



公司研究 | 深度报告 | 南山智尚 (300918.SZ)

“织”道系列 14——南山智尚深度：精纺龙头 蝶变，新材料转型启新篇

报告要点

传统业务，公司为国内精纺呢绒龙头，毛纺服装一体化布局完善，短期预计收益外需回暖取得环比改善，长期在深厚产业经验及一体化优势下有望维持稳健增长；新材料业务，超高产品性能为国内第一梯队且在人形机器人领域应用&市场拓展领先，锦纶业务贡献短期业绩弹性，后续机器人+锦纶业务产能加速释放有望带来可观利润弹性。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1.7、2.1、2.5 亿元，同比+32%、+22%、+19%，对应 PE 为 44、36、30X，首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942

南山智尚 (300918.SZ)

2026-05-26

“织”道系列 14——南山智尚深度：精纺龙头蝶变，新材料转型启新篇

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

南山智尚：一体筑基，新材启新

南山智尚传统业务为毛精纺纱与定制服装生产销售，近年来新拓新材料及人形机器人零部件相关业务，布局第二、三增长曲线。公司精纺呢绒与服装业务发展已较为成熟，正常情况下每年能够维持 15~20 亿元较为稳定的营收体量，新材料业务逐步放量，传统业务盈利能力稳中有升。

精纺&服装：资深龙头，稳健成长

精纺呢绒：公司精纺呢绒产品定位中高端，多年经营下从原料到销售链条成熟，产品系列及客户资源丰富，产能利用率饱满，生产效率优化下盈利能力优于同行且稳中有升。**服装：**职业装长期订单稳定，毛利率稳健提升，此外印尼投建 16 万套服饰生产加工项目，帮助公司进一步开拓海外客户，实现订单结构的优化并完善生产端全球化布局。

锦纶：价格筑底迎上行，短期业绩弹性高

锦纶为合成纤维的一大重要品类，强力、耐磨、质轻等性能较优，被广泛应用于高端服饰面料及工业领域。其中户外市场增长+性能要求升级利好 PA6 渗透率提升，但供给端伴随新一轮快速扩产，行业竞争加剧；国内 PA66 需求稳中有升，价格下行有望进一步促进需求释放，民用丝领域由于工艺壁垒更高，国内供应商较少竞争格局较优。公司投建 8 万吨锦纶长丝项目，切入锦纶民用丝领域，测算 2025/2026/2027 年分别亏损/盈利 0.57 亿元/盈利 0.88 亿元。

UHMWPE 纤维：行业方兴未艾，公司逐渐满产

UHMWPE 纤维是工业化的新型高性能纤维，密度低、强度高，下游民用领域需求持续增长，行业供不应求，产能缺口持续存在。国内企业逐步打破国际垄断，本土代表企业已成为全球市场的重要供应来源。公司具备多年技术积淀，产能处国内第二梯队，产品矩阵丰富，产能利用率渐行至高位，且在兄弟公司裕龙石化原材料供应下有望实现盈利优化。

人形机器人零部件：多点布局，未来增量巨大

公司已多次向国内外头部机器人本体、灵巧手厂商完成送样灵巧手腕绳产品，其中部分厂商已获得小批量订单，已覆盖人形机器人灵巧手、手臂、腿部等多种应用场景。此外同步发力智能手套、PA66 包覆材料、外衣等其他核心产品，未来有望逐步兑现业绩。

展望未来：传统业务，公司为国内精纺呢绒龙头，毛纺服装一体化布局完善，短期预计收益外需回暖取得环比改善，长期在深厚产业经验及一体化优势下有望维持稳健增长；新材料业务，超高产品性能为国内第一梯队且在人形机器人领域应用&市场拓展领先，锦纶业务贡献短期业绩弹性，后续机器人+锦纶业务产能加速释放有望带来可观利润弹性。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1.7、2.1、2.5 亿元，同比+32%、+22%、+19%，对应 PE 为 44、36、30X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、产能爬坡不及预期风险；2、下游市场拓展不及预期风险；3、国内外人形机器人量产不及预期风险；4、政策扶持不及预期风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.83
总股本(万股)	50,613
流通A股/B股(万股)	50,613/0
每股净资产(元)	7.66
近12月最高/最低价(元)	26.80/13.38

注：股价为 2026 年 5 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

南山智尚：一体筑基，新材启新	7
公司概述：毛纺一体化龙头，积极延拓新材料业务	7
财务：传统业务稳健，新材料业务逐步兑现业绩	8
管理：背靠南山集团，管理层经验深厚	10
精纺&服装：资深龙头，稳健成长	11
锦纶：价格筑底迎上行，短期业绩弹性高	17
UHMWPE 纤维：行业方兴未艾，公司逐渐满产	25
人形机器人零部件：多点布局，未来增量巨大	29
腱绳：性能国内领先，期待订单落地	30
风险提示	35

图表目录

图 1：公司业务拆分	7
图 2：公司双轮驱动产业布局	7
图 3：公司产业链布局	7
图 4：公司发展历史	8
图 5：公司营收近年来维持稳健增长	9
图 6：2025 年，公司归母净利润有所承压	9
图 7：2024 年以来，公司毛利率有所下行	9
图 8：近年来，公司销售费用率有所下滑	9
图 9：公司新业务收入占比逐渐提升	10
图 10：公司各业务毛利率呈上升趋势	10
图 11：公司股权结构（截至 2025/12/31）	10
图 12：毛纺分类	11
图 13：毛纺产业链	11
图 14：国内毛纺行业规模稳健提升	12
图 15：中国为全球主要羊毛进口国（2025 年）	12
图 16：我国为精纺呢绒最大出口国（2025 年）	12
图 17：我国主要向越南、柬埔寨等国出口精纺呢绒（2025 年）	12
图 18：2017 年后我国规模以上毛纺企业数量加速减少（单位：个）	13
图 19：行业利润率下行后维稳	13
图 20：公司精纺呢绒产品	14
图 21：公司呢绒面料产品均价与友商对比	14
图 22：公司呢绒面料产品毛利率与友商对比	14
图 23：公司生产效率逐年提升	15
图 24：公司精纺呢绒业务情况	15
图 25：国内服装定制市场规模稳健增长	16
图 26：各公司团购业务盈利能力近年来有所下滑	16

图 27: 公司服装定制产品销量近年来下降并维稳	17
图 28: 公司近年来产能利用率呈下滑趋势	17
图 29: 锦纶产业链	18
图 30: 锦纶下游应用极为广泛	18
图 31: PA6 切片下游应用占比 (2025 年)	18
图 32: PA6 供需端均持续扩张	18
图 33: 我国高性能户外服饰市场快速增长	19
图 34: 我国户外运动渗透率有较大提升空间 (2024 年)	19
图 35: 国内己内酰胺显著放量	19
图 36: PA6 行业近年来进入产能扩张周期	19
图 37: PA6 产能利用率持续提升至高位	20
图 38: 行业集中度近 2 年再度下滑	20
图 39: 供给竞争加剧下近年来 PA6 价格呈下跌趋势	20
图 40: 2022 年后, PA66 迎来产能快速释放	21
图 41: 2022 年大投产导致 PA66 价格大幅下滑	21
图 42: lululemon 与 Samsara Eco 联合推出首款酶解回收 PA66 产品	22
图 43: PA6 与 PA66 单吨价差逐步缩窄	22
图 44: PA66 表观消费量持续增长	22
图 45: 公司合作供应商实力强劲	24
图 46: 公司 PA6 部分样品与国家标准对比	24
图 47: 公司锦纶长丝客户订单拓展情况 (截至 2024 年 11 月)	24
图 48: 锦纶项目达产后分品类销售估算 (单位: 万元)	25
图 49: 锦纶项目达产后收入利润估算	25
图 50: 公司锦纶业务未来收入业绩测算	25
图 51: 超高分子量聚乙烯纤维图示	26
图 52: 超高分子量聚乙烯纤维产业链	26
图 53: 2020 年中国 UHMWPE 纤维主要应用领域需求占比	27
图 54: 全球及中国 UHMWPE 纤维供不应求	27
图 55: 同益中绳缆用纤维规格	28
图 56: 同益中及恒辉安防 UHMWPE 纤维均价	28
图 57: 公司部分超高分子量聚乙烯纤维产品	28
图 58: 公司 UHMWPE 纤维业务情况	29
图 59: 裕龙石化股权结构 (截至 2026/3/6)	29
图 60: 中国人形机器人不同发展等级和预计产业规模	30
图 61: 腱绳传动图示	30
图 62: Metamorphic 灵巧手腱绳传动图示	30
图 63: 挪威公司发布的 Neo Gamma 机器人	31
图 64: 公司腱绳业务收入预测	33
图 65: 公司腱绳业务净利润预测	33
图 66: 全球电子皮肤衣市场预计快速增长	34
图 67: 需求端, 电子皮肤衣北美市场占比最高	34

表 1: 公司管理层简历.....	11
表 2: 精纺呢绒国内供给情况 (2024 年)	13
表 3: 团购行业玩家情况	16
表 4: 各类化学纤维介绍	17
表 5: 2025 年全球己二腈产能情况 (万吨/年)	21
表 6: PA66 民用丝在产企业梳理	23
表 7: 超高分子量聚乙烯特点: 密度低 (质量轻)、强度高	26
表 8: 全球 UHMWPE 纤维产能	27
表 9: 2010-2021 年国内外主要灵巧手研究	30
表 10: 主要高性能纤维性能对比	32
表 11: 腱绳价值量测算 (参考特斯拉 Opimus 案例)	32
表 12: 皮肤衣空间及收入测算	34
表 13: 公司收入及利润敏感性测算 (百万元)	35

南山智尚：一体筑基，新材启新

公司概述：毛纺一体化龙头，积极延拓新材料业务

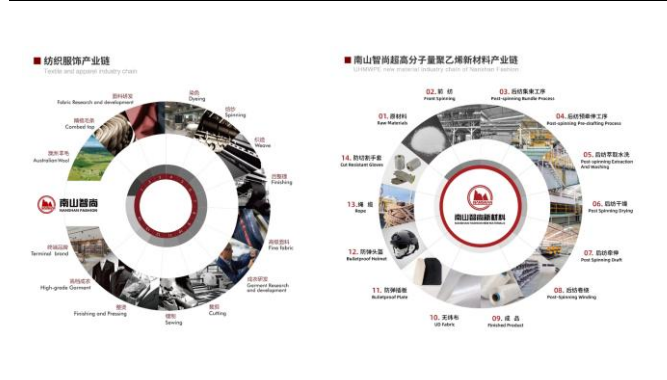
南山智尚传统业务为毛精纺纱与定制服装生产销售，近年来新拓新材料及人形机器人零部件相关业务，布局第二、三增长曲线。公司 1997 年成立，起家于精纺呢绒业务，近 30 年运营下形成“面料+服装”全产业链一体化布局，截至 2025 年具备 1600 万米精纺呢绒+75 万套西装的稳定产能。2021 年公司开启产业转型升级，实施双轮驱动战略，逐步布局 UHMWPE 纤维、锦纶及人形机器人零部件业务，2025 年精纺呢绒/服装/UHMWPE 纤维/锦纶业务营收分别占比 42%/28%/10%/18%，第二增长曲线慢慢成型。

图 1：公司业务拆分

分类	业务	介绍	2025年营收（亿元）	占比
传统业务	精纺呢绒	面向国内外精纺呢绒中高端市场，是众多奢侈品牌、中高档职业服装、国际一线品牌服装的优质供应商	7.6	42%
	服装	运营“缔尔玛”、“织尚”、“保罗贝塔尼”、“博萨 玛吉尼”、“曼斯布莱顿”品牌；同时开展 ODM/OEM 业务，为众多国内外一线品牌客户提供优质产品研发、生产服务	5.0	28%
新材料业务	UHMWPE纤维	年产能合计达3600吨，可生产100D-2400D、26cN/dtex-43cN/dtex 等多种规格产品，广泛应用于防弹、海洋绳网、防护用品、家用纺织品、功能性纺织品、鱼线、机器人传动腱绳等领域	1.8	10%
	锦纶	包含锦纶66、锦纶6、生物基锦纶 5X 系列产品，产品覆盖差别化纤维、复合纺、功能性、绿色纤维、细旦多孔等众多产品系列	3.3	18%
	腱绳	已多次向国内外头部机器人本体、灵巧手厂商完成送样，其中部分厂商已获得小批量订单。当前腱绳产品已覆盖人形机器人灵巧手、手臂、腿部等多种应用场景	-	-

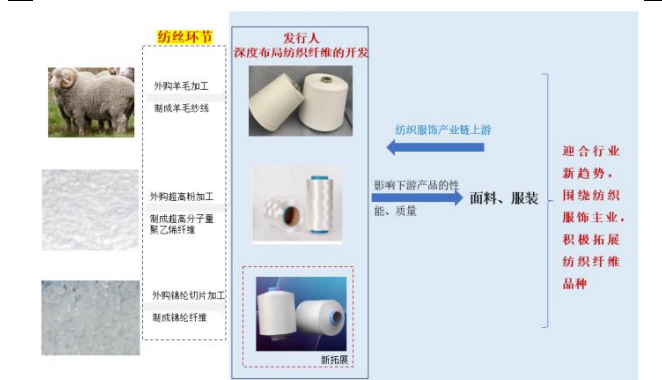
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 2：公司双轮驱动产业布局



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 3：公司产业链布局

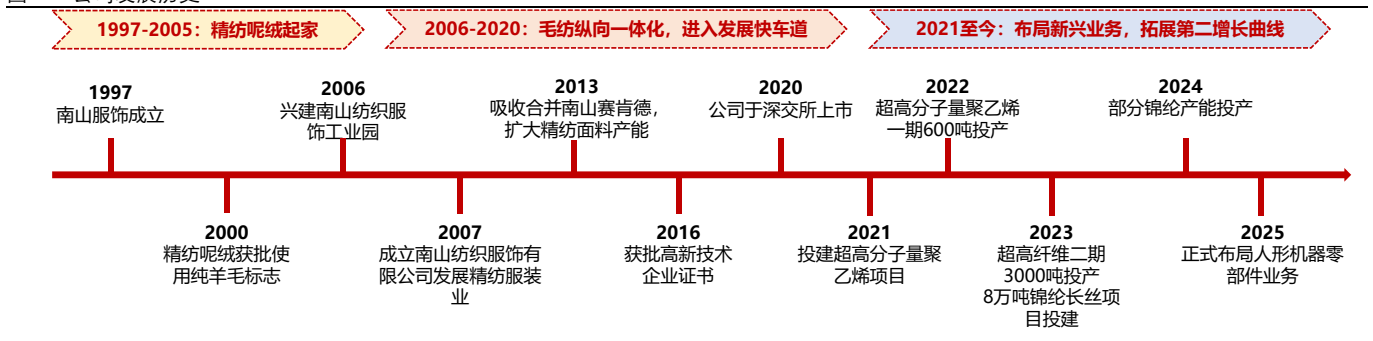


资料来源：公司公告，长江证券研究所

复盘历史来看，公司发展主要经历三个阶段：

- 1) 1997~2005 年：**公司起家于精纺呢绒并深耕业务筑牢基础，2000 年获批使用纯羊毛标签，2003 年南山精纺呢绒产品首获山东名牌称号，并被国家纺织产品开发中心首次授予“高支纯毛产品开发基地”。
- 2) 2006-2020 年：**公司逐步实现毛纺纵向一体化，进入发展快车道。2007 年成立南山纺织服饰有限公司全面发展精纺服装产业，短短几年形成从羊毛到服装的完整产业链，公司发展进入快车道，2020 年公司于深交所上市。
- 3) 2021 年至今：**公司开启布局新材料业务，拓展第二增长曲线。2021 年投建超高分子量聚乙烯纤维布局新材料业务，2022 年一期 600 吨超高纤维项目投产，2023 年二期 3000 吨超高纤维项目投产，2024 年投建 8 万吨锦纶长丝项目，2025 年开始正式布局人形机器人腱绳等相关业务。

图 4：公司发展历史

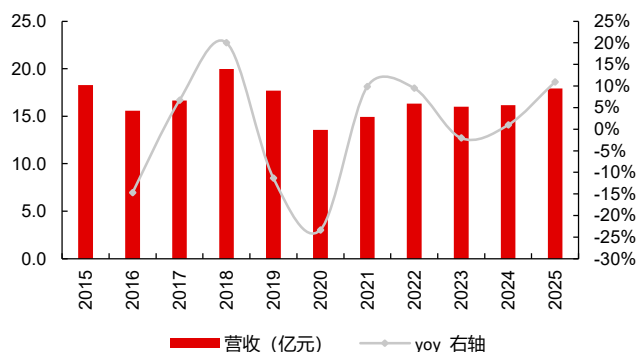


资料来源：Wind，长江证券研究所

财务：传统业务稳健，新材料业务逐步兑现业绩

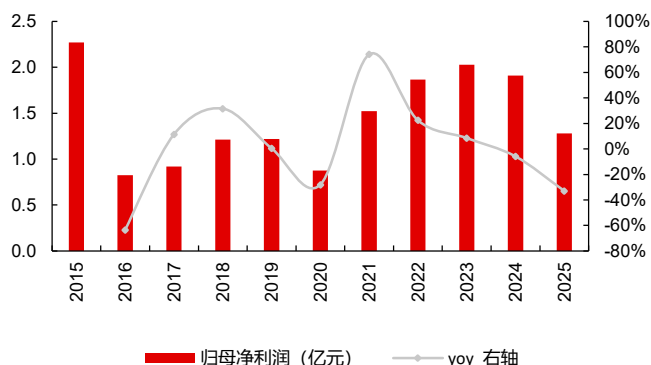
公司整体营收维稳，利润近年来有所波动。公司精纺呢绒与服装业务发展已较为成熟，正常情况下每年能够维持 15~20 亿元较为稳定的营收体量，2021-2025 年营收增速 CAGR 为 4.7%；利润端，2021-2023 年毛利率基本维稳在 34%左右，在销售费用率优化之下净利润稳步提升，但 2024 年因下游服装需求疲软叠加可转债利息费用影响利润有所承压，2025 年实现营收/归母净利润为 17.9/1.3 亿元，分别同比+11%/-33%，毛利率进一步下滑主因：①精纺原材料成本上涨且毛利较低的外贸占比提升；②服装业务订单结构变化；③处于放量初期的锦纶业务占比提升。

图 5：公司营收近年来维持稳健增长



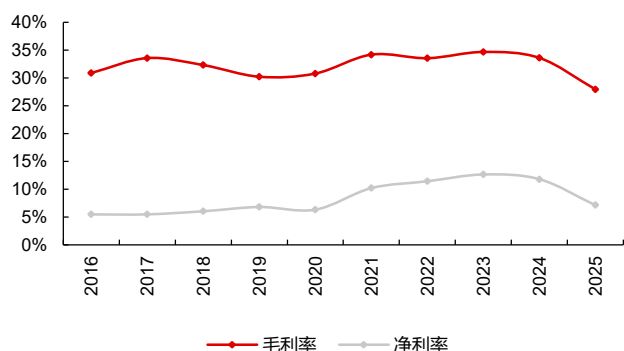
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2025 年，公司归母净利润有所承压



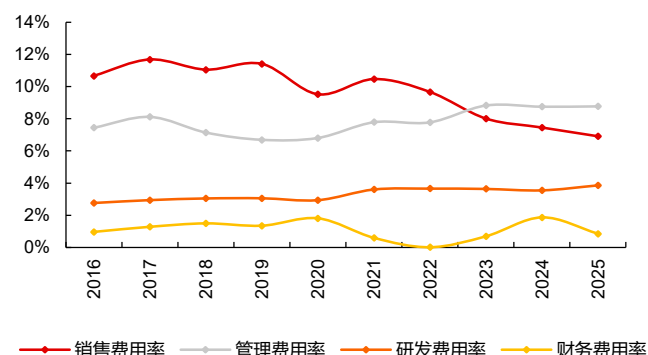
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2024 年以来，公司毛利率有所下行



资料来源：Wind，长江证券研究所

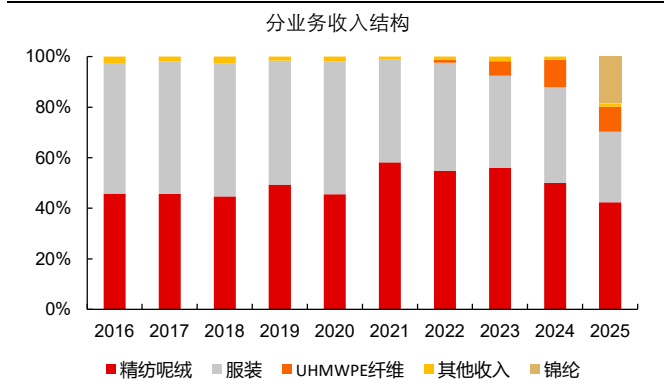
图 8：近年来，公司销售费用率有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

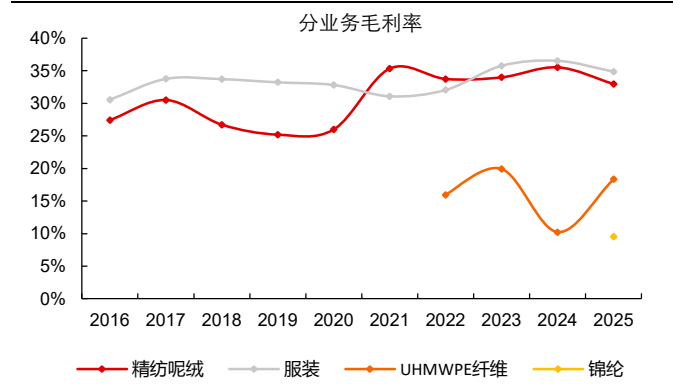
分业务结构来看，新材料业务逐步放量，传统业务盈利能力稳中有升。截至 2025 年，精纺呢绒与服装业务仍为公司营收主要支柱，占比分别为 42%/28%，产品结构优化下毛利率呈现稳中有升；新业务逐步贡献营收及业绩，2025 年超高纤维及锦纶营收占比已分别达 10%/18%。2025 年，精纺订单稳定但毛利率受原材料涨价影响有所下滑，服装定制业务收入承压，且在市场消费疲软下预计订单质量较低影响盈利。超高业务订单维稳预计主因国内军工需求未复苏与海外需求旺盛相抵，出口政策明朗下单价修复，促使毛利率提升。此外，锦纶业务 H1/H2 贡献收入 0.7/2.6 亿元，H2 环比显著增长，毛利率分别为 7.9%/10%，预计后续伴随产能爬坡盈利能力逐步提升。

图 9：公司新业务收入占比逐渐提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司各业务毛利率呈上升趋势

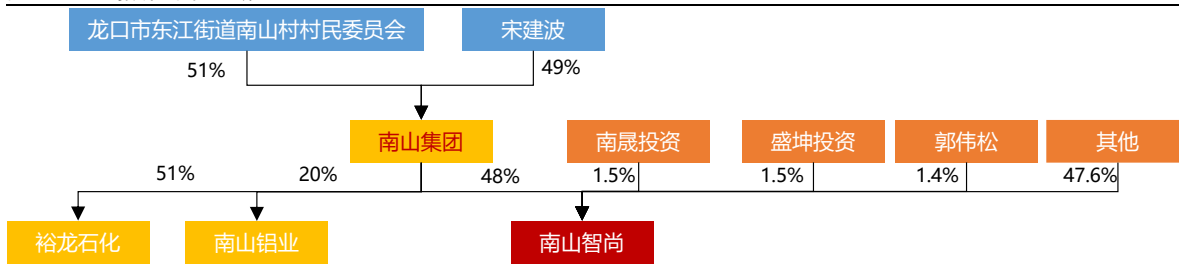


资料来源：Wind，长江证券研究所

管理：背靠南山集团，管理层经验丰富

背靠大股东南山集团，股权较为集中。公司实控人南山集团为村办企业集团，持股公司 48% 股份，旗下还有南山铝业、裕龙石化等子公司，在上游原材料、下游市场方面与公司有望形成较强的业务协同，此外盛坤投资为南山集团管理层及核心人员持股平台，持股 1.5%，南晟投资为公司员工持股平台，持股 1.5%，整体股权集中度较高。

图 11：公司股权结构（截至 2025/12/31）



资料来源：Wind，长江证券研究所

管理层深耕纺织行业，具备深厚从业经验，班底雄厚且稳定。董事长兼总经理赵亮自 2017 年掌舵，历任南山纺织服饰董事长，产业积淀深厚；副总经理曹贻儒、刘刚中分管业务运营多年，实战经验丰富；董秘赵厚杰兼任副总经理，获金牌董秘奖，资本运作娴熟；财务总监徐晓青专业扎实。团队自 2021 年基本成型，2024 年顺利完成董事会换届，核心骨干零流失，形成了一支资历深厚、分工明晰、协同高效的纺织业管理梯队。

表 1: 公司管理层简历

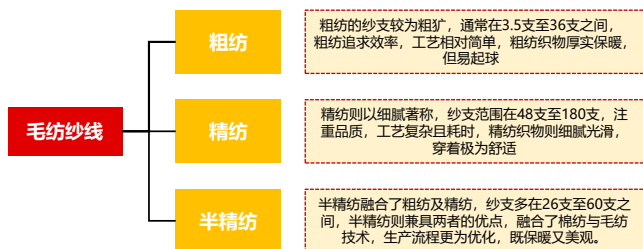
姓名	职位	简历
赵亮	董事长兼总经理	男，1978 年 2 月 9 日出生，硕士研究生学历。历任南山铝业证券部职员，北京办事处主任，项目办副主任、主任，监事，山东南山纺织服饰有限公司董事长兼总经理。自 2016 年 7 月至今任南山集团董事长，自 2017 年 12 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事长兼总经理
曹贻儒	副总经理	男，1975 年 12 月 20 日出生，大专学历。历任山东南山纺织服饰有限公司班长、工段长、副主任、车间主任、染整厂厂长、精纺事业部总经理，董事，自 2017 年 12 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事，自 2018 年 7 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司副总经理，自 2020 年 12 月至今任服装事业部总经理
赵厚杰	副总经理、董事会秘书	男，1986 年 10 月出生，无境外永久居留权，硕士研究生学历。曾任南山纺织董事长助理，南山铝业证券部主任助理，现任山东南山智尚科技股份有限公司副总经理、董事会秘书
刘刚中	董事、副总经理	男，1969 年 7 月 18 日出生，硕士研究生学历，历任安徽省蚌埠天兔毛纺集团产品设计师，山东南山纺织服饰有限公司精纺公司产品设计师、设计室主任、研发中心主任、精纺事业部总经理，自 2021 年 5 月至今任山东南山智尚科技股份有限公司董事、副总经理
徐晓青	财务总监	女，1978 年 1 月 11 日出生，专科学历，历任蓬莱纺纱厂会计，山东南山铝业股份有限公司财务经理、财务副总经理，山东南山纺织服饰有限公司财务总监，山东南山铝业股份有限公司财务副总监、板带事业部财务总监，现任山东南山智尚科技股份有限公司财务总监

资料来源：爱企查，长江证券研究所

精纺&服装：资深龙头，稳健成长

毛纺织工业属于纺织业中游的细分行业。从工艺特点来看，毛纺纱线可分为粗纺、精纺、半精纺等，粗纺织物厚实保暖，但易起球；精纺织物则细腻光滑，穿着极为舒适，注重品质，工艺复杂且耗时。从产业链来看，毛纺织行业上游主要包括羊毛、羊绒等动物毛纤维的采购和供应，中游环节涉及绒毛初级加工、毛条制造、毛纺纱、毛织造及毛染整等工艺过程，毛纺织企业根据市场需求和产品设计要求，对原材料进行加工处理，转化为具有特定功能和外观的毛纺制品。

图 12: 毛纺分类



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

图 13: 毛纺产业链

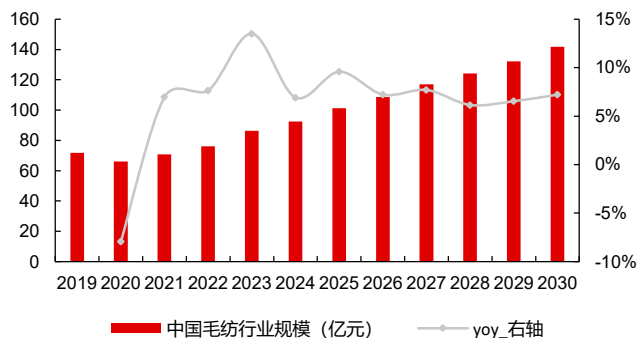


资料来源：智研咨询，长江证券研究所

我国毛纺行业呈现稳健发展，是主要的羊毛消费国和进口国，精纺呢绒主要出口向越南等主要代工国家。我国是毛纺生产大国，根据 Trademap 数据，我国为全球主要羊毛进口国以及精纺呢绒出口国，2025 年羊毛进口额约占全球 73%，制成的精纺呢绒产品，

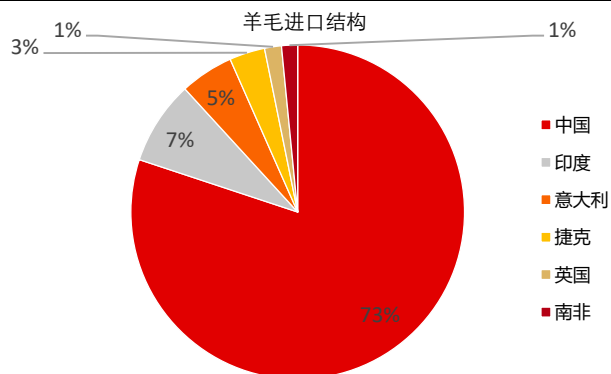
主要出口向越南、柬埔寨等主要代工国家。国内市场方面，我国毛纺行业规模呈现稳健增长，2025 年规模达 92 亿元，未来预计仍将维持低个位数的复合同比增速。

图 14：国内毛纺行业规模稳健提升



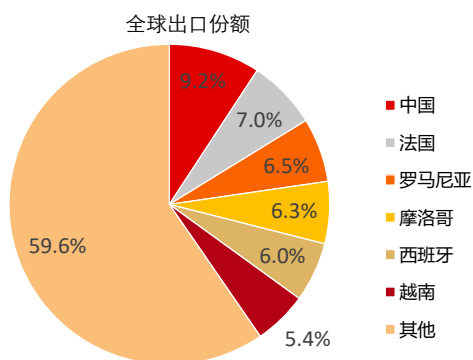
资料来源：智研瞻，长江证券研究所

图 15：中国为全球主要羊毛进口国（2025 年）



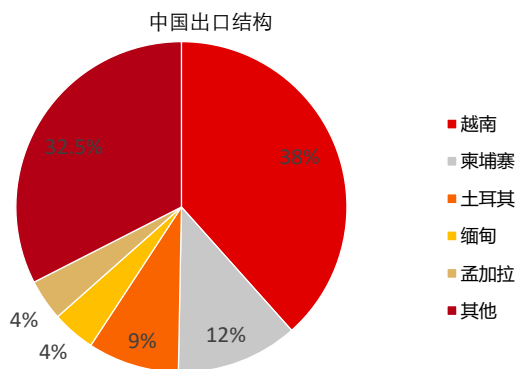
资料来源：Trademap，长江证券研究所

图 16：我国为精纺呢绒最大出口国（2025 年）



资料来源：Trademap，长江证券研究所

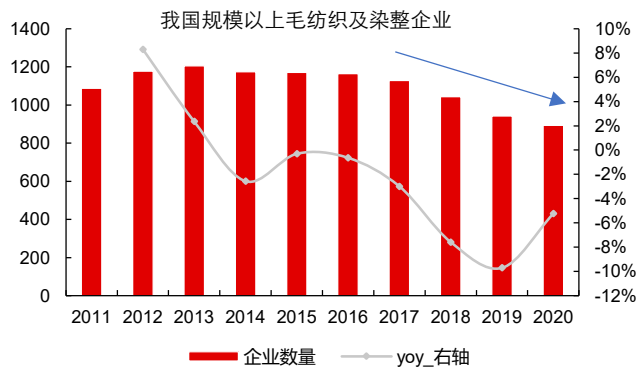
图 17：我国主要向越南、柬埔寨等国出口精纺呢绒（2025 年）



资料来源：Trademap，长江证券研究所

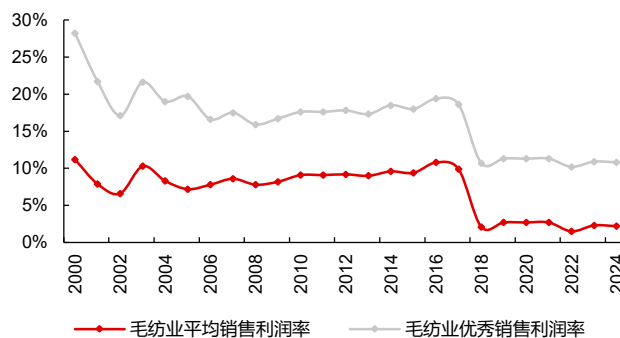
毛纺行业受供给侧改革和需求端较弱影响，自 2017 年以来持续出清，南山智尚产能位居业内前列。受到供给侧结构性改革下对企业生产技术及工艺、环保等的要求提升以及中美贸易摩擦下经济增速放缓需求端弱势影响，行业落后产能加速淘汰，规模以上毛纺织及染整企业数量持续减少，中小企业盈利变差逐步退出市场，行业加速向头部集中。国内供给端，江苏阳光、南山智尚、倪家巷等公司产能位居前列，格局逐步出清之下预计未来头部企业将持续获得更多行业份额。

图 18: 2017 年后我国规模以上毛纺企业数量加速减少 (单位: 个)



资料来源: 中国纺织工业发展报告 2013/14-2020/21, 长江证券研究所

图 19: 行业利润率下行后维稳



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 精纺呢绒国内供给情况 (2024 年)

公司名称	所在地	精纺呢绒产能 (万米)
江苏阳光股份有限公司	江阴	3500
山东南山智尚科技股份有限公司	烟台	1600
江苏倪家巷集团有限公司	江阴	1500
浙文影业集团股份有限公司	张家港	1000
江苏箭鹿毛纺股份有限公司	宿迁	1000
山东如意毛纺服装集团股份有限公司	济宁	800
兰州三毛实业有限公司	兰州	600
无锡协新毛纺织股份有限公司	无锡	600
张家港国纺纺织科技有限公司	张家港	600
华成毛纺有限公司	商丘	300

资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

公司精纺呢绒定位中高端产品, 多年经营下从原料到销售链条成熟, 产品系列及客户资源丰富。公司精纺呢绒产品面向国内外精纺呢绒中高端市场, 是众多奢侈品牌、中高档职业服装、国际一线品牌服装的优质供应商, 产品丰富, 已完成经典全毛系列、极品毛绒丝系列、高支混纺系列、精品休闲系列、功能性产品系列五大系列产品布局, 并逐渐形成了多个系列的特色产品。所需羊毛几乎全部自澳大利亚进口原产优质羊毛, 在澳洲拥有全资子公司南山澳大利亚, 直接参与澳洲拍卖市场竞拍, 充分利用法国 P.V 展、上海展会等国际国内知名展会平台拓展客户, 拥有丰富的客户资源。

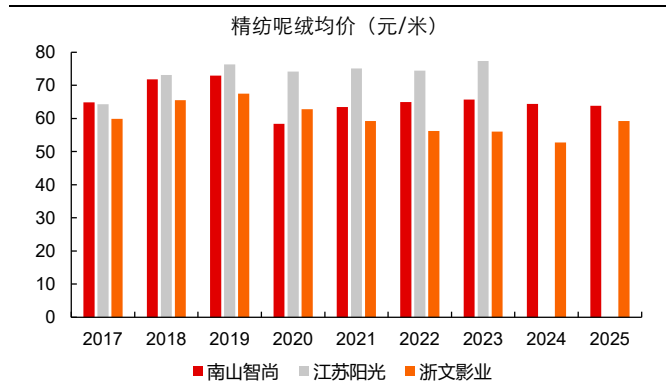
图 20：公司精纺呢绒产品

产品系列名称	图示	产品特征
经典全毛系列		采用super80-140超细澳大利亚美丽奴羊毛，制成集时尚外观与穿着舒适于一体的经典全毛系列产品，主要用于中高端西装、高档职业装领域
极品毛绒丝系列		选用 super150-180 极品澳大利亚美丽奴羊毛，与极品羊绒、蚕丝等高档纤维混合，采用集聚纺纱线工艺技术制成的面料，品质奢华、手感细腻柔和，主要用于顶级奢侈品牌、高端私人定制领域
高支混纺系列		选择澳大利亚美丽奴羊毛与聚酯等合成纤维混合、纺制的 100-130 支高支毛精纺纱线，制成的面料呢面细腻，手感活络、强度高、耐磨性好、易打理，主要用于中高端西装市场、高档职业装和行业服市场
精品休闲系列		选择澳大利亚美丽奴羊毛与麻、棉、野生蚕丝等多种材料混合，采用花式纱线技术制成的面料，面料色彩丰富、花型时尚、紧随市场流行趋势，主要用于高端时尚休闲品牌市场
功能性产品系列		自主研发设计的功能性面料，如冷感面料、保暖面料、可机洗易护理面料、多功能复合面料、超轻面料、阻燃防护面料等，提升面料的附加值，主要用于特殊着装需求的行业服市场

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

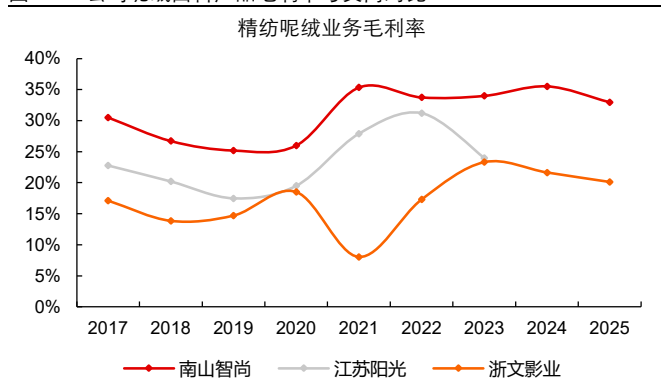
公司精纺呢绒产能利用率饱满，生产效率优化下盈利能力优于同行且稳中有升。近年来，公司精纺呢绒产品销量维持 1000~1400 万米，均价在 58~73 元/米，处于业内居中水平，但近年来毛利率维稳在 30%以上显著优于同业，核心原因在于：1) 客户资源丰富，订单兑现度较好，产能利用率维持较优水平；2) 自动化程度提升，在生产自动化、智能化、信息化、数字化等方面均达到同行业领先水平，有效改善生产效率；3) 高附加值产品占比提升，整体产品结构优化。

图 21：公司呢绒面料产品均价与友商对比



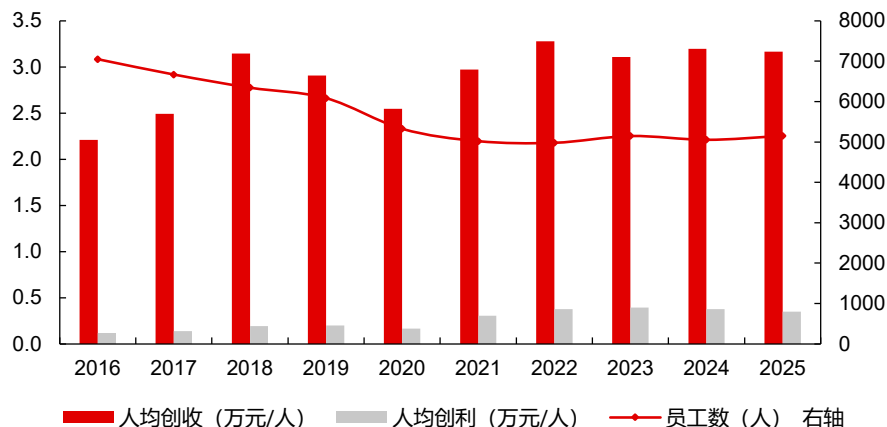
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：公司呢绒面料产品毛利率与友商对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：公司生产效率逐年提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

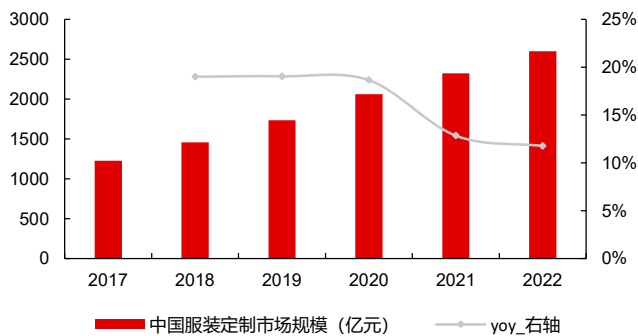
图 24：公司精纺呢绒业务情况

收入(百万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
精纺呢绒	713	760	893	874	618	867	897	895	810	761
yoy		7%	18%	-2%	-29%	40%	3%	0%	-10%	-6%
销量 (万米)		1,171	1,243	1,199	1,058	1,367	1,380	1,362	1,257	1,192
yoy			6%	-4%	-12%	29%	1%	-1%	-9%	-5%
均价 (元/米)		65	72	73	58	63	65	66	64	64
yoy			11%	2%	-20%	9%	2%	1%	-2%	-1%
产能 (万米)		1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
产能利用率		97%	99%	90%	73%	80%	88%	91%	80%	76%
产量 (万米)		1,551	1,581	1,442	1,175	1,275	1,414	1,456	1,272	1,218
产销率		76%	79%	83%	90%	107%	98%	94%	99%	98%
毛利率		30.5%	26.7%	25.2%	26.0%	35.4%	33.8%	34.0%	35.5%	33.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

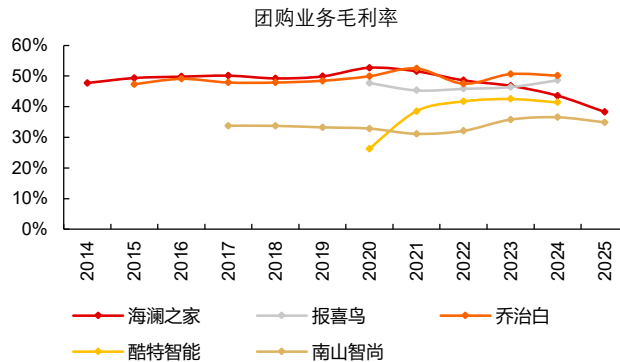
服装业务：行业集中度低，公司业务稳健，海外产能投产有望带来产品结构优化。根据智研咨询，2022 年，我国服装定制市场规模约 2600 亿元，增速趋缓，整体规模趋于稳健，头部企业如海澜之家圣凯诺、乔治白、宝鸟等头部企业市占率不足 2%，行业格局较分散；此外，需求不振叠加竞争加剧之下近年来各公司盈利能力有所下滑。公司西装产能稳定在 75 万套，衬衫产能稳定在 65 万件，职业装长期订单稳定，近年来公司服装定制产品销量近年来下降并维稳，毛利率稳健提升主因公司主动缩减低附加值订单，整体业务发展偏稳健。2025 年，公司在印尼投建 16 万套服饰生产加工项目，一方面帮助公司进一步开拓海外客户，实现订单结构的优化，另一方面完善生产端全球化布局，规避全球贸易政策影响。

图 25: 国内服装定制市场规模稳健增长



资料来源: 智研咨询, 长江证券研究所

图 26: 各公司团购业务盈利能力近年来有所下滑



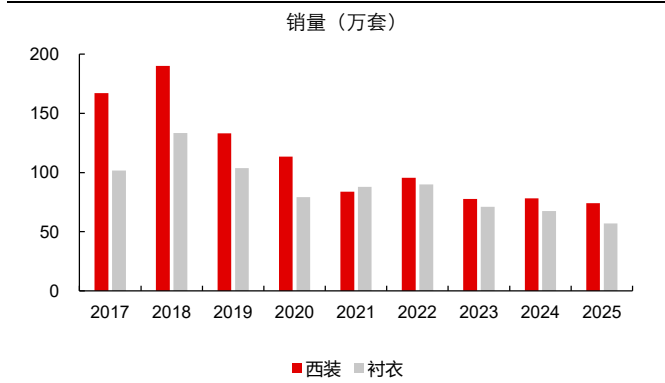
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

表 3: 团购行业玩家情况

公司名称	定制品类	主要客户	2025 年团购业务营收 (亿元)
海澜之家	男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、风衣等全品类服饰	金融、电力、通信、能源、运输、政府机构、学校及其他企事业单位	27.1
乔治白	男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、风衣	公司、企事业单位	11.8
报喜鸟	西服套装、衬衫	金融系统、通信、交通、能源等行业等公司	8.9
酷特智能	男士西装、衬衫、大衣、马甲、裤子、夹克等全品类, 女装上衣、裤子、西裙、连衣裙、内衣等全品类	国内外服装品牌商、服装创业者、时尚设计师和服装经营者	6.2
南山智尚	西装、衬衫	国内外都市白领、职场精英、公检法司、国企央企、事业单位、大型民营企业、学校等都市白领、央企及省属国企	5.0

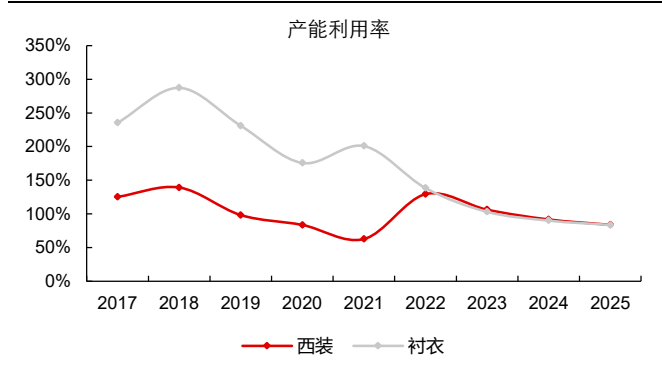
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 27：公司服装定制产品销量近年来下降并维稳



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：公司近年来产能利用率呈下滑趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

锦纶：价格筑底迎上行，短期业绩弹性高

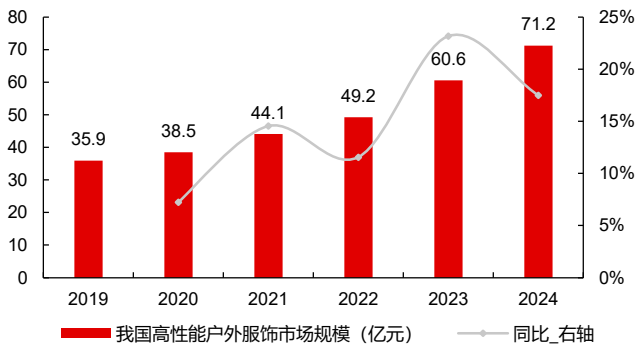
锦纶为合成纤维的一大重要品类，强力、耐磨、质轻等性能较优，被广泛应用于高端服饰面料及工业领域。纺织服装原材料主要分为天然纤维（棉、麻、羊毛等）与化学纤维，化学纤维又分为合成纤维与人造纤维，锦纶纤维是合成纤维中体量仅次于涤纶的重要品类（2024 年产量占比 7%），全称为聚酰胺纤维，国际上称为尼龙（Nylon），上游原材料为己内酰胺、己二腈、己二胺等化学原材料，具备较强的耐磨性、强度、耐寒性，制品可广泛应用于服装、工业用丝、汽车、机械、电子电气、交通运输、包装工业等诸多领域中。

表 4：各类化学纤维介绍

化学纤维种类	具体品种	简介
合成纤维	涤纶	涤纶是最常见的化学纤维，具有强度高，弹性好，抗皱性强等特点，被广泛用于普通服饰面料，但其相对于锦纶在强度、耐磨性、回弹性、吸湿性等方面较差
	锦纶	常见的锦纶分为锦纶 66 和锦纶 6。锦纶的强力、耐磨性居合成纤维前列；锦纶具有良好的耐寒、耐蛀、耐腐蚀、吸湿性能。锦纶织物具有质轻、防皱性优良、透气性好，以及优良的耐久性、染色性和热定型等特点。被广泛用于高端服饰面料及工业、产业等领域
	腈纶	腈纶的性能与羊毛相似，故有“合成羊毛”之称。它具有强度高、质轻、防蛀、防霉等优点
	维纶	维纶纤维的最大特点是吸湿性能好，与棉花相近似。但弹性、染色性能、耐热水性能较差，缩水率较大，尤其是用热水洗涤后易变形走样，使用不广泛
	丙纶	丙纶纤维强度高，弹性好，耐腐蚀，但光热稳定性、染色性差，所以用于制作服装较少
	氯纶	氯纶耐酸碱性强，难燃，还有良好的保暖性和耐日光性，它的耐热性差，染色困难，容易产生和保持静电，发展受到一定的限制
	氨纶	氨纶的弹性很好，一般用于纺织有弹性织物，常被用做内衣、运动服、紧身衣、牛仔裤、泳装和舞台服装等
人造纤维	其他	除上述合成纤维以外的其他合成纤维
	粘胶纤维、醋酸纤维、铜氨纤维	比较常见的是粘胶纤维，通常被称为人造棉、人造丝。性能与棉相似，易于染色，吸湿性能好。不足之处是湿强低，遇水后纤维膨胀，织物发硬，经不起猛烈搓洗

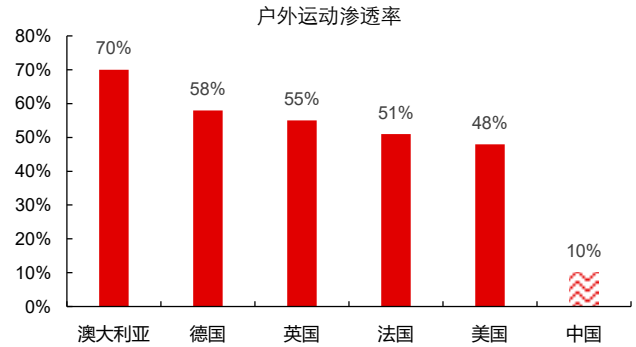
资料来源：台华新材招股书，长江证券研究所

图 33: 我国高性能户外服饰市场快速增长



资料来源:《2025年锦纶消费趋势洞察白皮书》,长江证券研究所

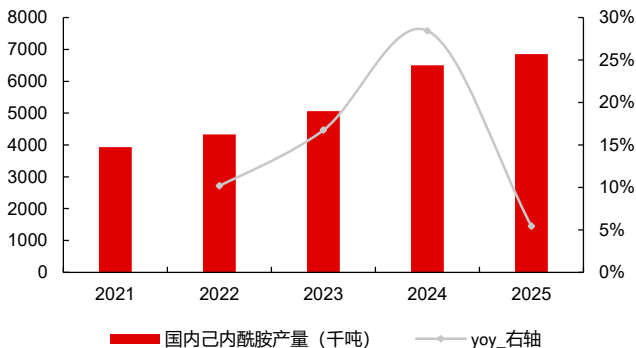
图 34: 我国户外运动渗透率有较大提升空间 (2024年)



资料来源:卓创资讯,长江证券研究所

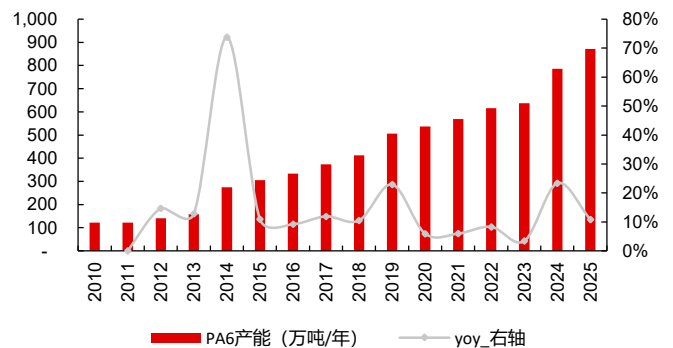
供给端,新一轮快速扩产,行业竞争加剧。我国 PA6 原材料己内酰胺经过 3 轮历史扩产之后已实现原料充分的自给自足,2025 年产量达 685 万吨,而自 2012 年己内酰胺大幅扩产以来,我国 PA6 行业进入快速发展期;2013-2014 年,江苏弘盛、福建中锦、恒申合纤等企业集中投产,PA6 迎来第一轮大扩产浪潮。2019 年第二轮大扩产,行业竞争加剧,2020-2023 年产能增速显著放缓,月度开工率均值在约 71%。2024 年 PA6 进入新一轮高速扩产期,新增产能超 150 万吨/年,同比+23%,2025 年又同比新增 11% 产能,产能利用率提升至 81%,市场集中度再次下跌,供给竞争加剧下 PA6 产品价格持续下跌。

图 35: 国内己内酰胺显著放量



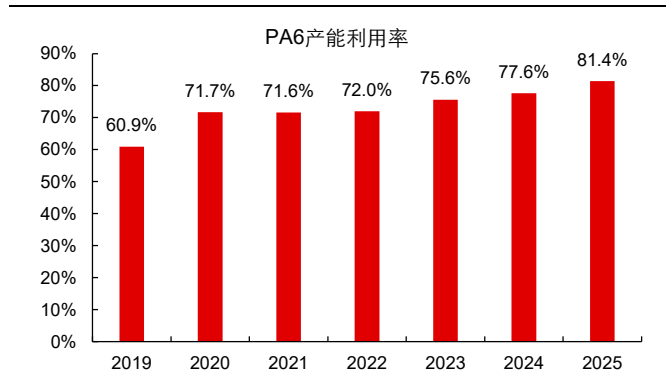
资料来源:卓创资讯,长江证券研究所

图 36: PA6 行业近年来进入产能扩张周期



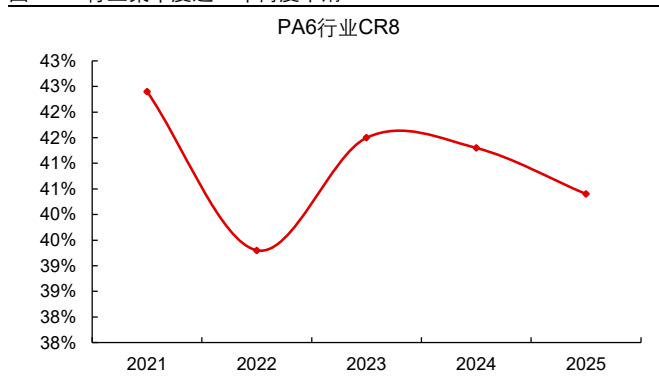
资料来源:卓创资讯,长江证券研究所

图 37: PA6 产能利用率持续提升至高位



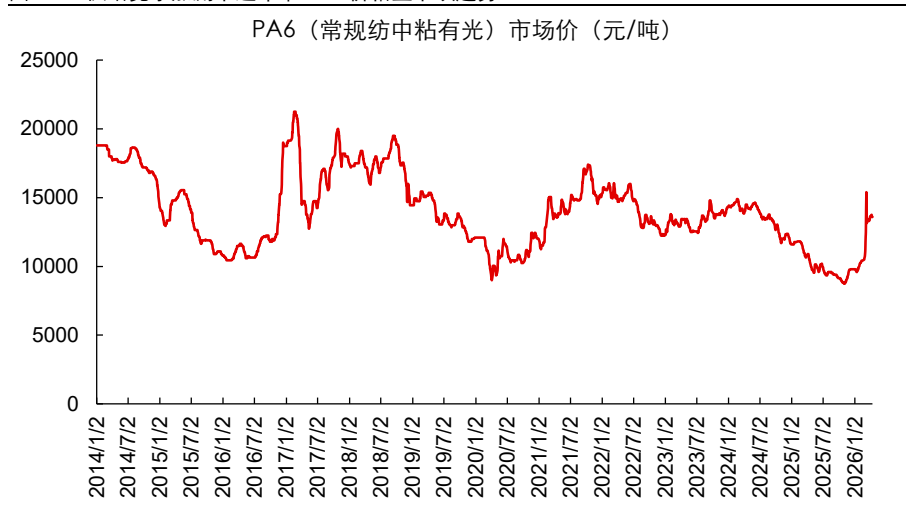
资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 38: 行业集中度近 2 年再度下滑



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 39: 供给竞争加剧下近年来 PA6 价格呈下跌趋势



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所 注: 价格截至 2026/4/14

展望来看, 预计行业即将迎来出清, 竞争格局优化的同时有望向高端化趋势发展。中国化纤协会锦纶分会在 2025 年 9 月发布《锦纶长丝行业高质量发展倡议书》, 提议行业适度限产, 防止“内卷式”竞争, 并建议推进产品差异化, 实现价值创新。事实上去年 PA6 及锦纶丝产品价格跌至历史低位, 预计已致使业内多数企业亏损, 预计行业即将迎来新一轮出清周期, 竞争格局有望优化。此外, 头部企业已基本不再拓展普通 PA6 产品, 转而增设产线拓展差异化产品生产, 以实现业绩增长、强化行业竞争力。

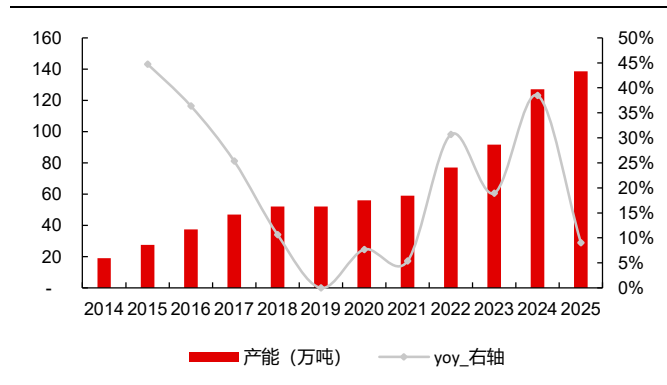
由于打破己二腈原料供给国外垄断, 近年来 PA66 产能快速释放。PA66 是锦纶家族另一大重要品类, 机械强度较高, 耐应力开裂性好, 是耐磨性最好的尼龙, 同时对许多溶剂具有抗溶性, 尤其耐油性极佳, 具备较优的物理及化学性能, 主要用于工程塑料及工业丝生产。主要原料为己二酸和己二胺, 前端原料己二腈非常关键, 由二元酸和二元胺制取尼龙时, 需要严格控制原料配比为等摩尔比, 才能得到分子量较高的聚合物, 生产工艺壁垒较高, 先前供给垄断在少数外资企业手中, 2019 年开始重庆华峰、天辰齐翔等国内企业逐步打破垄断, 己二腈产能开始快速扩张, 因此 PA66 产能在 2022 年后快速释放, 2025 年产能达 139 万吨, 伴随产能的集中投产, PA66 价格持续走低, 直至 2026 年初因地缘政治影响大幅抬升。

表 5: 2025 年全球己二腈产能情况 (万吨/年)

企业	地点	产能	工艺路线
英威达	美国维多利亚	67	丁二烯法
	中国上海	40	
奥升德	美国	54.4	丙烯腈法
巴斯夫	法国	30	丁二烯法
重庆华峰	中国	20	己二酸法
天辰齐翔	中国	20	丁二烯法
其他		44.6	
全球合计		236	
中国合计		81.3	

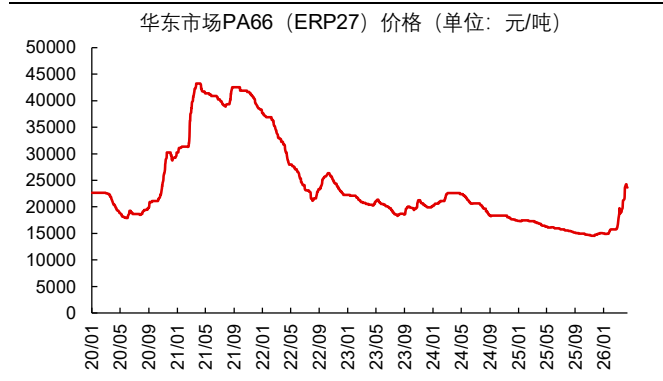
资料来源:《己二腈的产业化现状与发展建议》(2024 年,伊帆等),化工园区公众号,长江证券研究所

图 40: 2022 年后, PA66 迎来产能快速释放



资料来源:卓创资讯,长江证券研究所

图 41: 2022 年大投产导致 PA66 价格大幅下滑



资料来源:卓创资讯,长江证券研究所 注:价格截至 2026/4/14

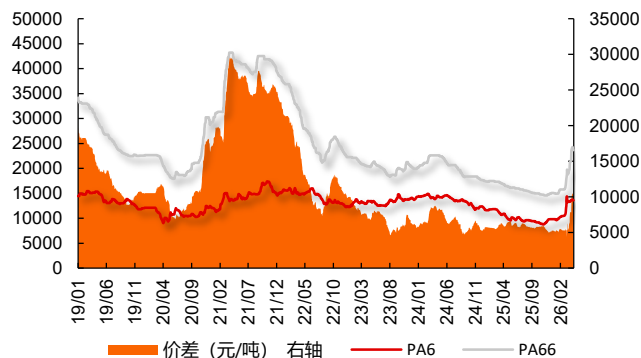
国内 PA66 需求稳中有升, 价格下行有望进一步促进需求释放。国内 PA66 下游仍以工程塑料为主要应用场景, 规模最大的为汽车制造业, PA66 在减轻重量的同时, 同时具备出色的高温表现和机械应力, 可广泛应用于需要在苛刻条件下保持稳定运行的部件, 成为越来越多汽车制造商的首选材料, 伴随我国汽车产销量及轻量化要求的提升, PA66 在工程塑料领域发展空间更为广阔。在民用服装领域, PA66 手感比 PA6 更为柔软亲肤, 其纤维透气性、耐磨性, 温度、日照适应性等性能均比 PA6 好, 伴随供给释放价格下行之下, 二者成本差距呈现逐步收窄, 未来有望快速拉升民用丝端应用。

图 42: lululemon 与 Samsara Eco 联合推出首款酶解回收 PA66 产品



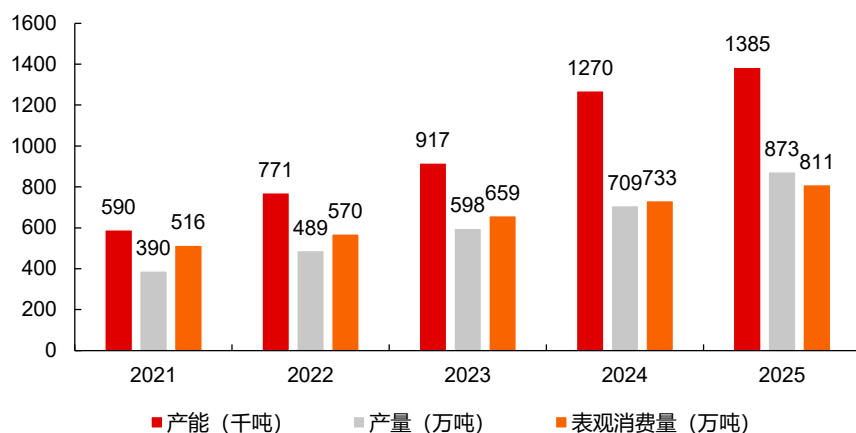
资料来源：塑料在线，长江证券研究所

图 43: PA6 与 PA66 单吨价差逐步缩窄



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所 注：价格截至 2026/4/14

图 44: PA66 表观消费量持续增长



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

供应端，由于工艺壁垒更高，国内供应商较少竞争格局较优。民用对原料 PA66 切片本身质量的均一、稳定性要求较高，PA66 切片分子量分布越窄，该切片内部结构越趋均匀，内在质量较为稳定，可纺性也就越好，纺出的丝质量波动越小。因此，国内 PA66 民用丝供应商相对较少，目前主要玩家为台华新材、南山智尚、华鼎股份、神马屹立，其中台华新材现有产能 6 万吨占据产能主导。整体而言，赛道玩家现有及新增产能有限，预计未来短期内仍能维持较优竞争格局。

表 6: PA66 民用丝在产企业梳理

生产商	现有产能 (万吨)	投产进度
台华新材	6	已投产, 远期规划产能 12 万吨
南山智尚	3.6	已投产
华鼎股份	0.6	已投产, 至 2029 年规划产能 6 万吨
神马屹立	0.7 (设计产能)	预计 2026 年投产, 后续泰国工厂规划 3000 吨细旦丝
苏州屹立	1.2	-
华润锦纶	1.2	已投产, 预计 2026 年开始贡献产量

资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

公司投建 8 万吨锦纶长丝项目, 切入锦纶民用丝领域, 贡献短期内业绩主要弹性。2023 年, 公司发布定增募投年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目, 8 月开工建设, 项目计划产能包含锦纶 66 长丝 3.6 万吨、锦纶 6 长丝 4.4 万吨, 产品将以多孔细旦、差别化功能性中高端的锦纶长丝为主, 可广泛用于户外运动、户外装备、瑜伽服、羽绒服、军用、航天等领域。公司合作供应商均为业内经验丰富的锦纶设备商, 初步产出成品即属于国家标准下的优秀品, 采用国际领先技术装备, 集成德国巴马格全自动纺丝、卷绕、加弹生产线及日本 TMT 复合纺中高强纺丝系统, 精密计量系统实现原料配比误差 $\leq 0.1\%$, 纺丝工艺创新优化纤维微晶取向结构, 赋予产品强度提升 30%, 同时搭配智能自动化系统、加弹数字化监控系统, 实现从纺丝-加弹-质控-终端客户的全流程可追溯定位管理, 截至 2024 年底就有约 11.6 万吨的锦纶长丝需求量。

据公司测算, 锦纶长丝项目全部达产后将贡献约 21 亿元收入、2.1 亿元净利润。短期而言, 我们测算公司锦纶业务收入及利润, 预计 2026/2027/2028 年分别盈利 0.51 亿元/盈利 0.8 亿元/盈利 1.2 亿元。

图 45: 公司合作供应商实力强劲

供应商名称	供应商简介	服务案例
欧瑞康	欧瑞康20世纪初设立，主要从事纺织和工业传动系统的研发与生产，拥有超过100年的历史。根据欧瑞康官方网站介绍，欧瑞康是化学纤维长丝纺丝系统、加弹机、BCF系统、短纤维系统和非织造布生产解决方案的领先供应商之一，并作为服务提供商，为整个纺织品价值链提供工程设计解决方案	曾为神马股份、华鼎股份、浙江嘉华特种尼龙有限公司【系台华新材之控股子公司】、福建锦江科技有限公司等公司的锦纶项目供应纺丝机、加弹机设备
三联虹普	根据三联虹普披露的2023年度报告，三联虹普是国际先进的聚合物成套生产工艺技术提供商，拥有完善的自主基础、共性技术体系及工程化成果转化实力，为客户的高端应用需求提供定制化系统集成服务；三联虹普在聚酰胺6/66（PA6、PA66）等再生材料及可降解材料行业，拥有自主知识产权的全流程工艺及装备技术并积累了大量工程实例，整体达到世界先进水平，为行业头部生产企业提供从方案咨询、研发设计、生产制造、施工管理、集成应用到运营管理等于一体，涵盖工程项目全生命周期的一站式“交钥匙”系统集成解决方案	曾为河南神马锦纶科技有限公司【系神马股份之控股子公司】、台华新材及其子公司、湖北三宁化工股份有限公司等公司的锦纶项目供应切片纺丝设备
日本TMT机械株式会社	日本TMT机械株式会社于2002年4月由东丽工程株式会社、村田机械株式会社和帝人制机株式会社联合投资组建，是一家世界领先的合成纤维机械制造商，拥有合成纤维制造设备开发、设计、制造、销售及售后服务能力的制造合成纤维机械龙头企业，主要产品为合纤原丝制造机器及系统、纺丝卷绕工艺系统、卷绕头、合纤加工机器及系统、高速拉伸加弹机、空气加弹机等	经查询上市公司公开披露信息，日本 TMT 机械株式会社系华鼎股份的锦纶项目卷绕机供应商；除此之外，该供应商还为福建、浙江多家企业供应卷绕机设备

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46: 公司 PA6 部分样品与国家标准对比

项目	行业标准	实测指标
线密度偏差率	±2.5	0.26
断裂强度	≥3.7	4.36
卷曲收缩率	≥38	50.1
综合定等	优等品	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47: 公司锦纶长丝客户订单拓展情况（截至 2024 年 11 月）

客户拓展阶段	客户数量	锦纶纤维预计需求量（万吨）
意向性订单	8	3
口头约定	25	5.4
初步接触	27	3.15
已在储备名单中的客户	20	-
合计	80	11.55

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 48: 锦纶项目达产后分品类销售估算 (单位: 万元)

序号	产品名称	金额
1	FDY-PA6	50725
2	FDY-PA66	41750
3	DTY-PA6	35100
4	DTY-PA66	85800
	合计	213375

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 49: 锦纶项目达产后收入利润估算

项目	金额 (万元)
营业收入	213375
营业成本	174214
利润总额	24457
净利润	20789
毛利率	18%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 50: 公司锦纶业务未来收入业绩测算

	2026E	2027E	2028E
收入 (百万元)	837	1,141	1,456
PA6	517	613	715
yoy	65.1%	18.5%	16.7%
销量(吨)	28710	34034	39710
yoy	44.9%	18.5%	16.7%
均价 (万元/吨)	1.8	1.8	1.8
yoy	13.9%	0.0%	0.0%
产能 (吨)	44000	44000	44000
产能利用率	75%	85%	95%
产量	33000	37400	41800
产销率	87%	91%	95%
吨净利 (元/吨)	0	0	0
净利润	0	0	0
净利率	0%	0%	0%
PA66	178	277	414
yoy	957.5%	55.8%	49.4%
销量(吨)	5148	8019	11983
yoy	957.5%	55.8%	49.4%
均价 (万元/吨)	3.5	3.5	3.5
yoy	0.0%	0.0%	0.0%
产能 (吨)	36000	36000	36000
产量	10296	13365	17885
产销率	50%	60%	67%
吨净利 (元/吨)	10000	10000	10000
净利润	51	80	120
净利率	29%	29%	29%

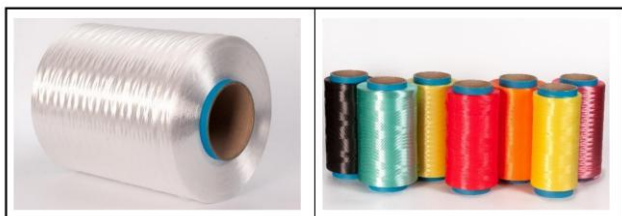
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

UHMWPE 纤维: 行业方兴未艾, 公司逐渐满产

超高分子量聚乙烯纤维是工业化的新型高性能纤维。超高分子量聚乙烯纤维 (Ultra High Molecular Weight Polyethylene Fiber, 简称 UHMWPE 纤维), 又称高强高模聚乙烯纤维, 通常指由分子在 100 万-500 万的超分子量聚乙烯树脂所纺出的纤维。UHMWPE 纤维外观白色, 密度为 0.97-0.98g/cm³, 是目前世界上工业化的比强度和比模量最高的纤维, 是继碳纤维、芳纶后的第三代高性能纤维且密度最小的高性能纤维, 通过制造 UD

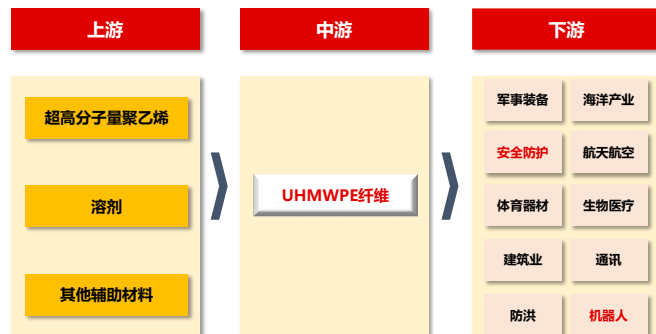
布（无纬布）、包覆纱、复合纱、绳网、纺织面料等，进一步广泛应用于军事装备、海洋产业、安全防护、纺织、体育器材、医疗、建筑等多个领域。

图 51：超高分子量聚乙烯纤维图示



资料来源：同益中招股说明书，长江证券研究所

图 52：超高分子量聚乙烯纤维产业链



资料来源：华经产业研究院，智研咨询，长江证券研究所

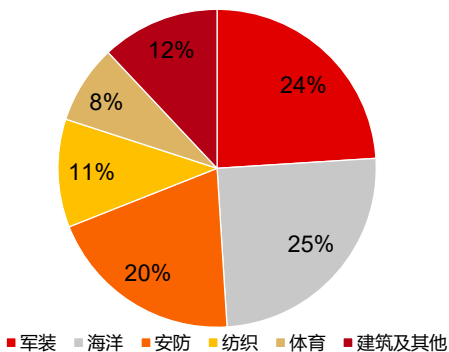
表 7：超高分子量聚乙烯特点：密度低（质量轻）、强度高

纤维	密度(g/cm ³)	强度 (cN/dtex)	耐磨性	价格 (万元/吨)	产能 (万吨)
超高分子量聚乙烯	0.93~0.97	30~40	自润滑、耐磨	高强度 15~25；民用丝 8~12	8 万吨
碳纤维	1.6-2.5	8~15	耐磨性差	12 (T300) ~25 (T700)	国内 13.55 万吨 (2024)，全球 30.9 万吨 (2024)
芳纶	1.44	19	耐磨性良好	~15	16-17 万吨 (2024、全球)
涤纶	1.38~1.40	2.6-5.7 (短纤)； 5.6-8.0 (高强度纤维)	耐磨性好	短纤 0.77；长丝 0.7875	短纤 1036 万吨；长丝 4343 万吨 (2024)
锦纶	1.13~1.15	4~5.3	耐磨性好	PA6: 1.6~1.8	680 万吨 (中国 2024)
氨纶	1.0-1.3	4.41~8.82	耐磨性好	40D: 3.15	135-138 万吨 (2021)

资料来源：中国复合材料工业协会，华经产业研究院，长江证券研究所

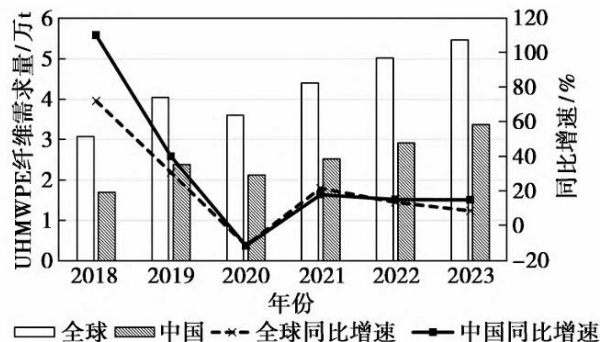
下游端，民用需求持续增长，行业供不应求，产能缺口持续存在。业内公司依靠现有成熟生产工艺，近年来快速提升产能规模。2023 年中国 UHMWPE 纤维需求量达 3.4 万吨，占全球需求的 61%以上，是全球第一大需求国，2018-2023 年 CAGR 约 14.6%。随着我国社会生活水平的不断改善以及国防建设的稳步发展，民用和军用两方面的需求将为 UHMWPE 纤维带来更为丰富的市场活力。预计到 2028 年中国 UHMWPE 纤维行业总需求将达 5.54 万吨，年均复合增速达 10.4%。行业维持供不应求，产能缺口将持续存在。

图 53：2020 年中国 UHMWPE 纤维主要应用领域需求占比



资料来源：前沿产业研究院、千禧龙纤招股说明书，长江证券研究所

图 54：全球及中国 UHMWPE 纤维供不应求



资料来源：中商产业研究院、前瞻产业研究院，长江证券研究所

国内企业逐步打破国际垄断。国际上，荷兰帝斯曼（2022 年该业务被美国埃万特收购）、美国 Honeywell 和日本东洋纺三家企业垄断着全球超高分子量聚乙烯纤维高端产品技术。我国 UHMWPE 纤维行业自 1999 年东华大学，实现技术突破后扩产迅速，本土代表企业已成为全球市场的重要供应来源，上市公司包括同益中、南山智尚、恒辉安防等。

表 8：全球 UHMWPE 纤维产能

公司名称	地址	现有年产能 (吨)
埃万特 (原帝斯曼)	荷兰	14200
霍尼韦尔	美国	3200
东洋纺	日本	3000
九州星际科技	江苏南通	16000
同益中	山东泰安、北京通州、江苏盐城	7960
千禧龙特种纤维	浙江永康	4000
中石化仪征化纤	江苏仪征	3500
南山智尚	山东烟台	3600
恒辉安防	江苏如东	3000
长青藤新材料	安徽芜湖	3000
山东爱地高分子	山东济南	2400
锦尼玛新材料	江苏南通	1000
总计		64860

资料来源：《超高分子量聚乙烯纤维产业现状及未来趋势》闫海燕（2024），相关公司公告，长江证券研究所

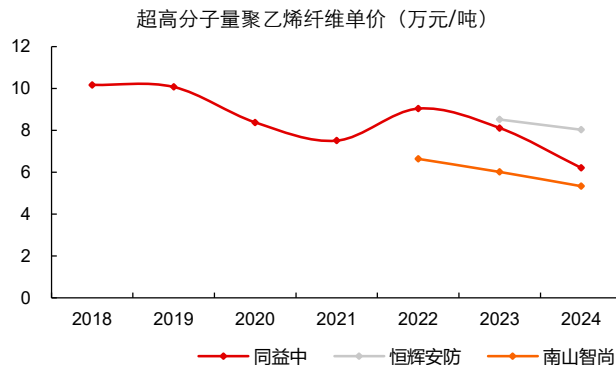
价格上，规格不同的 UHMWPE 纤维价格有差异，成熟产品毛利率可达 30% 以上。超高分子量聚乙烯纤维不同用途规格不同，直径、尺寸、物理性质均会存在一定差异，市场销售价格大概在 5 万元/吨-15 万元/吨不等，产品品质越高销售价格越高。盈利能力上，国内产品定位中高端且产线成熟的公司如同益中等毛利率可达 30%~40%。

图 55: 同益中绳缆用纤维规格

产品规格		强度 cN/dtex	等级
Denier	Dtex		
800	880	32-40	TM32, TM35, TM37, TM40
1200	1320	32-35	TM32, TM35, TM37
1600	1760	30-35	TM32, TM35, TM37
2400	2640	28-34	TM32, TM35, TM37
3200	3520	28-34	TM32, TM35, TM37

资料来源: 同益中官网, 长江证券研究所

图 56: 同益中及恒辉安防 UHMWPE 纤维均价



资料来源: 同益中公告, 长江证券研究所

公司具备多年技术积淀, 产能处国内第二梯队, 产品矩阵丰富。截至 2025 年, 公司超高分子量聚乙烯纤维年产能合计达 3600 吨, 产能处于国内第二梯队, 可生 100D-2400D、26cN/dtex-43cN/dtex 等多种规格产品, 广泛应用于防弹、海洋绳网、防护用品、家用纺织品、功能性纺织品、鱼线、机器人传动腱绳等领域。

图 57: 公司部分超高分子量聚乙烯纤维产品

公司产品	产品规格	应用领域	下游应用
防弹纤维、无纬布用纤维、机织布用纤维	规格: 800D 强力: 38-40cN/dtex 及 40cN/dtex 以上	军警领域	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、航行者、武装直升机装甲板、防弹运输车防弹板、通讯指挥车防弹车身、防弹头盔等
绳缆纤维、加捻纱、有色纤维	规格: 1600D 强力: 32-34cN/dtex、34-36cN/dtex 及 36cN/dtex 以上	深海经济产业	系泊缆、拖网缆、拖牵缆、海上养殖业用缆、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、轻便船体及构件、海堤围坝、海洋专用箱体等
防护纤维	规格: 100D-1600D 强力: 32cN/dtex 以上	安全防护	安全吊装带、软质手铐、安全绳索、防割手套、防锯割工作服、防弹衣高性能插板、防弹盾牌等, 具有轻量化、柔韧性、功能性、良好的透气、耐磨及抗撕裂特性, 满足复杂户外环境及特殊防护需求
鱼线纤维	规格: 100D-500D 强力: 30cN/dtex 以上	体育器材	钓鱼线、球拍网线、风筝绳、弓弦、登山绳索等, 具有出色的抗老化性、耐水性及结节强度, 在淡水及海水环境中均能保持稳定性能
纺织品纤维	规格: 100d 以下 强力: 30cN/dtex 以上	纺织服装业	功能性户外冲锋衣、登山服、防刺服、击剑服等产品, 能为穿戴者提供舒适防护, 满足复杂户外环境及特殊防护需求
腱绳	直径 0.5mm-3mm 的圆绳及 4mm 的扁绳	机器人	适用于人形机器人灵巧手和关节、医疗器械, 能满足小尺寸、高可靠性的连接与牵引需求

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

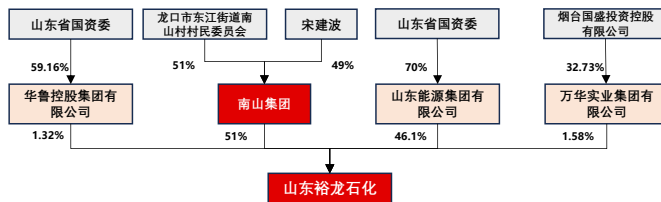
产能利用率渐行至高位, 兄弟公司原材料供应下有望实现盈利优化。伴随产能逐步爬坡与市场开拓, 公司超高分子量聚乙烯产品产能利用率逐步攀升至高位。此外, 南山集团控股子公司裕龙石化于 2020 年底投入建设 4000 万吨裕龙大炼化一体化项目, 该项目包含 UHMWPE 原料产线, 预计可为公司提供较为充足的原料保障, 并由于关联交易与物流运输费的节省可有效降低生产成本, 实现盈利提升。

图 58：公司 UHMWPE 纤维业务情况

	2022	2023	2024	2025
收入	20	90	176	178
yoy		363%	95%	1%
销量(吨)	294	1,504	3,304	3,184
yoy		411.5%	119.7%	-3.6%
均价(万元/吨)	6.6	6.0	5.3	5.6
yoy		-9.4%	-11.4%	4.9%
产能(吨)	3,600	3,600	3,600	3,600
产能利用率	8%	63%	94%	103%
产量	294	2,272	3,381	3,691
产销率	100%	66%	98%	86%
毛利	3	18	18	33
毛利率	16.0%	19.9%	10.2%	18.4%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 59：裕龙石化股权结构（截至 2026/3/6）



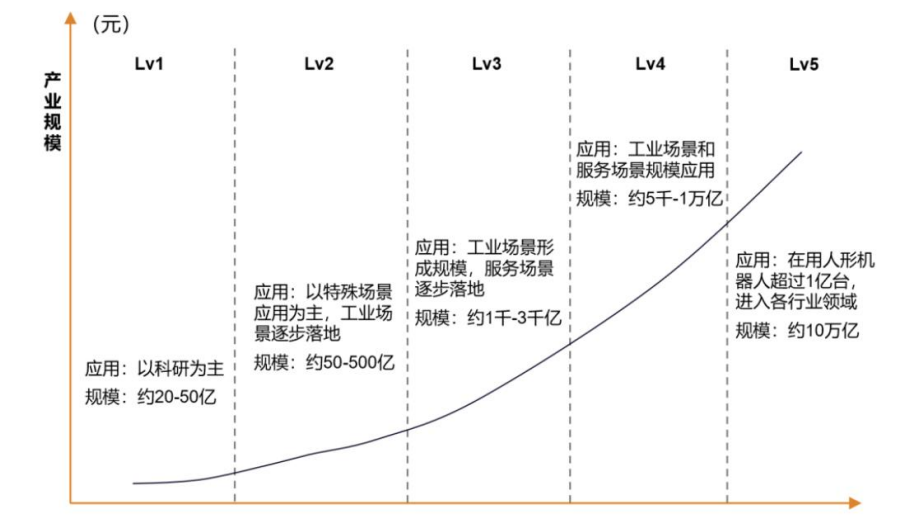
资料来源：Wind，长江证券研究所

人形机器人零部件：多点布局，未来增量巨大

人工智能（AI）、高性能计算（HPC）、下一代传感器和电池技术等先进技术正在迅速成熟和融合，以加速人形机器人的发展，有望带动上游零部件市场的发展。AI 和 HPC 使机器人能够在复杂和非结构化的真实环境中进行理解和交互。在机器人技术中使用 AI 有助于更好地管理风险、提高准确性和提高生产力。与人类工人相比，配备 AI 的人形机器人可以拾取和包装物体，利用视觉在工厂内自主运输物品，并在更短的时间内完成维护任务。此外，下一代传感器，如 3D/深度摄像头、LiDAR、雷达和语音传感器，可以更好地了解机器人周围的环境，并允许安全的人机交互。这些先进的传感器密切模仿人类的传感能力，使机器人能够执行复杂的任务。预计这些因素都将在未来增加采用并推动人形机器人市场增长。根据 BFORUNE 统计，2023 年全球人形机器人市场规模为 24.3 亿美元，预计从 2024 年的 32.8 亿美元增长到 2032 年的 660 亿美元，复合年增长率为 45.5%。亚太地区在 2023 年以 41.97% 的份额主导人形机器人市场。根据中国信息通信研究院预计，我国人形机器人市场空间巨大，需要几个发展阶段向上迈进。

- 预计到 2028 年，全能型人形机器人将整体处于 Lv1 等级，以科学研究为主要落地场景，客户主要是从事人形机器人相关软硬件研究的高校、企业等科研团队，其他形态人形机器人则加速向 Lv2 等级演进。我国整机市场规模约在 20 至 50 亿元；
- 2028 年到 2035 年，人形机器人整体进入 Lv2 等级以特种场景应用为主，工业场景逐步落地，整机市场规模达到约 50 至 500 亿元；
- 2035 年到 2040 年，人形机器人整体进入 Lv3 等级，在工业场景形成规模，服务场景逐步落地，整机市场规模达到约 1 千至 3 千亿元；
- 2040 年到 2045 年，人形机器人整体进入 Lv4 等级，实现工业场景和服务场景规模应用，整机市场规模达到约 5 千至 1 万亿元；
- 2045 年后，人形机器人整体进入 Lv5 等级，在用人形机器人超过 1 亿台，进入各行业领域，整机市场规模可达约 10 万亿元级别。

图 60：中国人形机器人不同发展等级和预计产业规模

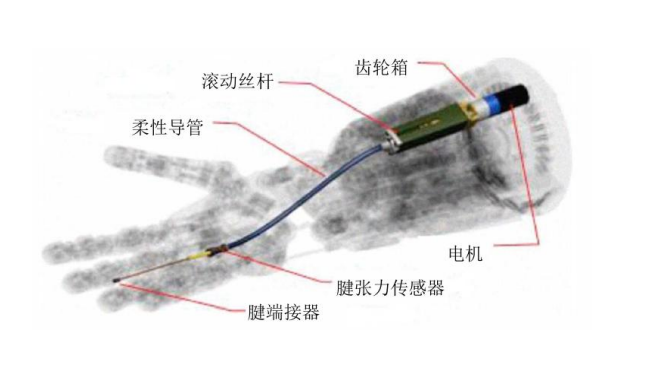


资料来源：《人形机器人产业发展研究报告》，中国信息通信研究院，长江证券研究所（横轴为发展阶段）

腱绳：性能国内领先，期待订单落地

腱绳驱动是目前人形机器人灵巧手研究中应用最为广泛的传动方式。腱绳驱动是最常用的灵巧手驱动方式，具有控制灵活、结构简单、柔性高的特点，特别适合自适应的抓取动作。但控制精度不高、抓取力不大，腱绳需要额外的张紧装置、易磨损。早期 DLR 系列、DLR Dexhand/Space、DLR_Hand Arm System，以及商用化的 Shadow hand 等都采用腱绳驱动。

图 61：腱绳传动图示



资料来源：《腱驱动空间多指灵巧手感知与控制关键技术研究》韩如雪（2017），长江证券研究所

图 62：Metamorphic 灵巧手腱绳传动图示



资料来源：《机器人灵巧手研究综述》刘伟（2024），长江证券研究所

表 9：2010-2021 年国内外主要灵巧手研究

灵巧手（参考文献）	主要研究单位	研究年份	手指个数（个）	关节数目（个）	自由度（个）	传动方式
LARM Hand	Cassion 大学	2010	3	9	12	连杆
KNTH	K.N. Toos 科技大学	2011	3	6	9	全柔性
Metamorphic Hand	天津大学	2013	4	12	16	连杆
Barret Hand	巴雷特技术公司	2013	3	9	9	连杆齿轮

Ritsumeikan Hand	日本立命馆大学	2013	5	16	20	连杆
Pisa/IIT Soft Hand	意大利	2014	5	19	21	韧带
ISR-Soft Hand	美国	2014	5	15	21	腱
Washington Hand	华盛顿大学	2016	5	15	21	线绳
SSSA-My Hand	ScuolaSuperiore Sant' Anna	2016	5	10	21	齿轮连杆
HERI Hand	意大利	2017	3	12	15	连杆
Shadow Hand	Shadow 公司	2019	5	24	20	腱-滑轮
欠驱动灵巧手	河北工业大学	2020	5	15	15	单腱
软体仿人手	上海交通大学	2020	5	15	20	线绳
Anthropomorphic Robot Hand	韩国	2021	5	15	20	线绳
ILDA Hand	韩国	2021	5	20	15	连杆

资料来源：《机器人灵巧手研究综述》刘伟（2024），长江证券研究所

腱绳方案将驱动模组置于手腕处，通过规则合理的腱绳排布，将电机的动力传导至灵巧手关节以实现驱动。目前特斯拉 Optimus 的第三代灵巧手采用腱绳方案。绳驱方案因为将电机外置，规避在灵巧手有限空间布局更多微型电机+传动机构的局限。但同时也面临腱绳使用寿命不高，需频繁更换；自由度更多，控制复杂等技术难题。

腱绳的应用领域或不只有灵巧手，或可用于关键传动部位。腱绳的主要作用是连接和固定，2025年2月21日，1X Technologies 发布了其全新的家用机器人 NEO Gamma，其关节均采用了肌腱驱动技术，采用腱绳进行驱动。

图 63：挪威公司发布的 Neo Gamma 机器人



资料来源：1X Technologies，长江证券研究所

在腱传动灵巧手中，腱绳材料的选择至关重要，因为腱绳涉及动力传递，且作为末端传递单元，直接影响手指执行效果的精度，所以腱绳需要满足高强度、低耐磨、较好的蠕变性、摩擦系数低等特点。**在强度以及抗蠕变性能上面，UHMWPE 纤维、PBO 纤维相比芳纶纤维、碳纤维、钢丝绳更具优势。**UHMWPE 纤维规格从 50D-1600D 不等，强度

在 34-42≥cN/dtex 强度为主。其强度是优质钢材的 15 倍、玻璃和尼龙 66 的 4 倍、碳纤维的 2.6 倍、芳纶纤维的 1.7 倍。

表 10: 主要高性能纤维性能对比

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/cm³)	热分解温度 (°C)
对位芳纶	Kevlar®129	24	550	4.3	1.44	500
	Kevlar®KM2	24	840	2	1.44	500
	Twaron®T	23	850	4.3	1.44	500
	Twaron®AS27	24	660	3.7	1.44	500
	Twaron®CA	26	700	2.5	1.44	550
杂环芳纶	Rusar® - S	28	1200	2.5	1.44	550
	Basalt®NT	35	1200	2.6	1.47	550
	Spectran® - TY	30	850	3	1.44	550
	Dyneema®SK75	34	1028	3.8	0.97	150
UHMWPE	Dyneema®SK77	40	1300	3.8	0.97	150
	Dyneema®SK99	42	1400	3.7	0.97	150
	Spectra®1000	39	1400	2.9	0.97	150
	Spectra®2000	35	1300	3	0.97	150
PBO	Spectra®3000	36	1300	3.3	0.97	150
	Zylon® - AS	38	1170	3.5	1.54	650
	Zylon® - HM	37	1800	2.5	1.56	650
PIPD	Zylon® - HM	37	1800	2.5	1.56	650
	M5	23	1560	1.5	1.74	530
	MS Crossover	50	1760	2.5	1.7	530
碳纤维	MS Goal	56	2650	2.5	1.7	530
	T300	20	1307	1.5	1.76	
钢丝	T1000	35	1633	2.2	1.8	
		1.5	264		7.8	

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》董彬 (2023), 碳纤维复合材料制作与加工, 长江证券研究所

据测算, 以特斯拉 Optimus 发布会展示的 22 自由度灵巧手为例, 一个自由度可能需要至少两个腱绳, 一个用于拉动 (主动驱动), 另一个可能用于反向运动或者作为被动约束, 因此一只灵巧手或需要 44 根腱绳, 一台机器人预计需要 88 根腱绳, 若 100 万台机器人时期单根腱绳价值量为 80 元, 100 万台机器人对应腱绳的市场空间则为 70 亿元。需要说明的是, 以上仅是根据特斯拉机器人采用的灵巧手进行的空间测算, 不代表所有的人形机器人都采用类似数量或价值量的腱绳材料, 意味着市场空间也存在自由度, 在此仅作为一个测算参考。

表 11: 腱绳价值量测算 (参考特斯拉 Optimus 案例)

项目	空间			
双手腱绳数 (根)	44*2			
机器人销量 (万台)	10	100	1000	10000

单根腱绳加工后价值量 (元)	100	80	60	40
单台机器人腱绳价值量 (元)	8800	7040	5280	3520
对应腱绳空间 (亿元)	8.8	70.4	528	3520

资料来源：特斯拉，长江证券研究所

公司产品经历多轮送样，有望短期内实现订单落地。公司已多次向国内外头部机器人本体、灵巧手厂商完成送样，其中部分厂商已获得小批量订单。当前腱绳产品已覆盖人形机器人灵巧手、手臂、腿部等多种应用场景。此外，公司计划与长盛轴承、忆海原识共同研发高强度高寿命的腱绳，相关腱绳材料至少选用 6-7 种以上高分子纤维共同编制而成，争取实现百万次甚至千万次的寿命。我们仍以一台机器人需要 88 根腱绳的前提测算供应不同台数机器人假设下实现的收入及利润，且我们预计伴随规模化量产产品单价将逐步下降，净利率从初期的 5% 逐步增长至产品成熟后的 25%，则中期腱绳业务有望贡献收入 3.5~8.8 亿元，贡献净利润 0.88~2.2 亿元。

图 64：公司腱绳业务收入预测

腱绳收入 (亿元)	对应人形机器人台数 (万台)			
	2026	2027	2028	中期
单价 (元/根)	1	2	3.5	10
100	0.9	1.8	3.1	8.8
80	0.7	1.4	2.5	7.0
60	0.5	1.1	1.8	5.3
40	0.4	0.7	1.2	3.5

资料来源：长江证券研究所

图 65：公司腱绳业务净利润预测

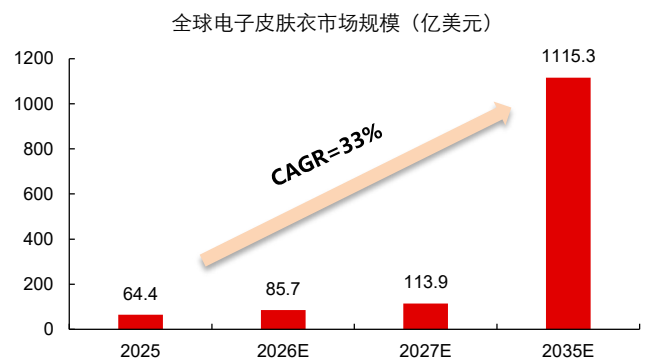
腱绳净利润 (亿元)	对应人形机器人台数 (万台)			
	2026	2027	2028	中期
单价 (元/根)	1	2	3.5	10
100	0	0.09	0.31	2.20
80	0	0.07	0.25	1.76
60	0	0.05	0.18	1.32
40	0	0.04	0.12	0.88

资料来源：长江证券研究所

除腱绳外，公司深化人形机器人产业链关键环节布局，发力智能手套、PA66 包覆材料、外衣等其他核心产品，持续推动机器人应用材料向轻量化、功能化、规模化方向研发突破，行业空间巨大，预计未来有望逐步带来业绩贡献。

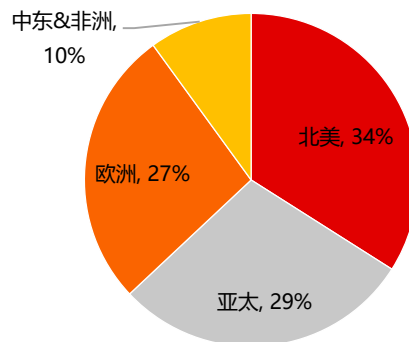
根据 Global Growth Insights，在医疗保健、机器人及下一代可穿戴设备等需求推动下，2025 年全球电子皮肤市场达 64.4 亿美元，2035 年预计达 1115.3 亿美元，2026~2035 年规模复合增速达 33%。市场分布上，北美由于对生物医学及机器人技术的大力投资推动其份额占比最大，亚太地区则处于快速增长阶段。人形机器人领域，我们测算在不同机器人销量下皮肤衣的市场空间，并同样预计伴随规模化量产产品单价将逐步下降，预计全球人形机器人皮肤衣市场规模从初期的 5 亿元提升至远期的 2000 亿元，而在 2%~10% 市占率下将带来 40~300 亿元的收入增量。

图 66: 全球电子皮肤衣市场预计快速增长



资料来源: Global Growth Insights, 长江证券研究所

图 67: 需求端, 电子皮肤衣北美市场占比最高



资料来源: Global Growth Insights, 长江证券研究所 注: 图为 2025 年数据

表 12: 皮肤衣空间及收入测算

项目	空间			
机器人销量 (万台)	10	100	1000	10000
单台机器人皮肤衣价值量 (元)	5000	4000	3000	2000
对应机器人皮肤衣空间 (亿元)	5.0	40.0	300.0	2000.0

不同市占率下实现收入量级 (亿元)				
市占率	收入量级 (亿元)			
2%	0.1	0.8	6	40
5%	0.25	2	15	100
10%	0.5	4	30	200
15%	0.75	6	45	300

资料来源: 长江证券研究所

风险提示

- 1、产能爬坡不及预期风险：若由于当地环境或招工等因素导致产能爬坡慢于预期将影响公司收入及利润。
- 2、下游市场拓展不及预期风险：若锦纶业务新市场拓展不及预期将导致产能利用率降低，影响公司订单及利润。
- 3、国内外人形机器人量产不及预期风险：当前人形机器人量产化需解决量产工艺及成本问题，若量产化不及预期，将直接影响产业链整机设备、零部件的需求放量。
- 4、政策扶持不及预期风险：当前人形机器人行业发展方兴未艾，政府扶持力度比较积极。全国各省市、自治区均提出具体人形机器人产业发展政策，发布产业基金，推动人形机器人从零部件再到本体、应用场景的发展。若后续政策扶持力度不及预期，可能影响人形机器人产业化应用落地节奏。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为公司传统业务维稳，锦纶下游客户拓展可较好配合产能扩张，2026 年人形机器人产业将迎来量产且公司可获取一定份额订单，基于上述假设 2026-2027 年营业收入分别同比+24.3%/+20.0%，归母净利润分别同比+32.5%/+21.8%。若上述假设不成立或者公司表现不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下传统业务盈利持续承压，锦纶下游市场拓展不及预期，则可能导致公司整体订单表现偏弱，悲观情况下公司 2026-2027 年营收分别同比+19%/+17.6%，归母净利润分别同比+8.0%/+18.0%。

表 13：公司收入及利润敏感性测算（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
营业收入	1793	2229	2673	1793	2134	2509
yoy	10.96%	24.30%	19.96%	10.96%	19.00%	17.59%
毛利率	28%	27%	27%	28%	26%	26%
归母净利润	128	170	207	128	138	163
yoy	-32.89%	32.46%	21.79%	-32.89%	7.98%	17.96%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1793	2229	2673	3133	货币资金	546	399	321	454
营业成本	1292	1625	1947	2264	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	501	603	726	869	应收账款	301	266	430	392
%营业收入	28%	27%	27%	28%	存货	905	1044	1256	1430
营业税金及附加	16	20	29	41	预付账款	24	20	26	32
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	228	188	308	259
销售费用	124	156	184	229	流动资产合计	2005	1917	2340	2566
%营业收入	7%	7%	7%	7%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	88	111	131	157	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	2722	3508	3735	4154
研发费用	69	87	112	132	无形资产	349	385	446	495
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	15	12	15	17	递延所得税资产	26	26	26	26
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	210	32	137	81
加: 资产减值损失	-58	-50	-50	-50	资产总计	5311	5867	6684	7322
信用减值损失	-4	0	0	0	短期贷款	405	434	455	459
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	418	644	650	845
投资收益	1	2	3	3	预收账款	0	0	0	0
营业利润	141	187	228	272	应付职工薪酬	187	258	306	353
%营业收入	8%	8%	9%	9%	应交税费	13	18	21	25
营业外收支	1	1	1	1	其他流动负债	441	496	514	657
利润总额	142	188	229	273	流动负债合计	1464	1851	1946	2337
%营业收入	8%	8%	9%	9%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	14	18	22	27	应付债券	0	0	0	0
净利润	128	170	207	247	递延所得税负债	7	7	7	7
归属于母公司所有者的净利润	128	170	207	247	其他非流动负债	41	41	41	41
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	1511	1898	1994	2385
EPS (元)	0.28	0.34	0.41	0.49	归属于母公司所有者权益	3794	3964	4685	4932
					少数股东权益	5	5	5	5
现金流量表 (百万元)					股东权益	3799	3969	4690	4937
	2025A	2026E	2027E	2028E	负债及股东权益	5311	5867	6684	7322
经营活动现金流净额	22	703	19	809					
取得投资收益收回现金	1	2	3	3	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-405	-861	-615	-662	每股收益	0.28	0.34	0.41	0.49
其他	0	0	0	0	每股经营现金流	0.04	1.39	0.04	1.60
投资活动现金流净额	-404	-859	-612	-659	市盈率	66.39	44.24	36.33	30.41
债券融资	-560	0	0	0	市净率	2.48	1.89	1.60	1.52
股权融资	993	0	0	0	EV/EBITDA	34.59	16.32	14.95	12.85
银行贷款增加 (减少)	-556	29	21	4	总资产收益率	2.4%	2.9%	3.1%	3.4%
筹资成本	-96	-20	-21	-21	净资产收益率	3.4%	4.3%	4.4%	5.0%
其他	542	0	0	0	净利率	7.1%	7.6%	7.7%	7.9%
筹资活动现金流净额	324	9	0	-17	资产负债率	28.5%	32.4%	29.8%	32.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-58	-147	-593	133	总资产周转率	0.36	0.40	0.43	0.45

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。