

证券研究报告

公司研究

点评报告

新凤鸣(603225.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号: S1500524040001
联系电话: 13261695353
邮箱: liuyilin@cindasc.com

相关研究

《首次覆盖报告: 扩张节奏加快, 打造低成本龙头》2021.6.30

《60万吨聚酯投产, 成长性持续强化》2021.7.5

《单季度业绩创新高, 验证龙头盈利弹性》2021.7.14

《2季度公司业绩高增, 持续布局产能扩张》2021.8.18

《尽显龙头成本优势, 扩张产能迎投产大年》2021.11.02

《新凤鸣: 22Q1公司业绩承压, 但扩能投产势头强劲》2022.5.12

《新凤鸣: 行业至暗时期将过, 长丝业务有望迎来反弹》2022.8.30

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

涤纶龙头业绩稳步改善, 行业竞争格局持续向好

2025年4月29日

事件: 2025年4月24日晚, 新凤鸣发布2024年年度报告。2024年公司实现营业收入670.91亿元, 同比增长9.15%; 实现归母净利润11.00亿元, 同比增长1.32%; 实现扣非后归母净利润为9.64亿元, 同比增长7.05%; 实现基本每股收益0.73元, 同比增长1.39%。其中, 2024年四季度公司实现营业收入178.94亿元, 同比增长3.62%, 环比下降0.17%; 实现归母净利润3.55亿元, 同比增长77.92%, 环比增长151.84%; 实现扣非后归母净利润3.27亿元, 同比增长100.42%, 环比增长232.90%。

2025年4月28日晚, 公司发布2025年一季度报告。2025年一季度公司实现营业收入145.57亿元, 同比增长0.73%, 环比下降18.65%; 实现归母净利润3.06亿元, 同比增长11.35%, 环比下降13.66%; 实现扣非后归母净利润为2.60亿元, 同比增长13.13%, 环比下降20.49%; 实现基本每股收益0.21元, 同比增长16.67%。

点评:

➤ **供需格局持续优化, 2024年经营业绩稳步提升。** 油价端, 2024年国际油价中高位震荡运行, 上半年油价呈现冲高后回落企稳态势; 下半年受全球宏观经济形势转弱、地缘担忧情绪放缓影响, 国际油价震荡下行。2024年布伦特平均油价为79.86美元/桶, 较2023年中枢下移2.31美元/桶。2024年公司主要产品原料PX、MEG、PTA平均进价分别同比-5.90%、+12.54%、-6.77%, 成本中枢有所下移。需求端, 2024年社会消费品零售总额中服装类同比增长12.5%, 带动涤纶长丝需求显著提升。2024年我国涤纶长丝表观消费量达4200万吨, 同比增长8.7%。供给端, 2024年涤纶长丝行业新增产能仅128万吨(2023年385万吨), 净增产能仅105万吨, 增速降至2%, 产能增速明显放缓。从公司经营层面看, 根据我们测算, 2024年公司产品POY、FDY、DTY、短纤、PTA平均毛利为289、817、682、182、-60元/吨, 分别同比-44、-41、+215、+27、-42元/吨, POY和FDY产品毛利微降, DTY毛利明显提升; 在增量产能方面, 2024年公司新增江苏新拓XCP03聚酯装置。2024年, 公司在行业供需格局转好, 成本中枢小幅下移和增量产能释放背景下, 经营业绩稳步提升。

➤ **一季度盈利稳健运行, 涤纶龙头或持续受益于行业供给结构调整。** 进入2025年后, 一季度国际油价高位回落, 涤纶长丝成本端支撑偏弱, 其主要原材料PX、MEG、PTA平均进价分别同比-15.67%、+2.02%、-15.49%, 原料价格中枢下行。从产品价格角度看, 一季度公司POY、FDY、DTY、短纤产品平均售价分别变化-6.77%、-12.39%、-4.68%、-3.21%, 整体跌幅小于成本端, 一季度公司盈利整体保持稳健运行。从库存角度看, 4月长丝行业平均库存为30天左右, 较一季度明显升高, 主要系春节后下游纺织企业复工复产脚步明显慢于涤纶长丝, 供需不匹配导致涤纶长丝库存压力增加, 叠加近期关税政策影响, 终端需求增速有限。我们认为, 关税影响相对偏短

期，且国内直接出口至美国占比微小，主要是短期纺服出口受阻带来的间接传导；从中长期看，在短期行业供需不匹配的背景下，或加速行业落后产能出清，2021 年以来，我国涤纶长丝行业每年淘汰落后产能上百万吨，行业结构进一步优化。根据隆众资讯预测，在 2024-2025 年期间，涤纶长丝行业可能会淘汰 200-250 万吨的落后产能，未来涤纶长丝行业的有效产能或迎来负增长，公司作为涤丝龙头，有望优先受益于行业供给结构调整与集中度提升。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.02、17.51 和 19.80 亿元，归母净利润增速分别为 18.3%、34.5% 和 13.1%，EPS（摊薄）分别为 0.85、1.15 和 1.30 元/股，对应 2025 年 4 月 28 日的收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 12.86、9.56 和 8.45 倍。我们看好公司长丝板块盈利修复，伴随行业供给结构优化，我们认为公司未来仍有较高业绩增长空间，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	61,469	67,091	67,833	70,225	70,909
增长率 YoY %	21.0%	9.1%	1.1%	3.5%	1.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,086	1,100	1,302	1,751	1,980
增长率 YoY%	628.4%	1.3%	18.3%	34.5%	13.1%
毛利率%	5.8%	5.6%	6.3%	7.1%	7.6%
净资产收益率 ROE%	6.5%	6.4%	7.0%	8.6%	8.9%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.72	0.85	1.15	1.30
市盈率 P/E(倍)	15.41	15.21	12.86	9.56	8.45
市净率 P/B(倍)	1.00	0.97	0.90	0.82	0.75

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,549	16,764	17,012	19,650	17,934	营业总收入	61,469	67,091	67,833	70,225	70,909
货币资金	8,111	10,173	9,973	12,377	10,573	营业成本	57,881	63,314	63,553	65,205	65,497
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	176	189	190	197	213
应收账款	965	1,073	1,131	1,170	1,182	销售费用	101	106	109	111	112
预付账款	354	270	286	293	295	管理费用	693	711	719	772	780
存货	4,309	4,452	4,716	4,790	4,762	研发费用	1,198	1,209	1,221	1,264	1,418
其他	810	795	905	1,019	1,123	财务费用	510	623	702	748	660
非流动资产	30,591	36,282	36,589	36,262	39,572	减值损失	-83	-110	-50	-50	-50
长期股权投资	374	426	426	426	426	合计					
固定资产(合计)	25,016	25,121	24,533	23,706	26,516	投资净收益	33	63	54	56	57
无形资产	1,737	1,816	1,816	1,816	1,816	其他	256	312	338	350	355
其他	3,464	8,918	9,813	10,313	10,813	营业利润	1,116	1,204	1,682	2,284	2,590
资产总计	45,140	53,046	53,601	55,912	57,506	营业外收支	58	53	54	51	51
流动负债	16,786	25,123	23,561	23,320	22,134	利润总额	1,174	1,257	1,735	2,335	2,641
短期借款	9,202	14,548	15,653	15,085	13,705	所得税	88	157	434	584	660
应付票据	1,820	2,568	1,942	1,992	2,001	净利润	1,086	1,100	1,302	1,751	1,980
应付账款	2,633	3,375	2,825	2,898	2,911	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他	3,131	4,632	3,141	3,345	3,516	归属母公司净利润	1,086	1,100	1,302	1,751	1,980
非流动负债	11,557	10,648	11,441	12,241	13,041	EBITDA	4,412	4,764	6,025	6,911	3,491
长期借款	7,879	6,736	7,536	8,336	9,136	EPS(当年)(元)	0.72	0.73	0.85	1.15	1.30
其他	3,677	3,912	3,905	3,905	3,905						
负债合计	28,343	35,771	35,002	35,561	35,175						
少数股东权益	1	19	19	19	19						
归属母公司股	16,796	17,257	18,580	20,332	22,312						
负债和股东权益	45,140	53,046	53,601	55,912	57,506						
益											

重要财务指标						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	61,469	67,091	67,833	70,225	70,909	经营活动现金流	3,659	6,790	2,999	6,604	3,189
同比(%)	21.0%	9.1%	1.1%	3.5%	1.0%	净利润	1,086	1,100	1,302	1,751	1,980
归属母公司净利润	1,086	1,100	1,302	1,751	1,980	折旧摊销	2,858	2,994	3,588	3,828	190
同比(%)	628.4%	1.3%	18.3%	34.5%	13.1%	财务费用	794	892	1,007	1,047	1,031
毛利率(%)	5.8%	5.6%	6.3%	7.1%	7.6%	投资损失	-275	-46	-71	-54	-56
ROE%	6.5%	6.4%	7.0%	8.6%	8.9%	营运资金	-1,040	1,726	-2,842	33	45
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.72	0.85	1.15	1.30	其它	7	149	-1	1	-1
P/E	15.41	15.21	12.86	9.56	8.45	投资活动	-3,422	-6,873	-3,796	-3,394	-3,392
P/B	1.00	0.97	0.90	0.82	0.75	资本支出	-3,277	-6,970	-3,947	-3,451	-3,449
EV/EBITDA	7.97	6.79	5.63	4.59	9.44	长期投资	14	-10	0	0	0
						其他	-159	108	151	56	57
						筹资活动	565	1,764	567	-805	-1,601
						吸收投资	1	17	8	0	0
						借款	1,234	4,202	1,905	232	-579
						支付利息或股息	-791	-1,178	-1,007	-1,047	-1,031
						现金流净增加额	862	1,611	-200	2,404	-1,804

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。