

2022年10月11日

云中马 (603130.SH)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周四（10月13日）有一家主板上市公司“云中马”询价。

◆ **云中马 (603130)**：公司专注于革基布的研发、生产和销售，主要销往人造革合成革生产商，最终应用于鞋、箱包、家具、装饰材料等消费品。公司2019-2021年分别实现营业收入16.51亿元/11.30亿元/17.10亿元，YOY依次为8.41%/-31.55%/51.36%，三年营业收入的年复合增速3.95%；实现归母净利润0.92亿元/1.07亿元/1.20亿元，YOY依次为62.99%/15.47%/12.65%，三年归母净利润的年复合增速28.47%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入9.62亿元，同比增长29.21%；实现归母净利润0.62亿元，同比增长11.61%。公司预计2022年1-9月净利润约8,947.85万元至9,947.85万元，较去年同期变动-11.69%至-1.82%。

① **投资亮点**：1、公司是国内针织革基布行业龙头企业。公司高度重视研发创新，自主研发了湿拉毛革基布生产技术、纬编色丝直拉毛技术等生产技术，使得公司在积累了良好的技术优势的同时，也进一步丰富了细分产品种类以满足下游客户的多样化需求。凭借稳定的产品质量和丰富的产品矩阵，公司产品畅销浙江、福建、安徽、广东、江苏等地，2019年和2020年公司针织革基布销量分别为114,278.88吨和96,477.14吨，占行业针织革基布销量的16.68%和15.97%。纺织工业是我国传统支柱产业，目前我国从事相关纺织工业的企业高达18000家以上，竞争格局较为分散；公司作为国内少数具有较大生产规模的革基布生产商，未来有望持续受益于日益扩张的下游市场规模以及因经营压力导致的行业集中化趋势。2、公司新建高性能革基布坯布织造生产线，向产业链上游延伸，有利于公司革基布产品的质量稳定性及盈利能力的提升。公司拟募集4.5亿元新建“年产50000吨高性能革基布坯布织造生产线建设项目”，将主营业务向上游坯布织造环节延伸。通过自产自用坯布降低原材料采购成本，预计有利于公司革基布产品的盈利水平；同时，从坯布源头实现自主控制，能够有效促进公司把控革基布产品供应链的稳定性和产品质量的可靠性；从研发角度而言，公司上下游产业链联动的发展模式更是将研发活动深入覆盖坯布织造阶段，有利于加快新产品研发速度，快速响应客户要求、满足市场需求。2019年至2021年，公司采购坯布数量分别为119,631.90吨、99,446.02吨和129,381.89吨，募投项目生产的50,000吨坯布占公司近三年平均采购数量的43.05%；预期新增产能将完全实现内部消化，推动公司业绩预期向好。截至2022年6月末，新建坯布项目已提前建设，投入金额约7000万元。

② **同行业上市公司对比**：目前国内A股上市公司中无与公司主营业务完全可比的上市公司；从主营业务、工艺流程的相似性考虑，选取同为纺织行业的凤竹纺织和宏达高科为云中马的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021年同业平均收入规模为9.51亿元、PE-TTM为38.31X、销售毛利率为20.11%；公司的营收规模处于同业的高位区间，而销售毛利率则低于同业平均水平。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风

股价 -

交易数据

总市值（百万元）	-
流通市值（百万元）	-
总股本（百万股）	105.00
流通股本（百万股）	-
12个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.07	1.05	-3.07
绝对收益	-10.01	-19.71	-31.35

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告



险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	1,650.7	1,129.9	1,710.3
同比增长(%)	8.41	-31.55	51.36
营业利润(百万元)	106.7	121.8	144.3
同比增长(%)	70.99	14.16	18.44
净利润(百万元)	92.3	106.6	120.1
同比增长(%)	62.99	15.47	12.65
每股收益(元)	0.88	1.02	1.14

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、云中马	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	5
图 2: 公司归母净利润及增速变化	5
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2016-2025 年全球革基布行业市场规模及预测 (万吨)	6
图 6: 2016-2025 年中国革基布行业市场规模及预测 (万吨)	6
图 7: 2016-2025 年中国革基布行业市场规模及预测 (按销量计, 万吨)	7
表 1: 公司主营产品情况及主要终端应用	4
表 2: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 3: 同行业上市公司指标对比	8

一、云中马

公司专注于人造革合成革基层材料-革基布的研发、生产和销售；主要产品针织革基布根据编织工艺的不同可以分为经编革基布和纬编革基布两个系列，每个系列根据产品的厚度、毛效、定型效果等又可细分为不同型号产品，使得公司革基布产品具备多元的功能性特点，能够满足客户不同需求，并最终应用于鞋、箱包、家具、装饰材料等消费品。

作为国内领先的革基布生产商，公司被评为中国人造革合成革行业革基布十强企业、2021年中国产业用纺织品行业50强、2021年浙江省制造业单项冠军省级培育企业、2021年度浙江省“专精特新”中小企业等。

表 1：公司主营产品情况及主要终端应用

产品名称	经编革基布	纬编革基布
产品图例		
编制工艺	经编用多根纱线同时沿布面的纵向（经向）顺序成圈	纬编用一根或多根纱线沿布面的横向（纬向）顺序成圈
特点	<ol style="list-style-type: none"> 1、延伸度有限 2、防脱散性好 3、幅宽较大，生产效率高 	<ol style="list-style-type: none"> 1、纵向与横向都有较好的延伸性 2、因断纱、破洞容易引起线圈脱散现象 3、适合加工复杂的结构
主要终端应用		

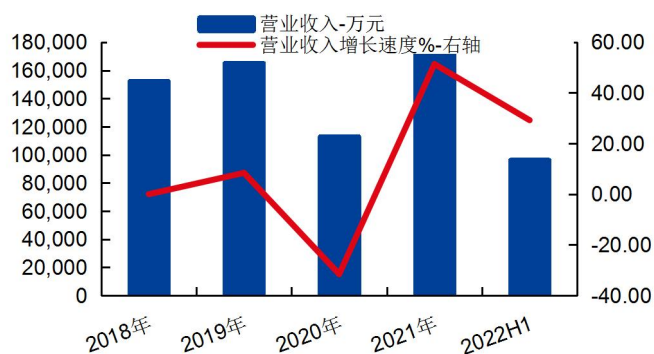
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 16.51 亿元/11.30 亿元/17.10 亿元，YOY 依次为 8.41%/-31.55%/51.36%，三年营业收入的年复合增速 3.95%；实现归母净利润 0.92 亿元/1.07 亿元/1.20 亿元，YOY 依次为 62.99%/15.47%/12.65%，三年归母净利润的年复合增速 28.47%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 9.62 亿元，同比增长 29.21%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 11.61%。

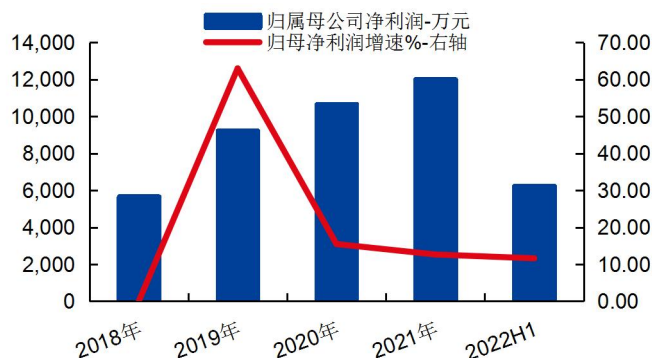
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为经编革基布（13.57 亿元，79.49%）、纬编革基布（3.50 亿元，20.51%）。报告期间，经编革基布作为公司的核心产品和首要收入来源，三年的销售收入占比均超过 75%；整体来看，公司主营业务结构并未发生重大改变。

图 1：公司收入规模及增速变化



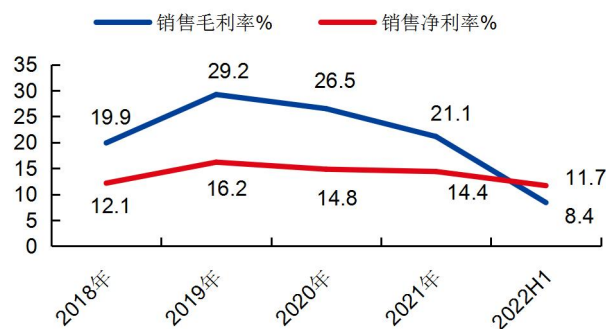
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



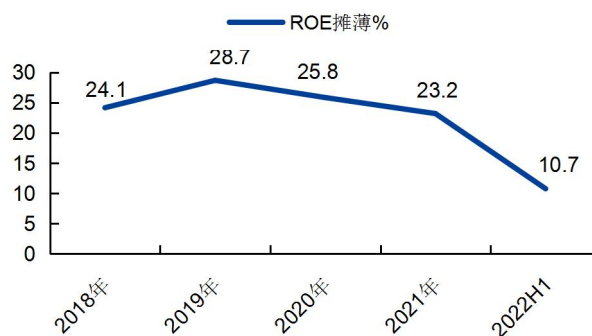
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



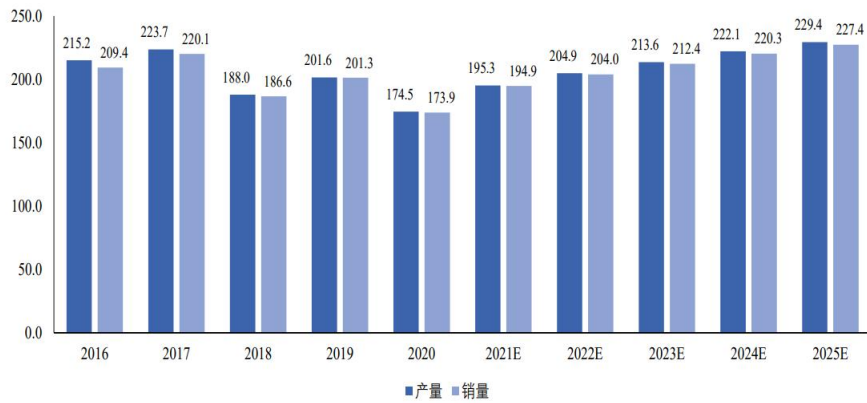
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主营业务为革基布的研发、生产和销售；根据产品类型，公司归属于革基布行业。

革基布是人造革合成革基础材料，也称骨架支撑材料，其在人造革合成革产业发展中起着至关重要的作用。用于人造革合成革的纺织基布面料统称革基布，其品质性能直接影响了人造革合成革的性能、质量、产品特性。从全球市场规模来看，2020 年受疫情影响，全球革基布产量和销量分别为 174.5 万吨、173.9 万吨，同比下降 13.4%、13.6%；未来随着疫情后全球经济和贸易逐步复苏，革基布下游的应用需求将进一步释放，预计至 2025 年全球革基布产量和销量将达 229.4 万吨、227.4 万吨。

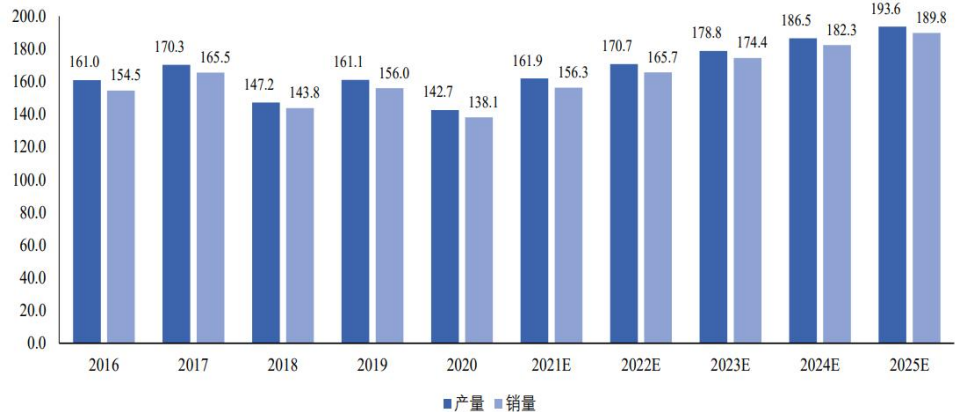
图 5：2016-2025 年全球革基布行业市场规模及预测（万吨）



资料来源：沙利文咨询，中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，华金证券研究所

中国革基布的产量与销量趋势与全球市场一致。2020 年，中国革基布的产量与销量分别为 142.7 万吨、138.1 万吨。随着疫情后下游应用市场需求的恢复，预计 2021 年至 2025 年中国革基布的产量和销量将分别以 4.6%和 5.0%的年均复合增长率保持增长，2025 年中国革基布的产量及销量预计将分别达到 193.6 万吨、189.8 万吨。

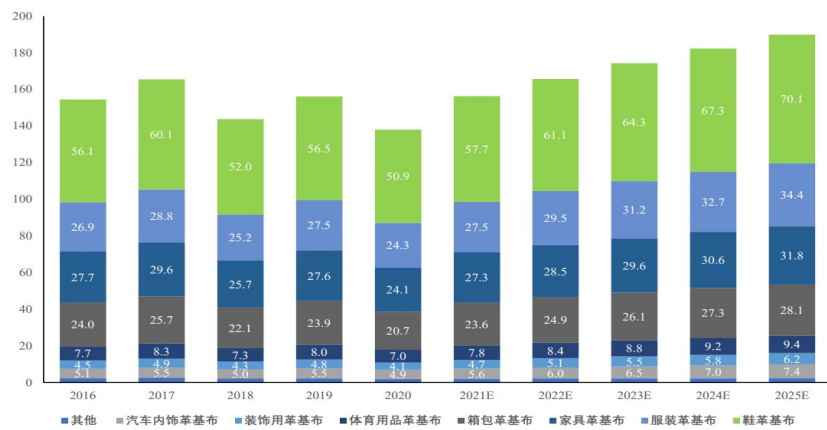
图 6：2016-2025 年中国革基布行业市场规模及预测（万吨）



资料来源：沙利文咨询，中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，华金证券研究所

中国革基布按应用领域划分的销量变动情况与人造革合成革市场基本一致。鞋革、服装革、家具革、箱包革为革基布应用的前四大领域，2020 年其销量分别为 50.9 万吨、24.3 万吨、24.1 万吨和 20.7 万吨，占比分别为 36.9%、17.6%、17.5%和 15.0%。据预测，未来五年不同应用领域的革基布将保持稳步增长，预计 2021 年至 2025 年鞋革仍然是革基布最大的下游应用市场，年均复合增长率约为 5.0%。

图 7：2016-2025 年中国革基布行业市场规模及预测（按销量计，万吨）



资料来源：沙利文咨询，中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司是国内针织革基布行业龙头企业。公司高度重视研发创新，自主研发了湿拉毛革基布生产技术、纬编色丝直拉毛技术、50D 纬编平板无毛丝、高 F 纬编二浴法染色提高起毛效果技术等生产技术，使得公司在积累了良好的技术优势的同时，也进一步丰富了细分产品种类以满足下游客户的多样化需求。产品质量方面，公司拥有严格完善的产品质量管理体系，曾荣获中国商业联合会 2020 年全国商业质量奖。凭借稳定的产品质量和丰富的产品矩阵，公司逐步在业内树立起一定的品牌影响力，产品畅销浙江、福建、安徽、广东、江苏等地；2019 年和 2020 年，公司针织革基布销量分别为 114,278.88 吨和 96,477.14 吨，占行业针织革基布销量的 16.68%和 15.97%。纺织工业是我国传统支柱产业，同时也是全球规模最大、最完备的产业体系，我国从事相关纺织工业的企业高达 18000 家以上，当前竞争格局较为分散；公司作为国内少数具有较大生产规模的革基布生产商，未来有望持续受益于日益扩张的下游市场规模以及因经营压力导致的行业集中化趋势。

2、公司新建高性能革基布坯布织造生产线，向产业链上游延伸，有利于公司革基布产品的质量稳定性及盈利能力的提升。公司拟募集 4.5 亿元新建“年产 50000 吨高性能革基布坯布织造生产线建设项目”。坯布原为公司革基布产品生产所需的主要原材料，公司将主营业务向上游坯布织造环节延伸，通过自产自供坯布降低原材料采购成本，预计有利于公司革基布产品的盈利水平；同时，从坯布源头实现自主控制，能够有效促进公司把控革基布产品供应链的稳定性和产品质量的可靠性；从研发角度而言，公司上下游产业链联动的发展模式更是将研发活动深入覆盖坯布织造阶段，有利于加快新产品研发速度，快速响应客户要求、满足市场需求。2019 年至 2021 年，公司采购坯布数量分别为 119,631.90 吨、99,446.02 吨和 129,381.89 吨，募投项目生产的 50,000 吨坯布占公司近三年平均采购数量的 43.05%；预期新增产能将完全实现内部消化，推动公司业绩预期向好。目前公司高性能革基布坯布织造生产线已提前进入建设阶段，截至 2022 年 6 月末，已投入 7,072.55 万元。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目以及补充流动资金、偿还银行贷款。

1、年产 50000 吨高性能革基布坯布织造生产线建设项目：本项目拟建设 50000 吨高性能革基布坯布织造生产线，包括新建厂房、新增先进设备及配套设施等；项目完全达产后，预计年新增利润总额为 8,183.83 万元，财务内部收益率为 15.43%（所得税后），投资回收期（含 3 年建设期）为 7.57 年（所得税后）。

表 2：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	年产 50000 吨高性能革基布坯布织造生产线建设项目	49,000.00	45,001.28	3 年
2	补充流动资金项目	4,750.00	4,750.00	-
3	偿还银行贷款项目	12,900.00	12,900.00	-
	合计	66,650.00	62,651.28	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 17.10 亿元，同比增长 51.36%；实现归属于母公司净利润 1.20 亿元，同比增长 12.65%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入 146,247.42 万元至 150,247.42 万元，较去年同期变动 18.12%至 21.35%；预计实现净利润 8,947.85 万元至 9,947.85 万元，较去年同期变动-11.69%至-1.82%；预计实现扣除非经常性损益后净利润 7,766.32 万元至 8,766.32 万元，较去年同期变动-18.08%至-7.53%。对于公司 2022 年 1-9 月的业绩波动，主要系 2022 年上半年新冠肺炎疫情在华东地区散发，公司降低产品加成价格以促进销售，积极应对下游市场需求下降等问题。

公司专注于革基布的研发、生产和销售，目前国内 A 股上市公司中无与公司主营业务完全可比的上市公司；从主营业务、工艺流程的相似性考虑，选取同为纺织行业的凤竹纺织和宏达高科为云中马的可比上市公司，其中凤竹纺织的主要产品为针织坯布、针织成品布，而宏达高科的主要产品为经编面料织造。根据上述可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 9.51 亿元、PE-TTM（剔除异常值/算数平均）为 38.31X、销售毛利率为 20.11%；相较而言，公司的营收规模处于同业的高位区间，而销售毛利率则低于同业平均水平。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
600493.SH	凤竹纺织	13.68	24.28	13.02	24.03%	0.73	147.05%	15.84%	8.76%
002144.SZ	宏达高科	16.09	52.35	6.01	30.19%	0.65	1.43%	24.38%	3.49%
603130.SH	云中马	/	/	17.10	51.36%	1.20	12.65%	14.38%	23.17%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

市场需求受宏观经济波动影响的风险、销售区域集中风险、原材料价格波动的风险、新产品开发风险、产品质量控制风险、环保风险、技术人员流失风险、应收账款发生坏账的风险、毛利率波动的风险、政府补助波动的风险、存货跌价的风险、新增固定资产折旧和摊销风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn