

公司研究 | 点评报告 | 齐翔腾达 (002408.SZ)

反内卷政策加速行业出清, 景气度有望企稳向好

报告要点

公司公布 2025 年半年度报告, 2025 年上半年实现营业收入 122.08 亿元, 同比下降 4.09%; 归母净利润 0.23 亿元, 同比下降 83.34%; 扣非归母净利润 0.22 亿元, 同比下降 82.14%。其中 2025 年第二季度实现营业收入 65.90 亿元, 同比下降 9.10%, 环比增长 17.29%; 归母净利润 0.18 亿元, 同比下降 83.38%, 环比增长 228.72%; 扣非归母净利润 0.17 亿元, 同比下降 82.65%, 环比增长 200.97%。

分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



侯彦飞

SAC: S0490521050002

SFC: BVN517

齐翔腾达 (002408.SZ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

反内卷政策加速行业出清，景气度有望企稳向好

事件描述

公司公布 2025 年半年度报告，2025 年上半年实现营业收入 122.08 亿元，同比下降 4.09%；归母净利润 0.23 亿元，同比下降 83.34%；扣非归母净利润 0.22 亿元，同比下降 82.14%。其中 2025 年第二季度实现营业收入 65.90 亿元，同比下降 9.10%，环比增长 17.29%；归母净利润 0.18 亿元，同比下降 83.38%，环比增长 228.72%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比下降 82.65%，环比增长 200.97%。

事件评论

- C4 产业链龙头，竞争优势显著。**公司始终专注于对原料碳四的深度加工，形成了丁烯、异丁烯、丁烷和异丁烷组分综合利用四条产品线，主要产品有甲乙酮、顺酐、MMA 和丁腈胶乳等，规模均位居行业前列。从原料端来说，公司所在地山东拥有全国最丰富的主营炼厂和地炼资源，为公司提供了丰富的原料供给。甲乙酮是优良的有机溶剂，同时在涂料行业也有着广泛的应用，主要下游是胶黏剂、涂料和 PU 浆料，可应用于房地产、汽车和服装等领域。2020-2024 年，国内丁酮行业进入扩能增速期，但亦有部分老旧产能退出。截至 2024 年，丁酮全国年产能达到 88 万吨。目前公司甲乙酮装置的设计产能为 26 万吨/年，是国内乃至世界产能最大的甲乙酮生产企业，拥有较强的市场竞争力，国内产销份额占比达 70%左右。
- 丁二烯链保持较好景气度。**2020-2024 年，中国丁二烯行业处于产能增长期，行业产能合计增加 172 万吨。2024 年受部分预投计划延迟、裂解装置开工及检修集中等因素影响，丁二烯供应不及预期，行业产能利用率维持在 70%左右，同时出口量同比去年大幅增加。公司采用国内规模最大的丁烯氧化法工艺制丁二烯，不受乙烯装置规模限制，并且与现有产业链相匹配。目前公司生产的丁二烯主要以自用为主，用于生产顺丁橡胶和丁腈胶乳。
- 布局 C3 产业链。**目前公司建有 70 万吨/年丙烷脱氢项目、30 万吨/年环氧丙烷项目和 8 万吨/年丙烯酸及 6 万吨/年丙烯酸丁酯项目。截至 2024 年，环氧丙烷全国年产能已达到 712 万吨。反观环氧丙烷需求端，最主要下游聚醚多元醇，丙二醇等行业。整体需求增速不及环氧丙烷供应端情况下，供需失衡也对产业盈利构成较大压力，上至原料丙烯，下至需求端聚醚、丙二醇等产品，包含环氧丙烷自身，伴随扩能期的持续，行业盈利空间普遍缩水明显。后期公司将根据已有丙烯条件，大力建设规模经济、弥补淄博基地内产业链短板的碳三产业链，持续向产业链纵深发展。
- 原料价格中枢回落，公司成本端压力缓解。**随着 2025 年二季度以来，丙烷及丁烷价格中枢回落，将显著缓解公司原料端成本压力，预计碳四及碳三产业链产品价差有望改善。虽然全球贸易摩擦加剧将导致终端需求承压，不过随着公司成本压力缓解更为显著，预计经营情况有望显著改善。
- 公司作为 C4 产业链龙头公司，产品规模居行业前列，成本优势显著。假设项目正常推进，预计 2025 年-2027 年公司归母净利润为 3.2 亿元、7.6 亿元、12.1 亿元，对应 2025 年 8 月 22 日收盘价的 PE 为 45.4 倍、19.1 倍、12.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、国际油价大幅下滑；
- 2、下游需求增速不及预期；
- 3、项目进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	5.13
总股本(万股)	284,284
流通A股/B股(万股)	284,268/0
每股净资产(元)	4.06
近12月最高/最低价(元)	6.34/4.17

注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《一季度业绩企稳向好，景气度有望改善》2025-05-07
- 《业绩有所改善，原料价格回落下景气度有望改善》2025-04-11
- 《三季度业绩承压，未来景气度有望提升》2024-11-01


 更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、国际油价大幅下滑：油价大幅下滑将导致公司原料及产品出现大幅跌价损失，此外也将导致公司实际价差缩减明显，公司业绩将显著承压。
- 2、下游需求增速不及预期：终端需求不及预期将导致产品供需结构有所恶化，价差大幅下滑，公司业绩显著承压。
- 3、项目进度不及预期：如果公司规划项目进度不及预期将导致投产延期，影响产能放量。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25219	26640	27731	29927	货币资金	2901	5165	7224	9696
营业成本	23784	24583	25006	26568	交易性金融资产	4	4	4	4
毛利	1434	2058	2725	3359	应收账款	1619	1075	1119	1207
%营业收入	6%	8%	10%	11%	存货	1185	1716	1745	1854
营业税金及附加	127	128	133	143	预付账款	194	260	265	281
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他流动资产	707	1025	1065	1145
销售费用	91	102	106	115	流动资产合计	6610	9243	11420	14187
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	100	67	35	3
管理费用	337	381	412	436	投资性房地产	54	49	44	39
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	11039	10144	9108	7984
研发费用	675	644	668	722	无形资产	1617	1576	1530	1530
%营业收入	3%	2%	2%	2%	商誉	641	641	641	641
财务费用	172	333	324	325	递延所得税资产	213	213	213	213
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	5089	5961	6893	7988
加: 资产减值损失	-48	-60	-65	0	资产总计	25361	27894	29885	32585
信用减值损失	-8	0	0	0	短期贷款	6842	7752	8662	9572
公允价值变动收益	-1	0	0	0	应付款项	1307	1681	1710	1817
投资收益	-49	-46	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	38	428	1018	1618	应付职工薪酬	68	139	142	151
%营业收入	0%	2%	4%	5%	应交税费	85	49	51	55
营业外收支	14	0	0	0	其他流动负债	2025	2879	2917	3039
利润总额	52	428	1018	1618	流动负债合计	10326	12502	13482	14634
%营业收入	0%	2%	4%	5%	长期借款	2345	2245	2345	2445
所得税费用	7	45	107	170	应付债券	653	653	653	653
净利润	45	383	911	1448	递延所得税负债	26	24	24	24
归属于母公司所有者的净利润	32	321	764	1214	其他非流动负债	134	124	124	124
少数股东损益	13	62	147	234	负债合计	13484	15547	16627	17880
EPS (元)	0.01	0.11	0.27	0.43	归属于母公司所有者权益	11666	12074	12837	14051
					少数股东权益	211	273	420	654
					股东权益	11877	12347	13258	14705
					负债及股东权益	25361	27894	29885	32585
					基本指标				
						2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1352	3571	3399	3865	每股收益	0.01	0.11	0.27	0.43
取得投资收益收回现金	0	-46	0	0	每股经营现金流	0.48	1.26	1.20	1.36
长期股权投资	39	32	32	32	市盈率	513.00	45.37	19.10	12.02
资本性支出	-710	-1865	-1955	-1965	市净率	1.25	1.21	1.14	1.04
其他	-32	-61	0	0	EV/EBITDA	9.04	7.70	5.85	4.65
投资活动现金流净额	-703	-1940	-1923	-1933	总资产收益率	0.1%	1.2%	2.6%	3.7%
债券融资	19	0	0	0	净资产收益率	0.3%	2.7%	5.9%	8.6%
股权融资	0	66	0	0	净利率	0.1%	1.2%	2.8%	4.1%
银行贷款增加(减少)	798	810	1010	1010	资产负债率	53.2%	55.7%	55.6%	54.9%
筹资成本	-514	-391	-427	-470	总资产周转率	0.97	1.00	0.96	0.96
其他	-445	130	0	0					
筹资活动现金流净额	-141	615	583	540					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	508	2247	2059	2472					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。