

业绩保持韧性，格局优化龙头具备弹性

——华峰化学 2025 年三季报点评

核心观点

- 景气底部业绩保持韧性。**公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营业收入 181.09 亿元，同比-11.11%；实现归母净利润 14.62 亿元，同比-27.45%。单三季度来看，公司实现营业收入 59.73 亿元（同比-9.89%，环比+2.58%），实现归母净利润 4.78 亿元（同比-3.68%，环比-0.17%）。公司 Q3 销售毛利率 14.74%。同比提升 1.05pct；销售净利润 8.07%，同比提升 0.54pct。前三季度公司氨纶/己二酸景气底部，原液盈利稳定，公司业绩保持韧性。
- 氨纶行业格局改善，龙头具备量价弹性。**供给端，行业扩产进入末期，部分产能开始退出。行业确定性扩产将由龙头主导，华峰重庆 25 万吨氨纶扩建项目，10 万吨于 2024 年投产，2025 年 11 月 21 日公告 7.5 万吨产能已投入运行，剩余 7.5 万吨产能尚在建设中，计划 2026 年底前逐步投产，远期公司产能将达到 47.5 万吨，成为全球氨纶行业龙头。而其他企业规划产能在盈利困难下或难以落地；同时，根据百川，江浙等沿海地区部分装置老旧、成本较高的小产能（如泰光苏州、江苏奥神等）已于 2025 年 8 月退出。需求端，随着瑜伽服、防晒服、卫材等弹性面料需求趋势兴起，行业需求仍有望保持增长。行业格局将不断优化，龙头华峰化学将具备量价弹性。
- 己二酸行业见底有望修复。**目前己二酸的盈利水平处于历史底部区域，行业正处于优胜劣汰、产能进一步集中化的阶段。虽然短期行业仍存竞争加剧、需求不达预期、原料波动等压力，但随着经济环境的进一步复苏及反内卷政策的出台，下游需求的释放，将大力推动己二酸产品的消费增长。公司己二酸产能 135.5 万吨，为行业龙头，将受益于行业格局改善。

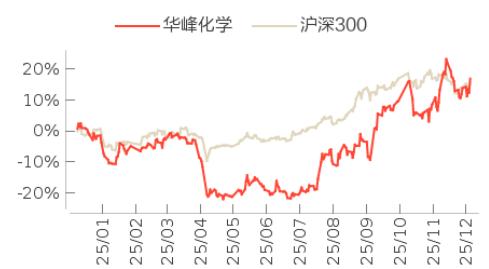
盈利预测与投资建议

- 根据公司氨纶行业价格盈利水平，我们调整氨纶价格预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.44/ 27.85/ 33.22 亿元（原为 22.82/ 26.32/ 28.72 亿元）。按照可比公司 26 年 19 倍 PE，给予公司目标价为 10.64 元，维持买入评级。

风险提示：在建项目不及预期；产品需求不及预期；氨纶产能消化风险；原材料价格波动。

投资评级	买入（维持）
股价 (2025年12月05日)	9.66元
目标价格	10.64元
52周最高价/最低价	10.49/6.33元
总股本/流通A股(万股)	496,254/494,858
A股市值(百万元)	47,938
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025年12月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	2.66	9.65	25.69	19.72
相对表现%	1.38	10.57	22.91	2.81
沪深300%	1.28	-0.92	2.78	16.91



证券分析师	执业证书编号	邮箱	电话
陈传双	S0860525110003	chenchuanshuang@orientsec.com.cn	021-63326320

相关报告	报告标题	发布日期
静待氨纶筑底回暖，一体化布局再强化	2025-04-02	
行业景气底部优势凸显	2024-08-11	

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,298	26,931	25,750	27,607	29,368
同比增长(%)	1.6%	2.4%	-4.4%	7.2%	6.4%
营业利润(百万元)	2,768	2,563	2,251	3,203	3,811
同比增长(%)	-13.6%	-7.4%	-12.2%	42.3%	19.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,478	2,220	1,944	2,785	3,322
同比增长(%)	-12.9%	-10.4%	-12.4%	43.3%	19.3%
每股收益(元)	0.50	0.45	0.39	0.56	0.67
毛利率(%)	15.3%	13.8%	12.7%	15.4%	16.8%
净利率(%)	9.4%	8.2%	7.5%	10.1%	11.3%
净资产收益率(%)	10.3%	8.6%	7.2%	9.7%	10.4%
市盈率	19.3	21.6	24.7	17.2	14.4
市净率	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：可比公司估值（截至 2025/12/5）

公司	收盘价	每股收益(元)				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
泰和新材	9.52	0.10	0.11	0.27	0.37	91.10	90.15	35.27	25.81
新凤鸣	17.42	0.72	0.81	1.18	1.43	24.13	21.39	14.71	12.21
万华化学	69.98	4.16	4.15	5.21	6.11	16.81	16.88	13.44	11.46
华鲁恒升	29.39	1.84	1.67	2.06	2.38	15.99	17.56	14.29	12.37
新乡化纤	4.72	0.14	0.09	0.17	0.23	32.69	51.93	28.26	20.11
调整后平均						24.54	30.29	19.09	14.90

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,169	7,068	9,129	9,588	12,056	营业收入	26,298	26,931	25,750	27,607	29,368
应收票据、账款及款项融资	5,348	5,723	2,514	2,695	2,867	营业成本	22,262	23,205	22,473	23,369	24,446
预付账款	676	778	744	798	849	销售费用	194	212	203	218	232
存货	3,621	3,718	3,600	3,744	3,917	管理费用	430	408	390	418	445
其他	238	1,609	1,549	1,551	1,552	研发费用	901	809	774	830	883
流动资产合计	20,053	18,895	17,537	18,376	21,240	财务费用	(146)	(136)	(92)	(123)	(160)
长期股权投资	759	852	852	852	852	资产、信用减值损失	69	184	70	4	15
固定资产	11,368	10,817	10,371	10,083	14,926	公允价值变动收益	(3)	2	2	2	2
在建工程	1,511	1,665	4,446	6,930	2,809	投资净收益	94	127	127	127	127
无形资产	1,159	1,380	1,338	1,296	1,255	其他	90	185	190	182	174
其他	658	2,357	2,235	2,216	2,216	营业利润	2,768	2,563	2,251	3,203	3,811
非流动资产合计	15,455	17,071	19,242	21,377	22,058	营业外收入	8	24	24	24	24
资产总计	35,508	35,966	36,779	39,753	43,298	营业外支出	157	74	74	74	74
短期借款	2,645	2,795	2,795	2,795	2,795	利润总额	2,619	2,514	2,201	3,153	3,761
应付票据及应付账款	4,556	4,266	4,132	4,296	4,494	所得税	140	287	251	360	429
其他	1,777	955	945	960	975	净利润	2,479	2,227	1,950	2,793	3,332
流动负债合计	8,978	8,016	7,871	8,052	8,265	少数股东损益	1	7	6	9	10
长期借款	370	2	2	2	2	归属于母公司净利润	2,478	2,220	1,944	2,785	3,322
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.50	0.45	0.39	0.56	0.67
其他	1,237	1,396	1,396	1,396	1,396						
非流动负债合计	1,607	1,398	1,398	1,398	1,398						
负债合计	10,584	9,414	9,269	9,450	9,663						
少数股东权益	2	98	104	112	123						
实收资本(或股本)	4,963	4,963	4,963	4,963	4,963						
资本公积	3,897	3,897	3,897	3,897	3,897						
留存收益	16,043	17,518	18,470	21,255	24,577						
其他	19	76	76	76	76						
股东权益合计	24,924	26,552	27,510	30,303	33,635						
负债和股东权益总计	35,508	35,966	36,779	39,753	43,298						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,479	2,227	1,950	2,793	3,332	成长能力					
折旧摊销	1,271	1,637	1,574	1,616	2,109	营业收入	1.6%	2.4%	-4.4%	7.2%	6.4%
财务费用	(146)	(136)	(92)	(123)	(160)	营业利润	-13.6%	-7.4%	-12.2%	42.3%	19.0%
投资损失	(94)	(127)	(127)	(127)	(127)	归属于母公司净利润	-12.9%	-10.4%	-12.4%	43.3%	19.3%
营运资金变动	(1,279)	(686)	3,204	(204)	(188)	获利能力					
其它	236	110	73	1	12	毛利率	15.3%	13.8%	12.7%	15.4%	16.8%
经营活动现金流	2,469	3,025	6,582	3,957	4,978	净利率	9.4%	8.2%	7.5%	10.1%	11.3%
资本支出	(2,512)	(1,202)	(3,750)	(3,750)	(2,800)	ROE	10.3%	8.6%	7.2%	9.7%	10.4%
长期投资	(71)	(1,884)	0	0	0	ROIC	8.9%	7.4%	6.4%	8.6%	9.3%
其他	975	(1,302)	130	130	130						
投资活动现金流	(1,608)	(4,389)	(3,620)	(3,620)	(2,670)						
债权融资	(201)	(1,386)	0	0	0						
股权融资	0	0	0	0	0						
其他	(744)	(501)	(901)	123	160						
筹资活动现金流	(945)	(1,887)	(901)	123	160						
汇率变动影响	77	27	-0	-0	-0						
现金净增加额	(8)	(3,224)	2,061	459	2,468						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。