



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 22 日

基础数据

10 月 21 日收盘价（元）	8.71
总市值（亿元）	432.24
总股本（亿股）	49.63

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证化工】华峰化学（002064）2025 年半年报点评：氨纶、己二酸景气仍处底部区间，静待行业修复-2025.08.13

【兴证化工】华峰化学（002064）2025 年一季报点评：业绩环比改善，龙头逆势扩张静待景气回暖-2025.05.13

【兴证化工】华峰化学（002064）2024 年三季报点评：主营产品价差收窄或致盈利短暂承压，新产能储备充沛未来可期-2024.10.28

分析师：吉金

S0190522030003

jijin@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190521100002

zhangxun19@xyzq.com.cn

分析师：刘梓涵

S0190523070006

liuzihan@xyzq.com.cn

华峰化学(002064.SZ)

低成本、一体化构筑牢固护城河，氨纶、己二酸盈利修复可期

投资要点：

- **华峰化学是全球聚氨酯材料行业领军企业。**截至 2024 年底公司拥有氨纶产能 32.5 万吨/年、己二酸产能 135.5 万吨/年和聚氨酯原液产能 52 万吨/年，氨纶产能与产量均位居全球第二、中国第一，聚氨酯原液和己二酸产量均为全球第一。
- **公司各产品成本控制水平业内顶尖，作为核心护城河支撑公司不断扩张发展。**规模效应叠加不断精进管理夯实成本优势，行业景气底部仍能录得可观盈利。公司持续推行降本增效措施、精细化管理，能耗控制水平行业领先。以低成本作为护城河，公司不断扩张自身产能规模，产销规模持续扩增，而产能规模扩增又可进一步夯实公司低成本优势，形成良性正循环。
- **氨纶、己二酸均处周期底部，行业扩能进入尾声盈利修复可期。**供给端，氨纶和己二酸行业投产周期当前或均接近尾声，且氨纶行业余下新增产能中，主要为公司 15 万吨/年产能。需求端，氨纶需求受益于下游纺服市场稳步增长，己二酸潜在需求有望受 PA66 和 PBAT 带动而释放。综合来看，新增产能投放周期进入尾声背景下，后续随需求逐步增长消化前期新增产能，行业供需关系有望迎来修复，带动产品价格、价差回升。
- **投资建议：**华峰化学是在我国氨纶、己二酸、聚氨酯原液等领域均具有龙头地位的综合性现代化聚氨酯领军企业。公司当前三大主要产品产能均为国内第一，有较大的规模优势；依靠不断的技改投入与新项目建设，公司生产能耗、物料控制水平行业顶尖，形成了显著的低成本优势；“己二酸—聚酯多元醇—聚氨酯原液”产业链可灵活调整产销比例，抑制波动，提升公司综合盈利能力，具有一体化优势。后续来看，公司当前新增产能、原料配套产能稳步建设，未来可期。我们维持公司 2025 年~2027 年的 EPS 预测分别为 0.43 元、0.61 元、0.73 元，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**新建项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；原材料价格波动风险；行业企业投产计划调整风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	26931	23939	27680	29289
同比增长	2.4%	-11.1%	15.6%	5.8%
归母净利润（百万元）	2220	2158	3042	3632
同比增长	-10.4%	-2.8%	40.9%	19.4%
毛利率	13.8%	15.1%	17.0%	18.5%
ROE	8.4%	7.6%	9.8%	10.6%
每股收益（元）	0.45	0.43	0.61	0.73
市盈率	19.5	20.0	14.2	11.9

资料来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 华峰化学：全球聚氨酯材料行业龙头	5
二、 氨纶业务：低成本、差异化扩张，持续领跑行业	10
（一） 氨纶是纺织工业的“味精”	10
（二） 需求端：下游有望持续增长	11
（三） 供给端：行业规模快速扩增，集中度持续提升	13
（四） 行业复盘与展望：行业呈现出周期性特征，新增产能投放接近尾声有望带来新一轮盈利上行	14
（五） 公司氨纶成本优势显著，多维度共同构建低成本护城河	19
（六） 天然气-BDO-PTMEG-氨纶全产业链布局，有望进一步巩固低成本优势	22
三、 己二酸业务：规模效应助力成本控制行业领先	24
（一） 己二酸为尼龙和聚氨酯行业重要原料	24
（二） 需求端：我国是全球最大己二酸消费国，PA66、PBAT 等领域有望打开新空间	25
（三） 供给端：新增产能投放趋缓，供需有望修复	27
（四） 规模效应引领己二酸成本优势	28
四、 聚氨酯原液业务：产销稳定、格局成熟，稳坐龙头	31
（一） 聚氨酯原液市场空间广阔	31
（二） 公司是鞋底原液市场龙头	32
（三） 自产原料、精细管理共铸成本优势	33
五、 上下游协同打造聚氨酯平台企业	34
（一） 上下游协同自产自用，穿越周期底部静待拐点	34
（二） 两大基地配套完善，销售网络辐射亚欧	34
六、 盈利预测及估值	36
七、 风险提示	37

图目录

图 1、 华峰化学股权结构清晰	5
图 2、 华峰集团架构图	6
图 3、 公司营业收入及增速	7
图 4、 公司归母净利润及增速	7
图 5、 公司营收构成	7
图 6、 公司毛利构成	7
图 7、 公司毛利率和净利率	8
图 8、 公司三大主要业务板块毛利率情况	8
图 9、 公司期间费用控制良好	8
图 10、 公司专利数及参与起草标准数量不断增长	9
图 11、 公司研发投入及技术人员数量中枢上移	9
图 12、 氨纶分子结构赋予其优异性能	10
图 13、 氨纶上下游产业链	10
图 14、 2014-2024 年国内氨纶消费市场稳步快速增长	12
图 15、 我国氨纶出口量重心逐年上移	12
图 16、 氨纶主要用于运动衣、内衣、袜子等领域	12
图 17、 氨纶在各品类服装领域中添加比例	12

图 18、	近年服装鞋帽针纺织品零售额重回增长区间	12
图 19、	我国服装鞋帽针纺织品零售额维持增长态势	12
图 20、	2020-2023 年运动服饰市场持续增长	13
图 21、	2016-2021 年中国内衣市场规模持续增长	13
图 22、	本轮氨纶产能投放或已接近尾声	14
图 23、	截至 2024 年底行业 CR4 已超过 70%	14
图 24、	当前氨纶价格价差正处周期底部	14
图 25、	2009-2013 行业消费量变化情况	15
图 26、	2009-2013 年行业产能变化情况	15
图 27、	2013 年行业产能增速显著下行	15
图 28、	2010 年氨纶出口快速增长，而 2011 年则显著回落	15
图 29、	2010 年起国内化纤行业固定资产投资增速情况	16
图 30、	2012-2015 年间氨纶表观消费量维持较快增长	16
图 31、	2016 年下半年起氨纶价格有所反弹	17
图 32、	2017 年下半年氨纶行业开工下行、库存去化	17
图 33、	盈利改善后行业重回供给投放通道	17
图 34、	2020 年下半年起氨纶出口快速增长	18
图 35、	2020 年下半年起氨纶出口快速增长	18
图 36、	2020 年 Q4 至 2021 年 Q2 行业维持高开工	18
图 37、	2021 年行业产能投放重新提速	18
图 38、	公司氨纶业务毛利率高于同业	20
图 39、	公司氨纶产能规模全国第一	20
图 40、	公司开工率高于同业	20
图 41、	公司生产公用工程消耗控制行业领先	21
图 42、	公司氨纶吨产品能耗、水耗中枢逐步下移下降	22
图 43、	天然气-BDO-PTMEG-氨纶产业链示意图	23
图 44、	己二酸上下游产业链	24
图 45、	环己烯法反应路径碳平均价态变化较小	25
图 46、	2014-2024 年己二酸表观消费量稳步增长	25
图 47、	国内己二酸下游产业结构以聚氨酯为主	26
图 48、	全球己二酸下游产业结构以 PA66 为主	26
图 49、	尼龙 66 上下游产业链	26
图 50、	2019-2023 年我国 PBAT 市场需求持续增长	27
图 51、	2014-2024 年我国己二酸产能、产量持续增长	27
图 52、	己二酸行业产能当前集中度较高	27
图 53、	我国是己二酸净出口国	28
图 54、	当前己二酸正处周期底部区间	28
图 55、	己二酸行业产能新增投放有望趋缓	28
图 56、	公司己二酸板块毛利率高于同业	29
图 57、	公司产能利用率显著高于行业平均水平	29
图 58、	公司己二酸原料消耗较低	29
图 59、	公司己二酸产品综合能耗中枢下移	29
图 60、	聚氨酯原液上下游产业链	31
图 61、	2012-2022 年间我国运动鞋市场规模持续增长	32
图 62、	我国鞋靴出口量中枢上移	32

图 63、国内鞋底原液产能格局（截至 2024 年底）	32
图 64、己二酸、聚酯多元醇为聚氨酯原液生产原料	33
图 65、公司己二酸自用率	34
图 66、公司聚酯多元醇自用率	34
图 67、化工新材料板块毛利率较基础化工产品相对稳定	34
图 68、重庆地区运输网络发达	35
图 69、PE（TTM）-Band	37
图 70、PB（LF）-Band	37

表目录

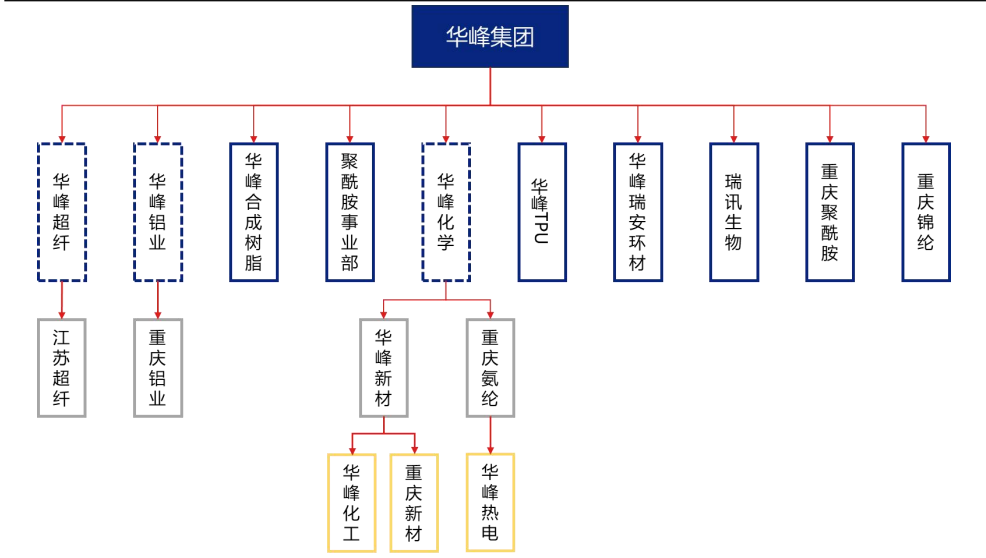
表 1、华峰集团多个产品市占率国内领先	6
表 2、干法纺丝法是当前应用最为广泛的氨纶生产工艺	11
表 3、公司氨纶部分产品及应用	11
表 4、氨纶行业本轮新增产能投放或已近尾声	19
表 5、公司单位产能投资额显著低于同业	21
表 6、公司氨纶板块降本增效措施	22
表 7、环己烯法相较环己烷法更为安全、收率更高	24
表 8、我国尼龙 66 新增规划产能仍存	26
表 9、公司己二酸板块降本增效措施	30
表 10、盈利预测假设	36
表 11、盈利预测结果	36

表 1、华峰集团多个产品市占率国内领先

主要产品	市占率
聚氨酯原液	全国 60%以上
超纤材料	全国 55%以上
己二酸	全国 45%以上
氨纶长丝	全国 26%以上
聚酯多元醇	全国 22%以上
热塑性聚氨酯弹性体	全国 20%以上
铝热传输材料	全国 20%以上
聚氨酯树脂	全国 20%以上
尼龙 66 切片	全国 15%以上
环己酮	全国 10%以上

资料来源：华峰集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

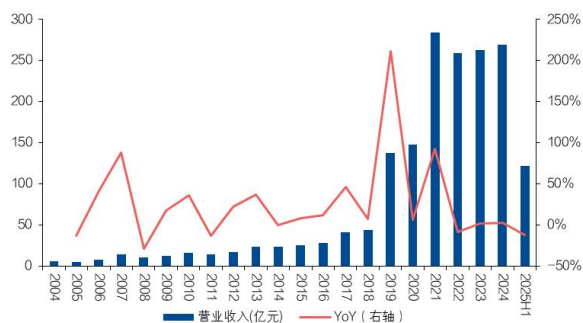
图 2、华峰集团架构图



资料来源：华峰集团可持续发展报告 2024，兴业证券经济与金融研究院整理
注：虚线框内为上市公司

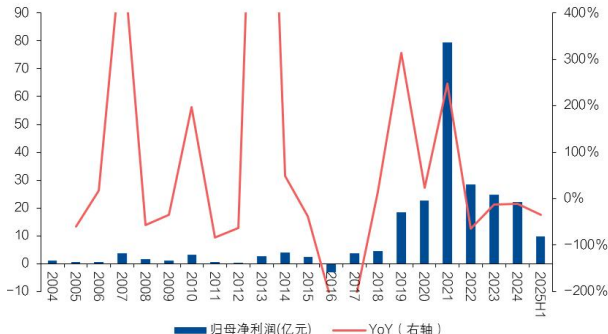
产销规模扩增带动公司营收中枢持续抬升，行业周期性运行下盈利仍显韧性。2019 年受益于收购华峰新材、2021 年受益于产品景气周期，公司营收及盈利规模均有较大飞跃。虽 2022 年以来行业景气有所回落，但公司产能投放带来的产销规模扩增对冲了产品价格下行，营收中枢总体仍呈现上移趋势，盈利亦依托于公司较为显著的成本优势呈现出较强韧性。公司 2024 年营收达 269 亿元，同比增长 2%；归母净利润达 22.20 亿元，同比下滑 10%；扣非归母净利润达 20.83 亿元，同比下滑 14%。2025 年上半年，受氨纶、己二酸景气低位徘徊影响，公司实现营业收入 121.37 亿元，同比下滑 11.7%；实现归母净利润 9.83 亿元，同比下滑 35.23%，实现扣非归母净利润 9.04 亿元，同比下滑 37.83%。

图 3、公司营业收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

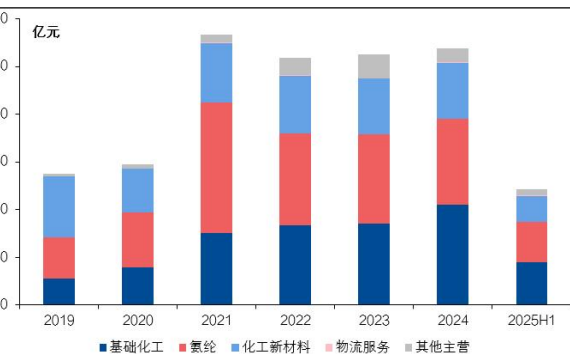
图 4、公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为了图表效果，部分极值未完全显示，下同

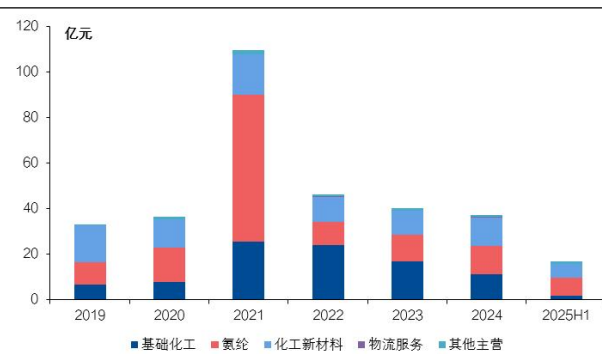
公司主营业务结构稳定，氨纶、基础化工产品、化工新材料三大板块齐头并进。2024 年，公司氨纶板块营收达 91 亿元，占比 34%；基础化工品业务板块营收 105 亿元，占比 39%；化工新材料板块营收达 58 亿元，占比 22%。三项主营业务体量均衡，共同支撑公司营业收入中枢稳健增长。从公司毛利结构来看，2024 年三大板块贡献毛利较为接近，氨纶、基础化工品化工新材料板块贡献分别为 33%、30%、33%。2025 年上半年，受产品景气度及原料价格波动等因素影响，三大板块毛利贡献分别为 47%、12%、34%。

图 5、公司营收构成



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

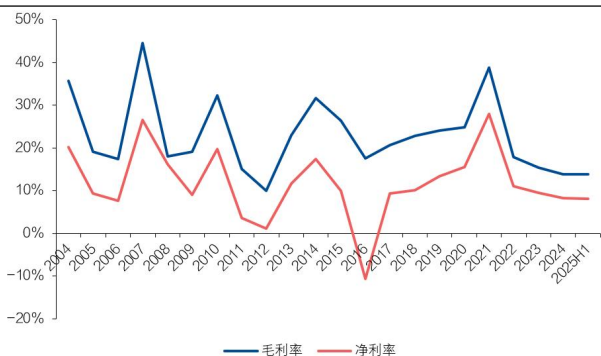
图 6、公司毛利构成



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

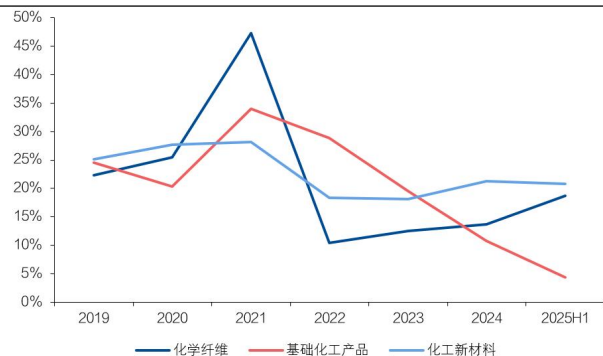
公司毛利率、净利率抵御周期波动能力有所增强。2021 年受益于行业景气上行，公司毛利率、净利率均有显著提升，后续虽随行业周期性回落，但随产业链一体化推进、先进产能不断释放以及不断精进降本增效，公司抵御周期波动能力相较前几轮周期有所增强。2024 年，公司毛利率为 13.83%，同比下降 1.52 pcts；净利率为 8.27%，同比下降 1.16 pcts。其中，氨纶板块毛利率为 13.66%，基础化工产品板块毛利率为 10.81%，化工新材料板块毛利率为 21.25%。2025 年上半年，氨纶、基础化工、化工新材料各板块分别实现毛利率 19%、4%、21%，同比分别上升 3.68 pcts、下降 11.08 pcts、下降 0.98 pcts。

图 7、公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司三大主要业务板块毛利率情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

不断精进管理水平，期间费用率控制良好。近年来公司期间费用率呈不断下降趋势，2019 年至 2024 年期间费用率由约 10%下降至 5%以下。具体来看，2024 年公司总期间费用率为 4.80%，其中销售费用率 0.79%，同比上升 0.05 pcts；管理费用率 1.51%，同比下降 0.12 pcts；研发费用率 3.01%，同比下降 0.42 pcts；财务费用率-0.51%，同比上升 0.05 pcts。

图 9、公司期间费用控制良好



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2018 年以前研发费用未单独披露，合并于管理费用项内

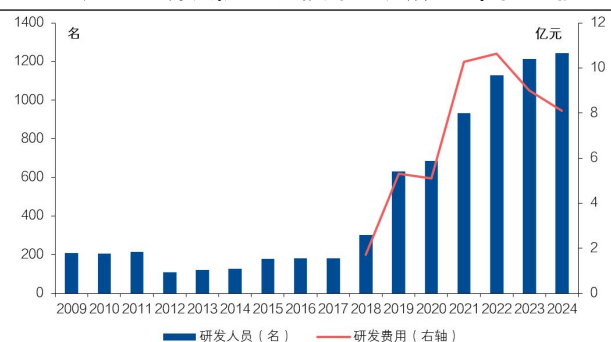
公司技术水平行业领先，持续性研发投入支撑发展。经过多年研发积累，公司技术水平处于行业领先地位。截至 2024 年底，公司已主导或参与起草氨纶及聚氨酯原液国际、国家、行业、地方和协会标准 72 项，拥有有效专利 297 件。与此同时，公司持续加强研发投入，技术人员数量逐年提升，保障持续产出。

图 10、公司专利数及参与起草标准数量不断增长



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司研发投入及技术人员数量中枢上移



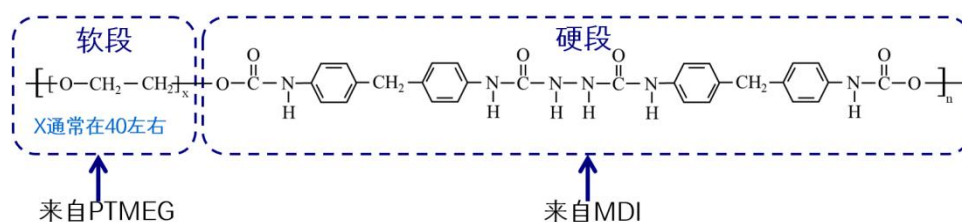
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

二、氨纶业务：低成本、差异化扩张，持续领跑行业

（一）氨纶是纺织工业的“味精”

氨纶是一种广泛应用于服装和其他纺织品中的弹性纤维。氨纶全称聚氨基甲酸酯纤维，主要原料包括 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）和 PTMEG（聚四亚甲基醚二醇）。从结构上看，其主要分为软段和硬段两部分：其中软段多为长链的聚醚，使得氨纶有良好的拉伸性能；而硬段则使得氨纶有良好的回弹性能和一定的强度。

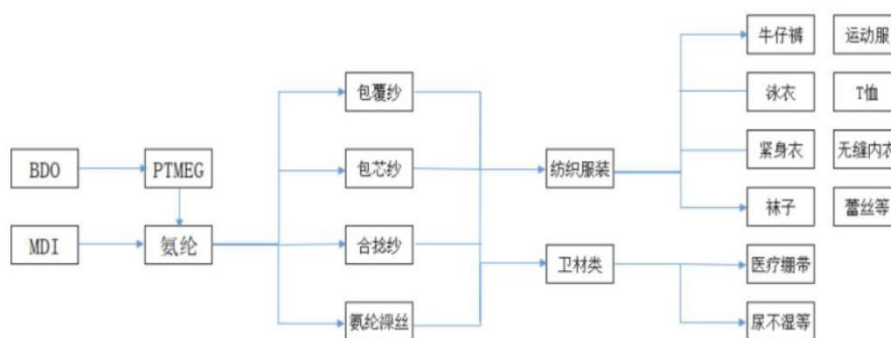
图 12、氨纶分子结构赋予其优异性能



资料来源：Kashif Iqbal《Study of Rheological Behaviour of Coating Paste Containing Conductive Polymer complex》，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于其分子结构，氨纶具有优良的外观与弹力特性，被称为纺织品的“味精”。从实际应用层面来看，氨纶一般不单独使用，而是主要添加在其他织物中混纺。由于其出色的拉伸性能，常被添加在紧身衣、运动服、泳装等对弹性和贴身度要求较高的服饰中，以提升服装的舒适度和贴合性。此外，氨纶还常被添加在医疗绷带、尿不湿等卫生用品中。

图 13、氨纶上下游产业链



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

氨纶行业技术发展成熟，公司推出差异化产品以提升竞争力。氨纶生产技术历经数十年发展当前已相对成熟，干法纺丝为主要技术路线，亦为公司主要采用的路线。在此背景下，各公司陆续推出差异化产品以满足市场细分需求，公司推出抗菌、超耐氯、黑色、酸性可染氨纶等差异化产品和再生氨纶、生物基氨纶等环保产品，以提升市场竞争力。根据纤度大小，氨纶亦可分为细旦丝、中粗旦丝及粗

旦丝类型。据公告披露，公司氨纶产品结构随市场需求变化，其中 40D 占 50% 左右，其余为粗旦和细旦氨纶产品。

表 2、干法纺丝法是当前应用最为广泛的氨纶生产工艺

生产工艺	反应原理	特点
干法纺丝法	将聚醚二元醇与二异氰酸酯在一定条件下反应，得到预聚体，再与二胺进行扩链反应。再通过添加助剂，使得原液在经过热气流的过程中快速挥发溶剂，得到产品。	是最为成熟的生产工艺，其连续聚合法有高效率、低能耗及产品质量稳定的特点
湿法纺丝法	类似干法纺丝，不同点在于原液从喷丝板毛细孔中挤出后进入凝固浴，原液向凝固浴扩散，同时其聚合物的浓度不断提高，从而形成纤维	工艺相对复杂、投资较大、成本高、纺丝速度低，正被逐步取代
化学反应法	预聚体溶液在甲苯、乙二胺的反应浴中反应，纤维出纺丝浴时，完成聚合反应	工艺复杂，纺丝速度难以提升，成本高，已经逐步被淘汰。
熔融纺丝法	NCO-（酰胺）封端的预聚体在二元醇扩链剂存在的情况下生成熔融温度较低的聚合物，然后切片造粒，此后再进行熔融挤压纺丝	纺丝速度快、易于实现细旦化；设备投资少，生产流程简单；绿色环保，无溶剂使用

资料来源：王树宾等《熔纺氨纶的研究与进展》，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司氨纶部分产品及应用

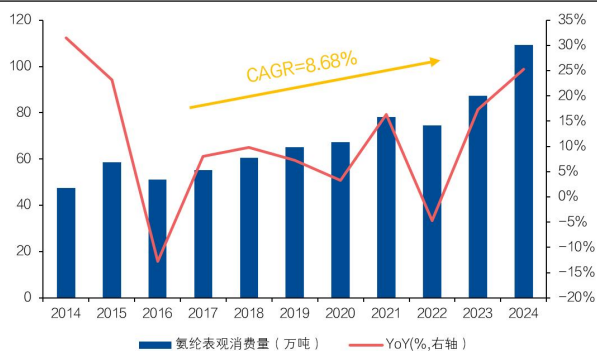
织造类型		应用领域	终端应用	10D	15D	20D	30D	40D	55D	70D	105D	140D	210D	280D	420D	560D-840D	840D-2500D
针织类型	针织经编	平布	泳衣、沙滩服			●	●	●	●	●	●	●	●				
		网布	内衣、赛车服、骑行服					●	●	●	●	●	●	●	●		
		花边、蕾丝	运动装					●	●	●	●	●	●	●	●		
		超柔不倒绒	内衣、内裤								●	●	●	●	●		
	针织圆机	单面布	保暖衣、毛绒玩具、家居服					●	●	●							
			沙发套					●	●	●							
		双面布	内衣、针织牛仔		●	●	●	●	●	●	●	●	●				
			T恤		●	●	●	●	●	●	●	●	●				
	袜机	罗口	瑜伽服					●	●	●							
			裤装					●	●	●							
包纱类型	空气包覆	针织面料、四面弹、罗马布	内衣、外套					●	●	●							
			休闲运动服、速干服					●	●	●							
			西装					●	●	●							
		机械包覆	袜口、袖口、领口					●	●	●							
	棉包芯	针织面料、梭织面料	运动袜、丝袜、外套、运动服					●	●	●							
			休闲运动服、内衣、衬衫					●	●	●							
		梭织面料	牛仔裤					●	●	●							
			牛仔、家纺					●	●	●							
	并线(含捻纱)	机织物						●	●	●							
								●	●	●							
织带	机包		医疗绷带、松紧带、吊带							●	●	●	●	●	●	●	●
卫材	棉丝		纸尿裤、拉拉裤、尿布等													●	●

资料来源：千禧氨纶产品说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 需求端：下游有望持续增长

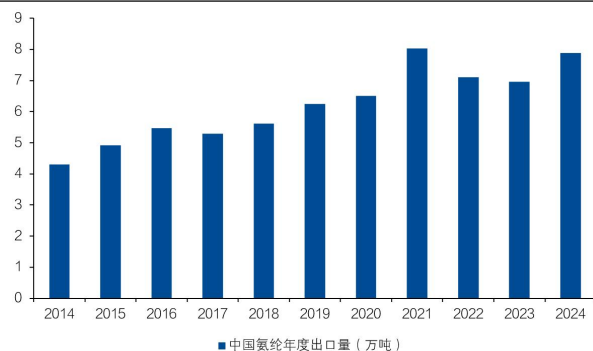
我国是当前世界第一大氨纶消费国，近年表现消费量中枢持续上移。据卓创资讯数据，2024 年我国氨纶表现消费量达到 109 万吨，2014 至 2024 年复合增长率达 8.68%；出口量 2024 年达近 8 万吨。内外需正一同发力带动氨纶消费正快速增长，未来成长空间广阔。

图 14、2014-2024 年国内氨纶消费市场稳步快速增长



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

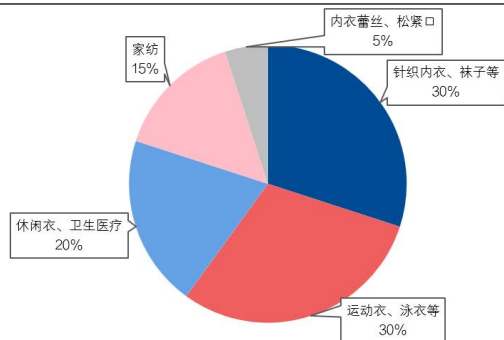
图 15、我国氨纶出口量重心逐年上移



资料来源：卓创资讯、中国海关，兴业证券经济与金融研究院整理

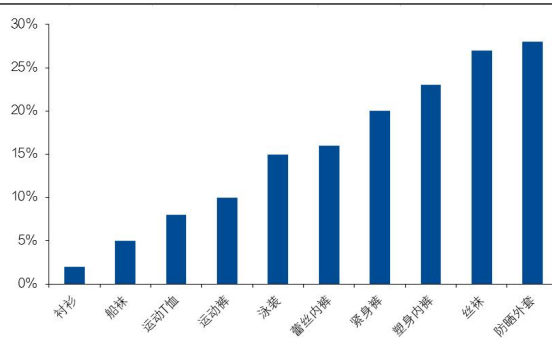
氨纶主要应用于各类高弹性服饰，下游服装市场重回增长态势有望带动氨纶消费量不断攀升。得益于优良弹力特性，氨纶在弹力内衣、运动服、袜子等高弹性服饰中添加比例通常较高。而从下游需求体量来看，近年我国服装鞋帽针、纺织品市场中枢重回增长态势。2025 年 1—9 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 4.5%，其中服装、鞋帽、针纺织品类零售额累计同比增长 3.1%。下游市场稳步增长，有望不断带动氨纶需求提升。

图 16、氨纶主要用于运动衣、内衣、袜子等领域



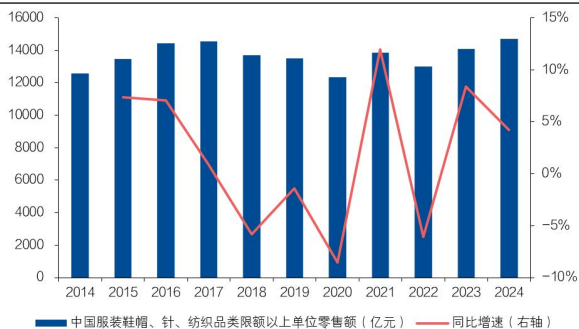
资料来源：赖澍青等《我国氨纶产业链发展现状及展望》、中国化学纤维工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、氨纶在各品类服装领域中添加比例



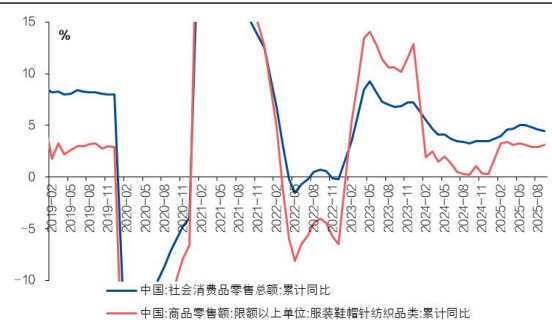
资料来源：《中国氨纶行业现状深度研究与发展趋势分析报告（2024-2031 年）》、观研报告网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、近年服装鞋帽针纺织品零售额重回增长区间



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、我国服装鞋帽针纺织品零售额维持增长态势

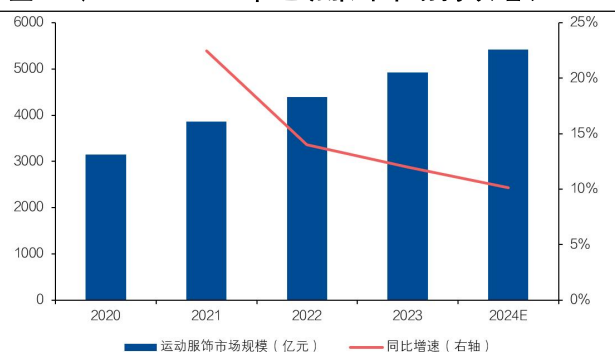


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为显示效果，部分极值未显示

运动服饰及内衣细分市场有望成为针纺织品市场未来主要增长动力。随着人们的健康意识提升、运动习惯普及，国内运动服饰市场当前正呈现持续增长态势。根据观知海内信咨询引用沙利文的数据，2020至2023年国内运动服饰市场规模年复合增长率达16.07%，由3150亿元增长至4926亿元，有望支撑氨纶需求持续增长。

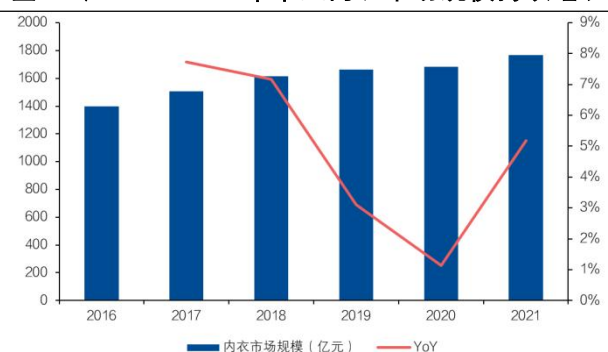
与此同时，随着生活水平提高，国内女性内衣市场亦呈现持续扩大态势。据前瞻产业研究院发布的《中国女性内衣白皮书》，国内女性内衣行业规模2016至2021年复合增长率达4.83%，由1397亿元增长至1769亿元。据《中国女性内衣白皮书》数据，我国女性内衣人均支出4次/年，对比欧美国家人均12次/年仍有较大提升空间，预测2030年市场规模可达4953亿元，市场前景广阔。综合来看，运动服饰及内衣细分市场有望成为未来氨纶需求主要增长极。

图 20、2020-2023 年运动服饰市场持续增长



资料来源：沙利文、观知海内信咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2016-2021 年中国内衣市场规模持续增长



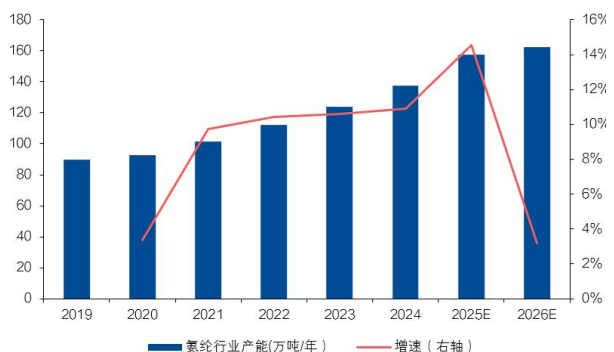
资料来源：《中国女性内衣白皮书》、前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）供给端：行业规模快速扩增，集中度持续提升

我国是全球最大的氨纶生产国。氨纶自1937年由德国拜耳成功研发，1950年代后期由杜邦率先实现工业化生产。此后，产业重心经由美国、日本、韩国，在21世纪转移至我国。据安福等《国内氨纶产业链的现状与发展趋势》，2001年后，我国氨纶行业进入扩能高峰期，从2001年的2.51万吨/年增长至2006年的23.6万吨/年，到2008年底，我国氨纶产能达到32万吨/年，占全球产能总占比超过50%，成为全球最大的生产国和消费国。至2023年，我国以124万吨/年的产能总规模占全球产能总占比达76%。

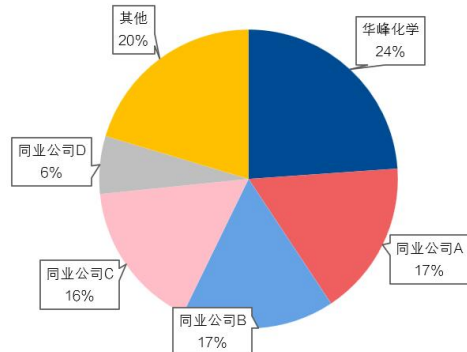
历经多轮周期洗礼，至2024年底行业CR4已超70%。自2010年来，氨纶行业经历了多轮周期，期间在市场竞争、供给侧改革、江浙地区“煤改气”等因素推动下，行业中小产能逐步出清，且仅有头部企业有能力进一步扩张产能。截至2024年底，行业CR4已达到72%，且本轮剩余未投放新增产能亦集中于头部企业，行业集中度有望进一步提升。

图 22、本轮氨纶产能投放或已接近尾声



资料来源：百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、截至 2024 年底行业 CR4 已超过 70%

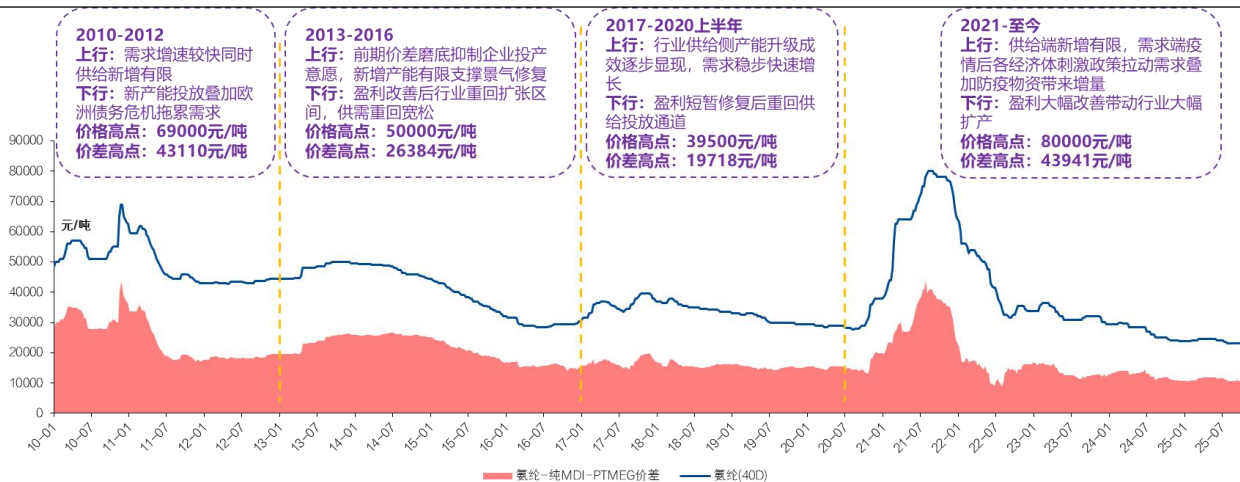


资料来源：百川盈孚、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）行业复盘与展望：行业呈现出周期性特征，新增产能投放接近尾声有望带来新一轮盈利上行

氨纶为典型的大宗商品，其历史运行情况呈现出典型的大宗周期品运行特征，即产品盈利主要由行业供需关系所决定，当前氨纶行业正处周期底部运行。

图 24、当前氨纶价格价差正处周期底部



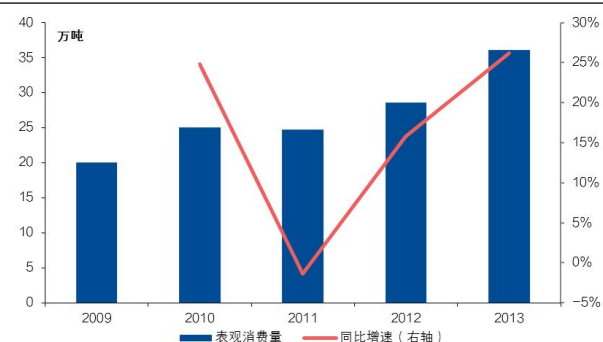
资料来源：Wind、百川盈孚、隆众资讯、中纤网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：价差数据为模拟测算结果，截至 2025 年 10 月 17 日当周

- **2010-2012 年：**需求快速增长+供给新增有限带来产品景气周期；新一轮产能投放+欧洲债务危机拖累纺织总体需求导致价差回落。

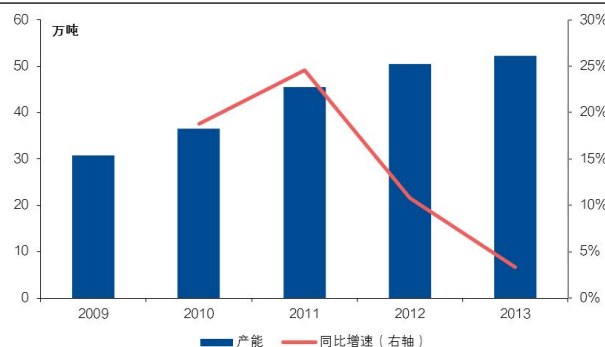
2010 年，在全球从次贷危机影响下逐步复苏背景下，氨纶行业亦逐渐呈现出回暖迹象：出口量及表观消费量均实现快速增长，同比增速分别达到 27%、25%。与此同时，前期行业盈利及宏观经济承压背景下，厂商新增产能相对克制，全年产能净增量大约为 5.8 万吨/年。在消费端增速快于供给端背景下，产品价格逐步上行、价差逐步扩大。

图 25、2009-2013 行业消费量变化情况



资料来源：许钦一等《国内氨纶行业现状及发展趋势》，兴业证券经济与金融研究院整理

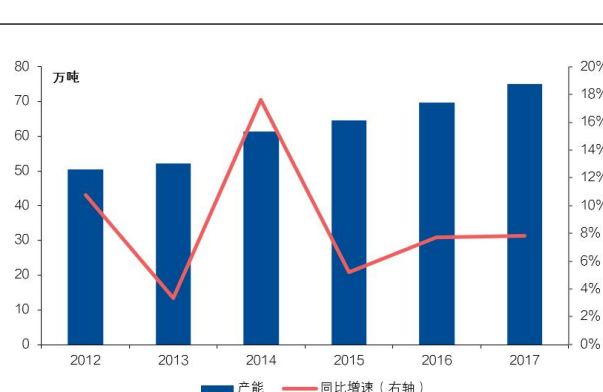
图 26、2009-2013 年行业产能变化情况



资料来源：许钦一等《国内氨纶行业现状及发展趋势》，兴业证券经济与金融研究院整理

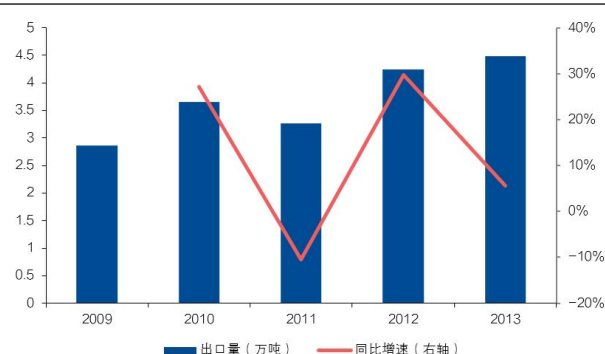
但行业盈利改善同时带动了行业产能重回扩张区间：据中国化纤工业协会统计，2010 年 1-9 月内，全国化纤行业实际完成投资额 276.56 亿元，同比大幅增加 49%。在投资提速背景下，2011 年氨纶行业产能同比增速达到 25%。而消费端则受到彼时欧美债务危机等因素影响，氨纶直接出口量下降 10%，国内表观消费量亦同比下滑 1%，供需趋向宽松拖拽氨纶-原料价差年内快速下行。同时，产品盈利承压导致产能投放周期拉长：据中国化纤工业协会，2011 年市场原计划新增 10 万吨/年产能，但受市场低迷影响多个项目缓建或推迟投产，当年轻投产 5.5 万吨/年，2012 年内又新增近 6 万吨/年。新增产能的持续投放使得氨纶价差自 2011 年上半年起逐步回落至周期底部震荡。

图 27、2013 年行业产能增速显著下行



资料来源：许钦一等《国内氨纶行业现状及发展趋势》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2010 年氨纶出口快速增长，而 2011 年则显著回落



资料来源：许钦一等《国内氨纶行业现状及发展趋势》，兴业证券经济与金融研究院整理

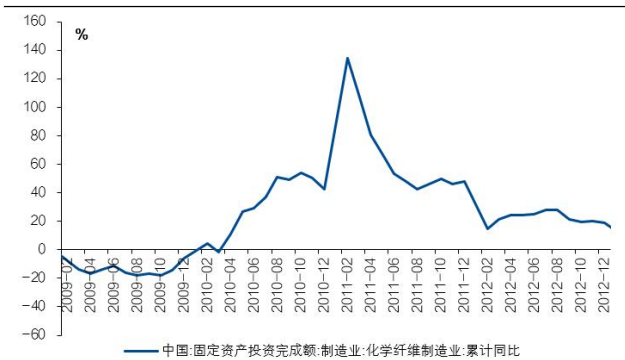
- **2013-2016 年：前期价差磨底抑制企业投产意愿，新增产能有限支撑产品景气修复；盈利改善后行业重回扩张区间，供需趋向宽松。**

从另一角度看，价差底部徘徊一定程度影响了企业的投产意愿。据统计，2013 年氨纶行业新增产能仅约 1.7 万吨/年，同比增速约 3%，与前期持续的快速扩增形成鲜明对比。另一方面，需求端 2013 年内消费升级带动弹性面料需求增量显

著：据智研咨询，2013 年全年轻纺城弹性面料成交量同比增长 43%，其中涤氨弹性面料成交量同比增长 64%（同期面料总成交量增速 12%），弹性面料的渗透率自 2011 年的 1.39% 提升至 3.04%。供需两方面带动下，价差重回上升区间。

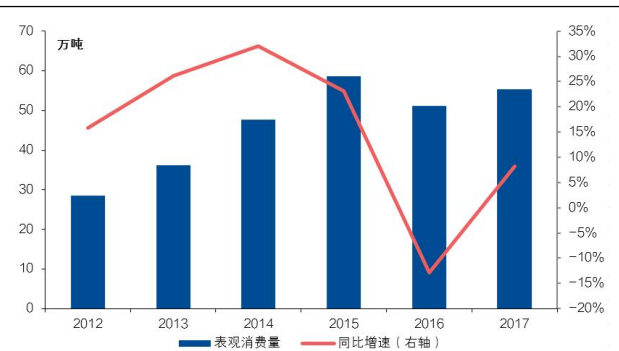
2014 年，供给端成为主导产品景气的主要影响因素。在华峰重庆、开普特等厂商新产能的投放带动下，行业重回快速扩张态势。同时，行业产能利用率持续高位，尽管彼时需求端维持较快增长，但供给端增速相对更快，行业库存逐步从 2014 年初的 24 天累库至年底的 36.5 天。产品价差自下半年开始逐步进入下行通道，而后在 2016 年逐步企稳，转入底部震荡态势。

图 29、2010 年起国内化纤行业固定资产投资增速情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、2012-2015 年间氨纶表观消费量维持较快增长

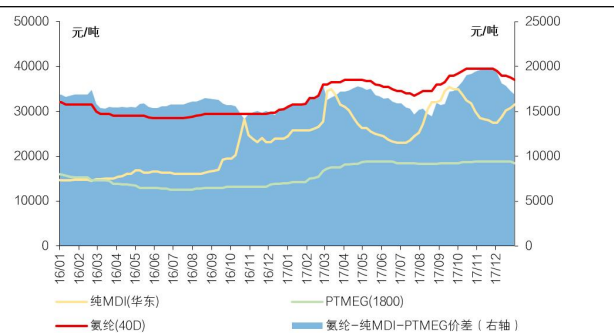


资料来源：许钦一等《国内氨纶行业现状及发展趋势》、卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2017-2020 年：前期煤改气环保督察带来供给趋紧，新产能释放再度使得供需趋向宽松。**

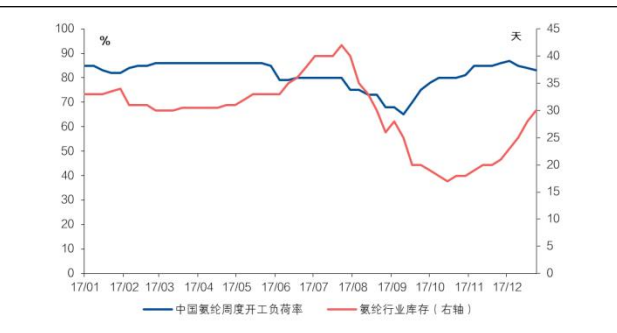
在上轮周期回落过程中，氨纶行业供给端也在发生着深刻变化。从行业角度看，2014 年 1 月，氨纶主要产地浙江省发布《浙江省大气污染防治行动计划（2013—2017 年）》，并于 12 月 31 日成文发布《浙江省大气污染防治行动计划实施情况考核办法（试行）》。氨纶生产为高耗能过程，除外采能源动力外，亦有部分企业通过自备锅炉以降低生产成本。在本轮大气污染治理过程当中，原有燃煤锅炉需要替换为天然气锅炉。一方面，改造过程需要资金投入；另一方面，由于天然气相较煤价格更为昂贵，故而改造后行业成本迎来系统性抬升。对公用工程耗用控制水平较高的企业在这一过程中或可拉大相较于落后企业的成本优势差距，随尾部中小企业经营压力逐步加大甚至部分退出，行业平均清洁生产水平不断提升，产业实现逐步升级。从宏观角度来看，随后不断深化推进的供给侧改革或加速了这一进程。成效从 2016 年下半年逐步开始体现：部分小企业生产成本不断增加，成本压力较大对价格构成支撑，推动产品价格有一定反弹，亦为后续行业景气复苏有所铺垫。

图 31、2016 年下半年起氨纶价格有所反弹



资料来源：Wind、百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2017 年下半年氨纶行业开工下行、库存去化

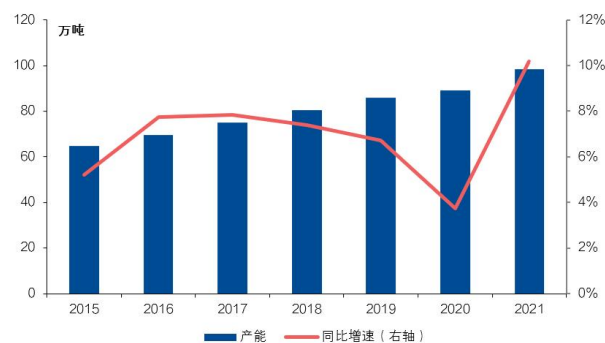


资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年内，氨纶市场呈现出两波上涨行情：年初，在原料 MDI 及 PTMEG 价格上行带动下，氨纶价格也呈现出上涨态势，价差亦有所扩大。自 7 月份起，氨纶价格进入年内第二波上涨阶段，除了 MDI 价格显著上行带动外，氨纶行业自身开工亦受到彼时环保趋严部分厂商降负同时淘汰落后产能推动有所下行，同时下游经编市场需求增加，三方面因素带动氨纶价格上涨合计超过 5000 元/吨。

盈利短暂改善后，行业重回供给投放通道。2017-2019 年行业产能同比增速分别为 8%、7%、7%，新增产能持续较快速度投放下，行业供需维持相对宽松态势，产品价差亦呈现长期底部震荡状态。

图 33、盈利改善后行业重回供给投放通道



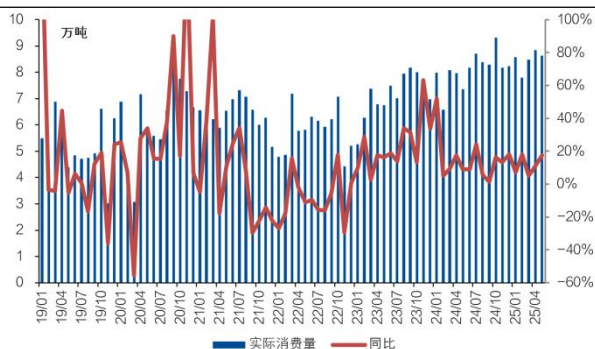
资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2021 年-至今：**供需共振推动产品景气运行至历史高位，盈利大幅改善后企业开启扩产行业盈利回落震荡。

供给端，行业自 2018 年起持续底部震荡明显压制企业后续资本开支意愿。2020 年下半年起，一方面海外各经济体纷纷推出相关经济刺激政策拉动消费需求，另一方面防疫物资中例如口罩耳带、防护服等需求增加亦带来增量。具体来看，国内方面，据百川盈孚数据，氨纶实际消费量自 2020 年 4 月份起即同比转正，此

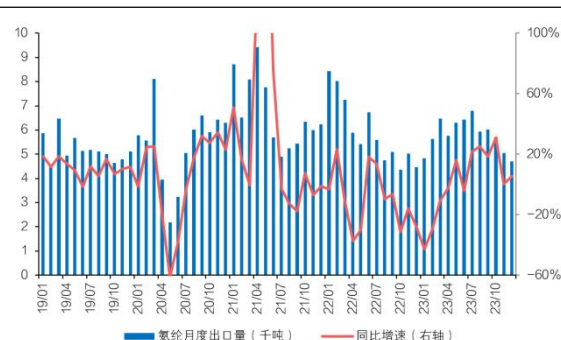
后总体维持同比持续高增态势；出口端来看，在连续 4 个月的同比收缩后，氨纶出口量在 2020 年 8 月起呈现出高增态势，并在 2021 年上半年均维持较高增速。

图 34、2020 年下半年起氨纶出口快速增长



资料来源：百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

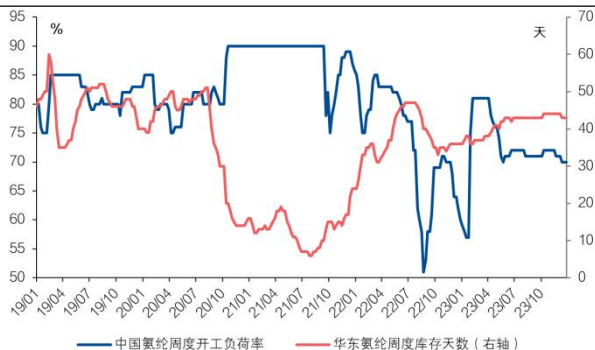
图 35、2020 年下半年起氨纶出口快速增长



资料来源：中国海关、卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

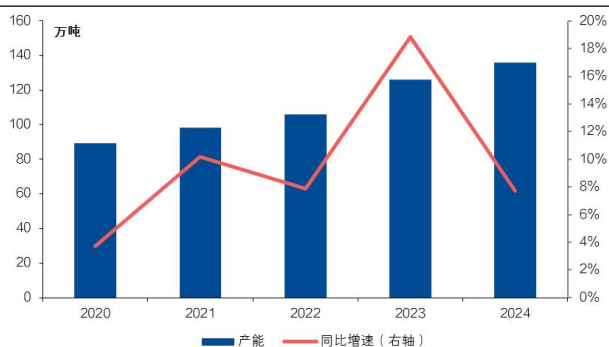
在需求拉动下，行业库存快速去化、开工亦维持历史高位。据卓创资讯数据，国内氨纶行业库存自 2020 年 8 月 13 日当周的阶段性高点 51 天快速去化，至 10 月 15 日当周为 20 天，最终 2021 年 7 月末，行业库存来到历史低点 6 天。库存低位、开工高位有力支撑了产品价格上行。根据我们统计，氨纶（40D）自 2020 年 8 月中旬的阶段低点 27750 元/吨一路上涨至 2021 年 8 月份的 80000 元/吨，涨幅达到 188%。

图 36、2020 年 Q4 至 2021 年 Q2 行业维持高开工



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、2021 年行业产能投放重新提速



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

此后，随需求逐步趋稳、新增产能投放，行业重回缓慢累库进程。据统计，2021-2024 年行业净新增产能分别为 9 万吨/年、7.7 万吨/年、20 万吨/年、9.8 万吨/年，同比增速分别达到 10%、8%、19%、8%。供给大幅增长冲击下，行业供需关系重回宽松，库存缓慢抬升，开工率中枢亦有下降，产品价差回落至历史低位运行至今。

- 总结及展望：需求持续较高增速叠加供给投放接近尾声背景下，行业景气后续有望修复。

从历史复盘来看，2010 年以来四轮周期基本符合大宗周期品行业景气运行规律。需求端不断增长消化前期过剩产能带动行业盈利上行，而盈利显著改善后，往往企业会重新规划产能扩张，行业重回供需宽松局面。虽然有市场运行规律下产能投放节奏差异，也存在政策端指导推动产能升级的非市场因素影响，但各种因素最终仍作用在供需两端主导产品价格周期性运行。

本轮产能投放周期或接近尾声，后续行业盈利修复可期。按照当前统计，本轮新增产能投放或将于 2026 年结束，且投产确定性较高的 25 万吨/年产能中，有 15 万吨/年为公司的新增产能。后续随新增产能增速回落，行业供需有望逐步改善，产品景气有望走入修复通道。

公司作为行业龙头合理调整新增产能规模，有望助力行业供需修复。2024 年 12 月 27 日晚间，公司发布《关于募投项目部分内容调整的公告》，公司为提高资金使用效率并结合氨纶市场情况及公司实际经营情况，公司拟将“年产 30 万吨差别化氨纶扩建项目”的年产能调整为 25 万吨，其中 10 万吨已正式达产，剩余 15 万吨尚在建设中（预计自 2025 年开始逐步投产），全部产能原达到预定可使用状态的日期由 2025 年 2 月延期至 2026 年 12 月。结合市场情况合理调整项目规模，有助于缓解当前行业供给端压力，加速供需修复进程。此外，部分海外氨纶厂商关停国内产能，亦有望助力行业供需改善。据 Business Korea、Chosun Biz 等信源 7 月 31 日报道，泰光集团已决定关停中国氨纶工厂产能并退出中国市场。据百川盈孚及卓创资讯统计，泰光中国产能总计 2.8 万吨/年。其产能关停退出或将带动行业供需修复进程进一步提速。

表 4、氨纶行业本轮新增产能投放或已近尾声

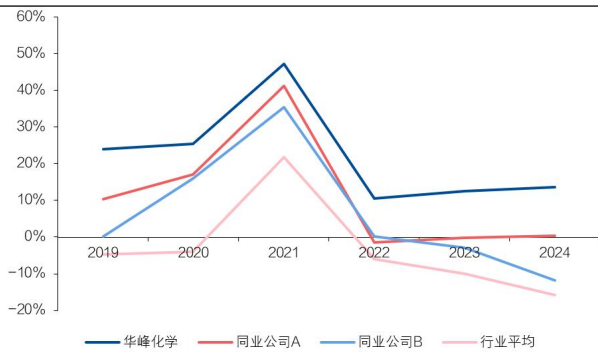
企业	新增产能规模（万吨/年）	计划投产时间
滨河恒意	3	2025 年
宁夏晓星	7	2025 年
华峰化学	15	2025 年-2026 年

资料来源：百川盈孚、卓创资讯、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（五）公司氨纶成本优势显著，多维度共同构建低成本护城河

公司作为氨纶行业龙头，成本优势显著。规模来看，截至 2024 年年底公司氨纶产能为 32.5 万吨/年，产能与产量均居全球第二、中国第一；实际运行来看，公司产能利用率稳定高于 100%，体现管理运营水平优异与成本优势显著。受益于规模效应和成本管控能力，公司毛利率高于同行业公司，并在行业周期底部运行产品盈利承压时期内仍能保持相对较高开工率，保持相对可观盈利水平。

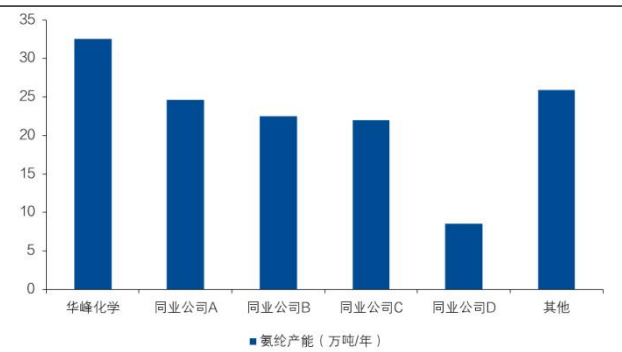
图 38、公司氨纶业务毛利率高于同业



资料来源：公司公告，卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

注：行业平均取自卓创资讯统计价格与测算毛利数据

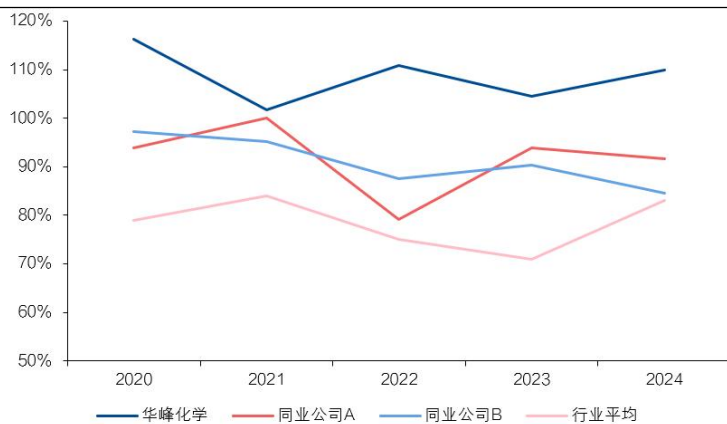
图 39、公司氨纶产能规模全国第一



资料来源：百川盈孚、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2024 年底

图 40、公司开工率高于同业



资料来源：公司公告，卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

1. 不断精进项目管理、规模效应显著，较低单吨投资额构筑成本优势基石

公司氨纶单吨产能投资额持续降低且相较同业优势显著。据环评报告及相关上市公司公告，华峰重庆氨纶年产 10 万吨差别化氨纶扩建项目产能万吨投资额为 2.63 亿元，年产 30 万吨差别化氨纶扩建项目则进一步降低为 1.45 亿元，远低于我们所统计的行业样本均值 3.51 亿元。以此估算，公司在折旧成本方面具备显著优势。

表 5、公司单位产能投资额显著低于同业

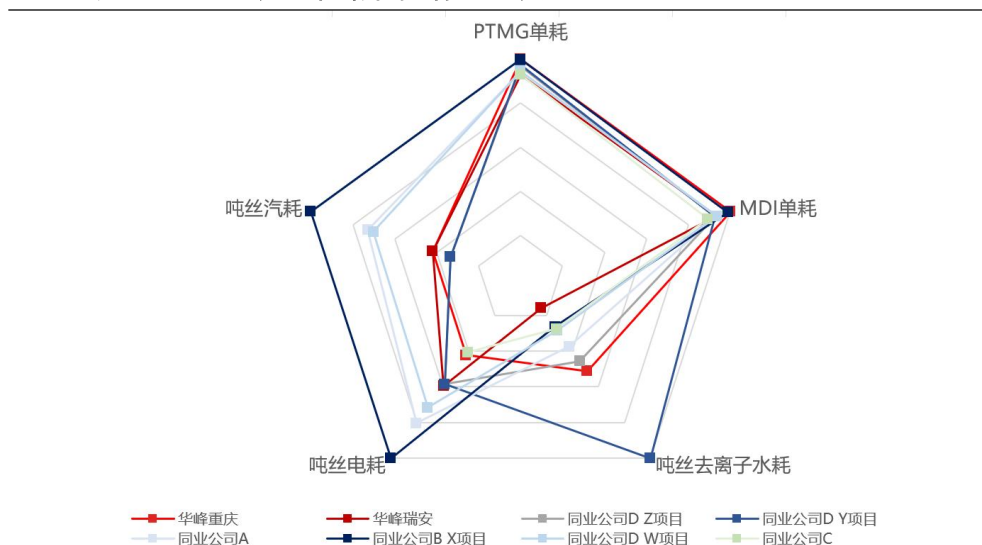
公司及项目名称	单位产能投资额（亿元/万吨）
华峰化学 30 万吨差别化氨纶扩建项目	1.45
华峰化学 10 万吨差别化氨纶项目	2.63
同行业公司 A 项目 X	4.38
同行业公司 A 项目 Y	3.29
同行业公司 B	3.33
同行业公司 C 项目 M	3.72
同行业公司 C 项目 N	3.31
同行业公司 D	2.74
同行业公司 E	5.54
同行业公司 F	4.73
行业样本均值	3.51

资料来源：各项目环评，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 坚持不懈降本增效，能耗控制水平领跑行业

公司各主要公用工程单耗控制水平领跑行业。氨纶生产为高耗能过程，主要体现为电耗以及蒸汽耗等。根据各公司环评公告披露数据来看，公司重庆基地及瑞安基地在吨丝蒸汽耗、电耗方面均为行业领先水平。

图 41、公司生产公用工程消耗控制行业领先



资料来源：各项目环评，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司瑞安基地环评未见吨丝汽耗披露，暂以重庆基地代之；雷达图各维度表示百分比，以样本中最高值为 100%，仅用以表达相对关系；环评数据无法完全表征各企业实际物料、公用工程耗用情况，仅供参考。

3. 大踏步与积跬步并行，降本增效持续精进

大型技改项目+小举措不断优化，公司持续精进生产管理水平。公司从两方面入手，多年来持续推进各类技改项目推动氨纶产品降本增效。大型技改项目方面，公司推进固废回纺等技改项目，不断挖掘装置潜力，提升原料综合利用水平；小举措方面，公司全方位多环节发力，从能源动力，生产装置、厂区基建等角度入手，持续不断积累点滴优势。

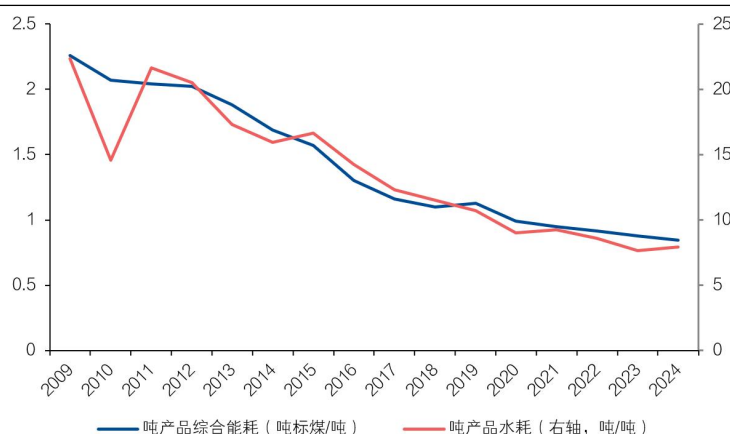
表 6、公司氨纶板块降本增效措施

年份	主要措施	成效
2018	工艺水泵节能改造项目	创效益额 39 万元/年
2018	屋顶光伏项目	提升节能减排能力
2019	燃气锅炉替代燃煤锅炉	减少污染物排放
2020	锅炉以大换小改造项目	有效减少污染物排放
2021	废丝回纺项目	减少固废、提升经济效益
2021	光伏电站维保项目	发电量同比平均增加 473610kWh
2022	导热油燃煤炉脱硝项目	减少排放氮氧化物约 100.8 吨/年
2022	S5 蒸汽主管减压项目	年节约蒸汽 5000 吨，节约成本 97 万元/年
2023	全密封 US 槽清洗改造项目	减少 DMAC 挥发 380 吨/年，节电 80 万 kWh/年，创效益额 420 万元/年
2023	燃煤锅炉烟气余热利用效率提升项目	节约蒸汽 1.5 万吨/年，创效益额 277 万元/年
2023	车间保温改善项目	节省热量转换为燃煤 2600 吨/年，创效益额 260 万元/年
2024	制冷系统节能改造项目	减少用电 498 万度，减少蒸汽消耗 6.03 万吨
2024	一期动力 7°C 机组能效改造项目	节约电量 360 万千瓦时/年，经济效益 205 万元/年

资料来源：公司社会责任报告，兴业证券经济与金融研究院整理

降本增效久久为功，吨丝能耗、水耗中枢持续下降。在两个层次的不断努力下，公司吨丝能耗、水耗呈现持续下降趋势，到 2020 年，吨丝产品能耗已降至 1 吨标煤以下，吨丝水耗降至 10 吨以下；2024 年，吨丝能耗、水耗分别约为 0.8 吨标煤/吨、7.9 吨/吨；2009 至 2023 年期间吨产品综合能耗下降 63%，吨产品水耗下降 64%。

图 42、公司氨纶吨产品能耗、水耗中枢逐步下移下降



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

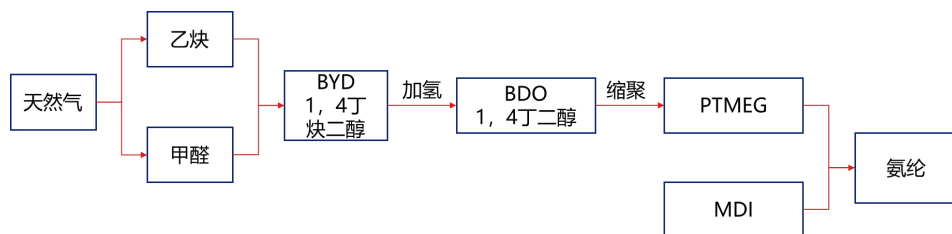
(六) 天然气-BDO-PTMEG-氨纶全产业链布局, 有望进一步巩固低成本优势

纵向延伸布局上游原料 BDO 及 PTMEG，推进氨纶产业链一体化。BDO 为制备 PTMEG 的主要原料，PTMEG 为氨纶的主要原料之一。向上游布局 BDO 和 PTMEG 产能，有助于延伸公司氨纶产业链，在增厚盈利的同时，增强盈利稳定性。

2023 年 12 月 8 日晚间，公司宣布拟投资 50.2 亿元，在重庆基地建设年产 110 万吨天然气一体化项目，含 25 万吨/年 BDO 产能；同时，拟投资 20.4 亿元建设氨纶产业链深化项目，含 12 万吨 PTMEG 年产能。2024 年 7 月 12 日，公司公告追加投资 12 万吨/年 PTMEG 产能，总目标投建 PTMEG 产能达 24 万吨/年。

自建原料 PTMEG、BDO 及辅料油剂生产线，有助于节约成本、增厚价差。原料方面，公司积极布局相关产能延长氨纶产业链，提升经营稳定性的同时获得更多产业链环节利润，增厚总体价差；辅料方面，重庆氨纶通过自主研发的自制油剂等 3 个原辅料，替换原来大部分需高额进口的油剂等辅料，亦带来可观效益。不断完善物料配套，有助于公司产品竞争力进一步增强，提升抵御周期波动的能力。

图 43、天然气-BDO-PTMEG-氨纶产业链示意图



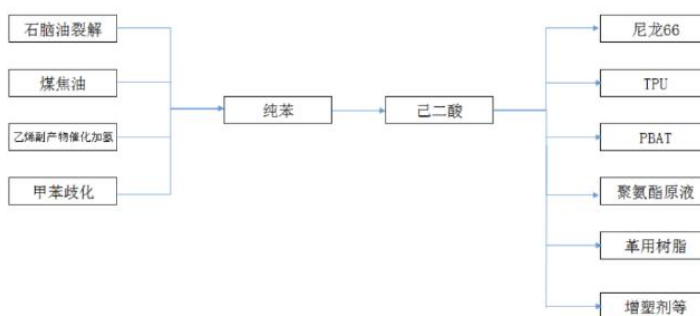
资料来源：华经情报网，兴业证券经济与金融研究院整理

三、己二酸业务：规模效应助力成本控制行业领先

（一）己二酸为尼龙和聚氨酯行业重要原料

己二酸是一种广泛应用于国民生活中的基础化学原料。己二酸又称肥酸，主要用于尼龙 66 纤维、可降解塑料 PBAT、热塑性聚氨酯弹性体（TPU）、聚氨酯鞋底原液等领域，此外可作为食品酸化剂、酯类增塑剂，及用于香料、粘合剂及造纸助剂等生产，是一种重要的中间体材料。

图 44、己二酸上下游产业链



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

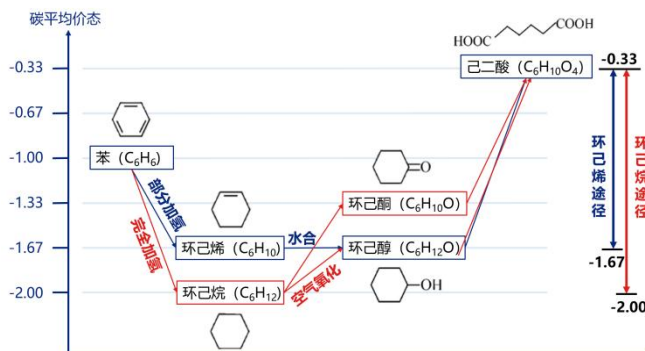
己二酸合成主要有环己烷法、环己烯法两条常见路径。对比来看，环己烷法工艺较为成熟、产品纯度较高，但能耗和资金需求较高；环己烯法更为安全，还原剂消耗量小、产品收率高，但控制条件较苛刻。相较而言，环己烯法价态变化较小，所耗氢气与硝酸少于环己烷法，同时其体系较为单一，相较烷法可有效降低分离成本。当前，环己烯法已成为我国己二酸生产的主要工艺。

表 7、环己烯法相较环己烷法更为安全、收率更高

	环己烯法	环己烷法
综合收率	约 99%（含环己烷）	75~80%
安全性	水相中反应，无氧，较为安全	向油中鼓入空气，安全要求高
副产物	杂质（约 1%）可做燃料	副产（20%~30%）需处理
检修周期	长周期稳定运行	一年两次停车检修
苯单耗（t/t）	0.740	0.748
硝酸单耗(t/t)	1.297	1.44
氢气单耗(kg/t)	53.3	82.4

资料来源：神马建元年产 30 万吨精己二酸项目可行性研究报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、环己烯法反应路径碳平均价态变化较小

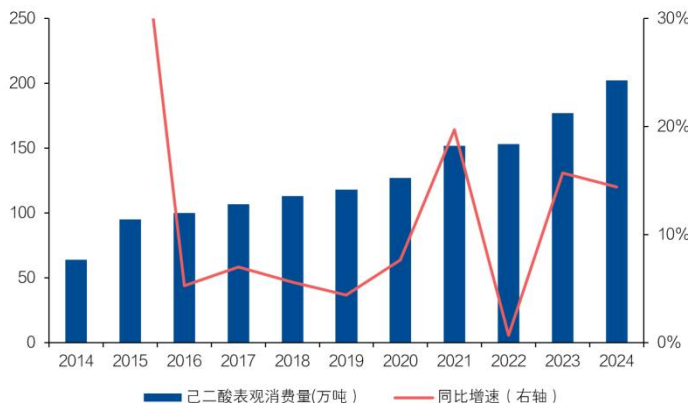


资料来源：华峰化学 115 万吨/年己二酸扩建项目环境影响报告书，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）需求端：我国是全球最大己二酸消费国，PA66、PBAT 等领域有望打开新空间

国内己二酸表观消费量正快速增长。我国己二酸下游需求主要可分为 PU 浆料、鞋底原液等聚氨酯制品和 PA66、PBAT 等塑料制品两类。近年来聚氨酯制品需求增长稳定，塑料制品需求受益于 PA66 产能产量双重提升，亦助力我国己二酸表观消费量持续增长。目前我国已成为全球第一大己二酸消费国，2024 年表观消费量达 202 万吨，同比增速超 14%，2014-2024 年复合增速达 12.2%。

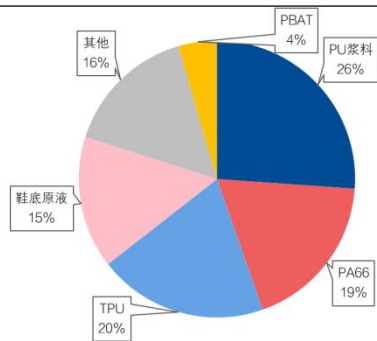
图 46、2014-2024 年己二酸表观消费量稳步增长



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

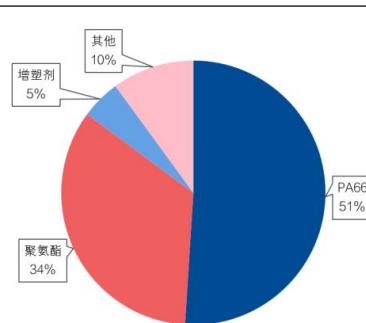
我国己二酸下游应用领域与全球仍存结构性差异。当前我国国内己二酸下游产业以聚氨酯类制品为主，占下游需求超六成；全球己二酸下游结构则以 PA66 为主，占下游需求比例超过 50%。据卓创资讯预测，后续尼龙 66、PBAT 等产业发展有望提振己二酸消费市场，或将带动我国己二酸下游产业结构逐步向全球靠拢。

图 47、国内己二酸下游产业结构以聚氨酯为主



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为 2024 年年度数据

图 48、全球己二酸下游产业结构以 PA66 为主



资料来源：中国石油和化工大数据、华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为 2021 年年度数据

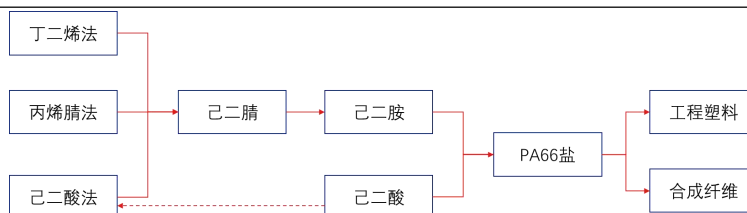
己二腈国产化突破有望促进下游 PA66 需求释放，催化己二酸市场增长。PA66 是一种热塑性树脂，常用于汽车塑料、电子电器等领域，也可用于合成纤维。己二腈是 PA66 的主要上游原料之一，可用于合成己二胺，进一步生产 PA66。目前全球己二腈产能主要集中于海外企业，且大部分为自用，外销量较少。2015 年，中国化学子公司天辰公司初步实现己二腈技术突破。随后，2017 年年产 2000 吨己二腈中试合格，2022 年首台套丁二烯法己二腈工业化生产项目全流程顺利打通。随着国产己二腈的初步技术突破、逐步进入工业化生产，PA66 原材料国产化替代进程有望开启，国内尼龙产业有望得到进一步发展。己二酸作为 PA66 另一主合成原料，合成单耗约为 0.64t/t，其下游消费量有望随尼龙产业发展进一步扩增。

表 8、我国尼龙 66 新增规划产能仍存

企业	新增产能规模（万吨/年）	计划投产时间
瑞泰科技	4	2025 年
聚合顺	18	2025 年
唐山中浩	4	2025 年
辽阳石化	10	2025 年
浙江石化	50	2026 年
湖北三宁化工	20	2026 年
旭阳集团	60	2027 年
山东隆华新材料	108	2028 年

资料来源：公司公告、卓创资讯、百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

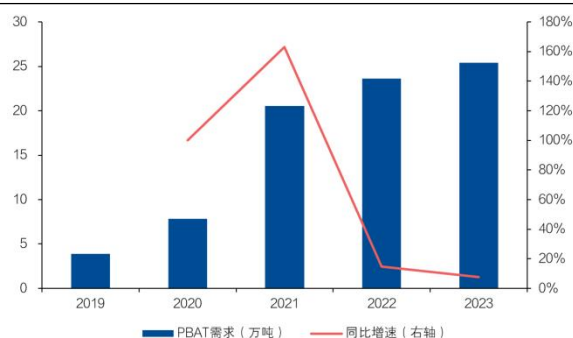
图 49、尼龙 66 上下游产业链



资料来源：艾邦高分子，兴业证券经济与金融研究院整理

国内外政策和公约有望推动下游 PBAT 替代进程，己二酸潜在需求有待激活。在“限塑令”的不断推动下，近年国内 PBAT 市场需求由低基数迅速增长，其后保持稳步增长态势。据发改委规划，至 2025 年，我国替代产品开发应用水平将进一步提升，塑料污染得到有效控制。政策规划或可引导 PBAT 市场空间释放，进一步激活 PBAT 原料己二酸潜在需求。

图 50、2019-2023 年我国 PBAT 市场需求持续增长

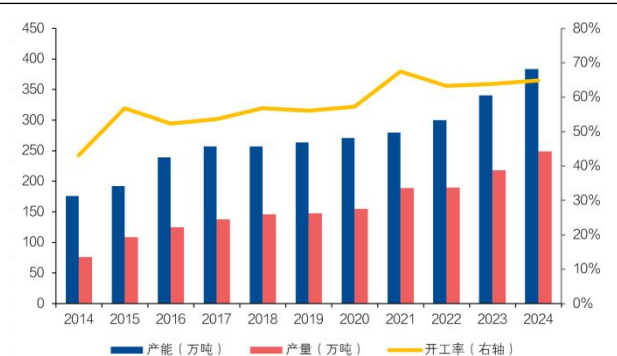


资料来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）供给端：新增产能投放趋缓，供需有望修复

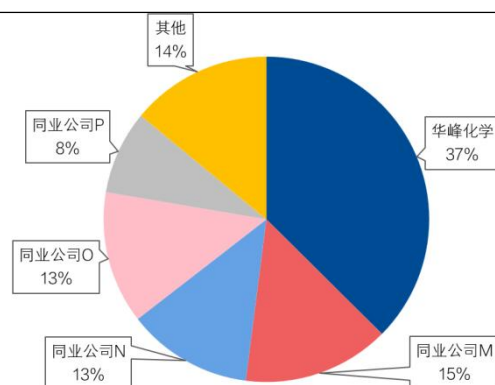
我国是全球第一大己二酸生产国，近年全球己二酸产量增长动能来自中国。自 2014 年以来，我国己二酸产能、产量逐年增长。从开工角度来看，己二酸行业当前平均开工率约为 60%-70%，总体处于供需宽松状态。经前几轮周期影响，中小型落后产能逐步出清，当前产能集中度较高。华峰化工（华峰化学子公司）等头部 5 家厂商年产能均超 30 万吨，其余厂商年产能在 15 万吨及以下，行业 CR5 达 85%。

图 51、2014-2024 年我国己二酸产能、产量持续增长



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

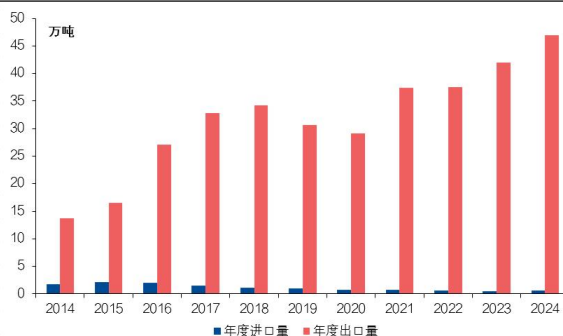
图 52、己二酸行业产能当前集中度较高



资料来源：卓创资讯、上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2024 年底

图 53、我国是己二酸净出口国

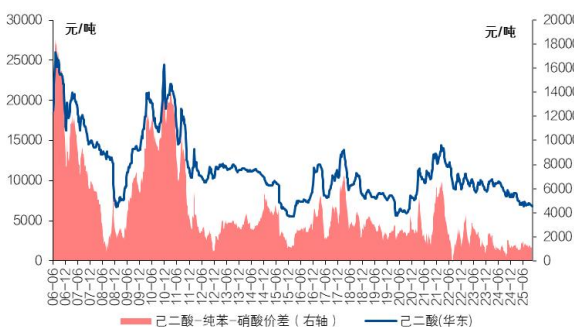


资料来源：卓创资讯、海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

我国是己二酸净出口国，出口量稳步增长。我国己二酸生产技术相对先进，海外己二酸产能由于工业化较早，约 90% 采用环己烷法，国内则以氢气单耗更少且能耗更低的环己烯法为主流选择，部分环己烷法产能面临淘汰。随着我国产能、产量增长，2014 年以来我国成为己二酸净出口国。2024 年，我国出口己二酸总量达 46.9 万吨，净出口量 46.3 万吨。

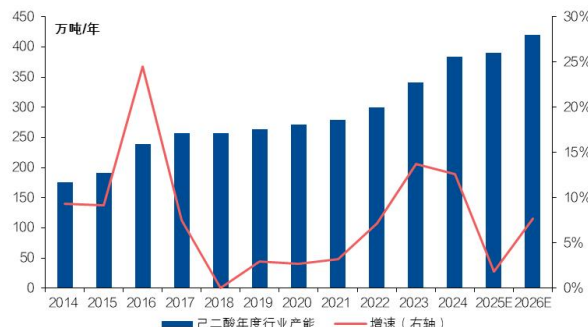
己二酸价差正处底部区间，新增产能投放或将趋缓，供需有望逐步修复。在前期产能快速投放背景下，当前己二酸价差仍处于周期底部区间。根据我们统计，截至 2025 年 10 月 17 日，己二酸-纯苯-硝酸价差（含税）为 1281 元/吨，历史时间分位为 9.6%，价格分位为 8.2%（2006 年至今）。展望来看，供给端本轮产能投放或已接近尾声，行业盈利压力较大背景下，当前投产确定性相对较强的新增产能仅余 2025 年 7 万吨/年以及 2026 年 30 万吨/年；需求端来看，未来下游市场基本盘稳定向上，尼龙 66、PBAT 有望带来新增量，后续随前期新增产能逐步消化，行业供需有望修复，产品价格、价差有望迎来回升。

图 54、当前己二酸正处周期底部区间



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：截至 2025 年 10 月 17 日当周

图 55、己二酸行业产能新增投放有望趋缓



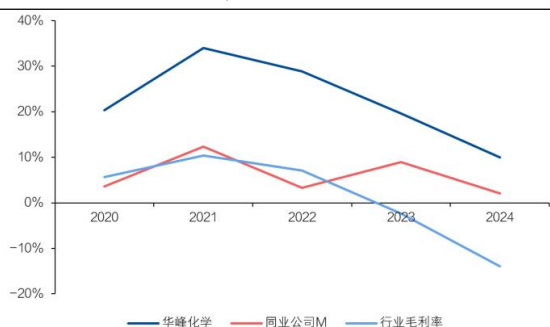
资料来源：卓创资讯、百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）规模效应引领己二酸成本优势

公司己二酸产能规模为行业第一，规模优势显著。据 2024 年年报披露，公司己二酸产能规模达 135.5 万吨/年，产量为全球第一，规模效应明显。受益于基数规

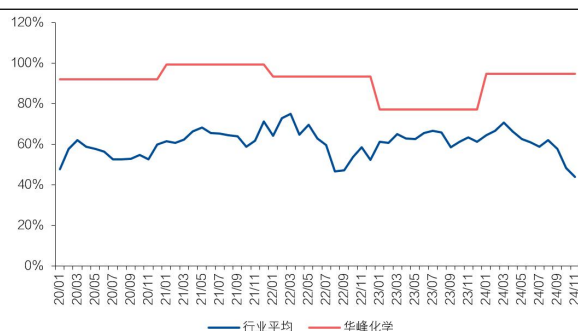
模，公司单位产品期间费用和固定成本得以摊薄。规模效应带来成本优势，公司毛利率、产能利用率均高于同业公司。

图 56、公司已二酸板块毛利率高于同业



资料来源：公司公告、百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、公司产能利用率显著高于行业平均水平

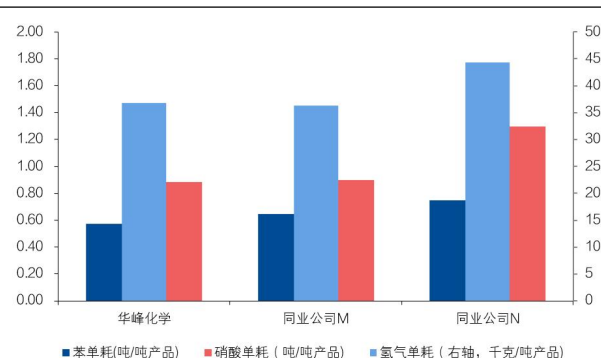


资料来源：公司公告、百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理
注：公司 40 万吨/年产能自 2023 年 9 月进入试生产阶段

充分发挥规模优势，烯法、烷法相互搭配，显著提升原料苯利用率。在加氢生产环己烯过程中，往往会产生一部分反应过度导致完全加氢的环己烷副产物。对己二酸单体装置工厂而言，其通常采用环己烷法或环己烯法中的一种：对仅有环己烯法装置的厂商而言，环己烷往往只能全部作为副产物售卖；对仅有环己烷法装置的厂商而言，所耗氢气等原料和能源成本较高。得益于规模优势，公司同时建有环己烷法装置与环己烯法装置，可将环己烯法装置副产的环己烷直接作为环己烷法装置的原料，提高原料苯利用率，同时节约对外采购产生的运费等其他成本。

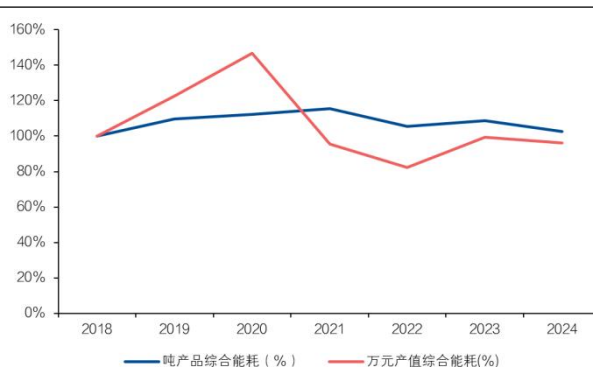
公司已二酸原材料单耗、能源动力成本均具有优势。从材料成本来看，得益于烯法、烷法协同使用，公司硝酸单耗为环评样本中最低，苯单耗和氢气单耗亦相对处于较低水平，材料利用效率较高，整体原料消耗低于同业平均水平。从能源成本来看，公司积极推行降本增效措施，吨产品综合能耗稳中有降，公用工程控制水平优异。在己二酸价格走低、万元产值对应产品吨数提升的情况下，万元产值综合能耗仍有所下降，能源成本逐渐降低。综合而言，公司材料成本、能源成本均控制良好，总生产成本具有优势。

图 58、公司已二酸原料消耗较低



资料来源：各项目环评，兴业证券经济与金融研究院整理

图 59、公司已二酸产品综合能耗中枢下移



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、公司己二酸板块降本增效措施

年份	主要措施	成效
2019	研发醇酮装置尾气系统及产业化处理工艺技术	促进醇酮装置排放尾气的资源化利用，节约资源，降低生产成本
2022	AAE 水系统综合利用技术改造项目	节约脱盐水 9 万 m ³ /年，外排污水量降低 9 万 m ³ /年，节约 5S 蒸汽 11 万 t/年，创效益额 2070 万/年
2022	醇酮联合装置技改项目 C53306 环己醇塔中部采出管线技改	每天节约用电约 72 度；节约蒸汽 8760t/年；减少循环水用量 150M3/h，创效益额 148 万元/年。
2022	醇酮联合装置重油回收技改项目	回收环己醇 58.333t/年，创效益额 46 万元/年。
2022	醇酮联合装置技改开展 FV52344 至 V54320 出口管线改造项目	年节约蒸汽 56000t，创效益额 1120 万元/年。
2023	降低热电联合装置机组发电汽耗项目	原机组汽耗率为 14kg/kwh，新建机组的汽耗率为 9.7kg/kwh。通过该项目的实施，大幅降低了机组汽耗率，使蒸汽利用率更高，整体运行经济性更高。
2023	己二酸联合装置亚硝气吸收塔项目	降低硝酸浓缩塔的运行负荷和蒸汽用量约 2t/h，创效益额 192 万元/年
2023	环己醇 B/C 装置联动运行项目	通过 B/C 装置联动优化运行，节省 1.4MPa 蒸汽 8.4816 万吨/年。
2024	化水站化水原水升温介质改造	减少蒸汽使用，节约 0.5Mpa 蒸汽约 5000 吨。
2024	AAD 装置 C67401 尾气吸收塔热能回收	年节省 0.5Mpa 蒸汽量 1920 吨

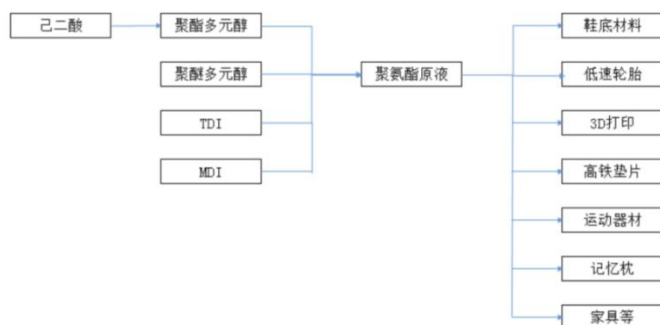
资料来源：公司社会责任报告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、聚氨酯原液业务：产销稳定、格局成熟，稳坐龙头

（一）聚氨酯原液市场空间广阔

聚氨酯被誉为“第五大塑料”，是一款应用范围十分广泛的新型环保材料，聚氨酯原液主要可分为鞋用和制品用两类。公司子公司华峰新材是国内最大的聚氨酯原液生产企业，聚氨酯原液产销量居全球第一。产品分用途来看，鞋用聚氨酯原液主要应用于聚氨酯鞋底生产，制品用聚氨酯原液可用于低速轮胎、高铁垫片、运动器材、家具、记忆枕、3D 打印、新能源电池等领域。

图 60、聚氨酯原液上下游产业链



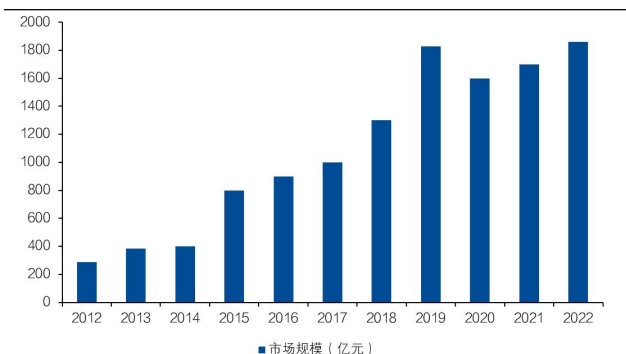
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

国内鞋用聚氨酯原液（即鞋底原液）市场供给格局相对稳定，集中度较高。据公司年报，2023 年聚氨酯鞋类市场规模达 52 亿美元，同比增长 6%。据隆众资讯数据，截至 2024 年底，国内鞋底原液行业产能 CR4 达 75%，行业格局亦相对稳定。国内鞋底原液行业当前技术成熟、产量充足，整体技术先进性与欧美国家并无明显差异，产品质量稳定。

下游鞋业市场内外需增长共同提振鞋底原液需求。聚氨酯鞋底原液主要用于制造高档皮鞋、运动鞋、旅游鞋等。当前全球每年鞋产量超 200 亿双，我国为最大的生产国以及消费国。而面对制鞋业中下游向东南亚转移的产业趋势，公司建有完善的国内外销售和服务网络，聚氨酯原液产品销往全球 20 多个国家和地区。随着国内运动鞋市场规模拓展、鞋业出口量稳中有增，内外需协同带动鞋底原液需求增长。

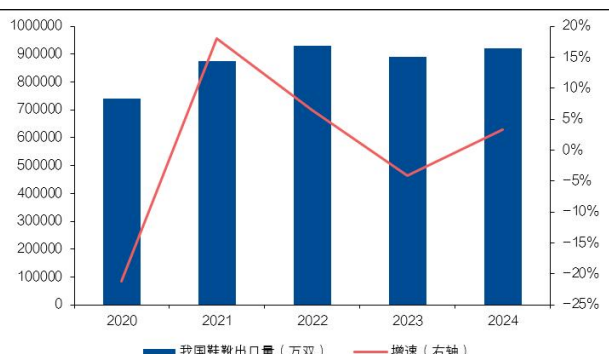
聚氨酯鞋材使用占比有望提升。同其他聚合物类鞋底相比，聚氨酯鞋底虽然价格较高，但在美观度、柔软度、绝缘性、重量上具有优势，可有效提升鞋底质量与穿着寿命。然而，聚氨酯鞋底原液在国内鞋材中的占比不足 10%，远低于发达国家 20% 的水平。未来，聚氨酯鞋材使用比例有望进一步提升，鞋底原液市场的发展前景依然相当广阔。

图 61、2012-2022 年间我国运动鞋市场规模持续增长



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、我国鞋靴出口量中枢上移



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

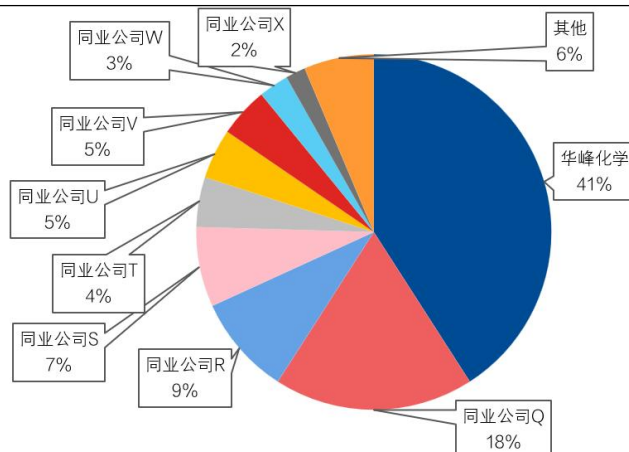
制品用聚氨酯原液应用领域广阔，有望带动板块整体需求增长。作为一种环保可降解的材料，聚氨酯正在被越来越多品牌企业与消费者所关注。近年来，随着人们生活水平的提高及技术创新发展，聚氨酯原液产品应用逐渐拓展至汽车及高铁缓冲垫、轮胎、3D 打印等聚氨酯制品新兴领域。制品用聚氨酯原液的应用有望带动产品整体需求稳定增长，为聚氨酯原液下游行业创造发展机遇与拓展空间。

（二）公司是鞋底原液市场龙头

国内鞋底原液供给集中，公司作为龙头企业产能占比较高。公司化工新材料板块目前具有聚氨酯原液 52 万吨/年及配套上游聚酯多元醇产能。据公司重组报告书，2017~2019 年接近 60% 的聚酯多元醇作为制备鞋底原液的重要中间体自用，剩余部分外销。

从鞋底原液环节来看，行业集中度较高，公司为其中龙头。据隆众资讯，截至 2024 年底，公司鞋底原液产能占国内行业总比达约 41%，行业 CR4 为 75%。

图 63、国内鞋底原液产能格局（截至 2024 年底）



资料来源：隆众资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要下游客户（直接或间接使用公司聚氨酯原液产品）包括阿迪达斯、斯凯奇、亚瑟士、李宁、lululemon 等，板块收入相对稳定。当前，公司产品销往全球 20 多个国家和地区，并建有完善的内外销售服务网络。下游企业大多为鞋服头部企业，保证公司下游出货渠道通畅。加之聚氨酯原液行业格局成熟、价格波动相较上游己二酸等化工品更小，公司化工新材料板块营收相对稳定。

（三）自产原料、精细管理共铸成本优势

公司具备鞋底原液上游原料聚酯多元醇及己二酸产能，上游低成本原料助力构建成本优势。聚氨酯原液包含三种组分，分别为聚酯（或聚醚）多元醇混合物（组分 A）、异氰酸酯预聚物（组分 B）和催化剂（组分 C）。其中，公司已二酸产能可用于生产聚酯多元醇，聚酯多元醇可用于生产组分 A 和组分 B，进一步生产聚氨酯原液。低成本己二酸等原料为鞋底原液成本优势奠定基础。

图 64、己二酸、聚酯多元醇为聚氨酯原液生产原料



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数字化转型提升管理效率，优化能耗、水耗成本控制。鞋底原液生产过程涉及的原辅材料种类多、产品型号复杂，传统管理模式各部门协同性差、运行效率低，管理不善或导致成本浪费。公司积极提升管理效率，基于集团“数据+平台+应用”的信息化发展模式，启动“数字化”转型，大力推进能源管理等系统建设及智能装备的运用，通过建设智能化工厂优化成本控制。

五、上下游协同打造聚氨酯平台企业

（一）上下游协同自产自用，穿越周期底部静待拐点

上下游板块协同，穿越周期底部增强盈利韧性。公司现已搭建起“己二酸-聚酯多元醇-聚氨酯原液”产业链。据环评数据，生产聚氨酯原液的聚酯多元醇单耗为0.564吨/吨，生产聚酯多元醇的己二酸单耗为0.708吨/吨，即鞋底原液的己二酸单耗约为0.4吨/吨。据公司重组报告书，2017~2019年1-4月公司己二酸自用率约在40~50%，聚酯多元醇自用率约近60%。

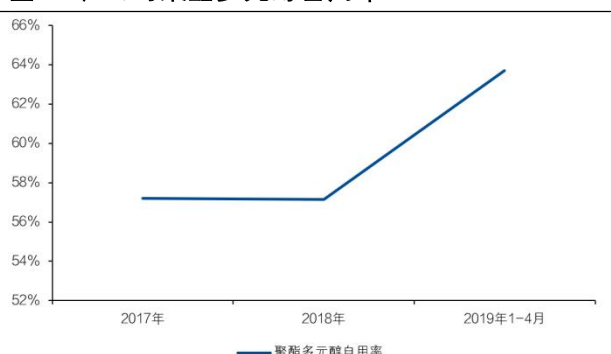
在己二酸价格处于周期底部、行业开工率较低时，公司能够通过下游鞋底原液生产稳定消化上游己二酸产品，维持己二酸生产规模和产能利用率，摊薄成本。与此同时，上游己二酸成本降低可增厚下游鞋底原液利润空间，鞋底原液产业格局更加集中也使其能够提供更稳定的营收来源。板块间协同促进，自产自用，助力公司在周期底部维持相对稳定盈利。

图 65、公司己二酸自用率



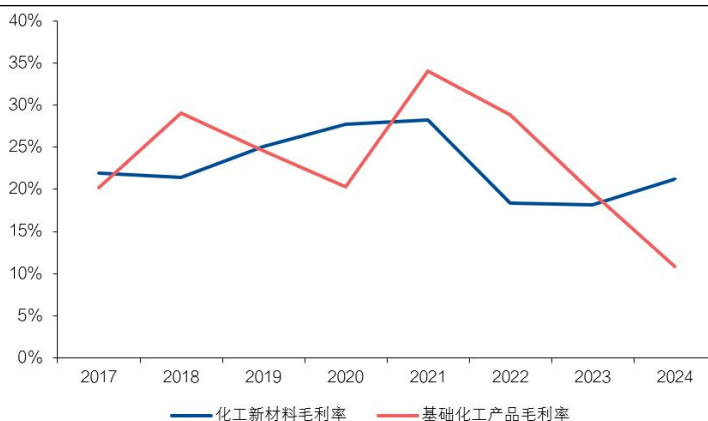
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、公司聚酯多元醇自用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 67、化工新材料板块毛利率较基础化工产品相对稳定



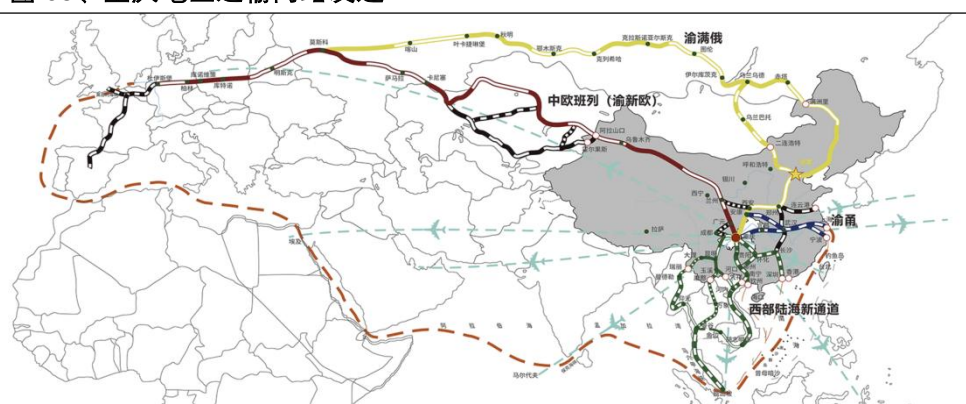
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）两大基地配套完善，销售网络辐射亚欧

立足重庆、瑞安双生产基地，原料及公用工程配套完善。公司当前氨纶、聚氨酯原液与聚酯多元醇均为重庆、瑞安双基地生产，己二酸在重庆基地生产。其中重庆基地为主要产能所在地，区位优势较显著，居于内陆人力、能源成本低于沿海地区。

重庆交通发达，销售网络覆盖范围广。重庆是渝新欧、渝满俄两条国际货运铁路的起点，交通便利。公司在韩国、土耳其、巴基斯坦、印度、越南及荷兰等地均设有子公司，销售网络横跨亚欧大陆，覆盖东南亚鞋服业密集区，通过土耳其、荷兰向欧洲辐射。在鞋服业作为劳动密集型产业逐渐向东南亚转移的当下，公司有望通过巴基斯坦、印度、越南等地子公司保持对客户群体的有效覆盖。

图 68、重庆地区运输网络发达



资料来源：重庆国际物流枢纽园区官网，兴业证券经济与金融研究院整理

六、盈利预测及估值

- **维持“增持”的投资评级。**华峰化学是在我国氨纶、己二酸、聚氨酯原液等领域均具有龙头地位的综合性现代化聚氨酯领军企业。公司当前三大主要产品产能均为国内第一，有较大的规模优势；依靠不断的技改投入与新项目建设，公司生产能耗、物料控制水平行业顶尖，形成了显著的低成本优势；“己二酸—聚酯多元醇—聚氨酯原液”产业链可灵活调整产销比例，抑制波动，提升公司综合盈利能力，具有一体化优势。后续来看，公司当前新增产能、原料配套产能稳步建设，未来可期。

分板块来看，我们预计化学纤维板块将受益于公司新增产能投放而营收实现逐步增长，而行业新增供给投放基本进入尾声所带来的后续修复机遇将助力毛利率修复。而基础化工板块方面，考虑公司当前产销量基本稳定，故预计营收将跟随己二酸单价跟随油价传导的下行趋势有所回落，自明年起，盈利有望受益于供给投放趋缓带来的供需修复。化工新材料板块，行业当前格局相对稳定，预计产品盈利后续随下游的需求改善而小幅修复。我们维持公司2025年~2027年的EPS预测分别为0.43元、0.61元、0.73元，维持“增持”的投资评级。

表 10、盈利预测假设

会计年度		2024	2025E	2026E	2027E
化学纤维	主营业务收入（百万元）	9051	9253	11184	12715
	同比增长率	-3%	2%	21%	14%
	毛利率	14%	18%	20%	23%
基础化工品	主营业务收入（百万元）	10475	7449	9029	9085
	同比增长率	22%	-29%	21%	1%
	毛利率	11%	9%	12%	12%
化工新材料	主营业务收入（百万元）	5844	5748	5979	6000
	同比增长率	-1%	-2%	4%	0%
	毛利率	21%	21%	22%	22%
销售费用/主营业务收入		0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用/主营业务收入		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用/主营业务收入		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用/主营业务收入		-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.2%

数据来源：Wind、携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

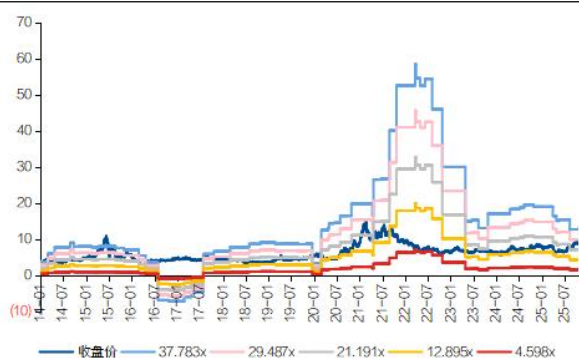
表 11、盈利预测结果

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26931	23939	27680	29289
增长率	2.4%	-11.1%	15.6%	5.8%
营业利润(百万元)	2563	2484	3477	4140
增长率	-7.4%	-3.1%	40.0%	19.1%

归母净利润(百万元)	2220	2158	3042	3632
增长率	-10.4%	-2.8%	40.9%	19.4%
最新摊薄每股收益(元)	0.45	0.43	0.61	0.73
每股净资产(元)	5.33	5.73	6.27	6.92
市盈率(倍)	19.47	20.03	14.21	11.90
市净率(倍)	1.63	1.52	1.39	1.26

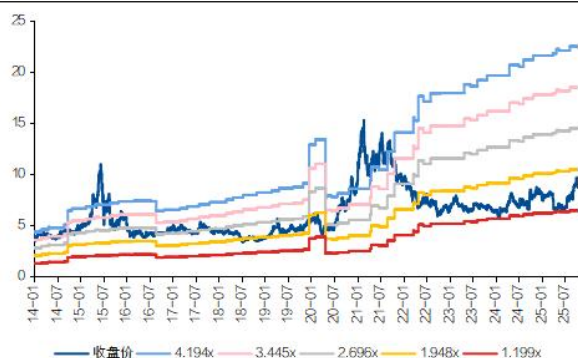
数据来源：Wind、携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

图 69、PE (TTM) -Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：交易日期截至 2025 年 10 月 21 日

图 70、PB (LF) -Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：交易日期截至 2025 年 10 月 21 日

七、风险提示

新建项目进度不及预期的风险：公司当前有 15 万吨/年差别化氨纶、25 万吨/年 BDO、24 万吨/年 PTMEG 产能在建，若项目推进进度不及预期，可能影响公司业绩增长。

下游需求不及预期的风险：公司主要产品氨纶、己二酸与鞋底原液市场需求均受下游行业景气度影响，若下游需求不及预期，可能导致公司产品的需求和价格下降，影响公司业绩增长。

原材料价格波动的风险：公司主要原材料属于大宗化学品，价格受市场行情影响较大，若原材料价格出现大幅波动，可能影响公司业绩。

行业内企业投产计划调整风险：当前行业本轮产能扩张正接近尾声，后续产能增速趋缓背景下，行业存修复预期，若行业内企业调整投产计划，则可能导致产品盈利修复不及预期。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18895	20304	20942	23697
货币资金	7068	9197	8389	10511
交易性金融资产	1329	1727	1926	2066
应收票据及应收账款	2629	2358	2725	2882
预付款项	778	671	758	788
存货	3718	3108	3417	3468
其他	3374	3243	3726	3982
非流动资产	17071	17534	19693	19869
长期股权投资	852	936	1011	1078
固定资产	10817	11287	12884	13058
在建工程	1665	1233	1516	1258
无形资产	1380	1481	1599	1702
商誉	61	61	61	61
其他	2296	2537	2623	2713
资产总计	35966	37838	40635	43567
流动负债	8016	7822	7919	7626
短期借款	2795	3295	2795	2295
应付票据及应付账款	4266	3726	4213	4378
其他	955	801	911	953
非流动负债	1398	1482	1481	1480
长期借款	2	2	2	2
其他	1396	1480	1479	1478
负债合计	9414	9304	9400	9107
股本	4963	4963	4963	4963
未分配利润	16773	18394	20630	23299
少数股东权益	98	104	113	124
股东权益合计	26552	28534	31235	34460
负债及权益合计	35966	37838	40635	43567

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2220	2158	3042	3632
折旧和摊销	1631	1746	1971	2137
营运资金的变动	-881	547	-768	-382
经营活动产生现金流量	3025	4615	4369	5463
资本支出	-1285	-1912	-3987	-2167
长期投资	-3122	-482	-274	-207
投资活动产生现金流量	-4389	-2749	-4230	-2342
债权融资	-1238	443	-500	-500
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1887	229	-947	-999
现金净变动	-3224	2130	-808	2122

资料来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26931	23939	27680	29289
营业成本	23205	20325	22980	23879
税金及附加	118	105	123	130
销售费用	212	189	220	233
管理费用	408	359	415	441
研发费用	809	722	832	883
财务费用	-136	-8	-40	-44
投资收益	127	113	130	136
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-3	-2	-2	-2
资产减值损失	-181	-144	-116	-92
营业利润	2563	2484	3477	4140
营业外收支	-50	-40	-34	-29
利润总额	2514	2443	3443	4111
所得税	287	279	392	468
净利润	2227	2165	3051	3642
少数股东损益	7	6	9	11
归属母公司净利润	2220	2158	3042	3632
EPS(元)	0.45	0.43	0.61	0.73

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	2.4%	-11.1%	15.6%	5.8%
营业利润增长率	-7.4%	-3.1%	40.0%	19.1%
归母净利润增长率	-10.4%	-2.8%	40.9%	19.4%
盈利能力				
毛利率	13.8%	15.1%	17.0%	18.5%
归母净利率	8.2%	9.0%	11.0%	12.4%
ROE	8.4%	7.6%	9.8%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	26.2%	24.6%	23.1%	20.9%
流动比率	2.36	2.60	2.64	3.11
速动比率	1.76	2.05	2.05	2.47
营运能力				
资产周转率	75.4%	64.9%	70.5%	69.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.43	0.61	0.73
每股经营现金	0.61	0.93	0.88	1.10
估值比率(倍)				
PE	19.5	20.0	14.2	11.9
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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%
	行业评级	无评级	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
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn