

# 同益中 (688722.SH)

## 公司分析

### 产能持续扩张，助力未来成长

#### 投资要点

- ◆ **事件：**同益中发布 2023 年年度报告，2023 年公司营业收入 6.40 亿元，同比增长 3.89%；归母净利润 1.54 亿元，同比下降 10.36%；扣非归母净利润 1.45 亿元，同比下降 2.04%；毛利率 38.68%，同比下降 2.98pct。单 2023 年 Q4 来看，实现营业收入 1.22 亿元，同比下降 23.26%，环比下降 5.79%；归母净利润 0.21 亿元，同比下降 43.13%，环比下降 43.05%；扣非归母净利润 0.23 亿元，同比下降 36.49%，环比下降 29.99%。
- ◆ **市场需求带动和产能释放，UHMWPE 纤维产销量大幅增长。**在主营产品中，UHMWPE 纤维实现营业收入 3.28 亿元，同比增长 27.57%；毛利率 37.53%，同比提升 0.96pct。复合材料实现营业收入 2.83 亿元，同比下降 17.46%；毛利率 39.98%，同比下降 3.12pct。UHMWPE 纤维生产量 5,366.51 吨，同比增长 42.95%；销售量 4,040.95 吨，同比增长 42.12%。无纬布生产量 1,066.39 吨，同比增长 8.34%；销售量 607.00 吨，同比下降-15.49%。
- ◆ **产能持续扩张，预计 2024 年内投产运营贡献未来增量。**近年来，国家制定了一系列超高分子量聚乙烯纤维产业政策，推动行业健康发展。目前对于国家安全和军需投入的持续关注，也将促进超高分子量聚乙烯纤维的行业发展。截至目前，公司 UHMWPE 纤维的设计产能达到 5320 吨，产能利用率 111.43%；无纬布的设计产能达到 1550 吨，产能利用率 78.27%。UHMWPE 纤维的在建产能 3240 吨，在建产能已投资额 1.77 亿元。其中，新泰分公司在建产能 2240 吨，在建产能已投资额 1.37 亿元，预计 2024 年 6 月 30 日完成；盐城优和博在建产能 1000 吨，在建产能已投资额 0.41 亿元，预计 2024 年 3 月 31 日完成。无纬布在建产能 625 吨，在建产能已投资额 0.27 亿元，都属于新泰分公司，预计 2024 年 6 月 30 日完成。
- ◆ **投资建议：**同益中专业从事超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料生产销售，有望受益下游军用+民用应用需求推动，产品结构优化和规模扩大带来公司持续增长。预计公司 2024-2026 年收入分别为 853/1117/1349 百万元，同比增长 33.3%/30.9%/20.7%，归母净利润分别为 192/257/330 百万元，同比增长 25.1%/33.9%/28.1%，对应 PE 分别为 13.8x/10.3x/8.0x；首次覆盖，给予“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争超预期；下游需求不及预期；项目建设爬坡不及预期。

基础化工 | 其他化学制品III

投资评级

**买入-B(首次)**

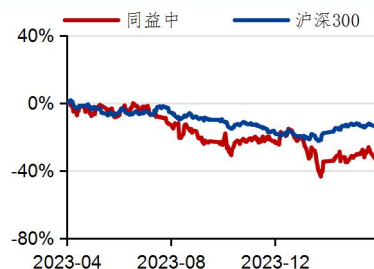
股价(2024-04-12)

11.78 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	2,646.57
流通市值(百万元)	1,506.15
总股本(百万股)	224.67
流通股本(百万股)	127.86
12个月价格区间	18.54/10.81

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.76	-24.31	-21.09
绝对收益	-4.46	-18.48	-35.66

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号：S0910523100001  
 luohongyong@huajinsec.com

#### 相关报告



## 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	616	640	853	1,117	1,349
YoY(%)	86.3	3.9	33.3	30.9	20.7
归母净利润(百万元)	171	154	192	257	330
YoY(%)	226.3	-10.4	25.1	33.9	28.1
毛利率(%)	39.9	38.7	39.2	39.6	41.0
EPS(摊薄/元)	0.76	0.68	0.86	1.15	1.47
ROE(%)	13.8	12.1	12.9	15.0	16.4
P/E(倍)	15.4	17.2	13.8	10.3	8.0
P/B(倍)	2.3	2.2	1.9	1.6	1.4
净利率(%)	27.8	24.0	22.5	23.0	24.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

**UHMWPE 纤维:** 公司 UHMWPE 纤维的设计产能达到 5320 吨, 新泰分公司在建 2240 吨预计 2024 年 6 月 30 日完成, 优和博在建 1000 吨预计 2024 年 3 月 31 日完成。预计 UHMWPE 纤维 2024-2026 年收入分别为 449.55/574.00/664.00 百万元, 毛利率分别为 38.27%/38.41%/39.16%。

**复合材料:** 公司无纬布设计产能达到 1550 吨, 新泰分公司无纬布在建产能 625 吨预计 2024 年 6 月 30 日完成。预计复合材料 2024-2026 年收入分别为 374.54/513.71/655.45 百万元, 毛利率分别为 40.43%/41.05%/42.86%。

表 1: 公司业务分拆和预测

同益中	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>					
收入 (百万元)	616.35	640.32	853.47	1117.09	1348.83
YoY(%)	86.26%	3.89%	33.29%	30.89%	20.74%
毛利率(%)	39.87%	38.68%	39.24%	39.64%	40.95%
<b>UHMWPE 纤维</b>					
收入 (百万元)	256.77	327.56	449.55	574.00	664.00
YoY(%)	14.54%	27.57%	37.24%	27.68%	15.68%
毛利率(%)	36.58%	37.53%	38.27%	38.41%	39.16%
<b>复合材料</b>					
收入 (百万元)	343.33	283.39	374.54	513.71	655.45
YoY(%)	251.09%	-17.46%	32.16%	37.16%	27.59%
毛利率(%)	43.10%	39.98%	40.43%	41.05%	42.86%
<b>其他</b>					
收入 (百万元)	16.25	29.38	29.38	29.38	29.38
YoY(%)	81.77%	80.80%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	23.75%	38.97%	38.97%	38.97%	38.97%

资料来源: wind, 华金证券研究所

## 二、估值对比

我们选择同属军民两用高性能纤维公司中简科技(碳纤维)、光威复材(碳纤维)、泰和新材(芳纶)作为可比公司, 2023-2025 平均 PE 分别为 23.8x/17.1x/13.5x, 同益中对应 PE 分别为 17.2x/13.8x/10.3x, 当前估值较有吸引力。

表 2: 可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300777.SZ	中简科技	25.21	111	1.31	1.73	2.11	19.3	14.6	12.0
300699.SZ	光威复材	27.60	229	1.05	1.27	1.52	26.3	21.7	18.1
002254.SZ	泰和新材	11.56	100	0.45	0.77	1.10	25.7	15.0	10.5
	平均值						23.8	17.1	13.5
688722.SH	同益中	11.78	26	0.68	0.86	1.15	17.2	13.8	10.3

资料来源: 数据截止 2024 年 4 月 14 日, wind (同益中和光威复材 2023 年数据为实际披露数据), 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	947	714	896	981	1186	<b>营业收入</b>	616	640	853	1117	1349
现金	728	456	515	543	660	营业成本	371	393	519	674	796
应收票据及应收账款	15	26	28	43	43	营业税金及附加	8	6	10	13	15
预付账款	61	7	84	34	108	营业费用	13	13	21	25	29
存货	133	198	240	329	343	管理费用	29	34	50	64	73
其他流动资产	9	27	29	31	32	研发费用	30	39	52	67	78
<b>非流动资产</b>	543	739	894	1083	1226	财务费用	-6	-9	-13	-14	-17
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-3	-1	-2	-3
固定资产	402	448	607	802	952	公允价值变动收益	9	0	5	5	5
无形资产	64	62	64	66	69	投资净收益	2	0	1	1	1
其他非流动资产	78	228	223	215	205	<b>营业利润</b>	201	174	219	293	377
<b>资产总计</b>	1491	1453	1790	2065	2412	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	217	124	268	308	355	营业外支出	2	0	1	1	1
短期借款	3	24	24	24	24	<b>利润总额</b>	198	174	219	292	376
应付票据及应付账款	39	46	66	79	92	所得税	27	17	26	33	43
其他流动负债	175	54	178	205	239	<b>税后利润</b>	171	157	193	259	333
<b>非流动负债</b>	30	27	27	27	27	少数股东损益	0	4	1	2	3
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	171	154	192	257	330
其他非流动负债	30	27	27	27	27	EBITDA	200	198	240	325	421
<b>负债合计</b>	247	151	295	335	382	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	69	72	73	75	79	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	225	225	225	225	225	<b>成长能力</b>					
资本公积	642	645	645	645	645	营业收入(%)	86.3	3.9	33.3	30.9	20.7
留存收益	308	360	525	737	993	营业利润(%)	244.6	-13.4	26.3	33.6	28.7
归属母公司股东权益	1175	1229	1422	1654	1952	归属于母公司净利润(%)	226.3	-10.4	25.1	33.9	28.1
<b>负债和股东权益</b>	1491	1453	1790	2065	2412	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	39.9	38.7	39.2	39.6	41.0
						净利率(%)	27.8	24.0	22.5	23.0	24.4
						ROE(%)	13.8	12.1	12.9	15.0	16.4
						ROIC(%)	12.5	11.5	12.4	14.6	16.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	16.6	10.4	16.5	16.2	15.8
						流动比率	4.4	5.8	3.3	3.2	3.3
						速动比率	3.4	3.9	2.1	1.9	2.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	38.6	31.3	31.3	31.3	31.3
						应付账款周转率	12.0	9.3	9.3	9.3	9.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	15.4	17.2	13.8	10.3	8.0
						P/B	2.3	2.2	1.9	1.6	1.4
						EV/EBITDA	10.2	11.7	9.3	6.8	5.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	234	51	230	270	329
净利润	171	157	193	259	333
折旧摊销	23	36	34	47	61
财务费用	-6	-9	-13	-14	-17
投资损失	-2	0	-1	-1	-1
营运资金变动	44	-144	21	-17	-42
其他经营现金流	3	11	-5	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	228	-230	-184	-231	-198
<b>筹资活动现金流</b>	-52	-102	13	-11	-15

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.68	0.86	1.15	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.23	1.02	1.20	1.47
每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.47	6.33	7.36	8.69

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 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

骆红永声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)