

## 康隆达 (603665.SH)

## 劳保手套出海先锋，UHMWPE 卡位机器人腱绳

公司是国内劳保手套龙头，积极向上游 UHMWPE 延伸。手套业务有望把握越南产能窗口期抢占出口份额、提高利润率；锂盐业务在碳酸锂价格企稳的情况下盈利能力逐步改善；UHMWPE 材料不断扩展应用场景。我们预计公司 25-27 年分别实现归母净利润 1.7/2.0/2.5 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

康隆达是国内劳保手套龙头，积极向上游 UHMWPE 延伸。公司核心产品为功能性劳保手套，产品主要销往境外市场，2024 年营收首次突破 10 亿元人民币。UHMWPE（超高分子量聚乙烯纤维）是手套的核心原材料，公司积极布局上游，子公司金昊新材料是国内最早实现超高分子量聚乙烯纤维产业化的企业之一，单线产能、工艺技术及装备、产品性能的稳定性等均处于国内领先地位。此外，公司于 21 年开始收购天成锂业，布局锂盐新材料业务，近两年受锂盐价格波动影响，该业务收入体量有所减少。2025Q1，公司越南产能顺利爬坡释放规模效应，减值基本计提完毕，公司实现扣非归母净利润 2985 万元，同比大增 194%。

行业层面劳保手套海外需求稳定、竞争格局分散，UHMWPE 为人形机器人腱绳的优选材料。

1) 劳保手套需求稳定，竞争格局分散。劳保手套广泛应用于各种工业生产及其他作业活动，是工作中的必需品，需求具有刚性且属于易耗品。因此总需求短期较稳定，中长期与工业化发展水平正相关，联合国商品贸易统计数据库数据显示，2022 年全球功能性安防手套进口额为 71.95 亿美元，其中美国、日本、欧盟等发达国家和地区是主要消费国，我国是主要出口国。海外品牌占据主导地位，国内企业以代工为主，参与者众多，以康隆达、恒辉安防为代表的公司处于第一梯队，总体格局分散。

2) UHMWPE 性能良好，是人形机器人腱绳的优选材料。UHMWPE 强度高、韧性好，拥有优良的抗冲击性和抗切割性、高耐磨性、耐化学腐蚀性等特性，主要用于军事装备、海洋产业、安全防护领域。国内 UHMWPE 企业仍处于成长阶段，目前产品多用于中低端领域。人形机器人灵巧手是 UHMWPE 的新兴应用场景，UHMWPE 腱绳可以模拟人手的肌腱结构，使灵巧手更灵活、结构紧凑、柔性高，但产品仍处于早期探索阶段，长期发展空间巨大。

公司减值计提完毕后轻装上阵，手套业务有望把握越南产能窗口期抢占份额，UHMWPE 有望应用于人形机器人领域。

1) 轻装上阵，锂盐及其加工业务有望实现盈亏平衡或贡献利润。2021 年以来公司相关历史遗留问题的负面影响已基本结束，22 年易恒网际出表并且 24 年公司相关处分落地，23-24 年天成锂业商誉减值计提完毕。结合目前碳酸锂价格稳中有升，公司灵活开展“加工+进销”经营模式，我们预计未来锂盐及其加工业务有望逐渐盈亏平衡或贡献利润。

2) 手套业务把握越南产能窗口期，有望抢占份额、提质增效。公司手套产品定位高端，均价与毛利率均高于同行。2024 年外销占比 78%，主要销往欧洲、美国、日本等市场。越南比国内生产成本低、效率高（能源和人工成本均比国内低 1/3 以上，且自动化程度更高）。公司是业内最早布局海外产能的公

## 增持（首次）

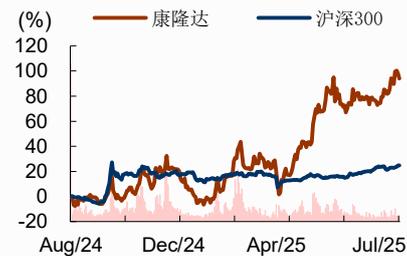
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：27.15 元

## 基础数据

总股本（百万股）	161
已上市流通股（百万股）	160
总市值（十亿元）	4.4
流通市值（十亿元）	4.3
每股净资产（MRQ）	4.5
ROE（TTM）	-42.2
资产负债率	70.4%
主要股东	张惠莉
主要股东持股比例	15.86%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	67	94
相对表现	4	61	68



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

汪刘胜 S1090511040037  
wangls@cmschina.com.cn  
刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn  
朱艺晴 S1090524060001  
zhuyiqing@cmschina.com.cn  
唐圣炆 S1090523120001  
tangshengyang@cmschina.com.cn  
梁橙月 S1090525070007  
liangchengyue@cmschina.com.cn

司，进度快于同行，越南一期项目（包括 12 条一次性丁腈手套生产线+20 条劳动防护手套生产线）已于 24 年底投产，25 年将持续爬坡释放产能，公司有望把握领先布局越南的窗口期，进一步抢占市场份额，提高盈利能力。

**3) 较早布局 UHMWPE 材料，有望应用于人形机器人领域。**公司旗下全资子公司金昊新材料从 2008 年开始从事高强高模聚乙烯纤维的研发和制造，是国内最早实现超高分子量聚乙烯纤维产业化的企业之一。在产能布局方面，公司年产 400 吨的湿法生产线和年产 400 吨的干法生产线均已正常生产，第二期项目已有 200 吨产能进入试生产阶段，已累计储备 1000 吨产能。在产品应用领域方面，目前主要应用于安全防护、海洋产业和军事装备等领域，未来有望向人形机器人领域扩张。

- **给予“增持”投资评级。**在“国内+越南”双基地运营模式下公司手套业务营收有望逐年增长，随着越南产能逐步爬坡利润率有望提升；锂盐业务在碳酸锂价格企稳的情况下盈利能力有望逐步改善；UHMWPE 材料不断扩展应用场景。我们预计公司 25-27 年分别实现归母净利润 1.7/2.0/2.5 亿元，当前市值对应 25.4x/21.7x/17.4x 2025-27E P/E，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**关税政策变化带来的不确定性、海外基地生产经营不及预期、汇率波动带来的不确定性、大股东股权质押风险和流动性风险等。

**财务数据与估值**

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1563	1520	1880	2420	2900
同比增长	14%	-3%	24%	29%	20%
营业利润(百万元)	(250)	(526)	189	219	273
同比增长	-200%	111%	-136%	16%	24%
归母净利润(百万元)	(220)	(486)	172	201	251
同比增长	-205%	120%	-135%	17%	25%
每股收益(元)	-1.37	-3.01	1.07	1.25	1.56
PE	-19.9	-9.0	25.4	21.7	17.4
PB	3.8	7.1	5.6	4.4	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司概况：劳保手套龙头，积极向上游 UHMWPE 延伸	5
1、深耕劳保手套多年，UHMWPE 性能领先	5
2、历史包袱出清，2025Q1 业绩同比高增	7
3、股权结构清晰稳定，实控人合计持股 41.8%	9
二、行业前景：劳保手套需求稳定，机器人带来 UHMWPE 发展机遇	10
1、功能性劳保手套：市场需求稳定，竞争格局分散	10
2、UHMWPE：性能良好，人形机器人腱绳的优选材料	13
三、公司看点：轻装上阵主业迎反转，UHMWPE 有望应用于机器人腱绳	17
1、手套产品定位高端，国内+越南双基地布局分散关税风险	17
2、UHMWPE：具备干法+湿法工艺，不断拓展应用场景	19
3、碳酸锂价格企稳回升，目标未来实现盈亏平衡或微利	20
4、商誉减值计提完毕，2025 年轻装上阵	21
四、盈利预测和投资建议	22
五、风险提示	23

## 图表目录

图 1：康隆达发展历程	5
图 2：康隆达产品结构	6
图 3：康隆达功能性防护手套	6
图 4：康隆达非功能性防护手套	7
图 5：康隆达按产品类型划分营收（亿元，%）	8
图 6：康隆达营收及同比增速（亿元、%）	8
图 7：康隆达归母净利润及同比增速（亿元、%）	8
图 8：康隆达毛利率、净利率（%）	9
图 9：康隆达管理/销售/研发/财务费用率（%）	9
图 10：康隆达股权结构及核心控股子公司	9
图 11：手部防护产品分类	10
图 12：安防手套行业产业链	10
图 13：2013 年-2022 年全球功能性安防手套市场容量（进口额，亿美元）	11

图 14: 2013 年-2022 年我国功能性安防手套出口额及其占全球进口额比例 (亿美元)	12
图 15: 国内安防手套竞争格局	13
图 16: 2015-2025 年中国超高分子量聚乙烯纤维行业市场发展情况 (万吨)	14
图 17: 超高分子量聚乙烯纤维主要企业的产能	15
图 18: 干法工艺路线	15
图 19: 湿法工艺路线	16
图 20: 腱绳驱动结构	16
图 21: 2017-2024 年手套产品销售均价 (元/打)	17
图 22: 2017-2024 年手套产品毛利率 (%)	17
图 23: 2015-2024 年公司分地区收入 (亿元)	18
图 24: 2024 年公司分地区收入占比 (%)	18
图 25: 2017-2024 年手套产量 (万打) 及 YOY	18
图 26: 2011-2024 年员工数 (人) 及人均创收 (万元/人)	18
图 27: 金昊新材料发展历程	19
图 28: 公司 UHMWPE 产品图示	20
图 29: 金昊新能源历年净利润情况 (单位: 万元)	20
图 30: 碳酸锂价格走势 (元/吨)	21
图 31: 2017-2024 年公司商誉账面价值 (亿元)	21
图 32: 公司资产减值损失及占营收比率 (亿元, %)	21
图 33: 康隆达历史 PE Band	23
图 34: 康隆达历史 PB Band	23
表 1: 纤维性能对比	13
表 2: 高性能有机抗弹纤维的基本性能对比	14
表 3: 灵巧手主流腱绳材料性能对比	17
表 4: 公司未来盈利预测 (单位: 亿元、%)	22
附: 财务预测表	24

# 一、公司概况: 劳保手套龙头, 积极向上游 UHMWPE 延伸

## 1、深耕劳保手套多年, UHMWPE 性能领先

公司起家于劳保手套, 产品质量优秀, 销往全球市场。公司成立于 2000 年, 多年来深耕手套行业, 通过对无缝针织手套技术和浸胶技术、工艺的深度开发、应用和长期积累, 逐步拥有了独立的研发设计能力和快速高效的规模化生产能力。2012 年, 子公司金昊新材料的主打产品“超高分子量聚乙烯纤维”被列入国家重点新产品计划; 2021 年, 公司收购天成环保, 布局锂盐业务。目前, 公司已成长为劳保手套行业龙头, 产品主要销往以欧洲、美国和日本为主的境外市场, 产品品类以耐磨手套、抗切割手套、抗撕裂手套、抗冲撞手套、防化手套、防静电手套、耐热耐寒手套等功能性劳动防护手套为主, 广泛应用于建筑、电力、电子、汽车、机械制造、冶金、石化、采掘等行业。

图 1: 康隆达发展历程



资料来源: 公司官网、招商证券

公司产品结构以功能性劳动防护手套为主、非功能性劳动防护手套为辅。公司的功能性劳动防护手套可分为普通纤维涂层和特种纤维两大类。根据涂层种类不同, 公司的普通纤维涂层类产品又可进一步细分为天然乳胶涂层、丁腈涂层和 PU 涂层三种。特种纤维类劳动防护手套则采用高新功能性人造纤维, 通过无缝针织技术针织而成。

图 2: 康隆达产品结构

手套分类		产品功能或特性	使用环境
非功能性手套	再生纱线手套	一般防护	一般劳动或作业环境
	纯棉纱线手套	一般防护、抗静电、防灼烧	一般劳动或作业环境
	涤纶丝手套	一般防护、耐磨	一般劳动或作业环境
	尼龙丝手套	一般防护、耐磨、柔软	一般劳动或作业环境
	点珠普通纤维手套	一般防护、防滑、耐磨	一般劳动或作业环境
高性能 PE 纤维 (HPPE) 手套	PU 浸胶	抗切割、耐磨、抗撕拉、抗穿刺	有割伤危害的环境
	丁腈浸胶	抗切割、耐磨、抗撕拉、抗穿刺、防轻度化学腐蚀	有割伤、一般化学危害的环境
	乳胶浸胶	抗切割、耐磨、抗撕拉、抗穿刺、防轻度化学腐蚀、延展性好	有割伤、一般化学危害的环境
	其他胶浸胶	抗切割、耐磨、抗撕拉、抗穿刺、防重度化学腐蚀	有割伤、较重化学危害的环境
抗切割手套	纱线手套	抗切割、阻燃	有割伤、高温危害的环境
	PVC 点珠	抗切割、阻燃、防滑	有割伤、高温危害的环境
	PU 浸胶	抗切割、阻燃、耐磨、抗撕拉、抗穿刺	有割伤、高温危害的环境
	芳纶纤维手套 (抗切割、阻燃)	抗切割、阻燃、耐磨、抗撕拉、抗穿刺、防轻度化学腐蚀	有割伤危害、高温危害和一般化学危害的环境
	乳胶浸胶	抗切割、阻燃、耐磨、抗撕拉、抗穿刺、防轻度化学腐蚀、延展性好	有割伤危害、高温危害和一般化学危害的环境
其他高强纤维手套	其他浸胶	抗切割、耐磨、抗撕拉、抗穿刺、防重度化学腐蚀	有割伤危害、高温危害和较重化学危害的环境
	高强涤纶	抗切割、耐磨	有 EN3 级以下切割危害的环境
	高强尼龙	抗切割、耐磨、延展性好	有 EN3 级以下切割危害的环境
导电手套	胶层表面涂导电剂 包覆导电丝的纱线	导电、可结合各种胶层性能 导电	需要导电并有其他危害的环境 需要导电的环境
耐寒手套	晴纶、棉拉毛、专用保暖材料	保暖	有寒冷危害的环境
吸油透气手套	丁腈发泡、磨砂	吸油、吸水、透气	需要干燥的环境
食品加工手套	环保纱线、水性 PU 胶	环保	食品加工
抗震、抗冲击手套	普通抗震、抗冲击手套	抗震动、抗冲击	有震动和冲击危害的环境
	抗切割、抗震、抗冲击手套	抗切割、抗震动、抗冲击	有割伤、震动和冲击危害的环境

资料来源: 公司官网、招商证券

图 3: 康隆达功能性防护手套



资料来源: 公司官网、招商证券

公司的非功能性防护手套可进一步分为一般非功能性劳动防护手套和点胶类非功能性劳动防护手套，一般非功能性劳动防护手套系由各类棉纱、化学纤维材料进行高密度无缝针织制成，具有柔软、舒适、操作灵活和配戴时间久等特性。点胶类非功能性劳动防护手套具备更高的耐磨性，根据采用的点胶材料不同，可以分为丁腈点胶、PVC 点胶等。

图 4：康隆达非功能性防护手套



资料来源：公司官网、招商证券

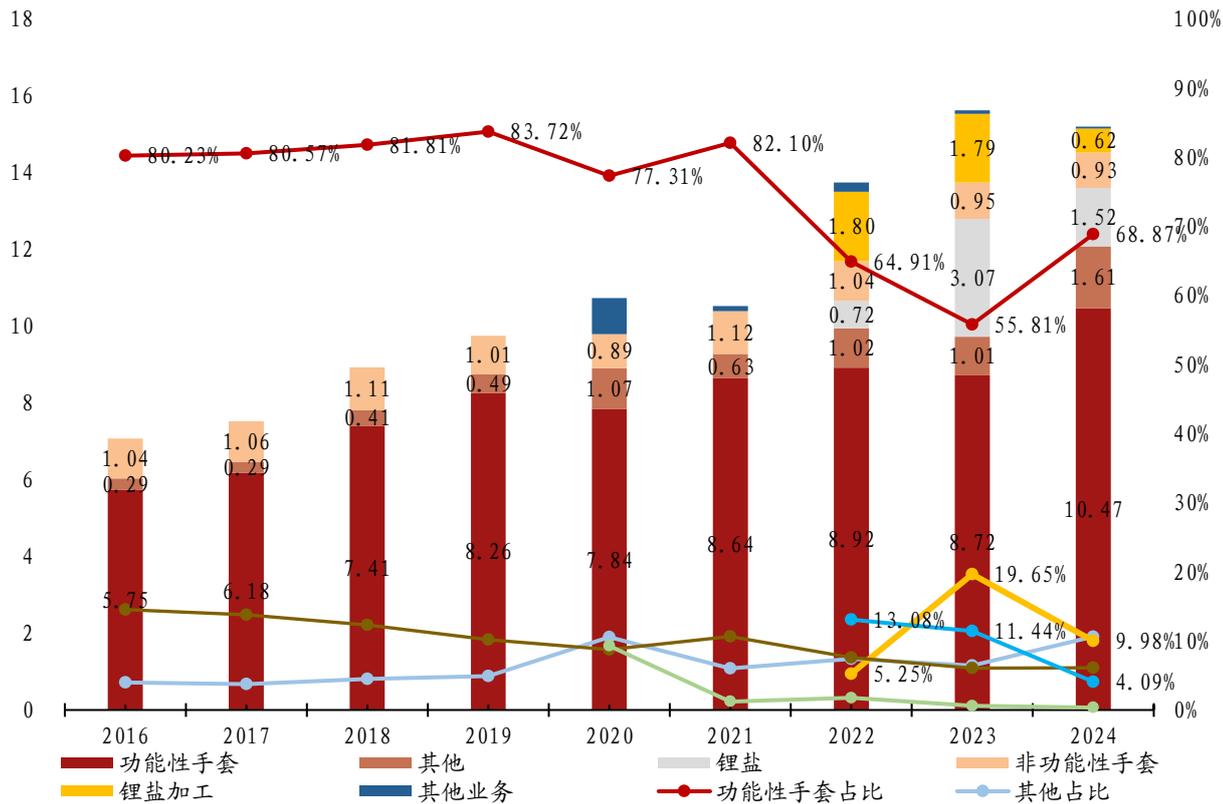
全资子公司金昊新材料布局 UHMWPE（超高分子量聚乙烯纤维）多年，业内领先。超高分子量聚乙烯纤维是防切割、防刺穿手套的上游核心原材料，公司向上游延伸，子公司金昊新材料是国内最早实现超高分子量聚乙烯纤维产业化的企业之一，现已具备 2 条干法生产线和 3 条湿法生产线。自 2020 年公司进行产线及技术升级后，公司的纤维单线产能、工艺技术及装备、产品性能的稳定性等均处于国内领先地位。产品目前主要应用于安全防护、海洋产业和军事装备等领域。

公司 21 年开始逐步收购天成锂业，布局锂盐新材料业务。天成锂业主要从事硫酸锂溶液的研发、生产和销售。硫酸锂溶液是碳酸锂、氢氧化锂等锂电池正极材料所必需的核心原材料。另外，控股子公司协成锂业目前主要从事碳酸锂业务，为天成锂业的下游，广泛应用于三元材料、磷酸铁锂、钴酸锂、锰酸锂等多种锂离子电池正极材料，并最终应用于新能源汽车、储能等领域。近两年受锂盐价格波动影响，收入体量有所减少。

## 2、历史包袱出清，2025Q1 业绩同比高增

功能性手套收入稳步增长，非功能性手套收入保持稳定。公司功能性手套收入逐步增长，2016-2017 年维持在 5-6 亿元，2018-2023 年在 7-9 亿元之间波动，2024 年首次突破 10 亿元门槛。非功能性手套收入规模自 2016 年起一直维持在 1 亿元左右，较为稳定。公司 2022 年新增锂盐业务，近几年由于碳酸锂价格波动，收入波动明显。2024 年，公司实现总收入 15.2 亿元，同比-2.73%，其中功能性手套 10.47 亿元，占比 68.9%，非功能性手套 0.93 亿元，锂盐业务 1.52 亿元，锂盐加工业务 0.62 亿元。公司越南工厂于 2024 年年底投产，2025 年 Q1 爬坡，产能释放带来业绩增加，因此 Q1 实现营收 3.8 亿元，同比增长 42.18%。

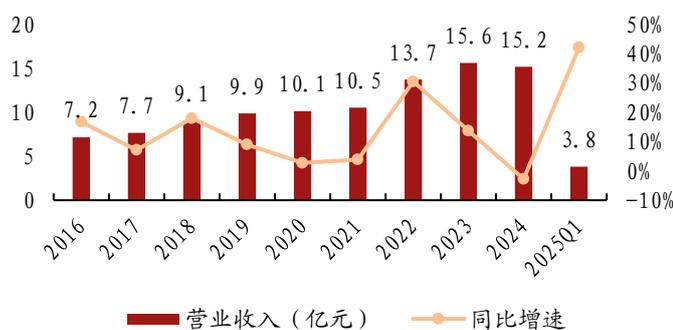
图 5: 康隆达按产品类型划分营收 (亿元, %)



资料来源: 公司年报、招商证券

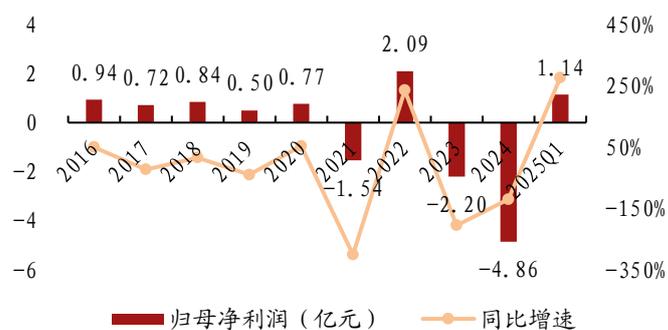
**25Q1 归母净利润同比高增, 全年有望维持大幅增长势头。**2016-2020 年, 公司归母净利润较稳定, 大部分年份保持在 0.7-1 亿元之间, 仅 2019 年受关税影响有所下滑。2021 年亏损主因为控股孙公司易恒国际经营的电子通信设备业务存在部分合同执行异常的情况, 计提了 3.63 亿元的资产减值损失; 2022 年天成锂业首次纳入合并报表范围, 天成锂业当年实现收入 8.8 亿元, 净利润 2.8 亿元; 2023-2024 年, 锂盐产品价格波动较大叠加公司越南产能建设及转固, 计提较多资产减值损失、商誉减值损失及成本, 因此造成全年业绩亏损。2025 年 Q1, 随着公司越南产能顺利爬坡释放规模效应, 减值基本计提完毕, 公司实现扣非归母净利润 2985 万元, 同比大增 194%, 同时公司出售美国 GGS 股权, 实现非经常性损益 8422 万元。全年来看, 公司历史包袱已经实现出清, 业绩有望继续高增。

图 6: 康隆达营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 7: 康隆达归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报、招商证券

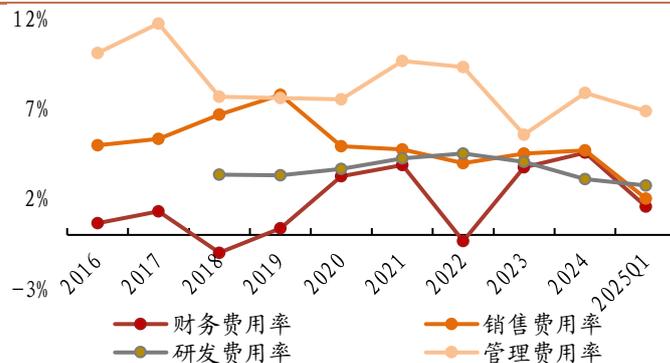
毛利率与期间费用率均有下降。毛利率总体有所下滑，主要受汇率、产能利用率、人工成本等因素影响。公司主要市场在海外，人民币相对升值时，毛利率有所下降，2024 年毛利率降至 16.8%，2025 年 Q1 越南工厂爬坡逐步体现规模效应，毛利率回升至 20.97%。期间费用率整体同样呈现下降趋势，体现公司管理控费能力增强。

图 8: 康隆达毛利率、净利率 (%)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 9: 康隆达管理/销售/研发/财务费用率 (%)

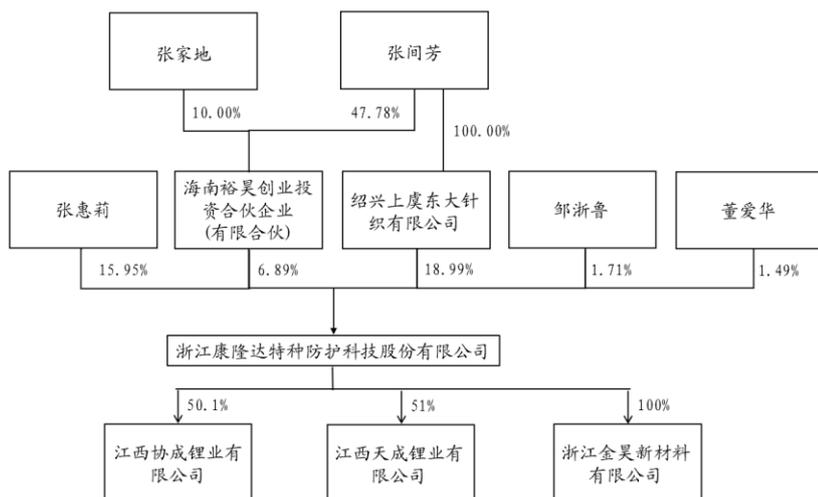


资料来源: 公司年报、招商证券

### 3、股权结构清晰稳定，实控人合计持股 41.8%

实控人家族合计持股比例 41.83%，股权结构稳定。公司是家族企业，实控人张间芳先生通过绍兴上虞东大针织有限公司持有公司股权 18.99%，张惠莉、海南裕昊与张间芳为一致行动人，三者合计持股比例为 41.83%，有利于公司发展战略保持一致性。公司 2022 年实施股权激励计划和员工持股计划，激励对象分别为 116 人和 15 人，激励制度完善且覆盖面广。

图 10: 康隆达股权结构及核心控股子公司



资料来源: Wind、招商证券

## 二、行业前景：劳保手套需求稳定，机器人带来 UHMWPE 发展机遇

### 1、功能性劳保手套：市场需求稳定，竞争格局分散

劳动防护手套是指用于保护劳动者的手或手的一部分免受伤害的个人防护装备，可分为功能性和非功能性两类。

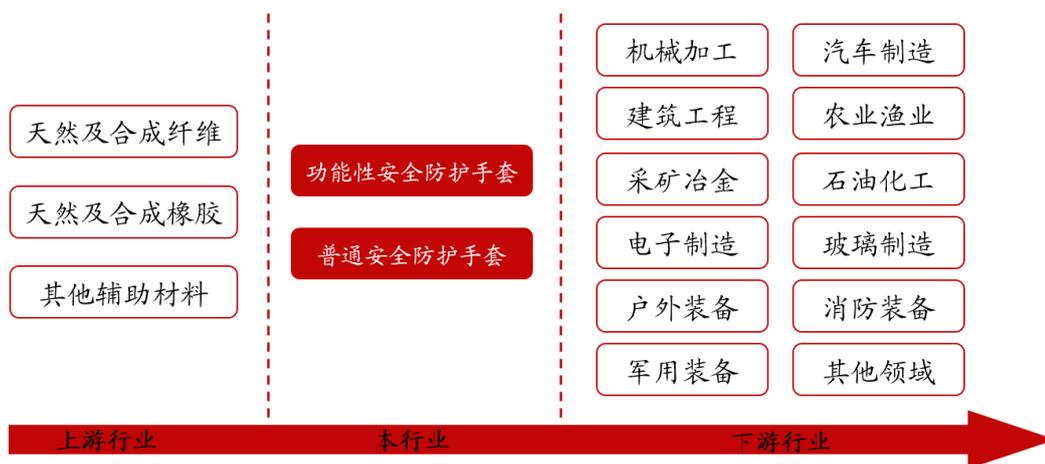
功能性劳动防护手套是指具备特殊防护功能的防护手套，根据其具体防护功能的不同可细分为防机械伤害手套、防化学品手套、防静电手套、耐酸碱手套、防放射性手套、防高温手套、绝缘手套、焊接手套等，可满足复杂工作环境中的各类防护要求，广泛应用于建筑、电力、电子、汽车、机械制造、冶金、石化、采掘等行业。非功能性劳动防护手套包括具有一般防护功能的普通劳动防护手套和耐寒保暖的生活类手套。

图 11：手部防护产品分类



资料来源：华经产业研究院、招商证券

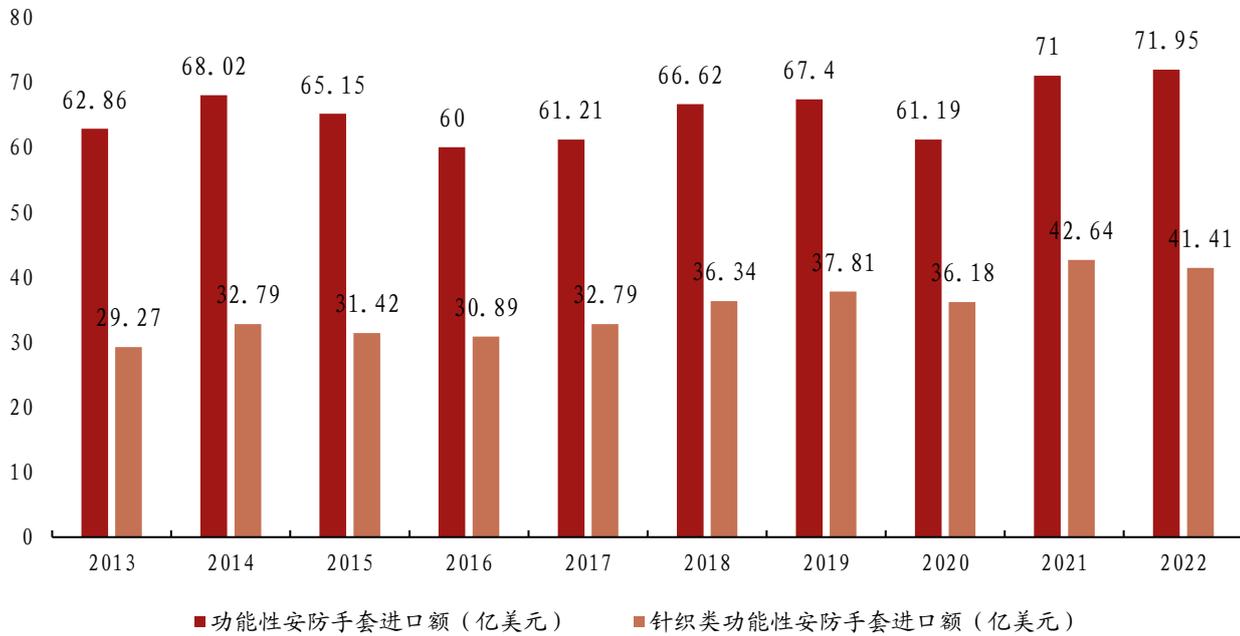
图 12：安防手套行业产业链



资料来源：华经产业研究院、招商证券

劳动防护手套具有以下 2 个特点：①广泛应用于各种工业生产及其他作业活动，②本身是工作中的必需品和易耗品，更换频率较高，需求具有刚性。联合国商品贸易统计数据库数据显示，功能性安防手套全球进口额合计从 2013 年的 62.86 亿美元增长至 2022 年的 71.95 亿美元。

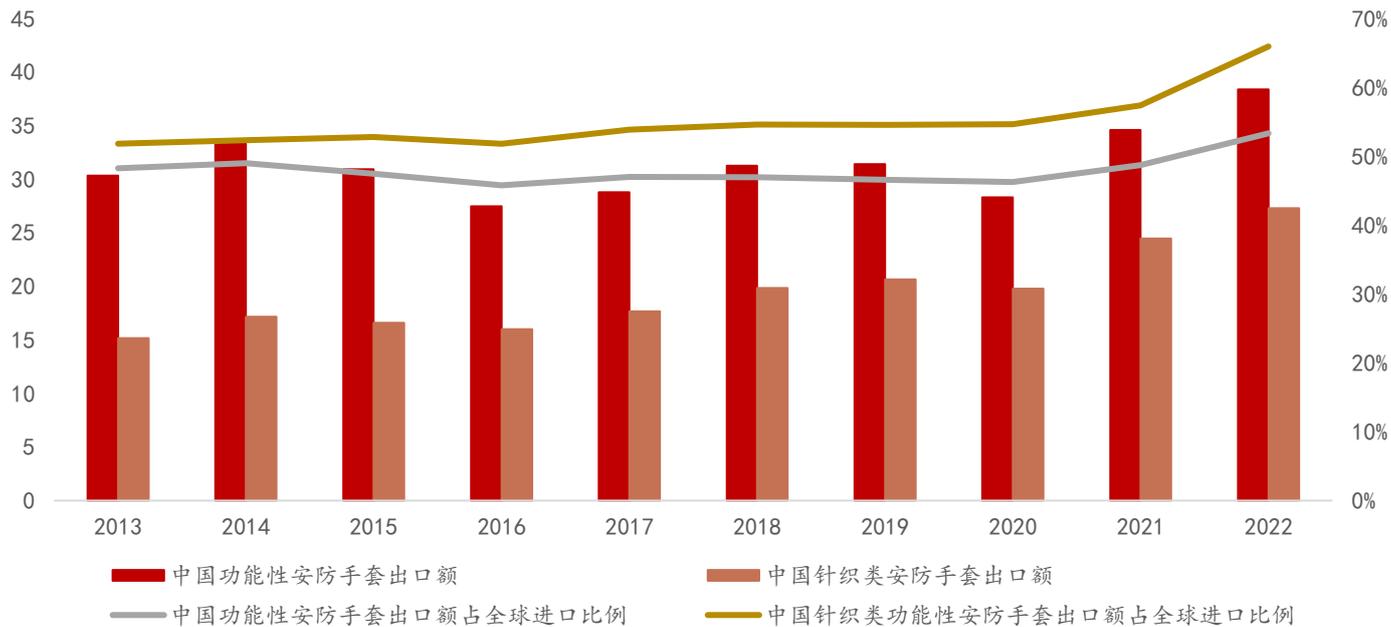
图 13：2013 年-2022 年全球功能性安防手套市场容量（进口额，亿美元）



资料来源：UN Comtrade、关于江苏恒辉安防股份有限公司申请向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函的回复、招商证券

中国是劳动防护手套主要的出口国。美国、日本、欧盟等发达国家和地区劳动防护相关的法律法规较为成熟，因此是主要消费地，但由于产业结构调整、劳动力成本较高等原因，已经基本停止在本国进行大规模的劳动防护手套生产。2022 年，中国功能性安防手套的出口额为 38.36 亿美元，占全球进口总额的 53%，针织类功能性安防手套的出口额为 27.3 亿美元，占全球进口总额的 66%。

图 14: 2013 年-2022 年我国功能性安防手套出口额及其占全球进口额比例 (亿美元)

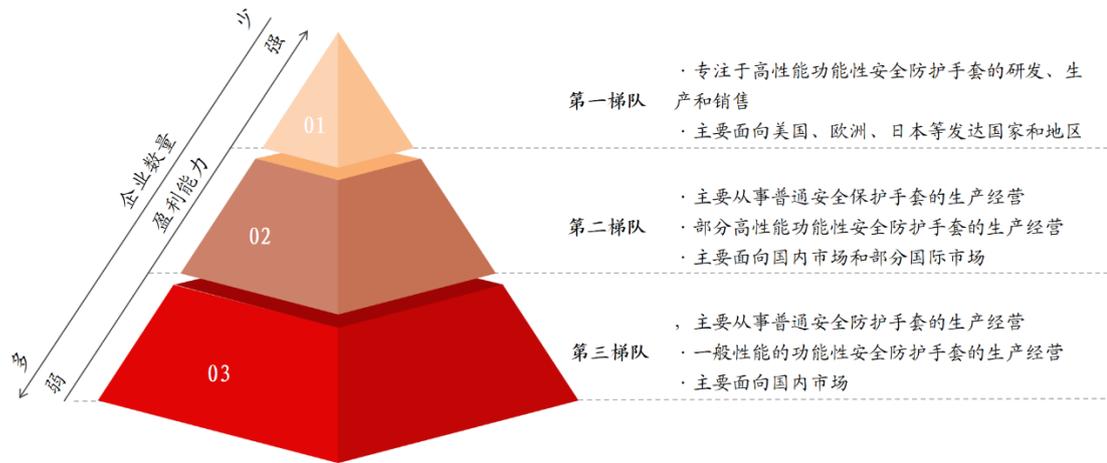


资料来源: UN Comtrade、关于江苏恒辉安防股份有限公司申请向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函的回复、招商证券

**海外品牌占据主导地位, 国内企业以代工为主。**欧洲、美国和日本劳动防护手套知名品牌 (如 Ansell、ATG、Honeywell、Midas Safety) 凭借多年经营的积累, 已经形成了稳定的销售渠道, 具备研发、设计及品牌优势。但由于欧美日等发达国家的人力、原料等成本较高, 这些知名品牌企业逐渐退出了生产环节, 主要负责产品研发设计、市场拓展、终端渠道建设和品牌管理, 除了在本土保留部分高端产品的产能外, 多数将产品生产环节转移至发展中国家, 通过在当地直接设厂, 或直接委托当地企业通过 OEM、ODM 的方式解决货源。

在我国, 劳动防护手套行业是一个市场化竞争较为充分、市场化程度较高的行业, 国内已经形成一批以 OEM 和 ODM 模式为主, 能够大批量生产供应、多品种、快交期的劳动防护手套的生产企业, 并成为了全球劳动防护手套的主要生产中心。国内市场参与者众多, 可分成三个梯队, 第一梯队是以康隆达、恒辉安防为代表的公司, 主要从事高性能功能性安全防护手套, 在产品设计开发、品质管理、规模化生产等方面具有优势, 主要面向欧洲、美国、日本等发达地区消费市场, 虽尚未形成全球知名的自主品牌, 但在全球市场具有不可替代地位; 第二梯队企业主要从事普通安全保护手套及部分高性能功能性安全防护手套的生产经营, 主要面向国内市场和部分国际市场; 第三梯队企业主要从事普通安全保护手套和一般性能的功能性安全防护手套的生产经营, 产品以低档产品为主、同质化程度较高, 市场竞争激烈。

图 15: 国内安防手套竞争格局



资料来源：恒辉安防招股说明书、招商证券

## 2、UHMWPE：性能良好，人形机器人腱绳的优选材料

超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）具有强度高、韧性好，以及优良的抗冲击性和抗切割性、高耐磨性、耐化学腐蚀性等特性。超高分子量聚乙烯纤维又称高强度高模聚乙烯纤维，是分子量在 100 万以上的聚乙烯树脂所纺出的纤维，是继碳纤维、芳纶纤维之后的第三代高性能纤维，其断裂伸长率和抗冲击能力高于碳纤维和芳纶，柔韧性好，在高应变率和低温下力学性能仍然良好，是一种非常理想的防弹、防刺安全防护材料。具体来看，超高分子量聚乙烯纤维的比强度是优质钢材的 15 倍，是玻璃和尼龙 66 的 4 倍，是碳纤维的 2.6 倍，是芳纶纤维的 1.7 倍；在抗冲击性能方面，超高分子量聚乙烯纤维复合材料的比冲击总吸收能量是碳纤维的 1.8 倍、芳纶的 2.6 倍，防弹能力是芳纶装甲结构的 3.6 倍。

表 1: 纤维性能对比

序号	领域	绳线制品	纺织织物	无纺布物	复合材料
1	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、航行器、武装直升机装甲板、防弹运钞车防弹板、通讯指挥车防弹车身、防弹头盔等
2	海洋产业	系泊缆、拖网缆、拖牵缆、海上养殖用缆、海上采油用缆、海底采集作业用缆	海上挡油堤、捕鱼拖网、围网、深海养殖网箱	海水过滤膜结构	轻便船体及构间、海堤围坝、海洋专用箱体
3	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
4	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
5	建筑业	货物吊绳、防护网、货物吊网	强力包装用具	护卫面料	安全帽、特种围栏
6	生物医疗	缝线	手术防割套	医疗安全包装	X 室抗屏蔽工作台
7	航空航天	宇宙飞船海上救捞网	雷达保护罩	机场跑道	飞机舱内结构件、驾驶舱安全防护门
8	运输业	柔性集装箱、起吊绳索、车辆牵引绳、气球拉绳、直升机起吊绳索	蓬盖布、运输带	防割防刺箱包	特种轻型箱体、抗冲击包装箱
9	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
10	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：同益中招股书、招商证券

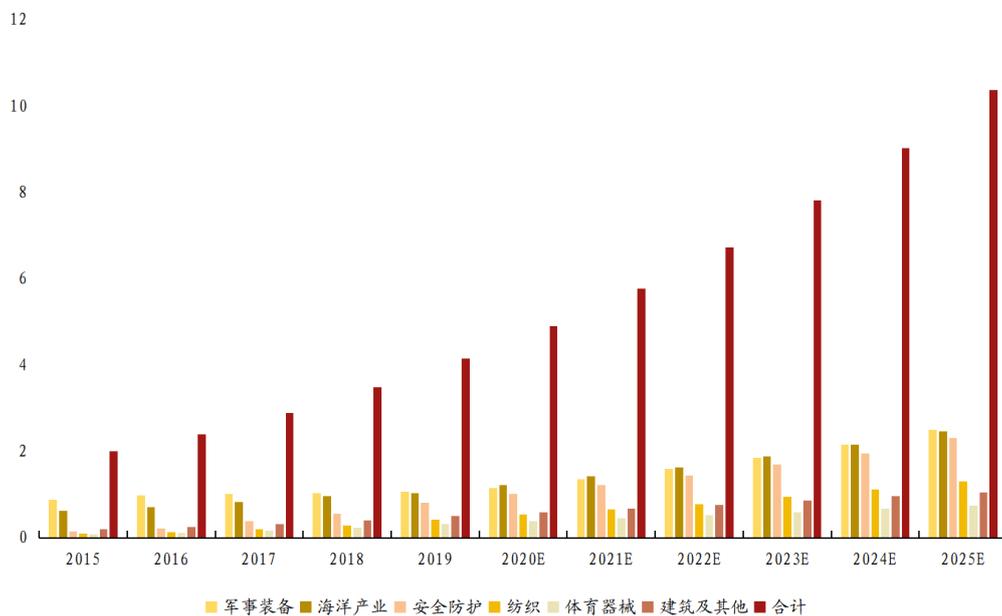
表 2: 高性能有机抗弹纤维的基本性能对比

纤维种类	具体牌号	拉伸强度 /(cN/dtex)	拉伸模量 /(cN/dtex)	断裂伸长率 /%	密度 /(g/cm <sup>3</sup> )	极限氧指数 /%	热分解温度 /°C	生产厂家
对位芳纶	Kevlar®129	22	680	3.3	1.44	29	500	美国 Dupont
	Kevlar®KM2	24	550	4.3	1.44	29	500	美国 Dupont
	Twaron®	23	840	2	1.44	29	500	日本 Teijin
	Taparon®629T	24	660	3.7	1.44	29	500	中国烟台泰和
杂环芳纶	Armos®	26	700	2.5	1.44	39	550	俄罗斯化纤院
	Rusar®-S	28	1200	2.5	1.44	32	550	俄罗斯化纤院
	Rusar®-NT	35	1200	2.6	1.47	45	550	俄罗斯化纤院
	Staramid®F-3	30	850	3	1.44	37	550	中国中蓝晨光
UHMWPE	Dyneema®SK75	34	1038	3.8	0.97	17	150	荷兰 DSM
	Dyneema®SK77	40	1300	3.8	0.97	17	150	荷兰 DSM
	Dyneema®SK99	42	1400	3.7	0.97	17	150	荷兰 DSM
	Spectra®1000	39	1400	2.9	0.97	17	150	美国 Honeywell
	Spectra®2000	35	1300	3	0.97	17	150	美国 Honeywell
	Spectra®3000	36	1300	3.3	0.97	17	150	美国 Honeywell
PBO	Zylon®-AS	38	1170	3.5	1.54	68	650	日本 Toyobo
	Zylon®-HM	37	1800	2.5	1.56	68	650	日本 Toyobo
	M5	23	1560	1.5	1.74	59	530	美国 Magellan
PIPD	M5 Conserv	50	1760	2.5	1.7	59	530	美国 Magellan
	M5 Coal	56	2650	2.5	1.7	59	530	美国 Magellan

资料来源:《高性能有机纤维在防弹复合材料领域应用研究现状》、招商证券

2025 年,我国超高分子量聚乙烯纤维行业需求有望达到 10 万吨。根据同益中招股说明书,2025 年我国超高分子量聚乙烯纤维行业需求有望从 2019 年的 4.15 万吨增长至 10.37 万吨, CAGR = 16.5%。军事装备、海洋产业、安全防护始终是最主要的三大应用领域。

图 16: 2015-2025 年中国超高分子量聚乙烯纤维行业市场发展情况 (万吨)



资料来源:同益中招股书、招商证券

国内超高分子量聚乙烯纤维企业仍处于成长阶段,目前产品多用于中低端领域。2005 年,国内超高分子量聚乙烯纤维企业实现技术突破后,超高分子量聚乙烯纤维行业良好的市场前景和经济效益吸引多家企业投资,国内新建了数十条超高分子量聚乙烯纤维生产线,形成了较为完善的规模化生产能力。目前,国产产品在主要指标和功能方面,已达到国际领先知名品牌的同等水平,实现了部分高端应用领域的进口替代,如海军舰艇缆绳和武警、陆军防弹衣等,但在抗蠕变等高端产品以及医用缝合线、雷达天线罩等细分应用领域,我国仍处于起步阶段。荷

兰 DSM、美国 Honeywell 和日本 Toyobo 三家企业垄断全球超高分子量聚乙烯纤维高端产品技术。

图 17: 超高分子量聚乙烯纤维主要企业的产能

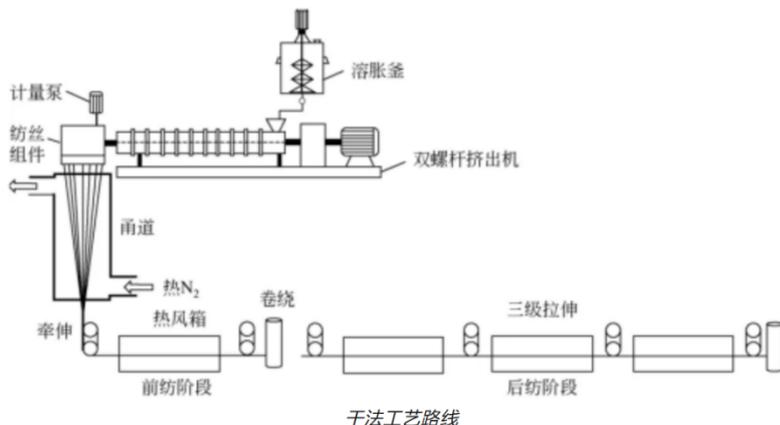
公司名称	现有年产能 (吨)
埃万特(原帝斯曼)	14200
霍尼韦尔	3200
东洋纺	3000
九州星际科技	30000
同益中	7960
长青藤新材料	6800
千禧龙特种纤维	4000
南山智尚	3600
中石化仪征化纤	3500
恒辉安防	3000
镛尼玛新材料	2500
山东爱地高分子	2400

资料来源: 公司年报、招股说明书、招商证券

超高分子量聚乙烯制备工艺可分为干法工艺与湿法工艺。这两种工艺路线最主要的区别是采用的溶剂和后续工艺不同，干法工艺采用高挥发性溶剂，湿法工艺采用低挥发性溶剂。由于两类溶剂特性区别大，后续溶剂脱除工艺也完全不同，各有优势。

**干法工艺路线:** 干法主要以十氢化萘为纺丝溶剂，与 UHMWPE 树脂混合后，经过双螺杆挤出机高温混炼、喷丝板挤出成熔体细流，通过惰性气体等方式吹扫使溶剂脱去，同时熔体固化成原纤可收卷成型。原纤再经过多级多次的超倍热拉伸可得到强度较高的 UHMWPE 纤维。相较于湿法路线纺丝，干法路线工艺流程短、经济环保，其制备的纤维表面平整、缺陷少、柔软、结晶度高、纤维密度大、熔点高、熔程短、溶剂残留低。荷兰 DSM 公司、东洋纺公司、仪征化纤、上海化工研究院有限公司均采用干法工艺路线生产 UHMWPE 纤维。

图 18: 干法工艺路线



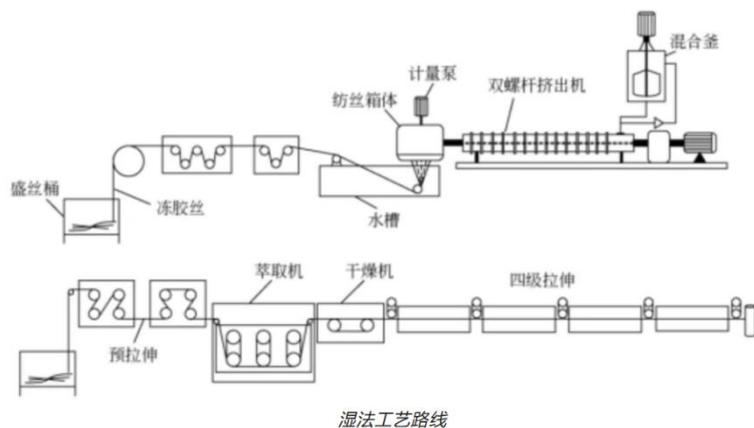
资料来源: 中国复合材料工业协会官网、招商证券

**湿法工艺路线:** 湿法路线采用的纺丝溶剂为高沸点不易挥发溶剂，如白油、矿物油、煤油等，纺丝加工温度可调节范围大。纺丝溶剂需要在纺丝后期进行萃取和

干燥，常用萃取剂主要有碳氢清洗剂、二氯甲烷、二甲苯等，纺丝溶剂回收工艺经十余年的产业化发展，相对简单成熟，但环保、安全的压力较大。

湿法路线是目前国内外纤维企业用得更多的一种工艺技术路线，最早是 1985 年由美国 Honeywell 公司购买 DSM 专利后进行产业化生产，推出的纤维牌号有 Spectra-HT、Spectra900、Spectra1000 等系列产品，其中 Spectra-HT 牌号断裂强度可达 40cN/dtex。另外日本三井公司于 1988 年正式商业化生产 UHMWPE 纤维，牌号为 Tekmilon，产品重点放在作业手套、钓鱼线和缆绳市场。我国于 20 世纪 80 年代开始相关研究，并于 2000 年左右实现产业化生产，目前国内湿法生产企业有同益中、爱地、九九久、中泰等十余家公司，可生产不同旦数、强度的军民用纤维产品，占全球产销量的 60% 以上，但以中低端产品为主，产品价格竞争激烈。

图 19: 湿法工艺路线



资料来源：中国复合材料工业协会官网、招商证券

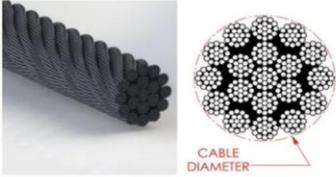
人形机器人有望成为超高分子量聚乙烯纤维的重要应用领域。特斯拉人形机器人的灵巧手采用“齿轮箱+丝杠+腱绳”传动方案，其中腱绳传动可以模拟人手的肌腱结构，使驱动器远离执行机构，减轻末端的负载和惯量。优点是灵活度高、结构紧凑、柔性高，适用于空间狭小、且需要自由度数目较多的传动结构。缺点是精度不高、抓取力不大、易磨损、传动效率和可靠性较差。腱绳材料分为钢丝和高分子纤维两大类，高分子纤维主要是超高分子量聚乙烯纤维，凭借其高强度、高韧性，已经成为腱绳驱动的主流选择。目前，国内超高分子量聚乙烯的主要公司均在布局腱绳这一新兴场景。

图 20: 腱绳驱动结构



资料来源：空间五指灵巧手控制系统设计、招商证券

表 3: 灵巧手主流腱绳材料性能对比

性能指标	UHMWPE (Dyneema/Spectra)	钢丝绳
图例		
安全性	安全性高, 以线性方式断裂	低于高分子纤维绳
强度	高, 同重量下是钢丝绳的 15 倍	相对较低, 同直径下最大载荷低于高分子纤维绳
重量	轻, 具有低密度特性	较重, 密度高
耐磨性	优异, 适用于耐磨应用	良好
拉伸性	低拉伸性, 操作平稳	-
耐化学性	高, 能抵御潮湿、紫外光与化学试剂的侵蚀	中等, 易受腐蚀影响
成本	当前较高	相对较低
耐水性	防水, 能浮于水面	一般, 易受水分影响
耐疲劳性	优异, 适合长期高负载运行	中等, 易出现疲劳断裂
耐温性	熔点相对较低 (约 138℃), 并且在极低温度下没有脆点, 无法保持性能	耐温性较好, 但易受高温影响
抗蠕变性	较差, 易发生形变	较好, 但长期负载下可能发生蠕变

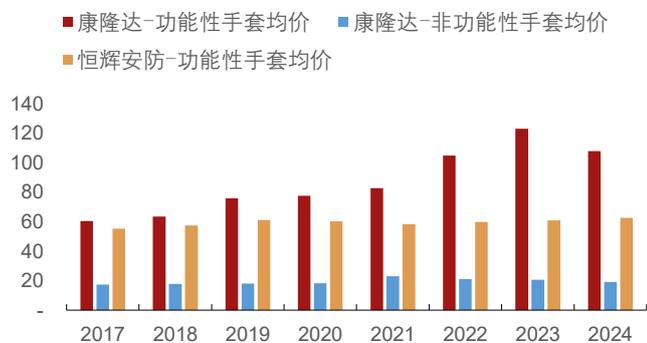
资料来源: 盐城神力制绳有限公司官网、《超高分子量聚乙烯 (UHMWPE) 纤维在机器人腱绳领域的应用与市场前景》、招商证券

### 三、公司看点: 轻装上阵主业迎反转, UHMWPE 有望应用于机器人腱绳

#### 1、手套产品定位高端, 国内+越南双基地布局分散关税风险

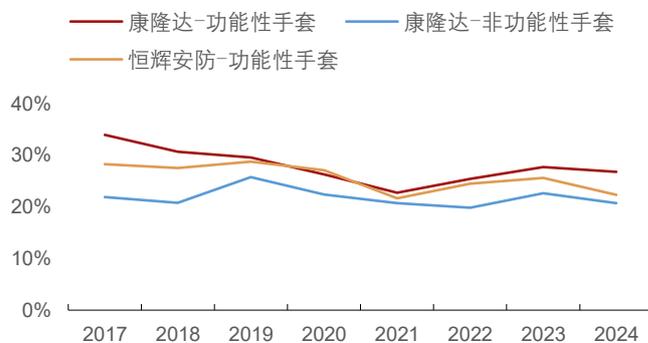
公司手套产品定位高端, 2017-2023 年功能性手套均价稳中有升。从产品均价来看, 2024 年公司功能性手套销售均价约 108 元/打, 非功能性手套销售均价约 19 元/打, 2024 年同行恒辉安防的功能性安全防护手套销售均价约 63 元/打; 从产品毛利率来看, 2024 年公司功能性手套毛利率 26.75%、非功能性手套毛利率 20.73%, 恒辉安防功能性手套毛利率 22.34%。同为全球高性能功能性安全防护手套第一梯队的生产商, 康隆达的产品均价与毛利率高于同行, 且近年来有持续提价的趋势。

图 21: 2017-2024 年手套产品销售均价 (元/打)



资料来源: 康隆达公告、恒辉安防公告、招商证券

图 22: 2017-2024 年手套产品毛利率 (%)



资料来源: 康隆达公告、恒辉安防公告、招商证券

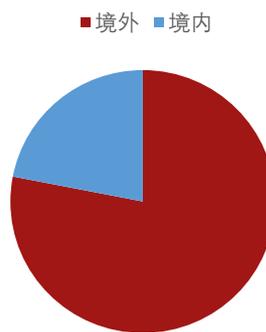
外销为主, 产品主要销往欧洲、美国、日本等境外市场。2024 年, 公司境外收入占公司总收入 78%, 境内收入占比 22%。

图 23: 2015-2024 年公司分地区收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 2024 年公司分地区收入占比 (%)



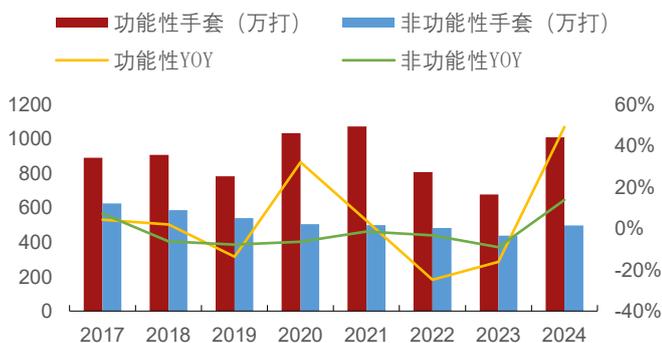
资料来源: 公司公告、招商证券

全球关税不稳定性背景下,“国内+越南”双基地产能布局分散风险。越南生产基地具有一定优势: **1) 区位优势:** 越南基地符合欧美客户供应链优化的需求。**2) 成本和效率优势:** 越南的能源和人工成本均比国内低 1/3 以上,且越南基地产线更新,自动化程度更高,生产效率更高。**3) 税收优势:** 越南进口相关原材料不征收关税、增值税,出口商品也不征收增值税,企业所得税目前享受两免四减半、后每年 17%征收的优惠政策。即使当前出口美国关税仍具有不确定性,国内+越南两地布局也能分散客户的供应链风险,提高接单能力。

康隆达是业内最早布局海外产能的公司,加速招工逐步投产,有望把握窗口期抢占份额。公司自 2018 年开始投资越南安全防护新材料及安全防护产品(一期)生产基地建设项目,项目计划总投资 11.54 亿元,累计新建 500 万打功能性劳动防护手套、年产 800 吨高强高模聚乙烯纤维、500 万箱一次性手套的生产能力。公司原计划一期项目建设期为 2 年,于 22 年 8 月开始投产,但受认证进度、本土化员工培训时间等影响,实际于 2024 年年底投产,2025 年将持续爬坡释放产能,其中包括 12 条一次性丁腈手套生产线(设计产能 350 万箱/年)和 20 条劳动防护手套生产线(设计产能 800 万打/年)。

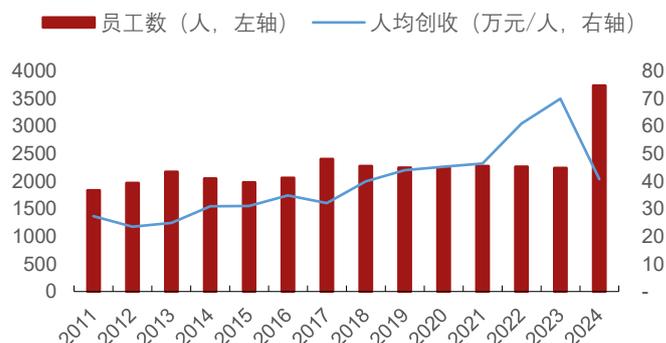
至 2024 年底,公司在职员工总人数达 3731 人创新高,同比增加 67%,其中生产人员 3297 人,同比增加 82%,考虑到国内产能近几年扩产较少,我们认为生产人员的增加主要来自越南生产基地。2011-2023 年以来公司人均创收水平持续提高,由于越南基地从 2024 年年底才逐步投产并爬坡,故越南收入贡献有限,对 2024 人均创收产生一定拖累,预计 2025 年越南产能全面释放后公司人效将显著提升。

图 25: 2017-2024 年手套产量 (万打) 及 YOY



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 2011-2024 年员工数 (人) 及人均创收 (万元/人)



资料来源: 公司公告、招商证券

同行恒辉安防也于越南布局，其越南项目于 2024 年 2 月奠基，目前厂房办公楼主体建筑已经结构封顶，预计于 2025 年 6 月部分产线投入试生产，后续产能爬坡仍需一定时间。康隆达越南布局与产能进度相对较快，有望把握越南产能窗口期，抢占更多市场份额，提高盈利能力。

## 2、UHMWPE：具备干法+湿法工艺，不断拓展应用场景

公司旗下全资子公司专注于 UHMWPE 纤维的研发生产销售，拥有多年技术储备。浙江金昊新材料有限公司前身成立于 2003 年，专注于特种纤维复合材料的研发、生产与销售，产品涵盖碳纤维、芳纶纤维及其复合材料制品，是国内最早实现超分子量聚乙烯纤维产业化的企业之一。金昊新材料从 2008 年开始从事高强高模聚乙烯纤维等高性能纤维产品的研发和制造，在高性能纤维领域拥有强大的技术创新能力。2009 年下半年，公司开始投产凝胶纺丝湿法路线高强高模聚乙烯纤维，并围绕穿戴舒适的抗切割和高抗切割手套，对高强高模聚乙烯纤维的抗切割性、比强度、比模量等性能进行研究。2017 年公司成功研发出高抗切割高强高模聚乙烯纤维，并实现稳定、高质量的生产能力。此外，金昊新材料与上化院进行技术合作，实现了 HPPE 干法路线纺丝技术的工程化技术开发及成果转化。

图 27：金昊新材料发展历程



资料来源：公司招股书、可转债募集说明书、年报、招商证券

具备干法+湿法技术，产品主要应用于安全防护、海洋产业和军事装备等领域。

金昊新材料作为高新技术企业，始终以技术为发展先导，通过自主开发、技术引进及产学研合作等方式，现已具备 2 条干法生产线和 3 条湿法生产线。自 2020 年公司进行产线及技术升级后，公司的纤维单线产能、工艺技术及装备、产品性能的稳定性等均处于国内领先地位。公司始终坚持“深耕细研”的发展战略，持续投入开展创新研究，致力于缩小与国际先进技术的差距，在“预溶胀解缠纺丝母料的技术开发”、“0.7-3.9D 单丝可控多规格纤维的开发及产业化技术”、“ES38, ES40, ES42, ES45 纤维力学性能提升的研究及产业化”、“高耐割产品的技术开发”、“绳缆用高强-高耐磨-抗蠕变纤维的开发及产业化技术”等方面都实现了量产及突破。在技术创新方面，公司核心技术均来自自主研发，拥有相关专利 40 余项。产品目前主要应用于安全防护、海洋产业和军事装备等领域。

此外，金昊新材料在“绳缆用高强-高耐磨-抗蠕变纤维的开发及产业化技术”等方面实现了量产及突破，生产的超分子量聚乙烯纤维具有高强度、抗蠕变性及耐弯曲疲劳性等特性，目前正在积极探索人形机器人灵巧手腕绳的应用。

图 28: 公司 UHMWPE 产品图示



资料来源: 康隆达官网、招商证券

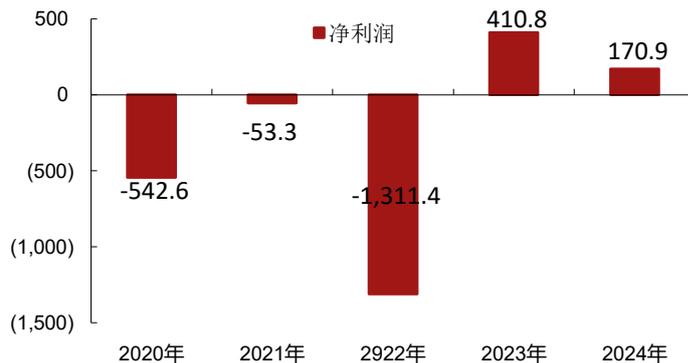
通过“内供+外销”模式驱动需求, 有序推进产能建设。(1) 在业务模式方面, 金昊新材料一方面通过自主生产向公司销售超高分子量聚乙烯纤维, 以满足公司生产特种纤维类功能性劳动防护手套的需求。另一方面, 通过承接外部订单, 自主研发生产并完成对外销售。(2) 在产能建设方面, 据公司公告, 公司年产 400 吨的湿法生产线和年产 400 吨的干法生产线均已正常生产, 第二期项目已有 200 吨产能进入试生产阶段, 已累计储备 1000 吨产能。

### 3、碳酸锂价格企稳回升, 目标未来实现盈亏平衡或微利

公司拥有先进的工艺技术&稳定的区位优势。子公司天成锂业立足江西宜春丰富的锂云母矿产资源以及当地对锂盐新材料产业全链条集群式发展的支持, 采用自主研发的锂云母复合硫酸盐焙烧方法和隧道窑混合焙烧工艺, 实现了宜春地区低品位锂云母制备电池级碳酸锂的技术和工艺的重大突破, 一步法制备硫酸锂溶液及综合回收碱金属等, 公司具备的锂云母高浸出率高回收率焙烧核心加工技术及精细化管理优势使得宜春锂云母资源得到了综合高效循环利用。地处宜春的子公司不仅能确保原材料供应并降低运输费用, 而且能充分享有当地人才、科技、研发、制造及产业链等优势资源。

2024 年以来磷酸锂价格处于低位, 公司灵活开展了“加工(锂盐加工)+进销(锂盐产品)”的经营模式, 尽可能规避磷酸锂价格波动带来的影响。其中, 锂盐加工业务指公司为客户代加工硫酸锂, 生产的主要原材料由委托客户提供, 公司针对该委托进行生产加工, 进而收取客户加工费; 锂盐进销业务指公司自主采购锂矿石原料, 完成提锂加工后直接销售硫酸锂或碳酸锂产品。2021-2024 年受供需关系影响, 碳酸锂价格波动较大, 也直接造成了公司锂盐业务的业绩波动。当前碳酸锂供需长期恢复平衡, 部分企业停产而下游需求韧性推动短期价格稳中有升(2025 年 8 月 1 日碳酸锂价格较 7 月 1 日增长 16%), 我们预计 2025 年公司锂盐及其加工业务有望在盈亏平衡或贡献利润。

图 29: 金昊新能源历年净利润情况(单位: 万元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 30: 碳酸锂价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

#### 4、商誉减值计提完毕，2025 年轻装上阵

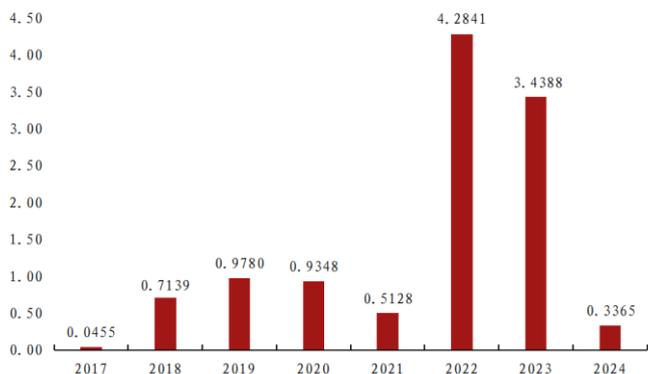
2021 年以来公司相关历史遗留问题的负面影响已基本结束，减值计提完毕，期待 2025 年开始轻装上阵。

1) 公司 2019 年收购北京易恒网际科技发展有限公司 51% 股权并形成商誉 3091 万，2021 年北京易恒网际部分合同执行异常，无法收回货款，导致公司计提相关减值准备共 3.5 亿元（其中存货跌价准备 3.1 亿元、商誉减值 3091 万元等）。2022 年公司已经将易恒网际 51% 股权以 1 元的价格转让给控股股东东大针织，不再纳入并表范围。2024 年 2 月相关处分已落地。

2) 公司 2021 年开始收购天成锂业，2022 年 9 月并表，形成商誉 3.96 亿元，但 2023 年、2024 年由于磷酸锂价格大幅下跌，天成锂业经营亏损，公司分别于 2023 年、2024 年计提商誉减值损失 0.85 亿元、3.11 亿元，至此前期收购天成锂业形成的商誉减值已计提完毕。

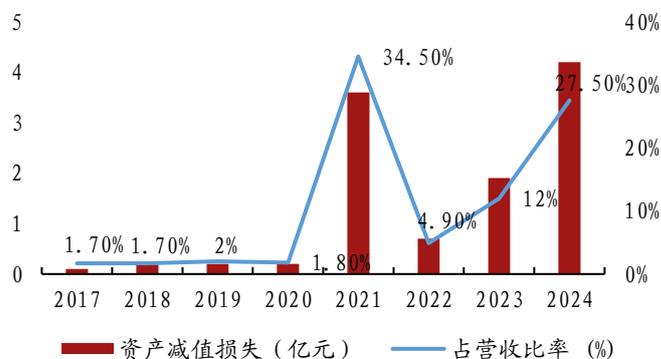
3) 公司将此前持有的控股子公司美国 GGS 的 76.67% 股权转让，并于 2025 年 2 月完成股权交割。公司将不再持有美国 GGS 股权，进一步降低管理成本、提高资产运营效率、降低海外经营风险。

图 31: 2017-2024 年公司商誉账面价值 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 公司资产减值损失及占营收比率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、招商证券

## 四、盈利预测和投资建议

公司坚持实施“锂盐新材料+手部防护”双轮驱动与“国内+越南”双基地比翼齐飞的发展战略，推动公司新品研发、管理创新及业务开拓。(1)在手部防护业务上，公司加快自行研制的高防割性能（满足用户去玻纤去钢丝化需求）和超高耐磨损性能产品及更环保产品的推广应用，已顺利实现“国内+越南”双基地运行，努力实现越南基地的满产满销。(2)在锂盐新材料业务上，充分发挥锂云母高浸出率高回收率焙烧加工的核心技术和精细化管理优势，向上延伸至锂矿原矿开采和精选环节，力争早日实现供产一体化。(3)在 UHMWPE 新材料上，公司不断提升产品耐热、抗蠕变等方面的生产技术水平，在满足现有军事装备、海洋产业和安全防护等领域的应用基础上，不断开发新的应用领域，如机器人灵巧手的腱绳材料等，从而推动公司业绩长足发展，对此我们进行以下预测：

- 1) 营收端：公司越南研发生产销售基地建设已稳健落地，有着 12 条一次性丁腈手套生产线和 20 条劳动防护手套生产线，各条生产线已渐进式步入生产运营，我们预计“国内+越南”双基地运营模式下公司手套业务营收有望逐年增长。锂盐业务短期以加工费模式为主，受碳酸锂价格的影响较为明显，我们假设未来公司该项业务维持一定营收体量。
- 2) 毛利率：24 年底公司越南基地正式产销，25 年受产能爬坡的影响预计毛利率变动不大，往后展望，由于越南基地相比国内基地低廉 1/3 以上的能源、人工成本和相对更低的税费负担，随着产能的逐步爬坡，有望促进功能性手套业务毛利率提升。锂盐新材料业务方面，控股子公司采用“加工+进销”的经营模式，与上下游重要客户建立长期稳固的合作关系，毛利率企稳回升。
- 3) 非经常性损益方面：2025 年一季度，公司出售美国 GGS 公司对投资收益造成正向影响，25Q1 单季度非经常性损益为 8,422 万元。

表 4：公司未来盈利预测（单位：亿元、%）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13.7	15.6	15.2	18.8	24.2	29.0
YOY	30.5%	13.7%	-2.7%	23.7%	28.7%	19.8%
其中：						
功能性手套	8.9	8.7	10.5	15.5	20.0	23.5
非功能性手套	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
锂盐相关业务	2.5	4.9	2.1	1.8	2.5	3.0
其他业务	1.3	1.1	1.7	0.5	0.8	1.5
毛利率	31.2%	18.4%	16.8%	24.9%	26.3%	26.6%
其中：						
功能性手套	25.4%	27.7%	26.8%	26.0%	27.5%	27.8%
非功能性手套	19.8%	22.6%	20.7%	21.0%	21.0%	21.0%
锂盐相关业务	64.6%	-0.8%	-18.9%	18%	19%	20%
其他业务	14.9%	25.5%	-1.6%	25%	25%	25%
归母净利润	2.1	(2.2)	(4.9)	1.7	2.0	2.5
YOY	-235.5%	-205.4%	120.4%	-135.4%	17.1%	24.6%

资料来源：wind、公司公告、招商证券

短期来看，公司历史包袱已逐年出清，由于关税政策的不确定性，越南基地的优势或将凸显，“国内+越南”双基地双轮驱动，我们看好公司后续手套业务在全球

范围内的市占率及利润率的提升。中长期来看，我们看好公司手套主业成长+UHMWPE 产品应用，公司较早布局超高分子量聚乙烯纤维(UHMWPE)材料，该材料具有强度高、韧性好，以及优良的抗冲击性和抗切割性、高耐磨性、耐化学腐蚀性等特性，人形机器人有望成为超高分子量聚乙烯纤维的重要应用领域。综上，我们预计公司 25-27 年分别实现归母净利润 1.7/2.0/2.5 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 五、风险提示

**关税政策变化带来的不确定性。**美国贸易保护主义盛行，美国政府相继公布了一系列针对中国商品的贸易保护措施，中国政府也先后出台了反制措施，公司向美国出口的商品存在被加征关税的风险，进而对公司业绩产生不利影响。

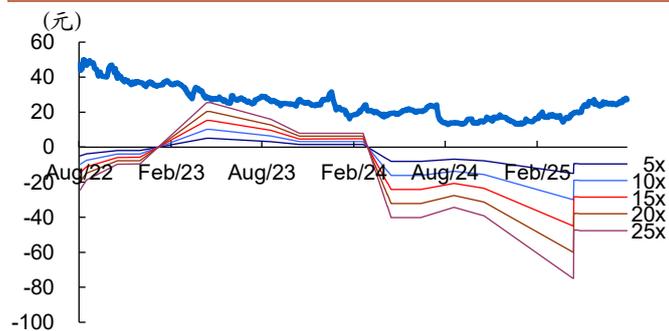
**海外基地生产经营不及预期。**公司海外投资项目包括越南等国家，相关国家的法律法规、政策体系、商业环境与中国存在较大差异，存在一定的政治和投资运营等风险。

**汇率波动带来不确定性。**公司产品销售以境外市场为主，国内业务以人民币结算、出口业务主要以美元结算，境外经营公司主要以美元、比索、越南盾、新加坡元结算，汇率变动会影响公司经营业绩。

**大股东股权质押风险。**截止 2025 年 7 月 11 日，张间芳先生及其一致行动人合计持有上市公司股份 67,396,266 股，占公司总股本的 41.83%；张间芳先生及其一致行动人累计质押股份数为 47,020,000 股，占其持有公司股份总数的 69.77%，占公司总股 29.18%。

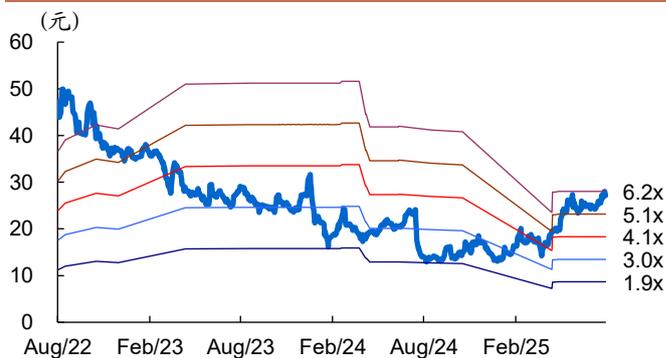
**流动性风险。**根据 2025 年一季报，公司资产负债率为 70.4%，流动比率为 0.56，短期借款金额较大，且同期现金短期债务比很低，仍需关注公司较大的短期债务偿付压力以及未来可能的流动性风险。

图 33: 康隆达历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 34: 康隆达历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1061	1085	1190	1505	1799
现金	348	214	179	218	261
交易性投资	0	3	3	3	3
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	159	229	283	365	437
其它应收款	13	9	12	15	18
存货	446	522	583	737	880
其他	95	107	131	168	201
<b>非流动资产</b>	2452	1952	1947	1944	1941
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1516	1383	1402	1418	1434
无形资产商誉	513	199	179	161	145
其他	422	370	367	364	362
<b>资产总计</b>	<b>3513</b>	<b>3037</b>	<b>3137</b>	<b>3449</b>	<b>3740</b>
<b>流动负债</b>	1916	2001	1914	2004	2020
短期借款	975	917	902	789	617
应付账款	451	638	712	900	1074
预收账款	1	9	10	12	15
其他	490	436	289	303	315
<b>长期负债</b>	280	287	287	287	287
长期借款	260	204	204	204	204
其他	20	83	83	83	83
<b>负债合计</b>	<b>2196</b>	<b>2288</b>	<b>2201</b>	<b>2291</b>	<b>2308</b>
股本	164	162	161	161	161
资本公积金	899	865	865	865	865
留存收益	102	(413)	(241)	(40)	211
少数股东权益	152	135	151	171	195
归属于母公司所有者权益	1165	614	785	987	1237
<b>负债及权益合计</b>	<b>3513</b>	<b>3037</b>	<b>3137</b>	<b>3449</b>	<b>3740</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	79	163	241	330	413
净利润	(293)	(533)	189	221	275
折旧摊销	108	161	155	154	153
财务费用	44	71	75	50	50
投资收益	22	51	(116)	(22)	(2)
营运资金变动	181	428	(61)	(72)	(62)
其它	17	(15)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(186)	(7)	(34)	(128)	(148)
资本支出	(175)	(117)	(150)	(150)	(150)
其他投资	(11)	110	116	22	2
<b>筹资活动现金流</b>	(373)	(192)	(243)	(164)	(222)
借款变动	(302)	(153)	(167)	(114)	(172)
普通股增加	0	(2)	(1)	0	0
资本公积增加	12	(34)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(83)	(3)	(75)	(50)	(50)
<b>现金净增加额</b>	<b>(480)</b>	<b>(35)</b>	<b>(36)</b>	<b>39</b>	<b>44</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1563	1520	1880	2420	2900
营业成本	1276	1264	1411	1784	2128
营业税金及附加	13	13	16	20	24
营业费用	71	71	86	104	125
管理费用	87	120	141	177	206
研发费用	63	47	58	68	81
财务费用	59	70	75	50	50
资产减值损失	(215)	(424)	(20)	(20)	(15)
公允价值变动收益	(26)	(11)	(11)	(11)	(11)
其他收益	18	23	23	23	23
投资收益	(22)	(49)	104	10	(10)
<b>营业利润</b>	(250)	(526)	189	219	273
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	7	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	(254)	(527)	188	219	272
所得税	40	5	(1)	(2)	(3)
少数股东损益	(73)	(47)	17	20	24
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(220)</b>	<b>(486)</b>	<b>172</b>	<b>201</b>	<b>251</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	14%	-3%	24%	29%	20%
营业利润	-200%	111%	-136%	16%	24%
归母净利润	-205%	120%	-135%	17%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.4%	16.8%	24.9%	26.3%	26.6%
净利率	-14.1%	-31.9%	9.1%	8.3%	8.6%
ROE	-17.4%	-54.6%	24.6%	22.7%	22.6%
ROIC	-7.5%	-19.3%	13.1%	13.0%	14.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.5%	75.3%	70.2%	66.4%	61.7%
净负债比率	41.4%	41.9%	35.3%	28.8%	21.9%
流动比率	0.6	0.5	0.6	0.8	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	2.3	2.6	2.6	2.7	2.6
应收账款周转率	11.0	7.8	7.3	7.5	7.2
应付账款周转率	2.9	2.3	2.1	2.2	2.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-1.37	-3.01	1.07	1.25	1.56
每股经营净现金	0.49	1.01	1.50	2.05	2.57
每股净资产	7.23	3.81	4.87	6.12	7.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	-19.9	-9.0	25.4	21.7	17.4
PB	3.8	7.1	5.6	4.4	3.5
EV/EBITDA	-67.5	-21.4	16.0	15.8	14.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。