

泰和新材（002254.SZ）

业绩短期承压，芳纶涂覆隔膜打造新的增长极

事件：公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现收入 29.23 亿元，同比增长 0.43%，归母净利润 1.51 亿元，同比下降 45.75%；其中三季度单季实现收入 9.71 亿元，同比增长 0.20%，归母净利润 0.34 亿元，同比下降 47.01%。

□ 氨纶价格低位拖累公司业绩。2024 年以来氨纶需求在户外及休闲多重带动下有所恢复，然行业新增产能较多，整体供需关系维持失衡状态，叠加主原料 PTMG 价格持续走低，氨纶价格持续走低，行业库存水平持续上升，多数企业处于亏损状态。据百川盈孚，截至 2024 年 10 月 28 日，氨纶市场价为 2.43 万元/吨，PTMEG、MDI 市场价分别为 1.2、1.85 万元/吨，氨纶价差为 1.16 万元/吨。截至 2024 年 9 月，氨纶行业产能为 134.54 万吨，产量为 79.13 万吨，表观消费量为 77.14 万吨，工厂总库存增长至 15.16 万吨。公司氨纶产销量同比有所增长，但由于价格持续走低，盈利能力有所下滑。

□ 芳纶盈利能力略有下滑，长期市场空间广阔。间位芳纶方面，受中小企业聚集的化工园区防护服推进相对缓慢，防护领域需求有所减弱；工业过滤方面需求乏力，价格竞争加剧，总体来看间位芳纶价格有所下降。对位芳纶方面，信息通信基建需求有所减弱，欧盟对中国光缆的反倾销措施持续发酵以及地缘政治冲突等因素对需求产生不利影响，同时国际龙头逐步恢复供应，采取低价竞争策略导致价格有所下滑，公司盈利能力有所下滑。但长期来看，芳纶需求复合增速在 5-10% 之间，预计未来随着新能源产业蓬勃发展、个体防护装备配备标准的升级，芳纶市场规模有望大幅增长。

□ 新业务顺利推进，打造新的增长极。Ecody®纤维绿色化处理项目于 2023 年四季度建成投产，目前主要在市场推广和产品测试阶段，报告期内进行新客户开发、服装品牌对接，完成部分染色和印花订单交付，并进行多方面提升改造。智能纤维方面，公司持续推进产品迭代升级，销售额稳步提升；纤维电池性能指标大幅提升，与智能穿戴、信息电子等领域的领军企业开展项目合作。芳纶隔膜项目持续推进，已在部分客户实现了小批量订单，新的车间和产线已在施工建设之中。

□ 维持“增持”投资评级。基于氨纶价格持续走低，下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.85、2.55、4.10 亿元，EPS 分别为 0.21、0.30、0.48 元，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：市场竞争加剧、原材料价格波动、产品价格波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3750	3925	4094	4666	5899
同比增长	-15%	5%	4%	14%	26%
营业利润(百万元)	523	439	234	329	541
同比增长	-59%	-16%	-47%	40%	65%
归母净利润(百万元)	436	333	185	255	410
同比增长	-55%	-24%	-44%	37%	61%
每股收益(元)	0.50	0.39	0.21	0.30	0.48
PE	20.4	26.6	47.9	34.8	21.6
PB	2.2	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：10.28 元

基础数据

总股本（百万股）	863
已上市流通股（百万股）	812
总市值（十亿元）	8.9
流通市值（十亿元）	8.3
每股净资产（MRQ）	8.2
ROE（TTM）	2.9
资产负债率	46.4%
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	18.42%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-4	-28
相对表现	8	-15	-40



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《泰和新材（002254）—氨纶价格下行拖累业绩，芳纶业务仍显韧性》2024-08-17
- 2、《泰和新材（002254）—24H1 业绩有所承压，芳纶隔膜项目持续推进》2024-07-10
- 3、《泰和新材（002254）—氨纶价格承压拖累业绩，增量业务打造新的利润增长极》2024-04-29

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

连莹 S1090524070001

✉ lianying@cmschina.com.cn

正文目录

一、泰和新材：芳纶龙头企业	3
1、泰和新材：国内芳纶龙头企业	3
2、氨纶价格走低拖累业绩	4
二、氨纶行业供需格局失衡，价格底部震荡	5
三、芳纶应用领域持续拓展，需求有望持续增长	9
四、布局增量业务，打造新的利润增长点	10
五、风险提示	12

图表目录

图 1：公司营业收入及增速	4
图 2：公司归母净利润及增速	4
图 3：公司收入分产品占比	5
图 4：分产品毛利率情况	5
图 5：公司毛利率、净利率水平	5
图 6：氨纶产业链上下游	6
图 7：氨纶行业产能及增速	6
图 8：氨纶行业产量及增速	6
图 9：氨纶行业表观消费量及增速	7
图 10：氨纶进出口量及增速	7
图 11：氨纶工厂总库存（吨）	7
图 12：氨纶价格及价差	8
图 13：芳纶产业链上下游	9
图 14：泰和新材历史 PE Band	13
图 15：泰和新材历史 PB Band	13
表 1：公司氨纶主要产品及用途	3
表 2：公司芳纶主要产品及用途	3
表 3：国内氨纶主要生产企业现有产能及在建产能（万吨/年）	8
附：财务预测表	14

一、泰和新材：芳纶龙头企业

1、泰和新材：国内芳纶龙头企业

公司是国内芳纶龙头企业。公司业务横跨绿色化工、高端纺织、高性能纤维、新能源材料等众多产业领域，是中国首家氨纶、间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸生产企业，全球首家智能纤维生产企业，Ecody®纤维绿色染整处理技术的开创者。目前，间位芳纶、芳纶纸产能居全球第2位，对位芳纶产能居全球第3位，氨纶产能居全球第5位，产品服务于纺织、医疗、信息、交通、环保、应急等几乎所有的国民经济各相关领域。

公司是国内氨纶主要生产企业。公司是国内首家氨纶生产企业，目前产能居国内前五位，分布于烟台及宁夏两个基地。公司纽士达®氨纶具有高伸长、高回弹性能，产品品种丰富、规格齐全，可生产黑色氨纶、耐氯氨纶、阻燃氨纶、耐高温氨纶、超细氨纶、粗旦高伸长氨纶等多品种，满足大客户定制和市场差异化需求，主要应用在纺织领域及医疗卫生领域，用于增加织物的弹性，在纺织领域已得到了普及应用。

表 1：公司氨纶主要产品及用途

产品	特点及用途
纽士达®氨纶	具有高伸长、高回弹的特点，广泛用于服装、内衣、医用绷带、口罩、纸尿裤以及其他产业用纺织品领域，可满足美观及舒适性要求。

资料来源：公司公告、招商证券

氨纶价格持续走低，公司盈利承压。2024 年上半年公司持续推进技术迭代革新和研发创新，生产成本有所降低；实现差异化产品产业化，提升盈利能力。随着新产能的逐步投产，积极推行客户开发、领域拓展、降库存方案，密切关注市场动态，不断优化产品结构，强化市场布局，2024 年上半年公司氨纶产品产销量、营业收入均较上年同期有所增长，但由于销售价格持续走低，利润空间进一步被压缩，氨纶业务出现较大亏损。

2004 年，公司在国内率先实现了间位芳纶的产业化生产；2011 年，公司在国内率先实现了对位芳纶的产业化生产；2023 年，公司在全球率先推出生物基芳纶和再生芳纶，千万平级芳纶涂覆生产线也实现连续稳定的运转。通过近二十年的持续研发和不断布局，公司已成为全球规模领先、品种结构齐全的龙头企业之一。

表 2：公司芳纶主要产品及用途

产品	特点及用途
泰美达®间位芳纶	具有阻燃、耐高温等特点，广泛应用于个体防护、环境保护等领域。
泰普龙®对位芳纶及其制品	具有高强度、高模量等特点，广泛应用于光缆、汽车、安全防护等领域。

资料来源：公司公告、招商证券

芳纶产销量持续增长。2024 年上半年，面对错综复杂的竞争格局和新产能的逐步释放，公司通过降低生产成本、优化产品结构，为客户提供品种更加丰富的产品；围绕核心大客户进行深度开发和挖掘，发挥资源整合的优势，实现产品协同销售，有效保持高端市场占有率，同时提升工业市场份额。对位

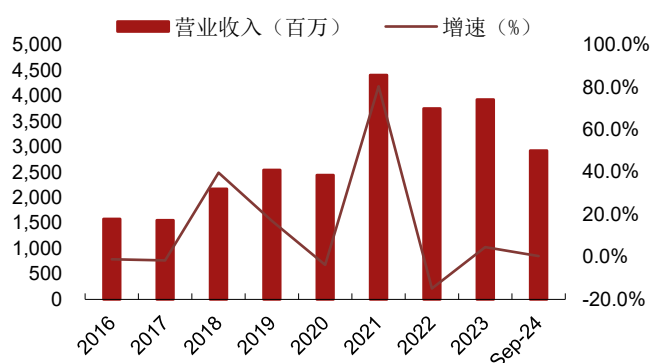
芳纶全力保障大客户订单，稳定市场份额，推动集团化采购，为实现销量提升构建渠道。同时顺应全球化发展趋势，进一步完善全球营销网络布局，国际化进程加速实施。2024 年上半年公司芳纶及其制品的产销量同比上升，但销量的上升和成本的下降尚不足以弥补价格下降产生的损失，盈利能力亦有所减弱。

2、氨纶价格走低拖累业绩

氨纶价格持续走低拖累业绩。2023 年实现收入 39.25 亿元，同比增长 4.67%，归母净利润 3.33 亿元，同比下降 23.59%，扣非归母净利润 2.35 亿元，同比下降 25.79%；2023 年公司各产品产量均实现较大增长，芳纶产品随着产能逐步释放，利润稳步提升，但由于氨纶价格低迷叠加公司新产能投放较多，利润受到挤压，芳纶业务的增长不足以弥补氨纶业务的下滑，导致利润有所下降。

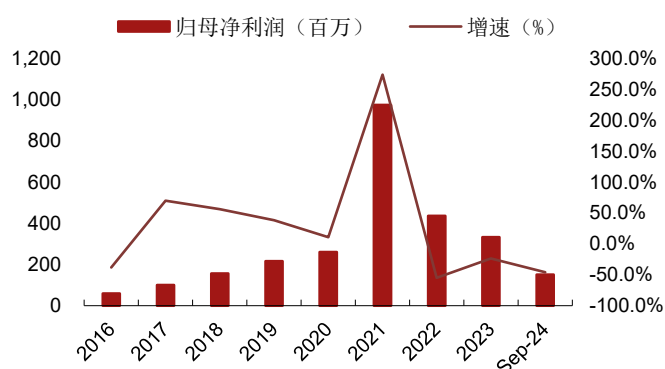
2024 年前三季度公司实现收入 29.23 亿元，同比增长 0.43%，归母净利润 1.51 亿元，同比下降 45.75%；其中三季度单季实现收入 9.71 亿元，同比增长 0.20%，归母净利润 0.34 亿元，同比下降 47.01%。受氨纶行业供需格局失衡影响，氨纶价格持续走低，公司盈利承压；芳纶方面，由于下游需求整体表现平平，部分国际龙头采取低价竞争策略以及部分新产能释放，芳纶价格也有所下滑，导致芳纶业务盈利能力也有所下降。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司归母净利润及增速

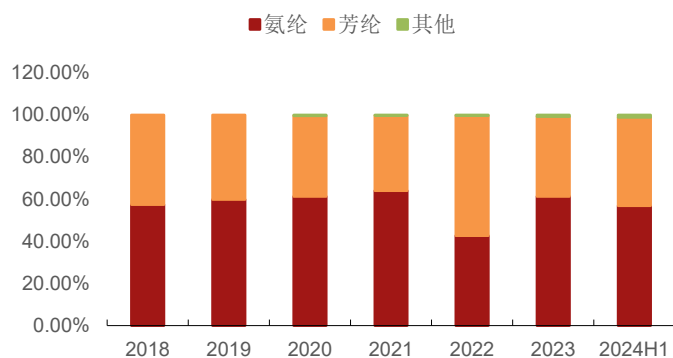


资料来源：公司公告、招商证券

芳纶成主要收入和利润来源。近年来，随着公司芳纶产能不断扩张，产销量不断增长，芳纶在营业收入中的占比持续提升。2023 年公司芳纶业务实现收入 24.06 亿元，yoy +12.64%，毛利率 40.82%，yoy +0.36 pct，产量 1.89 万吨，销量 1.72 万吨；氨纶业务实现收入 14.89 亿元，yoy -6.96%，毛利率 -3%，yoy -3.16 pct，产量 6.32 万吨，销量 5.16 万吨。

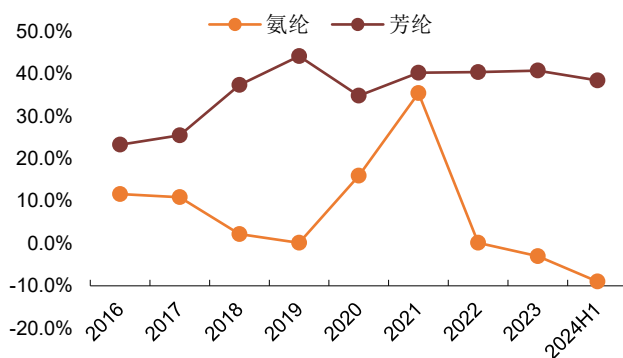
2024 年上半年，公司芳纶业务实现收入 11.10 亿元，同比下降 6.86%，毛利率 38.48%，同比减少 2.41 pct，主要系产品价格有所下降所致；氨纶业务实现收入 8.19 亿元，同比增长 13.99%，毛利率 -8.99%，同比减少 12.64 pct，尽管氨纶板块产销量同比增长，但由于氨纶价格持续走低，盈利能力有所下滑。

图 3：公司收入分产品占比



资料来源：公司公告、招商证券

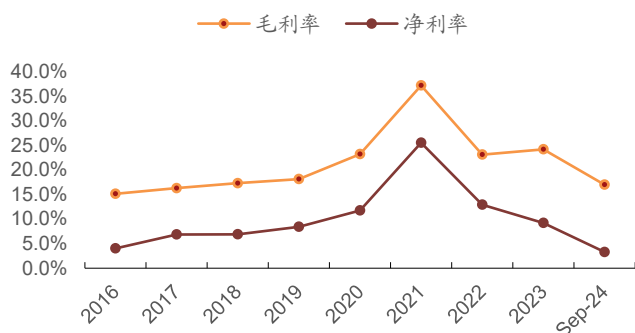
图 4：分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

2016 年至 2020 年，随着公司芳纶产能规模持续扩张，芳纶业务毛利率水平相对于氨纶业务更高，公司整体毛利率、净利率水平持续增长；2021 年在芳纶业务增长的同时，氨纶价格在 2021 年大幅上涨，使得公司毛利率、净利率水平大幅提升，分别为 37.23%、25.56%。2022 年以来，随着氨纶价格大幅下滑，公司毛利率、净利率水平有所回落。2023 年公司毛利率、净利率分别为 24.22%、9.22%。2024 年前三季度，受氨纶价格持续走低和芳纶价格有所下降影响，公司毛利率、净利率水平进一步下降，分别为 17.02%、3.30%。

图 5：公司毛利率、净利率水平

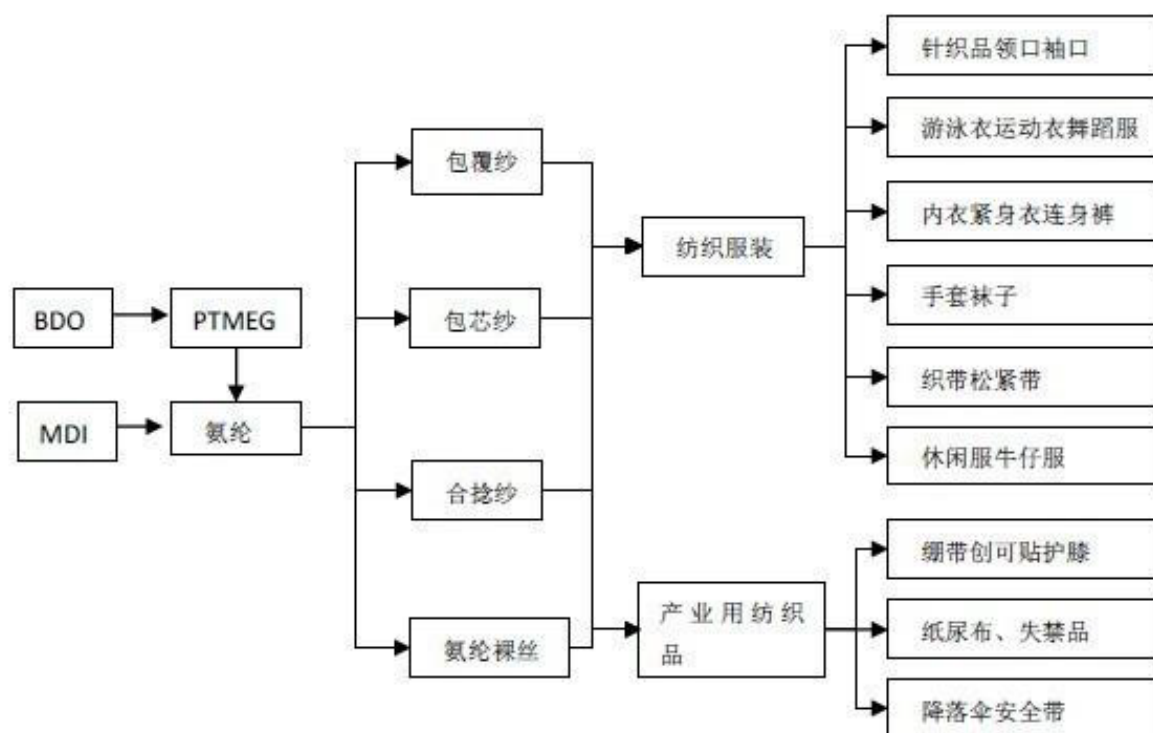


资料来源：公司公告、招商证券

二、氨纶行业供需格局失衡，价格底部震荡

氨纶是一种聚氨酯弹性纤维，最早由德国拜耳公司开发成功，后由美国杜邦公司实现工业化生产，1989 年公司实现了氨纶的产业化生产，打破国际垄断。进入 21 世纪以来，随着我国纺织工业的迅速发展和应用领域的扩大，国内氨纶行业步入了快速成长期，目前中国已成为全球最大的氨纶生产国和消费国。

图 6：氨纶产业链上下游

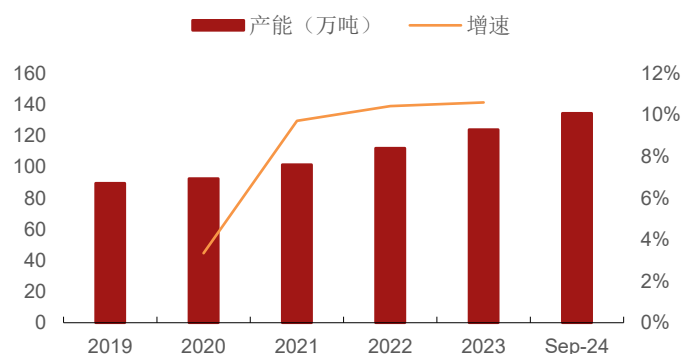


资料来源：公司公告、招商证券

氨纶行业产能持续增长。据百川盈孚，近年来国内氨纶产能持续增长，2023 年氨纶行业名义产能 124.04 万吨，有效产能 124.04 万吨。2024 年以来，行业仍有新增产能陆续投产，截至 2024 年 9 月，行业名义产能 134.54 万吨，有效产能 134.54 万吨，较 2023 年新增 10.5 万吨。

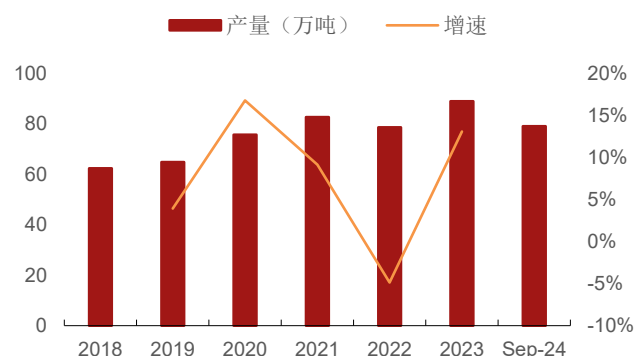
随着氨纶产能增长，国内氨纶产量总体保持增长态势，2023 年国内氨纶产量为 89.01 万吨，行业开工率为 71.76%，截至 2024 年 9 月，国内氨纶产量为 79.13 万吨。

图 7：氨纶行业产能及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 8：氨纶行业产量及增速



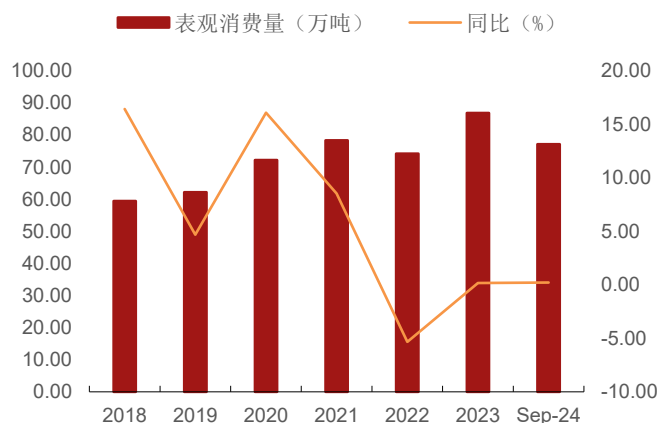
资料来源：百川盈孚、招商证券

氨纶下游主要为纺织服装行业，过去几年保持持续增长，2022 年受海外订单减少、国内需求增长疲软等因素影响，国内氨纶表观消费量为 74.17 万吨，同比减少 5.33%。2023 年，随着国内需求和出口订单有所恢复，氨纶表观消费量达 86.84

万吨，同比增长 17.08%。截至 2024 年 9 月，氨纶表观消费量为 77.14 万吨。

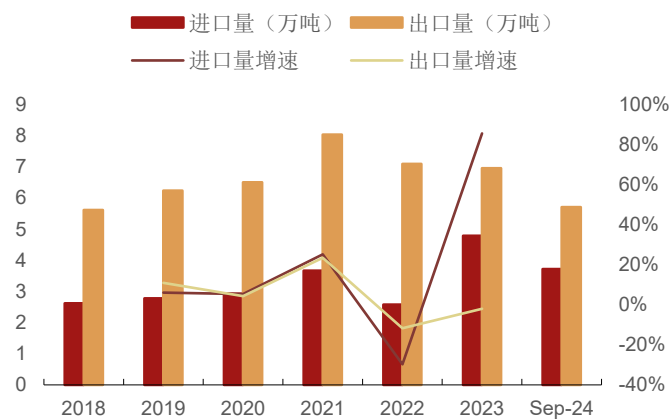
近年来，氨纶进出口量总体保持增长态势。2022 年由于国内外氨纶需求减少的影响，进口量和出口量均有所下滑，分别为 2.58 万吨和 7.10 万吨，同比分别下滑 29.70%、11.69%。2023 年氨纶进口量、出口量分别为 4.79、6.96 万吨；截至 2024 年 9 月，氨纶进口量、出口量分别为 3.72、5.71 万吨。

图 9：氨纶行业表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

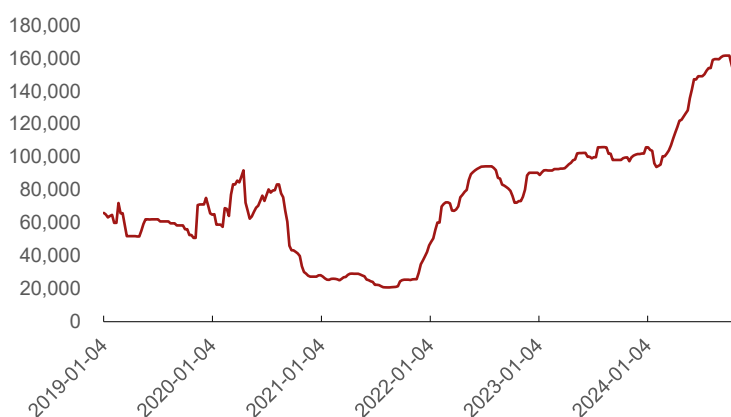
图 10：氨纶进出口量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

行业供需失衡，氨纶库存持续累积。2021 年受疫情影响，口罩、防护服等医疗领域氨纶需求大幅增长，叠加海外受疫情影响订单回流，氨纶行业市场需求旺盛，行业库存持续下降；自 2022 年年初开始，随着行业新产能投产及海外订单减少，同时疫情常态化，氨纶需求增速不及供给增速，行业库存持续累积。2024 年以来，行业仍有新产能持续投产，氨纶产品市场供应充足，库存持续累积，截至 2024 年 10 月 25 日，氨纶工厂总库存为 15.16 万吨。

图 11：氨纶工厂总库存（吨）



资料来源：百川盈孚、招商证券

氨纶行业集中度高，供给增量较多。国内氨纶主要生产企业为华峰化学、晓星氨纶、新乡化纤、诸暨华海和泰和新材，行业集中度较高，目前行业扩产主要集中在龙头企业。近几年随着国内环保政策趋严，行业供给侧改革不断推进，共淘汰氨纶落后产能 9.2 万吨/年（泰和新材在 2023 年淘汰 4.5 万吨产能、江苏双良氨

纶在 2023 年淘汰 3.2 万吨产能、浙江薛永兴氨纶有限公司在 2019 年淘汰 1.5 万吨产能），龙头企业凭借规模优势持续抢占市场份额。

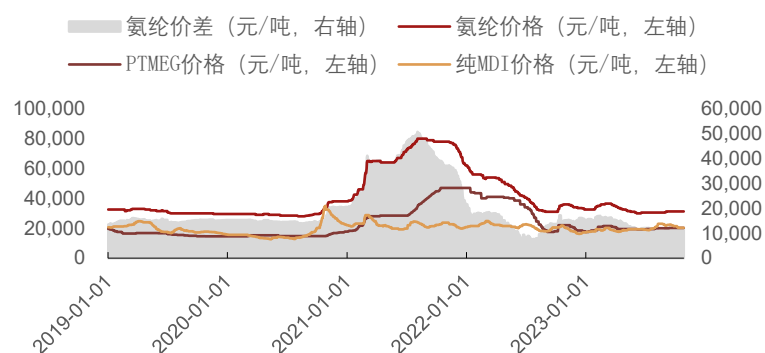
表 3：国内氨纶主要生产企业现有产能及在建产能（万吨/年）

厂商简称	产能	有效产能	新增产能（2024）	新增产能（2025）	新增产能（2026）
恒申合纤	4.00	4.00	3		
厦门力隆	2.85	2.85			
广东晓星	0.80	0.80			
创莱纤维(佛山)	2.50	2.50			
珠海晓星	2.80	2.80			
新乡化纤	22.00	22.00			
江苏双良氨纶	0.00	0.00			
江苏泰光	2.80	2.80			
连云港杜钟	3.00	3.00			
淮安桥新	0.35	0.35			
宁夏晓星	6.00	6.00	3.6	3.4	
宁东泰和	8.50	8.50	1		
泰和新材	1.50	1.50			
山东如意	0.60	0.60			
上海英威达	0.00	0.00			
华峰化学	6.00	6.00			
诸暨华海	22.50	22.50	10.50		
嘉兴晓星	5.44	5.44			
杭州邦联	2.50	2.50			
杭州舒尔姿	2.30	2.30			
诸暨清荣新材	2.50	2.50			
浙江四海	1.90	1.90			
浙江薛永兴	0.00	0.00			
浙江中柏	0.90	0.90			
杭州旭化成	0.30	0.30			
晓星衢州	6.00	6.00			
华峰重庆氨纶	26.50	26.50	10		

资料来源：百川盈孚、招商证券

氨纶价格底部震荡，企业盈利水平承压。2024 年在行业新增产能冲击下，氨纶行业供需失衡，价格持续走低，企业盈利水平承压。截至 2024 年 10 月 28 日，氨纶市场价为 2.43 万元/吨，PTMEG、MDI 市场价分别为 1.2、1.85 万元/吨，氨纶价差为 1.16 万元/吨。

图 12：氨纶价格及价差



资料来源：百川盈孚、招商证券

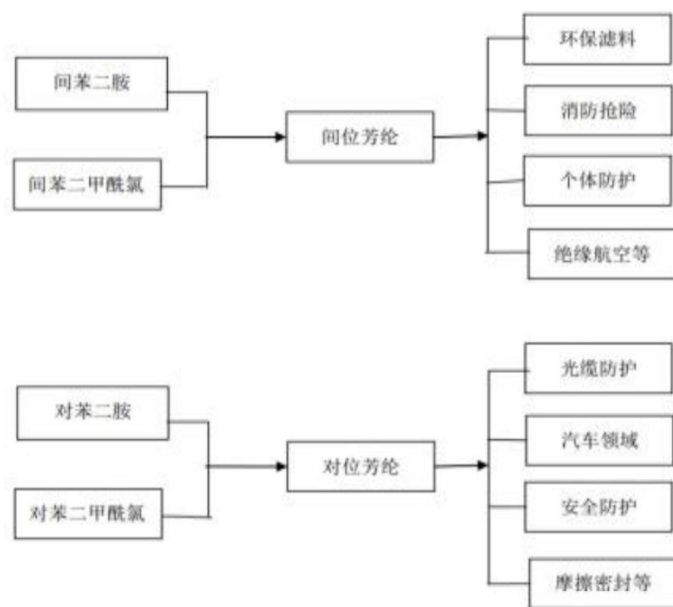
三、芳纶应用领域持续拓展，需求有望持续增长

芳纶产品主要有间位芳纶及对位芳纶。芳纶是高性能化学合成纤维，与碳纤维、超高分子量聚乙烯并称为世界三大高性能纤维材料，诞生于 20 世纪 60 年代末，最早由美国杜邦公司实现工业化生产，目前商业化生产的芳纶产品主要有间位芳纶及对位芳纶两种。

芳纶性能优异，应用领域广泛。间位芳纶具有优异的阻燃性、耐高温、绝缘性、化学稳定性和抗辐射性能，在防护服装、高温过滤材料、电气绝缘纸等方面有着广泛的应用。对位芳纶具有高强度、高模量、耐高温、阻燃、绝缘、耐化学腐蚀、尺寸稳定等优异性能和功能，在光缆增强、复合材料、个体防护、汽车工业等方面有着广泛且重要的用途。

芳纶壁垒极高，公司率先实现芳纶产业化生产。由于生产工艺的复杂性，芳纶产业化具有极高的行业壁垒，行业格局较好，2004 年公司在国内率先实现了间位芳纶的产业化生产，并逐步发展成为全球第二大间位芳纶供应商；2011 年，公司在国内率先实现对位芳纶的产业化生产，打破国际垄断。随着技术的不断突破，公司芳纶产能和市场份额快速增长，在国内持续保持领先优势，并在全球范围内与国际龙头展开全方位的竞争，是芳纶产业参与全球化竞争的标杆企业。

图 13：芳纶产业链上下游



资料来源：公司公告、招商证券

芳纶是一种全球化的商品，产能主要集中在国外，全球名义产能约 15-17 万吨，需求约 12-13 万吨。公司芳纶产能约 3.2 万吨，居全球第三位，是目前国内唯一一家产销量过万吨的企业。自 21 世纪初以来，我国把芳纶纤维列入我国重点发展的新材料之一，国务院、国家发展改革委、工信部多次将芳纶列入重点关键新材料发展名单。2023 年 11 月，工信部等四部门联合印发《纺织工业提质升级实施方案 2023-2025 年》，提出面向重大需求加强关键技术突破碳纤维（48K 及以上大丝束、T1100 级、M65J 级）、芳纶（高强、高模）、高强高模聚酰亚胺纤维、超高分子量聚乙烯纤维（高强、抗蠕变）生物基聚酰胺纤维、对苯二甲酸

丙二醇酯纤维、海藻纤维、壳聚糖纤维等。鼓励企业围绕纤维新材料、功能性纺织品等领域加快研发创新，形成一批原创性、引领性技术成果。

芳纶市场竞争加剧。2024 年，芳纶市场延续 2023 年的供需格局，间位芳纶方面，防护领域虽受个体防护装备配备标准升级影响，央企、国企等行业标杆在逐步配备阻燃防静电防护服装，但中小企业聚集的化工园区推进相对缓慢，叠加当年的招标采购活动减少，国内间位芳纶的防护需求有所减弱；工业过滤领域受水泥、钢铁、筑路等行业的影响需求持续乏力，价格竞争进一步加剧，加之国内潜在进入者跃跃欲试，行业龙头企业也对入门级产品定价进行了战略性调整。对位芳纶方面，信息通信基建需求由快速增长逐步放缓，带来光缆领域的需求下行；另一方面，国际龙头的供应逐步恢复，并采取相对激进的价格竞争策略抢夺市场份额，导致产品价格出现较大幅度的下跌。

长期来看，芳纶发展空间广阔。全球芳纶的年复合增长率约在 5%-10% 之间，在供需环境不发生重大变化的情况下，仍有较大的发展空间。安全、环保、节能是芳纶的主要应用领域，符合社会发展的潮流，随着社会的发展、环保意识的增强和个体防护装备配备标准的升级，新能源产业的蓬勃发展、汽车工业向高强及轻量化转型，芳纶材料的市场规模有望大幅增长。

短期来看，不排除受宏观经济环境及行业供求关系的影响芳纶市场价格会出现一定的波动。特别是由于芳纶拥有较高的技术壁垒、竞争格局相对较好，近年来龙头企业的盈利一直处于较好水平，吸引了更多社会资本的关注，导致各类新建项目不断增加，低端市场竞争加剧，对行业格局和竞争生态产生了一定影响，也从规模、成本、品质、渠道等方面，对龙头企业提出了更高的要求。

四、布局增量业务，打造新的利润增长点

增量业务持续推进，打造新的利润增长点。公司聚焦高新技术材料主业，确定了新能源汽车、智能穿戴、绿色制造、生物基材料、信息通信、绿色化工六大新业务发展方向，相关项目陆续进入小试和中试、产业化阶段。

1、绿色印染

近年来，随着国家安全环保形势的持续趋严，印染行业面临生产装备升级、环保技改投入加大的压力。工信部等四部门联合印发的《纺织工业提质升级实施方案（2023-2025 年）》，在印染方面提出：优化印染行业发展环境，支持印染企业开展智能化绿色化改造，减少能耗水耗及污染物排放，强化纺织产业体系完整优势和产业链发展韧性。未来绿色化功能化的染整方案将有利于打造差异化产品，打造行业护城河。

公司推出的 Ecody® 系基于公司的材料技术，对传统印染技术进行的革新与优化，可以减少染色过程中高浓度盐碱的使用，大量减少染色过程高盐废水的排放，大大降低生产过程中水和动力的消耗，可以大幅优化印染行业的环境友好性和社会和谐性。

Ecody® 纤维绿色化处理项目于 2023 年四季度建成投产，目前主要在市场推广和

产品测试阶段。2024 年上半年公司进行新客户开发、服装品牌对接，完成部分染色和印花订单交付，并根据客户要求，围绕工艺改进、质量管理、成本控制、设备改造等方面进行提升。

随着纺织业对绿色环保的要求越来越高，未来印染业也必将沿着绿色化、可持续发展的方向发展，给公司 Ecody®绿色印染技术的发展提供了很大的空间。公司持续进行绿色印染技术开发，项目应用市场广阔。

2、智能纤维

公司推出的莱特美®发光纤维、纤维锂电池系全球首创产品，属于智能纺织品范畴，是国家重点发展的新材料之一。

2024 上半年，公司持续推进产品创新迭代升级，针对不同领域要求提升产品性能。同时，在原有发光纤维产品基础上，开发多款新产品，满足下游市场差异化需求。通过整合产业链条和行业资源，主导完成智能服饰、工艺礼品、玩具饰品、汽车等领域的终端产品设计，销售额稳步提升。通过材料创新、结构调整、工艺优化及设备改进，纤维电池性能指标大幅度提升，关键指标已经满足既定目标，与智能穿戴、信息电子等领域的领军企业开展项目合作，共同推进应用场景的建设与创新。

3、新能源产业用品

新能源及储能领域长期向好，有望带动优质绝缘材料和涂覆隔膜材料的需求增长。中汽协数据显示，2024 年 1-6 月，新能源汽车产销分别完成 492.9 万辆和 494.4 万辆，同比分别增长 30.1%和 32%。展望下半年，以旧换新、新能源汽车下乡等利好政策的持续落地实施，以及车企新产品逐步上市，将有助于进一步释放汽车市场消费潜力，助力汽车行业稳健发展。随着新能源及储能领域的长期向好，对优质绝缘材料和涂覆隔膜材料的需求将持续增长。

（1）芳纶纸

芳纶纸是一种由制纸级芳纶纤维经纤维分散、湿法成形、高温整饰等工艺技术制成的高性能新材料，具有高强度、耐高温、本质阻燃、绝缘、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，广泛应用于电力电气、轨道交通、新能源、电子通讯等重要领域，主要起到绝缘作用，是制造业产业升级过程中的一种关键战略材料。

芳纶纸的早期市场应用主要由美国杜邦公司开发。2007 年，民士达公司在国内率先实现了芳纶纸的产业化生产；随着国内芳纶纸生产企业技术水平的不断提高，以及对下游应用理解的不断深入，国内芳纶纸生产企业在相对滞后的领域不断补齐短板，与国外竞争对手的差距在逐步缩小，尤其是民士达®等品牌芳纶纸在部分领域的开发上已经完全能够与国外公司同台竞技，并在某些领域处于领先地位。

随着新能源汽车、风力发电、光伏发电、5G 通信等芳纶纸新兴应用领域的出现，芳纶纸的市场需求逐步扩大。此外，高速列车、地铁轻轨及电网改造的进程加快，机车大功率牵引变压器、电机及智能电网新型输变电设备需求将会大幅度增长，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。国产大飞机对蜂窝芯材芳纶纸的需求也将带动国内芳纶纸行业的发展。同时，叠

加价格与供应周期的优势，国产芳纶绝缘纸、芳纶蜂窝纸将会不断提高整体市场份额，并进一步实现高端领域的应用。一些低端领域产品需求会在一定程度上受到下游的行业影响，存在一定的波动性，总体市场需求受单个下游的行业周期性波动影响较小，没有明显的周期性、区域性和季节性特征。

（2）芳纶涂覆隔膜

芳纶涂覆隔膜能有效提升锂电池的安全性和循环次数等。新能源汽车行业持续高涨带动动力锂电池进入高成长时代，其中锂电池隔膜主要功能是隔离电池正负极，防止短路，同时保证锂离子在充放电的过程中正常通过微孔通道以保证电池正常工作。隔膜的性能对于锂离子电池的内阻、容量、循环性能、充放电电流密度以及安全性等关键指标有重要的影响。以芳纶为主要涂覆材料的芳纶涂覆隔膜是锂电池隔膜市场极具发展潜力的新产品之一，使隔膜的耐高温性、抗穿刺性、抗氧化性、综合寿命和性能都得到了大幅提升，进而从根本上解决新能源汽车终端用户的“安全焦虑”和“里程焦虑”。

公司芳纶涂覆隔膜已实现部分客户小批量订单。芳纶涂覆隔膜最早由日本住友化学开发，并成功应用于特斯拉 Model S 车型，属于新兴涂覆隔膜，当前仍处于初期发展阶段。公司的 SAFEBM® 电池芳纶涂覆隔膜中试项目于 2023 年 3 月建成投产，已通过多家电池客户的现场审核，在动力电池、户储电池、低温电池、半固态电池等项目中取得较好的进展，部分客户实现了小批量订单，同时针对用户需求不断优化升级产品品类，新的车间和产线已在施工建设之中。

当前公司正加快推进芳纶涂覆隔膜产业化进程，随着芳纶涂覆隔膜优势的不断凸显和新产能的投产，预计未来几年内 SAFEBM® 芳纶涂覆隔膜市场将进入产能释放期。

五、风险提示

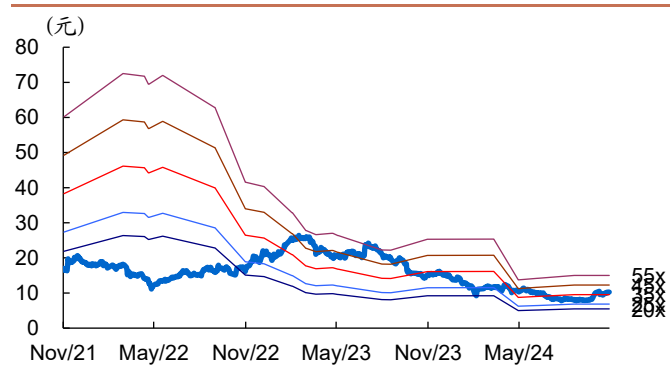
1、市场竞争加剧的风险。近年来，氨纶产能逐步向龙头企业集中，竞争格局正在从原来相对单一的价格竞争逐步演变成质量、成本、价格、技术、服务等全方位的竞争。芳纶的竞争相对理性，但随着政策端对高性能纤维的重视，新进入者或计划进入者也在逐步增加，未来随着新厂家的加入和新产能的投放，一旦供给大幅增加，而行业需求特别是高端需求没有有效增加，竞争也有可能进一步加剧，将会影响公司业绩。

2、原材料价格波动的风险。公司主要原材料 PTMEG、MDI、二胺和二酰氯等对主营业务成本影响较大，若未来公司主要原材料的价格大幅上涨，且同时公司产品销售价格不能同步提高，将对公司业绩产生不利影响。

3、产品价格波动的风险。氨纶属于充分竞争的行业，其产品价格波动较大，对公司业绩的影响非常明显。2024 年上半年氨纶行业继续呈供过于求状态，价格持续走低，严重影响公司业绩。如行业扩能维持高速、下游需求持续低迷，将会对行业的供需造成较大压力，带来盈利的大幅波动。同时，近年来受宏观经济环境及行业供需格局变化影响，芳纶价格也出现较大幅度的波动。如果未来行业龙头继续采取激进的价格策略，或者新进入者不断增加，不排除

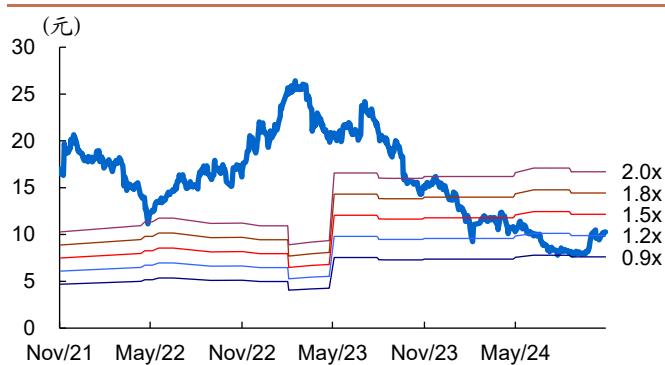
除芳纶价格波动进一步加大的可能。

图 14: 泰和新材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 15: 泰和新材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4056	5585	3565	4012	4838
现金	1569	2605	375	450	466
交易性投资	40	146	146	146	146
应收票据	677	696	726	827	1046
应收款项	167	362	378	431	544
其它应收款	75	246	256	292	370
存货	719	1213	1348	1485	1791
其他	808	318	337	381	476
非流动资产	5977	8035	10161	11960	13481
长期股权投资	69	84	84	84	84
固定资产	2769	5343	7518	9359	10920
无形资产商誉	370	449	404	364	327
其他	2769	2158	2155	2152	2150
资产总计	10033	13621	13726	15971	18320
流动负债	4003	3810	3975	5998	7977
短期借款	914	659	821	2555	3891
应付账款	2118	2141	2380	2623	3162
预收账款	53	46	51	57	68
其他	918	963	722	764	856
长期负债	1428	1741	1741	1741	1741
长期借款	1223	1252	1252	1252	1252
其他	205	489	489	489	489
负债合计	5430	5551	5716	7740	9718
股本	703	864	863	863	863
资本公积金	862	3820	3820	3820	3820
留存收益	2493	2567	2493	2693	3026
少数股东权益	545	818	834	856	891
归属于母公司所有者权益	4058	7252	7177	7376	7710
负债及权益合计	10033	13621	13726	15971	18320

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	472	356	1106	1409	1862
净利润	485	362	201	277	446
折旧摊销	273	445	868	1196	1474
财务费用	52	42	116	173	265
投资收益	(54)	(45)	(160)	(160)	(160)
营运资金变动	(330)	(481)	73	(86)	(176)
其它	47	34	9	10	13
投资活动现金流	(1763)	(1846)	(2840)	(2840)	(2840)
资本支出	(1584)	(1778)	(3001)	(3001)	(3001)
其他投资	(179)	(68)	160	160	160
筹资活动现金流	17	2483	(496)	1506	995
借款变动	380	(668)	(120)	1735	1336
普通股增加	19	161	(1)	0	0
资本公积增加	(18)	2959	0	0	0
股利分配	(342)	(211)	(259)	(56)	(76)
其他	(21)	243	(116)	(173)	(265)
现金净增加额	(1274)	994	(2230)	75	16

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3750	3925	4094	4666	5899
营业成本	2882	2974	3307	3644	4393
营业税金及附加	21	19	20	23	29
营业费用	74	113	94	107	136
管理费用	209	275	278	317	401
研发费用	174	199	205	233	295
财务费用	14	(5)	116	173	265
资产减值损失	11	(54)	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	82	98	110	110	110
投资收益	54	45	50	50	50
营业利润	523	439	234	329	541
营业外收入	25	5	6	6	6
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	547	443	240	335	547
所得税	62	81	39	58	102
少数股东损益	49	29	16	22	35
归属于母公司净利润	436	333	185	255	410

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-15%	5%	4%	14%	26%
营业利润	-59%	-16%	-47%	40%	65%
归母净利润	-55%	-24%	-44%	37%	61%
获利能力					
毛利率	23.1%	24.2%	19.2%	21.9%	25.5%
净利率	11.6%	8.5%	4.5%	5.5%	7.0%
ROE	10.9%	5.9%	2.6%	3.5%	5.4%
ROIC	6.8%	4.0%	2.7%	3.6%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	40.8%	41.6%	48.5%	53.0%
净负债比率	24.5%	16.1%	15.1%	23.8%	28.1%
流动比率	1.0	1.5	0.9	0.7	0.6
速动比率	0.8	1.1	0.6	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	4.0	3.1	2.6	2.6	2.7
应收账款周转率	7.7	4.1	3.8	4.0	4.1
应付账款周转率	1.9	1.4	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.50	0.39	0.21	0.30	0.48
每股经营净现金	0.55	0.41	1.28	1.63	2.16
每股净资产	4.70	8.40	8.31	8.54	8.93
每股股利	0.24	0.30	0.06	0.09	0.14
估值比率					
PE	20.4	26.6	47.9	34.8	21.6
PB	2.2	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	18.8	17.5	12.4	8.9	6.6

分析师承诺

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

评级说明

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

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

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