一诺威（834261.BJ）

2025 年 08 月 23 日

聚氨酯弹性体龙头产业链延伸+高端产品放量，2025H1 归母净利润+55%

——北交所信息更新

诸海滨（分析师）
zhuhaibin@kysec.cn
证书编号：S0790522080007

投资评级：增持（维持）

日期	2025/8/22
当前股价(元)	16.31
一年最高最低(元)	18.47/6.75
总市值(亿元)	47.48
流通市值(亿元)	27.87
总股本(亿股)	2.91
流通股本(亿股)	1.71
近 3 个月换手率(%)	152.17

北交所研究团队

● 2025H1 营收 35.50 亿元（+6.98%），归母净利润 1.12 亿元（+54.98%）

2025H1 公司实现营业收入 35.50 亿元，同比增长 6.98%；归母净利润为 1.12 亿元，同比增长 54.98%；扣非净利润 1.04 亿元，同比增长 59.65%，毛利率 7.24%，同比增长 1.53pcts。公司优化产品结构，盈利能力提升，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.08/2.52/2.97 亿元。EPS 分别为 0.71/0.87/1.02 元，当前股价对应 P/E 分别为 23.3/19.2/16.3 倍，我们看好公司布局多类衍生物系列产品，维持“增持”评级。

● 全球聚氨酯弹性体的供应正在向亚太转移，弹性体未来增长空广阔

我国已成为全球最大的聚氨酯原材料和制品的生产基地及应用领域最全的地区，随着欧洲地区经济增长放缓，全球聚氨酯弹性体的供应正在向亚太转移，海外聚氨酯企业产能逐步关停。根据中国化信数据，2019-2024 年中国 TPU 产能和产量的复合增长率分别为 10.5%和 12.2%，中国 TPU 消费年均复合增长率为 10%，制鞋和 TPU 薄膜是近 5 年来 TPU 消费快速发展的主要动力。2024-2028 年预计 TPU 下游需求的消费复合增速将保持在 4%左右，主要由薄膜和医用软管带动，随着户外运动装备的需求增加，TPU 薄膜的消费复合增速将达到约 8%；随着医疗水平的提升，医用软管对 TPU 的需求复合增速将在 6%左右。

● 公司布局多种下游衍生物产品完善产业链，高端产品放量提高盈利能力

公司 CPU 产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，高毛利新品渗透率提升驱动公司 2025H1 聚氨酯弹性体和聚酯多元醇、聚醚多元醇（PPG）及聚氨酯组合聚醚产品毛利率同比增长 4.23pcts 和 2.76pcts。同时公司拥有聚醚-弹性体、聚酯-弹性体、聚醚-组合聚醚三大产业链，2025 年 3 月 21 日与泉港石化工业园区管理委员会签订《EO、PO 和 AA 下游衍生物项目合作框架协议》，就公司在泉港石化工业园区投资建设 EO、PO 和 AA 下游衍生物项目的事项达成了初步合作意向。2025H1 全资子公司一诺威新材料“30 万吨/年环氧丙烷、环氧乙烷下游衍生物项目”正在建设中，进一步完善聚氨酯产业链。

● 风险提示：募投项目达产不及预期、宏观经济波动风险、原材料成本上涨风险。

相关研究报告

《聚氨酯弹性体龙头加速产业链延伸，2025 年 Q1 归母净利润+27.95%—北交所信息更新》-2025.5.6

《聚醚产业链完备+CPU 产品单项冠军，2024 年预计归母净利润+38%—北交所信息更新》-2025.3.9

《聚氨酯 CPU 全国单项冠军，技术+产业链共建竞争优势—北交所公司深度报告》-2024.9.16

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,296	6,857	7,572	8,838	10,194
YOY(%)	-0.2	8.9	10.4	16.7	15.3
归母净利润(百万元)	127	177	208	252	297
YOY(%)	-33.4	38.7	17.6	21.6	17.7
毛利率(%)	6.8	6.3	6.7	6.8	6.8
净利率(%)	2.0	2.6	2.7	2.9	2.9
ROE(%)	8.8	11.5	12.5	13.8	14.6
EPS(摊薄/元)	0.44	0.61	0.71	0.87	1.02
P/E(倍)	38.0	27.4	23.3	19.2	16.3
P/B(倍)	3.4	3.1	2.9	2.7	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1220	1395	1582	1797	2080
现金	313	390	430	502	579
应收票据及应收账款	413	446	486	615	674
其他应收款	3	2	3	2	4
预付账款	75	81	91	109	121
存货	272	312	431	427	557
其他流动资产	145	165	141	141	144
非流动资产	1095	1121	1147	1221	1302
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	646	726	761	837	911
无形资产	188	223	227	229	234
其他非流动资产	260	172	159	155	157
资产总计	2315	2515	2730	3018	3382
流动负债	803	917	1018	1129	1285
短期借款	65	40	125	135	250
应付票据及应付账款	351	429	448	573	603
其他流动负债	387	448	446	421	433
非流动负债	72	58	52	64	62
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	72	58	51	64	61
负债合计	875	976	1070	1194	1347
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	291	291	291	291	291
资本公积	259	259	259	259	259
留存收益	958	1050	1144	1254	1381
归属母公司股东权益	1440	1539	1660	1825	2035
负债和股东权益	2315	2515	2730	3018	3382

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6296	6857	7572	8838	10194
营业成本	5867	6422	7063	8239	9497
营业税金及附加	17	18	19	24	27
营业费用	85	81	95	107	121
管理费用	121	112	114	131	151
研发费用	46	45	53	62	71
财务费用	-10	-19	-2	-3	-3
资产减值损失	-10	-8	-12	-9	-10
其他收益	13	15	14	14	14
公允价值变动收益	2	-0	-0	-0	0
投资净收益	-29	-1	2	2	2
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	143	207	235	286	337
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	145	208	236	287	338
所得税	18	31	28	34	41
净利润	127	177	208	252	297
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	127	177	208	252	297
EBITDA	229	294	329	394	463
EPS(元)	0.44	0.61	0.71	0.87	1.02

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.2	8.9	10.4	16.7	15.3
营业利润(%)	-38.8	44.7	13.6	21.7	17.8
归属于母公司净利润(%)	-33.4	38.7	17.6	21.6	17.7
获利能力					
毛利率(%)	6.8	6.3	6.7	6.8	6.8
净利率(%)	2.0	2.6	2.7	2.9	2.9
ROE(%)	8.8	11.5	12.5	13.8	14.6
ROIC(%)	8.1	10.6	12.0	13.1	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	37.8	38.8	39.2	39.5	39.8
净负债比率(%)	-12.6	-18.9	-15.4	-16.7	-13.3
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.8	2.9	3.1	3.2
应收账款周转率	40.1	40.2	40.0	39.0	38.0
应付账款周转率	17.5	18.3	17.5	17.5	17.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.61	0.71	0.87	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.52	0.52	1.02	0.81
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.29	5.70	6.27	6.99
估值比率					
P/E	38.0	27.4	23.3	19.2	16.3
P/B	3.4	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	19.9	15.2	13.7	11.3	9.7

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	172	150	151	298	236
净利润	127	177	208	252	297
折旧摊销	84	89	79	92	108
财务费用	-10	-19	-2	-3	-3
投资损失	29	1	-2	-2	-2
营运资金变动	-76	-112	-130	-41	-162
其他经营现金流	17	15	-2	-1	-2
投资活动现金流	-159	-38	-102	-165	-186
资本支出	34	60	102	167	188
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-126	22	-0	3	2
筹资活动现金流	77	-112	-93	-72	-87
短期借款	-21	-25	85	10	115
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	30	0	0	0	0
资本公积增加	257	0	0	0	0
其他筹资现金流	-189	-88	-178	-82	-201
现金净增加额	96	17	-44	62	-38

数据来源：聚源、开源证券研究所

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