

拟投产印尼新基地，期待新材料盈利修复

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:	22.98/6.97
目标价格:		总市值(亿)	76.73
最新收盘价:	15.16	自由流通市值(亿)	76.73
		自由流通股数(百万)	412.23

事件概述

2025 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 17.93/1.28/1.21/0.22 亿元、同比增长 10.96%/-32.89%/-33.59%/-90.89%，净利下降主要由于传统主业承压、新材料锦纶业务仍处于爬坡阶段；经营性现金流低于归母净利主要由于存货和应收账款增加。25Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.67/0.11/0.07 亿元、同比增长 25%/-83%/-89%，主要由于羊毛涨价背景下毛利率下滑。

公司 25 年每 10 股派息 0.37 元、合计派息 0.8 元，分红率 30%，股息率 0.5%。

公司公告拟投资 4.91 亿元在现有厂区内投资建设机织差异化功能性面料项目、年产量 700 万米，建设期 25 个月，主要应用于运动服、羽绒服内胆、校服、工装等服装品类，延伸至家居及户外装备。

分析判断:

主业面料和服装业务承压，成本端压力显现。1) 25 年精纺呢绒收入 7.61 亿元，同比下降 6.03%，产能利用率同比下降 3.39PCT 至 76.13%；毛利率 32.98%，同比下降 2.56PCT。2) 服装收入 4.99 亿元，同比下降 18.47%；衬衫/西装产能利用率分别同比下降 6.47/7.94PCT 至 83.70%/83.83%；毛利率 34.89%，同比下降 1.66PCT。

超高纤维收入微增但毛利率提升。超高纤维类收入 1.78 亿元、同比增长 1.10%。新材料产能利用率提升 8.60PCT 至 102.52%，毛利率 18.35%，同比提升 8.12PCT。目前超高分子量聚乙烯纤维产能 3600 吨，运用定制化装备与高精度拉伸工艺，突破低蠕变、无卤阻燃关键技术，实现 100D-2400D 全规格稳定量产，一等品率超 95%。公司聚焦人形机器人腱绳+柔性传感+皮肤衣+包覆材料四大方向，成为机器人腱绳产品国内首批实现小批量订单落地的企业，腱绳产品研发持续迭代，关键性能满足主流应用需求；触觉智能手套：2025 年 9 月 12 日正式发布基于电子皮肤与织物传感技术的新一代触觉智能手套。

锦纶业务开始贡献收入。公司 8 万吨高性能差别化锦纶纤维产业园区于 2025 年 5 月全面投入运营，锦纶长丝 25 年收入为 3.30 亿元，占比 18.39%，总产能为 8 万吨，产能利用率为 33.87%，毛利率为 9.54%。公司全力推广高附加值的 PA66、生物基 PA56/PA510、复合高弹、防透纱等差异化产品，涵盖 PA6 全消光 POY、细旦 FDY、高强 FDY 以及 PA66 多规格防透 FDY/DTY 等特色品种。

净利率下降主要来自毛利率下降。公司 2025 年毛利率/净利率为 27.94%/7.14%，同比下降 5.64/4.67PCT，净利率降幅略低于毛利率降幅主要由于财务费用率下降。销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.9%/4.9%/0.85%/3.87%，同比上升-0.55/-0.29/-1/0.03PCT。财务费用率下降主要由于可转债陆续转股利息减少。(2) 25Q4 毛利率/净利率为 22.05%/1.89%、同比下降 11.86/12.73PCT，净利率降幅更高主要由于资产减值损失计提增加、研发费用率提升。

羊毛原材料储备充分。2025 年公司存货为 9.05 亿元、同比增长 33.48%，其中原材料为 3.09 亿元；根据年报，公司常态化保有 4 个月左右生产用量的战略原料储备。存货周转天数为 224 天，同比减少 4 天；应收账款为 3.01 亿元，同比提升 45.4%，应收账款周转天数为 52 天、同比增加 11 天；应付账款为 4.18 亿元，同比下降 4.13%，应付账款周转天数为 87 天、同比减少 41 天。

投资建议

我们分析，短期来看，公司业务面临一定压力，即羊毛、锦纶切片价格上涨但下游需求疲软情况下，可能传导不畅；但中期来看，（1）随着需求恢复，超高分子聚乙烯价格及吨净利有望迎来改善；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。（2）锦纶项目有望逐步爬坡、盈利改善；（3）印尼和运动面料构成长期增长点。下调 26-27 年营收预测 20.09/25.59 亿元至 19.47/24.24 亿元，新增 28 年收入预测 24.92 亿元；下调 26-27 年归母净利润预测 2.32/2.90 亿元至 1.78/2.22 亿元，新增 28 年归母净利润预测 2.53 亿元。对应下调 26-27 年的预测 EPS 0.46/0.57 元至 0.35/0.44 元，新增 28 年 EPS 预测 0.50 元，2026 年 4 月 17 日收盘价 15.16 元/股，对应 26-28 年 PE 分别为 43/35/30X，维持公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨、价格传导不畅风险；超高分子量聚乙烯市场竞争加剧风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,616	1,793	1,947	2,424	2,492
YoY (%)	1.0%	11.0%	8.6%	24.5%	2.8%
归母净利润(百万元)	191	128	178	222	253
YoY (%)	-5.8%	-32.9%	38.9%	24.8%	14.1%
毛利率 (%)	33.6%	28.0%	28.5%	26.0%	25.2%
每股收益 (元)	0.38	0.25	0.35	0.44	0.50
ROE	8.7%	3.4%	4.5%	5.5%	6.0%
市盈率	40.21	59.91	43.14	34.56	30.30

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,793	1,947	2,424	2,492	净利润	128	177	221	252
YoY (%)	11.0%	8.6%	24.5%	2.8%	折旧和摊销	114	173	190	207
营业成本	1,292	1,393	1,795	1,865	营运资金变动	-297	75	-25	-18
营业税金及附加	16	7	9	7	经营活动现金流	22	508	477	535
销售费用	124	57	58	112	资本开支	-405	-154	-144	-128
管理费用	88	160	163	73	投资	0	0	0	0
财务费用	15	16	14	9	投资活动现金流	-404	-154	-144	-128
研发费用	69	66	82	81	股权募资	993	0	0	0
资产减值损失	-58	-52	-58	-63	债务募资	594	111	-11	-52
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	324	19	-119	-171
营业利润	141	200	252	286	现金净流量	-59	372	214	235
营业外收支	1	2	0	1					
利润总额	142	202	252	287	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	14	24	30	34	成长能力 (%)				
净利润	128	177	221	252	营业收入增长率	11.0%	8.6%	24.5%	2.8%
归属于母公司净利润	128	178	222	253	净利润增长率	-32.9%	38.9%	24.8%	14.1%
YoY (%)	-32.9%	38.9%	24.8%	14.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.25	0.35	0.44	0.50	毛利率	28.0%	28.5%	26.0%	25.2%
					净利率	7.1%	9.1%	9.1%	10.1%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	2.4%	3.3%	3.9%	4.3%
货币资金	546	918	1,132	1,368	净资产收益率 ROE	3.4%	4.5%	5.5%	6.0%
预付款项	24	5	6	7	偿债能力 (%)				
存货	905	764	885	869	流动比率	1.37	1.48	1.53	1.68
其他流动资产	530	403	476	487	速动比率	0.73	0.93	0.99	1.14
流动资产合计	2,005	2,089	2,500	2,730	现金比率	0.37	0.65	0.69	0.84
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	28.5%	27.2%	29.2%	28.3%
固定资产	2,722	2,709	2,670	2,604	经营效率 (%)				
无形资产	349	339	330	321	总资产周转率	0.34	0.36	0.42	0.42
非流动资产合计	3,306	3,289	3,246	3,170	每股指标 (元)				
资产合计	5,311	5,379	5,745	5,900	每股收益	0.25	0.35	0.44	0.50
短期借款	405	516	505	453	每股净资产	7.50	7.73	8.03	8.35
应付账款及票据	581	386	497	516	每股经营现金流	0.04	1.00	0.94	1.06
其他流动负债	477	513	631	651	每股股利	0.00	0.12	0.14	0.17
流动负债合计	1,464	1,414	1,632	1,620	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	59.91	43.14	34.56	30.30
其他长期负债	47	47	47	47	PB	2.48	1.96	1.89	1.81
非流动负债合计	47	47	47	47					
负债合计	1,511	1,462	1,679	1,668					
股本	506	506	506	506					
少数股东权益	5	5	4	4					
股东权益合计	3,799	3,917	4,066	4,232					
负债和股东权益合计	5,311	5,379	5,745	5,900					

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。