

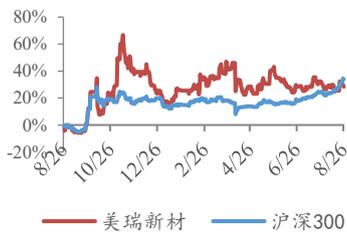
业绩同比增长，聚氨酯一体化项目小批量供货

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-27

收盘价（元）	17.15
近 12 个月最高/最低（元）	22.27/12.57
总股本（百万股）	428
流通股本（百万股）	239
流通股比例（%）	55.95
总市值（亿元）	73
流通市值（亿元）	41

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. 业绩符合预期，聚氨酯一体化项目逐步放量 2025-04-24
2. Q3 业绩环比改善，聚氨酯项目打开成长空间 2024-10-25
3. Q2 业绩环比改善，聚氨酯一体化项目放量在即 2024-09-02

主要观点：

● 事件描述

8月25日，美瑞新材发布2025年半年报，实现营业收入8.01亿元，同比增长0.02%；实现归母净利润0.39亿元，同比增长25.25%；实现扣非归母净利润0.35亿元，同比增长24.89%。其中，第二季度实现营业收入4.13亿元，同比/环比-0.43%/+6.47%；实现归母净利润0.21亿元，同比/环比+10.99%/+15.71%；实现扣非归母净利润0.17亿元，同比/环比-4.10%/-5.25%。盈利能力指标方面，2025年上半年毛利率13.77%，同比+1.56pct；净利率4.48%，同比+0.70pct。

● TPU 环比承压，产品结构优化及 HDI 自供帮助公司盈利同比增长

2025年上半年，TPU市场有所承压，中低端产品的下游应用较为广阔且客户分散，总体呈现出市场容量大、供应充足、竞争激烈的特点。价格方面，2025Q2，TPU（鞋材）/TPU（手机壳）均价分别1.34/1.35万元/吨，分别环比变化-6.33%/-5.97%，整体价格略微下调。原料方面，2025Q2，纯MDI/己二酸/BDO均价分别1.74/0.72/0.81万元/吨，分别环比变化-6.53%/-10.60%/-1.61%，TPU需求不佳价差收窄，Q2销售毛利率12.75%，环比减少2.10pct。虽然产品价格和盈利能力有所下滑，但受益于产品销售结构的优化及公司部分特种新材料产品核心原材料HDI单体的自主供应，公司营收同比基本持平，归母净利润实现同比上涨。

● 山东项目进展顺利，河南聚氨酯项目部分装置实现小批量供货

2025年上半年，公司在功能化工品原料板块取得重要进展，子公司美瑞科技聚氨酯产业园一期项目各生产装置均已投产试运行，部分装置已实现稳定运行且小批量对外供应产品。

位于山东烟台大季家厂区的年产1万吨膨胀型热塑性聚氨酯弹性体项目于2024年四季度开工建设，正在进行设备管道安装、电仪施工。该项目为公司在膨胀型TPU新材料领域的扩产，本项目建成后将有效扩大公司膨胀型TPU的生产能力及供应能力，进一步提高高端TPU产品比重，完善公司TPU产品布局；该产品的主要原材料之一为美瑞科技自产的特种异氰酸酯，公司能够直接控制原料的质量，减少对外部供应商的依赖，提高原料采购的灵活性和响应速度，从而降低供应链风险，发挥产业链的协同优势，降低生产成本，强化核心竞争力，巩固公司行业领先地位。位于山东烟台大季家厂区的年产3万吨水性聚氨酯项目于2024年四季度开工建设，截至目前已完成钢结构施工，正在进行设备管道安装、电仪施工。本项目建成后公司水性聚氨酯产品的生产方式将由原来的通过中试装置生产变更为利用自动化程度较高的生产线进行万吨级的规模化生产，有助于发挥规模效

应，提升公司盈利能力；该产品的主要原材料之一为美瑞科技自产的特种异氰酸酯，对发挥产业链协同优势、确保原料供应安全、降低成本、增强市场竞争力等方面具有重要战略意义。

● **投资建议**

预计美瑞新材 2025-2027 年归母净利润 1.01、2.08、2.81 亿元，对应 PE 为 72.73X/35.23/26.13X。维持“增持”评级。

● **风险提示**

- 项目建设进度不及预期的风险；
- 项目审批进度不及预期的风险；
- 原材料价格大幅波动的风险；
- 产品价格大幅下跌的风险。

● **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	1658	2494	4379	5700
收入同比 (%)	12.4%	50.4%	75.5%	30.2%
归属母公司净利润	78	101	208	281
净利润同比 (%)	-11.7%	30.0%	106.4%	34.9%
毛利率 (%)	12.9%	13.8%	13.9%	14.5%
ROE (%)	5.9%	6.2%	11.4%	13.3%
每股收益 (元)	0.19	0.24	0.49	0.66
P/E	85.53	72.73	35.23	26.13
P/B	5.10	4.54	4.02	3.48
EV/EBITDA	71.19	25.95	17.85	12.29

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	1542	2898	3826	4739	营业收入	1658	2494	4379	5700
现金	606	1535	1323	2073	营业成本	1444	2149	3771	4875
应收账款	116	166	366	303	营业税金及附加	6	12	21	25
其他应收款	1	1	2	2	销售费用	21	28	51	67
预付账款	37	47	89	110	管理费用	41	59	108	139
存货	392	620	1192	1127	财务费用	-11	37	28	54
其他流动资产	390	529	854	1123	资产减值损失	-6	0	0	0
非流动资产	2308	2800	3358	3739	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	5	1	1
固定资产	647	1034	1431	1797	营业利润	72	114	218	299
无形资产	234	304	324	352	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1426	1462	1603	1590	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3850	5698	7184	8478	利润总额	72	114	218	299
流动负债	1139	2232	3115	3699	所得税	1	2	4	5
短期借款	239	315	439	539	净利润	71	113	214	294
应付账款	254	450	851	789	少数股东损益	-7	12	6	13
其他流动负债	646	1466	1825	2370	归属母公司净利润	78	101	208	281
非流动负债	1171	1618	2005	2422	EBITDA	104	294	468	662
长期借款	936	1384	1771	2188	EPS (元)	0.19	0.24	0.49	0.66
其他非流动负债	235	235	234	234					
负债合计	2310	3850	5121	6121					
少数股东权益	219	231	236	249					
股本	414	428	428	428					
资本公积	324	506	506	506					
留存收益	582	684	893	1175					
归属母公司股东权益	1320	1617	1827	2108					
负债和股东权益	3850	5698	7184	8478					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-132	839	100	970	成长能力				
净利润	71	113	214	294	营业收入	12.4%	50.4%	75.5%	30.2%
折旧摊销	40	149	223	310	营业利润	-19.6%	58.2%	90.5%	37.2%
财务费用	9	55	74	94	归属于母公司净利	-11.7%	30.0%	106.4%	34.9%
投资损失	3	-5	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	-254	528	-411	274	毛利率 (%)	12.9%	13.8%	13.9%	14.5%
其他经营现金流	326	-415	625	20	净利率 (%)	4.7%	4.0%	4.8%	4.9%
投资活动现金流	-674	-573	-750	-644	ROE (%)	5.9%	6.2%	11.4%	13.3%
资本支出	-674	-623	-755	-670	ROIC (%)	2.2%	3.9%	5.5%	6.6%
长期投资	0	62	31	46	偿债能力				
其他投资现金流	0	-12	-26	-20	资产负债率 (%)	60.0%	67.6%	71.3%	72.2%
筹资活动现金流	487	663	437	423	净负债比率 (%)	150.1%	208.3%	248.2%	259.6%
短期借款	172	76	124	100	流动比率	1.35	1.30	1.23	1.28
长期借款	328	447	387	417	速动比率	0.79	0.87	0.69	0.76
普通股增加	96	14	0	0	营运能力				
资本公积增加	-96	181	0	0	总资产周转率	0.46	0.52	0.68	0.73
其他筹资现金流	-13	-55	-75	-94	应收账款周转率	15.41	17.67	16.46	17.04
现金净增加额	-318	930	-212	750	应付账款周转率	5.51	6.10	5.79	5.95

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。