

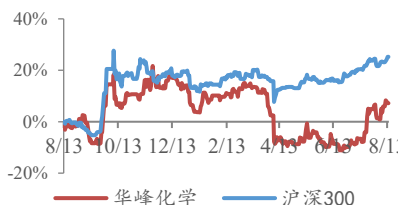
氨纶己二酸逐步企稳，低景气凸显业绩韧性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-14

收盘价（元）	7.84
近 12 个月最高/最低（元）	8.92/6.51
总股本（百万股）	4963
流通股本（百万股）	4949
流通股比例（%）	99.72
总市值（亿元）	390
流通市值（亿元）	389

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 四季度业绩承压，氨纶产能逐步释放 2025-04-01

2. 价差回落业绩承压，氨纶产能逐步释放 2024-10-25

3. 中报业绩预告大超预期，聚氨酯一体化程度加深 2024-07-15

主要观点：

● 事件描述

8 月 11 日，华峰化学发布 2025 半年度报告，实现营业收入 121.37 亿元，同比下降 11.70%；实现归母净利润 9.83 亿元，同比下降 35.23%；实现扣非归母净利润 9.04 亿元，同比下降 37.83%；实现基本每股收益 0.2 元/股。其中，第二季度实现营业收入 58.23 亿元，同比下降 17.84%，环比下降 7.78%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比下降 42.61%，环比下降 5.02%；实现扣非归母净利润 4.45 亿元，同比下降 44.33%，环比下降 3.28%。

● 氨纶、己二酸需求较弱成本支撑不足，盈利环比承压

氨纶供需偏弱导致价格持续下跌，但新增产能减少，需求面有望回暖。2025Q1 均价约 23876 元/吨，2025Q2 均价继续回落至 23577 元/吨，二季度，成本面上氨纶主原料 PTMEG 市场价格继续下行，二者价差下降至 15554.13 元，同比下降 9.98%，企业利润空间被压缩。供给面二季度产能 144.14 万吨，同比增加 7.14%。需求方面二季度淡季氛围明显，下游用户采购积极性一般。三季度随着旺季到来，需求有望增加。2025 年预计新增产能 11.1 万吨，较 2024 年同比减少 21.28%。随着新增产能投放的减少和需求面的回暖，氨纶价格有望逐年回升。

2024Q4 己二酸价差环比上升，2025 年预期无新增产能。2025 年 Q2 己二酸均价约为 7231 元/吨，环比第一季度下降 10.60%。二季度，己二酸价差有所上升，环比上升 5.58%。需求方面，二季度 PA66 市场维持弱势，货源充裕，下游需求偏淡。供应方面，己二酸产能 410 万吨同比增加 10.22%，整体供应偏多。根据百川盈孚，2025 年无新增产能，2026 年神马股份计划新增 50 万吨，新疆天利预计新增 15 万吨，福建福化预计新增 30 万吨。

● 氨纶新产能贡献增量，盈利韧性强

华峰化学以量补价，较同行业盈利韧性强。报告期内，公司控股子公司重庆氨纶非公开发行募投项目“300,000 吨/年差别化氨纶扩建项目”部分正式达产，对 2024 年带来增量贡献。公司重庆基地仍有 15 万吨差别化氨纶产能在建，将逐步释放带来增量。公司的重庆基地在原料成本、能源、折旧方面均较同行业以及瑞安基地有显著成本优势。

● 投资建议

预计 2025-2027 年实现归母净利润分别为 19.94、35.41、36.48 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19.56、11.02、10.69 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 新建产能投放不及预期;
- (2) 产品及原料价格大幅波动;
- (3) 行业产能投放超预期, 竞争加剧;
- (4) 宏观经济下行导致需求持续下滑。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26931	26731	28022	29607
收入同比 (%)	2.4%	-0.7%	4.8%	5.7%
归属母公司净利润	2220	1994	3541	3648
净利润同比 (%)	-10.4%	-10.2%	77.6%	3.0%
毛利率 (%)	13.8%	13.3%	18.5%	18.1%
ROE (%)	8.4%	7.0%	11.1%	10.2%
每股收益 (元)	0.45	0.40	0.71	0.74
P/E	18.18	19.56	11.02	10.69
P/B	1.53	1.37	1.22	1.09
EV/EBITDA	8.88	8.30	5.49	4.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18895	21442	24095	30112	营业收入	26931	26731	28022	29607
现金	7068	10093	10878	15808	营业成本	23205	23165	22835	24238
应收账款	2516	2125	2870	2436	营业税金及附加	118	112	116	126
其他应收款	18	43	20	45	销售费用	212	194	211	224
预付账款	778	684	711	761	管理费用	408	435	446	467
存货	3718	3464	3512	4016	财务费用	-136	-59	-122	-131
其他流动资产	4797	5032	6103	7045	资产减值损失	-181	0	0	0
非流动资产	17071	17506	17526	17261	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	852	947	1046	1141	投资净收益	127	110	116	128
固定资产	10817	11289	11846	11638	营业利润	2563	2270	3972	4120
无形资产	1380	1525	1640	1797	营业外收入	24	22	18	21
其他非流动资产	4022	3745	2994	2685	营业外支出	74	96	109	93
资产总计	35966	38948	41620	47373	利润总额	2514	2196	3881	4048
流动负债	8016	9009	8141	10244	所得税	287	201	335	394
短期借款	2795	3101	3406	3660	净利润	2227	1995	3546	3654
应付账款	1745	2397	1551	2609	少数股东损益	7	2	5	7
其他流动负债	3476	3510	3183	3976	归属母公司净利润	2220	1994	3541	3648
非流动负债	1398	1392	1386	1381	EBITDA	4097	3864	5755	5966
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	0.45	0.40	0.71	0.74
其他非流动负债	1396	1390	1384	1379					
负债合计	9414	10401	9527	11625					
少数股东权益	98	100	105	111					
股本	4963	4963	4963	4963					
资本公积	3897	3897	3897	3897					
留存收益	17595	19588	23129	26777					
归属母公司股东权益	26454	28448	31989	35637					
负债和股东权益	35966	38948	41620	47373					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3025	5633	3258	7467	成长能力				
净利润	2227	1995	3546	3654	营业收入	2.4%	-0.7%	4.8%	5.7%
折旧摊销	1631	1761	2020	2106	营业利润	-7.4%	-11.5%	75.0%	3.7%
财务费用	67	118	130	141	归属于母公司净利润	-10.4%	-10.2%	77.6%	3.0%
投资损失	-127	-110	-116	-128	获利能力				
营运资金变动	-881	1793	-2414	1623	毛利率 (%)	13.8%	13.3%	18.5%	18.1%
其他经营现金流	3217	277	6052	2103	净利率 (%)	8.2%	7.5%	12.6%	12.3%
投资活动现金流	-4389	-2792	-2646	-2647	ROE (%)	8.4%	7.0%	11.1%	10.2%
资本支出	-1285	-2136	-2005	-1820	ROIC (%)	7.4%	6.0%	9.6%	8.8%
长期投资	-3122	-726	-716	-955	偿债能力				
其他投资现金流	18	70	76	127	资产负债率 (%)	26.2%	26.7%	22.9%	24.5%
筹资活动现金流	-1887	184	172	110	净负债比率 (%)	35.5%	36.4%	29.7%	32.5%
短期借款	150	305	305	254	流动比率	2.36	2.38	2.96	2.94
长期借款	-368	0	0	0	速动比率	1.76	1.89	2.40	2.44
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.71	0.70	0.67
其他筹资现金流	-1670	-121	-133	-144	应收账款周转率	10.76	11.52	11.22	11.16
现金净增加额	-3224	3026	785	4930	应付账款周转率	12.26	11.19	11.57	11.65

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。