

新乡化纤 (000949.SZ)

增持 (维持)

生物质纤维素长丝和氨纶盈利承压，业绩短期下滑

事件：公司发布 2025 年半年报，报告期内实现营业收入 37.38 亿元，同比下降 1.52%，归母净利润 6275 万元，同比下降 58.58%，扣非净利润 3636 万元，同比下降 76.03%；其中二季度单季实现收入 18.57 亿元，环比下降 1.25%，归母净利润 3510 万元，环比增长 26.93%。

□ **生物质长丝和氨纶盈利承压，业绩短期下滑。**报告期内，公司业绩主要受生物质纤维素长丝与氨纶纤维业务盈利承压的影响；其中，生物质纤维素长丝原材料价格同比上涨推升单位成本，导致其毛利率及毛利润同比下降；氨纶则因售价下行幅度相较成本降幅更为显著，其毛利空间受到挤压，对整体业绩贡献相应减弱。上半年公司生物质纤维素长丝实现收入 14.33 亿元，同比下降 2.60%，毛利率 20.79%，毛利率同比下降 4.67 pct；氨纶纤维实现收入 21.87 亿元，同比增长 2.05%，毛利率 0.27%，同比下降 1.78 pct。

□ **生物质长丝行业集中度提升，持续开发新产品。**公司生物质纤维素长丝产能规模、装备水平、产品质量均居行业龙头地位，除供应国内市场外，还大量出口到南亚、东南亚、中东及欧洲等海外市场。近年来生物质纤维素长丝行业不断洗牌，集中度越来越高，部分企业因产能落后和环保等原因，已陆续退出市场。报告期生物质纤维素长丝行业产能有所增长，下游整体需求受新风等消费趋势影响增长相对平稳。多年来，公司持续进行产品开发与技术创新，菌草纤维、首赛尔、瑞赛尔等众多研发新品引领行业绿色发展。

□ **氨纶市场底部运行，反内卷有助行业景气改善。**公司氨纶业务规模、技术水平在行业第一梯队的地位不断巩固，具有规模优势，核心竞争力较强，差别化氨纶生产线居国际领先水平。我国氨纶下游需求自然增长与渗透率持续提高，氨纶消费量整体处于增长状态。报告期氨纶行业供需双增，且行业集中度持续提升，行业竞争环境及行业格局小幅改善，但受主要原料 PTMEG 价格波动叠加下游织造开工偏弱影响，氨纶价格下行调整，行业市场仍存较大压力，随着反内卷政策出台及部分产能退出，行业景气度有望改善。

□ **维持“增持”投资评级。**由于生物质纤维素长丝和氨纶盈利承压，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.45 亿、2.67 亿、3.74 亿元，EPS 分别为 0.09、0.16、0.22 元，当前股价对应 PE 分别为 48、26、19 倍，维持“增持”投资评级。

□ **风险提示：产品价格下跌、原材料价格波动、下游市场需求不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7379	7366	7560	8360	9000
同比增长	1%	-0%	3%	11%	8%
营业利润(百万元)	16	264	177	319	443
同比增长	-103%	1500%	-33%	81%	39%
归母净利润(百万元)	(42)	246	145	267	374
同比增长	-90%	扭亏为盈	-41%	84%	40%
每股收益(元)	-0.02	0.14	0.09	0.16	0.22
PE	-164.2	28.2	47.6	25.9	18.5
PB	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

周期/化工
目标估值：NA
当前股价：4.07 元

基础数据

总股本(百万股)	1700
已上市流通股(百万股)	1700
总市值(十亿元)	6.9
流通市值(十亿元)	6.9
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	2.4
资产负债率	50.6%
主要股东	新乡白鹭投资集团有限公司
主要股东持股比例	26.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	0	13
相对表现	2	-8	-15

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《新乡化纤(000949)——生物质纤维素长丝盈利大幅增长，氨纶市场行情偏弱》2025-03-29
- 2、《新乡化纤(000949)——二季度业绩环比大幅增长，粘胶长丝景气度上行》2024-08-16
- 3、《新乡化纤(000949)——一季度业绩拐点确认，预计二季度环比继续大幅增长》2024-04-29

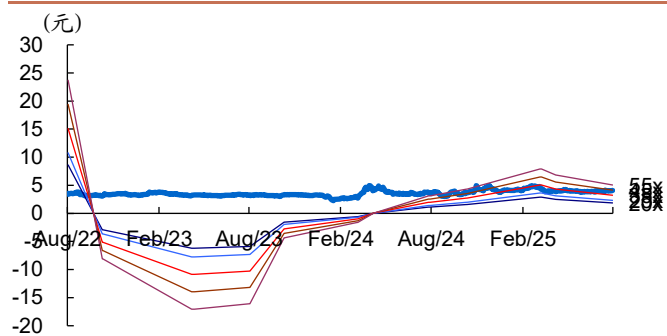
周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

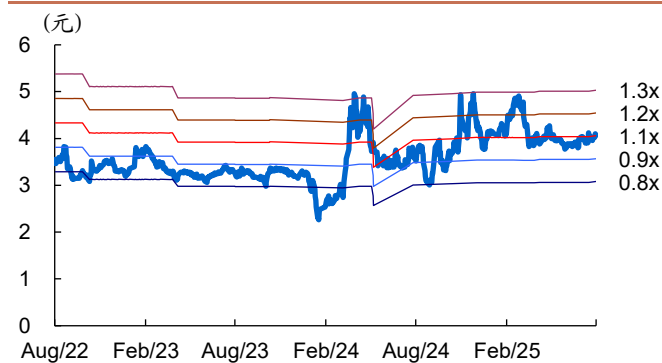
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 新乡化纤历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 新乡化纤历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4001	4719	4855	5239	5684
现金	1298	1014	1057	1072	1225
交易性投资	50	20	20	20	20
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1276	1445	1463	1618	1742
其它应收款	1	0	0	0	0
存货	1171	1872	1937	2112	2249
其他	205	367	378	417	448
非流动资产	7992	8361	8201	8062	7939
长期股权投资	152	215	215	215	215
固定资产	6040	7223	7091	6976	6876
无形资产商誉	277	274	247	222	200
其他	1524	649	649	649	649
资产总计	11993	13080	13057	13301	13624
流动负债	3821	3558	3842	4350	4356
短期借款	812	819	1003	1357	2242
应付账款	1805	1522	1581	1724	1836
预收账款	91	105	109	119	126
其他	1114	1112	1150	1151	152
长期负债	2725	2966	2566	2066	2066
长期借款	2527	2697	2297	1797	1797
其他	198	269	269	269	269
负债合计	6546	6524	6408	6416	6422
股本	1467	1700	1700	1700	1700
资本公积金	2335	2956	2956	2956	2956
留存收益	1645	1841	1936	2174	2494
少数股东权益	0	58	57	55	52
归属于母公司所有者权益	5447	6498	6592	6830	7150
负债及权益合计	11993	13080	13057	13301	13624

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	566	(269)	1130	1038	1163
净利润	(42)	244	144	265	371
折旧摊销	762	864	960	940	923
财务费用	135	131	134	127	121
投资收益	9	7	(79)	(79)	(79)
营运资金变动	(355)	(1522)	(30)	(218)	(174)
其它	58	8	0	3	2
投资活动现金流	(623)	(744)	(721)	(721)	(721)
资本支出	(599)	(778)	(800)	(800)	(800)
其他投资	(24)	35	79	79	79
筹资活动现金流	(11)	712	(365)	(303)	(289)
借款变动	102	(107)	(180)	(146)	(115)
普通股增加	0	234	0	0	0
资本公积增加	(21)	621	0	0	0
股利分配	0	0	(51)	(29)	(53)
其他	(91)	(36)	(134)	(127)	(121)
现金净增加额	(68)	(301)	44	15	153

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7379	7366	7560	8360	9000
营业成本	6808	6552	6806	7421	7904
营业税金及附加	68	79	82	90	97
营业费用	33	31	32	35	38
管理费用	201	221	227	251	270
研发费用	104	119	122	135	145
财务费用	122	119	134	127	121
资产减值损失	(44)	(60)	(60)	(60)	(60)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	27	86	86	86	86
投资收益	(9)	(7)	(7)	(7)	(7)
营业利润	16	264	177	319	443
营业外收入	3	6	6	6	6
营业外支出	3	12	12	12	12
利润总额	16	258	171	313	437
所得税	58	14	27	48	67
少数股东损益	0	(2)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	(42)	246	145	267	374

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	-0%	3%	11%	8%
营业利润	-103%	1500%	-33%	81%	39%
归母净利润	-90%	扭亏为盈	-41%	84%	40%
获利能力					
毛利率	7.7%	11.1%	10.0%	11.2%	12.2%
净利率	-0.6%	3.3%	1.9%	3.2%	4.2%
ROE	-0.8%	4.1%	2.2%	4.0%	5.3%
ROIC	-2.0%	3.5%	2.4%	3.5%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	54.6%	49.9%	49.1%	48.2%	47.1%
净负债比率	36.7%	34.2%	32.9%	31.2%	29.6%
流动比率	1.0	1.3	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	5.8	4.3	3.6	3.7	3.6
应收账款周转率	6.6	5.4	5.2	5.4	5.4
应付账款周转率	4.8	3.9	4.4	4.5	4.4
每股资料(元)					
EPS	-0.02	0.14	0.09	0.16	0.22
每股经营净现金	0.33	-0.16	0.66	0.61	0.68
每股净资产	3.20	3.82	3.88	4.02	4.21
每股股利	0.00	0.03	0.02	0.03	0.04
估值比率					
PE	-164.2	28.2	47.6	25.9	18.5
PB	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	13.8	10.0	9.7	8.9	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。