



Research and
Development Center

安防手套厚积薄发，超高分子材料值得期待

——恒辉安防（300952.SZ）深度报告

2024年6月18日

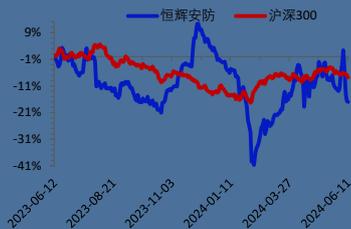
证券研究报告

公司研究

深度报告

恒辉安防

投资评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	18.40
52周内股价	11.6-25.31
波动区间(元):	
最近一月涨跌幅	-9.14
(%)	
总股本(亿股)	1.46
流通A股比例(%)	37.68
总市值(亿元):	27.24

资料来源：万得，信达证券研发中心

汲肖飞 纺织服装首席分析师
 执业编号：S1500520080003
 邮箱：jixiaofei@cindasc.com

安防手套厚积薄发，超高分子材料值得期待

2024年6月18日

本期内容提要：

- ◆ **多年深耕功能性安防手套，确立行业领先地位。**公司成立于2004年，目前主要从事安防用品和高分子新材料生产和销售，销售渠道以直销为主，产品销售涵盖境内外市场，经营产品包括功能性安全防护手套、超高分子量聚乙烯纤维材料等。2023年公司实现营业收入9.77亿元，同比增长9.39%，其中功能性安全防护手套营业收入9.40亿元，推动公司收入持续增长。2023年公司实现归母净利润1.06亿元，同比下降13.05%，主要受产品结构调整等因素影响。
- ◆ **安防用品和新材料市场需求增长，市场前景广阔。**以功能性安全防护手套为代表的安防用品在欧美、日本等安防意识较强的市场需求量较大。我国是全球最大的手部安全防护用品出口国，2022年功能性安全防护手套出口额38.36亿美元，占全球总进口额59.35%。近年来我国超高分子量聚乙烯纤维需求持续增长，存在较大的市场缺口。2020年全国总需求量约为4.91万吨，实际产量仅约2.1万吨。头部企业凭借较高的技术水平、销售渠道和品牌效应迅速占领市场，未来产业集中度有望进一步提升。
- ◆ **持续优化品牌营销策略，推进智能化数字化生产转型。**销售模式方面，公司推动自主品牌和ODM/OEM同步发力，在向海外新兴市场布局的同时积极开拓内销市场。品牌策略方面，公司针对内销市场推出了拳胜等自主品牌，同时采取“一企一策”积极对接大客户需求。研发设计方面，公司深耕功能性安防手套核心技术和工艺，通过产学研融合、建立研究院等形式，研发投入进一步提升。智能生产方面，公司成立恒坤智能设备公司服务企业内部生产，实现柔性管理和智能化生产深度结合，提升生产稳定性、降低生产成本，推动公司数字化转型。
- ◆ **手套智能工厂推动降本增效，发行可转债用于新材料扩产。**安防手套方面，随着用户安防意识普遍提高，未来行业成长性好，公司在国内市场的渗透率有望持续提升。公司在越南、国内设立智能化新工厂，有望推动降本增效、进一步扩展全球市场。新材料方面，公司发行可转债用于超高分子新材料三期4800吨产能建设，将推动新材料产能扩张，高分子新材料未来应用领域广泛、行业前景较好
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们看好公司功能性防护手套成长空间较大，超高分子聚乙烯业务快速成长贡献边际增量，预测公司2024-26年实现收入13.75/18.97/24.69亿元，同增40.7%/37.9%/30.2%，实现归母净利润1.79/2.52/3.39亿元，同增69.5%/40.3%/34.6%，业绩成长空间较大，当前股价对应2024年PE为14.93倍，相对于同业处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级，重点推荐。
- ◆ **风险因素：**贸易摩擦风险、人民币汇率波动风险、新业务拓展不达预期风险等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	893	977	1,375	1,897	2,469
增长率 YoY%	-5.9%	9.4%	40.7%	37.9%	30.2%
归属母公司净利润 (百万元)	122	106	179	252	339
增长率 YoY%	31.5%	-13.1%	69.5%	40.3%	34.6%
毛利率%	25.0%	25.1%	26.1%	26.2%	26.4%
净资产收益率ROE%	11.8%	9.5%	13.9%	16.3%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.73	1.23	1.73	2.33
市盈率 P/E(倍)	22.01	25.31	14.93	10.64	7.91
市净率 P/B(倍)	2.60	2.41	2.07	1.73	1.42

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 6 月 17 日收盘价

投资聚焦:

- 市场认为安防手套行业较为传统,龙头成长空间有限。而我们分析后认为,随着国内用户安防意识普遍提高、政府加强行业监管要求,未来行业成长性好,公司在国内市场的渗透率有望持续提升。公司在越南、国内设立智能化新工厂,有望推动降本增效、进一步扩展全球市场。
- 市场担心公司超高分子聚乙烯投产后产能消化困难,我们认为公司围绕安防手套产业链进行延伸,经过运营积累、团队搭建、销售拓展后新材料业务已经运营相对成熟,未来对外销售将持续改善。公司发行可转债用于超高分子新材料三期 4800 吨产能建设,将推动新材料产能扩张,高分子新材料未来应用领域广泛、行业前景较好。



目录

公司概况：功能性安防手套龙头，产业链持续延伸	7
基本概况：深耕功能性安全防护手套二十载，积极布局高分子新材料	7
发展历程：功能性防护手套业务持续成长，围绕产业链开辟成长空间	9
财务分析：收入持续增长，盈利能力稳步提升	9
公司治理：高管架构稳定，股权激励绑定核心团队	11
行业分析：功能防护手套前景广阔，超高分子聚乙烯供不应求	13
功能性防护手套：出口金额稳步增长，市场前景广阔	13
超高分子聚乙烯：需求缺口较大，技术研发要求高	15
经营分析：打造功能防护手套龙头，智能化生产业内领先	16
销售模式：ODM/OEM 和自主品牌同时发力，打造国内外双市场销售体系	16
品牌策略：打造 Best Grip、拳胜等自有品牌，进军国内安防手套市场	18
研发设计：创新驱动发展，持续推进新产品研发	18
智能生产：柔性管理+智能化应用，全面提升企业生产管理	21
未来成长：防护手套降本提升渗透率，超高分子聚乙烯持续扩产	22
防护手套行业持续成长，国内渗透率持续提升	22
境内外工厂项目快速推进，智能化生产实现降本增效	23
新材料行业景气度高，发行可转债推动扩产	24
盈利预测、估值	25
风险因素	26

表目录

表 1：公司部分功能性安全防护手套产品	7
表 2：公司部分超高分子量聚乙烯纤维产品	8
表 3：公司管理层基本信息介绍	12
表 4：2023 年限制性股票激励计划首次授予部分解除限售/归属安排及业绩考核指标	13
表 5：按纱线材质分类的功能性安全防护手套	14
表 6：按涂层配方分类的功能性安全防护手套	14
表 7：MetalQ 超高分子量聚乙烯纤维产品系列	16
表 8：公司主要产品核心技术	19
表 9：公司主要研发部门设置情况	21
表 10：超高分子量聚乙烯纤维应用领域	24
表 11：公司超高分子量聚乙烯纤维业务及产品	25
表 12：公司收入与盈利预测（百万元）	25
表 13：可比公司 EPS 及估值对比	26

图目录

图 1：2023 年公司各项产品收入占比情况	8
图 2：2023 年公司分区域营业收入占比情况	8
图 3：公司发展历程	9
图 4：2016-2023 年公司营业收入变化情况	9
图 5：2017-2023 年功能性安全防护手套销售收入及占比情况	9
图 6：公司毛利率变化情况（单位：%）	10
图 7：境内外市场毛利率变化情况（单位：%）	10
图 8：公司归母净利润及变化情况（单位：亿元，%）	10
图 9：公司扣非净利润及变化情况（单位：亿元，%）	10
图 10：公司各项费用率变化情况（单位：%）	11
图 11：2016-2023 年公司存货及存货周转率	11
图 12：公司股权结构分布情况（截至 2024 年 3 月 31 日）	12
图 13：手部防护产品分类	14
图 14：功能性安全防护手套产业上下游行业示意图	15

图 15: 2015-2020 年中国超高分子量聚乙烯纤维需求量.....	16
图 16: 2015-2020 年中国超高分子量聚乙烯纤维产能与产量.....	16
图 17: 2017-2023 年境内市场收入及占比变化情况.....	17
图 18: 公司销售地图.....	17
图 19: 公司采购模式和流程.....	17
图 20: 公司生产模式和流程.....	17
图 21: 公司销售模式和流程.....	17
图 22: Best Grip 品牌应用领域.....	18
图 23: 拳胜品牌产品系列.....	18
图 24: 公司获权威机构认证情况.....	20
图 25: 公司研发机构设置情况.....	20
图 26: 2016-2023 年公司研发费用变化情况.....	21
图 27: 公司自动浸胶产线.....	22
图 28: 公司自动热转印系统.....	22
图 29: 公司 AGV 自动化产品运输系统.....	22
图 30: 公司 MES 生产系统.....	22
图 31: 2012-2021 年全球安防手套进口额.....	23
图 32: 2018-2030 年中国功能性手套行业市场规模及预测.....	23
图 33: 2017-2026 年我国手部安防用品行业市场规模预测.....	23
图 34: 子公司恒劭安防股权结构.....	23
图 35: 2015 至 2025 年中国超高分子量聚乙烯纤维市场细分领域发展情况.....	24

公司概况：功能性安防手套龙头，产业链持续延伸

基本概况：深耕功能性安全防护手套二十载，积极布局高分子新材料

公司成立于 2004 年，是一家集研发、生产、销售于一体的高新技术企业，拥有 3 家现代化工厂、2 家营销子公司，以及智能科技服务公司、个人防护装备产业园、研究院，业务覆盖原材料纱线、手部防护产品及全身特种防护产品的研发、生产、销售及智慧化技术服务，业务遍及 50 多个国家和地区。

公司主要产品为具有防切割、高耐磨、抗穿刺、耐高/低温、防化、防油污、防震等功能的各类功能性安全防护手套，以及少量普通安全防护手套及其他防护用品。同时，公司对战略新材料产业超高分子量聚乙烯纤维及其复合纤维持续投入，不断扩充自身产品矩阵，形成“功能性安全防护手套+超纤维新材料”的战略布局。

表 1：公司部分功能性安全防护手套产品

产品系列	产品型号	产品图片	产品特性	应用领域
超细发泡系列	NJ506		(1) 15 针尼龙+氨纶编制手套芯，柔软透气弹性佳，可快速排湿排汗； (2) 自主研发的 Breath tech™水洗超细发泡丁腈涂层，轻薄透气，且在潮湿、微油环境下可提供强劲的抓握力，耐油止滑； (3) 手套耐磨等级为 4 级，高耐磨损，持久耐用； (4) 符合国际 OEKO TEX 纺织生态标准检测和认证，无有害物质，健康环保。	汽车工业、 仓储运输、 机械加工、 电子工业、 轻工业装配
短纤防切割系列	NXC3248		(1) 采用 Metal mix®短纤包芯和编织技术，提供 D 级防切割性能保护； (2) 短纤维编织手套内衬具备毛绒般柔软触感且透气性佳，吸湿性强，可持久保持双手舒适和干爽； (3) 掌浸 Super Grip®丁腈发泡磨砂涂层胶面，柔软有弹性且提供良好的防油防滑功能，耐磨性能更佳。	日常维修、 仓储运输、 机械加工、 建筑施工、 汽车工业、 金属及玻璃加工
黑金纱防切割系列	NJE5267		(1) 采用 15 针 Metal Q®高性能纱线混纺编制手套芯，手套在轻量化基础上可提供 E 级防切割性能保护； (2) 不含钢丝和玻纤材质，手感凉爽丝滑、操作灵活、触感灵敏； (3) 掌浸 Breath tech™超细发泡丁腈固化涂层，在潮湿、微油环境下可提供强劲的抓握力，耐油止滑、更耐磨损。	日常维修、 仓储运输、 机械加工、 建筑施工、 汽车工业、 金属及玻璃加工
特种防护系列	PE390		(1) 13 针芳纶编制手套芯提供 B 级防切割保护，且抗撕裂性能好； (2) 超薄且耐用的 PU 浸胶涂层，提供良好的防滑、耐磨功能； (3) 1 级热接触防护提供 15 秒对 100 度高温的热防护。	汽车工业、 建筑施工、 机械加工、 金属及玻璃加工

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2: 公司部分超高分子量聚乙烯纤维产品

产品系列	产品型号	产品图片	产品特性	应用领域
MetalQ	100D		超强耐切割性能，不含玻纤、钢丝、钨丝、玄武岩等硬质纤维的情况下最高可达美标 ANSI 2016 A6 等级，比普通 UHMWPE 防切割性能提升 700%，重量较同防切割等级产品降低 30%，手感柔软，耐切割性能可多次水洗。	高强防切割手套、防切割服、防刺服
	200D			
	400D			
	500D			
BT30	100D		产品密度低，断裂强度 > 30cn/dtex、初始模量 > 1000cn/dtex，耐紫外线，抗酸碱腐蚀，纤维柔软，耐磨性能好	安全防护、服装行业、工业缆绳、海洋捕捞、深海养殖
	200D			
	400D			
BT35	800D		高强高模型，断裂强度 > 35cn/dtex，初始模量 > 1000cn/dtex，主要用于防弹衣、防弹头盔、防爆毯、防弹罐等领域	防弹衣、防弹头盔、防爆毯、防弹罐

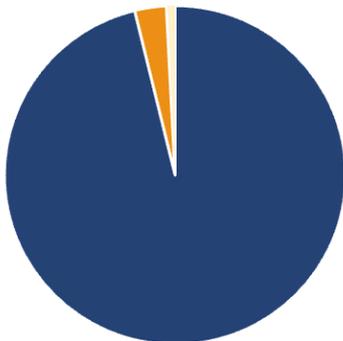
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分业务来看，公司以功能性安全防护手套为主要产品，同时生产少量普通安全防护手套及其他防护产品。当前公司正在逐步拓展超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料业务。2023 年公司功能性安全防护手套、超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料、普通安全防护手套及其他防护产品以及其他产品销售收入分别占比 96.19%、3.00%、0.12%、0.70%。

分区域来看，公司当前销售市场结构以外销为主，同时正在逐步拓展境内市场。2023 年公司在境外、境内市场销售收入为 8.54 亿元、1.23 亿元，同增 4.45%、62.84%，收入占比分别为 87.41%、12.59%。

图 1: 2023 年公司各项产品收入占比情况

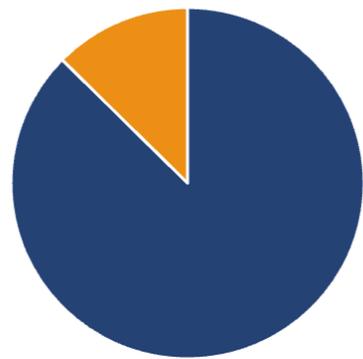
- 功能性安全防护手套
- 普通安全防护手套以及其他防护用品
- 超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料
- 其他



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2: 2023 年公司分区域营业收入占比情况

- 境外
- 境内



资料来源：Wind，信达证券研发中心

发展历程：功能性防护手套业务持续成长，围绕产业链开辟成长空间

➤ 发展初期阶段（2004年-2014年）

2004年公司创始人王咸华先生在江苏如东创立恒辉手套厂，专注于安防手套的生产和销售。2007年公司手套产量突破300万打，其中98%出口欧美和日本市场。2009年公司新建生产基地并拓宽产品线，随后在2011年启动“HANVO”品牌形象，打造自有品牌发展战略。

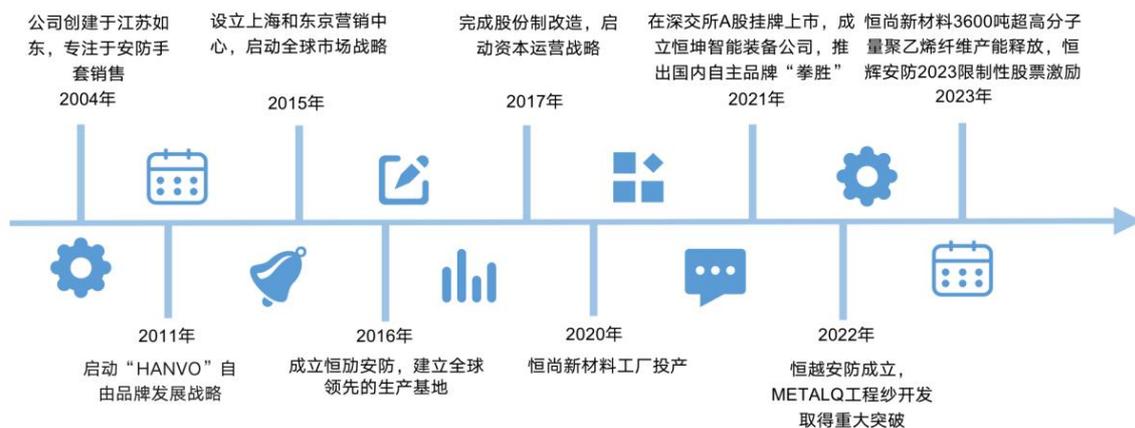
➤ 加速发展阶段（2015年-2021年）

2015年公司在上海和日本东京设立营销中心，积极推动全球化营销布局。2017年公司完成股份制改造，启动资本运营战略、谋划上市工作。公司分别针对境内和境外市场推出子品牌Best Grip和拳胜，成立子公司恒劭安防和恒坤智能、完成恒尚新材料工厂投产等，开启智能化工厂时代。2021年公司在深交所挂牌上市。

➤ 矩阵发展阶段（2022年-至今）

2022年公司成立恒越安防，同时进军高分子新材料领域，进一步布局全球化。2023年恒尚新材料3600吨超高分子量聚乙烯纤维产能释放，同年成立恒诺新材料、布局生物基可降解聚酯橡胶领域。

图 3：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

财务分析：收入持续增长，盈利能力稳步提升

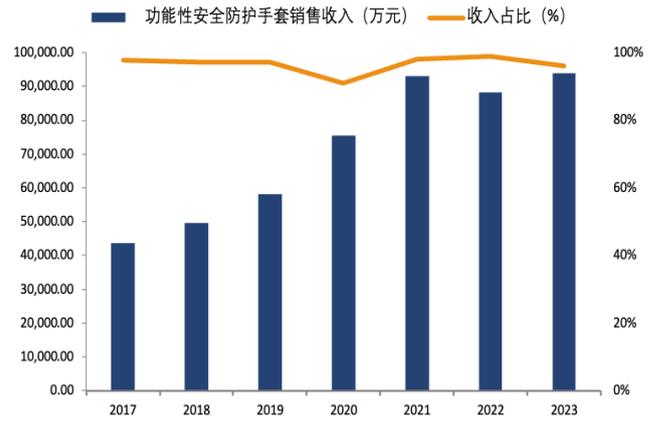
近年来公司营业收入稳步上升。2017-2020年营业收入由3.05亿元增至8.29亿元，年均复合增长率达到28.43%。公司持续拓展境外市场，主营产品销售收入快速增长推动收入上行。2021年后公司受疫情影响，境外市场收入首次下降影响整体收入情况，2022年营收8.93亿元，同比下降5.94%。2023年公司实现营业收入9.77亿元，同比增长9.39%，公司优化市场结构，推动境内市场迅速扩张；拓展产品品类，超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料贡献营收。

图 4：2016-2023 年公司营业收入变化情况

图 5：2017-2023 年功能性安全防护手套销售收入及占比情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

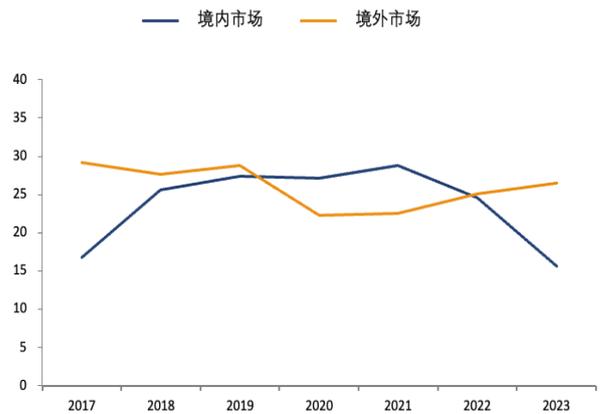
毛利率方面,近年来公司毛利率较为稳定,但略有波动。2021年公司毛利率22.97%,同比下降3.68PCT,主要原材料价格以及能源价格上升。2022年公司毛利率为25.05%,同比上升2.08%,主要由于子公司恒尚材料产能释放、降低原材料采购成本,生产智能化推动综合生产成本下降,以及汇率波动影响。2023年公司毛利率25.13%,同比上升0.08%,与上年基本持平,功能性安全防护手套毛利率上升,成本控制能力进一步提升。分市场来看,2023年公司境内市场产品结构调整,境外市场和境内市场毛利率分别同增1.42%、-9.01%至26.51%、15.59%。分产品来看,2023年公司功能性安全防护手套毛利率同增1.14%至25.60%,超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料毛利率为1.73%。

图 6: 公司毛利率变化情况 (单位: %)

图 7: 境内外市场毛利率变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

净利润方面,2016-2020年公司归母净利润、扣非净利润呈波动增长趋势。2021年公司受原材料和能源价格上升、销售业绩不及预期等因素影响,归母净利润和扣非净利润出现下降。2022年公司毛利率恢复带动净利润规模上升,归母净利润和扣非净利润规模分别为1.22亿元和0.87亿元,同比上升31.49%、5.27%。2023年公司归母净利润1.06亿元,同比下降13.05%。

图 8: 公司归母净利润及变化情况 (单位: 亿元, %)

图 9: 公司扣非净利润及变化情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



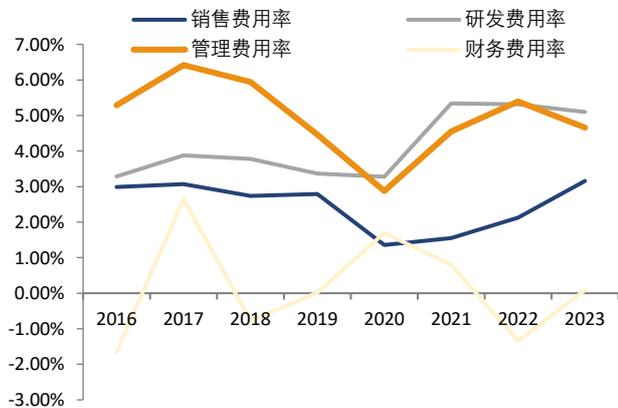
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

期间费用方面, 公司各项费率总体偏低、较为稳定。近年来公司研发费用显著提升, 2020-2023 年研发费用率由 3.28% 上升至 5.10%, 增长 1.82PCT; 销售费用率由 1.36% 上升至 3.16%, 增长 1.8PCT。公司加大研发投入, 开发超高分子量聚乙烯纤维产品并拓展功能性安全防护手套产品线。公司开拓境内销售市场, 同时扩大海外销售业务, 使得销售费用率上升。2023 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.16%、4.66%、5.10%、0.09%, 同比+1.04PCT、-0.73PCT、-0.21PCT、+1.43PCT。

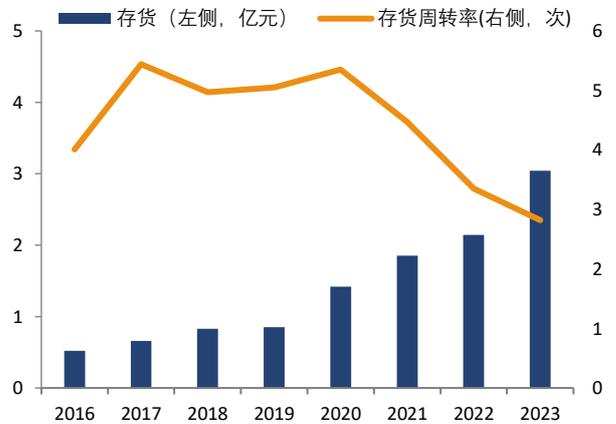
存货方面, 公司存货以原材料、库存商品和在产品为主, 2016-2023 年存货规模总体呈上升趋势。其中 2019-2023 年公司业务快速增长推动存货规模由 0.85 亿元迅速增长至 3.04 亿元。2020 年以来受到疫情影响, 公司存货周转率持续下降, 主要由于销售以境外市场为主, 销售业务部分受阻导致存货周转率降至较低水平。

图 10: 公司各项费用率变化情况 (单位: %)

图 11: 2016-2023 年公司存货及存货周转率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

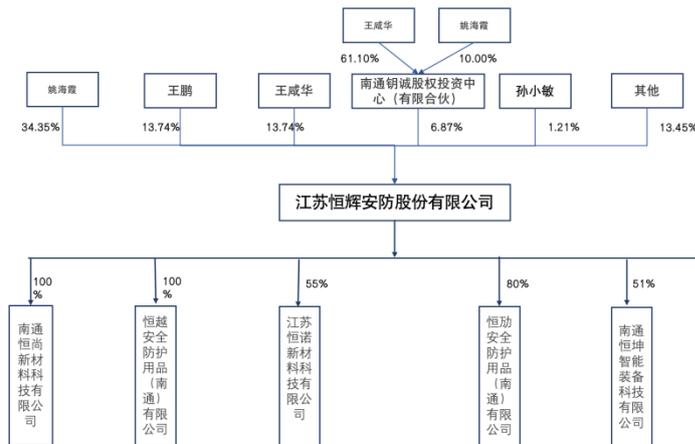
公司治理: 高管架构稳定, 股权激励绑定核心团队

公司股权架构整体稳定, 股权较为集中。董事长、总经理王咸华直接持有公司 13.74% 股份, 为公司第二大股东。其配偶、公司董事姚海霞直接持有公司 34.35% 股份, 为公司第一大股东。王咸华、姚海霞之子、公司董事王鹏持股 13.74%, 并列公司第二大股东。此外, 王咸华、姚海霞分别持有南通钥诚股权投资中心 (有限合伙) 股份 61.1%、10%, 共计间接持有公司股份 4.88%。王咸华、姚海霞、王鹏三人直接或间接持有公司股份合计达 66.71%。

公司管理团队深耕安防手套领域, 并持续吸纳高层次管理人才。公司管理层背景多样化, 涵盖财务会计、管理、法律、教育等领域。多位高管拥有硕士、博士研究生学历。董事长、总经理王咸华拥有 20 年的从业经验, 带领公司成为国内功能性安全防护手套头部企业。姚海霞现任公司董事、恒劭安防董事等职务。王咸华、

姚海霞之子王鹏 2021 年加入公司，现任公司董事、营销部业务经理，深度参与公司营销业务。多位高管在行业内拥有超过 10 年的从业经历，管理经验丰富，有助于公司提高生产效率、实现高质量发展。

图 12: 公司股权结构分布情况 (截至 2024 年 3 月 31 日)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 3: 公司管理层基本信息介绍 (截至 2024 年 6 月 17 日)

姓名	职务	出生年月	简介
王成华	董事长、 总经理	1972 年 3 月	硕士研究生学历。1994 年至 2003 年任如东县新华水产育苗场总经理，2004 年至 2017 年任恒辉有限执行董事、总经理，2008 年至 2014 年任缔怡织造执行董事、总经理，2015 年至 2018 年任江苏恒显新材料股份有限公司董事长、总经理等。2004 年 4 月加入公司，现任公司董事长、总经理，恒劭安防董事长、总经理，上海翰辉监事，恒尚材料执行董事、总经理，恒越安防执行董事、总经理，恒坤智能执行董事、总经理，恒诺材料董事长等职务。
姚海霞	董事	1971 年 10 月	初中学历，2004 年至 2008 年任恒辉有限财务部职员，2008 年至 2017 年任恒辉有限监事，2015 年至 2018 年任江苏恒显新材料股份有限公司监事等，2009 年至 2020 年任香港恒辉董事。2004 年 6 月加入公司，现任公司董事，恒劭安防董事等职务。
王鹏	董事	1995 年 1 月	硕士研究生学历，2017 年至 2018 年任木稼国际贸易(上海)有限公司董事、北京华通明略信息咨询有限公司研究员等。2018 年 2 月加入公司，现任公司董事、营销部业务经理，上海翰辉执行董事、总经理，恒诺材料董事，香港恒辉董事等职务。
张武芬	董事、 副总经理、 董事会秘书	1970 年 10 月	本科学历。1994 年至 2004 年任江南造船(集团)有限责任公司财务室主任，2004 年至 2008 年任上海东昌投资发展有限公司财务经理、销售经理，2008 年至 2009 年任浙江和润船业有限公司财务部经理，2009 年至 2011 年任吴江天奕投资管理有限公司常务副总经理兼财务总监，2011 年至 2013 年任上海博格工业用布有限公司财务总监，2013 年至 2017 年任上海数据港股份有限公司副总经理、财务总监、董事会秘书等，2017 年至 2021 年 5 月，任公司副总经理、财务总监、董事会秘书、董事等。2021 年 9 月至今，曾任公司财务总监，现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
丁晓东	董事、 副总经理	1981 年 8 月	本科学历。2008 年至 2012 年任南通延锋江森座椅有限公司生产高级主管，2012 年至 2016 年任佛吉亚(盐城)汽车部件系统有限公司新项目启动经理，2016 年至 2017 年任奥托立夫汽车安全系统有限公司生产经理等。2017 年 5 月加入公司，现任公司董事、副总经理。
袁秀挺	独立董事	1973 年 7 月	法学博士、博士后，现任同济大学法学院教授、博士生导师，担任中国知识产权法学研究会理事、中国科技法学会理事等学术职务。1994 年 8 月至 1997 年 2 月，就职于化工部成都有机硅研究中心，任技术员、助理工程师。2003 年 8 月至 2012 年 4 月，就职于上海市第二中级人民法院

院，任书记员、助理审判员、审判员。2012年5月至今，任同济大学法学院副教授、教授。曾担任思瑞浦微电子科技(苏州)股份有限公司、上海美农生物科技股份有限公司独立董事。

王朝生	独立董事	1974年4月	博士研究生学历，研究员。2001年至2005年任东华大学环境学院讲师、副教授，2005年至2012年任东华大学材料学院副研究员，2012年至今任东华大学材料学院研究员。2023年8月23日至今任公司独立董事。
浦敏敏	独立董事	1968年12月	本科学历，注册会计师。1991年7月至1997年8月任中国石化上海石油化工股份有限公司会计师；1997年9月至1999年8月任上海海华审计师事务所注册会计师；1999年9月至今任上海华益会计师事务所有限公司注册会计师。2023年12月29日至今任公司独立董事。
朱晓宁	董事、财务总监	1973年10月	本科学历，高级会计师，注册会计师。1994年至1999年任如东县审计师事务所项目负责人，1999年至2002年任如东东盛会计师事务所部门经理，2002年至2011年任南通永信联合会计师事务所部门经理，2011年至2017年任江苏如通石油机械股份有限公司财务总监，2017年至2022年任上海邦中高分子材料股份有限公司副总经理、财务总监，2022年至2024年任江苏亚泰化工有限公司财务总监，2024年4月加入公司。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司绑定核心团队个人利益，实施股权激励计划。坚持“力出一孔，利出一孔”的理念，对核心管理/技术/业务人才建立了有竞争力的、科学合理的薪酬管理体系和激励措施，并探索建立多层次长效股权激励机制。

公司于2023年进行首次限制性股票激励，计划以股票期权形式向共计61名激励对象授予限制性股148.6178万股，占公告时公司股本总额的1.0255%。其中，第一类限制性股票首次授予11名激励对象64.6854万股，占总数的43.52%；第二类限制性股票首次授予50名激励对象83.9324万股，占总数的56.48%。本次激励对象涵盖公司部分董事、高层管理人员以及其他核心管理/技术/业务人员。

本次限制性股票激励计划首次授予的限制性股票在授予日起满12个月后，分3期解除限售/归属，各期解除限售/归属比例分别为30%、30%和40%。公司设立业绩考核要求作为解除限售的条件之一，在2023-2025年会计年度中分年度进行业绩考核，公司业绩达成相应指标条件后即可行权。

表 4：2023 年限制性股票激励计划首次授予部分解除限售/归属安排及业绩考核指标

解除限售/归属安排	解除限售/归属期间	解除限售/归属比例	业绩考核指标
首次授予部分 第一个解除限售/归属期	自首次授予的限制性股票授予之日起 12 个月后的首个交易日起至限制性股票授予之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2022 年营业收入和扣除非经常性损益的净利润为基数，2023 年营业收入增长率不低于 40%；扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 40%。2 个业绩指标达成一个即满足解除限售条件。
首次授予部分 第二个解除限售/归属期	自首次授予的限制性股票授予之日起 24 个月后的首个交易日起至限制性股票授予之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2022 年营业收入和扣除非经常性损益的净利润为基数，2024 年营业收入增长率不低于 50%；扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 100%。2 个业绩指标达成一个即满足解除限售条件。
首次授予部分 第三个解除限售/归属期	自首次授予的限制性股票授予之日起 36 个月后的首个交易日起至限制性股票授予之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%	以 2022 年营业收入和扣除非经常性损益的净利润为基数，2025 年营业收入增长率不低于 100%；扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 200%。2 个业绩指标达成一个即满足解除限售条件。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业分析：功能防护手套前景广阔，超高分子聚乙烯供不应求

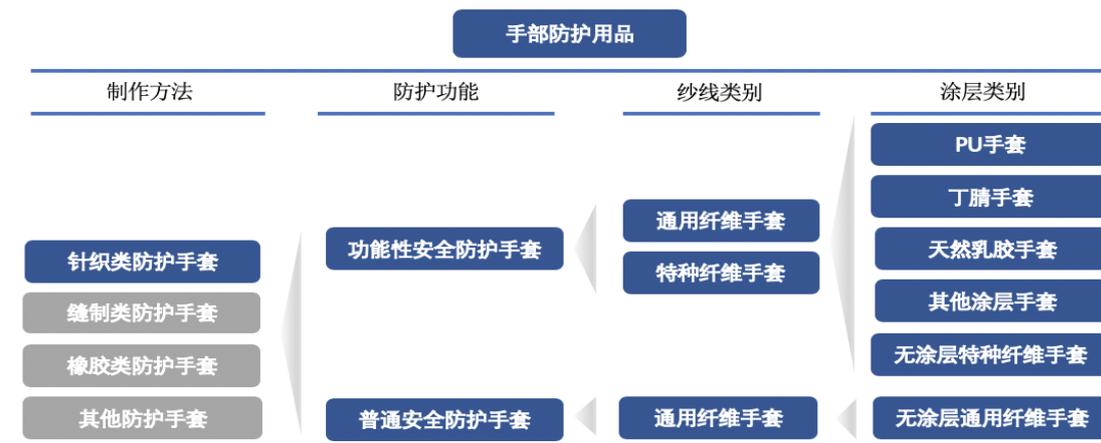
功能性防护手套：出口金额稳步增长，市场前景广阔

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

手部安全防护用品主要为各类手套，如安防手套、运动手套、普通手套等，并以安全防护手套为主。安全防护手套通过使用不同的材料及生产工艺，实现不同的防护功能，从而在可能遭遇撞压、擦割、高温、低温、电磁辐射、电离辐射、化学物质、微生物等劳动伤害的工作环境中保护手部免受或减轻伤害。安全防护手套根据其材料和制作方法不同，主要可分为针织类防护手套、面料或皮革缝制类防护手套、橡胶类防护手套及其他防护手套，其中，针织类防护手套中针织浸渍类防护手套占比较高，其制造水平、生产效率、防护性能等较为突出，是安全防护手套市场的主流产品。

功能性安全防护手套指具有防切割、防震、防化、防油污、高耐磨、防酸碱或防静电等特殊防护功能的手套。功能性安全防护手套按照纱线材质分类，可分为特种纤维类手套和通用纤维类手套，按涂层配方分类则可分为丁腈手套、PU手套、天然乳胶手套和其他涂层手套。

图 13: 手部防护产品分类



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 5: 按纱线材质分类的功能性安全防护手套

分类	构成及特征
特种纤维类	HPPE、芳纶等特种纤维及特种包覆纱加工而成，抗切割、防撕裂、阻燃烧、耐高温、耐化学腐蚀等性能突出
通用纤维类	锦纶丝、涤纶丝、全涤纱、涤棉纱等通用纤维及普通包覆纱等加工而成

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 6: 按涂层配方分类的功能性安全防护手套

分类	构成及特征
丁腈涂层	通过丁腈胶浸渍，具有良好的防切割、耐油、止滑、耐磨等性能
PU 涂层	通过 PU 胶浸渍，具有良好的止滑、柔软、透气、贴合度高等性能
天然乳胶涂层	通过天然乳胶浸渍，具有良好的耐低温、防水、止滑、耐磨等性能
其他涂层	通过 PVC、硅胶、氯丁橡胶等其他涂层浸渍，实现相应的防滑、防撞击、防酸碱等性能

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

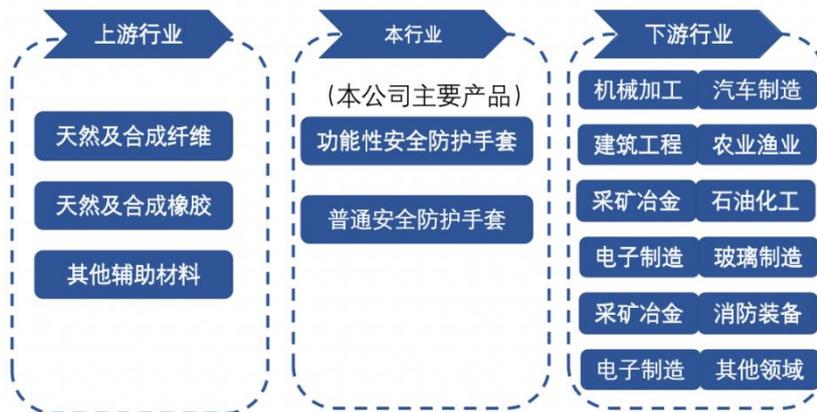
功能性安全防护手套行业在全球市场已形成相对稳定的市场格局。美国、日本、欧盟等发达国家和地区工业化起步较早，已成为主要消费地区，以美国 MCR Safety、美国 PIP、英国 Arco、日本 Showa、日本绿安全等为代表的行业内企业在全全球市场中占据主导地位，所在地区企业主要围绕技术水平、销售渠道、品牌影响力等方面展开竞争。中国、巴基斯坦、斯里兰卡、韩国等国家在全球制造业产业转移过程中，逐步嵌入到全球功能性安全防护手套产业链中，通过 OEM、ODM 等方式逐步发展成为生产制造中心。

我国安全生产及安全保护的法律体系和行业标准近年来不断完善。除《中华人民共和国劳动法》《中华人民共和国职业病防治法》《“十四五”国家应急体系规划》《“十四五”国家安全生产规划》等法规和政策颁布实施外，多部委出台多项关于个体防护装备配备的标准、规划及相关产业发展指导意见，将促使企业完善安全防护标准，提高人们的安全防护意识，为我国包括功能性安全防护手套行业营造更加良好的发展环境，促进安全防护用品市场的稳步发展。

我国是手部安全防护用品的主要出口国之一，手部安全防护用品出口额从 2012 年的 64.49 亿美元增长至 2021 年的 143.35 亿美元，增长 122.28%，2021 年我国手部安全防护用品出口额占全球总进口额的 32.38%。我国手部安全防护用品市场规模逐年增长，2021 年市场规模达 341 亿元，同增 12.0%。

联合国商品贸易统计数据库数据显示，我国功能性安全防护手套出口额从 2013 年的 30.32 亿美元增长至 2022 年的 38.36 亿美元，增长 26.52%，其中针织类功能性安全防护手套出口额从 2013 年的 15.17 亿美元增长至 2022 年的 27.30 亿美元，增长 79.96%。截至 2022 年，我国功能性安全防护手套出口额占全球进口额的比例为 59.35%，针织类功能性安全防护手套出口额占全球进口额的比例达 65.59%。

图 14：功能性安全防护手套产业上下游行业示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

超高分子量聚乙烯：需求缺口较大，技术研发要求高

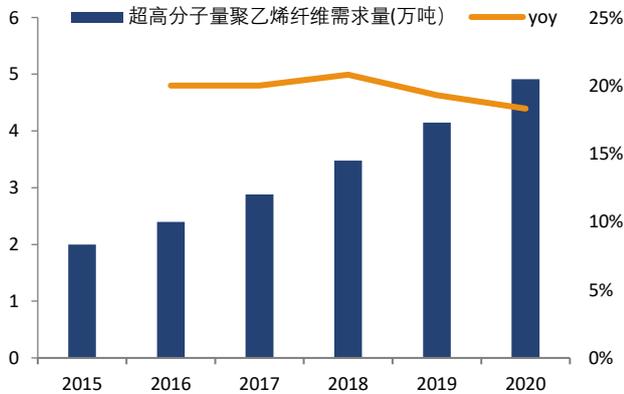
特种纤维主要为以芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等为代表的高性能纤维新材料，其高强度、防切割、防撕裂、耐高/低温、耐化学腐蚀、抗冲击、电磁波透射率高等物理机械及化学性能突出。

超高分子量聚乙烯纤维是继碳纤维和芳纶之后的第三大工业化高性能纤维，具有强度高、模量高、质量轻、化学稳定性好、耐光性好、耐低温、使用寿命长等特征，并具有良好的耐化学腐蚀、比能量吸收高、电磁波透射率高、摩擦系数低、突出的耐冲击和抗切割性能。超高分子量聚乙烯纤维应用广泛，包括防护材料、船舶和海洋工程、体育用品、航空航天、汽车零部件、纺织品等。随着超高分子量聚乙烯纤维在军事、航空航天以及民用领域的需求的提升，国内产业规模不断扩大、头部企业产能进一步提升将推动超高分子量聚乙烯纤维市场占有率提升。随着材料市场供应逐步扩充，以超高分子量聚乙烯纤维等材料编织而成的特种纤维类功能性安全防护手套市场需求将得到持续释放，逐步实现对通用纤维类功能性安全防护手套的替代。中国超高分子量聚乙烯纤维市场整体处于供不应求的状态，2015 年-2020 年国内市场总需求量以接近 20% 的速度保持增长，2020 年总需求量达到 4.91 万吨，同年总产能和总产量分别仅为 4.2 万吨和 2.1 万吨，面临较大的市场缺口。

公司在超高分子量聚乙烯纤维领域有多年的技术沉淀和生产经验，具备自身发展优势。公司深耕功能性安全防护手套领域多年，从安防手套出发、持续向行业上游的原材料领域积极探索。公司最早于 2015 年开始投入超高分子量新材料领域，2018 年正式成立恒尚新材料工厂，经过 8 年多的技术沉淀，目前已实现 3600 吨超高分

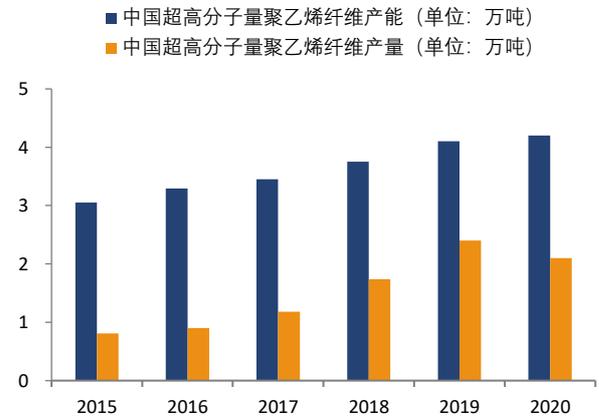
子聚乙烯纤维产能释放。公司建立柔性产品生产线，可满足 50D 到 1600D 的不同规格的超高分子量聚乙烯纤维的规模化生产。

图 15: 2015-2020 年中国超高分子量聚乙烯纤维需求量



资料来源：前瞻产业研究院，中国化学纤维工业协会，信达证券研发中心

图 16: 2015-2020 年中国超高分子量聚乙烯纤维产能与产量



资料来源：前瞻产业研究院，中国化学纤维工业协会，信达证券研发中心

表 7: MetalQ 超高分子量聚乙烯纤维产品系列

规格	断裂强度/ (cN/dtex)	断裂伸长率 /%	模量/ (cN/dtex)	防切割等级	备注
200D/60F	≥18	≤4.0	≥850	A2	MetalQ 白色
400D/120F	≥18	≤4.0	≥850	A3	MetalQ 白色
100D/60F	≥18	≤4.0	≥850	A3	MetalQ 灰色
150D/60F	≥18	≤4.0	≥850	A4	MetalQ 灰色
200D/60F	≥18	≤4.0	≥850	A4	MetalQ 灰色
250D/60F	≥18	≤4.0	≥850	A5	MetalQ 灰色
400D/120F	≥18	≤4.0	≥850	A5	MetalQ 灰色
500D/120F	≥18	≤4.0	≥850	A6	MetalQ 灰色

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

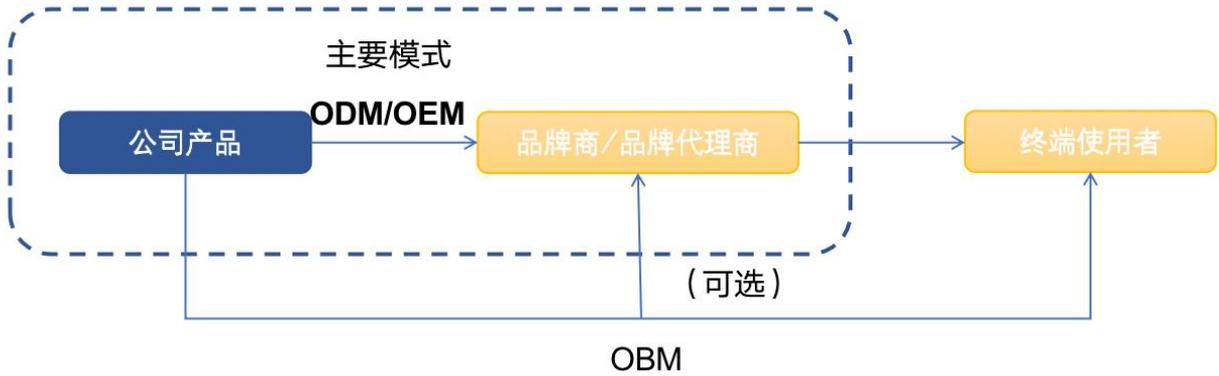
经营分析：打造功能防护手套龙头，智能化生产业内领先

销售模式：ODM/OEM 和自主品牌同时发力，打造国内外双市场销售体系

全球功能性安全防护手套进口国/地区主要集中在欧盟、美国和日本等发达国家和地区，2022 年其进口额占据全球功能性安防手套进口额约 70%。而出口国主要为中国、印度、斯里兰卡等国。

公司设有专门的销售部门负责市场推广和产品销售，主要通过参加展会、客户拜访及引荐、合作开发等方式获取客户初步合作意向，通过对客户需求进行技术指标转化、设计打样、样品检测、验厂等合格后，与客户最终建立合作关系，实现产品销售。

公司产品主要销往境外市场，产品主要为 ODM/OEM 贴牌形式。ODM 贴牌产品是公司响应客户订单要求，由公司设计产品并试制、改进，通过客户检测后进行量产；OEM 贴牌产品由客户设计，公司只需要按照客户提供的产品样式和工艺技术要求进行量产。两种类型贴牌产品利用间接销售的形式，生产后先销售给品牌商或品牌代理商，利用其品牌、产品体系和市场渠道向终端使用者销售。目前公司正在积极拓展直接销售形式，打造 OBM 自有品牌进行推广和销售。



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

品牌策略：打造 Best Grip、拳胜等自有品牌，进军国内安防手套市场

目前公司功能性安防手套销售主要集中在境外市场，细分市场包括日本、美国和欧盟等安全防护要求较高、意识较强的国家和地区，销售模式以直销为主。目前公司正通过自有品牌拓展澳大利亚、北欧、土耳其、南美洲等新兴市场，积极对接当地终端大客户、深化客户合作，强化核心产品的渠道布局。

自有品牌业务是公司未来业务发展的战略方向，目前公司自有品牌业务占比较小，且在地域与产品结构方面与贴牌产品错位发展。在以自主品牌业务为主的内销市场方面，公司进一步优化整合自主品牌营销方案，强化对流通批发渠道和工业用品大客户渠道的统筹布局，形成完善的营销网络基础。优化国内市场销售团队，以公司全新自主子品牌——拳胜、BESTGRIP 等，进军国内安防手套消费市场。

2017 年公司在日本创立 Best Grip 品牌，主要面向终端大客户、专注于中高端产品线，以客户需求为第一导向，开发高品质、高性能的机械防护手套，为汽车制造、建筑施工、电子电力、机械设备以及化工生产等领域提供一站式手部防护解决方案，主要产品远销美国、日本等市场。2021 年公司创立拳胜品牌，坚持“品质胜、技术胜、颜值胜”的理念、根据客户实际需求打造具有较强性价比的产品系列，主要面向批发流通市场，形成与 Best Grip 品牌不同的客户群体和销售市场。

图 22: Best Grip 品牌应用领域



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 23: 拳胜品牌产品系列



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

研发设计：创新驱动发展，持续推进新产品研发

公司持续推进功能性安全防护手套的研发及产业化。经过多年研发投入和工艺改进，掌握了数十种高性能涂层配方和浸渍工艺，以及高性能纤维新材料制备技术、百余种纱线包覆技术、针织技术、专用设备适应性改造技术等一系列核心技术和工艺。

公司自成立以来，始终专注于功能性安全防护手套的研发和产业化。为满足消费者多场景、多样化的使用需求，公司重点推进乳胶压纹、氯丁长筒防化、无盐磨砂、高耐用性手套、防切割手套、皮感 PU 等浸渍乳胶、丁腈、氯丁橡胶各胶种产品开发，提升手套防护性能和佩戴舒适度，巩固保持产品和技术领先地位。2023 年公司实现重金属含量低手套、13 针经济款防切割 C 级、乳胶发泡压纹、21G 防切割 A5 产品、彩点丁腈等多项科研项目的结题，同时与北化-彤程-华工签订合同，开展生物基可降解聚酯橡胶的应用开发。

在新材料领域，公司推动开放式研究和产学研协同发展，实现自主创新和合作创新相结合。在超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料的工艺制备、开发应用上不断加大研发投入，推动技术创新和突破。其中，2023 年公司重点研发 METALQ 防切割工程纤维、800D 超高强防弹纤维、原液着色超高分子量聚乙烯纤维、绳缆专用超高分子量聚乙烯纤维等，同时与江南大学签订了抗蠕变超高分子量聚乙烯纤维的开发。恒辉安防产业技术研究院创立高分子聚合物材料测试分析平台、高性能纤维测试分析平台和复合材料分析测试平台。子公司恒劭安防分析检测中心获得中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书；“江苏省绿色弹性体材料产业院士协同创新中心”获得立项批示。

表 8: 公司主要产品核心技术

类别	技术名称	技术来源	技术特点	所处阶段
核心涂层配方	高性能乳胶配方技术	自主创新	采用高分子量天然乳胶和低分子量其他合成胶乳液岛相混合技术，加入水相调节助剂来调整其稳定性、成膜性，大大提高乳胶的物理机械性能，进而提高了胶层的耐磨性和使用性能，EN388 的耐磨测试可以达到 6000 转以上(一般的乳胶产品在 2000 转以下)。	大批量生产
	丁腈超细发泡配方技术	自主创新	采用羧基丁腈胶乳有较强的粘结力，与水性聚氨酯胶乳有很友好的共混性，通过添加特殊的发泡剂和稳泡剂、独特的配料方法，并使用公司自制的打泡机器，使胶乳的泡孔均匀、细密，进而形成独特的附着胶层，在用水冲洗的情况下，能在纤维上附着薄薄的涂层，同时无纱线外露，形成最佳的交联体系，使胶乳的物理机械性能增强，胶层在透气、柔软的同时具备突出的耐磨特性。	大批量生产
	丁腈超薄发泡配方技术	自主创新	采用羧基丁腈胶乳较低的分子量、较低的固含量和较低的丙烯晴含量，通过添加特殊的发泡剂和稳泡剂、独特的配料方法，并使用公司自制的打泡机器，在粘度很低的情况下，通过特殊的固化方式，在手套芯表面附着一层薄薄的哑光胶层，在减少胶料消耗的同时，增强手套的贴合度。	大批量生产
	乳胶三浸磨砂配方技术	自主创新	采用三浸磨砂配方技术：第一层采用天然乳胶，通过水相调节助剂保证胶面的光滑性和超薄柔软性，并保证二层胶的附着性，使用特殊的硫化体系，达到一层与二、三层的共硫化性；第二层天然乳胶通过调色技术提升色彩层次感；第三层天然乳胶磨砂面采用特种配方，使其具有更好的附着性，用特殊的表面活性剂纱纹面抓握力强且不滑落；同时，使用特殊的硫化体系，保证在共硫化的过程中，三层胶达到最佳性能。该配方可使产品达到在寒冷环境下使用的效果。	大批量生产
	溶剂型聚氨酯配方技术	自主创新	采用湿法聚氨酯树脂在水的环境下产生多孔的特性，使用独特的配料方法，使手套胶料涂层兼具聚氨酯的耐磨特性和皮革手感。	大批量生产

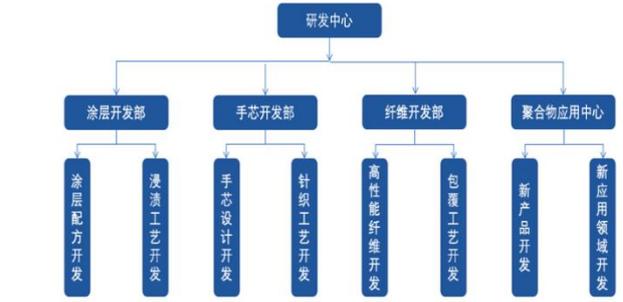
核心浸渍工艺	各类涂层与纤维的粘合技术	自主创新	公司拥有二十余种浸渍工艺，通过胶料涂层与纤维的有效粘合，进而实现手套的特殊防护性能：1、特殊的手型设计方案，达到纤维与手模模型的完美结合；2、特殊的胶凝体系，使涂层与纤维处于浸润并深入纤维1/3的厚度或完全渗透，保证手套良好的粘结性能；3、特殊的纹路处理体系、表面固化处理体系、一层胶与多层胶的复合技术、或特殊的超细发泡冲水技术等，实现产品的抓握力、胶面平整性、胶料与纤维的粘结强度、产品观赏性等；4、特殊的沥滤装置和沥滤液，清除胶凝体系的残留物质；5、通过计算物料平衡的热能，设定最佳时间，使胶层的物理机械性能达到最佳。	大批量生产
纤维材料制备	高性能纤维新材料制备技术	自主创新	公司通过对石墨烯的预处理等化学改性工艺得到一种新型的石墨烯浆料。该石墨烯浆料与纤维聚合物之间通过预混合、充分混合以及温度的控制，可以实现石墨烯片层与聚合物支链间的稳定的键合。再通过溶液pH值调整等工艺的控制得到纤维预混液，该预混液粘度适当，冻胶纺丝工艺无负担，最终得到均匀分散石墨烯的抗切割复合纤维材料。该类纤维新材料具备更高的强度和模量，并兼具更优良的抗切割、耐低温、耐化学腐蚀等防护性能和质量轻、贴合度高、使用寿命长等特点。同时，该产品的制备工艺更贴合产业化应用，具有工业化大规模生产的潜能。	前期研发
包覆及针织技术	纱线包覆针织技术	自主创新	公司使用特殊的包覆工艺，完成各类单包覆纱、双包覆纱，以及机械包覆纱、空气包覆纱等纱线，通过全电脑自动高速包覆机将各种材料如长丝、玻璃纤维、钢丝、玄武岩等，以及弹性原料如氨纶丝、尼龙丝、涤纶丝等包覆成各等级纱线原料，达到美标A2至A9等切割等级，并保持纱线弹性。	大批量生产
包覆及针织技术	手套针织技术	自主创新	手套针织主要分为双层编织、人性化编织、特种编织等。双层编织，主要为针织过程中将需要贴手原料置于内层，将具备特殊防护性能的原料置于外层，通过调节内外层手芯的材料、颜色，制成不同型号产品；人性化编织，主要为通过人性化编织设计改变指丫位置，使手套更贴手、更灵活；特种编织，主要为通过特殊机台将纱线根据需要制成毛圈状、拉绒等，从而达到防寒保暖的效果。	大批量生产
设备制造/改造技术	专用设备适应性制造/改造技术	自主创新	公司根据产品涂层配方和工艺的特性，对生产设备进行适应化、智能化、数字化制造与改造，如自制及改造胶凝体系浓度的检测系统、胶凝体系均匀性的旋转系统、位置控制的控制系统、表面纹路及表面固化的控制系统、一层胶保持粘性的风和温度控制系统、冲水用水的水压控制系统、沥滤水槽的COD控制系统、烘箱的物料与热量的平衡系统、整条生产线全自动控制系统等，通过该等技术，实现对设备运行速度、状态及环境设置详细的工艺参数，开展严格的工艺控制，提高产品质量稳定性。	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司设有专门的研发中心负责研发工作，而研发中心下设涂层开发部、手芯开发部、纤维开发部和聚合物应用中心，分别负责对应产品及技术的研发工作。公司研发费用呈上升趋势，由2016年的0.1亿元增长至2023年的0.50亿元，年度复合增长率25.77%。

图 24: 公司获权威机构认证情况

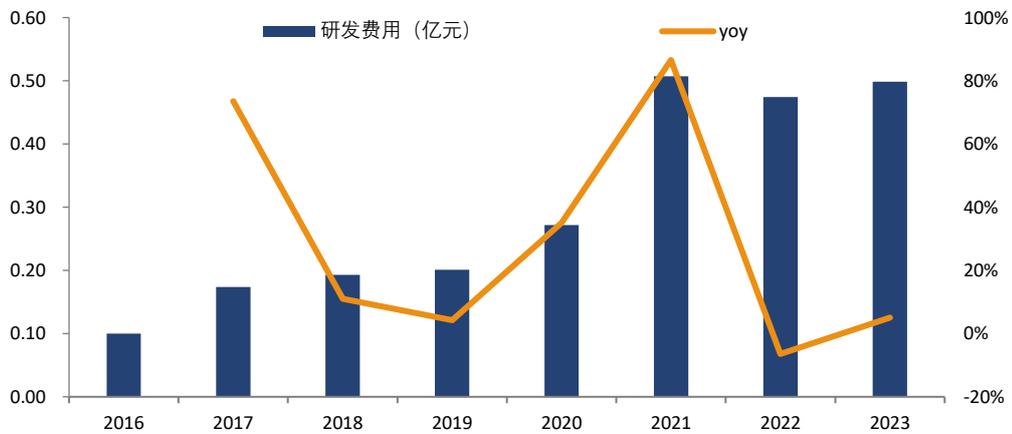
图 25: 公司研发机构设置情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 26：2016-2023 年公司研发费用变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 9：公司主要研发部门设置情况

部门	职能内容
研发中心	参与公司总体战略制定，并根据公司战略编制年度新产品研发及工艺改进计划；负责制定公司各产品、工艺的技术要求和规范，新产品、新工艺的可行性分析；负责研发部门日常管理等。
涂层开发部	负责丁腈、PU 胶、天然乳胶等涂层的配方研发；各浸渍工艺的持续改进；各新产品、新工艺的开发、试制；协助解决涂层生产线的技术问题等。
手芯开发部	负责手芯的外观、选材、针织工艺等的设计、研发；持续改进手芯加工工艺等。
纤维开发部	负责高强高模聚乙烯纤维、石墨烯特种纤维等高性能纤维材料的研制及包覆工艺的持续改进等。
聚合物应用中心	负责个人防护用品领域新产品和手部安全防护用品新应用领域新产品的研究和技术攻关等。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

智能生产：柔性管理+智能化应用，全面提升企业生产管理

2021 年恒坤智能装备公司成立，为公司提供智能制造和智能装备解决方案。目前主要服务于集团内部业务。

公司实行柔性管理和智能化应用相结合，推动企业生产管理全面提升。公司坚持从“开源”和“节流”两方面持续推进生产提质增效、全面提升客户满意度；以全面质量提升、缩短标准交期为核心抓手，努力提升客户的满意度及合作粘性。在全面质量提升方面，通过进一步明确质量职责、完善质量评审、塑造质量品牌等方式，全力打造产品质量亮点工程。在缩短标准交期方面，通过订单资源合理分配，实现均衡生产，通过人力资源灵活调动，实现柔性生产；同时综合运用全面生产管理（TPM）、全面质量管理（TQM）等管理方法，提升生产的稳定性。

公司持续推进智慧化改造、数字化转型工作。2023年公司持续升级 ERP 系统，从原来的单组织 ERP 软件，切换到“金蝶·云星空”多组织集团化平台管理，初步实现 ERP 和智能制造执行系统（MES）、办公自动化（OA）之间的数据高度集成，在智慧排产、集成物流、精益生产、数字化管控方面成效显著；优化 HR 系统，提升人力资源管理水平，为企业的集团化运作提供坚实有效的信息化支持。

图 27: 公司自动浸胶产线



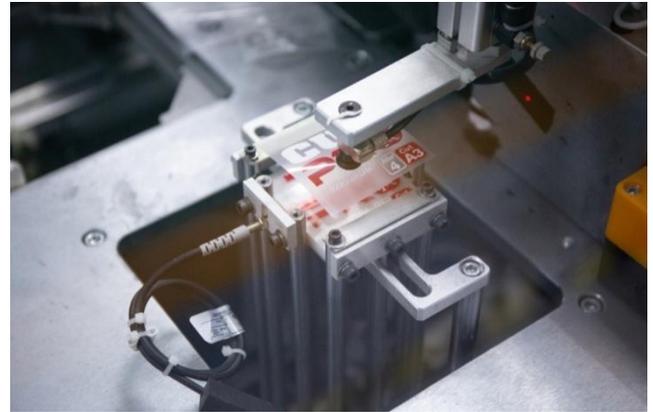
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 29: 公司 AGV 自动化产品运输系统



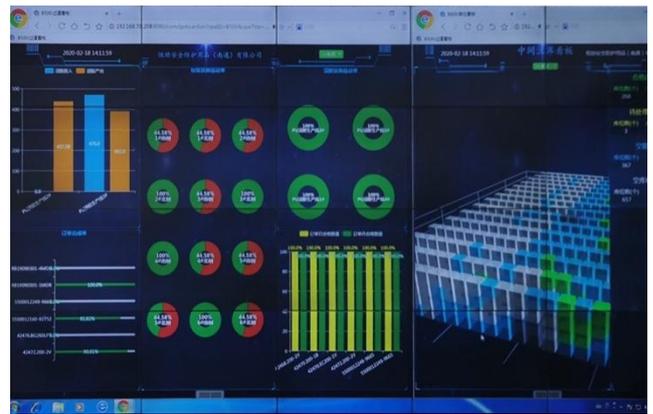
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 28: 公司自动热转印系统



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 30: 公司 MES 生产系统



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

未来成长：防护手套降本提升渗透率，超高分子聚乙烯持续扩产

公司着眼于长期发展，在巩固成熟的安防手套板块的同时，向产业链上游延伸，以超高分子量聚乙烯纤维材料为主线，积极布局新材料领域。公司成立子公司恒越安防，恒辉安防产业园建成投产，安防手套、新材料产能逐步释放，现有手套产线智能化改造后有望实现降本增效。此外越南工厂建设持续推进，产能释放有助于海外订单拓展。

防护手套行业持续成长，国内渗透率持续提升

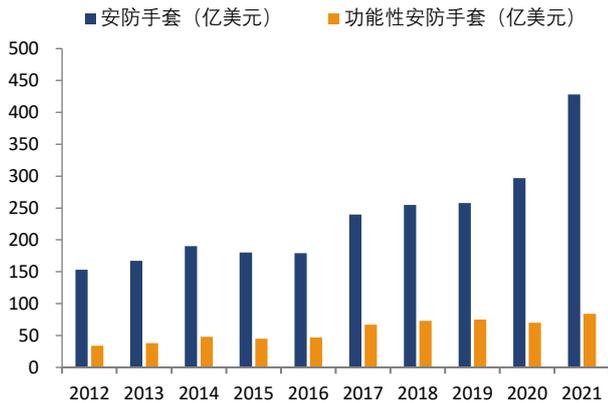
欧美等发达国家和地区安全意识较高，新兴市场起步较晚但发展迅速，境外防护手套市场持续增长。近年来全球功能性安防手套进口额总体上升，由 2012 年 153 亿美元上升至 2019 年 258 亿美元，其中功能性安防手套占比从 2012 年 22% 上升至 2019 年 29%，占比迅速提升。2020 年后受疫情影响，全球安防手套进口额大幅提升，由于橡胶制外科医用手套市场迅速扩张，功能性安防手套占比有所下降。

境内防护手套市场规模不断扩张。以我国为代表的发展中国家安全防护意识较弱，安防用品市场起步较晚。但国内产业工人基数大，且随着手部防护意识不断提高以及相关劳动保护政策出台，行业发展潜力大。根据智研

瞻产业研究院和中国纺织品商业协会数据和预测，中国功能性手套行业市场规模已由 2018 年的 45.72 亿元上升至 2023 年的 55.68 亿元，年度复合增长率 4.02%。思瀚产业研究院预计 2026 年我国手部安全防护用品行业市场规模将达到 566 亿元，功能性安防手套市场规模将达到 61.42 亿元。

海外业务持续拓展，长期合作大客户韧性较强。公司于 2016 年与境外大客户美国 MCR Safety 公司合资成立恒劭安全防护（南通）有限公司，其中公司占股 80%，MCR Safety 子公司孟菲斯亚洲占股 20%。利用对方品牌渠道和售后服务代理，打进美国高端安防手套市场。公司也试点利用商超渠道同步销售中低端产品。除欧美市场以外，公司利用自有品牌以日本市场为切入口，逐步进入澳大利亚、土耳其、南美洲及非洲市场。公司大客户韧性较强，与多个海外大客户合作多年，形成较为稳定的合作关系。

图 31：2012-2021 年全球安防手套进口额



资料来源：UN Comtrade，华经产业研究院，信达证券研发中心

图 33：2017-2026 年我国手部安防用品行业市场规模预测



资料来源：公司公告，中国纺织品商业协会《中国劳动防护用品行业大数据》，信达证券研发中心

公司境内市场渗透率有望进一步提升。国内企业在手部防护领域投入较美国等发达国家明显偏低，产业工人手套更换频率相对较低。近年来以部分国企和大型私企为代表的企业更加注重规范化、安全化生产，加大对员工手部防护用品的投入。部分企业选择以国内企业生产的手套替代进口产品，对中高端产品的需求也逐步提高。公司除 2022 年已开发的比亚迪、隆基、吉利等企业客户外，2023 年还与约翰迪尔、潍柴、天合光能、合共创等企业建立合作关系，并通过阳光采购平台向部分央企销售功能性安防手套等产品。我国一线产业工人基数较大，加之相关安全规范和劳动保护政策的出台，未来公司有望进一步拓展大企业客户以及终端零售业务，提高国内市场渗透率。

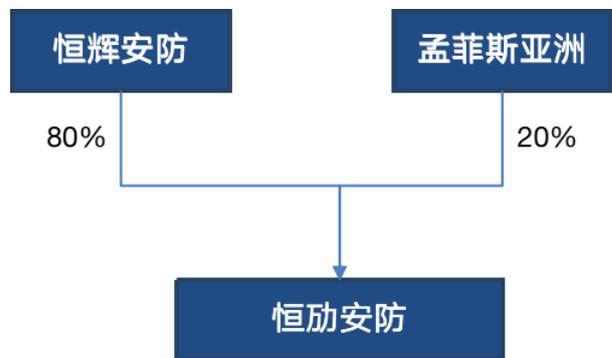
境内外工厂项目快速推进，智能化生产实现降本增效

图 32：2018-2030 年中国功能性手套行业市场规模及预测



资料来源：智研瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 34：子公司恒劭安防股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司积极布局海外，投资建设越南工厂。公司拓展海外生产基地，通过香港子公司在越南北部投资建设年产 1600 万打功能性安全防护手套项目，构建海外生产基地和营销渠道建设。工厂位于越南北部芒街地区，距中方边境口岸仅约半小时车程，所在产业园配套设施良好，地理位置较为优越。公司充分利用越南当地的税收和政策优惠以及人力、用地、物流运输的低成本优势，规避进出口关税风险，公司预计将于 2025 年下半年实现产能释放。越南工厂主要面向欧盟、美国市场，在既有客户业务的基础上将助力公司拓展新的海外客户。

公司生产线智能化改造，降本增效提质升级。公司是功能性安防手套领域较早进行智能化、数字化自主探索、应用的企业之一，目前主要生产车间各生产单元广泛链接、信息（IT）运营（OT）深度融合，“互联网+”及创新管理技术协同制造效益显著，多个车间已通过江苏省省级智能制造示范车间认定。公司现有的智能化改造的生产线能够实现人工及各类费用的降低，成本的降低可以帮助公司向客户让利、提升客户满意度。在智能化改造的基础上，公司推动销售模式从原有的 OEM、ODM 向 OBM 转变，将交货周期缩短，在保证产品质量的同时降低成本、压缩交货周期。

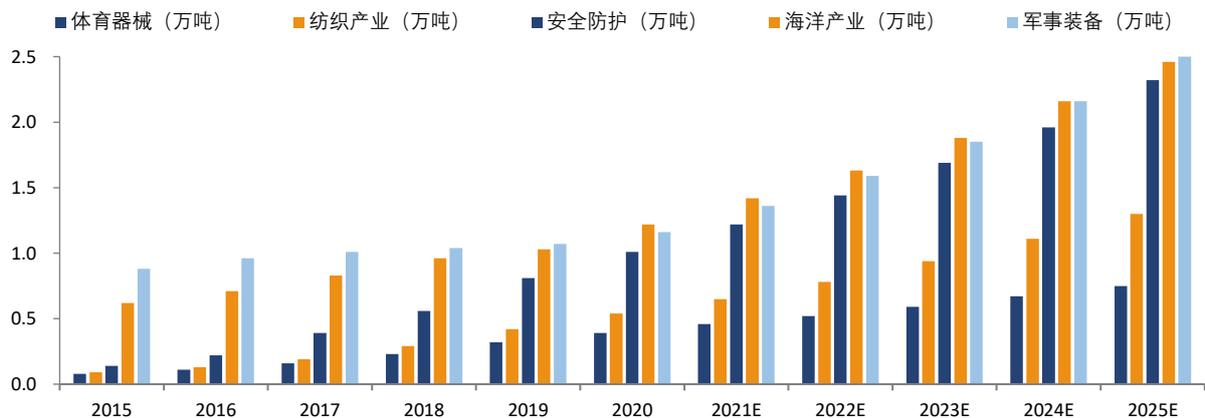
新材料行业景气度高，发行可转债推动扩产

公司发布可转债募集计划，投资超高分子新材料扩产。公司计划募资 5 亿元人民币用于年产 4800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目，推动超高分子新材料产能进一步扩张。公司此前已通过前次募集资金以及自有资金建设了年产 2400 吨超分子量聚乙烯纤维项目并已逐步实现投产。本期 4800 吨产能释放后，公司新材料年产能将达到 7200 吨，成为国内为数不多能够实现超分子量聚乙烯纤维及其复合材料规模化生产的企业之一。新产线投产后公司产能翻倍，有利于进一步拓展客户。

此外公司计划分三期进行年产 11 万吨生物基可降解聚酯橡胶项目的投资建设，项目已经完成前期可研论证分析、立项备案、环评批复，项目用地已经获批，目前正在进行深化工程设计和能评报审评审阶段。

超高分子新材料行业景气度高，应用领域较为广泛。国内超分子量聚乙烯纤维需求持续提升，其中军事装备、海洋产业、安全防护、纺织产业以及体育器械领域需求较大。根据前瞻产业研究院的预测，2025 年军事装备领域对超分子量聚乙烯纤维需求将达到 2.5 亿吨左右。公司开展超分子量新材料业务将首先满足自身功能性安防手套的原材料需求，实现双业务共同发展。此外公司与相关研究院所积极对接，合作开展超分子量聚乙烯纤维在风电叶片材料的研究和开发，并在军事装备高端家纺、海洋产业、体育器材等领域推出一系列产品，重点产品包括防弹纤维及相关衍生产品、海洋渔业缆绳、高端床上用品等。

图 35: 2015 至 2025 年中国超分子量聚乙烯纤维市场细分领域发展情况



资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

表 10: 超分子量聚乙烯纤维应用领域

领域	绳缆制品	纺织织物	无纺布物	复合材料
----	------	------	------	------

军事装备	海上布雷网、降落伞绳	降落伞、伪装网	软质防弹衣	坦克车装甲板、轻体装甲车车身、武装直升机装甲板、通讯指挥车防弹车身、防弹头盔等
海洋产业	系泊缆、拖网缆、拖牵缆、海上养殖业用缆	海上挡油堤、捕鱼拖网、围网	海水过滤膜结构	轻便船体及构间、海堤围坝、海洋专用箱体
安全防护	安全吊装带、软质手铐、安全绳索等	防割手套、防锯割工作服、防刺服	防刺服	防弹衣高性能插板、防弹盾牌
体育器材	登山绳索、钓鱼线、球拍网线、风筝绳、弓弦	船帆、吹气船、击剑服	训练用反弹毛毡	赛艇、射箭弓、滑雪橇、曲棍球棒、钓鱼竿
建筑业	货物吊绳、防护网、货物吊网	强力包装工具	护卫面料	安全帽、特种围栏
生物医药	缝线	手术防割套	医疗安全包装	X室抗屏蔽工作台
运输业	柔性集装箱、起吊绳索、车辆牵引绳、气球拉绳	蓬盖布、运输带	防割防刺箱包	特种轻型箱体、抗冲击包装箱
防洪	填石网兜	耐水浸包装袋	轻便拒水用具	抗冲击围栏、轻型救生艇
通讯	光缆加强芯	线路保护面料	防割填充物	无线发生整流罩

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 11：公司超高分子聚乙烯纤维业务及产品

主要产品系列	下游应用领域	下游应用产品
防切割手套专用	安全防护	防割手套、防切割服等
防弹防刺防割防爆	国防警用	防弹衣、防刺服、防护板等
绳网带专用	海洋产业、体育器材、军事装备	拖网缆、登山绳索、钓鱼线、降落伞绳等
高端家纺专用	家纺行业	床垫、床单、被套等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值

我们认为：

- 1) 公司借助自身多年供应链、研发积累，成长为安防手套生产龙头，且新产业园项目投产后将提升竞争力，拓展中端手套市场，成长空间进一步打开。我们预计 2024-26 年公司实现功能性防护手套收入为 12.34/16.20/21.06 亿元，同增 31%/31%/30%。
- 2) 公司继续推动超高分子聚乙烯材料投产，积极拓展下游客户资源，在满足手套自用生产的同时提高外销比例，推动收入增长。我们预计 2024-26 年超高分子聚乙烯业务实现收入 1.33/2.69/3.55 亿元，同增 355%/102%/32%。
- 3) 公司功能性防护手套未来将拓展下沉市场，但同时产能快速扩大，生产自动化程度、规模效应有望提升，因此我们预测公司手套业务毛利率保持稳定，超高分子聚乙烯业务产能释放，且生产稳定性提升后毛利率将持续增长。公司控制费用支出，收入规模扩大后期间费用率有望下降。

综上，我们预测公司 2024-26 年实现收入 13.75/18.97/24.69 亿元，同增 40.7%/37.9%/30.2%，实现归母净利润 1.79/2.52/3.39 亿元，同增 69.5%/40.3%/34.6%，业绩成长空间较大。

表 12：公司收入与盈利预测（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	893	977	1,375	1,897	2,469
增速	-5.9%	9.4%	40.7%	37.9%	30.2%
归母净利	122	106	179	252	339
增速	31.5%	-13.1%	69.5%	40.3%	34.6%
毛利率	25.0%	25.1%	26.1%	26.2%	26.4%
EPS	0.84	0.73	1.23	1.73	2.33

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

功能性手套行业上市公司数量相对较少，我们选取华利集团、伟星股份、南山智尚、同益中等优质纺织类公司作为对比，2024年可比上市公司平均PE为18.30倍，公司2024年PE为14.93倍，我们看好公司功能性防护手套成长空间较大，超高分子聚乙烯业务快速成长贡献边际增量，目前估值相对于同行处于较低水平。我们认为考虑公司未来成长空间及业绩增速，给予合理估值为2024年22倍，对应目标价27.06元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300979.SZ	华利集团	68.38	798	24.96	20.85	17.99	15.79	2.74	3.28	3.80	4.33
002003.SZ	伟星股份	13.01	152	27.10	23.23	20.33	17.58	0.48	0.56	0.64	0.74
300918.SZ	南山智尚	10.76	39	19.21	15.37	12.96	11.57	0.56	0.70	0.83	0.93
688722.SH	同益中	11.82	27	17.38	13.74	10.10	8.10	0.68	0.86	1.17	1.46
	行业平均			20.67	18.30	15.35	13.26				
300952.SZ	恒辉安防	18.40	27	25.31	14.93	10.64	7.91	0.73	1.23	1.73	2.33

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为2024年6月17日收盘价；华利集团、伟星股份、南山智尚、同益中为wind一致预期；

风险因素

贸易摩擦风险：公司下游以出口为主，如果海外客户受贸易摩擦等政治因素影响减少从国内进口功能性防护手套，将影响公司收入增长。

人民币汇率波动风险：人民币汇率下行将有可能导致纺织出口企业营收缩水，对公司盈利水平造成不利影响。

新业务拓展不达预期风险：公司超高分子聚乙烯业务发展处于早期，对外销售比例较低，如果公司新客户拓展不达预期将影响公司业绩增长。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	580	803	887	1,103	1,451	
货币资金	151	166	95	162	358	
应收票据	2	3	5	5	8	
应收账款	171	225	271	361	394	
预付账款	12	14	15	21	27	
存货	214	304	401	454	554	
其他	30	92	100	99	110	
非流动资产	932	1,069	1,261	1,494	1,666	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	601	699	832	998	1,102	
无形资产	113	109	139	169	199	
其他	218	261	291	327	366	
资产总计	1,512	1,871	2,149	2,596	3,117	
流动负债	333	476	567	754	924	
短期借款	40	105	55	55	55	
应付票据	18	13	21	26	35	
应付账款	219	304	418	577	714	
其他	55	54	73	96	120	
非流动负债	111	220	220	220	220	
长期借款	32	151	151	151	151	
其他	79	69	69	69	69	
负债合计	444	696	788	974	1,145	
少数股东权益	36	61	68	77	89	
归属母公司股东权益	1,032	1,114	1,293	1,545	1,884	
负债和股东权益	1,512	1,871	2,149	2,596	3,117	

重要财务指标

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	893	977	1,375	1,897	2,469	
同比(%)	-5.9%	9.4%	40.7%	37.9%	30.2%	
归属母公司净利润	122	106	179	252	339	
同比(%)	31.5%	-13.1%	69.5%	40.3%	34.6%	
毛利率(%)	25.0%	25.1%	26.1%	26.2%	26.4%	
ROE%	11.8%	9.5%	13.9%	16.3%	18.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.73	1.23	1.73	2.33	
P/E	22.01	25.31	14.93	10.64	7.91	
P/B	2.60	2.41	2.07	1.73	1.42	
EV/EBITDA	13.64	16.07	8.59	6.26	4.57	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	893	977	1,375	1,897	2,469	
营业成本	669	731	1,016	1,400	1,816	
营业税金及附加	10	10	14	19	25	
销售费用	19	31	41	51	62	
管理费用	48	46	58	80	104	
研发费用	47	50	69	95	123	
财务费用	-12	1	3	6	5	
减值损失合计	-2	-1	0	0	0	
投资净收益	2	0	3	4	5	
其他	39	22	41	57	74	
营业利润	151	130	219	307	413	
营业外收支	-1	0	0	0	0	
利润总额	149	130	219	307	413	
所得税	23	19	33	46	62	
净利润	126	111	186	261	351	
少数股东损益	4	5	7	9	12	
归属母公司净利润	122	106	179	252	339	
EBITDA	193	204	326	437	555	
EPS(当年)(元)	0.84	0.73	1.23	1.73	2.33	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金	191	104	292	439	521	
净利润	126	111	186	261	351	
折旧摊销	56	73	107	128	142	
财务费用	-5	3	16	15	15	
投资损失	-2	0	-3	-4	-5	
营运资金变动	11	-87	-14	39	18	
其它	4	4	0	0	0	
投资活动现金流	-175	-260	-297	-356	-310	
资本支出	-318	-216	-300	-360	-315	
长期投资	142	-44	0	0	0	
其他	0	0	3	4	5	
筹资活动现金流	13	172	-66	-15	-15	
吸收投资	4	26	0	0	0	
借款	72	234	-50	0	0	
支付利息或股息	-19	-32	-16	-15	-15	
现金流净增加额	34	15	-71	67	196	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，八年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。