

海利得(002206)

报告日期: 2025 年 04 月 28 日

车用涤纶工业丝龙头，越南基地优势显著

——海利得深度报告

投资要点

□ 车用涤纶工业丝和帘子布龙头，新产能助推营收业绩稳健增长

经过 20 多年的发展，公司当前主营业务为涤纶工业长丝、涤纶轮胎帘子布以及塑胶材料，其中涤纶工业丝主要侧重车用纤维领域。得益于新产能释放，公司近年营收业绩稳定增长，20 年到 24 年公司涤纶工业长丝、帘子布销量复合增速分别为 13.8%、14.2%，主要系越南新基地以及国内帘子布技改产能放量。

□ 涤纶工业丝行业大规模扩产结束，景气有望回升

受前期行业大规模新增产能以及 2022 年宏观环境对内外需冲击影响，涤纶工业丝单吨毛利自 2021 年高点持续下滑，2023 年及 2024 年一季度亏损。2024 年以来行业无新增产能，未来也没有新产能规划，同时在下游汽车产业链高增长，涤纶工业丝渗透率提升背景下，涤纶工业丝需求有望增加。综上供需改善，涤纶工业丝景气有望修复，据万得自 25 年年初以来，涤纶工业丝单吨毛利持续修复，由 68 元/吨增加至 4 月 25 日的 528 元/吨。

□ 差异化车用丝龙头，越南基地强化竞争优势

公司已形成三大特色差异化车用涤纶工业丝，即高模低收缩丝、安全带丝、安全气囊丝，上述产品技术壁垒和进入门槛较高，盈利能力优于普通产品，得益于差异化产品，公司毛利率相较于同行有至少 13 个百分点的优势。公司已实现国内越南双基地布局，25 年以来美国多次对我国加征关税，在美国关税谈判豁免期以及美国对越南关税未最终落地之前，越南基地关税优势显著，有望进一步强化公司产品竞争力。

□ 估值处于近 10 年低位，公司回购比例已达 3%

根据万得，截至 25 年 4 月 28 日，公司 24 财年对应 PE/PB 分别为 13.67 倍、1.44 倍，处于近 10 年低位。公司为国内涤纶工业丝和帘子布龙头，从行业看，涤纶工业丝景气已承压 3 年，未来涤纶工业丝行业无新增产能，同时需求端由汽车产业链拉动，我们认为涤纶工业丝行业景气有望修复。从公司看，公司实现国内与越南双基地布局，在美国加征关税背景下，越南关税优势明显，有望进一步提升公司竞争力。综上我们看好公司未来发展，此外公司 4 月 10 日公告回购公司股份比例达到 3%，以实际行动强化对公司未来发展的信心。

□ 盈利预测与估值

公司为车用涤纶工业丝和帘子布龙头，涤纶工业长丝景气有望修复，同时公司越南基地关税优势明显，预计业绩有望向好。预计公司 25 年到 27 年归母净利润为 5.4/6.2/6.9 亿元，同比+31.34%、+14.44%、+12.34%，现价对应 EPS 为 0.46、0.53、0.60 元/股，PE 为 10.4、9.1、8.1 倍，首次覆盖给予买入评级。

□ 风险提示

汽车产业链需求下滑风险、原材料价格波动风险、新产能释放不及预期风险、贸易摩擦风险

投资评级：买入(首次)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师: 沈国琼

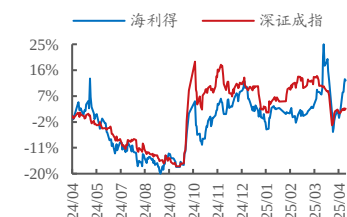
执业证书号: S1230524100001

shenguoqiong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 4.83
总市值(百万元)	5,613.46
总股本(百万股)	1,162.21

股票走势图



相关报告

- 1 《Q4 单季度业绩创同期新高，2020 年增长可期》 2020.03.01
- 2 《首次覆盖：迈进越南，再造一个海利得》 2020.02.07
- 3 《海利得 2017 年中报点评：涤纶工业长丝稳定增长，帘子布保持高速增长》 2017.08.17

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5901.24	6180.54	6325.59	6496.72
(+/-)(%)	4.96%	4.73%	2.35%	2.71%
归母净利润	410.56	539.22	617.09	693.23
(+/-)(%)	17.58%	31.34%	14.44%	12.34%
每股收益(元)	0.35	0.46	0.53	0.60
P/E	13.67	10.41	9.10	8.10

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 给出盈利预测: 预计公司 25 年到 27 年归母净利润为 5.4/6.2/6.9 亿元, 同比 +31.34%、+14.44%、+12.34%, 现价对应 EPS 为 0.46、0.53、0.60 元/股, PE 为 10.4、9.1、8.1 倍, 给予买入评级。

● 关键假设

1) 涤纶工业长丝供需改善, 景气有望修复

2) 越南基地出口至美关税低于国内出口

● 我们与市场的观点的差异

1 市场认为涤纶工业长丝产能过剩, 盈利难以改善。我们认为涤纶工业长丝行业大规模投产已过, 24 年以及未来几年行业无新增产能, 在下游汽车产业链等需求拉动下, 行业开工率有望提升, 景气有望修复。

2 公司出口比例较高, 市场担心美国加征关税影响销量进而影响公司业绩。我们认为公司具有国内以及越南双基地优势, 当前关税政策下越南基地关税优势明显, 有望提升公司越南基地产品市场竞争力。

● 股价上涨的催化因素

涤纶工业长丝涨价、出口至美关税低于此前预期

● 风险提示

汽车产业链需求下滑风险、原材料价格波动风险、新产能释放不及预期风险、贸易摩擦风险

正文目录

1 一体化加差异化，铸就涤纶工业丝龙头	5
1.1 从灯箱布开拓者到涤纶工业丝差异化龙头	5
1.2 公司董事长及一致行动人持有约 34%股份	5
1.3 新产能释放助推营收业绩稳健增长	5
2 涤纶工业丝：大规模扩产结束，景气有望回升	7
2.1 供给：中国产能占全球 7 成，行业大规模投产已结束	7
2.2 需求：下游主要为汽车产业链，24 年需求增速达 7%	7
2.3 盈利：行业利润承压多年，景气有望修复	8
3 差异化车用丝龙头，越南基地强化竞争优势	9
3.1 产品差异化，盈利能力显著高于行业	9
3.2 全球关税风云再起，越南基地优势明显	10
3.3 塑胶材料业务有望平稳增长	11
4 估值处于近 10 年低位，公司回购比例已达 3%	11
5 盈利预测与估值	12
5.1 盈利预测	12
5.2 估值	13
6 风险提示	13

图表目录

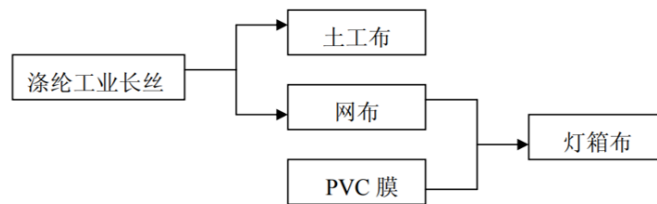
图 1: 从灯箱布到全球差异化涤纶工业丝龙头	5
图 2: 公司股权结构图	5
图 3: 公司营业收入稳健增长 (亿元, %)	6
图 4: 22-24 年公司归母净利润逐年增加 (亿元, %)	6
图 5: 公司近 4 年涤纶工业丝销量复合增速约 13.8%	6
图 6: 公司近 4 年帘子布销量复合增速约 14.2%	6
图 7: 涤纶工业丝和帘子布贡献公司主要毛利 (亿元)	6
图 8: 公司近几年盈利能力处于历史较低位置 (%)	6
图 9: 涤纶工业长丝大规模扩产已结束	7
图 10: 2024 年国内涤纶工业丝 CR5 达 63%	7
图 11: 2024 年国内涤纶工业长丝需求约 171 万吨, 同比增 7.1%	7
图 12: 2024 年涤纶工业长丝出口 56 万吨, 同比增 7.6%	7
图 13: 车用丝及输送带为涤纶工业丝下游主要应用	8
图 14: 近 2 年我国聚酯帘子布产量快速增加	8
图 15: 2021 年以来我国乘用车产量快速增加	8
图 16: 我国座椅安全带以及安全气囊等出口快速增加	8
图 17: 涤纶工业丝单吨毛利逐渐修复 (元/吨)	9
图 18: 海利得盈利能力显著高于行业其他公司	9
图 19: 涤纶工业丝在安全气囊中的应用	10
图 20: 涤纶工业丝在轮胎中的应用	10
图 21: 2018 年来我国出口至美国涤纶工业丝明显下降 (万吨)	10
图 22: 2024 年我国涤纶工业丝出口区域占比情况	10
图 23: 海利得灯箱布材料	11
图 24: 公司灯箱布业务营收毛利率较为稳健	11
图 25: 公司当前估值处于近 10 年来历史低位	12
表 1: 我国涤纶工业丝出口到美国关税情况	11
表 2: 主要假设	12
表 3: 可比公司估值	13
表附录: 三大报表预测值	14

1 一体化加差异化，铸就涤纶工业丝龙头

1.1 从灯箱布开拓者到涤纶工业丝差异化龙头

公司成立初期，主要从事灯箱布、网布、土工布的研发、生产和销售，基于产业链拓展，公司 2002 年布局 PVC 膜，2003 年布局涤纶工业长丝。经过 20 多年的发展，当前涤纶工业长丝、涤纶轮胎帘子布、塑胶材料为公司的三大主营业务。公司产能由 2008 年的 3 万吨涤纶工业丝扩张至 2024 年的 32 万吨涤纶工业丝和 6 万吨帘子布，在扩张产能的同时，公司差别化服务于轮胎、安全带、安全气囊等车用纤维领域，在业内享有较高的知名度与美誉度，其中公司的安全气囊丝作为全球首家量产企业，已成为行业的标准。

图1：从灯箱布到全球差异化涤纶工业丝龙头

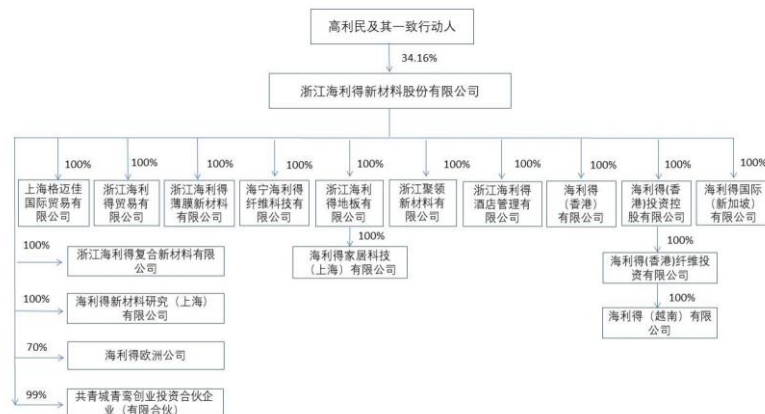


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 公司董事长及一致行动人持有约 34%股份

截至 2024 年年报，公司董事长及一致行动人持有公司 34.16% 的股份，其中董事长直接持有 17.31% 股份，家族另外两个成员合计持有 16.85% 股份。下属子公司中，海利得越南、海利得地板、海利得纤维科技、海利得薄膜以及海利得复合材料为主要生产制造公司。

图2：公司股权结构图



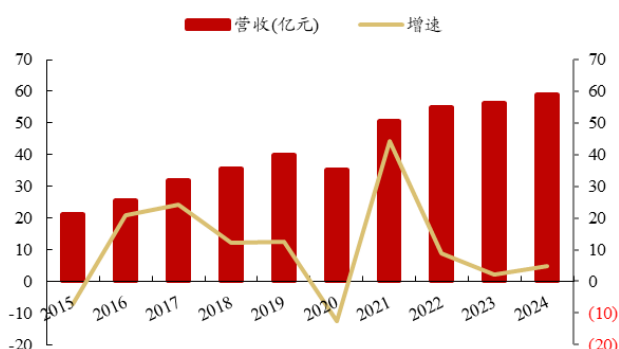
资料来源：公司公告，浙商证券研究所（截至 2024 年年报）

1.3 新产能释放助推营收业绩稳健增长

公司近年营收业绩稳健增长。2015 年到 2024 年公司营收及归母净利润复合增速分别为 12.0%、8.3%，20 年和 21 年公司营收利润波动较大，其中 20 年下降主要受宏观环境影响，当年出口同比下降 20.7%。21 年国内供应链修复早于海外，公司紧抓下游需求复苏机遇，当年出口同比高增 45.1%。除了宏观环境影响，公司营收业绩增长离不开新产能的持续释

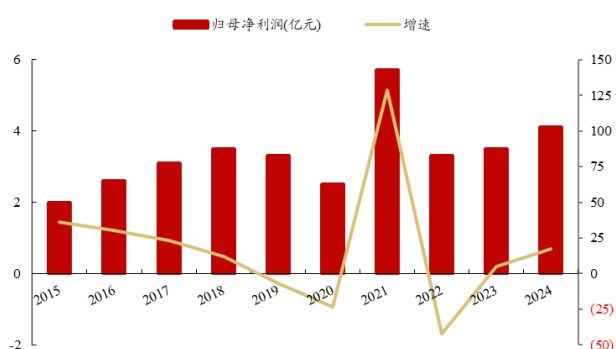
放, 20 年到 24 年公司涤纶工业长丝、帘子布销量复合增速分别为 13.8%、14.2%, 主要系越南新基地以及国内帘子布技改产能放量。

图3: 公司营业收入稳健增长 (亿元, %)



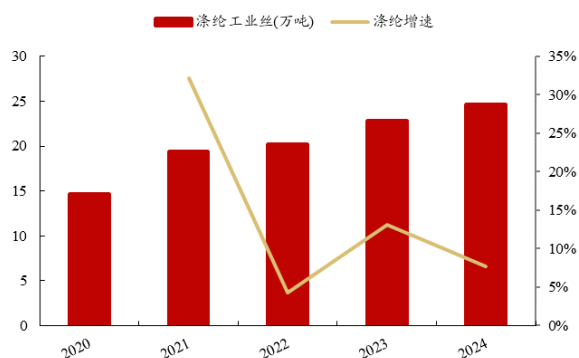
资料来源: 万得, 浙商证券研究所

图4: 22-24 年公司归母净利润逐年增加 (亿元, %)



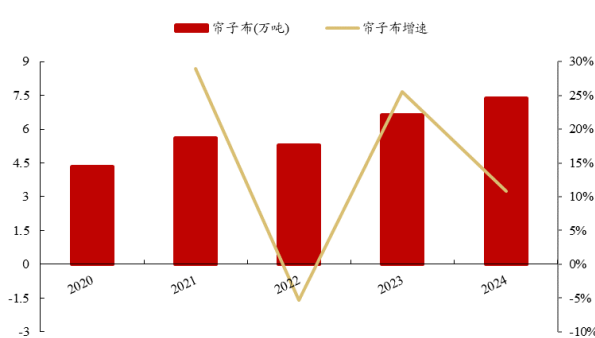
资料来源: 万得, 浙商证券研究所

图5: 公司近 4 年涤纶工业丝销量复合增速约 13.8%



资料来源: 万得, 公司公告, 浙商证券研究所

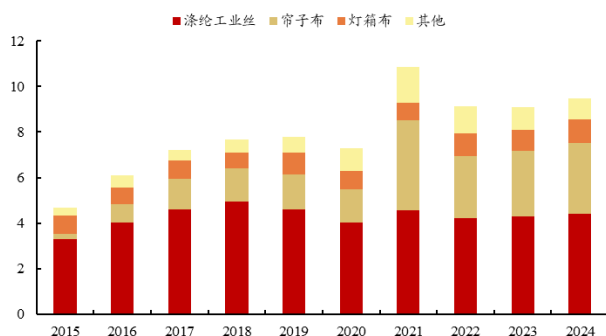
图6: 公司近 4 年帘子布销量复合增速约 14.2%



资料来源: 万得, 公司公告, 浙商证券研究所

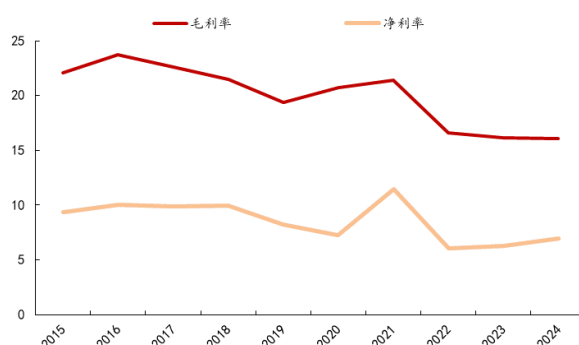
涤纶工业丝和帘子布贡献公司主要毛利。当前涤纶工业丝和帘子布产品贡献公司主要毛利, 2024 年涤纶工业丝、帘子布、灯箱布毛利占比分别为 46.7%、32.6%、11.1%, 其他产品如 PVC 膜、石塑地板等毛利占比 9.6%。近几年公司毛利率处于历史较低位置, 主要系涤纶工业丝毛利率下滑影响, 随着后续涤纶工业丝景气修复, 公司盈利能力有望向好。

图7: 涤纶工业丝和帘子布贡献公司主要毛利 (亿元)



资料来源: 万得, 浙商证券研究所

图8: 公司近几年盈利能力处于历史较低位置 (%)



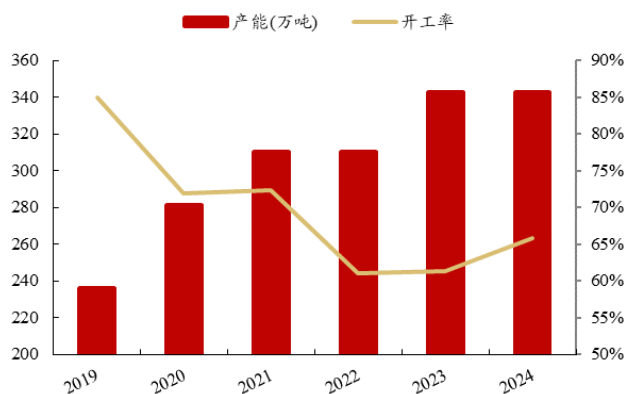
资料来源: 万得, 浙商证券研究所

2 涤纶工业丝：大规模扩产结束，景气有望回升

2.1 供给：中国产能占全球 7 成，行业大规模投产已结束

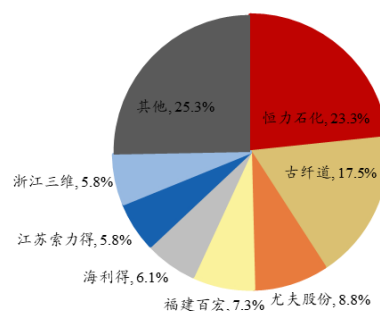
涤纶工业丝大规模投产结束，行业未来暂无新产能规划。据隆众资讯统计，我国涤纶工业丝产能占全球 7 成以上。近年来我国涤纶工业丝产能快速增加，由 2019 年的 236 万吨增加至 2023 年的 343 万吨，4 年内产能增加了 107 万吨，新增产能主要来自恒力石化等公司。当前我国涤纶工业丝行业集中度较高，恒力石化、古纤道、尤夫股份、福建百宏、海利得 5 家国内产能合计占比约 63%。受此前大规模新产能冲击，行业开工率显著下滑，由 2019 年的 85% 下滑至 2023 年的 61%。据百川盈孚统计，2024 年以及未来几年行业均无新增产能，行业供给端压力有望逐渐缓解。

图9：涤纶工业长丝大规模扩产已结束



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图10：2024 年国内涤纶工业丝 CR5 达 63%

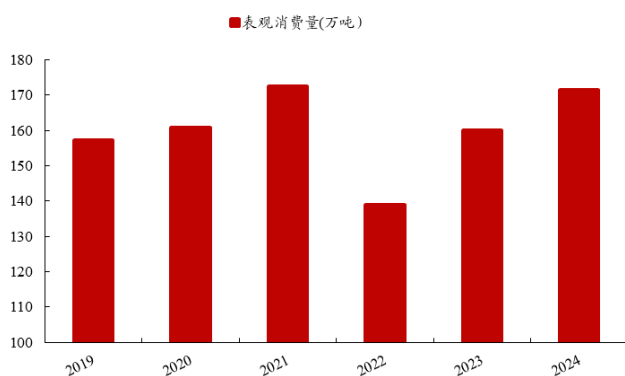


资料来源：百川盈孚，各公司公告，浙商证券研究所（注：仅考虑国内产能）

2.2 需求：下游主要为汽车产业链，24 年需求增速达 7%

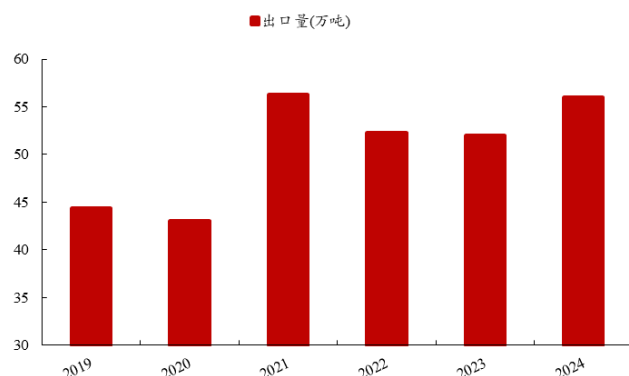
近几年来我国涤纶工业丝内需以及出口双增。据百川盈孚，2022 年以来我国涤纶工业丝需求以及出口持续增加，其中国内需求由 22 年的 139 万吨增加至 24 年的 171 万吨，2 年复合增速约 11%。出口由 22 年的 52 万吨增加至 24 年的 56 万吨，2 年复合增速约 3.5%。我们认为近年涤纶工业丝需求的增长主要得益于下游汽车产业链的拉动。

图11：2024 年国内涤纶工业长丝需求约 171 万吨，同比增 7.1%



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

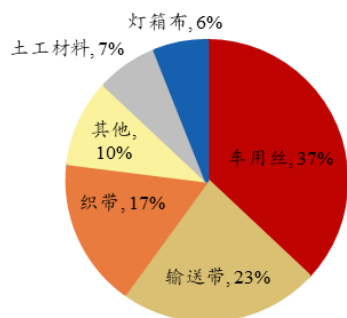
图12：2024 年涤纶工业长丝出口 56 万吨，同比增 7.6%



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

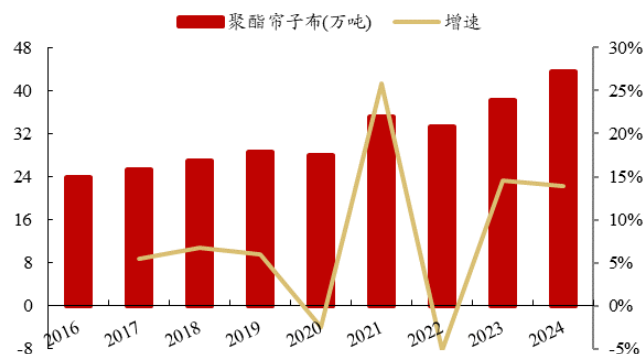
车用领域为涤纶工业丝主要需求增量来源。据百川盈孚，24 年车用丝以及输送带为涤纶工业丝主要应用领域，分别占比 37%、23%，合计占 6 成。车用丝主要细分领域为轮胎帘子布、安全带以及安全气囊等。据中国橡胶工业协会，近年我国聚酯帘子布产量快速增加，2023 及 2024 年其产量增速分别为 14.6%、14.0%。此外我国乘用车自 2021 年以来产量增速均超过 5%，有望拉动国内汽车安全带以及安全气囊丝需求，座椅安全带以及安全气囊出口亦快速增加，21 年至 24 年复合增速分别达 23%和 7%。在我国汽车产业链快速增长，以及涤纶工业丝渗透率持续提升的背景下，涤纶工业丝需求有望保持高增。

图13： 车用丝及输送带为涤纶工业丝下游主要应用



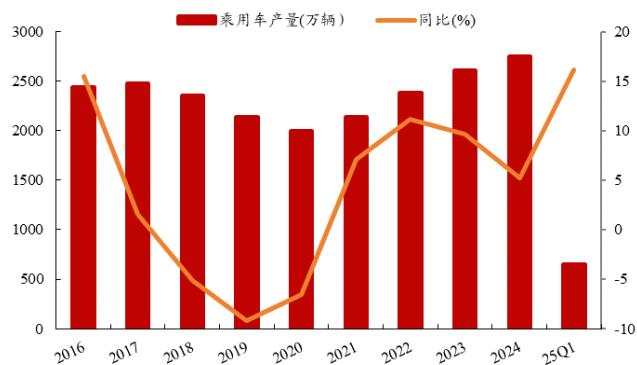
资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所(2024 年)

图14： 近 2 年我国聚酯帘子布产量快速增加



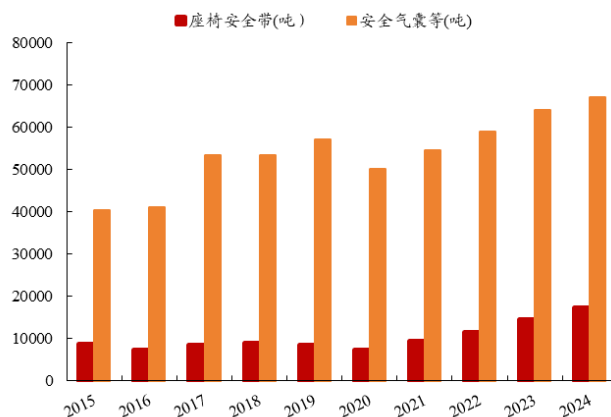
资料来源：中国橡胶工业协会，浙商证券研究所

图15： 2021 年以来我国乘用车产量快速增加



资料来源：万得，浙商证券研究所

图16： 我国座椅安全带以及安全气囊等出口快速增加

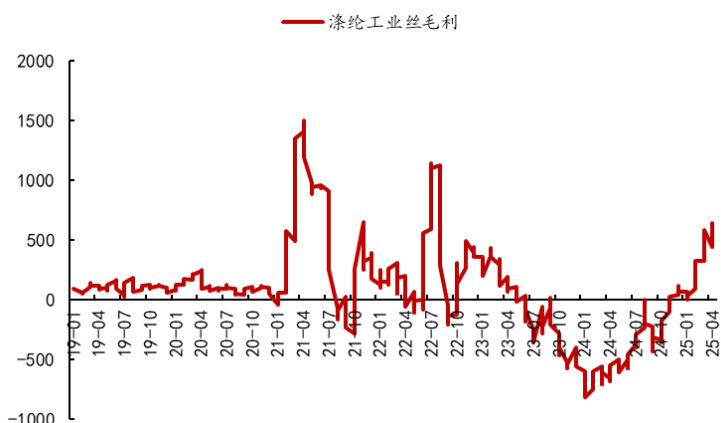


资料来源：万得，浙商证券研究所

2.3 盈利：行业利润承压多年，景气有望修复

供需改善，涤纶工业丝盈利有望修复。从上述供给以及需求分析可知，受前期行业大规模新增产能以及 2022 年宏观环境对内外需冲击影响，涤纶工业丝单吨毛利自 2021 年高点持续下滑，2023 年及 2024 年一季度出现负毛利情况。2024 年以来行业无新增产能，未来也没有新产能规划，同时在下汽车产业链高增长，涤纶工业丝渗透率提升背景下，涤纶工业丝需求有望增加。综上供需改善，涤纶工业丝景气有望修复，据万得自 25 年年初以来，涤纶工业丝单吨毛利持续修复，由 68 元/吨增加至 4 月 25 日的 528 元/吨。

图17: 涤纶工业丝单吨毛利逐渐修复 (元/吨)



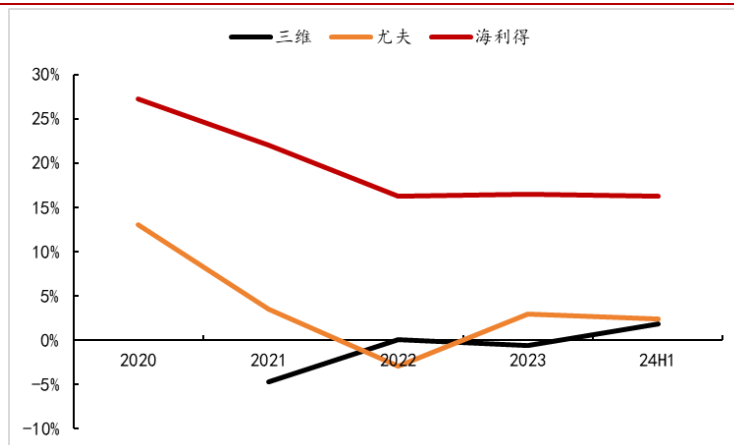
资料来源: 万得, 百川盈孚, 浙商证券研究所

3 差异化车用丝龙头, 越南基地强化竞争优势

3.1 产品差异化, 盈利能力显著高于行业

得益于车用差异化产品, 公司盈利能力显著高于同行。普通涤纶工业丝由于工艺简单同质化较为严重, 产品价格通常随行就市, 缺乏壁垒, 竞争较为激烈。而差异化工业丝, 尤其车用丝领域, 由于技术壁垒和进入门槛较高, 具有较高的客户认证标准以及安全性和质量要求, 通常按照成本加成的模式来进行销售。当企业进入到以外资企业为主的全球整车、轮胎以及汽车安全总成厂商的供应链体系后, 盈利稳定性将显著提升。公司差异化车用涤纶工业丝产品竞争力较强, 虽然 2020 年以来, 受涤纶工业丝整体行业景气下行影响, 各家公司毛利率均有所下行, 但同期公司毛利率相较于同行依然有至少 13 个百分点的优势。

图18: 海利得盈利能力显著高于行业其他公司



资料来源: 各上市公司公告, 万得, 浙商证券研究所

车用产品认证壁垒高, 公司全球首创以涤纶替代尼龙车用安全气囊丝。公司已形成三大特色差异化车用涤纶工业丝, 即高模低收缩丝、安全带丝、安全气囊丝, 上述产品性能优于国内同行达到国际先进水平。其中安全气囊丝, 公司是全球首家自主研发成功以涤纶替代尼龙涤纶车用安全气囊丝的企业, 据纺织导报, 海利得在全球涤纶气囊丝市占率超 60%。凭借优质的产品, 公司的安全带丝和安全气囊丝两款车用丝产品已经让公司成为 AUTOLIV、JOYSON 等安全总成厂商十多年的合格供应商; 帘子布和高模低收缩丝拥有米其林、普利

司通、大陆、住友、韩泰、固铂、诺基亚、优科豪马、耐克森、锦湖及特瑞博格等国际一线品牌的客户。

图19: 涤纶工业丝在安全气囊中的应用



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图20: 涤纶工业丝在轮胎中的应用

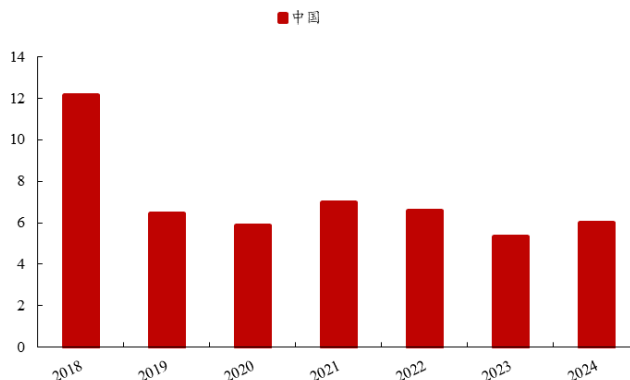


资料来源: 中国国际贸易促进委员会纺织行业分会, 浙商证券研究所

3.2 全球关税风云再起, 越南基地优势明显

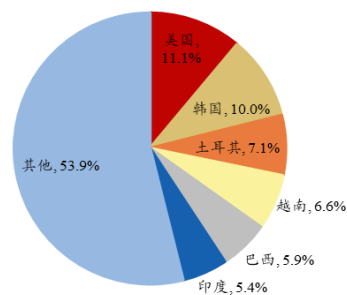
2018 年美国对中国加征关税, 我国涤纶工业丝出口至美国下滑明显。2018 年美国对我国 2000 亿商品加征 10% 关税, 并于 2019 年上调至 25%, 我国涤纶工业丝产品出口至美国关税由此前的 8.8% 增加至 33.8% (其中不超过 600dtx 的高强力涤纶丝豁免)。受关税影响我国涤纶工业丝出口至美国明显下滑, 由 2018 年的 12 万吨下降至 2024 年的 6 万吨, 下滑幅度达 50%。

图21: 2018 年来我国出口至美国涤纶工业丝明显下降 (万吨)



资料来源: USITC, 浙商证券研究所

图22: 2024 年我国涤纶工业丝出口区域占比情况



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

美国为涤纶工业丝主要进口国, 关税风云再起, 越南基地优势显著。据 USITC 和百川盈孚, 2024 年美国涤纶工业丝进口约 13 万吨, 自中国进口约 6 万吨, 占同期中国出口的 11%。2025 年以来美国先后对我国加征 2 次 10% 关税, 并自 25 年 4 月 10 日对我国加征 125% 的对等关税, 若上述累计当前我国涤纶工业丝出口至美国关税高达 178.8%。基于全球化布局, 海利得已在越南建有涤纶工业丝基地。此前美国宣布拟对越南加征 46% 的关税, 04 月 10 日美国决定暂停征收关税 90 天, 并在此期间征收仅 10% 的较低互惠关税。综上当前越南基地出口至美关税优势显著。海利得越南现有 11 万吨涤纶工业丝产能, 2024 年实现满产满销,

全年实现收益约 1 亿元，2025 年海利得越南在建 1.8 万帘子布产能，上述项目投产后有望进一步增厚公司越南基地盈利。

表1: 我国涤纶工业丝出口到美国关税情况

	事件	税率
基础关税	出口到美国涤纶工业丝基础关税 8.8%	8.8%
2018	中美贸易摩擦对 2000 亿美元中国商品加征 10%关税	18.8%
2019	此前加征 10%的进口关税，将于 2019 年 1 月 1 日将加征关税税率上调至 25%，其中不超过 600dtx 的高强力涤纶丝豁免	33.8%
2025	2025 年以来美国先后对我国加征 2 次 10%关税，并自 25 年 4 月 10 日对我国加征 125%的对等关税，若上述累计当前我国涤纶工业丝出口至美国关税高达 178.8%	

资料来源：智研咨询，白宫官网，公司公告。浙商证券研究所

3.3 塑胶材料业务有望平稳增长

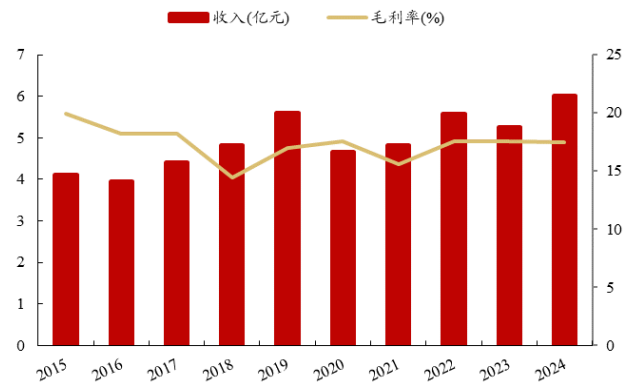
国内广告材料的奠基者和开拓者，塑胶业务有望平稳增长。海利得成立初期主要从事灯箱布、网布、土工布的研发、生产和销售，然后再逐步拓展至灯箱布上游 PVC 膜以及涤纶工业丝。作为国内广告材料产业的奠基者和开拓者，海利得目前产品在全球市场占有率及品牌知名度均保持行业领先水平。公司灯箱布业务收入 2015 年至 2024 年年均复合增速约 4.3%，毛利率近几年在 17%-18%，收入稳健增长，盈利能力较为稳定，为公司提供较为稳定利润与现金流。

图23: 海利得灯箱布材料



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图24: 公司灯箱布业务营收毛利率较为稳健

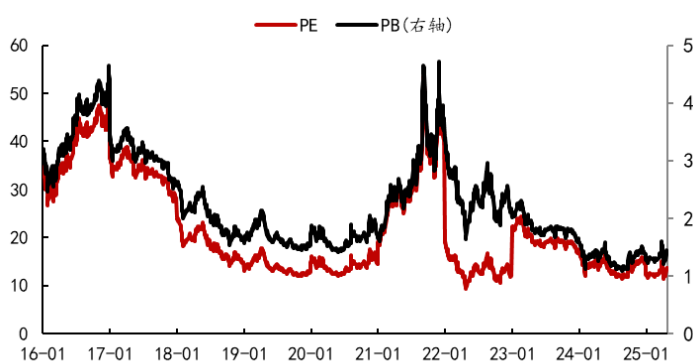


资料来源：万得，浙商证券研究所

4 估值处于近 10 年低位，公司回购比例已达 3%

涤纶工业丝景气有望修复，公司估值处于近 10 年低位。根据万得，截至 25 年 4 月 28 日，公司 24 财年对应 PE/PB 分别为 13.67 倍、1.44 倍，处于近 10 年低位。公司为国内涤纶工业丝和帘子布龙头，从行业看，涤纶工业丝景气已承压 3 年，未来涤纶工业丝行业无新增产能，同时需求端由汽车产业链拉动，我们认为涤纶工业丝行业景气有望修复。从公司看，公司实现国内与越南双基地布局，在美国加征关税背景下，越南关税优势明显，有望进一步提升公司竞争力。综上我们看好公司未来发展，此外公司 4 月 10 日公告回购公司股份比例达到 3%，以实际行动强化对公司未来发展的信心。

图25: 公司当前估值处于近 10 年来历史低位



资料来源: 万得, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

涤纶工业丝: 公司现有产能 32 万吨, 短期暂无新建产能, 预计销量平稳, 25 年到 27 年销量假设 24.5 万吨。涤纶工业丝景气承压多年, 未来行业无新增产能, 汽车产业链有望支撑需求, 供需改善预计产品盈利能力有望提升, 25 年到 27 年毛利率假设 21%、22%、23%, 逐年提升。

帘子布: 公司现有产能 6 万吨, 在建 1.8 万吨, 新产能释放销量有望增长, 预计 25 年到 27 年销量 7.5、8.0、8.5 万吨。涤纶帘子布性价比高, 需求有望向好, 预计 25 年到 27 年价格及盈利能力稳定。

灯箱布: 公司产品在全球市占率及品牌知名度均保持行业领先水平, 预计未来收入稳健增长, 假设 25 年到 27 年收入增速 5%, 盈利能力稳定, 预计 25 年到 27 年毛利率为 17.5%。

表2: 主要假设

产品		2023	2024	2025E	2026E	2027E
涤纶工业丝	产能(万吨)	32	32	32	32	32
	销量(万吨)	22.8	24.6	24.5	24.5	24.5
	单价(元/吨)	11417	11197	12100	12200	12400
	收入(百万元)	2607	2754	2964.5	2989	3038
	毛利率	16.5%	16.1%	21%	22%	23%
帘子布	产能(万吨)	6	6	6	7.8	7.8
	销量(万吨)	6.7	7.4	7.5	8.0	8.5
	单价(元/吨)	17787	17634	17800	17800	17800
	收入(百万元)	1184	1301	1335	1424	1513
	毛利率	24.3%	23.8%	25%	25%	25%
灯箱布	收入(百万元)	525	601	631	663	696
	毛利率	17.6%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%
其他	收入(百万元)	1306.4	1244.9	1250	1250	1250
	毛利率	7.6%	7.2%	7.5%	9.0%	10.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

预计 2025-2027 年公司营收分别为 61.8/63.3/65.0 亿元，同比增速分别为 4.73%、2.35%、2.71%，2025-2027 年归母净利润分别为 5.4/6.2/6.9 亿元，同比+31.34%、+14.44%、+12.34%，现价对应 EPS 为 0.46、0.53、0.60 元/股，PE 为 10.4、9.1、8.1 倍，首次覆盖，给予买入评级。

5.2 估值

当前公司利润主要由涤纶工业丝和帘子布贡献，主要应用在车用领域，基于此选取神马股份（尼龙帘子布，用于汽车产业链）、新凤鸣及桐昆股份（涤纶长丝龙头）为可比公司，2025 年公司 PE 为 10.4 倍，与桐昆股份及新凤鸣平均估值相近，低于神马股份估值。涤纶工业长丝景气有望修复，同时公司越南基地关税优势明显，预计业绩有望向好，当前估值较低，首次覆盖，给予买入评级。

表3: 可比公司估值

代码	公司	收盘价(元)	市值 (亿元)			PE
		20250427	20250427	2024A	2025E	2026E
600810.SH	神马股份	8.21	83.34	248.56	57.48	41.67
603225.SH	新凤鸣	10.89	166.05	15.09	10.77	8.49
601233.SH	桐昆股份	10.57	254.19	21.15	10.95	7.98
	平均估值			94.93	26.40	19.38
002206.SZ	海利得	4.83	56.13	13.67	10.41	9.10

资料来源：万得，浙商证券研究所（海利得为浙商证券预测，其他为万得一致预期）

6 风险提示

1 汽车产业链需求下滑风险

公司涤纶工业丝及帘子布下游应用主要为汽车链，若汽车产业链整体需求下滑，或将对公司产品销量造成影响，进而影响公司业绩。

2 贸易摩擦风险

公司具备国内与越南双基地，若出口关税发生较大变化，会对公司产品竞争力及盈利能力造成影响。

3 新产能释放不及预期风险

新产能释放不及预期会对公司销量造成影响，进而影响业绩。

4 原材料价格波动风险

原材料价格大幅波动会对公司生产成本产生较大影响，进而影响公司业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,841	4,548	5,040	5,792
现金	1,189	2,003	2,328	3,086
交易性金融资产	500	250	375	313
应收账款	945	1,018	1,067	1,104
其它应收款	53	42	47	50
预付账款	100	108	112	110
存货	1,026	1,109	1,091	1,107
其他	28	17	20	22
非流动资产	3,509	3,531	3,569	3,538
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,018	3,061	3,095	3,093
无形资产	239	230	222	213
在建工程	127	139	144	122
其他	125	101	108	110
资产总计	7,350	8,078	8,609	9,330
流动负债	2,977	3,162	3,073	3,100
短期借款	1,932	2,111	2,003	2,015
应付款项	679	690	697	709
预收账款	0	0	0	0
其他	366	361	374	376
非流动负债	454	455	456	455
长期借款	393	393	393	393
其他	60	62	62	62
负债合计	3,431	3,618	3,529	3,555
少数股东权益	9	11	13	15
归属母公司股东权	3,910	4,450	5,067	5,760
负债和股东权益	7,350	8,078	8,609	9,330

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	648	720	893	968
净利润	412	541	619	695
折旧摊销	369	205	220	233
财务费用	29	95	90	79
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	43	(46)	(27)	(1)
其它	(204)	(74)	(7)	(37)
投资活动现金流	(69)	(1)	(374)	(137)
资本支出	102	(250)	(250)	(200)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(172)	250	(125)	63
筹资活动现金流	(388)	94	(194)	(73)
短期借款	(33)	179	(108)	13
长期借款	(126)	0	0	0
其他	(229)	(85)	(86)	(85)
现金净增加额	190	813	325	759

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,901	6,181	6,326	6,497
营业成本	4,955	5,035	5,084	5,173
营业税金及附加	35	37	38	39
营业费用	62	62	63	65
管理费用	190	195	204	208
研发费用	174	183	187	192
财务费用	29	95	90	79
资产减值损失	(16)	(17)	(18)	(18)
公允价值变动损益	(7)	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	24	18	19	20
营业利润	458	610	698	781
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	459	612	699	782
所得税	48	71	80	87
净利润	412	541	619	695
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	411	539	617	693
EBITDA	931	921	1,016	1,103
EPS（最新摊薄）	0.35	0.46	0.53	0.60

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.96%	4.73%	2.35%	2.71%
营业利润	13.87%	33.25%	14.35%	11.94%
归属母公司净利润	17.58%	31.34%	14.44%	12.34%
获利能力				
毛利率	16.04%	18.54%	19.64%	20.38%
净利率	6.98%	8.75%	9.78%	10.70%
ROE	10.78%	12.87%	12.94%	12.77%
ROIC	8.00%	9.01%	9.36%	9.38%
偿债能力				
资产负债率	46.67%	44.78%	40.99%	38.10%
净负债比率	69.44%	71.05%	69.88%	69.56%
流动比率	1.29	1.44	1.64	1.87
速动比率	0.95	1.09	1.28	1.51
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.80	0.76	0.72
应收账款周转率	7.27	7.15	7.07	7.08
应付账款周转率	13.13	11.44	11.40	11.45
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.46	0.53	0.60
每股经营现金	0.56	0.62	0.77	0.83
每股净资产	3.36	3.83	4.36	4.96
估值比率				
P/E	13.67	10.41	9.10	8.10
P/B	1.44	1.26	1.11	0.97
EV/EBITDA	6.11	6.45	5.31	4.27

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>