

万凯新材 (301216.SZ)

聚酯瓶片 主业底部向上，多元增长极共塑未来

2025 年 08 月 20 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

毕挥（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

bihui@kysec.cn

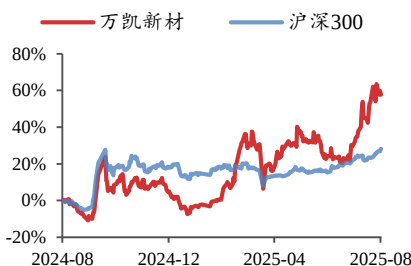
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790523080001

日期	2025/8/20
当前股价(元)	15.94
一年最高最低(元)	17.33/8.98
总市值(亿元)	82.13
流通市值(亿元)	45.40
总股本(亿股)	5.15
流通股本(亿股)	2.85
近 3 个月换手率(%)	265.57

股价走势图



数据来源：聚源

● 周期与成长共振，主业瓶片周期底部或已过，多条成长曲线助力公司腾飞

公司作为聚酯瓶片龙头，成本优势突出，未来伴随瓶片行业度过周期底部，公司有望充分享受业绩弹性。其次，公司通过投资建设瓶片上游天然气制乙二醇项目，将进一步优化重庆瓶片基地原料成本；而率先出海建设尼日利亚项目和印尼瓶片项目，将有望享受海外瓶片丰厚的利润空间。此外，公司通过布局 rPET 项目和人形机器人赛道，进一步打开远期成长空间。我们看好公司主业周期与新赛道的成长共振。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.23、4.88、7.28 亿元，EPS 为 0.24、0.95、1.41 元，当前股价对应 PE 分别为 66.7、16.8、11.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 聚酯瓶片：行业周期底部或已过，行业自律有望促进盈利能力向上修复

2021 年疫情后全球需求反弹与产能恢复迟缓形成供需错配，瓶片价差冲高至 2000 元/吨左右，瓶片行业迎来一轮大周期行情。2023-2024 年，国内瓶片行业产能增速显著高于需求增速，2024 年国内产能达到 2043 万吨，与 2018 年相比实现翻倍，而瓶片价差被压缩至 500 元/吨的盈亏平衡线附近，2024 年全行业亏损，行业步入低谷。目前本轮瓶片产能扩张已接近尾声，未来伴随瓶片需求逐步向上，瓶片行业供需格局有望改善。我们认为，长期来看瓶片行业格局向好，行业低点或已过，我们看好瓶片行业有望迎来底部向上。

● 公司瓶片成本优势显著，出海有望享受海外丰厚利润，多成长曲线共塑未来

公司作为瓶片行业后起之秀，成本优势显著，2024 年公司单吨毛利高于可比公司均值 46.8 元，盈利能力领跑行业。公司瓶片上游配套项目一期 60 万吨/年天然气制乙二醇正在产能爬坡，投产后有望使公司成本控制能力进一步提升。公司出海布局尼日利亚和印尼瓶片基地，产能投放后有望帮助公司享受海外瓶片丰厚的利润空间，进一步增强主业盈利能力。公司投资布局 rPET 和机器人灵巧手业务，开辟多条成长曲线，有望和主业形成良好协同作用，周期和成长共同发力助力公司腾飞。

风险提示：原油价格大幅波动、下游需求不及预期、rPET 和机器人项目开拓不及预期、海外贸易政策调整等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,532	17,232	16,136	18,411	20,661
YOY(%)	-9.6	-1.7	-6.4	14.1	12.2
归母净利润(百万元)	437	-300	123	488	728
YOY(%)	-54.3	-168.7	141.0	296.2	49.2
毛利率(%)	4.0	0.9	2.4	4.5	5.7
净利率(%)	2.5	-1.7	0.8	2.7	3.5
ROE(%)	7.6	-5.7	2.3	8.4	11.3
EPS(摊薄/元)	0.85	-0.58	0.24	0.95	1.41
P/E(倍)	18.8	-27.4	66.7	16.8	11.3
P/B(倍)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司深耕聚酯瓶片多年，龙头地位稳固.....	4
1.1、 公司作为瓶片行业后起之秀快速发展，目前已成为行业龙头企业.....	4
1.2、 公司纵向向上游延伸配套原料乙二醇，横向出海扩张瓶片产能.....	4
1.3、 公司营收迈上新台阶，盈利能力呈现随周期波动的特点.....	5
1.4、 公司股权结构稳定，沈志刚先生为实控人.....	7
2、 聚酯瓶片需求向上，产能投放进入尾声，静待周期向上.....	8
2.1、 需求端：聚酯瓶片全球需求波动向上，亚太地区是主要需求市场.....	8
2.2、 价格端：瓶片的价格价差和供需关系密切挂钩.....	11
2.3、 供给端：产能扩张进入尾声，短期内“反内卷”将促进价差修复.....	11
2.4、 海外利润空间较大，反倾销政策下出海或是中国瓶片企业的突围之路.....	13
3、 公司瓶片成本优势突出，同时具有多条新材料成长曲线.....	15
3.1、 公司成本控制领先行业，带动公司盈利能力领跑行业.....	15
3.2、 公司在四川达州建设乙二醇项目，向上游延伸产业链，成本优势有望继续加大.....	15
3.3、 公司率先进行出海布局，进军利润更丰厚的海外市场.....	17
3.4、 公司锚定绿色发展，第二增长曲线 rPET 布局即将落地.....	18
3.5、 公司战略投资机器人行业，力求联动主业助力公司走出第三成长曲线.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1： 公司瓶片年产能从 2010 年的 20 万吨提升至 300 万吨.....	4
图 2： 公司营收水平在 2022 年迈上新台阶.....	5
图 3： 公司扣非归母净利润随行业呈现周期性波动.....	5
图 4： PET 产品贡献公司主要营收.....	6
图 5： PET 产品贡献公司主要毛利（单位：亿元）.....	6
图 6： 公司 2017-2024 境外营收数额及占比稳定.....	6
图 7： 公司 2017-2024 境外毛利占比逐步提高.....	6
图 8： 2017 年-2024 年公司瓶级 PET 毛利率冲高回落.....	7
图 9： 公司毛利率在 2021 年超过可比公司均值.....	7
图 10： 公司近年销售费用率和财务费用率控制得当.....	7
图 11： 公司股权结构稳定，沈志刚先生为实控人.....	8
图 12： 聚酯瓶片主要应用于塑料包装容器或外壳.....	9
图 13： 2015-2024 年全球聚酯瓶片需求呈上升趋势.....	9
图 14： 2020 年亚太地区是全球聚酯瓶片最大需求地区.....	10
图 15： 2024 年软饮市场是国内主要瓶片需求市场.....	10
图 16： 近十年内国内聚酯瓶片需求震荡上升.....	10
图 17： 近十年中国聚酯瓶片出口量增速成“M”型.....	11
图 18： 2016-2025H1 聚酯瓶片出现两次价差高点.....	11
图 19： 2022 年国内瓶片产能进入扩张周期.....	11
图 20： 近年内中国瓶片产能占比持续提升.....	12
图 21： 2024 年国内产能占比达 48%.....	12

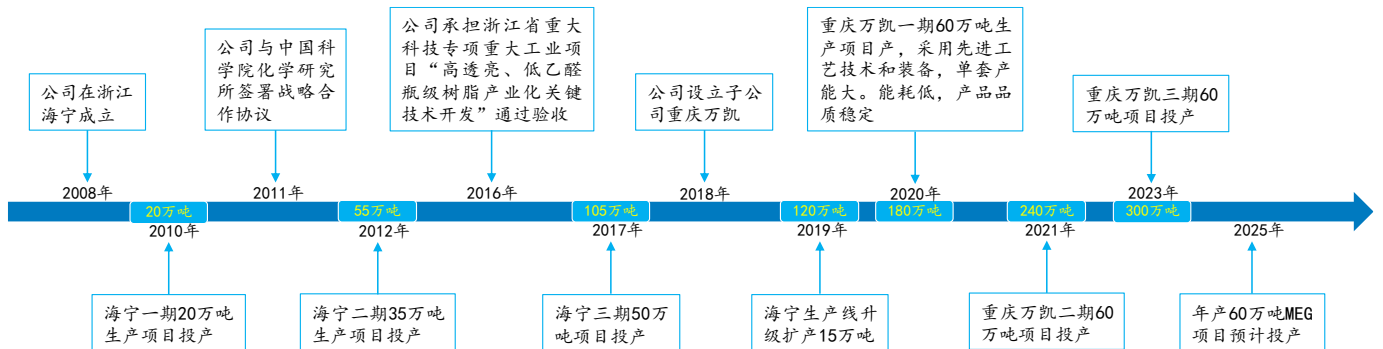
图 22: 目前瓶片行业 CR4 约为 79%.....	12
图 23: 2025 年 6 月以来聚酯瓶片价差有所修复.....	13
图 24: 2025 年 6 月联合减产开工负荷明显走低.....	13
图 25: 外盘瓶片利润较为可观	14
图 26: 2020 年以来万凯单吨成本低于可比公司平均水平	15
图 27: 2020 年以来万凯单吨毛利高于可比公司平均水平	15
图 28: 目前国内乙二醇进口依存度降低至 30%左右	17
图 29: SSP 阶段是固相聚合	18
图 30: 尼日利亚、印度尼西亚最低工资水平低于国内（单位：元）	18
图 31: 2024 年海外瓶片供需存在缺口	18
图 32: 欧美等地瓶片价格高于国内（单位：美元/吨）	18
表 1: 公司目前有两个 PET 生产基地，合计产能 300 万吨/年.....	4
表 2: 公司在建项目外扩海外市场，内充上游自供能力	5
表 3: 2025 年及未来聚酯瓶片计划投产项目所剩无几.....	12
表 4: 2025 年 5-7 月，多家公司进行装置检修停产	13
表 5: 截至目前有 11 个国家地区对华采取反倾销政策.....	14
表 6: 2024-2026 年乙二醇新增产能较少	16
表 7: 达州项目（一期）运营期内达产后预计各年平均可实现净利润 2.82 亿元	16
表 8: 天然气制乙二醇路线成本较低（所有数据按 2020 年计算）	17
表 9: 多个国家地区出台法规要求推进 rPET 对原生 PET 的替代使用	19
表 10: 公司业绩拆分与盈利预测：公司瓶片业务有望底部复苏	20
表 11: 公司 2025-2027 年公司 PE 低于可比公司平均 PE	21

1、公司深耕聚酯瓶片多年，龙头地位稳固

1.1、公司作为瓶片行业后起之秀快速发展，目前已成为行业龙头企业

公司快速发展，成为聚酯瓶片行业龙头。公司成立于 2008 年，位于浙江海宁，2022 年在深交所创业板上市。公司是国内领先的聚酯材料的研发、生产、销售企业，主要产品是瓶级 PET、大有光 PET。截至 2023 年末公司共有两个 PET 基地，总产能达到 300 万吨/年，其中海宁万凯 120 万吨/年，重庆万凯 180 万吨/年，是全球产能位居前列的瓶片生产企业。

图1：公司瓶片年产能从 2010 年的 20 万吨提升至 300 万吨



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表1：公司目前有两个 PET 生产基地，合计产能 300 万吨/年

基地	产能 (万吨/年)	完全投产时间
海宁万凯	120	2019 年
重庆万凯	180	2023 年
合计	300	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司纵向向上游延伸配套原料乙二醇，横向出海扩张瓶片产能

公司推进纵向一体化战略，向上游延伸配套原料乙二醇。公司于 2024 年发行 27 亿元可转债，募投项目为年产 120 万吨 MEG 联产 10 万吨电子级 DMC 新材料项目，目前项目一期 60 万吨/年天然气制乙二醇项目正在产能爬坡，根据交易所互动平台信息，我们预计该项目将于 2025 年下半年全面投产。项目达产后，将能够基本满足公司重庆子公司对乙二醇的需求，推进公司纵向一体化战略，提升上游原材料环节自主供应能力、成本控制能力和质量把控力度，进一步提升公司综合竞争力。

海外项目建设方面，公司积极出海扩张产能。公司于 2023 年 12 月发布公告，公司计划子公司重庆万凯与 XJP 贸易有限公司共同出资在新加坡设立合资公司，并通过合资公司在尼日利亚建设产能为 30 万吨/年的 SSP 装置，项目总投资 3.29 亿元，目前该项目正在建设中，根据公司可转债 2025 年跟踪评级报告，预计将于 2026 年上半年进入投产阶段。此外，公司于 2025 年 4 月发布公告，公司计划在印度尼西亚建设 75 万吨聚酯瓶片产能，项目总投资 20.20 亿元，目前该项目处于推进阶段。这两个项目是国内瓶片企业首次出海，具有里程碑式意义，将为公司积累丰富的海外产能建设和产品销售经验，助力公司向国际化企业不断迈进，同时进一步提升公

司瓶片在全球的市场份额。

表2：公司在建项目外扩海外市场，内充上游自供能力

产品	在建基地	在建产能(万吨)	投资建设情况
聚酯瓶片 (PET)	尼日利亚	30	截至 2025 年 3 月末处于土建阶段，预计将于 2026 年上半年完工投产
	印度尼西亚	75	项目尚在审批阶段
乙二醇 (MEG)	四川达州	60	四川达州 MEG 一期 60 万吨项目 2025 年 5 月份进入投料试车阶段，预计下半年正式投产

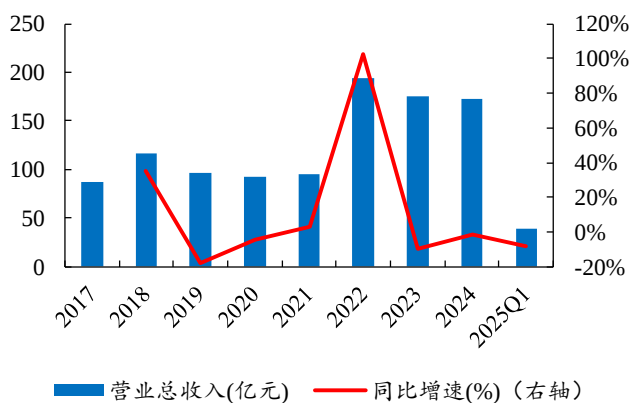
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、公司营收迈上新台阶，盈利能力呈现随周期波动的特点

随周期上行和产能扩张，公司营收在 2022 年迈上新台阶，2022 年后展现出较强韧性。公司在 2017 年实现营收 86.8 亿元，2020-2021 年疫情期间，油价低位叠加需求不振导致 PET 价格下跌，公司营收承压。2022 年瓶片行业周期上行伴随公司产能释放，公司营收突破增长至 193.9 亿元，较 2017 年实现翻倍。2023-2024 年受行业新增产能集中投放影响，行业呈现供大于求格局，但是公司展现较强韧性，PET 销量稳中有增，营收基本维持稳定。

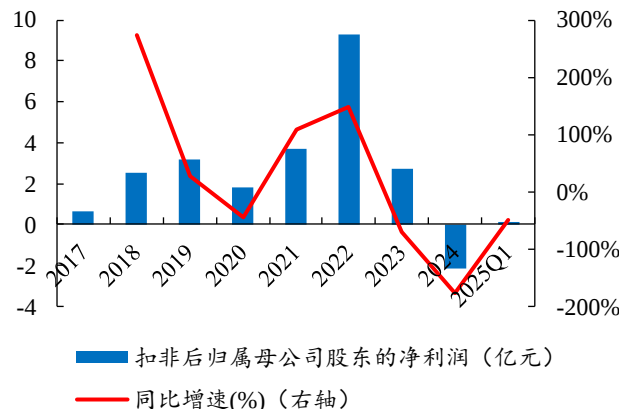
扣非归母净利润方面，行业低点或已过，公司盈利能力将迎来逐步修复。2017-2022 年期间，除 2020 年外，公司扣非归母净利润逐年提高，2020 年扣非归母净利润下滑原因系公司在原材料价格波动期间大量购买原材料以固定价格，后续下游需求不振，为避免库存积压、控制仓储成本，公司售卖原材料导致亏损。2022 年由于需求大幅增长与公司新增产能释放，扣非归母净利润较 2021 年实现 2.5 倍增长。2022 年后由于新增产能集中大量投放，行业整体呈现供大于求的格局，聚酯瓶片加工费下降，2023-2024 年公司扣非归母净利润下降，2024 年行至行业低谷，公司全年亏损 2.14 亿元。2025Q1，公司实现扣非归母净利 0.11 亿元，实现扭亏为盈，我们认为，目前行业低点已过，未来伴随行业产能释放进入尾声，下游需求稳步提升，公司盈利能力将迎来进一步修复。

图2：公司营收水平在 2022 年迈上新台阶



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

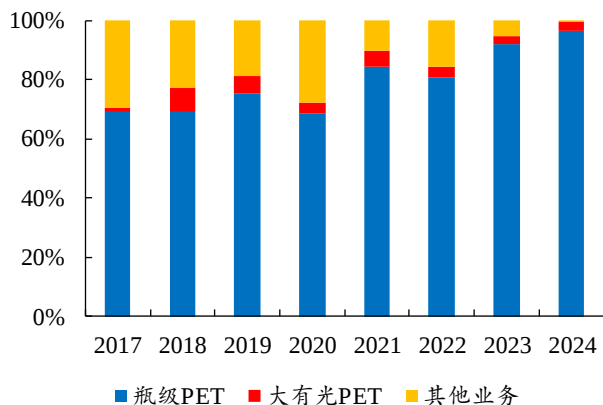
图3：公司扣非归母净利润随行业呈现周期性波动



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

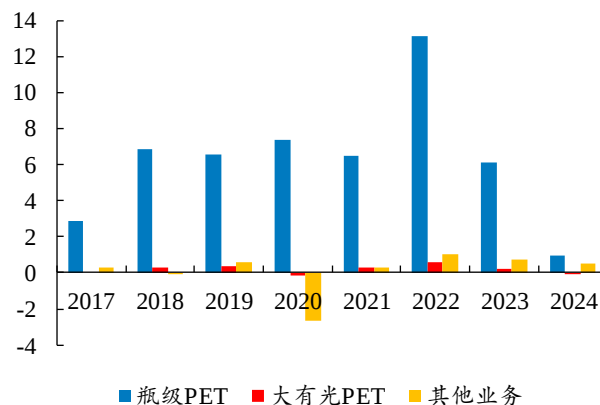
公司瓶级 PET 贡献主要营收和毛利。2017-2020 年，公司瓶级 PET 营收占比为 70%-80%。2021 年以来，瓶级 PET 营收占比进一步提高，2024 年达到 96.5%。公司瓶级 PET 毛利贡献相对稳定，除 2022 年外，2018-2023 年稳定贡献毛利 6-7 亿元，2022 年主要因行业周期上行，实现 13 亿毛利。2024 年因行业产能集中释放，产品价格承压，瓶级 PET 毛利下降至 1 亿元。公司其他业务主要为原材料贸易。

图4: PET 产品贡献公司主要营收



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

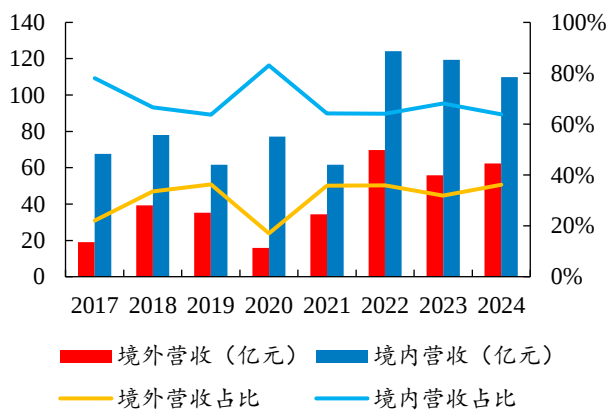
图5: PET 产品贡献公司主要毛利（单位：亿元）



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

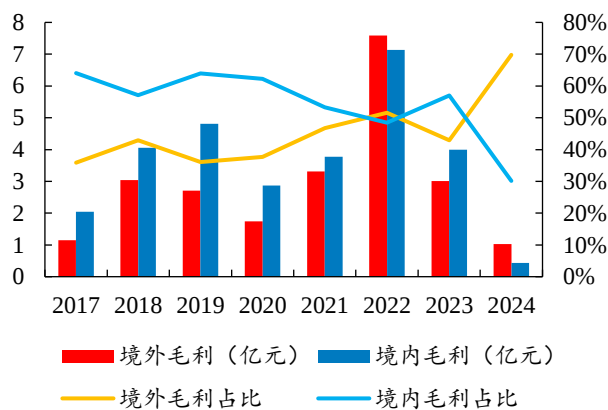
公司境外营收占比波动上升，境外毛利贡献逐步提高。2017-2024 年，公司境外营收从 19.12 亿增长至 62.39 亿元，期间 CAGR 为 18.41%；境外营收占比也波动上升，公司境外营收占比从 2017 年的 22.03%提升至 2024 年的 36.21%。2017-2024 年，境外毛利占比逐步提高，从 2017 的 35.92%提升至 2024 年的 69.82%。其中，2024 年境外毛利占比显著提高原因系国内瓶片产能集中投放，国内瓶片加工价差跌至底部区间，对比之下出口价差尚可，公司瓶片出口业务贡献主要毛利。

图6: 公司 2017-2024 境外营收数额及占比稳定



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

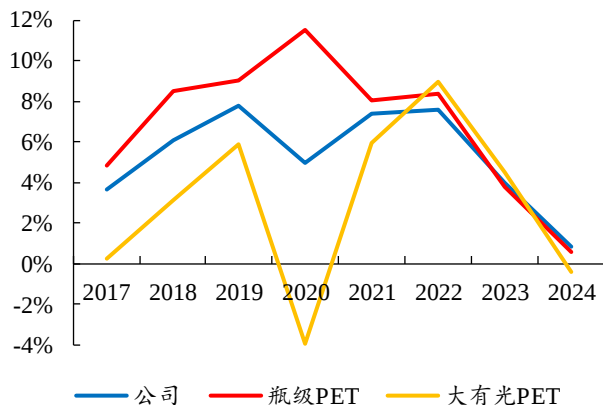
图7: 公司 2017-2024 境外毛利占比逐步提高



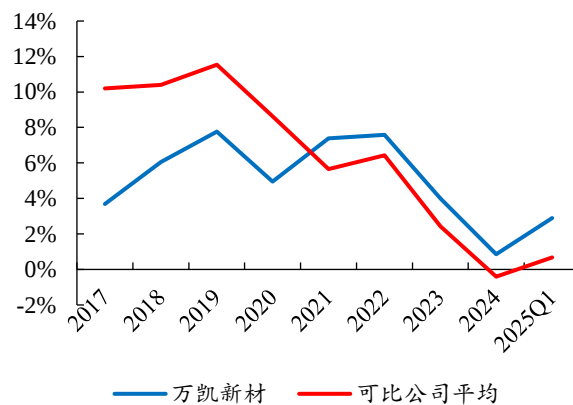
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

公司瓶级 PET 毛利率呈现周期性波动，公司作为行业后起之秀，后来者居上，2021 年起毛利率高于可比公司均值。公司 2020 年瓶级 PET 毛利率为 11.53%，主要原因是 2020 年油价下跌，公司主要原材料价格下跌，毛利率达到高点。2022 年后，

受原油价格上涨、行业产能集中大量投放等原因影响，瓶级 PET 加工费下降，毛利率走低。与可比公司相比，公司自 2021 年重庆子公司投产开始，毛利率水平领先同行，在行业周期下行阶段展现出优秀的经营水平、较强的盈利韧性和抗冲击能力。

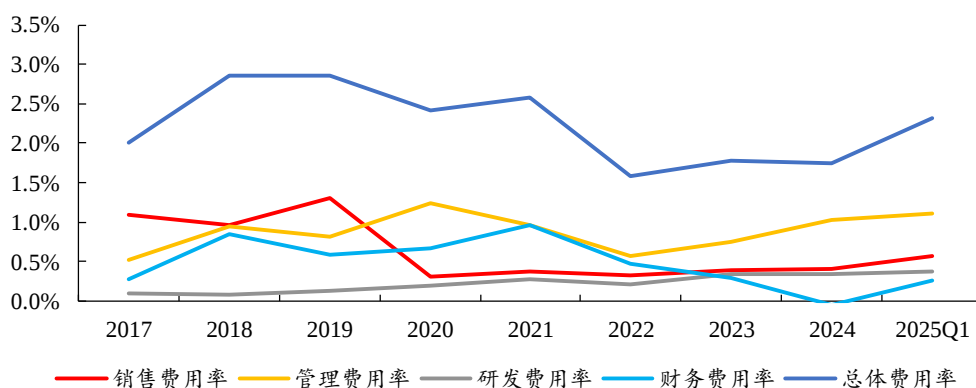
图8：2017 年-2024 年公司瓶级 PET 毛利率冲高回落


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图9：公司毛利率在 2021 年超过可比公司均值


数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

公司近年销售费用率和财务费用率控制得当。公司 2018-2024 年总体费用率呈下降趋势，主要原因是公司加强了销售和财务费用管控，销售费用率在 2019 年为 1.31%，2024 年降至 0.41%；财务费用率在 2021 年为 0.96%，2024 年降至-0.05%，主要是由于公司利息收入、汇兑收益以及利息资本化的增加。公司近年来强调产品和技术研发，研发费用率有所上升。

图10：公司近年销售费用率和财务费用率控制得当


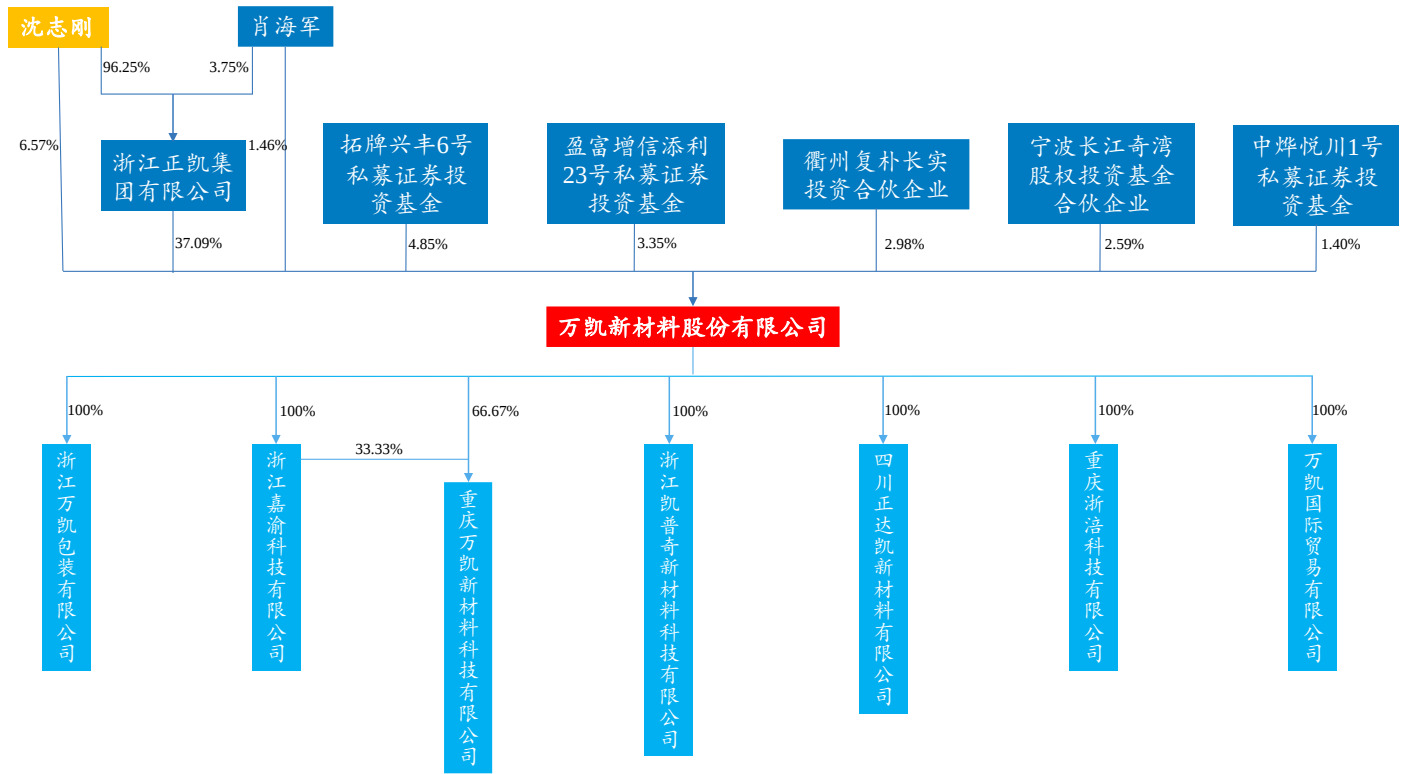
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.4、公司股权结构稳定，沈志刚先生为实控人

公司董事长、实际控制人为沈志刚先生，控制权稳定。根据可转债评级报告，截至 2025 年 5 月末，公司第一大控股股东为浙江正凯集团，持有公司 37.09%股份。实际控制人沈志刚先生直接持有公司 6.57%股份，持有正凯集团 96.25%股份，直接间接合计持有公司 42.27%的股份，控制权稳定。控股股东正凯集团深耕于 PET 和纺

织行业，力求在做深、做细、做精主业的基础上实现全产业链上下游一体化协同发展，对公司业务有强劲的支持作用。

图11：公司股权结构稳定，沈志刚先生为实控人



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（备注：截至 2025 年 5 月末）

2、聚酯瓶片需求向上，产能投放进入尾声，静待周期向上

2.1、需求端：聚酯瓶片全球需求波动向上，亚太地区是主要需求市场

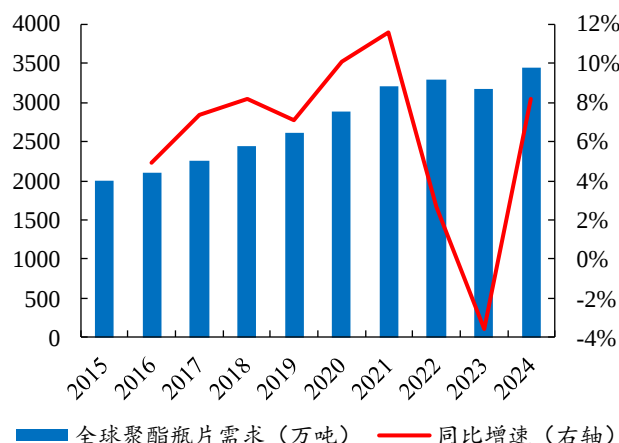
聚酯瓶片被广泛应用在多种领域，全球聚酯瓶片需求整体呈稳健增长趋势。聚酯瓶片是 PTA 和 MEG 的酯化聚合产物，具备安全、高透亮、材质轻、可塑、便于携带运输、环保等优点，因而被广泛应用于多种领域作为塑料包装容器或外壳。根据 CCF 数据，2015-2022 年间，伴随全球经济发展，以及下游产品对包装品质提升的需要，全球聚酯瓶片市场需求从 2004 万吨增长至 3293 万吨，CAGR 为 7.35%。2023 年全球经济恢复速度低于预期，尤其欧美地区通胀高企，居民实际购买力下降，导致软饮料、包装食品等终端消费品需求萎缩，聚酯瓶片需求出现近十年以来唯一一次负增长。2024 年，亚太地区经济回暖，带动饮料与食品包装需求增长，欧美地区虽然推行再生 PET (rPET) 发展，但 rPET 成本居高不下，原生 PET 需求具备刚性和韧性，2024 年全球聚酯瓶片需求较 2023 年强势增长 8.15%。

图12：聚酯瓶片主要应用于塑料包装容器或外壳



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图13：2015-2024 年全球聚酯瓶片需求呈上升趋势



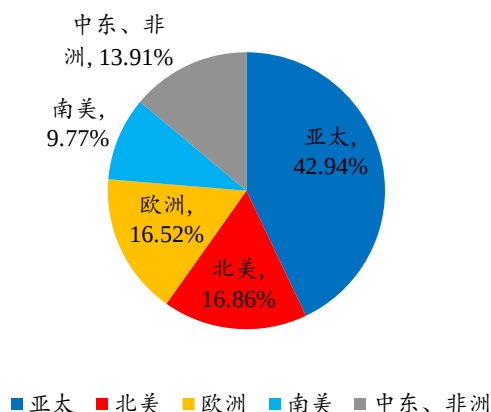
数据来源：CCF、万凯新材招股说明书、华经产业研究院、观研天下、开源证券研究所

亚太地区是聚酯瓶片最大的需求地区。2020 年，亚太地区在全球的需求占比为 42.94%，北美地区为 16.86%，欧洲为 16.52%。伴随着人口增长、城市化进程加快、宏观经济发展，中东、非洲、东南亚等新兴地区快消品市场有着较大增长空间，未来有望进一步带动聚酯瓶片市场消费需求扩张。

国内聚酯瓶片需求震荡上升，软饮是主要需求市场。国内聚酯瓶片需求自 2015 年的 430 万吨增长至 2024 年的 862 万吨，CAGR 为 8.03%。2024 年，国内聚酯瓶片需求市场中软饮市场占比最大，为 65%；油瓶市场占比为 30%；片材市场占比为 5%。

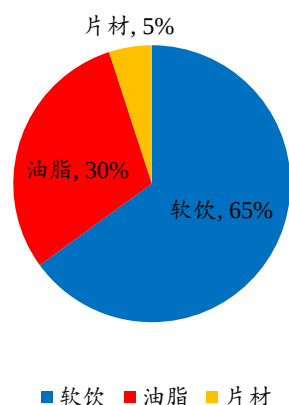
国内瓶片需求整体稳健增长，但是随外部因素影响需求增速波动幅度较大。2015-2019 年间，国内聚酯瓶片需求随经济增长增速平稳，CAGR 为 6.01%。2020 年，疫情期间医疗包装、外卖容器需求迅速增长，片材领域对聚酯瓶片的消耗量显著上升，同时经历了 2020Q1 的疫情冲击后，随 2020Q2 疫情影响逐步消退，国内经济步入复苏轨道，瓶片需求稳步向上；此外，2020Q1 国际油价下跌使得瓶片上游 PTA、MEG 价格下降，带动瓶片价格下跌，瓶片的低位价格使得贸易商和下游企业积极补库，瓶片需求向上；最后叠加 2020 年 1 月，国家发改委发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，提出禁止餐饮、商超等领域使用不可降解塑料制品，聚酯瓶片作为传统塑料理想的可回收替代品，软饮、食用油包装等领域需求大幅增长。三方作用下，2020 年国内聚酯瓶片国内需求大幅增长，较 2019 年增长 28.9%。**2021-2023 年**，国内瓶片需求增速放缓，2022 年出现负增长。期间原因如下：2021 年，下游软饮厂商在上一年度（2020 年）瓶片低价区间提前囤积了部分原料，导致全年瓶片需求增速放缓。2022 年，新冠疫情反复，人员流动受限导致软饮销售旺季销量承压，餐饮行业低迷致使油瓶需求不振，局部限电又进一步降低下游厂商原材料消耗量，出口市场繁荣导致瓶片价格居高不下，下游厂商逢低囤货节奏终止，多数经销商采取观望态势。多种因素叠加下，2022 年国内瓶片需求出现下滑。2023 年，随着疫情管控政策放开、经济活动逐步恢复，人口流动增多，国内旅游、餐饮等行业得到恢复，对软饮、包装食品、食用油等食品饮料类消费品需求有所上涨，间接推动了对瓶片需求的小幅修复。**2024 年**下游软饮厂商新厂投产增多，产量增速加快，带动国内聚酯瓶片需求上升，较 2023 年增长 14.17%。

图14：2020年亚太地区是全球聚酯瓶片最大需求地区



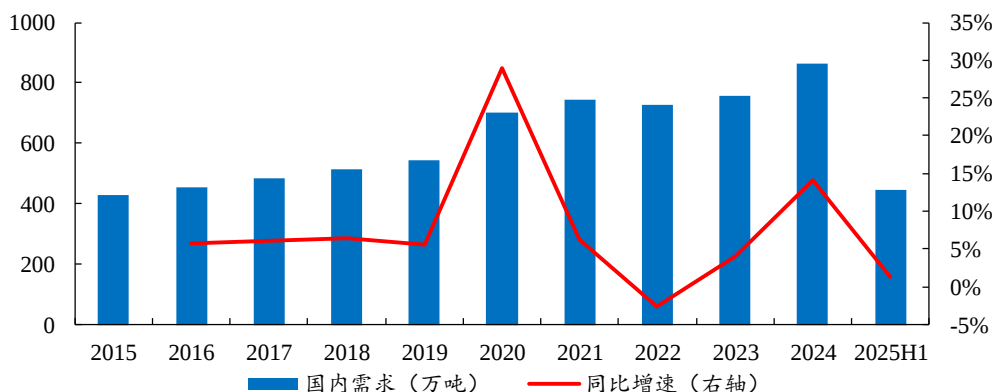
数据来源：万凯新材招股说明书、开源证券研究所

图15：2024年软饮市场是国内主要瓶片需求市场



数据来源：新华财经、开源证券研究所

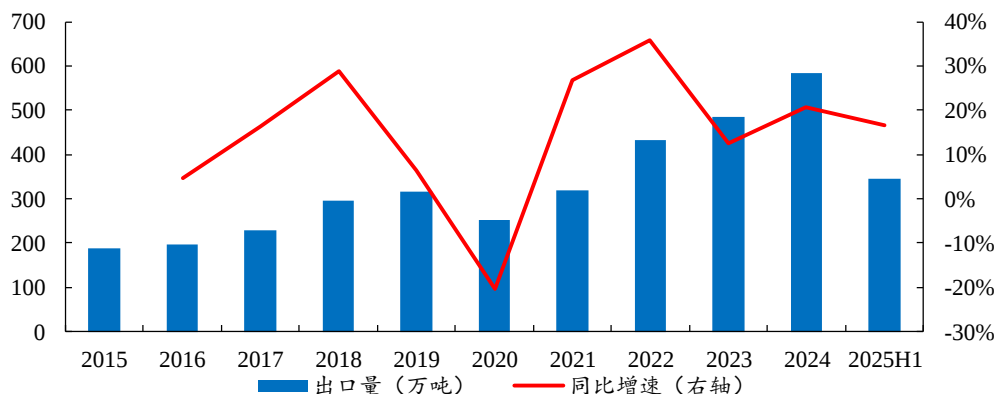
图16：近十年内国内聚酯瓶片需求震荡上升



数据来源：CCF、公司公告、智研咨询、开源证券研究所

中国是最主要的聚酯瓶片出口地之一，近十年间出口市场增速成“M”型。2024年中国聚酯瓶片出口量为585万吨，是全球最主要的聚酯瓶片出口地之一。2015年至2024年间，中国出口量从189万吨增长至585万吨，CAGR为13.38%。**2017-2018年**，中国出口量迅速攀升，2018年出口量较2016年增长57%。主要原因为海外企业集中停产，其中JBF集团、M&G集团在2017年因财务问题停产；南非Hosaf、德国Schkopau、英国东北部lotte、Octal Holdings、IbnRushd、EIPET等在2018年因检修等问题大面积减停产，全球供应紧张，欧洲、中东和非洲市场依赖进口填补缺口，中国出口量借机攀升。**2019-2020年**，由于贸易壁垒进一步增厚，南非、印度分别在2018年末和2019年加入对中国实施反倾销国家行列，叠加新冠疫情2020年对全球消费和物流的冲击，中国瓶片出口量增速放缓，2020年出现负增长。**2021年**海外疫情管控先放松，带动下游消费回温，叠加2020年海外进口量下滑，大量消耗库存，补库需求高涨，2021年中国瓶片出口量较2020年大幅上升27%。**2022年**，俄乌冲突致使欧洲能源成本上升，欧洲本土瓶片价格上升，中国对欧洲瓶片出口量增长，同时俄罗斯被制裁，中国成为俄罗斯重要的瓶片进口来源，全年中国瓶片出口量仍然保持高增长态势，较2021年增长36%。**2023年**欧盟对中国加大反倾销力度，国内出口量增速放缓，较2022年增长5.5%。**2024年至今**，由于国内瓶片价格优势叠加全球经济的逐步复苏，国内瓶片出口量还是保持15%以上的增速。

图17：近十年中国聚酯瓶片出口量增速成“M”型

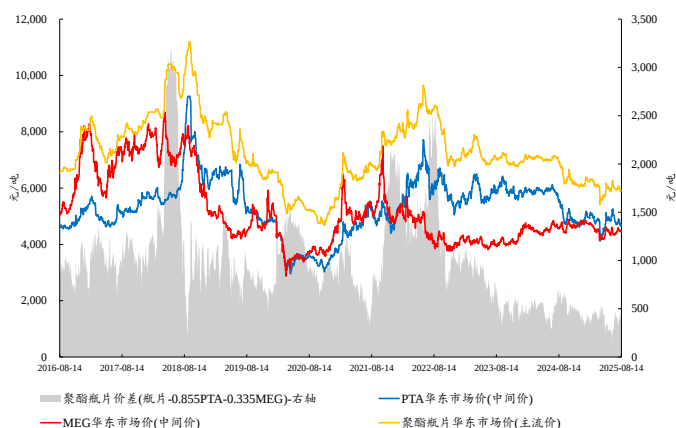


数据来源：CCF、万凯新材招股说明书、开源证券研究所

2.2、价格端：瓶片的价格价差和供需关系密切挂钩

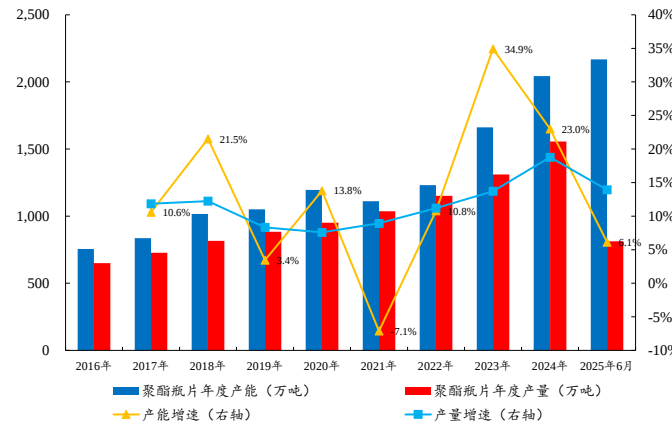
聚酯瓶片价差高点本质是产能扩张滞后于需求大幅增长的周期性红利。从过去十年来看，国内聚酯瓶片价差有两个高点，分别出现在2018年6月和2022年上半年。2015-2018年，海外巨头停产引发国内出口需求大幅增长，供求失衡迅速体现在价差上，推动价差快速上升至3000元/吨左右的历史峰值；而2018-2021年这四年间，中国聚酯瓶片作为全球供应的中坚力量，其产能几乎没有扩产，2021年疫情后全球需求反弹与产能恢复迟缓形成供需错配，价差冲高至2000元/吨左右。而2023-2024年，产能增速远超需求，2024年产能利用率跌至76.16%，价差被压缩至500元/吨的盈亏平衡线附近，瓶片行业进入周期底部。我们预计，未来随着瓶片行业新增产能投放结束，叠加需求随经济增长，瓶片行业将穿越周期底部，或迎来向上修复。

图18：2016-2025H1 聚酯瓶片出现两次价差高点



数据来源：CCF、Wind、开源证券研究所

图19：2022 年国内瓶片产能进入扩张周期

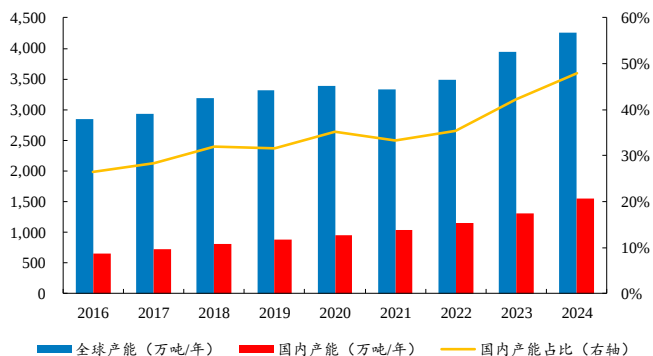


数据来源：CCF、三房巷公告、百川盈孚、开源证券研究所

2.3、供给端：产能扩张进入尾声，短期内“反内卷”将促进价差修复

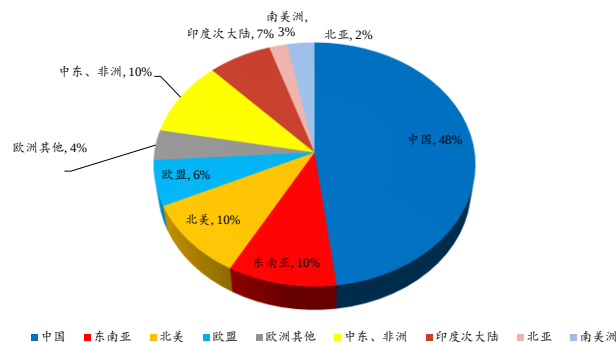
国内产能周期性爬升，目前稳居世界第一。2016年以来，国内产能经历了两轮周期性增长，分别出现在2018-2020年和2022年至今。其中第一轮增长使得国内瓶片产能在全球占比自2017年的28.45%提升至2020年的35.27%，增长6.82 pcts；第二轮增长使得国内瓶片产能在全球占比自2021年33.35%提升至2024年47.94%。目前中国瓶片产能稳居世界第一。

图20：近年内中国瓶片产能占比持续提升



数据来源：CCF、华润材料公告、思瀚产业研究院、开源证券研究所

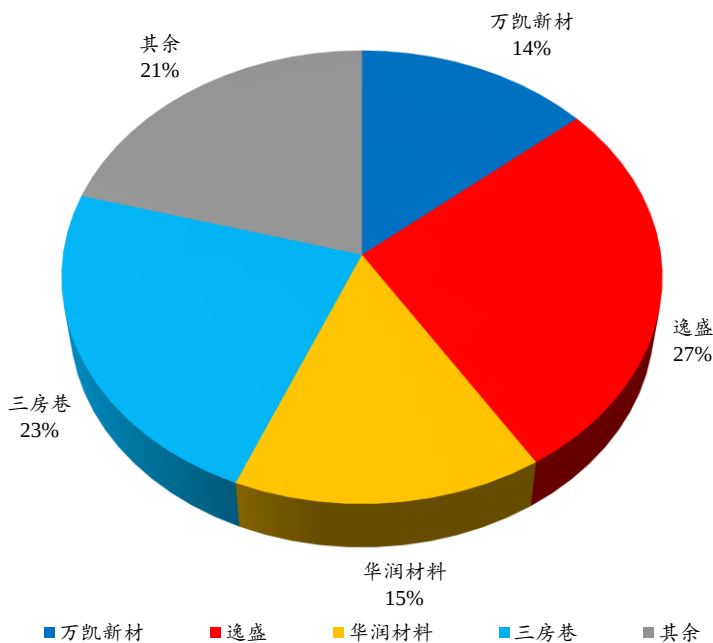
图21：2024年国内产能占比达48%



数据来源：CCF、开源证券研究所

行业低点已过，产能投放进入尾声，看好行业底部向上。产能快速扩张的同时，也造成了供给大于求的局面，2024年国内瓶片产能较2018年已实现翻倍，行至行业周期低谷，2024年全行业陷入亏损。目前，我国瓶片主要生产企业有逸盛（590万吨）、三房巷（500万吨）、华润材料（330万吨）、万凯新材（300万吨）四家企业，CR4约为79%，行业集中度较高。2025年下半年新投产产能仅剩富海60万吨和四川五粮液10万吨，行业产能扩张进入尾声。我们认为，长期来看瓶片行业格局向好，行业低点已过，我们看好瓶片行业有望迎来底部向上。

图22：目前瓶片行业CR4约为79%



数据来源：CCF、百川盈孚、开源证券研究所

表3：2025年及未来聚酯瓶片计划投产项目所剩无几

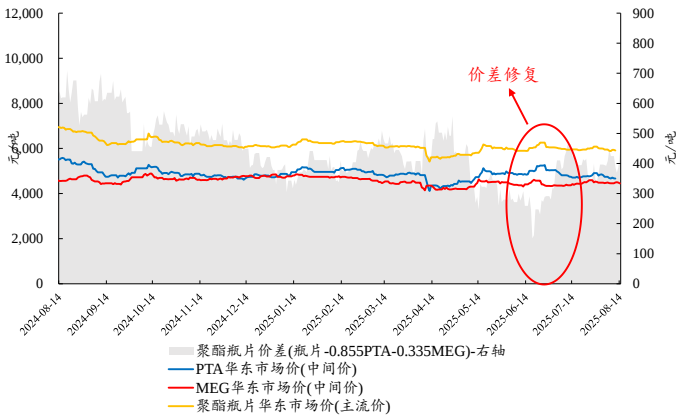
公司	计划投产产能 (万吨)	计划投产时间	实际进展
三房巷	150	2024-2025	已投产

公司	计划投产产能(万吨)	计划投产时间	实际进展
仪征	50	2025	已投产
四川汉江	30	2025	没有建设投产计划
富海	60	2025	2025 下半年
逸普	30	2025	没有建设投产计划
普什(五粮液)	10	2025	2025 下半年
科森集团	80	2026 年或以后	土耳其公司, 预计 2026 年或以后投产

数据来源: CCF、石化联合会化工新材料专委会微信公众号、开源证券研究所

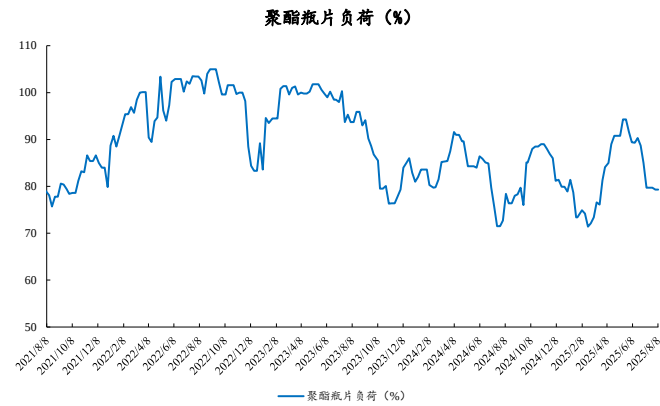
行业联合减产“反内卷”正在进行中，将促进价差向上修复。自 2025 年 6 月以来，几家聚酯瓶片大厂装置检修陆续执行落地，国内聚酯瓶片产能负荷已下降至 80% 左右。与此同时，市场反馈较为迅速，国内瓶片价差已由 6 月下旬的 150-170 元/吨附近回升至 400 元/吨左右。我们认为，随着行业“反内卷”进程进一步推进，行业价差有望继续修复。

图23: 2025 年 6 月以来聚酯瓶片价差有所修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 2025 年 6 月联合减产后开工负荷明显走低



数据来源: CCF、开源证券研究所

表4: 2025 年 5-7 月，多家公司进行装置检修停产

公司	地址	涉及产能	减停时间
三房巷	江阴	100 万吨	5 月下旬
华润	江阴、常州、珠海	减产 20%	6 月下旬
逸盛	海南	125 万吨	7 月初
万凯	重庆	60 万吨	7 月上旬

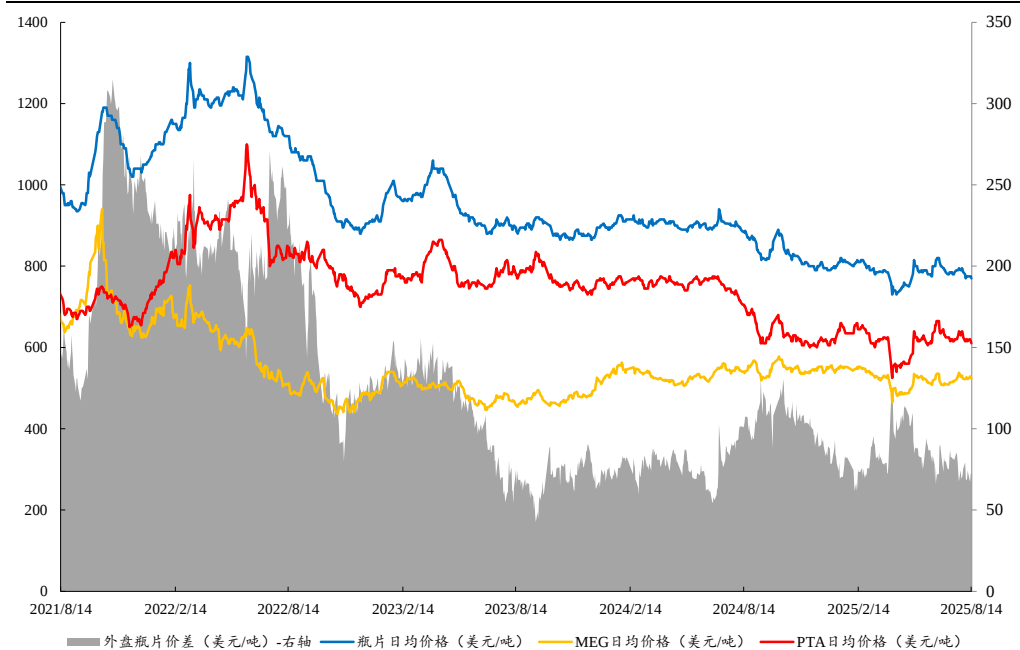
数据来源: CCF、开源证券研究所

2.4、海外利润空间较大，反倾销政策下出海或是中国瓶片企业的突围之路

海外市场利润可观，反倾销限制我国出口。外盘瓶片价差常年高于国内瓶片价差，在 2021 年末触及历史高点，突破 300 美元/吨，并在 2022 年 9 月之前维持 200 美元/吨左右的高位。2023 年以来，中国瓶片产能经历新一轮扩张，外盘瓶片价差有所回落，但除个别日期外仍高于 70 美元/吨。叠加国内低廉的原材料和能源成本，瓶

片出口海外的利润空间明显高于国内。但自 2015 年美国 and 巴西率先对我国采取反倾销政策以来，截止目前约有 11 个国家和地区对我国聚酯瓶片竖立贸易壁垒。而高价区欧美地区大量依赖进口，目前多是亚太地区中间贸易商出口供应，因此如果不是直销业务，企业实际上很难享受到这一海外市场溢价。在当前形势下，出海建厂是国内企业享受海外丰厚利润蛋糕的直接手段。国内龙头万凯新材率先进行布局，于 2023 年 12 月发布公告，计划在尼日利亚建设产能为 30 万吨/年的 SSP 装置，目前该项目正在建设中，我们预计将于 2026 年上半年进入投产阶段。此外，公司于 2025 年 4 月发布公告，计划在印度尼西亚建设 75 万吨聚酯瓶片产能。

图25：外盘瓶片利润较为可观



数据来源：CCF、开源证券研究所

表5：截至目前有 11 个国家地区对华采取反倾销政策

国家	开始时间	税率范围
欧盟	2023 年 11 月	三房巷 6.6%、万凯 10.7%、华润 17.2%，平均税率 11.1%，惩罚性税率 24.2%。
墨西哥	2024 年 8 月	万凯 0，三房巷 40-260 美元/吨，华润在 120 美元/吨，其他 260 美元/吨
土耳其	2023 年 12 月	2023.12.13 - 2024.12.12 税率 0.054 美元/千克
		2024.12.13 - 2025.12.12 税率 0.052 美元/千克
		2025.12.13 - 2026.12.12 税率 0.050 美元/千克
美国	2015 年 10 月	154 美元/吨+45%
巴西	2015 年 6 月	87.23-143.01 美元/吨
日本	2016 年 9 月	39.8%-53.0%
南非	2018 年 11 月	万凯 28.26%、上海远纺 26.4%、其他企业 28.89%，三房巷豁免
马来西亚	2024 年 8 月	远纺 4.58%、三房巷 2.29%、其他 11.47%
印度	2019 年 10 月	万凯 40.41 美元/吨，三房巷 60.92 美元/吨，澄高 146.11 美元/吨，其他 200.66 美元/吨
韩国	2024 年 1 月	7.00%和 7.98%
加拿大	2025 年 6 月 1 日	128.80%

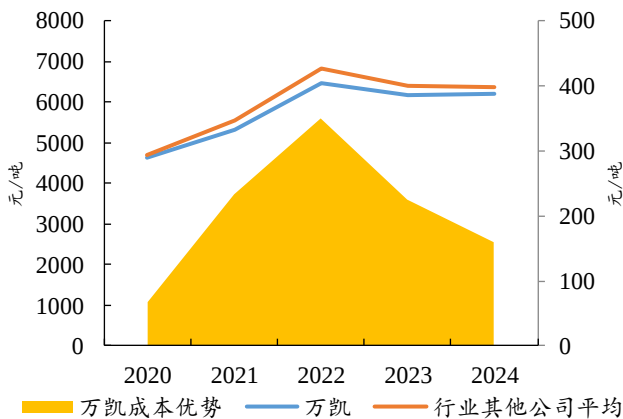
资料来源：CCF、United States International Trade Commission、中国化工信息杂志、开源证券研究所

3、公司瓶片成本优势突出，同时具有多条新材料成长曲线

3.1、公司成本控制领先行业，带动公司盈利能力领跑行业

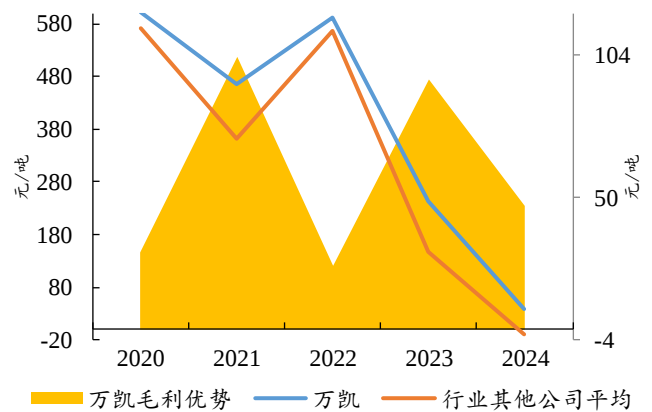
公司单吨成本低于可比公司平均水平，带动公司盈利能力领先行业。公司突出的规模优势使得公司成本控制水平较高，在原材料采购方面，公司对上游原材料大规模的采购可争取到更为有利的商业条件；在产品生产方面，与全球竞争对手相比较，公司生产装置具有单套装置产能大的优势，大部分单套生产装置的年产能在 50 万吨及以上级别，能够有效降低单位产成品的原材料成本与能源成本，具有突出的经济性。根据各公司公告数据测算，2020-2024 年间，公司聚酯瓶片单吨成本低于可比公司平均水平，2024 年公司聚酯瓶片单吨营业成本为 6222 元，与可比公司平均单吨营业成本 6383 元相比，公司平均每生产 1 吨瓶片可节省成本 161 元。由于公司具备领先行业的成本控制能力，公司盈利能力也领跑行业。据各公司公告数据测算，2020-2024 年间，公司聚酯瓶片单吨毛利高于可比公司平均水平，2024 年公司聚酯瓶片单吨毛利为 37.3 元，而可比公司平均单吨亏损 9.5 元，公司盈利能力领跑行业。

图26：2020 年以来万凯单吨成本低于可比公司平均水平



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

图27：2020 年以来万凯单吨毛利高于可比公司平均水平



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

3.2、公司在四川达州建设乙二醇项目，向上游延伸产业链，成本优势有望继续加大

乙二醇产能扩张进入尾声，下游聚酯产业链蓬勃发展，景气度有望继续上行。公司主要原料为 PTA 和乙二醇。根据百川盈孚，乙二醇行业 2024 年新增产能仅有 30 万吨，2025 年预计新增产能为 160 万吨，2026 年预计新增产能为 300 万吨，其中内蒙古久泰新材料公司 100 万吨乙二醇项目、中煤平朔 60 万吨乙二醇项目暂时搁置，实际或将投产的新增产能为 140 万吨，2024-2026 年累计新增乙二醇产能低于 2023 年的 340 万吨新增乙二醇产能。在供给端投产放缓，下游聚酯需求稳健增长的背景下，乙二醇景气度有望上行。

表6：2024-2026 年乙二醇新增产能较少

企业	省份	产能（万吨）	预计（实际）投产时间	备注
中化学(内蒙古)新材料有限责任公司	内蒙古自治区	30	2024-10	已投产
四川正达凯新材料有限公司	四川省	60	2025-05	产能爬坡
宁夏鲲鹏清洁能源有限公司	宁夏回族自治区	20	2025-09	
山东裕龙石化有限公司	山东省	80	2025-10	
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	宁夏回族自治区	10	2026-02	
内蒙古久泰新材料有限公司	内蒙古自治区	100	2026-03	项目搁置
中煤平朔集团有限公司	山西省	60	2026-08	项目搁置
华锦阿美石油化工有限公司	辽宁省	40	2026-08	
巴斯夫一体化基地(广东)有限公司	广东省	90	2026-08	

资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

公司新投资项目覆盖上游原料乙二醇,进一步提高公司成本控制能力。公司 2024 年可转债募投项目为年产 120 万吨 MEG（乙二醇）联产 10 万吨电子级 DMC 新材料项目，目前项目一期 60 万吨/年天然气制乙二醇项目正在产能爬坡阶段，我们预计 2025 年下半年完全投产。项目产成品 MEG 将主要供应子公司重庆万凯，能够有效降低原材料采购成本并且保障原料供应稳定。项目原料主要为天然气，影响天然气价格的主要因素之一是管道运输成本。项目所处四川达州宣汉县，拥有我国目前发现的较大规模海相整装高含硫气田普光气田，气田位置距离重庆万凯距离较近，使得公司项目管道运输成本低，且天然气供应量大稳定、价格低廉，据可转债募集说明书数据，与现有供应商从华东地区、新疆地区运至重庆涪陵的路线相比，项目运往公司重庆基地的运费可降低约 50%，该项目可使公司成本控制能力大幅度提高。根据公司可转债募集说明书，在运营期内，项目达产后每年平均可实现净利润 2.82 亿元。

表7：达州项目（一期）运营期内达产后预计各年平均可实现净利润 2.82 亿元

项目（单位：万元）	T+1	T+2	T+3	T+4	运营期内达产后各年平均
营业收入	-	-	243,000.00	267,300.00	258,116.25
营业成本	-	-	202,909.65	222,120.16	214,267.16
税金及附加	-	-	-	-	1,361.36
销售费用	-	-	934.5	1,022.07	996.29
管理费用	416.81	15,636.84	1,402.00	1,495.09	1,518.52
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	13,050.00	2,330.36
利润总额	-416.81	-15,636.84	37,753.85	29,612.68	37,642.56
所得税	-	-	5,425.05	7,403.17	9,410.64
净利润	-416.81	-15,636.84	32,328.80	22,209.51	28,231.92
毛利率	N/A	N/A	16.50%	16.90%	17.00%
净利率	N/A	N/A	13.30%	8.31%	10.96%

数据来源：公司可转债说明书、开源证券研究所

达州项目采用天然气制乙二醇，有助于提高公司成本控制能力和原料质量控制能力。公司采用天然气制乙二醇路线，公司当前供应商供应的原料主要为油制或煤制乙二醇，根据《我国乙二醇市场供求预测与发展建议》，天然气路线与油制乙二醇

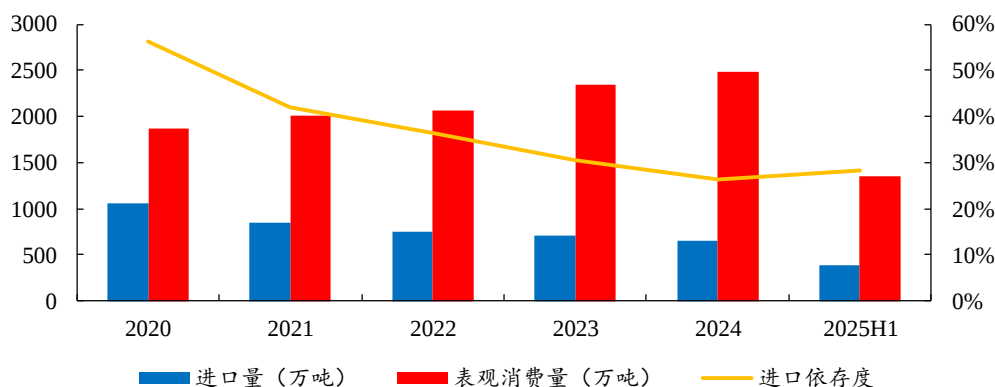
路线（乙烯法）相比，每生产一吨乙二醇，天然气路线可节省成本 947 元，天然气路线制乙二醇与煤制乙二醇路线成本相当。并且天然气价格由各地政府以及中石油、中石化等国有大型企业指导定价，价格调整频率较少，价格波动较原油价格更为稳定，能够保证公司 MEG 成本长期处于稳定区间。目前国产 MEG 产品主要采用煤制工艺生产，受原煤成分、加工工艺的影响，煤制 MEG 品质差异较大，仅有少部分质优、高效的产能集中于头部化工企业，因此 MEG 进口量一直处于高位。自 2020 年国内乙二醇产能扩张开始，乙二醇进口依存度下降，但 2023-2025 年 H1 仍维持在 30% 左右。MEG 一期 60 万吨项目选取先进的天然气制 MEG 工艺技术，较煤制工艺，天然气制 MEG 工艺具有纯度高杂质少、透光率高、稳定性好、不易氧化等优点。有利于公司自主把控原材料质量，进一步提升公司 PET 产品市场竞争力。

表8：天然气制乙二醇路线成本较低（所有数据按 2020 年计算）

项目	乙二醇制造成本 / (元·t ⁻¹)	乙二醇价格 / (元·t ⁻¹)	乙二醇毛利 / (元·t ⁻¹)
乙烯法	4340	3810	-530
褐煤路线	3305	3810	505
天然气路线	3393	3810	417
焦炉煤气	3025	3419	785

数据来源：《我国乙二醇市场供求预测与发展建议》李瑞琦等、开源证券研究所

图28：目前国内乙二醇进口依存度降低至 30% 左右



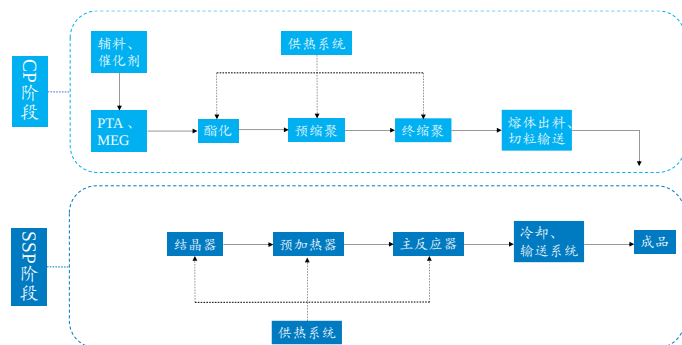
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

3.3、公司率先进行出海布局，进军利润更丰厚的海外市场

公司率先进行出海布局，目前计划在海外建造两个生产基地。根据公司公告，公司计划先后在尼日利亚和印度尼西亚建设生产基地。这两个生产基地所处国家均属于劳动资源密集国家，相较于国内，尼日利亚和印尼的工人最低工资水平平均较低，有利于公司节约人工等成本。其中，尼日利亚作为第一个生产基地，公司计划建造产能为 30 万吨/年的 SSP 装置，项目总投资 3.29 亿元，公司出资占比 65%，目前该项目正在建设中，根据公司可转债 2025 年跟踪评级报告，预计将于 2026 年上半年进入投产阶段。尼日利亚是非洲人口第一大国，政商环境稳定，瓶片需求位居非洲前列，也是少数具备塑料产业基础的非洲国家之一，区域优势较为显著。为了保证首次出海尝试顺利推进，公司选择在尼日利亚的工厂只建设固相连续聚合 SSP 装置，

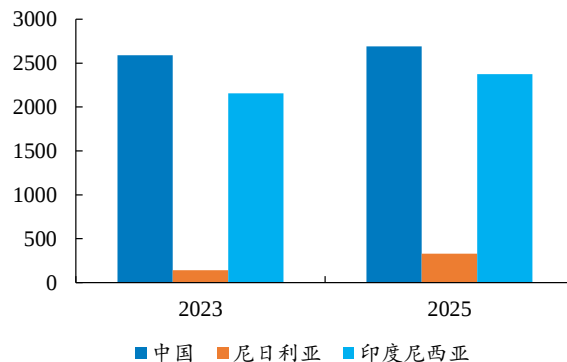
将 PTA 和 MEG 聚合流程在国内完成,运输基础瓶片到尼日利亚进行固相连续聚合,这样规避了尼日利亚当地原料质量、数量不稳定的不利条件,保证了产品质量稳定可控。印度尼西亚基地方面,公司计划建设产能为 75 万吨/年的瓶片全套生产装置,项目总投资 20.20 亿元,公司出资占比 100%,目前该项目处于推进阶段。

图29: SSP 阶段是固相聚合



资料来源:万凯新材招股说明书、开源证券研究所

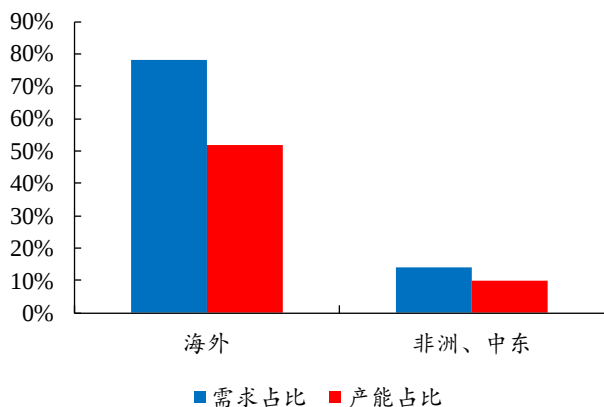
图30: 尼日利亚、印度尼西亚最低工资水平低于国内(单位:元)



数据来源:聚金数据、Refinitiv、开源证券研究所

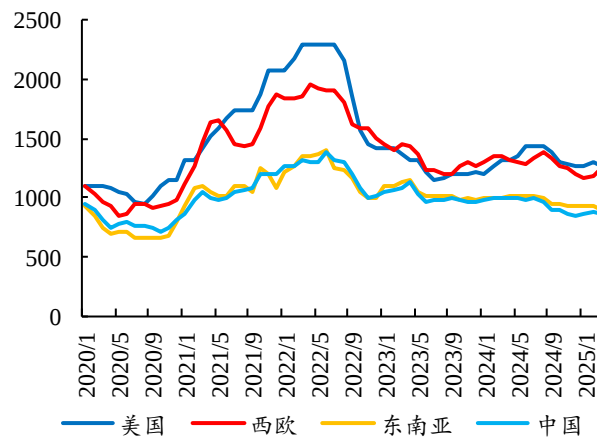
出海建厂可享受海外丰厚的利润空间,规避贸易壁垒。根据 CCF 数据,截至 2024 年年末,海外瓶片需求占全球 75%左右,产能仅占 52%左右,在海外产能开工不力,部分落后产能逐渐淘汰的背景下,海外供需缺口或逐年扩大,国内瓶片出海有较大的替代空间。同时,世界主要市场地区频繁发起反倾销、反补贴调查,阻碍中国瓶片出口。公司选择的出海国家尼日利亚和印度尼西亚均无明显的贸易壁垒,有机会向瓶片高价区欧美直销,享受海外溢价。

图31: 2024 年海外瓶片供需存在缺口



资料来源:CCF、开源证券研究所

图32: 欧美等地瓶片价格高于国内(单位:美元/吨)



数据来源:Bloomberg、百川盈孚、开源证券研究所

3.4、公司锚定绿色发展,第二增长曲线 rPET 布局即将落地

再生 PET 市场空间广阔,公司与国际领先的法国 Carbios 公司战略合作即将落地。再生 PET (rPET) 是以废弃 PET 为原料,通过物理或化学回收工艺再生制成的

环保材料。世界多个国家地区出台法规要求推进 rPET 对原生 PET 的替代使用，其中，欧盟要求 2030 年塑料食品包装中应至少包含 10% 的再生材料，一次性饮料瓶至少包含 30% 的再生材料；美国要求到 2030 年塑料包装瓶的再生材料占比需达到 30%，美国加州、华盛顿州等要求这一占比达到 50%。目前主流的回收方法是物理法，将瓶片熔融挤出后制成再生切片或直接纺丝，物理法制成的产品易含杂质，使得瓶片只能降级循环，由食品级包装材料变成纤维或填充棉等。而 PET 化学回收法可以将废 PET 解聚成单体、纯化后再聚合成 PET，生产媲美原生品质的 rPET。目前 rPET 化学法主要有糖酵解、醇解、水解、氨解和热解等不同技术。公司目前掌握糖酵解技术，已经进入产品中试。法国 Carbios 公司掌握酶解技术，目前已经进入示范装置验证阶段。根据万凯新材公众号，7 月 21 日，在董事长沈志刚的带领下，万凯新材团队前往法国与 Carbios 展开进一步合作的深度会谈，在此次深度沟通中，万凯新材团队对 Carbios 的先进技术和实验设备进行了全面考察，双方一致认为，通过优势互补，携手合作，将在消费后 PET 的再生循环利用领域创造更多的价值，双方共同合作的 rPET 项目即将落地。

表9：多个国家地区出台法规要求推进 rPET 对原生 PET 的替代使用

国家	政策
欧盟	《包装和包装废物法规》(PPWR) 从 2030 年起，所有包装必须是可重复使用、可回收或可堆肥的，其中塑料包装的回收率需达到 55%；2030 年塑料食品包装中应至少包含 10% 的再生材料，一次性饮料瓶至少包含 30% 的再生材料，并计划到 2040 年将这一比例提高至 50%-65%。
美国	《2024 年加速塑料循环经济和回收创新法案》法案设定到 2030 年塑料包装中再生材料的含量至少达到 30% 的目标，并将化学回收技术纳入合法回收方式。

资料来源：正凯集团联合实验室公众号、开源证券研究所

3.5、公司战略投资机器人行业，力求联动主业助力公司走出第三成长曲线

公司战略投资灵心巧手，力求与主业形成协同作用。2025 年 4 月，公司作为领投入之一参与了灵心巧手(北京)科技有限公司的 PRE-A 轮融资，投后股权占比 8.2%，并拥有一名董事席位。灵心巧手是一家以“灵巧手+云端智脑”为核心的人形机器人具身智能平台，作为全球高自由度灵巧手领域的领军者，灵心巧手的市场表现与行业认可度持续攀升。其 Linker Hand 系列灵巧手月订单已突破千台，稳居行业前列，广泛应用于科研实验、医疗辅助、工业自动化等多个领域。2025 年 6 月 16 日，万凯新材与灵心巧手共建“高性能材料联合实验室”，实验室正在研究的酚酞基聚芳醚酮 PEKC 等高性能复合材料在减重、增韧等关键性能上远超传统金属材料，将为机器人部件“以塑代钢”提供了坚实的材料基础。2025 年 7 月，公司子公司浙江凯普奇新材料科技有限公司宣布成立精密注塑事业部，专为灵心巧手定制生产灵巧手核心塑料部件。未来公司将持续推进机器人“以塑代钢”结构件的发展，让公司业务在机器人赛道蓬勃发展。

4、盈利预测与投资建议

结合公司经营情况以及第二章内容中我们对于聚酯瓶片未来盈利走势的判断，我们对公司盈利预测做出以下主要假设：

国内瓶级 PET：假设 2025-2027 年公司瓶级 PET 产品销量分别为 280、290、300 万吨，不含税均价分别为 5580、5920、6210 元/吨，毛利率分别为 2.22%、4.33%、5.54%。

尼日利亚瓶片：假设 2026-2027 年公司在尼日利亚的瓶级 PET 产品销量分别为 9.75、19.5 万吨，均价分别为 7190、7517 元/吨，毛利率分别为 7%、7%。

表10：公司业绩拆分与盈利预测：公司瓶片业务有望底部复苏

指标/年份	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
国内瓶级 PET					
营业收入（亿元）	161.04	166.25	156.24	171.68	186.30
营业收入 YOY		3.24%	-6.02%	9.88%	8.52%
营业成本（亿元）	154.96	165.25	152.76	164.25	175.98
总毛利（亿元）	6.08	1.00	3.48	7.43	10.32
毛利率	3.78%	0.60%	2.22%	4.33%	5.54%
尼日利亚瓶片业务					
营业收入（亿元）				7.01	14.66
营业收入 YOY					209.12%
营业成本（亿元）				6.52	13.63
总毛利（亿元）				0.49	1.03
毛利率				7.00%	7.00%
其他业务					
营业收入（亿元）	14.26	6.01	5.12	5.42	5.65
营业收入 YOY		-57.85%	-14.81%	5.78%	4.28%
营业成本（亿元）	13.33	5.54	4.72	4.96	5.15
总毛利（亿元）	0.93	0.47	0.40	0.46	0.50
毛利率	6.52%	7.82%	7.73%	8.45%	8.84%
合计					
营业收入（亿元）	175.30	172.26	161.36	184.11	206.61
营业收入 YOY		-1.73%	-6.33%	14.10%	12.22%
营业成本（亿元）	168.29	170.79	157.49	175.73	194.76
总毛利（亿元）	7.01	1.47	3.87	8.38	11.85
毛利率	4.00%	0.85%	2.40%	4.55%	5.73%

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司作为聚酯瓶片龙头，成本优势突出，未来伴随瓶片行业度过周期底部，公司有望充分享受业绩弹性。其次，公司通过投资建设瓶片上游天然气制乙二醇项目，将进一步优化重庆瓶片基地原料成本；而率先出海建设尼日利亚项目和印尼瓶片项目，将有望享受海外瓶片丰厚的利润空间。此外，公司通过布局 rPET 项目和人形机器人赛道，进一步打开远期成长空间。我们看好公司主业周期与新赛道的成长共振。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.23、4.88、7.28 亿元，EPS 为 0.24、0.95、1.41 元，当前股价对应 PE 分别为 66.7、16.8、11.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。首次覆盖，给予“买入”评级。同时，我们选取瓶片行业龙头公司华润材料和恒逸石化进行可比公司估值。我们预计公司当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 66.7 倍、16.8 倍、11.3 倍，可比公司在 2025-2027 年的平均 PE 分别为 357.4 倍、74.2 倍、32.9 倍，公司 PE 水平在 2025-2027 年均低于可比公司平均 PE。

表11：公司 2025-2027 年公司 PE 低于可比公司平均 PE

公司名称	公司代码	2025/8/20	2025/8/20	EPS（元）				PE（倍）			
		总市值（亿元）	股价（元/股）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华润材料	301090.SZ	125	8.44	-0.38	0.01	0.08	0.26	-18.11	640.44	105.70	31.28
恒逸石化	000703.SZ	225	6.24	0.06	0.08	0.14	0.18	98.42	74.32	42.74	34.43
三房巷	600370.SH	76	1.96	-0.13				-14.71			
			平均值					40.15	357.38	74.22	32.85
万凯新材	301216.SZ	82	15.94	-0.58	0.24	0.95	1.41	-17.51	66.68	16.83	11.28

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：华润材料、恒逸石化盈利预测与估值数据来自 Wind 一致预期，三房巷无 Wind 一致预期；2、估值数据均以 2025 年 8 月 20 日为基础。

5、风险提示

原油价格大幅波动：若国际原油价格大幅度波动，或将使得公司主要原料 PTA、MEG 价格大幅度波动，将对公司成本产生影响。

下游需求不及预期：若下游软饮和食用油等消费需求低迷，将对上游瓶片需求产生一定影响。

rPET 和机器人项目开拓不及预期：若未来公司新业务 rPET 和机器人项目开发、建设等不及预期，将对公司成长性造成影响。

海外贸易政策不确定性：若未来聚酯瓶片行业全球贸易壁垒继续增厚，海外地区或国家对国内和公司海外基地发起反倾销调查，将影响公司出口业务和海外盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7190	8870	8573	10180	10926
现金	2040	3064	3829	4443	6119
应收票据及应收账款	786	699	842	981	967
其他应收款	56	145	16	151	28
预付账款	335	314	284	386	352
存货	3536	3691	2871	3547	2791
其他流动资产	437	958	732	672	668
非流动资产	5571	8905	8368	8381	8319
长期投资	25	25	27	28	29
固定资产	3366	3156	3660	4413	4933
无形资产	384	493	551	579	586
其他非流动资产	1796	5231	4130	3362	2771
资产总计	12761	17775	16942	18561	19245
流动负债	5426	7012	5704	6598	6409
短期借款	3132	3657	3700	3800	3900
应付票据及应付账款	1178	2178	943	1774	1440
其他流动负债	1116	1177	1061	1024	1069
非流动负债	1626	5426	5854	6169	6392
长期借款	727	3892	4647	5163	5486
其他非流动负债	899	1534	1207	1007	906
负债合计	7053	12438	11558	12768	12801
少数股东权益	0	-2	-2	-2	-2
股本	515	515	515	515	515
资本公积	3508	3508	3508	3508	3508
留存收益	1723	1346	1468	1968	2762
归属母公司股东权益	5708	5339	5385	5795	6446
负债和股东权益	12761	17775	16942	18561	19245

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-127	1265	143	584	1794
净利润	436	-302	123	488	728
折旧摊销	273	310	316	395	471
财务费用	51	-9	75	26	26
投资损失	-105	149	-1	-1	-2
营运资金变动	-1147	373	-447	-334	561
其他经营现金流	364	744	78	10	11
投资活动现金流	-1639	-3545	362	-316	-368
资本支出	1845	2941	-136	421	421
长期投资	80	-397	-1	-1	-1
其他投资现金流	126	-206	228	106	54
筹资活动现金流	354	2926	260	346	250
短期借款	-560	525	43	100	100
长期借款	590	3165	755	515	323
普通股增加	172	0	0	0	0
资本公积增加	-448	0	0	0	0
其他筹资现金流	600	-764	-539	-269	-174
现金净增加额	-1408	716	765	614	1676

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17532	17232	16136	18411	20661
营业成本	16830	17084	15749	17573	19476
营业税金及附加	36	43	34	41	46
营业费用	70	71	61	68	74
管理费用	131	179	128	158	185
研发费用	60	60	56	64	72
财务费用	51	-9	75	26	26
资产减值损失	-72	-97	0	0	0
其他收益	123	99	114	112	109
公允价值变动收益	-8	-49	0	0	0
投资净收益	105	-149	1	1	2
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	511	-392	148	594	891
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	2	1	1	1	2
利润总额	513	-391	150	595	892
所得税	77	-89	27	107	164
净利润	436	-302	123	488	728
少数股东损益	-0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	437	-300	123	488	728
EBITDA	872	100	645	1177	1546
EPS(元)	0.85	-0.58	0.24	0.95	1.41

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-9.6	-1.7	-6.4	14.1	12.2
营业利润(%)	-56.2	-176.7	137.8	300.6	50.2
归属于母公司净利润(%)	-54.3	-168.7	141.0	296.2	49.2
获利能力					
毛利率(%)	4.0	0.9	2.4	4.5	5.7
净利率(%)	2.5	-1.7	0.8	2.7	3.5
ROE(%)	7.6	-5.7	2.3	8.4	11.3
ROIC(%)	4.6	-1.1	1.8	4.0	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.3	70.0	68.2	68.8	66.5
净负债比率(%)	56.7	117.4	110.8	100.2	69.6
流动比率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.7
速动比率	0.6	0.6	0.9	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	20.2	23.2	21.0	20.2	21.2
应付账款周转率	24.3	13.4	13.5	18.0	16.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	-0.58	0.24	0.95	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	2.46	0.28	1.13	3.48
每股净资产(最新摊薄)	11.08	10.31	10.40	11.19	12.46
估值比率					
P/E	18.8	-27.4	66.7	16.8	11.3
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.0	139.1	21.5	11.7	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn