

同益中（688722.SH）

超高分子量聚乙烯+芳纶双轮驱动，军民需求市场前景广阔

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学纤维

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

证券分析师： 薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120001

事项：

1) 公司以“超高分子量聚乙烯+芳纶”高性能纤维为双支点，打造以“纤维+复材”为核心的产品体系。超高分子量聚乙烯（UHMWPE）纤维、芳纶纤维、碳纤维是三大高性能纤维，公司深耕 UHMWPE 纤维领域 30 余年，通过“技术纵深+应用纵横”双轮驱动，形成 UHMWPE 纤维全产业链布局。2024 年 12 月公司收购国内间位芳纶行业龙头超美斯 75.8% 股权，打开第二成长曲线；

2) 公司是全球 UHMWPE 纤维行业龙头，下游防弹制品、机器人腱绳领域有望拉动需求快速增长。公司实际控制人为国家开发投资集团，截至 2024 年底，公司 UHMWPE 纤维产能达 7960 吨/年，位居国内第二、全球第三，包括新泰分公司 4060 吨/年、优和博 3000 吨/年、通州分公司 900 吨/年，以及 2175 吨/年无纬布产能和配套防弹制品。公司军工资质健全，产品覆盖防弹装备、海洋工程、航空航天等高壁垒领域，客户遍布全球 50 多个国家和地区。传统业务方面，战时格局以及欧洲武装重组拉动高质量 UHMWPE 纤维以及防弹用品需求；新兴业务方面，UHMWPE 纤维由于优异的耐冲击性和耐磨性成为机器人腱绳的重要材料之一，未来随着人形机器人的需求放量，机器人腱绳有望成为 UHMWPE 纤维新的需求增长点。

3) UHMWPE 纤维行业景气低点已过，公司 2024 年营收与归母净利润逐季环比提升。2023 年以来，UHMWPE 纤维行业受到新增产能投放、防弹制品订单下降、出口政策变化等影响，整体盈利能力有所下滑。根据公司业绩快报，2024 年营收 6.5 亿元（同比+1.4%），分季度分别为 1.1/1.4/1.7/2.2 亿元，归母净利润 1.3 亿元（同比-15.3%），分季度分别为 0.18/0.30/0.34/0.48 亿元。公司全年营收和归母净利润逐季环比提升。

4) 收购国内间位芳纶龙头超美斯，持续打造公司以“纤维+复材”为核心的“3+X”未来纤维产业体系。截至 2024 年底，超美斯具备间位芳纶纤维产能 5000 吨/年，并具备芳纶纸产能约 2000 吨/年，芳纶纸下游主要用于绝缘防护、蜂窝芯材领域，未来受益于飞机、轨交、电气设备等下游快速增长。

5) 维持盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 1.3/1.9/2.2 亿元，同比增速为-15.5%/46.4%/15.5%，摊薄 EPS 为 0.58/0.85/0.98 元，对应 PE 为 30.3/20.7/17.9x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司形成 UHMWPE 纤维+无纬布+防弹制品全产业链布局，收购超美斯布局芳纶业务

工艺研发阶段：1994 年 3 月，公司设计出第一条 UHMWPE 纤维试验线。1999 年 6 月，北京同益中在开发区注册成立，成为超高分子量聚乙烯纤维产业化研究开发的企业。2000 年 5 月，北京同益中公司成为国内首批实现 UHMWPE 纤维产业化的企业。

技术突破阶段：2005 年 7 月，北京同益中创新开发了连续式生产工艺和设备，第二代生产线通过中国纺织工业协会的验收鉴定。2006 年 3 月，北京同益中研发的第三代生产线实现了柔性化生产，纤维产品发展到 30 多种，PE 纤维种类齐全，可满足各个领域应用客户的需求。2009 年 12 月，北京同益中荣获中国专利优秀奖和国家科技进步二等奖。2010 年 6 月，北京同益中研制成同益中防弹头盔、陶瓷复合板、宽幅连续 PEUD 和芳纶 UD、手套等下游产品。2012 年 3 月，公司实现 UHMWPE 纤维产量 550 吨，第四代超高分子量聚乙烯纤维生产线投入使用，公司翻开新篇章。

扩大规模阶段：2015 年 5 月，公司取得“军队合格供应商”资质。2016 年 8 月，公司租赁山东泰丰控股集团有限公司新材料分公司厂房设备进行生产扩能，厂房面积 25000 平米，新增产能 750 吨。2017 年 8 月，公司在山东年产 4060 吨 UHMWPE 产业化项目开始基地建设。2018 年 8 月，正式更名为北京同益中新材料科技股份有限公司。2019 年，公司开始建设山东新泰的超高分子量聚乙烯纤维成果转化基地。

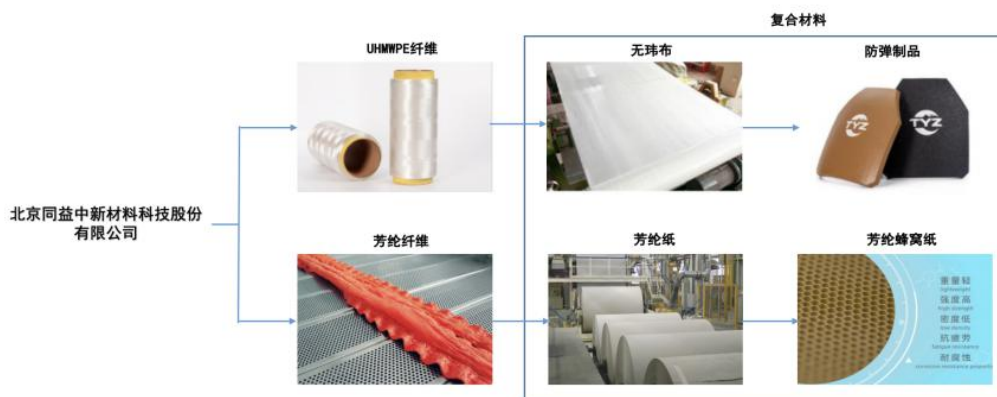
多元布局阶段：2021 年 4 月，公司成功在上交所创业板上市。2022 年 4 月，公司年产 4060 吨超高分子量聚乙烯纤维产业化项目（一期工程）复材项目正式投产。2022 年 11 月，公司收购优和博 70%股权，扩大 UHMWPE 纤维产能。2023 年 2 月，公司入选国资委“创建世界一流专业领军示范企业名单”，成为首批 200 家入选企业之一。2024 年 12 月，公司发布公告拟以 2.4 亿元收购超美斯 75.8%股权，并已于 2025 年 1 月底交割完毕，进一步完善公司的战略业务布局，发展“超高分子量聚乙烯纤维+芳纶”双支点，推动公司打造以“纤维+复材”为核心的“3+X”未来纤维产业体系。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司主要产品

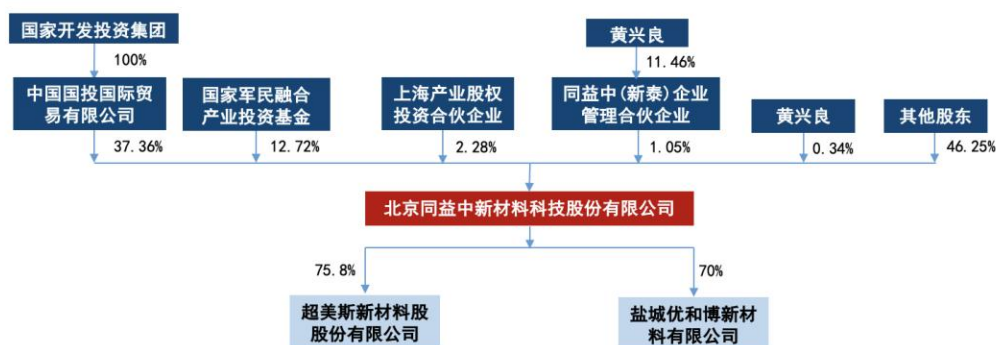


资料来源：公司招股说明书，超美斯官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司实控人为国家开发投资集团，股权结构集中

公司控股股东为中国国投贸易有限公司，持有公司 37.36%的股权。国家开发投资集团有限公司通过持有国投贸易 100%股权间接控制公司，是公司的实际控制人。公司还有多只产业基金参股，国家军民融合产业投资基金持有 12.72%股权，上海产业股权投资合伙企业（有限合伙）持有 2.28%股权。此外，包含董事长黄兴良在内的同益中（新泰）企业管理合伙企业（有限合伙）持有 1.05%股权，董事长黄兴良直接持有 0.34%股份。

图3：公司股权结构

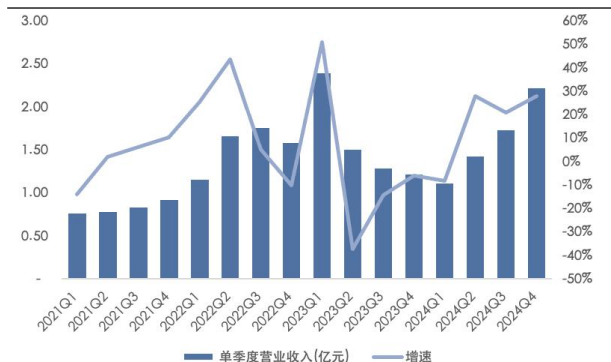


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司重视研发投入，2024 年营收与归母净利润逐季环比提升

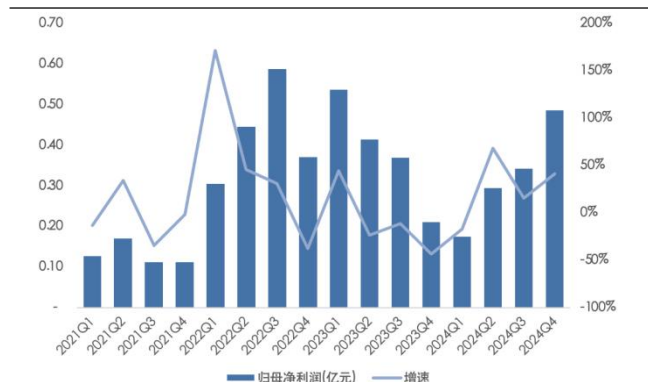
全球 UHMWPE 需求扩大，2024 年营收和归母净利润逐季增长。根据公司业绩快报，2024 年营收 6.5 亿元（同比+1.4%），分季度分别为 1.1/1.4/1.7/2.2 亿元，归母净利润 1.3 亿元（同比-15.3%），分季度分别为 0.18/0.30/0.34/0.48 亿元。公司全年营收和归母净利润逐季环比提升。

图4: 同益中单季度营业收入及环比增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

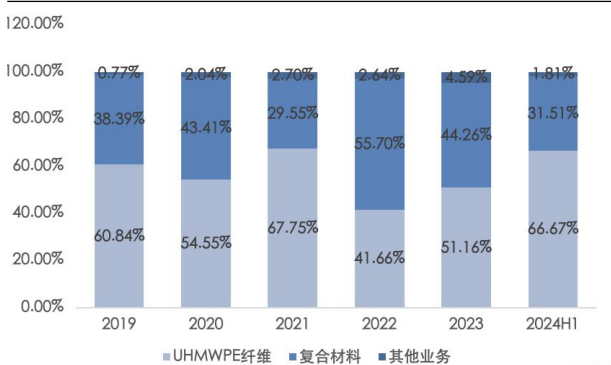
图5: 同益中单季度归母净利润及环比增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

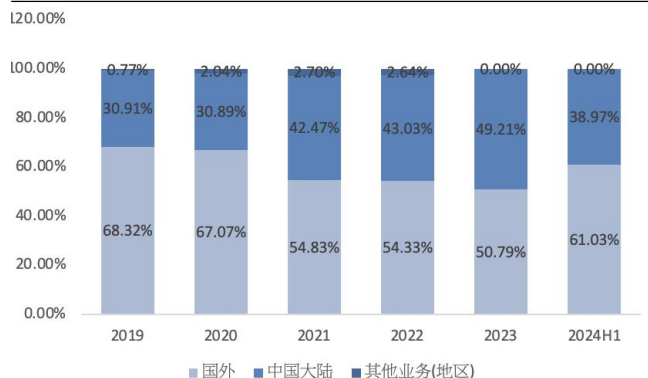
公司主营业务为 UHMWPE 纤维和复合材料(无纬布、防弹制品)的生产和销售, 截止 2024 上半年公司 UHMWPE 纤维和复合材料的营收占比分别为 66.67%和 31.51%。2024 年公司超高分子量聚乙烯纤维新增产能 2640 吨/年, 包括新泰分公司募投项目 2240 吨/年、优和博三期项目 1000 吨/年, 同时退出部分高成本老旧产能。无纬布产能新增 1250 吨/年, 主要为新泰分公司募投项目。受益于公司新增产能释放, 公司主页业务营收稳步上涨。从产品销售地区来看, 2024 年上半年公司 61.03%营收来源于中国大陆, 38.97%营收来源于海外地区, 产品远销亚洲、欧洲、非洲等 50 多个国家和地区。

图6: 同益中分业务营收结构 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

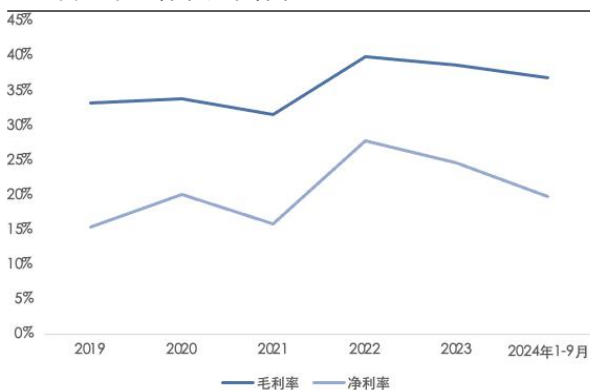
图7: 同益中分地区营收结构 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

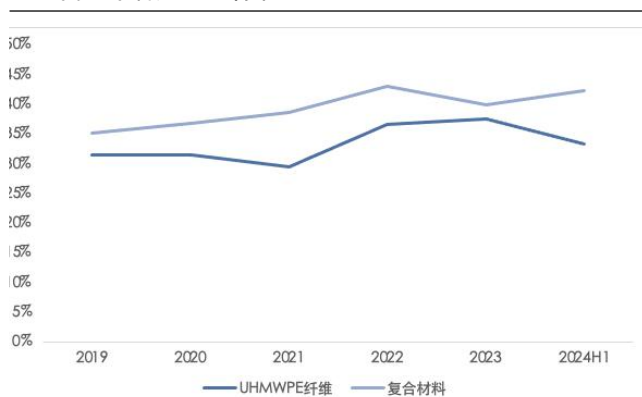
净利率受期间费用影响下滑, 重心向复合材料转移。2024 年 1-9 月公司毛利率和净利率分别为 36.9%和 19.74%, 同比下降 6.05%和 23.30%。2023 年以来, 受到行业新增产能投放、防弹制品订单下降、出口政策变化等影响, 行业整体盈利能力有所下滑, 净利率方面, 受期间费用率攀升的影响, 下滑幅度较大。从产品分类来看, 2024 年上半年公司 UHMWPE 纤维和复合材料的毛利率分别为 33.42%和 42.23%, 近年来公司将业务重心逐步向毛利率更高的产业链下游延伸, 将超高强型的 UHMWPE 纤维进一步加工成无纬布和防弹制品后对外销售。

图8: 同益中毛利率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

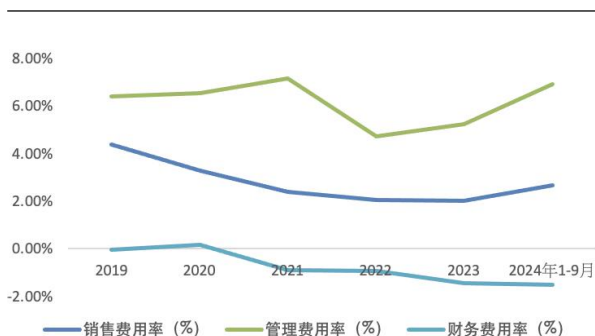
图9: 同益中各产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

期间费用逐年攀升, 研发费用增速稳定。2024 年 1-9 月公司期间费用为 6,002 万元, 期间费用率为 14.04%。2024 年 1-9 月公司研发费用 2,561 万元, 研发费用率为 5.99%。2019 年至今, 公司研发费用逐步递增且增速稳定, 不断加大研发投入, 持续提升 UHMWPE 纤维及复合材料的性能。

图10: 同益中期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 同益中研发费用和研发费用率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 超高分子量聚乙烯 (UHMWPE) 纤维是三大高性能纤维之一, 下游防弹制品、机器人腱绳领域有望拉动需求快速增长

超高分子量聚乙烯纤维性能优异, 应用广泛。超高分子量聚乙烯纤维是目前工业化高性能纤维材料中比强度和比模量最高的纤维, 是分子量在 100 万以上的聚乙烯树脂所纺出的纤维 (普通聚乙烯的分子量一般在 4-12 万), 其断裂伸长率高于碳纤维和芳纶, 柔韧性好, 在高应变率和低温下力学性能仍然良好, 抗冲击能力优于碳纤维、芳纶等, 是一种非常理想的防弹、防刺安全防护材料。超高分子量聚乙烯纤维具有超高强度、超高模量、低密度、耐磨损、耐低温、耐紫外线、抗屏蔽、柔韧性好、冲击能量吸收高及耐强酸、强碱、化学腐蚀等众多的优异性能, 被广泛应用于军事装备、海洋产业、安全防护、体育器械等领域。

表1: 超高分子量聚乙烯纤维与其他材料对比

纤维类别	密度 (g/cm³)	强度 (GPa)	模量 (GPa)	断裂伸长率 (%)	使用温度 (°C)
超高分子量聚乙烯纤维	0.97	2.6~4.5	87.0~172.0	3.5	<90
碳纤维	1.8	3.5~7.0	230.0~460.0	0.5~1.4	2000
对位芳纶	1.44	2.7~3.3	70.0~120.0	2.4	250
间位芳纶	1.38	0.55~0.66	13.8~16.6	20.0~22.0	204
E-玻璃纤维	2.53	3.45	73	4.5	-

资料来源：南山智尚可转换公司债券募集说明书，国信证券经济研究所整理

产能方面，2024 年全球 UHMWPE 纤维行业总产能约达 10 万吨/年，中国产能约为 6.9 万吨。海外厂商中，美国埃万特（2022 年收购荷兰帝斯曼相关业务），美国霍尼韦尔，日本东洋纺占据大部份海外产能比例，日本三井石化和日本帝人也生产少量的 UHMWPE 纤维。中国厂商中，九州星际是最大的超高分子量聚乙烯纤维厂家，年长 3 万吨/年，同益中和千禧龙纤产能分别为 7960 吨/年和 7500 吨/年，南山智尚 3600 吨产能也已全部投产达产。行业前七家产能合计占比超过 90%，市场高度集中，规模效应显著。

表2: 中国厂商 UHMWPE 纤维产能（截止 2024 年底）

企业	产能情况（吨/年）
九州星际	30000
同益中	7960
千禧龙纤	7500
爱地高分子	5000
南山智尚	3600
仪征化纤	3300
长青藤	3000
恒辉安防	3000
江苏璟邦（原锦尼玛）	3000
星宇安防	1200
康隆达	1000
总计	68560

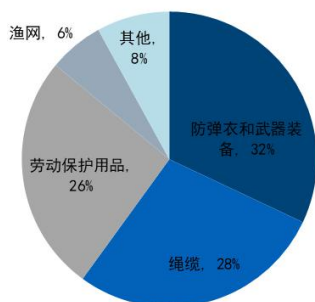
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

需求端方面，我国超高分子量聚乙烯纤维的需求量持续较快增长，需求主要来源于军事装备、海洋产业和安全防护等领域。2023 年我国超高分子量聚乙烯纤维需求量达 3.38 万吨，2018-2023 年年均复合增长率为 14.6%。由于超高分子量聚乙烯纤维优异的性能，在军事、海洋防护等领域的需求持续增长。

国内 UHMWPE 纤维各下游领域需求相对平均。根据《中国化工新材料产业发展报告（2018）》，中国市场超高分子量聚乙烯纤维下游应用领域中，防弹衣和武器装备占比约 32%，防切割手套占比约 28%，缆绳材料占比约 26%，体育器材占比约 6%，其他占比约 8%，各领域需求相对平均。

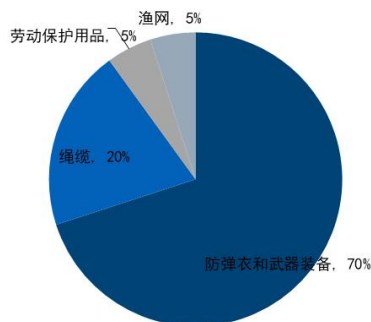
欧美市场 UHMWPE 纤维主要应用于军事防务。目前，欧美市场超高分子量聚乙烯纤维下游应用领域中，防弹衣和武器装备占比约 70%，绳缆占比约 20%，劳动防护占比约 5%，渔网占比约 5%。

图12: 国内 UHMWPE 下游消费结构



资料来源：同益中招股说明书，国信证券经济研究所整理

图13: 欧美地区 UHMWPE 下游消费结构



资料来源：同益中招股说明书，国信证券经济研究所整理

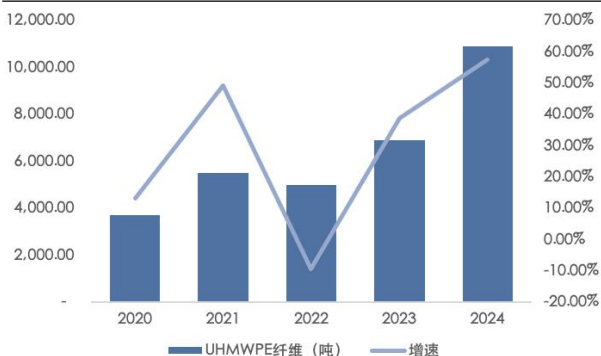
UHMWPE 纤维是机器人腱绳重要的备选材料。在人形机器人领域，驱动系统一直是研究的重点。目前驱动机构技术方案多由“行星齿轮箱+丝杠+腱绳”结构组成。UHMWPE 纤维由于优异的耐冲击性和耐磨性成为腱绳材料的重要技术方案。随着人形机器人的放量，机器人腱绳有望成为 UHMWPE 纤维新的需求增长点。

2025 年 3 月，欧盟提出武装重组计划，计划旨在未来四年筹集约 8000 亿欧元用于本土的防务升级。此外，欧盟委员会表示会借给欧盟国家 1500 亿欧元以资助大规模重新军备计划的计划，主要应用于防空和导弹防御、火炮系统、导弹和弹药、无人机和反无人机系统。在防务政策上，欧盟包括《弹药生产支持法案》(ASAP)、欧洲国防基金和 EDIRPA。欧盟委员会还提出了 2025 年后欧洲国防工业计划，这些计划使得 UHMWPE 纤维及其复合材料需求增大。

中国 UHMWPE 纤维进口量逐年衰减，随着产能释放预计后续出口量减少。2019 年至 2022 年期间出口量持续下滑，从 363.42 吨锐减至 51.45 吨，其中 2020 年降幅达 73.88%；2022 年国内防弹产品需求量暴涨，因此出口量达到低谷。但由于国内产能还并未完全释放，所以 2023 和 2024 年进口量有所上升。

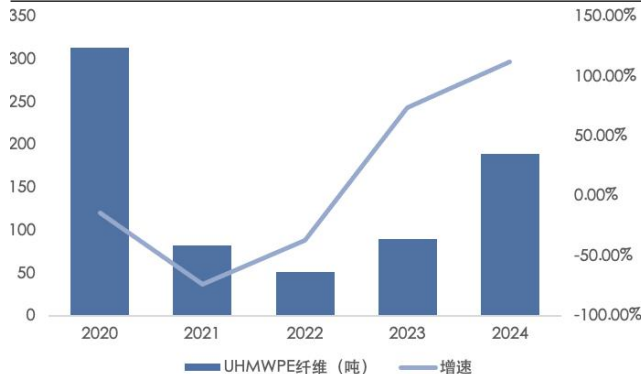
中国 UHMWPE 纤维出口量在 2020 年至 2024 年间呈现波动增长趋势。从 2020 年的 3,688.46 吨逐年攀升至 2024 年的 10,887.70 吨，整体增幅显著。2024 年增速尤为突出，达到 57.45%，这得益于有关 UHMWPE 纤维出海政策的完善与落地。

图14: 超高分子量聚乙烯纤维出口量及增速（吨、%）



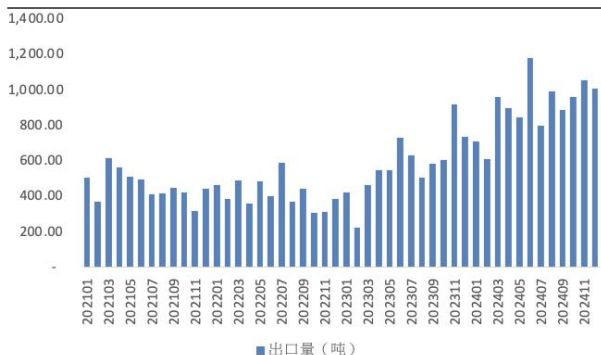
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图15: 超高分子量聚乙烯纤维进口量及增速（吨、%）



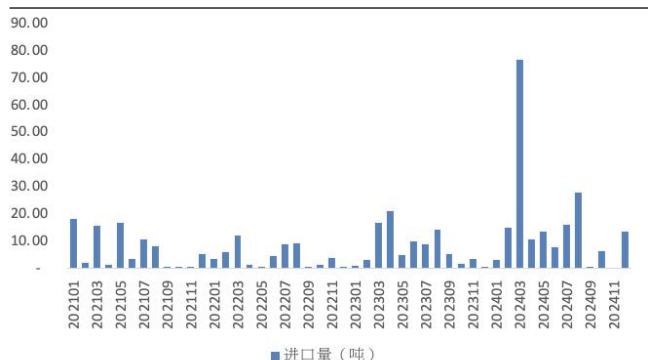
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图16: 2021-2024 年超高分子量聚乙烯纤维出口量（吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图17: 2021-2024 年超高分子量聚乙烯纤维进口量（吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

随着欧盟武装重组计划和我国 UHMWPE 纤维产能逐渐释放，预计后续 UHMWPE 纤维及其复合材料的出口量递增，进口量减少，海外市场需求预计持续扩大。

◆ 公司 2024 年新增产能顺利投产，持续推动降本增效

公司是国内超高分子量聚乙烯纤维及复材龙头，截至 2024 年底主要产能为 7960 吨/年超高分子量聚乙烯纤维、2175 吨/年无纬布及配套防弹制品产能。2024 年公司超高分子量聚乙烯纤维新增产能 2640 吨/年，包括新泰分公司募投项目 2240 吨/年、优和博三期项目 1000 吨/年，同时退出部分高成本老旧产能；无纬布产能新增 625 吨/年，主要为新泰分公司募投项目。2023 年以来，受到行业新增产能投放、防弹制品订单下降、出口政策变化等影响，行业整体盈利能力有所下滑；2024 年下半年以来，随着行业出口政策落地、国内外防弹制品需求回暖，行业景气度触底回升。公司受益于新增产能释放，2024 年纤维、无纬布产销量均创历史新高，同时公司持续推动降本增效，有效抵消了纤维价格下降的影响，主营业务毛利同比略增，实现全年营业收入的增长。

表3: 同益中产能梳理（截止 2024 年底）

主要产区/项目	2024 年底产能（吨/年）	较 2023 年产能变动说明
通州分公司（UHMWPE 纤维）	900	
同益中（UHMWPE 纤维）	0	老旧产能退出 600 吨/年
新泰分公司（UHMWPE 纤维）	4060	募投项目新增 2240 吨/年
盐城优和博（UHMWPE 纤维）	3000	三期项目新增 1000 吨/年
小计（UHMWPE 纤维）	7960	
北京复材（无纬布）	300	
新泰分公司复材（无纬布）	1875	募投项目新增 625 吨/年
小计（复材无纬布）	2175	

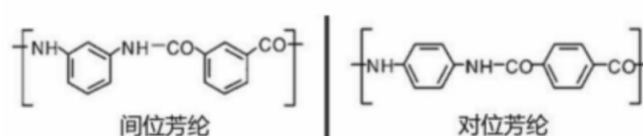
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

打造成本领先优势，逐步加大国产原料比重。UHMWPE 纤维的主要原材料为超高分子聚乙烯粉末，即超高粉。目前国外掌握超高分子聚乙烯粉末制备工艺的主要为美国、日本等大型跨国企业。2018-2020 年，同益中进口超高粉采购额占超高粉总采购额的比例分别为 92.09%、98.77%、99.58%。同期，同益中对 TTC 公司采购超高粉的采购金额占其进口超高粉的采购金额比例大约分别为 100%、99.79%、100%。近年来，随着下游需求的快速增长，我国 UHMWPE 行业发展迅速，截至 2024 年 8 月，国内 UHMWPE 在产产能合计约为 25 万吨/年，在建产能 34 万吨/年，拟建产能 48 万吨/年。2024 年，随着国内超高分子量聚乙烯产能逐渐加大以及公司降本增效的策略开展，公司目前与国内外供应商都有合作，目前正在逐步加大国产原料比重。

◆ 芳纶纤维是世界三大高科技纤维之一，其产物芳纶纸被用于航空航天、电绝缘等重要领域

芳纶全称为“芳香族聚酰胺纤维”，是当今世界三大高科技纤维（碳纤维、芳纶纤维、高强高模聚乙烯纤维）之一，国家“十二五”战略性新兴产业发展规划中重点发展的新材料。芳纶依据分子结构，即酰胺基与苯环之间的连接位置的不同，主要分为间位芳纶和对位芳纶两种，通常称为芳纶 1313 和芳纶 1414。间位芳纶纤维以其良好的阻燃耐高温性、耐磨性、低收缩性、化学结构稳定性、耐酸碱和有机化学品腐蚀性，主要应用于高温防护服、电绝缘和高温过滤等领域。对位芳纶纤维是一种新型高科技合成纤维，它具有优异的物理机械性能、热稳定性、阻燃性及优良的电绝缘性能等，其强度是优质钢材的 5-6 倍，模量是钢材的 2-3 倍，韧性是钢材的 2 倍，而重量仅为钢材的 1/5。对位芳纶纤维的连续使用温度范围极宽，在 -196℃-204℃ 范围内可长期正常运行，在 150℃ 下的收缩率为 0，在 560℃ 的高温下不分解不熔。

图18：间位芳纶和对位芳纶化学结构

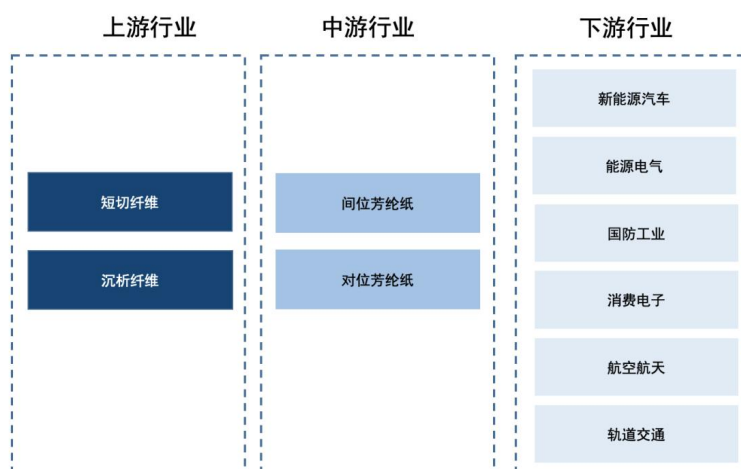


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

芳纶纸，又称“聚芳酰胺纤维纸”，一种性能优异的新材料，广泛应用于各类制造业领域。芳纶纸是以芳纶短切纤维和芳纶沉析纤维为主要原材料，经纤维分散，通过湿法成形技术制备成纸，再经高温整饰制得的一种高性能新材料，其化学结构稳定、机械性能优良，具有高强度、耐高温、本质阻燃、绝缘、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通信、国防军工等重要领域。

按照原材料划分，芳纶纸可以被划分为间位芳纶纸和对位芳纶纸。间位芳纶纸产品是以间位芳纶短切纤维和间位芳纶沉析纤维制成的一种特种纸，具有高强度、耐高温、耐腐蚀、本质阻燃和优良的电绝缘性能。对位芳纶纸以对位芳纶短切纤维和间位芳纶沉析纤维为主要原材料制得，与间位芳纶纸相比，对位芳纶纸在强度、耐高温等性能指标方面具有明显优势。

图19：芳纶纸行业产业链结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

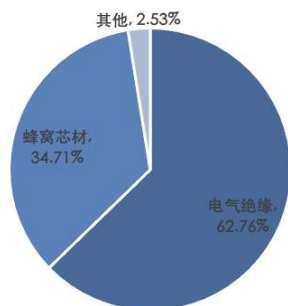
◆ 收购芳纶行业龙头超美斯，进一步打造高性能纤维产业体系

超美斯从事芳纶产品的研发、生产和销售，目前主要产品为间位芳纶纤维、芳纶纸和芳纶蜂窝纸。公司生产的芳纶 1313 纤维包括本白纤维和原液染色纤维两大系列。芳纶纤维具有良好的隔热性、阻燃性，主要应用于个体防护领域，包括军警、消防、电力、气体、冶炼等防护场景；芳纶纸具有高强度、本质阻燃、耐高温等特点，广泛应用于新能源、轨道交通、电子通讯、电力电气等重要领域；芳纶蜂窝纸则是由芳纶纸加工成的蜂窝材料，具有质量轻、强度高、耐高温、阻燃、低烟雾毒性、承载和抗压性能好等特点，应用在飞机制造、新能源、地铁、轻轨、高铁列车、高速船、游艇的制造和内部装饰。近年来，还用于幕墙板、天花板、地板、隔板的装饰和家具制造。

间位芳纶纸主要被用于电气绝缘和蜂窝芯材两方面。全球市场中，电气绝缘和蜂窝芯材是主要应用领域；而中国市场则高度集中于电气绝缘，占比达 91%，蜂窝芯材占比显著低于全球水平，占比 7%，其他用途占 2%。中国在电力设备等领域的快速发展推高了电气绝缘需求，而蜂窝芯材应用相对滞后，中国在航空航天或高端复合材料市场仍有很大空间。

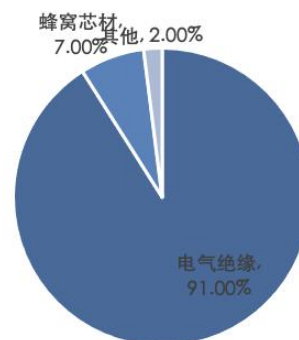
芳纶纸作为高性能绝缘材料的需求与行业整体扩张呈现协同增长趋势，芳纶纸在绝缘材料中的应用场景如电机绕组、变压器、高压设备持续拓宽。2019 年至 2024 年，中国绝缘材料产量从 216.2 万吨增至 265.1 万吨，复合增速达 3.7%，其中 2022 年增速高达 8%，或受益于新能源产业爆发对绝缘材料的强劲拉动。尽管 2023 年增速回落至 2%，但 2024 年回升至 4%。

图20：间位芳纶纸全球下游应用占比（%）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

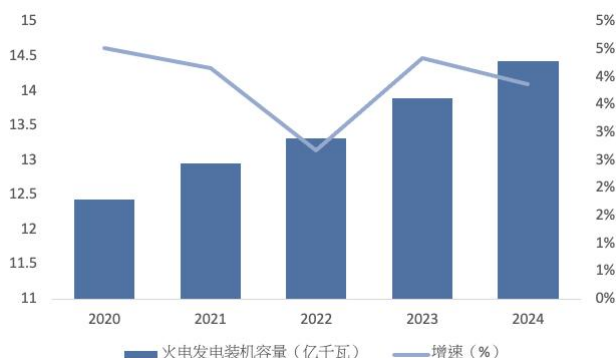
图21：间位芳纶纸中国下游应用占比（%）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

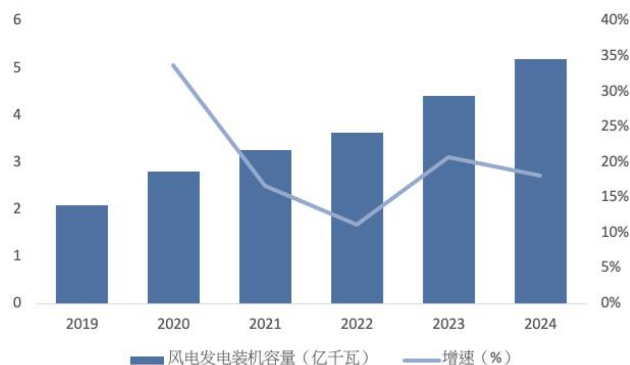
总装机容量持续扩张，芳纶纸需求基础稳固。芳纶纸通过“高性能绝缘+耐极端环境+轻量化”三重特性，成为现代发电机的关键材料。中国发电装机容量的高速增长（尤其是风电）为芳纶纸提供了明确增长赛道。芳纶纸经常应用于电动机的散嵌和成型线圈之中，并且芳纶纸还能减少槽间绝缘的损坏，提高设备耐久和使用寿命。在水电机中，磁极是水轮发电机的重要组成部分，磁极铁芯经常使用芳纶纸作为极身绝缘材料。中国发电装机容量从 2019 年 20.1 亿千瓦增至 2024 年 33.49 亿千瓦，复合增速达 10.8%，其中 2023-2024 年增速显著提升至 13%-15%，主要受益于新能源装机爆发。另外，“双碳”目标下，风电、水电等清洁能源装机占比提升至 2024 年 35%，风电发电装机增速最为显著，高性能绝缘材料需求结构性倾斜。

图22: 火电发电装机容量 (亿千瓦, %)



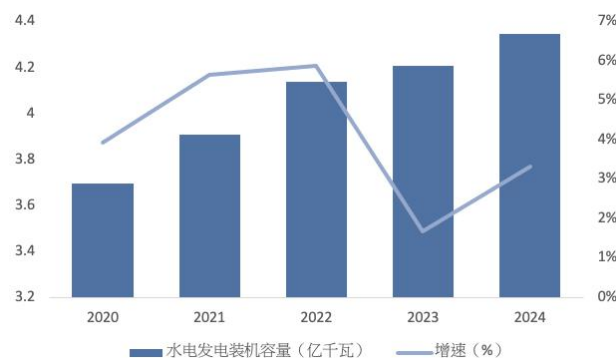
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图23: 风电发电装机容量 (亿千瓦, %)



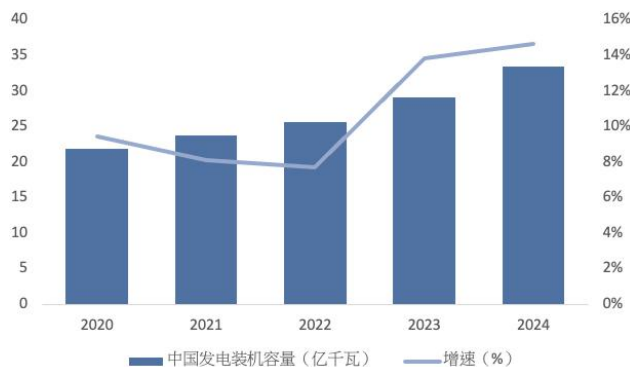
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图24: 水电发电装机容量 (亿千瓦, %)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

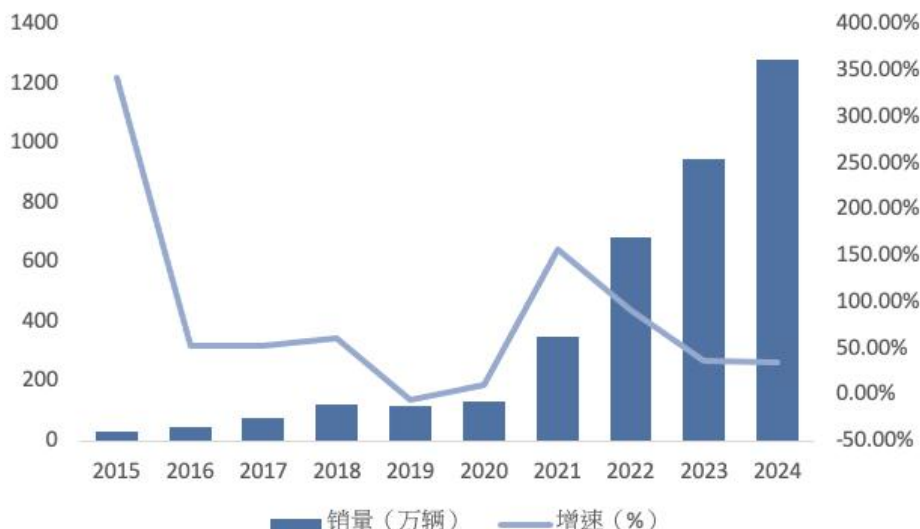
图25: 中国发电装机容量 (亿千瓦, %)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

新能源汽车蓬勃发展, 芳纶纸需求量日益增长。近年来, 随着以旧换新、新能源汽车下乡等利好政策的持续落地实施, 以及车企新产品逐步上市, 汽车市场进一步释放消费潜力, 对优质绝缘材料和涂覆隔膜材料的需求持续增长。以芳纶为主要涂覆材料的芳纶涂覆隔膜是锂电池隔膜市场极具发展潜力的新产品之一, 使隔膜的耐高温性、抗穿刺性、抗氧化性、综合寿命和性能都得到了大幅提升。根据中国汽车工业协会显示, 中国新能源汽车销量从2015年33.1万辆增至2024年1,286.6万辆, 复合增速高达58%, 其中2021-2022年受政策与市场驱动, 增速超150%与93%, 2024年仍保持35.5%高增长。汽车产销量提升伴随芳纶纸的需求量递增, 未来新能源汽车市场发展前景不容小觑。

图26: 中国新能源汽车销量和增速（万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

中国芳纶纸市场呈现显著增长态势。市场规模从2018年46.97亿元增至2022年73.46亿元，其中2022年增速显著，主要受益于新能源车、风电等领域需求爆发。消费量同步扩张，从2017年2,742吨增至2021年4,215吨，预计2028年将达12,357吨，增量主要来自高压电气设备、动力电池绝缘及航空复材的渗透率提升。市场驱动力包括“双碳”政策下清洁能源投资加速、国产替代降低成本（以及芳纶纸在超薄化、耐高温等技术创新中的应用突破，行业已进入“规模扩张+技术升级”双轮驱动的高景气周期。

图27: 中国芳纶纸市场规模与增速（亿元，%）



资料来源：观研报告网，国信证券经济研究所整理

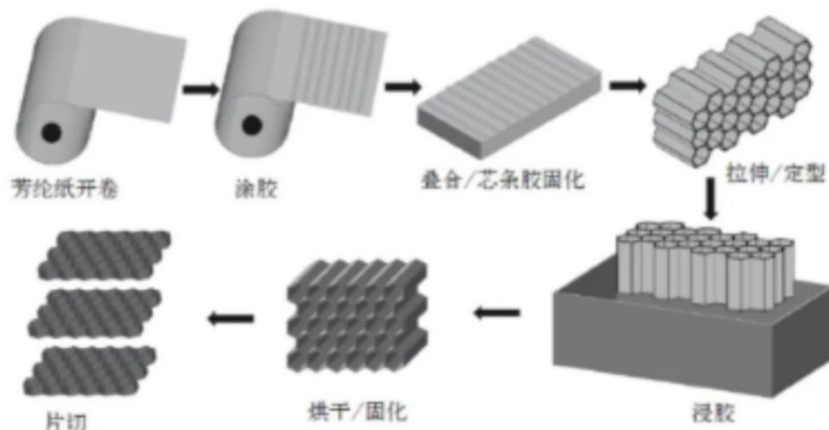
图28: 中国芳纶纸消费量（吨）



资料来源：QY Research，国信证券经济研究所整理

芳纶纸蜂窝是由芳纶纸经涂胶、叠合、热压、切边、拉伸、定型、浸胶、固化等一系列复杂工艺制作而成，具有天然蜂巢的六边形结构。首先，在芳纶纸上涂上胶条，在涂胶辊上有特定宽度和间隔的凹槽，把胶条转印到芳纶纸上。相邻两层芳纶纸错位叠合，通过热压使胶条固化。在叠合成叠板后，拉伸其成蜂窝状，通过烘烤，释放掉回弹应力，使蜂窝定型。再通过浸胶处理，填充孔隙，得到可供加工切割的成品蜂窝。

图29：芳纶纸蜂窝芯材制作工艺



资料来源：中国复合材料工业协会，国信证券经济研究所整理

芳纶纸在飞机机舱门、发动机罩、机翼等多个部位广泛应用。芳纶纸蜂窝芯材与面板结合制成夹层结构，能够在满足飞机设计轻量化需求的同时，保证强度和刚度。在两层面板间添加芳纶纸蜂窝芯材这种轻质、刚性的夹芯材料能够在不显著增加重量的情况下，大幅提升承载能力。B-58 高速轰炸机应用蜂窝夹芯材料的面积占整个飞机外形面积的 85% 以上。F-111 型战斗机采用蜂窝夹芯材料占外形面积的 90% 以上。我国国产大飞机 C919 的客货舱地板以及客机舱门皆采用芳纶蜂窝材料。

图30：芳纶纸在飞机上的主要应用

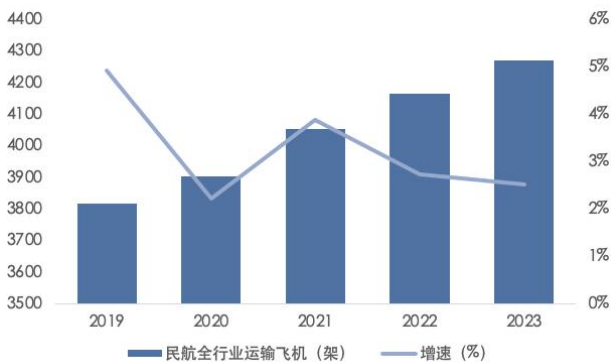


资料来源：民士达招股说明书，国信证券经济研究所整理

在航空领域，芳纶纸市场需求呈现长期递增趋势。尽管新增航班数量受外部因素如 2020 年疫情影响存在短期波动，但民航运输飞机总量持续增长，从 2018 年 3,639 架增至 2023 年 4,270 架，复合增速 3.2%，为芳纶纸需求提供稳定支撑。根据中国复合材料协会官网和民士达披露，每架新飞机需 2-3 吨芳纶纸，叠加存量飞机的维护需求，如零部件更换、升级改造，实际市场需求逐年扩大。

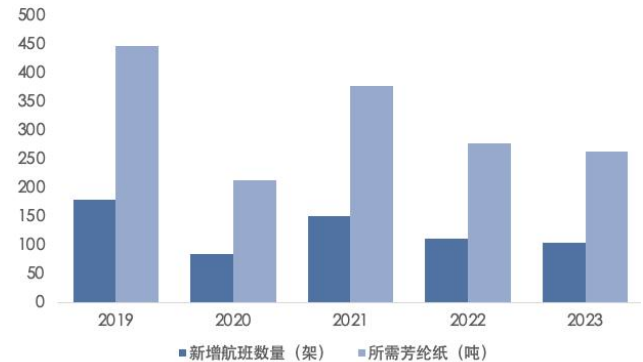
此外，新型飞机轻量化趋势推动芳纶纸在机身复合材料中的渗透率提升，单机用量可能进一步增加。未来随着航空业复苏及绿色航空技术发展，芳纶纸需求将随飞机总量扩张和技术迭代实现双重增长，市场潜力明确。

图31：2019–2023 年民航飞机数量及增速（架，%）



资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理

图32：2019–2023 新增飞机数量及所需芳纶纸量（架，吨）



资料来源：中国民用航空局中国复合材料协会官网，国信证券经济研究所整理

超美斯芳纶纤维设计产能 5000 吨，芳纶纸设计产能 2000 吨，公司“3+X”未来纤维产业体系规模展开，军工资质助力国防航空领域发展。同益中收购超美斯，完善公司高性能纤维产业布局。UHMWPE 纤维和芳纶纤维同属于高性能纤维行业，在纺丝、染色等工艺技术方面具有较明确的相通性，可以通过回收工艺、生产工艺实现技术借鉴互补、充分融合。其中，在生产工艺方面，两种纤维可以从对方的工艺中借鉴，以提高生产效率和产品性能，进而增加产品附加值，实现降本增效。此外，在产品性能方面，同益中和超美斯均有有色纤维，且同益中核心技术之一的“原液染有色纤维的开发及产业化技术”，可以极大地提高纤维的色牢度，并且使有色纤维的强度等力学性能与原丝的性能一致。同益中收购超美斯，可以进一步提高超美斯有色纤维的产品制成率和产品质量，从而满足更多高端客户的需求，提高其市场占有率。同益中收购超美斯，为拓展芳纶纤维产品新赛道布局的重要举措，可以强化自身在防护领域的整体解决方案供应能力，通过产品技术互补、增加产品附加值并同时降本增效，从而实现业务协同和技术与研发协同，打造同益中“3+X”未来纤维产业体系。

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润 1.3/1.9/2.2 亿元，同比增速为–15.5%/46.4%/15.5%，摊薄 EPS 为 0.58/0.85/0.98 元，对应 PE 为 30.3/20.7/17.9x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	EPS				PE			PB
			收盘价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
300952.SZ	恒辉安防	无评级	31.71	0.73	0.84	1.12	30.0	36.9	27.8	3.6
300918.SZ	南山智尚	无评级	22.10	0.56	0.52	0.62	18.4	19.8	35.8	3.6
688722.SH	同益中	优于大市	17.50	0.68	0.58	0.85	22.4	30.3	20.7	2.9

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 3 月 19 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，自然灾害、恶劣天气等，新项目进度或可能低于预期。

相关研究报告：

《同益中（688722.SH）-第四季度归母净利润同比+130%，收购超美斯完善纤维布局》——2025-03-03

《一季度业绩同环比高增，静待产能翻倍释放》——2023-04-13

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	728	456	549	321	349	营业收入	616	640	649	1159	1325
应收款项	19	32	27	48	54	营业成本	371	393	406	780	888
存货净额	133	198	199	399	450	营业税金及附加	8	6	8	14	17
其他流动资产	67	28	13	23	26	销售费用	13	13	13	23	24
流动资产合计	947	714	787	790	880	管理费用	29	34	35	57	63
固定资产	423	635	630	866	983	研发费用	30	39	39	68	77
无形资产及其他	64	62	56	50	43	财务费用	(6)	(9)	(7)	(7)	(5)
投资性房地产	57	42	42	42	42	投资收益	2	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	8	(3)	0	5	0
资产总计	1491	1453	1514	1748	1948	其他收入	(12)	(29)	(39)	(68)	(77)
短期借款及交易性金融负债	26	24	0	0	0	营业利润	201	174	155	227	262
应付款项	39	46	30	60	68	营业外净收支	(2)	0	0	0	0
其他流动负债	152	54	49	96	109	利润总额	198	174	155	227	262
流动负债合计	217	124	78	156	176	所得税费用	27	17	22	32	37
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	4	3	5	6
其他长期负债	30	27	27	27	27	归属于母公司净利润	171	154	130	190	219
长期负债合计	30	27	27	27	27	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	247	151	106	183	203	净利润	171	154	130	190	219
少数股东权益	69	72	75	79	83	资产减值准备	1	2	3	2	1
股东权益	1175	1229	1333	1485	1661	折旧摊销	23	36	58	73	88
负债和股东权益总计	1491	1453	1514	1748	1948	公允价值变动损失	(8)	3	0	(5)	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(6)	(9)	(7)	(7)	(5)
每股收益	0.76	0.68	0.58	0.85	0.98	营运资本变动	13	(116)	1	(152)	(41)
每股红利	0.00	0.45	0.12	0.17	0.20	其它	(1)	(0)	(1)	2	3
每股净资产	5.23	5.47	5.93	6.61	7.39	经营活动现金流	199	77	192	110	272
ROIC	15.13%	11.76%	12%	16%	16%	资本开支	0	(244)	(50)	(300)	(200)
ROE	14.59%	12.49%	10%	13%	13%	其它投资现金流	300	0	0	0	0
毛利率	40%	39%	37%	33%	33%	投资活动现金流	300	(244)	(50)	(300)	(200)
EBIT Margin	27%	25%	23%	19%	19%	权益性融资	2	4	0	0	0
EBITDA Margin	31%	30%	32%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	86%	4%	1%	78%	14%	支付股利、利息	(0)	(101)	(26)	(38)	(44)
净利润增长率	226%	-10%	-15%	46%	15%	其它融资现金流	(88)	94	(24)	0	0
资产负债率	21%	15%	12%	15%	15%	融资活动现金流	(86)	(105)	(50)	(38)	(44)
股息率	0.0%	2.6%	0.7%	1.0%	1.1%	现金净变动	413	(272)	92	(228)	28
P/E	22.9	25.6	30.3	20.7	17.9	货币资金的期初余额	316	728	456	549	321
P/B	3.3	3.2	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	728	456	549	321	349
EV/EBITDA	22.1	21.2	19.6	14.3	12.0	企业自由现金流	0	(182)	137	(194)	68
						权益自由现金流	0	(88)	119	(188)	73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032