基础化工

2025 年 08 月 13 日

华峰化学 (002064)

——氨纶盈利韧性凸显，己二酸短期承压，业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2025 年 08 月 12 日
收盘价（元）	7.90
一年内最高/最低（元）	9.24/6.41
市净率	1.5
股息率%（分红/股价）	1.90
流通 A 股市值（百万元）	39,094
上证指数/深证成指	3,665.92/11,351.63

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	5.39
资产负债率%	25.69
总股本/流通 A 股(百万)	4,963/4,949
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

-

证券分析师
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
研究支持
李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com
联系人
马昕晔
(8621)23297818×
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。**25H1 公司实现营业收入 121.37 亿元（yoy-12%），归母净利润为 9.83 亿元（yoy-35%），扣非后归母净利润为 9.04 亿元（yoy-38%），毛利率 13.77%（yoy-2.75 pct），净利率 8.15%（yoy-2.91 pct），业绩符合预期。其中 25Q2 公司实现营业收入为 58.23 亿元（yoy-18%，QoQ-8%），归母净利润为 4.79 亿元（yoy-43%，QoQ-5%），扣非后归母净利润为 4.45 亿元（yoy-44%，QoQ-3%），毛利率 14.10%（yoy-2.78 pct，QoQ+0.63 pct），净利率 8.29%（yoy-3.54 pct，QoQ+0.28 pct）。25Q2 公司单季度归母净利润同环比下滑的主要原因为己二酸价格和盈利同环比下行。
- **氨纶需求增长但价格持续承压，行业底部公司盈利韧性凸显。**25H1 公司实现氨纶毛利 7.86 亿元（yoy+13%），毛利率 18.65%（yoy+3.68 pct），子公司华峰重庆氨纶实现净利润 4.03 亿元（yoy+1%），凭借规模、技术、能源带来的成本优势使得公司在行业底部盈利韧性凸显。根据百川盈孚，25H1 华峰重庆基地新投产 3 万吨产能。根据百川盈孚数据，25H1 我国氨纶表观消费量约为 53 万吨（YoY+4%），考虑库存因素后的实际消费量约为 51 万吨（YoY+10%），外部环境冲击下，需求端仍保持增长；价格方面，25Q2 氨纶国内均价 23577 元/吨（YoY-14%，QoQ-1%），价差 10365 元/吨（YoY-9%，QoQ 持平），跌幅环比收窄，虽然行业盈利同比承压，但公司新项目投放后，成本优势进一步加强。近期而言，韩国泰光全面退出中国市场，关停相关产能预计约 2.7 万吨；远期而言，国内氨纶投产进程已近尾声，且添加领域和添加量的提升将带来需求的持续增长，行业拐点可期。公司作为氨纶主流企业，成本优势尽显，市占率有望持续提升，强者恒强。
- **己二酸受需求疲软影响，价格和盈利继续下跌，期待“反内卷”环境下行业的曙光。**25H1 公司实现基础化工毛利 1.96 亿元（yoy-76%），毛利率 4.37%（yoy-11.08 pct），子公司重庆华峰化工实现净利润 1.65 亿元（yoy-74%），24H1 纯苯价格趋势向上，25H1 趋势向下，我们预计该板块盈利同比承压或部分与库存损失有关。根据百川盈孚数据，25Q2 国内己二酸均价为 7231 元/吨（YoY-25%，QoQ-11%），价差为 1242 元/吨（YoY+9%，QoQ+6%）。目前己二酸仍有部分规划产能，但在行业持续亏损的状态下，落地情况有待观察，且国外老旧装置存退出可能，供给端有望边际好转；己二腈国产化突破带来尼龙 66 放量，己二酸需求端逻辑仍存。公司 40 万吨己二酸项目已于 2023 年 9 月投产，规模及成本优势领先同行，有望于下一轮周期中体现出较大的弹性。
- **投资分析意见：**公司是全球氨纶、己二酸和聚氨酯原液主流企业，规模、技术、成本优势显著，未来将深耕行业，强者恒强。考虑到己二酸景气下行，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 25.32、30.63 亿元（前值为 38.12、47.65 亿元）、并新增 2027 年预测为 35.77 亿元，对应的 EPS 分别为 0.51、0.62、0.72 元/股，目前市值对应的 PE 分别为 15X、13X、11X，PB（LF）位于近 5 年来 26%分位数，可比公司 2025 年平均 PE 为 46 倍（选取新乡化纤、泰和新材、神马股份），维持增持评级。
- **风险提示：**1）氨纶、己二酸、聚氨酯原液等主要产品价格继续大幅下行；2）氨纶等新项目建设投产不达预期；3）下游纺织服装需求大幅下滑。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	26,931	12,137	24,378	26,751	28,388
同比增长率（%）	2.4	-11.7	-9.5	9.7	6.1
归母净利润（百万元）	2,220	983	2,532	3,063	3,577
同比增长率（%）	-10.4	-35.2	14.0	21.0	16.8
每股收益（元/股）	0.45	0.20	0.51	0.62	0.72
毛利率（%）	13.8	13.8	15.0	15.6	17.3
ROE（%）	8.4	3.7	8.7	9.6	10.0
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,298	26,931	24,378	26,751	28,388
其中：营业收入	26,298	26,931	24,378	26,751	28,388
减：营业成本	22,262	23,205	20,730	22,569	23,468
减：税金及附加	102	118	98	107	114
主营业务利润	3,934	3,608	3,550	4,075	4,806
减：销售费用	194	212	171	174	213
减：管理费用	430	408	366	401	454
减：研发费用	901	809	683	722	795
减：财务费用	-146	-136	-123	-158	-131
经营性利润	2,555	2,315	2,453	2,936	3,475
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-17	-3	1	-6	-4
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-52	-181	-24	9	2
加：投资收益及其他	290	427	400	470	508
营业利润	2,768	2,563	2,830	3,407	3,981
加：营业外净收入	-149	-50	-20	-15	-15
利润总额	2,619	2,514	2,810	3,392	3,966
减：所得税	140	287	271	328	386
净利润	2,479	2,227	2,539	3,064	3,580
少数股东损益	1	7	7	1	3
归属于母公司所有者的净利润	2,478	2,220	2,532	3,063	3,577

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。