

新凤鸣（603225.SH）

增持（维持）

三季度业绩环比下降，反内卷有望带动盈利修复

事件：公司发布 2025 年三季报，报告期内实现营业收入 515.4 亿元，同比增长 4.77%，归母净利润 8.69 亿元，同比增长 16.55%，扣非净利润 7.76 亿元，同比增长 21.76%；其中三季度单季实现收入 180.5 亿元，同比增长 0.71%，环比下降 4.66%，归母净利润 1.60 亿元，同比增长 13.42%，环比下降 60.36%。

□ 前三季度聚酯纤维价跌量增，成本下降推动毛利率提高。2025 年前三季度，公司涤纶长丝收入 360 亿元，同比下降 8.3%，销量 558 万吨，同比增长 2.3%，销售均价 6443 元/吨，同比下跌 10.4%；涤纶短纤收入 59 亿元，同比下降 3.7%，销量 97 万吨，同比增长 4.5%，销售均价 6072 元/吨，同比下跌 7.8%；PTA 收入 71 亿元，同比增长 314%，销量 167 万吨，同比增长 394%，销售均价 4248 元/吨，同比下跌 16.2%。前三季度公司核心原材料 PTA、PX、MEG 采购价分别为 4231 元、6090 元、3969 元/吨，同比分别下跌 16.7、16.9%、1.0%；公司综合毛利率 5.91%，同比提高 0.3 pct。

□ 三季度产品价格环比总体平稳，销量环比有所下降。2025 年第三季度，公司涤纶长丝收入 128 亿元，环比下降 5.7%，销量 201 万吨，环比下降 6.3%，销售均价 6366 元/吨，环比上涨 0.7%；涤纶短纤收入 20 亿元，环比下降 3.0%，销量 33 万吨，环比下降 2.8%，销售均价 5957 元/吨，环比下跌 0.2%；PTA 收入 24 亿元，环比下降 2.9%，销量 58 万吨，环比下降 3.0%，销售均价 4195 元/吨，环比上涨 0.1%。三季度单季，公司主要原材料 PX、MEG 市场均价环比分别上涨 3.3%、0.9%，PTA 市场均价环比下跌 0.9%，涤纶长丝和 PTA 平均价差环比二季度有所收窄，公司综合毛利率 5.0%，环比下降 1.4 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。由于主要产品景气度偏低，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 11.44 亿、16.25 亿、19.98 亿元，EPS 分别为 0.75、1.07、1.31 元，当前股价对应 PE 分别为 21、15、12 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。

周期/化工

目标估值：NA

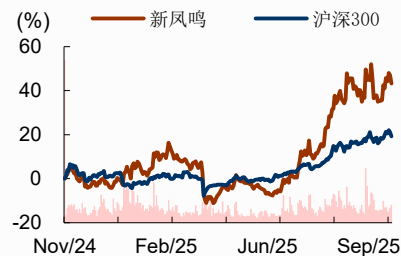
当前股价：15.89 元

基础数据

总股本（百万股）	1525
已上市流通股（百万股）	1516
总市值（十亿元）	24.2
流通市值（十亿元）	24.1
每股净资产（MRQ）	11.7
ROE（TTM）	6.9
资产负债率	70.3%
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	1	53	46
相对表现	0	29	25



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《新凤鸣（603225）——上半年业绩符合预期，涤纶长丝行业供需向好》2025-09-01
- 2、《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
- 3、《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

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

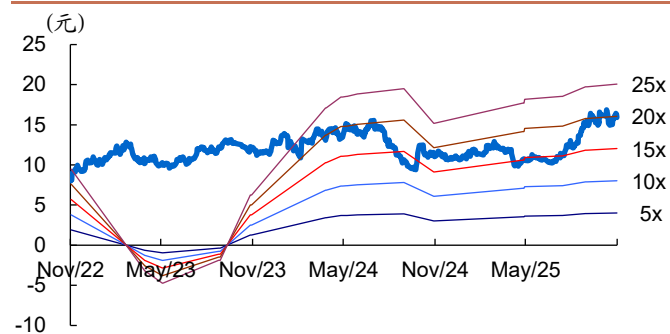
财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	61469	67091	69660	82250	91051
同比增长	21%	9%	4%	18%	11%
营业利润(百万元)	1116	1204	1254	1808	2237
同比增长	-311%	8%	4%	44%	24%
归母净利润(百万元)	1086	1100	1144	1625	1998
同比增长	-630%	1%	4%	42%	23%

每股收益(元)	0.71	0.72	0.75	1.07	1.31
PE	22.3	22.0	21.2	14.9	12.1
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2

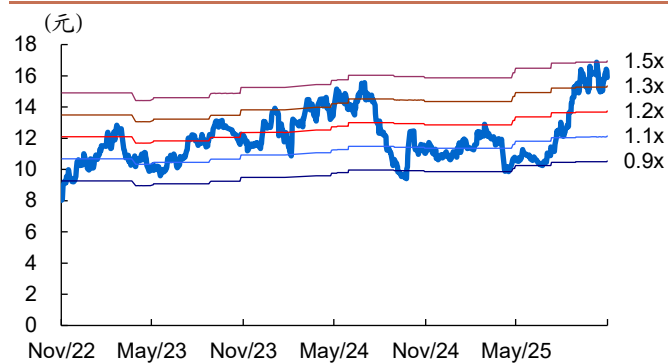
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 新凤鸣历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 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	13685	15467	17807
现金	8111	10173	6867	7433	8920
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	1094	1292	1430
其它应收款	143	67	70	82	91
存货	4309	4452	4617	5438	6016
其他	1018	989	1027	1212	1341
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	49876	51574	53839
流动负债	16786	25123	21152	21569	22324
短期借款	9202	14548	11931	10815	10490
应付账款	4454	5943	6175	7273	8045
预收账款	486	2087	2169	2555	2826
其他	2645	2545	876	927	962
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	31800	32217	32971
股本	1529	1525	1525	1525	1525
资本公积金	5733	5468	5468	5468	5468
留存收益	9533	10264	11064	12346	13857
少数股东权益	1	19	19	18	18
归属于母公司所有者权益	16796	17257	18057	19339	20850
负债及权益合计	45140	53046	49876	51574	53839

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3659	6790	4544	5166	5410
净利润	1086	1100	1144	1625	1998
折旧摊销	2858	2994	3104	3095	3088
财务费用	794	892	582	512	482
投资收益	(46)	(71)	(383)	(383)	(383)
营运资金变动	(999)	1851	97	313	222
其它	(34)	24	1	5	4
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	(5221)	(1972)	(1294)
借款变动	489	2821	(4296)	(1116)	(325)
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)	(343)	(487)
其他	76	(398)	(582)	(512)	(482)
现金净增加额	802	1682	(3306)	566	1487

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	69660	82250	91051
营业成本	57881	63314	65790	77480	85709
营业税金及附加	176	189	196	232	256
营业费用	101	106	110	129	143
管理费用	693	711	738	872	965
研发费用	1198	1209	1256	1482	1641
财务费用	510	623	582	512	482
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	1254	1808	2237
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	1307	1860	2290
所得税	88	157	163	236	292
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	1086	1100	1144	1625	1998

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	21%	9%	4%	18%	11%
营业利润	-311%	8%	4%	44%	24%
归母净利润	-630%	1%	4%	42%	23%
获利能力					
毛利率	5.8%	5.6%	5.6%	5.8%	5.9%
净利率	1.8%	1.6%	1.6%	2.0%	2.2%
ROE	6.7%	6.5%	6.5%	8.7%	9.9%
ROIC	4.3%	4.2%	4.1%	5.5%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	67.4%	63.8%	62.5%	61.2%
净负债比率	42.2%	43.3%	37.4%	34.0%	32.0%
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	1.4	1.6	1.7
存货周转率	14.4	14.5	14.5	15.4	15.0
应收账款周转率	79.8	65.8	64.3	68.9	66.9
应付账款周转率	13.9	12.2	10.9	11.5	11.2
每股资料(元)					
EPS	0.71	0.72	0.75	1.07	1.31
每股经营净现金	2.40	4.45	2.98	3.39	3.55
每股净资产	11.02	11.32	11.84	12.68	13.68
每股股利	0.26	0.23	0.23	0.32	0.39
估值比率					
PE	22.3	22.0	21.2	14.9	12.1
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.2	10.4	10.0	9.1	8.5

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。