

2025年08月26日

# 超高纤维业务已形成腱绳产品订单，8万吨锦纶长丝项目延期

## 南山智尚(300918)

评级:	买入	股票代码:	300918
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	27.27/6.97
目标价格:		总市值(亿)	110.94
最新收盘价:	21.92	自由流通市值(亿)	95.29
		自由流通股数(百万)	434.71

### 事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 7.31/0.75/0.74/-0.85 亿元、同比下降 5.80%/8.66%/2.77%/299.87%，主要由于内需偏弱影响面料和服装需求。经营性现金流净额低于归母净利主要由于存货以及应收增加。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 3.69/0.38/0.38 亿元、同比下降 11.42%/16.43%/14.03%。

公司 25 年中期每 10 股派发现金红利 0.4 元，分红率 26.66%，股息率 0.36%。

### 分析判断:

**面料和服装业务均受内需低迷承压，但毛利率较快提升。**1) 25H1 精纺呢绒收入 3.42 亿元，同比下降 16.15%，产能利用率同比下降 4.64PCT 至 74.37%。毛利率 38.34%，同比提升 0.53PCT。2) 服装收入 2.18 亿元，同比下降 20.88%；衬衫/西装产能利用率分别同比上升 8.08/-5.21PCT 至 83.37%/74.31%。毛利率 37.41%，同比提升 4.47PCT，我们分析主要受客户结构影响。分地区来看，国内/国外收入分别为 5.46/1.86 亿元，同比下降 2.71%/13.85%。分渠道来看，直营/经销渠道收入分别为 6.54/0.78 亿元，同比增长-1.61%/-30.68%。

**公司超高业务已形成腱绳产品订单。**1) 超高纤维类收入 0.88 亿元、同比增长 2.61%，纤维新材料产能利用率下降 0.01PCT 至 97.12%。毛利率 27.15%，同比提升 12.98PCT。超高分子量聚乙烯纤维年产能合计达 3600 吨，可生产 100D-2400D、26cN/dtex-43cN/dtex 等多种规格产品，广泛应用于防弹、海洋绳网、防护用品、家用纺织品、功能性纺织品、鱼线、机器人传动腱绳等领域。公司目前的腱绳产品已经在海外、国内分别实现了小批量订单。后续公司腱绳产品有望在人形机器人腱传动系统中占据一席之地。

**公司 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目延期，锦纶纤维 25H1 收入 0.73 亿元。**公司公告将“年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目”达到预定可使用状态日期延长至 25/12/31。主要因募投项目产品为公司新产品，且项目规划以“细旦丝、高强丝、复合功能丝”等高性能、高附加值产品为主，客户需对中高端产品进行验证，延迟了项目设备验收和全面投产进度；及募投项目设备以进口设备为主，国外供应商多采取线上视频指导，不利于现场问题的解决，在一定程度上制约了项目进展。25H1 锦纶纤维 25H1 收入 0.73 亿元，毛利率 7.91%。

**25Q2 净利率下降主要由于期间费用率上升以及减值损失计提增加。**(1) 公司 25H1 毛利率为 34.04%，同比提升 0.26PCT；净利率为 10.27%，同比下降 0.32PCT。公司 25H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.45%/4.29%/1.21%/3.85%，同比上升 0.20/0.56/-0.95/0.06PCT。财务费用率下降主要由于可转债转股利息支出减少。其他收益/收入同比下降 0.45PCT 至 0.77%，主要由于政府收益性补助减少；营业外支出占比上升 0.17PCT，主要由于非流动资产处置损失、捐赠支出；所得税占比上升 0.08PCT。(2) 25Q2 毛利率为 35.58%、同比提升 0.99PCT；25Q2 净利率为 10.24%、同比下降 0.61PCT，25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.26%/3.54%/3.83%/0.42%，同比上升 0.43/0.74/0.58/-1.60PCT。其他收益/收入同比上升 0.15PCT 至 0.70%；资产减值损失计提占比同比增加 0.52PCT；信用减值损失计提占比同比增加 0.31PCT；所得税费占比同比上升 0.48PCT。

**存货增加。**2025H1 公司存货为 8.36 亿元、同比增长 32.50%，存货周转天数为 284 天，同比增加 54 天；应收账款为 2.98 亿元，同比提升 9.78%，应收账款周转天数为 62 天、同比增加 12 天；应付账款为 4.68 亿元，同比上升 4.90%，应付账款周转天数为 169 天、同比增长 34 天。

### 投资建议

我们分析，公司未来关注点在于：（1）我们预计随着需求恢复，今年超高分子聚乙烯价格及吨净利有望迎来改善；（2）主业方面，面料受国内下游需求低迷影响，但服装仍在恢复，全年预计利润端有望保持持平；（3）年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目于 25 年投产，明后年有望带来新增量；（4）超高分子聚乙烯有望作为机器人腱绳材料之一，带来估值提升。考虑到募投项目延期及市场需求承压，下调 25-27 年营收预测 24.96/31.21/37.21 亿元至 15.99/20.09/25.59 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 2.85/3.33/4.03 亿元至 1.84/2.31/2.89 亿元，对应调整 25-27 年的预测 EPS 从 0.69/0.81/0.98 元至 0.45/0.56/0.70 元，2025 年 8 月 26 日 21.92 元/股收盘价，对应 25-27 年 PE 分别为 49/39/31X，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

海外需求放缓风险；超高分子量聚乙烯市场竞争加剧风险；拟建设项目不确定性风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,600	1,616	1,599	2,009	2,559
YoY (%)	-2.1%	1.0%	-1.0%	25.6%	27.4%
归母净利润(百万元)	203	191	184	231	289
YoY (%)	8.5%	-5.8%	-3.4%	25.3%	25.2%
毛利率 (%)	34.7%	33.6%	34.1%	31.6%	30.8%
每股收益 (元)	0.49	0.46	0.45	0.56	0.70
ROE	10.0%	8.7%	7.8%	9.2%	10.6%
市盈率	44.59	47.35	49.01	39.10	31.23

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,616	1,599	2,009	2,559	净利润	191	184	230	288
YoY (%)	1.0%	-1.0%	25.6%	27.4%	折旧和摊销	95	173	190	207
营业成本	1,073	1,054	1,374	1,771	营运资金变动	-135	-97	-35	-65
营业税金及附加	14	6	7	7	经营活动现金流	243	439	571	619
销售费用	120	57	58	112	资本开支	-902	-154	-144	-128
管理费用	84	75	94	118	投资	70	0	0	0
财务费用	30	114	113	108	投资活动现金流	-830	-154	-144	-128
研发费用	57	49	61	76	股权募资	0	46	0	0
资产减值损失	-55	-50	-54	-60	债务募资	1,059	111	-11	-52
投资收益	2	0	0	0	筹资活动现金流	607	-33	-218	-270
营业利润	203	207	262	327	现金净流量	20	251	209	221
营业外收支	0	2	0	1	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	203	209	262	328	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	12	25	31	39	营业收入增长率	1.0%	-1.0%	25.6%	27.4%
净利润	191	184	230	288	净利润增长率	-5.8%	-3.4%	25.3%	25.2%
归属于母公司净利润	191	184	231	289	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-5.8%	-3.4%	25.3%	25.2%	毛利率	33.6%	34.1%	31.6%	30.8%
每股收益	0.46	0.45	0.56	0.70	净利率	11.8%	11.5%	11.5%	11.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	4.1%	3.9%	4.6%	5.3%
货币资金	600	851	1,060	1,281	净资产收益率 ROE	8.7%	7.8%	9.2%	10.6%
预付款项	7	4	5	6	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	678	578	678	825	流动比率	1.24	1.41	1.50	1.61
其他流动资产	390	350	413	497	速动比率	0.73	0.95	1.02	1.10
流动资产合计	1,676	1,782	2,155	2,609	现金比率	0.44	0.67	0.74	0.79
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	52.4%	49.7%	49.8%	49.6%
固定资产	1,293	1,281	1,241	1,175	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	263	253	244	235	总资产周转率	0.35	0.34	0.40	0.47
非流动资产合计	2,947	2,930	2,887	2,811	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	4,622	4,712	5,042	5,420	每股收益	0.46	0.45	0.56	0.70
短期借款	501	612	600	549	每股净资产	5.33	5.74	6.13	6.62
应付账款及票据	542	292	380	490	每股经营现金流	0.59	1.06	1.39	1.50
其他流动负债	307	365	460	578	每股股利	0.00	0.15	0.17	0.21
流动负债合计	1,349	1,268	1,440	1,616	<b>估值分析</b>				
长期借款	460	460	460	460	PE	47.35	49.01	39.10	31.23
其他长期负债	613	613	613	613	PB	1.94	3.07	2.88	2.66
非流动负债合计	1,073	1,073	1,073	1,073					
负债合计	2,422	2,341	2,513	2,689					
股本	366	412	412	412					
少数股东权益	5	5	4	3					
股东权益合计	2,201	2,371	2,529	2,731					
负债和股东权益合计	4,622	4,712	5,042	5,420					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。