

皖维高新 (600063.SH)

增持 (维持)

一季度业绩符合预期, PVA 光学膜快速放量

事件: 公司发布 2025 年一季报, 报告期内实现收入 20.0 亿元, 同比增长 11.41%, 归母净利润 1.18 亿元, 同比增长 149.55%, 扣非净利润 1.17 亿元, 同比增长 160.11%。

□ 一季度部分产品量价齐升, 推动业绩同比大幅增长。2025 年一季度, 公司业绩同比大幅增长主要得益于聚乙烯醇、水泥熟料等主产品量增价涨, 盈利空间增加; 公司销售毛利率 15.34%, 较 2024Q1 同比提高 2.37 pct。报告期内, 公司核心产品 PVA 收入 6.3 亿元, 同比提高 28.55%, 销量 5.7 万吨, 同比增长 22.36%, 销售均价 1.1 万元/吨, 同比上涨 5.06%。公司新材料产品中 PVA 光学膜收入 0.27 亿元, 同比增长 190.6%, 销量 239 万平米, 同比增长 237%, 销售均价 11.4 元/平米, 同比下降 13.8%。公司成功突破 PVA 光学薄膜流延成形技术, 打破中国液晶显示产业核心材料 PVA 光学薄膜长期受国外垄断局面, 具有较大的国产替代空间。

□ 近期 PVA 价格有所回落, 公司全产业链竞争力强。2025 年一季度, PVA 市场均价 1.19 万元/吨, 环比 2024Q4 上涨 2.75%, 当前 PVA 市场价 1.15 万元/吨, 较前期有所回落, 处于近几年底部区域。目前我国大陆地区 PVA 总产能 109.6 万吨 (不含中国台湾地区), 2024 年 PVA 实际产量约 80 万吨, 是世界上最大的聚乙烯醇生产国, 公司现有产能 31 万吨/年, 国内占比 28.3%, 拥有较强市场话语权。公司内蒙基地拥有“电石-醋酸乙烯-PVA”产业链一体化优势, 2024 年安徽本部年完成年产 6 万吨乙烯法特种 PVA 树脂升级改造项目的建设, 项目集成应用国内领先的乙烯法生产技术、设备对原电石法装置进行更新改造, 在行业内率先实现工艺路线转型。

□ 新材料项目陆续建成投产, 新项目增强未来成长性。2024 年公司投资建成 6 万吨乙烯法特种 PVA 树脂升级改造项目, 满足下游高端制造业对原材料的严苛要求; 投资建成 6 万吨 VAE 乳液 (二期) 项目, 进一步满足市场及自身对高端乳液的需求。公司大力推进年产 2000 万平方米 PVA 光学薄膜、2 万吨高端汽车级 PVB 胶片及 2 万吨多功能 PVB 树脂项目建设, 力争 2025 年二季度全部建成投产, 届时公司将填补高端产品国内空白, 打破国外技术垄断。公司年产 2 万吨可再分散性胶粉 (三期)、年产 2 万吨生物质 PVA 水溶膜生产线等项目也在加紧建设。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.51 亿、8.05 亿、9.60 亿元, EPS 分别为 0.21、0.38、0.46 元, 当前股价对应 PE 分别为 21、12、10 倍, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 产品价格下跌、新项目建设不及预期、产品放量不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8263	8030	8559	10079	11186
同比增长	-17%	-3%	7%	18%	11%
营业利润(百万元)	386	419	502	904	1079
同比增长	-76%	8%	20%	80%	19%
归母净利润(百万元)	342	370	451	805	960
同比增长	-75%	8%	22%	79%	19%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.21	0.38	0.46

周期/化工

目标估值: NA

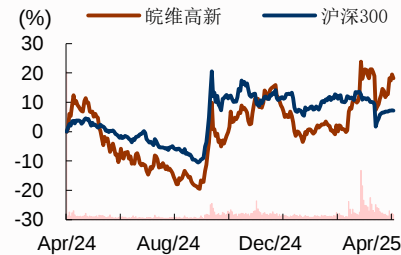
当前股价: 4.58 元

基础数据

总股本 (百万股)	2105
已上市流通股 (百万股)	1926
总市值 (十亿元)	9.6
流通市值 (十亿元)	8.8
每股净资产 (MRQ)	4.0
ROE (TTM)	5.2
资产负债率	45.2%
主要股东	安徽皖维集团有限责任公司
主要股东持股比例	33.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	23	19
相对表现	-0	28	11



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《皖维高新 (600063) —以量补价推动业绩增长, 新材料产品取得新突破》2025-03-21
- 《皖维高新 (600063) —PVA 行业景气度下降拖累业绩, 新材料项目取得新进展》2024-04-21
- 《皖维高新 (600063) —三季度业绩低于预期, 投资扩建 PVA 光学膜项目》2023-10-18

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

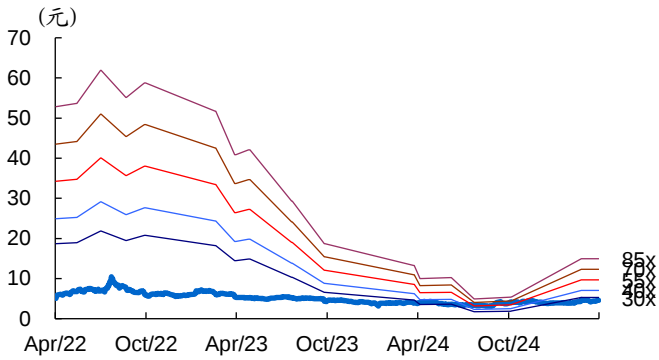
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

PE	28.2	26.1	21.4	12.0	10.0
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

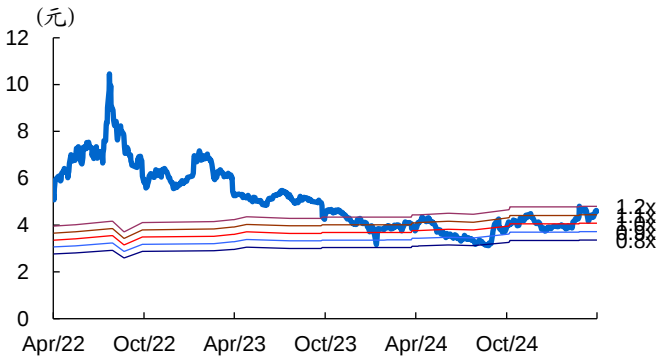
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：皖维高新历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：皖维高新历史 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4769	5133	5402	6289	6956
现金	1705	319	328	373	410
交易性投资	32	0	0	0	0
应收票据	814	709	756	890	988
应收款项	408	609	628	740	821
其它应收款	236	155	165	195	216
存货	898	1015	1051	1189	1305
其他	676	2326	2474	2902	3217
非流动资产	9324	10272	10404	10525	10636
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4923	5822	5996	6154	6298
无形资产商誉	435	413	371	334	301
其他	3965	4037	4037	4037	4037
资产总计	14092	15405	15806	16814	17592
流动负债	4950	6306	6483	6805	6820
短期借款	3118	3756	4283	4349	4149
应付账款	1246	1716	1791	2027	2224
预收账款	125	97	101	114	126
其他	461	736	308	315	320
长期负债	1063	692	692	692	692
长期借款	450	100	100	100	100
其他	613	592	592	592	592
负债合计	6014	6998	7175	7497	7512
股本	2159	2105	2105	2105	2105
资本公积金	1897	1871	1871	1871	1871
留存收益	3988	4411	4652	5367	6165
少数股东权益	35	21	4	(25)	(60)
归属于母公司所有者权益	8044	8387	8627	9342	10141
负债及权益合计	14092	15405	15806	16814	17592

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	155	372	712	657	982
净利润	335	356	434	776	925
折旧摊销	444	504	553	564	574
财务费用	10	45	37	35	33
投资收益	(20)	(29)	(133)	(133)	(133)
营运资金变动	(616)	(509)	(180)	(590)	(421)
其它	2	5	1	5	4
投资活动现金流	(1466)	(598)	(552)	(552)	(552)
资本支出	(1158)	(588)	(686)	(686)	(686)
其他投资	(307)	(10)	133	133	133
筹资活动现金流	1010	327	(150)	(60)	(393)
借款变动	866	625	97	65	(199)
普通股增加	0	(55)	0	0	0
资本公积增加	221	(26)	0	0	0
股利分配	(216)	(216)	(210)	(90)	(161)
其他	139	(2)	(37)	(35)	(33)
现金净增加额	(300)	102	9	45	37

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8263	8030	8559	10079	11186
营业成本	7213	6985	7286	8250	9051
营业税金及附加	48	65	69	81	90
营业费用	41	37	40	47	52
管理费用	311	289	308	362	402
研发费用	459	439	468	551	612
财务费用	6	(53)	37	35	33
资产减值损失	69	17	17	17	0
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
其他收益	107	104	104	104	104
投资收益	20	29	29	29	29
营业利润	386	419	502	904	1079
营业外收入	3	9	9	9	9
营业外支出	15	5	5	5	5
利润总额	375	422	506	908	1083
所得税	39	66	72	132	158
少数股东损益	(6)	(14)	(17)	(30)	(35)
归属于母公司净利润	342	370	451	805	960

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-17%	-3%	7%	18%	11%
营业利润	-76%	8%	20%	80%	19%
归母净利润	-75%	8%	22%	79%	19%
获利能力					
毛利率	12.7%	13.0%	14.9%	18.2%	19.1%
净利率	4.1%	4.6%	5.3%	8.0%	8.6%
ROE	4.3%	4.5%	5.3%	9.0%	9.9%
ROIC	3.2%	2.5%	3.6%	6.0%	6.7%
偿债能力					
资产负债率	42.7%	45.4%	45.4%	44.6%	42.7%
净负债比率	26.4%	27.8%	27.7%	26.5%	24.2%
流动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	8.1	7.3	7.1	7.4	7.3
应收账款周转率	6.3	6.3	6.3	6.7	6.5
应付账款周转率	4.7	4.7	4.2	4.3	4.3
每股资料(元)					
EPS	0.16	0.18	0.21	0.38	0.46
每股经营净现金	0.07	0.18	0.34	0.31	0.47
每股净资产	3.82	3.98	4.10	4.44	4.82
每股股利	0.10	0.10	0.04	0.08	0.09
估值比率					
PE	28.2	26.1	21.4	12.0	10.0
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	21.2	20.2	15.5	11.3	10.1

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。