



Research and
Development Center

差异化竞争优势显著，锦纶龙头强者恒强

—台华新材(603055)公司首次覆盖报告

2025 年 07 月 07 日

姜文镔 新消费行业首席分析师
执业编号：S1500524120004
邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

刘红光 石化行业联席首席分析师
执业编号：S1500525060002
邮箱：liuhongguang@cindasc.com

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

证券研究报告

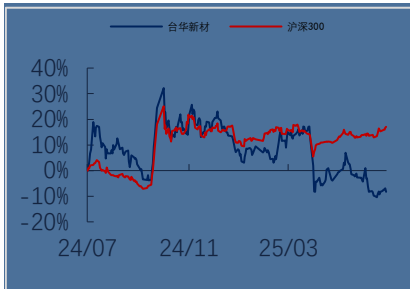
公司研究

公司首次覆盖报告

台华新材(603055)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	9.09
52 周内股价波动区间(元)	8.17-13.31
最近一月涨跌幅(%)	-0.44
总股本(亿股)	8.90
流通 A 股比例(%)	99.44
总市值(亿元)	81

资料来源：同花顺，信达证券研发中心

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

差异化竞争优势显著，锦纶龙头强者恒强

2025 年 07 月 07 日

报告内容摘要：

- ◆**全产业链布局构筑竞争壁垒，高端化战略驱动盈利提升。**台华新材作为锦纶全产业链龙头，通过垂直一体化布局形成从纺丝、织造到染整的完整产业链，协同效应与成本优势显著。公司历经三轮产业链扩张，聚焦差异化、高端化产品路线，依托三大生产基地实现 34.5 万吨锦纶丝，7.16 亿米坯布，7.1 亿米面料的产能覆盖，且当前正进一步向产业链上游切片环节延伸，进一步完善产业链布局并扩大盈利空间。财务方面，近年来公司盈利稳健增长，毛利率持续提升，现金流创造能力较强，研发费用率长期维持 5% 以上，持续巩固产品技术壁垒。客户结构方面，公司深度绑定迪卡侬、伯希和等头部品牌，并通过终端反馈机制强化定制化服务能力，为后续高端市场拓展奠定基础。
- ◆**供需结构优化+成本端改善，锦纶产品渗透率提升空间广阔。**供给端，锦纶行业扩产加速但格局分化，中低端锦纶丝产品竞争充分，具备高端化、定制化生产能力的龙头有望受益于高端产品集中度的提升，公司通过产业链升级对冲行业周期波动，锦纶丝盈利能力处于行业领先水平。需求端，消费政策驱动与消费结构升级有望迎来共振，从短期来看，考虑未来锦纶丝消费渗透率提升，根据我们测算，预计 2025-2027 年锦纶需求复合增速有望达到 7-10%；从中长期看，我国户外运动参与人数仍有提升空间，在中性假设下，预计 2030 年锦纶丝需求空间有望增长 36%。此外，锦纶产品较涤纶价差收窄也有望推动渗透率进一步提升。原料端，PA66 国产化突破驱动成本优化，PA6 切片供需格局趋宽，有望推动原料价格中枢下移，叠加锦纶丝价格与成本传导关系顺畅，有望激发下游市场需求，进一步扩大锦纶产品在化纤板块的市占率，而公司作为锦纶丝龙头具备先发优势，有望持续受益。
- ◆**技术+产能双轮驱动，再生材料打开第二成长曲线。**公司核心增长动能来自淮安项目产能爬坡及再生锦纶技术商业化突破：1) 淮安四期全部达产后或将新增 62 万吨锦纶丝、6 亿米坯布及 2 亿米面料产能，目前一期、二期已经逐步投产，淮安项目放量在即，有望推动公司盈利高增，根据我们测算，预计公司四期项目满产后有望分别实现利润 3.29 亿、1.23 亿、4.11 亿和 4.11 亿。2) 公司化学回收产品 PRUECO 已获得 GRS 认证，成为全球首个化学回收法绿色产品认证，具备先发优势，实现纺织废弃物到高端纤维的闭环。当前下游服装品牌持续加码再生锦纶，公司技术突破有望切入更多下游头部客户供应链。我们参照国内的再生纤维发展目标与近年来再生锦纶纤维渗透率增速，假设 2030 年全球再生锦纶纤维产量占比达到 3%，以 2023 年数据基准，则对应全球再生锦纶理论需求量超过 20 万吨，相较于 2023 年增长约 41%，再生纤维市场空间广阔，公司有望开启第二成长曲线。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.55、10.66 和 12.88 亿元，同比增速分别为 17.8%、24.7%、20.8%，EPS（摊薄）分别为 0.96、1.20 和 1.45 元/股，按照 2025 年 7 月 4 日收盘价对应的 PE 分别为 9.47、7.59 和 6.28 倍，PE 估值低于可比公司平均。考虑到公司受益于自身产品差异化定位及未来增量产能带来的盈利空间增长，2025-2027 年公司业绩空间有望打开，给予公司“买入”评级。
- ◆**风险因素：**纺服消费不及预期、原材料价格大幅波动、PA66 切片国产化进程不及预期、产能投放不及预期、国际贸易争端导致的需求萎缩与原料价格高企风险、产品同质化竞争加剧

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,094	7,120	7,812	8,975	10,555
增长率 YoY %	27.1%	39.8%	9.7%	14.9%	17.6%
归属母公司净利润 (百万元)	449	726	855	1,066	1,288
增长率 YoY%	67.2%	61.6%	17.8%	24.7%	20.8%
毛利率%	21.8%	23.0%	23.0%	24.4%	24.9%
净资产收益率ROE%	10.1%	14.5%	15.3%	16.8%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.82	0.96	1.20	1.45
市盈率 P/E(倍)	18.02	11.15	9.47	7.59	6.28
市净率 P/B(倍)	1.82	1.62	1.45	1.28	1.12

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 07 月 04 日收盘价

目 录

一、锦纶产业链龙头，一体化优势持续增强	6
1.1 深耕锦纶行业多年，产业链逐步延伸	7
1.2 产品品类丰富，主攻差异化、高端化打法	8
1.3 财务状况稳健，管理优化和研发实力持续增强	10
二、竞争格局持续改善，终端消费或迎放量	12
2.1 供给端：常规品种扩能持续，高端产品强化竞争内核	12
2.2 需求端：政策推动与需求结构转变，锦纶高景气有望持续	14
2.3 原料端：原料掣肘逐步打破，成本下降有望推动产品渗透率提升	20
三、公司产业链持续升级，增强差异化竞争壁垒	23
3.1 技术+产能双轮驱动，公司发展动能强劲	23
3.2 公司竞争内核强化，盈利放量周期有望来临	25
3.3 绿色革命产品推动可持续发展，公司结构性机遇来临	27
三、盈利预测、估值与投资评级	30
风险因素	32

表 目 录

表 1：公司主要生产基地及产能情况	8
表 2：公司锦纶产品类别、功能及用途	9
表 3：公司锦纶产品体系及主要代表性技术	9
表 4：化学纤维种类及主要特征	12
表 5：PA6 纤维和 PA66 纤维的性能差异	13
表 6：2022-2025 年国家主要消费刺激政策梳理	15
表 7：2021-2027 年中国锦纶纤维消费空间测算	17
表 8：2024 年国内 PA66 产能分布情况（万吨）	22
表 9：2025-2028 年国内 PA66 新增产能（万吨）	22
表 10：公司淮安基地未来产能建设情况	24
表 11：部分服装品牌加码再生纤维的主要举措	28
表 12：不同产量渗透率假设下的全球再生锦纶理论需求空间测算	29
表 13：台华新材盈利预测	30
表 14：可比公司估值表	31

图 目 录

图 1：公司所处的产业链环节	7
图 2：公司发展历程	7
图 3：公司重组前股权结构	8
图 4：公司当前股权结构	8
图 5：公司下游主要合作品牌	10
图 6：2012-2024 年公司各板块营业收入情况（亿元）	10
图 7：2012-2024 年公司各板块营业收入占比情况（%）	10
图 8：2012-2024 年公司各板块毛利率情况（%）	11
图 9：2018-2025Q1 公司扣非后归母净利润（亿元）	11
图 10：2018-2024 年公司经营现金流净额及净现比（亿元）	11
图 11：2018-2024 年公司原材料及应收账款（亿元）	11
图 12：2018-2024 年公司资产负债率（%）	12
图 13：2018-2024 年公司期间费用率情况（%）	12
图 14：2019-2024 年各类合成纤维产量及锦纶占比（万吨，%）	13
图 15：2019-2024 年锦纶民用丝产能、产量及增速（万吨，%）	13
图 16：2024 年锦纶丝 CR5 产能占比（%）	14
图 17：2019-2026 年锦纶纤维产能、净出口量及产能增速（万吨，%）	14
图 18：2024 年 PA6 下游需求结构（%）	15
图 19：2024 年 PA66 下游需求结构（%）	15
图 20：2019-2025 年涤纶长丝、锦纶长丝原料成本对比（元/吨）	15
图 21：2016-2025 年涤纶长丝和锦纶长丝价格及价差（元/吨，元/吨）	15
图 22：2018-2023 年全球合成纤维、锦纶产量及锦纶产量占比（元/吨）	16
图 23：2019-2024 年中国合成纤维、锦纶产量及锦纶产量占比（元/吨）	16
图 24：2024 年中国合成纤维产量占比（%）	17
图 25：户外运动场景举例	17
图 26：2016-2024 年户外用品销售量及同比增长（万件，%）	18

图 27: 2016-2024 年户外用品销售额及同比增长 (万元, %)	18
图 28: 影响消费者购买决策的服装属性重要性平均值	18
图 29: 国内外户外运动发展历程	18
图 30: 2015-2023 年美国户外运动参与率 (%)	19
图 31: 2021 年中美户外运动参与率 (%)	19
图 32: 2019-2024 年户外运动用品销售量、锦纶纤维消费量及锦纶纤维消费弹性	19
图 33: 2025-2030 年不同情景下户外运动参与率 (%)	20
图 34: 2025-2030 年不同情景下锦纶丝消费量 (万吨)	20
图 35: 2019-2023 年公司成本构成 (亿元)	20
图 36: 2018-2025 年锦纶丝和锦纶切片价格及价差 (元/吨, 元/吨)	20
图 37: PA6 切片产业链上下游	21
图 38: 2020-2024 年 PA6 切片产量、消费量及净出口 (万吨, 万吨)	21
图 39: 2020-2024 年己内酰胺产量、消费量及净出口 (万吨, 万吨)	21
图 40: PA66 切片产业链上下游	21
图 41: 2019-2025 年英威达 PA66 价格变化 (元/吨)	22
图 42: 2021-2024 年 PA66 产量、消费量及净进口 (万吨, 万吨)	22
图 43: 2018-2024 年公司与可比公司研发费用率对比 (%)	23
图 44: 2018-2023 公司与可比公司研发人员数量对比 (位)	23
图 45: 2018-2024 年公司研发费用及研发费用率 (亿元, %)	24
图 46: 2012-2024 年锦纶丝行业平均毛利率和公司毛利率变化 (%)	24
图 47: 2012-2024 年公司各板块毛利分布情况 (亿元)	25
图 48: 2017-2025 年己内酰胺与 PA6 为原料生产锦纶丝成本及成本差距 (元/吨, 元/吨)	25
图 49: 2012-2024 年公司毛利率与己内酰胺价格 (% , 元/吨)	25
图 50: 2012-2024 年公司坯布毛利率与己内酰胺价格 (% , 元/吨)	26
图 51: 2012-2024 年公司面料毛利率与己内酰胺价格 (% , 元/吨)	26
图 52: 公司淮安项目四期营业收入增量预测 (亿元)	26
图 53: 公司淮安项目四期净利润增量预测 (亿元)	26
图 54: 不同锦纶丝毛利率假设下淮安项目锦纶丝产能未来盈利增量敏感性测试 (亿元)	27
图 55: PRUECO 化学法再生纤维产业链	27
图 56: PRUECO 化学法再生纤维能耗节约水平	27
图 57: 2018-2023 年公司锦纶产品销售量 (万吨, 万米)	28
图 58: 2018-2024 年公司锦纶产品产销率 (%)	28
图 59: 2021-2023 年不同锦纶产品前五大客户占比 (%)	28
图 60: 2018-2023 年全球再生锦纶产量及占比 (万吨, %)	29
图 61: 2019-2023 年全球锦纶及再生锦纶产量增速 (%)	29

投资聚焦

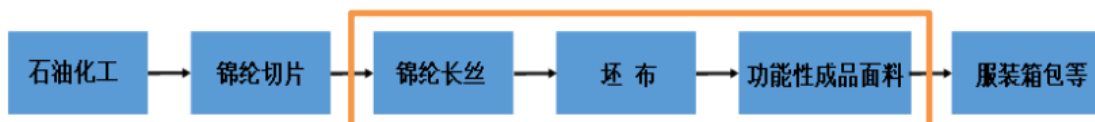
- 一、 **公司是国内上市高端锦纶丝龙头企业，具备产业链一体化先发优势。**公司历经多年发展已经形成从锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整产业链，且公司产业在价值链创造方面更加贴近消费端，在研发实力、产品高附加值、生产柔性等方面具备明显的先发优势。
- 二、 **原料价格下行有望推动需求创造，供需格局有望改善。**过去高端锦纶产品的原材料 PA66 受技术“卡脖子”掣肘，高价原料制约了锦纶丝产品需求端开拓。近年来受原材料 PA66 切片国产化推动，原料价格明显下行，且未来原料端供需或走向宽松，叠加户外运动兴起，锦纶丝产品需求空间有望打开。
- 三、 **公司产能释放仍在半途，增量产能有望提升业绩弹性。**公司由于产品定位高端，毛利水平在同行中具备领先优势，公司新投建的淮安项目仍处于产能释放周期，在行业竞争格局优化背景下，公司产能释放和高毛利特征有望实现双击，增量产能推动公司业绩弹性释放。

一、锦纶产业链龙头，一体化优势持续增强

1.1 深耕锦纶行业多年，产业链逐步延伸

公司创建于 2001 年，二十余年来深耕锦纶产业链，逐渐向上下游产业链延伸，目前已经形成锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整产业链。公司专注于尼龙 6、尼龙 66 及尼龙环保再生系列产品及其他化纤产品的研发和生产，作为国内锦纶领域全产业链解决方案提供商，公司依托垂直一体化布局优势，可为全球客户提供涵盖环保健康、户外运动、特种防护等场景的高端功能性面料全场景定制开发服务。

图 1：公司所处的产业链环节



资料来源：台华新材 2023 年年报，信达证券研发中心

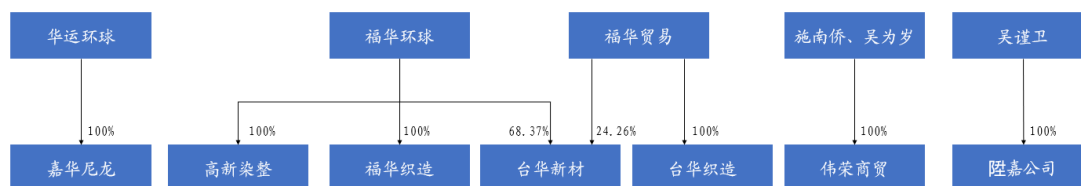
公司自成立以来，持续向产业链上下游延伸。公司自设立开始，至今已历经三轮产业链扩张。公司上市前，为扩大经营规模，打造完整的锦纶纺丝、织造、染色和后整理的产业链条，增强业务协同效应，公司通过资产重组、收并购等方式进行业务板块扩张；2017 年公司在上海证券交易所上市，上市后，公司进入第二轮的产能密集投产阶段，主要聚焦差别化纤维研发和产业链下游的高端面料项目；2021 年淮安项目启动，公司开启了第三轮产能扩张，持续做强主业，并向产业链上下游延伸，推动锦纶纤维一体化产业链各环节向差异化、高端化、高附加值等方向升级。

图 2：公司发展历程



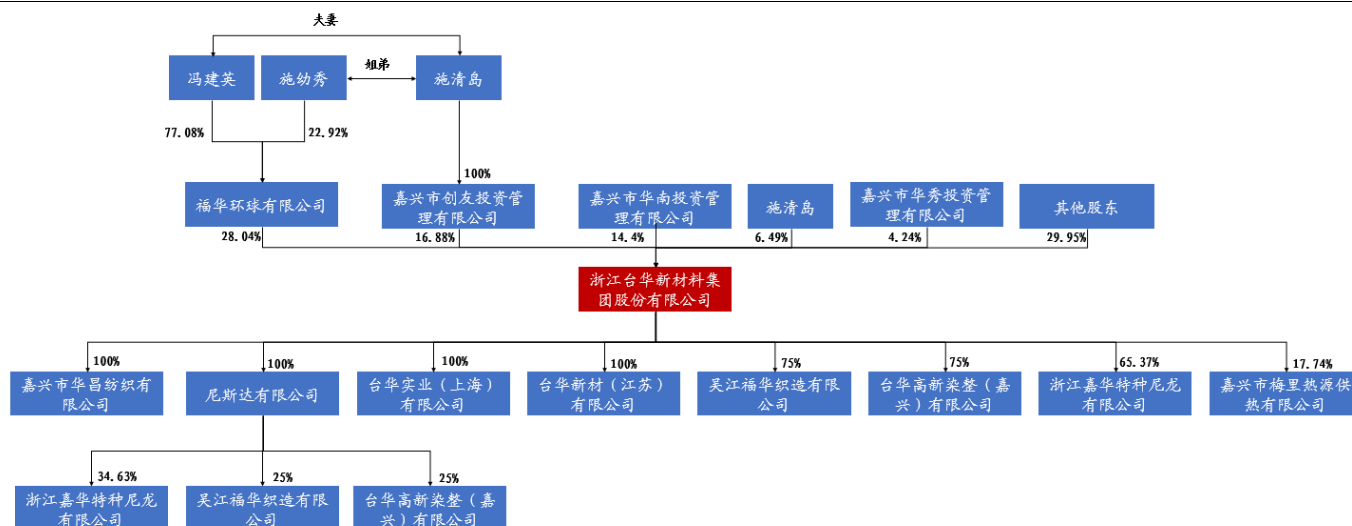
资料来源：公司官网，澎湃新闻，信达证券研发中心

公司上市前通过多次重组整合产业链，公司重组前业务分散，子公司独立运营，重组后通过吸收合并（如台华织造）、股权收购（如嘉华尼龙、福华织造、高新染整）及资产收购（如华昌纺织），形成了覆盖锦纶纺丝、织造、染色及后整理的完整产业链。重组后公司资产结构优化，进一步提升了规模效应和协同效应，主营业务集中度增强，管理效率提高，奠定了行业龙头地位。

图 3：公司重组前股权结构


资料来源：台华新材招股说明书，信达证券研发中心，注：时间为公司 2007 年重组前

当前公司旗下的嘉华尼龙、嘉华尼龙（江苏）、嘉华再生（江苏）主要从事锦纶长丝的生产业务，台华新材、福华织造和福昌纺织主要从事坯布的织造业务，高新染整主要从事功能性成品面料的染色、后整理业务，隆嘉公司主要从事锦纶长丝的贸易业务，福华面料主要从事锦纶成品面料的贸易业务。公司一致行动人为施清岛、施幼秀、冯建英，其通过福华环球有限公司、嘉兴市创友投资管理有限公司合计持有公司 51.41% 股权，其中董事长施清岛负责主导公司的战略发展和重要决策，公司股权较为集中，有利于公司稳健经营及高效战略部署。

图 4：公司当前股权结构


资料来源：万得，信达证券研发中心，注：时间截至 2026 年 6 月 16 日

1.2 产品品类丰富，主攻差异化、高端化打法

公司产品品种规格齐全，全产业链生产能力完备。公司目前已经在浙江嘉兴秀洲区、江苏苏州盛泽镇以及江苏淮安洪泽区建成三大生产基地，实现了从再生、聚合、纺丝、加弹、织造、染整上下游一体化全产业链的发展，其主要产能包括锦纶丝产能 34.5 万吨，坯布产能 7.16 亿米，各类面料产能 6.1 亿米，全产业链生产能力完备，覆盖了从纱线到成品面料的一站式供应体系。

表 1：公司主要生产基地及产能情况

生产基地	产能
浙江·嘉兴秀洲生产基地	锦纶长丝 18.5 万吨、锦纶坯布 3.4 亿米、染色加工面料 1.6 亿米、后整理功能面料 1.5 亿米
江苏·淮安洪泽生产基地	锦纶长丝 16 万吨、锦纶坯布 7600 万米、染色加工面料 2 亿米、后整理功能面料 1 亿米
江苏·苏州吴江生产基地	锦纶坯布 3 亿米

资料来源：台华新材官网，信达证券研发中心

公司的主要产品为锦纶长丝、坯布和功能性成品面料，此外还生产部分少量涤纶产品，其产品类别包括主要环保健康、户外运动、特种防护等三大系列和多种高档功能性成品面料。公司产品核心特征主要体现在差异化、高端化，通过应用差别化锦纶长丝、或功能性

整理技术从而赋予面料特殊功能，使产品具有防水、耐水压、透湿透气、吸湿快干、形状记忆、抗紫外线、抗菌除臭、防静电、防辐射、防油尘、阻燃等功能，能够覆盖多种特殊用途，赋予产品高附加值属性。

表 2：公司锦纶产品类别、功能及用途

产品类别	功能	用途	
锦纶长丝	低旦超细锦纶丝	丝束较细，织物质地轻盈、飘逸，手感舒适	高档羽绒面料、皮肤风衣、运动内衣、轻便服装、睡袋等
	功能性锦纶丝	强度高、更耐磨、抗皱性更强、耐温范围更广、吸湿透气性更好、抗静电、抗菌、抗紫外	户外、运动、军用、航空航天、探险等
	环保锦纶丝	自带颜色，织物不需染色，持久耐用，永不褪色，环保节能	对环保健康要求更高的高端客户
锦纶坯布	超薄锦纶坯布	以低旦超细锦纶丝织造，轻盈、透视、柔软、透气、透湿、防绒、环保	高档羽绒服、皮肤风衣、轻便服装、睡袋
	功能性锦纶坯布	功能性纤维织造，高强度、耐磨、抗静电、抗紫外线、耐温范围广、抗菌、远红外、负离子、阻燃	户外、运动、航空、航天、休闲、探险、登山等
	特殊纹路锦纶坯布	通过特殊设计和特殊工艺织造，坯布本身具有特殊纹路	各类高档时尚服饰等
功能性成品面料	户外运动系列	防水透湿、高耐水压、耐寒抗冻等功能	登山服、滑雪服、防寒服、风衣夹克、冲锋衣等户外运动服饰，及帐篷、睡袋、背包等户外运动装备等
	环保健康系列	透气、防风、防绒、轻盈舒适，可达到布面有镜面、皮膜感的效果	皮肤风衣、羽绒服、童装、高档休闲时装等领域
	特种防护系列	抗菌防蚊虫、抗紫外线防辐射、抗静电、防水透气、三防（油、污、水）等特种性能	航空、军用、医疗、工装、特种防护等领域

资料来源：台华新材招股说明书，信达证券研发中心

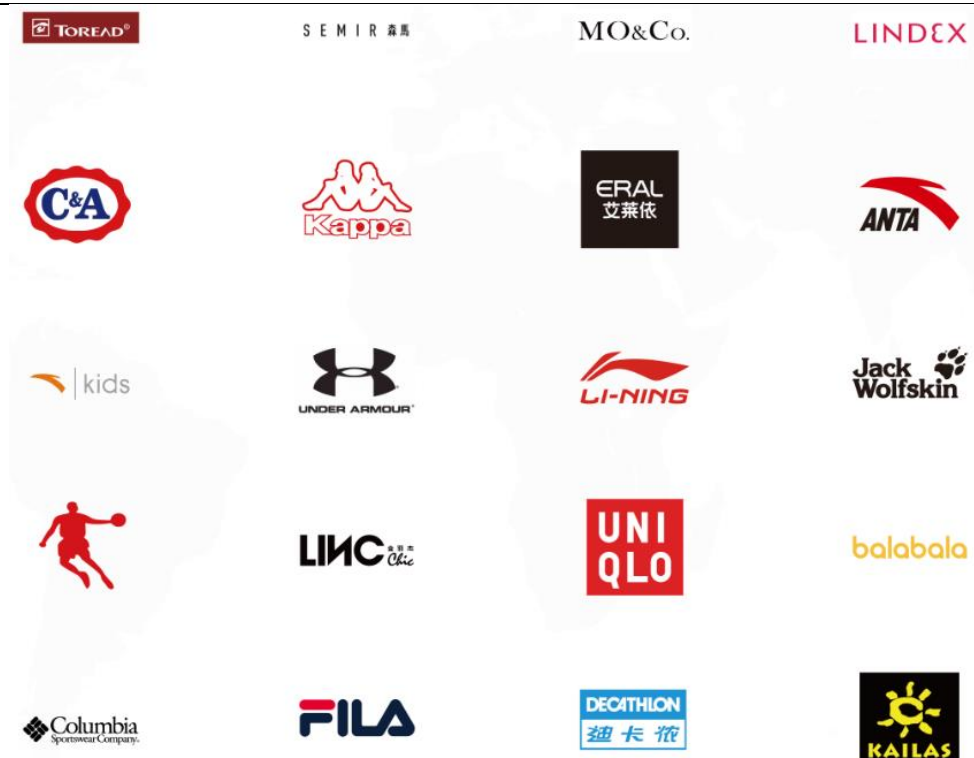
公司依靠产业链一体化优势及优异的产品性能，与下游用户建立深度合作。公司在锦纶面料产品开发过程中，坚持走高端产品路线，产品性能覆盖多种应用场景，能够有效满足下游品牌商的产品开发需求。由于具备优异的产品性能和丰富的品类，公司在行业中形成了较高的知名度，下游用户覆盖广泛，其中多数为国内外知名服装及户外运动品牌，如迪卡侬、李宁、安踏、优衣库、探路者等。此外，公司建立了终端客户反馈机制，积极收集客户需求 and 反馈信息，与客户进行研发联动，实现客户合作的深度绑定，同时能够根据客户需求进行灵活产品调整。

表 3：公司锦纶产品体系及主要代表性技术

产品体系	代表性技术
纱线系列	- PRUTAC 新一代高性能锦纶 - PRUECO 物理法再生环保锦纶 - PRUECO ocean 化学法海洋再生环保锦纶
面料系列	- 运动生活系列 - 户外探索系列 - 休闲时装系列 - 时尚裤装系列 - 童玩童趣系列 - 可持续发展系列
功能性科技	- 紫外线防护科技 - 防水透湿科技 - 温控科技 - 仿生肌肤呼吸系统 - 细菌防护科技 - 静电防护科技 - 弹力科技 - 吸湿速干科技 - 夏日防蚊科技 - 新三防科技 - 一体织工艺 - 气味管理科技

资料来源：台华新材官网，信达证券研发中心

图 5：公司下游主要合作品牌

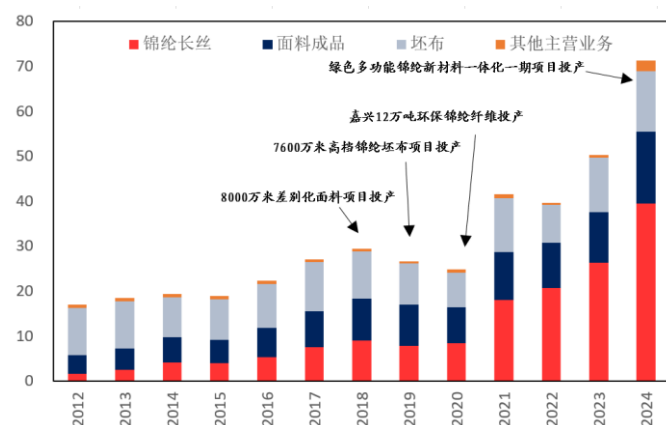


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.3 财务状况稳健，管理优化和研发实力持续增强

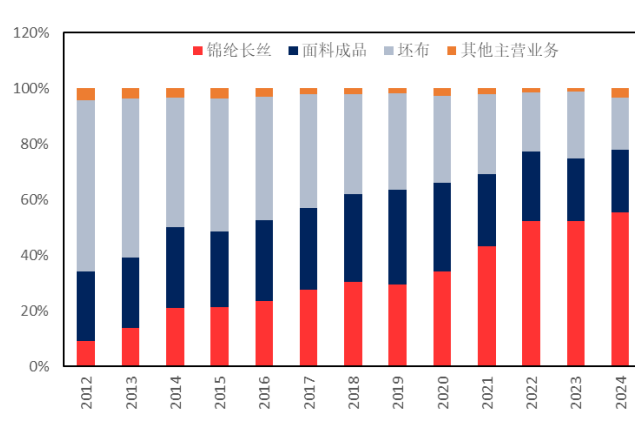
从收入和毛利角度看，公司近年来营收和毛利规模明显提升，主要受益于增量产能释放，高端化推动产品毛利率提升。近年来公司营收贡献结构有所变化，2018 年以前公司营收贡献主要来自面料和坯布，锦纶丝占比相对较小；2018-2020 年是公司第二轮产业链扩张，主要增量产能集中在面料和坯布；自 2021 年第三轮产能扩张开始，各类高端纤维产能陆续投产，营收贡献占比由大至小依次为锦纶长丝、面料成品及坯布产品。从毛利率角度看，近年来锦纶丝和坯布毛利率维持在较高水平，公司在锦纶面料产品开发过程中，坚持走高端产品路线，受益于高端面料产品的持续开发，近年来面料成品毛利率持续提升，2024 年公司面料成品毛利率提升至 31%，高端产品对应的高附加值属性持续兑现。

图 6：2012-2024 年公司各板块营业收入情况（亿元）

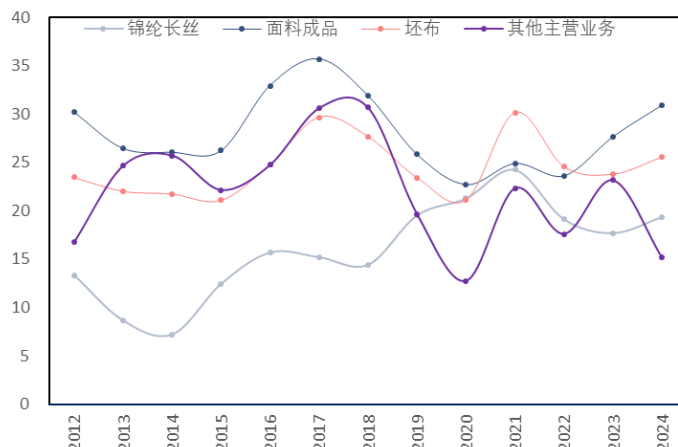


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2012-2024 年公司各板块营业收入占比情况（%）

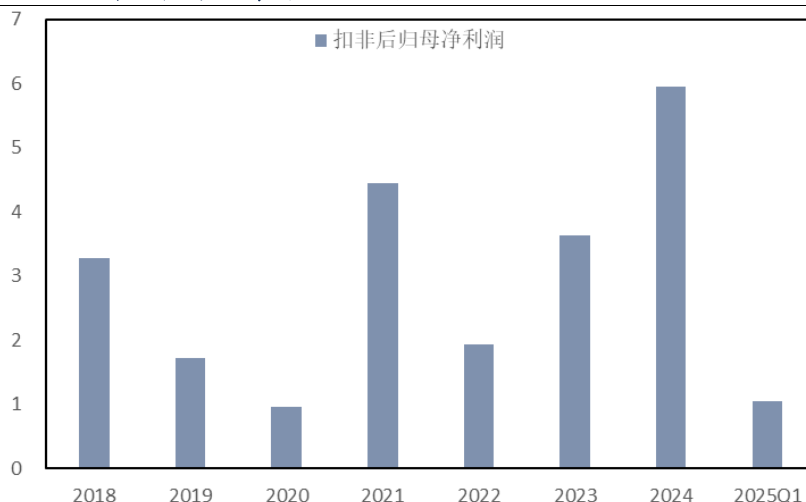


资料来源：万得，信达证券研发中心

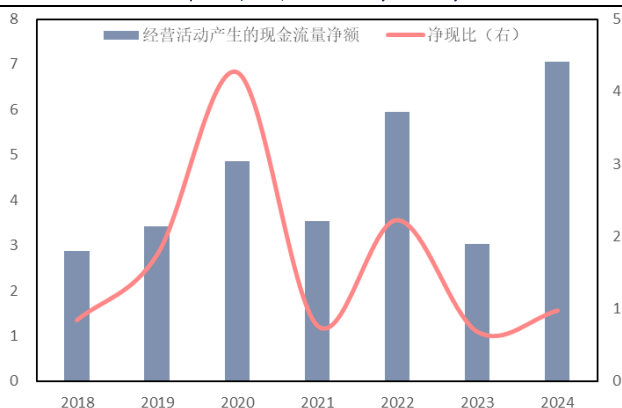
图 8：2012-2024 年公司各板块毛利率情况（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

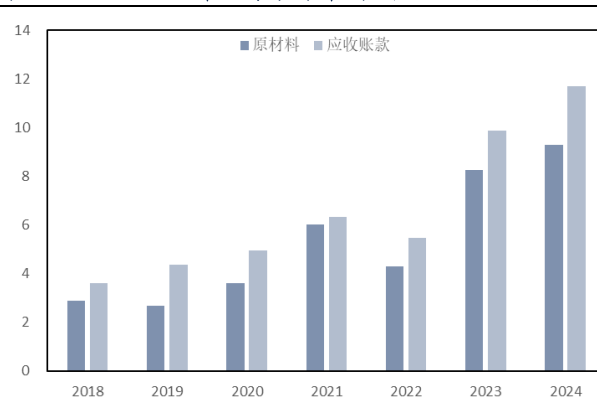
从利润及现金流角度看，公司近年盈利持续增长，现金流创造能力较强。受益于淮安一期产能释放，公司盈利再上新台阶，2024 年公司实现扣非后归母净利润 5.96 亿，同比增长 64%。公司现金流创造能力较强，历史多数年份历史净现比在 1 以上，2021、2023-2024 年经营现金流回落和净现比小幅回落，我们认为主要系项目投产带来原料采购和应收账款增加。

图 9：2018-2025Q1 公司扣非后归母净利润（亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：2018-2024 年公司经营现金流净额及净现比（亿元）


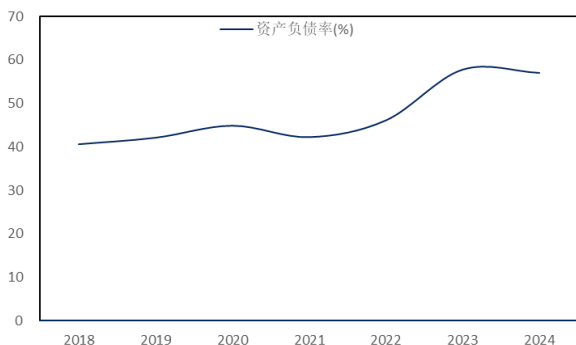
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：2018-2024 年公司原材料及应收账款（亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

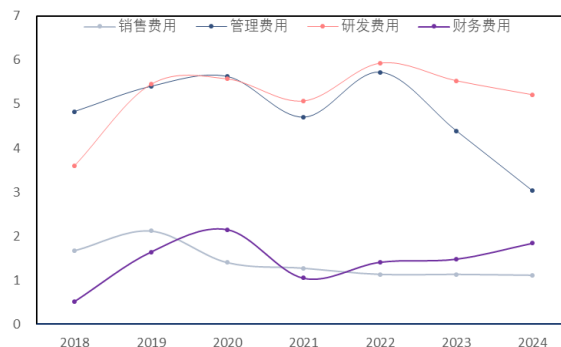
从期间费用角度看，公司完整的产业链有助于公司在各个生产阶段实现资源共享，从而有效降低生产及管理成本，近年来伴随公司产业链结构持续完善，公司管理费用率明显下降。公司的研发团队、研发设备覆盖全产业链，产品开发过程中坚持走高端路线，因此研发费用率在各项期间费用率中占比最高。此外，受益于公司行业龙头地位及下游客户粘性，公司销售费用率保持较低水平。受新产能扩张公司负债率有所抬升，财务费用率略有上涨，但整体依旧保持较低水平。

图 12: 2018-2024 年公司资产负债率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 2018-2024 年公司期间费用率情况 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、竞争格局持续改善，终端消费或迎放量

2.1 供给端：常规品种扩能持续，高端产品强化竞争内核

锦纶主要用于高端和特种功能性服饰领域。化学纤维是用天然的或合成的高分子化合物作原料，经化学和物理方法加工而制得的纤维的统称，主要分为合成纤维和人造纤维两种。锦纶纤维是世界上出现的第一种合成纤维，其化学名称为聚酰胺（PA），俗称尼龙（Nylon）。与其他化学纤维相比，锦纶在强度和耐磨性、吸湿性、轻质性等方面具有突出特点，因此锦纶面料在户外、运动、防寒、休闲服装等领域具有较大优势，主要应用在高端服饰和特种功能性服饰领域。

表 4: 化学纤维种类及主要特征

化学纤维种类	具体品种	主要特征
合成纤维	涤纶	涤纶是最常见的化学纤维，具有强度高，弹性好，抗皱性强等特点，被广泛用于普通服饰面料，但其相对于锦纶在强度、耐磨性、回弹性、吸湿性等方面较差。
	锦纶	常见的锦纶分为锦纶 66 和锦纶 6。锦纶的强力、耐磨性居合成纤维前列；锦纶具有良好的耐寒、耐蛀、耐腐蚀、吸湿性能。锦纶织物具有质轻、防皱性优良、透气性好，以及优良的耐久性、染色性和热定型等特点。被广泛用于高端服饰面料及工业、产业等领域。
	腈纶	腈纶的性能与羊毛相似，故有“合成羊毛”之称。它具有强度高、质轻、防蛀、防霉等优点。
	维纶	维纶纤维的最大特点是吸湿性能好，与棉花相近似。但弹性、染色性能、耐热水性能较差，缩水率较大，尤其是用热水洗涤后易变形走样，使用不广泛。
	丙纶	丙纶纤维强度大，弹性好，耐腐蚀，但光热稳定性、染色性差，所以用于制作服装较少。
	氯纶	氯纶耐酸碱性强，难燃，还有良好的保暖性和耐日光性，它的耐热性差，染色困难，容易产生和保持静电，发展受到一定的限制。
	氨纶	氨纶的弹性很好，一般用于纺织有弹性织物，常被用做内衣、运动服、紧身衣、牛仔裤、泳装和舞台服装等。
人造纤维	其他	除上述合成纤维以外的其他合成纤维。
	粘胶纤维、醋酸纤维、铜氨纤维等	比较常见的是粘胶纤维，通常被称为人造棉、人造丝。性能与棉相似，易于染色，吸湿性能好。不足之处是湿强低，遇水后纤维膨胀，织物发硬，经不起猛烈搓洗。

资料来源: 台华新材招股说明书, 信达证券研发中心

PA66 纤维和 PA6 纤维存在性能差异，PA66 纤维弹性、手感、耐热、耐低温等性能相对更加突出。与 PA6 相比，PA66 熔点与软化点都较高，并且手感细腻，适合制造耐热的服装面料。PA66 的结晶组织结构紧密，在制作羽绒服、羽绒被等产品时，具有防止羽绒外钻的优势。PA66 织造的面料柔软，透气性好，还具有耐低温性能，在零下 40℃ 以下回弹性变化不大，是户外、运动、防寒、休闲服装服饰领域的较好选择。

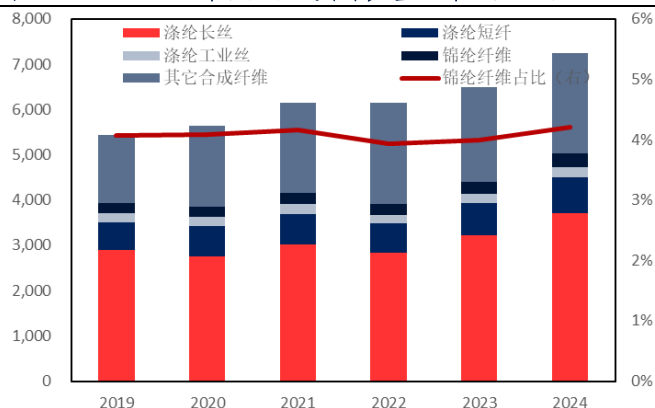
表 5：PA6 纤维和 PA66 纤维的性能差异

性能指标	锦纶 66	锦纶 6
熔点/℃	250~270	210~230
软化点/℃	235	170
零强度时温度/℃	240	195
结晶组织	结构紧密	结构松散
染色	难以染色	容易染色
弹性	较好	较差
受臭氧和笑气	影响很小	易于褪色
手感	密实	松散

资料来源：曾成等《我国锦纶 66 产业发展现状及展望》，信达证券研发中心

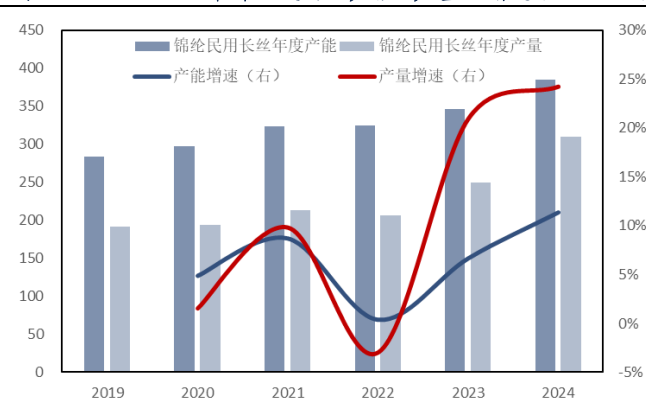
涤纶纤维占据主导地位，锦纶纤维上产提速。在合成纤维板块中，涤纶纤维产量规模最大，在合成纤维产品中占据主流地位。锦纶纤维行业规模不大，从产量占比上看，2019-2024 年其产量占比基本维持在 4% 左右，但从上产速度看，近年来锦纶纤维产能及产量增速提升明显，2023-2024 年锦纶民用丝产量增速均超过 20%。

图 14：2019-2024 年各类合成纤维产量及锦纶占比（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

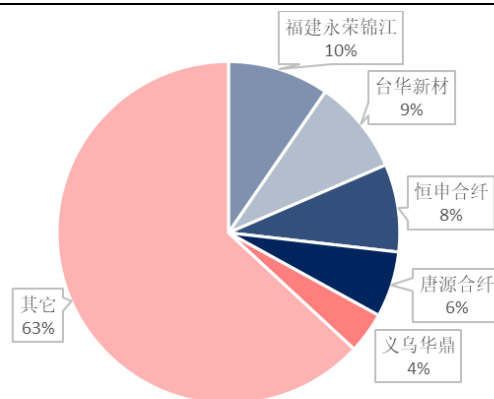
图 15：2019-2024 年锦纶民用丝产能、产量及增速（万吨，%）



资料来源：CCF，信达证券研发中心

锦纶行业产业竞争格局偏分散，中低端锦纶丝产品竞争充分，龙头具备规模化和高端化产品协同优势。根据百川盈孚数据，头部 5 家锦纶纤维企业市场占有率约 37%，其它剩余锦纶丝企业多为中小型产能，有超 25 家小规模锦纶丝企业产能不足 5 万吨，这类中小规模企业低端产品比重较大、高附加值产品占比小、高档差别化功能性产品比重低。龙头企业产业链通过延伸产业链提升高端化产品，形成织造、染色及后整理等决定面料档次和附加值的关键产业链环节布局，有效提升产品的高端化和高附加值属性。

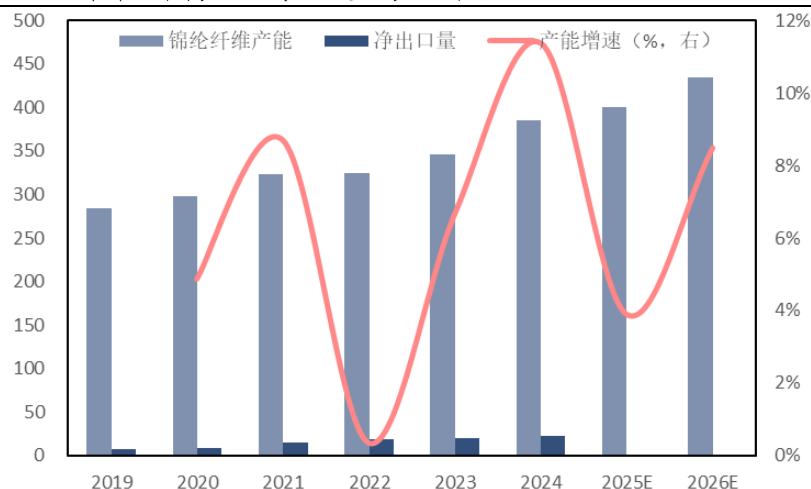
图 16：2024 年锦纶丝 CR5 产能占比（%）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

锦纶纤维扩产周期仍在持续，高端化和差异化布局或成为核心竞争力。根据百川盈孚数据，2024 年国内锦纶纤维产能达到 386 万吨，同比增长 11%，产能增速达到自 2019 年后的高点，主要受原料价格下跌及需求增长推动。从未来新增产能来看，我们预计锦纶纤维增量产能释放仍将持续。从产业格局看，由于锦纶纤维行业产能格局较分散，具有高性能、差别化的先进产能投放或将加速常规锦纶长丝小产能出清，供给格局集中度有望进一步提升，行业龙头或将优先受益。

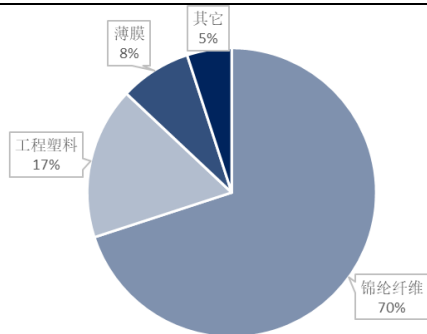
图 17：2019-2026 年锦纶纤维产能、净出口量及产能增速（万吨，%）



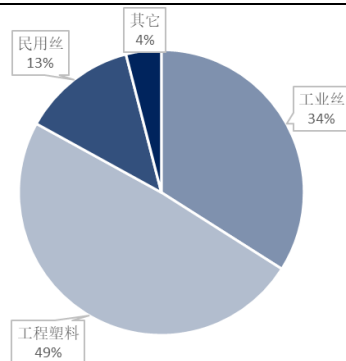
资料来源：百川盈孚，CCF，信达证券研发中心

2.2 需求端：政策推动与需求结构转变，锦纶高景气有望持续

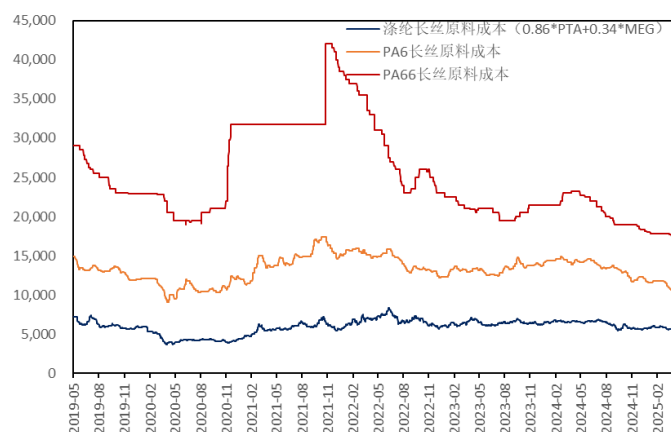
从锦纶切片下游看，PA6 下游主要应用于锦纶纤维，PA66 下游纤维化应用仍待提升。从应用占比来看，PA6 切片的纤维化应用已经相对成熟，但 PA66 的纤维化应用仍有较大提升空间，民用丝仅占 13%，而主要应用在工业丝和工程塑料等非工程领域。我们认为，锦纶纤维需求扩张，特别是以 PA66 为原料的锦纶丝需求提升主要受原料成本和产品价格的限制。我们比较了涤纶长丝和锦纶长丝的价格及原料成本，相较于涤纶长丝，锦纶长丝成本和价格都相对较高，但近年来受益于上游锦纶切片原料掣肘打破及增量产能上马，锦纶丝成本及价格均有所下滑，或将推动锦纶丝产品渗透率提升。

图 18: 2024 年 PA6 下游需求结构 (%)


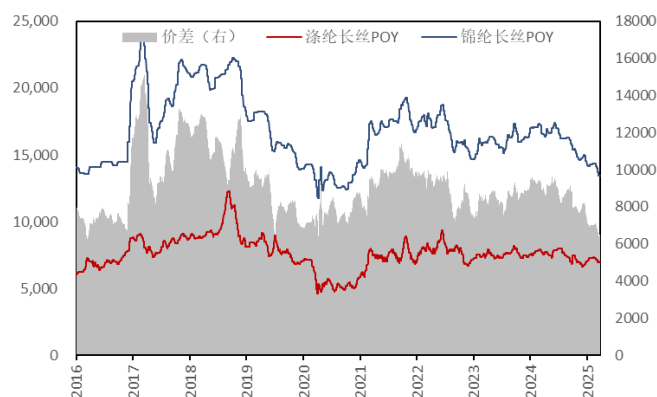
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 19: 2024 年 PA66 下游需求结构 (%)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 20: 2019-2025 年涤纶长丝、锦纶长丝原料成本对比 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 2016-2025 年涤纶长丝和锦纶长丝价格及价差 (元/吨, 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

消费刺激政策持续强化, 多层次、结构化推动锦纶及其下游产品需求。近年来国家在消费领域的刺激政策频出, 呈现出宏观规划与专项行动等多角度、多层次、多领域的特点。从宏观规划层面看, 2022 年中共中央、国务院出台了《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》, 该政策旨在从中长期推动内需扩大, 其中提到关于扩大文化和旅游消费、提升吃穿等基本消费品质, 有望推动高端化纤产品销售渗透; 从专项行动角度看, 2024-2025 年国家相关消费提振政策进一步细化了相关消费场景及落实要求, 如开展冰雪消费、文旅消费、文化体育等领域。我们认为, 在政策支撑下, 有望催生出更加丰富的消费场景, 对于纺服产品的功能、材质等属性或带来更高要求, 锦纶纤维由于具备优异性能, 其需求端或将在消费升级和内需拉动背景下持续扩大。

表 6: 2022-2025 年国家主要消费刺激政策梳理

时间	政策	发布部门	主要内容
2025 年 3 月	《提振消费专项行动方案》	中共中央、国务院	积极发展抗衰老、银发旅游等产业, 释放银发消费市场潜力。 扩大文体旅游消费。支持各地增加优质运动项目和特色体育赛事供给。 推动冰雪消费。组织开展冰雪消费季等促消费活动, 鼓励各地因地制宜丰富冰雪场地和消费产品供给。 完善消费配套保障措施。鼓励各级工会将经费用于节日慰问品、 职工健身、文化体育等消费领域。
2024 年 4 月	《2024 纺织服装优供给促升级活动的通知》	工业和信息化部、商务部	创新纺织服装消费场景, 发展直播电商等新业态新模式, 实现线上线下联动。 推广具有保健、防护、护理功能的服装、家纺等康养产品, 满足市场消费需求。建设一批纺织服装时尚街区, 发展一批纺织服装首店, 培育纺织消费新增增长点。

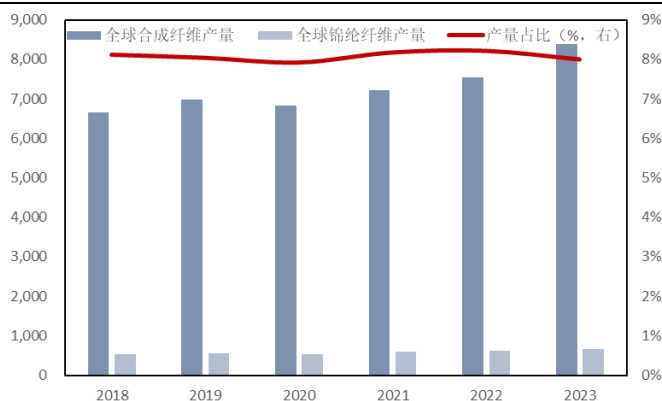
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

2023 年 7 月	《关于恢复和扩大消费措施的通知》	国务院、 国家发展改革委	提升纺织服装创意设计园区发展水平， 培育纺织服装消费品牌、制造品牌、区域品牌 ，传承发扬优秀中华服装服饰文化。 丰富文旅消费 。全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费。 促进文体体育会展消费。 鼓励举办各类体育赛事活动，增加受众面广的线下线上体育赛事。 大力发展乡村旅游 。因地制宜打造一批美丽田园、景观农业、 农耕体验、野外探险、户外运动、研学旅行 等新业态，拓展乡村生态游、休闲游。 提高吃穿等基本消费品质。推动增加高品质基本消费品供给，推进内外销产品同线同标同质。 扩大文化和旅游消费。大力发展度假休闲旅游。拓展多样化、个性化、定制化旅游产品和服务。 促进群众体育消费。发展在线健身、线上赛事等新业态。推进冰雪运动“南展西扩东进”，带动群众“喜冰乐雪”。
2022 年 12 月	《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035 年）》	中共中央、 国务院	

资料来源：国务院，国家发改委，工业和信息化部，信达证券研发中心

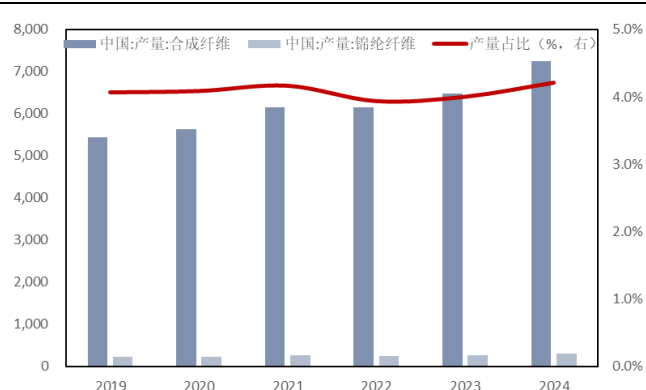
从终端消费来看，当前锦纶纤维消费占比仍有较大提升空间。从全球范围看，假设全球化工产品自由流动，在不考虑库存情况下，产量约等于消费量。根据 Textile Exchange 数据，2023 年全球锦纶纤维产量为 670 万吨，占全球合成纤维产量比例为 8%。2024 年国内锦纶纤维产量 305 万吨，占国内合成纤维产量仅 4.2%，从产量占比上看与全球平均水平仍有差距，但近年来锦纶纤维产量占比持续提升。根据中国化学纤维工业协会数据，国内合成纤维中主要以涤纶和锦纶为主，其它合成纤维产量占比较小，我们对锦纶纤维消费空间进行测算，假设涤纶长丝、涤纶短纤产品未来开工负荷与 2024 年一致，结合未来涤纶新增产能计算未来涤纶产量，假设锦纶纤维产量占比年均提升 0.3pct，其它合成纤维产品产量保持不变，根据我们测算，预计 2025-2027 年需求增速分别达到 11%、12%、9%，若假设未来锦纶纤维产量占比达到国际平均水平，即到 2035 年左右锦纶纤维市场占比达到 7.5%，对应需求增长空间有望达到近 543 万吨，较当前需求规模增长约 93%。

图 22：2018-2023 年全球合成纤维、锦纶产量及锦纶产量占比（元/吨）



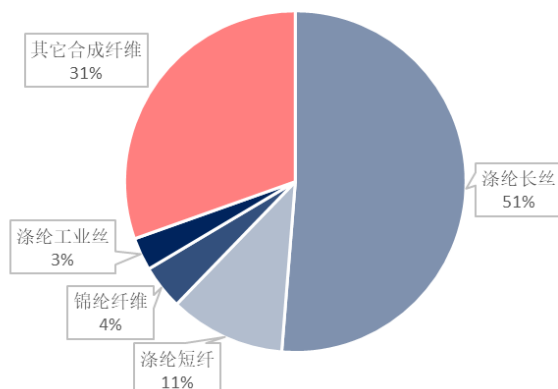
资料来源：Textile Exchange，信达证券研发中心

图 23：2019-2024 年中国合成纤维、锦纶产量及锦纶产量占比（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：2024 年中国合成纤维产量占比（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

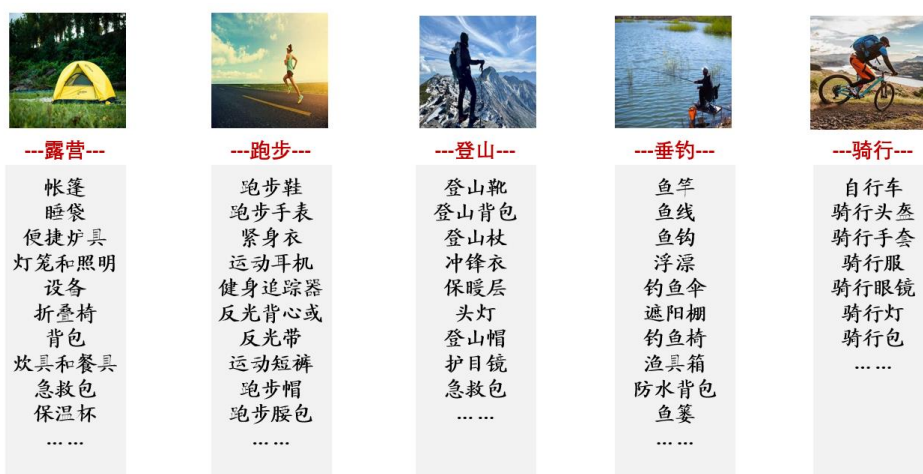
表 7：2021-2027 年中国锦纶纤维消费空间测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国:产量:合成纤维（万吨）	6,152.40	6,154.90	6,484.80	7,240.00	7,507	7,909	8,120
中国:产量:锦纶纤维（万吨）	256	242	259	305	338	380	415
锦纶纤维需求增速（%）	11%	-5%	7%	17%	11%	12%	9%
中国锦纶纤维产量占比（%）	4.16%	3.94%	4.00%	4.21%	4.51%	4.81%	5.11%

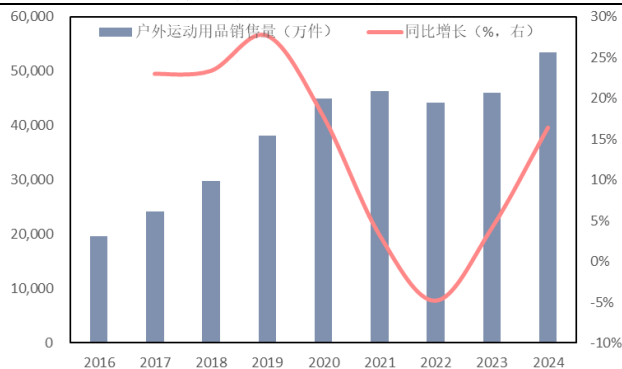
资料来源：万得，百川盈孚，信达证券研发中心

户外运动场景兴起，推动运动装备及功能性纺服消费需求增长。近年来，受益于健康生活方式与环保意识增强、疫后旅游休闲模式转变、城市化进程加快及网络平台推广等多方面因素，推动了露营、跑步、登山、骑行、滑雪等不依赖于城市基础设施的户外活动的兴起。伴随户外运动兴起，与户外运动配套的相关运动装备和功能性服装需求也迎来放量，2024 年国内户外用品销售量达到 5.34 亿件，同比增长 16%，销售额达到 616 亿元，同比增长 13%，销售量及销售额均达到自 2016 年以来的新高。此外，根据 Michael Fuchs 等论文《Consumer preferences for circular outdoor sporting goods: An Adaptive Choice-Based Conjoint analysis among residents of European outdoor markets》对欧洲户外市场的研究数据，消费者对防水性、耐用性、轻量化和社会可持续等相关产品性能指标较为看重，我们认为，伴随居民生活水平提升及户外场景需要，功能性纤维产品的受欢迎程度有望持续提升。

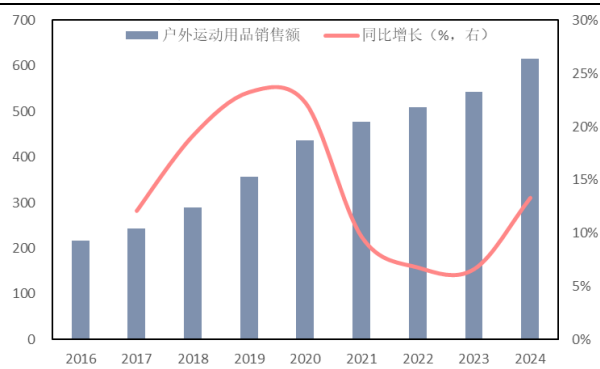
图 25：户外运动场景举例



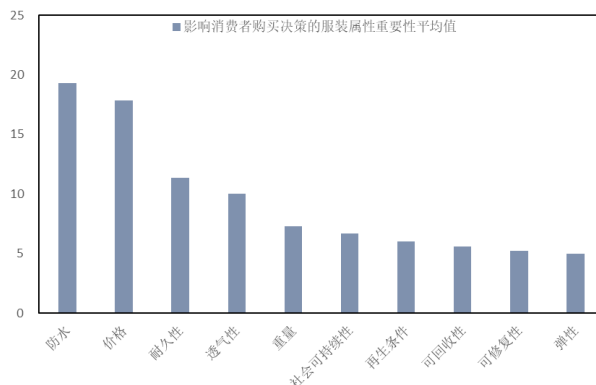
资料来源：大数跨境，信达证券研发中心整理

图 26: 2016-2024 年户外运动用品销售量及同比增长(万件, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

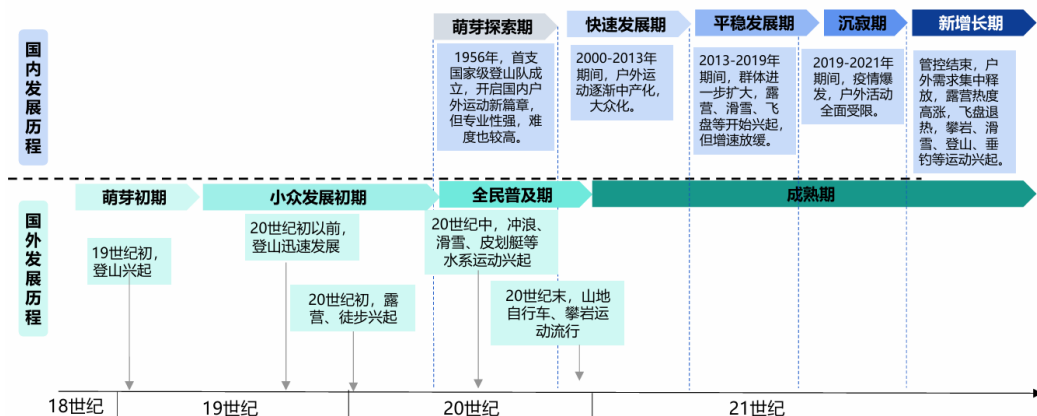
图 27: 2016-2024 年户外运动用品销售额及同比增长(万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

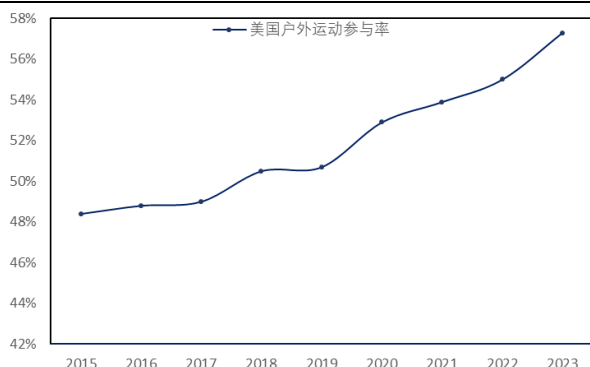
图 28: 影响消费者购买决策的服装属性重要性平均值


资料来源: Michael Fuchs 等《Consumer preferences for circular outdoor sporting goods: An Adaptive Choice-Based Conjoint analysis among residents of European outdoor markets》, 信达证券研发中心整理

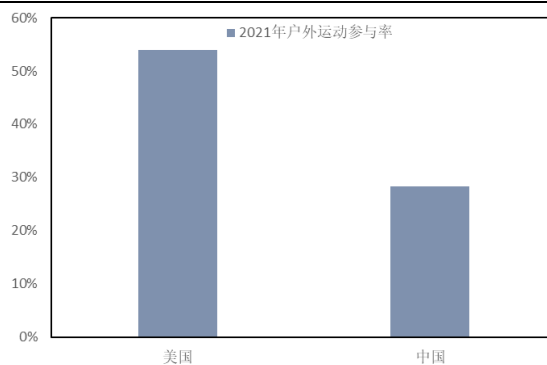
国内户外运动起步较晚, 户外运动参与渗透率仍有较大提升空间。户外运动与经济发展水平, 国家政策、基础设施建设等因素相关, 与国外相比, 我国户外运动起步相对较晚, 户外运动参与人数占比仍与发达国家有明显差距, 根据《户外运动产业规划(2022-2025 年)》数据, 2021 年我国户外运动参与人数为 4 亿人次, 仅占人口总数的 28%, 相较于美国同期的 54% 仍有较大差距, 当前正处于快速提升阶段。

图 29: 国内外户外运动发展历程


资料来源: 魔镜洞察, 信达证券研发中心

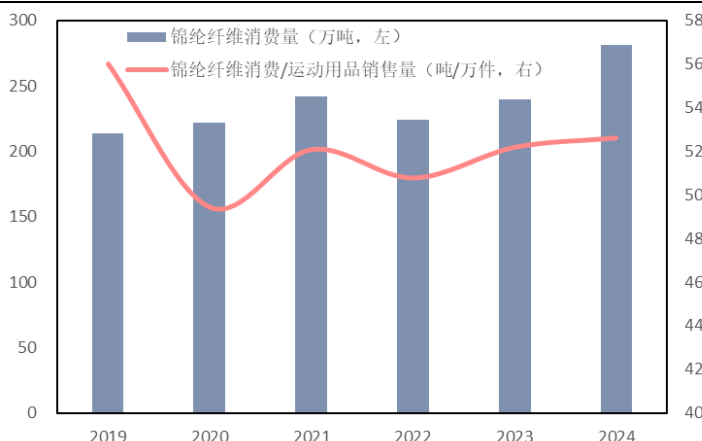
图 30: 2015-2023 年美国户外运动参与率 (%)


资料来源: 大数跨境, 信达证券研发中心

图 31: 2021 年中美户外运动参与率 (%)


资料来源: 大数跨境, 文旅部, 万得, 信达证券研发中心

户外运动用品消费对锦纶纤维需求弹性增加, 在户外运动渗透率提升背景下, 锦纶纤维需求空间广阔。我们以锦纶纤维消费量/户外运动用品消费量代表单位户外运动用品消费对应的锦纶纤维消费量弹性系数, 近年来, 受益于锦纶丝价格中枢下移和疫后户外运动需求修复, 2020 年以来单位运动户外用品销售量对应的锦纶丝消费弹性稳步提升, 2024 年弹性系数已增长至 52.62 吨/万件。

图 32: 2019-2024 年户外运动用品销售量、锦纶纤维消费量及锦纶纤维消费弹性


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们以户外运动参与率作为变量, 考虑国内人口总数、人均户外运动用品消费量, 测算不同户外运动参与率变化下的锦纶丝需求空间。

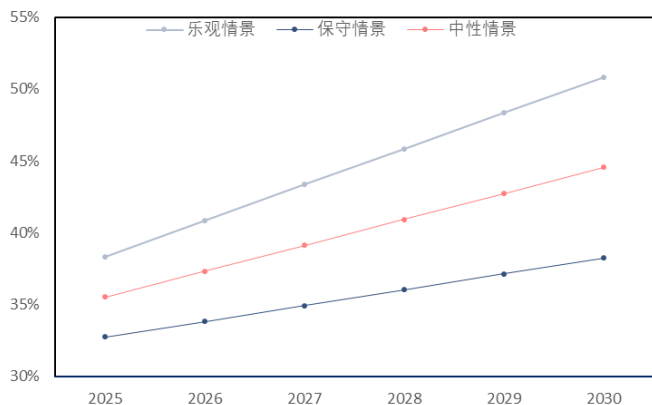
在乐观假设下, 我们以国务院发布的《全民健身计划 2021-2025 年》的通知为参考, 即到 2025 年经常参与体育锻炼人数比例应达到 38.5%, 2021 年我国户外运动参与率约 28%, 假设经常参与体育锻炼人群均参加户外运动, 则 2021-2025 年户外运动参与率年均增长 2.5pct。我们假设未来户外运动参与率亦年均增长 2.5pct, 在此假设下, 预计 2030 年户外运动参与率为 51%, 对应锦纶丝消费量为 436.84 万吨, 较 2024 年增长 55%。

在保守假设下, 由于美国等发达国家户外运动发展逐步成熟, 户外运动参与率增速相对更低, 我们以 2015-2023 年美国户外运动参与率平均增速 1.1pct 进行测算, 同样考虑国内人口总数、人均户外运动用品消费量。根据我们测算, 预计 2030 年户外运动参与率为 38%, 对应锦纶丝消费量为 328.55 万吨, 较 2024 年增长 17%。

在中性假设下, 我们以乐观假设和保守假设的平均增速进行测算, 即 1.8pct, 在此假设下,

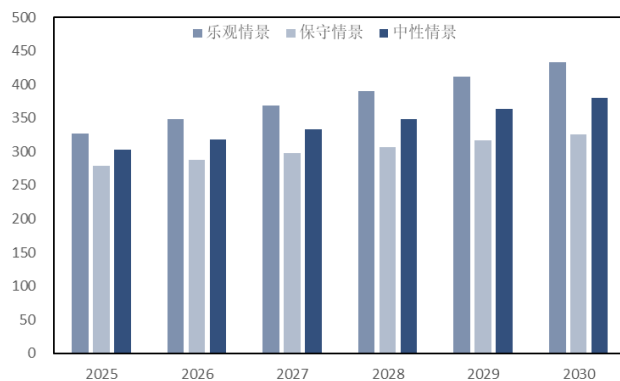
预计 2030 年户外运动参与率为 45%，对应锦纶丝消费量为 382.69 万吨，较 2024 年增长 36%。

图 33: 2025-2030 年不同情景下户外运动参与率 (%)



资料来源: 万得, 大数跨境, 文旅部, 信达证券研发中心

图 34: 2025-2030 年不同情景下锦纶丝消费量 (万吨)

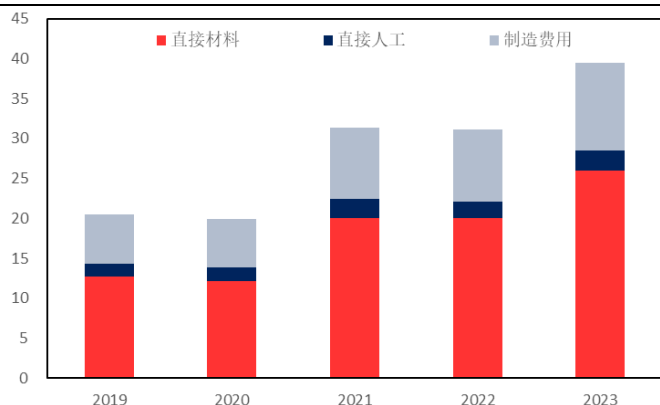


资料来源: 万得, 大数跨境, 文旅部, 信达证券研发中心

2.3 原料端: 原料掣肘逐步打破, 成本下降有望推动产品渗透率提升

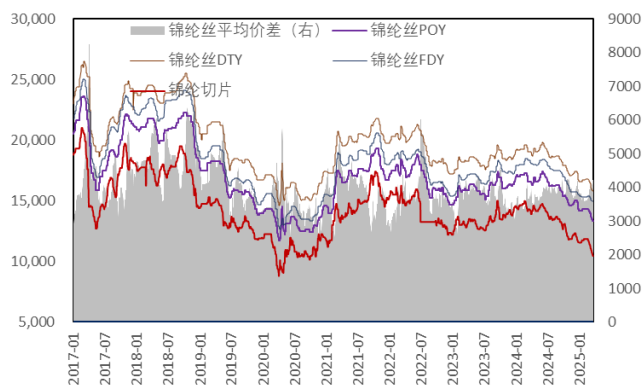
原料是公司产品的核心成本构成, 公司产品主要以 PA6 和 PA66 锦纶切片作为原材料, 原料至产品的价格传导机制顺畅。从成本构成比例来看, 原材料成本是产品成本的核心构成, 整体占比超过 60%, 切片是核心原材料。从历史价格变化来看, 锦纶丝价格和切片同频变化, 我们以锦纶丝平均价-锦纶切片作为锦纶丝价差, 从价差表现看, 自 2017 年以来锦纶丝价差基本在 4000 元/吨中枢上下波动, 近年来价差变化相对稳定, 也反映出原料至产品的价格传导机制较为顺畅。

图 35: 2019-2023 年公司成本构成 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

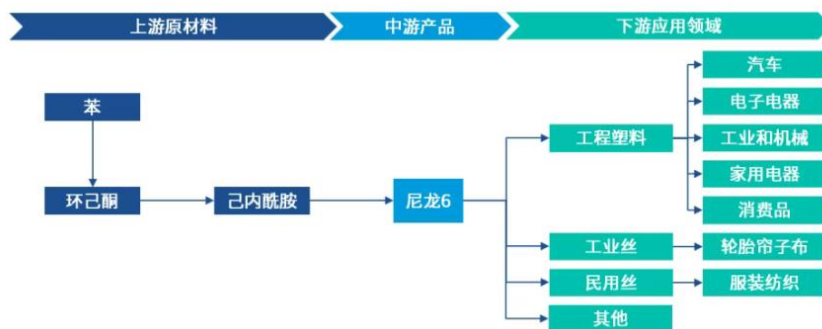
图 36: 2018-2025 年锦纶丝和锦纶切片价格及价差 (元/吨, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

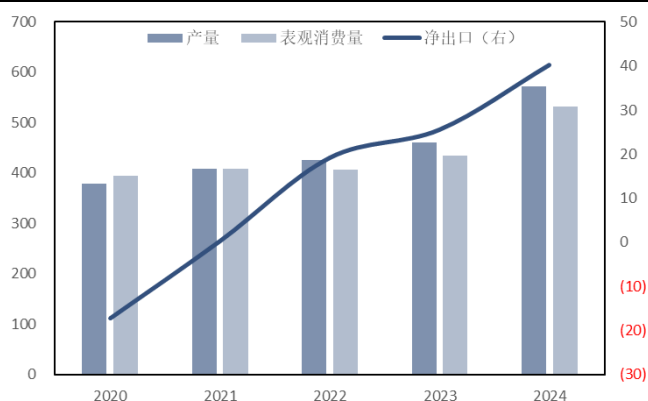
PA6 切片供需格局趋向宽松, 或推动原料价格中枢下行。PA6 切片早在 2020 年仍是净进口产品, 近年来受国内新增产能投放影响, 2022-2024 年快速上产, 2022 年 PA6 切片已实现净出口, 叠加 2025-2026 年仍有 145 万吨产能待投放, 供需格局或进一步趋向宽松。从产业链来看, PA6 原材料主要为己内酰胺, 2024 年国内新增己内酰胺产能 85 万吨, 同年己内酰胺也实现净出口, 2025-2026 年规划投产产能超过 200 万吨。整体 PA66 产业链供需格局偏向宽松, 有望推动原料价格中枢进一步下行。

图 37: PA6 切片产业链上下游



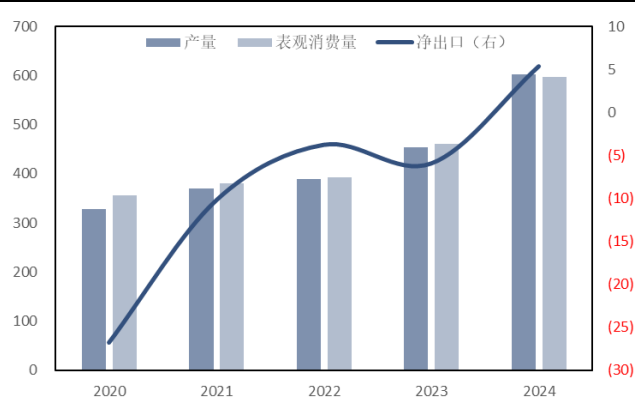
资料来源：中国化信，信达证券研发中心

图 38: 2020-2024 年 PA6 切片产量、消费量及净出口（万吨，万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

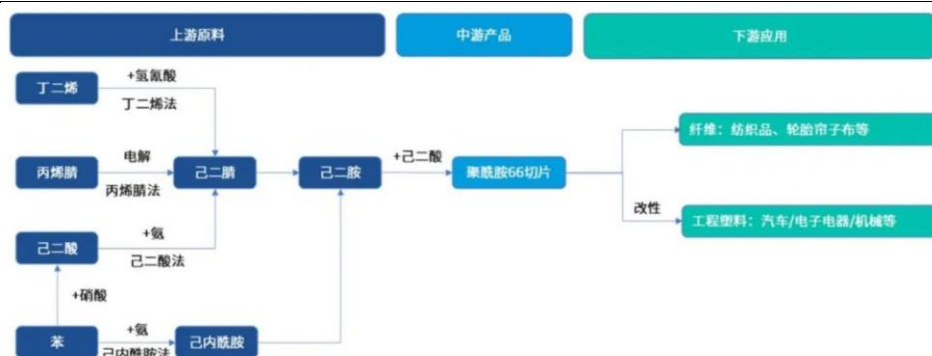
图 39: 2020-2024 年己内酰胺产量、消费量及净出口（万吨，万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

PA66 原料掣肘逐步打破，国产化进程有望加速。PA66 切片是由己二胺与己二酸两种单体聚合而来，在生产中需要把己二酸和己二胺混合先制成 PA66 盐，再进行缩聚反应，得到 PA66。己二酸主要采用纯苯为原料进行生产，生产工艺成熟；己二胺主要采用己二腈作为原料进行生产，其中丁二烯法流程短、原料消耗低、产品品质好，是目前全球领先的己二腈生产工艺，但由于其生产技术壁垒较高，供给端在过去长期垄断在少数跨国企业手中。从目前技术进展来看，2022 年 4 月中化国际自主开发了己二胺生产工艺，成功避开了己二腈卡脖子难题，形成了国内首套“催化剂制备-己二胺合成-尼龙 66 聚合”的全流程工艺技术；2022 年 7 月天辰齐翔 20 万吨/年丁二烯法己二腈装置开车成功，并产出己二腈优级产品，实现了丁二烯法己二腈生产的国产化突破。

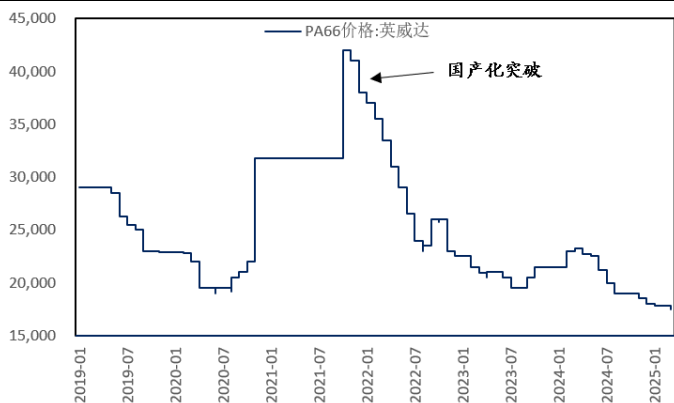
图 40: PA66 切片产业链上下游



资料来源：中国化信，信达证券研发中心

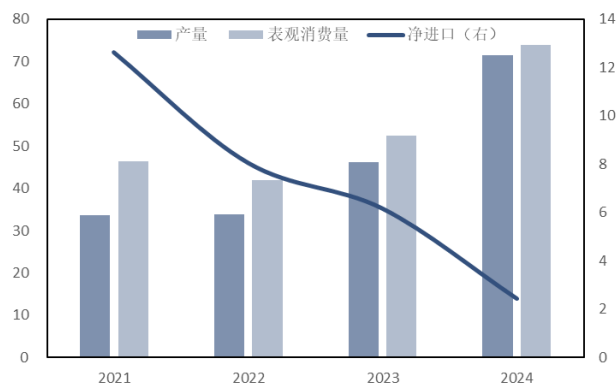
PA66 产能快速扩张，供应多元化推动原料成本下降。自 2022 年 PA66 实现国产化突破以来，PA66 价格持续下跌，以英威达 PA66 产品为例，当前 PA66 价格位于 17500 元/吨附近，较 2022 年初超过 40000 元/吨已大幅下降。截至 2024 年底，国内 PA66 总产能同比激增 39%至 129 万吨/年，新增产能主要分布在华东地区，而由于国产化加速，PA66 净进口量持续下降，2024 年国内 PA66 产量 71.5 万吨，表观消费量 73.9 万吨，净进口量仅 2.4 万吨。根据我们统计，预计 2025-2028 年新增产能或超过 200 万吨，叠加产能的多元化供应，我们预计 PA66 价格中枢有望维持在较低水平。

图 41：2019-2025 年英威达 PA66 价格变化（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：2021-2024 年 PA66 产量、消费量及净进口（万吨，万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 8：2024 年国内 PA66 产能分布情况（万吨）

生产企业	装置地点	产能（万吨）	上游配套	2024 年新增产能（万吨/年）
英威达	上海	40	丁二烯法己二腈	二季度新增 20 万吨/年
平煤神马	河南平顶山、江苏南通、上海、福建福州	30	己二酸	上海神马 6 月新增 2 万吨/年，神马帘子布 7 月新增 4 万吨/年
华峰集团	重庆、浙江温州	23	己二酸法己二腈、己二酸	-
瑞泰科技	宁夏中卫	6	己内酰胺法己二腈	3 月新增 2 万吨/年
江苏华洋	江苏南通	5	无	-
天辰齐翔	山东淄博	5	丁二烯法己二腈	-
辽阳兴家	辽宁辽阳	4	无	-
安徽昊源	安徽阜阳	4	己二酸	9 月新增 4 万吨/年
烟台华润	山东烟台	4	无	7 月新增 4 万吨/年
杭州帝凯	浙江杭州	3	无	-
优纤科技	辽宁丹东	1.6	无	-
浙江新力	浙江瑞安	1.5	无	-
辽宁银珠	辽宁营口	1.4	无	-
沧州安耐吉	河北沧州	0.7	无	-
合计		129.2	-	

资料来源：中国化信，信达证券研发中心

表 9：2025-2028 年国内 PA66 新增产能（万吨）

企业	产能（万吨）	预计投产时间
山东隆华新材料股份有限公司	108	2028-01
旭阳集团有限公司	60	2027-01
荣盛石化股份有限公司	50	2025-05
合计	218	

资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

综上，从供给角度看，锦纶纤维行业中低端产能竞争充分，未来锦纶丝仍处于产能放量周期，龙头具备规模化和高端化产品协同优势，高端化和差异化布局或成为行业竞争的核心壁垒。

从需求角度看，目前我国锦纶纤维在传统合成纤维中消费占比仍有较大提升空间，同时近年来伴随户外运动兴起和政策刺激，叠加锦纶纤维与户外用品消费弹性系数上行，未来在户外运动渗透率提升背景下，锦纶纤维需求空间广阔，高端化、差异化产品供需格局持续向好。

从原料角度看，由于锦纶丝产品价格和切片价格波动高度接近，而原料端在供需关系趋宽、技术突破、国产化进程加速影响下，成本端价格中枢有望下移，叠加锦纶丝价格与成本传导关系顺畅，有望激发下游市场需求，进一步扩大锦纶产品在化纤板块的市占率，公司作为锦纶丝龙头具备先发优势，有望持续受益。

三、公司产业链持续升级，增强差异化竞争壁垒

3.1 技术+产能双轮驱动，公司发展动能强劲

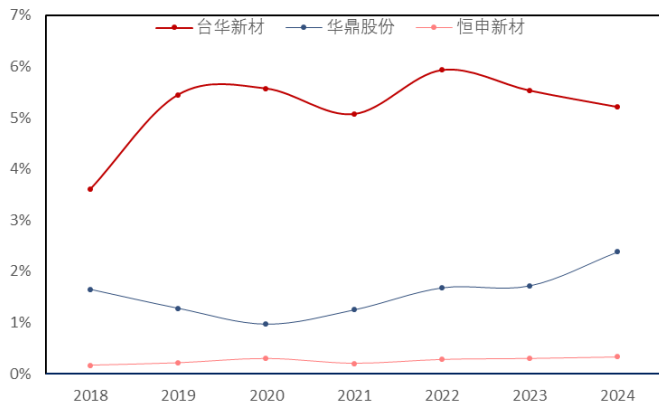
我们认为，公司的技术优势主要体现在研发模式、先发优势和研发投入三大方面。

在研发模式方面，公司利用与产业链后端即成品面料客户合作机会，及时反馈终端客户需求，并将研发推导至产业链前端进行联动研发，增强了研发有效性和适配度，并在此过程中能够有效强化客户粘性。

在先发优势方面，公司淮安一期产能采用国内首创的针对锦纶废弃物的万吨级以上化学法再生尼龙系统解决方案，将锦纶生产过程中的废丝、废料块、边角料、回收海洋渔网丝、回收锦纶服装等经过化学法解聚得到己内酰胺单体，利用己内酰胺重新聚合得到高品质纺丝级切片，后经熔融纺丝制备各种规格再生锦纶纤维，淮安一期项目的技术壁垒较高，为国内首套，在增量产能的技术布局方面存在先发优势。

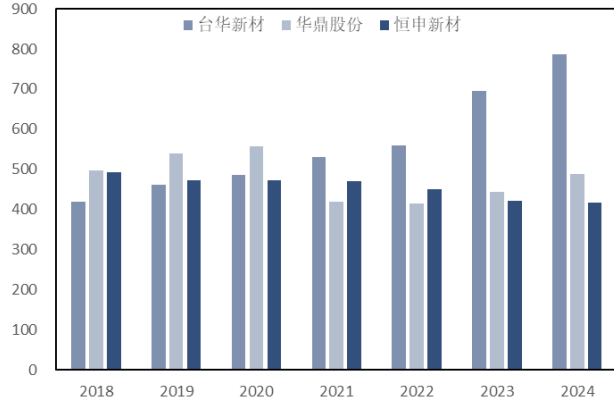
在研发投入方面，我们以台华新材、华鼎股份、恒申新材三家公司进行比较。从研发投入角度看，公司研发投入占比领先于同行上市公司，连续多年稳定在 5% 以上，其它同行上市公司主要在 3% 以下。从研发人员数量看，公司研发人员数量持续增长，2024 年研发人员数量达到 787 位，同比增长 13%。我们认为，公司持续加大研发投入能够较好适应下游客户对产品需求变化，增强客户粘性并持续打造竞争壁垒。

图 43：2018-2024 年公司与可比公司研发费用率对比（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：2018-2023 公司与可比公司研发人员数量对比（位）



资料来源：万得，信达证券研发中心

增量产能陆续落地，淮安基地助力公司发展更上一层。2021 年，公司与江苏省淮安市洪泽区人民政府签署投资协议书投资淮安项目，总投资不低于 120 亿元，项目分四期建设，计

划 5 年内建成，目前一期项目已经实现试生产，二期项目加快建设，待淮安项目产能持续释放后，有望逐步发挥公司的规模优势，并进一步强化公司在锦纶 66、再生锦纶等差异化产品的竞争优势，推动公司业绩持续释放。

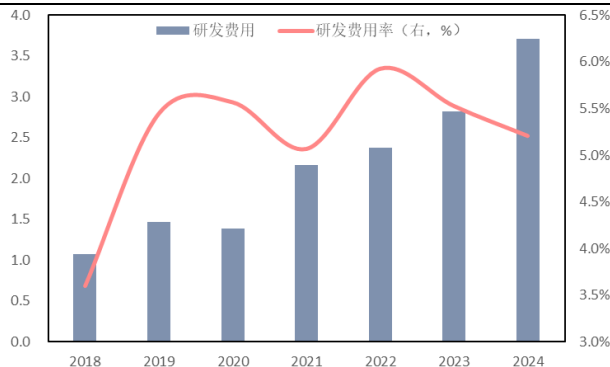
表 10：公司淮安基地未来产能建设情况

建设阶段	建设产能	预计投产时间
第一期	年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目和 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	2023 年投产
第二期	年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目、3 亿米锦纶坯布项目和 1 亿米染整项目	染整项目已进入试生产阶段
第三期	年产 20 万吨 PA6 差别化锦纶丝项目、3 亿米锦纶坯布项目和 1 亿米染整项目	推进中
第四期	年产 20 万吨 PA6 差别化聚合项目	推进中

资料来源：万得，信达证券研发中心

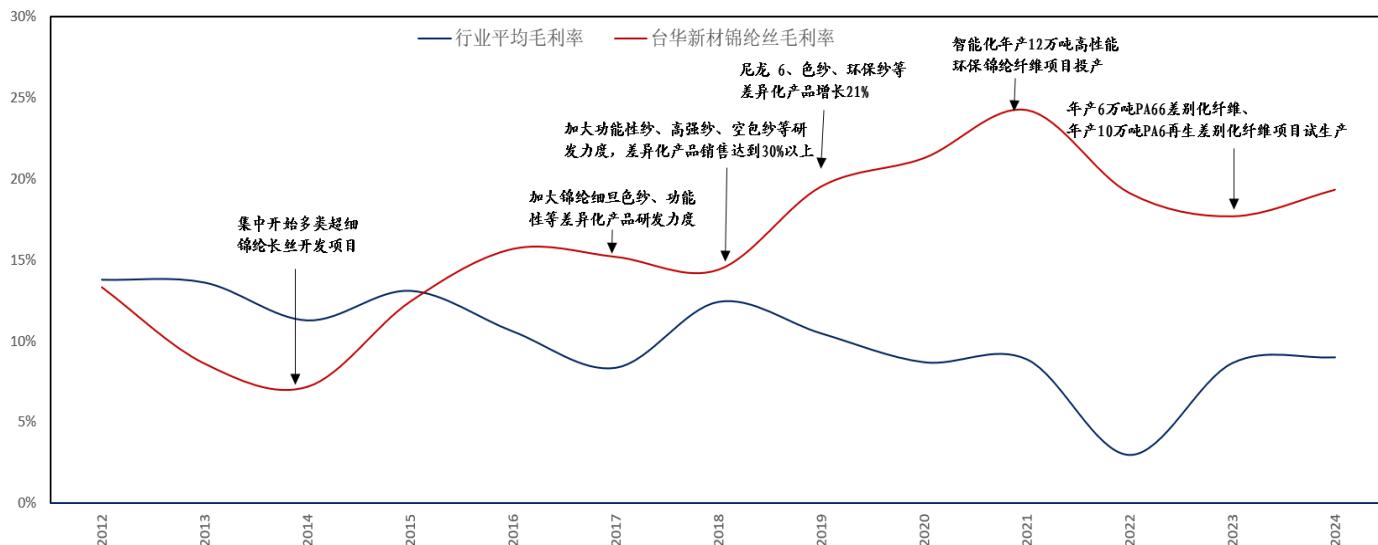
产业链升级或对冲行业周期波动。由于未来锦纶纤维扩能周期持续，我们认为，常规锦纶丝产品或面临更加激烈竞争，而高端化产品能够更好对冲行业周期波动，带来结构性的盈利增长。我们以锦纶 POY、DTY、FDY 均价和锦纶切片价格及加工费计算行业平均毛利率，从行业来看，近年来由于行业扩能持续，锦纶纤维毛利率呈现下行趋势。相较于行业下行的平均毛利率，由于公司持续加大研发投入，密集开展差异化、高端化产品的研发项目，因此在行业毛利率下行周期中，公司锦纶纤维毛利率逆势增长，近年来毛利率均保持在 15% 以上。

图 45：2018-2024 年公司研发费用及研发费用率（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 46：2012-2024 年锦纶丝行业平均毛利率和公司毛利率变化（%）

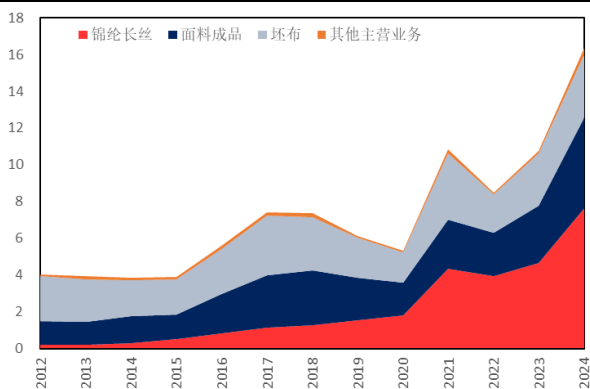


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 公司竞争内核强化，盈利放量周期有望来临

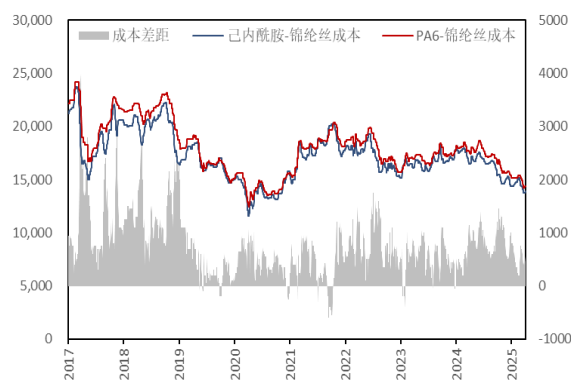
产业链向上游延伸，降本增效推动产品盈利中枢上行。从公司毛利分布看，近年来受益于增量产能释放，公司锦纶丝产品毛利占比逐步提升。考虑到公司淮安一期采用化学法解聚得到己内酰胺单体，再进一步聚合生产 PA6 切片及下游纺丝环节，根据百川盈孚数据，己内酰胺至 PA6 环节加工费用为 1000 元/吨，PA6 至锦纶丝加工费用为 2000 元/吨，在考虑了各环节单耗后测算己内酰胺至锦纶丝和 PA6 至锦纶丝二者的生产成本。从历史成本变化理论值来看，自 2017 年至今，己内酰胺至锦纶丝成本较 PA6 至锦纶丝成本优化幅度平均约 4%，我们以 2025 年 4 月的平均成本差距测算，即单吨 619 元成本优化，相较于外购 PA6 切片的工艺路线，公司年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目，在满产满销状态下有望实现 0.61 亿元的利润增量。

图 47：2012-2024 年公司各板块毛利分布情况（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

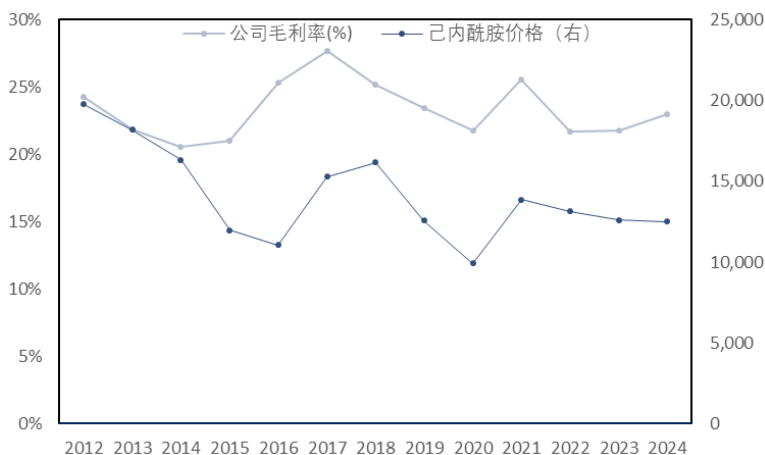
图 48：2017-2025 年己内酰胺与 PA6 为原料生产锦纶丝成本及成本差距（元/吨，元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

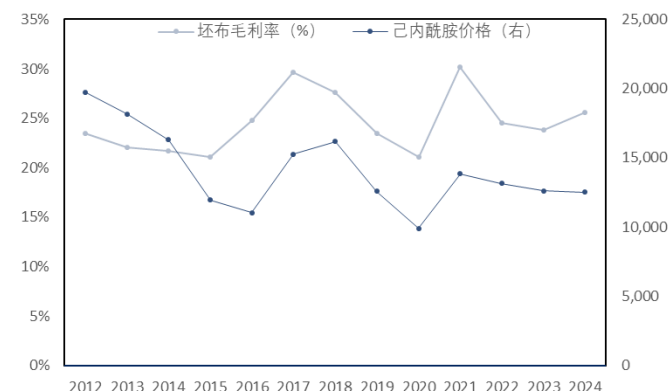
公司自身竞争实力强化有望穿越原料变化周期。从历史趋势看，公司历史整体毛利率和原料己内酰胺价格变化较为一致，主要系公司毛利贡献中坯布和面料合计占比相对更高，而二者历史毛利率变化与上游己内酰胺价格变化较为一致。2018 年公司成立了市场部和成衣设计研发中心，推动公司从制造型企业向服务型企业转变，全产业链的整体开发赋予产品附加值提升。近年来虽上游己内酰胺原料跌价，但公司坯布、面料产品毛利率仍稳步增长。我们认为，公司受益于差异化竞争优势，使公司从产品链向价值链转型，或推动其产品穿越原料变化周期。

图 49：2012-2024 年公司毛利率与己内酰胺价格（%，元/吨）



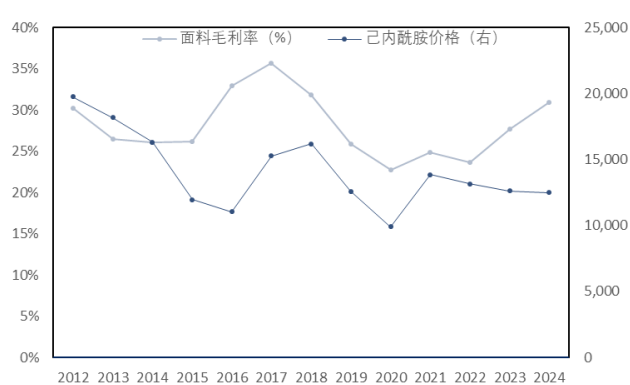
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 50: 2012-2024 年公司坯布毛利率与己内酰胺价格(%, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

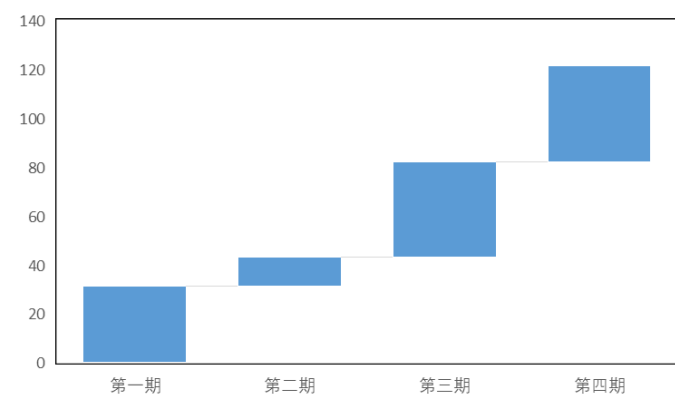
图 51: 2012-2024 年公司面料毛利率与己内酰胺价格(%, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

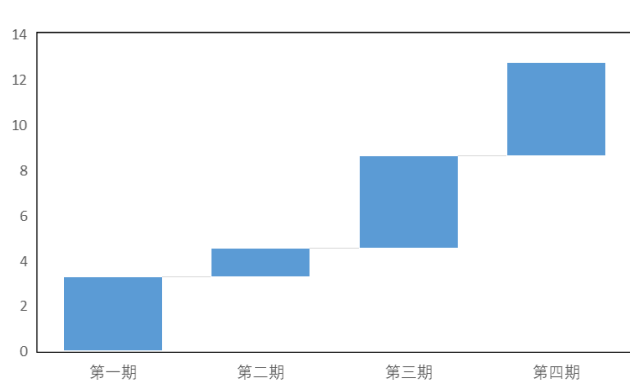
淮安项目放量在即, 有望推动公司盈利高增。由于公司历史毛利率变化相对较稳定, 我们以公司 2024 年产品平均销售价格、毛利率、期间费用等指标进行淮安项目预期盈利测算, 考虑到锦纶丝下游还有坯布、面料环节, 近年来锦纶丝是公司产品的毛利率底, 根据我们测算, 在不考虑下游面料坯布的更高附加值环节, 仅从锦纶丝增量产能满产满销测算, 假设锦纶丝产品毛利率 20%, 平均期间费用率 6%, 所得税 25%, 根据我们测算结果, 预计公司四期项目满产后有望分别实现收入 31 亿元、12 亿元、39 亿元和 39 亿元, 实现净利润 3.29 亿、1.23 亿、4.11 亿和 4.11 亿。公司淮安项目一期已经在 2023 年实现投产, 二期染整项目已于 2025 年 5 月进入试生产阶段。

图 52: 公司淮安项目四期营业收入增量预测 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

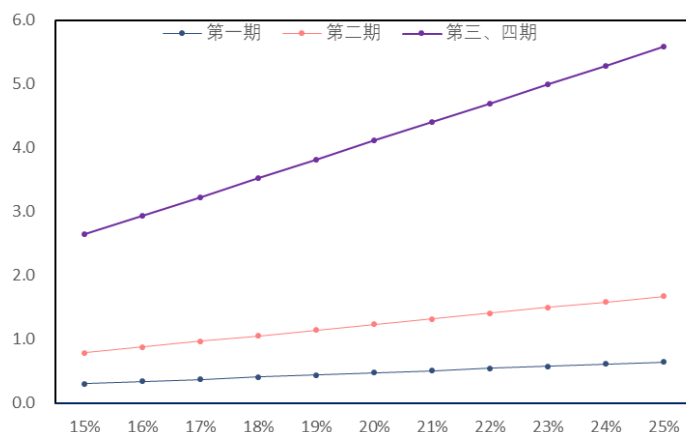
图 53: 公司淮安项目四期净利润增量预测 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

淮安项目盈利安全边际较高, 业绩放量可期。自 2016 年以来, 公司锦纶丝底部毛利率水平约 15%, 高值超过 24%, 在不考虑坯布和面料盈利贡献的情景下, 针对锦纶丝毛利率变化做盈利敏感性测试。根据我们测算结果, 在历史底部毛利率 (即 15%) 假设下, 淮安一期至四期的锦纶丝产品利润增量有望分别达到 2.11、0.79、2.64 和 2.64 亿元, 根据我们测算, 2024 年公司淮安一期项目综合开工率约 85.5%, 从短期时间维度看, 假设未来淮安一期、二期锦纶丝全面满产, 在锦纶丝底部毛利率假设下, 较 2024 年的利润增量约为 1.10 亿元, 相较于 2024 年扣非净利润增量约 18%; 而在自 2016 年以来的平均锦纶丝毛利率假设下, 假设一二期锦纶丝产能爬满, 较 2024 年的利润增量约 1.59 亿元, 相较于 2024 年扣非净利润增量约 27%, 淮安项目盈利安全边际较高, 业绩放量可期。

图 54：不同锦纶丝毛利率假设下淮安项目锦纶丝产能未来盈利增量敏感性测试（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心，注：淮安一期项目 2024 年综合开工率已达到 85.5%，盈利增量为 85.5% 开工率提升至 100% 的假设前提

3.3 绿色革命产品推动可持续发展，公司结构性机遇来临

化学法再生锦纶技术全球领先，有望切入下游增量市场。公司再生锦纶产品主要围绕 PRUECO 系列产品，PRUECO 尼龙循环计划起始于 2016 年；2018 年，以物理法回收废旧尼龙纱线制成的 PRUECO 再生尼龙项目走向市场并持续增产；2023 年，嘉华尼龙突破 PRUECO OCEAN 全球首创化学法回收海洋再生技术，利用纺织废弃物与渔网缆绳等海洋废弃物为原料循环生产再生锦纶纤维。2024 年 10 月，公司旗下化学回收产品 PRUECO 已获得 GRS（全球回收标准）认证，成为全球首个化学回收法绿色产品认证，而目前 ZARA、H&M 等快时尚巨头强制要求供应商通过 GRS 认证，公司锦纶 GRS 认证率先完成，未来有望实现增量市场产品切入和海外市场拓展。

图 55：PRUECO 化学法再生纤维产业链



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 56：PRUECO 化学法再生纤维能耗节约水平



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

服装品牌加码再生锦纶，公司产品顺应下游需求结构转变。当前受减碳目标、可持续发展等多因素影响，各大国内外服装品牌出台了一系列再生材料的应用战略，旨在实现原材料的可持续性，推动产品的可持续发展。我们认为，考虑到未来服装各大服装品牌推动可持续发展，其对供应链的可持续性或将提出更高要求，部分非再生或不满足可持续的供应商或将出清。公司已获得 GRS、OBP、Oeko-tex 等多种再生产品认证，作为拥有物理法和化学法生产再生锦纶纤维的龙头企业，有望进入更多下游品牌商的供应链，顺应下游需求结构转变，带来

再生锦纶丝的增量市场突破。

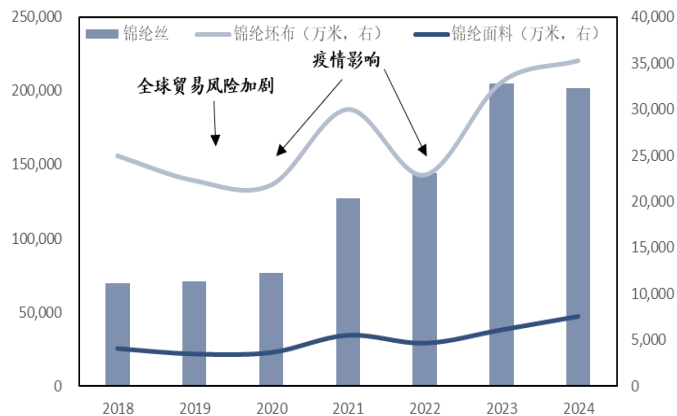
表 11：部分服装品牌加码再生纤维的主要举措

品牌	主要举措
迪卡侬	打造全新循环商业模式，每一款产品都充分考虑环境影响，从产品设计到生产工艺革新，采用再生材料，减少对环境的影响
安踏	2030 年实现 50%再生纤维产品
优衣库	2030 年前将全部服装 50%的面料替换为环保的再生面料。自 2023 年起优衣库摇粒绒面料已 100%由再生材料制成。
耐克	标有“可持续材料”的服装至少含有 50%可回收材料
阿迪达斯	2019 年春季服装系列已有 41%的生产原材料为再生材料，2024 年实现原材料 100%可持续性;2020 年开始要求供应链使用海洋纱，实施供应链海洋纱 OBP(Ocean bound plastic)认证采购。
ZARA	2020 年实现 100%绿色环保采购，GRS 认证成为 ZARA 采购的门槛证书，2025 年将实现原材料 100%可持续性。
H&M	2030 年前实现原材料 100%使用回收料，以实现可持续发展目标。

资料来源：迪卡侬官网，纺织服装周刊，ESTS 泛标，观研天下，信达证券研发中心

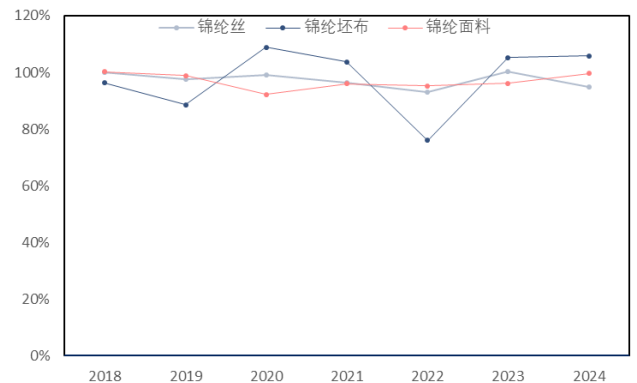
公司渠道客户开拓能力持续提升，下游客户丰富度逐渐增强。从产品销售量角度看，在新增产能逐步落地后，公司近年来锦纶长丝、坯布、成品面料产品销售量呈现上升趋势，历史产销率也接近 100%。从下游客户结构看，迪卡侬是公司稳定的头部品牌，公司与其保持良好的合作关系，近年来公司前五大客户占比有所下滑，我们认为，伴随公司新增产能落地后，减少了对单一客户的依赖，可避免因大客户流失或订单骤减引发的业绩剧烈波动，有效分散经营风险，增量客户拓展能力有望提升。

图 57：2018-2023 年公司锦纶产品销售量（万吨，万米）



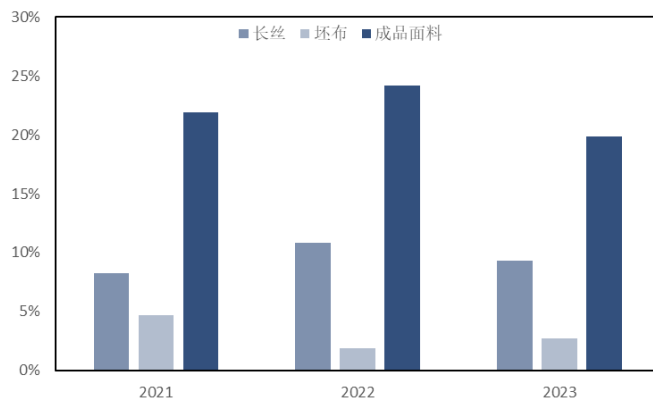
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 58：2018-2024 年公司锦纶产品产销率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

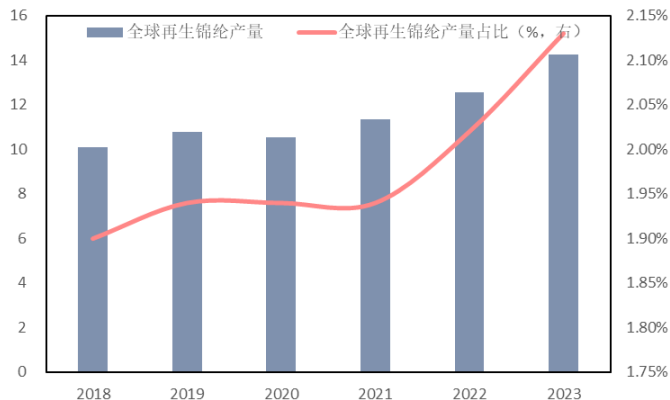
图 59：2021-2023 年不同锦纶产品前五大客户占比（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

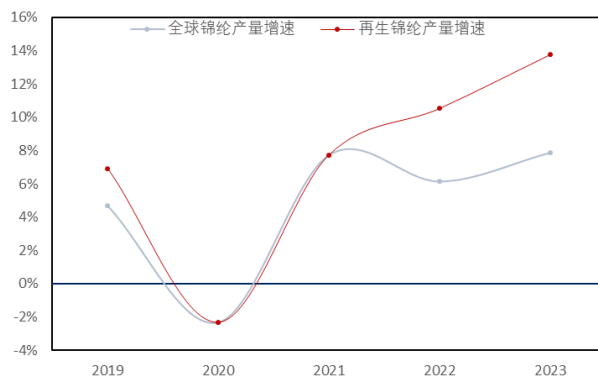
技术突破或推动产品渗透率提升，公司再生纤维市场空间广阔。根据 Textile Exchange 数据，2023 年全球锦纶纤维产量为 670 万吨，其中再生锦纶纤维产量 14 万吨，占比仅有 2% 左右。长期以来，再生锦纶纤维产量占比一直保持较低水平，主要由于技术壁垒、原料质量限制、产品可用性等多因素影响，由于产量基数小，近年来产量增速较快。公司首创化学法回收海洋再生技术，有望实现技术突破带来的渗透率提升。

图 60: 2018-2023 年全球再生锦纶产量及占比（万吨，%）



资料来源: Textile Exchange, 信达证券研发中心

图 61: 2019-2023 年全球锦纶及再生锦纶产量增速 (%)



资料来源: Textile Exchange, 信达证券研发中心

从未来再生锦纶纤维增量空间看，根据国家发改委政策，到 2025 年废旧纺织品再生纤维产量达到 200 万吨，到 2030 年废旧纺织品再生纤维产量达到 300 万吨。我们以 2024 年合成纤维产量为基准，200 万吨目标再生纤维产量约占 2024 年国内合成纤维产量 3%。在不考虑库存情况下，全球锦纶纤维产量约等于消费量，我们参照国内的再生纤维发展目标，结合近年来全球再生锦纶产量占比年均增长 0.1pct，假设 2030 年全球再生锦纶纤维产量占比达到 3%，以 2023 年数据基准，则对应全球再生锦纶理论需求量超过 20 万吨，相较于 2023 年增长约 41%；若再生锦纶纤维产量占比达到 5%，则较 2023 年再生锦纶需求增长超过 130%，我们认为，未来伴随技术突破与产品渗透率提升，再生锦纶纤维需求增量空间广阔。

表 12: 不同产量渗透率假设下的全球再生锦纶理论需求空间测算

全球再生锦纶渗透率假设	3%	4%	5%	6%	7%
全球再生锦纶理论需求 (万吨)	20.1	26.8	33.5	40.2	46.9
较 2023 年增长	41%	88%	135%	182%	229%

资料来源: Textile Exchange, 信达证券研发中心

综上，我们认为公司未来增长动能主要来自两方面，一是淮安四期产能陆续落地后带来的产销放量，叠加公司差异化产品布局下，高附加值产品占比有望持续提升，价量双击背景下带来的业绩增量；二是公司再生锦纶纤维具备技术先发优势，符合下游品牌商供应链转型趋势，而公司也在从制造型企业向服务型企业转变，通过和下游用户协同开发、快速响应等机制，走高端化、差异化路线，助力产品盈利穿越周期，也有望切入更多头部品牌实现产品市占率提升，叠加再生锦纶增量空间广阔，进一步构筑核心竞争壁垒。

四、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 1、原材料成本假设：我们以油价为假设基础，假设 2025-2027 年原油均价分别为 75、72、70 美元/桶；根据原油价格假设，结合石脑油加工费、纯苯加工费、己内酰胺加工费及单耗，计算 PA6 切片价格，进而推算出锦纶纤维单吨成本。
- 2、非原材料成本假设：根据历史制造费用、人工费用、销售量等数据，计算历史单吨非原料成本，根据历史平均非原料成本测算 2025-2027 年非原料成本。
- 3、锦纶丝价格假设：根据公司历史锦纶丝营业收入、锦纶丝销售量计算单吨锦纶丝平均销售价，结合历史行业锦纶丝均价，计算公司锦纶丝产品溢价，根据历史平均溢价、行业锦纶丝-切片单吨价差、切片原料成本计算公司 2025-2027 年锦纶丝单吨销售价格。
- 4、毛利率假设：锦纶丝毛利率根据预测价格及成本计算，坯布和面料毛利率根据历史毛利率做假设，2025-2027 年公司坯布假设毛利率均为 27%，面料毛利率假设分别为 31%、32%、33%。
- 5、新增产能假设：假设未来淮安基地增量产能线性爬坡，2025 年淮安一期实现满产、2026 年淮安二期贡献产能、2027 年淮安三期贡献产能。
- 6、产能利用率及产销率假设：假设公司满产满销，产能利用率和产销率均为 100%。
- 7、其它假设：所得税率 25%、增值税率 13%。

估值与投资评级

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.55、10.66 和 12.88 亿元，同比增速分别为 17.8%、24.7%、20.8%，EPS（摊薄）分别为 0.96、1.20 和 1.45 元/股，按照 2025 年 6 月 30 日收盘价对应的 PE 分别为 9.51、7.62 和 6.31 倍，PE 估值低于可比公司平均。考虑到公司受益于自身产品差异化定位及未来增量产能带来的盈利空间增长，2025-2027 年公司业绩空间有望打开，给予公司“买入”评级。

表 13：台华新材盈利预测

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,094	7,120	7,812	8,975	10,555
增长率 YoY %	27.1%	39.8%	9.7%	14.9%	17.6%
归属母公司净利润 (百万元)	449	726	855	1,066	1,288
增长率 YoY%	67.2%	61.6%	17.8%	24.7%	20.8%
毛利率%	21.8%	23.0%	23.0%	24.4%	24.9%
净资产收益率 ROE%	10.1%	14.5%	15.3%	16.8%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.82	0.96	1.20	1.45
市盈率 P/E(倍)	18.10	11.20	9.51	7.62	6.31
市净率 P/B(倍)	1.83	1.63	1.45	1.28	1.12

资料来源：万得，信达证券研发中心，日期截至 2025 年 6 月 30 日

表 14: 可比公司估值表

公司名称	股价	EPS				PE			
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
聚合顺	11.19	0.95	1.29	1.65	1.98	11.73	8.67	6.78	5.64
华鼎股份	4.02	0.44	0.40	0.49	0.61	9.08	9.95	8.16	6.62
申洲国际	56.05	4.40	4.70	5.27	5.88	13.83	11.93	10.64	9.53
平均		0.70	0.85	1.07	1.30	11.55	10.18	8.53	7.26
台华新材*	9.09	0.82	0.96	1.20	1.45	13.59	9.47	7.59	6.28

资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 标*为信达证券研发中心预测, 其它可比公司为万得一致预期, 日期截至 2025 年 7 月 4 日

风险因素

纺服消费不及预期风险：下游终端纺服消费不及预期，或影响公司产品产销及价格，从而压低产品毛利率，使盈利端承压。

原材料价格大幅波动风险：原材料价格大幅波动，或带来公司存货大幅减值风险。

PA66 切片国产化进程不及预期风险：尽管当前 PA66 国产化布局加速，但若 PA66 切片国产化不及预期，导致公司 PA66 锦纶丝原料成本抬升，进而影响产品盈利。

公司产能投放不及预期风险：公司适时根据市场情况进行产能投放，若产能投放不及预期，或压缩公司盈利增量释放空间。

国际贸易争端导致的需求萎缩与原料价格高企风险：国际贸易争端或导致产品出口与原料进口带来双重不利影响，或打压产品需求与抬升产品成本，进而压缩盈利。

产品同质化竞争加剧风险：若行业同质化产能释放过快并抢占市场，公司产品溢价优势被削弱，或挤压产品盈利。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,226	5,120	6,031	7,027	8,676
货币资金	766	1,030	1,513	1,904	2,688
应收票据	116	126	141	162	191
应收账款	987	1,170	1,302	1,496	1,759
预付账款	65	97	120	136	159
存货	1,978	2,354	2,589	2,921	3,413
其他	315	342	366	409	467
非流动资产	6,334	6,665	7,606	8,680	9,412
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产(合计)	3,836	5,477	5,908	6,483	6,714
无形资产	340	382	382	382	382
其他	2,157	805	1,315	1,815	2,315
资产总计	10,560	11,785	13,637	15,707	18,088
流动负债	3,811	4,696	5,757	6,887	8,175
短期借款	762	1,591	2,391	3,191	3,991
应付票据	804	861	944	1,065	1,244
应付账款	1,240	963	1,336	1,507	1,762
其他	1,006	1,281	1,086	1,124	1,178
非流动负债	2,298	2,034	2,232	2,432	2,632
长期借款	1,537	1,231	1,431	1,631	1,831
其他	761	803	800	800	800
负债合计	6,110	6,730	7,989	9,319	10,807
少数股东权益	-2	55	55	55	55
归属母公司股东权益	4,452	5,000	5,594	6,333	7,226
负债和股东权益	10,560	11,785	13,637	15,707	18,088

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,094	7,120	7,812	8,975	10,555
同比(%)	27.1%	39.8%	9.7%	14.9%	17.6%
归属母公司净利润	449	726	855	1,066	1,288
同比(%)	67.2%	61.6%	17.8%	24.7%	20.8%
毛利率(%)	21.8%	23.0%	23.0%	24.4%	24.9%
ROE%	10.1%	14.5%	15.3%	16.8%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.82	0.96	1.20	1.45
P/E	18.02	11.15	9.47	7.59	6.28
P/B	1.82	1.62	1.45	1.28	1.12
EV/EBITDA	14.30	9.51	6.65	5.81	5.06

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,094	7,120	7,812	8,975	10,555
营业成本	3,984	5,484	6,013	6,784	7,927
营业税金及附加	42	56	62	71	83
销售费用	58	79	86	99	117
管理费用	223	215	236	272	319
研发费用	282	371	407	467	550
财务费用	76	131	76	100	124
减值损失合计	-73	-141	0	0	0
投资净收益	-2	1	1	1	1
其他	127	168	207	238	280
营业利润	481	812	1,139	1,421	1,716
营业外收支	-1	1	1	1	1
利润总额	480	813	1,140	1,422	1,717
所得税	32	87	285	355	429
净利润	449	726	855	1,066	1,288
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	449	726	855	1,066	1,288
EBITDA	958	1,400	1,785	2,148	2,509
EPS(当年)(元)	0.50	0.82	0.96	1.20	1.45

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	303	706	1,521	1,517	1,702
净利润	449	726	855	1,066	1,288
折旧摊销	362	449	568	625	668
财务费用	75	138	76	100	124
投资损失	2	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-679	-764	23	-274	-377
其它	95	158	0	0	0
投资活动现金流	-1,730	-682	-1,508	-1,699	-1,399
资本支出	-1,768	-666	-1,500	-1,700	-1,400
长期投资	60	0	0	0	0
其他	-22	-16	-9	1	1
筹资活动现金流	1,579	209	468	573	481
吸收投资	0	77	0	0	0
借款	1,332	524	1,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-171	-273	-339	-427	-519
现金流净增加额	154	239	483	390	784



研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

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，中国煤炭经济 30 人论坛专家成员，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。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

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。