



基础化工行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

涤纶长丝：扩产周期进入尾声，行业景气度有望提升

核心观点：

我们认为，现阶段国内涤纶长丝扩产周期已经进入尾声且库存处于历史较低水平，同时考虑到下游需求稳中有增，2025-2026年涤纶长丝供需格局或将偏紧，价格有望进入上行周期。

供给侧：

- ✓ 头部企业市占率提升，竞争格局持续优化。在上一轮产能集中释放期头部企业新增产能较多的背景下，行业集中度持续提升，根据卓创资讯与公司公告数据，2017-2023年桐昆股份涤纶长丝产能由460万吨提升至1350万吨，产能占比由13%提升至27%；新凤鸣涤纶长丝产能由273万吨提升至740万吨，产能占比由8%提升至15%，两者产能占比合计超过40%，与此同时根据卓创资讯数据，2023年国内涤纶长丝行业CR4约为58%。
- ✓ 行业扩产进入尾声，新增产能有限且集中头部企业。根据卓创资讯数据，现阶段国内拟在建涤纶长丝产能约为225万吨，其中2025年规划投产185万吨，相较于行业产能投放高峰期已经明显下行，且从企业端来看新增产能主要集中于新凤鸣和桐昆股份两家，在规划产能如期投产的情况下，行业集中度有望进一步提升。

需求侧：

- ✓ 内需方面，受2023年高基数和高增长的影响，国内纺织服装零售端增长承压，全年来看基本保持平稳。根据国家统计局数据，2024年1-12月国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值累计约为1.47万亿元，同比增长0.3%。从投资端来看，由于纺织企业稳步扩大高端化、智能化、绿色化转型升级投入，根据国家统计局数据，2024年1-12月国内纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资实际完成额累计同比增长18.0%。从生产端来看，国内纺织服装生产企业收入和利润呈现稳中有增的态势，根据国家统计局数据，2024年1-11月，国内纺织服装、服饰业规模以上工业企业营业收入约为1.14万亿元，同比增长2.6%；实现利润总额549.5亿元，同比增长3.9%；2024年1-12月国内纺织服装、服饰业规模以上工业增加值累计同比增长0.8%。
- ✓ 出口方面，海外服装及面料批发商库存下降至历史正常水平，从消费端来看，2024年美国服装及配饰店零售额整体稳中有增，叠加库存下行因素，美国服装及服装面料批发商库存销售比呈现下行趋势，未来或将进入新一轮补库周期，从而对于我国纺织品出口产生积极作用并间接拉动上游涤纶长丝需求。此外，根据卓创资讯数据，2014-2024年我国涤纶长丝出口量由159.3万吨增长至393.3万吨，年均复合增长率约为9.5%。根据卓创资讯数据和相关信息，2024年我国涤纶长丝出口量同比下降10万吨，降幅约为2.5%，其中主要原因之一是由于印度BIS认证导致对印度出口量的大幅下行，但由于越南等东南亚国家需求增速较快，未来长丝出口量有望恢复增长。
- ✓ 根据我们测算，预计2025-2026年国内涤纶长丝供需差分别为88/189万吨，分别占当年国内总供给的2%、4%，国内涤纶长丝供需或将持续偏紧，有望推动涤纶长丝价格上行。

投资建议与估值

我们认为，现阶段涤纶长丝行业扩产周期进入尾声且行业集中度呈现持续提升趋势，龙头企业话语权得到加强，另一方面目前行业库存处于历史低位，在下游纺织服装内外需稳中有增的背景下，2025-2026年国内涤纶长丝供需或将持续偏紧，有望推动涤纶长丝价格进入上行周期，建议关注桐昆股份、新凤鸣等具备较大长丝产能规模以及配套上游PTA等原材料的相关企业。

风险提示

下游需求不及预期的风险；行业扩产情况超预期风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。



内容目录

一、为何我们认为行业供给侧或将迎来拐点？——“扩产尾声+格局优化”	4
二、为何我们认为需求有望维持稳中有增？——“内需复苏+出口拉动”	6
2.1、内需：政策刺激下终端消费复苏，纺织服装需求整体稳中向好	8
2.2、出口：海外库存基本恢复至历史正常水平，终端消费稳中有增或将拉动长丝需求	10
2.3、库存：库存水平处于历史低位，供需偏紧或将助推长丝价格上涨	12
三、历史上影响涤纶长丝价格的核心因素有哪些？	13
核心因素一：油价波动通过产业链传导至下游涤纶长丝	13
核心因素二：供需关系的动态变化和扰动因素影响价差与景气度	14
四、投资建议与相关标的	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：2018-2023 年为国内涤纶长丝行业产能增长高峰期	4
图表 2：桐昆股份和新凤鸣主要涤纶长丝产品毛利率在 2017 年达到 12 年以来的相对高点	4
图表 3：2017-2023 年桐昆股份与新凤鸣涤纶长丝合计产能占比提升幅度为 20%	5
图表 4：2025 年新增产能主要集中于桐昆股份、新凤鸣两家头部企业	5
图表 5：18 年以后主要涤纶长丝企业新增产能单吨投资额基本都在 3100 元以上	6
图表 6：涤纶长丝是合成纤维的重要产品之一	7
图表 7：2023 年涤纶长丝产量约占国内化纤总产量的 66%	7
图表 8：2024 年涤纶长丝下游主要应用于服装和家纺	7
图表 9：涤纶长丝按照生产工艺主要分为初生丝、变形丝和拉伸丝三大类	8
图表 10：10 月开始上海、厦门等地陆续推出家纺相关补贴政策	8
图表 11：24 年 10 月国内纺织服装零售值同比增长 8%	9
图表 12：24 年国内纺织服装零售值累计同比增长 0.3%	9
图表 13：24 年纺织服装行业工业增加值同比增长 0.8%	9
图表 14：24 年纺服行业固定资产投资完成额同比高增	9
图表 15：24 年纺服行业规模以上工业企业营收同比增长	10
图表 16：24 年纺服行业规模以上工业企业利润同比增长	10
图表 17：2024 年涤纶长丝出口量同比下降 2.5%	10
图表 18：24 年涤纶长丝出口目的国主要包括埃及等	10
图表 19：24 年 12 月纺织服装出口交货值同比增长 12.8%	11
图表 20：24 年纺织服装出口交货值累计同比增长 4.9%	11



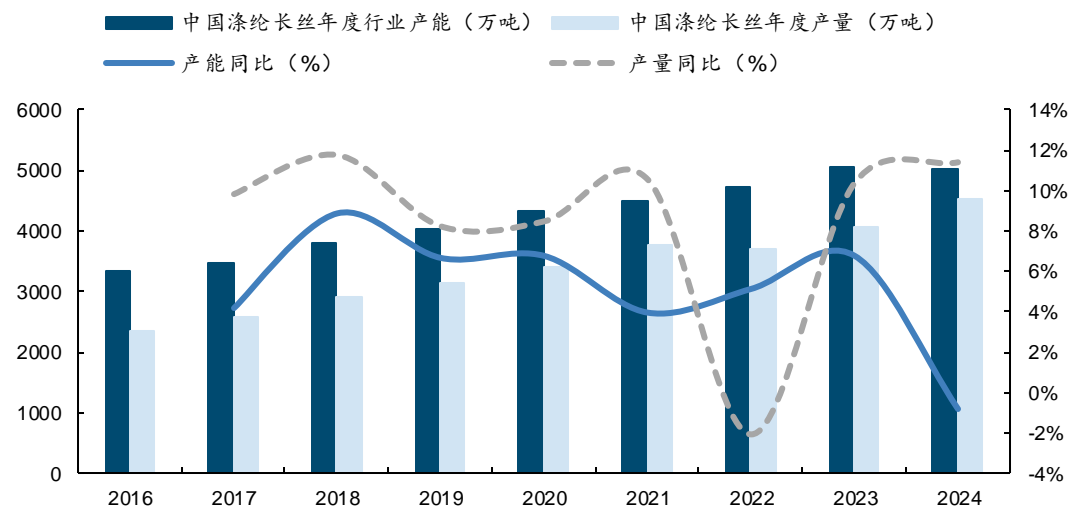
图表 21:	24Q4 美国服装及配饰店零售额稳中有增.....	11
图表 22:	美国服装及服装面料批发商库存逐步恢复正常.....	11
图表 23:	2024 年越南纺织品出口金额同比增长 11.15%.....	11
图表 24:	24 年我国对越南涤纶长丝出口量同比增长 28%.....	11
图表 25:	现阶段国内涤纶长丝库存处于历史低位.....	12
图表 26:	24 年下半年开始涤纶长丝（以 POY 为例）价格呈现下行趋势.....	12
图表 27:	预计 2025-2026 年国内涤纶长丝供需偏紧.....	13
图表 28:	涤纶长丝产业链.....	14
图表 29:	原油、PX、PTA、POY 价格长期保持较强正相关性.....	14
图表 30:	2016 年至今涤纶长丝价格主要经历过两轮上涨行情.....	15
图表 31:	涤纶长丝主要上市企业主营业务与长丝相关布局.....	16



一、为何我们认为行业供给侧或将迎来拐点？——“扩产尾声+格局优化”

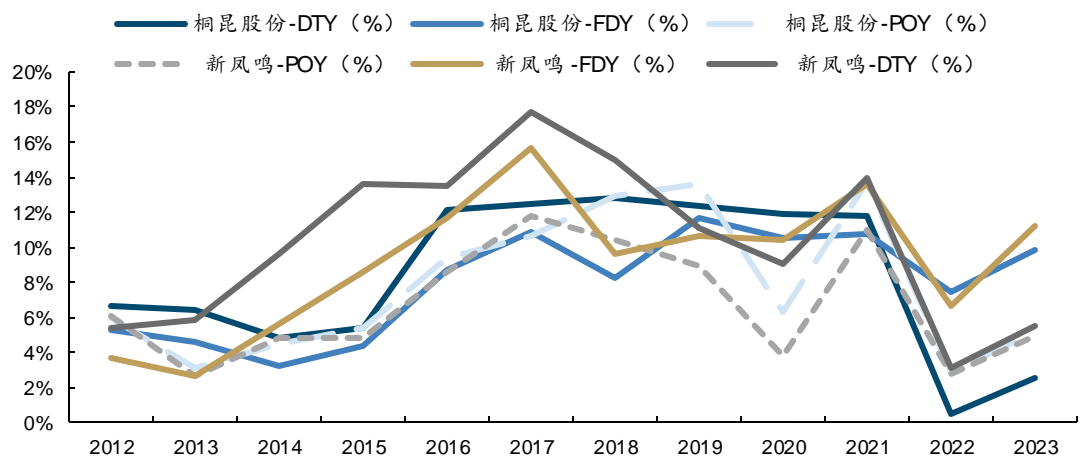
涤纶长丝作为化学纤维的主要品类之一从已经经历了较长时间的产能扩张，而最近一轮的产能释放主要集中在 2018-2023 年。从涤纶长丝盈利能力的周期性变化来看，2012 年以来，桐昆股份和新凤鸣涤纶长丝产品（POY、FDY、DTY）毛利率基本在 2013-2014 年触底，此后快速复苏并在 2017 年达到景气高点。在此背景下，行业在 2018 年开启新一轮的产能集中释放期。根据卓创资讯数据，2018-2023 年国内涤纶长丝产能由 3797 万吨增长至 5052 万吨，平均每年增长 251 万吨，年均复合增长率约为 5.9%。

图表1：2018-2023 年为国内涤纶长丝行业产能增长高峰期



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表2：桐昆股份和新凤鸣主要涤纶长丝产品毛利率在 2017 年达到 12 年以来的相对高点

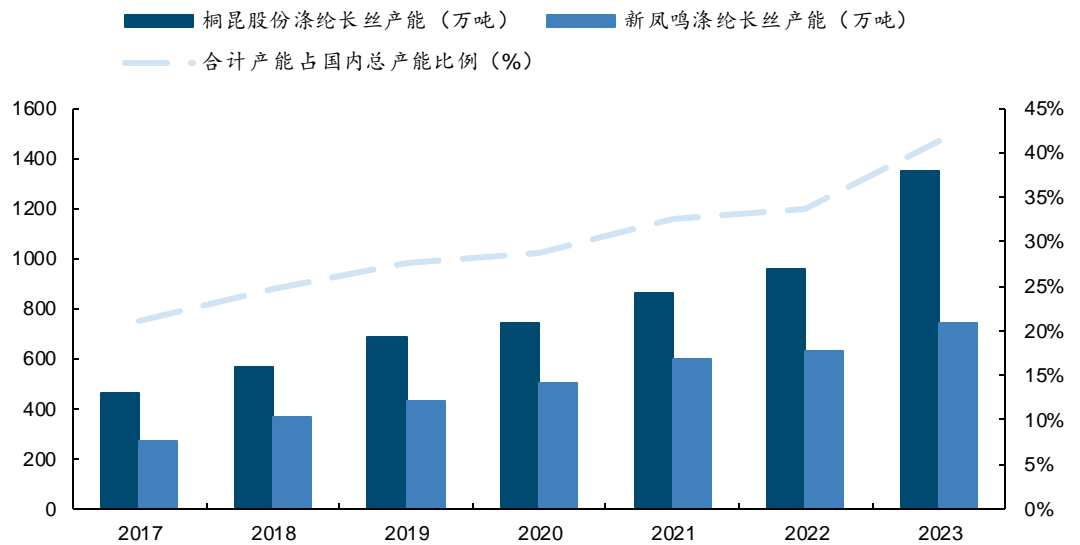


来源：同花顺 iFind，新凤鸣、桐昆股份公司公告，国金证券研究所

头部企业市占率提升，竞争格局持续优化。在上一轮产能集中释放期头部企业新增产能较多的背景下，行业集中度持续提升，根据卓创资讯与公司公告数据，2017-2023 年桐昆股份涤纶长丝产能由 460 万吨提升至 1350 万吨，产能占比由 13%提升至 27%；新凤鸣涤纶长丝产能由 273 万吨提升至 740 万吨，产能占比由 8%提升至 15%，两者产能占比合计超过 40%，与此同时根据卓创资讯数据 2023 年国内涤纶长丝行业 CR4 约为 58%，因此尽管在产能集中释放期产能消化面临较大压力且对于相关企业盈利能力造成一定影响，但具备规模效应、上游配套等诸多优势的头部企业通过产能的快速扩张持续提升市占率，进而优化行业竞争格局，并提升在行业内以及产业链上下游的话语权。



图表3: 2017-2023 年桐昆股份与新凤鸣涤纶长丝合计产能占比提升幅度为 20%



来源: 卓创资讯, 新凤鸣、桐昆股份公司公告, 国金证券研究所

行业扩产进入尾声, 新增产能有限且集中头部企业。在经历行业产能快速扩张之后, 涤纶长丝盈利能力相较于高景气时期出现明显下滑, 同时根据新凤鸣、桐昆股份、恒逸石化公司公告, 上述公司 2018 年以后涤纶长丝新增产能单吨投资额基本都在 3100 元以上, 因此涤纶长丝项目的投资回报率与投资回收期均受到影响, 因此对于中小企业而言扩建涤纶长丝产能动力不足, 但对头部企业而言逆势扩张可以依靠自身规模效应与成本优势扩大市场份额, 增强行业话语权。根据卓创资讯数据, 现阶段国内拟在建涤纶长丝产能约为 225 万吨, 其中 2025 年规划投产 185 万吨, 相较于行业产能投放高峰期已经明显下行, 且从企业端来看新增产能主要集中于新凤鸣和桐昆股份两家, 在规划产能如期投产的情况下, 行业集中度有望进一步提升。

此外, 中国化学纤维工业协会涤纶长丝分会在 2024 年 12 月 17 日发布《涤纶长丝行业高质量发展倡议书》, 明确提出“倡议企业投资项目以现有产能的升级改造为主, 新增产能项目要充分考虑资源禀赋、市场容量、环境容量、产业基础, 避免盲目投资, 更要避免低水平重复建设; 要有节奏理性投资, 有序发展, 新建产能应合理安排进度, 分阶段实施, 与最新技术同频”以及“倡议企业理性面对市场波动, 保持战略定力, 加强行业自律。我们反对“内卷式”竞争, 倡议共同营造公平稳定的市场环境, 合理调节供需, 互信自律, 保证消费者的长远利益, 推动行业可持续发展”。在此背景下, 涤纶长丝行业自律性有望提升, 供需格局或将进一步得到改善。

图表4: 2025 年新增产能主要集中于桐昆股份、新凤鸣两家头部企业

公司名称	规划产能 (万吨)	生产工艺	装置进展及投产计划
恒超化纤 (桐昆股份子公司)	20	熔体直纺	2025 年 1 月
荣盛石化	25	熔体直纺	2025 年 1 月
中鸿新材料 (新凤鸣子公司)	25	熔体直纺	预计 2025 年 3 月
福建恒海 (桐昆股份子公司)	30	熔体直纺	预计 2025 年 4 月
安徽佑顺 (桐昆股份子公司)	30	熔体直纺	预计 2025 年下半年
新疆宇欣 (桐昆股份子公司)	25	熔体直纺	预计 2025 年 9 月
福建恒海 (桐昆股份子公司)	30	熔体直纺	预计 2025 年 9 月
中鸿新材料 (新凤鸣子公司)	40	熔体直纺	待定

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所


图表5：18年以后主要涤纶长丝企业新增产能单吨投资额基本都在3100元以上

公司	项目名称	公告时间	规划产能规模 (万吨)	项目投资总额 (万元)	单吨投资额 (元/吨)
桐昆股份	年产30万吨绿色智能化纤维项目 (恒邦四期)	2018-02	30	97000	3233
桐昆股份	恒优化纤年产30万吨差别化POY技改项目	2018-02	30	95800	3193
桐昆股份	年产30万吨绿色纤维项目 (恒腾四期)	2019-02	30	99100	3303
桐昆股份	安徽佑顺年产120万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目	2022-05	120	576500.23	4804
新凤鸣	中欣化纤年产28万吨改性纤维整合提升项目	2018-04	28	98700	3525
新凤鸣	桐乡市中益化纤有限公司年产60万吨智能化、低碳差别化纤维项目	2021-04	60	189720	3162
恒逸石化	海宁恒逸新材料有限公司年产50万吨新型功能性纤维技术改造项目	2020-08	50	256500	5130

来源：桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化公司公告，国金证券研究所 注：上表项目为不完全统计，仅代表部分涤纶长丝新增产能单吨投资额情况，同时受项目实施地、建设时间、产品差异等因素影响，不同项目的单吨投资额存在一定差距，上表数据仅供参考

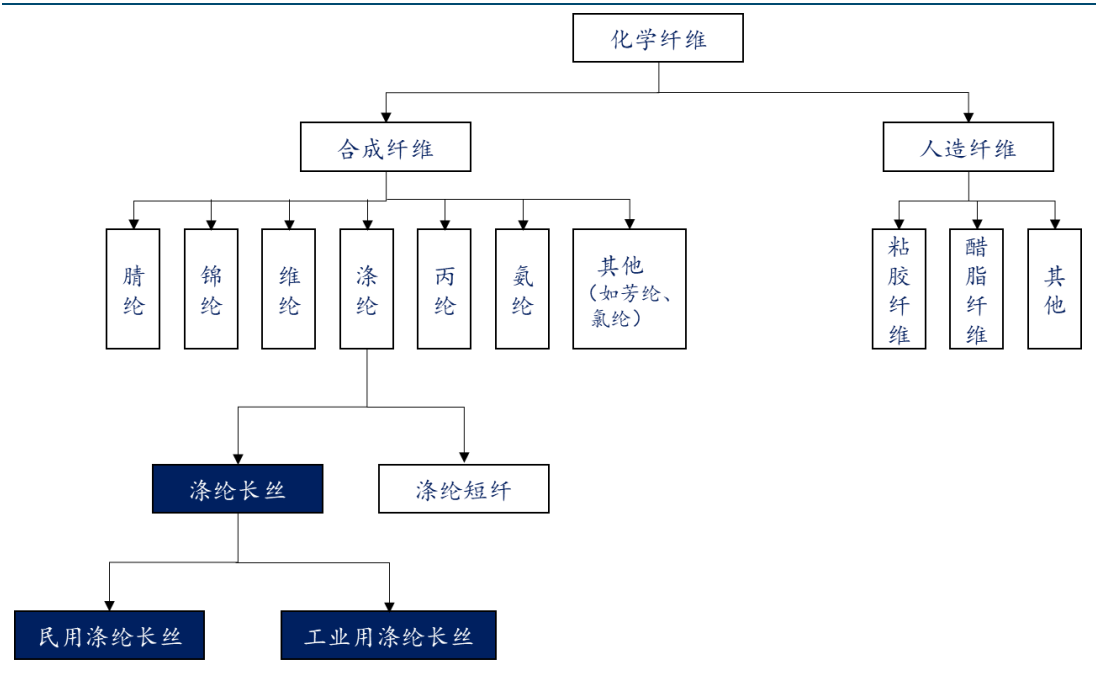
二、为何我们认为需求有望维持稳中有增？——“内需复苏+出口拉动”

涤纶长丝是主要化纤品种，2023年产量占比超过60%。整体而言，化学纤维分为人造纤维和合成纤维两大类：

- ✓ 人造纤维是以含有天然高分子化合物（竹子、木材、棉子绒等）为原料，经化学处理和机械加工制得的纤维，主要产品有粘胶纤维、醋酯纤维等。
- ✓ 合成纤维是以石油、天然气、煤及农副产品等为原料，经一系列的化学反应，制成合成高分子化合物，再经加工而制得的纤维，主要产品包括腈纶、锦纶、涤纶、氨纶等。
- ✓ 涤纶又称聚酯纤维，是以PTA和MEG为原料缩聚而成的聚酯经纺丝所得的合成纤维。涤纶按长度可分为涤纶长丝和涤纶短纤，涤纶长丝主要指长度为千米以上的丝，涤纶短纤是几厘米至十几厘米的短纤维，主要由涤纶长丝束经切断制得。根据中国化学纤维工业协会数据，2023年涤纶长丝产量约占国内化学纤维总产量的66%。
- ✓ 涤纶不仅可以纯纺，还可以与各种纤维混纺或交织，由于原料易得且具有结实耐用、弹性好、耐腐蚀、耐光性好、易洗快干等特点，已大量用于衣料、床上用品、各种装饰布料、国防军工特殊织物等纺织品以及其他产业用纤维制品。根据百川盈孚数据，2024年涤纶长丝下游主要包括服装（52%）、纺织（33%）和产业（15%）。



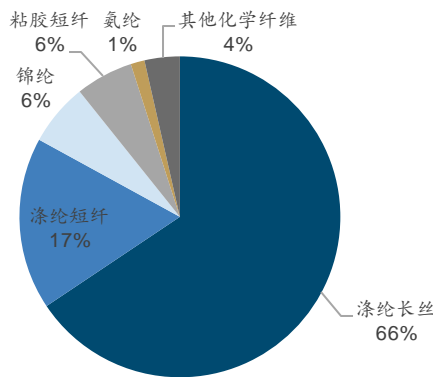
图表6: 涤纶长丝是合成纤维的重要产品之一



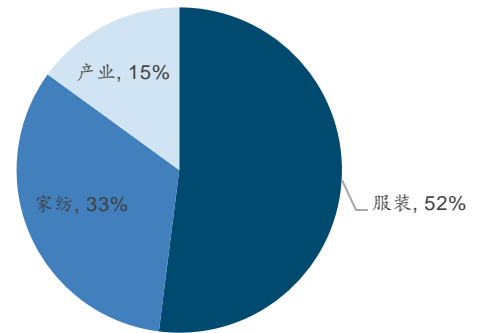
来源: 新凤鸣公司公告, 国金证券研究所

图表7: 2023年涤纶长丝产量约占国内化纤总产量的66%

图表8: 2024年涤纶长丝下游主要应用于服装和家纺



来源: 中国化学纤维工业协会, 国金证券研究所



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

涤纶长丝产品根据生产工艺的区别主要分为初生丝、变形丝和拉伸丝。此外, 依据性能不同, 涤纶长丝分为常规丝和差别化丝。差别化丝主要指在技术或性能上有很大创新或具有某种特性、与常规丝有差别的新品种, 主要通过改变物理形态、添加添加剂、复合纺丝或前述方法的组合使用来增加新特性或克服原有的缺陷, 从而进一步拓展涤纶长丝的应用领域, 现阶段应用比较广泛的差别化丝包括细旦及超细纤维、异形截面纤维、有色及阳离子纤维、全消光、大有光纤维等。



图表9: 涤纶长丝按照生产工艺主要分为初生丝、变形丝和拉伸丝三大类

分类	介绍	主要品种特性介绍
初生丝	具体又可细分为未拉伸丝（常规纺丝）（UDY）、半预取向丝（中速纺丝）（MOY）、预取向丝（高速纺丝）（POY）、高取向丝（超高速纺丝）（HOY），其中POY为初生丝中产量最高的品种	POY具有强度高、丝筒成形好、产品均匀性好的特点，使得产品在后加工时加工速度快、断头率低、退绕完全、消耗小、染色均匀。适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝、缝纫线，主要用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料，织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等，其织物悬垂性好、手感丰满、细腻
变形丝	具体又可细分为常规变形丝（TY）、拉伸变形丝（DTY）、空气变形丝（ATY），其中DTY为变形丝中产量最高的品种	DTY具有一定的弹性及收缩性，是针织（纬编、经编）或机织加工的理想原料，主要适宜制作服装面料（如西装、衬衫）、床上用品（如被面、床罩、蚊帐）及装饰用品（如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布）等
拉伸丝	具体又可细分为拉伸丝（低速拉伸丝）（DY）、全拉伸丝（纺丝拉伸一步法）（FDY）、全取向丝（纺丝一步法）（FOY），其中FDY为拉伸丝中产量最高的品种	FDY具有强度高、毛丝断头少，染色均匀性好的特点，使产品在后加工时断头率低、退绕完全、消耗小、织物疵点少、染色均匀。主要适用于机织和针织加工，生产网眼布、涤塔夫、牛津布、雪克、西装里料、鞋用材料，并可用于生产各种绒类织物、雨披、伞面以及包覆纱等

来源：新凤鸣公司公告，国金证券研究所

2.1、内需：政策刺激下终端消费复苏，纺织服装需求整体稳中向好

四季度政策端持续发力，终端消费同比维稳。整体而言，受2023年高基数和高增长的影响，国内纺织服装零售端增长承压，全年来看基本保持平稳。根据国家统计局数据，2024年1-12月国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值累计约为1.47万亿元，同比增长0.3%。其中10月份实现服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值1346.5亿元，同比增长约为8.0%，一方面是由于10月份开始上海、厦门等地开始针对家纺产品推出消费补贴，另一方面是由于去年“双11大促”天猫、京东、双11等主流平台相较于前年提前启动促销周期，进而促进了10月份纺织服装的终端消费需求。

图表10: 10月开始上海、厦门等地陆续推出家纺相关补贴政策

地区	政策发布时间	内容
上海	2024年10月	将家纺类纳入补贴品类，包括家纺类的被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服。涉及品牌专卖店包括“罗莱、水星、富安娜、龙头家纺、红瑞优品、小绵羊、南方寝饰、福沁、富米家纺、梦洁、AYOHYA多样屋、CASUCA、宝大祥、三枪、恒源祥”。
厦门	2024年10月	厦门市住房和城乡建设局等4家单位发布关于修改厦门市旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品购置补贴实施细则部分条款的通知，“家装厨卫家具”补贴品类中增加“梳妆台、屏风、床上用品”等3类产品。消费者单笔消费满1000元，按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后）的20%予以补贴，单笔消费最高补贴2000元，每处房产累计享受补贴不超过20000元。
安徽	2024年11月	增加家装厨卫（智能家居）类补贴品类。挂烫机、衣物护理机（柜）、除螨仪、吹风机、吸尘器、轮椅、淋浴椅、助听器、按摩椅、智能沙发，被子、四件套（含被套、床单、床笠、枕套）等均参与补贴，对以上产品给予剔除所有折扣优惠后销售价格15%的立减补贴。

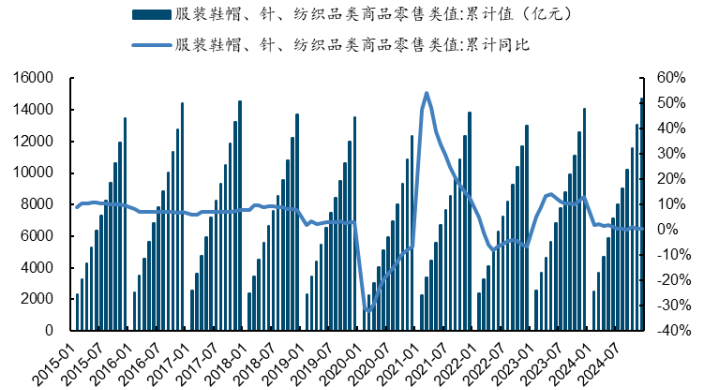
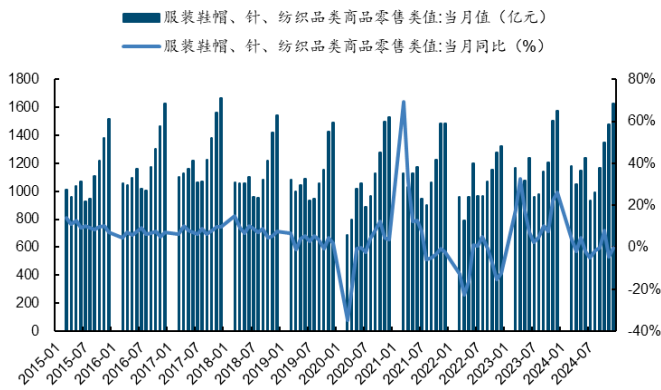


江苏	2024年12月	进一步扩大家装家居补贴范围，增加家纺类产品，包括家居布艺、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等。全省各地消费者购买家纺类产品在商家优惠后可享受15%的价格补贴。
云南	2024年12月	新增13类家具卫浴家纺产品包括瓷砖类、木地板类、门类、淋浴房类、浴缸类、床类（不含智能床、护理床）、床垫类（不含智能床垫）、沙发类、柜子类、桌椅类、被褥类、枕类、床品套件类。补贴标准：对消费者购买符合补贴条件的产品，给予产品最终销售价格（剔除所有折扣优惠后）的20%补贴，每人每类产品消费最高补贴2000元。

来源：上海市商务委员会，厦门市住房和城乡建设局，安徽日报，江苏商务，云南省商务厅，国金证券研究所

图表11：24年10月国内纺织服装零售值同比增长8%

图表12：24年国内纺织服装零售值累计同比增长0.3%



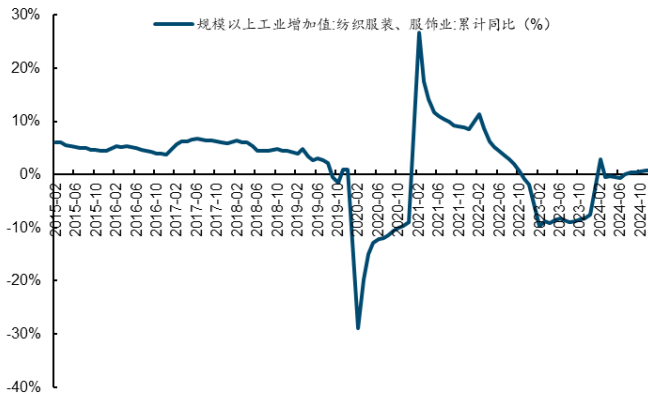
来源：国家统计局，同花顺 iFind，国金证券研究所

来源：国家统计局，同花顺 iFind，国金证券研究所

从生产和投资端来看，国内纺织服装行业整体稳中向好。从投资端来看，由于纺织企业稳步扩大高端化、智能化、绿色化转型升级投入，根据国家统计局数据，2024年1-12月国内纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资实际完成额累计同比增长18.0%。从生产端来看，国内纺织服装生产企业收入和利润呈现稳中有增的态势，根据国家统计局数据，2024年1-11月，国内纺织服装、服饰业规模以上工业企业营业收入约为1.14万亿元，同比增长2.6%；实现利润总额549.5亿元，同比增长3.9%；2024年1-12月国内纺织服装、服饰业规模以上工业增加值累计同比增长0.8%。

图表13：24年纺织服装行业工业增加值同比增长0.8%

图表14：24年纺服行业固定资产投资完成额同比高增



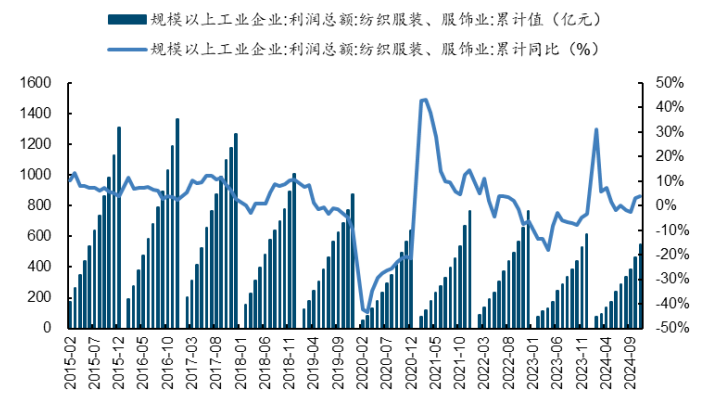
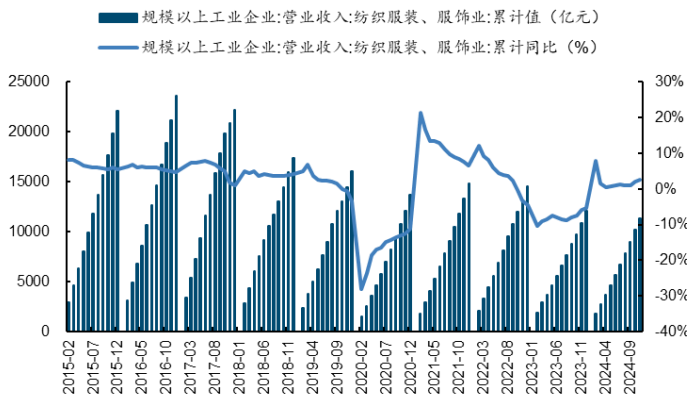
来源：国家统计局，同花顺 iFind，国金证券研究所

来源：国家统计局，同花顺 iFind，国金证券研究所



图表15: 24年纺服行业规模以上工业企业营收同比增长

图表16: 24年纺服行业规模以上工业企业利润同比增长



来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

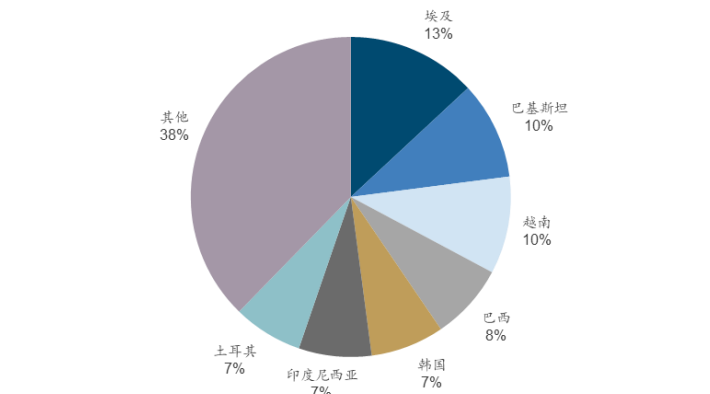
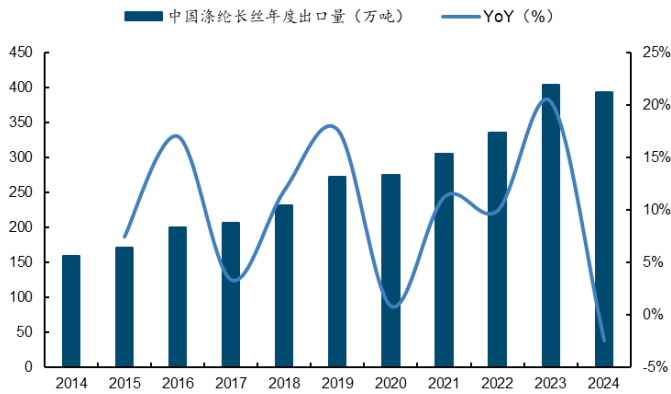
来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

2.2、出口: 海外库存基本恢复至历史正常水平, 终端消费稳中有增或将拉动长丝需求

涤纶长丝出口量呈现上行趋势, 印度 BIS 认证导致 24 年对印度出口量锐减。根据卓创资讯数据, 2014-2024 年我国涤纶长丝出口量由 159.3 万吨增长至 393.3 万吨, 年均复合增长率约为 9.5%。根据卓创资讯数据和相关信息, 2024 年我国涤纶长丝出口量同比下降 10 万吨, 降幅约为 2.5%, 其中主要原因之一是对印度出口量的大幅下行。根据卓创资讯和隆众资讯相关数据与信息, 2023 年 10 月印度正式对华实施全新 BIS 认证, 其中涤纶长丝产品涉及到此认证涉及到 FDY、POY 和 IDY, 同时 BIS 认证环节较为复杂、认证周期较长, 因此自 2023 年 10 月后出口至印度总量下滑显著, 仅有少量长丝通过印度工厂沟通申请后出口。从出口量来看, 根据卓创资讯数据, 2024 年我国对印度涤纶长丝出口量约为 16.16 万吨, 同比下降 69.7%。

图表17: 2024年涤纶长丝出口量同比下降2.5%

图表18: 24年涤纶长丝出口目的国主要包括埃及等



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

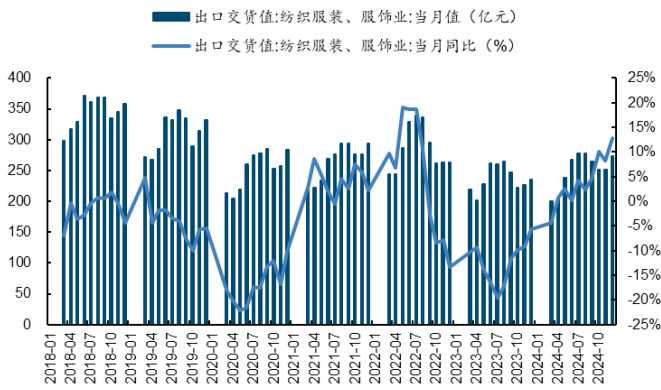
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

海外服装及面料批发商库存下降至历史正常水平, 下游需求稳中有增。根据美国人口普查局数据, 近年来美国服装及服装面料批发商库存在 2022 年三季度达到高点并在经历了近两年的去库, 截至 2024 年 12 月, 库存水平已经达到 2018-2019 年的历史正常水平。与此同时从消费端来看, 2024 年美国服装及配饰店零售额整体稳中有增, 叠加库存下行因素, 美国服装及服装面料批发商库存销售比呈现下行趋势, 未来或将进入新一轮补库周期, 而对于我国纺织品出口产生积极作用并间接拉动上游涤纶长丝需求。

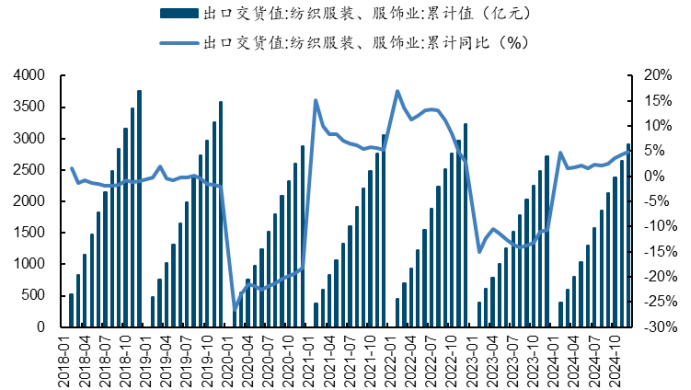


图表19: 24年12月纺织服装出口交货值同比增长12.8%

图表20: 24年纺织服装出口交货值累计同比增长4.9%



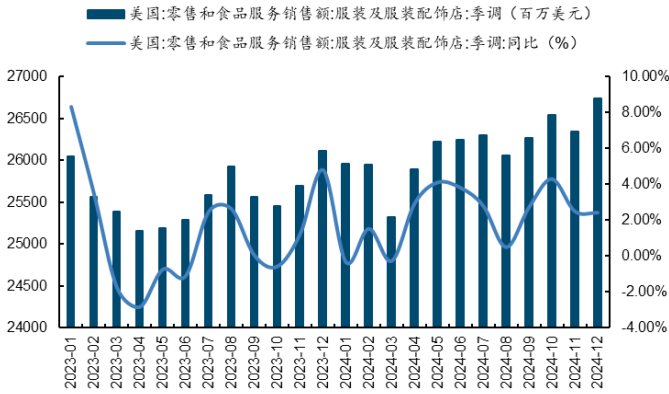
来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所



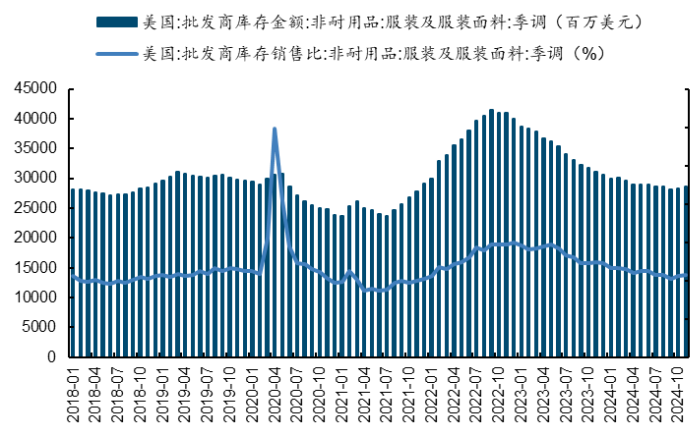
来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表21: 24Q4美国服装及配饰店零售额稳中有增

图表22: 美国服装及服装面料批发商库存逐步恢复正常



来源: 美国人口普查局, Wind, 国金证券研究所

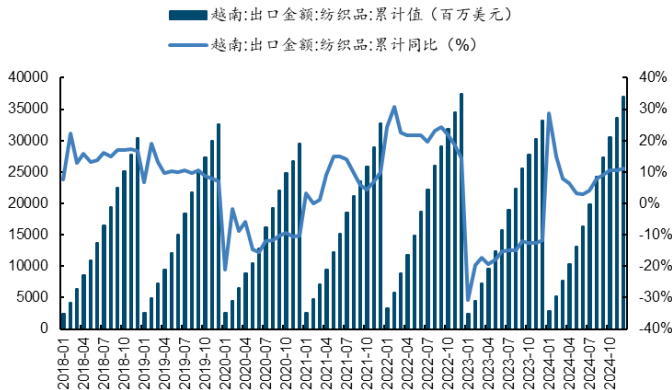


来源: 美国人口普查局, Wind, 国金证券研究所

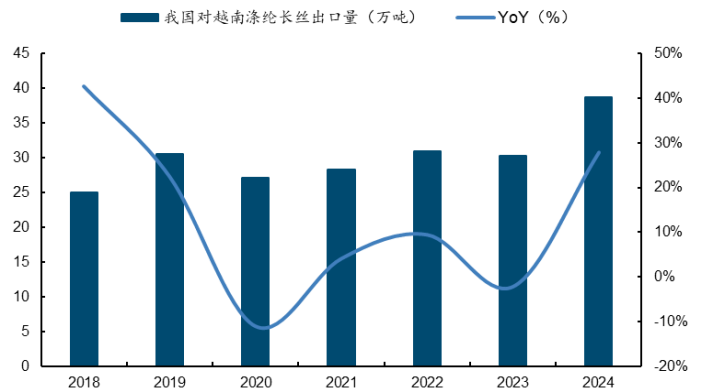
东南亚纺织服装出口增速强劲, 或将驱动国内涤纶长丝出口增长。从产业发展趋势来看, 由于东南亚地区在劳动力成本、能源成本等方面具备一定优势, 因此纺织服装行业作为典型的劳动密集型企业近年来逐步向以越南为代表的东南亚国家转移。以越南为例, 根据越南统计局和卓创资讯相关数据, 2024年越南纺织品出口金额约为370.37亿美元, 同比增长11.15%, 与此同时, 2024年我国对于越南涤纶长丝出口量约为38.69万吨, 同比增长27.8%。在此背景下, 东南亚地区涤纶长丝需求有望持续提升, 进而带动出口需求。

图表23: 2024年越南纺织品出口金额同比增长11.15%

图表24: 24年我国对越南涤纶长丝出口量同比增长28%



来源: 越南统计局, Wind, 国金证券研究所



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所



2.3、库存：库存水平处于历史低位，供需偏紧或将助推长丝价格上涨

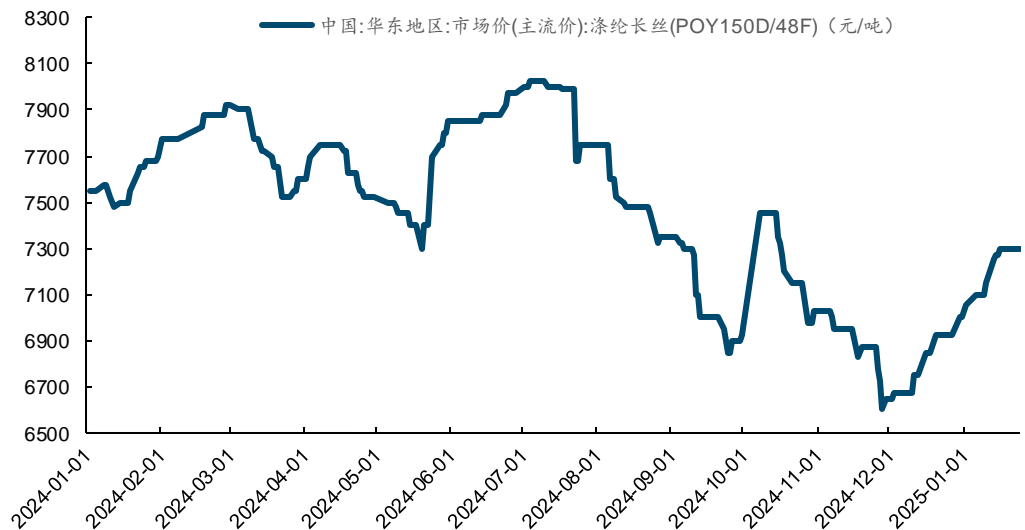
24 年去库效果明显，现阶段国内涤纶长丝库存水平处于历史低位。从 2024 年全年维度来看，国内涤纶长丝库存整体呈现先升后降的趋势性变化。根据绸都网数据与相关信息，2024 年年初由于石油价格和原材料价格的波动导致生产成本上升，间接导致涤纶长丝价格上涨，在经历二季度的平稳期后，由于终端需求的疲软，长丝价格在三四季度呈现回落的趋势。在此背景下，尽管部分企业在高峰季节曾出现短期库存积压，但整体库存控制较为谨慎。同时根据卓创资讯数据和相关信息，在年末价格持续触底以及聚酯工厂释放减产计划的影响下，下游集中补库，聚酯工厂去库 7-12 天不等，库存降至年内低位，截至 2025 年 1 月 23 日，国内涤纶长丝库存天数约为 10.1 天，处于 2014 年以来历史较低水平。

图表25：现阶段国内涤纶长丝库存处于历史低位



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表26：24 年下半年开始涤纶长丝（以 POY 为例）价格呈现下行趋势



来源：Wind，隆众咨询，国金证券研究所



根据我们测算，预计 2025-2026 年国内涤纶长丝供需差分别为 88/189 万吨，分别占当年国内总供给的 2%、4%。

- ✓ 供给侧：根据卓创资讯数据，我们根据国内涤纶长丝历史产能、产量以及开工率等情况并结合目前拟在建产能的投产节奏对于 25-26 年生产端进行预测，同时考虑到以越南为代表的东南亚国家需求增长有望带动出口复苏，预计 2025-2026 年国内涤纶长丝产量为 4690/4708 万吨，结合进出口量数据预计国内总供应量为 4280/4274 万吨。
- ✓ 需求侧：根据海关总署、百川盈孚、卓创资讯、中国家用纺织品行业协会等数据，基于历史需求结构以及纺织服装等下游行业的相关行业指标变化和发展趋势对未来需求增速进行预测，预计 2025-2026 年国内涤纶长丝总需求量为 4368、4462 万吨。
- ✓ 根据上述测算，2025-2026 年国内涤纶长丝供需或将持续偏紧，有望推动涤纶长丝价格上行。

图表27：预计 2025-2026 年国内涤纶长丝供需偏紧

	2022	2023	2024	2025E	2026E
供给测算					
产能 (万吨)	4731	5052	5013	5198	5198
产量 (万吨)	3690	4072	4536	4690	4708
开工率 (%)	78%	81%	90%	90%	91%
进口量 (万吨)	9	7	8	8	8
出口量 (万吨)	335	403	393	417	442
国内总供给量 (万吨)	3364	3676	4150	4280	4274
需求测算					
国内总需求量 (万吨)	3393	3629	4235	4368	4462
服装	1765	1887	2202	2268	2314
占比 (%)	52%	52%	52%	52%	52%
家纺	1120	1198	1398	1439	1468
占比 (%)	33%	33%	33%	33%	33%
产业	509	544	635	661	680
占比 (%)	15%	15%	15%	15%	15%
库存变化 (供需差) /万吨	-29	47	-85	-88	-189
供需差/国内实际供给量 (%)	-1%	1%	-2%	-2%	-4%

来源：Wind，同花顺 iFind，海关总署，卓创资讯，百川盈孚，中国家用纺织品行业协会，国金证券研究所 注：上表数据及测算结果仅供参考，部分数据来源于百川盈孚、卓创资讯等第三方数据库，不同数据来源可能存在统计口径和统计结果差异

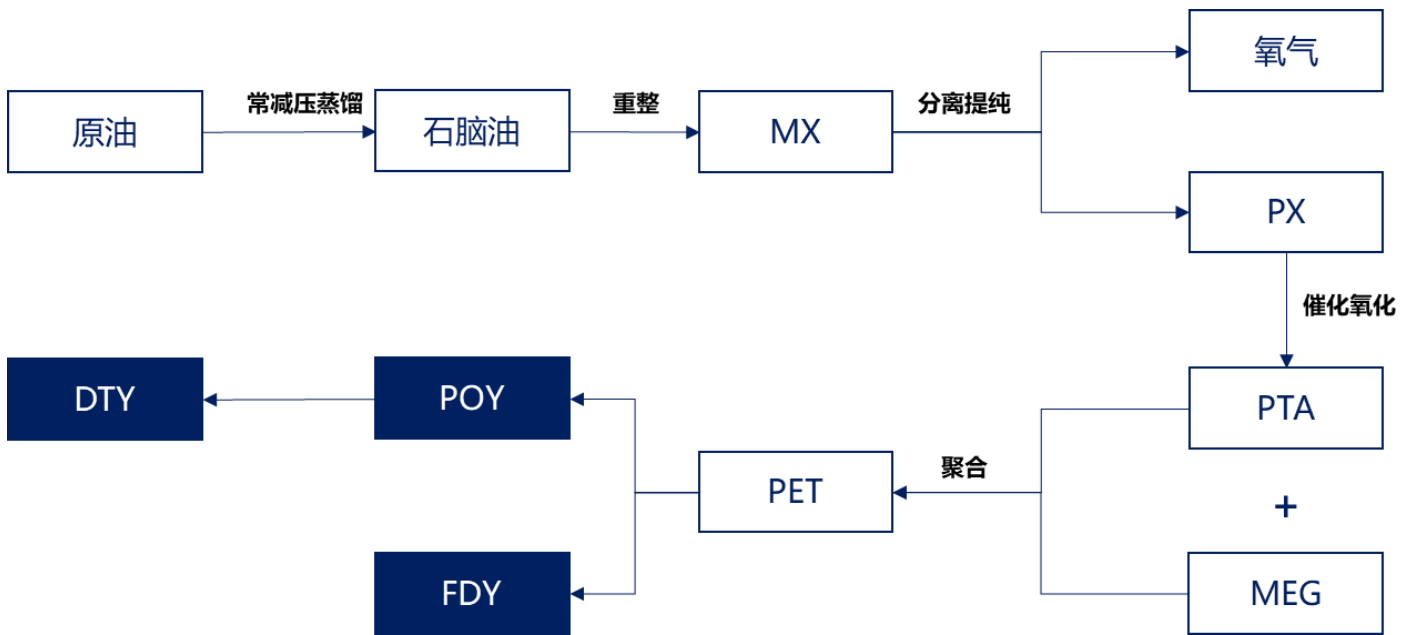
三、历史上影响涤纶长丝价格的核心因素有哪些？

核心因素一：油价波动通过产业链传导至下游涤纶长丝

根据新凤鸣相关公司公告，2023 年公司 POY、FDY 和 TDY 成本中原材料占比分别为 88.01%、84.33%和 71.61%，以此原材料价格波动对于长丝生产成本具备较大影响。从产业链角度来看，根据新凤鸣公司公告，生产 1 吨涤纶长丝大致需要 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨 MEG，而 PTA 作为石化产品，生产成本本质上由原油价格决定，因此从形成了“原油-PX-PTA-涤纶长丝”的价格传导机制，从 2016 年至今的历史价格变化来看，原油、PX、PTA、POY 价格呈现高度正相关性，因此油价是决定涤纶长丝价格的核心因素之一。

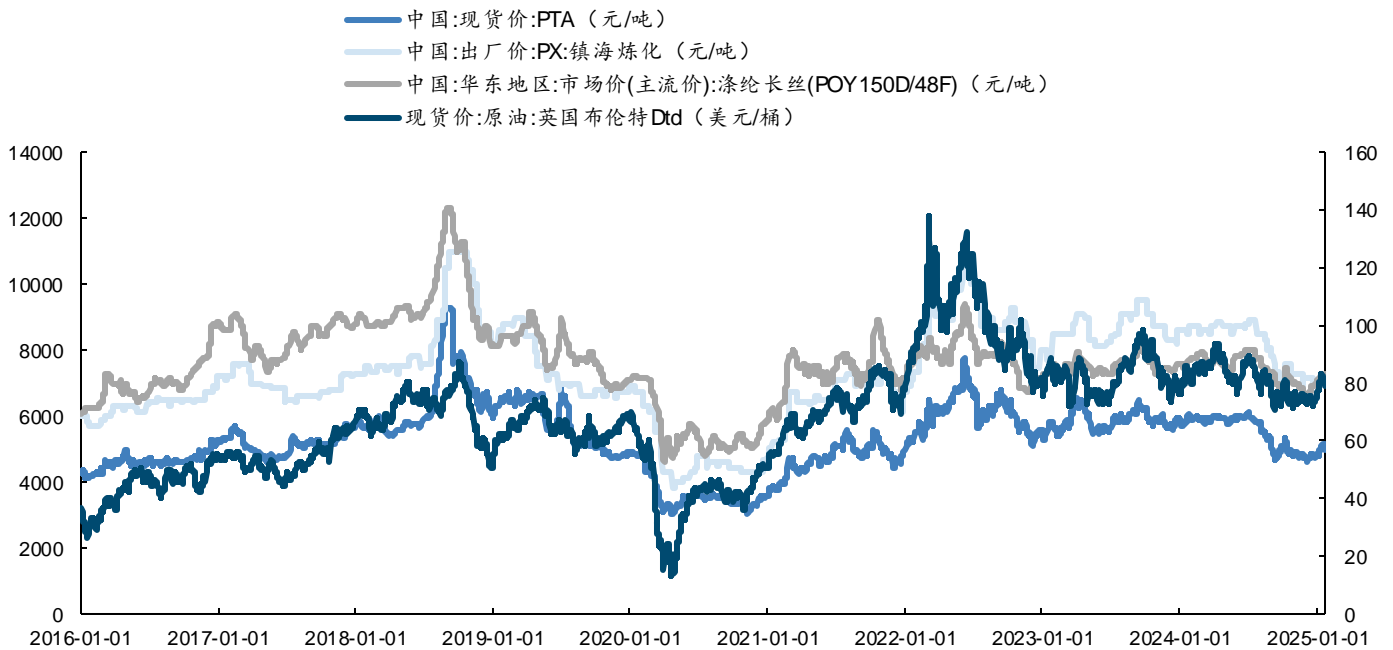


图表28：涤纶长丝产业链



来源：郑商所，新凤鸣公司公告，国金证券研究所

图表29：原油、PX、PTA、POY价格长期保持较强正相关性



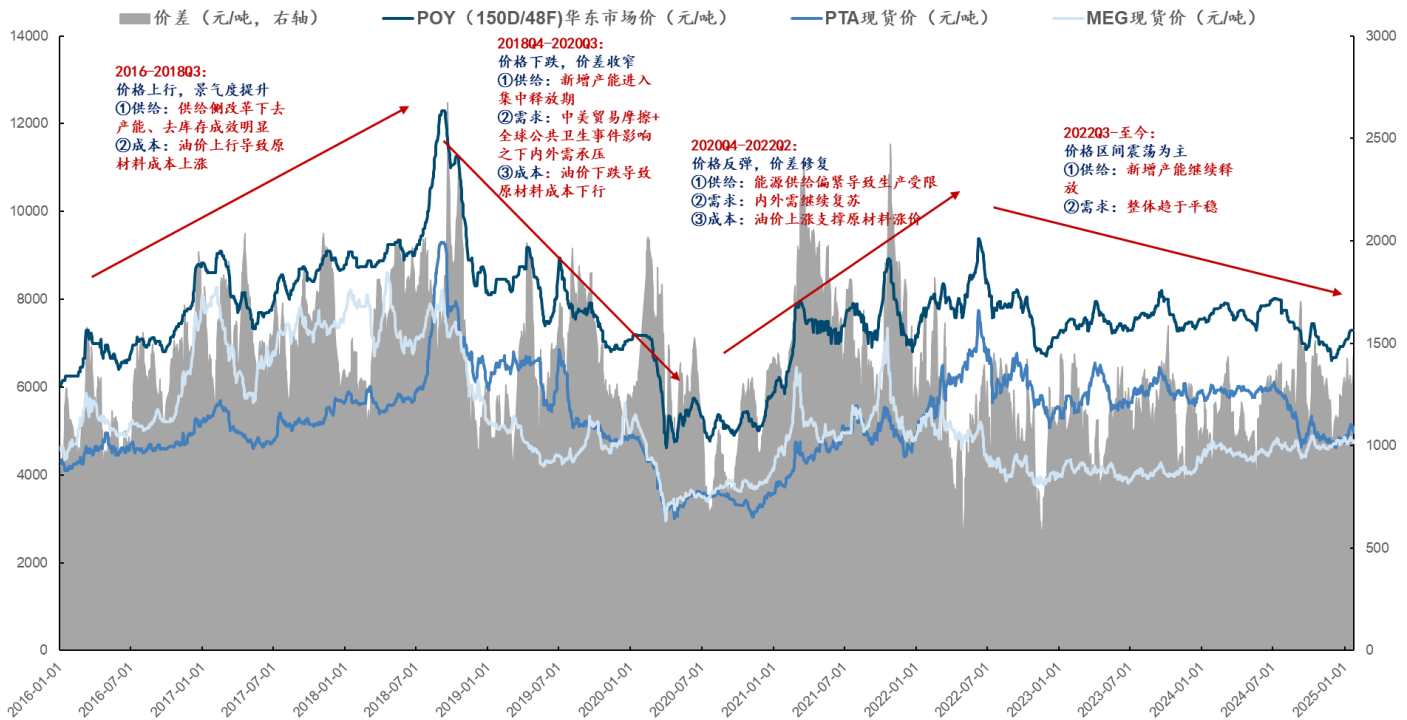
来源：Wind，金联创，化工在线，隆众资讯，国金证券研究所

核心因素二：供需关系的动态变化和扰动因素影响价差与景气度

以涤纶长丝(POY150D/48F)华东地区主流价格为例，我们对于2016年以来的价格变化进行复盘，大致可以分为四个阶段：



图表30：2016年至今涤纶长丝价格主要经历过两轮上涨行情



来源：Wind，国金证券研究所

阶段一：2016-2018Q3：供给侧改革成效显著，原油价格支撑长丝价格上行

- ✓ **供给侧：**根据桐昆股份公司公告，2016年涤纶长丝行业响应国家供给侧改革，去产能、去库存成效明显，新增产能投放放缓，运行质量明显好转且受G20峰会影响，部分企业停产检修，供需关系有所改善，产销平衡，库存达到历史低位。2017年随着效益改善，兼并重组加快，聚酯装置复产增多，行业内新增产能释放有序，并通过龙头企业的加快淘汰落后和兼并重组，市场集中度提升。
- ✓ **成本端：**由于OPEC成员国和以俄罗斯为首的非欧佩克产油国积极执行减产协议以及全球经济复苏等因素，原油价格进入上行区间，支撑原材料价格上行，进而对于涤纶长丝价格形成了有效支撑。

阶段二：2018Q4-2020Q3：供给侧新增产能集中释放，需求侧扰动因素较多

- ✓ **供给侧：**2018年开始国内涤纶长丝行业进入产能集中释放期，根据卓创资讯数据，2018-2020年三年内涤纶长丝新增产能分别为310、254、275万吨，分别同比增长8.9%、6.7%、6.8%，而在2016-2017年的供给侧改革期间新增产能分别仅有81、141万吨，同比分别增长2.5%、4.2%。
- ✓ **需求侧：**根据桐昆股份公司公告，中美贸易战成为影响2018年全年商品走势的主要因素，由于第一批公布的加征关税名单里并未涉及纺织品，导致终端对远期外贸订单存在忧虑，提前抢单现象在二季度后期至三季度初期时屡屡发生，导致下游四季度部分需求提前透支。根据金联创数据和相关信息，2019年上半年涤纶长丝市场产能缓慢增长，行业开工率维持高位，涤纶长丝市场偏强整理，但下游织造、加弹工厂需求没有出现明显增长，导致涤纶长丝行业库存不断增加，下半年下游市场面临结构性调整，需求持续疲软，价格持续下探，而2020年年初发生的全球公共卫生事件导致需求受到较大影响，价格一度达到16年以来的底部位置。
- ✓ **成本：**由于全球经济增速放缓以及20年全球公共卫生事件的影响，国际原油价格下行，涤纶长丝成本端也失去有效支撑。

阶段三：2020Q4-2022Q2：供给侧扰动因素增加，需求逐步复苏

- ✓ **供给侧：**根据CCF、桐昆股份公司公告数据和相关信息，2021年涤纶长丝价格主要发生两轮上涨行情，第一轮是由于春节后寒潮引发的原料供给下降，成本端上行，随后行业开工率提升但由于下游需求并未同步跟进导致价格随后间歇性下跌；第二轮发



生在9月底，江浙等地能耗双控使得涤纶负荷下降明显，以及原料价格大幅上涨下推动了下游织造板块的采购备货，涤纶长丝价格强势上涨。

- ✓ **需求侧：**下游需求逐步复苏，根据同花顺 iFind 和国家统计局数据，2021 年国内纺织服装、服饰业规模以上工业企业营业收入累计同比增长 6.5%，利润总额累计同比增长 14.4%，产成品累计同比增长 6.4%；2022 年上半年国内纺织服装、服饰业规模以上工业企业营业收入累计同比增长 4.5%，利润总额累计同比增长 4.0%，产成品累计同比增长 13.6%。
- ✓ **成本端：**全球经济从全球公共卫生事件的影响中逐步复苏，2021 年国际原油价格呈现上行趋势。

阶段四：2022Q3-至今：涤纶长丝价格区间震荡为主

- ✓ **供给侧：**根据卓创资讯数据，2023 年国内涤纶长丝新增产能约为 321 万吨，同比增长 6.8%，为 2016 年以后新增产能最多的一年，但也标志着国内涤纶长丝的扩产周期逐步进入尾声。
- ✓ **需求侧：**2023 年内需增长显著，根据国家统计局数据，1-12 月国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值同比增长 12.9%，在高基数影响下 2024 年下游需求整体趋于平稳。出口端由于海外纺织服装行业处于去库周期，2023 年出口交货值同比有所下行，但伴随海外去库在 2024 年下半年进入尾声，2024 年 1-12 月出口交货值累计同比恢复正增长。

四、投资建议与相关标的

我们认为，现阶段涤纶长丝行业扩产周期进入尾声且行业集中度呈现持续提升趋势，龙头企业话语权得到加强，另一方面目前行业库存处于历史低位，在下游纺织服装内外需稳中有增的背景下，2025-2026 年国内涤纶长丝供需或将持续偏紧，有望推动涤纶长丝价格进入上行周期，建议关注桐昆股份、新凤鸣等具备较大长丝产能规模以及配套上游 PTA 等原材料的相关企业。

图表31：涤纶长丝主要上市企业主营业务与长丝相关布局

公司	主营业务情况
桐昆股份	根据 2024 年半年报，公司的主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝、ITY、中强丝六大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列。PTA 方面，公司子公司嘉兴石化以及嘉通能源分别拥有一套 KTS 科氏技术（原英威达）P7+技术 180 万吨，P8 技术 240 万吨，两套 P8++300 万吨产能设备，合计 PTA 产能 1020 万吨，目前已实现 PTA 原材料自给自足。在聚酯长丝方面，公司目前主要有：桐乡总部生产基地、桐乡洲泉生产基地、湖州长兴生产基地、江苏南通生产基地、江苏宿迁生产基地、新疆生产基地等。截至报告期末，公司合计拥有 1300 万吨聚合产能、1350 万吨长丝产能，长丝产能及产量位列行业第一。
新凤鸣	公司的主要产品为各类民用涤纶长丝和涤纶短纤，包括了以 POY、FDY、DTY 为主的涤纶长丝和棉型、水刺、涡流纺、三维中空、彩纤等类型的涤纶短纤。截至 24H1，公司涤纶长丝产能为 740 万吨，涤纶短纤产能为 120 万吨。同时公司在独山能源 500 万吨 PTA 产能的基础上又合理规划了 540 万吨 PTA 产能，预计到 2025 年年底，公司 PTA 产能将达到 1,000 万吨。
恒逸石化	根据 2024 年半年报，公司主要产品参控股产能包括：成品油 565 万吨，PX、苯等化工品 265 万吨，PTA 产能 2150 万吨，PIA 30 万吨，CPL 40 万吨。聚酯板块，公司参控股聚合产能共计 1,161.5 万吨，其中聚酯瓶片（含 RPET）产能 410 万吨；聚酯纤维产能包括聚酯长丝 633.5 万吨、短纤 118 万吨。
恒力石化	公司业务板块主要包括炼化板块、PTA 板块和聚酯与化工新材料板块。PTA 方面，根据公司 2024 年半年报，公司现已建成投产 1660 万吨/年 PTA 产能。涤纶长丝方面，根据公司 2023 年年报，苏州厂区拥有涤纶长丝产能 140 万吨/年，新建项目年产 40 万吨高性能工业丝项目根据恒力集团官网报道已于 2024 年 4 月全线投产，南通厂区拥有民用丝产能 175 万吨/年，宿迁厂区拥有民用丝产能 20 万吨/年。
荣盛石化	根据公司 2023 年年报，截至 23 年年底公司拥有 POY 产能 46 万吨，FDY 产能 54 万吨，DTY 产能 42 万吨，盛元化纤差别化纤维项目在建。

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：上表中相关产能等数据主要依据公司 2023 年年报与 2024 年半年报披露情况进行统计，仅供参考



五、风险提示

- 1、下游需求不及预期风险：若涤纶长丝下游纺织服装等领域需求不及预期，可能导致行业供需格局恶化，进而对于涤纶长丝价格与相关企业经营产生不利影响。
- 2、行业扩产情况超预期风险：若涤纶长丝未来出现更多新增产能，可能导致行业竞争加剧，进而对于涤纶长丝价格与相关企业经营产生不利影响。本报告中涉及到的涤纶长丝产能、产量、进出口量等数据主要来源于卓创资讯等第三方数据库统计，不同数据来源由于统计口径的不同可能存在一定差异，相关数据以及测算结果仅供参考。
- 3、原材料价格波动风险：涤纶长丝上游原材料 PTA 价格受原油价格影响较大，若原油价格大幅波动，可能会对于涤纶长丝价格与相关企业经营产生不利影响。
- 4、行业竞争加剧风险：涤纶长丝行业总产能规模较大，若行业内出现价格战等竞争方式，可能会对于涤纶长丝价格与相关企业经营产生不利影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究