

# 同益中 (688722.SH)

## 超高分子量聚乙烯景气回暖，增资超美斯拓展芳纶成长

优于大市

### 核心观点

**2025年第一季度并表超美斯收入创新高，归母净利润受春节假期影响环比小幅下滑，业绩符合预期。**公司2025年第一季度实现营收2.5亿元（同比+126.9%，环比+14.1%），同比高增由于新增产能释放、两用物项行业出口政策落地以及超美斯并表，环比增长由于超美斯并表；归母净利润4340.1万元（同比+147.4%，环比-10.9%），同比高增由于新增产能释放、防弹制品需求回暖产品结构变化，环比下滑主要由于春节假期影响产量所致，扣非归母净利润4023.8万元（同比+163.9%，环比-13.5%），业绩符合预期。公司2025年第一季度毛利率为32.9%（同比+0.9pcts，环比-6.3pcts），环比下降主要由于超美斯目前成本较高，并表后拉低公司整体毛利率水平，公司对超美斯进行设备更新后，预计超美斯毛利率水平将回归行业正常水平。

**2024年公司新增产能顺利投产，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，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；无纬布方面新泰分公司募投项目投产。公司全面推动降本增效，2024年超高分子量聚乙烯纤维产销量分别为7200吨、5700吨，单吨成本4.33万元（同比-14.6%），其中直接材料/直接人工/能源/制造费用分别同比-11.2%/-21.5%/-18.4%/-8.3%。

**并表芳纶行业龙头超美斯，增资1.5亿元用于设备更新及市场拓展。**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月交割完毕实现并表，超美斯2024年营收3.45亿元，净利润373.6万元；2025年第一季度营收6850.1万元，净利润227.0万元。超美斯是国内间位芳纶行业龙头，现有间位芳纶纤维产能5000吨/年，并具备芳纶纸产能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。4月29日公司发布公告拟使用自有资金对超美斯增资1.5亿元，认购完成后对超美斯的股份将从75.80%提高至83.52%，增资的主要目的是满足超美斯设备更新迭代以及市场拓展，增强核心竞争实力和盈利能力。

**风险提示：**需求不及预期的风险、新产能放量进度不及预期的风险、产品价格下跌的风险、出口政策变化的风险。

**投资建议：**我们维持公司2025-2026年归母净利润为1.9/2.2亿元，新增2027年归母净利润为2.5亿元，同比增速为+45.6%/15.5%/13.5%，摊薄EPS为0.84/0.97/1.11元，对应PE为23.0/19.9/17.5x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	640	649	1,113	1,273	1,429
(+/-%)	3.9%	1.4%	71.4%	14.4%	12.2%
归母净利润(百万元)	154	130	190	219	249
(+/-%)	-10.4%	-15.2%	45.6%	15.5%	13.5%
每股收益(元)	0.68	0.58	0.84	0.97	1.11
EBIT Margin	24.5%	21.8%	19.4%	19.9%	20.0%
净资产收益率(ROE)	12.5%	9.7%	12.7%	13.1%	13.3%
市盈率(PE)	28.4	33.5	23.0	19.9	17.5
EV/EBITDA	23.4	23.5	15.5	13.4	11.8
市净率(PB)	3.54	3.25	2.92	2.61	2.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学纤维

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

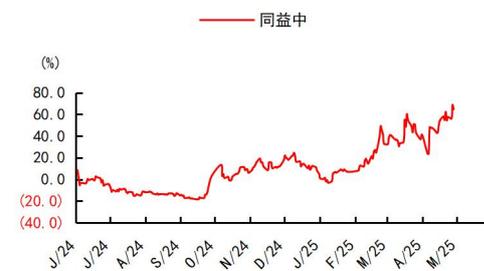
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.39元
总市值/流通市值	4356/4345百万元
52周最高价/最低价	20.15/9.57元
近3个月日均成交额	178.05百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

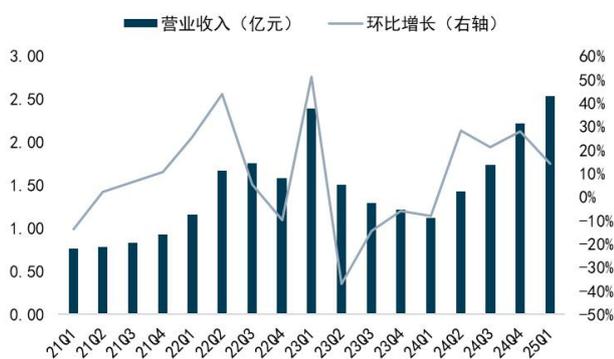
#### 相关研究报告

- 《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》——2025-03-20
- 《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

**2025 年第一季度并表超美斯收入创新高，归母净利润受春节假期影响环比小幅下滑，业绩符合预期。**公司 2025 年第一季度实现营收 2.5 亿元（同比+126.9%，环比+14.1%），同比高增由于新增产能释放、两用物项行业出口政策落地以及超美斯并表，环比增长由于超美斯并表；归母净利润 4340.1 万元（同比+147.4%，环比-10.9%），同比高增由于新增产能释放、防弹制品需求回暖产品结构变化，环比下滑主要由于春节假期影响产量所致，扣非归母净利润 4023.8 万元（同比+163.9%，环比-13.5%），业绩符合预期。

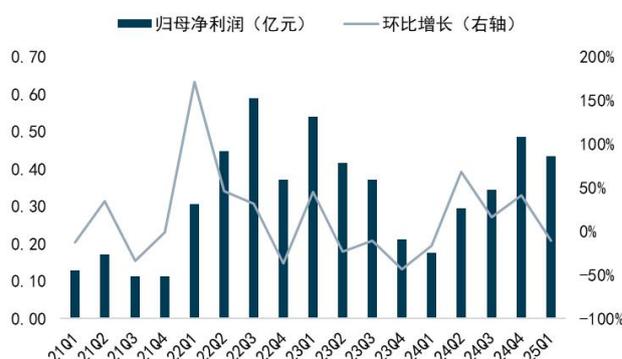
公司 2025 年第一季度毛利率为 32.9%（同比+0.9pcts，环比-6.3pcts），环比下降主要由于超美斯目前成本较高，并表后拉低公司整体毛利率水平，公司对超美斯进行设备更新后，预计超美斯毛利率水平将回归行业正常水平。

图1：同益中单季度营业收入及环比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：同益中单季度归母净利润及环比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2024 年公司新增产能顺利投产，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，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；无纬布方面新泰分公司募投项目投产。

公司全面推动降本增效，2024 年超高分子量聚乙烯纤维产销量分别为 7200 吨、5700 吨，单吨成本 4.33 万元（同比-14.6%），其中直接材料/直接人工/能源/制造费用分别同比-11.2%/-21.5%/-18.4%/-8.3%。

**并表芳纶行业龙头超美斯，增资 1.5 亿元用于设备更新及市场拓展。**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 月交割完毕实现并表，超美斯 2024 年营收 3.45 亿元，净利润 373.6 亿元；2025 年第一季度营收 6850.1 万元，净利润 227.0 亿元。超美斯是国内间位芳纶行业龙头，现有间位芳纶纤维产能 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。4 月 29 日公司发布公告拟使用自有资金对超美斯增资 1.5 亿元，认购完成后对超美斯的股份将从 75.80% 提高至 83.52%，增资的主要目的是满足超美斯设备更新迭代以及市场拓展，增强核心竞争实力和盈利能力。

芳纶与超高分子量聚乙烯同属高性能纤维，在生产技术及下游应用方面具有协同性，有助于强化公司在防护领域的整体解决方案供应能力，增加产品附加值并同时降本增效，进一步完善公司战略业务布局，推动公司打造以“FIBER+复材”为核心的“3+X”未来纤维产业体系。

**投资建议：**

我们维持公司 2025-2026 年归母净利润为 1.9/2.2 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 2.5 亿元，同比增速为+45.6%/15.5%/13.5%，摊薄 EPS 为 0.84/0.97/1.11 元，对应 PE 为 23.0/19.9/17.5x，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	收盘价	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E
300952.SZ	恒辉安防	无评级	25.98	0.80	0.90	1.15	26.0	28.8	22.5	2.9
300918.SZ	南山智尚	无评级	20.77	0.52	0.61	0.77	19.8	34.0	27.0	3.3
688722.SH	同益中	优于大市	19.39	0.58	0.84	0.97	22.0	23.0	19.9	3.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 4 月 30 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

**风险提示：**需求不及预期的风险、新产能放量进度不及预期的风险、产品价格下跌的风险、出口政策变化的风险。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	456	504	527	454	521	<b>营业收入</b>	<b>640</b>	<b>649</b>	<b>1113</b>	<b>1273</b>	<b>1429</b>
应收款项	32	49	46	52	59	营业成本	393	405	792	901	1010
存货净额	198	198	401	456	509	营业税金及附加	6	7	11	13	14
其他流动资产	28	23	22	25	29	销售费用	13	15	14	17	19
<b>流动资产合计</b>	<b>714</b>	<b>775</b>	<b>995</b>	<b>988</b>	<b>1117</b>	管理费用	34	42	35	39	43
固定资产	635	701	677	893	997	研发费用	39	40	45	51	57
无形资产及其他	62	60	54	48	42	财务费用	(9)	(8)	(7)	(7)	(7)
投资性房地产	42	30	30	30	30	投资收益	0	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	(3)	(4)	0	(2)	0
<b>资产总计</b>	<b>1453</b>	<b>1566</b>	<b>1757</b>	<b>1959</b>	<b>2186</b>	其他收入	(29)	(32)	(45)	(51)	(57)
短期借款及交易性金融负债	24	21	0	0	0	营业利润	174	153	223	258	293
应付款项	46	44	60	68	76	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	54	55	93	106	118	<b>利润总额</b>	<b>174</b>	<b>153</b>	<b>223</b>	<b>258</b>	<b>293</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>124</b>	<b>120</b>	<b>153</b>	<b>175</b>	<b>195</b>	所得税费用	17	18	27	31	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	5	7	8	9
其他长期负债	27	28	28	28	28	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>154</b>	<b>130</b>	<b>190</b>	<b>219</b>	<b>249</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>151</b>	<b>147</b>	<b>181</b>	<b>202</b>	<b>222</b>	<b>净利润</b>	154	130	190	219	249
少数股东权益	72	77	83	89	97	资产减值准备	2	2	3	1	1
股东权益	1229	1341	1493	1668	1867	折旧摊销	36	50	77	87	101
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1453</b>	<b>1566</b>	<b>1757</b>	<b>1959</b>	<b>2186</b>	公允价值变动损失	3	4	0	2	0
						财务费用	(9)	(8)	(7)	(7)	(7)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(116)	(1)	(141)	(43)	(41)
每股收益	0.68	0.58	0.84	0.97	1.11	其它	(0)	2	3	5	6
每股红利	0.45	0.09	0.17	0.19	0.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>77</b>	<b>188</b>	<b>132</b>	<b>272</b>	<b>316</b>
每股净资产	5.47	5.97	6.64	7.42	8.31	资本开支	0	(111)	(50)	(300)	(200)
ROIC	11.76%	9.70%	15%	18%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12.49%	9.71%	13%	13%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(111)</b>	<b>(50)</b>	<b>(300)</b>	<b>(200)</b>
毛利率	39%	38%	29%	29%	29%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	22%	19%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	29%	26%	27%	27%	支付股利、利息	(101)	(21)	(38)	(44)	(50)
收入增长	4%	1%	71%	14%	12%	其它融资现金流	(147)	12	(21)	0	0
净利润增长率	-10%	-15%	46%	16%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(350)</b>	<b>(30)</b>	<b>(59)</b>	<b>(44)</b>	<b>(50)</b>
资产负债率	15%	14%	15%	15%	15%	<b>现金净变动</b>	<b>(272)</b>	<b>47</b>	<b>23</b>	<b>(72)</b>	<b>67</b>
股息率	2.3%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%	货币资金的期初余额	728	456	504	527	454
P/E	28.4	33.5	23.0	19.9	17.5	货币资金的期末余额	456	504	527	454	521
P/B	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3	企业自由现金流	0	63	77	(33)	112
EV/EBITDA	23.4	23.5	15.5	13.4	11.8	权益自由现金流	0	75	62	(27)	118

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±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±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提及的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