

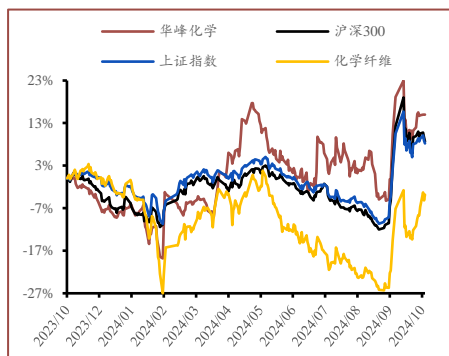
# 全球氨纶+己二酸龙头，打造规模成本领先优势

■ 证券研究报告

## 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2024-10-30</b>
收盘价(元)	8.11
流通股本(亿股)	49.52
每股净资产(元)	5.28
总股本(亿股)	49.63

最近 12 月市场表现



分析师 梅宇鑫

SAC 证书编号: S0160524070002  
meiyx@ctsec.com

分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001  
bich@ctsec.com

## 相关报告

## 核心观点

- ❖ **公司聚焦氨纶、己二酸、聚氨酯原液三大业务，规模优势全球领先：**根据公司公告，公司当前氨纶产量为全国第一、全球前列；自 2019 年将华峰新材装入上市公司体内后，主要产品从氨纶扩展至聚氨酯原液、己二酸，当前二者产量和销量均居全球第一，拥有规模优势，可降低产品单位期间费用及固定成本；并可形成较大的原材料采购规模，降低采购成本，进一步增强成本优势。
- ❖ **氨纶需求有望保持较高增速，公司成本优势明显：**消费端，在化纤行业承压的大环境下，氨纶得益于运动服、瑜伽服等产品市场规模增长及其应用场景增加、添加量增加，2023 年消费量同比增长 17%。供给端，当前行业 CR5 高达 79.53%，行业集中度高，扩张计划较少，价格价差有望从历史底部修复。**成本端**，公司在多个方面形成行业内领先的氨纶成本优势：1) **原材料成本：**依托集团原料大宗采购平台，公司具有显著原料采购成本优势，单吨氨纶可节约大约 1900 元/吨成本，未来原料进一步自给有望扩大公司原材料成本优势；2) **电力成本：**公司电力单耗领先优势明显，与同行相比可有 400-700 元/吨左右优势；3) **折旧成本：**公司规模领先，具有 500-700 元/吨成本优势。
- ❖ **国内己二酸产能在全球占比有望提升，PA66 国产化将提升己二酸需求：**供给端，与传统环己烷法相比，环己烯法更环保且成本更低，将成主流趋势。海外己二酸装置以环己烷法为主，且需要面临更高的原料成本、人力成本、环保成本等，发展受到限制和阻碍，部分产能退出，国内己二酸中占比有望进一步提升。**需求端**，己二腈技术突破后 PA66 国产替代加速，预计到 2025 年可增加来自 PA66 的己二酸需求量 58 万吨，远期潜在需求量超过 470 万吨。
- ❖ **投资建议：**氨纶及己二酸龙头地位稳固，当前价格价差承压但公司盈利能力依然稳健。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 263.97/290.02/322.44 亿元，归母净利润 26.31/37.63/44.33 亿元。对应 PE 分别为 15.30/10.69/9.08 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**新建项目进度不及预期；原材料价格波动；下游需求不及预期

## 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25884	26298	26397	29002	32244
收入增长率(%)	-8.75	1.60	0.37	9.87	11.18
归母净利润(百万元)	2844	2478	2631	3763	4433
净利润增长率(%)	-64.17	-12.85	6.14	43.05	17.79
EPS(元)	0.58	0.50	0.53	0.76	0.89
PE	11.72	13.42	15.30	10.69	9.08
ROE(%)	12.29	9.94	9.82	12.63	13.24
PB	1.46	1.34	1.50	1.35	1.20

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 10 月 30 日收盘价计算）

## 内容目录

1	公司简介：全球氨纶龙头企业.....	5
1.1	国内氨纶、己二酸及聚氨酯原液领先生产商，产能持续扩大.....	5
1.2	公司股权结构集中，管理层经验丰富.....	6
1.3	公司营收稳定增长，三大产业持续发力.....	6
2	氨纶：公司成本优势明显，规模扩张业绩有望增长.....	8
2.1	行业：纺织升级，氨纶具备优异弹性适合混纺.....	8
2.1.1	供给端：产能增速放缓，当前高度集中于几家领先企业.....	10
2.1.2	消费端：应用范围扩张&添加量提升带来需求增量.....	11
2.2	公司：多优势打造成本护城河，具备扩张底气.....	13
2.2.1	公司氨纶成本不断优化降低，原材料成本为主要成本.....	13
2.2.2	公司氨纶成本在同行业中居于领先地位.....	15
3	己二酸：需求有望提升，价差居于底部静待复苏.....	18
3.1	行业：环己烯法将成主流，PA66国产化加速提升国内己二酸需求.....	18
3.1.1	供给端：行业集中度较高，我国由净进口国转变为净出口国.....	18
3.1.2	消费端：尼龙 66 带动己二酸需求增长.....	20
3.2	公司：国内己二酸龙头，行业亏损情况下公司仍可盈利.....	22
4	聚氨酯原液：公司稳定盈利点.....	23
5	盈利预测.....	25
6	风险提示.....	27

## 图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	氨纶产业链.....	5
图 3.	公司股权结构稳定.....	6
图 4.	公司营收自 2021 年高速增长后保持稳定水平.....	7
图 5.	公司保持盈利韧性.....	7
图 6.	公司营收结构.....	7
图 7.	公司毛利结构.....	7
图 8.	千禧®高性能氨纶指标对比.....	8

图 9. 公司生物基氨纶与普通氨纶合成方法对比.....	9
图 10. 我国为全球最大的氨纶生产国（万吨/年） .....	10
图 11. 2024 年国内氨纶供给格局（万吨/年） .....	10
图 12. 氨纶价格及价差（元/吨） .....	11
图 13. 2024 年氨纶下游消费结构.....	12
图 14. 氨纶消费量呈增长趋势（单位：万吨） .....	12
图 15. 国内运动服饰市场规模情况.....	12
图 16. 全球瑜伽服市场规模情况.....	12
图 17. 氨纶占比呈上升趋势（万吨） .....	13
图 18. 氨纶产量增速较高.....	13
图 19. 公司氨纶单吨成本（单位：元/吨） .....	14
图 20. 原材料成本为氨纶主要成本.....	14
图 21. 原材料成本主要受市场价格影响（单位：元/吨） .....	14
图 22. 公司氨纶人工成本逐年下降（单位：元/吨） .....	14
图 23. 公司氨纶能源及动力成本逐年下降（单位：元/吨） .....	15
图 24. 公司氨纶折旧成本呈下降趋势（单位：元/吨） .....	15
图 25. 公司氨纶毛利率较高.....	15
图 26. 公司氨纶单吨成本具有显著优势（元/吨） .....	15
图 27. 公司 PTMEG 采购价低于市场价（万元/吨） .....	16
图 28. 公司纯 MDI 采购价低于市场价（万元/吨） .....	16
图 29. 公司主要原材料成本仍有优势（元/吨） .....	16
图 30. PTMEG 成本占比在原材料成本 50% 以上 .....	17
图 31. PTMEG 与 BDO 价差波动较大（单位：元/吨） .....	17
图 32. 公司单吨氨纶所需新鲜 DMAC 用量较低（kg/吨） .....	17
图 33. 公司 DMAC 回收率居于领先 .....	17
图 34. 公司氨纶电力单耗优势明显（万 kwh/吨） .....	18
图 35. 公司单吨电力成本较低（元/吨） .....	18
图 36. 公司折旧优势明显（元/吨） .....	18
图 37. 我国己二酸总产能稳定增长.....	19
图 38. 2024 年我国己二酸供给格局（单位：万吨/年） .....	19
图 39. 己二酸不同工艺路线.....	19
图 40. 己二酸由净进口国逐渐转变为净出口国（吨） .....	20
图 41. 2024 年己二酸下游消费结构.....	21

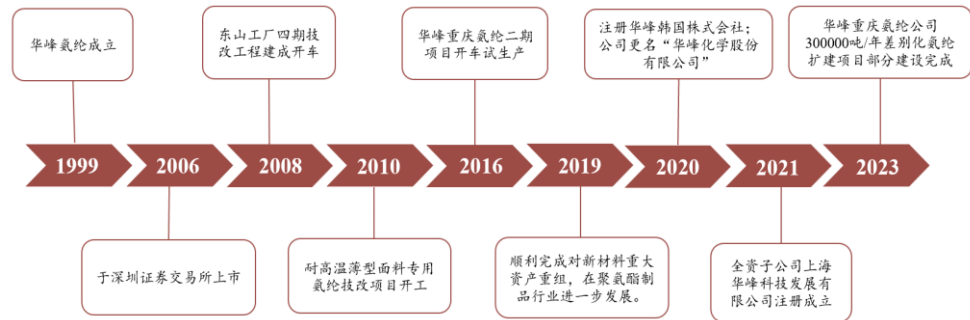
图 42. 己二酸表观消费量 (万吨) .....	21
图 43. PA66 上下游产业链.....	21
图 44. 环己烯法制己二酸价差跌至底部 (元/吨) .....	22
图 45. 己二酸行业当前毛利为负 (单位: 元/吨) .....	23
图 46. 公司基础化工板块毛利率为正.....	23
图 47. 公司聚氨酯鞋底原液在国内鞋材中的占比远低于发达国家.....	23
图 48. 公司 linxfon 产品.....	24
图 49. 公司聚氨酯原液产品营收稳定, 保持盈利 (单位: 万元) .....	25
图 50. 公司具有较高毛利率.....	27
图 51. 公司具有较高净利率.....	27
图 52. 公司具有较高 ROE.....	27
表 1. 公司主要产品产能 (单位: 万吨/年) .....	6
表 2. 千禧®抗菌氨纶应用效果.....	9
表 3. 各公司生物基氨纶开发进展.....	9
表 4. 国内氨纶在建产能 (单位: 万吨/年) .....	10
表 5. 我国氨纶供需平衡测算 (单位: 万吨) .....	11
表 6. 各种服饰里的氨纶添加量.....	13
表 7. 环己烷法和环己烯法生产己二酸单耗对比.....	20
表 8. 部分 PA66 规划产能 (万吨/年) .....	22
表 9. 公司主营业务及预测 (单位: 百万元) .....	26
表 10. 可比公司估值 (市值单位: 亿元, EPS 单位: 元) .....	27

## 1 公司简介：全球氨纶龙头企业

### 1.1 国内氨纶、己二酸及聚氨酯原液领先生产商，产能持续扩大

华峰化学前身为华峰氨纶，成立于1999年12月，是华峰集团控股子公司，2006年登陆深交所上市，成为温州首家国内上市民营企业 and 全国首家主营氨纶业务的上市公司。2016年华峰重庆氨纶二期项目开车试生产，投产后华峰氨纶公司的整体产能跃居世界第二。2019年，公司顺利完成对新材料重大资产重组，促进公司在聚氨酯制品行业的进一步发展。2020年公司更名“华峰化学股份有限公司”。2021年全资子公司上海华峰科技发展有限公司注册成立，2023年华峰重庆氨纶公司30万吨/年差别化氨纶扩建项目部分建设完成，氨纶领先地位进一步提升。

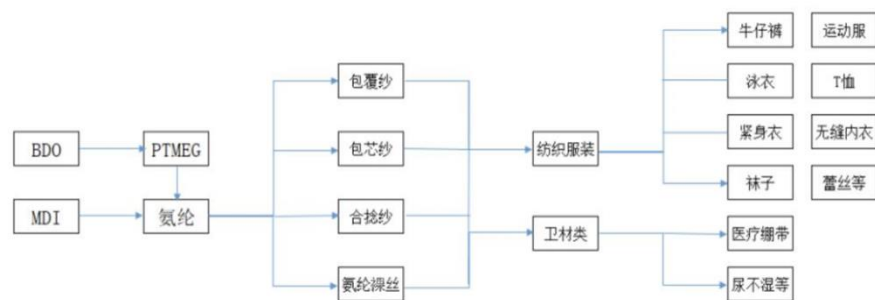
图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司是国内氨纶行业先驱，是国内技术最成熟的氨纶企业之一。氨纶市场产业链包括上游原材料MDI、PTMEG，中游的氨纶生产和下游的纺织服装、卫材类应用。公司的氨纶以直销为主，随着产业一体化体系的建立，公司所需原料的稳定供应与议价能力均得到有效提升。

图2.氨纶产业链



数据来源：公司公告、财通证券研究所

公司深耕聚氨酯制品，规模处于领先地位。公司生产主要产品包括：1) 氨纶；2) 己二酸；3) 聚氨酯原液，公司致力于聚氨酯上下游产业一体化。目前公司氨纶产

能与产量均位居全球第二、全国第一，同时聚氨酯原液与己二酸产量均为全国第一。

表1.公司主要产品产能（单位：万吨/年）

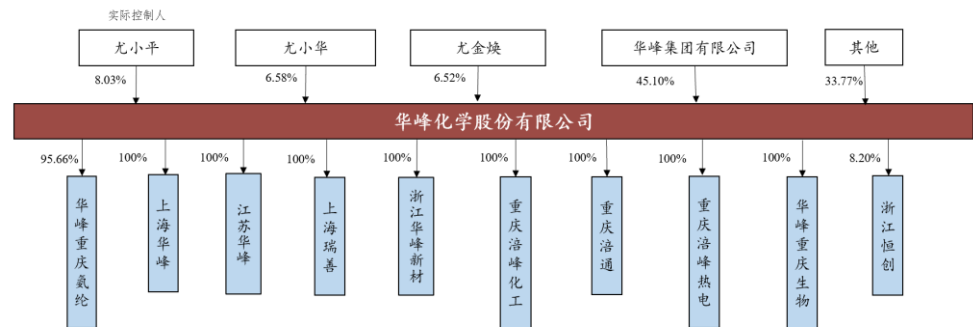
	现有产能	预计新增产能
氨纶	32.5	20
己二酸	135.5	-
聚氨酯原液	52	-

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.2 公司股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构集中且稳定，管理层从业多年，经验丰富。截至 2024 年 10 月 25 日，华峰集团持有公司 45.10% 的股份，为公司第一大股东；尤小平持有公司 8.03% 的股份，为公司实际控制人。尤小华、尤金焕分别持有公司 6.58%、6.52% 的股份。同时，公司现任董事长杨从登担任中国化纤协会资深副会长，具有三十多年的氨纶生产建设与运营管理经验。

图3.公司股权结构稳定



数据来源：iFinD、财通证券研究所（截至 2024.10.25）

### 1.3 公司营收稳定增长，三大产业持续发力

公司营收增长稳定，保持盈利韧性。其中：

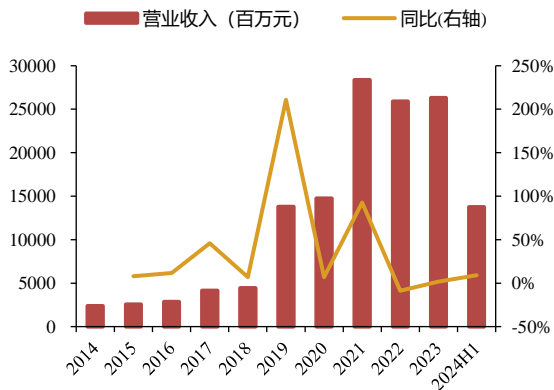
- **2019 年**，公司以重大资产重组方式将控股股东华峰集团旗下优质聚氨酯资产华峰新材装入上市公司体内，实现了产业链整合延伸，从化学纤维行业延伸到基础化工原料及聚氨酯制品材料制造领域，公司营收及归母净利润均实现大幅增长，盈利能力显著增强。
- **2021 年**，公司营收及归母净利润均实现高速增长，主要受下游需求提振、国际能源等大宗产品价格上涨等因素助推，公司主要产品量价齐升，其中氨纶



价格大幅增长，己二酸及聚氨酯原液价格、销量均有明显涨幅，公司盈利水平大幅提升。

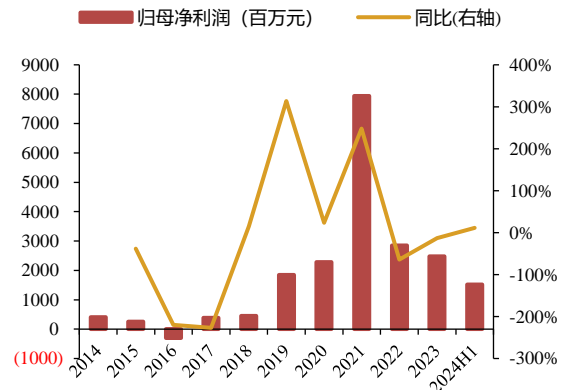
- **2022年**，公司归母净利润有所下滑，主要由于行业产能供需失衡，公司产品价格回落，盈利能力降低。
- **2024年上半年**，公司氨纶、己二酸板块产能释放，主要产品的产销量上升，盈利能力增强，实现营业收入137.44亿元，较上年同期上升8.89%，归母净利润较上年同期增长11.74%。

图4.公司营收自2021年高速增长后保持稳定水平



数据来源：Wind，财通证券研究所

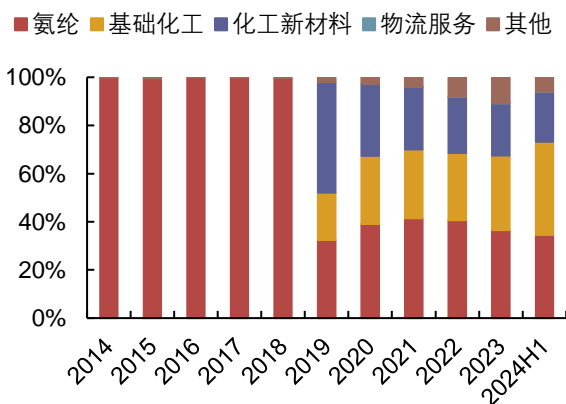
图5.公司保持盈利韧性



数据来源：Wind，财通证券研究所

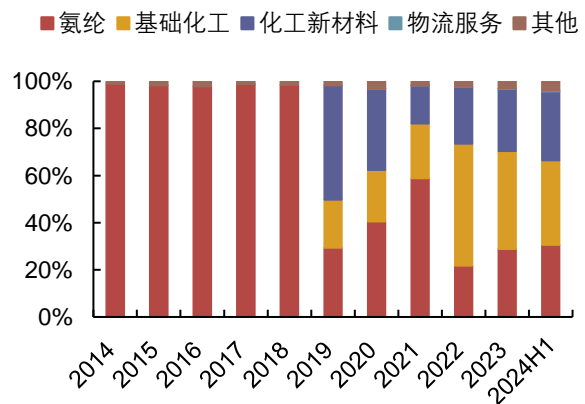
公司以氨纶、化工新材料、基础化工品三大业务板块为主，目前共同贡献大部分营收及毛利。公司主要从事氨纶纤维、聚氨酯原液、己二酸等产品的研发、生产与销售。公司由早期的业务结构单一，氨纶贡献大部分营业收入，到目前的三大产业并立，公司的抗风险能力不断增强，形成从原材料、中间体到产成品的一体化生产体系，通过规模化压低成本，逐步具备产业链集成优势。

图6.公司营收结构



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7.公司毛利结构



数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2 氨纶：公司成本优势明显，规模扩张业绩有望增长

### 2.1 行业：纺织升级，氨纶具备优异弹性适合混纺

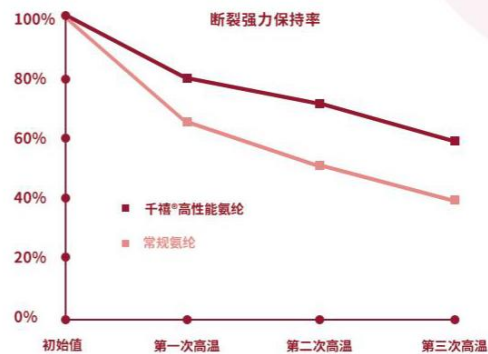
氨纶学名聚氨基甲酸酯纤维，是指与其他高聚物嵌段共聚时至少含有 85% 的氨基甲酸酯的链节单元组成的线性大分子所构成的长丝，是一种弹性极好的纤维，最早由德国拜耳公司开发成功，后由美国杜邦公司首先实现了工业化生产。氨纶具有高伸长、高弹性恢复率、低吸湿性、耐热耐候、耐磨损、耐反复拉伸等特点，断裂伸长率在 400%~700%，拉伸到 300% 时的弹性回复率可达 95%。此外，氨纶还具有密度小、染色性好和色牢度良好等特点，是一种综合性能优良的纺织原料。

打造功能性、差异化氨纶为行业发展趋势，有助于提升需求。公司持续科研攻关，以技术先进性推进应用产品升级换代，实现了高性能、超耐氯、抗菌、酸性可染、黑色等千禧®功能性差别化系列氨纶的产业化，以满足面料创新对氨纶更高的要求。例如，

- **千禧®高性能氨纶：**通过多种创新组合工艺，赋予氨纶出众的高回弹、耐高温、高均一性能和优异的品质，广泛应用于塑身衣、内衣、泳衣、瑜伽裤等。

图8.千禧®高性能氨纶指标对比

#### 耐高温性能



测试条件：先185°C预定型1min，再130°C染色40min，然后190°C定型1min

#### 高均一



适用于高针，对布面条干和平整度要求高的高档经纬编产品

数据来源：公司官网、财通证券研究所

- **千禧®抗菌氨纶：**通过分子设计以及添加剂筛选，在氨纶分子中首次引入新型广谱抗菌剂，纤维产品抗菌性能优异、抗菌菌谱宽、耐水洗性能优异。同时，采用千禧®抗菌氨纶可实现更高性价比，如“10%千禧®抗菌氨纶+90%常规涤纶”的面料与“10%常规氨纶+90%抗菌涤纶”相比可节约 5% 以上材料成本，但均可满足抗菌需求。



表2.千禧®抗菌氨纶应用效果

样品	水洗次数	大肠杆菌	金黄葡萄球菌	白色念珠菌
FZ/T 73023	50	≥70%	≥80%	≥60%
5.1%抗菌氨纶+94.9%棉	50	98.20%	93.33%	88.80%
10%抗菌氨纶+90%涤纶	50	95.90%	99.50%	88.40%
11%抗菌氨纶+89%锦纶	50	95.70%	98.70%	90.80%

数据来源：公司官网，财通证券研究所

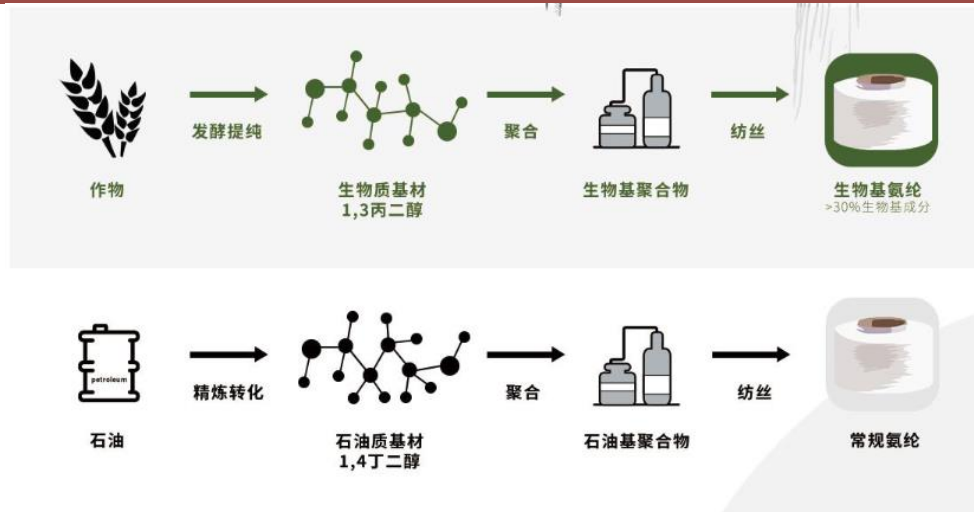
绿色低碳化也是氨纶的发展方向。为了助力碳达峰及碳中和，多家公司积极布局生物基氨纶。生物基氨纶是以可再生物质（如玉米、马铃薯、秸秆、蓖麻油、纤维素等）为原料取代不可再生石油基原料，经基因工程、微生物发酵、过滤、提纯等工序制备高纯度单体，然后经聚合反应，再经过纺丝工艺制成的生物基合成纤维。国际上相关产品的生物碳质量分数均不高，开发高生物碳质量分数、低成本、高性能的生物基氨纶是未来的发展趋势。

表3.各公司生物基氨纶开发进展

时间	公司	生物基氨纶相关产品（说明）	降低碳足迹/生物基质量分数
2022年9月	莱卡公司与 Qore®合作	LYCRA®纤维 （预计 2024 年末提供）	44%/70%
2022年11月 -	韩国晓星 Hyosung 华峰化学	Creora®生物基氨纶 千禧®生物基氨纶（PDO 原料）	23%/30% -/超 30%
2023年10月	连云港杜钟新奥神氨纶有限公司、南京工业大学郭凯教授团队、苏美达轻纺国际集团	“奥美南 Omina”生物基氨纶	44%/70%

数据来源：祁倩《国内氨纶行业供需现状与发展趋势分析》，财通证券研究所

图9.公司生物基氨纶与普通氨纶合成方法对比

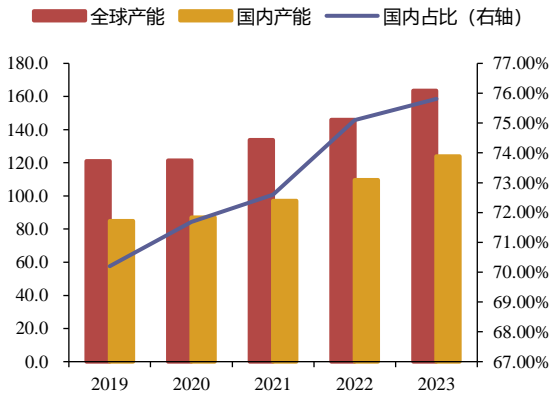


数据来源：公司官网、财通证券研究所

### 2.1.1 供给端：产能增速放缓，当前高度集中于几家领先企业

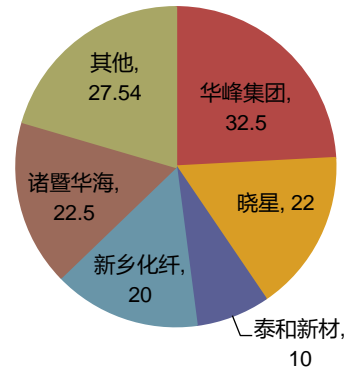
21世纪以来，随着我国纺织工业迅速发展，国内氨纶行业步入了高速增长期，我国氨纶产能占全球产能比例从2002年的15.9%提升至2023年的75.8%，已成为全球最大的氨纶生产国和消费国。国内氨纶生产商主要有公司、晓星、诸暨华海、新乡化纤、泰和新材五家，当前行业CR5高达79.53%，行业集中度高。

图10.我国为全球最大的氨纶生产国（万吨/年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图11.2024年国内氨纶供给格局（万吨/年）



数据来源：各公司公告，百川盈孚，财通证券研究所

当前产能扩产计划较少，基本集中于西部地区。当前国内氨纶扩张计划较少，具备较强确定性在建产能仅有公司及晓星。公司10万吨产能自2023年4月进入试生产阶段，仍有20万吨在建产能。晓星年产36万吨氨纶及其原料配套三期项目于2024年5月开工，建设7万吨/年差别化氨纶生产线及10万吨/年PTMEG生产线，计划2025年2月建成。

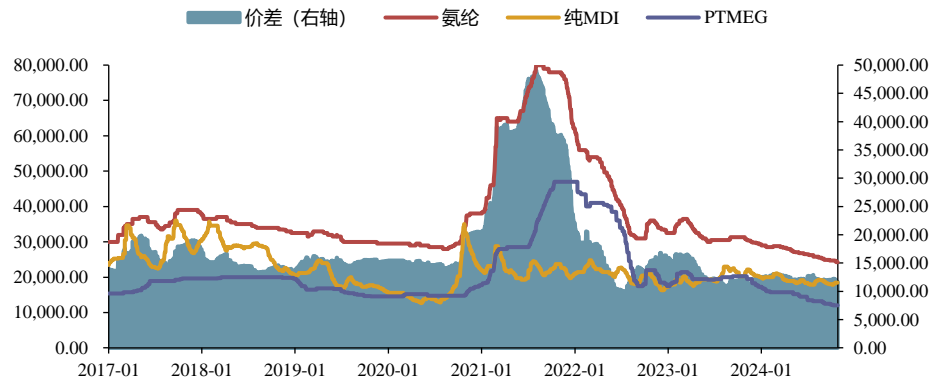
表4.国内氨纶在建产能（单位：万吨/年）

	在建产能	项目地	预计投产时间
华峰集团	20	重庆	-
晓星	7	宁夏	2025年2月

数据来源：公司公告、宁夏宁东能源化工、财通证券研究所

氨纶价格价差居于历史底部，未来需求增长且新增产能较少的情况下，价格价差有望反转。2021年，由于口罩需求大幅增加，氨纶价格价差均大幅上涨，2023年氨纶价格回落至历史水平后继续下跌，截至2024年10月28日，氨纶市场价格为24300元/吨，价差为11730元/吨，皆处于历史底部。

图12. 氨纶价格及价差（元/吨）



数据来源：百川盈孚、Wind、财通证券研究所

我国氨纶供需平衡测算：

- **进出口：**国内目前氨纶供需基本平衡，2023 年进口约 4.8 万吨，出口约 7.0 万吨，2024 年以 1-9 月进出口量平均假设全年进出口量，并假设 2025-2026 年进出口量增速均为 5%。
- **产能及产能利用率：**根据当前国内在建产能预测，2024-2026 年氨纶产能分别为 124、131、151 万吨，随着国内新增产能逐渐落地以及国内需求量的提升，预计国内氨纶产业产能利用率有望逐步提升，考虑到新建产能爬坡问题产能利用率增速放缓或有所下滑。

表5.我国氨纶供需平衡测算（单位：万吨）

	产量	进口量	出口量	表观消费量	产能	产能利用率
2017	54.10	2.22	5.28	51.03	74	73.06%
2018	62.41	2.62	5.62	59.41	82	76.35%
2019	64.87	2.78	6.24	61.41	90	72.45%
2020	75.77	2.93	6.51	72.19	93	81.88%
2021	82.71	3.67	8.03	78.35	102	81.46%
2022	78.69	2.58	7.10	74.17	112	70.17%
2023	89.01	4.79	6.96	86.84	124	71.76%
2024E	101.68	4.96	7.61	99.03	124	82%
2025E	110.04	5.21	7.99	107.26	131	84%
2026E	123.82	5.47	8.39	120.90	151	82%

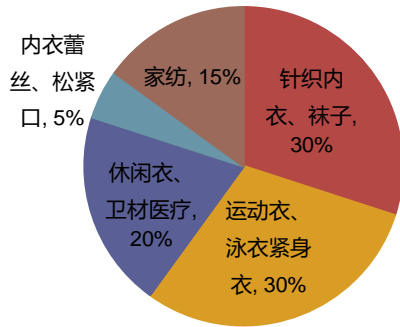
数据来源：Wind、财通证券研究所

### 2.1.2 消费端：应用范围扩张&添加量提升带来需求增量

氨纶由于其优异的弹性、耐汗性、耐磨性等，在运动休闲服饰、内衣袜子等多个领域应用广泛，且消费量不断增长。据百川盈孚数据，2023 年氨纶表观消费量为

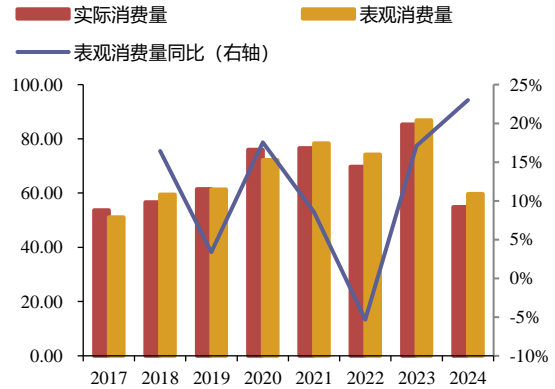
86.84 万吨，同比增长 17%，2024 年 1-9 月氨纶表观消费量为 77.14 万吨，同比增长 21%。

图13.2024 年氨纶下游消费结构



数据来源：百川盈孚、财通证券研究所

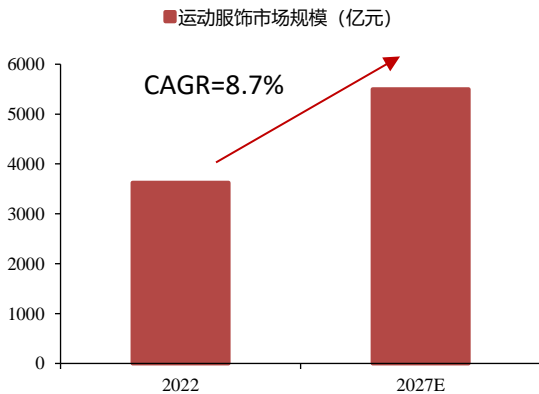
图14.氨纶消费量呈增长趋势（单位：万吨）



数据来源：Wind、财通证券研究所（2024 年为 1-9 月数据）

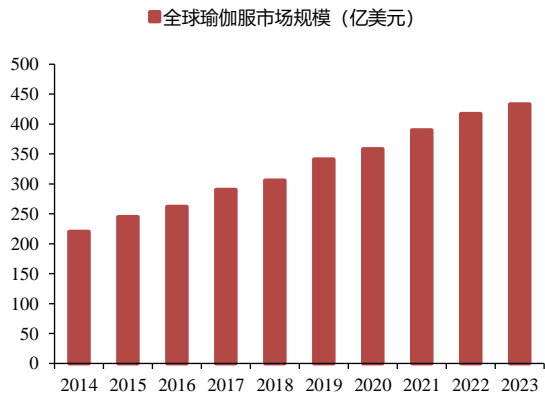
近年来，在全民运动风潮兴起背景下，高氨纶含量服装需求有望持续增长，从而带动氨纶需求增加。根据欧睿咨询 Euromonitor 统计，2022 年国内运动服饰市场规模已达到 3627 亿元，预计 2027 年该指标有望突破 5,500 亿元，2022-2027 年复合增长率约为 8.7%，远高于同期整体服装行业增速。其中瑜伽服质量较轻，舒适便于运动，受到大众青睐，市场快速攀升，根据智研咨询，2023 年全球瑜伽服市场规模达 436 亿美元，同比增长 6%。

图15.国内运动服饰市场规模情况



数据来源：思瀚产业研究院、财通证券研究所

图16.全球瑜伽服市场规模情况



数据来源：智研咨询、财通证券研究所

随着生活品质的升级，人们对日常衣物舒适度要求不断提升，氨纶在面料中的添加比例有望不断增加。当前，部分商家以产品面料添加氨纶或高氨纶添加量作为吸引消费者的亮点。运动服饰方面，主打舒适的瑜伽裤、紧身裤的氨纶添加量基本在 20%以上；泳衣氨纶添加量也可达 20%。内衣服饰方面，消费者对内衣的舒适性、合身性、轻薄性的要求更高，氨纶添加比例也有所提升。内裤方面，在腰头须有弹性布料，因此普遍会添加 5%左右的氨纶，而追求舒适贴合的无痕内裤

氨纶含量接近 30%，也可高达约 50%；文胸方面，传统文胸包括罩杯、侧翼、花边等部分组成，其中对侧翼的弹性要求较高，氨纶含量一般可达 20%-30%。随着消费者对舒适度的追求进一步提升，“无尺码文胸”开始走红，由于其不再区分罩杯和胸围但需要适配整体人群，因此对面料的弹性提出了高要求。这类产品氨纶含量通常在 30%左右，部分产品氨纶含量超过 45%，其氨纶含量较传统文胸有了较大比例提高。

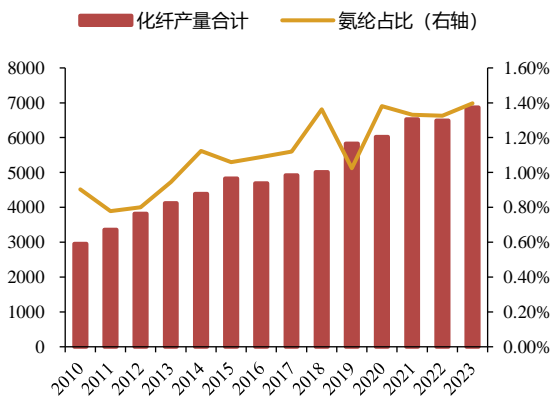
表6.各种服饰里的氨纶添加量

品牌	商品名	主料氨纶添加量
lululemon	Align™ 女士运动高腰紧身裤	19%
蕉内	热皮 306++女士瑜伽裤子	21%
李宁	连体三角竞速泳衣	20%
ubras	无尺码无痕隐形内裤	49%
ubras	无尺码文胸小奶皮款	35%
ubras	无尺码文胸常规款	51%
NEIWAI	无尺码三角内裤	30%

数据来源：淘宝官方，财通证券研究所

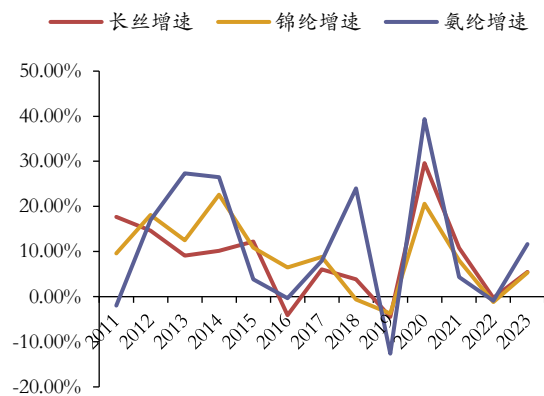
在化纤行业承压的大环境下，氨纶行业得益于运动服、瑜伽服等产品市场规模增长及其应用场景增加、添加量增加，仍然保持领先的增长。氨纶消费量受纺服景气周期影响较小，消费量在整体保持稳定增长。受益于氨纶渗透率和添加量的提升，其产量在化纤中的整体占比也呈上升趋势。与涤纶、锦纶相比，氨纶产量增速较高。

图17.氨纶占比呈上升趋势（万吨）



数据来源：中国化学纤维工业协会，财通证券研究所

图18.氨纶产量增速较高



数据来源：中国化学纤维工业协会，财通证券研究所

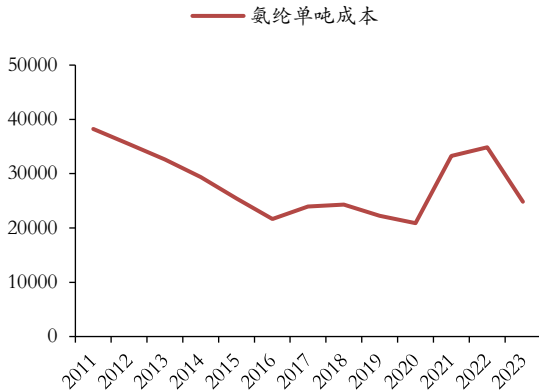
## 2.2 公司：多优势打造成成本护城河，具备扩张底气

### 2.2.1 公司氨纶成本不断优化降低，原材料成本为主要成本

氨纶单吨成本波动较高，主要由材料、人工、动力、折旧四部分组成，其中原材料成本占比最高，可达 70%以上。

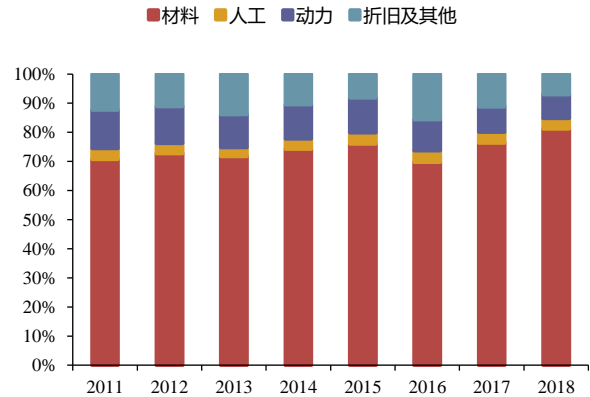


图19.公司氨纶单吨成本（单位：元/吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图20.原材料成本为氨纶主要成本

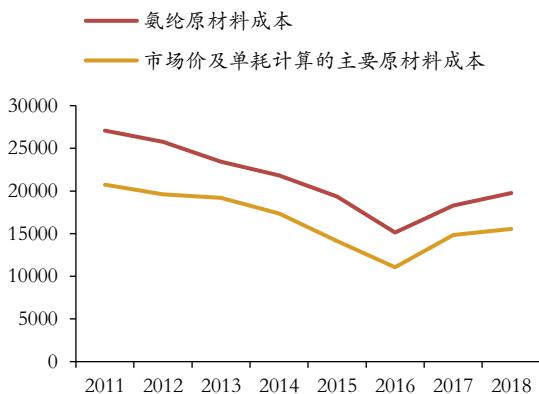


数据来源：Wind、公司公告、财通证券研究所

通过拆分来看，公司氨纶在人工成本、能源及动力成本和折旧费用方面都有所优化。

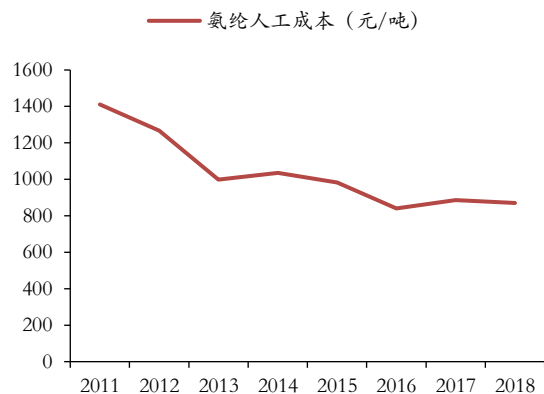
- 从原材料成本来看，公司氨纶实际原材料成本与采用主要原材料纯 MDI 及 PTMEG 市场价格与单耗所计算的成本走势一致，说明原材料成本主要受市场价格影响，单耗保持较稳定。
- 人工成本与能源及动力成本均逐年下降，且下降比例较高，从 2011-2018 年，单吨人工成本下降了 38.3%，单吨能源及动力成本下降了 60.8%，说明公司在人力资源配置、能源与动力利用方面不断进行优化。
- 折旧成本整体呈下降趋势，从 2011 年的 4703 元/吨下降至 2018 年的 1697 元/吨，下降了 63.9%，在增强公司盈利能力的同时也有助于提高现金流水平。

图21.原材料成本主要受市场价格影响（单位：元/吨）



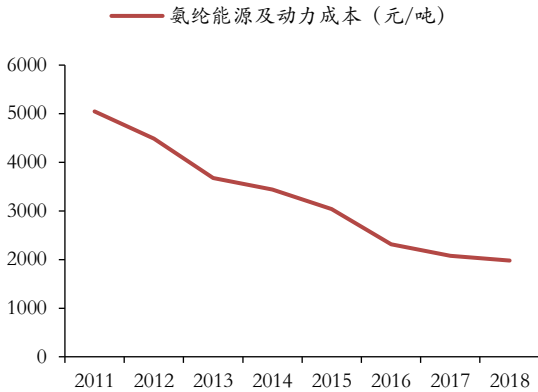
数据来源：公司公告、公司环境影响报告书、wind、财通证券研究所（注：市场价及单耗计算的主要原材料成本=0.782\*PTMEG+0.187\*纯 MDI）

图22.公司氨纶人工成本逐年下降（单位：元/吨）



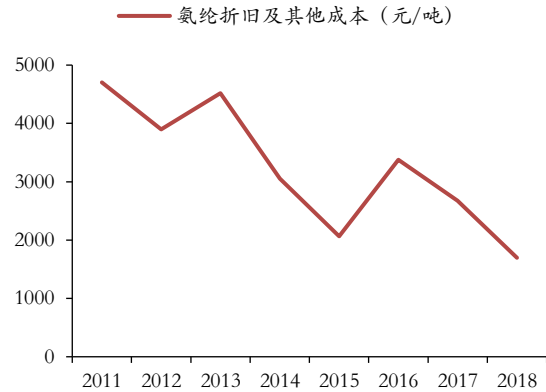
数据来源：公司公告、财通证券研究所

图23.公司氨纶能源及动力成本逐年下降(单位:元/吨)



数据来源:公司公告、财通证券研究所

图24.公司氨纶折旧成本呈下降趋势(单位:元/吨)

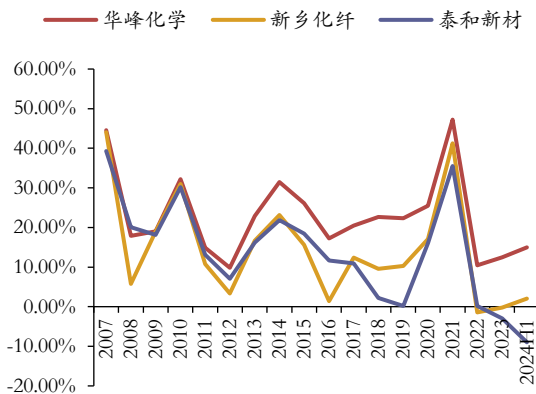


数据来源:公司公告、财通证券研究所

### 2.2.2 公司氨纶成本在同行业中居于领先地位

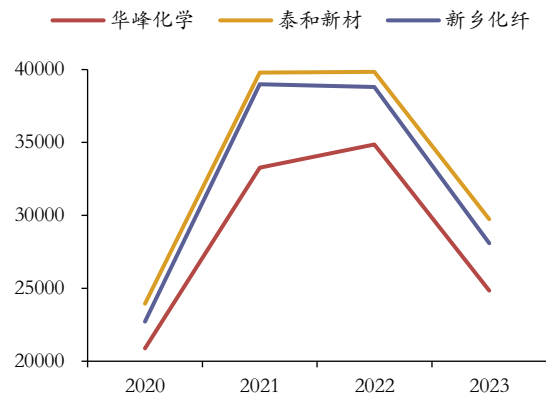
公司氨纶成本在同行业中具有显著优势,毛利率领先于同行,主要具有以下几方面优势:

图25.公司氨纶毛利率较高



数据来源:Wind、财通证券研究所

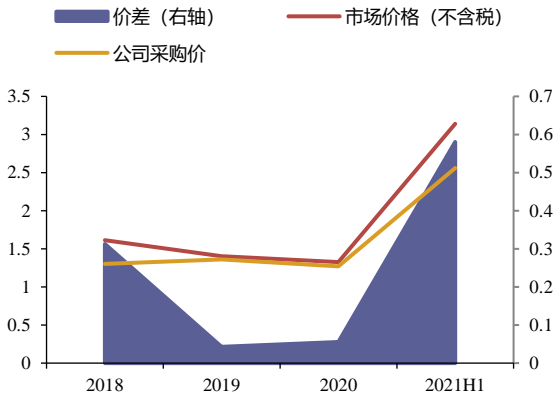
图26.公司氨纶单吨成本具有显著优势(元/吨)



数据来源:各公司公告、Wind、财通证券研究所

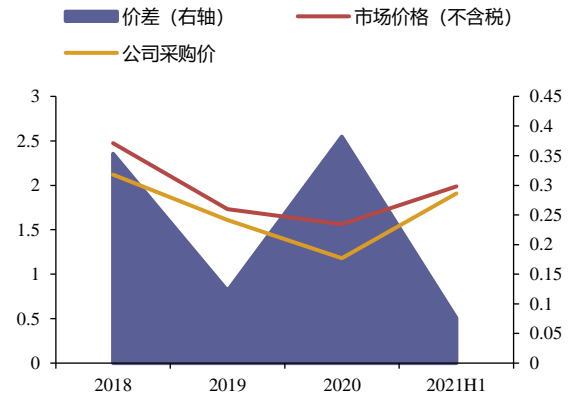
- **原材料采购价格及主要原料成本优势:** 公司重庆基地项目位于重庆涪陵白涛化工园区,主要原料 PTMEG 由重庆弛源化工有限公司提供,纯 MDI 采购由重庆巴斯夫提供,三个企业距离接近,在重庆区域内充分利用原料,较短运输距离及产业链延伸有助于增强公司议价能力。根据公司公告所披露的 2018 年到 2021 年上半年 PTMEG 及纯 MDI 采购价及 Wind 市场价格数据,最高价差可达 3820 元/吨及 5800 元/吨,按平均可节省成本及单吨氨纶对二者的单耗计算,从主要原材料的采购方面,单吨氨纶可节约大约 1900 元/吨成本。

图27.公司 PTMEG 采购价低于市场价 (万元/吨)



数据来源：各公司环境影响报告书、财通证券研究所

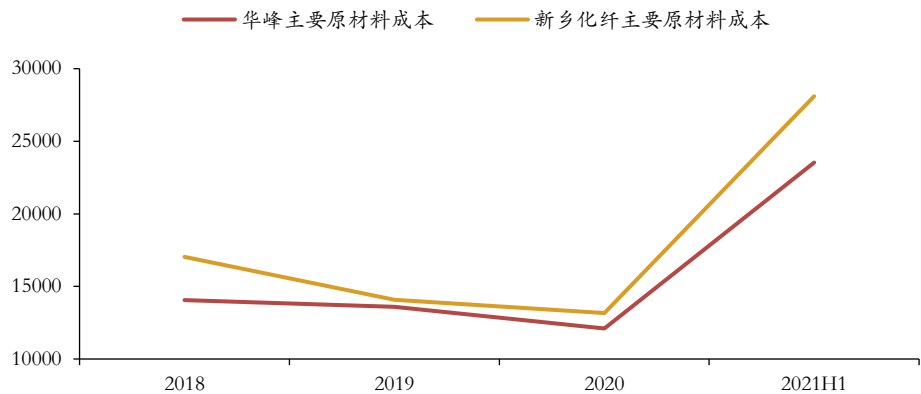
图28.公司纯 MDI 采购价低于市场价 (万元/吨)



数据来源：各公司环境影响报告书、财通证券研究所

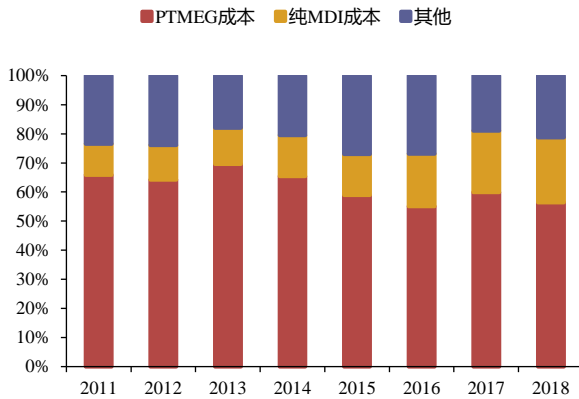
考虑原材料单耗的不同，计算原材料成本，虽然公司对 PTMEG 及纯 MDI 单耗较高，但以新乡化纤单耗及市场价所计算，2018 年至 2020 年公司主要原材料成本优势仍可达到 1500 元/吨以上。

图29.公司主要原材料成本仍有优势 (元/吨)

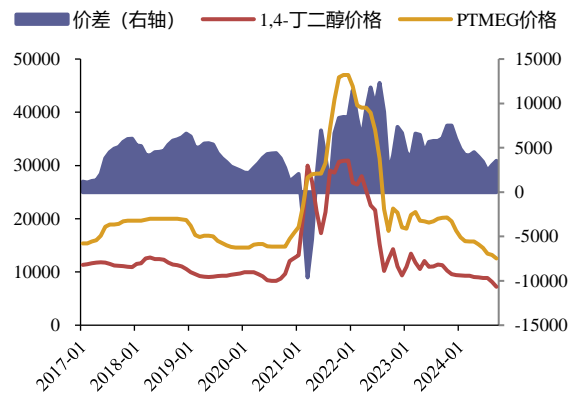


数据来源：各公司环境影响报告书、公司公告、Wind、财通证券研究所

公司向上游延伸，未来原料进一步自给有望扩大公司原材料成本优势。在氨纶原材料成本中，PTMEG 成本为占比最高的部分，占据 50%以上，若 PTMEG 原料端成本降低，可有效节约总成本。2024 年 7 月 12 日，公司公告氨纶产业链深化项目调整为年产 24 万吨 PTMEG，采用 BDO 环化脱水制 PTMEG，项目同样位于重庆市涪陵区白涛化工园区内，上下游衔接顺利。若项目投产，按重庆氨纶项目 PTMEG 单耗 782kg/t 计算，24 万吨 PTMEG 可供约 30 万吨氨纶生产，届时原材料自给率将大幅提升。同时，PTMEG 与 BDO 价差波动较大，高点可达 10000 元/吨以上，公司自配原料生产线可有效抵御 PTMEG 价格波动风险，在价差较高时自产 PTMEG 增厚利润，价差为负时仍可选择向外采购 PTMEG。

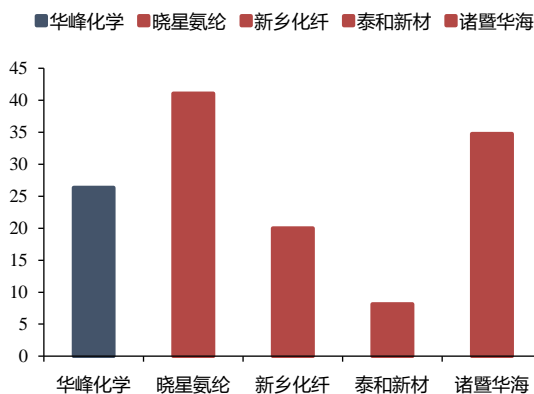
**图30.PTMEG 成本占比在原材料成本 50%以上**


数据来源：公司环境影响报告书、Wind、财通证券研究所

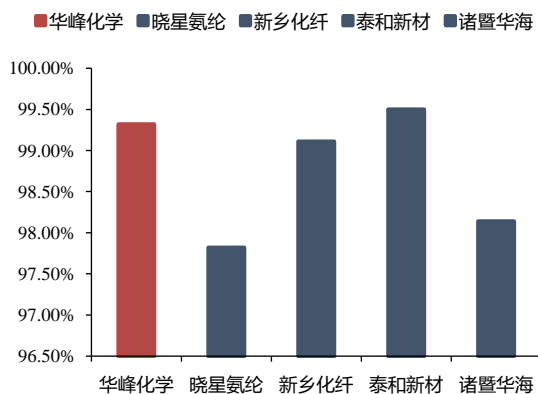
**图31.PTMEG 与 BDO 价差波动较大 (单位：元/吨)**


数据来源：Wind、晓星环境影响报告书、财通证券研究所

- 溶剂 DMAC 回收率优势：**DMAC 为生产氨纶主要原料之一，其在生产过程中作为溶剂需要大量使用，虽然大部分溶剂会在纺丝甬道中被回收，但是氨纶丝内部溶剂在向表面扩散的过程中由于受到固化纤维的阻碍，导致部分溶剂无法完全回收而残留在氨纶丝中，过量的残留溶剂不仅会造成氨纶丝在存放过程中出现黏连问题，而且会对使用者的健康带来一定的危害，因此越高的回收率越有益。由于公司 DMAC 精制回收采用先进的 3 塔蒸馏以提高 DMAC 的回收率，DMAC 回收率高达 99.32%，在同行业中处于领先地位，同时有助于减少所需的新鲜 DMAC 用量，为 26.33kg/吨氨纶。与晓星相比，公司在 DMAC 原料端单吨氨纶可节约 126 元/吨成本。

**图32.公司单吨氨纶所需新鲜 DMAC 用量较低 (kg/吨)**


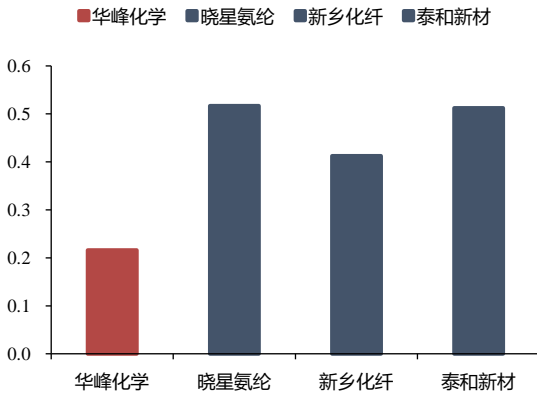
数据来源：各公司环境影响报告书、财通证券研究所

**图33.公司 DMAC 回收率居于领先**


数据来源：各公司环境影响报告书、财通证券研究所

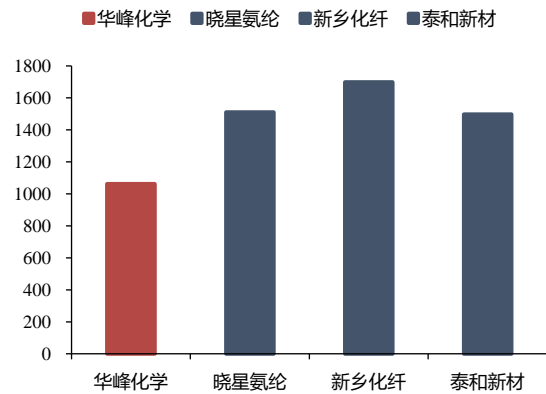
- 电力及燃料成本优势：**公司电力单耗领先优势明显，公司重庆项目单吨氨纶耗电量仅为 0.216 万 kwh/吨，远低于同行 0.4 万 kwh/吨以上水平，即便重庆电价较之宁夏等地较高，单吨电力成本仍有明显优势，约为 1062 元/吨，与同行相比可有 400-700 元/吨左右优势。除此之外，公司以天然气替代部分蒸汽和燃料煤，可节约一定燃料成本。

图34.公司氨纶电力单耗优势明显(万 kwh/吨)



数据来源: 各公司环境影响报告书、财通证券研究所

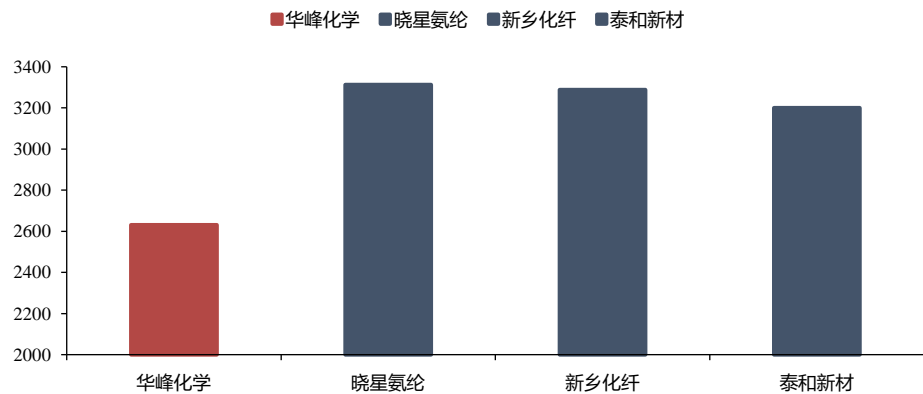
图35.公司单吨电力成本较低(元/吨)



数据来源: 国家电网, 各公司环境影响报告书, 财通证券研究所

- **折旧优势:** 公司供电、供水、蒸汽等充分利用现有公用工程设施, 减少投资, 提高公用工程利用率, 在折旧成本方面具有 500-700 元/吨成本优势。

图36.公司折旧优势明显(元/吨)



数据来源: 各公司环境影响报告书、财通证券研究所 (注: 折旧以十年计算)

### 3 己二酸: 需求有望提升, 价差居于底部静待复苏

#### 3.1 行业: 环己烯法将成主流, PA66 国产化加速提升国内己二酸需求

##### 3.1.1 供给端: 行业集中度较高, 我国由净进口国转变为净出口国

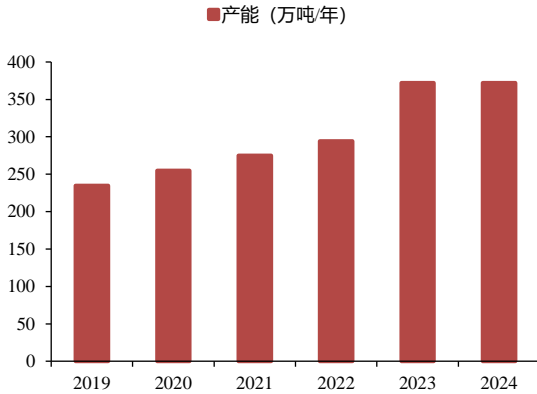
己二酸是一种重要的有机化工原料, 近年来, 随着国内对尼龙等化工产品需求的增加, 己二酸作为尼龙生产的关键原料, 其市场需求也随之扩大, 促进了国内企业对己二酸领域的投资和扩张, 从而推动了整个行业的发展。

目前, 我国己二酸行业集中度较高, 行业 CR5 高达 78.6%。主要生产商包括公司、神马股份、华鲁恒升等大型化工企业, 头部企业通过技术创新和成本控制等



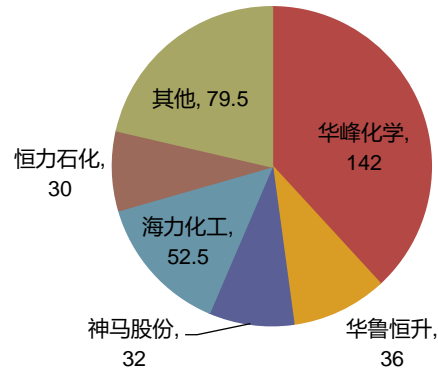
手段，不断提升自身竞争力，逐渐在市场中占据主导地位。2024 年公司、华鲁恒升以及神马股份产能份额占比分别达到 38.17%、9.68%、8.60%。

图37.我国己二酸总产能稳定增长



数据来源：百川盈孚、财通证券研究所（注：2024 年为截至 10 月数据）

图38.2024 年我国己二酸供给格局（单位：万吨/年）

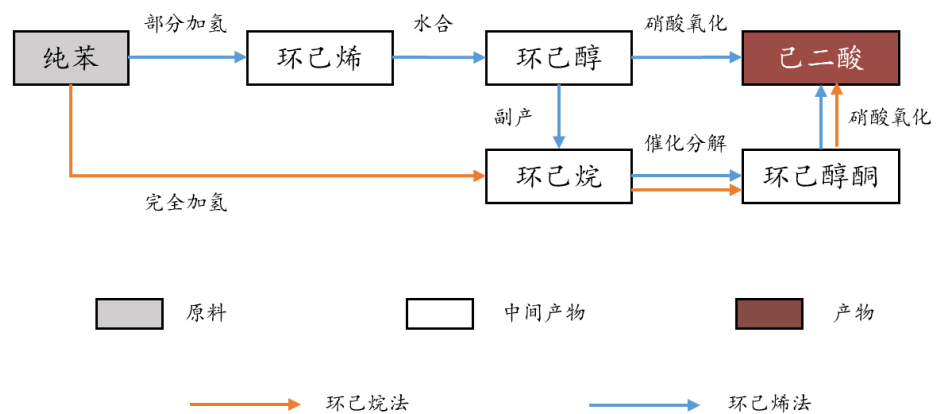


数据来源：百川盈孚、财通证券研究所

己二酸工业工艺路线可分为环己烷法和环己烯法，环己烯法或将成为主流。

- 工业上，己二酸的制备早期主要采用环己烷法，该方法通过纯苯完全加氢生成环己烷，催化分解为环己醇酮后进一步通过硝酸氧化制取己二酸。这种方法生产技术成熟，但副产物及产生工业三废污染较多。
- 环己烯法开发时间较晚，同样以纯苯为原料，在控制条件下部分加氢生成环己烯，经水合生成环己醇，再与硝酸氧化生成己二酸。与环己烷法相比，环己烯法己二酸选择性较高，废液量较少，无其他三废生成，环保方面投资低。

图39.己二酸不同工艺路线



数据来源：公司环境影响报告书、财通证券研究所

与环己烷法相比，环己烯法在原料苯的单耗更少，氢气消耗大幅降低，副产物环己烷也可以进一步利用再生产己二酸或直接对外出售，可进一步降低成本。

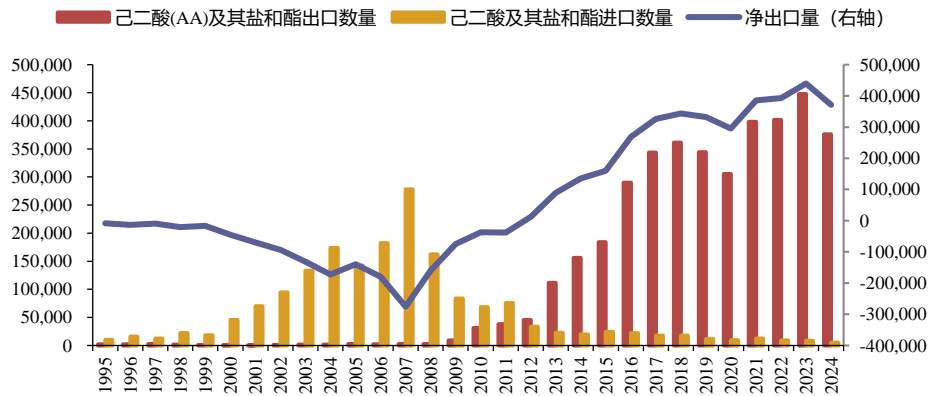
表7.环己烷法和环己烯法生产己二酸单耗对比

	苯 (吨)	硝酸 (吨)	氢气 (Nm3)	副产环己烷 (吨)
环己烷法	0.668	0.9	574.8	
环己烯法	0.622	0.9	268.24	0.144

数据来源：天天化工网、财通证券研究所

海外以环己烷法为主，未来产能有望逐渐转移至国内。海外己二酸装置以环己烷法为主，且需要面临更高的原料成本、人力成本、环保成本等，发展受到限制和阻碍。例如 2024 年 8 月，路德维希港爆炸后，巴斯夫宣布关闭路德维希港的三座工厂，这 3 家工厂涉及生产多种用于塑料、农药和粘合剂的中间产品，其中涉及己二酸及中间体产品。而我国己二酸行业近几年环己烯法生产装置显著增加，且占比较大，在公司华峰重庆生产己二酸六套装置中，一套为环己烷法，五套为环己烯法。从进出口情况来看，我国由己二酸净进口国转变为净出口国，且净出口量自 2007 年开始整体保持上升趋势，表明我国己二酸产业发展较快，未来产能有望向国内集中。

图40.己二酸由净进口国逐渐转变为净出口国 (吨)

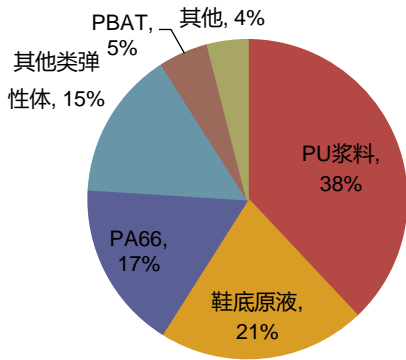


数据来源：Wind、财通证券研究所（注：2024 年为 1-9 月数据）

### 3.1.2 消费端：尼龙 66 带动己二酸需求增长

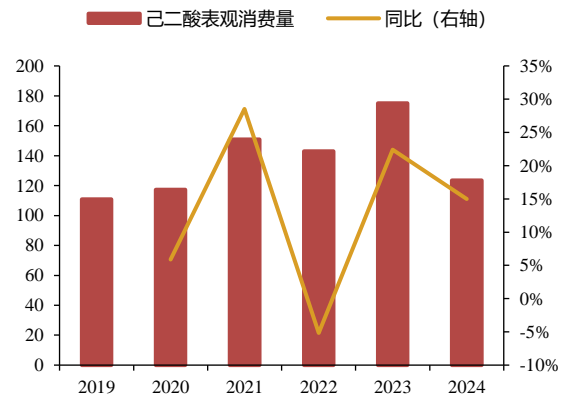
己二酸是脂肪族二元酸中最具应用价值的二元酸，主要应用于尼龙和聚氨酯两大领域。己二酸目前主要用作尼龙 66 的 PBAT、鞋底原液、PU 浆料及其他的弹性体的生产。PA66 或聚酰胺 66 是一种高性能工程塑料，以其卓越的机械性能和耐用性而闻名。它是尼龙家族的一部分，由己二胺和己二酸聚合而成。PA66 具有出色的拉伸强度、抗冲击性和尺寸稳定性，使其适用于汽车、电气和消费品等行业的广泛应用。目前国外己二酸市场集中于 PA66，国内更多集中在聚氨酯领域，而己二酸在传统的聚氨酯领域需求增速趋于平缓，PA66 及 PBAT 等领域是主要增长点，受益于需求增长，近年来己二酸表观消费量整体呈增长趋势。

图41.2024年己二酸下游消费结构



数据来源：百川盈孚、财通证券研究所

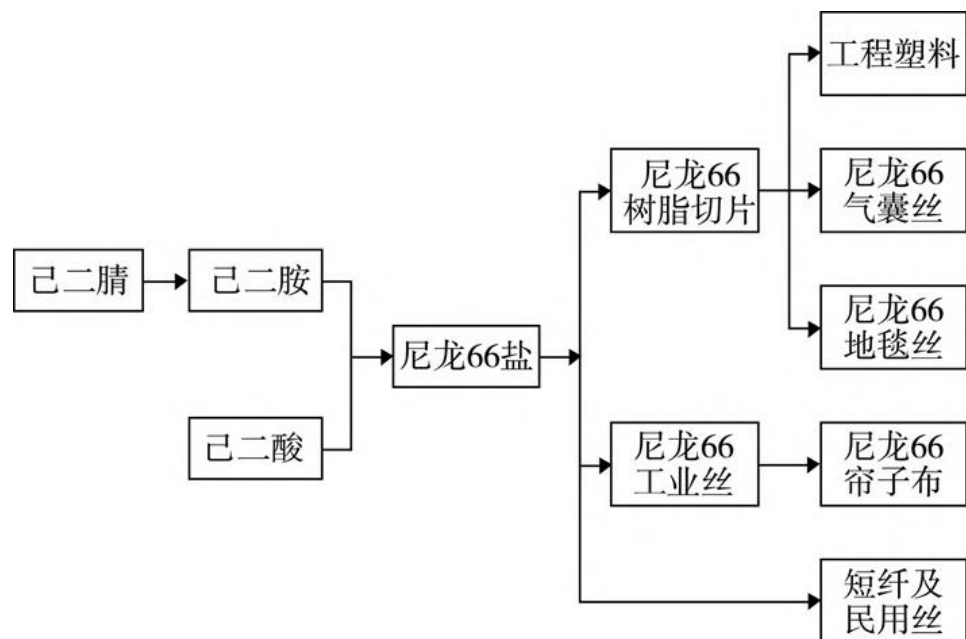
图42.己二酸表观消费量（万吨）



数据来源：国家电网，各公司环境影响报告书，财通证券研究所（2024年数据截至8月）

**PA66 性能优异，己二腈国产化有望推动 PA66 对己二酸的需求。**PA66 是机械强度最高的尼龙材料，即可做工程塑料，也可做纤维材料。此前己二腈生产技术匮乏制约我国 PA66 的发展，国产己二腈技术逐步突破之后，PA66 产能大幅提升。2024 年 5 月，随着上海神马、烟台华润、河南神马、安徽昊源等共计 35 万吨新产能陆续投放市场，中国 PA66 产能突破 100 万吨规模。

图43.PA66 上下游产业链



数据来源：艾邦高分子官网、财通证券研究所

截至 2024 年 7 月，目前国内在建/规划 PA66 项目达到 823.5 万吨/年，其中包括公司、新和成、天辰齐翔、英威达、神马股份、恒力石化等，根据国化新材料研究院预测，2025 年国内产能将达到 200-250 万吨/年左右。以 PA66 对己二酸单耗

0.58 吨/吨计算，到 2025 年可增加己二酸需求量 58 万吨，远期来自 PA66 的己二酸潜在需求量超过 470 万吨。

表8.部分 PA66 规划产能（万吨/年）

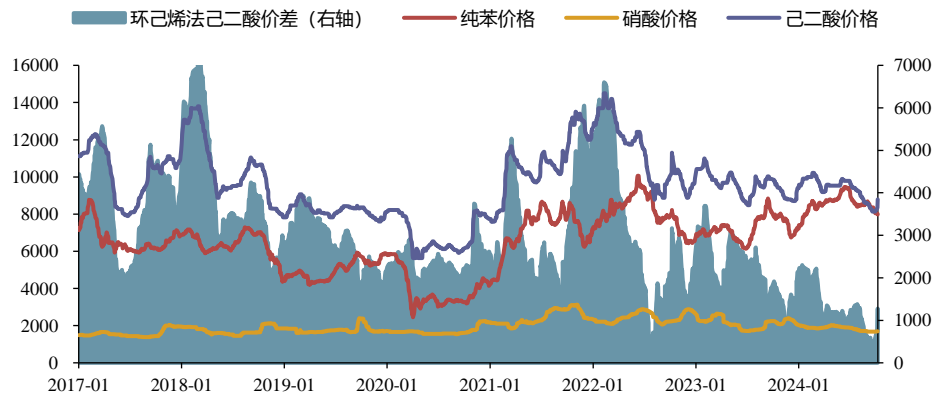
	产能	预计投产时间
隆华新材	108	2028.1
旭阳集团	60	2027.1
荣盛石化	50	2025.5
新和成	40	-
三宁化工	20	2024.12

数据来源：百川盈孚、各公司公告、财通证券研究所

### 3.2 公司：国内己二酸龙头，行业亏损情况下公司仍可盈利

己二酸价差已跌至历史底部，新增产能有限及需求推动的情况下有望逐渐回升。当前己二酸价差逐步下跌至历史底部，行业整体自 2022 年利润从高点回落后，一直处于几乎亏损的状态。2023 年行业新增产能较多，公司 48 万吨及恒力石化 30 万吨己二酸产能均于 2023 年下半年投产，行业正处于优胜劣汰、产能进一步集中化的阶段，虽然短期来看，行业存在产能集中释放、下游需求不达预期、环保政策倒逼、行业竞争加剧等压力，但未来在几乎没有新增产能的情况下，己二酸价格及价差有望随着下游需求增加逐步修复。

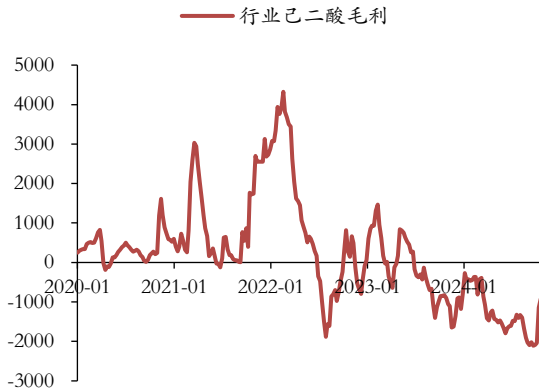
图44.环己烯法制己二酸价差跌至底部（元/吨）



数据来源：百川盈孚、Wind、财通证券研究所（注：己二酸价差=己二酸-0.74×纯苯-0.94×硝酸）

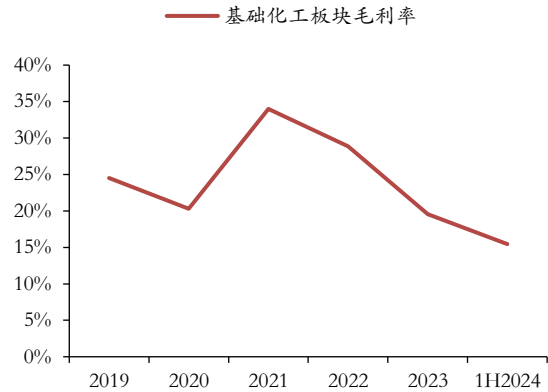
在行业亏损情况下公司已二酸仍保持盈利状态，表明公司技术&规模优势带来成本优势。公司基础化工板块主要产品为己二酸，虽然当前毛利率受行业影响跌至历史低点，但仍然在行业毛利为负的情况下保持为正，表明公司具备一定的成本优势，若己二酸行业复苏将进一步提升盈利能力。

图45.己二酸行业当前毛利为负（单位：元/吨）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图46.公司基础化工板块毛利率为正

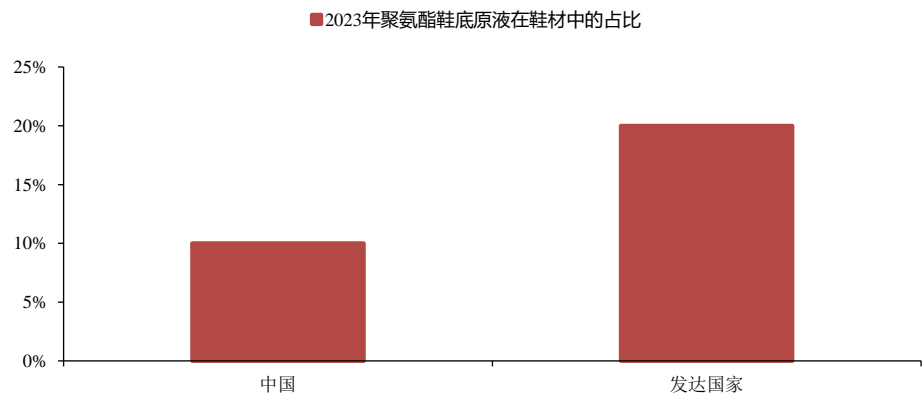


数据来源：Wind、财通证券研究所

## 4 聚氨酯原液：公司稳定盈利点

聚氨酯是一种新兴的有机高分子材料，具有性能范围广、适应性强、耐磨性能好、粘接性能好、耐老化、弹性及复原性优良等诸多优良特性，被誉为“第五大塑料”。目前，我国已成为了全球最大的聚氨酯生产国与消费国。从生产来看，目前国内鞋底原液行业集中度高达80%，且技术成熟，产量充足，产品质量稳定，整体技术先进性与欧美国家并无明显差异，且有欧美国家聚氨酯产业推出，例如德国特种化学品公司朗盛10月3日宣布，将其聚氨酯系统业务出售，我国聚氨酯生产国地位进一步提升。从消费来看，2023年，聚氨酯鞋类市场规模52亿美元，同比增长6%。全球每年鞋产量约200亿双，但聚氨酯鞋底原液在国内鞋材中的占比不足10%，远低于发达国家20%的水平，因此鞋底原液市场的发展前景依然相当广阔。

图47.公司聚氨酯鞋底原液在国内鞋材中的占比远低于发达国家



数据来源：公司公告、财通证券研究所



公司聚氨酯产品可应用于鞋材、汽车配件、共享单车、高铁垫片、软泡、工业制造、医疗器材等生产领域。公司鞋用聚氨酯原液主要应用于聚氨酯鞋底，可以作为皮鞋、运动鞋、休闲鞋、劳保鞋等鞋类的鞋底生产，应用范围广泛。同时，公司不断研发创新，相继开发出了 Serefon 生物基鞋材、Linxfon 透明鞋底、高弹中底等产品。此外，公司制品用聚氨酯原液可用于制造低速轮胎、高铁垫片、运动器材、家具、记忆枕、3D 打印、新能源电池等领域，多个聚氨酯制品新兴领域的应用刚刚起步，聚氨酯原液及其下游仍有巨大的发展空间。

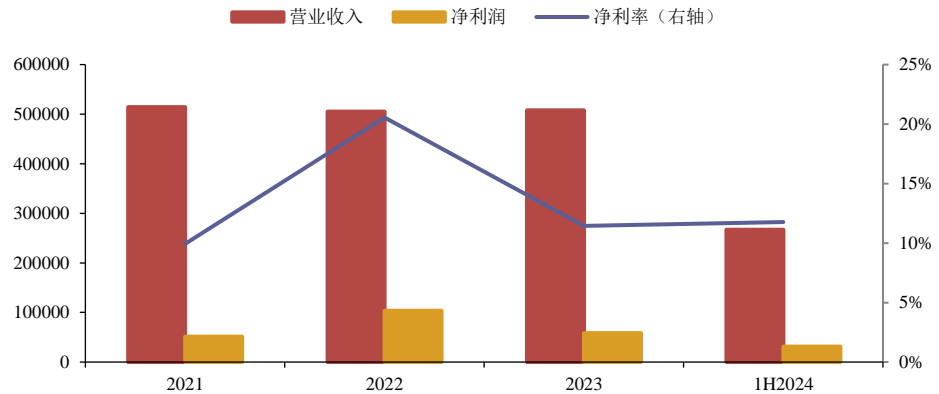
图48.公司 linxfon 产品



数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司子公司华峰新材是国内最大的聚氨酯原液生产企业，聚氨酯原液贡献稳定营收，保持盈利。公司聚氨酯原液产品销往全球 20 多个国家和地区，并建有完善的国内外销售和服务网络，世界著名运动产品制造企业，如阿迪达斯、斯凯奇、亚瑟士、李宁、lululemon 等，都直接或间接使用公司产品。

图49.公司聚氨酯原液产品营收稳定，保持盈利（单位：万元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

## 5 盈利预测

- **化学纤维：**公司化学纤维板块主要产品为氨纶。公司是国内氨纶行业发展最早、技术最成熟的企业之一，也是目前国内产能最大的氨纶生产企业，当前拥有 32.5 万吨/年产能，20 万吨/年产能在建，未来产能产量有望进一步提升；当前氨纶价格价差居于底部，且原材料成本较高，我们预计未来原料价格有望降低，毛利率有望回升。因此我们预计化学纤维业务 2024-2026 年营收可实现 89.52/96.15/120.17 亿元，毛利率分别为 15.35%/16.75%/17.72%。
- **基础化工产品：**公司基础化工产品板块主要产品为己二酸。公司孙公司重庆化工是国内最大的己二酸生产企业，当前拥有产能 135.5 万吨/年，国内市场份额达到 40%以上，随着己二酸价格价差触底后逐步修复，该板块盈利能力有望加强。因此我们预计基础化工产品业务 2024-2026 年营收可实现 97.37/113.63/118.72 亿元，毛利率分别为 13.81%/20.82%/22.18%。
- **化工新材料：**公司化工新材料板块主要产品为聚氨酯，子公司华峰新材是国内最大的聚氨酯原液生产企业。公司聚氨酯原液产能为 52 万吨/年，产量和销量均位居全国第一，稳定贡献营收及利润。公司不断研发创新，开发多种聚氨酯原液产品，且下游多个聚氨酯制品新兴领域的应用刚刚起步，未来仍有发展空间。因此我们预计化工新材料业务 2024-2026 年营收可实现 60.58/62.69/64.95 亿元，毛利率分别为 21.00%/21.00%/21.00%。
- **物流服务：**公司自 2020 年开始物流服务贡献收入，我们预计未来该板块业务较稳定。我们预计物流服务业务 2024-2026 年营收可实现 0.50/0.55/0.60 亿元，毛利率分别为 55.00%/55.00%/55.00%。

- **税金及费用率：**结合公司过去三年及 2024 年上半年税金及费用率水平，我们预计，在 2024-2026 年税金率为 0.40%/0.40%/0.40%、销售费率为 0.75%/0.75%/0.75%、管理费率为 1.65%/1.65%/1.65%、研发费率为 3.50%/3.50%/3.50%、所得税率为 6.00%、6.00%、6.00%。

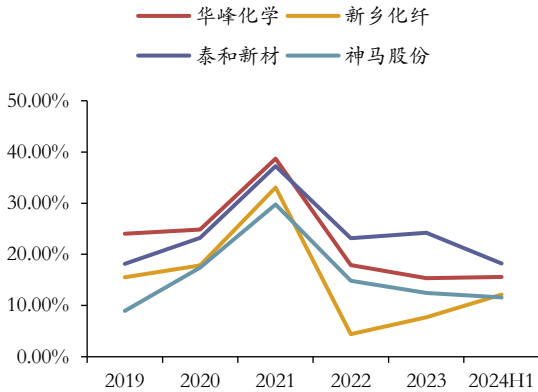
表9.公司主营业务及预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	25884.11	26298.45	26396.96	29001.81	32244.40
YOY	-8.75%	1.60%	0.37%	9.87%	11.18%
毛利率	17.93%	15.35%	15.89%	19.00%	19.72%
化学纤维					
营收	9650.32	9306.27	8951.81	9615.15	12016.92
YOY	-29.45%	-3.57%	-3.81%	7.41%	24.98%
毛利率	10.47%	12.50%	15.35%	16.75%	17.72%
基础化工产品					
营收	8326.03	8565.59	9737.15	11362.85	11872.48
YOY	10.89%	2.88%	13.68%	16.70%	4.48%
毛利率	28.88%	19.57%	13.81%	20.82%	22.18%
化工新材料					
营收	6073.01	5882.26	6058.00	6268.80	6495.00
YOY	-3.48%	-3.14%	2.99%	3.48%	3.61%
毛利率	18.37%	18.13%	21.00%	21.00%	21.00%
物流服务					
营收	21.86	15.24	50.00	55.00	60.00
YOY	1149.14%	-30.28%	228.08%	10.00%	9.09%
毛利率	35.77%	50.39%	55.00%	55.00%	55.00%
其他主营业务					
营收	1812.89	2529.09	1600.00	1800.00	2000.00
YOY	104.71%	39.51%	-36.74%	12.50%	11.11%
毛利率	5.70%	4.84%	11.00%	11.00%	11.00%

数据来源：Wind、财通证券研究所

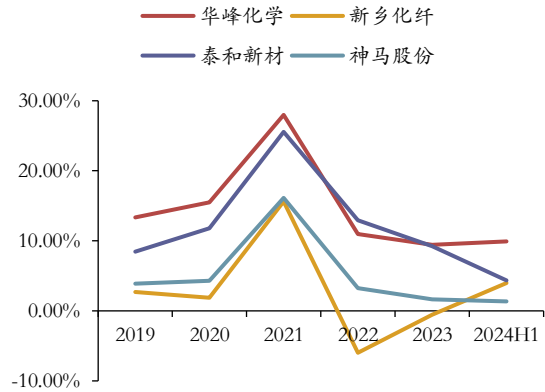
公司为国内氨纶龙头企业，同时为己二酸及聚氨酯原液全国龙头，因此我们选取了氨纶领先企业新乡化纤、泰和新材，化纤领先企业及己二酸生产商神马股份作为可比公司。预计 2024-2026 年公司可实现归母净利润为 26.31/37.63/44.33 亿元，同比+6.1%/+43.1%/+17.8%；EPS 分别为 0.53/0.76/0.89 元。我们以 2024 年 10 月 30 日的收盘价计算，对应 PE 平均水平为 15.30/10.69/9.08 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图50.公司具有较高毛利率



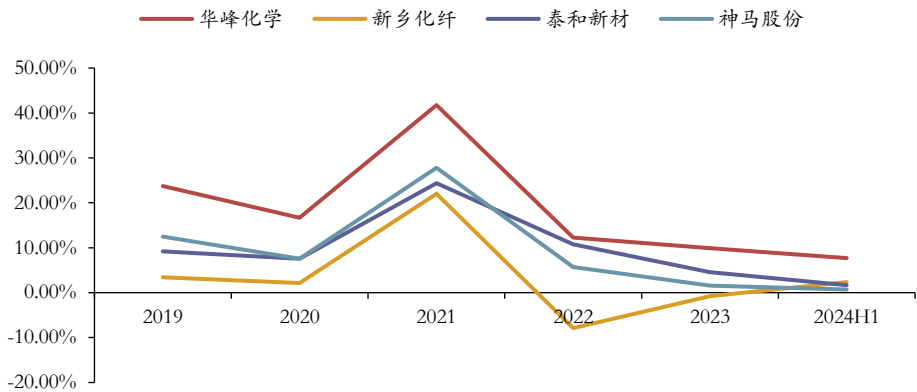
数据来源: Wind、财通证券研究所

图51.公司具有较高净利率



数据来源: Wind、财通证券研究所

图52.公司具有较高ROE



数据来源: Wind、财通证券研究所

表10.可比公司估值 (市值单位: 亿元, EPS 单位: 元)

	代码	市值	EPS				PE					
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
新乡化纤	000949.SZ	61	-0.30	-0.03	0.24	0.33	0.42	-11.20	-112.39	14.80	10.91	8.63
泰和新材	002254.SZ	88	0.62	0.39	0.40	0.54	0.72	34.22	38.81	25.61	18.98	14.23
神马股份	600810.SH	75	0.41	0.12	0.29	0.47	0.61	19.01	62.97	24.66	15.31	11.75
平均										21.69	15.07	11.54
华峰化学	002064.SZ	402	0.58	0.50	0.53	0.76	0.89	11.72	13.42	15.30	10.69	9.08

数据来源: Wind、财通证券研究所 (可比公司预测数据来自于wind一致预期, 参考日期为2024年10月28日)

## 6 风险提示

- **新建项目建设进度不及预期的风险:** 公司当前有 20 万吨/年氨纶在建产能, 若项目推进进度不及预期, 可能影响公司业绩增长;

- **原材料价格波动的风险：**公司生产所用的主要原材料为大宗化学品，市场价格受国际石油等价格走势变动、市场供需变化和国家进出口政策调整等因素的影响较大。未来，若主要原材料价格大幅波动，可能对公司盈利能力产生不利影响；
- **下游需求不及预期的风险：**公司主要产品氨纶、己二酸、聚氨酯原液市场需求受下游化工行业的景气度影响，并最终与居民的生产生活紧密相关。若下游行业需求不及预期，对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，将对公司业绩产生不利影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>25884.11</b>	<b>26298.46</b>	<b>26396.96</b>	<b>29001.81</b>	<b>32244.40</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	21242.02	22262.19	22202.67	23491.66	25886.27	营业收入增长率	-8.8%	1.6%	0.4%	9.9%	11.2%
营业税费	111.79	101.76	105.59	116.01	128.98	营业利润增长率	-65.4%	-13.6%	1.5%	42.9%	17.7%
销售费用	169.27	194.06	197.98	217.51	241.83	净利润增长率	-64.2%	-12.9%	6.1%	43.1%	17.8%
管理费用	449.06	430.28	435.55	478.53	532.03	EBITDA 增长率	-61.2%	-2.3%	4.2%	31.8%	14.4%
研发费用	1061.60	901.43	923.89	1015.06	1128.55	EBIT 增长率	-68.7%	-11.1%	7.0%	42.7%	17.2%
财务费用	-203.04	-145.58	-41.32	-68.03	-103.49	NOPLAT 增长率	-67.7%	-5.8%	6.3%	42.7%	17.2%
资产减值损失	-89.62	-51.69	-25.00	-25.00	-25.00	投资资本增长率	24.7%	7.5%	0.9%	9.7%	10.8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-2.34</b>	<b>-2.78</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	21.8%	7.7%	7.5%	11.3%	12.4%
投资和汇兑收益	105.79	93.50	92.39	101.51	112.86	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>3203.16</b>	<b>2768.00</b>	<b>2809.49</b>	<b>4014.78</b>	<b>4727.34</b>	毛利率	17.9%	15.3%	15.9%	19.0%	19.7%
加:营业外净收支	-21.81	-149.13	-10.00	-10.00	-10.00	营业利润率	12.4%	10.5%	10.6%	13.8%	14.7%
<b>利润总额</b>	<b>3181.35</b>	<b>2618.87</b>	<b>2799.49</b>	<b>4004.78</b>	<b>4717.34</b>	净利润率	11.0%	9.4%	10.0%	13.0%	13.8%
减:所得税	339.41	139.69	167.97	240.29	283.04	EBITDA/营业收入	15.4%	14.8%	15.3%	18.4%	18.9%
<b>净利润</b>	<b>2843.97</b>	<b>2478.46</b>	<b>2630.73</b>	<b>3763.36</b>	<b>4432.97</b>	EBIT/营业收入	11.2%	9.8%	10.4%	13.6%	14.3%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	10540.75	10169.44	10850.53	12695.23	15121.39	固定资产周转天数	111	133	153	139	126
交易性金融资产	69.30	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>51</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>53</b>
应收账款	2121.87	2487.73	2189.75	2396.82	2657.03	流动资产周转天数	256	265	275	268	274
应收票据	48.86	0.30	0.73	0.81	0.90	应收账款周转天数	29	32	32	28	28
预付账款	524.14	676.49	666.08	704.75	776.59	存货周转天数	58	52	59	57	55
存货	2839.62	3621.18	3695.44	3774.77	4083.66	总资产周转天数	431	467	487	465	458
其他流动资产	133.82	202.61	252.61	302.61	352.61	投资资本周转天数	339	384	398	381	378
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	12.3%	9.9%	9.8%	12.6%	13.2%
长期股权投资	650.02	759.30	759.30	759.30	759.30	ROA	8.7%	7.0%	7.3%	9.6%	10.3%
投资性房地产	37.90	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.6%	8.4%	8.8%	11.5%	12.2%
固定资产	8073.45	11367.88	11102.29	11229.18	11266.04	费用率					
在建工程	3711.64	1510.56	2010.23	2509.90	3009.56	销售费用率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	1168.78	1159.48	1149.48	1138.48	1126.48	管理费用率	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	284.42	209.41	54.15	54.15	54.15	财务费用率	-0.8%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
<b>资产总额</b>	<b>32754.77</b>	<b>35507.96</b>	<b>35881.05</b>	<b>39034.82</b>	<b>43059.42</b>	三费/营业收入	1.6%	1.8%	2.2%	2.2%	2.1%
短期债务	2184.33	2645.13	2445.13	2245.13	2045.13	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1893.67	2041.94	2035.24	2153.40	2372.91	资产负债率	29.3%	29.8%	25.4%	23.7%	22.2%
应付票据	2070.74	2514.03	2466.96	2610.18	2876.25	负债权益比	41.5%	42.5%	34.0%	31.0%	28.6%
其他流动负债	14.70	12.60	10.60	8.60	6.60	流动比率	2.68	2.23	2.63	2.91	3.21
长期借款	1610.60	370.00	2.00	32.00	12.00	速动比率	2.18	1.73	2.04	2.30	2.57
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	20.62	15.48	24.80	41.56	53.07
<b>负债总额</b>	<b>9607.37</b>	<b>10584.39</b>	<b>9098.47</b>	<b>9237.74</b>	<b>9578.04</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.39	1.53	2.32	3.45	4.78	DPS(元)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
股本	4962.54	4962.54	4962.54	4962.54	4962.54	分红比率	0.26	0.30	0.29	0.20	0.17
留存收益	14308.66	16042.74	17893.01	20906.37	24589.34	股息收益率	2.2%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%
<b>股东权益</b>	<b>23147.39</b>	<b>24923.57</b>	<b>26782.59</b>	<b>29797.08</b>	<b>33481.38</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.58	0.50	0.53	0.76	0.89
净利润	2843.97	2478.46	2630.73	3763.36	4432.97	BVPS(元)	4.66	5.02	5.40	6.00	6.75
加:折旧和摊销	1074.69	1307.50	1290.92	1399.44	1490.46	PE(X)	11.7	13.4	15.3	10.7	9.1
资产减值准备	96.76	69.14	35.00	35.00	35.00	PB(X)	1.5	1.3	1.5	1.4	1.2
公允价值变动损失	2.34	2.78	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	31.46	142.88	111.22	94.73	86.94	P/S	1.3	1.3	1.5	1.4	1.2
投资收益	-105.79	-93.50	-92.39	-101.51	-112.86	EV/EBITDA	6.8	7.0	7.9	5.6	4.5
少数股东损益	-2.03	0.72	0.79	1.13	1.33	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1399.23	-1406.67	344.96	-344.24	-473.60	PEG	—	—	2.5	0.2	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2569.79</b>	<b>2468.61</b>	<b>4327.02</b>	<b>4863.72</b>	<b>5476.70</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2441.79</b>	<b>-1608.46</b>	<b>-1327.63</b>	<b>-2004.29</b>	<b>-1993.59</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2341.80</b>	<b>-945.44</b>	<b>-2287.83</b>	<b>-1014.73</b>	<b>-1056.94</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 30 日收盘价计算)



## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。