

301149.SZ

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 12.51

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.9	9.8	14.7	53.5
相对深圳成指	17.1	3.5	3.8	21.4

发行股数 (百万)	430.00
流通股 (百万)	259.72
总市值 (人民币 百万)	5,379.30
3个月日均交易额 (人民币 百万)	107.86
主要股东	
韩志刚	33.99%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 8 月 6 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工：化学制品

证券分析师：徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

证券分析师：余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

隆华新材

聚醚行业优质标的，新材料业务成长可期

隆华新材是聚醚行业优质标的，产销量快速增长，同时公司聚醚胺和聚酰胺产品逐步进入产能释放期，看好公司聚醚产品优势产能的持续放量，以及新材料业务的广阔发展前景，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 软泡聚醚优质标的，经营业绩稳健。公司是国内专业的聚醚多元醇生产企业，截至 2024 年底，公司现有聚醚产能 97 万吨/年，另有 33 万吨/年聚醚项目在建，产能规模位居行业前列，其中 POP 产品获评山东省制造业单项冠军。韩志刚父子为公司实际控制人，合计持股比例为 52.23%。公司经营业绩向好，2019 年至 2024 年，公司营业收入 CAGR 为 22.65%，归母净利润 CAGR 为 12.93%。2025 年一季度公司实现营业收入 15.09 亿元，同比增长 11.52%，归母净利润 5712.47 万元，同比增长 19.52%。
- 聚醚行业拐点临近，头部企业有望获益。聚醚行业当前处于周期底部，但行业集中度逐步提升，国内竞争格局不断优化，同时海外出口快速增长，聚醚行业的全球竞争力明显提升。公司是国内头部聚醚企业，产品涵盖软泡聚醚、POP、CASE、高回弹等多个品类，公司聚醚装置采用连续化工艺路径，POP 产品技术指标优异，此外，公司单吨聚醚投资额低于聚醚行业平均水平，技术优势叠加规模效应构筑成本护城河，ROE 整体高于行业平均水平。未来随着聚醚行业景气度修复及新产能释放，公司盈利能力有望快速增长。
- 产品矩阵日益丰富，新材料成长空间广阔。公司现有聚醚胺产能 4 万吨，同时通过一期装置技改计划新增 6 万吨产能，未来产能有望增长至 10 万吨，聚醚胺作为聚醚下游产品，公司产业链一体化程度初步形成，未来抗风险能力有望增强，同时公司积极布局尼龙 66 产业链，远期目标产能达 108 万吨/年，截至 2025 年一季度，一期 4 万吨/年生产装置已进入试生产阶段，产品涵盖尼龙 66、长碳链尼龙、透明尼龙、高温尼龙等多个产品。公司产品种类逐步丰富，新材料业务成长空间广阔。

估值

- 隆华新材聚醚业务快速增长，同时新材料产品放量在即，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.88/3.14/5.14 亿元，对应当前市值，PE 分别为 28.6/17.1/10.5 倍，市净率分别为 2.6/2.3/2.0 倍，看好聚醚行业的景气度复苏，以及公司新材料的业务布局，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 原油等上游原料价格大幅波动的风险、安全生产风险、新项目投产进度不及预期的风险、聚醚行业落后产能退出不及预期风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	5,021	5,624	6,531	8,628	11,034
增长率(%)	58.5	12.0	16.1	32.1	27.9
EBITDA(人民币 百万)	328	181	266	459	710
归母净利润(人民币 百万)	248	171	188	314	514
增长率(%)	95.3	(30.9)	9.9	66.7	63.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.58	0.40	0.44	0.73	1.20
市盈率(倍)	21.7	31.4	28.6	17.1	10.5
市净率(倍)	2.9	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA(倍)	16.1	24.6	20.9	11.9	7.4
每股股息 (人民币)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	1.2	0.8	0.7	1.2	1.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

软泡聚醚优质标的，经营业绩稳健.....	5
1.1 深耕软泡聚醚行业 韩志刚父子为实控人	5
1.2 POP 为核心产品，聚醚胺及聚酰胺放量在即	6
1.3 营收规模提升，抗风险能力增强	6
聚醚行业复苏可期，头部企业有望受益.....	9
2.1 国内竞争格局优化，聚醚行业有望复苏	9
2.2 公司聚醚产能及销量快速增长，核心竞争力提升	12
2.3 聚醚行业景气度有望改善，头部企业或将受益	17
产品矩阵日益丰富，新材料业务空间广阔.....	18
3.1 端氨基聚醚延伸产业链，产业链抗风险能力提升	18
3.2 进军聚酰胺树脂，新材料业务未来可期	21
盈利预测及估值	24
主要风险因素	25

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 隆华新材发展历程.....	5
图表 2. 隆华新材股权结构.....	5
图表 3. 聚醚、聚醚胺、聚酰胺产业链.....	6
图表 4. 公司历年营业收入（2016 年-2024 年）.....	7
图表 5. 公司历年归母净利润（2016 年-2024 年）.....	7
图表 6. 公司分产品营收（2017 年-2023 年）.....	7
图表 7. 公司分产品毛利（2017 年-2023 年）.....	7
图表 8. 公司分产品毛利率（2017 年-2023 年）.....	7
图表 9. 公司费用率情况（2016 年-2024 年）.....	8
图表 10. 可比公司历年 ROE(加权)水平对比（2016 年-2024 年）.....	8
图表 11. 我国聚醚下游消费量（2019 年-2024 年）.....	9
图表 12. 聚醚消费结构（2024 年）.....	9
图表 13. 聚醚产品系列.....	9
图表 14. POP 下游消费结构（2024 年）.....	10
图表 15. 我国新能源汽车产销量（2016 年-2024 年）.....	10
图表 16. 我国聚醚产能及产量情况（2019 年-2024 年）.....	10
图表 17. 软泡聚醚开工率（2022 年 6 月-2025 年 6 月）.....	10
图表 18. 我国聚醚进出口情况（2019 年-2024 年）.....	11
图表 19. 我国聚醚主要出口国（2019 年-2024 年）.....	11
图表 20. 聚醚生产商产能情况（2024 年）.....	11
图表 21. 聚醚价格与环氧丙烷价格走势（2016 年-2025H1）.....	12
图表 22. 软泡聚醚-环氧丙烷价差（2016 年-2025H1）.....	12
图表 23. 公司聚醚板块主要产品及产能.....	13
图表 24. 公司聚醚板块现有及在建产能.....	13
图表 25. 公司聚醚产能（2020 年-2024 年）.....	13
图表 26. 公司聚醚产销量（2018 年-2024 年）.....	13
图表 27. 聚醚项目投资强度对比.....	14
图表 28. 可比公司聚醚业务毛利率（2020 年-2024 年）.....	14
图表 29. 公司 POP 工艺流程图.....	15
图表 30. 公司 POP 产品技术指标参数.....	15
图表 31. 公司专利数量（2015 年-2024 年）.....	16
图表 32. 国内 POP 产能分布.....	16
图表 33. 公司汽车领域部分下游客户.....	16
图表 34. 公司分地区营收（2018 年-2024 年）.....	17

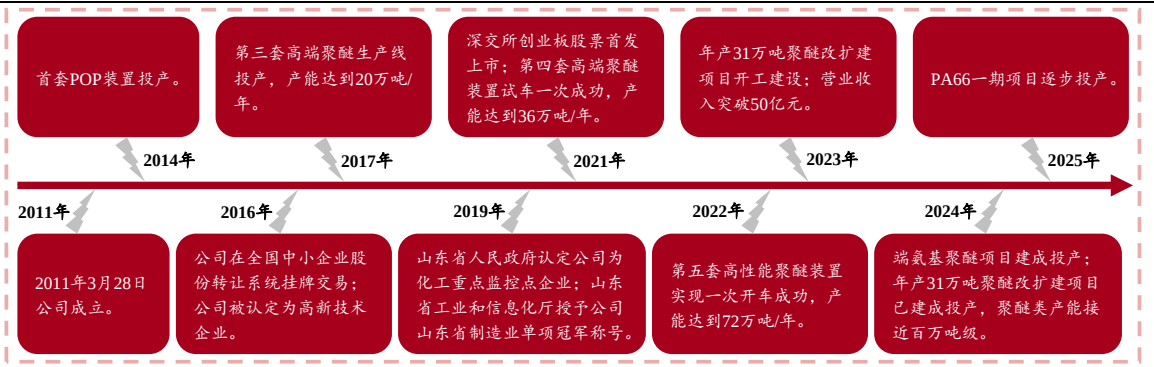
图表 35. 公司分地区毛利率（2018 年-2024 年）	17
图表 36. 端氨基聚醚工艺流程图	18
图表 37. 聚醚胺工艺路线对比	18
图表 38. 聚醚胺下游消费结构（2024 年）	19
图表 39. 我国聚醚胺生产能力占比（2024 年）	19
图表 40. 我国风电新增吊装容量走势（2017 年-2030E）	19
图表 41. 我国聚醚胺销售规模（2016 年-2025E）	20
图表 42. 我国风力发电用聚醚胺需求量（2017 年-2025E）	20
图表 43. 全球聚醚胺产能统计（2024 年）	20
图表 44. 特种尼龙主要类别、性能、应用情况	21
图表 45. 我国尼龙产量情况（2020 年-2024 年）	21
图表 46. 我国尼龙 66 消费结构（2024 年）	21
图表 47. 国内部分尼龙 66 在建及拟建项目（2025 年 2 月）	22
图表 48. 公司尼龙产品技术指标参数	23
图表 49. 分产品盈利预测	24
图表 50. 可比估值分析	24
利润表(人民币 百万)	26
现金流量表(人民币 百万)	26
财务指标	26
资产负债表(人民币 百万)	26

软泡聚醚优质标的，经营业绩稳健

1.1 深耕软泡聚醚行业 韩志刚父子为实控人

山东隆华新材料股份有限公司是国内专业的聚醚多元醇产业规模化生产企业。公司成立于 2011 年 3 月，专注于高性能、环保型聚醚的研发、生产与销售。2021 年 11 月，公司在深交所创业板上市，截至 2024 年末，公司构建了软泡聚醚、端氨基聚醚、聚酰胺树脂等多层次的产品体系，是一家迅速崛起的化工新材料优质标的。

图表 1. 隆华新材发展历程

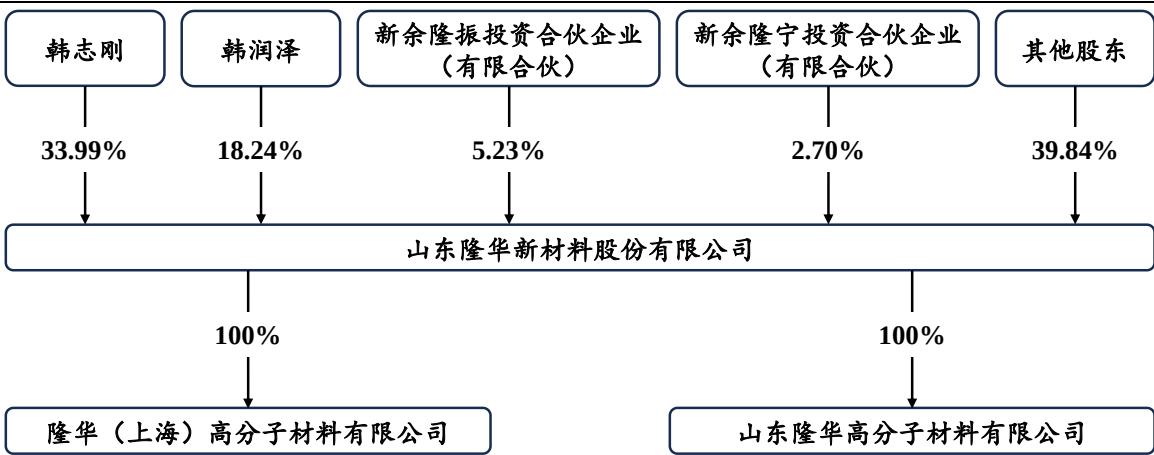


资料来源：公司官网，中银证券

公司股权结构稳定，韩志刚父子为公司实际控制人。韩志刚自 2011 年 5 月至 2013 年 5 月任隆华有限执行董事兼总经理，2013 年 5 月至 2015 年 11 月任隆华有限公司总经理，2015 年 11 月至今任公司董事长，直接持有公司 33.99% 股份，韩志刚之子及其一致行动人韩润泽直接持有公司 18.24% 股份，韩志刚父子合计持股 52.23%。

公司下属 2 家全资子公司：山东隆华高分子材料有限公司、隆华（上海）高分子材料有限公司。前者于 2022 年设立，可研发和生产多种尼龙 66 纤维级树脂产品、尼龙 66 工程塑料树脂产品和特种尼龙树脂产品；后者于 2024 年设立，拟从事改性尼龙、改性聚酯、工程化聚烯烃等项目。

图表 2. 隆华新材股权结构



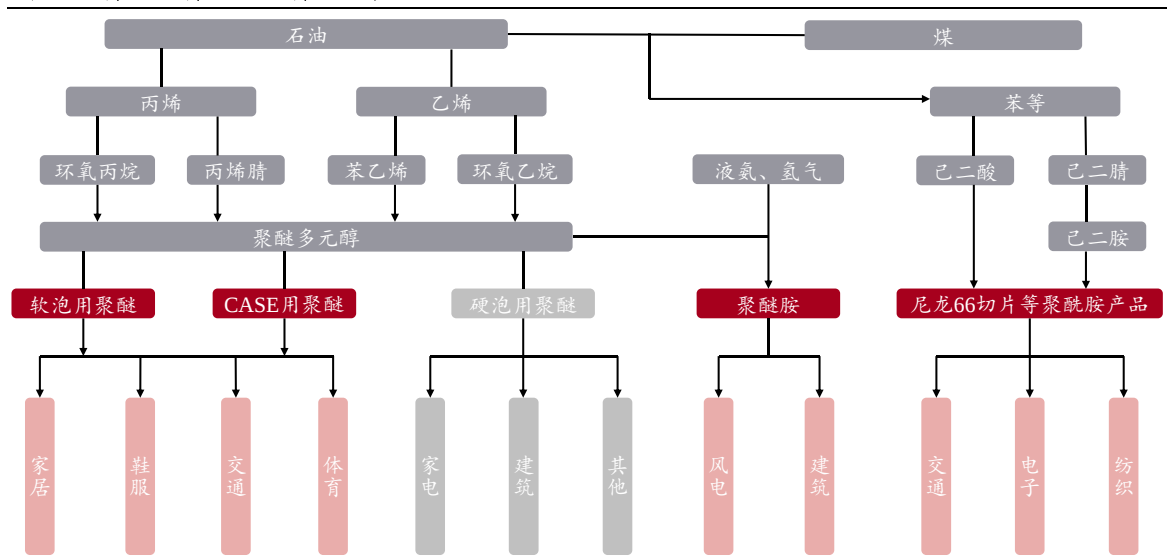
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股权结构为 2025 年一季度报告数据

1.2 POP 为核心产品，聚醚胺及聚酰胺放量在即

公司主要从事聚醚系列产品的研发、生产与销售，具体包括：（1）通用软泡聚醚，即以环氧丙烷、环氧乙烷为主要原料，使用 DMC 或 KOH 作为催化剂进行聚合、精制，精制方法分为间歇法和连续法；（2）POP 聚醚，即以通用软泡聚醚为母体，加入苯乙烯、丙烯腈等原料，采用连续法接枝聚合制得；（3）CASE 用聚醚，即以环氧丙烷为主要原料，采用与通用软泡聚醚相似的生产工艺。其中，POP 为公司核心优势产品，公司研发团队通过对生产工艺流程的改进，成功生产出具有遇水不凝胶、低粘度、高固含量、低 VOC、高白度等性能的 POP 产品，大幅提升了技术指标。公司自主研发的 POP 技术无需脱除链转移剂，提高了生产效率，该关键工艺属国内首创，填补国内空白。此外，公司还布局了端氨基聚醚和聚酰胺树脂等新材料产品，公司投资建设的年产 8 万吨端氨基聚醚项目一期已于 2024 年 5 月建成，并逐步释放产量，公司聚酰胺树脂涵盖尼龙 66、长碳链尼龙（生物基）、透明尼龙、高温尼龙等产品，尼龙 66 一期项目中年产 4 万吨生产装置正在进行产品验证及市场推广，尼龙 66 一期项目中年产 8 万吨生产装置正在建设中。

图表 3. 聚醚、聚醚胺、聚酰胺产业链

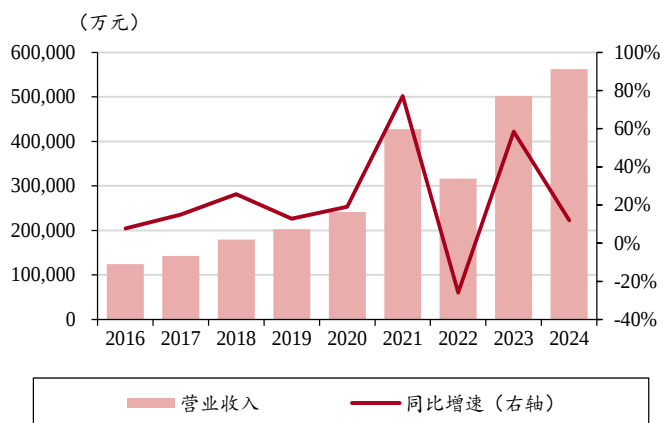


资料来源：公司招股书，百川盈孚，化工新材料，中银证券

1.3 营收规模提升，抗风险能力增强

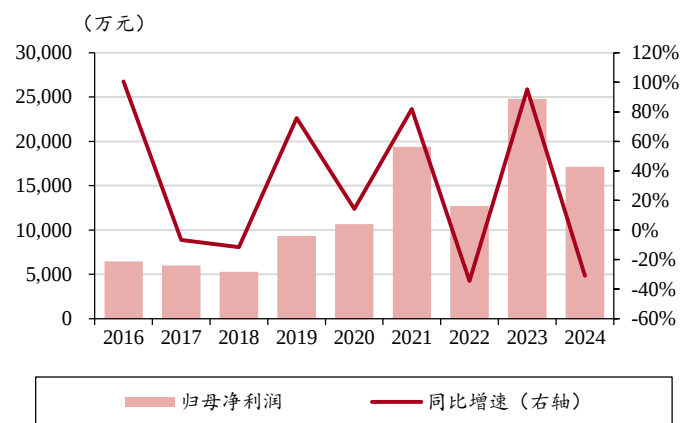
公司经营业绩稳健。从 2019 年至 2024 年，公司业绩呈现波动上升趋势，营业收入从 20.26 亿元增长至 56.24 亿元，CAGR 为 22.65%，归母净利润从 0.93 亿元增长至 1.71 亿元，CAGR 为 12.93%。2025 年一季度公司实现营业收入 15.09 亿元，同比增长 11.52%，归母净利润 5712.47 万元，同比增长 19.52%。2021 年营业收入和归母净利润实现大幅提升，同比分别增长 77.20%、81.91%，主要是由于 36 万吨/年聚醚多元醇扩建项目投产，以及海外市场拓展，推动产销量大幅增加。2024 年 8 月，年产 31 万吨聚醚装置改扩建及节能提升项目已全流程贯通并顺利产出合格产品。截至 2024 年年末，公司聚醚产能已达到 97 万吨/年，此外，公司投资建设的年产 33 万吨聚醚多元醇扩建项目于 2025 年 1 月开工建设，预计于 2026 年 6 月建成投产。未来随着公司聚醚产能稳步扩张，营业收入和归母净利润有望稳步提升。

图表 4. 公司历年营业收入 (2016 年-2024 年)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

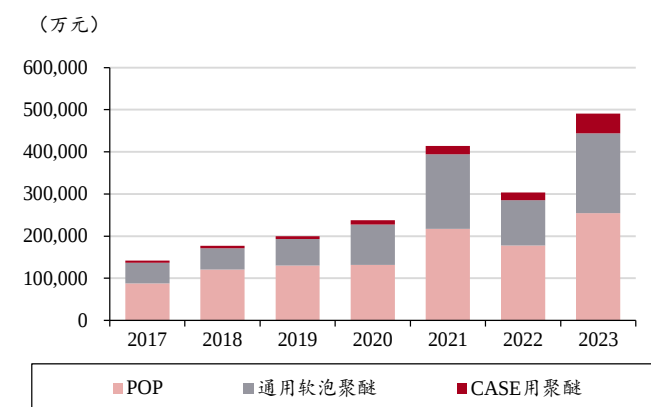
图表 5. 公司历年归母净利润 (2016 年-2024 年)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

POP 产品为隆华新材核心产品。2024 年公司实现营业总收入 56.24 亿元, 其中上半年, POP、通用软泡聚醚 CASE 用聚醚分别实现收入 12.66 亿元、11.11 亿元、2.44 亿元, 占比分别为 45.59%、40.01%、8.78%。2018 年-2023 年公司 POP 的营收占比在 50% 以上, 贡献公司主要收入来源; 2024 年上半年, POP 的营收占比为 45.59%。2018 年-2023 年公司毛利率相对稳定, 维持在 7% 左右, 其中 POP 对毛利贡献度最高, 毛利占比达 50% 以上。2024 年, 由于聚醚市场竞争激烈, 叠加公司在聚醚胺、尼龙系列等新产品方面仍处于开拓阶段, 整体毛利率同比减少 3.54 pct 至 4.07%。

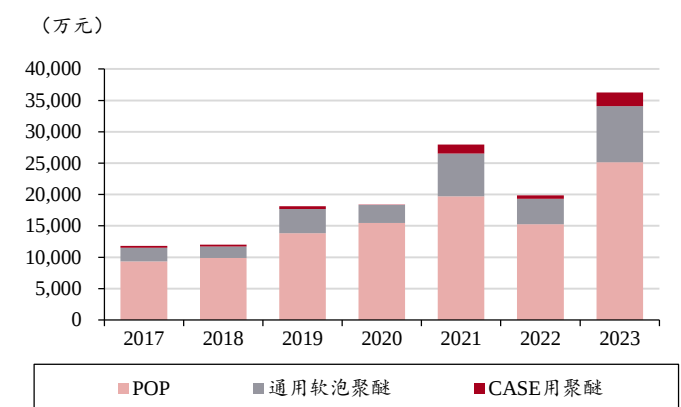
图表 6. 公司分产品营收 (2017 年-2023 年)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

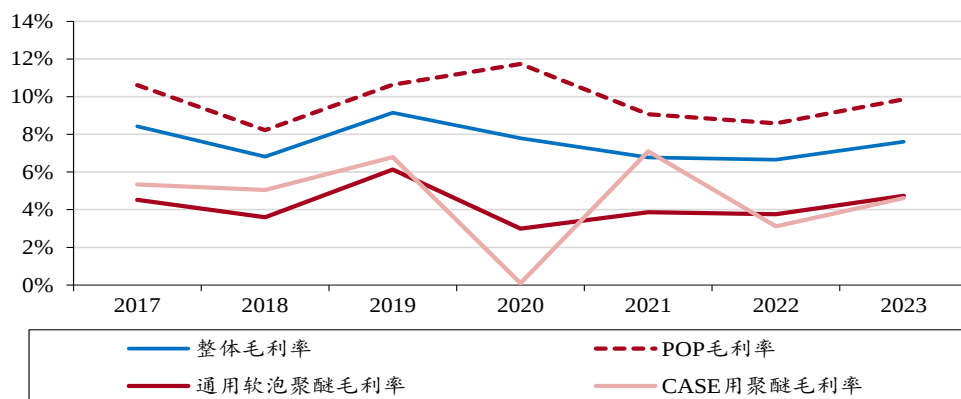
注: 公司未披露 2024 年分产品数据, 下同

图表 7. 公司分产品毛利 (2017 年-2023 年)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

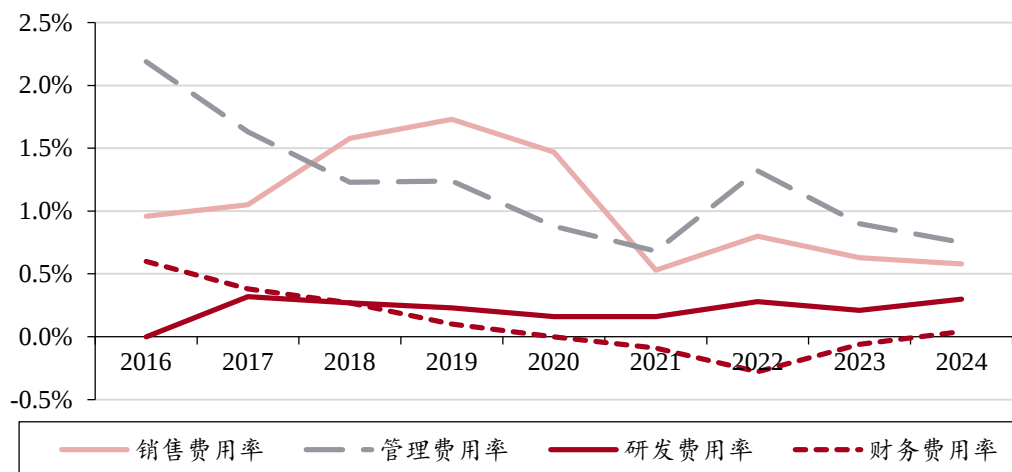
图表 8. 公司分产品毛利率 (2017 年-2023 年)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

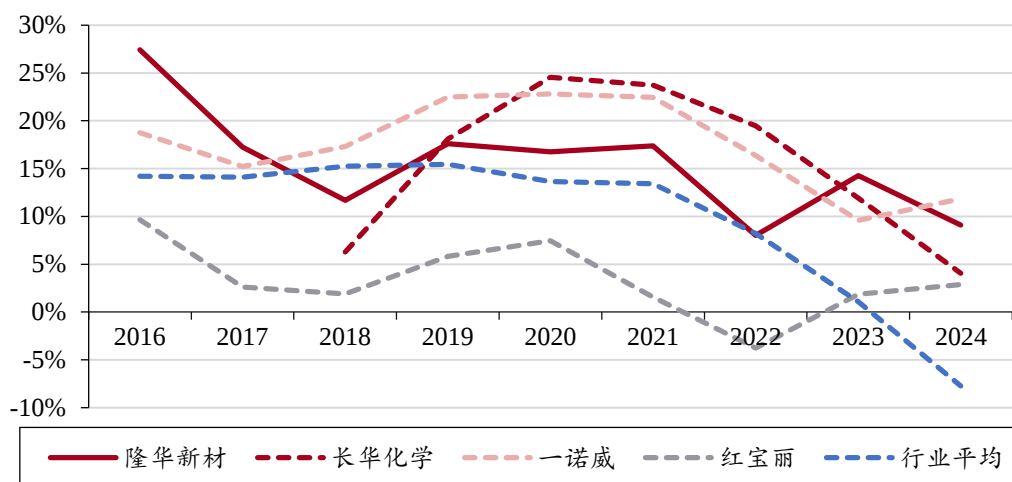
公司精益管理能力突出，ROE 维持稳定。2016 年-2019 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率四者之和的平均值为 3.45%，2020 年以后，随着公司改进聚醚制备方法以及提高生产自动化程度等措施，整体费用率明显走低。2024 年，公司期间费用率为 1.67%，同比降低 0.01 pct，规模效应推动管理费用率降低 0.15 pct。在充分竞争的聚醚行业，公司依托精益管理和产品品质优势，ROE 保持稳定。

图表 9. 公司费用率情况（2016 年-2024 年）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 10. 可比公司历年 ROE(加权)水平对比（2016 年-2024 年）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：行业平均值取隆华新材所属申万三级子行业：其他化学制品平均值

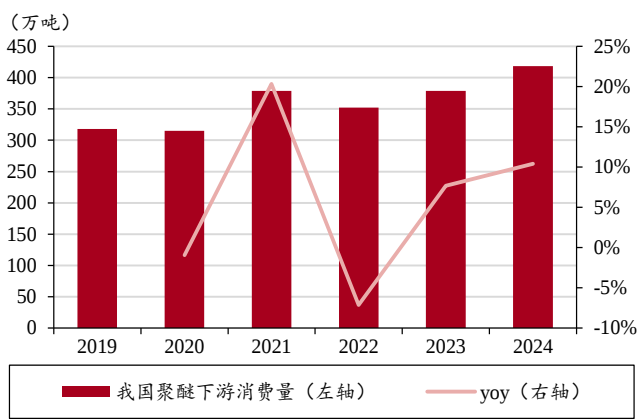
聚醚行业复苏可期，头部企业有望受益

2.1 国内竞争格局优化，聚醚行业有望复苏

聚醚是分子末端含两个或两个以上羟基、分子主链由醚键组成的低聚物，通常由起始剂与环氧乙烷、环氧丙烷开环均聚或共聚而成。根据产品结构以及应用领域的差异，聚醚可以分为通用软泡聚醚、硬泡聚醚、POP、CASE 用聚醚、高回弹聚醚等。根据隆华新材年报，POP 和高回弹聚醚消费量快速增长，2024 年同比分别增长 13.26%和 21.30%。

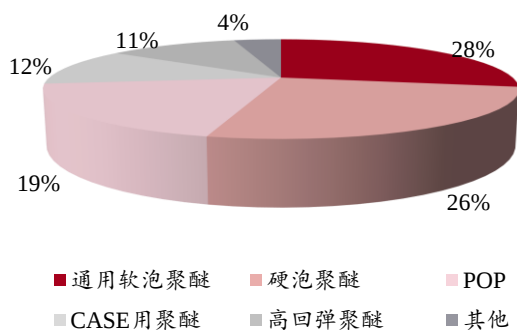
我国聚醚消费量增长。根据和君咨询及长华化学 2024 年年报的统计数据，2019 年-2024 年，我国聚醚下游消费量年均复合增速为 5.65%。根据卓创资讯及长华化学 2024 年年报预测，预计 2029 年聚醚下游消费量有望达到 455 万吨，较 2024 年增长 8.72%。

图表 11. 我国聚醚下游消费量（2019 年-2024 年）



资料来源：长华化学 2024 年年报，和君咨询，中银证券

图表 12. 聚醚消费结构（2024 年）



资料来源：聚氨酯联盟网，中银证券

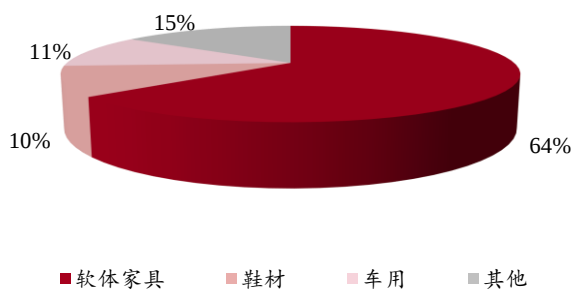
图表 13. 聚醚产品系列

产品种类	产品特性	主要用途
普通 POP	该类产品主要由聚醚多元醇和苯乙烯、丙烯腈聚合物两部分构成。产品固含量（苯乙烯丙烯腈聚合物）在 10~55%区间内，羟值在 26~49mgKOH/g 区间内，其中最具划分的特点在于仲羟基含量高于 70%，反应活性相对稳定，配合普通软泡聚醚生产的海绵产品支撑力较强。	主要用于发泡生产聚氨酯泡沫塑料，根据应用细分为对支撑力有较高要求的家私棉（床垫、沙发、枕头等）、鞋材棉、电子棉、过滤棉、汽车顶棚棉等。
高活性 POP	该类产品主要由聚醚多元醇和苯乙烯、丙烯腈聚合物两部分构成。产品固含量（苯乙烯丙烯腈聚合物）在 24~40%区间内，羟值在 19~29mgKOH/g 区间内，其中最具划分的特点在于伯羟基含量高于 70%，反应活性相对较高，配合高活性软泡聚醚生产的海绵产品回弹力更优。	主要用于发泡生产聚氨酯泡沫塑料，根据应用细分为对回弹力有较高要求的家私棉（床垫、沙发、枕头等）、鞋材棉、车辆座椅用棉、聚氨酯轮胎、硬质座椅、聚氨酯扶手等。
通用软泡聚醚	该类产品羟值在 46~58mgKOH/g 之间，理论官能度设计值为 3，分子量在 3000-3500 区间内，伯羟基含量高于 70%，配合普通 POP 生产的海绵产品支撑力较强。	与普通 POP 应用相同，双方存在互补关系；普通 POP 与普通软泡聚醚配比关系根据海绵硬度要求进行调整。
高活性软泡聚醚	该类产品羟值在 26~36.5mgKOH/g 之间，理论官能度设计值为 3，分子量在 5000-6000，伯羟基含量高于 70%，配合高活性 POP 生产的海绵产品回弹力更优。	分别与高活性 POP、CASE 用聚醚搭配使用所应用的下游行业一致，双方存在互补关系；高活性软泡聚醚与高活性 POP、CASE 用聚醚配比关系分别根据海绵硬度要求、制品柔韧性要求进行调整。
特殊软泡聚醚	通过不同分子量、官能度、EO 与 PO 占比、VOC 等设计，满足特殊客户需求，未有该类产品的共通特性。	鞋底浆液、胶黏剂、慢回弹海绵等
硬泡用聚醚	用于硬泡配方的聚醚一般是高官能度、高羟值聚醚，如此才能产生足够的交联度和刚性，通用的硬泡聚醚大多是以蔗糖和甘油混合作为起始剂。	主要用于合成聚氨酯硬泡制品，应用于冰箱、冰柜和冷库等冷藏保温、建筑外保温、太阳能热水器、汽车保温材料等。
CASE 用聚醚	该类产品细分为：羟值在 26.5~290mgKOH/g 之间，理论官能度为 2；羟值在 33~360mgKOH/g 之间，理论官能度为 3。	弹性体、胶黏剂、密封剂、喷涂等

资料来源：公司招股书，中银证券

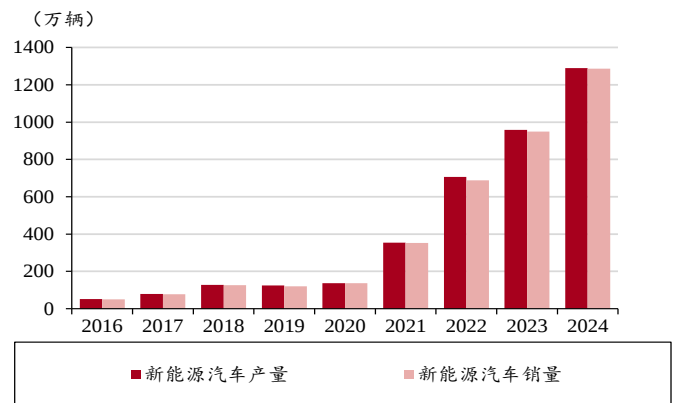
通用软泡聚醚、硬泡聚醚和 POP 是聚醚行业的主要产品，根据聚氨酯联盟网的统计数据，截至 2024 年底，通用软泡聚醚需求占比 28%，硬泡聚醚占比 26%，POP 占比 19%。通用软泡聚醚是较为传统的软泡用聚醚产品，主要用于块状泡沫、家具垫、床垫、包装材料等领域。硬泡聚醚主要用于冰箱冷柜、外墙保温等领域。POP 通常与通用软泡聚醚、高回弹聚醚和 CASE 用聚醚搭配制造海绵，主要用于软体家具、汽车、鞋服等领域。床垫、沙发等软体家具在 POP 应用中占比超过 60%，是家具市场中增长领先的细分领域之一。根据 Mordor Intelligence 和沙利文报告，2024 年中国床垫市场规模为 152.1 亿美元，预计未来五年 CAGR 为 9.4%，2023 年功能沙发市场规模为 126 亿元，预计 2024 年-2028 年 CAGR 为 5.1%，软体家具行业将继续呈现稳健增长态势。此外，汽车成为聚醚行业新的增长点。2020 年-2024 年，新能源汽车产销量快速增长，CAGR 分别达到 75.25%、75.15%，消费者对新车型和高品质内饰的需求增加，直接推动了 POP 及相关聚醚消费量的增长。

图表 14. POP 下游消费结构（2024 年）



资料来源：卓创资讯，中银证券

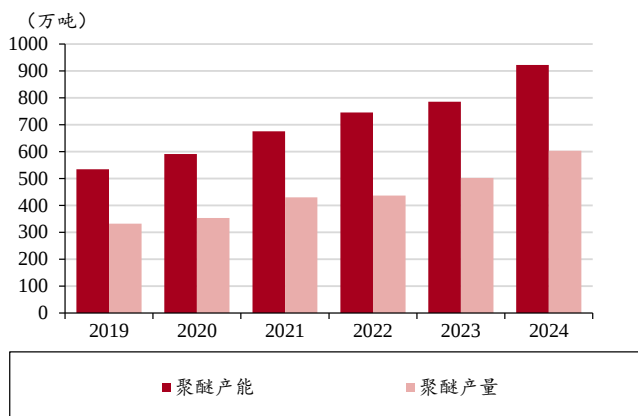
图表 15. 我国新能源汽车产销量（2016 年-2024 年）



资料来源：Wind，中银证券

国内聚醚产能快速提升，行业开工率维持低位。2019-2024 年，国内聚醚行业的产能和产量均逐年提升，产能从 2019 年的 534 万吨增长至 2024 年的 922 万吨，年均复合增速约 11.54%，产量从 2019 年的 332 万吨增长至 2024 年的 603 万吨，年均复合增速约 12.68%。2024 年，我国聚醚产能为 922 万吨，同比增长 17.45%，产量为 603 万吨，同比增长 20.12%。软泡聚醚企业开工率较低，2024 年开工率在六成左右徘徊，但相较于前期有所上升。

图表 16. 我国聚醚产能及产量情况（2019 年-2024 年）



资料来源：卓创资讯，和君咨询，中银证券

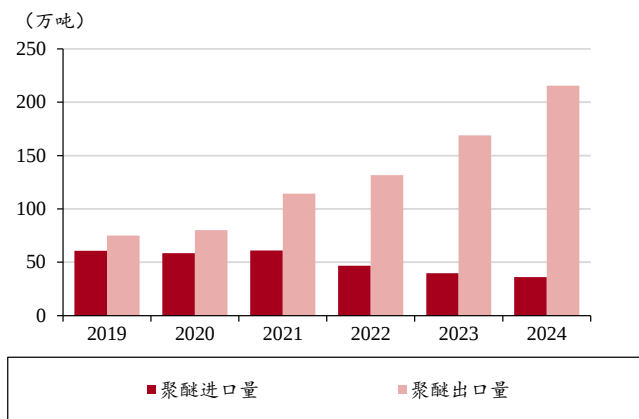
图表 17. 软泡聚醚开工率（2022 年 6 月-2025 年 6 月）



资料来源：百川盈孚，中银证券

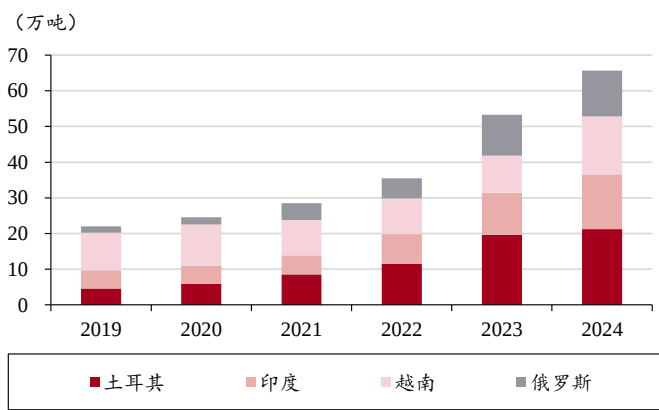
聚醚出口快速增长。据海关总署统计，2024 年我国聚醚出口量为 215.43 万吨，同比增长 27.38%，进口量为 35.99 万吨，同比下降 9.38%。2020-2024 年，聚醚的进口量复合增速为 -11.40%，出口量复合增速为 28.01%。据海关总署统计，截至 2024 年底，出口目的地前 10 位分别为土耳其、越南、印度、俄罗斯、巴西、阿联酋、韩国、墨西哥、印度尼西亚和美国。其中，土耳其居聚醚出口地区首位，累计出口量达到 21.20 万吨，越南以 16.25 万吨位居第二。随着国内聚醚行业产能扩张，以及行业竞争力提升，未来出口增速有望延续高位。

图表 18. 我国聚醚进出口情况（2019 年-2024 年）



资料来源：海关总署，中银证券

图表 19. 我国聚醚主要出口国（2019 年-2024 年）



资料来源：海关总署，中银证券

聚醚行业集中度快速提升。国内聚醚行业产能居前的企业主要有万华化学、隆华新材、中海壳牌、长华化学等企业，随着聚醚行业产能规模提升，头部企业的市占率明显提升，根据隆华新材年报，2022-2024 年聚醚行业 CR5 分别为 38.5%、40%、48%。随着行业集中度提升，竞争格局逐步优化，头部企业的竞争力持续提升。

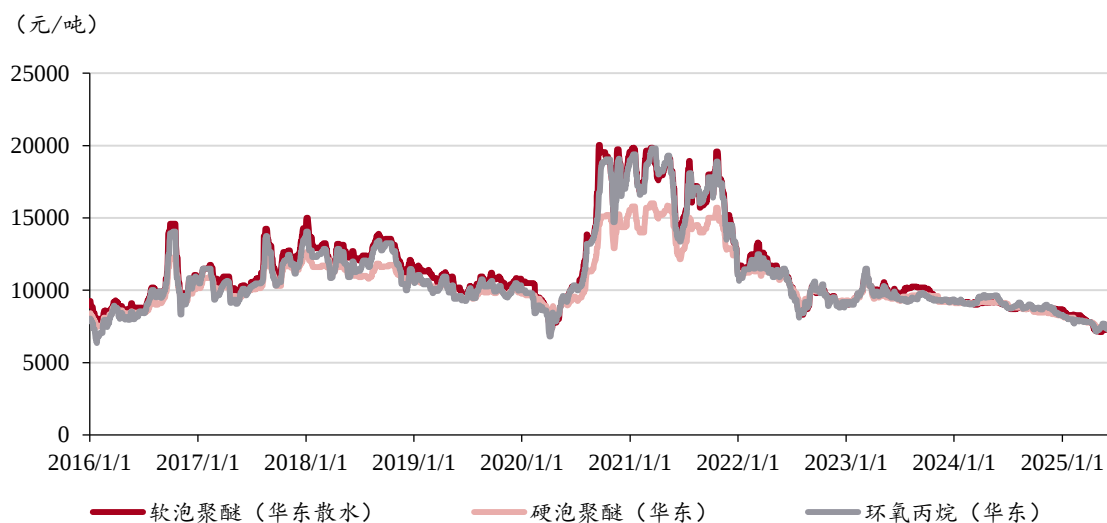
图表 20. 聚醚生产商产能情况（2024 年）

序号	企业	产能 (万吨/年)
1	万华化学(烟台)容威聚氨酯有限公司	159
2	山东隆华新材料股份有限公司	97
3	中海壳牌石油化工有限公司	70
4	长华化学科技股份有限公司	46
5	佳化化学(滨州)有限公司	45
6	淄博德信联邦化学工业有限公司	40
7	句容宁武新材料股份有限公司	40
8	浙江石油化工有限公司	38
9	山东蓝星东大有限公司	30
10	无棣德信化工有限公司	30
11	其他	299.3
总计		894.3

资料来源：百川盈孚，中银证券

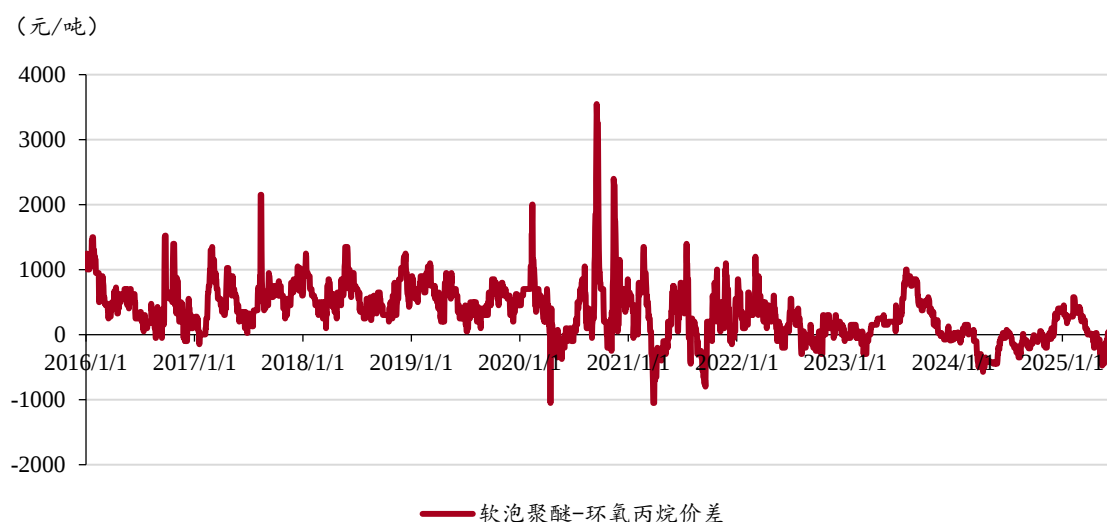
聚醚与环氧丙烷存在较强相关性，价格处于历史低位。聚醚的上游原材料包括环氧丙烷、环氧乙烷，苯乙烯和丙烯腈等，其中环氧丙烷的用量占比最大。2016-2024 年，软泡聚醚、硬泡聚醚和环氧丙烷的价格波动基本一致，存在较强的相关性。2022 年以来，随着环氧丙烷国内产能扩张以及原油价格波动，环氧丙烷及聚醚价格均回落至历史低位水平。

图表 21. 聚醚价格与环氧丙烷价格走势（2016 年-2025H1）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 22. 软泡聚醚-环氧丙烷价差（2016 年-2025H1）



资料来源：百川盈孚，中银证券

2.2 公司聚醚产能及销量快速增长，核心竞争力提升

截至 2024 年底，公司现有聚醚系列产品总产能 97 万吨/年，另有 33 万吨/年聚醚项目在建，规模位居行业前列。其中 POP 产能 40 万吨，通用软泡聚醚及 CASE 用聚醚产能 53 万吨，用于配套端氨基聚醚的聚醚产能 4 万吨。2025 年 1 月，年产 33 万吨聚醚项目开工建设，预计 2026 年 6 月建成投产，未来公司聚醚系列产品总产能有望提升至 130 万吨/年。

图表 23. 公司聚醚板块主要产品及产能

主要聚醚项目	设计产能	状态	预计完工时间
20 万吨/年聚醚建设项目	8 万吨/年软泡聚醚、12 万吨/年 POP	已投产	-
36 万吨/年聚醚扩建项目	新增 10 万吨/年 POP、6 万吨/年通用软泡聚醚及 CASE 用聚醚	已投产	-
36 万吨/年高性能聚醚扩建项目	13.7 万吨/年弹性体聚醚、5.5 万吨/年软泡聚醚、16.2 万吨/年高回弹聚醚、0.6 万吨/年特种聚醚	已投产	-
31 万吨/年聚醚改扩建项目	12 万吨/年 POP、6 万吨/年普通软泡聚醚 5631D、4 万吨/年 CASE 聚醚 220A、6 万吨/年高活性软泡聚醚 76EK、3 万吨/年高活性软泡聚醚 83EK	已投产	-
33 万吨/年聚醚扩建项目	20 万吨/年高活性软泡聚醚 76EK、4 万吨/年高活性软泡聚醚 ED28、3 万吨/年弹性体聚醚 305、6 万吨/年弹性体聚醚 204	取得项目备案	2026 年 6 月

资料来源：项目环评报告，淄博市生态环境局，公司公告，中银证券

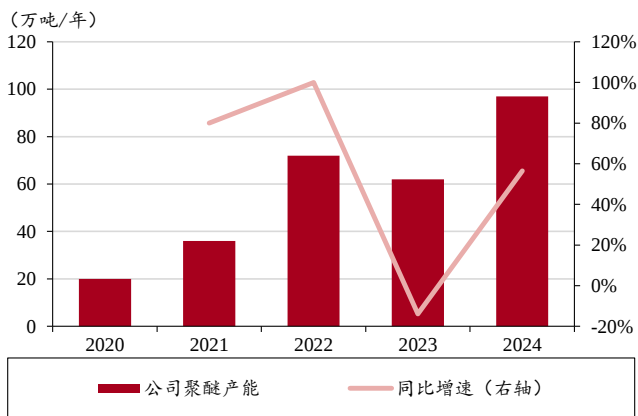
图表 24. 公司聚醚板块现有及在建产能

产品种类	现有产能	在建产能	在建产能预计完工时间
POP	40 万吨/年	-	-
通用软泡聚醚及 CASE 用聚醚	53 万吨/年	24 万吨/年通用软泡聚醚、9 万吨/年 CASE 用聚醚	2026 年 6 月
合计	97 万吨/年	33 万吨/年	-

资料来源：投资者调研公告，项目环评报告，公司公告，中银证券

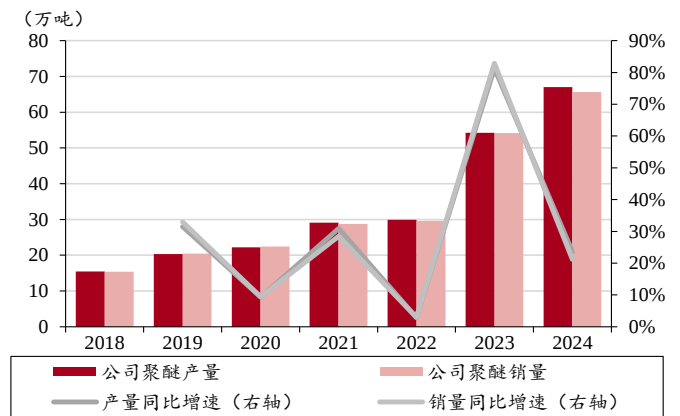
公司聚醚产能快速释放，产量持续增长。2021 年公司募投项目 36 万吨/年聚醚多元醇扩建项目正式投产，2022 年 6 月底，公司 36 万吨/年高性能聚醚多元醇扩建项目投产，产品扩充至高活性聚醚、CASE 用聚醚等细分领域。2024 年，公司年产 31 万吨聚醚改扩建装置完成试生产，聚醚产能接近百万吨级。2020 年-2024 年，公司产能复合增长率为 48.40%，产量复合增长率为 31.78%。公司基本保持满产满销，2023 年、2024 年产能利用率分别为 87.47%、96.71%，产销率分别为 99.87%、97.93%。随着新产能快速释放，聚醚业务快速增长的态势有望延续。

图表 25. 公司聚醚产能（2020 年-2024 年）



资料来源：公司年报，中银证券

图表 26. 公司聚醚产销量（2018 年-2024 年）



资料来源：公司年报，中银证券

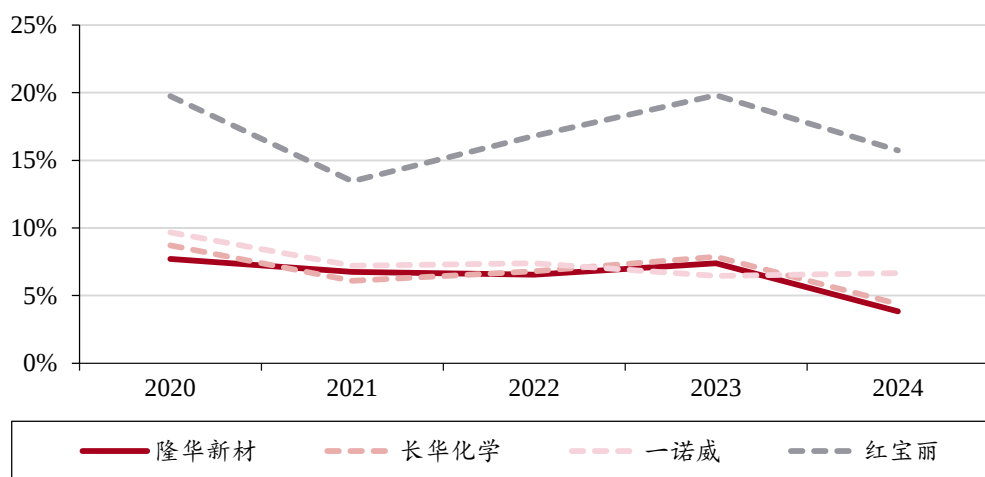
高效投资构筑成本护城河。公司所处聚醚行业规模化效应明显，投资强度相对较低，产能产量的扩大有助于公司摊薄固定成本。根据各公司聚醚项目的环境报告以及公告，隆华新材聚醚项目的单位产能投资额低于聚醚行业平均水平。

图表 27. 聚醚项目投资强度对比

项目	聚醚产能 (万吨)	投资额 (亿元)	单吨聚醚投资额 (万元)	原辅料消耗 (万吨)	单吨聚醚原辅料消耗 (吨)
隆华新材					
聚醚建设项目	20	5.18	0.26	20.42	1.02
聚醚扩建项目	16	1.1	0.07	16.29	1.02
高性能聚醚扩建项目	36	2.9	0.08	36.16	1.00
聚醚改扩建项目	31	2	0.06		
聚醚扩建项目	33	1.5	0.05	33.44	1.01
其他同业					
蓝星东大聚醚项目	30	20	0.67	32.07	1.07
万华化学聚醚项目	85	12.08	0.14		
中化东大泉州聚醚项目	24	10.24	0.43		
长华化学 POP 项目	18	2.65	0.15	43.60	2.42

资料来源：各公司公告，各项目环评报告，各地政府官网，中银证券

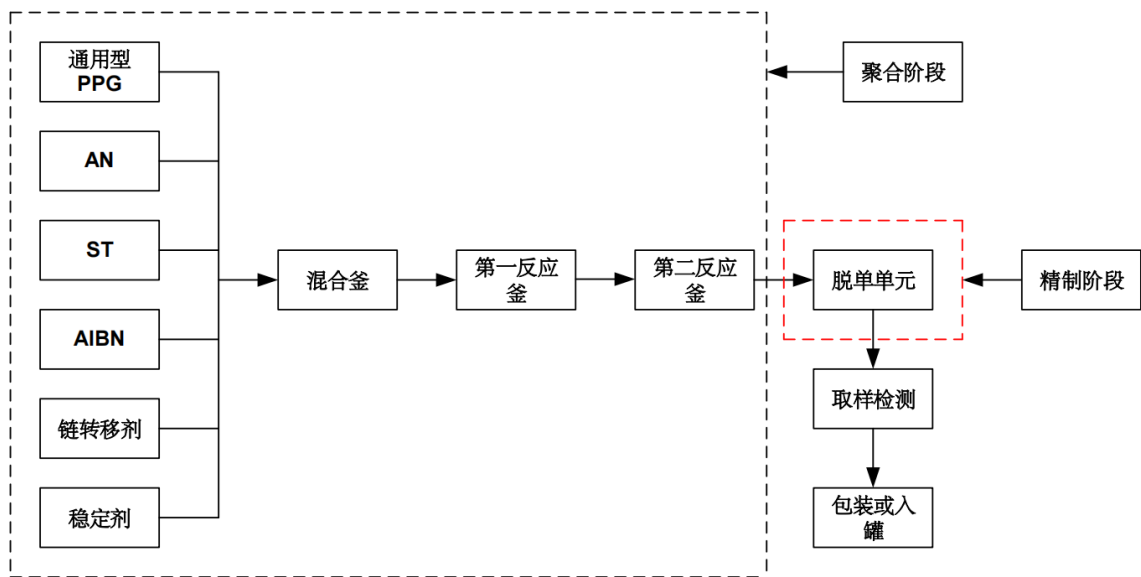
图表 28. 可比公司聚醚业务毛利率（2020 年-2024 年）



资料来源：各公司年报，各公司招股书，中银证券

技术优势凸显，POP 产品性能优异。公司通过改进的连续法制备聚醚，不但降低了能耗，保证了产品性能的稳定，大幅提高了生产效率，而且较大程度的减少了废水、废渣的产生，实现了催化剂的回收利用，取得了良好的经济效益和环保效益。公司形成了自主创新技术体系，聚醚装置采用公司自有技术，突破国外技术壁垒，生产的 POP 产品具有高固含量、低粘度、遇水不凝胶、低 VOC、色度白等优势。同时，公司在原 LPOP2045 产品的基础上进一步自主研发了 LHS50、LHS100、LHS200 等产品，不同牌号的聚醚产品性能不尽相同，可满足客户的个性化需求。随着公司产品不断迭代升级，公司聚醚产品结构得以优化，已形成中高端聚醚产品为主的产品结构。

图表 29. 公司 POP 工艺流程图



资料来源：隆华新材招股说明书，中银证券

公司 POP 产品技术指标优异，具备高固含量、低粘度、遇水不凝胶、超低 VOC、高白度等特性，其中，POP 固含量可达到 50%，残留单体浓度可低于 2 ppm。POP 固含量越高，下游制品的承载性越高，而 POP 粘度随固含量提高而提高。以下游海绵产品应用为例，高固含量 POP 粘度高，流动性差，在发泡过程中不利于海绵均一气孔的产生、消除上下密度梯度及减少顶皮、底皮厚度。因此，高固含量、低粘度的 POP 产品备受市场青睐。

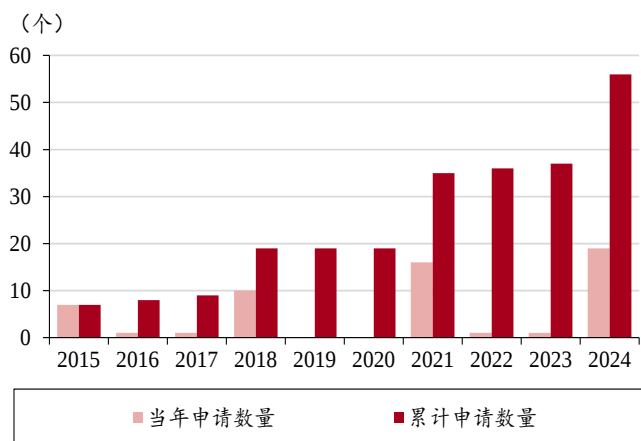
图表 30. 公司 POP 产品技术指标参数

牌号	羟值 (mgKOH/g)	水分 (%)	粘度 (mPa.s/25℃)	固含量 (%)	苯乙烯 (mg/Kg)	丙烯腈 (mg/Kg)
LHS-200	26.0-30.0	≤0.08	4500-6500	48.0-52.0	≤10	≤5
LHS-100	28.0-32.0	≤0.08	3000-4000	43.0-47.0	≤10	≤5
LPOP-2025	35.0-39.0	≤0.08	1100-1800	24.0-27.0	-	-
LPOP-2018	42.0-46.0	≤0.08	900-1400	17.0-19.0	-	-
LPOP-2015	45.0-49.0	≤0.05	800-1500	14.0-16.0	-	-
LPOP-2013	39.0-43.0	≤0.08	900-1300	12.0-15.0	-	-
LPOP-2010	42.0-46.0	≤0.08	≤1000	8.0-12.0	-	-
LHH-500L	19.0-23.0	≤0.08	≤6000	38.5-41.5	≤10	≤5
LPOP-36/30	21.0-27.0	≤0.08	≤3500	26.0-30.0	-	-
LPOP-36/28G	25.0-29.0	≤0.08	≤2600	22.0-26.0	-	-

资料来源：公司官网，中银证券

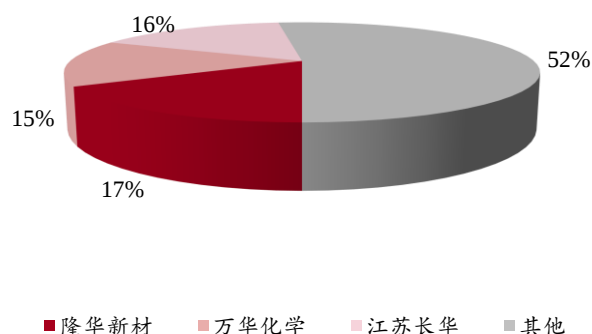
公司拥有多项专利。公司通过内部培养、外部引进等方式拥有一批稳定的核心管理、研发、技能人才。截至 2024 年底，公司聚醚多元醇共授权专利 46 项，其中发明专利 9 项，聚酰胺树脂共授权专利 3 项。2024 年专利申请数量大幅增长，当年申请数量为 19 个，累计申请数量为 56 个。

图表 31. 公司专利数量（2015 年-2024 年）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 32. 国内 POP 产能分布



资料来源：隆众资讯，中银证券

细分下游不断拓宽，汽车领域顺利放量。在汽车内饰方面，公司聚醚产品主要应用于汽车座椅和方向盘，下游客户包括宇通客车、奔驰、北汽福田等国内外知名企业。发泡所用聚醚产品为 LHE-76EK、LHE-83EK 及高活性 POP。LHE-76EK、LHE-83EK 具有较高的反应活性，兼具用鼻子闻不到气味的产品特性，产品应用宽容度高。在发泡的前中期海绵起发速率适中，后期凝胶速率快，能满足绝大多数环境下的不同密度高回弹海绵发泡需求。公司产品凭借更优的品质，受到高端客户的广泛认可，并保持稳定合作关系。

图表 33. 公司汽车领域部分下游客户



Mercedes-Benz

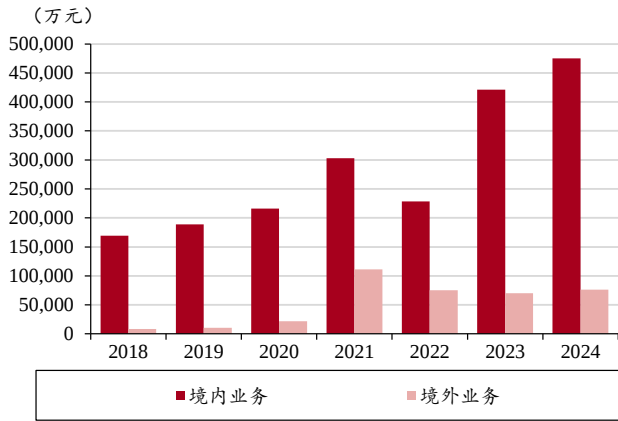


FOTON
福田汽车

资料来源：公司年报，中银证券

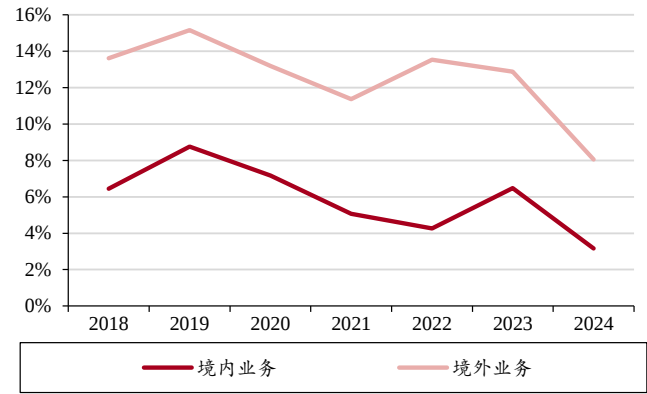
国内需求放量，出海空间广阔。2024 年，公司境内营业收入为 47.49 亿元，境外营业收入为 7.64 亿元，占比分别为 84.44%和 13.58%。公司高度重视出口业务，注重国际品牌宣传工作。公司针对海外出口业务成立营销网络，2020 年成立青岛分公司，2021 年成立上海分公司，2023 年成立深圳分公司。公司产品凭借质量优势、价格优势，得到国外客户的认可，境外市场的销售毛利率明显高于国内市场。

图表 34. 公司分地区营收（2018 年-2024 年）



资料来源：公司年报，中银证券

图表 35. 公司分地区毛利率（2018 年-2024 年）



资料来源：公司年报，中银证券

2.3 聚醚行业景气度有望改善，头部企业或将受益

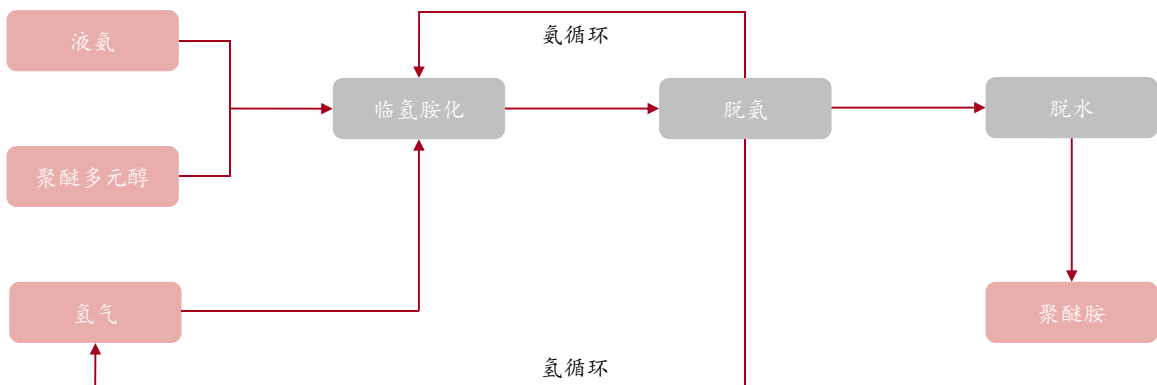
受国内产能快速扩张，产品价格价差走低等多重因素共同影响，聚醚行业处于周期底部，但同时行业集中度不断提升，国内竞争格局逐步优化，出口快速增长，聚醚行业的全球竞争力明显提升。未来随着落后产能的逐步出清，以及汽车、家私等下游需求提升，供需关系有望改善，聚醚行业景气度有望修复。隆华新材作为聚醚行业头部企业，低成本&高品质的核心优势增强，产销量快速增长，盈利能力有望提升。

产品矩阵日益丰富，新材料业务空间广阔

3.1 端氨基聚醚延伸产业链，产业链抗风险能力提升

聚醚胺又称端氨基聚醚，是一类以聚醚结构为主链，以胺基为末端活性官能团的聚合物，分为单胺、二胺及三胺。聚醚胺的生产工艺众多，包括氨解法、离去基团法、水解法、氨苯氧基法、氨基丁烯酸酯法等，这些生产工艺中，均需要用到聚醚多元醇，目前工业化较为主流的工艺为氨基法。根据阿科力 2024 年年报，2024 年，国内聚醚胺生产企业包括万华化学、隆华新材、正大新材料、阿科力、晨化股份、皇马科技等，年生产能力超过 20 万吨。

图表 36. 端氨基聚醚工艺流程图



资料来源：昌德科技招股书，中银证券

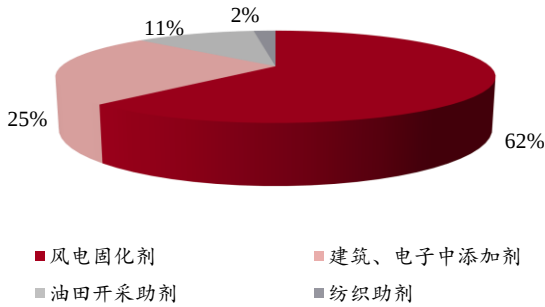
图表 37. 聚醚胺工艺路线对比

方法	工艺特点
氨解法	氨解法是工业化生产用于聚脲的高活性聚醚胺的主要方法：从聚醚多元醇的末端羟基着手，通过氨解反应应用氨基取代其末端羟基。其需要高温高压反应，设备投资和操作成本较高，且催化剂的制备步骤复杂。
离去基团法	离去基团法合成聚醚胺存在着原料不易购置且容易污染环境，特别是反应生成副产物较多，在产物后处理需要大量碱中和反应产生的酸，生产产生大量的无机盐，分离较困难。
水解法	该合成方法的优点是反应体系的粘度在反应过程中没有明显的增大。这一方法具有广泛的适用性，但反应过程毕竟存在少量扩链反应，并且产物中有氨基甲酸酯基团存在，产品粘度要比起始的聚醚多元醇的粘度大。
氨苯氧基法	工艺路线简单，但是在聚醚多元醇与带不饱和基团的化合物的反应过程中，副反应多，因此对反应条件要求严格，实际操作困难。
氨基丁烯酸酯法	与前几种脂肪族 ATPE 合成方法不同，利用氨基丁烯酸酯法制备 ATPE，可以非常灵活地选择聚醚两端的氨基种类。氨基丁烯酸酯的反应活性取决于所用氨基化合物的活性，因而这类 ATPE 的活性范围可以覆盖很广。

资料来源：陈昱著《聚醚胺制备及其应用研究进展》，中银证券

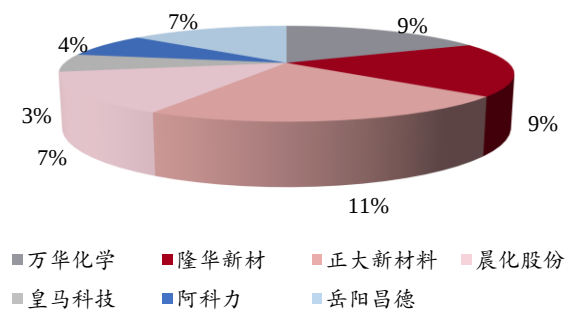
风电是聚醚胺下游最大应用领域。端氨基的反应活性使其能与多种反应基团作用，凭借粘度低、适用期长、高强度、高韧性、抗老化、优良防水性能等性能优势，广泛应用于风电、页岩气开采、环氧地坪等多个下游。在风电领域，目前所有的工业化胺类固化剂中，仅有聚醚胺可以满足大型发电叶片制造的性能和工艺性要求，2024 年聚醚胺下游消费中，风电固化剂占比达到 62%，其次建筑、电子添加剂、油田开采助剂板块消费占比达到 36%附近。

图表 38. 聚醚胺下游消费结构（2024 年）



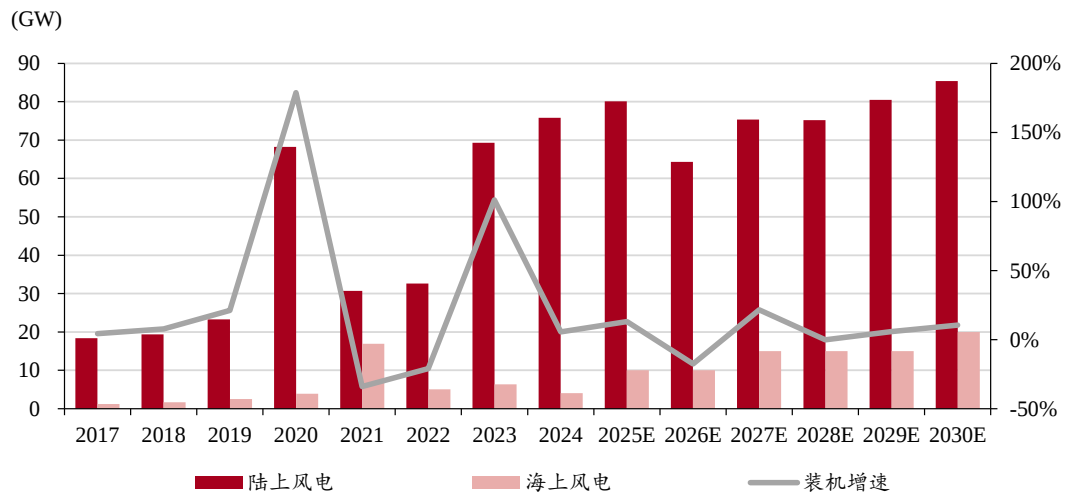
资料来源：隆众资讯，中银证券

图表 39. 我国聚醚胺生产能力占比（2024 年）



资料来源：公司年报，中银证券

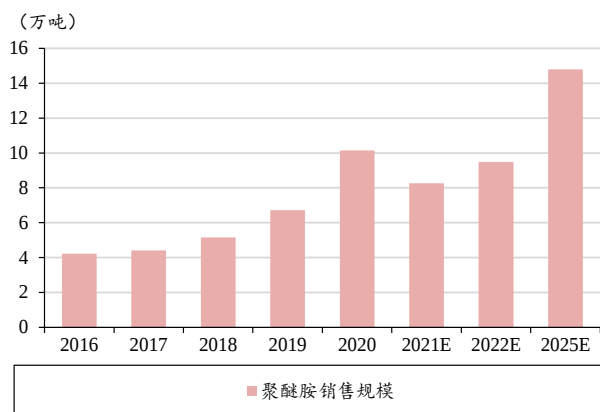
图表 40. 我国风电新增吊装容量走势（2017 年-2030E）



资料来源：GWEC，Wind，中银证券

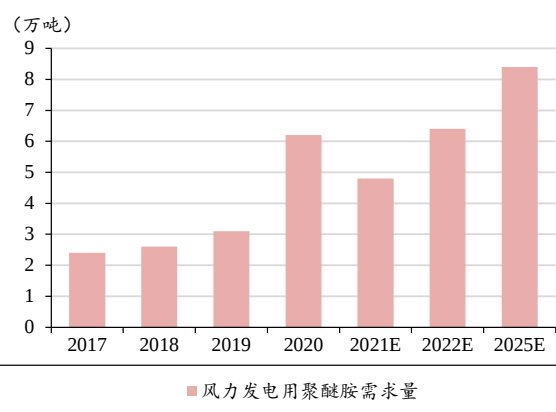
随着可再生能源稳步复苏，海上风电的推行，风电行业需求逐步好转，端氨基聚醚市场需求逐步提升。据沙利文统计及预测，中国聚醚胺市场从 2016 年的 4.22 万吨增长至 2020 年的 10.14 万吨，复合增长率为 24.50%。此外，据沙利文预测，2025 年我国聚醚胺销售规模将达到 14.8 万吨，较 2020 年增长 4.66 万吨，2020-2025 年复合增长率为 7.86%。通过对已有历史数据进行回溯，1GW 风电对应的聚醚胺用量在 0.09-0.17 万吨，假设未来风电用聚醚胺用量稳定在平均值 0.12 万吨/GW，预计至 2027 年国内新增装机风电用聚醚胺需求量将达到 11 万吨左右。

图表 41. 我国聚醚胺销售规模（2016 年-2025E）



资料来源：弗若斯特沙利文，中银证券

图表 42. 我国风力发电用聚醚胺需求量（2017 年-2025E）



资料来源：GWEC，中银证券

2024 年全球聚醚胺产能在 52 万吨/年左右，其中最具代表性的企业为亨斯迈、巴斯夫，全球产能分别是 15 万吨/年和 7 万吨/年，亚洲产能分别是 5 万吨/年和 0.8 万吨/年。近年来中国聚醚胺产能进入快速增长通道，2024 年新增产能约 12 万吨/年，总产能为 30 万吨/年，占比全球总产能半数以上。未来国内企业在聚醚胺产品的市占率有望进一步提高。

图表 43. 全球聚醚胺产能统计（2024 年）

生产企业	装置地点	应用领域	设计产能 (万吨/年)	新增产能 (万吨/年)
外企				
亨斯迈	新加坡、美国-德州、美国-威尔士	环氧树脂、油田、聚脲、汽油添加	15	无
巴斯夫	德国-路德维希、美国-路易斯安、中国-南京	环氧树脂、油田、聚脲、汽油添加	7	无
国内				
正大新材料	中国-淄博	风电、建筑、胶粘剂、油气开采及纺织品处理	5	1.5
万华化学	中国-烟台	风电、建筑、胶粘剂、油气开采及纺织品处理	4	3.4
隆华新材	中国-淄博	风电、建筑、胶粘剂、油气开采及纺织品处理	4	4
晨化股份	中国-扬州	风电、光伏、石油页岩气开采、建筑安装	3.2	1.4
阿科力	中国-无锡	风力发电叶片制造、页岩气开采、环保涂料等领域	2	无
岳阳昌德	中国-岳阳	风电、建筑、胶粘剂、油气开采及纺织品处理	2	1
皇马科技	中国-杭州	新材料树脂	1.5	0.7

资料来源：阿科力 2023、2024 年年报，中银证券

聚醚胺产能快速扩张，产业链抗风险能力提升。聚醚胺为聚醚的下游产品，是公司延伸产业链的重点布局方向。2022 年，公司拟投资 6 亿元建设 8 万吨/年端氨基聚醚项目，公司采用临氢催化胺化法，将聚醚多元醇和氨在氢气氛围、一定温度、压力及催化剂存在条件下直接进行催化还原胺化，生成产品端氨基聚醚，再经过真空干燥、过滤等工序处理得到聚醚胺产品。聚醚胺项目一期 4 万吨产能已于 2024 年 5 月建成并开始试生产。此外，公司拟对 8 万吨/年端氨基聚醚项目中的 4 万吨/年装置进行技改，项目建成后，新增端氨基聚醚 6 万吨/年，副产氨水（浓度按 28%计）约 10 万吨/年。公司产品结构不断丰富，产业链一体化程度加深，抗风险能力逐步增强。

3.2 进军聚酰胺树脂，新材料业务未来可期

公司积极布局尼龙 66 产业链，构造第二增长曲线。全资子公司隆华高材计划分三期建设年产 108 万吨尼龙 66 项目。其中，一期规划投资 11 亿元，建设 16 万吨/年生产装置，包括 2×4 万吨/年工程塑料用尼龙 66 切片（连续法）生产装置和 4×2 万吨/年纤维级尼龙 66 切片（间歇法）生产装置；二期建设 32 万吨/年生产装置及配套设施；三期建设 60 万吨/年生产装置及配套设施。

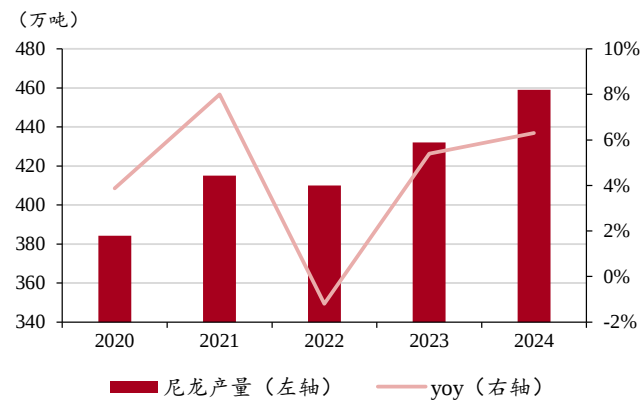
图表 44. 特种尼龙主要类别、性能、应用情况

类别	典型特性	主要产品	主要应用
高温尼龙	耐高温性，可以长期在 150℃以上环境使用	PA46、PA4T、PA6T、PA9T、PA10T、PPA	汽车、机械零件以及电气/电子零件等领域
长碳链尼龙	高韧性，一般是指分子链中亚甲基数目在 10 个以上的尼龙	PA11、PA12、PA610、PA1010、PA1212	汽车、通讯、机械、电子电器、航空航天、体育用品等领域
透明尼龙	高透明性，透光率一般在 90%以上	PA TMDT、PA CM12、PA12/MACMI、PA6I/X	饮料和食品包装，还可制造光学仪器和计算机零件、工业生产用监视窗、X 射线仪的窥窗、计量仪表、静电复印机显影剂贮器、特种灯具外罩、食具和与食品接触的容器等
尼龙弹性体	高弹性，具有高回弹、轻质等特性的尼龙	最常见的商业化品种是聚醚嵌段酰胺（PEBA）	登山鞋、滑雪靴、消音齿轮以及医用导管等领域

资料来源：张丽著《特种尼龙发展趋势及建议》，中银证券

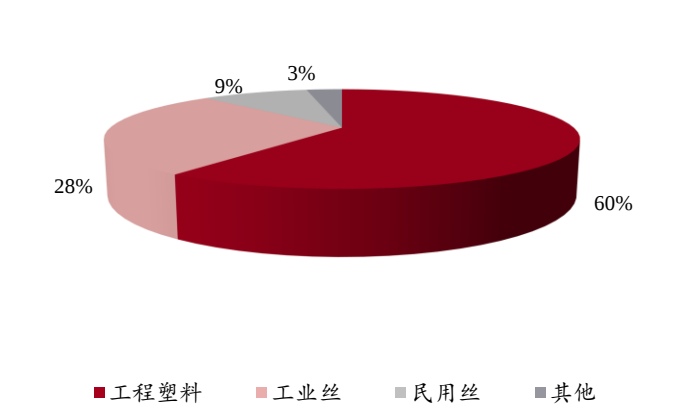
尼龙 66 为半透明或不透明乳白色结晶形聚合物，具有可塑性。相比于尼龙 6，尼龙 66 更广泛应用于汽车工业、仪器壳体及其他需要有抗冲击性和高强度要求的产品。根据中国化信数据，尼龙 66 下游主要用于工程塑料、工业丝和民用丝，消费占比分别为 60%、28%和 9%。尼龙 66 工程塑料产品广泛应用于汽车零部件、电力和电子器件、铁路交通等多个领域，未来随着全球汽车轻量化发展和终端用户降低成本的需求提升，尼龙 66 工程塑料仍有较大的增长潜力。合成纤维主要包括工业丝、民用丝、地毯丝、气囊丝、丝束等，未来随着居民生活水平提高，纤维级尼龙 66 需求有望提升。

图表 45. 我国尼龙产量情况（2020 年-2024 年）



资料来源：中国化学纤维工业协会，中银证券

图表 46. 我国尼龙 66 消费结构（2024 年）



资料来源：中国化工信息中心，中银证券

我国尼龙 66 行业仍处于快速发展期，未来空间广阔。2022 年以后，原料己二腈技术国产化，带动己二胺及尼龙 66 快速发展。目前国内尼龙 66 仍然处于发展初期，属于国家鼓励发展项目。随着国内己二腈技术不断成熟，原料供应稳定，国内尼龙 66 产能规划集中，尼龙 66 产业全球供应重心逐步向国内转移。

图表 47. 国内部分尼龙 66 在建及拟建项目（2025 年 2 月）

公司	尼龙 66 产能 (万吨/年)	项目最新进展
中石化辽阳石化	10	2025 年 2 月进入试运阶段
浙石化	50	环评
天辰齐翔	20	一期项目已完成，二期项目已备案
旭阳郓城	20	环评
河南心连心化学	20	环评
安徽昊源化工	40	一期项目于 2024 年 8 月顺利开车，二期 5 万吨/年尼龙 66 装置即将开建
山东聚合顺	29.5	一期 8 万吨尼龙 66 项目预计 2025 年投产
上海洁达	12	一期项目于 2025 年 1 月竣工，二期项目开工，三期项目启动
山西恒力新材料	12	完成环评公示，处于前期准备阶段
华鲁恒升	4	在建
湖北三宁化工	20	2024 年 8 月正式投产
福建福化古雷	40	预计 2025 年 12 月建成
江苏威名	6	环评
优纤科技	5	2023 年启动建设
福建永荣	8	在建
四川玖源	120	项目于 2023 年 3 月签约，预计 4 年内建成
新和成	40	取得用海预审意见
新南山化学	4	环评
隆华新材	108	2025 年 1 月一期项目中 4 万吨/年生产装置建成，预计 2028 年 6 月全面竣工

资料来源：流程工业，项目环评报告，中银证券

聚焦特种尼龙细分赛道，聚酰胺树脂产能即将释放。公司聚酰胺树脂产品涵盖尼龙 66、长碳链尼龙（生物基）、透明尼龙、高温尼龙等。根据公司年报，截至 2025 年 1 月，一期年产 4 万吨尼龙生产装置已进入试生产阶段，特种尼龙产品通过改变分子结构，提升产品性能，满足下游细分市场特定需求。其中，长碳链尼龙以柔韧性、低吸水率为核心性能优势，适用于动态耐疲劳场景；透明尼龙以高透光率、耐化学性为亮点，替代传统透明材料；阻隔尼龙以气体阻隔性、耐高温性为优势，解决食品和化工包装难题。公司尼龙产品种类丰富，目前处于产品验证及市场推广阶段。随着尼龙产品逐步放量，聚酰胺树脂有望为公司贡献新的业绩增量。

图表 48. 公司尼龙产品技术指标参数

隆华尼龙 66 工程塑料级树脂						
牌号	LHE22	LHE24	LHE26	LHE26N	LHE27	LHE34
相对粘度 (25°C)	2.20 ±0.03	2.39 ±0.03	湿切片: 2.52 ±0.03 干切片: 2.56 ±0.05	2.67 ±0.03	2.67 ±0.03	3.40 ±0.05
粒度 (g/100 粒)	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0
黑粒数 (个/kg)	≤10	≤10	湿切片: ≤10 干切片: ≤10	≤10	≤10	≤10
含水率 (%)	≤5000	≤5000	湿切片: ≤5000 干切片: ≤2000	≤5000	≤5000	≤5000
黄色指数	≤-2	≤-2	湿切片: ≤-5 干切片: ≤-2	≤-2	≤-2	≤-2
产品特点	低粘改性 基料	低粘改性 基料	中粘注塑级	中粘高氨基	中粘改性 基料	高粘改性 基料
隆华尼龙 66 纤维级树脂						
牌号	LHF27W	LHF27D	LHF31D	LHF27F	LHF25W	LHF32D
相对粘度 (25°C)	2.67 ±0.03	2.70 ±0.05	3.10 ±0.07	2.70 ±0.10	2.50 ±0.03	3.15 ±0.07
粒度 (g/100 粒)	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0
黑粒数 (个/kg)	≤10	≤10	≤10	≤10	≤10	≤10
含水率 (%)	≤5000	≤800	≤800	≤800	≤5000	≤800
黄色指数	≤-2	≤-2	≤-2	≤-2	≤-5	≤-2
端氨基 (mmol/kg)	39 ±5	42 ±5	27 ±7	45 ±10	43 ±5	32 ±7
铜离子 (mg/kg)	/	/	/	/	60-70	60-70
碘离子 (mg/kg)	/	/	/	/	1400-1600	1400-1600
隆华特种尼龙树脂						
牌号	LH-LA30	LH-LB30	LH-LT30	LHF25W		
粒度 (g/100 粒)	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0	1.4-2.0		
拉伸强度 (MPa)	60.16	61.06	93.3	108		
弯曲强度 (MPa)	76.82	82.28	133.22	162		
弯曲模量 (MPa)	2075	2091	3152	4218		
简支梁缺口 冲击强度 23°C(KJ/m2)	7.50	5.39	9.12	5.26		
热变形温度 1.8Mpa (°C)	47.85	46.6	103.8	73		
拉伸断裂 伸长率 (%)	360.58	216.3	120.06	/		

资料来源: 公司官网, 中银证券

盈利预测及估值

假设 1. 聚醚多元醇板块：隆华新材聚醚优势产能快速释放，带动聚醚业务营收持续提升，随着聚醚行业景气度复苏，产品毛利率有望改善。预测 2025-2027 年该板块营收同比增长分别为 4.02%、30.48%、19.69%，毛利率分别为 4.00%、4.80%、5.50%。

假设 2. 聚醚胺业务：公司聚醚胺产品快速放量，产销量提升，随着下游风电行业需求增长，聚醚胺价格及盈利逐步改善，同时，预测 2025-2027 年聚醚胺产品销量分别为 2.5 万吨、5 万吨、8 万吨，毛利率分别为 5.00%、7.00%、10.00%。

假设 3. 聚酰胺树脂业务：公司聚焦特种尼龙细分赛道，聚酰胺产能逐步释放，毛利率提升，预测 2025-2027 年产品销量分别为 0.8 万吨、2 万吨、4 万吨，毛利率分别为 3.00%、10.00%、15.00%。

图表 49. 分产品盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
聚醚多元醇						
营收 (亿元)	30.36	49.1	55.13	57.35	74.82	89.56
YOY (%)	(26.65)	61.71	12.28	4.02	30.48	19.69
毛利率 (%)	6.55	7.38	3.84	4.00	4.80	5.50
聚醚胺						
营收 (亿元)				2.83	5.66	9.77
YOY (%)					100.00	72.50
毛利率 (%)				5.00	7.00	10.00
聚酰胺树脂						
营收 (亿元)				1.20	3.01	6.02
YOY (%)					150.00	100.00
毛利率 (%)				3.00	10.00	15.00

资料来源：公司年报，中银证券

在上述假设之下，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.88/3.14/5.14 亿元，对应 2025 年 8 月 6 日市值，PE 分别为 28.6/17.1/10.5 倍，市净率分别为 2.6/2.3/2.0 倍。可比公司中，滨化股份主要产品为烧碱、环氧丙烷等，环氧丙烷主要用于生产聚醚多元醇、丙二醇和各类非离子表面活性剂等，公司环氧丙烷产能达 51 万吨，环氧丙烷装置技术和运行水平在国内氯醇法生产企业中处于领先水平。阿科力专注于研发及生产各类化工新材料产品，是国内领先的规模化生产聚醚胺、（甲基）丙烯酸异冰片酯、脂环族丙烯酸酯的科技型企业。选取滨化股份和阿科力作为可比公司，预计 2025 年-2027 年隆华新材的 PE 低于可比公司平均水平，看好公司聚醚产品优势产能的持续放量，以及新材料业务的广阔发展前景，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 50. 可比估值分析

公司简称	评级	股价 (元) 市值 (亿元)		EPS (元/股)				市盈率			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
滨化股份	未有评级	4.46	91.73	0.11	0.16	0.21	0.38	40.5	27.9	21.2	11.7
阿科力	未有评级	41.21	39.44	(0.21)	0.26	1.54	2.98	(196.2)	158.5	26.8	13.8
行业平均				(0.05)	0.21	0.88	1.68	(77.8)	93.2	24.0	12.8
隆华新材	买入	12.51	53.79	0.40	0.44	0.73	1.20	31.4	28.6	17.1	10.5

资料来源：Wind，中银证券

注：股价截至 2025.08.06，未有评级标的盈利预测选自 wind 一致预期

主要风险因素

原油等上游原料价格大幅波动的风险

聚醚产品价格与原油、环氧丙烷等产品价格具有较大关联性，若上游原料价格大幅波动，或会对聚醚产品及下游需求产生不利影响。

安全生产风险

公司日常生产中需要使用环氧丙烷、苯乙烯、丙烯腈、环氧乙烷等危险品作为原材料，其中环氧丙烷、环氧乙烷具有易燃易爆等特点，苯乙烯、丙烯腈易燃且有毒性。如果因偶然因素介入引发安全生产事故，将会对公司的正常生产经营产生不利影响。

新项目投产进度不及预期的风险

目前，公司有聚醚多元醇、端氨基聚醚、尼龙 66 等多个在建项目。若新项目建设进度受阻或产能投放节奏不及预期，可能导致公司业绩不及预期。

聚醚行业落后产能退出不及预期风险

聚醚行业落后产能有待出清，若落后产能出清的进度放缓，聚醚行业景气度复苏节奏或受影响，进而可能导致公司盈利能力不及预期。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,021	5,624	6,531	8,628	11,034
营业收入	5,021	5,624	6,531	8,628	11,034
营业成本	4,639	5,395	6,256	8,174	10,315
营业税金及附加	7	9	10	14	17
销售费用	32	33	39	52	66
管理费用	45	42	50	66	84
研发费用	11	17	19	26	33
财务费用	(3)	2	5	4	0
其他收益	3	55	45	45	45
资产减值损失	(8)	(6)	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0	0
资产处置收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资收益	7	12	12	12	12
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	292	188	207	348	574
营业外收入	1	6	6	6	6
营业外支出	4	1	1	1	1
利润总额	290	193	212	354	579
所得税	42	22	24	40	65
净利润	248	171	188	314	514
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	248	171	188	314	514
EBITDA	328	181	266	459	710
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.58	0.40	0.44	0.73	1.20

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,398	1,681	1,704	1,645	1,959
货币资金	442	618	653	587	762
应收账款	58	77	79	79	93
应收票据	161	102	116	114	131
存货	252	357	349	332	413
预付账款	63	86	86	95	94
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	423	441	420	438	467
非流动资产	1,247	1,551	1,744	1,931	2,140
长期投资	147	62	62	62	62
固定资产	399	997	1,127	1,252	1,384
无形资产	206	204	245	280	310
其他长期资产	496	287	311	337	384
资产合计	2,645	3,232	3,448	3,576	4,100
流动负债	530	823	891	855	968
短期借款	136	0	162	0	0
应付账款	132	242	244	301	414
其他流动负债	262	580	484	555	553
非流动负债	272	491	488	400	400
长期借款	271	490	487	400	400
其他长期负债	1	0	0	0	0
负债合计	802	1,313	1,379	1,256	1,368
股本	430	430	430	430	430
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,844	1,919	2,069	2,321	2,732
负债和股东权益合计	2,645	3,232	3,448	3,576	4,100

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	248	171	188	314	514
折旧摊销	48	59	110	162	192
营运资金变动	(76)	(88)	18	69	(2)
其他	16	(64)	12	(15)	(6)
经营活动现金流	237	79	328	530	698
资本支出	(434)	(380)	(300)	(350)	(400)
投资变动	(72)	267	0	0	0
其他	(13)	(115)	10	10	10
投资活动现金流	(519)	(227)	(290)	(340)	(390)
银行借款	408	83	160	(250)	0
股权融资	(89)	(79)	(38)	(63)	(103)
其他	7	313	(125)	56	(30)
筹资活动现金流	326	317	(3)	(257)	(133)
净现金流	43	168	35	(67)	176

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	58.5	12.0	16.1	32.1	27.9
营业利润增长率(%)	103.7	(35.9)	10.2	68.5	64.7
归属于母公司净利润增长率(%)	95.3	(30.9)	9.9	66.7	63.8
息税前利润增长率(%)	128.0	(56.6)	28.9	89.7	74.5
息税折旧前利润增长率(%)	95.6	(44.9)	47.1	72.3	54.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	95.3	(30.9)	9.9	66.7	63.8
获利能力					
息税前利润率(%)	5.6	2.2	2.4	3.4	4.7
营业利润率(%)	5.8	3.3	3.2	4.0	5.2
毛利率(%)	7.6	4.1	4.2	5.3	6.5
归母净利润率(%)	4.9	3.0	2.9	3.6	4.7
ROE(%)	13.5	8.9	9.1	13.5	18.8
ROIC(%)	10.6	4.0	4.8	8.9	13.7
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
流动比率	2.6	2.0	1.9	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	2.2	1.9	2.0	2.5	2.9
应收账款周转率	107.8	83.4	83.7	109.1	128.6
应付账款周转率	47.0	30.1	26.8	31.7	30.9
费用率					
销售费用率(%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
管理费用率(%)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
研发费用率(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
财务费用率(%)	(0.1)	0.0	0.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.4	0.4	0.7	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.2	0.8	1.2	1.6
每股净资产(最新摊薄)	4.3	4.5	4.8	5.4	6.4
每股股息	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	21.7	31.4	28.6	17.1	10.5
P/B(最新摊薄)	2.9	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.1	24.6	20.9	11.9	7.4
价格/现金流(倍)	22.7	68.3	16.4	10.1	7.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371