

2026年09月23日

云中马（603130.SH）

公司快报

中报业绩表现亮眼，多角度布局未来可期

投资要点

- ◆ **盈利能力持续优化，中报业绩表现亮眼。**8月26日，公司发布2026年半年度报告，公司2026年上半年实现营业收入12.55亿元，同比增长0.8%；实现归母净利润0.4亿元，同比增长12.06%，扣非归母净利润0.43亿元，同比增长58.70%。主要系一方面革基布行业景气度回升，叠加公司节能降本等精细化管理措施，报告期内公司经编及纬编革基布产品毛利率提升，另一方面，公司高附加值新产品经编鹿皮绒布下游市场需求旺盛，公司加码其产能布局，提升产品结构占比，带动公司综合毛利率提高，公司2026年上半年实现综合毛利率9.42%，同比提升1.21pct。
- ◆ **产能进入集中释放期，成长空间进一步打开。**公司投资建设云中马“时尚智造”产业园项目（一期）——年产13.5万吨DTY丝及12万吨高性能革基布坯布建设项目。本项目DTY丝达产产能为13.5万吨，其中9.6万吨将直接用于生产革基布坯布，其节约成本将在革基布坯布中体现，预计能够节省550-600元/吨的成本，年合计降本预计0.66-0.72亿元；此外还有3.9万吨DTY丝对外销售，将为公司带来额外的收益，每年预计可新增净利润0.12亿元。未来随着该项目的顺利完成并投入运营，将进一步增强公司坯布产能，从源头保障公司产品质量的稳定性，对公司经营业绩提升也将产生积极驱动。
- ◆ **数智与绿色双轮驱动，降本增效持续深化。**公司以智能制造与绿色生产为抓手提升运营效率：数智化方面，完成ERP系统升级并与U8C平台对接，深化MES中控与自动称送料系统应用，构建智能仓储体系，并对多台染色机实施智能改造，有效降低次品率与人工成本；绿色低碳方面，落地中水回用、废热回收、碱减量废水治理三项技改，推进光伏绿电建设，引入新型节能加弹机节省电能约20%。运营效率与可持续发展能力同步提升，为长期盈利稳定性提供支撑。
- ◆ **战略投资新质生产力，积累新兴产业资源。**在超高分子聚乙烯领域，公司自2023年开始持续加码对中玺新材料（安徽）有限公司的投资，截至目前已经持有其15.29%的股份，成为其第三大股东。中玺新材料是国内少数掌握中高端超高分子量聚乙烯连续化生产技术的企业，其研发连续化淤浆法聚合工艺产出的产品分子量分布方差小、稳定性好，可覆盖100万-1050万全分子量区间。目前具备1.25万吨的产能，新增的3万吨产能已经建设完毕即将投入生产。在卫星制造领域，公司于2026年2月投资了湖南航升卫星科技有限公司，目前持有其4.85%的股份。航升卫星专注于工业级微小卫星技术为核心的卫星系统研制，具备完整的卫星总体设计以及全链路工程实践经验。
- ◆ **投资建议：**公司是国内针织革基布细分领域龙头企业，持续优化产品结构，提升高毛利产品占比，下游也从已从传统鞋类、箱包、服装及家居装饰等消费品领域逐步延伸至建筑内饰、汽车工业、户外运动器材以及电子消费品配件等新兴市场。同时积极布局上游产能，进行节能降碳改造，降本增效。我们预计2026-2028年营业总收入分别为30.35/33.00/37.50亿元，同比增长13.5%/8.7%/13.6%；归母净利润分别为1.33/1.80/2.64亿元，同比增长27.5%/35.2%/46.7%；对应EPS分别为0.97/1.31/1.92元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

纺织服装 | 其他纺织III

投资评级

买入(首次)

股价(2026-09-23)

38.71元

交易数据

总市值（百万元）	5,323.17
流通市值（百万元）	5,323.17
总股本（百万股）	137.51
流通股本（百万股）	137.51
12个月价格区间	61.20/34.34

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.19	0.76	-9.61
绝对收益	-3.39	-9.96	-9.73

分析师

黄程保

 SAC 执业证书编号：S0910525040002
 huangchengbao@huajinsec.cn

相关报告



◆ **风险提示：**原材料价格波动的风险、市场需求不及预期风险、竞争加剧风险、产能扩张不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,618	2,675	3,035	3,300	3,750
YoY(%)	12.6	2.2	13.5	8.7	13.6
归母净利润(百万元)	100	105	133	180	264
YoY(%)	-16.0	4.2	27.5	35.2	46.7
毛利率(%)	9.0	8.2	10.0	11.2	12.3
EPS(摊薄/元)	0.73	0.76	0.97	1.31	1.92
ROE(%)	7.5	7.4	8.8	10.8	13.8
P/E(倍)	53.0	50.9	39.9	29.5	20.1
P/B(倍)	4.0	3.7	3.5	3.2	2.8
净利率(%)	3.8	3.9	4.4	5.5	7.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、云中马股份有限公司

公司主营业务为人造革合成革基层材料——革基布的研发、生产和销售。公司目前主要产品为针织革基布，根据编织工艺的不同可分为经编革基布和纬编革基布两个系列，每个系列根据产品厚度、毛效、定型效果等又可分为不同型号；同时公司新增经编麂皮绒系列产品。公司革基布产品主要销往人造革合成革生产厂商，最终应用于鞋、箱包、家具、装饰材料等消费品领域。

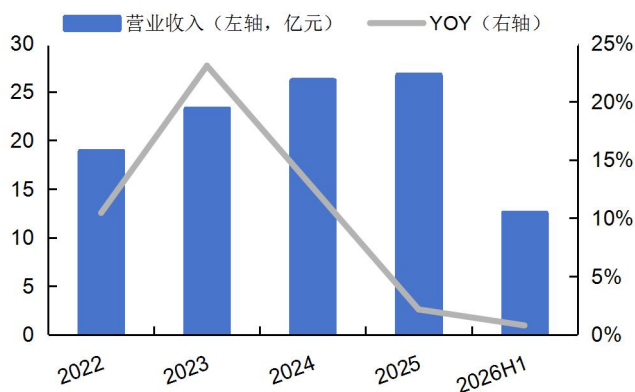
公司是国内针织革基布细分领域龙头企业，针织革基布产销规模稳居行业第一梯队。历经十多年的成长，公司已具备显著的规模领先优势、卓越的工艺技术创新能力、突出的环保清洁生产优势、全面严谨的质量控制体系、强大的品牌市场号召力和高效的上下游协同研发优势，并实现了深度的产业链延伸。

产业链布局方面，公司已建立高性能革基布坯布织造生产线，实现向产业链上游延伸，可自产自用部分原材料坯布，降低原材料采购成本并从源头确保坯布质量自主可控。同时，公司投资建设云中马“时尚智造”产业园项目（一期）——年产 13.5 万吨 DTY 丝及 12 万吨高性能革基布坯布建设项目，项目达产后将实现从涤纶 DTY 丝生产到坯布织造直至革基布产品生产的产业链全覆盖，进一步扩充产能规模。

（一）基本财务状况

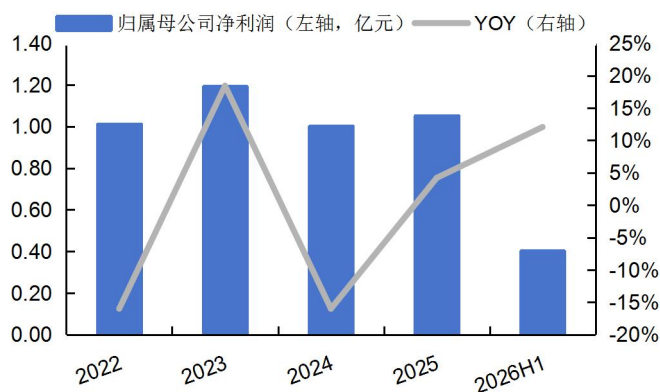
盈利能力持续优化，2026 中报业绩表现亮眼。公司 2023-2025 年实现营业收入 23.25/26.18/26.75 亿元，同比增长 23.07%/12.62%/2.16%；实现归母净利润 1.19/1.00/1.05 亿元，同比增长 18.44%/-16.00%/4.21%。2026H1，公司实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 0.80%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比增长 12.06%；实现扣非归母净利润 0.43 亿元，同比增长 58.70%。其中，Q2 实现营业收入 6.90 亿元，同比增长 4.62%，环比增长 22.12%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比增长 1.16%，环比增长 78.92%。

图 1：公司收入规模及增速



资料来源：IFIND，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：IFIND，华金证券研究所

（二）投资亮点

1、高附加值产品矩阵持续扩容,产品结构向高端化升级。公司研发体系紧密围绕高端化、系列化战略导向,统筹推进核心产品制备项目与前沿市场需求相结合。公司的富贵绒革基布、特长弹力绒革基布、纯水性合成革针织革基布等多款新产品制备研发项目已全面落地量产,产能运行平稳,产品矩阵得到持续扩容;同时,依托对高端定制化市场的精准研判,完成了麂皮绒、羊京绒、蒙古绒、鹿纤绒等多款绒布面料的研发定型,实现海岛丝面料多品类全覆盖布局,进一步优化高附加值产品结构。高端产品营收及销量占比稳步增长,带动产品整体毛利率明显改善,有效夯实了公司稳健经营与高质量发展的市场基础。

2、产能进入集中释放期,成长空间进一步打开。公司基于长远战略发展规划、业务布局以及对纺织行业市场前景的判断和分析,着手投资建设云中马“时尚智造”产业园项目(一期)——年产13.5万吨DTY丝及12万吨高性能革基布坯布建设项目。此项目的正式实施,将标志着云中马在革基布产业链上实现了从涤纶DTY丝生产到坯布织造直至革基布产品生产的产业链覆盖,极大助力公司扩充产能规模,将更有力地强化公司在国内外革基布行业的优势。本项目DTY丝达产产能为13.5万吨,其中9.6万吨将直接用于生产革基布坯布,其节约成本将在革基布坯布中体现,预计能够节省550-600元/吨的成本,年合计降本预计0.66-0.72亿元;此外还有3.9万吨DTY丝对外销售,将为公司带来额外的收益,每年预计可新增净利润0.12亿元。云中马“时尚智造”产业园项目(一期)已于今年6月份实现部分投产,新增16条生产线,本项目还引进了新型织造设备,单机坯布产量得到较大幅度提升。未来,随着该项目的顺利完成并投入运营,将进一步增强公司坯布产能,从源头保障公司产品质量的稳定性,对公司经营业绩提升也将产生积极驱动。

3、工艺技术、规模品牌与环保优势构筑竞争壁垒。公司是国内针织革基布行业龙头企业,针织革基布产销能力位于行业前列,规模化生产带来固定成本摊薄、产品质量稳定、大客户粘性增强、原材料采购议价能力提升等多方面优势。工艺方面,公司于2016年开始自主创新研发湿拉毛革基布生产工艺,实现了对传统革基布生产工艺的首次革新,并自主研发了纬编色丝直拉毛技术、50D纬编平板无毛丝、少毛丝技术和高F纬编二浴法染色提高起毛效果技术等主要产品生产技术,被评为浙江省省级高新技术企业研究开发中心,截至2026年上半年公司拥有82项实用新型专利、10项发明专利。品牌方面,公司围绕自有品牌“云中马”深耕革基布主业,产品畅销浙江、福建、安徽、广东、江苏等多个地区,高品质“云中马”牌革基布已体现出品牌溢价效应。环保方面,公司已通过ISO14001环境管理体系认证,获评“浙江省2022年度节水标杆单位”、2023年国家级“绿色工厂”和“绿色低碳工厂”。在环保趋严、中小企业加速洗牌、部分中小企业被迫关闭的背景下,公司规模与环保优势有望持续强化。

4、数智转型与绿色低碳并进,降本增效持续深化。公司系统推进节能减排与清洁生产,落地中水回循环利用、废热回收再利用及碱减量废水专项治理三项节能改造举措,持续开展光伏绿电建设,并引入新型节能加弹机,可节省电能消耗约20%。数智化方面,公司完成ERP信息系统升级并与U8C平台对接,深化MES中控与自动称送料系统的集成推广,构建智能仓储体系;报告期内对多台染色机进行智能改造并与自动称送料系统协调匹配,有效降低了次品率与人工成本,运营效率与智能制造能力稳步提升。

5、战略投资新质生产力，积累新兴产业资源。公司自上市以来即成立了专门的战略投资部，直接对外投资，聚焦两个类型的企业，一是新材料企业，另一个是技术壁垒高、赛道空间大，成长性突出的新质生产力企业。截至目前，公司已经通过直接参股投资方式布局了超高分子聚乙烯、卫星制造等新质生产力赛道，并以此为契机逐步积累新兴产业资源。在超高分子聚乙烯领域，公司自 2023 年开始持续加码对中玺新材料（安徽）有限公司的投资，截至目前已经持有其 15.29% 的股份，成为其第三大股东。中玺新材料是国内少数掌握中高端超高分子量聚乙烯连续化生产技术的企业，其研发连续化淤浆法聚合工艺产出的产品分子量分布方差小、稳定性好，可覆盖 100 万-1050 万全分子量区间。目前具备 1.25 万吨的产能，新增的 3 万吨产能已经建设完毕即将投入生产。在卫星制造领域，公司于 2026 年 2 月投资了湖南航升卫星科技有限公司，目前持有其 4.85% 的股份。航升卫星专注于工业级微小卫星技术为核心的卫星系统研制，具备完整的卫星总体设计以及全链路工程实践经验。

（三）盈利预测核心假设

1、经编革基布：我们预计经编革基布 2026-2028 年对应收入分别为 24.55/25.80/27.00 亿元，同比增速分别为 5.27%/5.09%/4.65%；对应毛利率分别为 7.70%/8.25%/8.25%。

2、经编鹿皮绒：经编鹿皮绒业务为公司高毛利的新产品，随着扩产产能的释放，我们预计经编鹿皮绒业务 2026-2028 年对应收入分别为 2.00/3.00/6.00 亿元，2027-2028 同比增速分别为 50.00%/100.00%；对应毛利率分别为 33.44%/33.40%/30.00%。

3、纬编革基布：我们预计纬编革基布业务 2026-2028 年对应收入分别为 3.50/3.80/4.00 亿元，同比增速分别为 6.71%/8.57%/5.26%；对应毛利率分别为 12.98%/13.30%/13.30%。

综上，我们预计 2026-2028 年营业总收入分别为 30.35/33.00/37.50 亿元，同比增速分别为 13.46%/8.73%/13.64%，对应毛利率分别为 10.04%/11.15%/12.31%。

表 1：收入成本拆分

业务收入 (亿元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	26.18	26.75	30.35	33.00	37.50
yoy	12.62%	2.16%	13.46%	8.73%	13.64%
毛利率 (%)	8.98%	8.23%	10.04%	11.15%	12.31%
1、经编革基布	23.16	23.32	24.55	25.80	27.00
yoy	16.97%	0.69%	5.27%	5.09%	4.65%
毛利率 (%)	7.78%	7.37%	7.70%	8.25%	8.25%
2、经编鹿皮绒	-	-	2.00	3.00	6.00
yoy	-	-	-	50.00%	100.00%
毛利率 (%)	-	-	33.44%	33.40%	30.00%
3、纬编革基布	2.92	3.28	3.50	3.80	4.00
yoy	-13.61%	12.33%	6.71%	8.57%	5.26%
毛利率 (%)	15.39%	11.24%	12.98%	13.30%	13.30%
4、其他主营	0.10	0.14	0.30	0.40	0.50
yoy	42.86%	40.00%	114.29%	33.33%	25.00%
毛利率 (%)	98.14%	78.11%	11.20%	11.20%	11.20%

资料来源：Wind、华金证券研究所测算

（四）可比公司估值

公司主营业务为革基布的研发、生产和销售，中国 A 股上市公司中无与公司主营业务完全可比的上市公司。我们综合考虑可比公司主营业务和产品的可比性、主营产品的工艺流程相似性、选取华孚时尚和兴业科技作为可比上市公司。考虑到公司产品矩阵丰富，高毛利产品占比不断提升；下游也从已从传统鞋类、箱包、服装及家居装饰等消费品领域逐步延伸至建筑内饰、汽车工业、户外运动器材以及电子消费品配件等新兴市场。同时积极布局上游产能，进行节能降碳改造，降本增效，未来利润放量可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			对应 PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002042.SZ	华孚时尚	66.33	0.16	0.20	0.22	24.38	20.00	18.14
002674.SZ	兴业科技	59.85	0.35	0.53	0.83	57.86	38.21	24.55
	平均值					41.12	29.10	21.34
603130.SH	云中马	53.23	0.97	1.31	1.92	39.91	29.55	20.16

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期、云中马盈利预测来自华金证券研究所；表中数据截至日期：2026 年 9 月 23 日）

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1749	1392	1300	1551	1600
现金	827	608	298	653	402
应收票据及应收账款	403	428	515	510	655
预付账款	25	55	36	63	50
存货	183	84	213	106	252
其他流动资产	310	217	238	218	241
非流动资产	1285	1356	1425	1454	1545
长期投资	19	13	6	-1	-7
固定资产	932	876	933	958	1035
无形资产	231	199	224	242	265
其他非流动资产	102	268	263	255	253
资产总计	3034	2747	2725	3005	3144
流动负债	1536	1094	998	1158	1089
短期借款	1124	591	591	591	591
应付票据及应付账款	189	378	253	424	335
其他流动负债	222	125	154	143	163
非流动负债	169	233	205	173	144
长期借款	110	165	137	105	76
其他非流动负债	59	68	68	68	68
负债合计	1705	1327	1203	1331	1233
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	138	138	138	138	138
资本公积	586	586	586	586	586
留存收益	606	697	795	929	1130
归属母公司股东权益	1330	1420	1522	1674	1911
负债和股东权益	3034	2747	2725	3005	3144

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	68	365	-112	527	-33
净利润	100	105	133	180	264
折旧摊销	79	96	75	84	93
财务费用	13	8	17	11	-4
投资损失	6	-4	4	3	2
营运资金变动	-125	156	-328	264	-370
其他经营现金流	-6	4	-12	-15	-19
投资活动现金流	-326	-139	-136	-101	-167
筹资活动现金流	190	-244	-63	-70	-52
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.76	0.97	1.31	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	2.65	-0.81	3.83	-0.24
每股净资产(最新摊薄)	9.67	10.33	11.07	12.18	13.90

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2618	2675	3035	3300	3750
营业成本	2383	2455	2730	2932	3288
营业税金及附加	16	15	17	16	19
营业费用	14	13	14	14	16
管理费用	56	57	65	70	79
研发费用	44	48	53	58	66
财务费用	13	8	17	11	-4
资产减值损失	-8	-6	-8	-11	-11
公允价值变动收益	19	30	12	15	19
投资净收益	-6	4	-4	-3	-2
营业利润	111	125	140	200	291
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	6	2	3	3
利润总额	110	119	138	198	289
所得税	10	14	5	17	24
税后利润	100	105	133	180	264
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	100	105	133	180	264
EBITDA	240	243	240	307	405

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	12.6	2.2	13.5	8.7	13.6
营业利润(%)	-17.1	11.7	12.6	42.8	45.6
归属于母公司净利润(%)	-16.0	4.2	27.5	35.2	46.7
获利能力					
毛利率(%)	9.0	8.2	10.0	11.2	12.3
净利率(%)	3.8	3.9	4.4	5.5	7.1
ROE(%)	7.5	7.4	8.8	10.8	13.8
ROIC(%)	5.5	5.8	6.8	8.3	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.2	48.3	44.1	44.3	39.2
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	7.5	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	10.6	8.7	8.7	8.7	8.7
估值比率					
P/E	53.0	50.9	39.9	29.5	20.1
P/B	4.0	3.7	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	24.2	22.8	24.3	17.8	14.0

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

黄程保声明，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.huajinsec.cn