

南山智尚（300918）

2025 年中报点评：传统主业承压，机器人材料值得期待

投资评级

增持
维持评级

2025 年 08 月 26 日

收盘价(元): 21.92

公司基本数据

总股本(百万股)	506.13
总市值(百万)	11,094.47
流通股本(百万股)	434.71
流通市值(百万)	9,528.75
12 月最高/最低价(元)	27.27/6.97
资产负债率(%)	33.55
每股净资产(元)	7.42
市盈率(TTM)	60.39
市净率(PB)	2.95
净资产收益率(%)	2.00

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

主营稳健，进军机器人行业 —2025-03-26

业绩概要: 2025 年上半年公司实现营业收入 7.31 亿元 (-5.80%)，实现归母净利润 0.75 亿元 (-8.66%)，对应 EPS 为 0.18 元，扣非归母净利润为 0.74 亿元 (-2.77%)。公司 Q2 实现营业收入 3.69 亿元 (同比-11.4%，环比+2.0%)，实现归母净利润 0.38 亿元 (同比-16.4%，环比+1.5%)，实现扣非净利润 0.38 亿元 (同比-14.0%，环比+5.6%)；

传统行业承压，新材料板块高端化发展: 2025 年上半年，纺服行业压力较大，贸易摩擦导致外贸形势严峻，根据统计局发布数据，纺织业利润同比下降 8.1%，纺织服装、服饰业下降 12.9%，宏观走弱的背景下，毛纺织行业“以价换量”进入白热化阶段，纺织服装内外需均出现下滑，整体行业承压明显；新材料行业则向中高端化发展，超高分子量聚乙烯纤维民用市场需求稳定，军用需求逐步恢复，2025 年是人形机器人量产元年，有望发掘新的机遇。锦纶行业格局较为分散，高性能、差别好的先进产能正加速淘汰落后小产能，行业向中高端、集约化发展；

行业承压，公司保持稳健: 在行业面临调整的情况下，公司通过差异化经营和新兴领域拓展保持了业绩的基本稳定，分板块来看，精纺板块/服装板块分别实现收入 3.42 亿元 (-16.15%) / 2.18 亿元 (-20.88%)，毛利率 38.34% (+0.53pcts) / 37.41% (+4.47%)，产能利用率维持在 70% 以上的水平，我们推测主要系传统业务面临需求走弱、供给压力加大的背景，产品结构调整所致；超高纤维板块实现收入 0.88 亿元 (+2.61%)，我们推测收入增速放缓主要系超高纤维产能利用率达到 97%，制约了收入的增长，毛利率大幅提升 27.15% (+12.98%)，我们推测主要系公司优化了超高纤维的军品及民品比例以及产能利用率爬坡带来的规模效应；新增的锦纶业务实现了 0.73 亿元的收入，毛利率为 7.91%，尚处于以价换量的阶段；

财务数据: 公司财务费用大幅降低，我们推测主要系报告期内可转债转股利息支出较少，汇兑损益有所影响所致；报告期内公司经营现金流变动较大，主要系公司新建项目如二期纤维项目等投产导致商品购买及劳务支付现金增加所致；筹资现金流变动较大，主要系锦纶项目定增收到的投资资金所致；

锦纶项目有所延期: 年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目有所延期，主要系公司项目资金支付节奏影响，新产品验证进度延迟、设备调试节奏以及土建变更事项较多等因素，预计延期至 2025 年 12 月达到完全使用状态，或将影响锦纶的出货节奏；

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

进军机器人材料产业：公司向行业龙头荷兰帝斯曼看齐，凭借自身产品优良性能，积极开拓前沿领域应用，与其他纤维相比，公司的超高分子量聚乙烯纤维在拉伸强度、耐磨性、弯曲度、密度以及绝缘性方面均具有一定优势，或将成为机器人末端执行器及其他传动材料的选择；PA66 具有耐冲击、质量轻、成本低等优势，挪威机器人公司 1X 日前发布的机器人产品选用了日本 Shemiseki 编制的尼龙 66 外壳，公司进军机器人材料领域，或将为自身锦纶产品在该领域打开新的应用空间；

解决超高纤维蠕变问题：在超高纤维应用于腱绳初期，存在因反复拉伸导致纤维蠕变进而影响精度和寿命的问题，产业链试验了包括混纺、改性、复合等多种方式解决该问题，通过不同纤维的梯度编织，再包裹仿生润滑涂层（树脂）和软套管，实现在高强度的反复拉伸的情况下保持较好的抗蠕变性。复合工艺、树脂配方以及工艺成为了公司腱绳的核心壁垒；

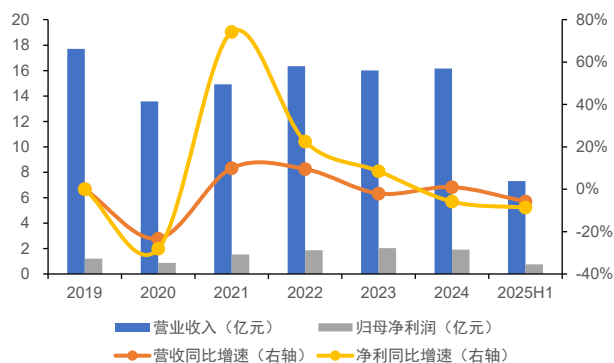
投资建议：公司从传统毛纺服装起家，依靠集团丰富的产业资源和自身技术积累拓展出超高纤维及锦纶等新材料产业。凭借产品性能，公司生产的 PE 纤维和尼龙 66 有望应用于机器人材料行业，带来新的发展机遇。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 16.37 亿元、20.90 亿元、28.32 亿元，同比增长 1.30%、27.66%、35.53%，实现归母净利润 2.03 亿元、2.38 亿元、3.23 亿元，同比增长 6.42%、17.01%、35.70%，对应 PE 57X、49X、36X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品验证进度不及预期、传统主业继续下滑风险、募投项目延期风险等

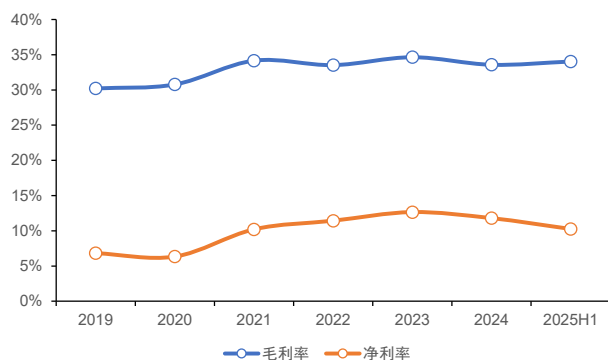
盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,600	1,616	1,637	2,090	2,832
增速（%）	-2.05%	0.98%	1.30%	27.66%	35.53%
归母净利润（百万元）	203	191	203	238	323
增速（%）	8.53%	-5.82%	6.42%	17.01%	35.70%
每股收益（元）	0.40	0.38	0.40	0.47	0.64
市盈率（倍）	57.05	60.57	56.92	48.64	35.84

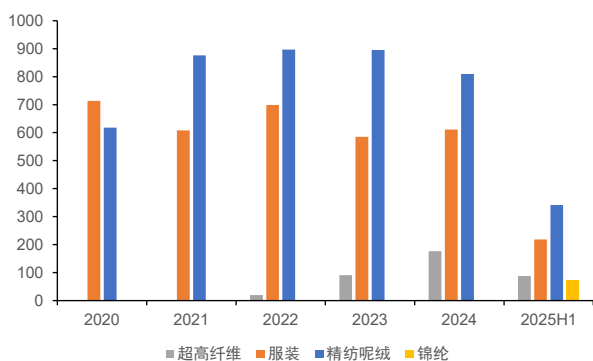
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速


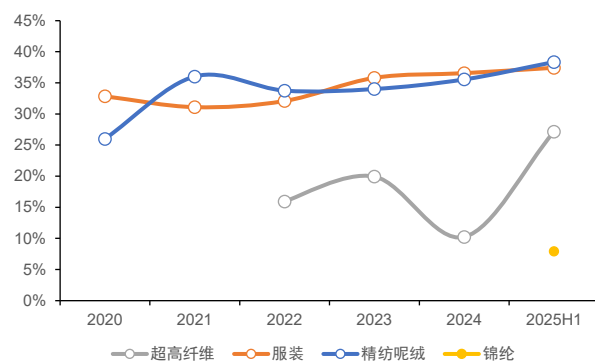
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 分产品销售收入情况（百万）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 分产品毛利率情况


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 分季度数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	369	362	453	387	417	359	477	397
营业成本(百万元)	238	244	299	260	273	241	309	258
销售费用率	7.3%	7.6%	7.5%	7.8%	6.8%	7.7%	5.8%	9.5%
管理费用率	3.5%	5.1%	8.5%	4.3%	2.8%	4.8%	7.6%	5.0%
财务费用率	0.4%	2.0%	0.9%	2.4%	2.0%	2.3%	1.8%	0.6%
研发费用率	3.8%	3.9%	2.9%	3.8%	3.2%	4.4%	2.4%	3.9%
资产减值损失(百万元)	28.88	8.56	8.43	7.33	30.45	8.80	12.99	14.04
利润总额(百万元)	43	40	66	47	49	41	84	46
所得税费用(百万元)	5	3	-0	5	4	4	1	3
归母净利润(百万元)	38	37	66	42	45	37	83	43
扣非归母净利润(百万元)	38	36	64	42	44	32	81	43
EPS(元)	0.07	0.09	0.18	0.12	0.13	0.10	0.23	0.12
毛利率	35.6%	32.5%	33.9%	32.8%	34.6%	32.8%	35.1%	35.1%
期间费用率	15.0%	18.6%	19.8%	18.3%	14.9%	19.3%	17.6%	18.9%
所得税率	11.4%	7.9%	-0.5%	9.7%	7.2%	10.6%	1.5%	6.6%
净利润率	10.2%	10.3%	14.6%	10.9%	10.9%	10.3%	17.3%	10.8%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1021.56	633.64	599.69	820.85	795.08	670.41	营业收入	1633.75	1600.23	1615.84	1636.83	2089.61	2831.97
应收票据及账款	250.79	245.51	290.44	269.07	360.67	465.53	营业成本	1085.95	1045.70	1073.22	1105.40	1489.27	2018.05
预付账款	3.22	5.76	7.32	8.97	11.45	17.07	税金及附加	13.08	11.41	13.93	14.08	17.97	24.35
其他应收款	37.15	52.74	27.47	26.91	28.62	42.67	销售费用	157.78	128.09	120.32	122.76	154.63	209.57
存货	588.14	665.81	678.35	666.27	816.04	1271.65	管理费用	67.23	83.00	84.00	85.12	104.48	141.60
其他流动资产	81.85	77.35	72.28	69.10	77.69	94.96	研发费用	59.85	58.31	57.45	58.93	75.23	101.95
流动资产总计	1982.71	1680.82	1675.54	1861.17	2089.55	2562.29	财务费用	0.20	11.04	30.16	37.26	13.92	5.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-52.81	-60.15	-55.01	-20.00	0.00	0.00
固定资产	551.57	1167.60	1330.33	2050.74	1958.77	1914.67	信用减值损失	-1.35	1.31	-0.58	0.00	0.00	0.00
在建工程	443.78	332.90	1299.77	566.59	633.26	633.26	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	200.86	275.86	262.62	260.51	291.74	306.31	投资收益	3.57	1.52	1.53	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	12.24	10.82	5.41	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.06	0.04	0.00	0.00	0.20	0.10
其他非流动资产	24.98	209.78	43.38	105.00	160.00	130.00	资产处置收益	1.71	1.97	0.13	0.00	0.00	0.60
非流动资产合计	1221.19	1998.38	2946.92	2988.26	3043.77	2984.23	其他收益	7.23	10.44	19.98	20.00	25.00	30.00
资产总计	3203.90	3679.19	4622.46	4849.42	5133.33	5546.52	营业利润	208.07	217.82	202.82	213.29	259.32	361.57
短期借款	554.68	270.81	500.55	0.00	0.00	0.00	营业外收入	3.34	1.97	2.94	3.50	1.00	2.00
应付票据及账款	512.07	454.28	541.85	529.99	722.19	928.86	营业外支出	0.49	1.85	3.06	3.00	2.00	1.20
其他流动负债	278.09	296.91	306.58	334.97	454.49	657.99	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1344.84	1022.00	1348.98	864.96	1176.68	1686.85	利润总额	210.92	217.95	202.69	213.79	258.32	362.37
长期借款	34.59	616.43	1047.50	845.63	644.47	416.76	所得税	24.17	15.47	12.10	10.69	20.67	39.86
其他非流动负债	11.95	13.06	25.15	25.06	32.04	37.02	净利润	186.75	202.47	190.59	203.10	237.65	322.51
非流动负债合计	46.54	629.49	1072.65	870.69	676.51	453.78	少数股东损益	0.03	-0.17	-0.25	0.00	0.00	0.00
负债合计	1391.39	1651.50	2421.63	1735.64	1853.19	2040.63	归属母公司股东净利润	186.72	202.65	190.84	203.10	237.65	322.51
股本	360.00	360.00	365.90	433.93	433.93	433.93	EBITDA	257.45	289.30	321.64	521.33	571.72	697.49
资本公积	844.74	844.75	896.98	1599.73	1599.73	1599.73	NOPLAT	182.83	210.75	218.95	238.02	251.26	326.14
留存收益	601.88	817.22	932.47	1074.64	1241.00	1466.75	EPS (元)	0.37	0.40	0.38	0.40	0.47	0.64
归属母公司权益	1806.61	2021.97	2195.35	3108.30	3274.66	3500.42	主要财务比率						
少数股东权益	5.90	5.73	5.48	5.48	5.48	5.48	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	1812.51	2027.70	2200.83	3113.78	3280.14	3505.89	成长能力						
负债和股东权益合计	3203.90	3679.19	4622.46	4849.42	5133.33	5546.52	营收增长率	9.50%	-2.05%		1.30%	27.66%	35.53%
现金流量表							营业利润增长率	11.37%	4.69%	-6.89%	5.16%	21.58%	39.43%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	8.14%	8.46%	1.69%	7.81%	8.44%	35.16%
税后经营利润	186.75	202.47	190.59	183.62	215.39	294.47	EBITDA增长率	5.00%	12.37%	11.18%	62.08%	9.66%	22.00%
折旧与摊销	46.33	60.31	88.79	270.28	299.48	329.54	归母净利润增长率	22.51%	8.53%	-5.82%	6.42%	17.01%	35.70%
财务费用	0.20	11.04	30.16	37.26	13.92	5.58	经营现金流增长率	-9.99%	-6.85%	12.27%	146.36%	3.69%	-22.66%
投资损失	-3.57	-1.52	-1.53	0.00	0.00	0.00	盈利能力						
营运资金变动	-77.91	-128.48	-147.98	72.07	52.57	-192.24	毛利率	33.53%	34.65%	33.58%	32.47%	28.73%	28.74%
其他经营现金流	74.79	67.24	76.94	20.56	23.98	30.78	净利率	11.43%	12.65%	11.80%	12.41%	11.37%	11.39%
经营性现金净流量	226.59	211.06	236.97	583.79	605.33	468.14	营业利润率	12.74%	13.61%	12.55%	13.03%	12.41%	12.77%
资本支出	650.71	675.20	897.95	300.09	293.02	295.02	ROE	10.34%	10.02%	8.69%	6.53%	7.26%	9.21%
长期投资	177.50	0.00	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.83%	5.51%	4.13%	4.19%	4.63%	5.81%
其他投资现金流	-60.62	18.69	-2.25	-32.70	-53.72	30.26	ROIC	18.28%	14.30%	9.23%	7.19%	7.66%	9.81%
投资性现金净流量	-533.84	-656.51	-830.20	-332.79	-346.74	-264.77	估值倍数						
短期借款	164.21	-283.87	229.74	-500.55	0.00	0.00	P/E	61.91	57.05	60.57	56.92	48.64	35.84
长期借款	7.79	581.85	431.06	-201.87	-201.16	-227.71	P/S	7.08	7.22	7.15	7.06	5.53	4.08
普通股增加	0.00	0.00	5.90	68.03	0.00	0.00	P/B	6.40	6.11	5.57	3.87	3.66	3.42
资本公积增加	0.00	0.01	52.23	702.75	0.00	0.00	股息率	0.50%	0.53%	0.56%	0.53%	0.62%	0.84%
其他筹资现金流	-105.70	-34.55	-111.51	-98.19	-83.21	-100.34	EV/EBIT	15.95	17.77	20.99	46.74	42.64	31.49
筹资性现金净流量	66.30	263.43	607.43	-29.84	-284.37	-328.04	EV/EBITDA	13.08	14.06	15.20	22.51	20.31	16.61
现金流量净额	-235.74	-180.66	14.35	221.16	-25.77	-124.67	EV/NOPLAT	18.42	19.30	22.32	49.30	46.20	35.52

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637