

氨纶景气承压，静待底部反转

核心观点

- 氨纶拖累整体盈利承压。**公司近期发布 2024 年年报及 2025 年一季报，全年实现营业收入 39.3 亿元，同比+0.1%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比-73.1%。公司一季度实现营业收入 10.6 亿元，同比+9.4%；实现归母净利润 0.1 亿元，同比-54.1%。分板块来看，2024 年公司氨纶板块毛利-11.86%，同比减少 8.86pct，氨纶亏损进一步扩大，整体盈利承压。
- 芳纶销量保持增长，行业价格竞争加剧，芳纶涂覆隔膜产业化在即。**公司 2024 年芳纶产品销量同比增长 13%，保持较高增长，但由于行业价格竞争加剧，收入和毛利同比分别下滑 5.8%和 15.8%。目前芳纶产品仍然是公司盈利构成的主要来源，且长期看全球芳纶市场的复合增长率 5-10%，仍有较大发展空间。此外，公司也在加快推进芳纶涂覆隔膜产业化进程，公司的中试项目已于 2023 年 3 月建成投产，产业化项目将于 2025 年投产试车，未来几年内公司芳纶涂覆隔膜将逐步进入产能释放期。
- 氨纶供需矛盾持续，静待底部反转。**2024 年国内氨纶新增产能约 11.5 万吨，同比增长 9.3%，供需矛盾加剧背景下，氨纶利润持续缩窄。不过从今年 Q1 氨纶价格表现来看，由于 Q1 前期行业检修、停车情况较多，季度末氨纶价格开始有所反弹。展望 Q2，部分前期投产产能将陆续释放产量，行业仍然处于磨底状态，静待底部反转。

盈利预测与投资建议

- 由于目前氨纶行业供需矛盾持续，芳纶行业也有一定价格竞争，我们适当下调氨纶和芳纶价格，并调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.22、2.92、3.61 亿元（25-26 年原预测 5.97、7.14 亿元），采取分部估值法，氨纶可比公司 25 年 11 倍 PE，芳纶可比公司 25 年 42 倍 PE，氨纶占比 0%，芳纶占比 100%，对应 2025 年目标价 10.75 元/股，维持买入评级。

风险提示

- 产品需求下滑；原材料价格大幅上涨；新用途开拓不及预期；新项目进度不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,925	3,929	4,494	4,938	5,359
同比增长(%)	4.7%	0.1%	14.4%	9.9%	8.5%
营业利润(百万元)	439	50	311	415	518
同比增长(%)	-15.9%	-88.6%	522.6%	33.5%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	333	90	222	292	361
同比增长(%)	-23.6%	-73.1%	147.9%	31.5%	23.5%
每股收益(元)	0.39	0.10	0.26	0.34	0.42
毛利率(%)	24.2%	16.0%	19.4%	20.4%	21.4%
净利率(%)	8.5%	2.3%	4.9%	5.9%	6.7%
净资产收益率(%)	5.9%	1.2%	3.0%	3.9%	4.6%
市盈率	26.4	98.3	39.7	30.1	24.4
市净率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月06日）	10.45 元
目标价格	10.75 元
52 周最高价/最低价	12.71/7.72 元
总股本/流通 A 股（万股）	86,295/81,844
A 股市值（百万元）	9,018
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2025 年 05 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.96	4.08	14.96	-3.06
相对表现%	2.07	5.45	15.85	-7.18
沪深 300%	0.89	-1.37	-0.89	4.12



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

芳纶业务稳步增长，氨纶盈利承压	2024-05-02
-----------------	------------

表 1：氨纶可比公司估值（截至 2025/5/6）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
华峰化学	6.88	0.55	0.67	0.69	13	10	10
新凤鸣	10.72	0.96	1.23	1.43	11	9	7
台华新材	9.77	0.97	1.14	1.35	10	9	7
平均					11	9	8

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：芳纶可比公司估值（截至 2025/5/6）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
光威复材	29.53	1.13	1.31	1.50	26	22	20
中简科技	36.12	1.08	1.33	1.62	34	27	22
吉林化纤	3.73	0.06	0.08	0.12	66	47	32
平均					42	32	25

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：分部估值结果（2025/5/6）

	2025 年利润占比	对应 EPS	对应 P/E	对应股价 (元/股)
氨纶部分	0%	-0.001	11	-0.01
芳纶部分	100%	0.258	42	10.76
目标价 (元/股)				10.75

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,605	1,965	2,006	2,085	2,535
应收票据、账款及款项融资	1,179	1,334	1,525	1,676	1,819
预付账款	79	113	129	141	154
存货	1,213	1,446	1,587	1,722	1,846
其他	510	663	696	722	747
流动资产合计	5,585	5,520	5,943	6,347	7,101
长期股权投资	84	44	44	44	44
固定资产	5,343	5,723	5,975	6,070	6,521
在建工程	863	1,709	1,676	1,615	865
无形资产	449	558	539	520	500
其他	1,295	1,365	1,356	1,348	1,348
非流动资产合计	8,035	9,399	9,590	9,597	9,279
资产总计	13,621	14,920	15,533	15,944	16,380
短期借款	659	1,711	1,711	1,711	1,711
应付票据及应付账款	2,141	2,216	2,431	2,638	2,827
其他	1,010	1,049	1,059	1,067	1,074
流动负债合计	3,810	4,976	5,201	5,415	5,612
长期借款	1,252	1,549	1,549	1,549	1,549
应付债券	0	0	0	0	0
其他	489	486	486	486	486
非流动负债合计	1,741	2,035	2,035	2,035	2,035
负债合计	5,551	7,011	7,236	7,450	7,647
少数股东权益	818	819	827	843	867
实收资本（或股本）	864	863	863	863	863
资本公积	3,820	3,824	4,026	4,026	4,026
留存收益	2,561	2,393	2,572	2,753	2,968
其他	7	10	10	10	10
股东权益合计	8,069	7,909	8,297	8,494	8,733
负债和股东权益总计	13,621	14,920	15,533	15,944	16,380

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	362	29	230	308	385
折旧摊销	(337)	531	645	727	821
财务费用	(5)	27	50	49	47
投资损失	(45)	(47)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	(255)	(555)	(165)	(119)	(114)
其它	637	(576)	9	8	8
经营活动现金流	356	(591)	721	927	1,100
资本支出	(1,480)	(1,865)	(836)	(734)	(504)
长期投资	(365)	185	0	0	0
其他	(1)	1,194	47	47	47
投资活动现金流	(1,846)	(486)	(789)	(687)	(457)
债权融资	(7)	325	0	0	0
股权融资	3,120	3	202	0	0
其他	(629)	154	(93)	(160)	(193)
筹资活动现金流	2,483	482	109	(160)	(193)
汇率变动影响	8	25	-0	-0	-0
现金净增加额	1,002	(570)	41	79	450

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,925	3,929	4,494	4,938	5,359
营业成本	2,974	3,301	3,622	3,929	4,212
销售费用	113	97	97	104	113
管理费用	275	288	294	300	306
研发费用	199	215	233	251	271
财务费用	(5)	27	50	49	47
资产、信用减值损失	55	67	9	8	8
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资净收益	45	47	47	47	47
其他	80	70	74	71	68
营业利润	439	50	311	415	518
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	2	5	5	5	5
利润总额	443	46	306	410	513
所得税	81	17	77	103	128
净利润	362	29	230	308	385
少数股东损益	29	(61)	8	16	24
归属于母公司净利润	333	90	222	292	361
每股收益（元）	0.39	0.10	0.26	0.34	0.42

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	4.7%	0.1%	14.4%	9.9%	8.5%
营业利润	-15.9%	-88.6%	522.6%	33.5%	24.9%
归属于母公司净利润	-23.6%	-73.1%	147.9%	31.5%	23.5%
获利能力					
毛利率	24.2%	16.0%	19.4%	20.4%	21.4%
净利率	8.5%	2.3%	4.9%	5.9%	6.7%
ROE	5.9%	1.2%	3.0%	3.9%	4.6%
ROIC	4.1%	0.4%	2.3%	2.9%	3.5%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	47.0%	46.6%	46.7%	46.7%
净负债率	0.0%	20.3%	18.8%	17.5%	11.8%
流动比率	1.47	1.11	1.14	1.17	1.27
速动比率	1.14	0.80	0.82	0.84	0.92
营运能力					
应收账款周转率	14.8	10.4	10.6	10.4	10.3
存货周转率	3.0	2.4	2.3	2.2	2.2
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	0.39	0.10	0.26	0.34	0.42
每股经营现金流	0.41	-0.68	0.84	1.07	1.27
每股净资产	8.40	8.22	8.66	8.87	9.11
估值比率					
市盈率	26.4	98.3	39.7	30.1	24.4
市净率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	106.9	17.1	10.3	8.7	7.5
EV/EBIT	23.9	135.2	28.7	22.3	18.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。