2025 年 04 月 28 日
公司研究●证券研究报告

同益中（688722.SH）

公司快报

业绩回暖，超高分子量聚乙烯和芳纶协同共进

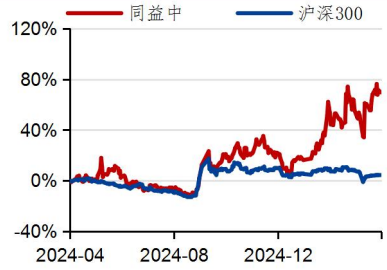
基础化工 | 其他化学制品III

投资评级	买入(维持)
股价(2025-04-28)	18.37 元

交易数据

总市值（百万元）	4,127.13
流通市值（百万元）	4,116.81
总股本（百万股）	224.67
流通股本（百万股）	224.11
12 个月价格区间	18.19/9.74

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.5	46.72	70.71
绝对收益	3.67	45.79	76.21

分析师 骆红永
SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

投资要点

◆ **事件：**同益中发布 2024 年报，2024 年公司实现收入 6.49 亿元，同比增长 1.41%；归母净利润 1.30 亿元，同比增长-15.25%；扣非归母净利润 1.24 亿元，同比增长-14.65%；毛利率 37.70%，同比下降 0.98pct。单 2024Q4 来看，实现收入 2.22 亿元，同比增长 82.46%，环比增长 28.04%；归母净利润 0.49 亿元，同比增长 130.62%，环比增长 41.58%；扣非归母净利润 0.47 亿元，同比增长 101.37%，环比增长 35.70%；毛利率 39.24%，同比提升 3.11pct，环比提升 1.30pct。公司发布 2025 一季度预告，预计 2025Q1 收入 2.53 亿元，同比增长 126.90%；归母净利润 0.44 亿元，同比增长 153.27%；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比增长 168.92%。

◆ **市场需求带动和产能释放，产销创新高。**公司充分发挥自身在工艺技术、产能布局和供应链管理等方面的优势，产能实现升级换代，纤维、无纬布产销量均创历史新高。2024 年在主营产品中，UHMWPE 纤维产量 7191.28 吨，同比增长 34.00%；销量 5722.08 吨，同比增长 41.60%；收入 3.55 亿元，同比增长 8.32%；毛利率 30.24%，同比减少 7.3pct。复合材料实现收入 2.83 亿元，同比增长 0.01%；毛利率 46.73%，同比增加 7.2pct。无纬布产量 1313.24 吨，同比增长 23.15%；销量 990.57 吨，同比增长 63.19%。公司业绩回暖有三个重要的因素。一是募投项目均在去年 6 月底投产，下半年纤维和无纬布均有产能释放，为业绩回暖创造了条件；二是出口政策于去年 7 月 1 日正式执行后，出口业务基本恢复正常；三是公司部分国内的复合材料订单落地，产生了利润贡献。公司充分发挥自身在研发创新、生产工艺、产能布局和精益化管理等方面的优势，持续提升产品性能和产品竞争力，全力拓展市场份额，同时并购超美斯带来收入及利润贡献。

◆ **UHMWPE 性能优异，细分领域迎来快速发展。**超高分子量聚乙烯(UHMWPE)纤维是目前世界上比强度和比模量最高的纤维，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、化学腐蚀等众多优异性能，中高端产品在提高产品质量一致性和批次稳定性方面具有较高技术和工艺壁垒，复杂的生产工艺、严格的生产流程管控、工艺装备的设置等均需多年经验积累，具有较高的技术壁垒。据 Grand View Research 预测，2022-2025 年全球 UHMWPE 纤维市场年复合增长率约为 7.4%，根据前瞻研究院预测，2025-2030 年全球 UHMWPE 纤维市场年复合增长率约为 6%，到 2030 年需求量有望达到 20 万吨。目前世界上只有荷兰、美国、日本、中国 4 个国家实现了 UHMWPE 纤维规模化生产，我国 UHMWPE 纤维代表企业产能位于全球领先地位，近年来更是扩产迅速，国产产能已超全球一半。国家政策大力支持和国产生产技术日益成熟以及产业技术水平持续提升，UHMWPE 纤维成为国防工业和航空航天工业迫切需要的重要战略物资，应用领域不断拓宽，医用领域、防护服饰、运动器材、海洋工程、机器人灵巧手等行业的发展将成为新的增长驱动因素。当前国际局势的持续紧张，各个国家在安全领域的投入也在不断增加，军事装备的需求将持续增长，同时在军事装备、安全防护等传统高性能纤维应用领域，UHMWPE 纤维

在近年内快速发展逐步实现了对原有高性能纤维材料的替代。医用领域方面，UHMWPE 纤维柔软性高、密度小，有助于减少可植入设备的侵入性以及组织刺激和炎症，在医疗领域具有较好的应用前景，原荷兰帝斯曼公司(2022 年被美国 AVIENT 收购)推出的迪尼玛纯黑纤维(Dyneema Purity Blackfiber)，将 UHMWPE 纤维应用到了医用领域。体育器械方面，UHMWPE 纤维可制成安全帽、滑雪板、帆轮板、球拍及自行车、滑翔板等，其性能优于传统材料，整体市场规模稳定增长。人形机器人领域，UHMWPE 纤维具备超高强度、超高模量、耐磨损、低密度、耐疲劳等性能，能够满足人形灵巧手传动的要求，可应用于机器人灵巧手腱绳材料领域。UHMWPE 纤维行业应用领域不断拓展，未来在深海养殖网箱、深井采油、防护服装、交通运输、消防软管、传送带增强、光缆电缆增强、短纤增强混凝土、机器人灵巧手、医疗等新应用领域，市场需求将得到进一步释放。

- **全产业链布局，紧跟市场动态。**同益中凭借二十余年在行业的深耕和技术积淀，成为行业内少数可以同时实现 UHMWPE 纤维及其复合材料规模化生产的企业，以自产 UHMWPE 纤维为原材料，经特定工艺加工成无纬布，拥有全产业链布局。2024 年 4060 吨/年超高分子量聚乙烯纤维项目（二期）及防弹无纬布及制品产业化项目顺利达产，当前具备 7960 吨纤维产能，规模效应进一步凸显。公司精准把握海洋工程、军事装备、安全防护等应用领域的市场机遇，创新采用“定制化生产+全周期服务”模式，快速响应各市场领域客户需求，加强新产品研发力度、增强产品质量管控，通过数智化改造降低成本、提升质量。公司高度重视技术引领市场，紧密跟踪防弹装备、海洋工程、生物医疗、机器人灵巧手等领域需求，动态分析行业技术趋势，针对性开发差异化产品矩阵，实现细分产品的精准供给。公司持续巩固在防弹装备等高端应用领域的市场地位及优势，硬质无纬布、装甲板等复合材料产品取得新突破，研发出轻量化装甲板和新一代硬质无纬布，其技术水平国内领先，未来可用于直升机、舰船及车辆的装甲防护等领域；努力实现医用纤维的市场突破，推进医用纤维产品研发与测试，已获得医疗器械质量管理体系（ISO13485）认证；超高分子量聚乙烯纤维具备超高强度、超高模量、耐磨损、低密度、耐疲劳等性能，能够满足人形灵巧手传动的要求，可用于人形机器人手部腱绳领域，公司积极推进灵巧手腱绳材料的研发。

- **收购超美斯进军芳纶，打造第二增长曲线。**2024 年同益中进一步完善战略业务布局，于 2024 年 12 月以 2.43 亿元收购超美斯新材料股份有限公司 75.8%股权，实现新赛道的突破，打造发展双支点，推动同益中以“FIBER+复材”为核心的“3+X”未来纤维产业体系的建立，提升综合盈利能力及抗风险能力，向高性能纤维集群化发展。超美斯专业从事芳纶纤维及芳纶纸的研发、生产及销售，拥有纤维产能 5000 吨，位列全球第四，芳纶纸产能 2000 吨，位列全球第三。超美斯 2024 年前三季度实现收入 2.55 亿元，净利润 0.13 亿元，扣非净利润 0.10 亿元。公司和超美斯的工艺路线都是湿法纺丝，在纺丝工艺上有协同，可以互相赋能；在下游应用领域上，同益中和超美斯在防弹外套、防弹内芯方面具有类似的应用场景和客户群体，在市场开拓方面有优势；超美斯自身的芳纶产品在绝缘领域和芳纶蜂窝方面有一定的市场基础，随着低空经济和新能源方面不断发展，未来会有新的机遇。自收购以来，公司加强对超美斯在战略、研发、生产、市场、管理的投后整合提升，从提质增效、装备升级、市场拓展等方面提供赋能，提升超美斯在国内外的竞争实力，进一步推进芳纶国产化替代。2025 年 4 月初因涉嫌违反《反垄断法》，市场监管总局依法对杜邦中国集团有限公司开展立案调查。杜邦公司芳纶纤维是我国产替代的重要新材料之一，杜邦被调查有望加速芳纶国产替代进程，给超美斯在内国产芳纶企业带来发展良机。

◆ **投资建议：**同益中专业从事 UHMWPE 纤维及其复合材料生产销售，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，收购超美斯进军芳纶打造第二增长曲线。由于销量节奏和产品价格变化，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 9.70(原 11.17)/11.68(原 13.49)/13.46 亿元，同比增长 49.3%/20.4%/15.3%，归母净利润分别为 1.95(原 2.57)/2.40(原 3.30)/2.86 亿元，同比增长 49.4%/23.3%/19.2%，对应 PE 分别为 21.2x/17.2x/14.4x；维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；业务整合不及预期；产品替代风险；贸易摩擦风险；项目进度不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	640	649	970	1,168	1,346
YoY(%)	3.9	1.4	49.3	20.4	15.3
归母净利润(百万元)	154	130	195	240	286
YoY(%)	-10.4	-15.2	49.4	23.3	19.2
毛利率(%)	38.7	37.7	37.9	38.8	39.6
EPS(摊薄/元)	0.68	0.58	0.87	1.07	1.27
ROE(%)	12.1	9.5	12.2	13.4	14.0
P/E(倍)	26.9	31.7	21.2	17.2	14.4
P/B(倍)	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1
净利率(%)	24.0	20.0	20.1	20.5	21.2

数据来源：聚源、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)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	714	775	809	933	1076
现金	456	504	512	578	698
应收票据及应收账款	26	46	59	64	71
预付账款	7	7	9	10	12
存货	198	198	203	258	267
其他流动资产	27	20	26	23	28
非流动资产	739	791	1001	1103	1238
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	448	690	876	968	1091
无形资产	62	60	61	63	66
其他非流动资产	228	41	64	72	80
资产总计	1453	1566	1810	2036	2313
流动负债	124	120	167	178	201
短期借款	24	21	21	21	21
应付票据及应付账款	46	44	57	62	73
其他流动负债	54	55	89	95	106
非流动负债	**27**	**28**	**28**	**28**	**28**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	28	28	28	28
负债合计	151	147	194	206	229
少数股东权益	72	77	80	85	92
股本	225	225	225	225	225
资本公积	645	646	646	646	646
留存收益	360	470	632	821	1075
归属母公司股东权益	1229	1341	1536	1745	1993
负债和股东权益	1453	1566	1810	2036	2313

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	51	179	253	244	343
净利润	157	135	198	244	293
折旧摊销	36	51	49	60	70
财务费用	-9	-8	-14	-15	-18
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-144	-14	21	-46	-1
其他经营现金流	11	15	0	0	0
投资活动现金流	-230	-107	-259	-162	-204
筹资活动现金流	-102	-24	14	-15	-20

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.68	0.58	0.87	1.07	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.80	1.13	1.08	1.53
每股净资产(最新摊薄)	5.47	5.97	6.84	7.77	8.87

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	640	649	970	1168	1346
营业成本	393	405	602	714	813
营业税金及附加	6	7	11	13	15
营业费用	13	15	22	27	31
管理费用	34	42	63	76	88
研发费用	39	40	59	71	82
财务费用	-9	-8	-14	-15	-18
资产减值损失	-3	-5	-3	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	174	153	223	277	329
营业外收入	0	1	0	0	1
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	174	153	223	277	329
所得税	17	18	25	32	36
税后利润	157	135	198	244	293
少数股东损益	4	5	3	5	7
归属母公司净利润	154	130	195	240	286
EBITDA	198	190	258	321	381

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.9	1.4	49.3	20.4	15.3
营业利润(%)	-13.4	-12.1	46.1	24.1	18.9
归属于母公司净利润(%)	-10.4	-15.2	49.4	23.3	19.2
获利能力					
毛利率(%)	38.7	37.7	37.9	38.8	39.6
净利率(%)	24.0	20.0	20.1	20.5	21.2
ROE(%)	12.1	9.5	12.2	13.4	14.0
ROIC(%)	11.5	8.9	11.8	13.0	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	10.4	9.4	10.7	10.1	9.9
流动比率	5.8	6.5	4.9	5.2	5.4
速动比率	3.9	4.6	3.5	3.6	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	31.3	18.1	18.5	19.0	20.0
应付账款周转率	9.3	9.1	12.0	12.0	12.0
估值比率					
P/E	26.9	31.7	21.2	17.2	14.4
P/B	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	19.1	19.7	14.5	11.4	9.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的） 或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

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.huajinsc.cn