

皖维高新 (600063.SH) 一体化+规模化+多元化, 打造全球 PVA 龙头

2026 年 04 月 03 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

金益腾 (分析师)

徐正凤 (分析师)

jinyiteng@kysec.cn

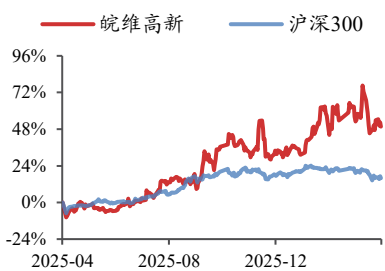
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790524070005

日期	2026/4/2
当前股价(元)	6.71
一年最高最低(元)	8.15/3.91
总市值(亿元)	138.84
流通市值(亿元)	138.84
总股本(亿股)	20.69
流通股本(亿股)	20.69
近 3 个月换手率(%)	188.27

股价走势图



数据来源: 聚源

● 一体化+规模化+多元化, 打造全球 PVA 龙头, 首次覆盖给予“买入”评级

公司作为安徽国有企业, 传统 PVA 产品一体化、规模化优势明显, 下游 PVA 光学膜、偏光片、PVB、PVA 纤维等新材料产品布局多元, 储备项目释放在即, 国产替代可期。2026 年以来, PVA 产业链触底反弹, 供需向好助力中长期景气向上。依托我国沿海石化乙烯和港口资源, 公司规划建设江苏皖维项目, 进一步夯实全球 PVA 龙头地位。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.52、8.96、10.99 亿元, EPS 分别为 0.36、0.43、0.53 元/股 (不考虑股本摊薄), 当前股价对应 PE 为 18.5、15.5、12.6 倍。我们看好公司一体化、规模化、多元化打造全球 PVA 龙头, 储备项目充足助力高速增长, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 聚乙烯醇 (PVA): 供给集中、用途广泛, 看好景气底部稳步回升

PVA 是一种高分子聚合物, 具有粘结性、成纤性、乳化稳定性、气体阻隔性、成膜性、生物降解性等优良性能, 主要用于生产聚合助剂、织物浆料和黏合剂、膜材料等。我们统计全球 PVA 产能集中于中国、日本、美国等, 合计 183.9 万吨/年。(1) 分工艺看, 石油乙烯法产能合计 96.9 万吨/年, 占比 52.7%; 电石乙炔法产能合计 66 万吨/年, 占比 35.9%。(2) 分地区看, 海外产能合计 73.8 万吨/年, 占比 40.1%; 中国企业合计产能 110.1 万吨/年, 占比 59.9%。(3) 2025 年国内 PVA 产需高增、价格触底, 我们预计 2026-2028 年 PVA 新增产能主要来自皖维高新, 行业产能利用率有望进一步提升, 供需向好助力中长期景气稳步回升。

● 皖维高新: PVA 产业链再扩张降成本, 高端产品投产在即助成长

公司目前拥有 PVA 产能 31.5 万吨/年, 针对 PVA 行业往高附加值差异化产品方向发展的趋势, 公司一方面大力布局 PVA 光学薄膜、PVB 树脂、PVB 胶片、VAE 乳液、可再分散性胶粉等下游新兴产业; 另一方面持续推进新产品开发、设备更新和技术改造, 规划建设江苏皖维乙烯法 PVA 树脂项目助力产业链再扩张, 远期公司 PVA 设计产能有望达到 72.5 万吨/年, 全球龙头地位进一步巩固。

● **风险提示:** 市场竞争加剧, 产品技术更迭, 原材料大幅波动, 项目投资风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,030	8,012	9,397	10,512	11,628
YOY(%)	-2.8	-0.2	17.3	11.9	10.6
归母净利润(百万元)	370	434	752	896	1,099
YOY(%)	8.2	17.4	73.3	19.1	22.7
毛利率(%)	13.0	12.7	17.0	17.9	19.2
净利率(%)	4.6	5.4	8.0	8.5	9.4
ROE(%)	4.2	5.1	8.2	9.2	10.3
EPS(摊薄/元)	0.18	0.21	0.36	0.43	0.53
P/E(倍)	37.6	32.0	18.5	15.5	12.6
P/B(倍)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 一体化+规模化+多元化，打造全球 PVA 龙头.....	5
1.1、 股权结构：安徽国有企业，海螺集团将成为公司间接控股股东.....	6
1.2、 经营情况：营收及净利润增长兼具周期和成长驱动，新材料产品营收、毛利占比有望稳步提升.....	8
2、 PVA：供给集中、用途广泛，看好景气底部稳步回升.....	10
2.1、 供给端：全球供给高度集中，中国产能占比近 60%，新增产能主要来自皖维高新.....	10
2.2、 需求端：国内新兴需求占比提升，高端产品国产替代需求提速.....	14
2.2.1、 国内 PVA 新兴领域需求占比有所提升，高端产品仍存在进口依赖，欧盟反倾销到期或助力欧盟出口量恢复.....	14
2.2.2、 PVA 光学膜、PVB 胶片、PVA 特种纤维等高端产品国产替代需求提速.....	16
（一）PVA 光学膜：空间大、壁垒高，日韩企业垄断全球市场.....	17
（二）PVB：PVB 中间膜在汽车、建筑、光伏领域应用前景广泛.....	19
（三）PVA 特种纤维：高强高模 PVA 纤维、水溶性 PVA 纤维应用前景广阔.....	23
（四）PVA 水溶膜：具有生物可降解性能，广泛应用于环保包装、农业等领域.....	24
2.3、 价格价差：2026 年以来价格底部反弹，供给优化叠加需求扩张，看好 PVA 景气稳步回升.....	25
2.4、 供需对接：2025 年国内 PVA 产需高增，预计 2026-2028 年 PVA 新增产能主要来自皖维高新，行业产能利用率有望进一步提升.....	28
3、 皖维高新：PVA 产业链再扩张降成本，高端产品投产在即助成长.....	28
3.1、 PVA 产业链一体化优势显著，江苏项目助力规模化效应进一步凸显.....	29
3.2、 PVA 光学膜、PVB 胶片等新材料项目投产在即，国产替代前景可期.....	31
3.2.1、 PVA 光学膜-偏光片：TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜项目稳步扩产，下游配套偏光片产能.....	31
3.2.2、 PVB 胶片：收购皖维佰盛打造 PVA-PVB 树脂-PVB 胶片产业链，汽车级 PVB 胶片商用进程加快.....	33
3.2.3、 PVA 纤维：公司高强高模 PVA 纤维产销量位居全国第一.....	33
3.2.4、 PVA 水溶膜：受让安徽皖维可降解膜材料 70% 股权，加速 PVA 水溶膜业务落地.....	34
4、 盈利预测与投资建议.....	34
5、 风险提示.....	37
附：财务预测摘要.....	38

图表目录

图 1： 产业链：公司主要采用电石乙炔法、石油乙烯法和生物质乙烯法三种工艺路线生产 PVA 产品，并不断延伸产业链、丰富产品矩阵.....	5
图 2： 股权结构：公司实控人将变更为安徽省国资委，控股股东为皖维集团，海螺集团将成为公司间接控股股东.....	8
图 3： 2025 年，公司归母净利润同比+17.4%.....	8
图 4： 2025 年，公司销售净利率同比提升.....	8
图 5： 公司 PVA 营收占比维持在较高水平.....	9
图 6： 2025 年公司 PVA 业务毛利占比提升至 52%.....	9
图 7： 2025 年，公司新材料行业营收占比 24%.....	9
图 8： 2025 年，公司新材料行业毛利占比 30%.....	9
图 9： 公司主营业务毛利率波动较大.....	10
图 10： 公司海外营收占比较低.....	10
图 11： PVA 生产工艺包括电石乙炔法、石油乙烯法、天然气乙炔法，主要差别在于合成醋酸乙烯的方法不同.....	11
图 12： 2022 年以来，国内 PVA 产能维稳、产量提升.....	12
图 13： 2025 年以来，国内 PVA 行业开工率有所提升.....	12

图 14: PVA 下游主要用于聚合助剂、织物浆料、黏合剂	15
图 15: 2025 年, 国内 PVA 表观消费量同比+6.5%	15
图 16: 国内 PVA 下游 PVB、膜应用等新兴需求占比提升	15
图 17: 2015 年以来, 国内 PVA 出口量保持增长趋势	15
图 18: 国内 PVA 主要进口自日本、新加坡等	15
图 19: 国内 PVA 主要出口至印度、韩国、马来西亚等	15
图 20: 2020 年以来, 我国 PVA 对欧盟出口量及占比总体呈现下滑趋势	16
图 21: LCD 面板和 OLED 面板结构分别包含 2 张、1 张偏光片, 偏光片中起偏振作用的核心膜材是 PVA 膜	17
图 22: 预计 2025 年中国厂商偏光片产能全球占比 65%	19
图 23: PVA 膜、TAC 膜的主要供应商为日韩企业	19
图 24: PVB 夹层玻璃通常由三层组成, 是在两块玻璃之间夹上一层 PVB 中间膜	19
图 25: PVB 中间膜广泛应用于汽车、建筑和光伏等领域	20
图 26: 单车玻璃用量提升及功能性需求增多都增加了对 PVB 中间膜的需求	20
图 27: 2019 年以来, 国内夹层玻璃产量保持增长	22
图 28: PVB 中间膜可以应用于双玻光伏组件的封装	22
图 29: 2024 年中国维纶产量 8.40 万吨, 同比+1.2%	24
图 30: 2024 年, 中国高强高模 PVA 纤维产量 3.64 万吨、水溶性 PVA 纤维产量 4.22 万吨	24
图 31: PVA 水溶膜可用于洗衣凝珠等洗涤剂	25
图 32: PVA 水溶膜可用于水转移印花、刺绣等	25
图 33: PVA 价格复盘: 价格受乙烯、电石、煤炭等影响较大, 2026 年以来价格触底反弹、价差快速修复	26
图 34: 皖维高新已经布局安徽、广西、内蒙古三大产业基地, 形成协同发展格局	29
图 35: 公司 PVA 业务营收规模受周期波动影响	30
图 36: 公司 PVA 业务销售毛利率波动较大	30
图 37: 公司 PVA 营业成本低于行业平均水平	31
图 38: 公司 PVA 的原材料、燃料动力成本占比高	31
图 39: 2022 年以来, 公司 PVA 光学膜营收保持增长	32
图 40: 2025 年, 公司 PVA 光学膜量升价跌	32
图 41: 2025 年, 公司 PVB 胶片收入同比下降	33
图 42: 2025 年, 公司 PVB 胶片量价齐跌	33
图 43: 2025 年, 公司 PVA 纤维营收同比小幅下降	34
图 44: 2025 年, 公司 PVA 纤维量升价跌	34
表 1: 皖维高新产能: PVA 产能规模领先, PVA 纤维、PVB 树脂、PVA 光学膜、VAE 乳液等新材料产品布局丰富	6
表 2: PVA 生产工艺对比: 国际上以石油乙烯法为主, 我国以电石乙炔法为主	11
表 3: PVA 供给: 全球 16 家企业合计产能 183.9 万吨/年, 前三大企业产能占比 47.8%, 中国产能占比 59.9%	13
表 4: 欧盟对原产于中国的聚乙烯醇进行反倾销调查, 最终税率为 17.3%-72.9% 不等	16
表 5: 我们测算得到 2025 年中国新车配套市场、售后维修市场对 PVB 中间膜的需求量分别为 3.55、1.87 万吨	21
表 6: 国内皖维高新、浙江德斯泰、东材科技、湖州鑫富等实现自行生产 PVB 中间膜及原材料 PVB 树脂	22
表 7: PVA 价格价差: 我们测算 2026 年以来电石法、乙烯法价差均同比扩大, 乙烯法价差-电石法价差同比收窄	26
表 8: 2019-2025 年, 国内乙烯产能产量保持增长, 进口依赖度下降	27
表 9: 2019-2025 年, 国内电石供给充足, 表观消费量保持增长	27
表 10: 国内 PVA 供需平衡表: 预计 2026-2028 年产需高增、产能利用率有望提升	28
表 11: 皖维高新已经完成 PVA 产能“一体两翼”布局, 江苏皖维项目有望进一步发挥地域资源优势及辐射能力	31
表 12: 皖维高新 PVA 光学薄膜已实现稳定生产、批量供应市场, 新建项目投产后有望助力市场份额进一步扩大	32
表 13: 2025 年, 皖维高新偏光片业务量价齐升, 子公司德瑞格净利润实现扭亏为盈	32

表 14: 皖维高新主营业务拆分和盈利预测.....	35
表 15: 可比公司盈利预测与估值: 4 月 2 日, 皖维高新低于可比公司 54.3 倍的平均 PE、3.2 倍的平均 PB.....	37

1、一体化+规模化+多元化，打造全球 PVA 龙头

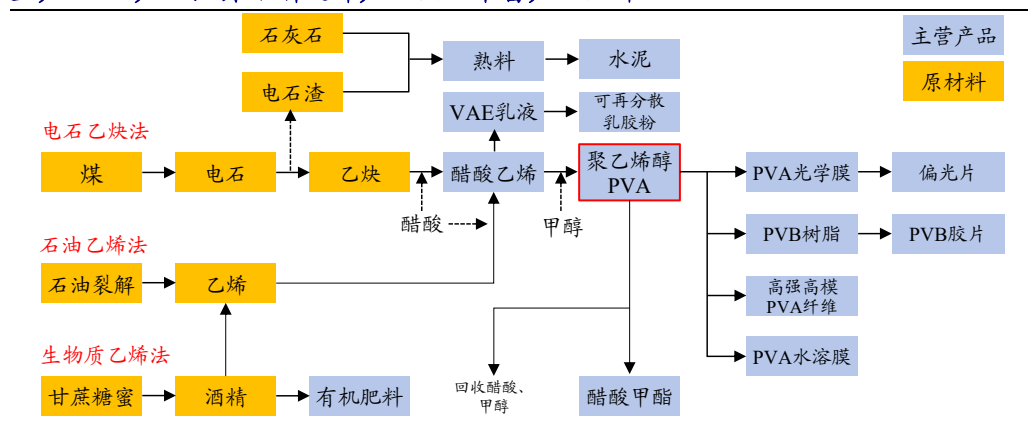
PVA 全产业链龙头，“三大基地、四大产业板块、五大产业链”协同发展，一体化+规模化+多元化发展战略持续深化。安徽皖维高新材料股份有限公司成立于 1997 年，1997 年 5 月 28 日在上交所上市。公司前身是安徽省维尼纶厂，始建于 1969 年，上市时主要产品为聚乙烯醇（PVA）系列产品、新型材料和特种化纤。2008 年以来，公司通过构建安徽巢湖本部为一体，内蒙古乌兰察布蒙维科技、广西皖维为两翼的“一体两翼”战略部署，根据“围绕主业发展，不断拓展产业面、延伸产业链”的发展思路，目前已经成为国内产能最大、技术先进、产业链完整、产品品种齐全的 PVA 行业龙头。

产业链方面，公司已经建成化工、化纤、建材、新材料四大产业板块，形成“PVA-PVA 光学薄膜-偏光片”、“PVA-PVB 树脂-PVB 胶-安全玻璃”、“PVA/VAC-VAE 乳液-可再分散性胶粉”、“PVA-高强高模 PVA 纤维-绿色建材”、“糖蜜-生物质 VAC-PVA-可降解水溶膜-生物基材料”等五大产业链。

产能方面，根据 2025 年报，公司拥有年产 31.5 万吨 PVA 以及 2 万吨 PVA 纤维、3.8 万吨 PVB 树脂、2.2 万吨 PVB 胶片、1200 万平方米 PVA 光学膜、700 万平方米偏光片、5 万吨可再分散性胶粉、18 万吨 VAE 乳液等下游新材料产品的生产能力，2026 年以来，年产 2000 万平方米 TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜、年产 2 万吨汽车级 PVB 胶片、年产 2 万吨 VAE 可再分散乳胶粉等项目进入试运行调试阶段。公司 PVA 产品的产销量约占国内市场的 40%，生产能力位居全国第一、世界前列；高强高模聚乙烯醇纤维产品产销量位居全国第一，达国内总量的 50%以上，国际市场占有率约为 35%；其他产品如水泥、熟料、可再分散性胶粉、PVB 树脂都成为了同行业的知名品牌产品，公司综合实力位居国内同行业首位。

江苏皖维项目助力 PVA 产业链再扩张，规模成本优势有望凸显。2025 年 8 月，公司公告拟和江苏滨海经济开发区管理委员会所属国有公司滨海县沿海投资发展有限公司出资组建“江苏皖维新材料有限责任公司”，公司占股 80%，规划在滨海沿海工业园建设年产 40 万吨乙烯法功能性聚乙烯醇树脂及下游产业链项目。我们认为，项目建成达产后，公司 PVA 产业链规模成本及产品结构有望进一步优化，PVA 龙头地位进一步巩固。

图1：产业链：公司主要采用电石乙炔法、石油乙烯法和生物质乙烯法三种工艺路线生产 PVA 产品，并不断延伸产业链、丰富产品矩阵



资料来源：皖维高新公告、开源证券研究所

表1: 皖维高新产能: PVA 产能规模领先, PVA 纤维、PVB 树脂、PVA 光学膜、VAE 乳液等新材料产品布局丰富

主营产品	基地/子公司/工艺	持股比例	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	远期产能 (万吨/年)	预计完工时间
聚乙烯醇 PVA	安徽本部(石油乙烯法)	100%	6.5	1	7.5	2026年3月
	广西皖维(生物乙烯法)	100%	5		5	
	内蒙古蒙维科技(电石乙炔法)	100%	20		20	
	江苏皖维(石油乙烯法)	80%		一期20+二期20	40	一期2026年12月完工
	小计		31.5	41 (权益产能33)	72.5 (权益产能64.5)	
PVA 纤维	安徽本部	100%	2		2	
	内蒙古商维	100%		0.6	0.6	2026年11月
	小计		2	0.6	2.6	
PVB 树脂	安徽本部	100%	3.8	2	5.8	
PVB 胶片	安徽皖维佰盛	100%	2.2	2	4.2	2026年3月
熟料及水泥	安徽本部	100%	200		200	
	内蒙古蒙维科技	100%	100		100	
	小计		300		300	
VAE 乳液	安徽本部	100%	12		12	
	广西皖维	100%	6		6	
	小计		18		18	
可再分散性胶粉	安徽皖维花山	100%	4	2	6	2026年1月
	广西皖维	100%	1		1	
	小计		5	2	7	
PVA 光学膜	安徽本部	100%	1200万 平方米/年	5000万 平方米/年	6200万 平方米/年	2000万平方米 2026年3月完工
偏光片	合肥德瑞格	70%	700万 平方米/年		700万 平方米/年	
聚酯切片	安徽本部	100%	7.5		7.5	
电石	内蒙古蒙维科技	100%	40		40	

资料来源: 皖维高新 2025 年报、皖维高新公告、开源证券研究所

1.1、股权结构: 安徽国有企业, 海螺集团将成为公司间接控股股东

公司股权结构清晰, 实际控制人为安徽省国资委, 控股股东为皖维集团, 公司拟向皖维集团全额定增推进项目落地。截至 2025 年报, 公司控股股东为安徽皖维集团, 持股比例 33.24%, 实际控制人为安徽省国资委, 前十大流通股东合计持股比例为 42.48%。3 月 11 日, 公司发布《2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案》, 拟募资金额 30 亿元, 用于 20 万吨/年乙烯法功能性聚乙烯醇树脂项目、年产 3000 万平方米高世代面板用聚乙烯醇(PVA)光学薄膜项目, 发行价格为人民币 6.42 元/股, 对应发行 A 股股票数量为不超过 4.67 亿股(含本数), 本次发行由控股股东皖维集团全额认购, 传递出大股东对行业及上市公司长期发展的坚定信念。同时, 本次发行有利于公司聚焦主业、加快推进募投项目落地实施, 助力公司实现高质量发展和战略目标。

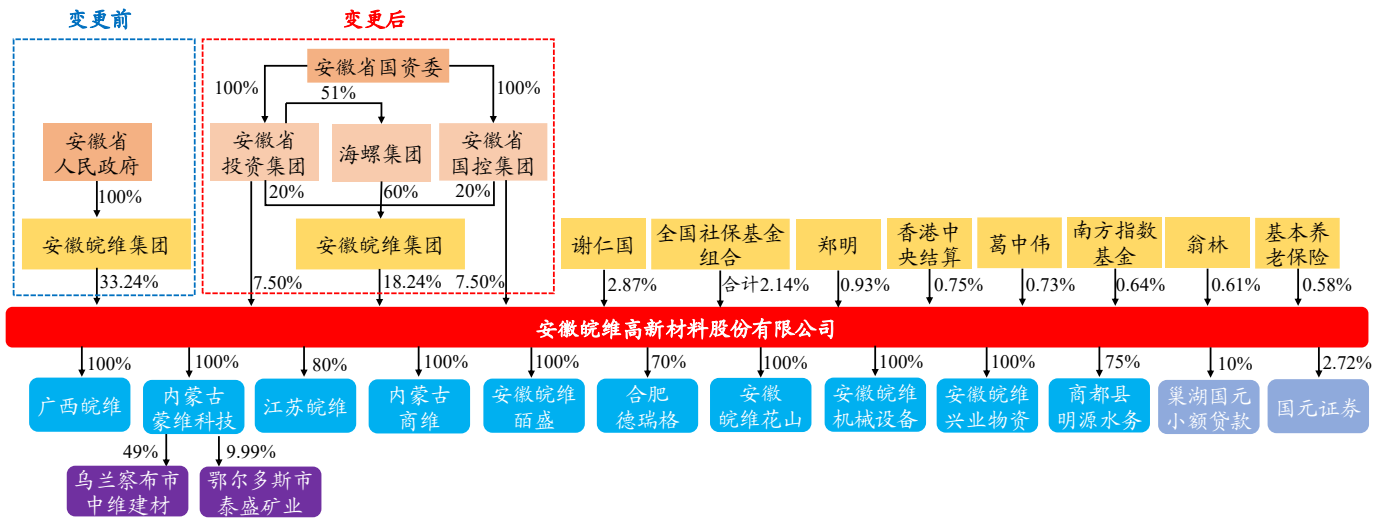
海螺集团将成为公司间接控股股东，或助力建材、新材料业务等深化协同。此前 2025 年 8 月 30 日，公司公告间接控股股东拟发生变更；2026 年 2 月 6 日，公司发布《收购报告书》，皖维集团将持有皖维高新 15% 的股份等比例分别无偿划转至安徽省投资集团、安徽省国控集团持有；上市公司股份无偿划转完成后海螺集团以现金 499,782.05 万元对皖维集团进行增资，增资完成后海螺集团持有皖维集团 60% 的股权；安徽省人民政府将持有皖维集团 40% 股权等比例分别无偿划转至省投资集团、省国控集团持有。无偿划转及增资完成后，海螺集团持有皖维集团 60% 的股权，为皖维集团控股股东，安徽省投资集团、安徽省国控集团分别持有皖维集团 20% 的股权；皖维集团持有皖维高新 18.24% 的股份，仍为上市公司控股股东，安徽省投资集团、安徽省国控集团分别持有皖维高新 7.50% 的股份，安徽省投资集团、安徽省国控集团与海螺集团构成一致行动人，因此海螺集团合计拥有上市公司 33.24% 的表决权股份，成为皖维高新闻间接控股股东，皖维高新实际控制人仍为安徽省国资委。

安徽省投资集团是安徽省委省政府确定的安徽省首家国有资本投资运营公司改革试点企业，承担保障重要基础设施建设、引领产业升级、服务创新发展战略任务。安徽省国控集团为安徽省属国有资本运营公司的改革试点单位，主要承担国有资产运营处置、国有股权管理、国有资本投融资三大战略任务。海螺集团是 1996 年 9 月 3 日经安徽省人民政府批准成立的国有大型企业，经过 30 年的跨越式发展，已成长为以水泥建材为核心主业，新能源、新材料、节能环保、现代贸易服务、数字经济等多元化产业协同发展的国际化企业集团。

皖维集团、海螺集团拟参与杉杉股份重整，杉杉股份为人造石墨负极材料+偏光片双龙头，有助于培育龙头企业、打造跨区域产业集群。2 月 9 日杉杉股份公告确定皖维集团、海螺集团和宁波金资组成的联合体中选，皖维集团和宁波金资为杉杉集团和朋泽贸易的重整投资人，如本次重整成功，杉杉股份控股股东将变更为皖维集团，实际控制人将变更为安徽省国资委。杉杉股份已构建起锂电池负极材料与偏光片双主业共同发展的战略格局，根据上海有色网（SMM）数据显示，2025 年上半年，负极公司杉杉科技在人造石墨领域表现抢眼，出货量稳居行业第一，占负极行业总出货量的 21%。根据 CINNOResearch 数据，2025 年上半年，公司在大尺寸 LCD 偏光片（包括 LCD 电视/显示器/笔记本电脑用偏光片）的出货面积份额约 34%，持续保持全球第一。

下属子公司方面，公司全资子公司主要包括广西皖维、内蒙古蒙维科技、内蒙古商维、安徽皖维丽盛、安徽皖维花山、安徽皖维机械等。其中：广西皖维主要生产 PVA、VAE 乳液、醋酸乙烯和醋酸甲酯，内蒙古蒙维科技从事 PVA、水泥/熟料业务，内蒙古商维新材料主要生产 PVA 水溶纤维，安徽皖维丽盛主要生产销售 PVB 胶片，安徽皖维花山主要从事可再分散性胶粉、环保建材业务，安徽皖维机械生产车刨铣钻设备、弧焊设备。控股子公司合肥德瑞格主要生产偏光片，同时设立控股子公司江苏皖维，将独立经营 20 万吨/年乙烯法功能性聚乙烯醇树脂项目。

图2: 股权结构: 公司实控人将变更为安徽省国资委, 控股股东为皖维集团, 海螺集团将成为公司间接控股股东



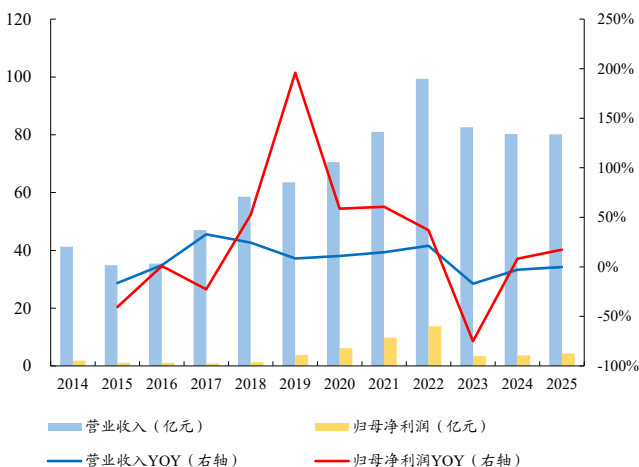
数据来源: Wind、皖维高新公告、开源证券研究所 (注: 持股比例数据截至 2025 年报, 暂不考虑 2026 年定增对持股比例影响)

1.2. 经营情况: 营收及净利润增长兼具周期和成长驱动, 新材料产品营收、毛利占比有望稳步提升

营收: 自 2014 年的 41.3 亿元增长至 2025 年的 80.1 亿元, CAGR 为 6.2%, 总体趋势向上, 受到 PVA 行业景气、新建项目投放等影响存在阶段性波动, 2015-2016 年公司营收同比下行主要是 PVA 行业产能过剩、竞争日趋激烈, 行业内大部分企业出现严重亏损。**归母净利润:** 自 2014 年的 1.8 亿元增长至 2025 年的 4.3 亿元, CAGR 为 8.3%, 其中: 2012 年亏损主要 PVA 行业需求不振、行业竞争激烈, 且子公司蒙维科技和广西皖维仍处于建设和试车阶段, 尚未发挥整体效益。2022 年归母净利润高增至 13.7 亿元, 主要是 PVA、醋酸乙烯等产品量价齐升、盈利提升。

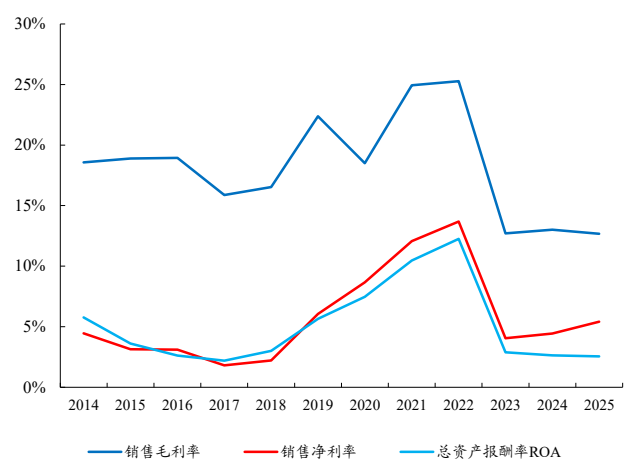
盈利能力方面, 2025 年公司销售毛利率、净利率分别为 12.7%、5.4%, 同比分别 -0.3、+1.0pcts。

图3: 2025 年, 公司归母净利润同比+17.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2025 年, 公司销售净利率同比提升

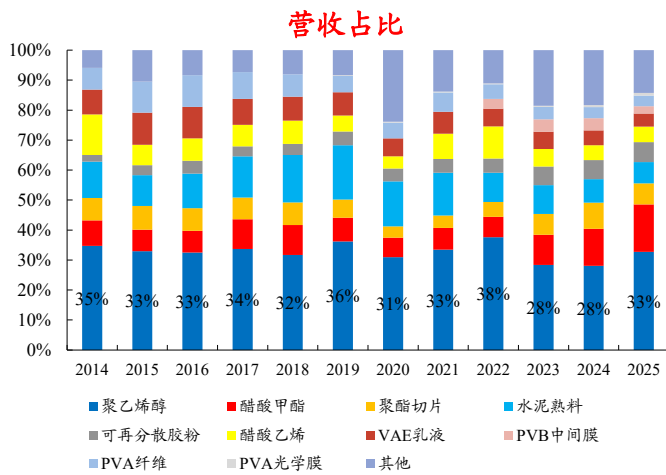


数据来源: Wind、开源证券研究所

从业务结构看，公司主营产品布局丰富，营收及毛利分布较为分散，毛利率随着产品周期波动较大，其中聚乙烯醇（PVA）营收、毛利占比维持在较高水平，2025年营收26.2亿元，同比+16.1%，营收占比33%、毛利占比52%。新材料业务可再分散胶粉、VAE乳液、PVB中间膜、PVA纤维、PVA光学膜发展稳健，2025年新材料行业营收19.2亿元，同比-8.0%，营收占比24%、毛利占比30%。

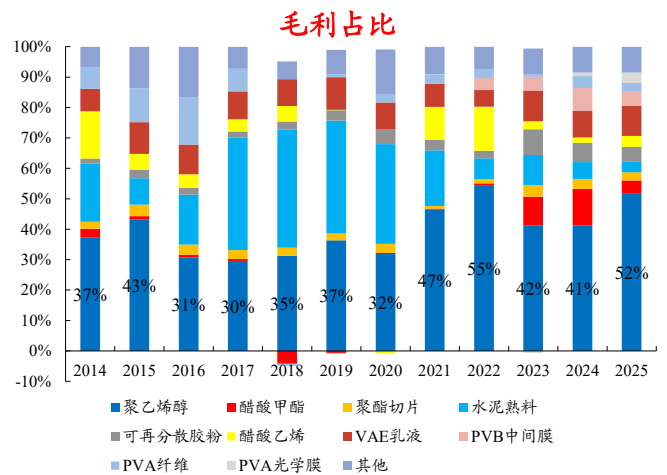
从业务区域看，公司海外营收、毛利占比维持在30%以下水平，业务毛利率一般低于国内毛利率。2025年公司海外营收21.8亿元，同比+26.1%，营收占比28%、毛利占比18%。

图5：公司 PVA 营收占比维持在较高水平



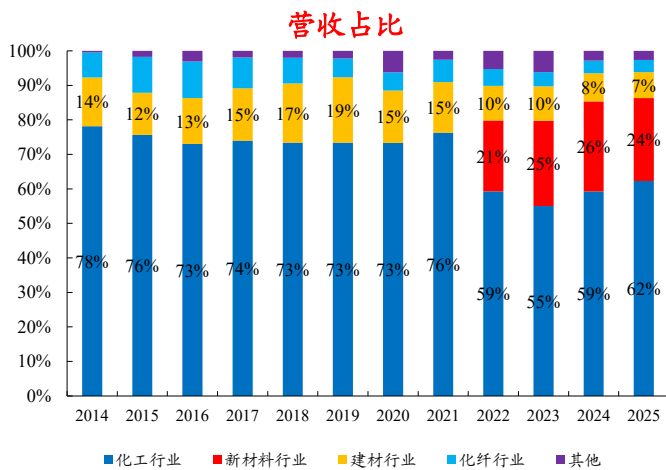
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年公司 PVA 业务毛利占比提升至 52%



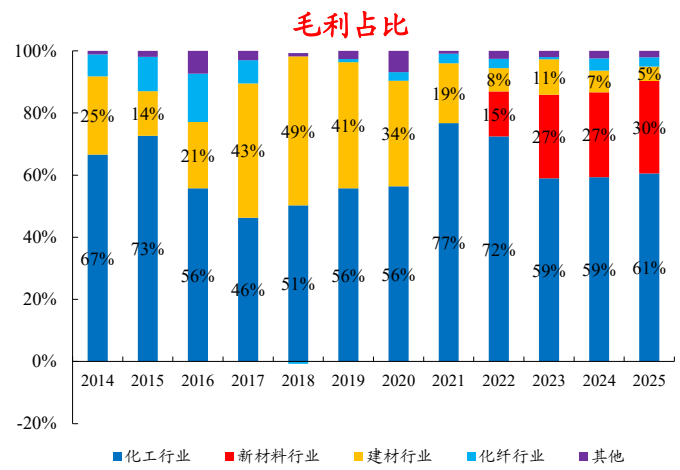
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025 年，公司新材料行业营收占比 24%

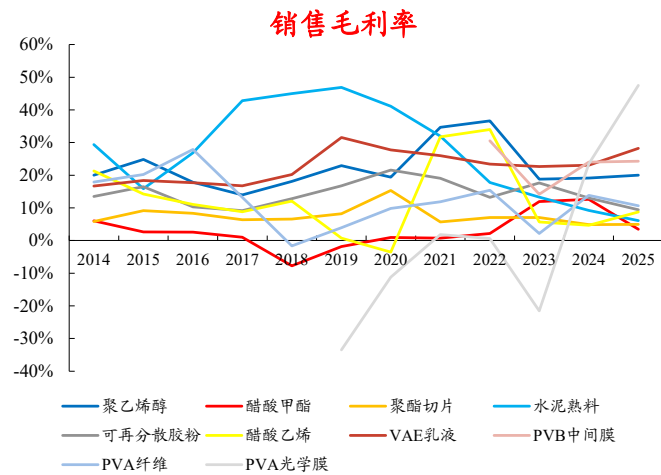


数据来源：Wind、开源证券研究所

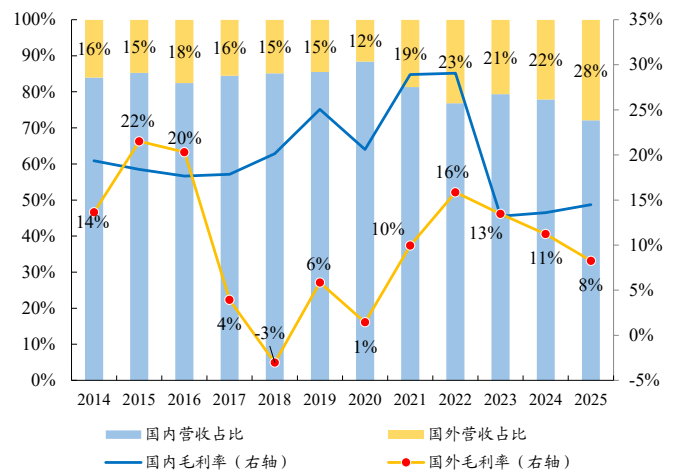
图8：2025 年，公司新材料行业毛利占比 30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司主营业务毛利率波动较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司海外营收占比较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PVA：供给集中、用途广泛，看好景气底部稳步回升

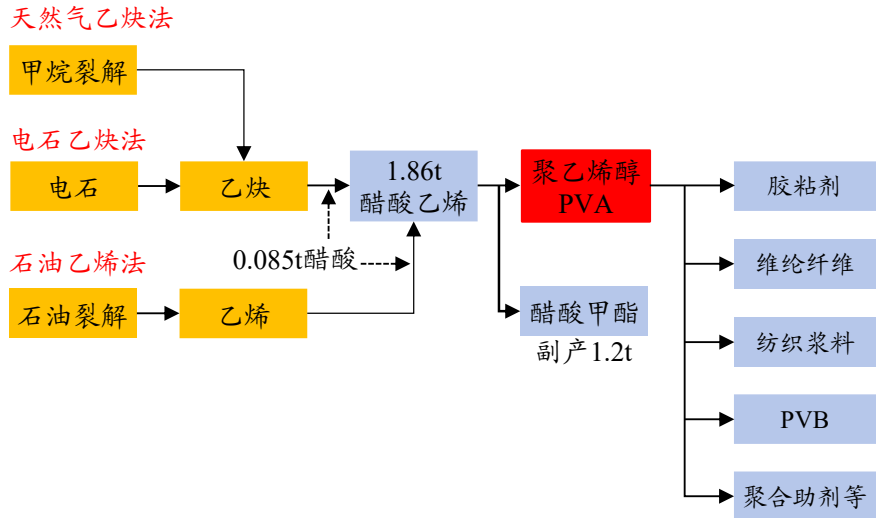
PVA 性能优良、用途广泛。聚乙烯醇（PVA）是一种高分子聚合物，通式为 $[C_2H_4O]_n$ ，其主要分类指标为聚合度和醇解度，一般分为 17-99、20-99、26-99、17-88、20-88、24-88 等，其中前 2 位表示聚合度，后 2 位表示醇解度，例如 17-99 表示聚合度 1700、醇解度 99%。

PVA 具有粘结性、成纤性、乳化稳定性、气体阻隔性、成膜性、生物降解性等优良性能，主要用于生产工业助剂、特种纤维、胶粘剂、安全玻璃夹层膜（PVB 膜）、水溶膜、光学膜等，广泛应用于精细化工、绿色建筑、造纸、纤维、汽车、可降解包装、光电、医药等行业。

2.1、供给端：全球供给高度集中，中国产能占比近 60%，新增产能主要来自皖维高新

生产工艺：PVA 生产工艺路线长、技术复杂且难度大，我国以电石乙炔法为主。 PVA 的主要生产工艺包括电石乙炔法、石油乙烯法、天然气乙炔法，各工艺路线的主要差别在于合成醋酸乙烯的方法不同，整体工艺流程包括醋酸乙烯合成、精馏、聚合、醇解和废液回收。由于能源消费结构的差异，国际上聚乙烯醇生产以石油乙烯法为主，我国以电石乙炔法为主。

图11: PVA 生产工艺包括电石乙炔法、石油乙烯法、天然气乙炔法，主要差别在于合成醋酸乙烯的方法不同



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

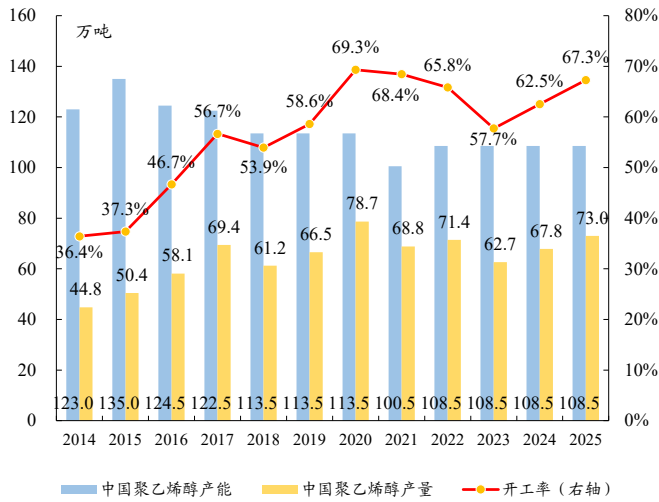
表2: PVA 生产工艺对比：国际上以石油乙烯法为主，我国以电石乙炔法为主

工艺路线	合成醋酸乙烯的方法	技术特点
电石乙炔法	由电石和水反应生成乙炔，乙炔、醋酸反应合成醋酸乙烯。	(1) 主要能源消耗为煤炭和电力，适合我国的能源结构，目前国内企业主要采用该方法。(2) 工艺较为简单，聚乙烯醇产率高。(3) 通过联产水泥熟料可实现无电石渣外排，减少环境污染。
天然气乙炔法	由天然气裂解产生乙炔，乙炔、醋酸反应合成醋酸乙烯。	由甲烷裂解制备乙炔的前段工艺较为复杂，在国际上使用较少，国内仅川维化工采用该工艺。
石油乙烯法	通过石油裂解生产乙烯，乙烯、醋酸反应合成醋酸乙烯。	(1) 国际上多使用该工艺。(2) 采用该工艺路线需与乙烯生产装置配套或依赖进口乙烯资源，乙烯价格受国际原油价格影响大。(3) 该工艺技术路线长、投资规模较高。

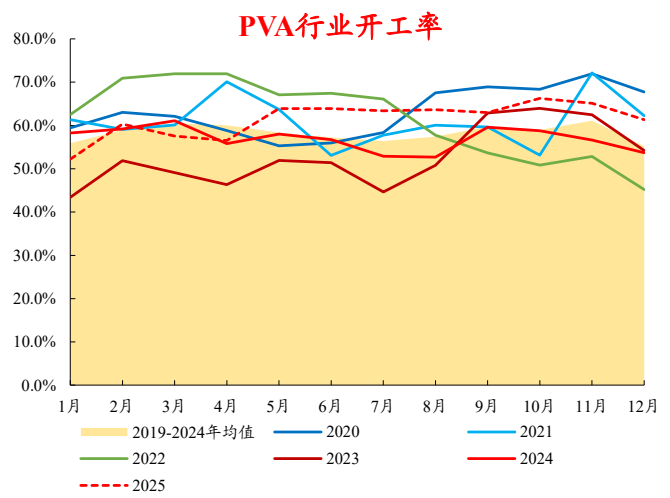
资料来源：双欣环保招股说明书、开源证券研究所

PVA 供给端：全球 PVA 产能主要集中于中国、日本、美国等，产能集中度高，新增产能主要来自皖维高新。

据卓创资讯数据，国内 PVA 行业年产能自 2015 年以来呈现下降趋势，2014-2024 年，行业产量自 44.8 万吨增长至 67.8 万吨，CAGR 达到 4.2%，行业开工率维持在 70% 以下。期间国内中西部地区凭借丰富的能源资源优势，大力发展电石乙炔法 PVA 生产，已逐步成为主要 PVA 生产地区，中东部 PVA 生产商因成本较高而陆续关停或向下游转型。2025 年，国内 PVA 产能 108.5 万吨、同比持平；产量 73.0 万吨、同比 +7.6%；行业开工率 67.3%、同比 +4.8pcts。

图12: 2022 年以来, 国内 PVA 产能维稳、产量提升


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图13: 2025 年以来, 国内 PVA 行业开工率有所提升


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

根据中国化学纤维工业协会统计, 目前全球 PVA 产能主要集中于中国、日本、美国等的 16 家企业, 产能合计 183.9 万吨/年, **(1) 分工艺看**, 石油乙烯法产能合计 96.9 万吨/年, 占比 52.7%; 电石乙炔法产能合计 66 万吨/年, 占比 35.9%。**(2) 分地区看**, 海外 10 家企业产能合计 73.8 万吨/年, 占比 40.1%; 中国 6 家企业合计产能 110.1 万吨/年, 占比 59.9%, 国外厂商包括日本可乐丽、日本积水化学、日本合成化学、美国杜邦等, 都采用石油乙烯法工艺; 中国厂商主要包括皖维高新(下属安徽皖维本部、广西皖维和内蒙古蒙维)、中石化(下属重庆川维、长城能源宁夏、上海石化)、宁夏大地、内蒙古双欣材料、长春化工(江苏)、湖南省湘维, 其中电石乙炔法路线主要集中在电石、煤炭资源丰富的内蒙古、宁夏等地区, 天然气乙炔法路线主要集中在重庆川维, 石油乙烯法路线主要集中在上海、南京等便于开展石油进口的东部地区。**(3) 产能集中度方面**, 皖维高新、中石化、日本可乐丽产能规模位居全球前三, 产能合计 87.9 万吨/年, 占比 47.8%, 全球 5 万吨/年以下产能合计 17.1 万吨/年, 占比 9.3%。**(4) 新增产能方面**, 国外企业如日本可乐丽、美国杜邦等均已不再新增传统 PVA 产能, 并逐步退出转而发展 PVA 下游新型应用材料, 国内主要是皖维高新规划在江苏盐城滨海沿海工业园建设年产 40 万吨乙烯法功能性聚乙烯醇树脂及下游产业链项目。

行业政策方面, 聚乙烯醇及其衍生产品作为新型功能性精细化工产品, 符合国家和内蒙古自治区产业政策鼓励方向。2024 年 11 月, 国家发改委更新《西部地区鼓励类产业目录(2025 年本)》, 持续将 6 万吨/年及以上聚乙烯醇等精细化工产品生产列为内蒙古自治区、陕西省和宁夏回族自治区的鼓励类产业, 但是该等装置属于中、大型石化装置, 投资资金量较大, 新进入者需要具备较强的资金实力。同时, 随着我国安全生产、环境保护以及行业能耗限额等相关行业政策的完善, 需要相关企业在节能环保、安全生产、技术研发方面进行大量初始及持续投入。

表3: PVA 供给: 全球 16 家企业合计产能 183.9 万吨/年, 前三大企业产能占比 47.8%, 中国产能占比 59.9%

地区	序号	企业名称	产能 (万吨)	工艺路线	备注
海外	1	日本可乐丽	25.8	乙烯法	日本冈山 9.6 万吨, 日本柏崎 2.8 万吨, 德国法兰克福赫斯特 9.4 万吨, 美国得克萨斯 4.0 万吨
	2	日本积水化学	15	乙烯法	西班牙 Tarragona 4.0 万吨, 美国塞拉尼斯 10 万吨 (其中 Calvert 5.5 万吨, Pasadena 4.5 万吨), 日本本土 1 万吨
	3	日本合成化学	7	乙烯法	被日本三菱化学收购。
	4	日本尤尼吉卡 (JVP)	7	乙烯法	
	5	美国杜邦	6.5	乙烯法	
	6	KAP (新加坡)	4	乙烯法	日本可乐丽与日本合成化学合资公司
	7	日本 DK (DSPoval)	3	乙烯法	日本电气合成与日本积水化学合资公司
	8	美国首诺	2.8	乙烯法	欧洲 1.6 万吨, 本土 1.2 万吨, 2012 年被伊士曼化学品公司收购。
	9	德国瓦克	1.5	乙烯法	
	10	英国辛塞默	1.2	乙烯法	
中国	11	皖维高新	6.5 (安徽)	石油乙烯法	运行
			5 (广西)	生物乙烯法	运行
			20 (内蒙古)	电石乙炔法	运行
		小计	31.5		
	12	中国石化重庆川维	16	天然气乙炔法	运行
		中国石化长城能源	10	电石乙炔法	运行
		上海石化化工事业部	4.6	石油乙烯法	部分运行
		小计	30.6		
	13	宁夏大地	13	电石乙炔法	运行
	14	内蒙古双欣材料	13	电石乙炔法	运行
15	长春化工 (江苏)	12	石油乙烯法	运行	
16	湖南省湘维有限公司	10	电石乙炔法	部分运行	
全球总计			183.9		
(1) 按地区	中国产能小计		110.1		
	中国产能占比		59.9%		
	海外产能小计		73.8		
	海外产能占比		40.1%		
产能分析	(2) 按工艺	石油乙烯法产能小计		96.9	其中海外 73.8 万吨/年, 占到 76%。
		石油乙烯法产能占比		52.7%	
		电石乙炔法产能小计		66	产能集中在国内
		电石乙炔法产能占比		35.9%	
	天然气乙炔法产能小计		16		
	天然气乙炔法产能占比		8.7%		
	生物乙烯法产能小计		5		
	生物乙烯法产能占比		2.7%		
(3) 产能集中度	全球 CR3 产能小计		87.9		
	全球 CR3 产能占比		47.8%		
	全球 CR6 产能小计		128.9		

地区	序号	企业名称	产能 (万吨)	工艺路线	备注
		全球 CR6 产能占比	70.1%		
		5 万吨以下产能小计	17.1		
		5 万吨以下产能占比	9.3%		

资料来源：中国化学纤维工业协会、皖维高新 2025 年报、开源证券研究所

2.2、需求端：国内新兴需求占比提升，高端产品国产替代需求提速

聚合助剂、织物浆料和黏合剂是 PVA 的主要下游消费市场。PVA 除作合成维纶纤维的原料之外，主要应用在粘合剂、纺织浆料、造纸等方面，随着新技术、新工艺、新用途的应用和发掘，在薄膜、土壤改良剂、食品包装、建材、医药、制革、造纸、电子、环保等行业也有广泛的应用前景。根据皖维高新 2025 年报，聚乙烯醇（PVA）全球消费结构为：聚合助剂约占 24%，聚乙烯醇缩丁醛（PVB）约占 15%，黏合剂约占 14%，纺织浆料约占 14%，纸张浆料和涂层约占 10%，其他 23%。中国消费结构为：聚合助剂约占 38%，织物浆料约占 20%，黏合剂约占 12%，造纸浆料和涂层约占 8%，其他 22%。聚合助剂、织物浆料和黏合剂是聚乙烯醇的主要下游消费市场。

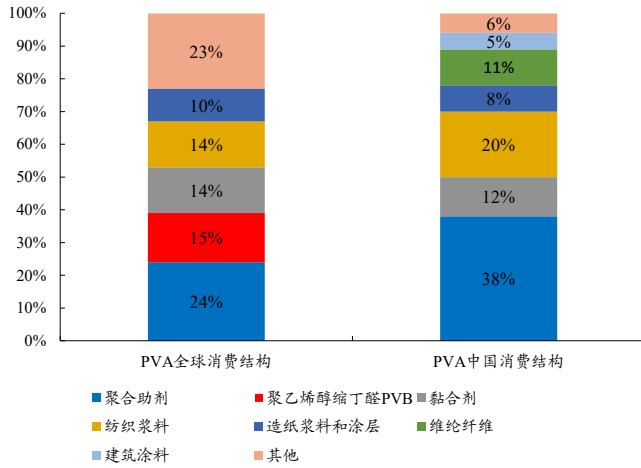
2.2.1、国内 PVA 新兴领域需求占比有所提升，高端产品仍存在进口依赖，欧盟反倾销到期或助力欧盟出口量恢复

国内 PVA 表观消费量稳增，新兴领域需求占比有所提升。据卓创资讯数据，2014-2024 年，国内 PVA 行业表观消费量自 40.4 万吨增长至 50.5 万吨，CAGR 达到 2.3%；2025 年表观消费量 53.8 万吨，同比+6.5%。从需求分布看，2025 年浆料、胶黏剂、PVB、维纶纤维、聚合助剂、膜应用的需求占比分别为 27%、23%、16%、14%、9%、4%，新兴精细化领域需求占比有所提升，但需求量增加有限，对质量要求较高。

我国是 PVA 净出口国，高端产品仍存在进口依赖。据海关总署数据，2015 年以来，国内初级形状的聚乙烯醇（39053000）出口数量保持增长趋势，出口是带动国内 PVA 需求增长的主要因素，出口牌号侧重 88# 系列，2025 年出口量 23.0 万吨，同比+9.5%，我们测算出口均价 1,680 美元/吨；进口量 3.8 万吨，同比+3.2%，我们测算进口均价 2,928 美元/吨，进口均价高于出口均价表明国内高端产品仍存在进口依赖，从贸易伙伴看，主要进口自日本、新加坡等，出口地区相对分散，主要出口至印度、韩国、土耳其、荷兰、马来西亚等。

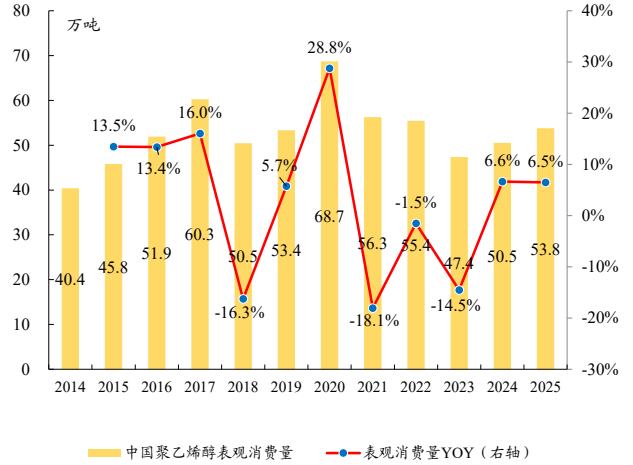
进出口差异主要是因为我国主要采用电石乙炔法生产 PVA(国内 PVA 产能 110.1 万吨/年，其中电石乙炔法 PVA 产能 66 万吨/年，占比 60%)，所以国内市场的主流产品是中等聚合度、高醇解度的普通 PVA 产品，大约占市场总需求的 80%，低醇解度、高黏度的特种 PVA 占 20%，而缺乏性能更优、价值更高的“两高”（高聚合度、高醇解度）和“两低”（低聚合度、低醇解度）产品。因为这两类产品具有较高技术壁垒，对聚乙烯醇原料质量要求较高，电石乙炔法制备的产品难以满足质量要求，竞争力相较国际巨头仍差距较大，这是我国 PVA 保持一定进口量的主要原因。

图14: PVA 下游主要用于聚合助剂、织物浆料、黏合剂



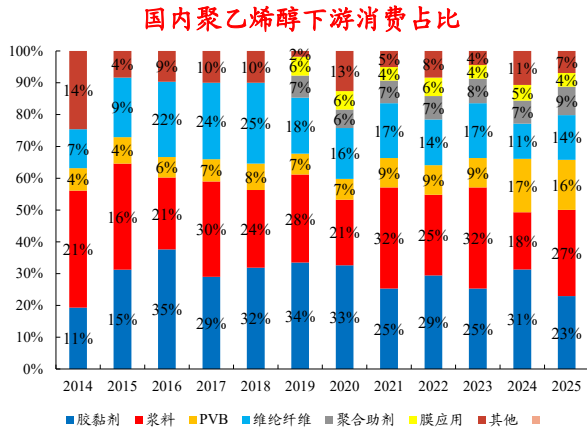
数据来源: 皖维高新 2024 年报、开源证券研究所

图15: 2025 年, 国内 PVA 表观消费量同比+6.5%



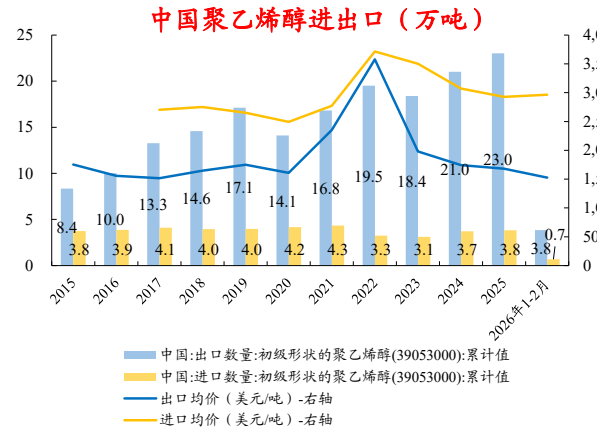
数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图16: 国内 PVA 下游 PVB、膜应用等新兴需求占比提升



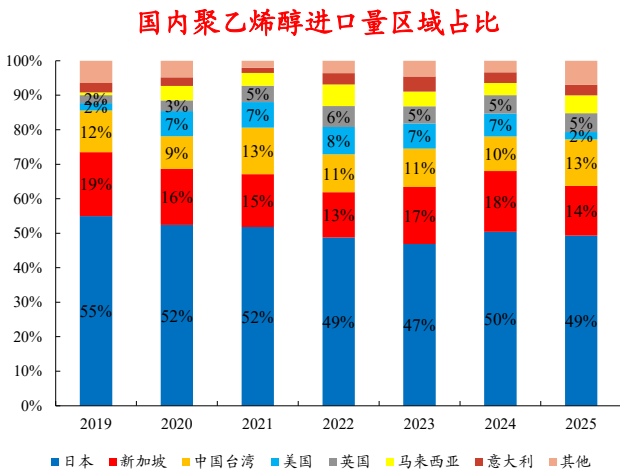
数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图17: 2015 年以来, 国内 PVA 出口量保持增长趋势



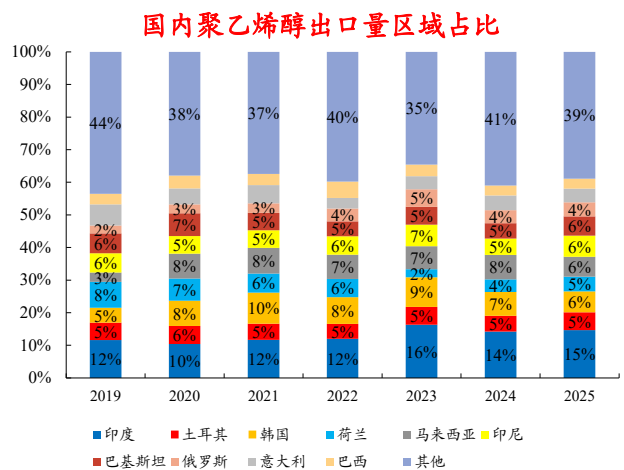
数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图18: 国内 PVA 主要进口自日本、新加坡等



数据来源: 海关总署、百川盈孚、开源证券研究所

图19: 国内 PVA 主要出口至印度、韩国、马来西亚等



数据来源: 海关总署、百川盈孚、开源证券研究所

欧盟反倾销到期迎来日落复审，国内 PVA 出口欧盟有望恢复。应可丽丽欧洲子公司申请，欧盟于 2019 年 7 月 30 日对原产于中国的聚乙烯醇发起反倾销调查；2020 年 9 月 29 日作出反倾销肯定性终裁，最终税率为 17.3%-72.9% 不等，相应措施于 2025 年 9 月 30 日到期。2025 年 9 月 25 日，欧盟委员会发布公告，应可丽丽欧洲子公司申请，对原产于中国的聚乙烯醇发起第一次反倾销日落复审调查，审查若取消现行反倾销措施，涉案产品的倾销对欧盟国内产业构成的损害是否将继续或再度发生。本次日落复审调查期为 2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日，产业损害调查期为 2022 年 1 月 1 日至调查期结束。据海关总署数据，2019 年我国对欧盟 PVA 出口量为 5.98 万吨，占当期出口量的比例为 34.9%，2020 年以来对欧盟出口量及占比总体呈现下滑趋势，2025 年出口量为 3.32 万吨，占比为 14.4%。

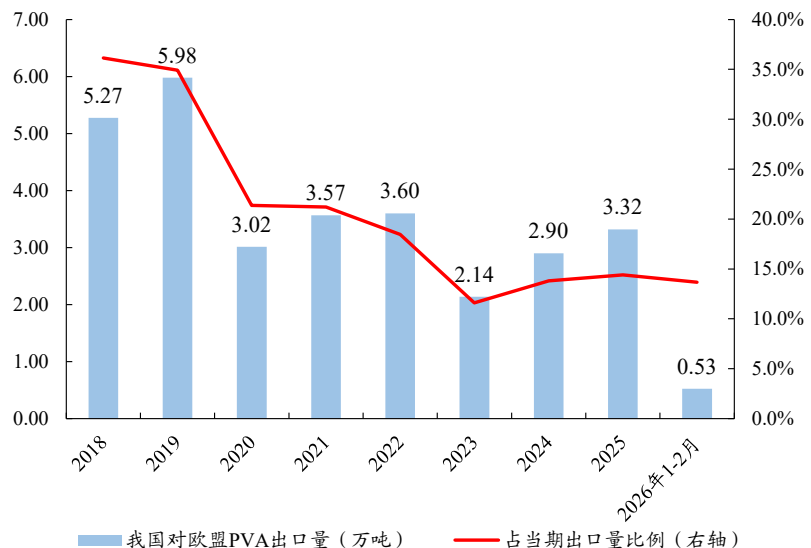
我们认为，海外企业逐步退出传统 PVA 产能转而发展 PVA 下游新型应用材料，其对原材料进口诉求有所提升，或助力相关反倾销税率有望下降甚至取消，国内 PVA 出口欧盟有望恢复。按照 2025 年国内 PVA 出口总量 23 万吨、2019 年出口占比 34.9% 计算，至欧盟出口量有望达到 8.0 万吨，相较 2024 年增加 5.1 万吨，考虑 2015-2025 年 PVA 出口量 CAGR 高达 10.7%，远期国内 PVA 对欧盟的出口量仍有增长空间。

表4: 欧盟对原产于中国的聚乙烯醇进行反倾销调查，最终税率为 17.3%-72.9% 不等

企业	反倾销税率
双欣集团	72.90%
中石化集团	17.30%
皖维集团	55.70%
其他合作企业	57.90%
其他中国企业	72.90%

数据来源：欧盟委员会官网、开源证券研究所

图20: 2020 年以来，我国 PVA 对欧盟出口量及占比总体呈现下滑趋势



数据来源：海关总署、百川盈孚、开源证券研究所

2.2.2、PVA 光学膜、PVB 胶片、PVA 特种纤维等高端产品国产替代需求提速

高端产品的国产替代、国际市场的开拓已成为国内 PVA 企业未来发展的必然趋

势。从 PVA 产业发展经验来看，PVA 行业的转型升级主要体现为产品性能提升带动下游应用领域的拓展。随着汽车、建筑、光电、绿色包装及医药领域的需求快速增长，PVA 光学膜、PVA 水溶膜、PVB 膜等新产品具有很大的市场潜力。

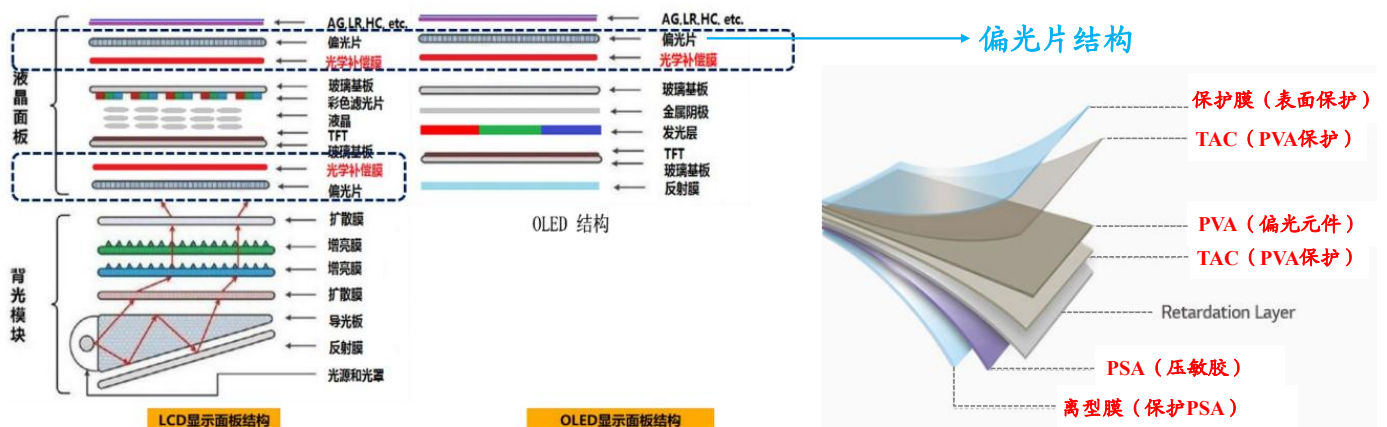
（一）PVA 光学膜：空间大、壁垒高，日韩企业垄断全球市场

偏光片是显示面板的关键原材料之一，偏光片中起偏振作用的核心膜材是 PVA 膜。偏光片全称是偏振光片，主要作用是使不具偏极性的自然光变成产生偏极化，转变成偏极光，加上液晶分子扭转特性，达到控制光线的通过与否，从而提高透光率和视角范围，使屏幕显示出图像。偏光片主要应用为面板行业，终端广泛应用于电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机、商用显示、车载显示等领域。

依据面板类型不同，偏光片主要分为 TFT-LCD 系列偏光片和黑白系列偏光片（TN 型、STN 型、OLED 型）两大类。TFT-LCD 系列偏光片主要应用于彩色 TFT 液晶显示屏，黑白系列偏光片主要应用于单色及假彩色液晶显示屏，两者的主要区别在于对偏光片性能的要求不同。TFT-LCD 对偏光片的要求较高；TN 型、STN 型液晶显示面板性能较差、应用领域窄，市场规模不大；OLED 大尺寸面板全球需求和产能较小，还未大规模应用。目前全球偏光片市场主要以 TFT-LCD 面板用偏光片为主，LCD 面板中含有 2 片偏光片，实现起偏和检偏作用；而 OLED 中含有 1 片偏光片，用于减少环境自然光对显示质量的影响，且 OLED 用偏光片技术难度更大、附加值更高。

偏光片由多层膜复合而成，基本结构包括：最中间的 PVA（聚乙烯醇）、两层 PVA 保护膜（三醋酸纤维素 TAC）、PSA（压敏胶）、离型膜和保护膜。其中，核心膜材 PVA 膜负责偏振作用，是偏振光片的核心部分，决定了偏光片的偏光性能、透过率及色调等关键参数，而 TAC 膜则起到对延伸的 PVA 膜的支撑和保护作用。

图21: LCD 面板和 OLED 面板结构分别包含 2 张、1 张偏光片，偏光片中起偏振作用的核心膜材是 PVA 膜



资料来源：龙华薄膜招股书、三利谱公告、开源证券研究所

PVA 光学膜需求：应用端大型化趋势叠加全球显示面板产能扩充，偏光片及 PVA 膜需求有望保持稳定增长。

目前 OLED 处于成长期和快速发展阶段，整个行业将保持稳定需求增长模式；

LCD 行业整体处于成熟稳定发展阶段，行业增速趋于平稳。根据 Omdia 统计及预测，2024 年 TFT-LCD 出货总面积为 2.46 亿平方米，2030 年预计将达到 2.87 亿平方米，年均复合增长率为 2.61%；2024 年 AMOLED 出货总面积为 1,770 万平方米，2030 年预计将达到 2788 万平方米，年均复合增长率达 7.86%。**Omdia 发布的《显示光学膜追踪报告》预计，2024 年全球偏光片需求将达到 5.94 亿平方米，到 2027 年将增至 6.82 亿平方米，复合年增长率（CAGR）为 3.4%。**

据 Omdia 统计数据，以大尺寸为显著特征的 LCD 电视和公共显示需求的增长将成为未来 TFT-LCD 显示器件需求增长的主要驱动力，目前 AMOLED 技术渗透率较高的应用领域主要为尺寸较小的高端智能手机，并开始向中尺寸高端 IT 产品渗透。基于大尺寸 LCD 对偏光片采用面积的增加以及 AMOLED 对偏光片平均采用量的减少，我们预计未来全球偏光片及 PVA 膜整体市场将保持相对稳定的增长态势。

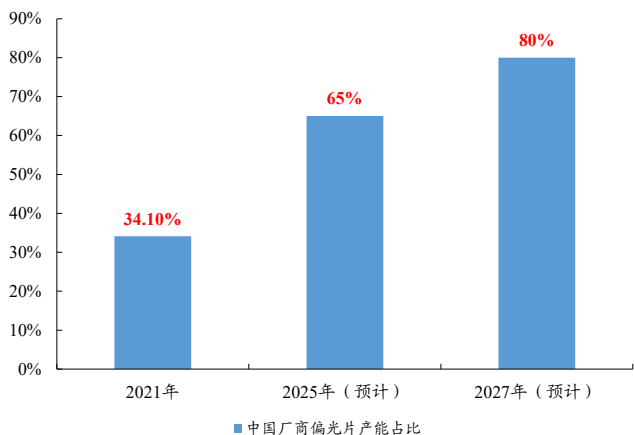
PVA 光学膜供给：面板及偏光片产能向国内转移，带动上游 PVA 光学膜国产化需求提速。

偏光膜的整个加工过程特点可总结为多加工步骤、多加工参数、多步反应机理的复杂物理过程。2021 年之前，偏光片的产能主要分布在日本和韩国，2021 年 2 月，杉杉股份成功完成对 LG 化学 LCD 偏光片业务收购的大陆资产交割，成立杉金光电。根据 Omdia 和力特光电数据，2021 年，日本住友、杉金光电和日本日东电工位居全球 LCD 偏光片产能前三位，分别占据 22.1%、17.7%和 17.5%的市场份额，同时中国大陆厂商 LCD 偏光片产能合计占比约在 34.1%。

全球面板显示产业向中国大陆转移，国内头部企业积极扩张及战略并购，我国偏光片产业迎来快速发展阶段。2024 年 9 月，恒美光电收购韩国 SDI 的偏光片资产，2024 年 12 月，三利谱公告参股公司子公司拟收购日本住友的部分偏光片资产；2024 年末，杉杉股份收购 LG 化学在中国大陆、韩国及越南的 SP 业务及相关资产的交易完成交割（SP 业务是指用于 OLED 显示屏的特殊偏光片产品，车用 LCD 业务中及可在苹果公司或其关联方的产品上或供之使用的 LCD 偏光片产品），加快推进从 LCD 偏光片到 LCD+OLED 偏光片的突破，根据 CINNOResearch 数据，2025 年上半年，杉杉股份在大尺寸 LCD 偏光片（包括 LCD 电视/显示器/笔记本电脑用偏光片）的出货面积份额约 34%，持续保持全球第一。**Omdia 预测显示，2025 年中国偏光片厂商产能占据全球偏光片总产能的 65%，预计到 2027 年这一比例将接近 80%。**

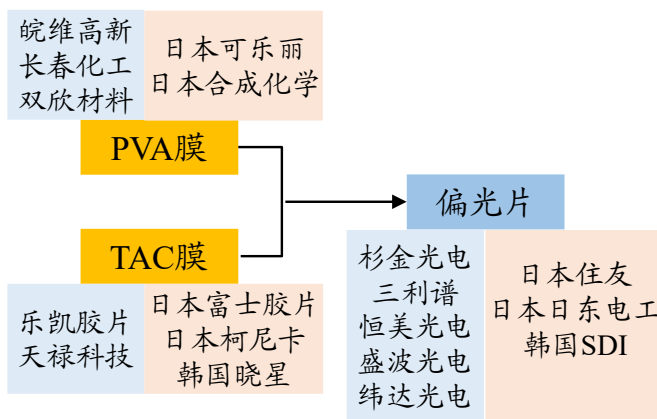
PVA 膜、TAC 膜的主要供应商为日韩企业，皖维高新 PVA 光学膜有望打破垄断。目前 TFT 型偏光片用 TAC 膜供应商主要为日本富士胶片、日本柯尼卡、韩国晓星等，其中富士胶片和柯尼卡约占全球市场的 75%。PVA 光学膜全球市场主要被日本的可乐丽和合成化学两家企业垄断，其中可乐丽约占全球产能的 80%，并垄断了膜用 PVA 原料市场，剩下的 20%几乎被日本合成化学掌握。**国内仅有皖维高新、中国台湾长春、双欣材料生产，市场占有率较低，全球再无其它生产企业。**2025 年 6 月 25 日，日本可乐丽宣布将投资扩建其爱媛县西条工厂的光学用 PVA 薄膜生产线，以应对大尺寸显示面板的市场需求，新生产线预计 2027 年底投产，届时将新增 3800 万平方米年产能，现有 2.96 亿平方米年产能将提升至 3.34 亿平方米。

图22: 预计 2025 年中国厂商偏光片产能全球占比 65%



数据来源: Omdia、力特光电、开源证券研究所

图23: PVA 膜、TAC 膜的主要供应商为日韩企业

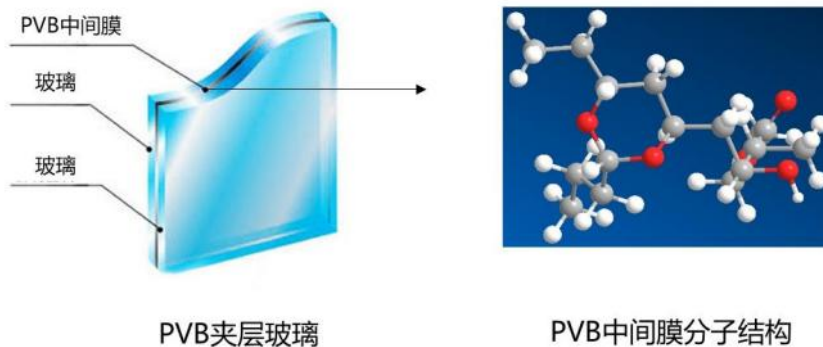


资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

(二) PVB: PVB 中间膜在汽车、建筑、光伏领域应用前景广泛

PVB 即聚乙烯醇缩丁醛，由 PVA 与丁醛在酸催化下缩合的产物。PVB 分为高黏型（膜级）和低黏型（非膜级）树脂，其中，膜级 PVB 经增塑剂塑化后挤压成型制成 PVB 膜（或称 PVB 膜片、PVB 胶片），主要用于制造汽车及建筑用夹层安全玻璃，PVB 夹层玻璃通常由三层组成，是在两块玻璃之间夹上一层 PVB 中间膜（PVB 中间膜厚度主要为 0.38mm、0.76mm、1.14mm 和 1.52mm 等），经高温高压粘结而成的特殊玻璃，具有抗碰撞能力强、韧性高、透明度可控、隔音隔热和吸收紫外线等多项优异的机械力学性能、光学性能。粘合剂级 PVB 主要作为各类胶黏剂应用于油墨和电子陶瓷领域。据皖维高新公告数据，约 79% 的 PVB 树脂用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃，14% 用在太阳能光伏组件封装膜等，其余的 7% 应用于油漆、胶水、染料等材料中。

图24: PVB 夹层玻璃通常由三层组成，是在两块玻璃之间夹上一层 PVB 中间膜



资料来源: 浙江德斯泰招股说明书

图25: PVB 中间膜广泛应用于汽车、建筑和光伏等领域

汽车级PVB中间膜	建筑级PVB中间膜	光伏级PVB中间膜
		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 应用于汽车玻璃 ■ 安全可靠，机械力学性能优异 ■ 防紫外线，避免车内饰品老化 ■ 隔音效果，阻隔发动机、路面噪声干扰 ■ 隔热效果，减少空调使用时间，降低能耗 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 应用于建筑幕墙 ■ 安全可靠，能够替代常规建筑材料 ■ 透光率高，提升视野范围 ■ 防紫外线，避免建筑内物品老化 ■ 隔音效果，阻隔噪声干扰 ■ 隔热效果，减少空调使用时间，降低能耗 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 应用于光伏双玻组件 ■ 透光率高，提升组件发电效率 ■ 耐老化性能优异，增加组件使用寿命，提升发电量 ■ 防水效果好，避免封装材料渗水

资料来源：浙江德斯泰招股说明书

(1) 汽车级 PVB 中间膜：全球汽车工业稳定发展，单车玻璃用量的提升以及其功能性需求的增多为汽车级 PVB 中间膜行业提供广阔发展空间。汽车玻璃的需求主要来源于两大部分，一部分是 OEM 市场，主要是给当年新车配套，这个市场占据汽车玻璃消费的绝大部分，受下游汽车市场需求影响较大，呈周期性；另一部分是 AM 市场，主要是售后维修，主要由保有量和替换量决定，周期性波动不大。20 世纪 50 年代以来，单车玻璃平均用量从 2.2 平方米提升至 3.9-4.5 平方米，提高了近一倍。除汽车前挡风玻璃有国家强制规定使用夹层玻璃外，根据福耀集团官方网站，门玻璃、前挡风玻璃、后挡风玻璃、天窗均可以选配隔音等功能性玻璃，其功能性主要通过 PVB 中间膜来实现。此外，全景天幕的加速渗透使得单车夹层玻璃用量不断加大，普通天窗的平均面积约为 0.45 平方米（小天窗的面积一般为 0.2 平方米，传统全景天窗的面积约为 0.7 平方米，平均面积约为 0.45 平方米），而全景天幕的面积约为 1.5 平方米左右，因此单车玻璃用量的提升以及其功能性需求的增多同步增加了对 PVB 中间膜的需求。

图26: 单车玻璃用量提升及功能性需求增多都增加了对 PVB 中间膜的需求

			
超薄	氛围灯	隔热	加热
			
太阳能	调光	憎水	

资料来源：福耀集团官网

针对汽车级 PVB 中间膜需求，我们测算得到 2025 年中国新车配套市场、售后维修市场对 PVB 中间膜的需求量分别为 3.55、1.87 万吨，合计为 5.42 万吨。

汽车产量、保有量：据国家统计局及公安部数据，2021 年-2024 年，随着宏观经济增速恢复、新能源汽车迅速发展及国家陆续出台汽车消费刺激政策的影响，我国汽车产销量止跌回升，并连续 4 年保持增长态势，2025 年中国汽车产量 3,478 万辆、保有量 3.66 亿辆（按 14 亿人口计算，平均每千人汽车拥有量约 252 辆，远低于欧美日等国家和地区），假设保有汽车按每年 8% 更换玻璃（包括前挡、后挡），考虑前挡损坏率高于后挡，假设 5% 前挡玻璃更换率，对应 2025 年需要替换前挡玻璃的汽车量为 1,830 万辆。

PVB 中间膜单耗：仅考虑前挡玻璃使用 PVB 夹层玻璃，每辆车 PVB 中间膜的需求量按前挡玻璃面积 1.26 平方米、每平方米需要 PVB 中间膜 0.81 千克（汽车级 PVB 中间膜常规厚度 0.76mm、密度 1.069g/cm³）计算。

根据国际汽车制造商协会（OICA），2024 年全球汽车产量 9,250 万辆（其中中国汽车产量 3,128 万辆，全球占比为 33.82%，连续十余年位居全球第一），对应全球新车配套市场对 PVB 中间膜需求量在 9.44 万吨。随着汽车行业朝着环保、节能、安静、智能、集成等多方向发展以及汽车保有量的稳定增长，我们预计我国汽车刚性消费需求仍将保持，单车夹层玻璃用量增长及功能性需求增多，汽车级 PVB 中间膜仍有广阔的市场空间。

表5：我们测算得到 2025 年中国新车配套市场、售后维修市场对 PVB 中间膜的需求量分别为 3.55、1.87 万吨

项目	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
中国汽车保有量（万辆）	21,743	24,028	26,000	28,100	30,200	31,900	33,600	35,300	36,600
前挡替换汽车量 （万辆，假设 5% 前挡玻璃替换率）	1,087	1,201	1,300	1,405	1,510	1,595	1,680	1,765	1,830
PVB 中间膜需求量（万吨）	1.11	1.23	1.33	1.43	1.54	1.63	1.71	1.80	1.87
中国汽车产量	2,994	2,797	2,553	2,463	2,653	2,748	3,011	3,156	3,478
PVB 中间膜需求量（万吨）	3.06	2.85	2.61	2.51	2.71	2.80	3.07	3.22	3.55
前挡玻璃面积（平方米/辆）	1.26								
PVB 中间膜单耗（千克/平方米）	0.81								
合计：PVB 中间膜需求量（万吨）	4.17	4.08	3.93	3.95	4.25	4.43	4.79	5.02	5.42
yoy		-2.0%	-3.6%	0.4%	7.6%	4.3%	8.0%	4.9%	7.9%

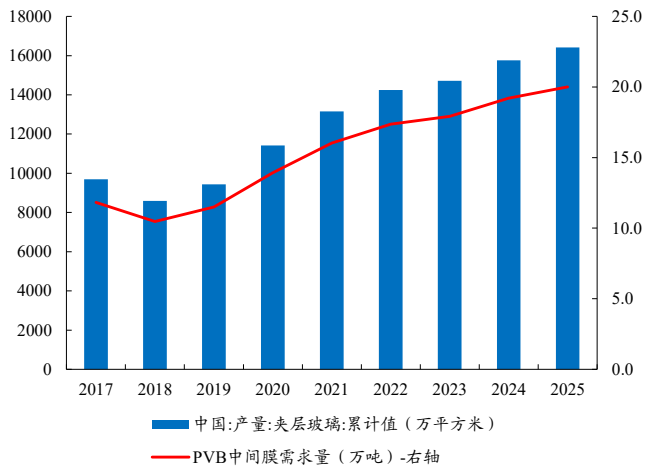
数据来源：国家统计局、公安部、皖维高新公告、开源证券研究所

（2）建筑级 PVB 中间膜：建筑夹层玻璃主要应用于建筑幕墙中的玻璃幕墙，伴随我国建筑行业逐渐向安全、节能、环保、健康等方向的发展趋势，PVB 中间膜在建筑行业的市场需求将逐步释放。据国家统计局统计，2025 年我国夹层玻璃产量已达到 1.64 亿平方米，根据皖维高新公开披露的收购公告，按照每平方米夹层玻璃需要 PVB 中间膜 1.14mm（厚度）*1.069g/cm³（密度）计算，对应 PVB 中间膜的需求约 20.0 万吨，同比+4.2%。

（3）光伏级 PVB 中间膜：我国绿色、节能玻璃制品及 BIPV（光伏建筑一体化）产品的市场规模扩大，给 PVB 中间膜及其光伏组件提供了市场机遇。光伏级 PVB 中间膜主要应用于双玻光伏组件的封装，目前市场光伏封装胶膜以 EVA、POE 胶膜

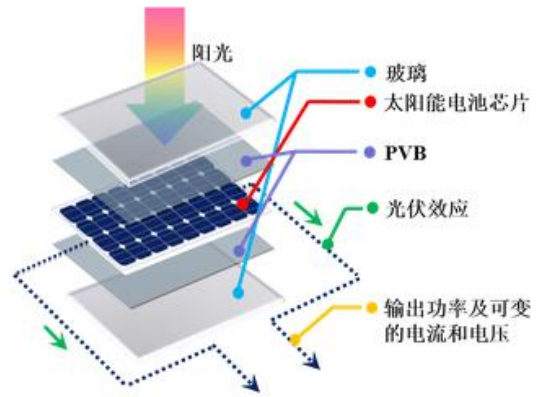
为主，PVB 中间膜因光伏级产品生产壁垒较高等问题使用比例仍较少，光伏级 PVB 中间膜具备良好的透光率、粘结性、水汽阻隔性、耐候性及耐腐蚀性等特性，且 PVB 组件的工艺特点更适用于新兴的光伏建筑一体化（BIPV）模式，随着光伏行业规模扩容、新型 BIPV 模式渗透以及 PVB 原料国产化率提升，未来光伏玻璃领域对 PVB 膜的需求有望持续放量。

图27: 2019 年以来，国内夹层玻璃产量保持增长



数据来源: 国家统计局、皖维高新公告、开源证券研究所

图28: PVB 中间膜可以应用于双玻光伏组件的封装



资料来源: 福耀集团官网

供给端: PVB 中间膜的主要原材料 PVB 树脂是决定产成品质量的关键因素。

目前 PVB 树脂的生产较为集中，主要被美国首诺、日本积水化学和日本可乐丽等公司长期垄断，且较少对外出售，导致市场中 PVB 树脂供给较少且价格较高。早期，国内企业大多采用回收 PVB 中间膜边角料加工制造 PVB 中间膜，产品的技术水平低、品质无法保证，与国际品牌相差较大。目前国内皖维高新、浙江德斯泰、东材科技、双欣材料、湖州鑫富等公司已经掌握 PVB 树脂的生产技术，是国内少数能够自行生产高质量 PVB 树脂原料的 PVB 中间膜制造企业。

表6: 国内皖维高新、浙江德斯泰、东材科技、湖州鑫富等实现自行生产 PVB 中间膜及原材料 PVB 树脂

企业简称	PVB 中间膜产能 (万吨/年)	PVB 树脂产能 (万吨/年)	产品
美国首诺		10.6	汽车级、建筑级 PVB 中间膜
日本可乐丽		8	PVB 树脂, 建筑级、光伏级、汽车级 PVB 中间膜
日本积水化学		5.7	汽车级、建筑级 PVB 中间膜
浙江德斯泰	5.5	4	PVB 树脂, 建筑级、光伏级、汽车级 PVB 中间膜
皖维高新	2.2 (在建 2 万吨)	3.8 (在建 2 万吨)	PVB 树脂, 建筑级、光伏级、汽车级 PVB 中间膜
重庆华凯塑胶	1.9	1.8	塑料 PVB
建滔 (佛冈)			建筑级、汽车级 PVB 中间膜
忠信 (清远)	1.6	1.5	光伏级 PVB 中间膜
东材科技	0.8	1	PVB 树脂, 建筑级、光伏级 PVB 中间膜
湖州鑫富 (亿帆医药子公司)	0.6	0.6	PVB 树脂、PVB 中间膜

企业简称	PVB 中间膜产能 (万吨/年)	PVB 树脂产能 (万吨/年)	产品
双欣材料	在建 1.6	1.6 (在建 1.6 万吨)	PVB 树脂、PVB 中间膜
合计	12.6	38.6	

资料来源：浙江德泰招股书、各公司公告、各公司官网等、开源证券研究所

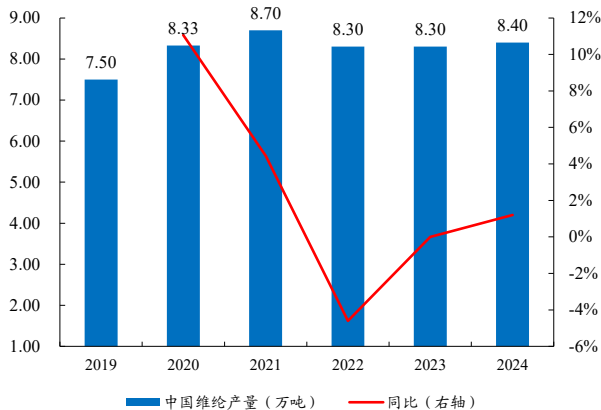
(三) PVA 特种纤维：高强高模 PVA 纤维、水溶性 PVA 纤维应用前景广阔

PVA 纤维是将聚乙烯醇溶解于水中，经干法纺丝或湿法纺丝制成的合成纤维。PVA 纤维用甲醛处理可制成聚乙烯醇缩甲醛纤维，商品名称为维纶（或维尼纶）。

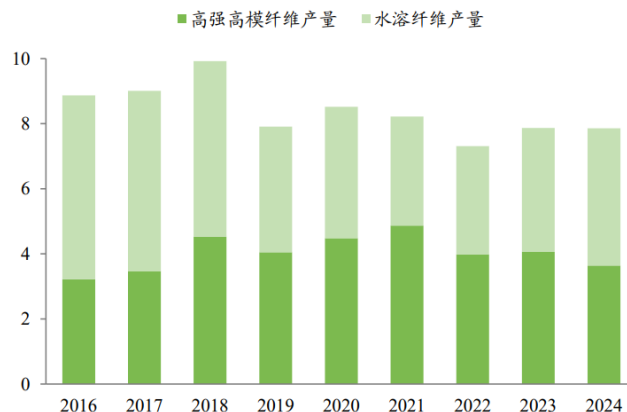
维纶在工业领域中可用于制作帆布、防水布、滤布、运输带、包装材料、医用卫生材料、土工布、渔网和缆绳等，亦可与棉混纺，制作各种衣料和室内用品或生产针织品。20 世纪 70 年代以前，维纶是我国重要的纺织原料，解决了人民群众的穿衣问题。近年来，随着制造工艺和技术的不断发展，PVA 纤维行业中特种纤维产品的占比不断提升，应用领域也日渐丰富。目前我国特种纤维中产量较大的主要为**高强高模 PVA 纤维和水溶性 PVA 纤维**。其中，高强高模 PVA 纤维根据切断长短可分为高强高模聚乙烯醇 PVA 长丝、高强高模聚乙烯醇 PVA 短纤及高强高模聚乙烯醇 PVA 超短纤，其用途各不相同，具有强度和杨氏模量高、伸度低、耐酸碱性、抗溶剂性等特点，与水泥、石膏等基材有良好的亲和力和结合性，且无毒、无污染、对人体无害，是一种具有广阔前景的绿色建材；水溶性 PVA 纤维是一种功能性差别化纤维，具有理想的水溶温度、强度和伸度，有良好的耐酸、耐碱、耐干热性能，且溶于水后无味、无毒，是优良的绿色环保产品。

根据中国化学纤维工业协会统计，**2024 年我国高强高模 PVA 纤维实际产量为 3.64 万吨**。下游应用领域中，除少量阻燃纤维用于公安、武警、海军等特种服饰领域外，高强高模 PVA 纤维主要用于替代石棉添加于水泥制品中，以增强水泥的强度和防裂抗裂性能，每吨 PVA 超短纤可替代 6 吨石棉混入水泥，相关水泥制品强度可达原来的 2.5 倍，且绿色环保，被认为是石棉最理想的替代品。受成本因素影响，以高强高模 PVA 纤维替代石棉目前未能在国内广泛推广，国内生产企业主要面向出口市场。近年来国外客户对高强高模 PVA 纤维的需求格局基本稳定，主要出口市场集中在南美、欧洲、东南亚及非洲。在水溶性 PVA 纤维领域，根据中国化学纤维工业协会统计，**2024 年我国水溶性 PVA 纤维总产能 6.17 万吨，实际产量 4.22 万吨**。水溶性 PVA 纤维主要应用于水溶性非织造布和水溶纱，目前国内主要产品仍为在 90℃ 条件下溶解的水溶维纶，低温水溶维纶的需求量相对较为有限。

未来，特种纤维产品将作为 PVA 纤维行业的发展重点，如高强高模纤维、20℃ 及以下低温溶解的水溶性纤维、无熔滴或舒适型的阻燃纤维、ECC（工程用水泥基复合材料）用纤维等，其中部分产品的工业化生产技术仍有待突破。

图29：2024年中国维纶产量8.40万吨，同比+1.2%


数据来源：中国化学纤维工业协会、开源证券研究所

图30：2024年，中国高强高模PVA纤维产量3.64万吨、水溶性PVA纤维产量4.22万吨


资料来源：双欣环保招股书、中国化学纤维工业协会

（四）PVA水溶膜：具有生物可降解性能，广泛应用于环保包装、农业等领域

PVA水溶膜，是一种由PVA为主要原料制成的高分子薄膜材料，具有独特的生物可降解特性，这种膜材料根据溶解温度的不同，可分为常温水溶膜（25℃左右溶解）、中温水溶膜（65℃左右溶解）和高温水溶膜（85℃以上溶解），能满足不同应用场景的需求，其薄膜厚度通常可在15-100微米之间调整，兼具良好的透明度、柔韧性及抗静电性能。

PVA水溶膜的独特性能使其广泛应用于环保包装、农业、医疗、工业等领域。

（1）洗涤化工：应用于洗衣凝珠、洗碗机专用洗涤剂、工业清洗剂等产品的单位剂量包装。用户使用时直接将一颗凝珠投入水中，包装膜溶解，内容物释放，无需测量，方便且避免接触化学品。（2）农业种植：用于包装农药、肥料、种子等。水溶膜包装袋可直接投入水中，农药充分溶解，使用者避免了与有毒物质的直接接触，既安全又环保。此外，也可制成保水地膜，后期自然降解，无需回收。（3）纺织印染：作为纺织品临时包装、载体或隔离膜，在水洗后处理过程中自动溶解，简化了工艺流程，提高了效率。（4）食品与医药行业：可用于单位剂量的食品调味料、汤料、保健品、医院洗衣袋等包装。确保卫生的同时，提供了极大的便利性。（5）其他领域：可用于水转移印花、刺绣、电子产品临时保护等特殊工业用途。

PVA水溶膜优势显著，但其发展也面临一些挑战。例如，在高温高湿环境下的储存稳定性需要进一步改善，生产成本目前仍高于传统塑料，以及针对不同应用场景，需要更精确地调控其溶解速度、力学强度等性能。此外，高端水溶膜产品如洗衣凝珠、水转印膜等产品性能要求更高，对原料PVA的溶解性、透明性等性能具有很高的要求。我们认为，随着环保法规日趋严格和消费者环保意识的提升，PVA水溶膜的市场需求有望持续增长。

图31: PVA 水溶膜可用于洗衣凝珠等洗涤剂



资料来源: 淘宝网

图32: PVA 水溶膜可用于水转移印花、刺绣等



资料来源: 淘宝网

2.3、价格价差: 2026 年以来价格底部反弹, 供给优化叠加需求扩张, 看好 PVA 景气稳步回升

据 Wind 和百川盈孚数据, PVA 价格受成本端影响较大, 具体来看:

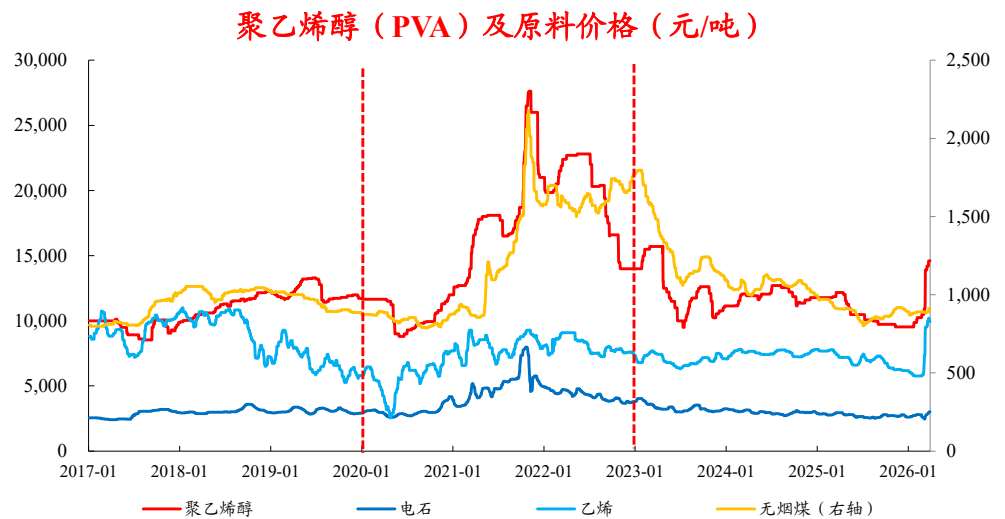
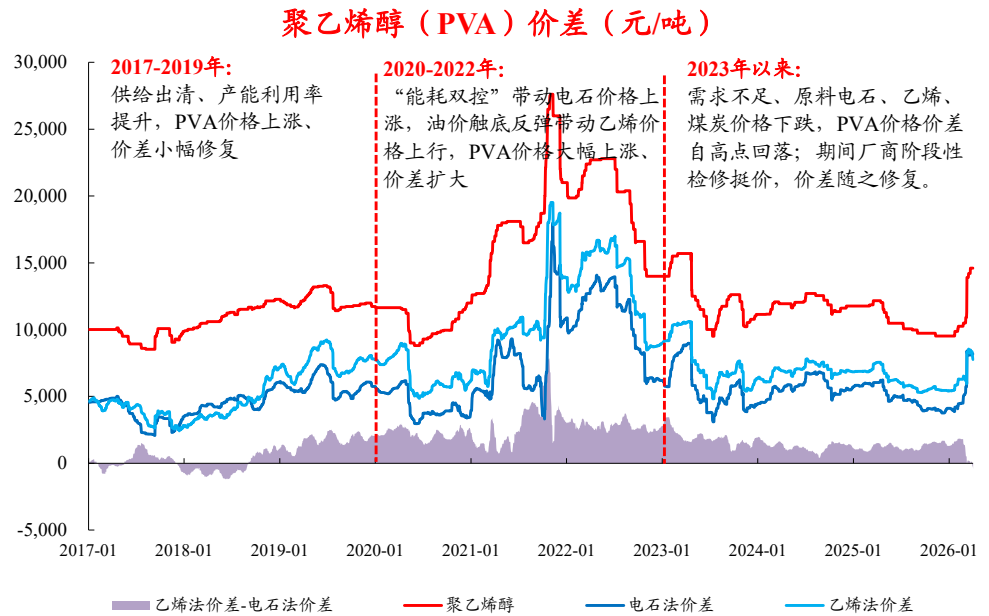
2017-2019 年, PVA 行业经过持续整合, 行业年产能自 122.5 万吨下降至 113.5 万吨, 产能利用率有所提升, 产品价格逐年上涨, 乙烯法、电石法价差均有所修复。

2020-2022 年, 国内“能耗双控”政策带动电石价格大幅上涨, 油价触底反弹带动乙烯价格上涨、产需两旺、进口依赖度稳步下降, 成本支撑下 PVA 价格持续走高, 2021 年 11 月价格上涨至历史高点 27,620 元/吨, 我们测算 2022 年 PVA 价格、电石法价差、乙烯法价差分别为 19,466、10,679、13,490 元/吨, 均达到 2017 年以来的历史高点。

2023-2025 年, 受电石、乙烯、煤炭等原材料价格下降、市场需求减弱等因素影响, PVA 价格、价差自高位震荡回落。此外, 国内电石法 PVA 厂商多配套上游电石产能, 一体化优势凸显, 产品价格受电石波动影响减弱, 加上厂商阶段性检修挺价, 产品价格、价差阶段性修复。

2026 年以来, 美以伊冲突扰动全球能化供应链, 原油、乙烯、电石等大宗原材料价格大幅上涨, PVA 价格底部反弹, 4 月 2 日, PVA 价格 14,596 元/吨, 较 2026 年初+ 53.2%, 同比+19.9%; 我们测算电石法价差、乙烯法价差分别为 8,117、7,759 元/吨, 较 2026 年初分别+98.7%、+43.4%, 同比+35.3%、+2.7%。

图33: PVA 价格复盘: 价格受乙烯、电石、煤炭等影响较大, 2026 年以来价格触底反弹、价差快速修复



数据来源: Wind、百川盈孚、开源证券研究所

表7: PVA 价格价差: 我们测算 2026 年以来电石法、乙烯法价差均同比扩大, 乙烯法价差-电石法价差同比收窄

单位: 元/吨	聚乙烯醇	醋酸乙烯	电石	乙烯	电石法价差	乙烯法价差	乙烯法价差-电石法价差
2017Y	9,516	6,547	2,783	9,213	3,648	3,883	234
2018Y	11,130	8,253	3,079	9,722	4,553	4,331	-222
2019Y	12,177	6,691	3,082	6,970	5,812	7,509	1,697
2020Y	10,570	5,794	3,045	5,782	4,356	6,566	2,209
2021Y	18,154	12,734	5,009	8,090	7,812	10,750	2,938
2022Y	19,466	12,090	4,264	8,062	10,679	13,490	2,812
2023Y	12,535	6,849	3,329	6,993	5,640	7,550	1,910
2024Y	11,884	6,098	2,982	7,534	5,679	6,935	1,255
2025Y	10,617	5,674	2,732	7,000	4,926	6,183	1,257

单位: 元/吨	聚乙烯醇	醋酸乙烯	电石	乙烯	电石法价差	乙烯法价差	乙烯法价差-电石法价差
2026Y	11,151	6,747	2,743	6,990	5,437	6,563	1,127
2025Q1	11,854	5,886	2,850	7,637	5,898	6,990	1,093
2025Q2	11,045	5,702	2,759	6,960	5,299	6,614	1,314
2025Q3	9,982	5,447	2,609	7,102	4,542	5,634	1,092
2025Q4	9,617	5,668	2,711	6,316	3,991	5,516	1,525
2026Q1	11,074	6,646	2,737	6,929	5,376	6,536	1,159
2026Q2	14,596	11,300	3,009	9,713	8,163	7,818	-345
2026-04-02	14,596	11,300	3,000	9,700	8,174	7,759	-414
历史分位	31.8%	50.6%	10.6%	84.7%	38.4%	31.2%	8.7%
较 2026 年初	53.2%	89.9%	15.2%	57.4%	98.7%	43.4%	-132.0%
同比	19.9%	89.9%	1.7%	34.8%	35.3%	2.7%	-127.4%
最大值	27,620	17,500	7,981	10,987	17,968	19,523	7,858
最小值	8,525	4,950	2,412	2,553	2,077	2,419	-1,199

数据来源: Wind、百川盈孚、开源证券研究所

表8: 2019-2025 年, 国内乙烯产能产量保持增长, 进口依赖度下降

单位: 万吨	中国乙烯 产能	中国乙烯 产量	中国乙烯 进口量	中国乙烯 出口量	中国乙烯 表观消费量	产能利用率	进口依存度
2019	2853.5	2560.2	251.0	1.2	2810.0	89.7%	8.93%
2020	3445.5	3140.5	197.8	9.4	3328.9	91.1%	5.94%
2021	4165.5	3803.1	206.8	19.1	3990.8	91.3%	5.18%
2022	4690.5	4070.9	206.8	15.4	4262.3	86.8%	4.85%
2023	5106.5	4496.9	212.7	15.9	4693.6	88.1%	4.53%
2024	5374.0	4767.6	222.3	7.8	4982.2	88.7%	4.46%
2025	6275.4	5544.6	282.4	2.0	5825.0	88.4%	4.85%

数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

表9: 2019-2025 年, 国内电石供给充足, 表观消费量保持增长

单位: 万吨	中国电石 产能	中国电石 产量	中国电石 进口量	中国电石 出口量	中国电石 表观消费量	产能利用率
2014	3650.0	2547.9	0.0	16.9	2496.5	69.8%
2015	3800.0	2482.5	0.0	13.0	2469.5	65.3%
2016	3900.0	2588.3	0.0	14.4	2574.0	66.4%
2017	4000.0	2640.0	0.0	10.6	2629.4	66.0%
2018	4093.0	2607.5	0.0	13.3	2594.2	63.7%
2019	4059.0	2587.9	0.0	14.8	2573.1	63.8%
2020	4097.0	2791.9	0.0	12.2	2779.7	68.1%
2021	4155.0	2775.8	0.0	11.3	2764.5	66.8%
2022	4249.5	2794.6	0.0	11.9	2782.6	65.8%
2023	4443.5	2835.9	0.0	13.0	2822.9	63.8%
2024	4555.5	2975.6	0.0	12.3	2963.3	65.3%
2025	4058.0	2981.6	0.0	15.6	2965.9	73.5%

数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

2.4、供需对接：2025 年国内 PVA 供需高增，预计 2026-2028 年 PVA 新增产能主要来自皖维高新，行业产能利用率有望进一步提升

根据前文，2025 年国内 PVA 产量同比+4.2%、表观消费量同比+6.5%，我们对 2026-2028 年期间国内 PVA 行业供需进行如下测算：

(1) **产能**：我们统计目前国内产能在 110.1 万吨/年，主要增量来自皖维高新滨海项目，一期 20 万吨 PVA 预计 2026 年 12 月投产。

(2) **产量**：2014-2024 年国内产量增速为 4.2%，假设 2026-2028 年存量产能保持 4.2%的复合增速，此外 2027 年皖维高新新产能投产之后，假设 2027-2028 年年化产能利用率分别为 50%、80%，得到 2026-2028 年产量分别为 76.1、89.3、98.7 万吨。

(3) **进出口**：假设 2026-2028 年进口量保持在 4.0 万吨/年；2015-2025 年出口量复合增速为 10.7%，假设 2026-2028 年出口量复合增速保持为 10%，对应得到 2026-2028 年出口量为 25.3、27.9、30.6 万吨。

(4) **表观消费量**：根据表观消费量=产量+进口量-出口量，对应得到 2026-2028 年国内表观消费量为 54.8、65.4、72.0 万吨。

(5) **产能利用率**：根据产能利用率=产量/产能，对应得到 2026-2028 年产能利用率为 69.1%、68.6%、75.8%。

我们认为，短期看，地缘冲突扰动全球能化供应链，海外 PVA 以石油乙烯法为主，产业链成本、供给稳定性均处于劣势，国内 PVA 产能以电石乙烯法为主、石油乙烯法为辅，电石法成本优势凸显、石油乙烯法原料供应稳定，国内厂商有望受益；中长期看，PVA 行业供需向好，国内成本端电石、煤炭供应稳定，看好国内产能稳定供应全球，PVA 景气稳步回升。

表10：国内 PVA 供需平衡表：预计 2026-2028 年产需高增、产能利用率有望提升

单位：万吨	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
产能	108.5	108.5	108.5	110.1	130.1	130.1
yoy		0.0%	0.0%	1.5%	18.2%	0.0%
产量	62.7	67.8	73.0	76.1	89.3	98.7
yoy		8.3%	7.6%	4.2%	17.4%	10.5%
进口量	3.1	3.7	3.8	4.0	4.0	4.0
yoy		19.4%	3.2%	4.4%	0.0%	0.0%
出口量	18.4	21.0	23.0	25.3	27.9	30.6
yoy		14.3%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
表观消费量	47.4	50.5	53.8	54.8	65.4	72.0
yoy		6.6%	6.5%	1.8%	19.5%	10.0%
产能利用率	57.7%	62.5%	67.3%	69.1%	68.6%	75.8%

数据来源：卓创资讯、海关总署、皖维高新公告、开源证券研究所

3、皖维高新：PVA 产业链再扩张降成本，高端产品投产在即助成长

3.1、PVA 产业链一体化优势显著，江苏项目助力规模化效应进一步凸显

皖维高新目前拥有 PVA 产能 31.5 万吨/年，公司市场地位突出，一体化、规模化优势明显。2008 年以来，公司通过构建安徽本部为一体，广西皖维、内蒙古蒙维科技为两翼的“一体两翼”战略部署，完成了 PVA 产能的全国布局。其中安徽本部为高新材料产业基地，聚焦新型化工与高端新材料两大核心领域，致力于打造区域性产业集群；广西皖维系公司生物质化工产业基地，依托广西丰富的生物质资源，重点发展生物质产业；内蒙古蒙维科技系煤化工产业基地，聚焦煤化工产业升级，通过技术改造提升主产品产能与市场竞争力。在销售区域方面，蒙维科技、广西皖维及安徽本部可分别覆盖华北、华南及华东区域，并辐射周边地区，缩短销售半径。

(1) 安徽本部：根据 2025 年报，目前产能 6.5 万吨/年，在建产能 1 万吨/年，主要生产 PVA 特殊品种。

(2) 内蒙古蒙维科技：依托内蒙丰富的煤电资源，具有明显的成本优势。2010 年，公司定增投资建设 10 万吨/年聚乙烯醇配套 20 万吨醋酸乙烯项目，采用电石乙炔—醋酸乙烯—聚醋酸乙烯—聚乙烯醇的工艺路线，于 2011 年 9 月完成第一期 5 万吨建设开始试生产，于 2012 年 8 月末实现 10 万吨全面建成投产，产能利用率不断提升，且规模效应不断体现。2015 年，公司再次定增投资 10 万吨/年特种聚乙烯醇树脂、60 万吨/年工业废渣综合利用循环经济项目，形成“石灰石—电石—醋酸乙烯—聚乙烯醇—水泥”路线，项目已于 2017 年 5 月全面投产。

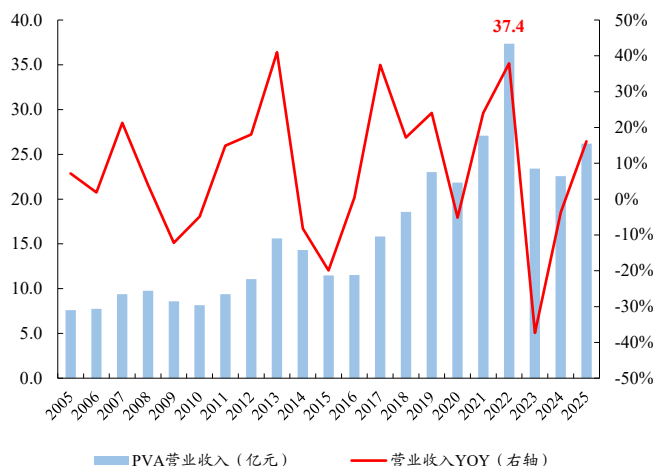
(3) 广西皖维：2009 年 11 月被皖维高新收购，2010 年皖维高新定增投资建设 5 万吨/年生物质制聚乙烯醇项目，利用广西丰富的木薯、甘蔗等生物质资源制造酒精，采用酒精—乙烯—醋酸乙烯—聚醋酸乙烯—聚乙烯醇的工艺路线，项目自 2012 年 10 月完工投产，产品在环保及纯度等方面性能突出。

图34：皖维高新已经布局安徽、广西、内蒙古三大产业基地，形成协同发展格局

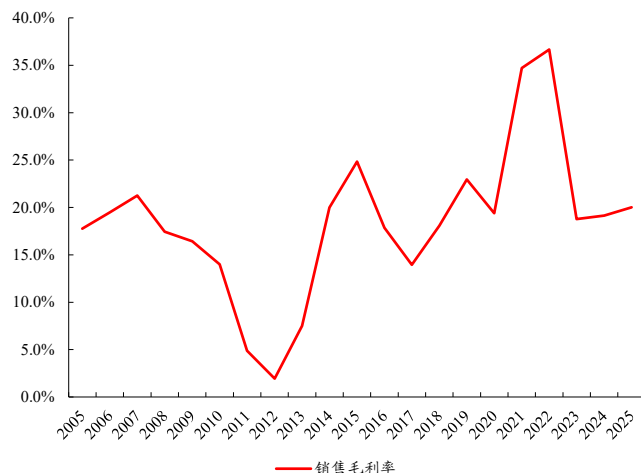


资料来源：皖维高新公告

据 Wind 数据，公司 PVA 业务营业收入自 2005 年的 7.6 亿元增长至 2025 年的 26.2 亿元，复合增速 6.4%；受产品周期影响销售毛利率波动较大，其中 2012 年我国聚乙烯醇产能继续扩张，加上下游需求降低，供需错配导致产品价格持续下跌，公司销售毛利率降低至 1.9%，2022 年公司 PVA 产品稳产高产、产销两旺，销售毛利率提升至 36.7%。

图35: 公司 PVA 业务营收规模受周期波动影响


数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

图36: 公司 PVA 业务销售毛利率波动较大


数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

江苏皖维项目依托我国沿海石化乙烯和港口资源,助力 PVA 产业链再扩张。2025 年 8 月,公司公告拟和江苏滨海经济开发区管理委员会所属国有公司滨海县沿海投资发展有限公司出资组建“江苏皖维新材料有限责任公司”,公司占股 80%,规划在滨海沿海工业园建设年产 40 万吨乙烯法功能性聚乙烯醇树脂及下游产业链项目。项目规划总投资约 100 亿元,分两期建设:一期项目投资约 36 亿元,建设项目为 36 万吨/年醋酸乙烯、20 万吨/年乙烯法功能性聚乙烯醇树脂;二期项目投资约 64 亿元,建设项目为 40 万吨/年醋酸乙烯、20 万吨/年乙烯法功能性聚乙烯醇树脂及 PVA 下游产业链 VAE 乳液、可再分散性乳胶粉、PVB 树脂、PVB 胶片等项目。一期项目建设期预计为 18 个月(取得施工许可证后),一期项目竣工投产后适时启动二期项目建设。

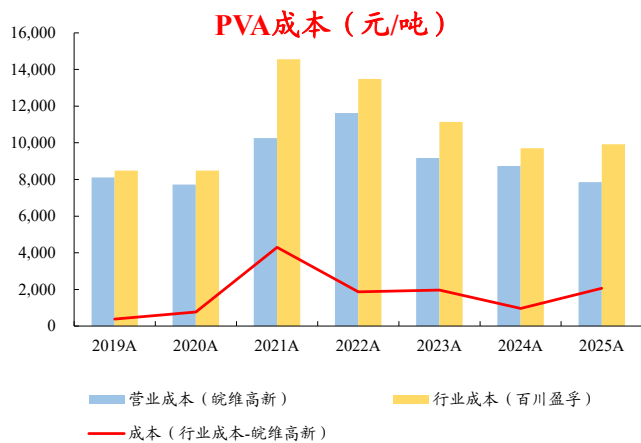
公司于 2023 年底成立调研组,基于“西进东出”战略导向,针对国内乙烯资源变化,行业新一轮竞争趋势以及企业自身高质量发展需求,开展相关调研工作,经过一年多的充分调研,公司认为沿海地区石油炼化装置规模不断扩大,叠加新能源政策下“减油增化”的发展趋势,国内乙烯产能增加、价格下降,以乙烯为原料合成醋酸乙烯生产 PVA 的成本优势逐渐显现,并且乙烯法 PVA 具有品质好、性能优、低碳等特点,更适用于精细化、高端化下游领域,是行业未来发展的主流趋势。同时,沿海港口区位优势独特,建有丰富的风光绿电资源。物资竞争性采购渠道多元,原料、能源要素充沛,交通发达便利,尤其是醋酸甲酯、醋酸等液体化学品海运费用低,产品综合成本优势大。海陆兼顾,购销能够同步辐射国内外市场,发展空间广阔,是企业面对新一轮行业洗牌、优化战略布局、抢抓发展先机的重点选择方向。

我们认为,江苏皖维项目建成达产后,公司 PVA 权益年产能将达到 64.5 万吨,合理的产能布局有利于发挥地域资源优势及辐射能力,实现降低成本、扩大销售及提高产品品质等目的,从而增加企业综合竞争力,公司 PVA 龙头地位进一步巩固。

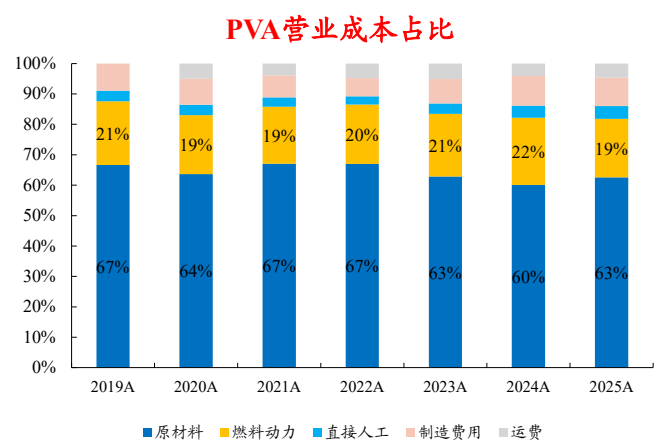
表11: 皖维高新已经完成 PVA 产能“一体两翼”布局, 江苏皖维项目有望进一步发挥地域资源优势及辐射能力

公司/基地	PVA 产能 (万吨/年)	PVA 产品	PVA 工艺路线	备注
安徽本部	6.5 (在建 1 万吨/年)	特种 PVA 为主	石油乙烯法	
广西皖维	5	生物质 PVA	生物质乙烯法	
内蒙古蒙维科技	10	普通 PVA 为主	电石乙炔法	配套 20 万吨醋酸乙烯
	10	特种 PVA 为主		联产 5.2 万吨/年精乙酸甲酯
江苏皖维	20 (在建)	多品种 PVA	石油乙烯法	配套 36 万吨/年醋酸乙烯、30 万吨醋酸甲酯
	20 (在建)			配套 40 万吨/年醋酸乙烯
小计	现有设计产能 31.5 万吨、权益产能 31.5 万吨; 远期设计产能 72.5 万吨、权益产能 64.5 万吨			

资料来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

图37: 公司 PVA 营业成本低于行业平均水平


数据来源: 皖维高新公告、百川盈孚、开源证券研究所

图38: 公司 PVA 的原材料、燃料动力成本占比高


数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

3.2、PVA 光学膜、PVB 胶片等新材料项目投产在即, 国产替代前景可期

3.2.1、PVA 光学膜-偏光片: TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜项目稳步扩产, 下游配套偏光片产能

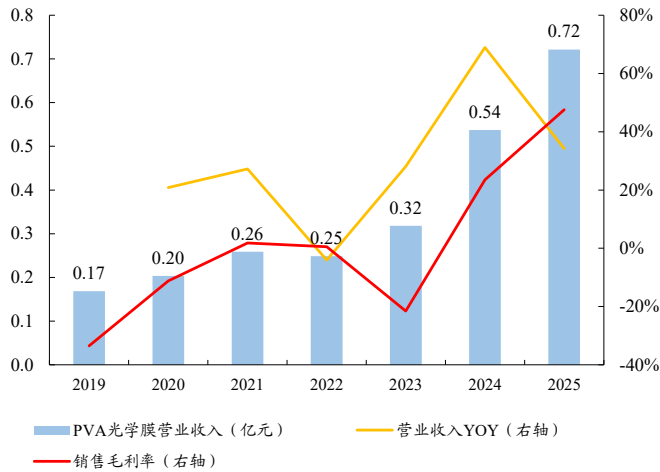
皖维高新是中国大陆地区唯一一家批量生产销售 PVA 光学薄膜的生产商, 大幅宽、高世代 PVA 光学薄膜产能持续扩张。经过十余年持续的生产实践与技术攻关, 公司已完全掌握适配 TN 级、STN 级、TFT 级偏光片使用要求的 PVA 光学薄膜全流程生产技术, 在配方体系、工艺控制、品质稳定性等方面形成了成熟可靠的技术体系, 并牵头承担了 2024 年重点新材料研发及应用国家科技重大专项“PVA 光学膜工业化成套技术开发”项目。凭借稳定的产品质量与快速响应的服务能力, 公司产品已成功进入国内主流偏光片生产企业供应链体系, 客户合作关系稳固, 市场认可度与品牌影响力持续提升, 为本项目的顺利实施提供了坚实的技术支撑、生产经验与客户基础。2025 年, 公司生产 PVA 光学薄膜 661.57 万平方米, 同比增长 21.05%; 销售 639.54 万平方米, 同比增长 42.16%; 销售收入 7,212.23 万元, 同比增长 34.20%。

产能方面, 公司目前拥有两条 PVA 光学薄膜生产线, 年产 500 万平方米 (幅宽 1600mm) 生产线, 应用于小尺寸 LCD 偏光片、眼镜偏光片等; 年产 700 万平方米

(幅宽 3400mm) 生产线, 应用于大尺寸 LCD 偏光片组。此外, 公司 2000 万平方米/年 TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜项目已经全线贯通, 即将投入运营, 生产线最大幅宽达 3400mm, 产品厚度范围 20-60 μ m, 专为大尺寸液晶显示器 (LCD) 偏光片组设计; 公司《2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案》计划募投资建设年产 3000 万平方米高世代面板用 PVA 光学薄膜装置, 分为两条 PVA 高世代偏光片配套光学薄膜生产线, 其中第一条产品设计幅宽 4.8 米、年产能 1300 万平方米; 第二条产品设计幅宽 5.7 米、年产能 1700 万平方米。上述项目顺利投产之后, 公司 PVA 光学膜产能将达到 6200 万平方米, 市场份额有望进一步扩大。

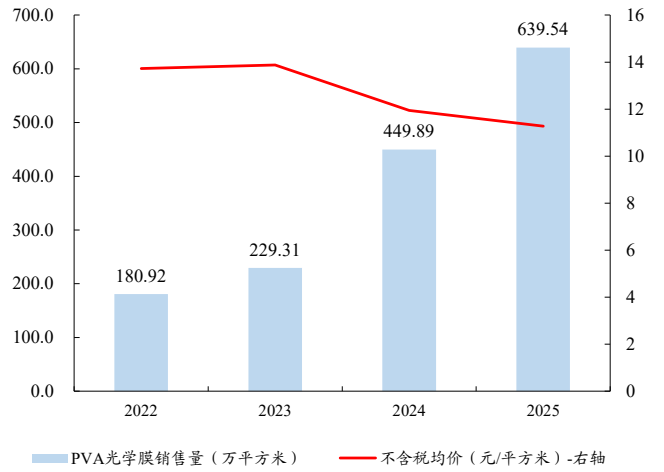
偏光片方面, 为实现产品链配套和共同发展, 2018 年公司投资设立合肥德瑞格光电科技有限公司 (公司 70% 权益, 安徽居巢经济开发区投资公司 30% 权益) 作为 700 万平米/年偏光片项目的实施主体, 2022 年项目完工进行试生产调试。2025 年, 公司偏光片产品产量 193.19 万平方米, 同比增长 31.52%; 销售 275.96 万平方米, 同比增长 39.08%; 销售收入 10,581.67 万元, 同比增长 68.94%。

图39: 2022 年以来, 公司 PVA 光学膜营收保持增长



数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

图40: 2025 年, 公司 PVA 光学膜量升价跌



数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

表12: 皖维高新 PVA 光学薄膜已实现稳定生产、批量供应市场, 新建项目投产后有望助力市场份额进一步扩大

产线	产能 (万平方米/年)	幅宽 (mm)	产品应用
生产线 1	500	1600	小尺寸液晶显示器 (LCD) 用偏光片、眼镜用偏光片
生产线 2	700	3400	大尺寸液晶显示器的偏光片组
生产线 3	2000	3400	大尺寸液晶显示器偏光片
生产线 4	规划 1300	4800	高世代偏光片配套 PVA 光学薄膜
生产线 5	规划 1700	5700	

资料来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

表13: 2025 年, 皖维高新偏光片业务量价齐升, 子公司德瑞格净利润实现扭亏为盈

项目	2021	2022	2023	2024	2025
偏光片产量 (万平方米)	-	-	344.7	146.9	193.2
偏光片销量 (万平方米)	-	-	197.8	198.4	276.0
偏光片收入 (万元)	-	-	-	6,263.4	10,581.7

项目	2021	2022	2023	2024	2025
偏光片价格(元/平方米)				31.6	38.3
德瑞格营业收入(万元)		7.1	6,673.9	10,311.9	16,375.9
德瑞格净利润(万元)	-1,380.5	-2,501.6	-2,106.7	-4,370.0	98.6

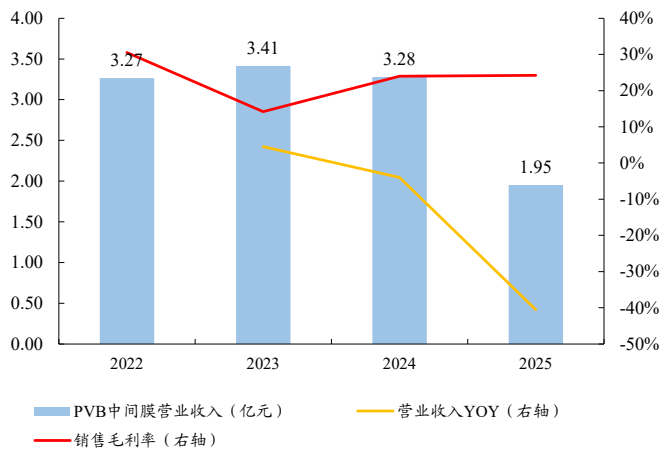
数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

3.2.2、PVB 胶片: 收购皖维丽盛打造 PVA-PVB 树脂-PVB 胶片产业链, 汽车级 PVB 胶片商用进程加快

2022年9月, 皖维高新完成了发行股份购买皖维丽盛100%股权的资产重组工作, 皖维丽盛主要生产建筑级、汽车级PVB膜等产品并对外销售, 收购皖维丽盛后, 公司PVA-PVB树脂-PVB胶片全产业链的优势基本形成。2024年10月, 皖维集团全资收购山东明池玻璃, 皖维丽盛的汽车胶片经验证, 已大批量用于明池商用车玻璃, 加快了公司汽车级PVB胶片的商用进程。

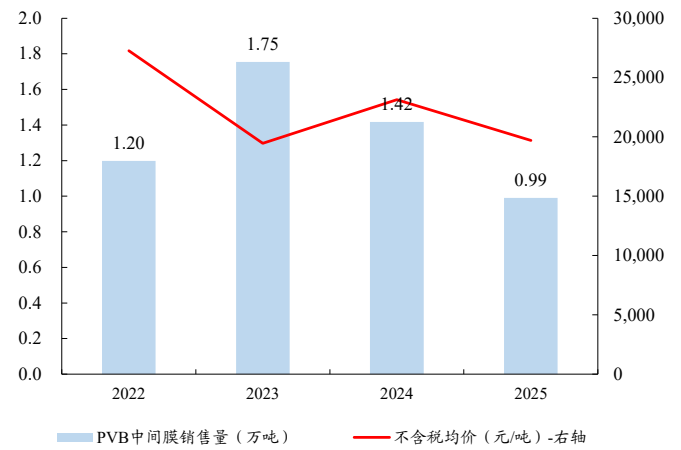
目前公司具有年产2万吨PVA纤维、3.8万吨PVB树脂。2025年, 公司PVB树脂产量1.52万吨, 同比增长7.38%; 扣除内部自用后销售0.56吨, 同比增长209.48%; 销售收入8,898.62万元, 同比增长124.68%; 公司PVB胶片产品产量1.30万吨, 同比下降32.48%; 销售0.99万吨, 同比减少30.45%; 实现销售收入19,507.46万元, 同比减少40.50%, 其中汽车级产品的产量、销量、销售收入分别实现同比1221.02%、166%、92%的高增长。

图41: 2025年, 公司PVB胶片收入同比下降



数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

图42: 2025年, 公司PVB胶片量价齐跌



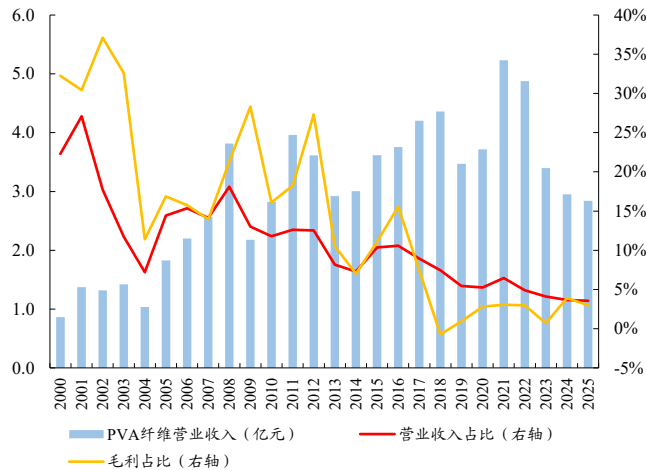
数据来源: 皖维高新公告、开源证券研究所

3.2.3、PVA 纤维: 公司高强高模 PVA 纤维产销量位居全国第一

公司完全掌握高强高模PVA纤维的生产工艺技术, 综合技术水平处于国内领先水平。目前公司安徽本部具有年产2万吨PVA纤维, 子公司内蒙古商维公司在建6000吨/年高性能PVA纤维项目, 项目采用成熟的湿法纺丝工艺, 通过对关键生产工艺-纺丝设备的改进、中和水洗工序改进、干燥设备的改进达到提高产品品质和节能降耗的目的, 进一步满足了部分高端用户对纤维品质的追求。此外, 项目建成后可就近采购蒙维科技PVA原料, 降低运输成本, 实现子公司间的业务协同互补。

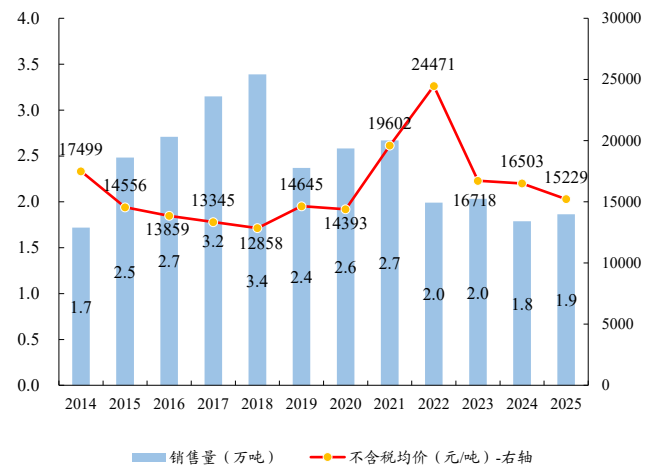
根据 2025 年报，公司高强高模聚乙烯醇纤维产品产销量位居全国第一，达国内总量的 50% 以上，国际市场占有率约为 35%。2025 年，公司高强高模 PVA 纤维产量 1.80 万吨，同比减少 19.51%；销售 1.86 万吨，同比增长 4.25%；实现销售收入 28,400.38 万元，同比减少 3.8%。

图43：2025 年，公司 PVA 纤维营收同比小幅下降



数据来源：皖维高新公告、开源证券研究所

图44：2025 年，公司 PVA 纤维量升价跌



数据来源：皖维高新公告、开源证券研究所

3.2.4、PVA 水溶膜：受让安徽皖维可降解膜材料 70% 股权，加速 PVA 水溶膜业务落地

2024 年，公司投资建设年产 2 万吨生物质 PVA 水溶膜生产线，项目采用分期建设，其中一期新建 1 万吨/年产能，目前一期项目已进入试生产阶段。2025 年末，公司公告受让控股股东安徽皖维集团持有的可降解膜材料公司 70% 股权，本次交易对价为 2,529.85 万元，此前皖维集团于 2025 年 6 月联合枣庄赛优普生物科技有限公司及其实际控制人顾思阳，共同出资组建可降解膜材料公司。该公司聚焦 PVA 水溶膜核心技术研发与产品迭代，同步与皖维高新协同开展改性 PVA 树脂技术开发，目前已熟练掌握熔融挤出造粒、吹膜及溶液流延成膜等关键工艺，成功开发多款适配终端需求的改性 PVA 树脂原料，实现薄膜厚度、水溶温度可控等核心技术突破，可直接弥补公司在高端水溶膜产品研发与规模化生产上的核心短板。

交易完成后，将进一步完善公司“PVA—PVA 水溶膜”产业链一体化布局，强化可降解材料业务的集中管控与协同发展，提升公司在新材料领域的核心竞争力与市场份额。

4、盈利预测与投资建议

我们对公司主营产品产销、价格及盈利进行如下预测：

产品产销：根据 2025 年报，公司已经制定 2026 年合并口径的生产经营目标，其中主要产品销量（不含内部销售）包括：聚乙烯醇 24.94 万吨，VAE8.78 万吨，高强高模 PVA 纤维 2.1 万吨，熟料 58.25 万吨，水泥 214 万吨，聚酯切片 7.5 万吨，PVB 树脂 1.56 万吨，PVB 胶片 2 万吨，胶粉 10 万吨，PVA 光学薄膜 1708.80 万平方米，

醋酸乙烯 9.06 万吨，酒精 2.04 万吨，醋酸甲酯 44.80 万吨。2027-2028 年，公司主要增量来自于江苏皖维项目以及胶粉、PVB 树脂、PVA 光学膜、PVA 水溶膜、偏光片新材料产品陆续投放。

产品价格：根据对 PVA 全球供给端的分析，国外厂商日本可乐丽、日本积水化学、日本合成化学、美国杜邦等都采用石油乙烯法工艺，中国厂商拥有电石乙炔法、天然气乙炔法、石油乙烯法三种工艺路线，当前全球油价高位震荡背景下，电石乙炔法的成本优势及稳定供应优势有望凸显。据 Wind 及百川盈孚数据，2026 年以来，原料醋酸乙烯价格持续高位，为市场提供了稳固的底部支撑，PVA 厂家挺价心态明显。3 月 25 日，PVA 市场均价为 14,596 元/吨，相较年初+53.2%，同比+19.9%，此外，VAE 乳液、醋酸乙烯、醋酸甲酯、聚酯切片、水泥熟料等产品价格均有不同幅度上涨。

PVA：预计 2026-2028 年营收分别为 29.9、38.4、45.0 亿元，毛利率为 24.8%、24.3%、26.1%。

VAE 乳液：预计 2026-2028 年营收分别为 4.1、4.5、4.5 亿元，毛利率为 30%、30%、30%。

可分散胶粉：预计 2026-2028 年营收分别为 8.7、8.5、8.5 亿元，毛利率为 13%、14%、14%。

高强高模 PVA 纤维：预计 2026-2028 年营收分别为 3.7、3.5、4.1 亿元，毛利率为 13%、13%、13%。

PVB 胶片：预计 2026-2028 年营收分别为 4.0、5.7、7.6 亿元，毛利率为 25%、25%、25%。

PVA 光学膜：预计 2026-2028 年营收分别为 2.0、3.8、4.8 亿元，毛利率为 48%、50%、50%。

水泥熟料：预计 2026-2028 年营收分别为 5.4、5.6、6.0 亿元，毛利率为 8%、8%、8%。

聚酯切片：预计 2026-2028 年营收分别为 5.6、5.6、5.6 亿元，毛利率为 6%、6%、6%。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入 94.0、105.1、116.3 亿元，同比增速 17.3%、11.9%、10.6%；归母净利润 7.52、8.96、10.99 亿元，同比增速 73.3%、19.1%、22.7%。

表14：皖维高新主营业务拆分和盈利预测

主营业务	项目（亿元）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
聚乙烯醇	营业收入	23.4	22.6	26.2	29.9	38.4	45.0
	同比增速	-37.3%	-3.7%	16.1%	14.2%	28.4%	17.2%
	毛利率	18.8%	19.1%	20.0%	24.8%	24.3%	26.1%
VAE 乳液	营业收入	4.8	3.9	3.5	4.1	4.5	4.5
	同比增速	-18.4%	-17.1%	-10.8%	17.2%	9.0%	0.0%
	毛利率	22.7%	23.1%	28.2%	30.0%	30.0%	30.0%
可再分散胶粉	营业收入	5.1	5.1	5.3	8.7	8.5	8.5

主营业务	项目 (亿元)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
	同比增速	8.1%	0.3%	4.9%	62.9%	-2.3%	0.0%
	毛利率	17.5%	13.0%	9.4%	13.0%	14.0%	14.0%
	营业收入	3.4	3.0	2.8	3.7	3.5	4.1
高强高模 PVA 纤维	同比增速	-30.3%	-13.2%	-3.8%	29.4%	-5.7%	19.0%
	毛利率	2.1%	13.8%	10.7%	13.0%	13.0%	13.0%
	营业收入	3.4	3.3	2.0	4.0	5.7	7.6
PVB 胶片	同比增速	4.3%	-3.9%	-40.5%	105.1%	42.5%	33.3%
	毛利率	14.1%	24.0%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
	营业收入	0.3	0.5	0.7	2.0	3.8	4.8
PVA 光学膜	同比增速	28.0%	67.9%	34.2%	184.2%	83.0%	28.0%
	毛利率	-21.9%	23.5%	47.5%	48.0%	50.0%	50.0%
	营业收入	8.0	6.3	5.7	5.4	5.6	6.0
水泥熟料	同比增速	-17.6%	-21.1%	-9.3%	-4.3%	2.9%	7.1%
	毛利率	13.3%	9.2%	6.1%	8.0%	8.0%	8.0%
	营业收入	5.7	7.0	5.6	5.6	5.6	5.6
聚酯切片	同比增速	15.7%	22.8%	-20.3%	0.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	7.0%	4.9%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	营业收入	4.9	4.0	4.2	5.6	6.1	6.6
醋酸乙烯	同比增速	-54.7%	-17.5%	3.6%	34.4%	8.4%	9.1%
	毛利率	5.6%	4.7%	8.7%	8.0%	5.0%	5.0%
	营业收入	8.4	9.9	12.7	14.9	13.5	13.5
醋酸甲酯	同比增速	23.0%	18.1%	28.6%	17.0%	-9.1%	0.0%
	毛利率	12.0%	12.6%	3.5%	10.0%	8.0%	8.0%
	营业收入	15.3	14.7	11.4	10.0	10.0	10.0
其他	同比增速	39.2%	-3.9%	-22.6%	-12.3%	0.0%	0.0%
	毛利率	6.0%	6.0%	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业收入	82.6	80.3	80.1	94.0	105.1	116.3
合计	同比增速	-16.9%	-2.8%	-0.2%	17.3%	11.9%	10.6%
	毛利率	12.7%	13.0%	12.7%	17.0%	17.9%	19.2%

数据来源: Wind、皖维高新公告、开源证券研究所

相对估值方面，我们选取双欣环保（从事 PVA 产业链上下游产品的研产销）、东材科技（光学膜龙头且布局 PVB 树脂、PVB 胶片等新材料）、三利谱（国内偏光片行业的领先企业）作为可比公司。截至 4 月 2 日收盘，公司股价对应 2026 年 PE 为 18.5 倍、PB 为 1.5 倍，低于可比公司 54.3 倍的平均 PE、3.2 倍的平均 PB。

公司作为安徽国有企业，围绕聚乙烯醇产品建成化工、化纤、建材、新材料四大产业板块，形成“PVA-PVA 光学薄膜-偏光片”、“PVA-PVB 树脂-PVB 胶片-安全玻璃”、“PVA/VAC-VAE 乳液-可再分散性胶粉”、“PVA-高强高模 PVA 纤维-绿色建材”、“糖蜜-生物质 VAC-PVA-可降解水溶膜-生物基材料”等五大产业链。

2026 年以来，PVA 产业链触底反弹，供需向好助力中长期景气向上，国内产能有望稳定供应全球。公司传统 PVA 产品一体化、规模化优势明显，下游新材料产品

布局多样化，储备项目充足，国产替代可期。我们看好公司依托我国沿海石化乙烯和港口资源布局江苏皖维项目，进一步夯实全球 PVA 龙头地位，迈入高速增长通道。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.52、8.96、10.99 亿元，EPS 分别为 0.36、0.43、0.53 元/股（不考虑股本摊薄），当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 18.5、15.5、12.6 倍。我们看好公司一体化、规模化、多样化打造全球 PVA 龙头，储备项目充足助力高速增长，首次覆盖给予“买入”评级。（注：公司已经发布《2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，我们暂不考虑定增对股本的影响）。

表15：可比公司盈利预测与估值：4月2日，皖维高新低于可比公司 54.3 倍的平均 PE、3.2 倍的平均 PB

证券代码	证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）					PE（倍）				PB（倍）
		2026/4/2	2024A	2025E(A)	2026E	2027E	2024A	2025E(A)	2026E	2027E		
001369.SZ	双欣材料	15.09	-6.7	—	—	—	—	—	—	—	2.5	
601208.SH	东材科技	29.40	-44.5	124.3	26.4	19.9	37.4	164.1	73.2	57.9	5.1	
002876.SZ	三利谱	26.31	59.1	-4.5	98.5	57.4	65.5	70.4	35.5	22.5	1.9	
	平均		2.6	59.9	62.4	38.6	51.4	117.2	54.3	40.2	3.2	
600063.SH	皖维高新	6.71	8.2	17.4	73.3	19.1	37.6	32.0	18.5	15.5	1.5	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：双欣材料、三利谱的数据来自 Wind 一致预测）

5、风险提示

市场竞争加剧：公司所处的聚乙烯醇等功能性高分子材料行业属于技术或资本密集型产业，具有一定的进入壁垒，但未来仍将面临新进入市场者以及现有竞争对手的竞争。特别是在行业内存在多家大型企业的竞争现状下，如果未来市场需求增长放缓，市场竞争将进一步加剧。此外，目前我国化工、化纤和建材行业整体处于完全竞争状态，市场竞争带来的挑战和风险仍旧不可忽视。

产品技术更迭：经过多年的发展，公司产品结构日趋合理，但由于技术本身的难度和复杂性，新的产品工艺需要公司逐步摸索、消化直至完全掌握，新的产品市场也有待于开发，同时卡脖子技术的攻关难度大，公司仍可能面临因技术和产品品种更新换代所带来的不确定性。

原材料大幅波动：公司目前采用电石乙炔法为主的生产工艺，未来江苏皖维项目以石油乙烯法工艺为主，主营产品的能源消耗高、原材料价格波动大。公司多年来在节能减排、发展循环经济、供应商管理等方面做了大量的工作，取得良好成效，但煤化工产业属于对能源、资源依赖度较高的行业，因此公司在这方面存在能源、原材料供应的风险。

项目投资风险：公司江苏皖维项目在投资前已经进行认真市场调查，并经过严格的可行性论证，但由于投资项目本身的时效性，宏观政策、市场环境、技术进步等因素随时可能变化，使公司项目投资存在一定的不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5133	4941	6222	5879	7615
现金	319	543	505	852	1236
应收票据及应收账款	1318	1201	1762	1548	2117
其他应收款	155	4	261	0	297
预付账款	248	156	358	193	430
存货	1015	938	1220	1178	1425
其他流动资产	2079	2099	2115	2107	2111
非流动资产	10272	10757	11154	11362	11506
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	5826	5787	6369	6708	6992
无形资产	407	423	385	349	310
其他非流动资产	4038	4547	4400	4305	4204
资产总计	15405	15698	17376	17241	19121
流动负债	6306	6578	7489	6560	7381
短期借款	3756	4909	4948	4621	4477
应付票据及应付账款	1716	1164	2096	1484	2426
其他流动负债	833	505	444	455	478
非流动负债	692	602	607	611	609
长期借款	100	0	11	12	12
其他非流动负债	592	602	596	599	597
负债合计	6998	7180	8096	7171	7990
少数股东权益	21	132	142	170	224
股本	2105	2069	2069	2069	2069
资本公积	1871	1755	1755	1755	1755
留存收益	3743	3887	4479	5200	6126
归属母公司股东权益	8387	8386	9138	9899	10908
负债和股东权益	15405	15698	17376	17241	19121

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	372	335	935	1612	1443
净利润	356	434	762	924	1152
折旧摊销	512	546	536	616	688
财务费用	-53	-94	40	42	47
投资损失	-29	-30	-22	-25	-26
营运资金变动	-506	-496	-344	93	-380
其他经营现金流	92	-25	-38	-38	-36
投资活动现金流	-598	-551	-881	-764	-779
资本支出	588	851	983	799	845
长期投资	-68	50	0	0	0
其他投资现金流	59	250	102	35	66
筹资活动现金流	327	536	-708	115	-281
短期借款	638	1153	39	-327	-144
长期借款	-350	-100	11	1	-0
普通股增加	-55	-36	0	0	0
资本公积增加	-26	-116	0	0	0
其他筹资现金流	120	-366	-758	441	-137
现金净增加额	124	325	-654	963	383

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8030	8012	9397	10512	11628
营业成本	6985	6997	7803	8634	9393
营业税金及附加	65	56	47	53	58
营业费用	37	47	54	65	67
管理费用	289	282	320	357	395
研发费用	439	392	423	478	523
财务费用	-53	-94	40	42	47
资产减值损失	3	-3	0	0	0
其他收益	104	95	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	30	22	25	26
资产处置收益	7	36	30	35	27
营业利润	419	499	866	1049	1307
营业外收入	9	5	5	5	5
营业外支出	5	12	10	10	10
利润总额	422	491	861	1044	1302
所得税	66	57	99	120	150
净利润	356	434	762	924	1152
少数股东损益	-14	0	10	29	53
归属母公司净利润	370	434	752	896	1099
EBITDA	1159	1319	1736	1986	2290
EPS(元)	0.18	0.21	0.36	0.43	0.53

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-2.8	-0.2	17.3	11.9	10.6
营业利润(%)	8.4	19.2	73.7	21.1	24.5
归属于母公司净利润(%)	8.2	17.4	73.3	19.1	22.7
获利能力					
毛利率(%)	13.0	12.7	17.0	17.9	19.2
净利率(%)	4.6	5.4	8.0	8.5	9.4
ROE(%)	4.2	5.1	8.2	9.2	10.3
ROIC(%)	4.1	4.9	7.3	8.1	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.4	45.7	46.6	41.6	41.8
净负债比率(%)	53.1	58.2	53.3	42.5	33.7
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	15.8	13.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	12.1	10.8	23.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.21	0.36	0.43	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.16	0.45	0.78	0.70
每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.05	4.42	4.78	5.27
估值比率					
P/E	37.6	32.0	18.5	15.5	12.6
P/B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.8	14.4	10.9	9.2	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn