

## 新凤鸣 (603225.SH)

增持 (维持)

## 一季度业绩符合预期, 销售毛利率同比提升

事件: 公司发布 2025 年一季报, 报告期内实现收入 145.6 亿元, 同比增长 0.73%, 归母净利润 3.06 亿元, 同比增长 11.35%, 扣非净利润 2.60 亿元, 同比增长 13.13%。

- 涤纶长丝量价均有所下降, PTA 收入大幅增长。2025 年一季度, 公司涤纶长丝、短纤产品售价同比下跌, 但受益于原材料成本下降, 销售毛利率 6.51%, 同比提高 0.61 pct。报告期内, 公司涤纶长丝收入 96 亿元, 同比下降 16.1%, 销量 143 万吨, 同比下降 9.6%, 销售均价 6728 元/吨, 同比下跌 7.3%; 涤纶短纤收入 18.6 亿元, 同比下降 1.2%, 销量 29 万吨, 同比增长 2.1%, 销售均价 6320 元/吨, 同比下降 3.2%; PTA 收入 21.6 亿元, 同比增长 276%, 销量 49 万吨, 同比增长 345%, 销售均价 4381 元/吨, 同比下降 15.6%。一季度, 公司原材料 PTA、PX 平均进价分别为 4382 元、6267 元/吨, 同比分别下跌 15.5%、15.7%, MEG 平均进价 4109 元/吨, 同比上涨 2.02%。
- 一季度产品价格环比小幅波动, 四月份长丝价差有所缩小。2025 年一季度, 涤纶长丝 POY、FDY、DTY 市场均价分别为 7178 元、7541 元、8389 元/吨, 环比 2024Q4 分别上涨 2.8%、0.1%、-0.9%; 涤纶短纤市场均价 6933 元/吨, 环比 2024Q4 下跌 2.0%。上游原材料 PTA、MEG、PX 市场均价分别为 4951 元、4680 元、7120 元/吨, 环比 2024Q4 分别上涨 2.2%、-0.8%、3.3%。4 月份以来, 国际原油价格有所下跌, POY、FDY、DTY、较 2025Q1 分别下跌 9.7%、10.9%、7.1%, 价差较 2025Q1 分别缩小 121 元、247 元、16 元/吨。涤纶短纤市场均价较 2025Q1 下跌 7.5%, 但价差扩大 54 元/吨。
- 具有较强的规模化优势, 持续完善产业链一体化。公司已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局, 截至目前公司涤纶长丝产能 805 万吨, 市场占有率超过 12%, 国内民用涤纶长丝行业第二; 涤纶短纤产能 120 万吨, 国内涤纶短纤产量位居第一。今年下半年公司预计新增 40 万吨长丝产能, 未来产能投放将会根据行业整体需求情况稳步推进。公司 PTA 扩产项目也在持续推进中, 截至目前公司 PTA 产能达到 770 万吨, 预计到 2025 年年底, 公司 PTA 产能将突破 1000 万吨, 公司独山能源 PTA 基地也将成为规模性的 PTA-聚酯一体化基地, 大大提升了公司资源配置效率和效益。
- 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 14.6 亿、18.2 亿、22.3 亿元, EPS 分别为 0.96、1.19、1.46 元, 当前股价对应 PE 分别为 11、9、7 倍, 维持“增持”投资评级。
- 风险提示: 下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	61469	67091	67497	83470	90194
同比增长	21%	9%	1%	24%	8%
营业利润(百万元)	1116	1204	1615	2032	2506
同比增长	-311%	8%	34%	26%	23%
归母净利润(百万元)	1086	1100	1457	1819	2232
同比增长	-630%	1%	32%	25%	23%
每股收益(元)	0.71	0.72	0.96	1.19	1.46
PE	15.1	14.9	11.3	9.0	7.4

周期/化工

目标估值: NA

当前股价: 10.78 元

## 基础数据

总股本(百万股)	1525
已上市流通股(百万股)	1512
总市值(十亿元)	16.4
流通市值(十亿元)	16.3
每股净资产(MRQ)	11.5
ROE(TTM)	6.4
资产负债率	71.4%
主要股东	庄奎龙
主要股东持股比例	22.14%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-8	-20
相对表现	-8	-4	-24



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《新凤鸣 (603225) 一四季度业绩环比大幅增长, 持续完善产业链一体化》2025-04-27
- 《新凤鸣 (603225) 一国内聚酯纤维龙头企业, 持续打造全产业链优势》2024-11-28

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

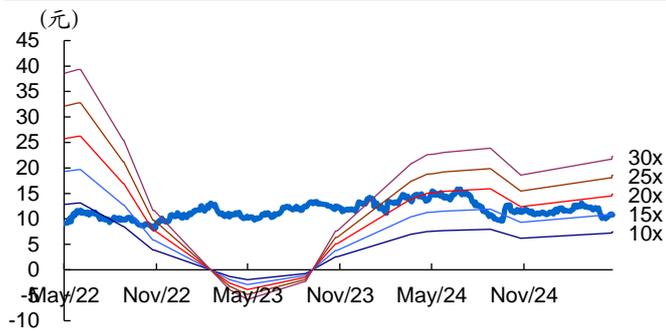
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

PB 1.0 1.0 0.9 0.8 0.8

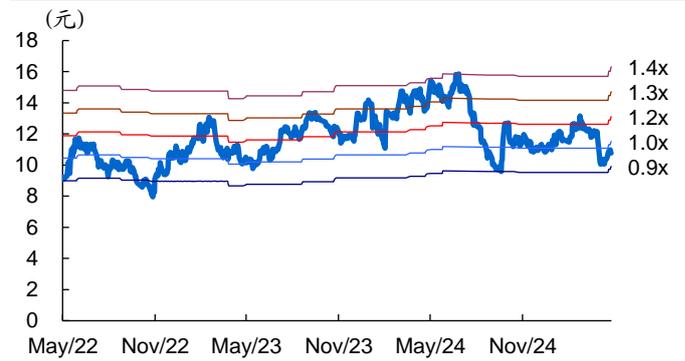
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 新凤鸣历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 新凤鸣历史 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
<b>流动资产</b>	14549	16764	13192	15479	17591
现金	8111	10173	6615	7339	8807
交易性投资	3	10	10	10	10
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	965	1073	1060	1311	1417
其它应收款	143	67	68	84	90
存货	4309	4452	4446	5506	5940
其他	1018	989	993	1229	1327
<b>非流动资产</b>	30591	36282	36190	36107	36032
长期股权投资	374	426	426	426	426
固定资产	25016	25121	25220	25308	25386
无形资产商誉	1737	1816	1635	1471	1324
其他	3464	8918	8909	8902	8896
<b>资产总计</b>	<b>45140</b>	<b>53046</b>	<b>49382</b>	<b>51586</b>	<b>53623</b>
<b>流动负债</b>	16786	25123	20345	21167	21518
短期借款	9202	14548	11445	10286	9826
应付账款	4454	5943	5946	7364	7944
预收账款	486	2087	2088	2586	2790
其他	2645	2545	865	931	958
<b>长期负债</b>	11557	10648	10648	10648	10648
长期借款	7879	6736	6736	6736	6736
其他	3677	3912	3912	3912	3912
<b>负债合计</b>	<b>28343</b>	<b>35771</b>	<b>30992</b>	<b>31815</b>	<b>32166</b>
股本	1529	1525	1525	1525	1525
资本公积金	5733	5468	5468	5468	5468
留存收益	9533	10264	11378	12760	14446
少数股东权益	1	19	19	18	18
归属于母公司所有者权益	16796	17257	18371	19753	21439
<b>负债及权益合计</b>	<b>45140</b>	<b>53046</b>	<b>49382</b>	<b>51586</b>	<b>53623</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	3659	6790	4772	5448	5567
净利润	1086	1100	1457	1819	2232
折旧摊销	2858	2994	3104	3095	3088
财务费用	794	892	576	498	465
投资收益	(46)	(71)	(383)	(383)	(383)
营运资金变动	(999)	1851	18	412	163
其它	(34)	24	(0)	7	3
<b>投资活动现金流</b>	(3422)	(6873)	(2629)	(2629)	(2629)
资本支出	(3349)	(7055)	(3012)	(3012)	(3012)
其他投资	(73)	182	383	383	383
<b>筹资活动现金流</b>	565	1764	(5701)	(2095)	(1470)
借款变动	489	2821	(4782)	(1159)	(459)
普通股增加	0	(5)	0	0	0
资本公积增加	1	(264)	0	0	0
股利分配	0	(390)	(343)	(437)	(546)
其他	76	(398)	(576)	(498)	(465)
<b>现金净增加额</b>	<b>802</b>	<b>1682</b>	<b>(3559)</b>	<b>725</b>	<b>1468</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	61469	67091	67497	83470	90194
营业成本	57881	63314	63344	78450	84629
营业税金及附加	176	189	190	235	254
营业费用	101	106	106	131	142
管理费用	693	711	715	885	956
研发费用	1198	1209	1217	1504	1626
财务费用	510	623	576	498	465
资产减值损失	(80)	(118)	(118)	(118)	0
公允价值变动收益	40	(6)	(6)	(6)	(6)
其他收益	214	326	326	326	326
投资收益	33	63	63	63	63
<b>营业利润</b>	1116	1204	1615	2032	2506
营业外收入	61	63	63	63	63
营业外支出	3	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	1174	1257	1667	2084	2559
所得税	88	157	210	265	327
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1086</b>	<b>1100</b>	<b>1457</b>	<b>1819</b>	<b>2232</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	21%	9%	1%	24%	8%
营业利润	-311%	8%	34%	26%	23%
归母净利润	-630%	1%	32%	25%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.8%	5.6%	6.2%	6.0%	6.2%
净利率	1.8%	1.6%	2.2%	2.2%	2.5%
ROE	6.7%	6.5%	8.2%	9.5%	10.8%
ROIC	4.3%	4.2%	5.0%	6.0%	6.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.8%	67.4%	62.8%	61.7%	60.0%
净负债比率	42.2%	43.3%	36.8%	33.0%	30.9%
流动比率	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.7	1.7
存货周转率	14.4	14.5	14.2	15.8	14.8
应收账款周转率	79.8	65.8	63.3	70.4	66.1
应付账款周转率	13.9	12.2	10.7	11.8	11.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.71	0.72	0.96	1.19	1.46
每股经营净现金	2.40	4.45	3.13	3.57	3.65
每股净资产	11.02	11.32	12.05	12.95	14.06
每股股利	0.26	0.22	0.29	0.36	0.44
<b>估值比率</b>					
PE	15.1	14.9	11.3	9.0	7.4
PB	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.3	8.7	7.7	7.3	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。