极开拓机器人应用场景，推动机器人领域合作达成

## 公司发布 2024 年年报

公司发布 24 年年报，24 年全年营收 16.16 亿元，同增 0.98%；归母净利 1.91 亿元，同减 5.82%；扣非归母净利 1.83 亿元，同减 7.8%。

24Q4 营收 4.53 亿元，同减 5.02%；归母净利 0.66 亿，同减 19.84%；扣非 0.64 亿，同减 20.39%。

分业务板块，公司精纺呢绒营收同减 9.54%，服装业务营收同增 4.45%，**超高分子量聚乙烯纤维业务营业收入较上年同增 94.75%**。分地区看，整体国内收入同增 0.8%，国外收入同增 1.5%。

公司净利润下降的原因主要为：①超高二期投产可转债计提利息费用化导致利息支出增加。②受下游终端服装品牌业绩疲软影响，精纺呢绒业务营业收入同比下降，但通过提升高附加值产品订单和控制成本，毛利率达到 35.54%，同增 1.54%。

目前公司 UHMWPE 纤维项目一期 600 吨（2022 年投产）、二期 3000 吨（2023 年投产）全面达产，总产能跃居国内前列。二期项目完成产能爬坡后，产品一等品率稳定在 95%以上，强度覆盖 26cN/dtex-42cN/dtex 全品类谱系。

公司锦纶业务快速发展，公司大力推进锦纶长丝项目，年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目已于 2024 年 11 月部分产线试投产，其中锦纶 6 年产能 4.4 万吨，更先进的锦纶 66 年产能 3.6 万吨。

## 新材料领域持续突破

公司生产的超高分子量聚乙烯纤维因其高强度、低蠕变性、耐磨损以及折叠不受损等特性能够满足灵巧手动力传动的要求。公司将根据市场需要积极开拓机器人相关应用场景，推动机器人领域合作的达成。但市场尚处于初级培育阶段，暂未形成相关订单，且下游市场需求存在诸多的不确定因素，请投资者注意投资风险。

在机器人灵巧手的设计中，钢绳和腱绳是两种常用的传动材料，它们各有优势和适用场景。钢绳具有较高的强度和刚性，但相对较重且可能存在内摩擦，其传动效率相对较低，因为钢丝之间有一定滑动，这可能导致能量损失。

腱绳通常由高分子材料如超高分子量聚乙烯（UHMWPE）制成，具有高强度、轻质、耐磨损等特性。腱绳的机械特性使其适合用于需要多自由度和远距离动力传输的灵巧手设计中。

腱绳材料如 UHMWPE 的强度是钢材的 15 倍，但重量却非常轻，它能提供更大的承载力同时减少手部的整体重量。腱绳材料通常具有良好的耐磨性和耐久性，能够在长期使用中保持性能稳定，减少维护需求。

**产业链向上游拓维，打造第二成长曲线。**2024 年 11 月公司年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目成功启动试投产，产品聚焦高端功能性产品，广泛应用于运动服、冲锋衣瑜伽服、速干衣、防寒服、户外帐篷等，同时还被应用于特种防护、航空航天等工业领域。目前已形成(1)锦纶 66(PA66)系列产品年产 3.6 万吨产能；(2)锦纶 6(PA6)系列产品年产 4.4 万吨产能；(3)生物基锦纶 5X 系列产品，主要包括尼龙 56，510 等高性能品种。

## 调整盈利预测，维持“买入”评级

面向未来，公司着力构建“1+2+N”新材料产业生态，逐步形成以超高分子量聚乙烯纤维为核心的战略支柱，以锦纶纤维提供增长引擎，其他新材料纤维成为前沿方向的发展格局，持续提升新材料业务发展动能，打造“第

## 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   | 16.85 元   |
| 目标价格   | 元         |

## 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 423.05     |
| 流通 A 股股本(百万股) | 423.05     |
| A 股总市值(百万元)   | 7,128.47   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,128.47   |
| 每股净资产(元)      | 5.67       |
| 资产负债率(%)      | 52.39      |
| 一年内最高/最低(元)   | 22.98/6.97 |

## 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-季报点评:新材料领域拓展取得显著成果》 2024-11-04
- 《南山智尚-半年报点评:超高纤维类业务收入快速增长》 2024-08-28
- 《南山智尚-季报点评:24Q1 业绩稳定增长，新材料产能爬坡》 2024-05-07

二成长曲线”，构建公司成为全球化新材料一站式平台企业。

基于 24 年业绩公告，我们预计公司 25-27 年营收为 20/26/33 亿（25-26 年前值为 20/24 亿），归母净利润为 2.6/3.4/4.5 亿（25-26 年前值为 2.7/3.3 亿），EPS 分别为 0.61/0.82/1.06 元，对应 PE 为 28/21/16x。

**风险提示：**宏观经济波动；市场竞争加剧；产能投放不及预期。

| 财务数据和估值       | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 1,600.23 | 1,615.84 | 2,027.89 | 2,577.44 | 3,312.01 |
| 增长率(%)        | (2.05)   | 0.98     | 25.50    | 27.10    | 28.50    |
| EBITDA(百万元)   | 235.67   | 175.55   | 553.73   | 670.95   | 795.39   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 202.65   | 190.84   | 258.38   | 344.79   | 446.38   |
| 增长率(%)        | 8.53     | (5.82)   | 35.39    | 33.44    | 29.46    |
| EPS(元/股)      | 0.45     | 0.32     | 0.61     | 0.82     | 1.06     |
| 市盈率(P/E)      | 37.44    | 52.66    | 27.59    | 20.67    | 15.97    |
| 市净率(P/B)      | 3.53     | 3.25     | 2.92     | 1.94     | 1.76     |
| 市销率(P/S)      | 4.45     | 4.41     | 3.52     | 2.77     | 2.15     |
| EV/EBITDA     | 15.34    | 26.29    | 15.23    | 12.71    | 10.64    |

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)       | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 633.64          | 599.69          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应收票据及应收账款        | 164.65          | 252.44          | 212.51          | 392.11          | 404.95          |
| 预付账款             | 5.76            | 7.32            | 6.48            | 10.71           | 12.79           |
| 存货               | 665.81          | 678.35          | 890.20          | 1,114.69        | 1,483.81        |
| 其他               | 203.54          | 131.51          | 244.70          | 232.24          | 292.24          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,673.40</b> | <b>1,669.29</b> | <b>1,353.88</b> | <b>1,749.76</b> | <b>2,193.80</b> |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产             | 1,123.66        | 1,292.66        | 1,508.51        | 1,758.69        | 1,911.56        |
| 在建工程             | 332.90          | 1,299.77        | 1,727.76        | 2,325.19        | 2,737.91        |
| 无形资产             | 275.86          | 262.62          | 251.97          | 241.32          | 230.67          |
| 其他               | 265.95          | 91.87           | 143.82          | 164.47          | 130.66          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,998.38</b> | <b>2,946.92</b> | <b>3,632.05</b> | <b>4,489.67</b> | <b>5,010.79</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,679.19</b> | <b>4,622.46</b> | <b>4,985.93</b> | <b>6,239.42</b> | <b>7,204.58</b> |
| 短期借款             | 270.81          | 500.55          | 747.18          | 740.30          | 893.01          |
| 应付票据及应付账款        | 454.28          | 541.85          | 600.68          | 570.45          | 1,102.72        |
| 其他               | 206.90          | 255.50          | 390.23          | 325.70          | 468.97          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>931.99</b>   | <b>1,297.90</b> | <b>1,738.09</b> | <b>1,636.45</b> | <b>2,464.71</b> |
| 长期借款             | 0.00            | 460.00          | 368.25          | 368.25          | 143.24          |
| 应付债券             | 581.50          | 559.88          | 380.46          | 507.28          | 482.54          |
| 其他               | 47.99           | 52.77           | 49.10           | 49.95           | 50.61           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>629.49</b>   | <b>1,072.65</b> | <b>797.81</b>   | <b>925.48</b>   | <b>676.39</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,651.50</b> | <b>2,421.63</b> | <b>2,535.90</b> | <b>2,561.94</b> | <b>3,141.10</b> |
| 少数股东权益           | 5.73            | 5.48            | 5.34            | 5.07            | 4.69            |
| 股本               | 360.00          | 365.90          | 423.05          | 423.05          | 423.05          |
| 资本公积             | 844.75          | 896.98          | 896.98          | 1,823.86        | 1,823.86        |
| 留存收益             | 745.05          | 874.89          | 1,080.78        | 1,367.63        | 1,758.77        |
| 其他               | 72.18           | 57.58           | 43.88           | 57.88           | 53.11           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,027.70</b> | <b>2,200.83</b> | <b>2,450.03</b> | <b>3,677.49</b> | <b>4,063.48</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3,679.19</b> | <b>4,622.46</b> | <b>4,985.93</b> | <b>6,239.42</b> | <b>7,204.58</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 202.47          | 190.59          | 258.38          | 344.79          | 446.38          |
| 折旧摊销           | 60.31           | 88.79           | 108.07          | 126.37          | 140.51          |
| 财务费用           | 19.41           | 37.63           | 64.07           | 71.57           | 69.06           |
| 投资损失           | (1.52)          | (1.53)          | (4.22)          | (2.43)          | (2.73)          |
| 营运资金变动         | (326.01)        | 53.92           | (126.98)        | (505.95)        | 264.94          |
| 其它             | 262.44          | (126.52)        | 69.87           | (0.33)          | (0.43)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>217.11</b>   | <b>242.88</b>   | <b>369.18</b>   | <b>34.03</b>    | <b>917.72</b>   |
| 资本支出           | 638.28          | 1,205.18        | 744.93          | 962.48          | 694.78          |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (1,294.80)      | (2,035.37)      | (1,622.05)      | (1,923.38)      | (1,387.49)      |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(656.51)</b> | <b>(830.20)</b> | <b>(877.12)</b> | <b>(960.91)</b> | <b>(692.71)</b> |
| 债权融资           | 286.51          | 639.70          | (82.75)         | 43.89           | (165.07)        |
| 股权融资           | 9.31            | 43.53           | (9.00)          | 882.99          | (59.95)         |
| 其他             | (32.39)         | (75.81)         | 0.00            | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>263.43</b>   | <b>607.43</b>   | <b>(91.75)</b>  | <b>926.88</b>   | <b>(225.01)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(175.97)</b> | <b>20.11</b>    | <b>(599.69)</b> | <b>(0.00)</b>   | <b>(0.00)</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,600.23</b> | <b>1,615.84</b> | <b>2,027.89</b> | <b>2,577.44</b> | <b>3,312.01</b> |
| 营业成本             | 1,045.70        | 1,073.22        | 1,338.40        | 1,659.87        | 2,146.18        |
| 营业税金及附加          | 11.41           | 13.93           | 18.25           | 18.56           | 24.84           |
| 销售费用             | 128.09          | 120.32          | 166.29          | 208.77          | 268.94          |
| 管理费用             | 83.00           | 84.00           | 109.51          | 113.41          | 152.35          |
| 研发费用             | 58.31           | 57.45           | 75.03           | 85.06           | 120.23          |
| 财务费用             | 11.04           | 30.16           | 64.07           | 71.57           | 69.06           |
| 资产/信用减值损失        | (58.84)         | (55.59)         | (51.20)         | (50.21)         | (52.89)         |
| 公允价值变动收益         | 0.04            | 0.00            | 70.04           | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 1.52            | 1.53            | 4.22            | 2.43            | 2.73            |
| 其他               | 102.15          | 88.00           | 0.00            | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>217.82</b>   | <b>202.82</b>   | <b>279.40</b>   | <b>372.43</b>   | <b>480.25</b>   |
| 营业外收入            | 1.97            | 2.94            | 1.60            | 1.20            | 1.18            |
| 营业外支出            | 1.85            | 3.06            | 1.80            | 2.24            | 2.37            |
| <b>利润总额</b>      | <b>217.95</b>   | <b>202.69</b>   | <b>279.20</b>   | <b>371.39</b>   | <b>479.06</b>   |
| 所得税              | 15.47           | 12.10           | 21.00           | 26.93           | 33.12           |
| <b>净利润</b>       | <b>202.47</b>   | <b>190.59</b>   | <b>258.21</b>   | <b>344.46</b>   | <b>445.94</b>   |
| 少数股东损益           | (0.17)          | (0.25)          | (0.17)          | (0.33)          | (0.43)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>202.65</b>   | <b>190.84</b>   | <b>258.38</b>   | <b>344.79</b>   | <b>446.38</b>   |
| 每股收益（元）          | 0.45            | 0.32            | 0.61            | 0.82            | 1.06            |

| 主要财务比率         | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入           | -2.05% | 0.98%  | 25.50% | 27.10% | 28.50% |
| 营业利润           | 4.69%  | -6.89% | 37.76% | 33.29% | 28.95% |
| 归属于母公司净利润      | 8.53%  | -5.82% | 35.39% | 33.44% | 29.46% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 34.65% | 33.58% | 34.00% | 35.60% | 35.20% |
| 净利率            | 12.66% | 11.81% | 12.74% | 13.38% | 13.48% |
| ROE            | 10.02% | 8.69%  | 10.57% | 9.39%  | 11.00% |
| ROIC           | 17.50% | 11.42% | 10.45% | 10.99% | 10.09% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 44.89% | 52.39% | 50.86% | 41.06% | 43.60% |
| 净负债率           | 11.15% | 42.25% | 61.67% | 44.22% | 37.66% |
| 流动比率           | 1.64   | 1.24   | 0.78   | 1.07   | 0.89   |
| 速动比率           | 0.99   | 0.74   | 0.27   | 0.39   | 0.29   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 9.24   | 7.75   | 8.72   | 8.53   | 8.31   |
| 存货周转率          | 2.55   | 2.40   | 2.59   | 2.57   | 2.55   |
| 总资产周转率         | 0.46   | 0.39   | 0.42   | 0.46   | 0.49   |
| <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.45   | 0.32   | 0.61   | 0.82   | 1.06   |
| 每股经营现金流        | 0.51   | 0.57   | 0.87   | 0.08   | 2.17   |
| 每股净资产          | 4.78   | 5.19   | 5.78   | 8.68   | 9.59   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 37.44  | 52.66  | 27.59  | 20.67  | 15.97  |
| 市净率            | 3.53   | 3.25   | 2.92   | 1.94   | 1.76   |
| EV/EBITDA      | 15.34  | 26.29  | 15.23  | 12.71  | 10.64  |
| EV/EBIT        | 9.18   | 12.12  | 18.92  | 15.65  | 12.92  |

## 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        |