



2025年12月10日

买入（首次覆盖）

汇得科技（603192）：聚氨酯解决方案龙头，主动把握行业趋势

——公司深度报告

证券分析师

张季恺 S0630521110001

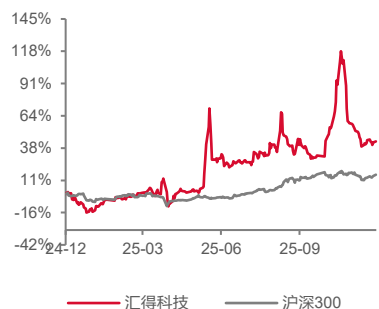
zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

数据日期	2025/12/10
收盘价	23.48
总股本(万股)	14,175
流通A股/B股(万股)	13,941/0
资产负债率(%)	29.97%
市净率(倍)	2.09
净资产收益率(加权)	4.85
12个月内最高/最低价	38.37/13.57



投资要点：

- **公司紧贴客户传统业务稳定成长：**公司当前业务主要覆盖聚氨酯弹性体、革用聚氨酯、聚氨酯硬泡/软泡材料，及少量聚氨酯改性体。基于公司在聚氨酯领域具备丰富的产品与市场经验，公司主打差异化竞争策略，专注于与下游客户进行联动研发、配合生产，满足其定制化需求。公司革用聚氨酯产量占国内总产量的10.9%，市占率达到全国第四。2019~2024年，公司革用聚氨酯产销率始终保持在98%以上。
- **公司有望持续受益于国内新能源车产业增长：**2022年~2025年1-10月，新能源车占国内汽车产量比重分别为26%、32%、41%、47%，是国内汽车产量增长最重要的驱动力。公司产品覆盖了较广性能指标的聚氨酯材料，在汽车上游原材料中覆盖了汽车内饰、座椅发泡材料、热熔胶、新能源车用辅助材料等。根据测算，每辆新能源汽车可用聚氨酯材料规模大约在1000~3000元。目前很多国产新能源品牌生产商已是公司间接客户，预计公司仍将持续受益于我国汽车产业高速发展。
- **公司紧盯市场，应变能力增强：**1.公司敏锐捕捉市场需求率先布局新能源车制件业务，2023年在上海金山厂区和浙江厂区分别投产25万套/年和42万套/年新能源车制件产能，成功拓展在新能源车领域业务，实现由“原材料供应商”向“解决方案提供商”的转变。2.积极布局环保/回收聚氨酯赛道：公司前瞻性地开发以无溶剂型/水性聚氨酯为首的绿色环保型聚氨酯产品，2023年7月公司环保型聚氨酯扩建项目投产，进一步夯实了在绿色环保聚氨酯产品的竞争力；今年10月，公司与美国Novolop达成战略合作，共同扩大以热解回收聚乙烯为原料的Novolop Lifecycled™热塑性聚氨酯的生产规模。
- **公司有望受益于供需结构性错配：**预计到2030年，国内MDI产能占全世界比重将升至52%，TDI产能占全球比重将升至59%。我们预计未来全球服装皮鞋用人造革、建筑保温发泡材料需求维持稳定，国内汽车尤其是新能源汽车出口维持强势，叠加国内上游巨头如万华化学迅速占领全球MDI/TDI需求缺口、国内聚醚材料供应充足，公司这种中下游聚氨酯材料制造商将受益于下游需求的结构性旺盛和上游原材料价格下行造成的利差走阔。
- **投资建议：**考虑到公司下游需求维持良好景气度，所需主要化工原料价格进入下行区间，已建成产能进入满产状态，叠加公司积极布局环保型及回收再生聚氨酯赛道，我们认为未来公司将始终保持高质量成长轨道，预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.26/1.31/1.36亿元，EPS分别为0.89/0.93/0.96，以2025年12月10日收盘价计算，对应PE为26.39x/25.32x/24.52x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能落地不及预期；原材料价格波动；地缘政治风险；下游需求不及预期。

盈利预测与估值简表

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	3017.26	2711.90	2670.92	2756.04	2887.98	2967.93
同比增速(%)	-5.46%	-10.12%	-1.51%	3.19%	4.79%	2.77%
净利润(百万元)	61.77	63.88	124.56	126.15	131.44	135.77
同比增速(%)	-47.55%	3.41%	95.00%	1.27%	4.20%	3.29%
毛利率(%)	9.61%	10.50%	13.72%	13.46%	13.36%	13.70%
每股盈利(元)	0.44	0.45	0.88	0.89	0.93	0.96
ROE(%)	4.43%	4.43%	8.03%	5.71%	5.74%	5.72%
PE(倍)	53.89	52.11	26.72	26.39	25.32	24.52

资料来源：iFinD，东海证券研究所（截至2025年12月10日收盘）

正文目录

1. 公司股权明确，子公司具备协同效应.....	4
2. 公司紧贴客户传统业务稳定成长.....	4
2.1. 公司贴近下游，客户粘度强.....	4
2.2. 公司重视研发，产品分散	5
2.3. 公司革用聚氨酯业务稳定成长	7
2.4. 公司新能源电池制件业务拓展“提供解决方案”能力	9
3. 公司主动拥抱市场应变能力强	9
3.1. 公司持续受益于新能源汽车产业高速成长	10
3.2. 公司积极拥抱聚氨酯材料绿色环保化	11
4. 东升西落，我国将引领聚氨酯原料产能增长.....	12
5. 机器人皮肤或为下一热点需求	15
6. 募投项目助力公司高质成长.....	16
7. 公司营收质量稳步提升，估值有望突破.....	17
8. 业绩预测及估值	19
9. 风险提示	20

图表目录

图 1 国内聚氨酯弹性体产能利用率 (%)	5
图 2 公司聚氨酯及聚酯多元醇产销率 (%)	5
图 3 公司革用聚氨酯产销率 (%)	8
图 4 公司新能源汽车制件工艺流程	9
图 5 公司新能源汽车制件环形生产线	9
图 6 我国及全球汽车产量 (万辆, %)	10
图 7 国内汽车产量 (万辆, %)	10
图 8 我国汽车出口 (万辆, %)	10
图 9 全球主要聚氨酯上游原料供应商	12
图 10 公司各类产品营收 (百万元, %)	17
图 11 公司归母净利润 (%)	17
图 12 公司各类产品毛利率 (%)	17
图 13 公司现金流情况 (百万元)	17
图 14 革用聚氨酯浆料价差 (元/吨)	18
图 15 TPU 价差 (元/吨)	18
图 16 公司股价复盘	19
表 1 聚氨酯材料的主要应用领域	4
表 2 公司产能开工率	5
表 3 公司产能统计	5
表 4 公司主要产品一览	6
表 5 核心技术与已取得的专利及非专利技术的对应关系	7
表 6 公司主要下游客户	8
表 7 两种人造革对比	11
表 8 当前聚氨酯绿色发展方向进展	12
表 9 全球 MDI 产能	13
表 10 全球 TDI 产能	14
表 11 产能退出情况	15
表 12 聚氨酯在机器人中应用	15
表 13 电子皮肤选材的对比	16
表 14 江苏汇得规划产能 (万吨)	16
表 15 公司主要业务营收毛利拆分	19
表 16 可比公司估值表	20
附录: 三大报表预测值	21

1. 公司股权明确，子公司具备协同效应

汇得科技成立于 2007 年 6 月，前身为 1997 年创立的上海汇得化工有限公司，2018 年于上海证券交易所主板上市（股票代码：603192.SH）。公司是一家集设计、研发、生产、销售和服务于一体，专业制造革用聚氨酯（PU）树脂、聚氨酯弹性体原液、聚酯多元醇和热塑性聚氨酯弹性体（TPU）等系列新材料产品的集团化科技型企业。公司现有上海、福建、浙江和江苏（在建）四大基地，产品应用范围涵盖鞋服箱包家具等日常生活领域及汽车、铁路等交通工业领域。

公司成立以来，积极进行股权投资及下游兼并，目前下属子公司覆盖行业包括下游材料应用、产品销售公司、原料及产品贸易、化工原料及产品贸易，形成了良好的内部协同和规模效应，相较于单一的原料厂商具备一定的成本优势。

2. 公司紧贴客户传统业务稳定成长

聚氨酯行业作为高分子材料领域的关键分支，已形成从原料到制品的完整产业链体系，其产品以高性能、多应用场景著称，覆盖家居、汽车、新能源、建筑等多个下游领域。行业当前正处于规模扩张向高端化、绿色化转型的关键阶段，技术竞争聚焦于环保产品研发与新兴应用拓展。公司当前业务主要覆盖聚氨酯弹性体、革用聚氨酯、聚氨酯硬泡/软泡材料，及少量聚氨酯改性体，在自身专注领域有较强的竞争力。

表1 聚氨酯材料的主要应用领域

应用行业	核心产品	厂商类型	终端应用
合成革制造	革用聚氨酯树脂、无溶剂聚氨酯	合成革生产商	鞋材、家具革、箱包革、球革（体育用品）
汽车内饰	水性 PU 胶、PUR 胶粘剂、无溶剂胶黏剂	汽车内饰部件供应商	座椅、门板、仪表盘等内饰材料
新能源电池	动力电池包缓冲垫、保温贴片、支撑块	动力电池制造商、新能源汽车配套企业	动力电池安全组件
服装家纺与鞋帽	聚氨酯弹性体原液、合成革	纺织服装企业、鞋材制造商	运动鞋、服装面料、家纺用品
医疗器械	软质自结皮原液、慢回弹泡沫原液	医疗设备及耗材制造商	医疗座椅、看护床垫
电子产品	聚氨酯胶黏剂、灌封材料	电子零部件供应商	电子设备结构件、散热部件

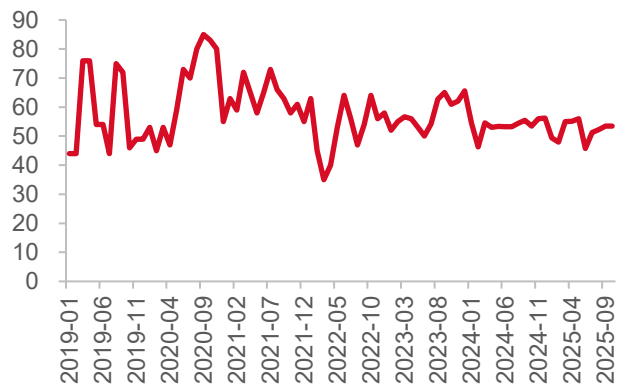
资料来源：公开定增募集说明书，东海证券研究所

2.1. 公司贴近下游，客户粘度强

公司凭借雄厚的技术研发实力，在两方面展现出卓越竞争力：一是深度协同，能精准响应客户需求，灵活调整产品工艺；二是前瞻创新，能主动研发新品，凭借与客户多年深度合作，提前预判客户需求，引领客户完成产品迭代。基于对生产工艺的长期深耕，公司现已建立起成熟稳定的高品质产品量产体系。

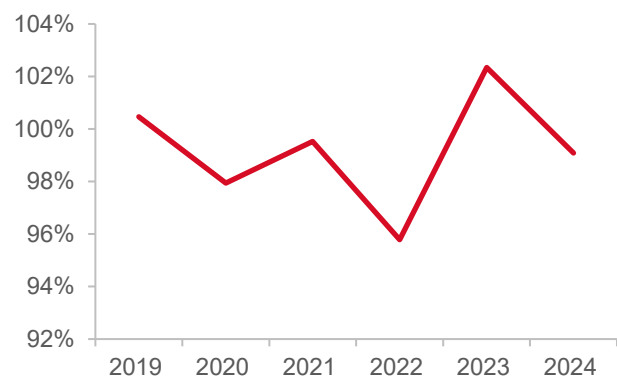
聚氨酯行业本身已达到充分竞争，近年来 TPU 开工率基本保持在 60% 以下，而公司凭借与下游客户的紧密合作，基本达到以销定产，在扩充产能前旧产能利用率基本保持在 100%，产销率同样维持在接近 100% 的水平。

图1 国内聚氨酯弹性体产能利用率（%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图2 公司聚氨酯及聚酯多元醇产销率（%）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

表2 公司产能开工率

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
汇得科技 12.6 万吨项目	99.78%	100%	100%	82%	82%	79%
汇得科技 5 万吨环保型聚氨酯						31%
汇得科技 25 万套新能源制件						95%
福建汇得 18 万吨项目		60%	85%	74%	74%	87%
浙江汇得 42 万套新能源制件						95%

资料来源：公司年报，东海证券研究所

2.2.公司重视研发，产品分散

得益于革用聚氨酯与聚氨酯弹性体原液使用生产装置的设计基本相同，其产能产量主要取决于反应釜的数量和产品的生产时间，故公司生产装置实际意义上存在一定的弹性，并可以通过添加不同的配料如不同性能的聚酯/聚醚多元醇、小分子多元醇、异氰酸酯、催化剂等，实现产品的多样化、定制化。

2022~2023 年，公司新建产能先后投产，在拓展原有聚氨酯弹性体、革用聚氨酯产能的基础上，新增了环保型聚氨酯、新能源电池制件及多种改性聚氨酯产线，不仅拓展了公司产品在新能源汽车领域的应用，也推进了公司产品高附加值、多元化的进程。

表3 公司产能统计

地区		产品	产能（万吨/年）	投产时间
汇得科技	上海金山	聚酯多元醇	2.6	-
		聚氨酯（TPU+革用聚氨酯）	10	
		环保型聚氨酯	5	2023 年
		新能源电池制件	25（万套/年）	2023 年
浙江汇得	嘉兴平湖	新能源电池制件	42（万套/年）	2023 年
福建汇得	福鼎龙安	聚酯多元醇	5.3	2022 年
		聚碳酸酯二元醇	0.1	
		接枝聚酯多元醇	1	
		聚氨酯树脂	10	
		聚氨酯改性体	2	
		水性聚氨酯	1	
		TPU	1.5	

江苏汇得	泰兴滨江镇	聚酯多元醇	9.5	预计 2029 年投产
		共聚酯	0.5	
		醇解改性多元醇	0.5	
		接枝聚酯多元醇	2	
		聚氨酯树脂	16	
		聚氨酯胶	2	

资料来源：公司年报，东海证券研究所

表4 公司主要产品一览

产品	应用	图例
革用聚氨酯树脂	公司革用聚氨酯树脂解决方案涵盖无溶剂、水性、高固含量、热熔胶、生物基等五大环保以及其他各类型功能型产品体系，能够满足汽车内饰、鞋服箱包、运动户外等领域对高强度、高柔韧、耐水解等场景的需求。尤其在汽车内饰革领域具备行业领先优势。	
聚酯多元醇	公司提供超过 15 个系列、200 多个牌号的聚酯多元醇产品，种类包括脂肪族聚酯多元醇、芳香族酯多元醇、生物基多元醇、环保型增塑剂等，可应用于革用聚氨酯树脂、油墨涂料、水性 PUD 乳液、油性/无溶剂软包装粘合剂、PUR 热熔胶、TPU/CPU 弹性体等领域。	
热塑性聚氨酯弹性体	公司拥有 7 大系列 TPU 产品，硬度涵盖 50A ~ 85D，可通过挤出、注塑、流延、压延多种方式进行加工，可应用于高端品牌鞋材、3C、电线电缆、管材、工业部件等领域。	
聚氨酯组合原液	公司提供鞋底、轮胎弹性体、聚氨酯泡沫原液以及一系列聚氨酯组合原液。	
胶粘剂及灌封产品	公司拥有胶粘剂、灌封胶等两大功能产品，满足电子电器、新能源、轨道交通等多种领域在粘接、密封、防护等多种场景的需求。	

水性聚氨酯

公司形成了合成革用、胶粘剂用两大类水性聚氨酯产品体系，可满足相关行业在成膜防护、粘接、作分散稳定介质等多种场景的封装、粘合、印刷等需求。



新能源汽车配套制件

公司打造了发泡塑料片材、制件等两大功能产品，满足汽车降噪减震，动力电池缓冲、热管理，电子元器件绝缘、导热，电器密封、隔热等多种场景用途，应用于汽车、新能源、3C、电器等领域。



资料来源：公司官网，东海证券研究所

基于公司在聚氨酯领域具备丰富的产品与市场经验，公司主打差异化竞争策略，专注于与下游客户进行联动研发、配合生产，满足其定制化需求。截至 2024 年报，公司在职研发人中硕士和博士人数分别为 18 人和 6 人，研发人员总数占公司总人数的 18.19%。公司技术骨干均长期从事聚氨酯领域相关生产技术的研发、开发工作，截至 2025 年 6 月 31 日，公司共拥有 66 项有效授权发明专利、20 项已申请在审发明专利、21 项有效授权实用新型专利、3 项已申请在审实用新型专利、4 项有效授权软件著作权，为公司产品多样化、高端化提供了坚实的基础。

表5 核心技术与已取得的专利及非专利技术的对应关系

核心技术	对应专利及非专利技术	应用产品
多规格无溶剂环保革用树脂	一种无溶剂聚氨酯合成革的制备方法及其产物	革用树脂
	一种无溶剂合成革用聚氨酯树脂及应用该聚氨酯树脂制成合成革的方法	
无溶剂车辆内饰革用树脂	一种色分散好高耐磨的聚氨酯合成革树脂及其制备方法	革用树脂
	一种汽车座椅内饰用聚氨酯合成革树脂及制备方法	
	一种合成革用水性聚氨酯面层树脂及其制备方法及应用	
环保型纺织面料胶黏剂	一种布料复合用反应性聚氨酯热熔胶及其制备方法	胶黏剂
	一种湿固化型聚氨酯热熔胶及其制备方法和应用	
	一种高强度复合用反应型聚氨酯热熔胶及其制备方法	

资料来源：公司定增募集说明书，东海证券研究所

2.3.公司革用聚氨酯业务稳定成长

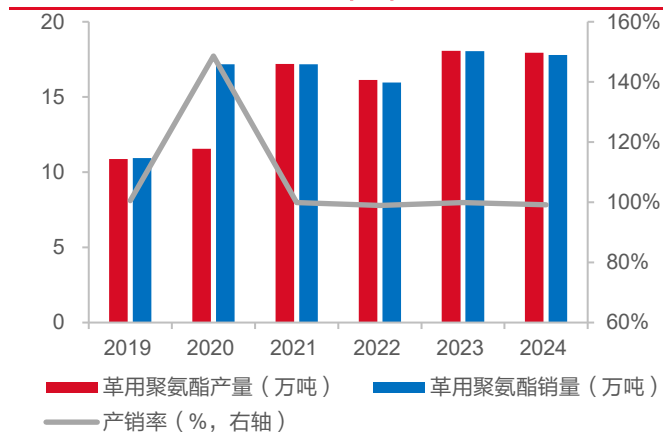
20 世纪 50 年代，全球人造革合成革产业主要集中在欧美地区。随着亚洲快速发展以及发达国家产业转移，与之配套的聚氨酯产业也同步向亚洲迁移。当前，我国已是全球最大革用聚氨酯生产国、消费国与出口国。据率捷咨询统计，2022 年至 2024 年，我国革用聚氨酯树脂产量自 157.2 万吨增长至 164.8 万吨，年均复合增长率为 2.39%；同期消费量由 152.4 万吨上升至 159.2 万吨，整体呈现稳步小幅提升。

目前革用聚氨酯市场供应充足，竞争充分，已形成高度市场化格局，生产企业数量众多，多数企业规模有限，市场结构呈现碎片化特征。但同时，市场对合成革制品在品质、功能、手感及外观等方面的要求不断提升，缺乏核心技术、产品同质化严重、安全环保水平低、自动化程度不足的企业逐步被市场淘汰，行业资源呈现向头部企业集中的趋势，产业集聚效应

日益凸显。根据率捷咨询预计，2025 年至 2030 年，国内革用聚氨酯树脂产量将从 169 万吨增至 185 万吨，年均复合增长率约为 1.83%，消费量亦将从 162.7 万吨增长至 175 万吨，保持稳定增长态势，具备先发优势和独立知识产权壁垒的龙头企业有望持续受益。

根据公司披露数据，2024 年，我国革用聚氨酯产能约为 296.3 万吨，同比减 2.3%，同年产量为 164.2 万吨，同比增 6.2%。这种产能缩减产量背离增长的态势正是高度市场化竞争、环保高压背景下，高成本、低产效的产能持续出清的结果。当年，公司革用聚氨酯产量 17.94 万吨，占国内总产量的 10.9%，市占率达到全国第四。2019~2024 年，公司革用聚氨酯产销率始终保持在 98%以上，产品竞争力强与下游公司合作紧密。

图3 公司革用聚氨酯产销率（%）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

未来公司有望持续受益于我国汽车产业的蓬勃发展。根据公司招股说明书和年报，我们整理了公司可查主要下游合作伙伴。一方面，公司经过多年发展，已与主要客户建立了长期、稳定的合作关系，其中不乏老牌汽车厂商和快消服装品牌的上游供应商；另一方面，公司下游部分客户成功打入国内主要汽车厂商供应链，成功赶上国产新能源汽车浪潮。鉴于公司客户粘性较高、合作紧密，未来仍将受益于国产新能源增量。

表6 公司主要下游客户

客户名称	销售商品	主营业务	主要下游客户
福建邦德合成革集团有限公司	革用聚氨酯	合成革	大型连锁服装品牌
无锡双象超纤材料股份有限公司	革用聚氨酯	超纤革、PU合成革	国内主流汽车品牌的座椅及内饰供应商
世联美仕（世联集团）	革用聚氨酯/助剂	汽车内饰革、服装革	丰田、本田、日产、通用、福特等
上海亨斯迈聚氨酯有限公司	聚酯多元醇/聚氨酯弹性体原液	MDI、聚氨酯原料	聚氨酯树脂生产商、鞋底原液生产商、保温材料生产商等
浙江高盛合成革有限公司	革用聚氨酯	合成革	ZARA、UR、BOSS 等
浙江泰鑫合成革有限公司	革用聚氨酯	合成革	-
浙江华祥皮革有限公司	革用聚氨酯	合成革	-
浙江康成新材料科技有限公司	革用聚氨酯	合成革	-
福鼎市永大合成革有限公司	革用聚氨酯	合成革	-

资料来源：公开信息整理、公司招股书、公司年报，东海证券研究所

2.4.公司新能源电池制件业务拓展“提供解决方案”能力

2023 年，公司在上海金山厂区和浙江厂区分别投产 25 万套/年和 42 万套/年新能源电池制件产能，成功拓展在新能源电池领域业务。公司该产能包括聚氨酯硬泡和软泡两类材料，硬泡制件是无柔性，压缩硬度大，应力达到一定值方产生变形，解除应力后不能恢复原状的泡沫塑料；软泡制件是富有柔韧性，压缩硬度很小，应力解除后能恢复原状，残余变形较小的泡沫塑料。

公司该制件产品主要作为围绕动力电池 pack 包周边的附属配件，赋予动力电池 pack 包以防震、缓冲、填充消音、保温等功能，支撑缓冲块等制件产品新能源电池 pack 包是新能源汽车核心能量源，它是指新能源电池的包装、封装和装配，通过壳体包络构成了新能源电池的主体。聚氨酯硬泡制件与聚氨酯软泡制件作为配件根据具体情况应用于动力电池 pack 包，并非固定比例使用。具体可制成动力电池包水冷板缓冲垫、电池管理系统（BMS）的保温贴片、快速更换电池包的支撑缓冲块等制件。

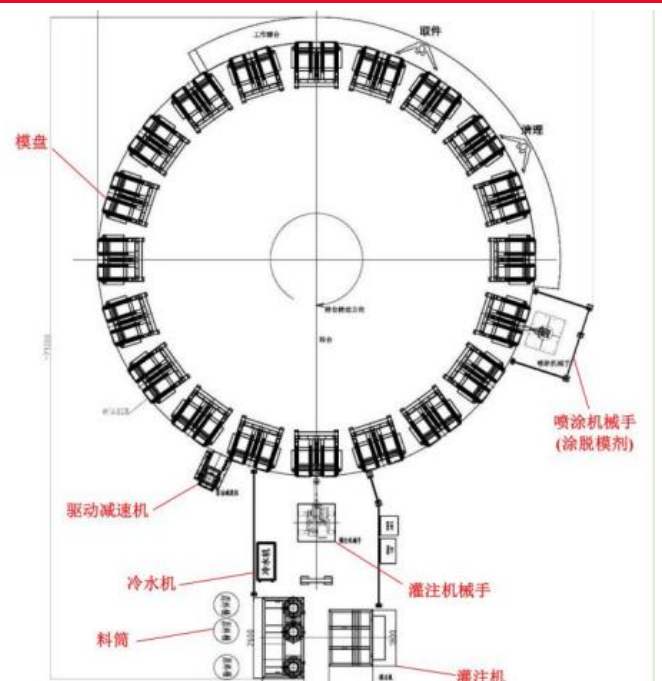
制造新能源电池制件流程包括配料、混合发泡、浇注、熟化、脱模取件、修磨、背胶、切割等。公司拓展该项产能主要出于满足客户需求，在已有新能源电池制件原料生产经验之上，根据需求设计并建设产线，下游客户并无相关浇注等后续相关配套产线，相关订单具备高度定制化、高稳定性。由于该类产品的技术壁垒在于公司自身在聚氨酯领域技术积累，具体产品形状主要由模具进行调整，公司在该业务同样具备一定的灵活性，已实现由“原材料供应商”向“解决方案提供商”的转变，可承接不同下游客户的不同需求实现产能的最大利用。

图4 公司新能源电池制件工艺流程



资料来源：公司环评文件，东海证券研究所

图5 公司新能源电池制件环形生产线



资料来源：公司环评文件，东海证券研究所

3.公司主动拥抱市场应变能力强

聚氨酯较为主要的传统的需求为人造革和发泡材料，对应的主流下游应用为服装鞋类、建筑装饰材料及皮质家具。近年来随着国内地产转入平稳发展、内需转入高质量发展阶段，传统聚氨酯需求已然退出高增速区间。然而另一方面，当下又呈现出以新能源汽车内饰革用

聚氨酯、绿色/循环聚氨酯、新能源电池制件为首的新质需求，以及未来可能的机器人皮肤/电子皮肤领域应用。

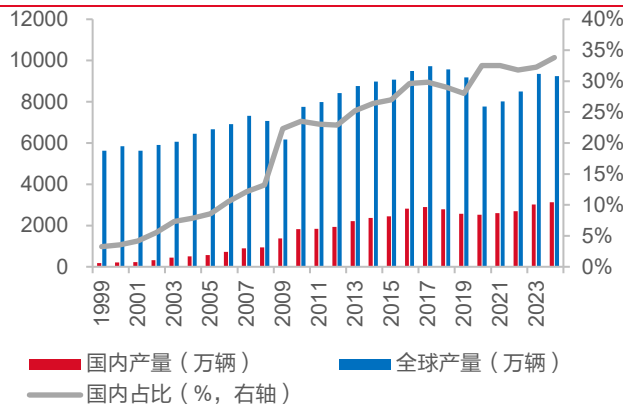
相比于传统的上游原材料供应商，公司得益于多年与下游厂商的紧密合作，在材料组分调节、分子链修饰以达到预期性能方面有明显的技术积累，能够迅速地响应客户及市场需求，同时积累了多年稳定合作的下游客户，未来仍将积极受益于行业新质需求的蓬勃发展。

3.1.公司持续受益于新能源汽车产业高速成长

截至 2024 年底，我国汽车年产量达到 3128.15 万台，近十年 CAGR 为 2.8%。当年国内全年产量占到全世界产量的 34%，相比 2014 年增长了 8 个百分点。值得注意的是，尽管 2018~2020 年间受产业转型、新冠疫情影响，国内汽车产量同比下降，但近三年同比增速再次转正并维持在 3% 以上。得益于我国强大的工业全产业链，在国际上具备较强的竞争能力，可以预计未来随着全球经济进一步修复，我国汽车产量仍将维持高质量增长。

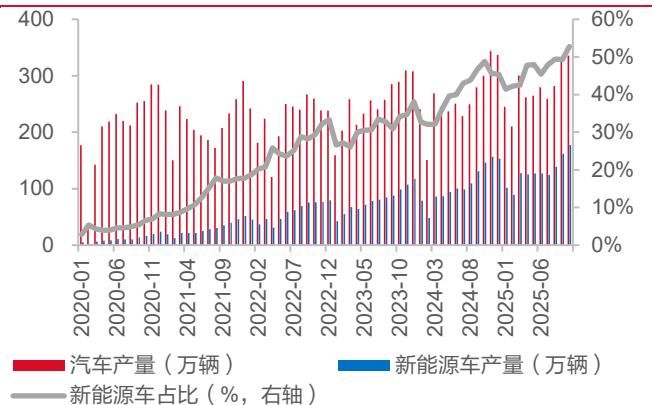
从类别来看，2022 年~2024 年、2025 年 1-10 月，新能源车占国内汽车产量比重分别为 26%、32%、41%、47%，是国内汽车产量增长最重要的驱动力，这也预示着未来国内汽车生产将以新能源车辆为主。

图6 我国及全球汽车产量（万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，东海证券研究所

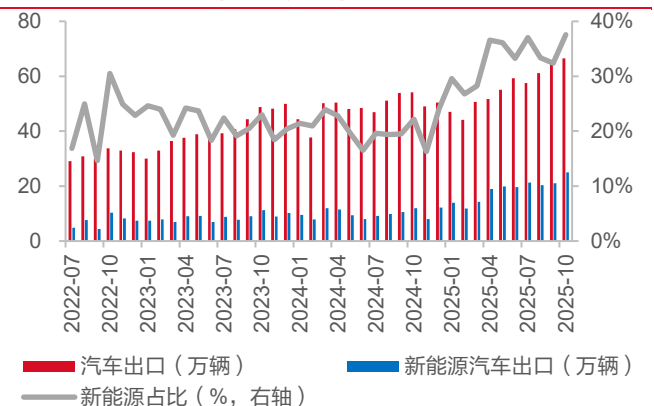
图7 国内汽车产量（万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，东海证券研究所

从出口来看，今年五月以来汽车出口同比增速从4月的3%快速跃升到15%及以上，保持明显较高的景气度，其中30%以上为新能源汽车，且新能源占比有进一步扩大的趋势。目前我国新能源出口的主要阻力为海外国家的贸易保护壁垒，我们认为随着我国与海外的贸易协作和双边互信进一步深入，原有的贸易壁垒逐步清除是大势所趋。

图8 我国汽车出口（万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，东海证券研究所

汇得科技产品覆盖了较广性能指标的聚氨酯材料，在汽车上游原材料中覆盖了汽车内饰、座椅发泡材料、热熔胶、新能源电池用辅助材料等。根据测算，每辆新能源汽车可用聚氨酯材料规模大约在 1000~3000 元。目前很多国产新能源品牌生产商已是公司间接客户，预计公司仍将持续受益于我国汽车产业高速发展。

3.2.公司积极拥抱聚氨酯材料绿色环保化

随着全球对环境友好和消费安全要求的提升，人造革行业材料结构正在出现明显变化——PU 革正逐步取代 PVC 革成为主要发展方向。PVC 革在生产和废弃阶段可能产生二噁英等有害物质，并依赖邻苯二甲酸酯等增塑剂，存在塑化剂迁移、异味及更高 VOC 排放等环境与健康风险；同时其透气性和触感较差，难以满足汽车内饰和高端消费品对舒适性与低排放的要求。相比之下，PU 革具备更柔软的手感、更佳的透气性与抗寒性，产品档次更高，并已在工艺上逐渐向水性 PU、无溶剂 PU、低 VOC 排放材料升级，使其在汽车座椅、精品家具、鞋服等领域的应用不断扩大。

表7 两种人造革对比

对比维度	PU 革	PVC 革
基材组成	聚氨酯涂层布基	聚氯乙烯涂层布基
环境友好性	更环保，可做水性 PU	含氯与增塑剂
VOC 排放	VOC 更低，气味较弱	VOC 更高，气味更重
柔软度	更接近真皮，柔软	手感相对生硬
透气性	较好	较差
耐磨性	良好，但不如 PVC	非常耐磨
抗热性	更稳定	易迁移增塑剂
抗寒性	不易变硬开裂	低温下易脆裂
成本	较高	低成本
应用场景	汽车内饰、高端家具、鞋面等	箱包、廉价鞋材、户外用品等

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

目前美国暂无对 PU 革材料以及车内 VOC 的限制。尽管欧盟目前同样没有一个公开的、统一的车内空气质量 VOC 浓度上限，但 2021 年 11 月 22 日，欧盟颁布 Commission Regulation (EU) 2021/2030 文件，修订了 REACH 附录 XVII，新增 Entry 76，将 DMF 加入附录 XVII（限制物质）。规定自 2023 年 12 月 12 日起，不得以 $\geq 0.3\%$ （w/w）浓度作为物质或混合物在市场上销售或用于制造，也对车内各类零件做出了 VOC 限制。同样的我国早于 2012 年就颁布了《乘用车内空气质量评价指南》，对车内空气中有机物浓度上限制定了执行标准。

同样的，当前聚氨酯行业的绿色发展方向主要聚焦于两大核心路径：原料源头替代和末端循环再生。在原料端，行业正积极推动生物基原料替代，利用植物油、糖类甚至二氧化碳等可再生资源部分替代传统的石油基原料，从而从源头降低产品的碳足迹。在循环端，化学回收技术（如醇解、碱解）是突破重点，旨在将聚氨酯废料高效解聚，重新生成多元醇用于生产新产品，为废弃泡沫、床垫等难处理废料提供了闭环解决方案。

表8 当前聚氨酯绿色发展方向进展

技术路径	主要方向	代表性企业/产品	特点	主要应用领域
生物基原料替代	使用可再生资源（如植物油、糖类、二氧化碳）替代石油基原料	国内：长华化学（二氧化碳基聚醚）、合肥普力（二氧化碳多元醇PCE）、江苏美思德（腰果酚基有机硅表面活性剂）	降低产品碳足迹，减少对化石资源的依赖；部分产品兼具优异力学性能和耐候性。	汽车内饰、家具、鞋材、涂料、胶粘剂
		国外：巴斯夫 Elastollan® N 生物基热塑性聚氨酯、宇部兴产 Adiprene Green		
循环回收技术	物理回收、化学回收（醇解、碱解）	国内：天津工业生物技术研究所研发 PU 解聚酶、中国聚氨酯工业协会制定《聚氨酯硬泡化学回收》标准	化学回收可将聚氨酯废料解聚为再生多元醇；生物酶法降解具有条件温和、绿色高效潜力。	废弃泡沫、床垫、汽车内饰回收
		国外：宇部兴产 Adiprene Green、陶氏化学 RENUVA		

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

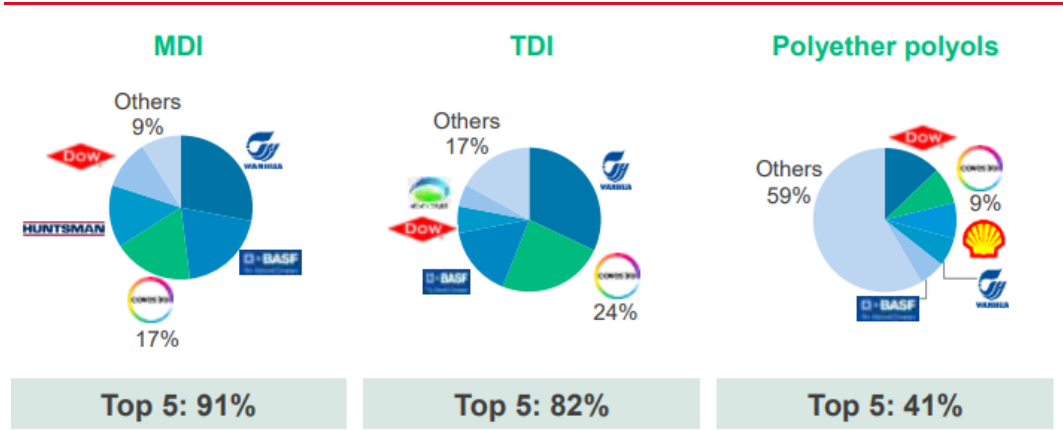
由于溶剂型聚氨酯的品质、性能指标相对更加稳定，且下游客户习惯生产溶剂型 PU 革产品，因此目前 PU 革行业的采购需求以溶剂型革用聚氨酯为主。但汇得科技并未止步于市场主流，前瞻性地持续开发以无溶剂型聚氨酯、水性聚氨酯为首的绿色环保型聚氨酯产品。2023 年 7 月公司环保型聚氨酯扩建项目投产，进一步夯实了在绿色环保聚氨酯产品的竞争力。

今年 10 月，公司与美国 Novolooop 达成战略合作，共同扩大以热解回收聚乙烯为原料的 Novolooop Lifecycled™热塑性聚氨酯的生产规模。双方已签署一份为期五年的合同制造协议，就供应、定价与质量标准建立了长期明确的合作框架。鉴于欧美终端消费厂商愈发抬高对上游供应商环保要求，公司有望凭借此次合作打入更多海外客户供应链。

4.东升西落，我国将引领聚氨酯原料产能增长

全球聚氨酯及其原材料上游产能呈现高度集中化的格局，根据科思创统计，MDI、TDI 和聚酯多元醇全球 CR5 分别达到了 91%、82%和 41%，且主要生产商多为一体龙头，因聚氨酯行业已处于充分竞争的阶段，一体化厂商具备较强的成本优势。

图9 全球主要聚氨酯上游原料供应商



资料来源：科思创 2024 年报，东海证券研究所

2018 年~2022 年，聚氨酯上游的 MDI 及 TDI 产能基本保持稳定，但 2023 年以来存在两条明显的发展主线，即集中化和退产能：部分小型企业被拆分或收购，并入行业巨头；部分大型企业关停产能或永久退出。

表9 全球 MDI 产能

公司	地址	名义产能 (万吨/年)	备注
巴斯夫	中国上海	19	计划扩增至 40.2 万吨
	中国重庆	53	
	比利时安特卫普	65	
	美国盖斯马	38	计划扩增至 60 万吨，2026 年启动
	韩国丽水	25	
万华化学	中国烟台	110	
	中国宁波	150	
	中国福州	80	
	中国银川	30	
科思创	上海	60	
	日本新居滨	7	
	德国布伦斯比特尔	40	2020 年第二套 20 万吨投产
	德国乌丁根	20	
	西班牙塔拉戈纳	17	5 万吨扩产计划搁置
	美国贝敦	33	“新世界级”项目搁置
亨斯迈	中国上海	35	2023 年拆分联恒一期
	荷兰罗曾堡	47	
	美国盖斯马	50	
东曹	日本山口县	40	
	中国瑞安	8	
	越南	10	仅为精馏装置，原料来自山手县南阳事业所，在建中预计 2026 年投产
锦湖三井化学	韩国丽水	61	2024 年扩产 20 万吨
陶氏	美国自由港	34	
	德国施塔德	19	粗 MDI，在代尔夫宰尔精馏
	葡萄牙埃斯塔雷雅	18	粗 MDI，在代尔夫宰尔精馏
Sadara Chemical	沙特朱拜勒	40	PDMI，沙特阿美和陶氏合资
万华宝思德	匈牙利卡辛克巴契卡	40	2011 年成为万华全资子公司
Karoon	伊朗马夏赫尔	4	
合计		1143	

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

表10 全球 TDI 产能

公司	地址	名义产能 (万吨/年)	备注
巴斯夫	中国上海	22	
	韩国丽水	16	
	美国盖斯马	16	
万华化学	中国烟台	30	
	中国福州	72	二期 36 万吨 2025 年 8 月投产
	中国奎屯	20	2023 年收购烟台巨力所得
万华宝思德	匈牙利卡辛克巴契卡	25	
甘肃银光	中国白银	15	
沧州大化	中国沧州	16	
科思创	中国上海	31	TDI 37 万吨节能增效项目在建中
	德国多尔马根	30	2025 年 7 月因变电站火灾停产，预计 2026 年一季度完全恢复
	美国贝敦	22	
Karoon	伊朗马夏赫尔	4	
GNFC	印度巴鲁赫	1.4	
	印度达赫伊	5	
OCI	韩国道群山	5	
韩华	韩国 Yosu	15	
三井化学	日本大牟田	5	2025 年 9 月产能从 12 万吨降至 5 万吨
Sadara Chemical	沙特朱拜勒	20	沙特阿美和陶氏合资
合计		370	

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

具体来看，由于俄乌战争爆发，全球能源成本高涨，叠加中国出口旺盛而海外需求偏软，全球出现结构性的供应过剩，TDI 出现了一波结构性退产；MDI 方面则是集中度加强，头部企业（万华）扩产为主。造成这样差异的原因主要在于：

1. 工艺成本：MDI 生产需经历苯→苯胺→MDA→粗 MDI→精 MDI 的生产链路，投资规模大，单套装置产能一般 40-60 万吨/年，投资壁垒较高，易形成规模效应，强者恒强。TDI 的链路为硝基甲苯→DNT→TDA→TDI，单套规模一般在 10-30 万吨/年，投资小、技术门槛低，易形成产能过剩；
2. 下游应用：MDI 下游应用更加多元、增长稳定，而 TDI 则主要集中在软泡材料，一般与地产周期强相关，这导致 TDI 的抗周期能力较弱；
3. 环保成本：虽然 MDI 和 TDI 生产都需要用到光气，较老的设备和工艺大大抬高了环保和安全成本，这也是多为老旧 TDI 产能退出的原因；
4. 一体化装置成本优势：国内万华化学、科思创上海基地都为一体化装置，生产成本有显著优势，挤压海外产能，进而导致美国、欧洲、MDI 装置被迫降负荷或闲置。

表11 产能退出情况

公司	工厂	国家	产品	退出产能 (万吨/年)	生效年份	说明
巴斯夫	路德维希港	德国	TDI	-30	2023	永久关停（含前驱体 DNT/TDA）
东曹	南阳工厂	日本	TDI	-2.5	2023	完全退出 TDI 业务
Petroquimi ca Rio Tercero	里奥特塞罗	阿根廷	TDI	-2.8	2024	受进口冲击及成本压力，永久关停
三井化学	大牟田工厂	日本	TDI	-7	2025	产能从 12 万吨降至 5 万吨，净退出 7 万吨
亨斯迈	鹿特丹	荷兰	MDI	-15	2023	长期闲置部分装置
亨斯迈	盖斯马	美国	MDI	-15	2023	长期停运部分装置

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

到 2026~2030 年，全球主要新增 MDI 产能为万华巨力 40 万吨年 MDI 项目、万华宁波 180 万吨年 MDI 技改项目、万华福建 150 万吨/年 MDI 技改扩能一体化项目、东曹越南 MDI 精馏项目和巴斯夫美国盖斯马 MDI 扩建项目。其中我国新增产能占到全球新增的 81%，建成后我国产能将会从占全世界的 48% 上升至 52%，占主导地位。TDI 方面，到 2030 年预计全球新增产能只有华鲁恒升 30 万吨/年 TDI 项目，国内产能占世界之比将从 56% 升至 59%。

我们认为，未来全球服装皮鞋用人造革、建筑保温发泡材料需求维持稳定，国内汽车尤其是新能源汽车出口维持强势，叠加国内上游巨头如万华化学迅速占领全球 MDI/TDI 需求缺口、国内聚醚材料供应充足，中下游聚氨酯材料制造商如汇得科技将受益于下游需求的结构性旺盛和上游原材料价格下行造成的利差走阔。

5. 机器人皮肤或为下一热点需求

近年来国内机器人产业高速发展，其中人形机器人国产部件占比从 2 年前的 30% 迅速上升至现在的 80% 以上，意味着供应链的日趋成熟，为未来国内的大规模商业化应用奠定了基础。相比于为工作需求高度定制化的工业机器人，国内庞大的制造业体量和丰富的服务业应用场景，同样为通用性更好的人形机器人提供了广大的市场前景。

由于 TPU 材料的玻璃化转变温度一般在零摄氏度以下，常温下呈高弹态，具备良好的伸缩弹性和抗疲劳性，是一种理想的机器人皮肤及其他各类机器人中柔性/弹性部件的备选材料。如果具体到具备传感性能的电子皮肤，TPU 材料同样因其工业成熟性，作为基材具备良好的竞争力，短期内是较好的工业落地选择。

表12 聚氨酯在机器人中应用

应用方向/部件	材料形态(PU/TPU/弹性体)	核心功能
机器人皮肤/防撞外壳	软质 PU、弹性体包覆	缓冲吸能、防刮伤、安全交互
电子皮肤	高弹仿皮 TPU/PU 发泡层	触觉传感
手部接触层	TPU 弹性体	精密抓取避免损伤工件
联轴器/减振垫片	弹性体 PU	降噪吸振、减小齿隙回弹
齿轮与驱动器耐磨材料	PU 涂层或包胶	降磨损
AGV/机器人足部	实心 PU 轮、TPU 轮胎	抗刺穿、耐磨、低维护
线束/柔性护套	TPU 电缆护套/拖链材料	高柔韧性、耐腐蚀

传感器固定件	PU 弹性缓冲结构	精度保持、防震
电控单元灌封密封	PU 灌封料	绝缘防潮、防尘防震
电池包支撑与密封	PU 发泡结构、密封条	轻量化、阻燃、支撑、密封
传动带/控制带	TPU 同步带	稳定传力、低噪音、抗疲劳
仿生肌腱	高弹 TPU 纤维结构	柔顺驱动、动态响应提高

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

表13 电子皮肤选材的对比

指标 / 特性	TPU	PDMS / 硅橡胶	凝胶	硬性薄膜 (PET 等)
可拉伸性	高	很高	极高 (易干燥/溶胀)	低
透气性	可设计多孔	差	较差	差
工业化/可加工性	热塑性好、可卷对卷	需模具或铸模	工艺复杂, 难量产	薄膜工艺成熟
生物相容性	商业配方可达成	好	良好 (需护理)	需处理接触面
导电复合兼容性	好 (易涂/填充/复合)	需表面处理	有限	需附加层
耐久/洗护	好	较好	较差	较好
最适合场景	可穿戴、卷对卷制造、透气 e-skin	高灵敏/实验样机、微结构传感	生物传感、体内/高湿环境	线路/基板承载

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

6.募投项目助力公司高质成长

2025 年 8 月公司发布《2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书(申报稿)》，拟募集资金 5.8 亿元,用于建设“江苏汇得新材料有限公司年产 30.5 万吨聚氨酯新材料项目”。根据公司此前公布的环评文件，此次募投建设项目对应江苏汇得新材料公司一期项目，建设周期预计为 12 个月，13~24 个月完成安装调试，项目整体在 2029 年达产。项目建成后将形成产能聚酯多元醇 9.5 万吨、共聚酯 0.5 万吨、醇解改性多元醇 0.5 万吨、接枝聚酯多元醇 2 万吨、聚氨酯树脂 16 万吨、聚氨酯胶 2 万吨，将丰富公司在各类聚氨酯改性材料的生产能力，更好地匹配下游企业需求，提高公司产品附加值。

表14 江苏汇得规划产能 (万吨)

	一期	二期	三期
聚酯多元醇	9.5	聚酯多元醇	4
共聚酯	0.5	聚氨酯原液 (组料)	8
醇解改性多元醇	0.5	聚氨酯原液 (MT)	
接枝聚酯多元醇	2		聚氨酯胶
聚氨酯树脂	16		聚酯多元醇
聚氨酯胶	2		共聚酯
			改性多元醇
			有机硅胶

合计 30.5

12

30.5

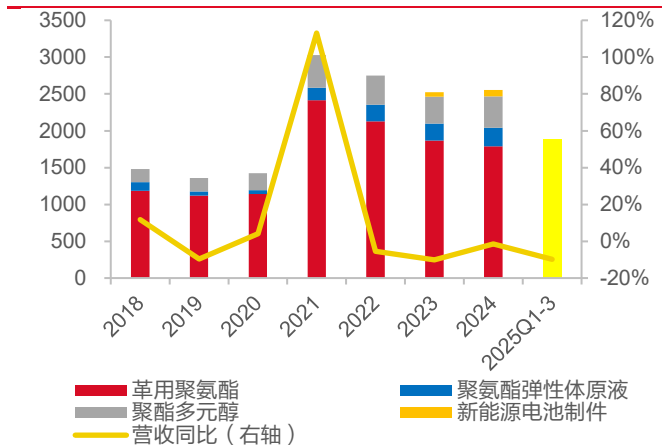
资料来源：公司环评文件，东海证券研究所

7. 公司营收质量稳步提升，估值有望突破

2025 年前三季度，汇得科技实现营业收入 18.91 亿元，同比下滑 9.87%，主要受行业需求波动及产品价格下行影响；但归母净利润达 7614 万元，同比微增 0.17%。从拆分产品毛利来看，2023~2024 年各类产品毛利率明显修复，成本管控支撑利润端韧性。其中新能源车电池制件毛利率明显高于公司其他产品类别，未来随公司相应产能满产满销，有望增厚公司利润改善公司盈利质量。

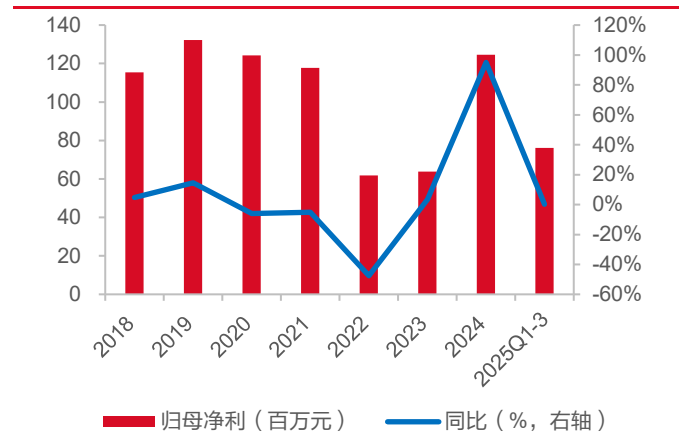
尽管收入承压，公司通过优化供应链与应收账款管理，2025 年前三季度经营活动产生的现金流量净额达 1.87 亿元，相比之下去年同期为-0.99 亿元，主要得益于原材料价格下跌带动采购支出减少，以及应收款增长幅度同比下降，现金流质量显著改善。

图10 公司各类产品营收（百万元，%）



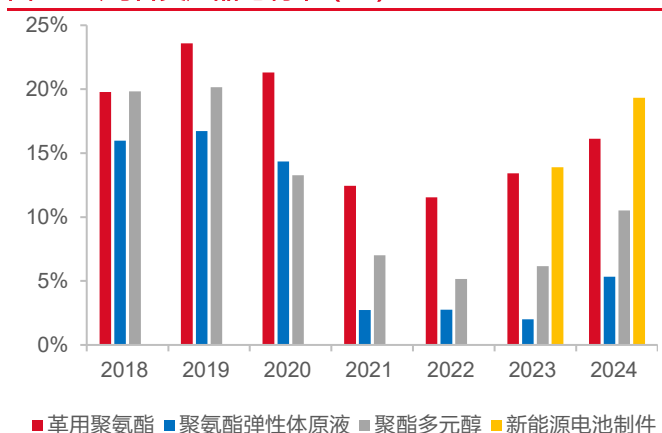
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 公司归母净利润（%）



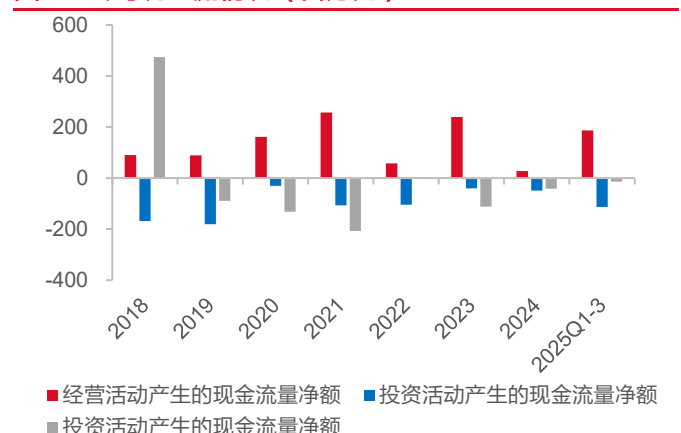
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 公司各类产品毛利率（%）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图13 公司现金流情况（百万元）



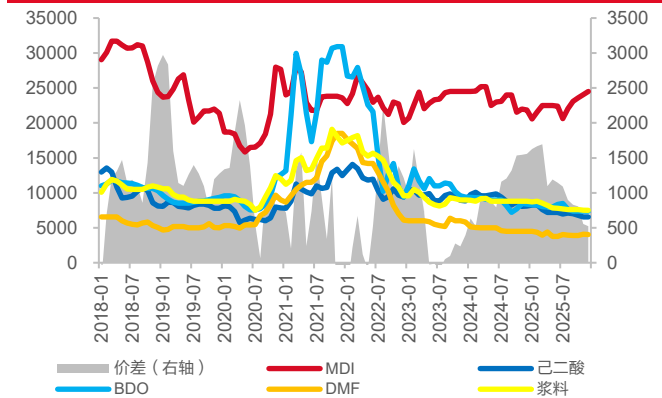
资料来源：公司年报，东海证券研究所

2020 年，受国内外需求报复性反弹影响，公司所需主要原料价格迎来了一阶段上行，叠加俄乌冲突抬高上游原料价格，浆料价差维持在低位震荡，而 TPU 价差在受益于海外需

求上行后迅速转负。而公司产品定价较为刚性，受原材料涨价影响体现为公司归母净利润 2020~2023 年维持较低增速。

我们认为，地缘政治对上游原料成本价格拉升边际影响减弱，叠加全球需求结构性疲软，公司所需主要原料价格进入下行区间。考虑到公司产品下游客户所处行业仍处于扩张区间，需求较为旺盛，售价或维持稳定，盈利有望维持高质成长。

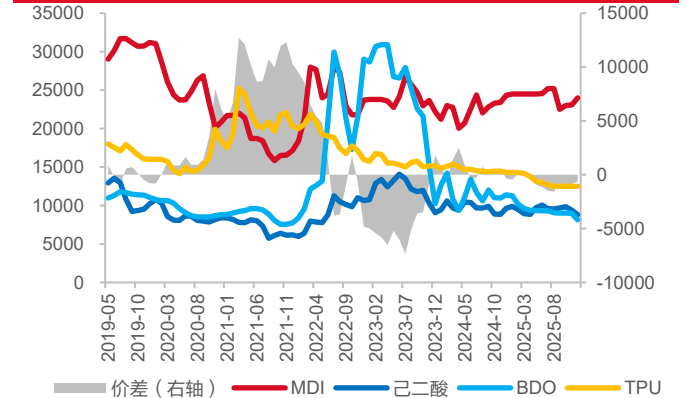
图14 革用聚氨酯浆料价差（元/吨）



资料来源：钢联数据、百川盈孚，东海证券研究所

注：价差=浆料-0.12*MDI-0.15*己二酸-0.03*BDO-0.7*DMF（未考虑副产品和除增值税外各项税）

图15 TPU 价差（元/吨）



资料来源：钢联数据、百川盈孚，东海证券研究所

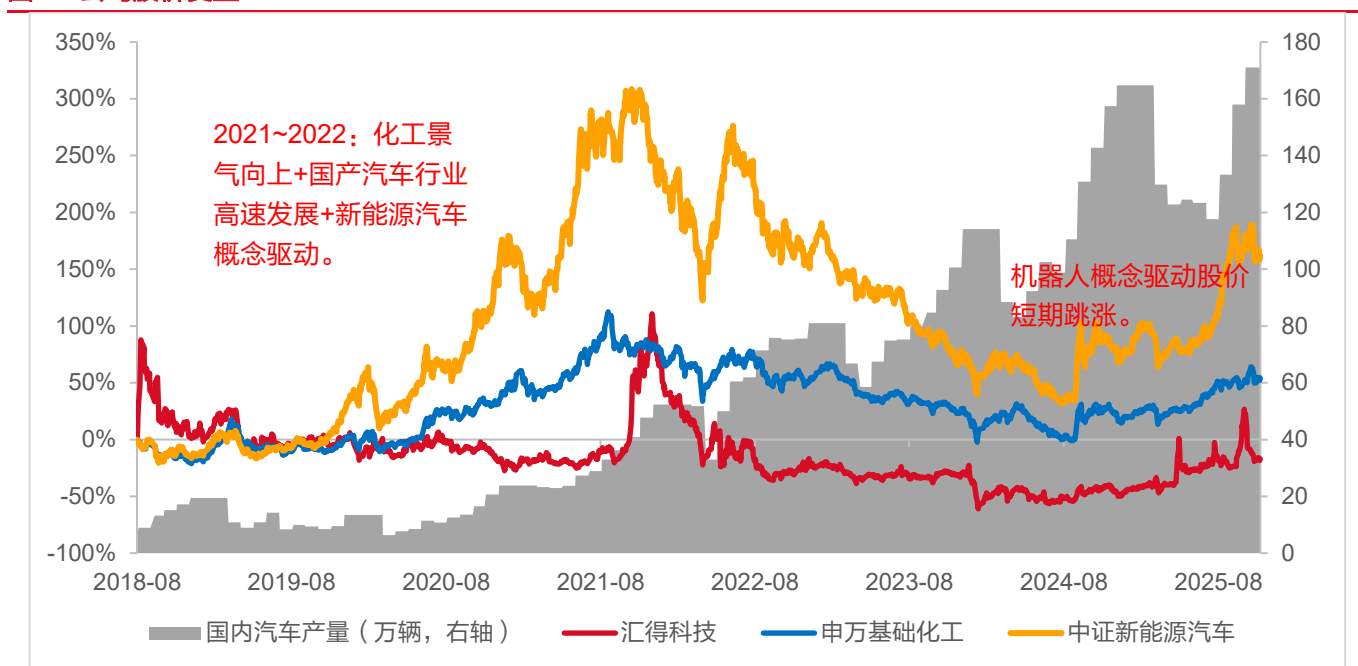
注：价差=TPU-0.36*己二酸-0.34*BDO-0.3*MDI（未考虑副产品和除增值税外各项税）

公司股价在 2021 年~2022 年经历过估值的大幅抬升，我们认为在当年货币政策和工具协同发力塑造较为宽松的货币环境这个先决条件之外，还受以下几条重要因素共振发力影响：

1. 化工行业的周期属性：2021 年为化工行业上行周期，化工产品价格指数年内从 4153 上行至最高 6467 点，最大涨幅达 55.7%。在此期间，DMF 等公司库存原料市场价快速上涨，公司受益于库存价值损益和市场对其盈利预期；
2. 汽车+皮革行业的复苏叠加结构升级：汽车工业 2021-2022 连续增长，尤其是新能源汽车产量 2021 年 367.7 万辆、2022 年 700.3 万辆，分别同比+152.5%、+90.5%。皮革行业整体在 2021 年出口和需求端明显回暖，皮革类产品 2021 年 1-10 月出口金额同比增长约 34.8%。
3. 资金面——多项概念的情绪共振：在这一时期，新能源汽车为主要领涨题材之一，叠加公司所处基础化工行业顺周期，公司 2021 年三季报归母净利润实现 28.7%高速增长，市场概念叠加驱动公司估值上行。

今年以来，化工品价格仍处于下行阶段，但受国内反内卷政策调控，有望进入顺周期阶段，同时国内汽车行业维持较高景气度，汽车出口再回高增速阶段，我们认为公司估值有望实现由基本面支撑的估值突破。

图16 公司股价复盘



资料来源：Wind，东海证券研究所

8.业绩预测及估值

成本及营收假设：

- 1、我们预计公司所需作为改性辅料添加、用量较少、市场整体产能较低的高价值化学原料价格保持稳定；
- 2、由于国内各类化工产能仍处于扩张阶段，假定公司使用的大类化学原料年均价格处于下行趋势；
- 3、由于公司与下游厂商合作紧密，自身产品竞争力强、技术门槛高，可替代性较低，产品销售单价维持稳定；
- 4、公司部分产线此前因在报告期内建成达产导致产能利用率较低，预计后续所有产线维持较高开工率；
- 5、此外假设公司中间产品无外购情况。

表15 公司主要业务营收毛利拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
革用聚氨酯				
销售收入（百万元）	1790.88	1838.40	1922.76	1956.14
同比增速（%）	-4.18%	2.65%	4.59%	1.74%
毛利率（%）	16.12%	16.19%	15.82%	16.31%
聚氨酯弹性体原液				
销售收入（百万元）	251.82	253.47	266.22	278.88
同比增速（%）	9.39%	0.65%	5.03%	4.75%
毛利率（%）	5.34%	1.76%	1.10%	0.80%
聚酯多元醇				
销售收入（百万元）	422.86	429.04	452.74	472.06
同比增速（%）	16.59%	1.46%	5.52%	4.27%

毛利率 (%)	10.52%	10.70%	11.89%	12.71%
新能源电池制件				
销售收入	87.41	86.51	86.73	86.84
同比增速 (%)	42.06%	-1.03%	0.26%	0.12%
毛利率 (%)	19.32%	22.69%	22.83%	22.90%
合计				
营业总收入 (百万元)	2670.93	2756.04	2887.98	2967.93
同比增速 (%)	-1.51%	3.19%	4.79%	2.77%
综合毛利率 (%)	13.72%	13.46%	13.36%	13.70%

资料来源: iFinD, 东海证券研究所

考虑到公司下游需求维持良好景气度, 所需主要化工原料价格进入下行区间, 已建成产能进入满产状态, 叠加公司积极布局环保型及回收再生聚氨酯赛道, 我们认为未来公司将始终保持高质量成长轨道, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.26/1.31/1.36 亿元, EPS 分别为 0.89/0.93/0.96, 以 2025 年 12 月 10 日收盘价计算, 对应 PE 为 26.39x/25.32x/24.52x。看好公司业绩确定性 & 未来成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。

表16 可比公司估值表

代码	简称	2025/12/10 收盘价 (元)	市值 (亿 元)	市盈率 PE				EPS (元/股)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
920261.BJ	一诺威	14.68	42.74	16.31	20.55	16.96	14.39	0.61	0.71	0.87	1.02
300218.SZ	安利股份	15.70	34.07	17.21	16.65	13.09	10.64	0.89	0.94	1.20	1.48
300848.SZ	美瑞新材	14.89	63.71	86.75	41.64	22.92	16.29	0.19	0.36	0.65	0.91
300980.SZ	祥源新材	26.11	36.05	123.89	50.07	29.07	19.59	0.18	0.52	0.90	1.33
	行业平均		44.14	61.04	32.23	20.51	15.23	0.47	0.63	0.90	1.18
603192.SH	汇得科技	23.48	33.28	26.72	26.39	25.32	24.52	0.88	0.89	0.93	0.96

资料来源: Wind, 东海证券研究所 (截至 2025 年 12 月 10 日收盘, 除汇得科技外, 其他均采用 wind 一致预期)

9.风险提示

- 1) 产能落地不及预期: 公司预计 2029 年有较多产能落地, 产能落地情况或影响未来盈利兑现;
- 2) 原材料价格波动: 公司一体化程度低, 所需 MDI、己二酸、DMF 等原材料完全依赖上游供应商, 若上游原材料价格波动, 将影响公司业务成本;
- 3) 地缘政治风险: 地缘政治问题或导致公司下游客户产品出口, 从而影响公司订单和回款;
- 4) 下游需求不及预期: 下游需求恢复不及预期将导致公司利润边际难以实现突破。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	588.94	1263.89	1319.56	1457.01
应收票据及账款	773.23	807.94	799.14	650.51
预付账款	83.65	90.61	91.47	91.88
其他应收款	0.67	2.69	1.41	1.70
存货	258.10	273.66	281.06	287.14
其他流动资产	2.91	6.33	6.63	6.82
流动资产总计	1707.51	2445.11	2499.27	2495.06
长期股权投资	0.06	0.05	0.03	0.02
固定资产	401.26	327.97	360.56	379.68
在建工程	21.68	21.76	76.01	132.51
无形资产	65.05	73.44	81.62	89.60
长期待摊费用	7.20	3.60	0.00	0.00
其他非流动资产	33.07	63.82	53.57	43.32
非流动资产合计	528.31	490.62	571.79	645.13
资产总计	2235.83	2935.74	3071.07	3140.18
短期借款	20.02	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	533.32	619.96	667.34	647.21
其他流动负债	101.82	84.69	92.89	100.96
流动负债合计	655.16	704.65	760.23	748.17
长期借款	25.95	18.68	17.49	15.05
其他非流动负债	2.59	2.59	2.59	2.59
非流动负债合计	28.54	21.27	20.07	17.64
负债合计	683.70	725.92	780.30	765.81
股本	141.15	184.09	184.09	184.09
资本公积	702.10	1239.16	1239.16	1239.16
留存收益	708.87	786.56	867.51	951.12
归属母公司权益	1552.13	2209.82	2290.76	2374.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1552.13	2209.82	2290.76	2374.38
负债和股东权益合计	2235.83	2935.74	3071.07	3140.18

现金流量表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	124.56	117.95	122.57	126.86
折旧与摊销	81.35	83.17	94.82	102.66
财务费用	-1.79	-1.72	-3.64	-4.07
其他经营资金	38.23	8.96	9.71	9.75
经营性现金净流量	27.91	215.24	280.57	364.83
投资性现金净流量	-49.34	-46.27	-176.85	-176.86
筹资性现金净流量	-41.35	505.98	-48.05	-50.52
现金流量净额	-62.33	674.95	55.67	137.45

利润表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2670.92	2756.04	2887.98	2967.93
营业成本	2304.48	2385.01	2502.16	2561.27
营业税金及附加	7.15	7.39	7.74	7.96
销售费用	65.63	64.49	67.58	69.45
管理费用	79.46	81.85	85.77	92.60
研发费用	71.35	73.59	77.11	79.24
财务费用	-1.79	-1.72	-3.64	-4.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	137.41	139.16	145.02	149.79
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	137.57	139.33	145.18	149.95
所得税	13.02	13.18	13.73	14.19
净利润	124.56	126.15	131.44	135.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	124.56	126.15	131.44	135.77
EBITDA	217.13	220.77	236.35	248.54
NPOLAT	113.03	124.35	127.92	131.85
EPS(元)	0.88	0.89	0.93	0.96

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入率	-1.51%	3.19%	4.79%	2.77%
EBIT增长率	135.60%	1.34%	2.86%	3.07%
EBITDA增长率	54.81%	1.67%	7.06%	5.16%
净利润增长率	95.00%	1.27%	4.20%	3.29%
盈利能力				
毛利率	13.72%	13.46%	13.36%	13.70%
净利率	4.66%	4.58%	4.55%	4.57%
ROE	8.03%	5.71%	5.74%	5.72%
ROA	5.57%	4.30%	4.28%	4.32%
ROIC	9.37%	8.66%	9.10%	9.09%
估值倍数				
P/E	26.72	26.39	25.32	24.52
P/S	1.25	1.21	1.15	1.12
P/B	2.14	1.51	1.45	1.40
股息率	1.59%	1.46%	1.52%	1.57%
EV/EBIT	14.57	18.34	17.58	16.18
EV/EBITDA	9.11	11.43	10.53	9.50
EV/NOPLAT	17.51	20.30	19.45	17.91

资料来源：iFinD，东海证券研究所（截至 2025 年 12 月 10 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089