

## 化学纤维

2024年07月04日

## 供需格局渐入佳境，盈利中枢或将上移

——行业深度报告

投资评级：看好（首次）

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

#### ● 化纤行业盈利处于低位，需求增长叠加供给格局优化支撑盈利中枢修复

自2021年固定资产投资持续增长、产能加速扩张以来，化纤行业持续承压，毛利率处于纺服全产业链底部。我们认为，化纤行业毛利率有较强的向上反弹动力：

**(1) 持续低利润率将放缓龙头企业扩产速度并加速小产能出清，供给格局有望优化。****(2) 我国纺服消费需求与化纤产品直接出口高景气趋势较为明确，需求端支撑较强。****(3) 相较于产业链下游企业，化纤行业集中度较高，龙头企业实际上具备定价权与话语权，未来也或将在产业链利润分配中更加强势。**

#### ● 化纤行业产能集中度高，需求向好支撑景气上行

**(1) 涤纶长丝：**2024年后产能增速放缓，我们保守预计2024年国内新增产能仅为90万吨，后续供给格局或将逐步优化。截至2023年底，行业产能CR6达75%，行业集中度高。我们认为，企业依靠低利润率下的规模效益生存并非长久趋势，龙头企业抢占市场份额、削价竞销的竞争格局或已结束。我们看好，随着本轮投产周期的结束，龙头企业话语权进一步增强，同时下游纺服需求持续向好，涤纶长丝行业有望迎来长周期景气上行。**(2) 粘胶短纤：**2021年至2023年行业产能持续缩减，集中度不断提高，截至2024年6月，行业产能CR3接近70%。2023年国内粘胶短纤表观消费量同比增长10.20%，需求端表现良好。未来棉花替代品、湿巾等需求有望走强，支撑粘胶短纤行业盈利修复。**(3) 粘胶长丝：**当前行业供需偏紧，产品价格持续上涨。国内产能集中在新乡化纤、吉林化纤、丝丽雅、湖北金环四家企业，未来供应格局稳定。2023年以来，国风服饰流行带动粘胶长丝内需持续增长，看好行业维持高景气。**(4) 锦纶纤维：**根据现有信息，锦纶纤维在2024年约有39.4万吨产能投产，且多为高性能、差异化锦纶纤维。本轮投产过后锦纶纤维行业或即将迎来上行周期。第一，上游原料产能充足，而锦纶纤维行业在2024年后产能增速放缓，利好成本下降；第二，底部行情将加速小产能出清，行业头部效应会更加明显；第三，受益于传统运动、户外运动持续高景气，锦纶纤维需求增长潜力大。**(5) 氨纶：**需求端，氨纶在纺服中的添加比例不断上升且市场需求空间大；供给端，龙头企业逆势扩产将加快小产能出清。受行业尚处于产能集中投放期影响，当前氨纶行业或处于左侧底部区域，当2024、2025年投产周期过后，供给压力有望缓解，氨纶行业上行动力有望充分释放。

#### ● 相关标的

**推荐标的：**【涤纶长丝】新凤鸣1、桐昆股份、恒力石化、荣盛石化；【粘胶纤维】三友化工；【氨纶】华峰化学、泰和新材。

**受益标的：**【涤纶长丝】恒逸石化、东方盛虹；【锦纶】台华新材、神马股份；【氨纶】新乡化纤等。

● **风险提示：**下游需求下滑、行业扩产超出预期、行业竞争加剧等。其他风险详见倒数第二页标注<sup>1</sup>。

### 目 录

1、 化纤行业：当前盈利处于低位，需求稳步增长叠加供给格局优化支撑盈利中枢修复 .....	5
1.1、 中国是全球化纤核心产地，地位举足轻重 .....	5
1.2、 供给端：行业资本开支有所放缓，化纤行业投资回报率有望上移 .....	6
1.3、 需求端：下游纺服需求韧性仍在，直接出口呈增长态势 .....	9
2、 涤纶长丝：行业扩产速度放缓，需求向好支撑景气上行 .....	10
2.1、 涤纶长丝行业已发展为寡头竞争格局 .....	10
2.2、 涤纶长丝行业高速扩产期进入尾声，未来新增投放速度放缓 .....	11
2.3、 涤纶长丝下游需求坚挺，为长丝龙头盈利修复提供支撑 .....	13
3、 粘胶纤维：行业供给集中度高，下游需求旺盛 .....	14
3.1、 粘胶短纤：供应格局不断优化，行业景气度有望上行 .....	14
3.1.1、 目前粘胶短纤行业集中度较高，行业扩产大幅放缓，供给压力缓解 .....	15
3.1.2、 当前国内粘胶短纤需求高增长，棉花替代品、湿巾等需求为重要支点 .....	16
3.2、 粘胶长丝：当前行业供需格局偏紧，行业有望维持高景气 .....	18
3.2.1、 粘胶长丝行业集中度高，供给格局稳定 .....	18
3.2.2、 国风服饰流行带动粘胶长丝内需增长，出口需求整体稳定 .....	19
4、 锦纶纤维：性能优异的化纤材料，运动行业高景气或将带动需求持续增长 .....	20
4.1、 锦纶纤维性能优异，原材料供应稳定 .....	20
4.2、 当前锦纶纤维行业格局较为分散，持续亏损有望加速行业洗牌 .....	22
4.3、 受益于传统运动、户外运动的高热度，锦纶纤维需求有望持续提升 .....	24
5、 氨纶：当前行业集中度高，下游渗透率提升趋势不变 .....	25
5.1、 龙头企业逆势扩张加快小产能出清，行业头部效应有望进一步增强 .....	26
5.2、 2023 年氨纶需求量高增长，未来氨纶渗透率或将进一步提升 .....	27
6、 受益标的的盈利预测与估值 .....	30
7、 风险提示 .....	30

### 图表目录

图 1： 涤纶长丝是国内最大的化纤品类 .....	5
图 2： 化纤行业衔接着工业原料和国民日常需求 .....	6
图 3： 2017 年以来国内化纤产量呈增长趋势 .....	6
图 4： 中国是全球重要的化纤生产地 .....	6
图 5： 2010 年以来，化纤行业利润总额呈现波动趋势 .....	7
图 6： 化纤制造业毛利率处于纺织全产业链底部 .....	7
图 7： 2022 年是化纤行业固定资产投资大年 .....	7
图 8： 化纤制造业净资产收益率偏低 .....	7
图 9： 2015 年-2022 年化纤企业资本开支持续增长 .....	8
图 10： 2022 年化纤企业在建工程达到 410 亿元 .....	8
图 11： 2023 年化纤企业利润率达到 2015 年以来低点 .....	8
图 12： 2022 年以来，化纤龙头企业投入资本回报率偏低 .....	8
图 13： 2023 年国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长 12.90% .....	9
图 14： 2024 年以来，纺织服装、服饰业存货维持较低水平 .....	9
图 15： 2021 年后，美国服装销售额恢复增长趋势 .....	10
图 16： 2023 年以来，美国服装面料批发商持续去库 .....	10

图 17: 2024 年以来, 纺织业出口情况改善.....	10
图 18: 2024Q1, 化纤制造业出口交货值同比增长 13% .....	10
图 19: 涤纶长丝上游为石化产业, 下游应用于服装、家纺等领域.....	11
图 20: 截至 2023 年底, 中国涤纶长丝产能占全球的 64% .....	11
图 21: 2023 年国内涤纶长丝行业产能 CR6 达 75%.....	11
图 22: 2016-2023 年国内涤纶长丝产能 CAGR 达 11%.....	12
图 23: 2021-2023 年, 行业扩产主要为龙头企业完成 .....	12
图 24: 当前涤纶长丝价差处于历史偏低水平.....	13
图 25: 2024Q1, 行业龙头的涤纶长丝吨净利偏低.....	13
图 26: 2024 年以来, 江浙地区织机开工率较高.....	13
图 27: 2024 年 4 月份, 涤纶长丝开工率维持在 90%左右 .....	13
图 28: 2024 年 1-4 月, 涤纶长丝表观消费量同比+44%.....	14
图 29: 2023 年下半年, 国内涤纶长丝大幅去库.....	14
图 30: 人棉纱是粘胶短纤最大的应用领域.....	14
图 31: 2021 年中国粘胶短纤产量占全球的 67% .....	14
图 32: 2023 年国内粘胶短纤产能同比下降 4.38% .....	15
图 33: 截至 2024 年 6 月, 粘胶短纤行业 CR3 接近 70%.....	15
图 34: 当前粘胶短纤价差偏低 .....	16
图 35: 2022-2023 年, 中泰化学粘胶短纤产品利润承压 .....	16
图 36: 2023 年国内粘胶短纤表观消费量同比增长 10% .....	17
图 37: 2023 年以来, 人棉纱价格较为稳定.....	17
图 38: 2024 年以来, 粘胶短纤行业开工率较高.....	17
图 39: 2023 年 H2 以来, 粘胶短纤行业库存水平较低.....	17
图 40: 当前棉花-粘胶短纤价差较高 .....	18
图 41: 2015-2022 年, 国内湿巾消费量 CAGR 达 19%.....	18
图 42: 粘胶长丝和粘胶短纤的下游应用场景不同 .....	18
图 43: 2021 年以来, 国内粘胶长丝行业产能稳定.....	19
图 44: 2023 年, 粘胶长丝行业产能 CR2 达 72%.....	19
图 45: 我国粘胶长丝主要出口向印度、巴基斯坦等国家.....	20
图 46: 2023 年, 国内粘胶长丝需求强势复苏.....	20
图 47: 2024 年以来, 粘胶长丝价格呈上升趋势.....	20
图 48: 锦纶纤维主要由尼龙 6 切片和尼龙 66 切片经拉伸纺丝制得 .....	21
图 49: 2023 年, 我国尼龙 66 切片进口依存度仍然较高.....	22
图 50: 2023 年, 国内尼龙 66 纤维消费量占比较小.....	22
图 51: 尼龙 6 切片下游主要用于锦纶纤维.....	22
图 52: 2019 年以来, 国内尼龙 6 切片产量稳定增长.....	22
图 53: 当前锦纶纤维毛利润在成本线上下波动.....	23
图 54: 2023 年以来, 锦纶纤维价格弱勢上行.....	23
图 55: 2021-2023 年国内锦纶纤维产能增长较少 .....	23
图 56: 截至 2023 年年底, 锦纶纤维产能 CR5 约为 46%.....	23
图 57: 2023 年中国运动服市场规模同比增长 14.24% .....	24
图 58: 2023Q1-Q3, 国内瑜伽服市场规模同比+11.74% .....	24
图 59: 预计 2022-2026 年中国防晒服市场规模 CAGR 达 9.15%.....	25
图 60: 2015-2021 年, 我国户外用品市场快速增长 .....	25
图 61: 2024 年 1-4 月, 我国锦纶表观消费量同比+22%.....	25

图 62: 2023 年以来, 锦纶纤维行业开工率逐步企稳.....	25
图 63: 氨纶广泛用于各类纺织服装 .....	26
图 64: 2023 年, 国内产能占全球产能的 76% .....	26
图 65: 2019-2023 年国内氨纶产能 CAGR 为 8.49%.....	27
图 66: 国内氨纶行业产能 CR5 达 80% (2024 年 6 月) .....	27
图 67: 2022 年后, 国内氨纶库存水平偏高.....	28
图 68: 2024 年 1-5 月, 国内氨纶表观消费量同比+23%.....	28
图 69: 2022 年以来, 氨纶价差在历史偏低水平波动.....	29
表 1: 不同化学纤维性能各有优缺点 .....	5
表 2: 2023 年后涤纶长丝行业产能增速明显放缓.....	12
表 3: 截至 2024 年 6 月, 粘胶龙头企业产能占比较大.....	15
表 4: 锦纶纤维是断裂强度最大的合成纤维.....	21
表 5: 预计 2024 年国内锦纶纤维新增产能较多 .....	23
表 6: 2024 年、2025 年氨纶行业产能集中投放.....	27
表 7: 氨纶在防晒外套、紧身裤等服装中添加比例较高.....	28
表 8: 受益标的的盈利预测与估值 .....	30

## 1、化纤行业：当前盈利处于低位，需求稳步增长叠加供给格局优化支撑盈利中枢修复

### 1.1、中国是全球化纤核心产地，地位举足轻重

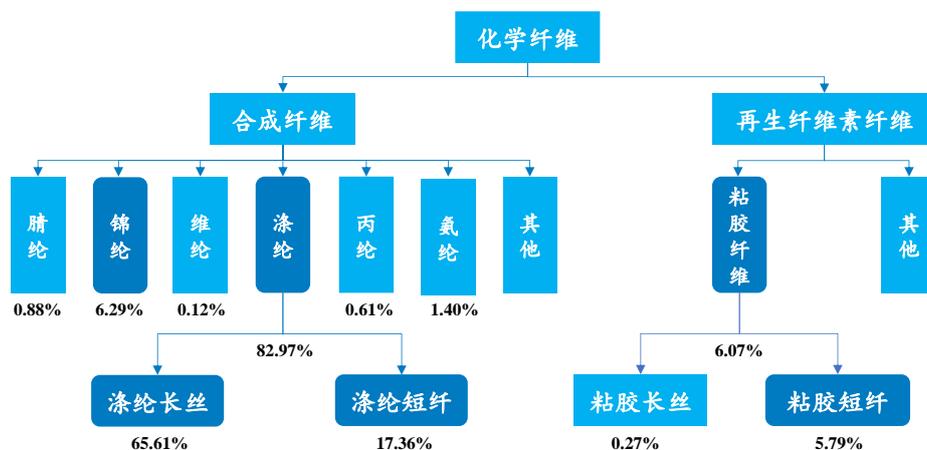
化纤可分为合成纤维与再生纤维，涤纶长丝是国内占比最大的化纤品类。化学纤维是指以天然或人工合成的高分子化合物为原料，经制备纺丝原液、纺丝和后处理等工序制得的具有纺织性能的纤维。以原材料区分，化纤可分为合成纤维和再生纤维素纤维。再生纤维素纤维是以木材、竹子、纸浆、废棉纱等含有天然纤维素的材料为原料，经加聚或缩聚反应后合成的有机高分子化合物，产品包括粘胶短纤、粘胶长丝等；合成纤维是以石油、天然气和煤为原材料，通过复杂的化学反应合成的高分子聚合物，常用产品包括涤纶、锦纶、腈纶和氨纶等。根据中国化学纤维工业协会数据，2023年国内化纤产量为6872万吨，其中涤纶长丝占比65.61%，是占比最大的品类。

表1：不同化学纤维性能各有优缺点

化纤类别	涤纶纤维	锦纶	丙纶	氨纶	粘胶纤维
优点	弹性好、抗皱性强、尺寸稳定、耐磨性佳	耐磨性优于其他纺织纤维	弹性好、质地轻	弹性优异、柔软平滑	柔软舒适、透气性好、吸湿性能好
缺点	吸湿性低	耐光性差、染色性差	光热稳定性差、染色性差	吸湿性差、耐热性差	湿强低、耐磨性差
应用领域	运动服、外衣、裤料、窗帘、床上用品等	毛衣、袜子、尼龙丝、地毯、同丝或羊毛混纺等	贴身内衣、袜子	与其他纤维混纺：制成内衣、运动服、紧身衣、泳装等	裙子、衬衫、被面及仿丝绸服装面料等

资料来源：《化学纤维与服装面料的关系》（熊国辉）、开源证券研究所

图1：涤纶长丝是国内最大的化纤品类

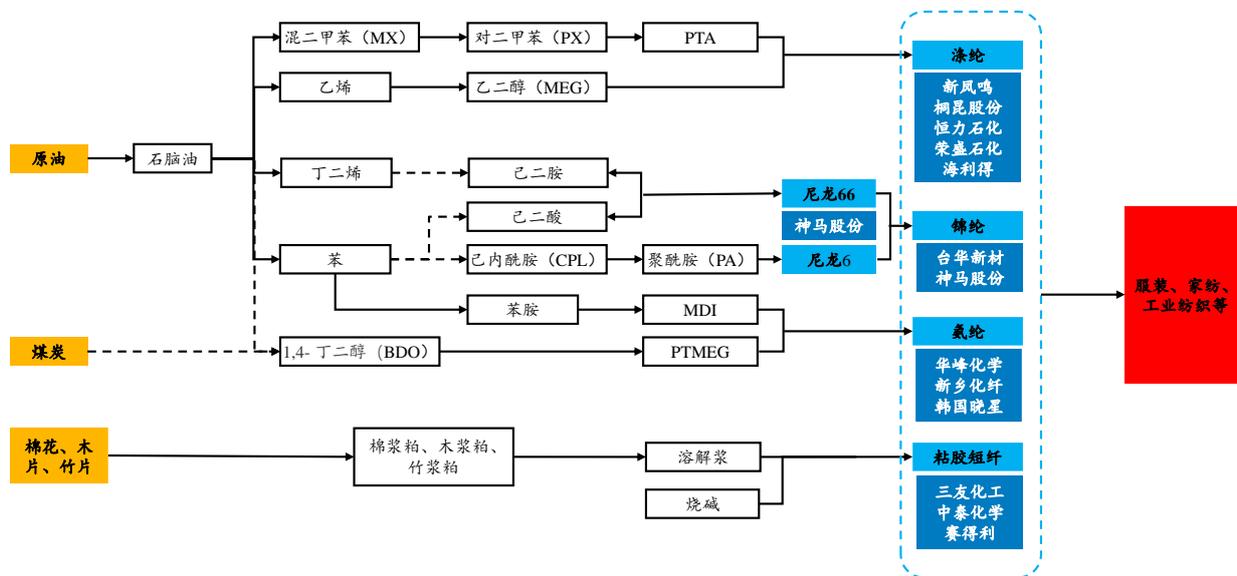


数据来源：中国化学纤维工业协会、开源证券研究所（注：图中百分数为2023年国内各化纤品类的产量占比）

化纤行业上承石油化工，下启纺织行业。化纤行业位于化工产业链的中游，上

游为石油化工等原料行业，下游为纺织领域行业。根据曼塔瑞调研数据，2022 年化纤行业中原材料成本占总成本的 90.03%。上游原材料价格是化纤行业成本的主要影响因素，原油价格的不确定性将对化纤经济运行产生重要影响。下游纺织行业景气度则关系着化纤的需求与价格，直接影响化纤行业的利润。

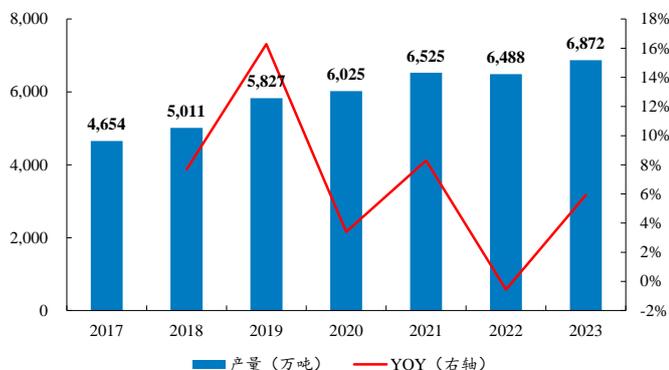
图2：化纤行业衔接着工业原料和国民日常需求



资料来源：卓创资讯、百川盈孚、开源证券研究所

我国化纤产业在全球纺织供应链占据核心地位。近年来中国化纤产量稳步增长，中国已成为世界上化学纤维产量最大的国家。根据尚普咨询，2022 年中国化纤生产量约占全球总产量的 64%，居全球首位。中国化纤工业协会数据显示，2020 年以来我国化纤出口量持续增长，其中 2023 年化纤出口量为 650.73 万吨，同比增长 15.08%。出口量的持续增长意味着我国化纤行业在全球的地位日益重要。

图3：2017 年以来国内化纤产量呈增长趋势



数据来源：中国化纤工业协会、开源证券研究所

图4：中国是全球重要的化纤生产地



数据来源：尚普咨询、开源证券研究所

## 1.2、供给端：行业资本开支有所放缓，化纤行业投资回报率有望上移

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

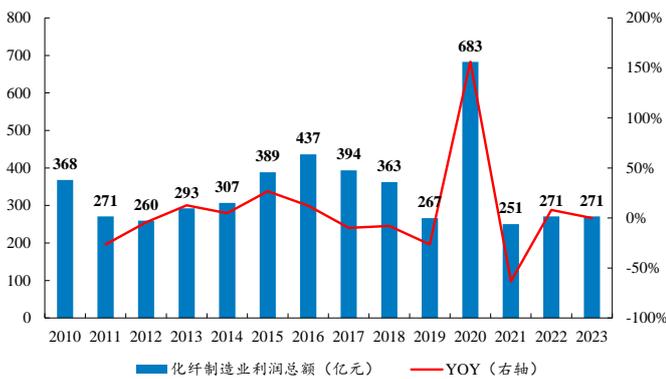
从整个化纤行业看：

**2021年至2023年初，化纤制造业固定资产投资持续增长，行业产能加速扩张。**

由于2020年下半年开始化纤行业效益明显情况好转，增强了企业投资信心，化纤行业固定资产投资额开始增长。尽管2023年下半年以后化纤制造业固定资产投资开始下降，但由于产能惯性增长，2023年仍然是化纤行业的投产大年。根据百川盈孚数据，2023年涤纶长丝、锦纶、氨纶产能分别同比增长10.75%、1.45%、10.61%。

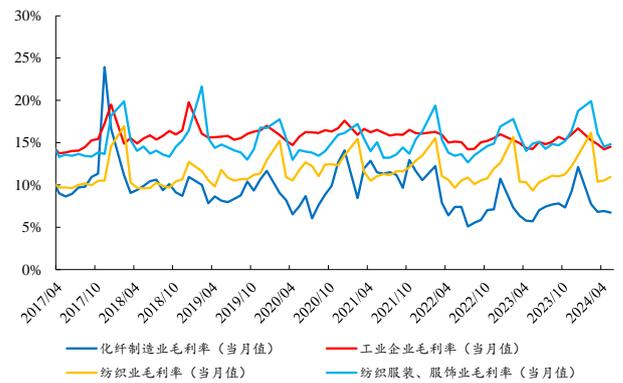
**2022年开始化纤行业毛利率下行，处于纺织全产业链底部。**截至2023年底，本轮（2021年至2023年初）固定资产投资并未带来明显的收益，2022年和2023年化纤行业利润总额相比2020年差距仍较大。同时，2022年开始化纤行业毛利率有所下降，截至2024年2月化纤行业毛利率为6.72%，较2021年同期下降了4.73pcts。与我国化工行业总体相比，化纤行业的净资产收益率和总资产报酬率均明显低于我国工业行业平均水平。在纺织全产业链中看，化纤制造业毛利率处于底部水平，明显低于纺织业和纺织服装、服饰业。

图5：2010年以来，化纤行业利润总额呈现波动趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：化纤制造业毛利率处于纺织全产业链底部



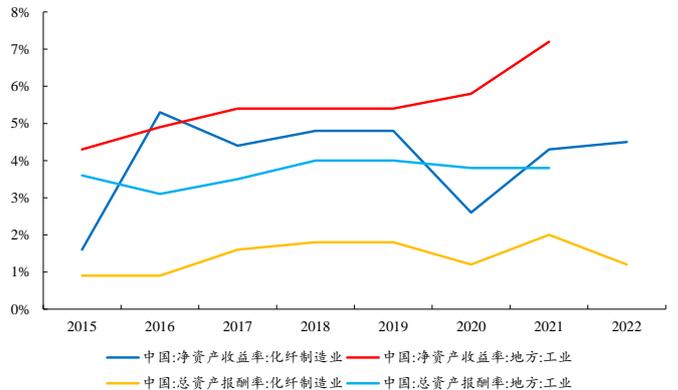
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022年是化纤行业固定资产投资大年



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：化纤制造业净资产收益率偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

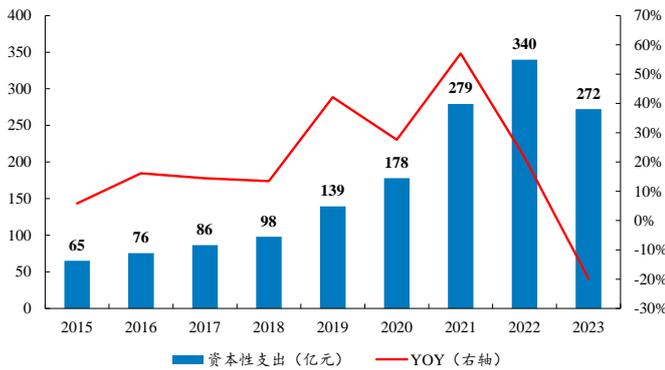
从化纤上市公司方面看：

化纤企业资本开支处于高位，而回报率偏低。我们选取了23家化纤上市企业作

为样本。2020年后，23家上市公司资本开支明显增加，2022年资本性支出达340亿元，占当期营业收入总和的14.76%。图12所示样本公司为化纤行业龙头企业，投入资本回报率普遍偏低。偏低的项目投资回报率将导致更长的项目投资回收期，后续企业扩产能力与意愿可能会更弱，行业产能增速或将放缓。

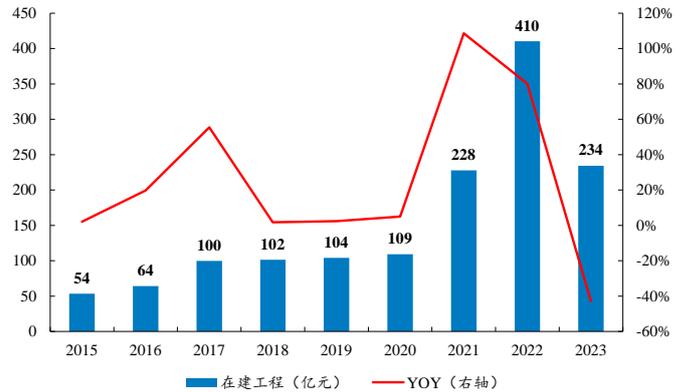
化纤上市企业经营存在压力。我们选取了23家化纤企业加荣盛石化、恒逸石化和东方盛虹的化纤业务作为样本。2021年以后，选取样本的毛利率和净利率均呈下降趋势，2023年样本净利率仅1.77%，为2015年以来最低点。低投资回报率和低利润率给化纤企业带来较大经营压力，行业底部信号愈发明显。

图9：2015年-2022年化纤企业资本开支持续增长



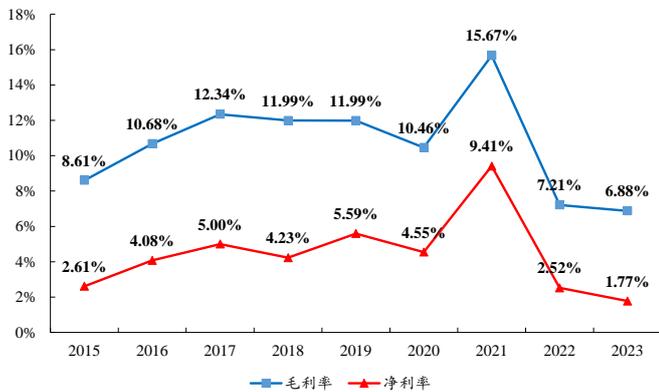
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022年化纤企业在建工程达到410亿元



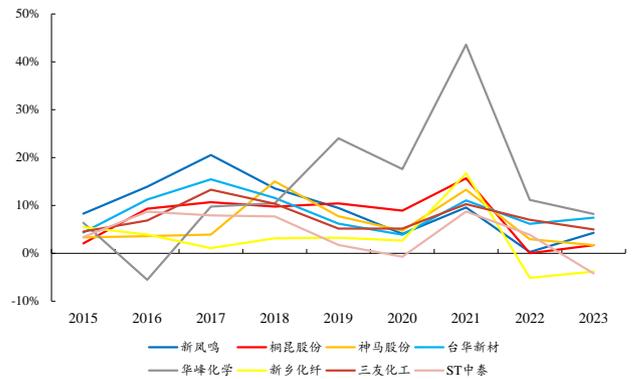
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023年化纤企业利润率达到2015年以来低点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022年以来，化纤龙头企业投入资本回报率偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

针对化纤行业长期的低利润率情况，我们有两个观点：

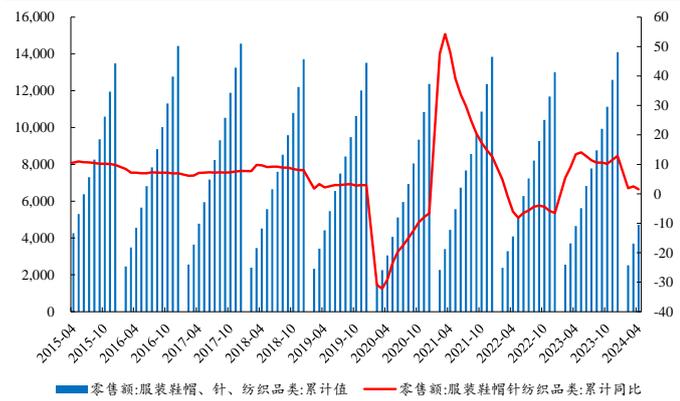
一是持续低利润率将放缓龙头企业扩产速度并加速行业落后的小产能出清。由于小企业不具备产业链优势和成本优势，竞争力不如龙头企业。在行业效益不高的情况下，小企业面临着更大的经营压力，出清风险更高。以化纤最大品类涤纶长丝为例，根据百川盈孚数据，2022年7月至2024年4月国内共计退出228万吨产能。同时，针对大企业而言，当前基本已经过了抢占市场与份额的阶段，考虑到目前整体投资回报率较低，大企业也或将放缓扩产步伐。

二是化纤行业盈利中枢有望上移。受益上述观点一，伴随下游需求的稳步增长，化纤行业整体供需格局有望逐步优化，盈利中枢也有望上移。同时，相较于产业链下游企业，化纤行业集中度较高，龙头企业实际上具备定价权与话语权，未来也或将在产业链利润分配中更加强势。

### 1.3、需求端：下游纺服需求韧性仍在，直接出口呈增长态势

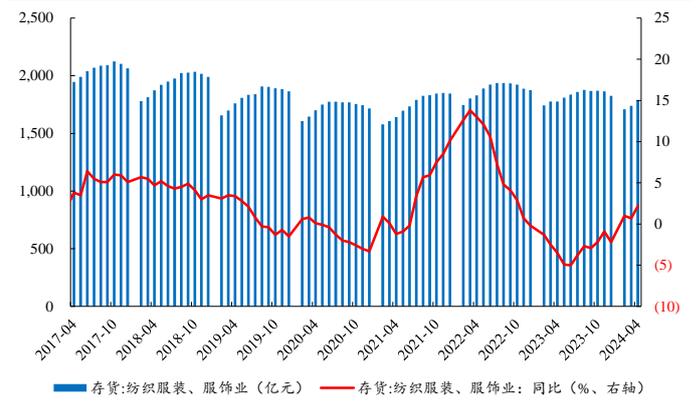
国内纺织服装消费需求支撑较强。纺服市场的景气度直接反映了化纤行业终端需求的强弱。2023 年年初以来，国内纺服需求强势复苏。根据国家统计局数据，2023 年国内服装鞋帽、针、纺织品零售额达到 14,095 亿元，同比增长 12.90%，达到 2018 年以来的最高值。在 2023 年的高基数基础上，2024 年一季度国内服装鞋帽、针、纺织品零售额同比仍维持了增长势头，显示了国内纺服需求的韧性。同时，国内纺织服装库存有所去化，截至 2024 年 4 月，纺织服装、服饰业存货为 1,788 亿元，是 2014 年以来同期的较低水平。展望未来，我国纺织品服装消费需求整体向好，景气度或将随着国内居民就业和收入稳步修复以及直播带货等网络零售渠道的发展而稳步增长。

图13：2023 年国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长 12.90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024 年以来，纺织服装、服饰业存货维持较低水平



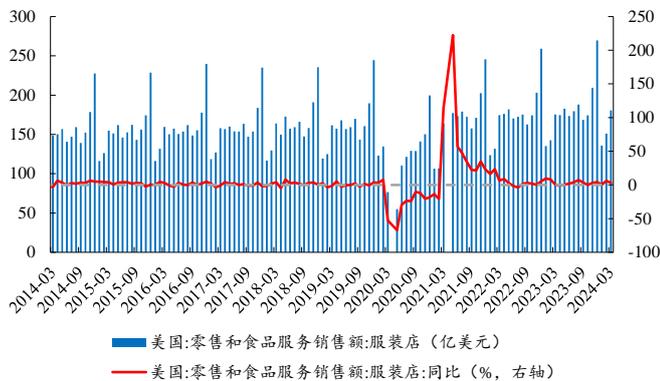
数据来源：Wind、开源证券研究所

海外纺服需求呈增长趋势，利好国内纺服出口。2021 年至 2022 年，美国纺服需求强势复苏，根据 Wind 数据，2021 年、2022 年美国服装店销售额分别同比增长 35.45%、13.44%。随着海外需求的复苏，我国服装出口经历了出口量较高的两年。根据海关总署数据，2021 年我国纺织业出口交货值达 2,788 亿元，同比增长 7.41%，结束了 2013 年以来连续 8 年的下降。2022 年年底后，虽然美国服装消费仍呈现增长态势，但由于美国纺织服装业进入去库周期，导致 2023 年我国纺织业出口交货值同比下降 10.60%。但从 2023 年全年看，随着去库的进行，国内纺织业出口单月交货值同比降幅逐步收窄，由年内最大的 -16.50% 收窄至 12 月份的 -3.10%，出口情况逐步改善。进入 2024 年后，海外去库周期进入尾声，我国纺织业出口复苏。根据海关总署数据，截至 2024 年 4 月，我国纺织业出口交货值累计值同比增长 1.30%，纺织业出口有望进入上升阶段。

化纤直接出口也或成为化纤行业新的需求增长点。随着我国在纺织产业链国际分工地位的变化，化纤产品直接出口份额呈现较好增长态势。根据海关总署数据，截至 2024 年 4 月，中国化纤制造业出口交货值累计同比增长 14.80%。直接出口为化

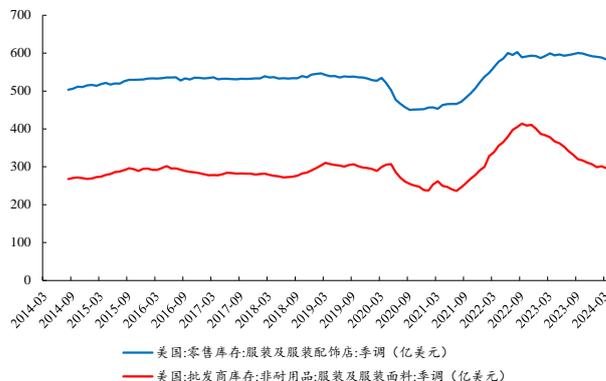
纤行业提供了新的需求增长点，未来出口份额有望进一步提升。

图15：2021年后，美国服装销售额恢复增长趋势



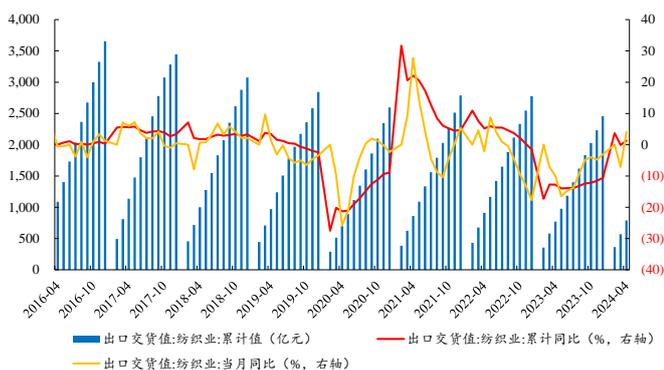
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年以来，美国服装面料批发商持续去库



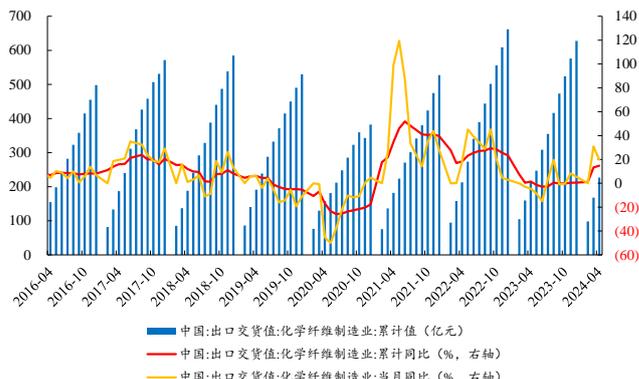
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2024年以来，纺织业出口情况改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024Q1，化纤制造业出口交货值同比增长13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

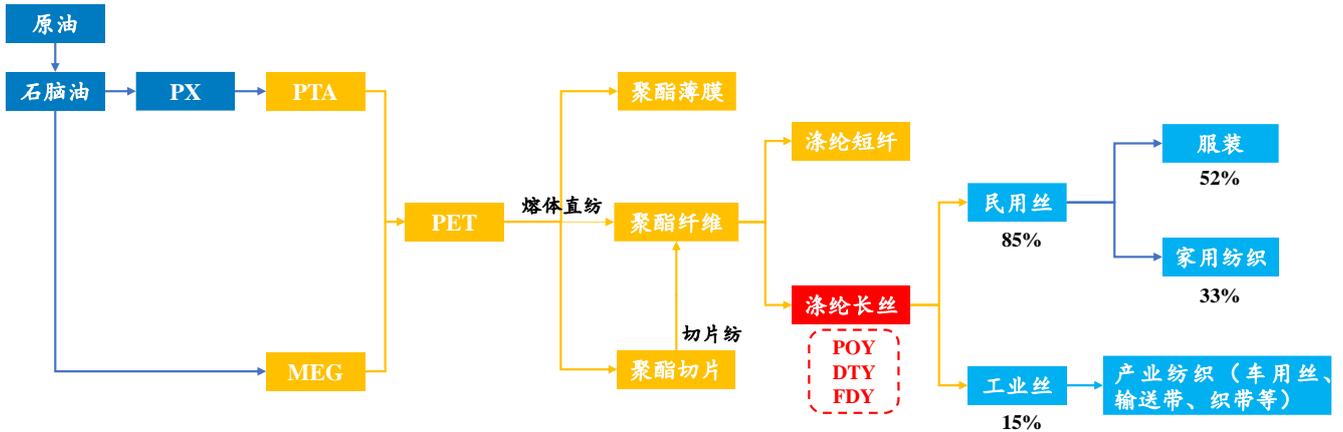
我国纺服消费需求高景气趋势较为明确，我们认为化纤行业作为纺服产业链的上游，在国内外纺服需求支撑下将迎来受益机遇。另外，得益于我国化纤产品直接出口的增长趋势，我们看好中国化纤企业将继续稳定供应全球，进一步提高在全球的市占率。

## 2、涤纶长丝：行业扩产速度放缓，需求向好支撑景气上行

### 2.1、涤纶长丝行业已发展为寡头竞争格局

涤纶长丝是重要的纺织原料。涤纶又称聚酯纤维，上游为石化产业，以PTA和MEG为原料缩聚制得聚酯，再经熔体直纺或切片纺加工成丝，按长度可分为涤纶长丝和涤纶短纤。涤纶长丝的长度通常在千米以上，而涤纶短纤则在几厘米至十几厘米，通常由长丝束切断制得。涤纶长丝凭借易洗快干、结实耐用、弹性好、耐光性好、耐腐蚀等特点，广泛应用于服装、家用纺织、产业纺织等领域。

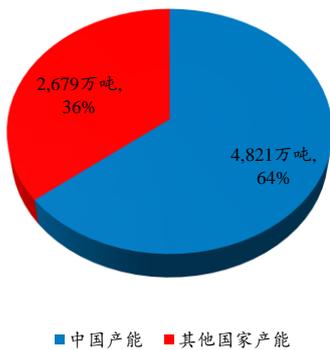
图19：涤纶长丝上游为石化产业，下游应用于服装、家纺等领域



资料来源：百川盈孚、观研报告网、开源证券研究所

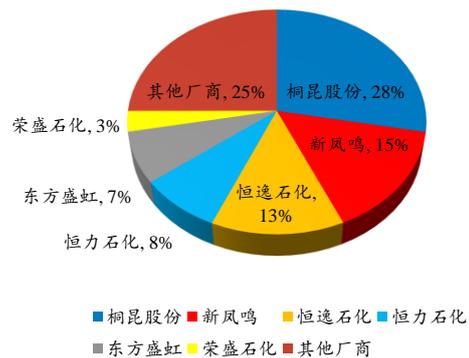
涤纶长丝行业集中度高，2023年产能CR6达到75%。我国是全球重要的涤纶长丝生产地，根据桐昆股份公告中信息计算，2023年中国涤纶长丝产能占全球总产能的64%。我国涤纶长丝行业经过较长时间的发展，从充分竞争的态势，逐步演变成以行业龙头企业之间的全方位竞争格局为主的形势。一方面，部分品质差、能耗高、规模小、竞争力弱的企业不断被淘汰；另一方面，行业内大型企业持续扩张产能，行业集中度不断提高。根据我们统计，截至2023年底，涤纶长丝行业产能排名前六的企业为桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹与荣盛石化，涤纶长丝年产能分别达到1,350、740、633.5、395、355、142万吨，产能CR6达到75%。高集中度使得龙头企业的议价能力不断提升，也有利于充分享受涤纶长丝价格弹性。

图20：截至2023年底，中国涤纶长丝产能占全球的64%



数据来源：桐昆股份2023年年报、开源证券研究所

图21：2023年国内涤纶长丝行业产能CR6达75%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.2、涤纶长丝行业高速扩产期进入尾声，未来新增投放速度放缓

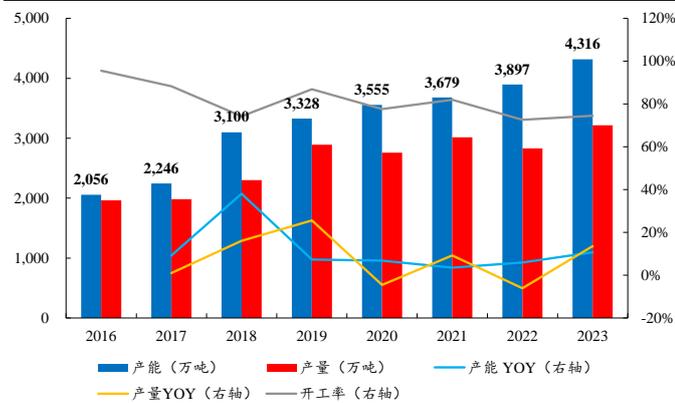
2021年后产能加速增长，且扩能多为龙头企业完成。由于2021年长丝行业景气度可观，产品利润较好，行业开启了新一轮（以下简称“本轮”）扩产周期。根据百川盈孚数据，2021年至2023年，国内共新增涤纶长丝产能950万吨，其中桐昆股份、新凤鸣、合计新增产能745万吨，占比达78.42%，龙头企业是本轮扩产的主力。另

外，行业原本计划在 2022 年投产的装置由于市场行情的原因，部分延后至 2023 年，使得 2023 年产能集中投放。

**供给端前景较为明确，后续供给格局或将逐步优化。**进入 2024 年之后，本轮规划的扩产项目基本投产完毕，国内涤纶长丝产能增速或将明显放缓，我们保守预计 2024 年国内涤纶长丝新增产能仅为 90 万吨。同时若考虑到在建项目的投产不确定性与落后产能进一步出清等情况，则 2024 年涤纶长丝行业净增产能可能更少。

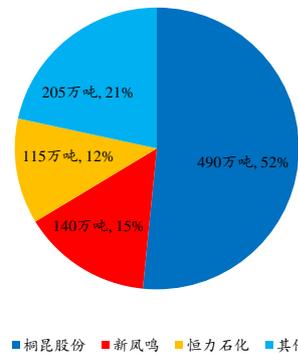
**当前长丝行业投资回报率较低，在产企业或缺乏扩产动力。**根据桐昆股份与新凤鸣公告，我们计算得出，涤纶长丝平均吨投资成本 3,233 元。假设行业处于周期相对底部的条件下，涤纶长丝吨净利 200 元，则项目投资回报率仅为 6.19%，在不考虑项目建设期与资金成本的情况下，项目静态投资回收期也高达 16.16 年。对于利润水平更低的中小企业，扩产带来的效益可能更差，因而其扩产意愿也只会更弱。

图22：2016-2023 年国内涤纶长丝产能 CAGR 达 11%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图23：2021-2023 年，行业扩产主要为龙头企业完成



数据来源：各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

表2：2023 年后涤纶长丝行业产能增速明显放缓

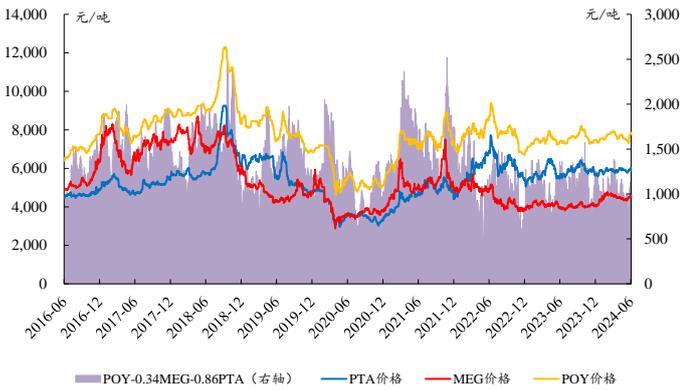
公司	2023 年底产能 (万吨/年)	2024 年规划新产能 (万吨/年)	2025 年规划新产能 (万吨/年)
桐昆股份	1,350	/	120 (安徽项目 60 万吨预计 2025Q1 投产; 福建基地 60 万吨预计 2025 年投产)
新凤鸣	740	40 (江苏新拓 40 万吨, 预计 24 年 8 月投产)	65 (25 万吨阳离子预计 2025Q1 投产; 40 万吨差别化丝预计 2025H2 投产)
恒逸石化	633.5	/	/
恒力石化	395	/	/
东方盛虹	355	/	/
荣盛石化	142	50 (盛元化纤 50 万吨, 预计 2024 年下半年投产)	/
其他厂商	700.5	/	/
<b>合计</b>	<b>4,316</b>	<b>90</b>	<b>185</b>

数据来源：各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

**当前涤纶长丝价差处于历史低位，龙头企业盈利微薄。**本轮扩产导致涤纶长丝行业供需错配，下游需求增长滞后于产能增长，加剧了龙头企业间竞争和行业上下

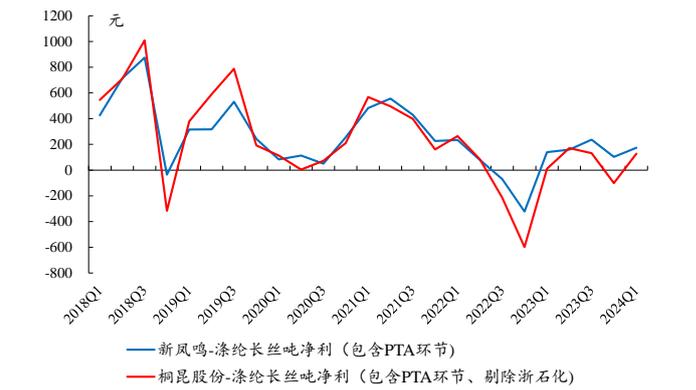
游博弈，削弱了涤纶长丝的利润空间。根据 Wind 数据，截至 2024 年 4 月底，涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 价差分别为 964、1,539、2,439 元/吨，在历史同期水平中偏低。长丝企业盈利能力下降，以行业龙头桐昆股份和新凤鸣为例，两公司 2024Q1 的 POY 售价分别为 6,819、6,856 元/吨，但吨净利仅为 127、174 元/吨。当前涤纶长丝行业普遍承压。未来随着供给端逐步优化，行业盈利或将在需求复苏的支撑下逐步修复。

图24：当前涤纶长丝价差处于历史偏低水平



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图25：2024Q1，行业龙头的涤纶长丝吨净利偏低

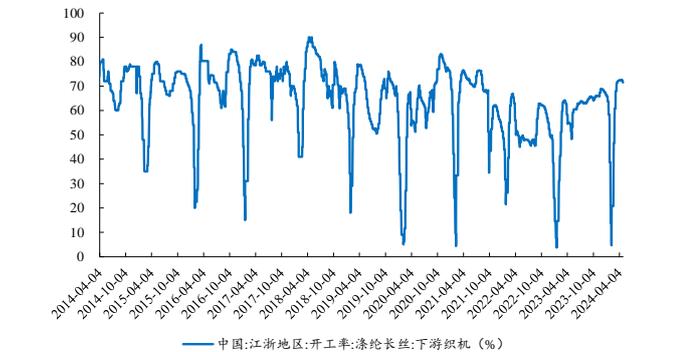


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

### 2.3、涤纶长丝下游需求坚挺，为长丝龙头盈利修复提供支撑

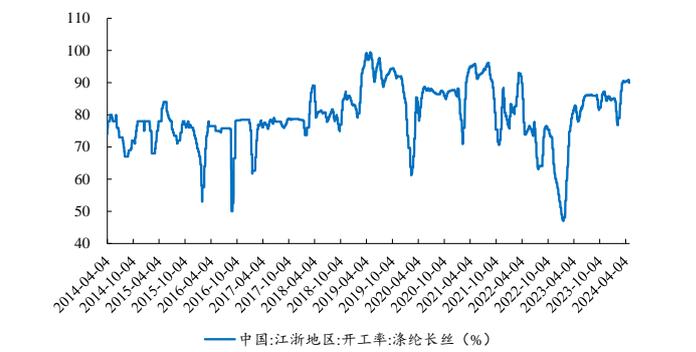
涤纶长丝下游需求坚挺，为长丝企业盈利修复提供支撑。内需：2022 年下半年以来，随着纺服需求复苏，江浙织机开工率呈现走高趋势。根据 Wind 数据，2024 年 3 月 10 日至 4 月 30 日，江浙织机开工率同比涨幅由 6.08% 扩大至 39.54%。同时，4 月江浙织机开工率维持在 70% 以上，接近 2021 年同期的高位水平。涤纶长丝下游需求较强。出口：2019 年以来，涤纶长丝直接出口稳步增长。根据百川盈孚，2023 年涤纶长丝出口量为 335 万吨，同比增长 24.97%，出口增长幅度较大。内需的旺盛叠加直接出口的持续增长，涤纶长丝需求较为坚挺，为长丝龙头盈利修复提供支撑。

图26：2024 年以来，江浙地区织机开工率较高



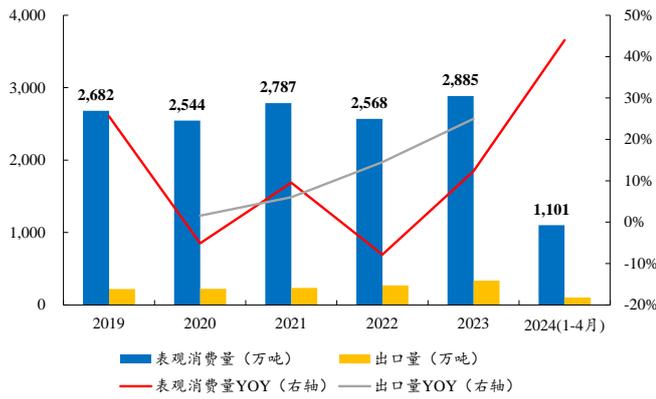
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024 年 4 月份，涤纶长丝开工率维持在 90% 左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2024年1-4月，涤纶长丝表现消费量同比+44%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2023年下半年，国内涤纶长丝大幅去库



数据来源：Wind、开源证券研究所

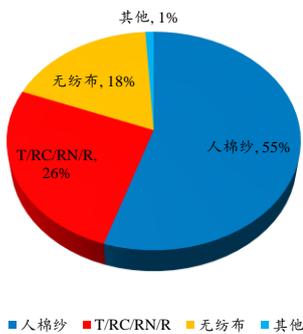
## 3、粘胶纤维：行业供给集中度高，下游需求旺盛

### 3.1、粘胶短纤：供应格局不断优化，行业景气度有望上行

粘胶短纤是一种性能优异的人造纤维，广泛应用于服装家纺和医疗卫生领域。粘胶短纤以天然棉短绒、木材为原料制成，别称“人造棉”，质地与棉花相近，综合性能优于棉花。粘胶短纤主要用于生产人棉纱、混纺纱和无纺布等。其中：人棉纱是粘胶短纤经湿法纺丝制成的纱线，具有吸湿性好、穿着舒适、独特的耐热性等优点。人棉纱常与棉、毛或各种合成纤维混纺、交织、用于各类服装及装饰用纺织品。混纺纱主要是棉、粘胶、涤纶、氨纶等以不同比例混纺而成，广泛应用于西装、休闲外套等服饰中。无纺布具有手感柔软、悬垂性好、吸湿性好等特点，广泛应用于纱布、口罩、湿巾等医疗卫生领域。

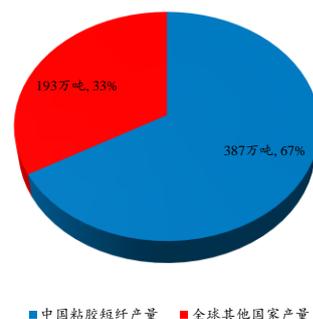
中国是全球主要的粘胶短纤产地，2021年全球67%的供应来自中国。粘胶短纤是再生纤维素纤维中占比最大的类别，根据全球纺织品交易所(Textile Exchange)数据，2021年全球再生纤维素纤维产量为720万吨，其中粘胶短纤产量580万吨，是再生纤维素纤维中占比最大的类别。根据中国化纤工业协会数据，2021年我国粘胶短纤产量为387万吨，占全球产量的67%，中国是全球主要的粘胶短纤生产地。

图30：人棉纱是粘胶短纤最大的应用领域



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图31：2021年中国粘胶短纤产量占全球的67%

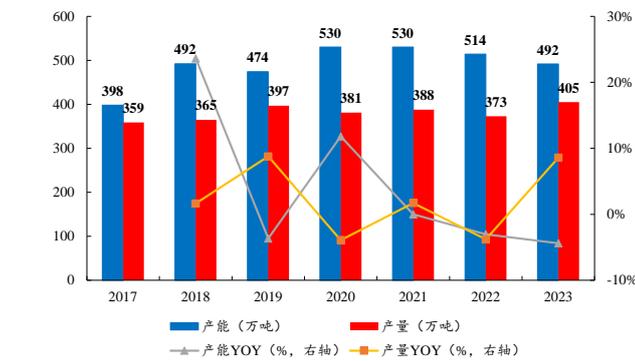


数据来源：TextileExchange、中国化纤工业协会、开源证券研究所

### 3.1.1、目前粘胶短纤行业集中度较高，行业扩产大幅放缓，供给压力缓解

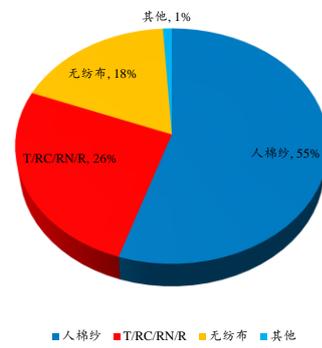
2021年-2023年粘胶短纤行业产能持续缩减，当前行业集中度较高。2018年，粘胶短纤行业大幅扩产，产能同比增长24%，打破了原本供需平衡的状态。2019年年底，全球突发公共卫生事件，国内纺服市场走势低迷，粘胶短纤下游需求走弱。供需矛盾的加剧导致企业间竞争压力日益增大，产能小、资金实力弱的企业逐步退出。根据百川盈孚数据，2020年和2021年，行业退出产能合计37万吨。同时，龙头企业趁势扩产或收购兼并小公司以降低成本、扩大优势，粘胶纤维行业产能集中度不断提升。截至2024年6月，赛得利、三友化工和中泰化学三家龙头企业合计产能接近全国总产能的70%，目前粘胶短纤行业集中度已经达到了较高水平。

图32：2023年国内粘胶短纤产能同比下降4.38%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图33：截至2024年6月，粘胶短纤行业CR3接近70%



数据来源：各公司公告、各公司官网、卓创资讯、绸都网、开源证券研究所

表3：截至2024年6月，粘胶龙头企业产能占比较大

企业名称	产能 (万吨/年)	所在地区
赛得利	180	江西、福建、江苏
中泰化学	88	新疆
三友化工	78	河北
山东雅美	32	山东
丝丽雅	20	四川
银鹰化纤	25	山东、新疆
潍坊欣龙	20	山东
南京兰精	18	江苏
吉林化纤	12	吉林
新疆雅澳	12	新疆
南京化纤	8	江苏
博拉经纬	7	湖北
合计	500	

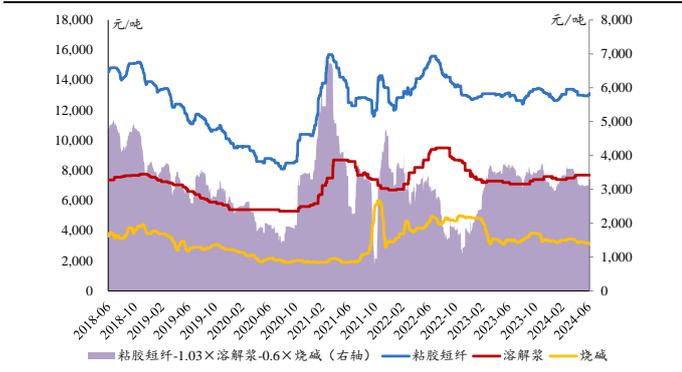
数据来源：各公司公告、各公司官网、卓创资讯、绸都网、开源证券研究所（截至2024年6月1日）

粘胶短纤行业盈利持续承压。2018年，过快的产能增速导致粘胶短纤市场持续

低迷，粘胶短纤价格价差不断下探，2020年8月初，粘胶短纤价格降至8,100元/吨的历史低位，行业普遍亏损。2020年底至2021年初，粘胶短纤价格经历了一轮强势上涨通道，但由于需求端支撑不足，高景气现象并未延续。2022年以来，原材料成本走强为粘胶短纤价格带来一定的支撑作用，但至今粘胶短纤行业依旧处于盈利低谷。我们根据三友化工、中泰化学公开信息计算，2022年和2023年，三友化工的粘胶短纤单吨毛利润分别为39元、734元；中泰化学的粘胶短纤单吨毛利润分别亏损79元和46元。

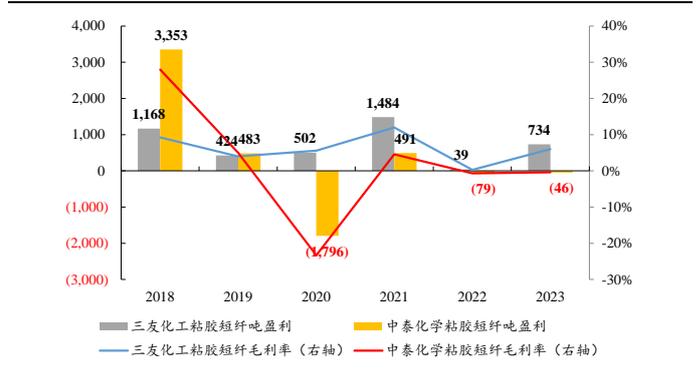
**粘胶行业新规范出台，未来行业供给端压力或将不断减小。**根据工业和信息化部发布的《粘胶纤维行业规范条件（2024版）》，改扩建粘胶纤维项目总生产能力应达到：连续纺粘胶长丝年产1万吨及以上；粘胶短纤年产8万吨及以上。根据三友化工与南京化纤公司公告，我们计算得出，粘胶短纤平均吨投资成本10,500元。以此计算，新增8万吨产能需要8.40亿元投资额，对小企业扩门槛较高。在粘胶短纤行业低迷的情况下，头部企业扩产信心和动力不足。根据卓创资讯，截至2024年6月，行业暂无新增产能规划，因此2024年、2025年粘胶短纤供应端暂无新增产能压力（假设项目建设期1-2年）。未来粘胶短纤行业供给过剩的压力有望逐步缓解，叠加下游纺服、家纺等需求逐步复苏，我们认为，随着供需格局持续优化，粘胶短纤盈利继续下探空间较小，价格向上弹性较大。

图34：当前粘胶短纤价差偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2022-2023年，中泰化学粘胶短纤产品利润承压

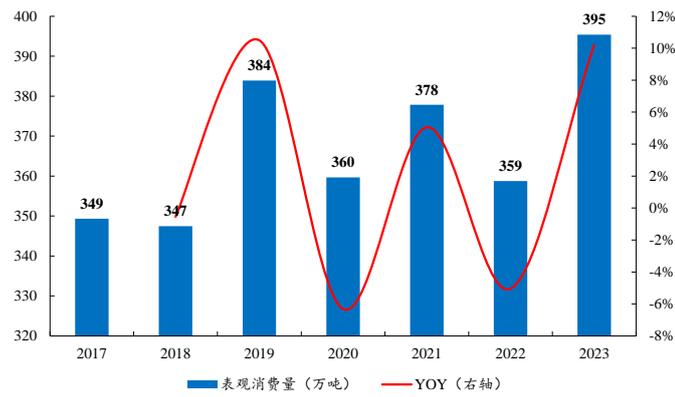


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.1.2、当前国内粘胶短纤需求高增长，棉花替代品、湿巾等需求为重要支点

**需求逐渐复苏，粘胶短纤行业景气或将上行。**2023年以来，国内外纺服需求逐步复苏，化纤下游织机开工率增长，人棉纱线价格稳定，粘胶短纤需求端表现良好。根据卓创资讯，2023年国内粘胶短纤表观消费量395万吨，同比增长10.20%。2024年粘胶短纤行业延续了复苏趋势，**库存方面**，根据百川盈孚，截至2024年6月7日，粘胶短纤行业库存为9.86万吨，为2019年以来同期的较低水平；**开工率方面**，2024年6月1日至7日，行业开工率为79.75%，相比2020年以来同期提振。高开工率、低库存水平反映了粘胶短纤需求逐步走强，有望支撑粘胶短纤行业盈利修复。

图36：2023年国内粘胶短纤表观消费量同比增长10%



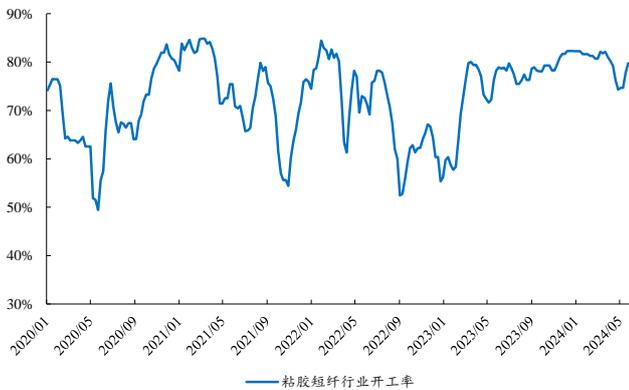
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图37：2023年以来，人棉纱价格较为稳定



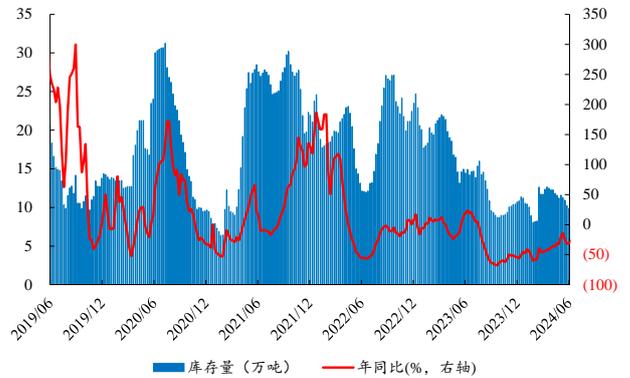
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2024年以来，粘胶短纤行业开工率较高



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图39：2023年H2以来，粘胶短纤行业库存水平较低

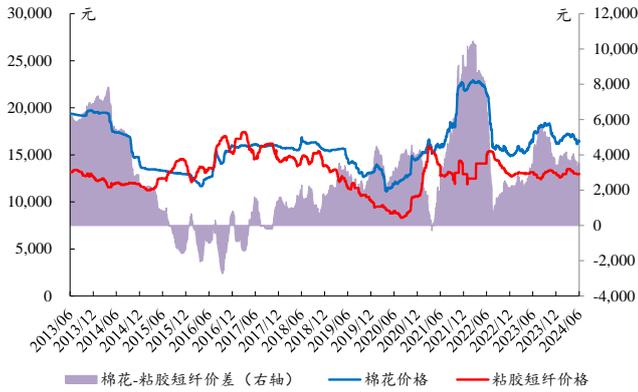


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

**棉花-粘胶短纤价差较大，或推动粘胶短纤渗透率持续提升。**粘胶短纤作为棉花的替代品，经常与棉花、涤纶短纤混纺使用，且价格与棉花价格相关度较高。根据未来智库数据，2009到2022年，在粘胶短纤、涤纶短纤和棉花的下游总消费中，粘胶短纤的占比从7%提升到16%，粘胶短纤在下游渗透率的提升是产业大趋势。根据Wind数据，截至2024年6月1日，国内棉花现货价为16,408元/吨，棉花-粘短价差约3,433元/吨，价差水平较高。另外，根据国家统计局数据，2016年后我国棉花播种面积持续下降，棉花供应增长能力有限。未来粘胶短纤价格优势可能更加明显，下游使用粘胶短纤替代棉花的动力将更为强烈。

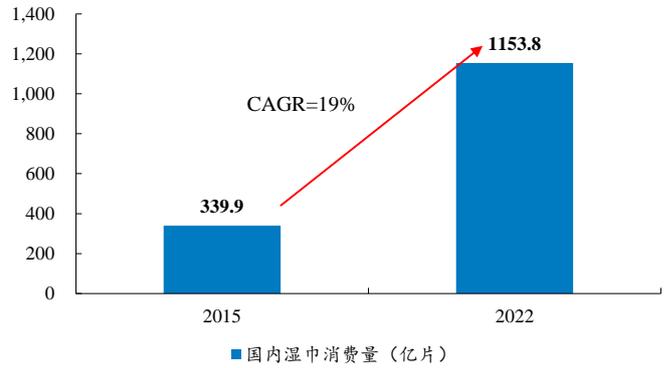
**国内湿巾需求快速增长，粘胶短纤行业有望受益。**随着人们生活水平的提高和卫生防护意识的增强，我国湿巾行业发展向好，市场消费量快速增长。根据智研咨询数据，2022年我国湿巾消费量为1,153.8亿片，行业市场规模达127.6亿元，2015-2022年消费量CAGR达19%。另外，根据华经产业研究院数据，2022年我国湿巾人均消费额为1.3美元，美国、英国、日本人均消费额分别为17.9美元、10.4美元、8.1美元。我国湿巾消费水平远低于欧美等发达地区，未来市场空间较大。无纺布是湿巾的主要原材料，占湿巾原材料成本的50%左右。湿巾行业的快速发展将带动无纺布的需求上涨，进而为粘胶短纤需求提供重要的增长点。

图40：当前棉花-粘胶短纤价差较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2015-2022年，国内湿巾消费量CAGR达19%

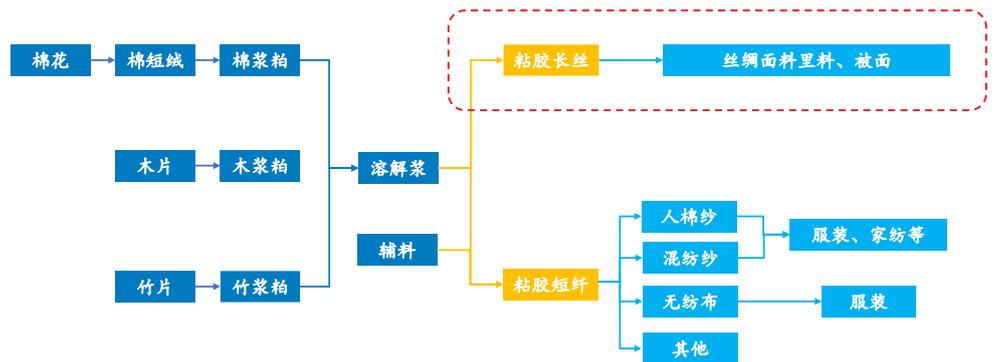


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

### 3.2、粘胶长丝：当前行业供需格局偏紧，行业有望维持高景气

粘胶长丝与粘胶短纤的生产工艺、应用领域有所不同。粘胶长丝又被称为“人造丝”或“生物质纤维长丝”，属于再生纤维的一种。粘胶长丝和粘胶短纤前端原料组分相同，均为由棉浆、木浆、竹浆生产溶解浆和二硫化碳、烧碱等辅料。但粘胶长丝对溶解浆的要求更高，生产工艺流程更长，且两者产线不能互相转化。粘胶长丝是天然真丝的替代品，具有光滑柔软、轻薄透气、抗静电、吸湿等特性，下游用于生产丝绸、绸缎、以及目前比较热门的提花面料，属于高端化纤产品。粘胶短纤类似于棉花，主要用于生产人棉纱、混纺纱和无纺布等，粘胶长丝和粘胶短纤应用领域存在差异。

图42：粘胶长丝和粘胶短纤的下游应用场景不同

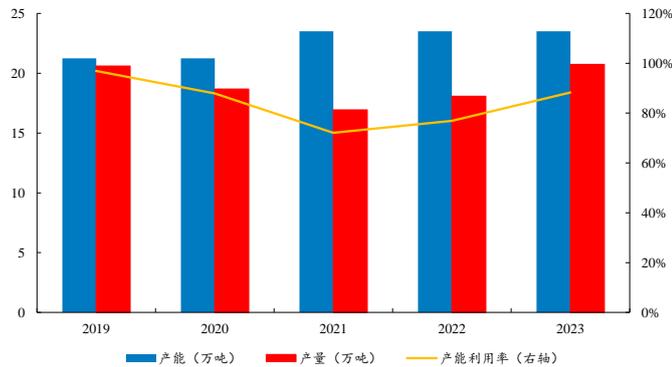


资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

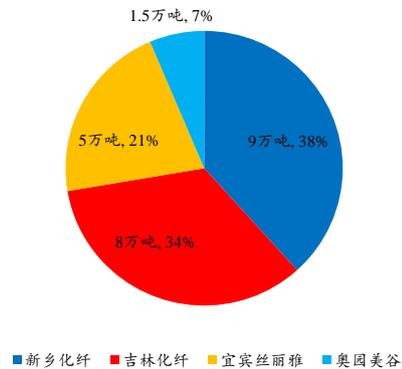
#### 3.2.1、粘胶长丝行业集中度高，供给格局稳定

粘胶长丝行业产能集中在头部企业，未来供给格局稳定。我国已发展为全球最大的粘胶长丝生产国，根据观研报告网数据，2022年全球粘胶长丝总产能约为28万吨，我国产能占比达75%左右。目前国内主要生产企业有新乡化纤、吉林化纤、

宜宾丝丽雅和湖北金环（奥园美谷），截至 2023 年底，4 家企业产能合计 23.5 万吨，基本代表了国内粘胶长丝的全部产能。其他企业（南京化纤、恒天海龙等）因产能落后和环保等原因均已陆续退出市场，行业整体的市场集中度较高。随着工信部发布的《粘胶纤维行业规范条件（2024 版）》落地，粘胶长丝行业扩产监管有所放宽，未来粘胶长丝行业头部企业或继续扩产，巩固其龙头地位。当前新乡化纤与吉林化纤各有 1 万吨在建产能，预计将在 2024 或 2025 年投产。另外，按新乡化纤和吉林化纤建设项目计算，单吨投资成本约 6.43 万元，新增 1 万吨产能需要投入 6.43 亿元。粘胶长丝投资建设成本较高，小企业新增产能难度大。长期来看，国内粘胶长丝市场将保持相对稳定的竞争格局。

**图43：2021 年以来，国内粘胶长丝行业产能稳定**


数据来源：百川盈孚、中国化纤信息网、开源证券研究所

**图44：2023 年，粘胶长丝行业产能 CR2 达 72%**


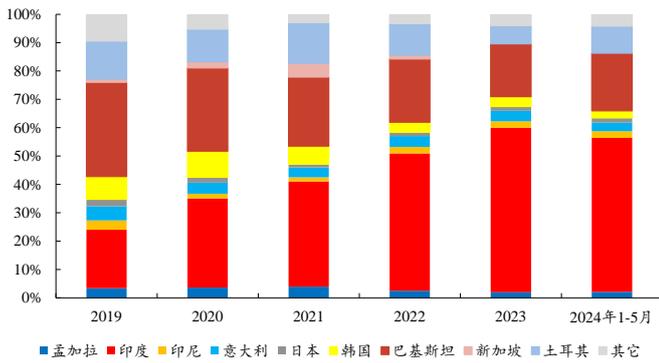
数据来源：各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

### 3.2.2、国风服饰流行带动粘胶长丝内需增长，出口需求整体稳定

**国风服饰热度高涨，带动粘胶长丝需求增长。**近年来国潮风影响力越来越强劲，消费者对国风服饰的接受度逐渐提高。尤其是 2023 年以来，随着国内经济逐步复苏，消费者出行需求增加，汉服、马面裙等国风服饰热度持续升温。根据抖音电商《2024 抖音电商女性消费趋势数据报告》的数据，2023 年，马面裙、汉服、宋锦外套的订单量分别同比增长 841%、336%、225%。中高端的国风服装为保证仿古风格，一般采用以粘胶长丝为主要原料的提花面料。国内国风服饰需求增长，带动了粘胶长丝需求增长。根据百川盈孚数据，2023 年国内粘胶长丝表观消费量为 11.73 万吨，同比增长 51%。另外，艾媒咨询数据显示，2023 年中国汉服市场规模达 144.7 亿元，2027 年中国汉服市场规模有望达到 241.8 亿元，2023-2027 年 CAGR 达 14%。粘胶长丝需求未来有较大的上行空间。

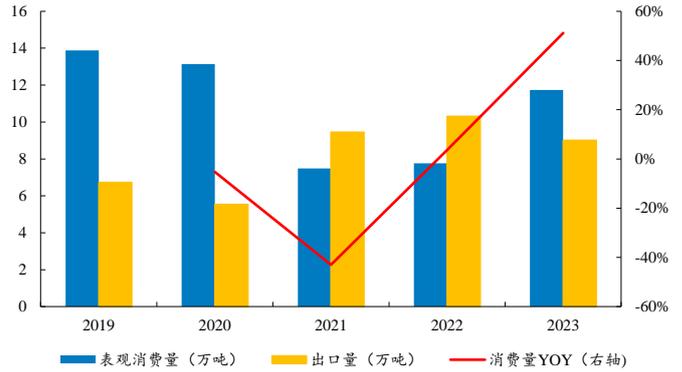
**国内粘胶长丝出口需求整体稳定。**我国粘胶长丝出口主要面向印度、巴基斯坦、土耳其等国家，出口量较高且在 2020 年至 2022 年间持续增长。2023 年受到海外服装去库的影响，国内粘胶长丝出口量出现下滑。进入 2024 年后，海外去库周期进入尾声，粘胶长丝出口逐渐恢复增长。根据百川盈孚数据，2024 年 1-5 月，国内粘胶长丝出口量为 3.57 万吨，同比增长 8%。未来随着海外服装需求复苏，粘胶长丝出口量有望继续扩大。

图45：我国粘胶长丝主要出口向印度、巴基斯坦等国家



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

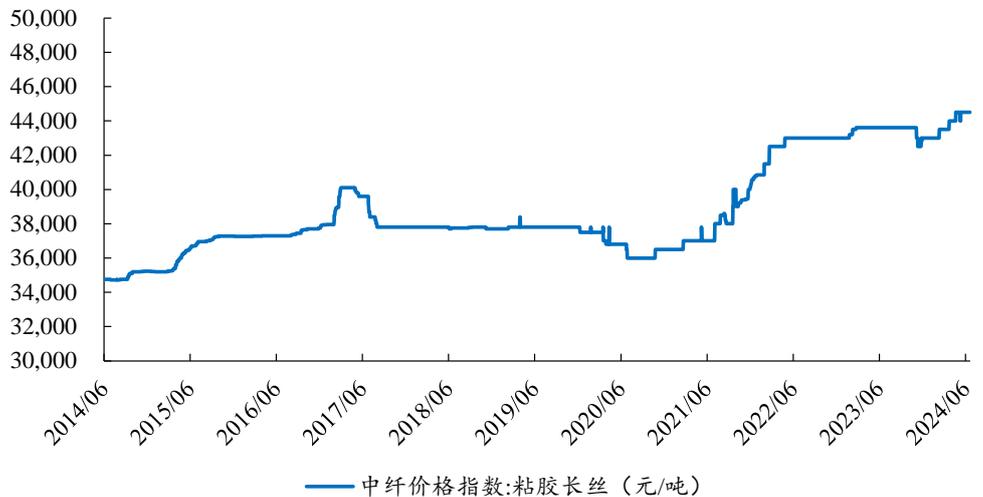
图46：2023年，国内粘胶长丝需求强势复苏



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

**当前粘胶长丝行业景气度较高。**2021年以来，由于下游需求复苏叠加供应格局稳定，粘胶长丝价格呈上涨趋势、开工率水平维持高位。根据 Wind 数据，粘胶长丝价格指数已由 2021 年 6 月 10 日的 37,000 元/吨上涨至 2024 年 6 月 10 日的 44,500 元/吨。据百川盈孚数据，2024 年 6 月 15 日至 21 日，行业周度开工率为 83.08%，当前粘胶长丝行业景气度较高。未来随着国内外经济持续恢复，粘胶长丝需求将持续向好。

图47：2024年以来，粘胶长丝价格呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、锦纶纤维：性能优异的化纤材料，运动行业高景气或将带动需求持续增长

### 4.1、锦纶纤维性能优异，原材料供应稳定

锦纶纤维是一种性能优异的化纤材料，广泛用于室内外运动服。聚酰胺 (Polyamide, PA) 也叫聚己二酰己二胺，是分子主链上含有重复酰胺基团(-[NHCO]-)

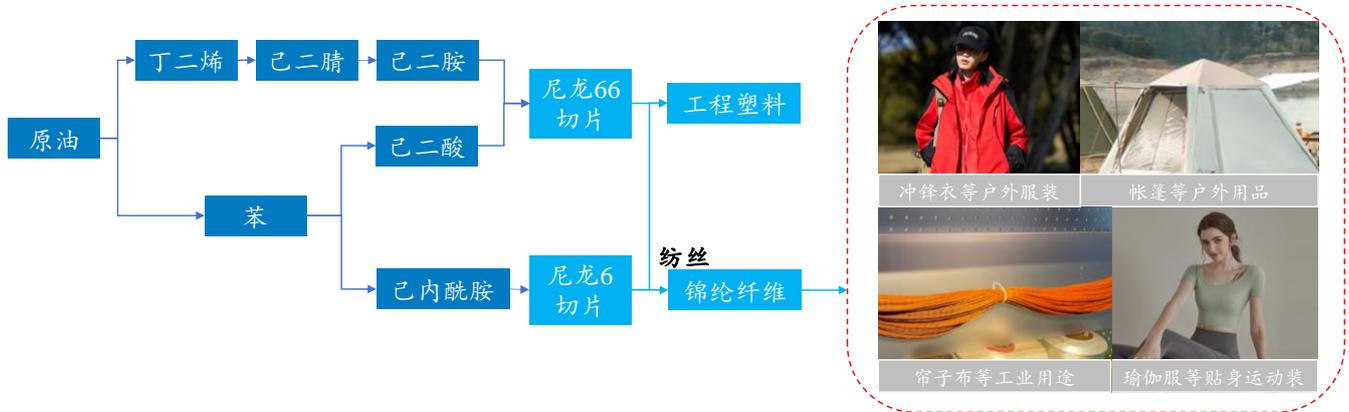
的热塑性树脂总称，包括脂肪族聚酰胺、脂肪-芳香族聚酰胺和芳香族聚酰胺。其制成的纤维，在我国的商品名为锦纶。（目前我国习惯称除纤维外的聚酰胺产品为尼龙）锦纶纤维是国内产量占比第二高的化纤品类，根据中国化纤工业协会数据，2023年国内锦纶产量432万吨，占化纤总产量的6.29%。与其他化纤相比，锦纶纤维在强度和耐磨性、吸湿性等方面具有突出特点，因而由其制成的面料被广泛应用于户外、运动、防寒、休闲服装等领域。

表4：锦纶纤维是断裂强度最大的合成纤维

材料特性	具体内容
强度高	锦纶的断裂强度在合成纤维中是最大的一种，比羊毛高3-4倍，比棉花高1-2倍，比粘胶纤维高3倍左右。
耐磨性优异	锦纶的耐磨性是棉花的10倍、羊毛的20倍、粘胶纤维的50倍。
耐腐蚀性好	锦纶耐腐蚀性优良，具有良好的抗菌、抗霉菌能力，贮存容易，制成服装易于打理。
耐寒性好	锦纶具有良好的耐低温性能，是制作极端户外运动服的首选。
吸湿性优异	锦纶的公定回潮率为4.5%，远高于涤纶的0.4%，因而锦纶面料的吸湿性在合成纤维面料中属较好品种，制作的服装比涤纶服装穿着更舒适。
轻质柔软	锦纶密度较小，属于轻型纤维，在合成纤维中仅列于丙纶、腈纶之后，比棉花轻35%，比粘胶纤维轻25%，因此锦纶面料适合制作束身衣、贴身运动衣、泳衣、衬衫、内衣等贴身织物。

资料来源：台华新材招股书、开源证券研究所

图48：锦纶纤维主要由尼龙6切片和尼龙66切片经拉伸纺丝制得

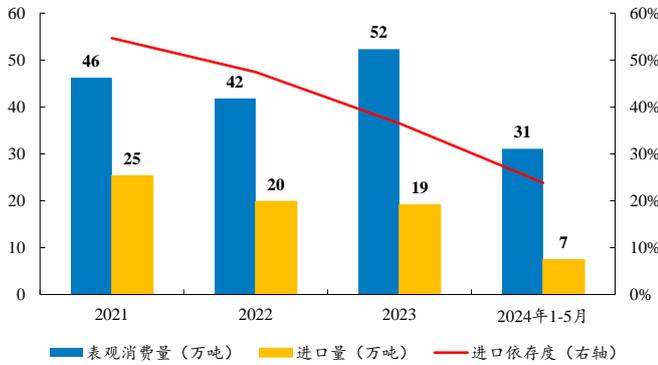


资料来源：苏宁易购、河南青年网、开源证券研究所

国内锦纶纤维主要以尼龙6纤维为主，尼龙66纤维占比较小。生产方面看，尼龙66纤维生产壁垒高。一方面，尼龙66纤维原材料切片生产壁垒高。己二腈是尼龙66切片的主要前体原料之一，具有较高的技术壁垒，其产量长期被美国英威达、美国奥升德、德国巴斯夫和日本旭化成等四家海外化工企业占据。根据华经情报网数据，2022年全球己二腈市场CR4市占率达88.65%。受制于对己二腈等原料的进口依赖，国内PA66切片的生产能力不足。另一方面，尼龙66民用丝制备难度大。尼龙66纤维吸色性能比尼龙6纤维差，导致其纺丝和染色环节工艺要求高。消费方面看，我国民用丝主要以尼龙6纤维为主。以瑜伽服为例，ZAKER发布的资讯和人民日报刊登的文章显示，目前国内市场的瑜伽服主要采用尼龙6纤维为主、氨纶为辅的面料。尼龙66纤维占比较小，主要为高端品牌所采用。根据百川盈孚数据计算，

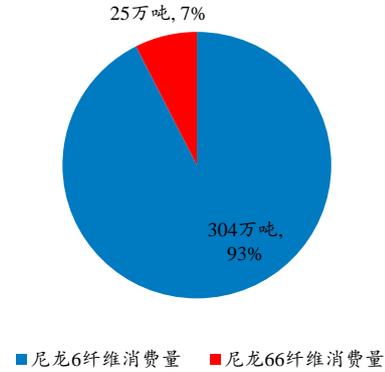
2023年，国内尼龙6纤维消费量约为304万吨；尼龙66纤维消费量约为25万吨，仅占锦纶纤维消费总量的10%左右。我国锦纶纤维消费以尼龙6纤维为主。因此，本报告后续对锦纶纤维的分析主要针对尼龙6纤维。

图49：2023年，我国尼龙66切片进口依存度仍然较高



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

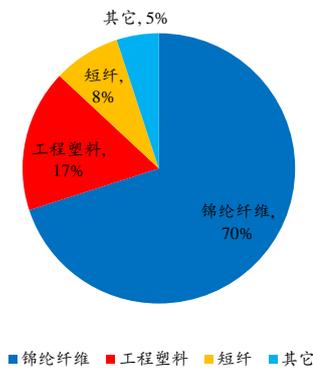
图50：2023年，国内尼龙66纤维消费量占比较小



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

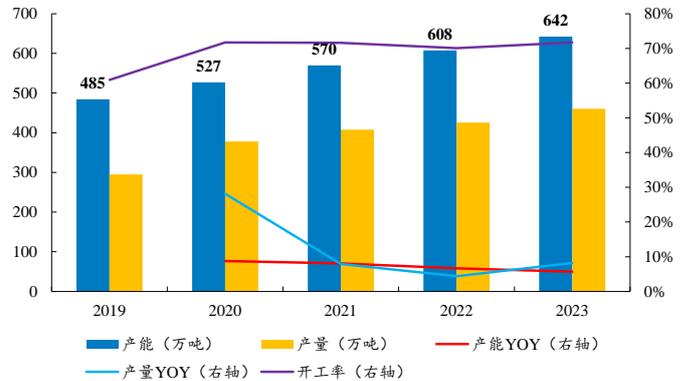
国内尼龙6切片供应充足。2019年以来，国内尼龙6切片产能持续增长，但增速逐步放缓。根据百川盈孚，截至2024年6月，国内尼龙6切片产能为668万吨，同比增长4.05%；截至2024年5月，国内尼龙6切片产量为220万吨，环比增长20%。尼龙6切片产能的稳定增长为锦纶纤维行业发展奠定了坚实基础。

图51：尼龙6切片下游主要用于锦纶纤维



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图52：2019年以来，国内尼龙6切片产量稳定增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

## 4.2、当前锦纶纤维行业格局较为分散，持续亏损有望加速行业洗牌

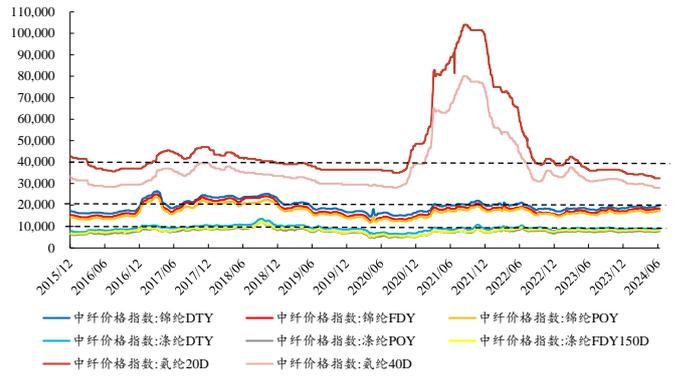
当前锦纶纤维行业弱势运行。2019年尼龙6切片新产能集中投放，对价格形成利空影响，成本端支撑不足导致锦纶纤维价格下滑。2020年以来，因疫情等宏观因素导致锦纶纤维终端需求较弱。供需两端承压导致锦纶纤维毛利润在成本线上下震荡。根据百川盈孚数据，截至2024年6月11日，纺丝-拉伸一步法锦纶纤维单吨毛利润亏损100元，锦纶纤维行业盈利持续承压。

图53: 当前锦纶纤维毛利润在成本线上下波动



数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

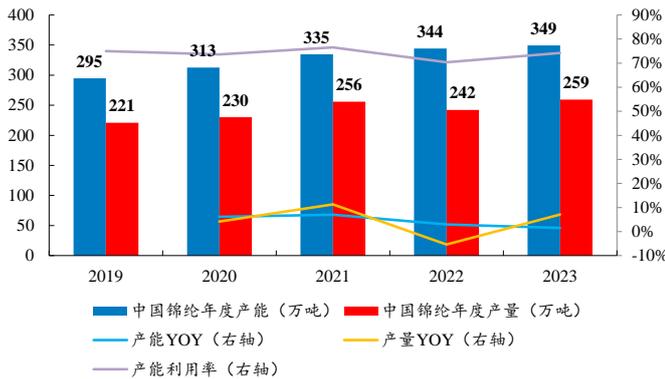
图54: 2023 年以来, 锦纶纤维价格弱势上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

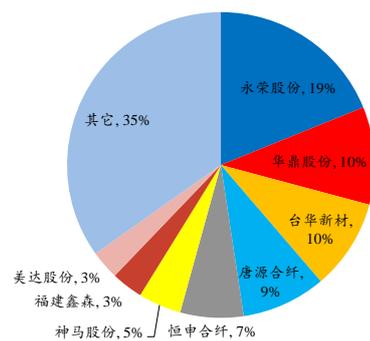
当前锦纶纤维行业格局较分散, 高性能、差异化产能投放或将加速小产能出清, 行业集中度有望进一步提升。2021 年至 2023 年, 由于锦纶纤维行业景气度不足, 国内几乎没有净新增产能。截至 2023 年年底, 锦纶纤维行业产能前五的厂商为永荣股份、华鼎股份、台华新材、唐源合纤、恒申合纤, 产能分别为 68.0 万吨、37.3 万吨、34.5 万吨、32.0 万吨、24 万吨, 合计约占行业总产能的 54%。尽管当前行业龙头产能占比较高, 但行业内小厂商分布仍较多。百川盈孚统计行业产能的 42 家样本公司中, 产能小于 10 万吨的企业有 34 家以上, 产业格局相对分散。根据现有信息, 锦纶纤维行业在 2024 年约有 39.4 万吨产能投产, 且项目多为高性能、差异化锦纶纤维。届时常规锦纶纤维小产能可能会面临更大经营压力, 预计出清加快, 行业集中度有望提升。2025 年后行业规划新产能较少, 产能增速放缓。经过这一轮产能投放, 我们预计锦纶行业基本到达下行周期底部, 具有较大的向上反弹空间。

图55: 2021-2023 年国内锦纶纤维产能增长较少



数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

图56: 截至 2023 年年底, 锦纶纤维产能 CR5 约为 46%



数据来源: 各公司官网及公告、百川盈孚、开源证券研究所

表5: 预计 2024 年国内锦纶纤维新增产能较多

企业名称	规划产能 (万吨)	投产时间	投产地点
湖北三宁化工股份有限公司	20	2024 年	湖北省
宁波新纶化纤有限公司	10	2024 年	浙江省
神马股份	6	2024 年	河南省
华鼎股份	3.4	2024 年	江西省

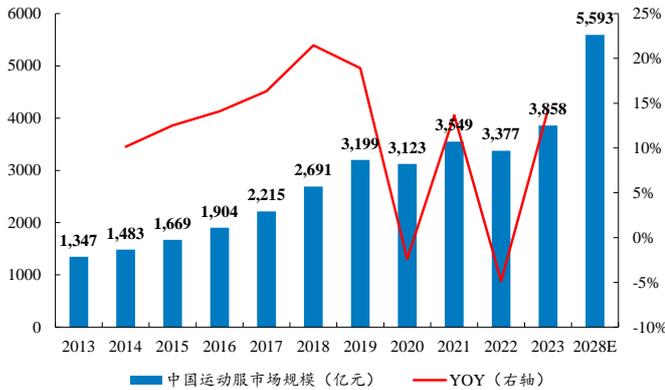
企业名称	规划产能 (万吨)	投产时间	投产地点
永昌(天门)新材料有限公司	10	2025年	湖北省
合计	49.4		

数据来源：各公司公告、湖北日报、中国化工报、卓创资讯、开源证券研究所

### 4.3、受益于传统运动、户外运动的高热度，锦纶纤维需求有望持续提升

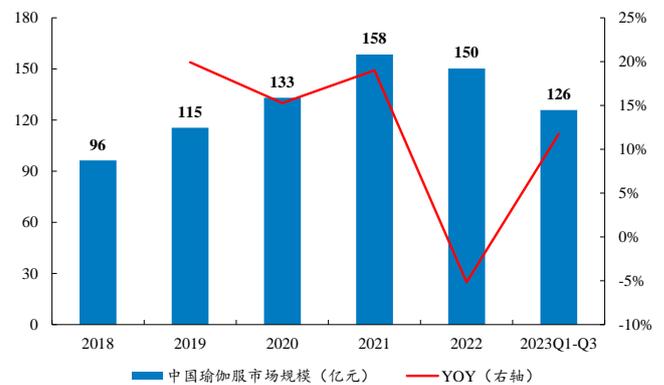
国内运动服市场规模增速较高，为锦纶纤维需求提供有力支撑。随着人们生活水平的提高和健康意识的增强，跑步、瑜伽等传统运动日益深入到日常生活当中，运动服市场呈现出快速增长的态势。根据 Euromonitor 数据，2023 年国内运动服市场规模达 3,858 亿元，同比增长 14.24%；预计 2028 年将达到 5,593 亿元，2023 年-2028 年 CAGR 有望达 7.71%。国内运动服市场规模的快速增长将进一步提升功能性成品面料的需求，锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料市场有望持续向好。

图57：2023 年中国运动服市场规模同比增长 14.24%



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图58：2023Q1-Q3，国内瑜伽服市场规模同比+11.74%



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

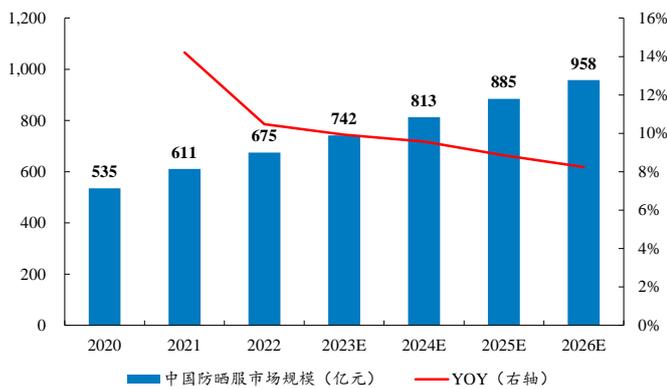
**防晒服或将成为锦纶纤维重要的需求增长点。**锦纶纤维是优异的防晒服面料。一方面，通过在纺丝端添加能吸收紫外线的有机物质，并与尼龙 6 切片熔融共混纺制的尼龙 6 纤维能吸收紫外线，可以制备成防晒的超薄面料。另一方面，织物的凉感主要受布料导热系数和衣物与皮肤接触面积的影响，而锦纶是化纤中导热性能较好的材料，导热系数为 0.244-0.337W/(m·°C)（涤纶：0.084W/(m·°C)；棉：0.071-0.073W/(m·°C)），能提供优异的凉感效果。防晒意识的建立和防晒场景的丰富带动了国人的防晒需求迅速增长。根据艾瑞咨询数据，2022 年国内防晒服市场规模达 675 亿元，预计 2022 年-2026 年中国防晒服市场规模 CAGR 达 9.15%。防晒服市场的高景气将是锦纶纤维消费需求的重要增长点。

**户外用品市场发展快速，未来锦纶纤维需求潜力大。**随着户外登山、滑雪、露营等小众赛道快速崛起，冲锋衣、防寒服等户外运动服装和帐篷、天幕等户外装备需求快速增长。根据 Wind 数据，2021 年国内户外/登山/野营/旅行用品销售量为 3.35 亿件，销售额为 261.64 亿元，2015 年-2021 年销售量复合增速达 21.47%。2022 年受疫情影响销量出现下滑，2024 年 4 月销售量同比增长 14.78%，户外用品逐渐恢复了疫情前的高速增长。但相较发展较早的欧美地区，我国户外运动的普及率和参与人次都还较低。观研报告网 2023 年发布的报告显示，我国户外运动参与率仅为 10%，

对比欧美国家 50%以上的水平仍有较大提升空间。长期来看我国户外用品市场规模还具有广阔的市场空间，对锦纶纤维的需求潜力较大。

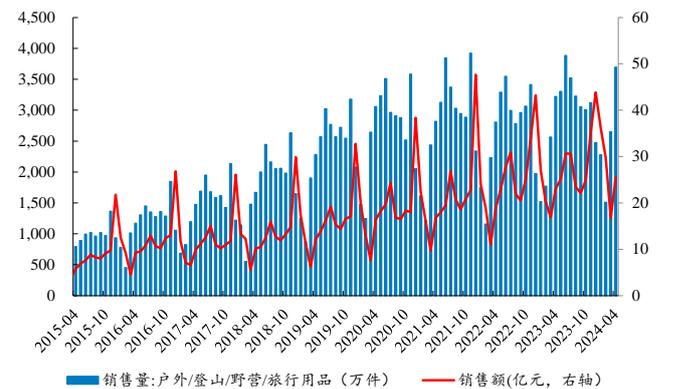
受益于传统运动、户外运动的高景气和高性能纤维面料的需求增长，锦纶需求端支撑较强。

图59：预计 2022-2026 年中国防晒服市场规模 CAGR 达 9.15%



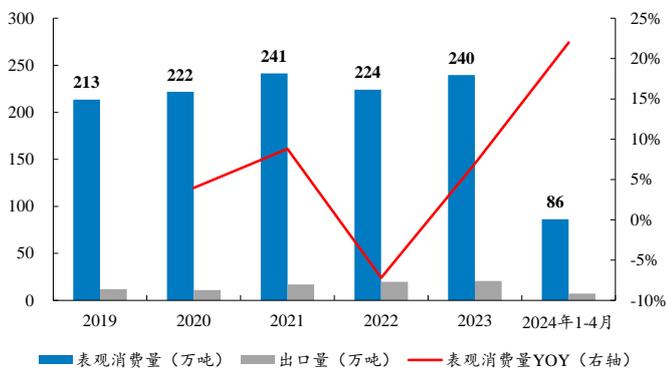
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图60：2015-2021 年，我国户外用品市场快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：2024 年 1-4 月，我国锦纶表观消费量同比+22%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图62：2023 年以来，锦纶纤维行业开工率逐步企稳



数据来源：百川盈孚、源证券研究所

我们认为，锦纶纤维行业即将迎来上行周期，分析驱动因素如下：第一，上游原料尼龙6切片产能充足，而锦纶纤维行业在 2024 年后产能增速放缓，利好成本下降；第二，底部行情将加速小产能出清，行业集中度将进一步提升，行业头部效应会更加明显；第三，2024 年宏观经济持续复苏，且传统运动、户外运动持续高景气，锦纶纤维需求增长潜力大，对市场气氛有利好影响。

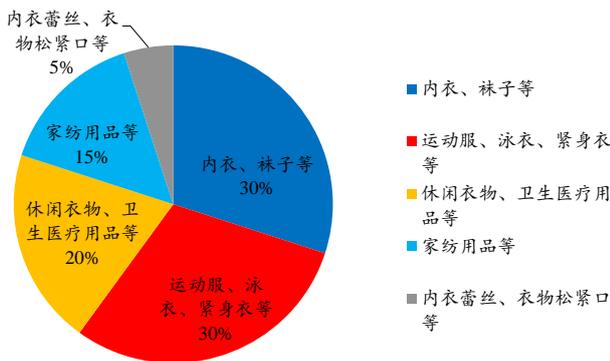
## 5、氨纶：当前行业集中度高，下游渗透率提升趋势不变

氨纶弹性性能突出，与其他纤维混纺可获得弹性面料。聚氨酯弹性纤维简称氨纶，是以聚氨基甲酸酯为主要成分的一种嵌段共聚物制成的纤维。氨纶具有优异的

弹性性能（断裂伸长率一般为 400%~700%），同时具有强度高、弹性模量低、耐腐蚀、耐化学性能强、染色均匀等优良特性，是一种性能优异的合成纤维。根据智研咨询，添加 3% 的氨纶纤维就能够较好的改善织物弹性和保持形状。因此，氨纶常与其他纤维混纺，广泛应用于运动服、紧身衣、内衣、袜子等纺服领域和口罩、医疗绷带、尿不湿等卫生材料领域。PTMEG 和纯 MDI 是氨纶的主要原材料。其中 PTMEG 为煤化工产业链的中间产品，其上游主要原料为纯 BDO；纯 MDI 属于石油化工下游产品，上游主要原料可追溯到纯苯。根据百川盈孚，2023 年，国内 PTMEG 和纯 MDI 的产能利用率分别为 61.53%、59.97%；2024 年 1-5 月，国内 PTMEG 和纯 MDI 产能分别同比增长 9.59%、9.17%。长期来看氨纶上游原材料供给充足。

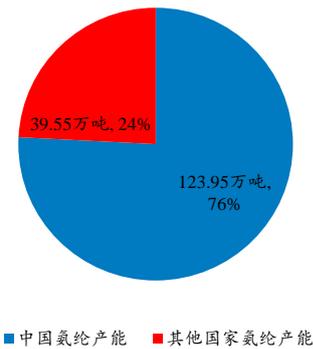
中国已成为全球最大的氨纶生产地。1958 年，美国杜邦公司首次实现了氨纶的工业化生产。1989 年，国内氨纶生产起步，但由于生产技术不成熟、投资费用高等原因导致行业发展缓慢。2001 年以来，随着我国纺织工业迅速发展，我国氨纶行业高速成长。根据中国纺织报报道，2023 年，全球氨纶产能为 163.5 万吨，中国氨纶产能 123.95 万吨，占全球产能的 76%。目前中国已成为全球最大的氨纶生产国。

图63：氨纶广泛用于各类纺织服装



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图64：2023 年，国内产能占全球产能的 76%



数据来源：中国纺织报公众号、开源证券研究所

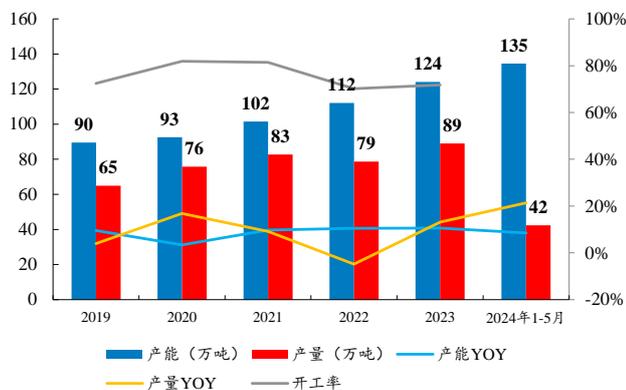
## 5.1、龙头企业逆势扩张加快小产能出清，行业头部效应有望进一步增强

2021 年以来，国内氨纶产能持续增长，当前行业集中度较高。2021 年，由于氨纶行业景气度较高，行业开启新一轮扩产周期。根据百川盈孚，2021-2023 年国内氨纶产能 CAGR 达 10.53%，行业产能快速扩张。尽管产能增长在短期内造成氨纶行业供给过剩，但由于扩产主力为行业龙头，导致行业集中度不断提高。根据现有信息计算，截至 2024 年 6 月，氨纶行业产能前五的企业为华峰化学（32.5 万吨）、诸暨华海（22.5 万吨）、晓星氨纶（22.04 万吨）、新乡化纤（22 万吨）和泰和新材（10 万吨），行业产能 CR5 达到 80%，在整个化纤行业中属于集中度偏高的子行业。

龙头企业逆势扩产将加快小产能出清，行业供给有望继续向龙头企业集中。尽管 2022 年以来，氨纶行业景气不断下行，但龙头企业为抢占市场份额，在 2025 年底前仍有较多产能规划。根据现有信息统计，2024、2025 年行业预计分别新增产能 28.1 万吨和 30.6 万吨，且多为龙头企业扩产。行业处于周期底部时期，龙头企业扩产将加速小产能和落后产能淘汰。相比于中小企业，龙头企业多配套氨纶原料产能，具备一体化优势，同时有足够资金支撑氨纶工艺技术升级，并发展差异化产品。随

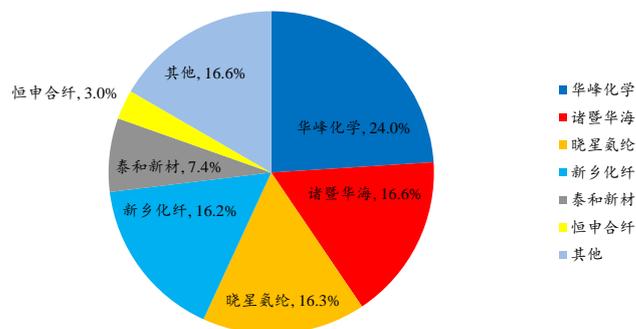
随着 2024 年、2025 年产能集中投放，行业内工艺落后、产能较小的氨纶企业将面临愈加严峻的盈利压力和生存压力，龙头企业将以更低的成本占领市场。根据已公开信息计算，不考虑小产能退出，2024 年至 2025 年行业产能 CR6 维持在 83% 左右。若考虑小产能及落后产能清退，行业供给集中度预计会更高，行业头部效应明显。

图65：2019-2023 年国内氨纶产能 CAGR 为 8.49%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图66：国内氨纶行业产能 CR5 达 80%（2024 年 6 月）



数据来源：华峰化学公告、中国日报网、百川盈孚、开源证券研究所

表6：2024 年、2025 年氨纶行业产能集中投放

公司	截至 2024 年 6 月 产能 (万吨)	省份	2024 年下半年 规划产能 (万吨)	2025 年规划 产能 (万吨)	备注
华峰化学	华峰重庆氨纶	重庆市	10	10	具体投产看市场情况
	华峰化学	浙江省			
	小计		10	10	
诸暨华海	22.50	浙江省			
晓星氨纶	22.04	广东、浙江、宁夏		7	晓星（宁夏）项目
新乡化纤	22.00	河南省		10	年产 10 万吨功能性氨纶纤维项目
泰和新材	宁东泰和	宁夏回族自治区	1		
	泰和新材	山东省			
	小计		1		
恒申合纤	4.00	福建省	3		
其它	44.5		3.6	3.6	泰光化纤建设项目
<b>合计产能</b>	<b>135.54</b>		<b>153.14</b>	<b>183.74</b>	
<b>产能 CR6</b>	<b>83%</b>		<b>83%</b>	<b>84%</b>	

数据来源：华峰化学公告、百川盈孚、中国日报网、光速招标网、塑世界导航网、开源证券研究所

## 5.2、2023 年氨纶需求量高速增长，未来氨纶渗透率或将进一步提升

氨纶需求快速增长，未来市场空间较大。氨纶常与其他纤维混纺，用于纺织服装加弹，提升衣着舒适性。2023 年以来，国内纺服需求持续复苏，尤其是运动服、瑜伽服、防晒服等高氨纶添加量服装需求量快速增长，对上游原材料氨纶的需求形

成较强支撑。根据百川盈孚，2023 年国内氨纶表观消费量为 86.84 万吨，同比增长 17.08%，进入 2024 年后增速进一步提高。在当前氨纶行业产能集中投放时期，需求增速或已高于产能增速。氨纶在纺织服装领域的用量明显提升，根据新乡化纤 2022 年度定增预案，氨纶在纺服中的用量由传统的 3%-5% 逐步提升至 10%-25%。我们认为未来氨纶需求仍有较大市场空间，原因如下：

(1) 当前氨纶市场价格偏低，客观上进一步拓宽了氨纶的应用领域；

(2) 氨纶的差异化功能不断丰富，下游应用持续扩大。当前氨纶已延伸出高回弹经编氨纶、耐高温氨纶、超耐氯氨纶、低温易粘合氨纶等差异化产品；

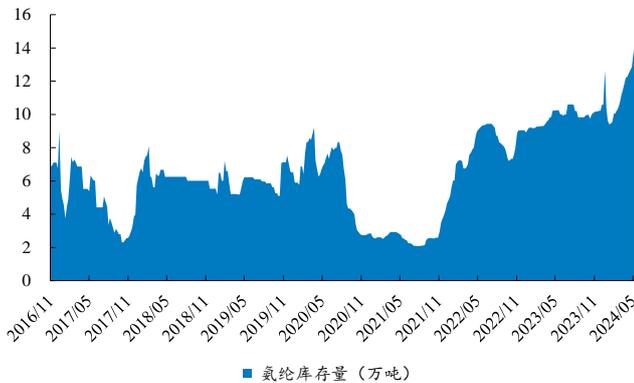
(3) 原材料成本对终端消费者影响不大，假设氨纶价格 50,000 元/吨，向一件重量为 0.5kg 的运动服添加 10% 的氨纶，原料成本传导到终端消费者仅有 2.5 元的增加。

**表7：氨纶在防晒外套、紧身裤等服装中添加比例较高**

服饰种类	氨纶添加比例	服饰种类	氨纶添加比例
衬衫	2%	蕾丝内裤	16%
船袜	5%	紧身裤	20%
运动T恤	8%	塑身内裤	23%
运动裤	10%	丝袜	27%
泳装	15%	防晒外套	28%

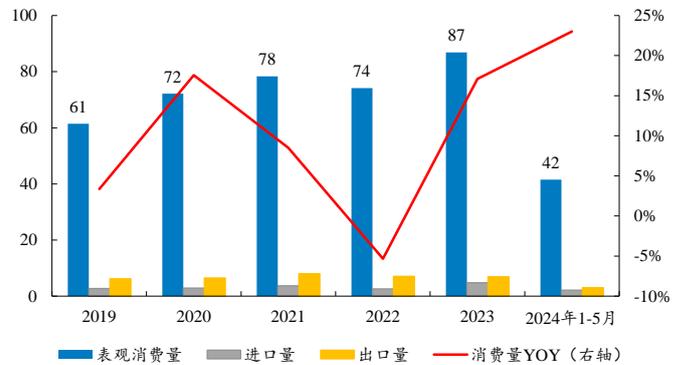
数据来源：观研报告网、开源证券研究所

**图67：2022 年后，国内氨纶库存水平偏高**



资料来源：开源证券研究所

**图68：2024 年 1-5 月，国内氨纶表观消费量同比+23%**



资料来源：开源证券研究所

### 我们将 2015 年至 2023 年氨纶行业景气度情况分成 5 个阶段：

**阶段一，2015 年至 2016 年：**受新增产能投产、下游市场需求不振等因素影响，氨纶价格持续下跌。2016 年 6 月份，氨纶 40D 价格降至谷底的 28,500 元/吨，为 2013 年以来最低点。

**阶段二，2017 年：**受环保督查以及部分厂家停车改造影响，氨纶行业供应偏紧，价格缓慢上升，价差有所扩大。

**阶段三，2018 年至 2020 年：**行业产能持续小幅增长，但下游需求增速降低。尤

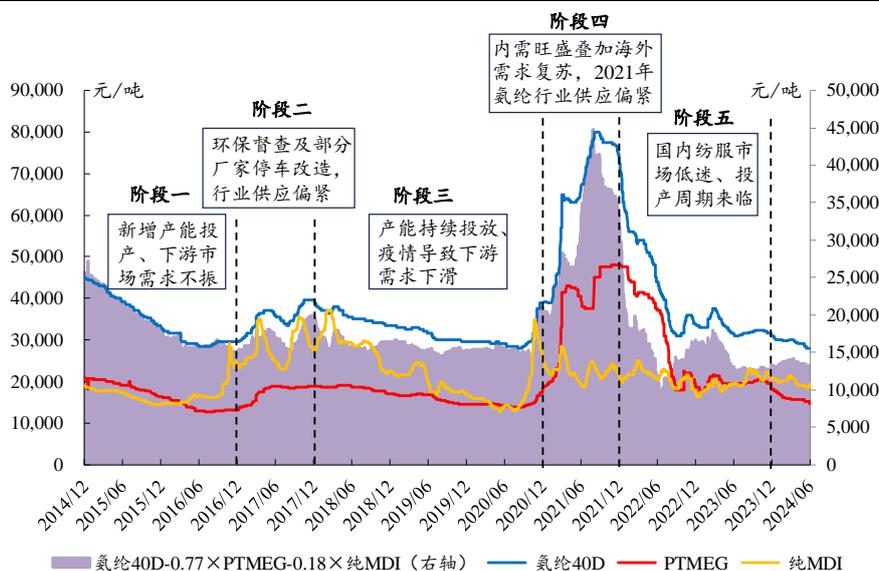
其是2020年国内疫情反复，进一步抑制了氨纶的需求和价格。需求端支撑不足导致氨纶行业景气度不高。

**阶段四，2021年：**据中国化学纤维工业协会统计数据，2021年，氨纶贡献了化纤行业利润总额的23%，氨纶行业强势反转。本轮高景气周期原因有以下几点，一是疫情背景下，居家办公带动了运动服、瑜伽服等产品销量；二是常态化防护带动了口罩需求维持高位；三是国内纺服的产量、出口量实现恢复性增长，带动了氨纶的需求量增加。

**阶段五，2022年至2023年：**2022年由于氨纶下游负荷运行不及2021年，国内氨纶需求量同比下滑，氨纶价格一路下调。2023年，虽然下游需求复苏，但由于行业新增产能较多，供给相对过剩，氨纶价格仍处于历史相对底部区间。总体看2023年至2024年氨纶行业景气度在底部波动。

相比于2015年以来几轮高景气周期，当前氨纶或具备景气上行的驱动力。一方面，随着服装消费的升级，氨纶在纺服中的添加比例不断上升且市场需求空间大，氨纶消费量快速增长；另一方面，龙头企业扩产将加快小产能出清，氨纶行业集中度日益提高，行业头部效应将进一步增强。受行业尚处于产能集中投放期影响，当前氨纶行业或处于左侧底部区域，当2024年、2025年投产周期过后，供给端压力有望缓解，氨纶行业上行动力有望充分释放。

图69：2022年以来，氨纶价差在历史偏低水平波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6、受益标的的盈利预测与估值

表8：受益标的的盈利预测与估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)				评级
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600346.SH	恒力石化	973	13.82	0.98	1.33	1.60	1.93	13.4	10.4	8.6	7.2	买入
603225.SH	新凤鸣	225	14.76	0.71	1.34	1.66	1.78	20.0	11.0	8.9	8.3	买入
002493.SZ	荣盛石化	971	9.59	0.11	0.61	1.00	-	90.5	15.7	9.6	-	买入
601233.SH	桐昆股份	369	15.30	0.33	1.52	1.93	2.26	45.8	10.1	7.9	6.8	买入
600409.SH	三友化工	110	5.32	0.27	0.49	0.57	-	20.0	10.9	9.3	-	买入
002064.SZ	华峰化学	348	7.01	0.50	0.56	0.63	0.77	13.4	12.5	11.1	9.1	买入
002254.SZ	泰和新材	75	8.73	0.39	0.51	0.67	0.80	38.8	17.3	13.0	10.9	买入
000301.SZ	东方盛虹	525	7.94	0.11	0.56	0.78	1.00	88.5	14.2	10.1	8.0	未评级
000703.SZ	恒逸石化	261	7.12	0.12	0.30	0.42	0.53	56.6	24.1	17.1	13.5	未评级
000949.SZ	新乡化纤	60	3.54	-0.03	0.24	0.34	0.43	-112.4	14.6	10.4	8.2	未评级
603055.SH	台华新材	88	9.84	0.50	0.70	0.87	1.05	23.9	14.0	11.3	9.4	未评级
600810.SH	神马股份	66	6.29	0.12	0.39	0.64	0.73	63.0	15.9	9.9	8.6	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、恒力石化、新凤鸣、荣盛石化、桐昆股份、三友化工、华峰化学的盈利预测与估值来自开源证券研究所，其余公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、上述数据以 2024 年 7 月 3 日为基础。

## 7、风险提示

**(1) 下游需求下滑：**化纤产品需求与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。如后续经济复苏及民众消费不及预期，可能会导致化纤产品的需求量下滑。

**(2) 行业扩产超出预期：**近年来部分化纤子行业迎来投产高峰，新装置投产可能导致部分化纤产品供需错配。

**(3) 行业竞争加剧：**化纤行业现有竞争者数量仍较多，过度竞争可能导致行业毛利率下降。

其他风险详见倒数第二页标注<sup>1</sup>。

## 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）》已于2017年7月1日起正式实施。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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

1 根据新凤鸣 2024 一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 6.41% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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

### 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

### 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

### 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