

2025 年 10 月 23 日

Q3 收入增长受锦纶增量贡献，期待盈利改善

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：	27.27/9.03
目标价格：		总市值(亿)	102.29
最新收盘价：	20.21	自由流通市值(亿)	87.85
		自由流通股数(百万)	434.71

事件概述

公司 25 年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营活动现金流分别为 12.26/1.17/1.14/-1.78 亿元、同比增长 5.39%/-5.81%/-3.72%/-667.97%，25Q3 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.94/0.42/0.41 亿元，同比增长 27.86%/-0.26%/-4.71%，我们分析收入增长主要由于锦纶增量影响，净利下滑主要由于毛利率下降；经营活动现金流低于净利主要由于存货增加，其为负主要由于“8 万吨锦纶长丝项目”投产后支付的现金增加；非经主要为政府补助 0.02 亿元，同比减少 70.45%。

2025/9/24 公司发布 25 员工持股计划（草案），激励对象为董事（不含独立董事）、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员等不超过 40 人，本员工持股计划筹集资金规模不超过 6255 万元，员工持股计划受让的股份总数不超过 536.91 万股（含预留份额），其中拟设置 107.00 万股预留股份，员工持股计划受让公司回购股份的价格为 11.65 元/股。业绩考核目标为：1) 25 年收入增速不低于 15%；2) 以 24 年收入为基数，26 年收入增速不低于 45%(即收入不低于 23.4 亿元)或净利增速不低于 20%(即净利不低于 2.29 亿元)。预计总费用 6131.5 万元，25-27 分别分摊 766/4088/1277 万元。

2025/10/23 公司公告将 2025 员工持股计划购买回购股份的价格由 11.65 元/股调整为 11.61 元/股。

分析判断：

我们分析收入增长主要来自锦纶增量影响。主业面料及服装团购业务、超高分子聚乙烯业务仍有压力。

净利率降幅低于毛利率主要由于期间费用率减少。2025Q3 公司毛利率/归母净利率为 25.65%/8.54%、同比下降 7.15/2.4PCT，我们分析毛利率下降主要由于锦纶业务占比提升，25Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.95%/3.51%/3.98%/0.2%、同比下降 1.8/0.78/-0.16/2.19PCT，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/收入同比减少-0.85PCT，主要由于收益性政府补助减少；资产减值损失/收入同比计提减少 0.55PCT；信用减值损失/收入同比计提增加 0.68PCT；营业外支出/收入同比减少 0.65PCT；所得税/收入同比下降 0.4PCT。

根据 2025/9/12 投资者关系纪要，公司正式发布新一代触觉智能手套，这款织物触觉智能手套，是公司与武汉大学、手智创新共同技术沉淀的结晶，融合了柔性传感、感驱一体纤维等多项创新技术，不仅在构造上实现“感知-驱动-处理”的高度集成，更在灵巧手遥操作、数据采集及虚拟现实（VR）等场景中打破传统交互边界，让“触觉数字化”从概念真正走向现实

存货增长。25Q3 期末公司存货为 8.74 亿元、同比上升 37.05%；存货周转天数为 248 天、同比增加 18 天；应收账款为 4.52 亿元、同比增长 41.4%，应收账款周转天数为 68 天、同比增加 12 天；应付账款周转天数为 141 天、同比减少 10 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，维持 25-27 年营收预测 15.99/20.09/25.59 亿元；维持 25-27 年归母净利预测 1.84/2.32/2.90 亿元，对应 25-27 年的预测 EPS 为

0.36/0.46/0.57 元，2025 年 10 月 23 日收盘价 20.21 元/股，对应 25-27 年 PE 分别为 55/44/35X，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	232	290
YoY (%)	8.5%	-5.8%	-3.4%	25.8%	25.1%
毛利率 (%)	34.7%	33.6%	34.1%	31.6%	30.8%
每股收益 (元)	0.40	0.38	0.36	0.46	0.57
ROE	10.0%	8.7%	7.5%	8.9%	10.3%
市盈率	50.48	53.60	55.48	44.11	35.25

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：

研究助理：王鹤鲲

邮箱：wanghk@hx168.com.cn

SAC NO: S1120123100016

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,616	1,599	2,009	2,559	净利润	191	184	231	289
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	572	620
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	107	投资活动现金流	-830	-154	-144	-128
研发费用	57	49	61	76	股权募资	0	140	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	60	-218	-270
营业利润	203	207	263	328	现金净流量	20	345	210	222
营业外收支	0	2	0	1	主要财务指标				
利润总额	203	209	263	329	成长能力 (%)				
所得税	12	25	32	39	营业收入增长率	1.0%	-1.0%	25.6%	27.4%
净利润	191	184	231	289	净利润增长率	-5.8%	-3.4%	25.8%	25.1%
归属于母公司净利润	191	184	232	290	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-5.8%	-3.4%	25.8%	25.1%	毛利率	33.6%	34.1%	31.6%	30.8%
每股收益	0.38	0.36	0.46	0.57	净利率	11.8%	11.5%	11.5%	11.3%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.1%	3.8%	4.5%	5.3%
货币资金	600	945	1,155	1,376	净资产收益率 ROE	8.7%	7.5%	8.9%	10.3%
预付款项	7	4	5	6	偿债能力 (%)				
存货	678	578	678	825	流动比率	1.24	1.48	1.56	1.67
其他流动资产	390	350	413	497	速动比率	0.73	1.02	1.09	1.16
流动资产合计	1,676	1,876	2,250	2,705	现金比率	0.44	0.74	0.80	0.85
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	52.4%	48.7%	48.9%	48.7%
固定资产	1,293	1,281	1,241	1,175	经营效率 (%)				
无形资产	263	253	244	235	总资产周转率	0.35	0.33	0.39	0.46
非流动资产合计	2,947	2,930	2,887	2,811	每股指标 (元)				
资产合计	4,622	4,806	5,137	5,516	每股收益	0.38	0.36	0.46	0.57
短期借款	501	612	600	549	每股净资产	4.34	4.86	5.18	5.58
应付账款及票据	542	292	380	490	每股经营现金流	0.48	0.87	1.13	1.22
其他流动负债	307	365	460	578	每股股利	0.00	0.12	0.14	0.17
流动负债合计	1,349	1,268	1,440	1,616	估值分析				
长期借款	460	460	460	460	PE	53.60	55.48	44.11	35.25
其他长期负债	613	613	613	613	PB	2.38	4.16	3.90	3.62
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	506	506	506					
少数股东权益	5	5	4	3					
股东权益合计	2,201	2,465	2,624	2,827					
负债和股东权益合计	4,622	4,806	5,137	5,516					

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。