

新凤鸣 (603225.SH)

上半年业绩符合预期，涤纶长丝行业供需向好

事件：公司发布 2025 年半年报，报告期内实现营业收入 334.9 亿元，同比增长 7.10%，归母净利润 7.09 亿元，同比增长 17.28%，扣非净利润 6.60 亿元，同比增长 22.47%；其中二季度单季实现收入 189.3 亿元，同比增长 12.57%，环比增长 30.06%，归母净利润 4.03 亿元，同比增长 22.24%，环比增长 31.44%。

□ 上半年聚酯纤维价跌量增，PTA 销量同比大幅增长。报告期内，化纤业存量博弈的矛盾依旧存在，面对上下游僵持博弈、强供弱需的现实挑战，公司持续推动高质量发展。2025 年上半年，公司涤纶长丝收入 232 亿元，同比下降 6.0%，销量 357 万吨，同比增长 5.4%，销售均价 6486 元/吨，同比下跌 10.8%；涤纶短纤收入 39 亿元，同比下降 4.3%，销量 64 万吨，同比增长 2.3%，销售均价 6132 元/吨，同比下跌 6.45%；PTA 收入 47 亿元，同比增长 294.2%，销量 109 万吨，同比增长 380.3%，销售均价 4277 元/吨，同比下跌 17.9%。上半年公司核心原材料 PTA、PX 采购价同比分别下跌 18.1%、18.9%，MEG 采购价同比平稳，公司综合毛利率 6.42%，同比提高 0.41 pct。

□ 二季度产品价格环比小幅下跌，销量环比大幅增长。2025 年二季度，公司涤纶长丝收入 136 亿元，环比增长 41.3%，销量 214 万吨，环比增长 50.3%，销售均价 6325 元/吨，环比下跌 6.0%；涤纶短纤收入 21 亿元，环比增长 10.6%，销量 34 万吨，环比增长 17.1%，销售均价 5970 元/吨，环比下跌 5.5%；PTA 收入 25 亿元，环比增长 15.3%，销量 59 万吨，环比增长 20.6%，销售均价 4189 元/吨，环比下跌 4.4%。二季度主要原材料 PTA、PX、MEG 市场均价环比一季度下跌，公司综合毛利率 6.3%，环比小幅下降 0.17 pct。

□ 具有较强的规模化优势，持续完善产业链一体化。近两年，涤纶长丝龙头企业进一步扩大领先优势，对行业的主导能力进一步增强。公司已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局，截至目前公司涤纶长丝产能达到 845 万吨，市场占有率超 15%，国内民用涤纶长丝行业第二；涤纶短纤 120 万吨，国内涤纶短纤产量位居第一。公司努力完善上游产业链，积极推进 PTA 项目配套建设，截至目前公司 PTA 产能已达到 770 万吨，预计到 2025 年年底，随着公司四期产能的投放，公司 PTA 产能将突破 1000 万吨，为公司聚酯生产提供了强有力的稳定的原材料供应。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 14.6 亿、18.2 亿、22.3 亿元，EPS 分别为 0.96、1.19、1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 16、13、11 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	61469	67091	67497	83470	90194
同比增长	21%	9%	1%	24%	8%
营业利润(百万元)	1116	1204	1615	2032	2506
同比增长	-311%	8%	34%	26%	23%
归母净利润(百万元)	1086	1100	1457	1819	2232
同比增长	-630%	1%	32%	25%	23%
每股收益(元)	0.71	0.72	0.96	1.19	1.46

增持 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

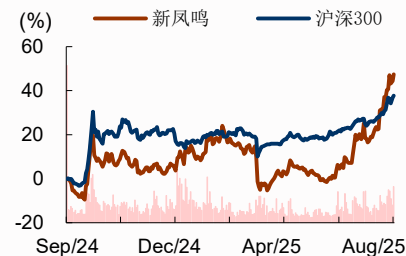
当前股价: 15.33 元

基础数据

总股本 (百万股)	1525
已上市流通股 (百万股)	1512
总市值 (十亿元)	23.4
流通市值 (十亿元)	23.2
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	6.8
资产负债率	69.3%
主要股东	庄奎龙
主要股东持股比例	22.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	19	46
相对表现	17	3	9



相关报告

- 1、《新凤鸣 (603225) —— 一季度业绩符合预期，销售毛利率同比提升》2025-05-01
- 2、《新凤鸣 (603225) —— 四季度业绩环比大幅增长，持续完善产业链一体化》2025-04-27
- 3、《新凤鸣 (603225) —— 国内聚酯纤维龙头企业，持续打造全产业链优势》2024-11-28

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

PE	21.5	21.2	16.0	12.8	10.5	
PB	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司总体概况.....	5
1、 国内聚酯纤维龙头企业，拥有产业链一体化优势.....	5
2、 近年经营规模稳步增长，盈利水平逐步修复.....	5
3、 二季度产品价格环比下跌，销量环比大幅增长.....	7
二、 国内 PTA 供给充足，盈利能力处于较低水平.....	8
三、 涤纶短纤供给持续增长，行业盈利有所回落.....	9
四、 涤纶长丝供给增速放缓，景气度有望逐步向好.....	11
五、 持续打造产业链一体化，巩固自身行业领先地位.....	13
六、 风险提示.....	14

图表目录

图 1：公司聚酯纤维上下游产业链图.....	5
图 2：近几年公司营业收入及增速.....	6
图 3：近几年公司归母净利润及增速.....	6
图 4：近几年公司主要化纤产品销量（万吨）.....	6
图 5：近几年公司主要化纤产品销售均价（元/吨）.....	6
图 6：国内 PTA 有效产能及产量.....	8
图 7：国内 PTA 表观消费量及增速.....	9
图 8：我国 PTA 进出口量.....	9
图 9：国际原油与 PX 价格走势.....	9
图 10：PTA 价格及价差走势.....	9
图 11：国内涤纶短纤有效产能及产量.....	10
图 12：国内涤纶短纤表观消费量及增速.....	10
图 13：涤纶短纤进出口量情况.....	10
图 14：涤纶短纤工厂周度库存量.....	10
图 15：涤纶短纤江浙织机库存天数.....	10
图 16：涤纶短纤价格及价差走势（元/吨）.....	11
图 17：国内涤纶长丝有效产能及产量.....	11
图 18：国内涤纶长丝表观消费量及增速.....	12

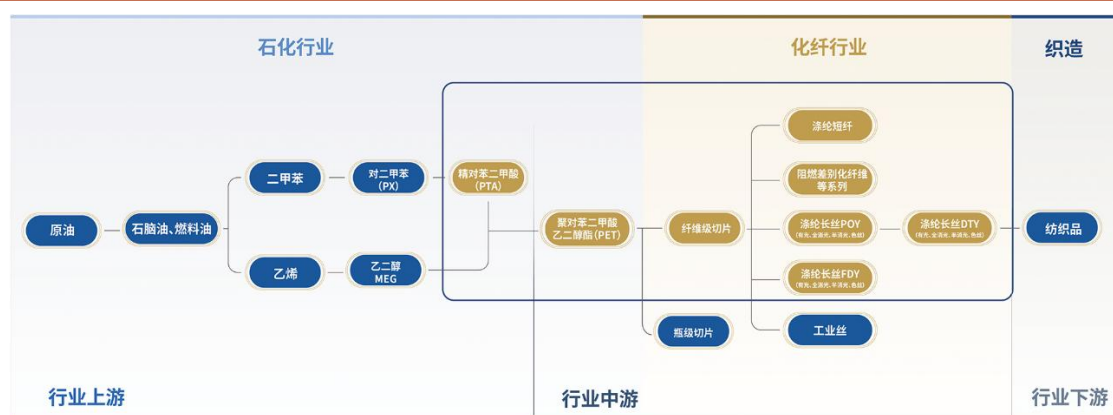
图 19: 涤纶长丝进出口量情况	12
图 20: 涤纶长丝工厂周度库存量	12
图 21: 涤纶长丝江浙织机库存天数.....	12
图 22: 涤纶长丝华东市场价格走势 (元/吨)	13
图 23: 涤纶长丝 POY 价格及价差走势 (元/吨)	13
图 24: 新凤鸣历史 PE Band	14
图 25: 新凤鸣历史 PB Band	14
表 1: 公司主要产品及产能情况 (截至 2025 年中报)	5
表 2: 单季度经营业绩回顾	7
表 3: 单季度主要业务收入构成	7
附: 财务预测表	15

一、公司总体概况

1、国内聚酯纤维龙头企业，拥有产业链一体化优势

公司专注于民用聚酯纤维领域，产品规格丰富。新凤鸣集团股份有限公司创办于 2000 年 2 月，是一家集 PTA、聚酯、涤纶纺丝、加弹、短纤、进出口贸易为一体的现代大型股份制企业。公司拥有 20 余年的聚酯长丝研发和生产经验，主要采用熔体直纺生产技术，引进当今世界先进的聚酯装置和纺丝设备，专注于民用聚酯纤维领域，主要产品为各类民用涤纶长丝和涤纶短纤，包括了以 POY、FDY、DTY 为主的涤纶长丝和棉型、水刺、涡流纺、三维中空、彩纤等类型的涤纶短纤等多个中高端系列 1000 余个规格品种。

图 1：公司聚酯纤维上下游产业链图



资料来源：公司官网、招商证券

持续巩固提升行业竞争地位，加强产业链上游原材料配套。公司已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局。截至目前，公司涤纶长丝产能为 845 万吨，涤纶长丝的国内市场占有率超过 15%，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一；涤纶短纤产能为 120 万吨，是目前国内短纤产量最大的制造企业。涤纶短纤的投产是公司在专注涤纶长丝的同时积极横向拓展，进入一个全新的发展阶段。同时公司在独山能源 500 万吨 PTA 产能的基础上又合理规划了 540 万吨 PTA 产能，不断向上开拓一体化布局，目前公司 PTA 产能已达到 770 万吨，预计到 2025 年年底，公司 PTA 产能将突破 1000 万吨，为公司聚酯生产提供了强有力的稳定的原材料供应。

表 1：公司主要产品及产能情况（截至 2025 年中报）

主要产品	设计产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	预计投产时间
涤纶长丝	845	—	—
涤纶短纤	120	—	—
PTA	770	270	2025 年底

资料来源：公司公告、招商证券

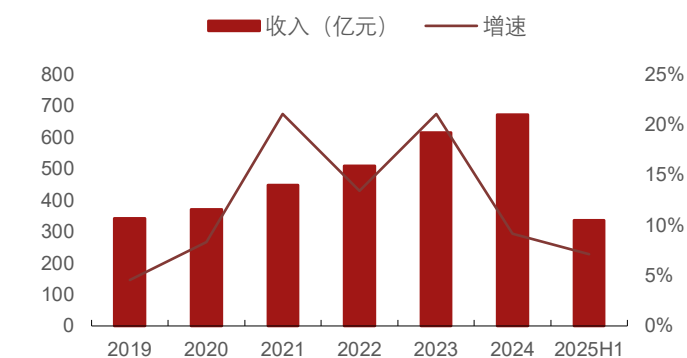
2、近年经营规模稳步增长，盈利水平逐步修复

近几年公司经营规模稳步扩大，上半年业绩同比明显增长。2025 年上半年，公

司实现营业收入 334.9 亿元，同比增长 7.10%，归母净利润 7.09 亿元，同比增长 17.28%，扣非净利润 6.60 亿元，同比增长 22.47%。自 2024 年下半年开始，国家层面打出了一套强有力的“反内卷”政策组合拳，涤纶长丝产能趋于集中，行业自律激发周期弹性，将极大促进供需格局持续优化，加上促消费政策的发力显著，恢复和扩大消费的基础将不断巩固，将支撑我国化纤行业经济运行持续恢复向好。

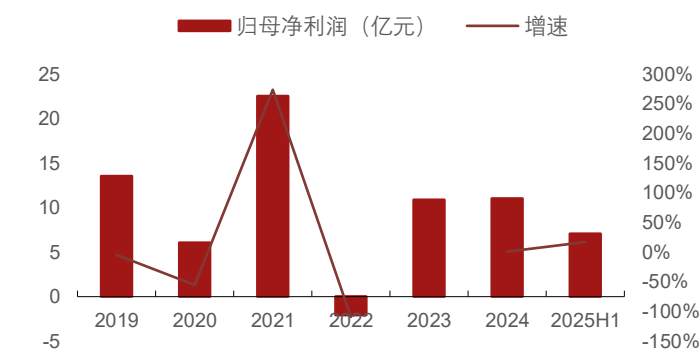
2025 年上半年，公司在多个维度取得一定成绩。在精益生产方面，顺利完成五套装置检修，新增两套长丝装置，徐州基地加弹机达产，各装置指标不同程度提升。在结构优化方面，公司积极开创新品种，长丝差别化率不断提升。在提质增效方面，公司通过装置改造和工艺优化等措施，产品质量和成本降低双收获。在短纤方面，公司短纤各品种性能及品质稳定性均有提升，水刺产品改造后可纺性明显改善，产品结构更趋合理，短纤的市场占有率稳步提升。在 PTA 方面，公司 PTA 优等率同比提升，客户满意度显著提高；三期 PTA 装置各项消耗不断向好，生产稳定性与运行效率得到进一步提升；在极致降本上，公司持续挖潜，多措并举节约成本，成效明显，重点统一 BP 装置和 KTS 装置质量控制标准，持续巩固质量和品牌影响力。

图 2：近几年公司营业收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

图 3：近几年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、招商证券

近几年公司涤纶长丝销量大幅增长，2024 年公司 POY、FDY、DTY 合计销量 755.4 万吨，自 2019 年以来年均复合增长 14.4%；涤纶短纤销量也大幅增长。2025 年上半年，公司涤纶长丝收入销量 357 万吨，同比增长 5.4%，销售均价 6486 元/吨，同比下跌 10.8%；涤纶短纤销量 64 万吨，同比增长 2.3%，销售均价 6132 元/吨，同比下跌 6.45%。

图 4：近几年公司主要化纤产品销量（万吨）

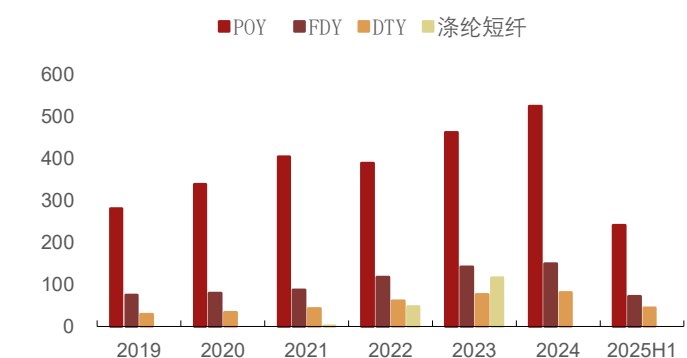
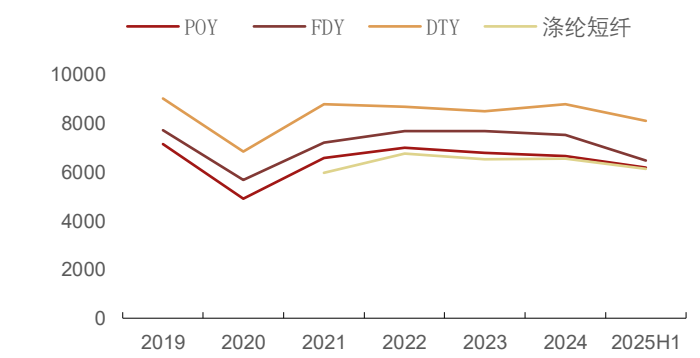


图 5：近几年公司主要化纤产品销售均价（元/吨）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

3、二季度产品价格环比下跌，销量环比大幅增长

2025 年二季度,公司实现收入 189.3 亿元,同比增长 12.57%,环比增长 30.06%,归母净利润 4.03 亿元,同比增长 22.24%,环比增长 31.44%; 二季度主要原材料 PTA、PX、MEG 市场均价环比一季度有所下跌,公司综合毛利率 6.3%,环比小幅下降 0.17 pct。

表 2: 单季度经营业绩回顾

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营业收入	144.5	168.2	179.2	178.9	145.6	189.3
营业毛利	8.5	10.3	8.8	10.2	9.5	12.0
营业费用	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
管理费用	1.9	1.8	1.9	1.5	1.9	1.9
研发费用	2.6	3.4	3.2	2.9	2.3	4.6
财务费用	1.7	1.7	1.8	1.1	1.0	0.6
营业利润	2.9	3.4	1.2	4.5	3.4	4.3
归母净利润	2.8	3.3	1.4	3.5	3.1	4.0
EPS (元)	0.18	0.22	0.09	0.23	0.20	0.26
主要比率						
毛利率	5.90%	6.11%	4.92%	5.68%	6.51%	6.35%
营业费用率	0.12%	0.15%	0.16%	0.19%	0.16%	0.17%
管理费用率	1.29%	1.06%	1.07%	0.86%	1.29%	1.01%
研发费用率	1.81%	2.02%	1.77%	1.62%	1.60%	2.42%
财务费用率	1.14%	1.00%	0.98%	0.63%	0.69%	0.29%
营业利润率	2.03%	2.03%	0.68%	2.49%	2.34%	2.28%
有效税率	10.68%	7.56%	-0.71%	21.46%	14.01%	9.64%
净利率	1.90%	1.96%	0.79%	1.98%	2.11%	2.13%
YoY						
收入	15.5%	7.3%	11.9%	3.6%	0.7%	12.6%
归母净利润	45.3%	13.7%	-65.4%	77.9%	11.4%	22.2%

资料来源：Wind、招商证券

2025 年二季度,公司涤纶长丝收入 136 亿元,环比增长 41.3%,销量 214 万吨,环比增长 50.3%,销售均价 6325 元/吨,环比下跌 6.0%; 涤纶短纤收入 21 亿元,环比增长 10.6%,销量 34 万吨,环比增长 17.1%,销售均价 5970 元/吨,环比下跌 5.5%; PTA 收入 25 亿元,环比增长 15.3%,销量 59 万吨,环比增长 20.6%,销售均价 4189 元/吨,环比下跌 4.4%。

表 3: 单季度主要业务收入构成

收入分布	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
POY						
收入 (亿元)	74	86	99	91	62	88
销量 (万吨)	108	124	148	144	97	144
均价 (元/吨)	6856	6911	6690	6302	6392	6061
FDY						
收入 (亿元)	26	29	29	29	19	28
销量 (万吨)	33	37	39	41	27	45

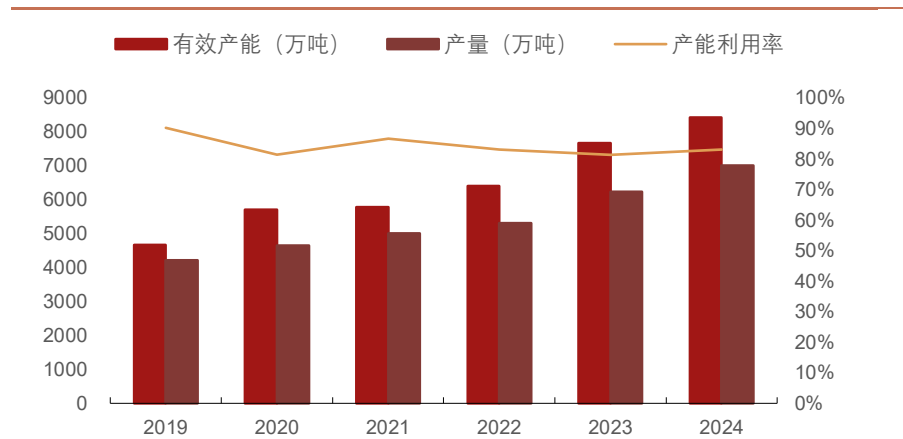
均价 (元/吨)	7815	7776	7568	7034	6847	6263
DTY						
收入 (亿元)	15	17	18	22	15	20
销量 (万吨)	17	19	20	24	19	25
均价 (元/吨)	8727	8814	8699	8924	8319	7932
涤纶短纤						
收入 (亿元)	19	22	20	24	19	21
销量 (万吨)	29	34	31	37	29	34
均价 (元/)	6531	6575	6646	6495	6320	5970
PTA						
收入 (亿元)	6	6	5	6	22	25
销量 (万吨)	11	12	11	15	49	59
均价 (元/吨)	5192	5229	4771	4312	4381	4189

资料来源：公司公告、招商证券

二、国内 PTA 供给充足，盈利能力处于较低水平

近几年国内 PTA 供给持续增长，产能利用率基本平稳。2024 年我国 PTA 有效产能 8428 万吨/年，同比增长 9.9%，自 2019 年以来年均增长 12.5%；产量 6998 万吨，同比增长 12.2%，自 2019 年以来年均增长 10.7%；2024 年国内 PTA 产能利用率 83.0%，同比提高 1.7 pct。截至目前我国 PTA 有效产能 8880 万吨/年，较去年底增长 5.37%，2025 年 1-7 月 PTA 产量 4061 万吨，同比增长 2.3%。

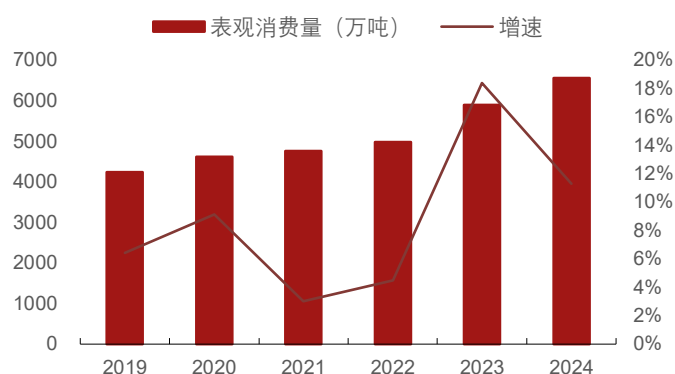
图 6：国内 PTA 有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

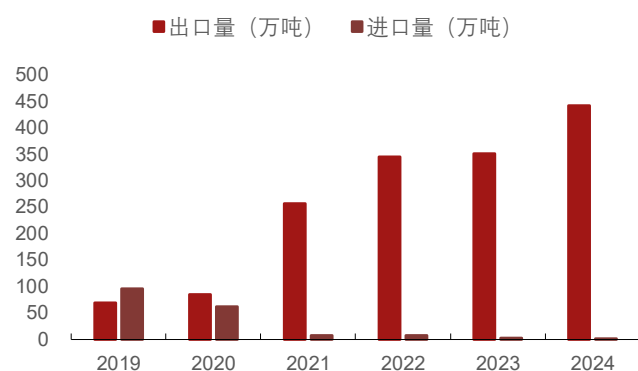
随着下游行业不断发展，我国 PTA 需求稳步增长。2024 年国内 PTA 表观消费量 6558 万吨，同比增长 11.42%，自 2019 年以来年均复合增长 9.13%。2025 年 1-7 月我国 PTA 表观消费量 3839 万吨，同比增长 4%。由于我国 PTA 产能持续投放，已经实现完全自给，同时部分用于出口，2024 年我国 PTA 出口量 442 万吨，自 2019 年以来大幅增加。

图 7：国内 PTA 表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 8：我国 PTA 进出口量



资料来源：百川盈孚、招商证券

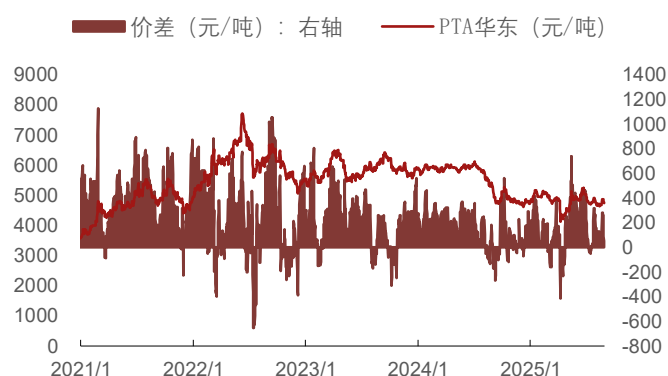
近几年 PTA 行业盈利处于较低水平。PTA 的主要原料为 PX，PX 价格与原油价格保持着较强的一致性，因此 PTA 价格也间接受到原油市场影响。近几年随着国内大炼化项目陆续投产，我国 PX 进口依赖度大幅降低。由于国内 PTA 行业整体供给压力较大，同时近几年国际原油价格维持较高水平，PTA 行业整体盈利较差。近几年由于 PTA 行业新增供给较多，供大于求的格局较为明显，行业整体盈利状况较差，新产能能否如期投产有待进一步观察。

图 9：国际原油与 PX 价格走势



资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 10：PTA 价格及价差走势

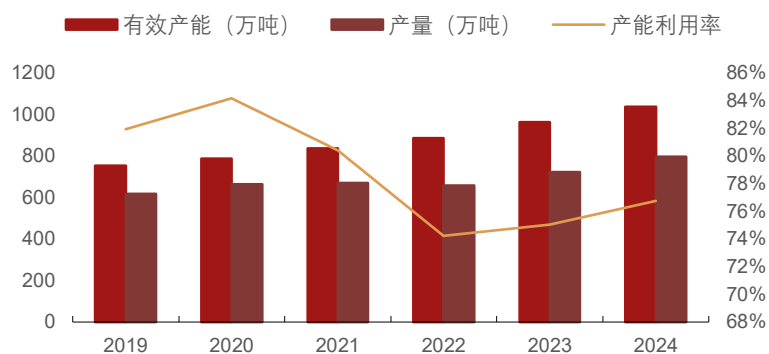


资料来源：Wind 资讯、招商证券

三、涤纶短纤供给持续增长，行业盈利有所回落

我国涤纶短纤产能规模持续增长，产能利用率有所提高。2024 年国内涤纶短纤有效产能 1036 万吨/年，同比增长 7.6%，自 2019 年以来年均复合增长 6.6%；产量 795 万吨，同比增长 10.0%，自 2019 年以来年均复合增长 5.2%；2024 年行业产能利用率 76.7%，同比提高 1.7 pct。截至目前，我国涤纶短纤产能 1045 万吨，较去年底增长 0.87%，1-7 月涤纶短纤产量 477 万吨，同比增长 4.94%，行业产能利用率有所提高。

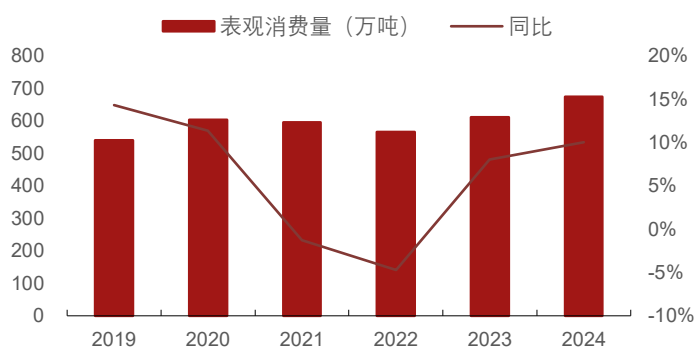
图 11: 国内涤纶短纤有效产能及产量



资料来源: 百川盈孚、招商证券

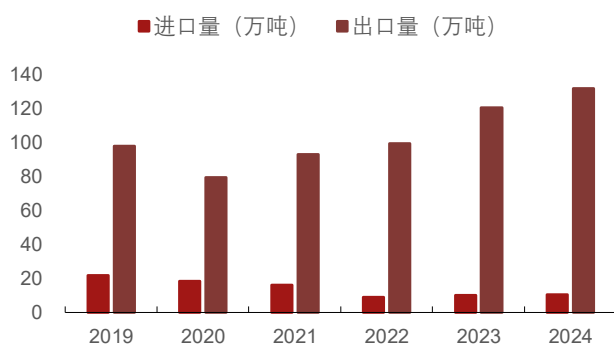
国内涤纶短纤需求稳步提升，出口量保持持续增长。2024 年我国涤纶短纤表观消费量 673 万吨，同比增长 10.0%，自 2019 年以来年均复合增长 4.5%，2024 年 1-7 月我国涤纶短纤表观消费量 387 万吨，同比基本持平。涤纶短纤下游需求中纺纱制线（棉纺用）、非织造布（医疗卫生）、填充用（家纺）占比分别为 77%、17%、6%。2024 年我国涤纶短纤出口量 132 万吨，同比增长 9.36%，2025 年 1-7 月出口量 94 万吨，同比增长 29.43%。

图 12: 国内涤纶短纤表观消费量及增速



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 13: 涤纶短纤进出口量情况



资料来源: 百川盈孚、招商证券

涤纶短纤工厂库存仍偏高，下游江浙织机涤纶短纤库存合理。截至 2025 年 8 月，我国涤纶短纤工厂库存量 31.3 万吨，自今年初达到库存高点后有所下降。下游江浙织机涤纶短纤库存天数 6.9 天，处于近几年中位数水平。

图 14: 涤纶短纤工厂周度库存量



资料来源: 百川盈孚、招商证券

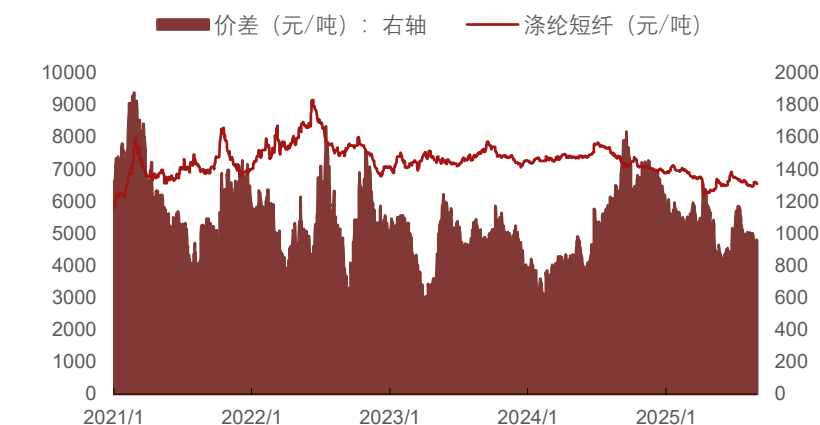
图 15: 涤纶短纤江浙织机库存天数



资料来源: Wind、招商证券

涤纶短纤价格处于中位数水平，行业盈利水平有所回落。2024 年涤纶短纤市场呈现先涨后跌的走势，上半年国际油价呈现震荡上涨，聚酯原料端给予涤纶短纤市场一定支撑，6 月份下游集中补库，涤纶短纤价格上涨至高点，下半年随着下游市场逐步进入淡季，国际原油市场大幅走弱，聚酯原料端支撑下降，涤纶短纤价格持续下跌。2025 年涤纶短纤价格先涨后跌，行业盈利水平较年初有所回落。

图 16：涤纶短纤价格及价差走势（元/吨）

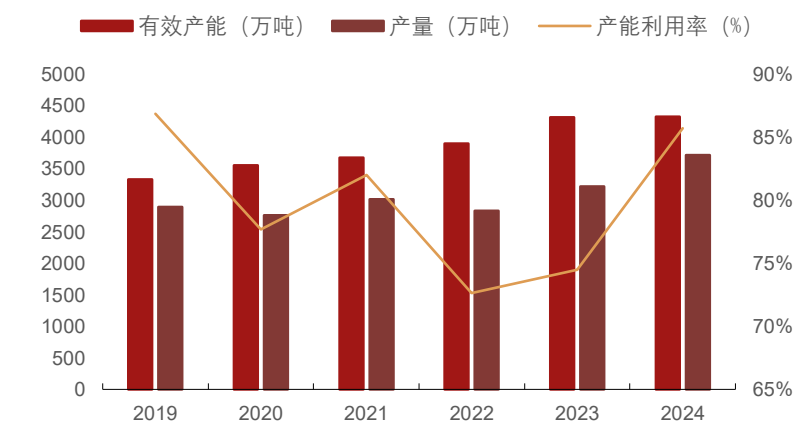


资料来源：Wind、招商证券

四、涤纶长丝供给增速放缓，景气度有望逐步向好

涤纶长丝行业供给增速放缓，产能利用率大幅提升。2024 年国内涤纶长丝有效产能 4331 万吨/年，同比增长 0.63%，自 2019 年以来年均复合增长 5.4%；2024 年我国涤纶长丝产量 3723 万吨，同比增长 15.5%，自 2019 年以来年均复合增长 5.1%；2024 年行业产能利用率 85.7%，同比提高 11.2 pct。截至目前，我国涤纶长丝产能 4456 万吨，较 2024 年底增长 2.87%，1-7 月我国涤纶长丝产量 2264 万吨，同比增长 6.46%，行业产能利用率预计进一步提升。目前投产时间超过 20 年的涤纶长丝产能合计约 615 万吨/年，其中 61%涤纶长丝老旧装置集中于百万吨级大企业，39%的产能集中于中小企业。长期来看，大企业可以通过技改或者产能置换保留产能，在当前的盈利水平下，部分中小企业可能不愿意花费更多成本去进行改造，从而最终被淘汰。

图 17：国内涤纶长丝有效产能及产量

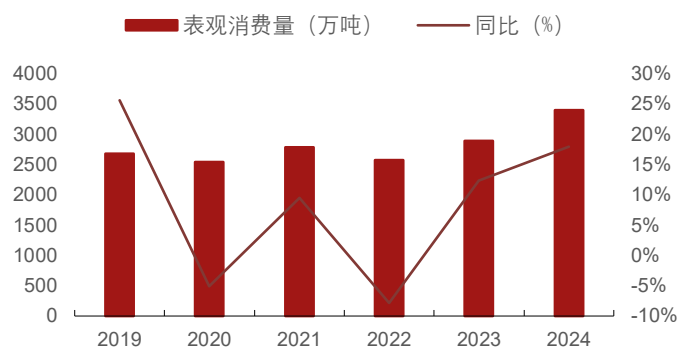


资料来源：百川盈孚、招商证券

近几年国内涤纶长丝需求量保持较快增长。2024 年我国涤纶长丝表观消费量 3399 万吨，同比增长 17.9%，自 2019 年以来年均复合增长 4.85%，2023 年以来国内涤纶长丝需求量保持较快增长；2025 年 1-7 月我国涤纶长丝表观消费量 2063 万吨，同比增长 6%，高于行业产能增速。由于国内涤纶长丝行业产能持续扩张及产品性能持续提升，我国涤纶长丝进口量较低，出口量大幅增长，2024 年我国涤纶长丝出口量 319 万吨，同比下降 5.4%，2025 年 1-7 月出口量 202 万吨，同比增长 13.8%。随着我国涤纶长丝行业持续走向规模化、高端化，在国际市场的话语权也将不断提升。

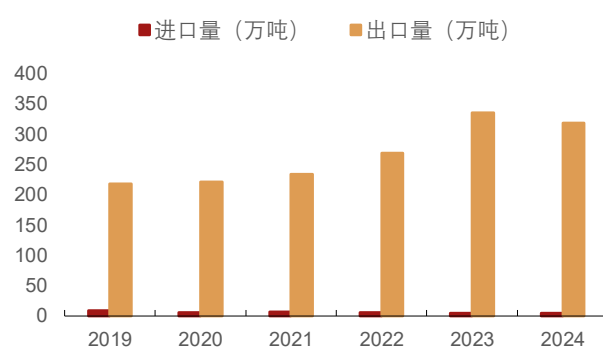
随着国内经济复苏、需求得到释放，国内纺织服装需求率先迎来复苏。2025 年上半年服装、鞋帽、针纺织品类零售同比增长 3.1%，带动涤纶长丝表观需求量提升 5.37%。我国化学纤维行业持续向差别化、智能化和绿色化发展，应用领域正在不断向交通、新能源、医疗卫生、基础设施、安全防护、环境保护、航空航天等产业应用领域方面拓展。预计随着我国经济的持续恢复、市场供给的稳步提升和优化，加上促消费政策的发力显效，在未来涤纶市场上，具有高附加值的化学纤维将逐渐成为行业新的增长点。

图 18：国内涤纶长丝表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 19：涤纶长丝进出口量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

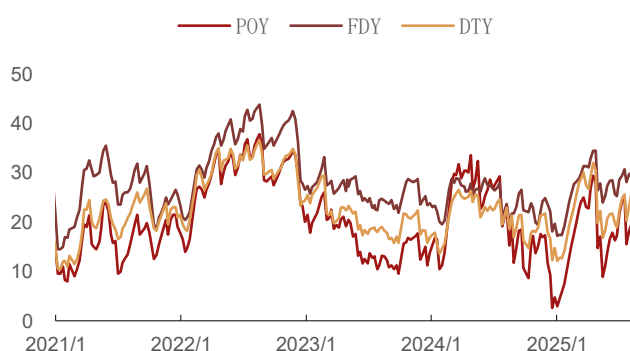
涤纶长丝工厂和下游织机库存处于近几年中位数水平。截至 2025 年 8 月，涤纶长丝工厂库存量 252 万吨，7 月初以来工厂库存量有所下降。下游江浙织机 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 15 天、29 天、24 天，自 7 月初以来下游库存天数震荡下行。

图 20：涤纶长丝工厂周度库存量



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 21：涤纶长丝江浙织机库存天数



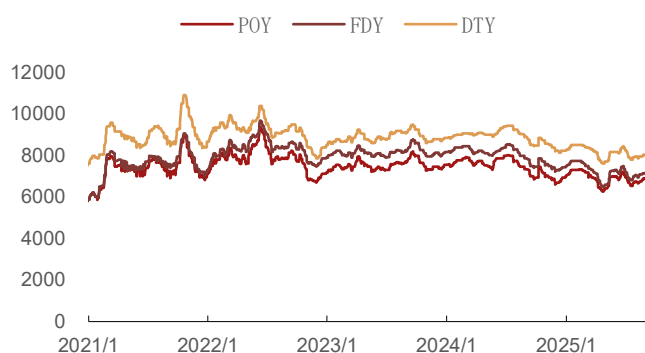
资料来源：Wind、招商证券

近期涤纶长丝价格震荡回落，价差处于近几年中位数水平。2024 年涤纶长丝市

场呈现先涨后跌的走势，前期随着成本支撑以及行业挺价推动涤纶长丝价格不断上行，但随着下游需求有所减弱，同时国际原油价格大幅下跌，近期涤纶长丝市场不断下行。2025 年原材料价格同比有所下跌，涤纶长丝市场价震荡回落，价差处于近几年中位数水平。

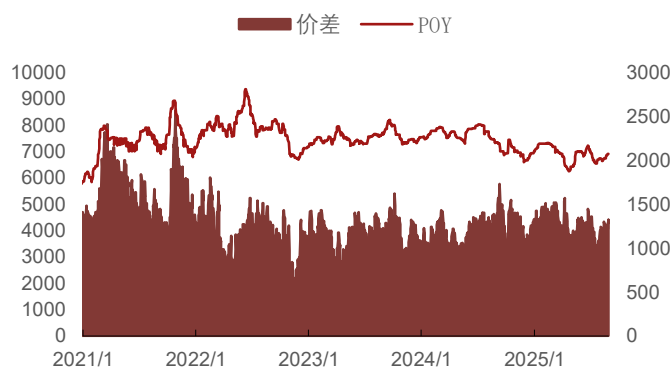
近两年，涤纶长丝龙头企业凭借着先进的生产设备以及规模化所带来的成本优势，进一步扩大领先优势，行业集中度也因此进一步提升，2024 年 CR6 达到 87%，龙头企业对行业的主导能力进一步增强。随着环保政策趋严，反内卷政策密集出台，涤纶长丝产能增速或将明显放缓，落后产能将会陆续淘汰，规模小的企业及落后产能将逐步被市场淘汰退出，加速行业洗牌速度。2021 年以来，我国涤纶长丝行业每年淘汰落后产能上百万吨，行业结构进一步优化。预计未来几年涤纶长丝行业供需关系将持续改善，涤纶长丝行业盈利水平有望逐步向好。

图 22：涤纶长丝华东市场价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、招商证券

图 23：涤纶长丝 POY 价格及价差走势（元/吨）



资料来源：Wind、招商证券

五、持续打造产业链一体化，巩固自身行业领先地位

综合提升产能品种创新布局，公司围绕“一根丝”做好横纵一体化高质量发展。公司已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局，截至目前公司涤纶长丝产能达到 845 万吨，市场占有率超 15%，国内民用涤纶长丝行业第二；涤纶短纤 120 万吨，国内涤纶短纤产量位居第一，短纤效益也在销售市场逐步开拓以及产能逐步释放、工艺技术的不断改进中稳步提升。未来公司将根据行业发展、市场格局等相关因素调整投产计划，着力于差别化长丝的品种以及结构改善，在如今国家绿色高质量发展的号召下，能耗指标的获取也成为企业发展的一大绝对要素，作为化纤行业头部企业之一，公司拥有清晰的能耗指标，建设要素充足，在产品创新 品种布局等方面的综合竞争力有望得到进一步的提升。

在横向高质量布局的同时，公司努力完善上游产业链，积极推进 PTA 项目配套建设。截至目前，公司 PTA 产能已达到 770 万吨。作为原材料自给项目，公司独山能源项目所生产的 PTA 产品大部分将自供给公司的涤纶长丝生产基地。公司 PTA 新装置区位优势明显，运距短、成本低，设备后发优势较为突出，且 PTA 基地已建设发展成 PTA-聚酯一体化基地，大大降低了聚酯产品的生产成本，有效提升产品竞争力。目前公司 PTA 扩产项目仍在持续推进中，PTA 三期项目已于 2024 年年底开始试生产，此项目引进的是 KTS 公司 PTA P8++ 技术，在成本、能耗、产品性能等方面具有较强的技术优势，有利于后续聚酯化纤产品向高档差别化纤维发展。预计到 2025 年年底，随着公司四期 PTA 产能的投放，

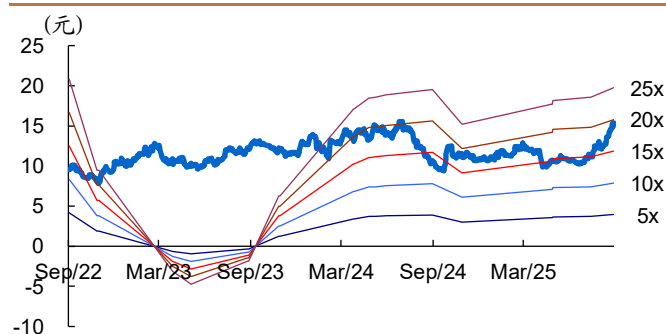
公司 PTA 产能将突破 1000 万吨。未来公司将持续强化战略布局、夯实项目支撑与技改，打造横纵一体化、战略规模化的高质量发展企业。

公司围绕“两洲两湖”基地为主线，稳步推进主业发展。“两洲两湖”即桐乡洲泉、湖州东林、平湖独山、徐州新沂四大基地。目前桐乡洲泉基地和湖州东林基地全部为聚酯纤维生产基地；平湖独山为 PTA 聚酯一体化生产基地，平湖独山聚酯项目依托已投产的独山能源 PTA 项目，不仅可以做到原料就地输送降低物流成本，还可以利用 PTA 装置余热发电优势，反向供电自用大大降低生产成本；徐州新沂基地 2021 年 5 月正式开工建设，以热电项目为排头兵，打造规划长丝、短纤、加弹、薄膜、印染、织造等大型一体化工业园区。

六、风险提示

- 1、下游市场需求不足的风险。**涤纶长丝下游主要是服装和家纺，受到国内市场和出口市场的影响，如果下游市场需求不足，将不利于涤纶长丝行业复苏。
- 2、产品价格下跌的风险。**涤纶长丝为大宗商品，具有较强的周期属性，其价格受到国际原油价格、行业供需关系变化等多方面因素影响，如果产品价格下跌较多，将影响公司业绩。
- 3、新项目投产不及预期的风险。**新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性，若投产不及预期，将影响公司业绩。

图 24：新凤鸣历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 25：新凤鸣历史 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	14549	16764	13192	15479	17591
现金	8111	10173	6615	7339	8807
交易性投资	3	10	10	10	10
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	965	1073	1060	1311	1417
其它应收款	143	67	68	84	90
存货	4309	4452	4446	5506	5940
其他	1018	989	993	1229	1327
非流动资产	30591	36282	36190	36107	36032
长期股权投资	374	426	426	426	426
固定资产	25016	25121	25220	25308	25386
无形资产商誉	1737	1816	1635	1471	1324
其他	3464	8918	8909	8902	8896
资产总计	45140	53046	49382	51586	53623
流动负债	16786	25123	20345	21167	21518
短期借款	9202	14548	11445	10286	9826
应付账款	4454	5943	5946	7364	7944
预收账款	486	2087	2088	2586	2790
其他	2645	2545	865	931	958
长期负债	11557	10648	10648	10648	10648
长期借款	7879	6736	6736	6736	6736
其他	3677	3912	3912	3912	3912
负债合计	28343	35771	30992	31815	32166
股本	1529	1525	1525	1525	1525
资本公积金	5733	5468	5468	5468	5468
留存收益	9533	10264	11378	12760	14446
少数股东权益	1	19	19	18	18
归属于母公司所有者权益	16796	17257	18371	19753	21439
负债及权益合计	45140	53046	49382	51586	53623

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3659	6790	4772	5448	5567
净利润	1086	1100	1457	1819	2232
折旧摊销	2858	2994	3104	3095	3088
财务费用	794	892	576	498	465
投资收益	(46)	(71)	(383)	(383)	(383)
营运资金变动	(999)	1851	18	412	163
其它	(34)	24	(0)	7	3
投资活动现金流	(3422)	(6873)	(2629)	(2629)	(2629)
资本支出	(3349)	(7055)	(3012)	(3012)	(3012)
其他投资	(73)	182	383	383	383
筹资活动现金流	565	1764	(5701)	(2095)	(1470)
借款变动	489	2821	(4782)	(1159)	(459)
普通股增加	0	(5)	0	0	0
资本公积增加	1	(264)	0	0	0
股利分配	0	(390)	(343)	(437)	(546)
其他	76	(398)	(576)	(498)	(465)
现金净增加额	802	1682	(3559)	725	1468

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	61469	67091	67497	83470	90194
营业成本	57881	63314	63344	78450	84629
营业税金及附加	176	189	190	235	254
营业费用	101	106	106	131	142
管理费用	693	711	715	885	956
研发费用	1198	1209	1217	1504	1626
财务费用	510	623	576	498	465
资产减值损失	(80)	(118)	(118)	(118)	0
公允价值变动收益	40	(6)	(6)	(6)	(6)
其他收益	214	326	326	326	326
投资收益	33	63	63	63	63
营业利润	1116	1204	1615	2032	2506
营业外收入	61	63	63	63	63
营业外支出	3	10	10	10	10
利润总额	1174	1257	1667	2084	2559
所得税	88	157	210	265	327
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	1086	1100	1457	1819	2232

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	21%	9%	1%	24%	8%
营业利润	-311%	8%	34%	26%	23%
归母净利润	-630%	1%	32%	25%	23%
获利能力					
毛利率	5.8%	5.6%	6.2%	6.0%	6.2%
净利率	1.8%	1.6%	2.2%	2.2%	2.5%
ROE	6.7%	6.5%	8.2%	9.5%	10.8%
ROIC	4.3%	4.2%	5.0%	6.0%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	67.4%	62.8%	61.7%	60.0%
净负债比率	42.2%	43.3%	36.8%	33.0%	30.9%
流动比率	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.7	1.7
存货周转率	14.4	14.5	14.2	15.8	14.8
应收账款周转率	79.8	65.8	63.3	70.4	66.1
应付账款周转率	13.9	12.2	10.7	11.8	11.1
每股资料(元)					
EPS	0.71	0.72	0.96	1.19	1.46
每股经营净现金	2.40	4.45	3.13	3.57	3.65
每股净资产	11.02	11.32	12.05	12.95	14.06
每股股利	0.26	0.22	0.29	0.36	0.44
估值比率					
PE	21.5	21.2	16.0	12.8	10.5
PB	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.3	8.7	7.7	7.3	6.8

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。