

一諾威(920261.BJ)

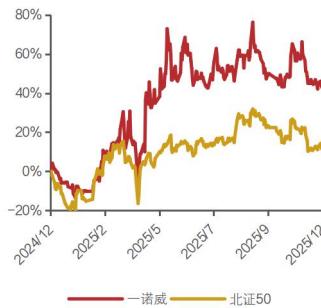
投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年12月11日

收盘价 (元)	15.05
一年内最高 / 最低 (元)	18.47/9.01
总市值 (百万元)	4,381.55
流通市值 (百万元)	2,566.75
总股本 (百万股)	291.13
资产负债率 (%)	42.08
每股净资产 (元/股)	5.57

资料来源：聚源数据

——CPU 全国制造业单项冠军，产能扩张+下游应用高端化带来新增量

投资要点：

- **公司技术深耕聚氨酯二十余年，全链条协同发展。**一諾威主营业务聚焦聚氨酯弹性体、聚酯/聚醚多元醇及组合聚醚、EO、PO 其他下游衍生物三大品类，**其中 CPU 产品为全国制造业单项冠军**，广泛应用于矿业、体育、交通等行业。公司坚持技术驱动，设有博士后科研工作站及多个省级研发平台，**截至 2025H1 已获授权并在有效期内的发明专利 520 余项，参与制定 20 余项国家标准**。公司实际控制人徐军直接持股约 40%，管理团队具备深厚的行业技术背景。2025H1 实现营收 35.50 亿元 (YOY+6.98%)，毛利率回升至 7.24%，归母净利润 1.12 亿元 (同比大幅增长 54.98%)，盈利能力的提升主要得益于营收规模扩张及毛利率优化。募投项目年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目达产后或将进一步巩固产业链优势。
- **中国为聚氨酯生产和消费大国，行业集中度趋势加快。**2023 年中国聚氨酯产量达 1650 万吨，占全球总产量约 50%，市场规模预计 2027 年增长至 2379 亿元。**上游原材料领域**，MDI 和 TDI 均呈现寡头垄断格局，各自领域前五大厂商如万华化学、巴斯夫等占据全球 80% 以上产能；2023 年中国 MDI 消费量 240 万吨 (同比+11%)，TDI 表观消费量 84.5 万吨 (同比+12.5%)。**聚醚多元醇产能持续扩张**，2023 年国内产能达 785 万吨，同时出口量显著增长至 160 万吨，国际竞争力增强。**聚氨酯弹性体**作为关键细分市场，2023 年全球销售额 61.67 亿美元，其中中国市场占比 43.58%，规模 26.87 亿美元，2030 年有望提升至 44.80 亿美元。**下游应用端向高端制造领域逐步渗透**，TPU 在鞋材 (2024 年消费占比 29%)、汽车 (2024 年消费占比 10%) 等领域需求旺盛，CPU 在风电海缆、工程机械密封等场景应用深化。
- **公司在聚氨酯细分领域具备领先优势，产能扩张打开成长空间。**公司 CPU 产品 2021 年市场占有率达到 35%，位居全国第一，同时组合聚醚获评山东省制造业单项冠军。通过聚醚-弹性体、聚酯-弹性体、聚醚-组合聚醚三大产业链纵向整合，目前规划在建产能超 70 万吨，其中年产 30 万吨环氧丙烷、环氧乙烷下游衍生物项目和年产 20 万吨低碳环保型硬质聚氨酯组合聚醚项目预计 2025 年 12 月完工，**两大项目投产后高端产品产能或将增加 50%，进一步巩固企业规模优势**。公司研发实力雄厚，2020-2024 年研发支出占营收比例均维持在 4% 以上，并且**研发项目众多，旨在拓宽应用领域，强化产业链优势，聚焦无溶剂胶黏剂、生物基聚酯等绿色高端材料，持续推动产品向新能源、汽车等高附加值领域延伸**。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.02/2.33/2.68 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 21.7/18.8/16.3 倍，我们选取万华化学、美瑞新材、隆华新材作为可比公司，2025 年对应可比公司 PE 为 27X。公司专注聚氨酯产业二十余年，在聚氨酯细分领域具备领先优势，我们看好其高端化产品产能释放以及不断拓展下游应用带来的增长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**产品技术更新换代风险、上游原材料价格波动的风险、汇率波动的风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,296	6,857	7,478	8,338	9,391
同比增长率 (%)	-0.20%	8.92%	9.05%	11.51%	12.62%
归母净利润 (百万元)	127	177	202	233	268
同比增长率 (%)	-33.36%	38.72%	14.41%	15.23%	15.18%
每股收益 (元/股)	0.44	0.61	0.69	0.80	0.92
ROE (%)	8.84%	11.47%	12.28%	13.18%	14.07%
市盈率 (P/E)	34.42	24.82	21.69	18.82	16.34

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.02/2.33/2.68 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 21.7/18.8/16.3 倍，我们选取万华化学、美瑞新材、隆华新材作为可比公司，2025 年对应可比公司 PE 为 27X。公司专注聚氨酯产业二十余年，在聚氨酯细分领域具备领先优势，我们看好其高端化产品产能释放以及不断拓展下游应用带来的增长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合下游需求逐步恢复以及对于公司产能扩张和产品高端化的积极预期，我们假设如下：

(1) 聚酯多元醇、聚醚多元醇：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+1%/+6%/+10%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 25.69/27.23/29.96 亿元；

(2) 聚氨酯弹性体：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+1%/+6%/+8%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 23.53/24.94/26.93 亿元；

(3) EO、PO 其他下游衍生精细化工材料：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+8%/+10%/+12%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 4.90/5.39/6.04 亿元；

(4) 其他业务：预计收入较快增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+35%/+25%/+20%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 20.61/25.77/30.92 亿元。

投资逻辑要点

我国是全球聚氨酯生产和消费大国，行业和材料集聚效应凸显，聚氨酯已逐渐成为我国化工和新材料行业中增长最快的行业之一。公司主营产品顺应了产业升级和行业进步的方向与趋势，充分发挥聚醚、聚酯双产业链规模优势，发展空间广阔，市场占有率为有望稳步提升，竞争力持续增强。

公司在 CPU、铺装材料、防水材料、组合聚醚等聚氨酯产业细分领域具备领先优势，在建产能中高端化产品丰富，未来或将充分发挥聚醚、聚酯双产业链的规模优势，持续加大市场开发的广度与深度，探索下游新应用场景，有望不断提升市场份额。

核心风险提示

产品技术更新换代风险、上游原材料价格波动的风险、汇率波动的风险

内容目录

1. 技术深耕聚氨酯二十余年，全链条协同发展	7
1.1. 业务情况：以聚氨酯产品为主，下游应用领域广泛	7
1.2. 股权结构：公司实际控制人为徐军，直接持股 40%	10
1.3. 募投项目：聚氨酯系列产品扩建项目预计 2026 年 6 月 30 日达到可使用状态	10
2. 行业：中国为聚氨酯生产和消费大国，行业集中度趋势加快	11
2.1. 上游：TDI 和 MDI 市场需求增长，中国聚醚多元醇产品国际竞争力增强	12
2.2. 聚氨酯弹性体：行业需求持续上升，在高端制造业的应用范围有望继续扩大	16
3. 公司在聚氨酯细分领域具备领先优势，产能扩张打开成长空间	19
3.1. CPU 产品为全国制造业单项冠军，2021 年市场占有率为 35%	19
3.2. 产业链纵向一体化延伸，下游应用横向多元化扩张	21
4. 盈利预测与评级	24
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司旗下产品及下游应用示例	7
图表 2: 一诺威专注聚氨酯产业 22 年	8
图表 3: 2025H1 聚氨酯弹性体占总营收 32.32%	8
图表 4: 2025H1 聚氨酯弹性体毛利率 10.74%	8
图表 5: 2025H1 公司营收 35.5 亿元 (yoY+6.98%)	9
图表 6: 2025H1 公司毛利率为 7.24%	9
图表 7: 2025H1 归母净利润 1.12 亿元 (yoY+54.98%)	9
图表 8: 2020 年至 2025H1 研发费用率较为稳定	9
图表 9: 公司实际控制人为徐军 (截至 2025 年三季报)	10
图表 10: 截至 2025H1 公司年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目已投入 1.35 亿元 ...	10
图表 11: 聚氨酯原材料及制品涉及种类及代表性企业	11
图表 12: 中国聚氨酯行业产业链结构	12
图表 13: 中国聚氨酯市场销售额及增长率	12
图表 14: 中国二苯基甲烷二异氰酸酯(PM200)价格 (单位: 元/吨)	13
图表 15: 中国甲苯二异氰酸酯价格 (单位: 元/吨)	13
图表 16: 2019-2026 年聚醚多元醇产能情况	14
图表 17: 2019-2023 年聚醚多元醇进出口情况	14
图表 18: 2019-2023 年国内聚醚多元醇下游消费情况	14
图表 19: 2023 年国内聚醚分产品需求结构	15
图表 20: 2023 年国内聚醚多元醇下游消费结构	15
图表 21: 2023 年国内聚醚生产商产能情况	15
图表 22: 全球聚氨酯弹性体市场销售额及增长率	16
图表 23: TPU 上下游产业链	17
图表 24: 中国 TPU 产能及产量统计	18
图表 25: 中国 TPU 消费量统计	18
图表 26: 聚氨酯弹性体可用于汽车减震	18
图表 27: 2021 年公司 CPU 产品市场占有率为 34.61%, 全国排名第一	19
图表 28: 公司高中低端产品的市场应用场景与行业竞争情况	20
图表 29: 2021 年公司产能利用率为 66.22%	20

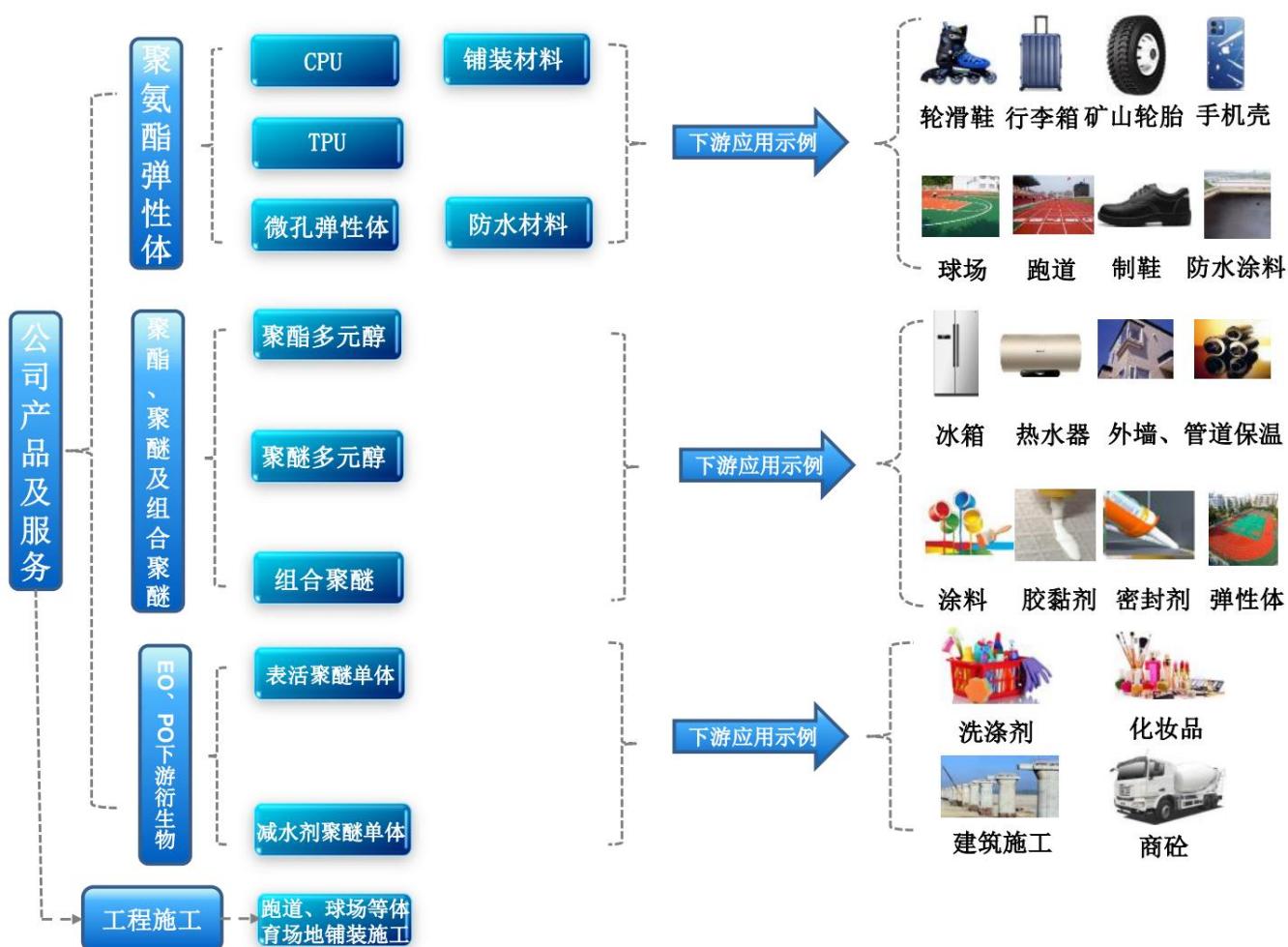
图表 30: 公司在建产能丰富 (截至 2024/12/31)	21
图表 31: 境内业务营收增长强劲	21
图表 32: 境外业务毛利率相对更高	21
图表 33: 公司上下游产业链紧密结合	22
图表 34: 2020-2024 年研发支出占营收比例均维持在 4%以上	22
图表 35: 截至 2024 年, 公司有发明专利 507 项	22
图表 36: 公司研发项目旨在不断拓宽应用领域	23
图表 37: 一诺威可比公司估值表 (截至 20251211)	24

1. 技术深耕聚氨酯二十余年，全链条协同发展

1.1. 业务情况：以聚氨酯产品为主，下游应用领域广泛

公司为国内专业的聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物系列产品规模化生产企业，主要从事聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物系列产品的研发、生产与销售。公司产品分为三大类，一类是聚氨酯弹性体系列产品，包括浇注型聚氨酯弹性体(又称预聚体,CPU)、热塑性聚氨酯弹性体 (TPU)、微孔弹性体、铺装材料及防水材料等；一类是聚酯多元醇、聚醚多元醇 (PPG) 及聚氨酯组合聚醚等；一类是 EO、PO 其他下游衍生物，包括表活聚醚单体、减水剂聚醚单体等。

图表 1：公司旗下产品及下游应用示例

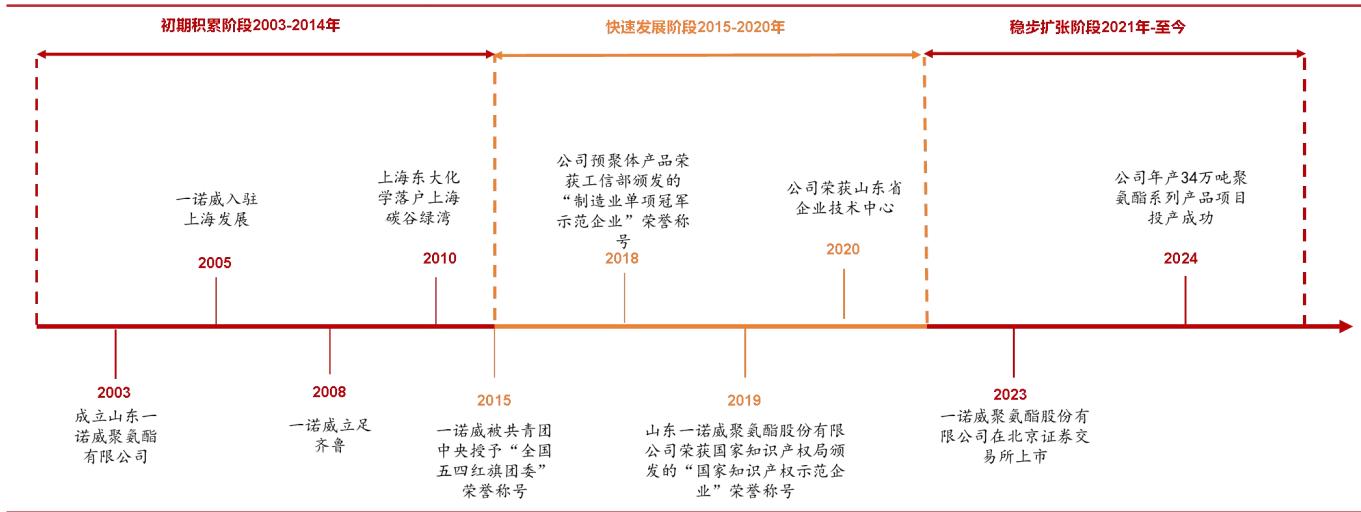


资料来源：一诺威招股书、华源证券研究所

公司以技术研发为驱动，自主研发并掌握了多项聚氨酯材料生产及应用核心技术，形成科技自主创新体系。公司设有博士后科研工作站，拥有山东省工程技术研究中心、山东省企业技术中心、聚氨酯弹性体山东省工程研究中心、山东省“一企一技术”中心等多个省、市科研平台。截至 2025H1，公司已获授权并在有效期内的发明专利达到 520 余项，主持或参与起草了 20 余项国家标准及多项行业标准。基于多样化的产品及出色的产品性能，公司产品

被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育等众多行业。

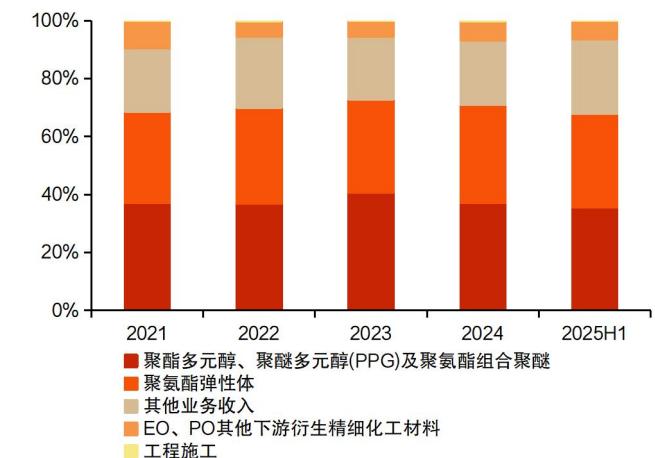
图表 2：一诺威专注聚氨酯产业 22 年



资料来源：一诺威官网、华源证券研究所

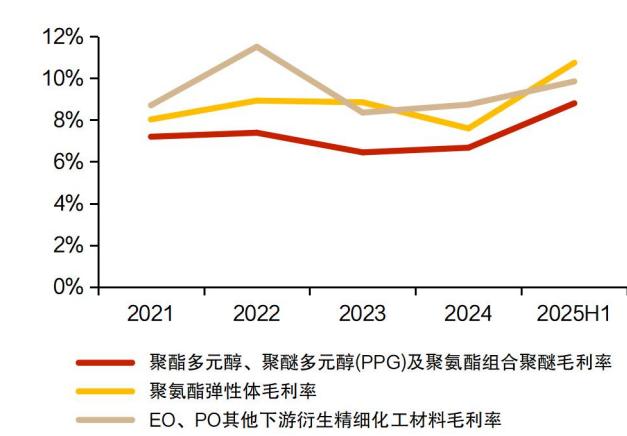
公司的主要产品和服务包括聚酯多元醇、聚醚多元醇(PPG)、聚氨酯弹性体、EO/PO 其他下游衍生精细化工材料等。聚酯多元醇、聚醚多元醇(PPG)及聚氨酯组合聚醚是公司主要营收来源之一,2025H1 占总营收 35.62%,营收同比基本持平,毛利率为 8.8% (yoy+2.76pcts)。聚氨酯弹性体 2025H1 占总营收 32.32%, 营收同比增速为 -0.9%, 毛利率为 10.74% (yoy+4.23pcts)。其他业务收入 2025H1 占总营收 25.81%, 营收同比增幅 32.84%, 主要原因是加大市场开发力度, 原材料聚醚多元醇、异氰酸酯贸易销售订单增加, 毛利率 2.64%。另外公司还有 EO、PO 其他下游衍生精细化工材料业务, 2025H1 占总营收 6.26%, 营收同比增长 7.35%, 毛利率为 9.85%。

图表 3：2025H1 聚氨酯弹性体占总营收 32.32%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 4：2025H1 聚氨酯弹性体毛利率 10.74%

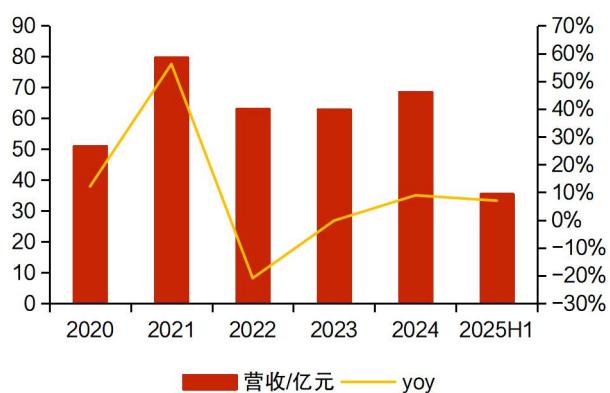


资料来源：iFinD、华源证券研究所

收入端: 2021 年至 2024 年, 公司营收分别为 79.77 亿元 (yoy+56.21%)、63.08 亿元 (yoy-20.92%)、62.96 亿元 (yoy-0.20%)、68.57 亿元 (yoy+8.92%) , 2025H1 营收为 35.50 亿元 (yoy+6.98%) 。

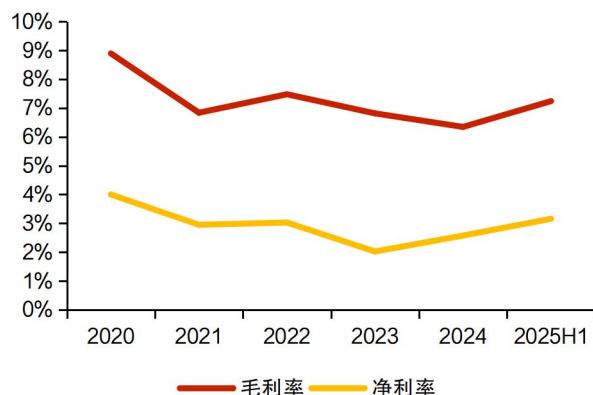
盈利能力端: 2021 年至 2025H1 , 公司毛利率分别为 6.84%、7.47%、6.81%、6.34%、7.24% ; 净利率分别为 2.95%、3.03%、2.02%、2.57%、3.16% 。2024 年至 2025H1 , 利润率呈上升趋势。2025 年上半年毛利率提升主要得益于产品结构优化、内部管理的提升以及原材料价格的波动。

图表 5: 2025H1 公司营收 35.5 亿元 (yoy+6.98%)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 6: 2025H1 公司毛利率为 7.24%

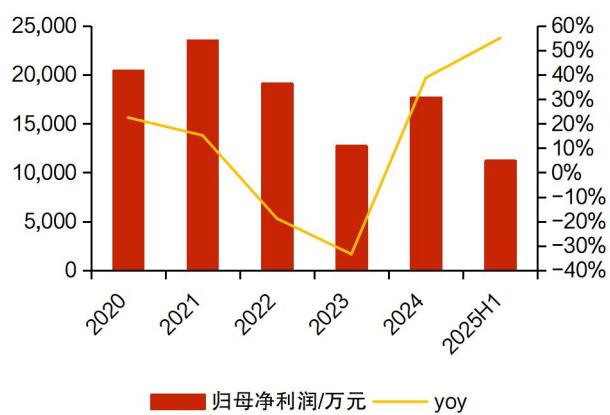


资料来源: iFinD、华源证券研究所

利润端: 公司 2021 年至 2025H1 归母净利润分别为 2.35 亿元 (yoy+15.19%)、1.91 亿元 (yoy-18.80%)、1.27 亿元 (yoy-33.36%)、1.77 亿元 (yoy+38.72%)、1.12 亿元 (yoy+54.98%) , 2024 年起呈现上升态势。

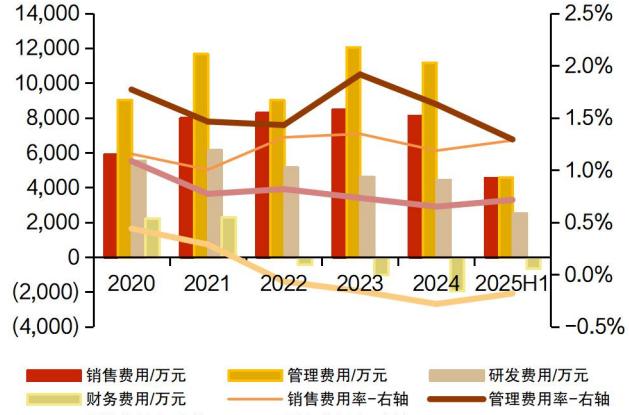
费用端: 公司 2025H1 财务费用同比增加 649.69 万元, 增幅 50.12% , 主要原因系汇兑损失同比增加 111.9 万元, 汇兑收益同比减少 525.64 万元所致; 2021 年至 2024 年公司管理费用率有所波动但维持在 1.4% 至 2% 区间; 研发费用率整体较为稳定。

图表 7: 2025H1 归母净利润 1.12 亿元 (yoy+54.98%)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 8: 2020 年至 2025H1 研发费用率较为稳定



资料来源: iFinD、华源证券研究所

1.2. 股权结构：公司实际控制人为徐军，直接持股 40%

公司高管团队专业性高，实际控制人为徐军，无一致行动人。公司控股股东、实际控制人董事长为徐军先生，为正高级工程师，根据 2025 年三季报，其直接持有公司 39.96% 的股份，公司前十大股东共同持股 64.31%。总经理李健先生是高级工程师，副总经理陈海良先生是正高级工程师。

图表 9：公司实际控制人为徐军（截至 2025 年三季报）



资料来源：一诺威 2025 年三季报、华源证券研究所

1.3. 募投项目：聚氨酯系列产品扩建项目预计 2026 年 6 月 30 日达到可使用状态

根据 2025 年半年度募集资金存放、管理与实际使用情况的专项报告，截至 2025H1，公司“年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目”已累计投入募集资金 1.35 亿元，部分生产线已达到可使用状态。公司根据市场需求调整产品布局及生产计划，并根据整体生产计划调整募投项目建设进度，预计项目达到预定可使用状态日期为 2026 年 6 月 30 日。募投项目达产后，公司或将新增聚酯 16 万吨/年、TPU6 万吨/年、微孔弹性体 2 万吨/年、粘合剂 4 万吨/年、CPU5 万吨/年、分离 TDI1 万吨/年产能。

图表 10：截至 2025H1 公司年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目已投入 1.35 亿元

募集资金用途	调整后投资总额(元)	截至 2025H1 累计投入金额(元)	截至 2025H1 投入进度	项目达到预定可使用状态日期
募投项目年产 34 万吨聚氨酯系列产品 扩建项目	287,390,679.20	134,796,659.71	46.90%	2026 年 6 月 30 日
合计	287,390,679.20	134,796,659.71	-	-

资料来源：一诺威公告、华源证券研究所

2. 行业：中国为聚氨酯生产和消费大国，行业集中度趋势加快

根据广州市龙驰新材料科技有限公司公众号，聚氨酯 (Polyurethane, PU) 作为一种高分子合成材料，其主链上含有重复的氨基甲酸酯基团，由多异氰酸酯和多元醇经缩聚反应形成。自 20 世纪 30 年代由德国科学家奥托 · 拜耳发明以来，聚氨酯已成为现代工业中品种多、用途广泛的特种有机合成材料之一。根据一诺威招股书，聚氨酯原材料及制品涉及种类较多，主要分为前端类、泡沫类和弹性体类等。国内聚氨酯各细分行业发展较不均衡，总体呈现前端寡头垄断、中后端结构分化的竞争格局。一诺威业务主要涉及前端多元醇类以及弹性体类等。

图表 11：聚氨酯原材料及制品涉及种类及代表性企业

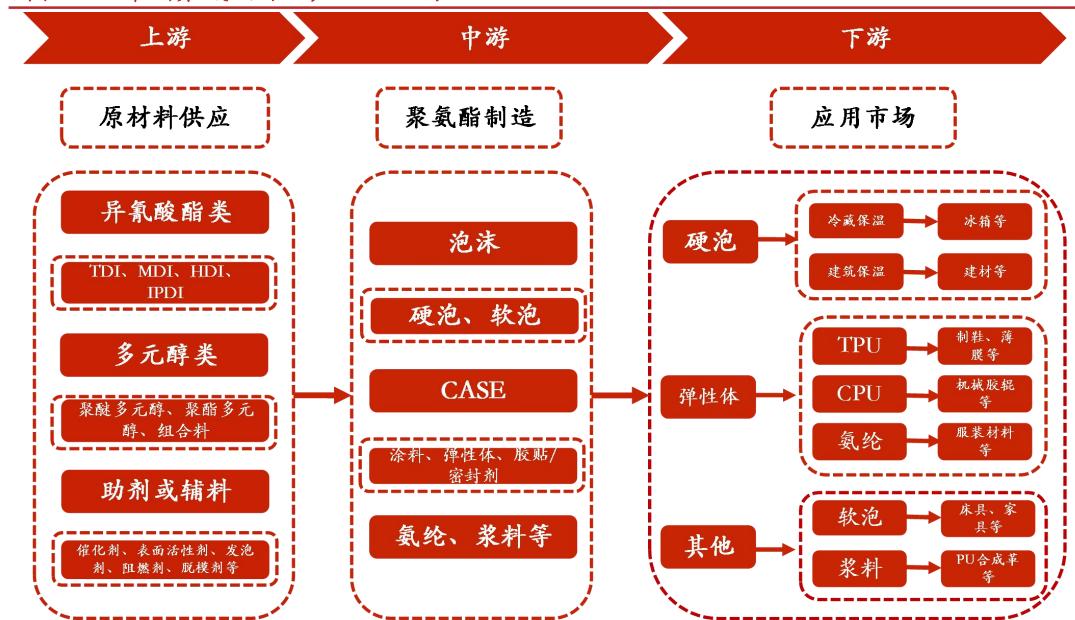
物性类型	二级分类	具体种类	代表性企业
前端类	异氰酸酯类	TDI、MDI 等	万华化学 (600309.SH) 、甘肃银光化学工业集团有限公司、沧州大化 (600230.SH) 等
	多元醇类	聚醚、聚酯等	一诺威、沈阳化工 (000698.SZ) 、隆华新材 (301149.SZ) 、长华化学科技股份有限公司、红宝丽 (002165.SZ) 、汇得科技 (603192.SH) 等
泡沫类	泡沫塑料类	PU 软泡、半硬泡、硬泡类	江苏省化工研究所有限公司、浙江圣诺盟顾家海绵有限公司、南京美思德化工有限公司等
	弹性体类	CPU、TPU、MPU 等	一诺威、山西省化工研究所有限公司、美瑞新材 (300848.SZ) 、苏州湘园精细化工有限公司等
弹性体类	防水及铺装材料类	PU 铺装材料、PU 防水材料等	一诺威、东方雨虹 (002271.SZ) 等
	鞋底原液类	鞋底原液等	一诺威、浙江华峰新材料有限公司、旭川化学 (苏州) 有限公司、华大化学集团有限公司、汇得科技 (603192.SH) 等
人造革类	革用树脂产品	合成革浆料等	华峰集团新材料有限公司、青岛新宇田化工有限公司、汇得科技 (603192.SH) 等
涂料类	聚氨酯水性材料	PU 涂料等	奥斯佳新材料科技 (上海) 有限公司、华峰集团新材料有限公司等
粘合剂类	泡沫填缝剂	密封剂、胶黏剂等	固诺 (天津) 实业有限公司、东元科技有限公司、上海宇晟密封材料有限公司等
纤维类	氨纶等		华峰化学 (002064.SZ) 、新乡化纤 (000949.SZ) 等
助剂类	催化剂、发泡剂、扩链剂、稳定剂、抗氧化剂、阻燃剂和脱模剂等		苏州湘园新材料股份有限公司、山西省化工研究所有限公司、美思德 (603041.SH) 、万盛股份 (603010.SH) 等
其他	表活聚醚单体、减水剂聚醚单体等		一诺威、奥克股份 (300082.SZ) 、科隆股份 (300405.SZ) 等

资料来源：一诺威招股书、华源证券研究所

根据前瞻产业研究院和广州市龙驰新材料科技有限公司公众号，聚氨酯上游原材料可分为异氰酸酯类(包括 MDI、TDI 等，又称作“黑料”)、聚酯多元醇与聚醚多元醇类(包括 PO、PTMEG、PPG 等，又称作“白料”)和助溶剂类(如 DMF、甲乙酮以及稳定剂、阻燃剂等)，其中 MDI 和 TDI 是核心原料，生产技术壁垒高，全球产能集中。聚氨酯中游主要包括两个体系：泡沫体系和 CASE 体系。泡沫体系主要包括聚氨酯硬泡与软泡，硬泡主要用于屋墙面保温防水喷涂泡沫、管道保温材料等，软泡主要包括家具与交通工具各种垫材；CASE 体系主

主要是用来生产涂料、胶黏剂、密封剂和弹性体。下游应用于建筑、家具、汽车、家电、鞋服、医疗等众多领域。其中建筑行业占比较大，主要用于保温材料；其次是家具和汽车领域。

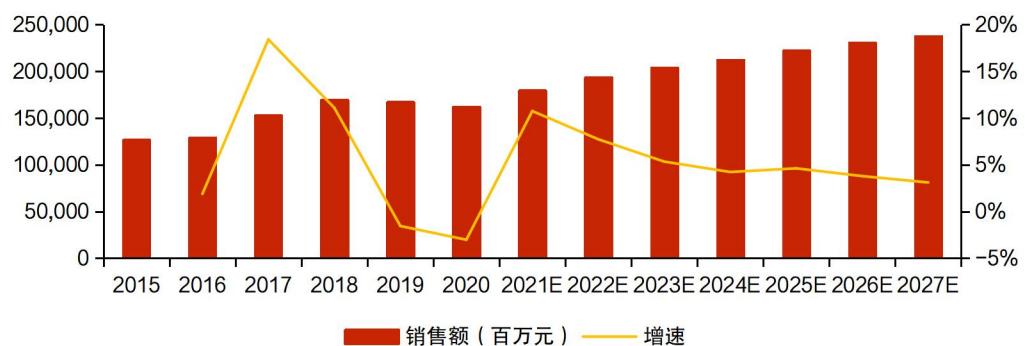
图表 12：中国聚氨酯行业产业链结构



资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究所

中国聚氨酯市场销售额需求整体稳定增长。根据 QYResearch 公众号，受全球公共卫生事件影响，2020 年中国聚氨酯市场规模为 1622 亿元，同比 2019 年下降 3%。预计国内市场 2027 年达到 2379 亿元。根据广州市龙驰新材料科技有限公司公众号，进入 21 世纪后，中国聚氨酯行业进入快速发展阶段，产量和消费量持续增长，成为全球较大的聚氨酯生产和消费国。2023 年中国聚氨酯产量达 1650 万吨，占全球总产量的近 50%，消费量约 1340 万吨。

图表 13：中国聚氨酯市场销售额及增长率

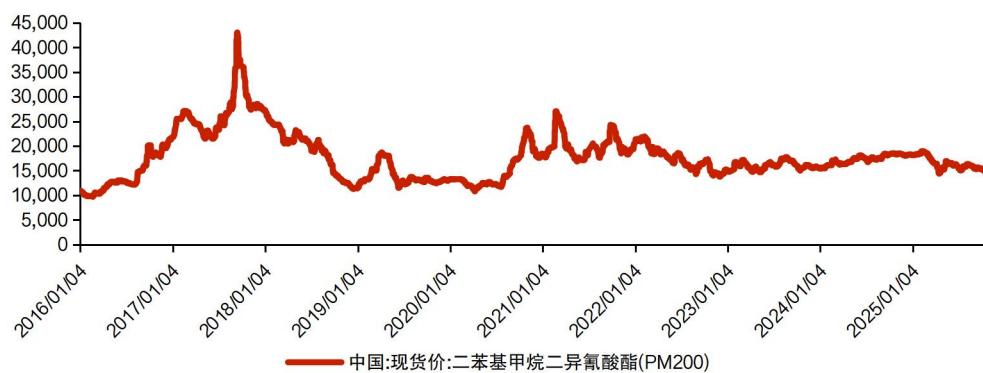


资料来源：QYResearch 公众号、华源证券研究所

2.1. 上游：TDI 和 MDI 市场需求增长，中国聚醚多元醇产品国际竞争力增强

根据中国化信咨询公众号, 全球 MDI(二苯基甲烷二异氰酸酯)供需平衡有余, 中国 MDI 供需保持竞争态势, 净出口量持续增加。2023 年全球 MDI 产能约为 1005 万吨/年, 主要分布在亚洲、欧洲和北美, 区域集中度较高。全球 MDI 呈现寡头垄断格局, 生产企业不足 10 家, 主要集中在万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏五家公司, 产能合计约占总产能的 89%。2023 年, 中国 MDI 产能约 437 万吨/年。截至 2024 年 7 月, 全球在建拟建 MDI 产能计划超过 280 万吨/年, 预计到 2028 年, 全球 MDI 产能将提高到 1200 万吨/年。2023 年全球 MDI 消费量 754 万吨, 同比增长 5.7%。2023 年中国 MDI 消费量 240 万吨, 在低基数效应下同比增长 11.0%。

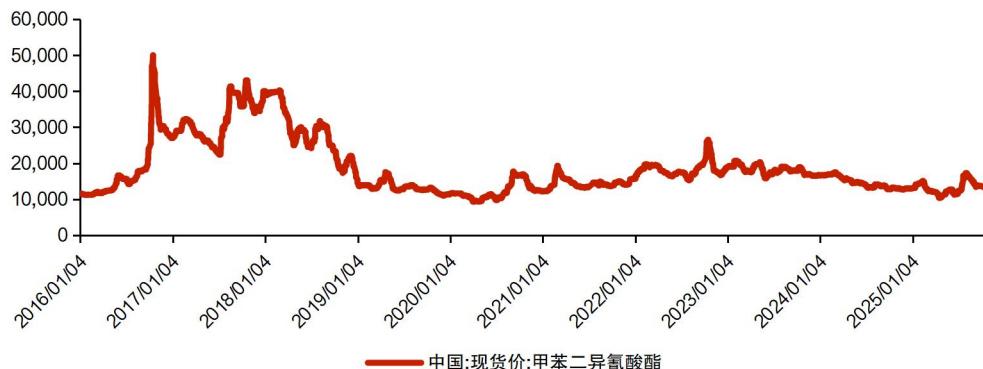
图表 14: 中国二苯基甲烷二异氰酸酯(PM200)价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind、华源证券研究所

根据中国化信咨询公众号, 在经济区域性回暖的背景下, 全球 TDI 需求保持低速增长。2023 年全球 TDI(甲苯二异氰酸酯)产能 313 万吨/年, 同比下降 3.8%。全球 TDI 生产厂商 12 家, 主要生产商万华、科思创、巴斯夫等, 2023 年前五大生产商产能合计占 83%。预计到 2028 年全球 TDI 产能提高到 367.4 万吨/年, 中国产能占比或将提高到 56%。2023 年全球 TDI 消费量达 269.7 万吨/年, 同比增长 1.0%。2020-2022 年, 受地缘政治冲突、下游终端消费减少、全球公共卫生事件等影响, 国内 TDI 需求表现低迷, 需求增速不及预期。2023 年国内 TDI 表观消费量约 84.5 万吨, 同比增加 12.5%, 需求反弹。海外 TDI 装置纷纷关停, 全球产能向中国集中, 中国出口量或将逐步增加。公司产品定价模式为参考主要原材料价格制定公司产品销售价格, 原材料的涨跌会及时传导至产品销售价格中。

图表 15: 中国甲苯二异氰酸酯价格 (单位: 元/吨)

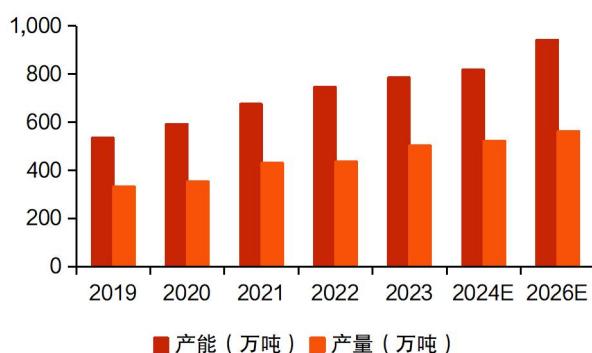


资料来源: wind、华源证券研究所

根据和君咨询，供给端方面，2019 年至 2023 年，国内聚醚多元醇行业的产能和产量均逐年提升，产能从 2019 年的 534 万吨增长至 2023 年的 785 万吨，5 年复合增长率为 10.1%；产量从 2019 年的 332 万吨增长至 2023 年的 502 万吨，5 年复合增长率为 10.9%。尽管生产能力持续增加，但开工率在 60%左右徘徊，显示出部分产能尚未得到充分利用，行业可能面临一定的供过于求压力。预计到 2026 年，国内聚醚多元醇的产能或将达到 941 万吨，如何有效提升产能利用率或将成为行业发展的关键课题。

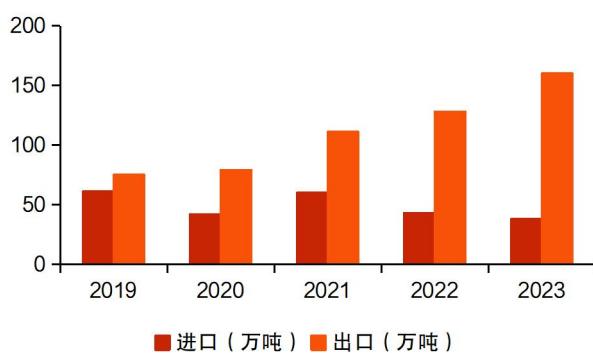
根据和君咨询，进出口方面，聚醚多元醇的进口量在 2019 年至 2023 年间呈现下降趋势，从 61 万吨逐步减少至 38 万吨，而出口量则明显增长，从 2019 年的 75 万吨增加至 2023 年的 160 万吨。这表明国内聚醚多元醇行业在产能扩张的同时，市场对进口聚醚多元醇的依赖逐渐减弱，这一变化不仅反映出国内聚醚多元醇的产能逐步向国际市场倾斜，还显示出中国聚醚多元醇产品在全球市场中的竞争力不断增强。

图表 16：2019–2026 年聚醚多元醇产能情况



资料来源：和君咨询、华源证券研究所

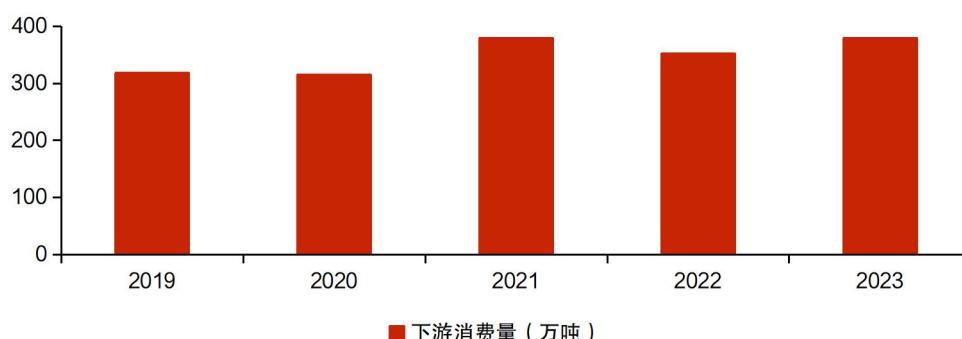
图表 17：2019–2023 年聚醚多元醇进出口情况



资料来源：和君咨询、华源证券研究所

根据和君咨询，需求端方面，2019 年到 2023 年，国内聚醚多元醇的下游消费量呈现出缓慢增长的趋势，2021 年达到 379 万吨的峰值后，2022 年略有回落至 352 万吨，2023 年聚醚市场需求回暖，下游消费量显著增长，回升至峰值 379 万吨。这表明聚醚多元醇在国内市场的需求总体稳定，但也受到一定的市场波动影响。

图表 18：2019–2023 年国内聚醚多元醇下游消费情况

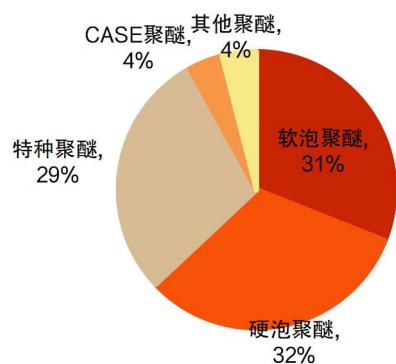


资料来源：和君咨询、华源证券研究所

根据和君咨询，从 2023 年国内聚醚多元醇的产品需求结构来看，软泡聚醚、硬泡聚醚和特种聚醚是主要需求类别，分别占比 31%、32% 和 29%。软泡聚醚主要用于家具、床垫等软体制品制造，具有较高的市场需求；硬泡聚醚广泛应用于建筑保温材料和家电保温层中，市场需求稳定；特种聚醚则在汽车、电子等特定领域中具有较高的技术附加值，需求逐渐增长。相比之下，用于胶黏剂、涂料、弹性体和密封剂的 CASE 聚醚需求相对较小，占比 4%。

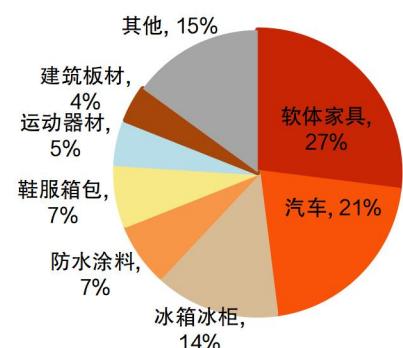
根据和君咨询，2023 年聚醚多元醇的下游消费结构主要集中在软体家具、汽车和冰箱冰柜行业，占比分别为 27%、21% 和 14%。其中，聚醚在软体家居领域主要用于聚氨酯泡沫的生产，广泛应用于沙发、床垫等产品；在汽车和冰箱冰柜这两大领域主要用作隔热材料、密封材料等。总体而言，国内聚醚多元醇市场在软体家具、汽车和家电等主流行业需求的推动下保持稳定增长，随着下游应用领域的逐步拓展，未来聚醚多元醇在其他新兴行业中的应用潜力也有望被进一步挖掘。

图表 19：2023 年国内聚醚分产品需求结构



资料来源：和君咨询、华源证券研究所

图表 20：2023 年国内聚醚多元醇下游消费结构



资料来源：和君咨询、华源证券研究所

根据和君咨询，2023 年国内聚醚多元醇行业 CR10 仅为 60%，企业数量众多，市场竞争激烈，大型企业在技术、资本和品牌方面占据优势，中小企业则在特定细分市场中寻求发展机会。行业龙头企业万华化学凭借突出的技术实力和规模化优势，占据了领先地位，2023 年其聚醚多元醇年产能高达 111 万吨，高于其他竞争对手。除此之外，还有一批区域性龙头和中小型规模企业活跃在市场中，这些企业在某些细分市场具有较强的竞争力。

图表 21：2023 年国内聚醚生产商产能情况

序号	公司	产能 (万吨/年)
1	万华化学集团股份有限公司	111
2	山东隆华新材料股份有限公司	72
3	中海壳牌石油化工有限公司	66
4	无棣德信化工有限公司	40
5	淄博德信联邦化学工业有限公司	33
6	浙江石油化工有限公司	33
7	山东蓝星东大有限公司	30
8	山东一诺威新材料有限公司	30
9	南京宁武化工有限公司	30
10	长华化学科技股份有限公司	26
11	其他	314

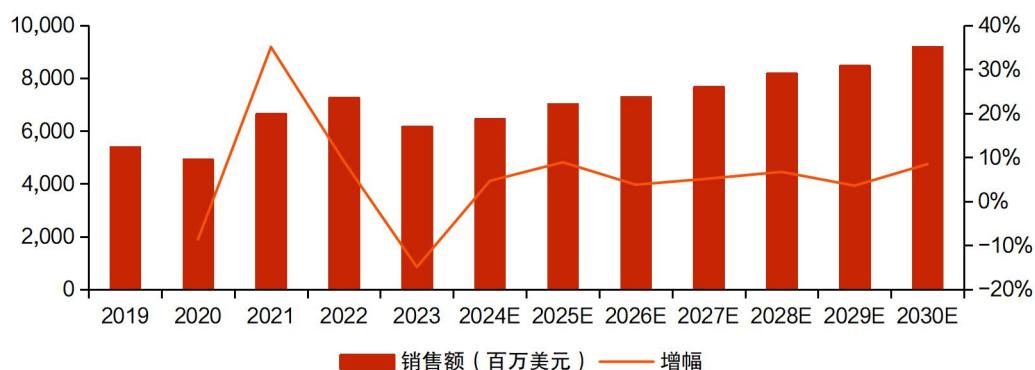
资料来源：和君咨询、华源证券研究所

2.2. 聚氨酯弹性体：行业需求持续上升，在高端制造业的应用范围有望继续扩大

根据 QYResearch 和中国化信咨询公众号，聚氨酯弹性体是一种由聚氨酯聚合物制成的弹性材料，具有优异的弹性、耐磨性和抗撕裂性。聚氨酯弹性体是聚氨酯合成材料中的一个品种（其它品种是指聚氨酯泡沫塑料、聚氨酯粘合剂、聚氨酯涂料和聚氨酯纤维）。聚氨酯弹性体是一种兼具橡胶和塑料优点的高分子材料，其分子结构中包含了硬段和软段，硬段提供机械强度，软段赋予材料弹性和柔韧性，这使得聚氨酯弹性体适用于多种应用领域。常用的聚氨酯弹性体包括热塑性聚氨酯弹性体 (TPU) 和浇注型聚氨酯弹性体 (CPU)。TPU 应用领域广泛，包括管材、膜材、鞋材、手机护套等，各应用领域有很多细分市场，如膜材分为低透吹膜、中透膜、高透膜、普通流延膜、易裁切流延膜、热熔胶膜等。CPU 的耐磨性能和耐油性能优异，在特殊用途领域难以替代。CPU 在矿山、冶金领域是最符合要求的非金属材料之一，可取代部分金属材料，主要应用有筛板、衬里衬块等。

根据 QYResearch 公众号，2023 年全球聚氨酯弹性体市场销售额达到 61.67 亿美元，预计到 2030 年增至 91.85 亿美元，2024-2030 年复合增长率为 6.06%。聚氨酯弹性体市场近年来表现出强劲的增长势头，受益于下游应用领域的广泛需求和生产技术的不断进步。全球市场正向多样化应用场景扩展，尤其是在运动休闲、汽车、电子、电器、建筑、医疗等行业，聚氨酯弹性体展现了广阔的市场前景和持续增长潜力。

图表 22：全球聚氨酯弹性体市场销售额及增长率



资料来源：QYResearch 公众号、华源证券研究所

根据 QYResearch 公众号，中国在全球聚氨酯弹性体市场中占据主导地位。2023 年市场规模为 26.87 亿美元，占全球市场的 43.58%，成为最大的消费市场，其后是欧洲和北美市场，分别占 18.01% 和 15.94%。预计到 2030 年，中国市场或将增至 44.80 亿美元，占全球市场的 48.78%，2024-2030 年期间，年复合增长率预计达到 7.79%，这一增速高于全球平均水平，有望进一步巩固中国在全球市场中的领先地位。从生产端来看，中国、欧洲和北美是全球聚氨酯弹性体的主要生产区域，2023 年中国的生产市场份额为 50.89%，高于欧洲的 16.88% 和北美的 15.78%。中国凭借其成熟的工业基础设施、充足的原材料供应以及较低的生产成本，成为全球较大的聚氨酯弹性体生产中心。

根据中国化信咨询公众号, 为满足不同市场应用需要, TPU 的常规配方就高达百种以上。企业实际生产过程中, 为保证产品质量, 部分种类(同系列)的 TPU 材料可共线生产。一部分特殊的 TPU 是由对苯二异氰酸酯(PPDI)与聚己内酯为基础的多元醇反应制成; 其他特种 TPU 可用于弥补刚性塑料和橡胶弹性体之间的差距。例如, TPU/PC 共混合合金可改善 PC 的韧性、应力开裂性、缺口敏感性、耐溶剂、耐化学品种, 同时可降低 PC 成型加工温度。

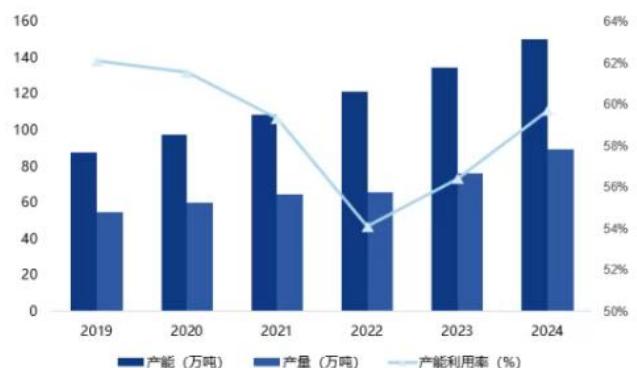
图表 23: TPU 上下游产业链



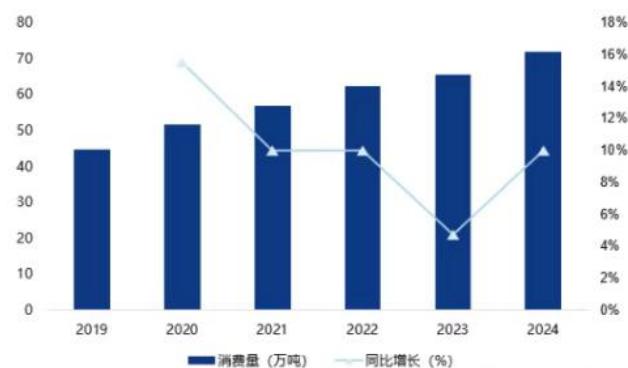
资料来源: 中国化信咨询公众号、华源证券研究所

根据智研产业研究院和中国化信咨询公众号, TPU 因其优异的性能, 在鞋材、薄膜、密封材料、软管等传统领域的应用持续稳定增长。在鞋材领域, 其凭借良好的弹性和耐磨性, 可用于鞋底、鞋面等, 随着消费者对鞋子性能和舒适度要求的提高, 需求或将进一步增加; 在汽车行业, TPU 可用于制造汽车内饰件、密封件、软管等, 汽车产业的发展预计将带动其需求。此外, 新兴领域的应用也在不断拓展, 如 3D 打印领域, TPU 的柔韧性和可定制性使其成为 3D 打印材料的理想选择; 在智能穿戴领域, 可用于制造智能手环表带、柔性显示屏保护材料等; 在医疗领域, 因其生物相容性, 可用于制作医用导管、伤口敷料等, 新兴领域的发展为 TPU 行业带来新的增长空间。**2024 年我国 TPU 消费量达 72 万吨, 同比增长 8.1%。**主要得益于汽车薄膜对 TPU 的需求增加, 以及膨胀型 TPU 在高端运动鞋中的流行。**制鞋行业仍然是 TPU 消费的最大来源, 占比 29%; 薄膜、密封材料、软管和汽车领域消费量分别占比 20%、17%、15% 和 10%。**

根据中国化信咨询公众号, 2024 年国内 TPU 生产企业约 35 家, TOP5 产能合计占比约为 50%, 分别是万华化学、华峰化学、美瑞新材、一诺威、保定邦泰等。龙头企业生产能力和技术持续增强, 小微企业竞争力不足, 行业竞争较为激烈。中国 TPU 生产集中在中低端产品, 高端产品主要来自路博润、巴斯夫等外企, 近几年美瑞新材和万华化学的 TPU 薄膜产品品质开始能够与外企产品抗衡。根据智研产业研究院公众号, 2024 年我国 TPU 产能达 150 万吨, 产能利用率为 59.70%。

图表 24: 中国 TPU 产能及产量统计


资料来源：智研产业研究院公众号、华源证券研究所

图表 25: 中国 TPU 消费量统计


资料来源：智研产业研究院公众号、华源证券研究所

根据率捷咨询公众号，CPU凭借其优异的耐磨性、耐冲击性、抗撕裂性、耐化学腐蚀性，广泛应用于工业制造、汽车、电子、能源等高价值领域。CPU在海上风电领域的需求快速增长，弯曲限制器作为关键部件，市场需求随风电装机量持续扩大。CPU密封件在油封、气动密封、液压密封方面的应用不断深化，特别是在工程机械、矿业设备等高压动态密封领域表现突出。CPU市场的增长与下游行业的需求紧密相关，近年来的变化包括：1) 高铁、轮胎、重型机械等传统应用稳定增长，对耐久性和轻量化提出更高要求。2)新能源行业成为CPU新增长点，风电海缆、储能设备、高压密封材料等领域对CPU的需求明显上升。3)精密制造与消费电子：半导体制造、可穿戴设备等领域探索CPU在高精密、耐高温、耐疲劳方向的可能性，带来创新应用机会。

根据QYResearch公众号，随着电动汽车和轻量化趋势在全球范围内的加速推进，聚氨酯弹性体因其出色的耐磨性、减震性能以及良好的弹性成为汽车零部件制造中的关键材料。这类材料广泛应用于汽车密封件、轮胎、悬挂系统等部件中，提升了车辆的性能和耐用性。此外，聚氨酯弹性体在轨道交通、航空航天以及其他交通运输设备中也逐渐得到了更为广泛的应用，推动行业需求持续上升。随着全球工业化进程的加速，特别是在自动化、智能制造领域，对高性能材料的需求显著增加。聚氨酯弹性体以其卓越的机械性能、耐化学腐蚀性以及加工灵活性，广泛应用于工业输送带、密封件、模具制造等行业中，显著提升了生产效率和产品质量。未来，随着工业技术的进一步升级，聚氨酯弹性体在高端制造业中的应用范围有望继续扩大，推动行业持续创新发展。

图表 26: 聚氨酯弹性体可用于汽车减震

用于减震的聚氨酯弹性体

优势

- 压缩应力性能优异
- 物理和力学性能优良
- 与橡胶相比，设计自由度更高
- 减轻重量
- 与其他弹性体相比，易于加工

应用

- 弹簧减震器
- 发动机支架
- 密封件
- 弹簧座



资料来源：禾邦新材《聚氨酯组合料产品手册》、华源证券研究所

3. 公司在聚氨酯细分领域具备领先优势，产能扩张打开成长空间

3.1. CPU 产品为全国制造业单项冠军，2021 年市场占有率为 35%

参照行业内一般把进入门槛相对较低、产品同质化较高划分为低端产品而将进入门槛稍高、产品差异化较强且在细分领域博取一定竞争优势的产品划分为中高端产品的通俗划分方法，结合公司产品在行业内的市场份额、竞争力、标准参与制定、发明专利或研究成果等情况，公司将旗下的 CPU、铺装材料、防水材料及组合聚醚界定为高端产品；将 TPU、聚酯、聚醚及表面活性剂聚醚单体界定为中端产品；将微孔弹性体、减水剂聚醚单体界定为低端产品。公司旗下 CPU 产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，铺装材料和防水材料（灌浆料）销售占比位居行业前列，在聚氨酯行业的细分领域具备一定领先优势。

图表 27：2021 年公司 CPU 产品市场占有率为 34.61%，全国排名第一

公司产品行业	行业整体产能	行业整体产量	行业整体产能利用率	行业整体消费量	目标市场容量及未来增长趋势	公司产品在目标市场的占有率和排名情况
CPU	27.43 万吨	15.83 万吨	57.71%	18 万吨	预计 2026 年消费量约为 30 万吨	公司 2021 年 CPU 产品销量为 6.23 万吨，市场占有率为 34.61%，排名第一
TPU	102.50 万吨	63 万吨	61.46%	56 万吨	预计 2022-2026 年年均复合增长率为 9.78%，预计 2026 年消费量约为 110 万吨	公司 2021 年 TPU 产品销量为 4.64 万吨，市场占有率为 8.29%，排名适中
微孔弹性体	106 万吨	56 万吨	52.83%	55 万吨	2021 年消费量为 55 万吨，2021 年-2026 年或将保持 3% 年增长率	公司 2021 年微孔弹性体产品销量为 0.66 万吨，市场占有率为 1.20%，排名较低
铺装材料	65 万吨	28 万吨	43.08%	23 万吨	2021 年消费量为 23 万吨，2021 年-2026 年或将保持 7% 年增长率	公司 2021 年铺装材料产品销量为 2.43 万吨，市场占有率为 10.57%，排名较靠前
防水材料 (聚氨酯灌浆料)	8 万吨	6 万吨	75%	6 万吨	2021 年消费量为 6 万吨，2021 年-2026 年或将保持 7% 年增长率	公司 2021 年防水材料（聚氨酯灌浆料）产品销量为 1.72 万吨，市场占有率为 28.67%，排名位于行业前列
聚酯（己二酸型）	249 万吨	110.75 万吨	44.48%	110 万吨	预计 2026 年需求量约为 139 万吨	公司 2021 年聚酯产品销量为 2.22 万吨，市场占有率为 2.02%，排名较低
聚醚	675 万吨	430.20 万吨	63.73%	479.45 万吨	预计 2022 年消费量约为 507 万吨	公司 2021 年聚醚产品销量为 9.69 万吨，市场占有率为 2.02%，排名较低
组合聚醚	195 万吨	135 万吨	69.23%	122 万吨	2021 年消费量为 90 万吨，公司 2021 年组合聚醚产品销量为 10.14 万吨，市场占有率为 8.31%，排名较靠前	2021 年-2026 年或将保持 7% 年增长率
减水剂聚醚单体	424.5 万吨	267 万吨	62.90%	267 万吨	预计 2022 年消费量约为 287 万吨	公司 2021 年减水剂聚醚单体产品销量为 5.99 万吨，市场占有率为 2.24%，排名较低
表面活性剂聚醚单体	240.6 万吨	133.6 万吨	52.33%	128.6 万吨	预计 2022 年需求量约为 162.20 万吨	公司 2021 年表面活性剂聚醚单体产品销量为 3.56 万吨，市场占有率为 2.77%，排名较低

资料来源：一诺威公告【第一轮问询的回复(2022 年半年报财务数据更新版)】、华源证券研究所

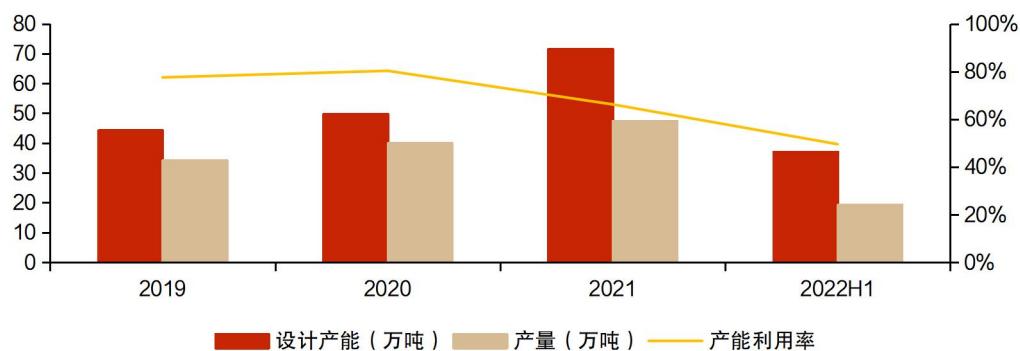
图表 28：公司高中低端产品的市场应用场景与行业竞争情况

类别	产品名称	市场应用场景	行业竞争情况
高端	CPU	矿山行业的聚氨酯筛板、防爆轮胎，体育行业的滑板轮、哑铃，轨道交通行业的脚轮、高铁垫块，鞋材行业的鞋垫、模具胶，冶金行业胶辊，医疗行业的理疗垫等	竞争较为充分，头部企业为一诺威、淄博华天橡塑科技有限公司等
	铺装材料	球场、健身步道等体育场地铺装	竞争较为充分，头部企业为一诺威、江门市长河化工实业集团有限公司等
	防水材料	地铁隧道、水利水电、地下车库、下水道等防水堵漏加固工程领域	竞争较为充分，头部企业为一诺威、江苏卓美聚氨酯科技有限公司等
	组合聚醚	可用于冰箱、冷柜、管道、板材、仿木、冷链等领域	竞争较为充分，头部企业为红宝丽、万华化学、一诺威等
中端	TPU	气动管、手机护套、高压管、消防水管等	竞争较为充分，头部企业为万华化学、浙江华峰热塑性聚氨酯有限公司、美瑞新材等
	聚酯	可用于生产聚氨酯弹性体	竞争较为充分，头部企业为浙江华峰新材料有限公司、旭川化学等
	聚醚	可用于生产聚氨酯弹性体和组合聚醚，也可用于软体家居、鞋服、汽车、玩具等领域	竞争较为充分，头部企业为万华化学、隆华新材、沈阳化工等
低端	表活聚醚单体	用于制作表面活性剂，可用于日化洗涤、纺织印染、工业清洗等领域	竞争较为充分，头部企业为三江化工有限公司、皇马科技等
	微孔弹性体	鞋材、汽车配件等领域	竞争较为充分，头部企业为华峰化学、旭川化学等
	减水剂聚醚单体	用于制作减水剂，主要应用于建筑领域	竞争较为充分，头部企业为奥克股份、佳化化学股份有限公司等

资料来源：一诺威公告【第一轮问询的回复(2022 年半年报财务数据更新版)】、华源证券研究所

2021 年公司主要产品产能达 71.68 万吨，产能利用率相较 2019 及 2020 年较低主要是因为 2020 年下半年度以来，公司陆续竣工了部分固定资产投资项目，产量释放需要一定周期。

图表 29：2021 年公司产能利用率为 66.22%



资料来源：一诺威招股书、华源证券研究所

公司后续产能充足，并且产品品类丰富。根据公司公告和中国轻工机械协会，截至 2024 年，公司聚氨酯产品相关在建项目有 4 项，其中年产 30 万吨环氧丙烷、环氧乙烷下游衍生物项目（产品包括 20 万吨高端功能性聚醚多元醇和 10 万吨高端聚合物多元醇产品）和年产 20 万吨低碳环保型硬质聚氨酯组合聚醚项目预计 2025 年 12 月完工，两大项目投产后高端产品

产能或将增加 50%，进一步巩固企业规模优势；年产 34 万吨聚氨酯系列产品和 16 万吨聚氨酯系列产品二期项目预计 2026 年 6 月完工。同时，公司为拓展产品应用领域，延伸产业链，于 2025 年 3 月 21 日与福建省泉州市泉港石化工业园区管理委员会签订《EO、PO 和 AA 下游衍生物项目合作构架协议》，并在泉港石化工业园区投资设立全资子公司。

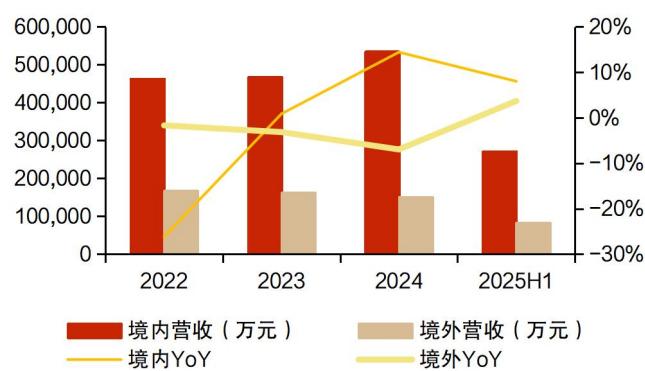
图表 30：公司在建产能丰富（截至 2024/12/31）

项目	产能	投资情况	在建产能预计完工时间
16 万吨/年聚氨酯系列产品项目（二期）	7 万吨	6900 万元	2026 年 6 月
年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目	34 万吨	5 亿元	2026 年 6 月
30 万吨/年环氧丙烷、环氧乙烷下游衍生物项目	30 万吨	7.21 亿元	2025 年 12 月
20 万吨/年低碳环保型硬质聚氨酯组合聚醚项目	20 万吨	1.2 亿元	2025 年 12 月

资料来源：一诺威公告、华源证券研究所

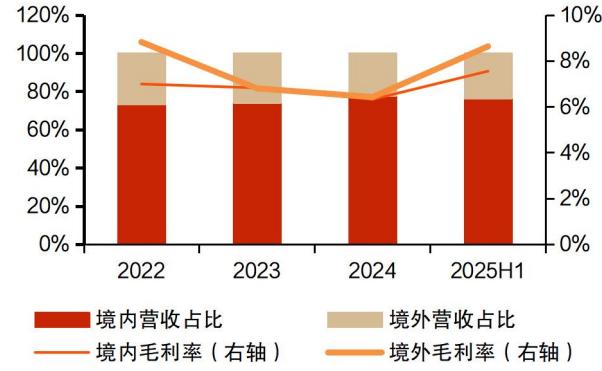
在深耕国内市场的同时，公司积极开拓国际市场，产品已远销东南亚、中东、欧美等国家和地区。境内业务 2022 年营收下滑，2023 年营收同比基本持平，2024 年营收达 53.48 亿元（YoY+14.43%），2025H1 达 27.15 亿元（YoY+8.03%），占比 76%。境外业务 2024 年营收有所下降，实现 15.09 亿元（YoY-6.96%），占比 22%，2025H1 营收达 8.35 亿元（YoY+3.70%）。随着国家各项刺激内需的利好举措持续落地并显效，带动家电、汽车、消费电子、新能源等终端行业同步向好，进而推动对高性能、复合型聚氨酯材料的需求不断攀升，带动公司业务增长。从毛利率看，境外业务毛利率高于境内业务，境内外业务毛利率在 2025 上半年都有所回升。

图表 31：境内业务营收增长强劲



资料来源：一诺威公告、华源证券研究所

图表 32：境外业务毛利率相对更高



资料来源：一诺威公告、华源证券研究所

3.2. 产业链纵向一体化延伸，下游应用横向多元化扩张

公司生产最终的聚氨酯制品，并且向上游延伸。公司拥有聚醚-弹性体、聚酯-弹性体、聚醚-组合聚醚三大产业链，涵盖了聚氨酯原材料及 EO、PO 和 AA 其他下游衍生物产品，经营 PPG、MDI、TDI 等聚氨酯原料，同时发挥公司技术创新优势，充分利用现有产业链，

拓宽至聚醚多元醇、聚酯多元醇、CPU、TPU、表面活性剂等聚氨酯上下游产品。种类丰富、牌号众多，具备一定的产业链优势。

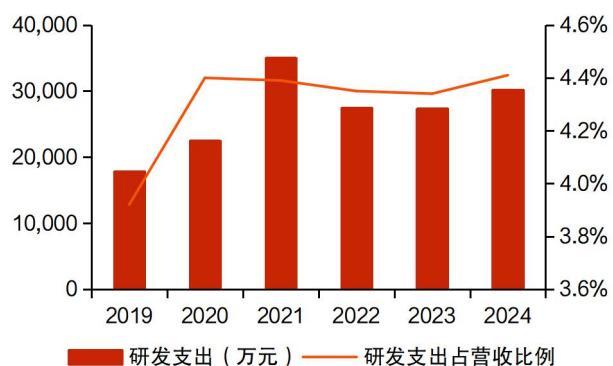
图表 33：公司上下游产业链紧密结合



资料来源：一诺威公告、华源证券研究所

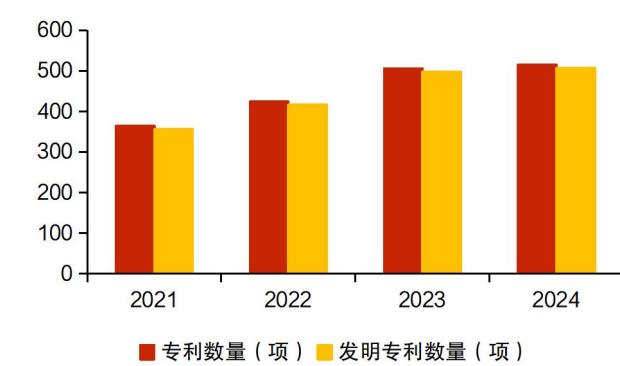
2020-2024 年研发支出占营收比例均维持在 4%以上，2024 年拥有发明专利超过 500 项。研发凭借卓越的研发和产品优势，公司被评为国家高新技术企业、全国制造业单项冠军示范企业、国家知识产权示范企业、国家体育产业示范单位、山东省瞪羚企业、山东省制造业高端品牌培育企业、山东省知名品牌、山东省新材料领军企业 50 强、淄博市工业 50 强、淄博市“专精特新”示范中小企业等。公司下属子公司一诺威新材料为山东省制造业单项冠军企业、东大化学为工信部第三批专精特新“小巨人”企业、东大聚氨酯为上海市“专精特新”示范中小企业。

图表 34：2020-2024 年研发支出占营收比例均维持在 4%以上



资料来源：一诺威公告、华源证券研究所

图表 35：截至 2024 年，公司有发明专利 507 项



资料来源：一诺威公告、华源证券研究所

公司研发项目众多，旨在拓宽应用领域，强化产业链优势。2024 年公司已完结研发项目超过 40 项，研发项目致力于提升关键性能指标、提升产品的优势和稳定性、拓宽产品应用领域和提升品牌影响力等。

图表 36：公司研发项目旨在不断拓宽应用领域

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影 响
低压缩永久形变聚氨酯弹性体的研制	研制低压缩永久形变聚氨酯弹性体产品，以适应下游应用场景的升级	已完结	拓展聚氨酯预聚体在低压缩、高承载等严苛环境下的应用	加快技术创新，提高产品竞争力，避免同质化竞争，强化公司在聚氨酯预聚体行业的引领作用
防护型聚氨酯的研究开发	开发灌封防护产品用于代替环氧、硅胶等传统灌封胶	已完结	防护型聚氨酯通过客户验证	充分发挥技术优势，通过技术创新，拓宽聚氨酯应用领域，新增利润销量增长点
无溶剂胶黏剂系列产品的开发	开发无溶剂胶黏剂产品，满足下游客户需求	已完结	满足不同客户需求，拓宽产品体系	拓宽产品体系，提升公司竞争力，助力公司产能释放
生物基聚酯多元醇的开发	开发出生物质来源的生物基原料制备生物基聚酯多元醇	已完结	使用生物基材料制备不同分子量的生物基聚酯多元醇	拓宽产品体系，增加产品竞争力
用于超临界发泡工艺鞋底料 TPU 产品开发	开发适用于超临界发泡的 TPU 产品，满足鞋厂对于中底的强度要求	已完结	通过对工艺进行优化和控制，提升产品稳定性	利用公司的产业链优势，提升产品的优势和稳定性。拓宽公司产品的应用领域，提升品牌影响力
可用于包覆 PC 片材的 TPU 产品开发及应用	通过优化功能化助剂，改进生产工艺等方法，保障产品的表面性能及加工性能	已完结	设计最佳的分子量和产品的流动性，提升粘接包胶强度	开发满足包胶需求的产品，提高产品利润和品牌影响力
脂肪族不黄变 TPU 产品开发	开发脂肪族不黄变 TPU 产品，丰富了公司产品体系；实现脂肪族不黄变，提高成型性能，提高产品稳定性	已完结	开发脂肪族不黄变 TPU 产品，提高成型性能，提高产品稳定性	拓宽产品应用领域，提升了公司产品竞争力
聚醚型 TPU 产品的开发及应用	开发适用于薄膜等多领域应用的聚醚型 TPU 系列产品	已完结	完成不同硬度系列产品的开发验证，提升产品性能，对应用领域进行细化	建立完整的聚醚型 TPU 产品体系，进一步扩大 TPU 产能，提升产品利润、提高品牌知名度
环保型高阻燃连续板组合聚醚的研发	在原高阻燃连续板的基础上开发更加环保的组合聚醚产品	已完结	使用高阻燃连续板对环境污染更小，更加环保	充分发挥技术优势，通过技术创新，提升品牌影响力，提升产品竞争力
胺基聚醚多元醇产品开发及应用	开发特种胺基聚醚多元醇产品，持续提升特种硬泡聚醚盈利能力	已完结	提高特种胺基聚醚的储存稳定性和体系互溶性	充分发挥上下游联动优势，提升组合聚醚产品性能

资料来源：一诺威 2024 年年报、华源证券研究所 注：未完全列示

4. 盈利预测与评级

结合下游需求逐步恢复以及对于公司产能扩张和产品高端化的积极预期,我们假设如下:

(1) 聚酯多元醇、聚醚多元醇: 预计收入稳步增长,假设2025-2027年营业收入同比+1%/+6%/+10%,测算得出2025-2027年营业收入分别为25.69/27.23/29.96亿元;

(2) 聚氨酯弹性体: 预计收入稳步增长,假设2025-2027年营业收入同比+1%/+6%/+8%,测算得出2025-2027年营业收入分别为23.53/24.94/26.93亿元;

(3) EO、PO 其他下游衍生精细化工材料: 预计收入稳步增长,假设2025-2027年营业收入同比+8%/+10%/+12%,测算得出2025-2027年营业收入分别为4.90/5.39/6.04亿元;

(4) 其他业务: 预计收入较快增长,假设2025-2027年营业收入同比+35%/+25%/+20%,测算得出2025-2027年营业收入分别为20.61/25.77/30.92亿元。

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为2.02/2.33/2.68亿元,当前股价对应的PE分别为21.7/18.8/16.3倍,我们选取万华化学、美瑞新材、隆华新材作为可比公司,2025年对应可比公司PE为27X。公司专注聚氨酯产业二十余年,在聚氨酯细分领域具备领先优势,我们看好其高端化产品产能释放以及不断拓展下游应用带来的增长潜力,首次覆盖给予“增持”评级。

图表 37: 一诺威可比公司估值表 (截至 20251211)

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿元)	EPS(元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
万华化学	600309.SH	68.47	2143.43	4.15	5.21	6.11	16.5	13.1	11.2
美瑞新材	300848.SZ	14.65	62.69	0.36	0.65	0.91	41.0	22.6	16.0
隆华新材	301149.SZ	10.34	44.46	0.44	0.73	1.20	23.7	14.2	8.7
均值							27.0	16.6	12.0
一诺威	920261.BJ	15.05	43.82	0.69	0.80	0.92	21.7	18.8	16.3

资料来源:wind、华源证券研究所 注:可比公司盈利预测均来自wind一致预期;一诺威盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

产品技术更新换代风险: 公司一贯重视研发投入,较高的研发投入和技术研发实力从根本上保证了公司的核心竞争力和市场领先优势。但随着下游客户对产品需求层次的提高,产品技术更新速度随之加快,若公司不能顺应未来市场变化研发出技术含量更高的新型产品,将会影响公司今后的长远发展。

上游原材料价格波动的风险：公司主要原材料 TDI、MDI、EO、PO、AA 等价格受宏观经济以及国内外市场供求情况的影响而波动频繁。尽管公司可努力通过调整产品售价转移原材料价格波动风险，但如果未来主要原材料价格出现频繁大幅波动，仍将会提高公司对采购成本控制的难度，从而在一定程度上影响公司盈利能力的稳定性。

汇率波动的风险：汇率波动对公司的影响主要表现在两个方面：第一，若人民币大幅升值，公司产品在国际市场的价格优势将被削弱，从而影响公司的经营业绩；第二，公司出口业务主要以美元结算，汇兑损益对公司业绩有一定影响。公司海外销售收入比例较高，若未来人民币汇率不稳定，将可能会因汇率波动而使公司产生较大的汇兑风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	390	555	793	999	营业收入	6,857	7,478	8,338	9,391
应收票据及账款	508	553	589	666	营业成本	6,422	6,964	7,757	8,733
预付账款	81	85	97	103	税金及附加	18	21	23	26
其他应收款	2	4	4	5	销售费用	81	94	107	122
存货	312	332	359	402	管理费用	112	106	113	125
其他流动资产	103	107	107	112	研发费用	45	53	58	64
流动资产总计	1,395	1,635	1,949	2,287	财务费用	-19	2	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8	-8	-9	-11
固定资产	726	730	751	737	信用减值损失	3	0	0	0
在建工程	127	135	67	20	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	223	223	228	229	投资收益	-1	-5	-7	-6
长期待摊费用	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	44	52	49	47	资产处置收益	0	-1	0	0
非流动资产合计	1,121	1,139	1,095	1,033	其他收益	15	12	10	13
资产总计	2,515	2,773	3,044	3,320	营业利润	207	235	271	312
短期借款	40	140	180	190	营业外收入	2	2	2	2
应付票据及账款	429	451	511	569	营业外支出	2	1	1	1
其他流动负债	448	478	526	593	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	917	1,069	1,217	1,352	利润总额	208	236	272	313
长期借款	0	1	3	4	所得税	31	34	39	45
其他非流动负债	58	58	58	58	净利润	177	202	233	268
非流动负债合计	58	59	61	62	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	976	1,129	1,278	1,415	归属母公司股东净利润	177	202	233	268
股本	291	291	291	291	EPS(元)	0.61	0.69	0.80	0.92
资本公积	259	259	259	259					
留存收益	989	1,094	1,215	1,354	主要财务比率				
归属母公司权益	1,539	1,644	1,765	1,905	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股东权益合计	1,539	1,644	1,765	1,905	营收增长率	8.92%	9.05%	11.51%	12.62%
负债和股东权益合计	2,515	2,773	3,044	3,320	营业利润增长率	44.70%	13.22%	15.46%	15.17%
					归母净利润增长率	38.72%	14.41%	15.23%	15.18%
					经营现金流增长率	-12.48%	90.48%	32.90%	1.19%
现金流量表 (百万元)					盈利能力				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	毛利率	6.34%	6.87%	6.97%	7.00%
税后经营利润	177	196	229	261	净利率	2.57%	2.70%	2.79%	2.85%
折旧与摊销	90	98	105	111	ROE	11.47%	12.28%	13.18%	14.07%
财务费用	-19	2	5	5	ROA	7.02%	7.28%	7.65%	8.08%
投资损失	1	5	7	6					
营运资金变动	-112	-23	31	-6	估值倍数				
其他经营现金流	14	8	4	8	P/E	24.82	21.69	18.82	16.34
经营性现金净流量	150	286	381	385	P/S	0.64	0.59	0.53	0.47
投资性现金净流量	-38	-123	-68	-56	P/B	2.85	2.66	2.48	2.30
筹资性现金净流量	-112	2	-75	-123	股息率	1.94%	2.21%	2.55%	2.94%
现金流量净额	17	165	238	207	EV/EBITDA	10	13	12	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。