

基础化工

2025 年 12 月 15 日

皖维高新

(600063)

——PVA 规模成本优势再深化，新材料破晓前夕绘成长

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据:	2025 年 12 月 12 日
收盘价 (元)	5.87
一年内最高/最低 (元)	7.21/3.71
市净率	1.4
股息率% (分红/股价)	2.39
流通 A 股市值 (百万元)	12,146
上证指数/深证成指	3,889.35/13,258.33

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	4.15
资产负债率%	44.20
总股本/流通 A 股 (百万)	2,069/2,069
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **PVA 循环产业链集大成者，周期弹性及长期成长兼具。**公司前身是成立于 1969 年的安徽维纶厂，历经二次创业、转型升级等阶段，现已形成安徽、内蒙古、广西三大生产基地，化工、化纤、新材料、建材四大产业板块，PVA 循环产业链一体化发展布局。公司产业布局思路清晰，以 PVA 树脂为核心产品，上下游延伸，具备从上游大宗原料至下游新材料全产业链生产的能力，并将生产中产生的各种废副产物、余热等加以充分利用，打造领先同行的超额利润。在行业周期见顶回落、竞争加剧之时，公司利用前期储备及产业布局迅速转型，一方面底部扩张加速行业出清，另一方面将重心投入 PVA 树脂下游具备较大国产替代空间和高进入壁垒的新材料，兼具周期弹性与长期成长性。
- **规模成本优势显著，行业底部逆势扩张。**PVA 类似于“工业味精”，性能优良，下游终端领域相对分散，国外以汽车医药等高端领域为主，国内集中于纺织建材等传统领域，产业结构亟待升级，预计需求将小幅提升。供给端而言，海外产能集中于日本及美国，受制于竞争加剧及成本抬升，国际巨头普遍向下游延伸高附加值的终端产品，逐步退出传统树脂市场；国内市场经过 17-18 年洗牌后，行业格局逐步稳定，集中度和开工率较之前有显著提升。当前行业价格价差分别位于 3%和 5%分位数（17 年至今，电石法），多数企业已处于亏损状态，底部信号明确，明年存边际修复可能，中长期或受益于煤炭价格中枢下行。**公司优势在于：1)** 具备主流三种工艺路线，产能规模 31 万吨，国内市占率 30%以上，位于世界前列；**2)** 成本曲线左侧玩家，单吨超额利润约 1364 元；**3)** 常规产品品类齐全，且高端牌号生产能力，为向下游高附加值新材料延伸提供基础；**4)** 周期底部逆势扩产，加速行业出清，成本优势有望再扩大 943 元/吨。
- **新材料破晓前夕，由周期迈向成长。**高品质的树脂是做出质量稳定的新材料的前提，此前国际巨头对我国产业一体化封锁即是证明。公司深耕产业多年，依托全产业链平台向下游延伸 PVA 光学膜及 PVB 胶片，相关业务市场空间大、国产化率低、利润率高、进入壁垒高。其中，公司是国内首家 PVA 光学膜厂商，现有 1200 万平方米产线已于 25 年迎来盈利拐点，2000 万平方米新产能释放在即，未来不排除进一步扩产可能；公司现有 PVB 胶片 2.2 万吨，下游以建筑领域为主，附加值较低，2 万吨汽车级 PVB 胶片投产后，板块盈利能力有望显著提升。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2025-27 年收入分别为 80.64/88.81/97.68 亿元，归母净利润分别为 4.73/6.22/8.62 亿元，对应增速分别为 28%/32%/39%，EPS 分别为 0.22/0.30/0.41 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 33%。公司 2026 年 PE 约 20 倍，低于可比公司平均 PE 29 倍。考虑到公司主业底部超额利润显著，低成本逆势扩张，新材料项目有望陆续放量，我们首次覆盖，并给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格波动风险；2) 下游需求不及预期；3) 新项目产能释放不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,030	5,958	8,064	8,881	9,768
同比增长率 (%)	-2.8	0.2	0.4	10.1	10.0
归母净利润(百万元)	370	380	473	622	862
同比增长率 (%)	8.2	89.8	28.0	31.5	38.6
每股收益 (元/股)	0.17	0.18	0.22	0.30	0.41
毛利率 (%)	13.0	14.2	13.0	14.7	16.5
ROE (%)	4.4	4.4	5.4	6.6	8.4
市盈率	33		26	20	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2025-27 年收入分别为 80.64/88.81/97.68 亿元，归母净利润分别为 4.73/6.22/8.62 亿元，对应增速分别为 28%/32%/39%，EPS 分别为 0.22/0.30/0.41 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 33%。公司 2026 年 PE 约 20 倍，低于可比公司平均 PE 29 倍。考虑到公司主业底部超额利润显著，低成本逆势扩张，新材料项目有望陆续放量，我们首次覆盖，并给予“增持”评级。

关键假设点

1) **PVA 树脂**：行业底部震荡，盐城低成本 20 万吨乙烯法 PVA 项目预计 27 年中投产，预计 25-27 年公司 PVA 树脂外销量 26、25、29 万吨，毛利率为 19%、19%、22%；2) **VAE 乳液**：6 万吨新产能 26 年逐步释放，25-27 年板块收入为 3.36、4.08、3.96 亿元，毛利率均为 15%；3) **可再分散性胶粉**：2 万吨新产能 26 年逐步释放，25-27 年板块收入为 4.92、6.40、6.64 亿元，毛利率均为 18%；4) **高强高模 PVA 纤维**：相对稳定，25-27 年板块收入均为 3.20 亿元，毛利率均为 13%；5) **PVB 中间膜**：2 万吨汽车级胶片 25Q4 陆续投产，盈利能力强于建筑级，25-27 年板块收入为 2.12、7.50、9.46 亿元，毛利率为 22%、29%、31%；6) **PVA 光学膜**：2000 万平方米 PVA 光学膜 25Q4 陆续投产，25-27 年板块收入为 1.15、2.75、3.15 亿元，毛利率为 48%、50%、52%。

有别于大众的认识

市场担忧公司两大新材料或进入壁垒不高致竞争加剧，或放量困难。我们认为，首先 PVA 光学膜及汽车级 PVB 胶片核心份额仍在国际巨头手中，国产化率较低，且需要优质的上游树脂配合才能达到较高的品质，对企业的一体化布局及研发能力都提出了极高的要求，产业进入壁垒较高。其次，公司 PVA 光学膜现有产能量利皆已现拐点，而 LCD 产能持续向国内转移，对光学膜国产化的诉求很强；公司汽车级 PVB 胶片已大批量用于明池商用车玻璃，并与福耀玻璃进行洽谈，且相比于德斯泰等同行，公司产业链一体化的优势将带来品质的领先，因此两大新材料板块放量确定性较高。

股价表现的催化剂

PVA 树脂价格上涨；PVA 光学膜及 PVB 胶片放量；煤炭价格下行。

核心假设风险

1) 原材料价格波动风险；2) 下游需求不及预期；3) 新项目产能释放不及预期。

目录

1. PVA 循环产业链集大成者，周期弹性及长期成长兼具	6
1.1 维纶厂更迭为 PVA 产业领军者，开启高端化升级之路	6
1.2 PVA 循环产业链完备，新材料项目即将投产	7
1.3 底部利润抬升，光学膜盈利显著增长.....	9
2. 规模成本优势显著，行业底部逆势扩张	11
2.1 需求稳健增长，结构转型升级，出口有望恢复	11
2.2 海外负荷较低重心下移，国内集中度和开工提升显著	14
2.3 行业底部确认，供需边际向好，或受益煤炭中枢下行	16
2.4 规模成本优势双轮驱动，低成本扩张加速行业出清	18
3. 新材料破晓前夕，由周期迈向成长	19
3.1 国内首家 PVA 光学膜厂商，国产替代步伐加快.....	19
3.2 PVB 全产业链布局，高端汽车级胶片即将放量	22
4. 盈利预测与估值.....	26
4.1 盈利预测	26
4.2 可比公司估值	27
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构图	6
图 3：公司 PVA 循环产业链	7
图 4：公司营业收入及 YOY	9
图 5：公司毛利及归母净利润.....	9
图 6：公司毛利率与净利率	9
图 7：公司单季度毛利率与 PVA 价差变化趋同.....	9
图 8：公司分业务营业收入结构（亿元）	10
图 9：公司分业务毛利结构（亿元）	10
图 10：公司期间费用率.....	10
图 11：公司研发费用及占比	10
图 12：PVA 产业链.....	11
图 13：全球 PVA 消费结构.....	11
图 14：国内 PVA 消费结构.....	11
图 15：我国 PVA 表观消费量	12
图 16：我国 PVA 进出口情况	12
图 17：2025 年前 10 月国内 PVA 出口目的地结构	12
图 18：2020 年欧盟对我国 PVA 反倾销终裁结果	13
图 19：我国对欧盟 PVA 出口情况	13
图 20：我国 PVA 进出口均价及国内均价比较（元/吨）	14
图 21：我国 PVA 产能产量及开工率.....	15
图 22：PVA 价格价差及原材料价格（元/吨）	16
图 23：PVA 行业成本曲线（元/吨）	18
图 24：公司盐城项目成本优势进一步巩固（元/吨）	19
图 25：偏光片产业链.....	20
图 26：偏光片结构	20
图 27：液晶面板成本构成.....	20
图 28：偏光片成本构成	20
图：全球 LCD 产能向国内转移.....	

图 30: 全球偏光片出货量.....	21
图 31: 全球分地区偏光片产能占比.....	21
图 32: 2023 年全球偏光片企业产能 (百万平方米/年)	21
图 33: 公司 PVA 光学膜产销量情况.....	22
图 34: 公司 PVA 光学膜营收及毛利情况.....	22
图 35: PVB 产业链.....	23
图 36: PVB 树脂下游需求结构.....	23
图 37: 全球 PVB 树脂供给格局.....	23
图 38: PVB 胶片分领域市场规模及国产化情况 (万吨)	24
图 39: 公司 PVB 胶片产销量情况	25
图 40: 公司 PVB 胶片营收及毛利情况	25
表 1: 公司主要产品介绍	8
表 2: 公司产能情况	8
表 3: 海外主要 PVA 装置情况.....	14
表 4: 近年来国内 PVA 装置淘汰情况	15
表 5: 国内 PVA 装置情况.....	15
表 6: 国内 PVA 供需平衡表	17
表 7: 国内电石供需平衡表.....	18
表 8: 全球 PVA 光学膜产能	22
表 9: 全球 PVB 树脂及胶片主要厂家产能情况 (万吨/年)	24
表 10: 皖维丽盛汽车级 PVB 胶片和同行对比.....	25
表 11: 公司收入和盈利预测	26
表 12: 可比公司估值.....	27

1. PVA 循环产业链集大成者，周期弹性及长期成长兼具

1.1 维纶厂更迭为 PVA 产业领军者，开启高端化升级之路

维纶厂起家，二次创业成为行业领头羊，产业高端化升级进行时。公司前身是成立于 1969 年，为解决人民穿衣问题的安徽维纶厂，经过多年艰苦创业，78 年厂区建成，83 年竣工正式投产。但由于化纤产业趋势变化，公司于 93 年提出二次创业目标，并于 97 年上市，致力于打造 PVA 产业领军者。公司 09 年开始构建安徽、广西、内蒙“一体两翼”发展格局，PVA 树脂基本盘不断扩张；12 年开始逐步将产业延伸至 PVB 树脂和 PVA 光学膜等高端领域。20 年公司进一步明确高端化转型之路，多个新材料项目开工，22 年全面投产，并进入产能扩张期。

至此，公司通过不断延伸产业链、拓宽产业面发展，已形成安徽巢湖、内蒙古乌兰察布、广西河池三大生产基地，化工、化纤、新材料、建材四大产业板块，“PVA-PVA 光学膜-偏光片、PVA-PVB 树脂-PVB 胶片、VAC-PVA-PVA 纤维、VAC-VAE 乳液-可再分散性胶粉、生物质酒精-VAC-PVA/VAE 乳液-生物基材料”五大产业链发展布局。

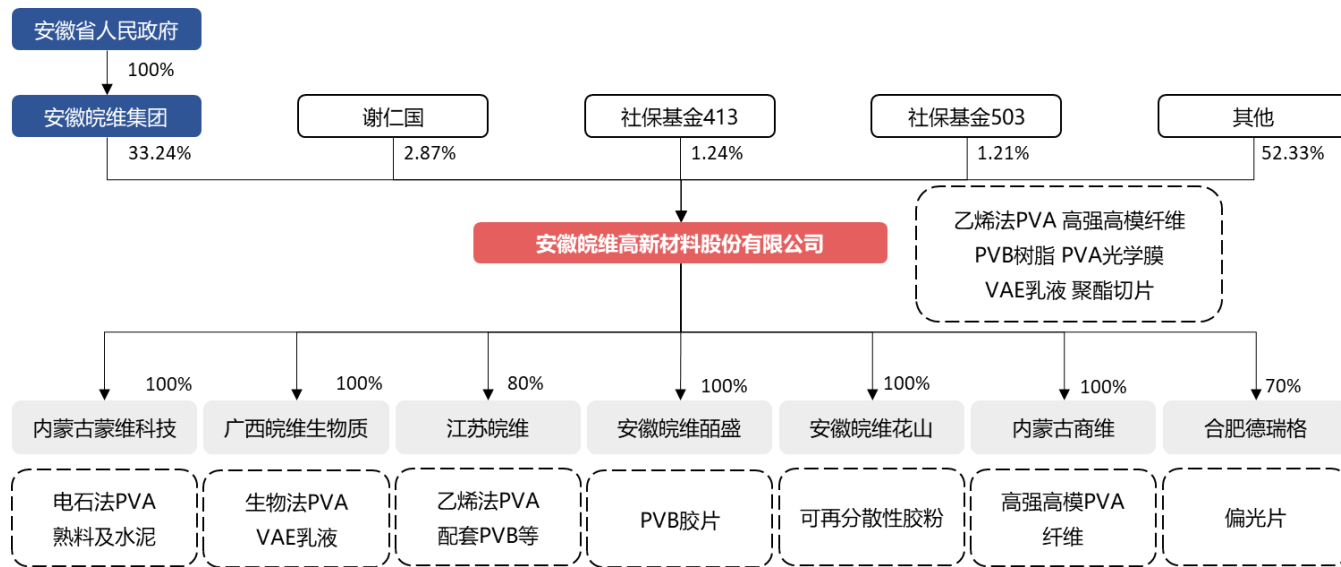
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

国企重组，海螺集团将控股皖维集团，产业协同进一步加深。公司控股股东为安徽皖维集团，其持有公司股份 33.24%，实际控制人为安徽省人民政府。2025 年 11 月 20 日，公司接到皖维集团通知，皖维集团拟与其他省属企业集团筹划重组事项，此次重组拟通过对皖维集团增资、皖维集团及公司部分股权无偿划转的方式进行。重组完成后，皖维集团股权结构将变更为海螺集团，安徽省投资集团、安徽省省国控集团参股。虽然皖维集团持有公司的股份相应发生变动，但仍为公司控股股东；海螺集团将成为公司间接控股股东，但不会导致公司实际控制人发生变更。2025 年 4 月，海螺集团与皖维集团签订战略合作框架协议，将围绕消费建材、新能源材料、数字化改造等领域深化合作，共同打造产业链协同发展新标杆，为安徽“三地一区”建设注入新动能。

图 2：公司股权结构图

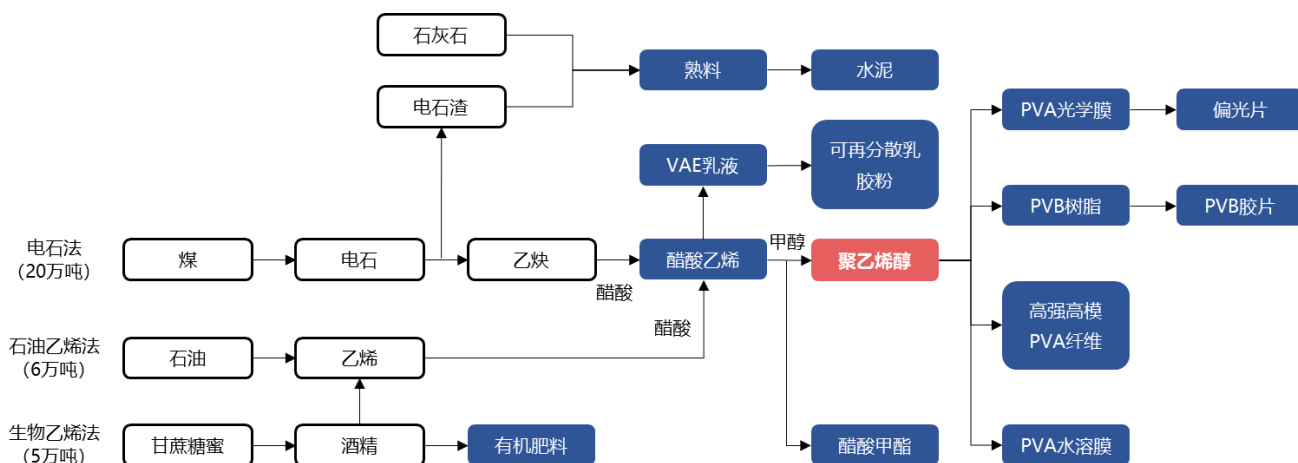


资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.2 PVA 循环产业链完备，新材料项目即将投产

PVA 循环产业链集大成者。公司主要采用电石乙炔法、石油乙烯法和生物质乙烯法的工艺路线生产 PVA 产品，向下游延伸 PVA 高强高模纤维、PVA 水溶性纤维、PVB 树脂、PVA 光学膜等新材料，并通过醋酸乙烯延伸至 VAE 乳液和可再分散性胶粉。过程中，生产乙炔的电石渣则被用于生产水泥熟料，醇解母液则可用于回收醋酸甲酯，后续可精炼为精醋酸甲酯。公司还利用水泥烟尘气余热生产蒸汽、利用高压蒸汽发电等解决部分生产用能源和动力，将 PVA 生产中产生的各种废副产物、余热等加以充分利用，率先实现了 PVA 行业节能降耗和清洁生产的发展目标与方向，同时有效地降低了运营成本。

图 3: 公司 PVA 循环产业链



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究*蓝底色为公司产品

传统主业市占率高，新材料致力于国产替代。公司主导产品 PVA 树脂产销量和市场占有率占国内市场的 30% 以上，生产能力位居全国第一、世界前列，高强高模聚 PVA 纤维产品产销量位居全国第一，达国内总量的 50% 以上，国际市场占有率约为 35%；其他产品如水泥、熟料、可再分散性胶粉、PVB 树脂都成为了同行业的知名品牌产品。拥有自主知识产权的 PVA 光学薄膜、汽车级 PVB 树脂及胶片处于国内领先水平，产品填补国内空白。

表 1: 公司主要产品介绍

产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域
PVA	化工	1.电石乙炔法: 电石、煤炭、醋酸、VAC、甲醇 2.石油乙烯法: 乙烯、醋酸、VAC、甲醇 3.生物质乙烯法: 糖蜜、酒精、醋酸、VAC、甲醇	纺织、建材及其他新兴行业
PVB 树脂	化工	PVA、丁醛、盐酸	安全玻璃胶膜、粘合剂
VAE 乳液	化工	VAC、乙烯	涂料、胶粘剂、纺织品涂层和建筑材料
高强高模 PVA 纤维	化纤	PVA、芒硝、硫酸	替代石棉用于建材领域
聚酯切片	化纤	精对苯二甲酸、乙二醇	纺织
水泥、熟料	建材	石灰石、煤	基础设施建设、房地产
PVA 光学膜	新材料	PVA、助剂	偏光片
偏光片	新材料	PVA 光学膜、TAC 膜	显示面板
PVB 胶片	新材料	PVB 树脂、增塑剂	建筑、汽车用安全玻璃
可再分散性胶粉	新材料	VAE 乳液、其他聚合乳液	涂料、胶粘剂、纺织品涂层和建筑材料

资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

PVA 主业底部低成本扩张, 新材料项目即将投产。当前公司拥有 PVA 树脂 31 万吨产能, 其中电石乙炔法 20 万吨、石油乙烯法 6 万吨、生物乙烯法 5 万吨, 并拟于江苏盐城新建 20 万吨乙烯法 PVA 树脂, 预计 27 年投产; 同时配套建设有 2 万吨 PVA 纤维、4 万吨可再分散性胶粉、18 万吨 VAE 乳液等下游新材料产品; 高端新材料方面, 公司已拥有 1.8 万吨 PVB 树脂、2.2 万吨 PVB 胶片、1200 万平方米 PVA 光学膜、700 万平方米偏光片产能, 新的年产 2000 万平方米 TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜、年产 2 万吨多功能 PVB 树脂、年产 2 万吨汽车级 PVB 胶片项目已于 2025 年四季度陆续投产。

表 2: 公司产能情况

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	在建产能预计完工时间
安徽本部 PVA	6 万吨/年	80.37	0	
安徽本部 PVA 纤维	2 万吨/年	100	0	
安徽本部 PVB 树脂	1.8 万吨/年	78.71	2 万吨/年	2025.12
皖维丽盛 PVB 胶片	2.2 万吨/年	87.71	2 万吨/年	2025.12
安徽本部熟料及水泥	200 万吨/年	100	0	
安徽本部 VAE 乳液	6 万吨/年	100	6 万吨/年	
花山公司胶粉	4 万吨/年	100	2 万吨/年	
安徽本部 PVA 光学膜	1200 万 m ² /年	45.54	2000 万 m ² /年	2025.12
德瑞格公司偏光片	700 万 m ² /年	20.98	0	
安徽本部聚酯切片	7.5 万吨/年	100	0	
蒙维科技 PVA	20 万吨/年	86.66	0	
蒙维科技熟料及水泥	100 万吨/年	100	0	
广西皖维 PVA	5 万吨/年	58.43	0	
广西皖维 VAE 乳液	6 万吨/年	100	0	
商维高强高模 PVA 纤维	6000 吨/年	0	6000 吨/年	

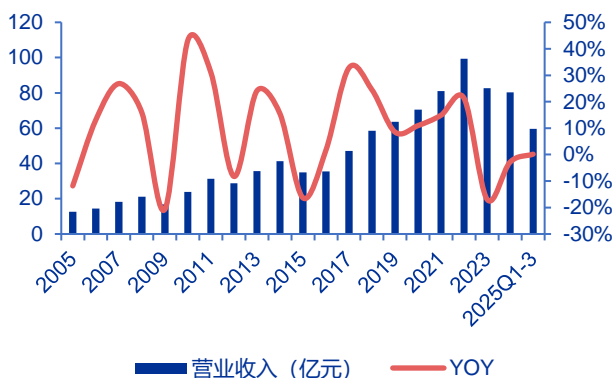
资料来源: 公司年报, 公司公告, 申万宏源研究

1.3 底部利润抬升，光学膜盈利显著增长

盈利能力随 PVA 行业价差波动，但矩阵拓宽+成本优化助力底部利润抬升。随着 PVA 树脂产能增加及产业链上下游的延伸，多年来公司营业收入持续扩张，但受公司早期产能以高成本电石法为主、期间费用率较高、行业竞争激烈等因素影响，归母净利润一直未能突破 1.5 亿元。2019 年开始，PVA 行业供给出清加速，行业格局显著优化，价差上行，带动公司盈利状况迈入新台阶，归母净利润由 2018 年的 1.3 亿元增长至 2022 年的 13.69 亿元。2022 年下半年行业价差见顶回落，公司盈利能力亦随之下滑，但凭借产业链品类不断拓展，成本优化持续推进，新材料陆续放量，公司在行业底部仍能实现 3 亿元以上的归母净利润。

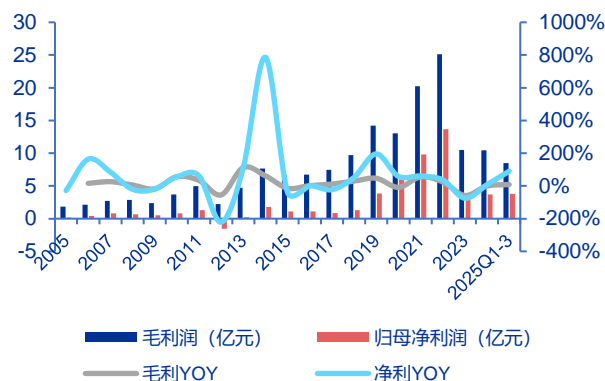
2025 年前三季度公司实现营业收入 59.58 亿元，同比持平，实现归母净利润 3.8 亿元，同比+90%，主要得益于原料煤炭价格下行、公司光学膜板块利润改善、期间费用持续优化。

图 4：公司营业收入及 YOY



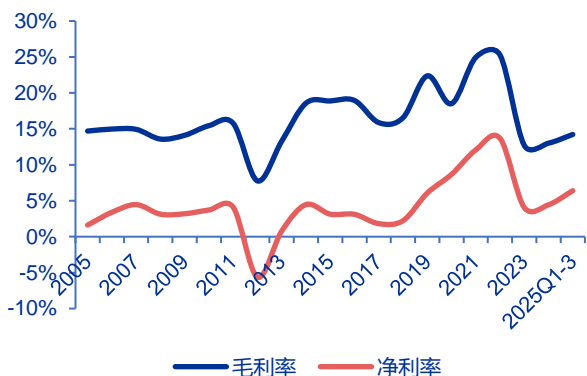
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：公司毛利及归母净利润



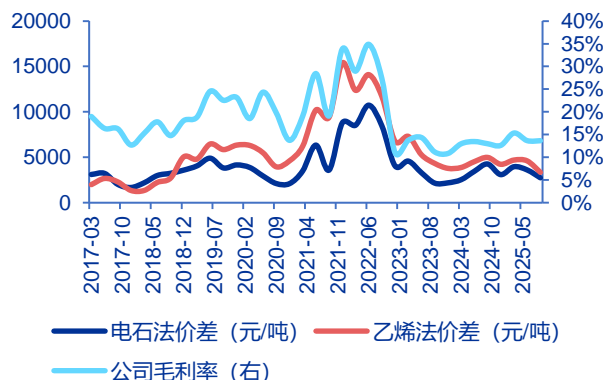
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

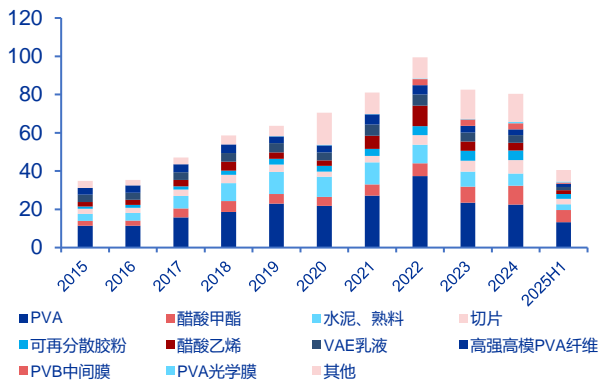
图 7：公司单季度毛利率与 PVA 价差变化趋同



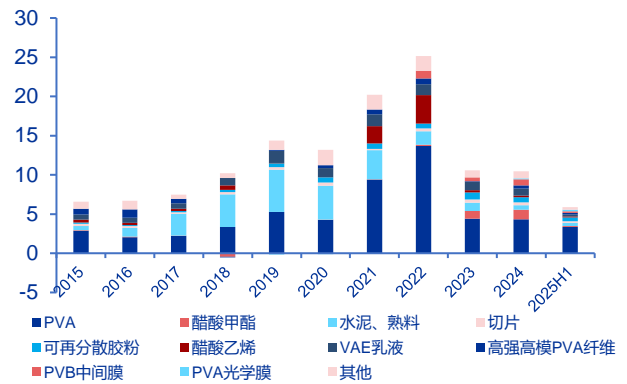
资料来源：Wind，百川盈孚，申万宏源研究

PVA 树脂仍是核心业绩来源，光学膜利润提升明显。PVA 树脂一直是公司核心的收入和利润来源，2025H1 其收入和毛利占比分别为 33%、57%；2021 年以前，水泥和熟料亦为公司贡献了较大的收入及利润，但受制于需求疲软，竞争加剧的影响，其收入和毛利占比由 2020 年的 15%、33% 下滑至 2025H1 的 7%、7%；PVB 胶片和 PVA 光学膜近年来逐

步崭露头角，2025H1 两者毛利占比分别为 3%、4%，其中 PVA 光学膜增长迅速，此前几乎无毛利贡献。

图 8：公司分业务营业收入结构（亿元）


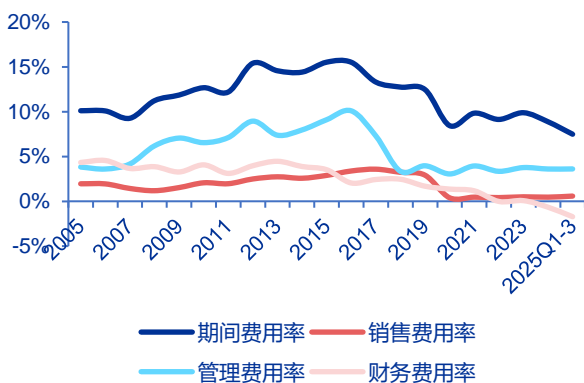
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司分业务毛利结构（亿元）


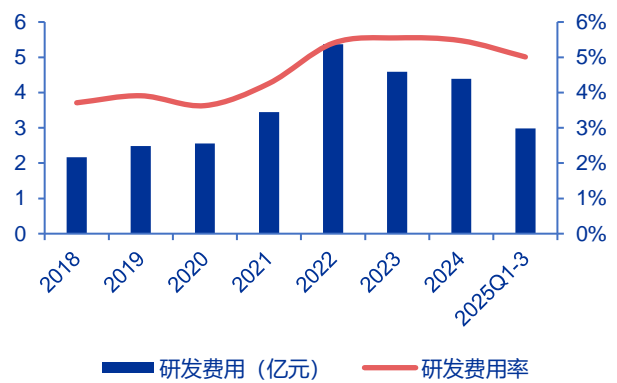
资料来源：Wind，申万宏源研究

期间费用率显著优化。近年来公司持续优化经营效率，管理费用率高位回落；受益于会计准则调整，销售费用率于 2020 年后显著下降；随着经营业绩和现金流的好转，公司三年定期存单计提利息收入增加，近几年财务费用率明显下滑，总体带动公司期间费用率由 2016 年高点的 16% 下滑至 2025 年前三季度的 7%。

研发深耕破壁垒，技术转化赋新能。近年来公司年研发费用保持在 4-5 亿元左右，研发费用率在 5-6%，保持省属企业前列，重点投向 PVA 光学薄膜、高端 PVB 树脂等关键新材料领域，为两大板块即将量产奠定基础。2025 上半年，公司 PVA 光学薄膜成功入选 2025 年度长三角区域创新产品应用示范案例名单。公司加强产学研合作，建立“科技副总”“技术副厂长”机制，从中国科大选聘两位教授担任皖维高新科技副总，选拔三位科技骨干担任生产分厂技术副厂长，推动基础创新和产业创新深度融合。

图 10：公司期间费用率


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：公司研发费用及占比


资料来源：Wind，申万宏源研究

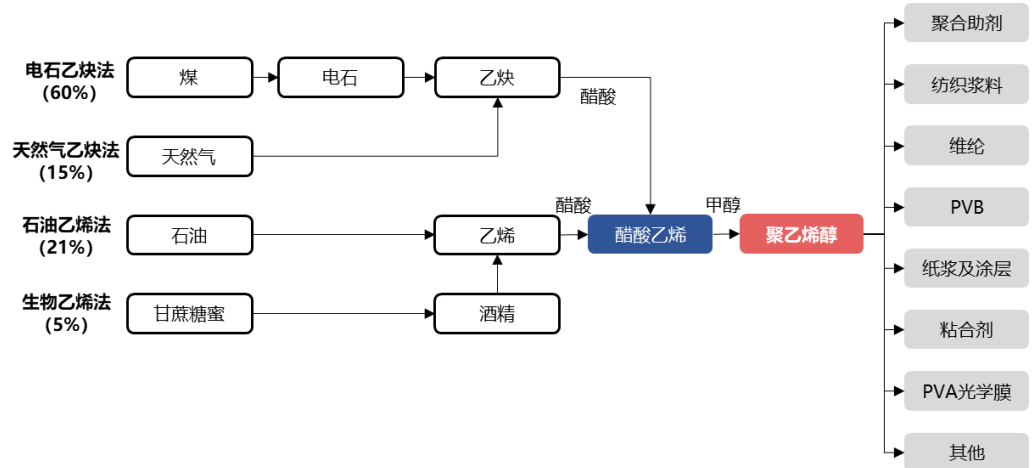
2. 规模成本优势显著，行业底部逆势扩张

2.1 需求稳健增长，结构转型升级，出口有望恢复

聚乙烯醇 (PVA) 是一种水溶性高分子材料，通式为 $[C_2H_4O]_n$ ，其主要分类指标为聚合度和醇解度，一般分为 17 - 99、20 - 99、26 - 99、17 - 88、20 - 88、24 - 88 等，其中前 2 位表示聚合度，后 2 位表示醇解度，例如 17 - 99 表示聚合度为 1700、醇解度为 99%。

聚乙烯醇具有粘结性、成纤性、乳化稳定性、气体阻隔性、成膜性、生物降解性等优良性能，主要用于生产工业助剂、特种纤维、胶粘剂、安全玻璃夹层膜 (PVB 膜)、水溶膜、光学膜等，广泛应用于精细化工、绿色建筑、造纸、纤维、汽车、可降解包装、光电、医药等行业。

图 12: PVA 产业链



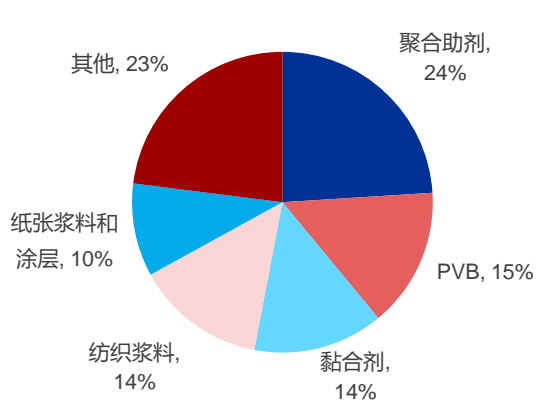
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究*括号内为该工艺国内产能占比

全球 PVA 需求相对稳定，海外以汽车医药等高端领域为主，国内集中于纺织建材等传统领域。全球金融危机后，由于粘合剂、纺织浆料等下游行业景气程度不高，且部分领域面临新产品替代风险，全球 PVA 的消费量呈现相对稳定、小幅增长的发展趋势。据中国化学纤维工业协会统计，2015 年世界 PVA 消费量为 134.3 万吨，2020 年消费量保持在 135 万吨左右。PVA 需求主要集中在东北亚、北美和西欧地区，三个地区消费量约占全球总消费量的 85%。

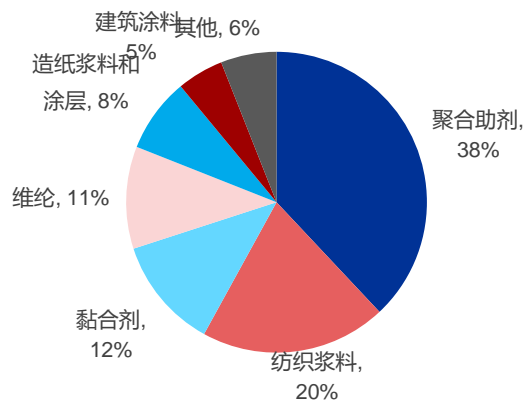
PVA 全球消费结构为：聚合助剂约占 24%，聚乙烯醇缩丁醛 (PVB) 约占 15%，黏合剂约占 14%，纺织浆料约占 14%，纸张浆料和涂层约占 10%，其他 23%。中国消费结构为：聚合助剂约占 38%，织物浆料约占 20%，黏合剂约占 12%，维纶纤维约占 11%，造纸浆料和涂层约占 8%，建筑涂料约占 5%，其他 6%。聚合助剂、织物浆料和黏合剂是聚乙烯醇的主要下游消费市场。

图 13: 全球 PVA 消费结构

图 14: 国内 PVA 消费结构



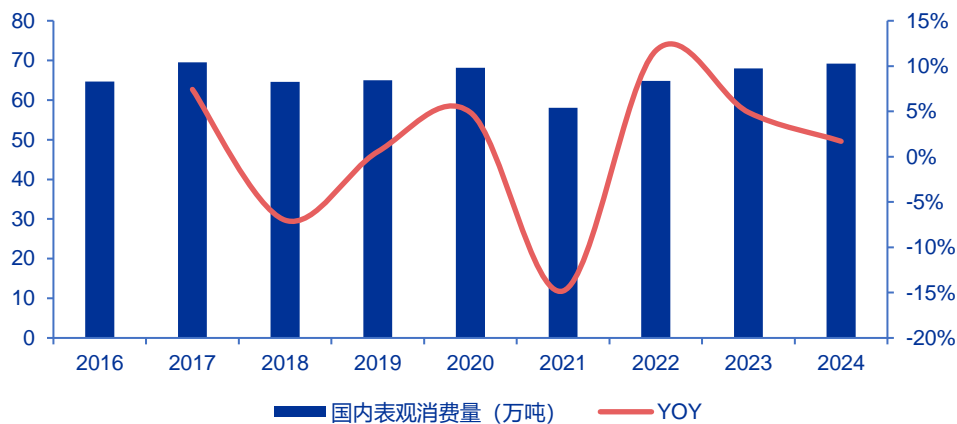
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

内部结构转型升级，预计我国 PVA 消费量呈稳健增长态势。我国是全球最主要的 PVA 消费市场，消费量约占全球总消费量的 50%。2018 年由于下游建材、建筑等行业景气度下降，2021 年因为公共卫生事件影响，国内表观消费量有所下滑，其余年份均表现出稳定增长态势。国内早期 PVA 的应用领域以维纶为主，占比近 7 成，随着 PVA 在纸浆、涂料等领域用途的不断开发，在其他领域的消费则不断增加。其中，PVA 在建筑、胶粘剂等领域的应用增长最为显著。近年来 PVB、PVA 水溶膜等高附加值新兴领域对 PVA 的需求占比不断提升，但与全球相比，目前我国 PVA 消费结构中 PVB、PVA 膜等高端需求占比仍相对较低，在相关领域具有较大的市场提升空间。

图 15：我国 PVA 表观消费量

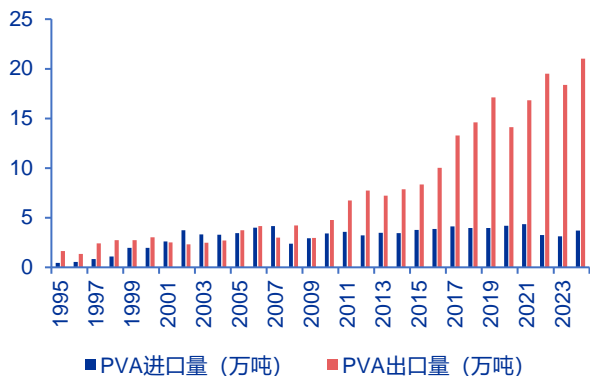


资料来源：海关总署，中国化学纤维工业协会，申万宏源研究

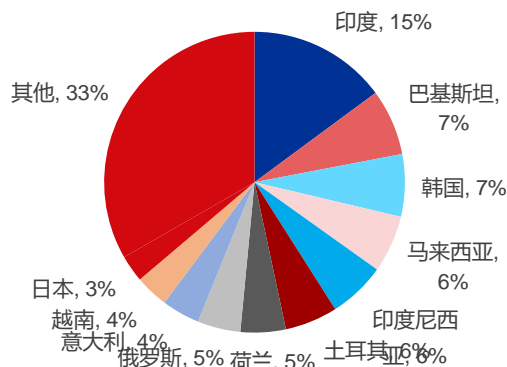
我国 PVA 出口量逐年攀升。早年我国 PVA 进出口相对均衡，2010 年后，随着国内产能扩张与品质升级，东南亚、中东等地制造业迅速发展，我国 PVA 出口量迅速攀升，由 2009 年约 3 万吨提升至 2024 年约 21 万吨，根据海关总署数据，25 年前 10 月国内 PVA 出口量约 19 万吨，同比+10%。分国别看，印度、巴基斯坦、韩国、马来西亚、印尼等地是 25 年前 10 月的主要出口国，但整体而言出口结构相对分散。

图 16：我国 PVA 进出口情况

图 17：2025 年前 10 月国内 PVA 出口目的地结构



资料来源：海关总署，申万宏源研究



资料来源：海关总署，申万宏源研究

欧盟反倾销到期迎来日落复审，国内出口欧盟贸易量有望显著恢复。应可乐丽欧洲子公司诉请，欧盟曾于2019年7月30日对原产于中国的聚乙烯醇发起反倾销调查，并在2020年9月29日作出反倾销肯定性终裁，最终税率为17.3%-72.9%不等，相应措施于2025年9月30日到期。2025年9月25日，欧盟委员会发布公告，应可乐丽欧洲子公司申请，正式对原产于中国的PVA发起第一次反倾销日落复审调查，核心审查内容为：若取消现行反倾销措施，中国产聚乙烯醇的倾销行为是否会对欧盟国内产业继续或再度造成损害，调查期设定为2024年7月1日至2025年6月30日，产业损害调查期则从2022年1月1日延续至调查期结束。

据海关总署，2019年我国对欧盟PVA出口量为6.21万吨，占当年出口总量的36%，随后绝对量及占比呈现下滑趋势，2024年出口量为3.22万吨，占比为15%。我们认为，随着海外厂商重心偏向下游精细化产品，其进口诉求有所提升，叠加国内企业积极应诉，相关反倾销税率有望下降甚至取消，我国对欧盟贸易量或显著恢复。按照2019年出口欧盟占比计算，后续我国对欧盟出口量有望提升至10万吨，较24年潜在增量约为7万吨。

图 18: 2020 年欧盟对我国 PVA 反倾销终裁结果

生产商/出口商	反倾销税率
中石化集团	17.3%
皖维集团	55.7%
双欣集团	72.9%
其他合作企业	57.9%
其他中国企业	72.9%

资料来源：欧盟委员会，申万宏源研究

图 19: 我国对欧盟 PVA 出口情况

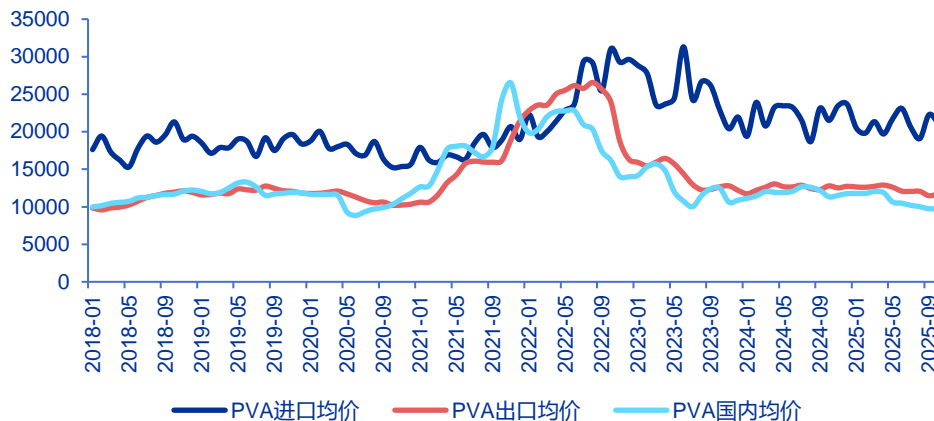


资料来源：海关总署，申万宏源研究

PVA 出口具备溢价，国内高端化升级空间仍较大。由于不同 PVA 牌号的聚合度、醇解度、纯度不同，其产品品质差异较大，对应下游领域用途区分亦较广。一般而言，具备高聚合度、醇解度控制精准、纯度较高的 PVA 树脂可用于医药、电子、食品等高端领域，而采用乙烯法工艺更易制备高端牌号，因此目前我国高端 PVA 树脂仍部分依赖进口，国内 PVA 厂商产能更多集中于低端产品，根据海关总署数据，我国 PVA 进口均价高于出口均价约 -

1.2 万元/吨，因此国内 PVA 树脂高端化升级之路势在必行。另一方面，由于国内出口结构偏向高端，海外市场价格敏感度较低，供需格局较好，因此国内 PVA 出口溢价显著，近年来高于国内市场均价范围约为 100-2000 元/吨。

图 20：我国 PVA 进出口均价及国内均价比较（元/吨）



资料来源：海关总署，百川盈孚，申万宏源研究

2.2 海外负荷较低重心下移，国内集中度和开工提升显著

PVA 最早于 1924 年由德国化学家合成，1926 年实现小规模生产，1950 年由日本仓敷人造丝公司率先实现工业化生产。

海外 PVA 工艺以乙烯法为主，且传统 PVA 产能正陆续退出。全球 PVA 生产主要集中在中国、日本、美国等少数几个国家和地区，总装置产能约 183.4 万吨/年，其中亚太地区是主要生产地区，占世界总产量 82% 以上。海外具有代表性的企业主要有日本可乐丽、日本积水、日本合成化学、美国杜邦等，且由于海外石油资源相对充裕，PVA 工艺皆采取乙烯法。随着传统 PVA 产品市场的竞争日益加剧，国际 PVA 巨头普遍向 PVA 下游延伸，生产高附加值的 PVA 产品，逐步退出传统 PVA 产品市场，全球 PVA 产能正逐渐向中国转移。

表 3：海外主要 PVA 装置情况

国家或地区企业名称	产能 (万吨)	工艺路线	备注
日本可乐丽株式会社	25.8	乙烯法	日本冈山 9.6 万吨，日本柏崎 2.8 万吨，德国法兰克福赫斯特 9.4 万吨，美国得克萨斯 4.0 万吨
日本积水化学工业株式会社	15	乙烯法	西班牙 Tarragona 4.0 万吨，美国塞拉尼斯 10 万吨（其中 Calvert 5.5 万吨，Pasadena 4.5 万吨），日本本土 1 万吨
日本合成化学工业株式会社	7	乙烯法	
日本 DK (DSPoval) 株式会社	3	乙烯法	电气合成与积水合资公司
日本尤尼吉卡 (JVP)	7	乙烯法	
美国杜邦公司	6.5	乙烯法	
美国首诺公司	2.8	乙烯法	欧洲 1.6 万吨，本土 1.2 万吨
英国辛塞默	1.2	乙烯法	
德国瓦克	1.5	乙烯法	
KAP (新加坡)	4	乙烯法	可乐丽与合成化学合资公司

合计

73.8

资料来源：中国化学纤维工业协会，申万宏源研究

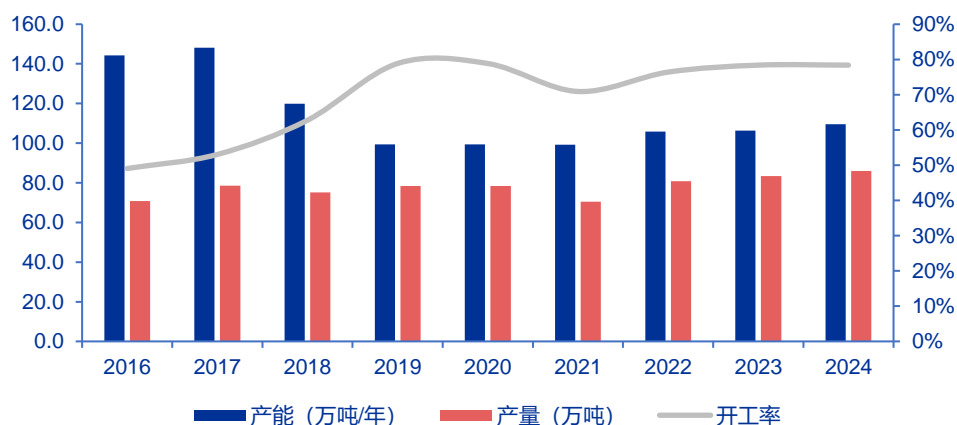
我国 PVA 产业已经历一轮洗牌，当前格局相对稳定，开工率提升明显。我国聚乙烯醇工业于 20 世纪 60 年代起步，在 1963 年自日本引进一套年产 1 万吨的维纶生产线，随后国内兴建了 13 家聚乙烯醇企业，总产能达到 20 万吨。上世纪 90 年代中后期至 2007 年，聚乙烯醇市场价格整体处于上升通道，市场供不应求，国内聚乙烯醇行业进行了大规模的产能扩张，“十二五”以来，国家环保标准不断提高，加速了行业内落后产能的退出。当前，国内 PVA 行业基本完成整合，产能稳定在 109.6 万吨/年附近，开工率由前期 50%左右的低点提升至 2024 年的 78%附近。

表 4：近年来国内 PVA 装置淘汰情况

企业	淘汰时间	产能 (万吨/年)	省份
兰州兰维	2008-01-01	3	甘肃省
贵州水晶	2011-01-01	3	贵州省
江西化纤	2011-09-13	4	江西省
北京有机	2012-07-01	2.7	北京市
福建福维股份	2013-01-20	6	福建省
云南云维	2013-08-01	2.8	云南省
石家庄化纤	2016-08-01	2	河北省
山西路桥	2018-04-01	10	山西省
合计		33.5	

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 21：我国 PVA 产能产量及开工率



资料来源：中国化学纤维工业协会，申万宏源研究

国内电石法为主，行业集中度高，产业一体化特点显著。由于我国煤炭资源丰富，因此电石乙炔法 PVA 产能仍为主导，占比约 60%，石油乙烯法、天然气乙炔法、生物乙烯法占比分别为 21%、15%、5%。以集团口径统计，国内生产 PVA 的企业共有 6 家，包括公司、中石化（下属川维化工、宁夏能化和上石化）、内蒙古双欣、宁夏大地、长春化工和湖南湘维，行业集中度较高，其中公司 31 万吨产能排名第一。此外，行业玩家多配套上游醋酸乙烯产能，且采取电石法的企业亦基本具备电石生产能力，行业一体化特点显著。

表国内 PVA 装置情况

国家或地区企业名称	产能 (万吨)	工艺路线	备注	醋酸乙烯配套产能 (万吨)	电石配套产能 (万吨)
上石化股份有限公司化工事业部	4.6	石油乙烯法	部分运行	9	
中国石化集团重庆川维化工有限公司	16	天然气乙炔法	运行	50	
中国石化长城能源化工 (宁夏) 有限公司	10	电石乙炔法	运行	45	75
安徽皖维新材料股份有限公司	6 (安徽)	石油乙烯法	运行	20	
	5 (广西)	生物乙烯法	运行	10	
	20 (内蒙古)	电石乙炔法	运行	45	45
台湾长春集团	12 (江苏)	石油乙烯法	运行		
宁夏大地循环发展股份有限公司	13	电石乙炔法	运行	26	100
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	13	电石乙炔法	运行	30	85
湖南省湘维有限公司	10	电石乙炔法	部分运行	20	
合计	109.6				

资料来源：公司公告，百川盈孚，申万宏源研究

2.3 行业底部确认，供需边际向好，或受益煤炭中枢下行

2019 年之前，由于我国电石产能充裕，乙烯价格较高，电石法 PVA 盈利能力往往好于乙烯法。随着新能源政策下“减油增化”的发展趋势，国内民营大炼化的崛起，国内乙烯供应增加，价格大幅下降，乙烯法 PVA 的成本优势逐渐显现，并且乙烯法 PVA 具有品质好、性能优、低碳等特点，更适用于精细化、高端化下游领域，是行业未来发展的主流趋势。

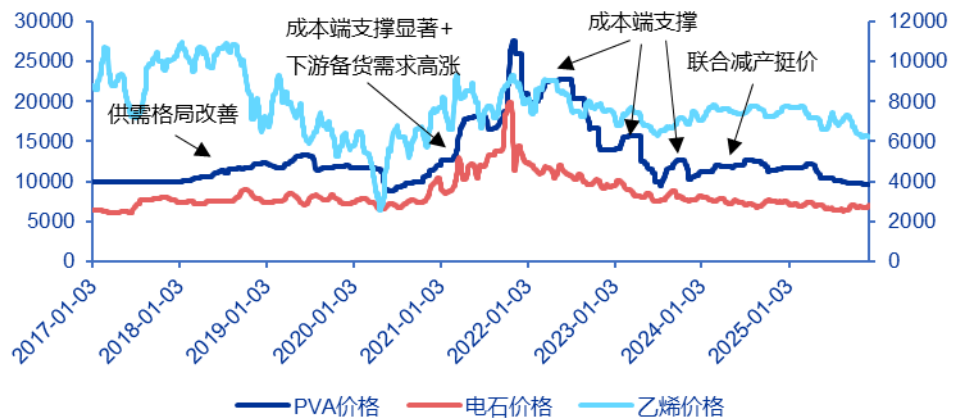
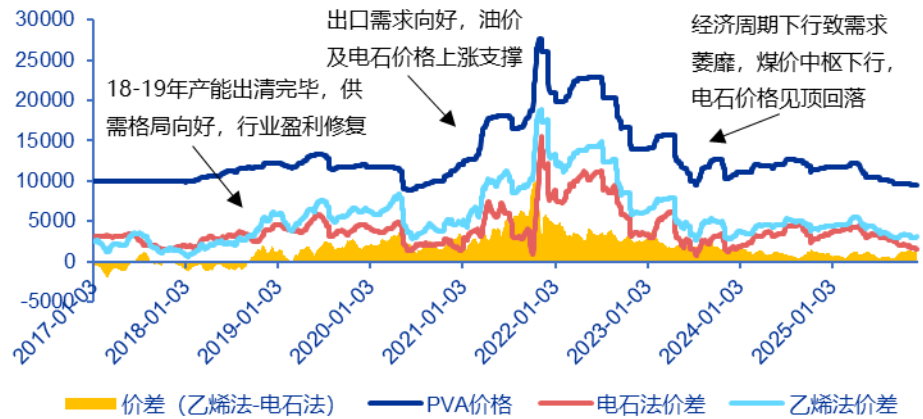
复盘 2017 年以来 PVA 价格价差走势，呈现出以下几个阶段：

1) 18-19 年：行业供给逐渐出清，产能下滑，年开工率上行至 8 成附近，供需趋紧，价格价差有所修复，但弹性相对较小，以电石法为例，彼时价差修复空间约 4000 元/吨。

2) 20-22 年：能耗双控抬升电石价格、油价触底反弹带动乙烯价格、出口需求向好，共同推升 PVA 行业价格价差快速上行，且弹性极大，以电石法为例，彼时价差修复空间约 15000 元/吨。

3) 23 年至今：受宏观经济影响，需求萎靡，叠加原料端煤炭价格中枢下行，PVA 价格价差见顶回落。2024 年以来，由于电石法 PVA 厂家多自备电石，PVA 与电石价格联动性趋弱，因此显著受益于电石价格持续下行，叠加行业阶段性检修减产挺价，PVA 价差阶段性有所修复。2025 年二季度以来，受外部环境扰动影响，PVA 价格持续下行，价差再次触底。截至 2025 年 12 月 11 日，PVA 价格为 9530 元/吨，位于 2017 年以来 3%分位数（下同），电石法价差为 1664 元/吨，分位数为 6%，乙烯法价差为 3220 元/吨，分位数为 22%。

图 22：PVA 价格价差及原材料价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

行业底部向下空间有限，供需边际向好，或持续受益于煤炭价格下行。目前行业价格价差皆处底部，多数企业已处于亏损状态，向下空间有限。根据我们的测算，一方面，26年PVA行业开工率有望上行至84%，供需格局边际向好，如果需求进一步超预期，价格或存向上修复的可能；另一方面，煤炭价格中枢有望继续回落，PVA行业或持续受益。

表 6：国内 PVA 供需平衡表

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能 (万吨/年)	144.2	148.1	119.8	99.4	99.4	99.3	105.8	106.3	109.6	109.6	109.6	129.6
YOY		3%	-19%	-17%	0%	0%	7%	1%	3%	0%	0%	18%
产量 (万吨)	71	79	75	78	78	70	81	83	86	89	92	94
开工率	49%	53%	63%	79%	79%	71%	76%	78%	78%	81%	84%	72%
进口量 (万吨)	4	4	4	4	4	4	3	3	4	4	4	4
出口量 (万吨)	10	13	15	17	14	17	20	18	21	23	25	25
表观消费量 (万吨)	65	69	65	65	68	58	65	68	69	70	71	73
YOY		7%	-7%	1%	5%	-15%	12%	5%	2%	2%	2%	2%
聚合助剂									26	27	28	29
YOY										3%	3%	3%
纺织浆料									14	14	14	14
YOY										1%	1%	1%
黏合剂									8	8	8	9
YOY										1%	1%	1%
维纶									8	8	8	8
YOY										%	%	%

造纸浆料和涂层	6	6	6	6
YOY		3%	3%	3%
建筑涂料	3	3	3	3
YOY		-5%	-4%	-3%
其他	4	4	4	4
YOY		2%	2%	2%

资料来源：中国化学纤维工业协会，申万宏源研究

表 7：国内电石供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能 (万吨/年)	4000	4093	4059	4097	4155	4250	4444	4556	4556	4636	4668
YOY	3%	2%	-1%	1%	1%	2%	5%	3%	0%	2%	1%
产量 (万吨)	2640	2608	2588	2792	2776	2795	2836	2976	3034	3095	3156
开工率	66%	64%	64%	68%	67%	66%	64%	65%	67%	67%	68%
进口量 (万吨)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
出口量 (万吨)	11	13	15	12	11	12	13	12	12	12	12
表观消费量 (万吨)	2629	2594	2573	2780	2765	2783	2823	2963	3022	3083	3144
YOY	2%	-1%	-1%	8%	-1%	1%	1%	5%	2%	2%	2%

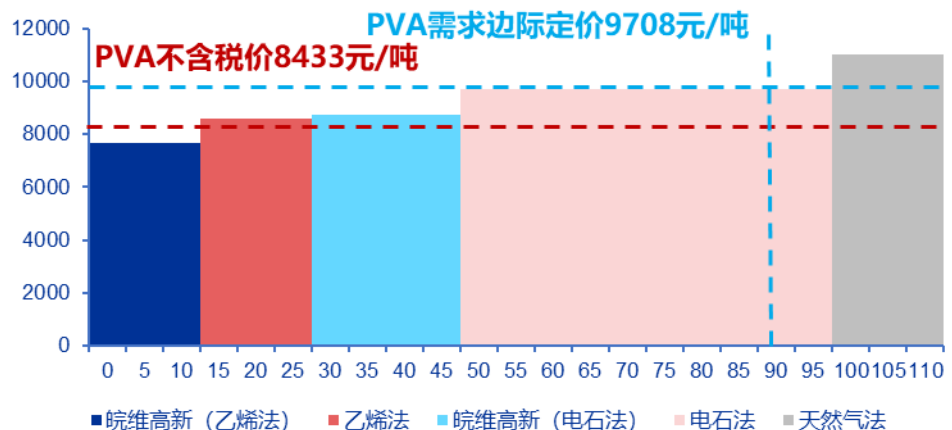
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

2.4 规模成本优势双轮驱动，低成本扩张加速行业出清

品类齐全牌号高端，为产业链高附加值转型提供基础。经过几十年的发展，公司投入市场的 PVA 品种约 40 多种，覆盖所有常规系列品种，并可实现对 PVA 聚合度/醇解度精准调控，拥有光学级 PVA 树脂等高端牌号生产能力，为向下游高附加值产品延伸提供基础。

成本曲线左侧玩家，单吨超额利润约 1364 元。公司同时拥有电石法、石油乙烯法、生物乙烯法三种工艺，不仅可满足各种规格下游产品的原材料需求，并通过技术工艺迭代，PVA 原料单耗及能耗低于同行，成本优势显著。据我们测算，公司乙烯法 PVA 完全成本仅 7671 元/吨（不含税、下同），低于同行平均 905 元/吨，公司电石法 PVA 完全成本仅 8713 元/吨，低于同行平均 995 元/吨。按照加权平均计算，公司 PVA 树脂平均完全成本约 8343 元/吨，低于国内主流电石法工艺 1364 元/吨。

图 23：PVA 行业成本曲线（元/吨）

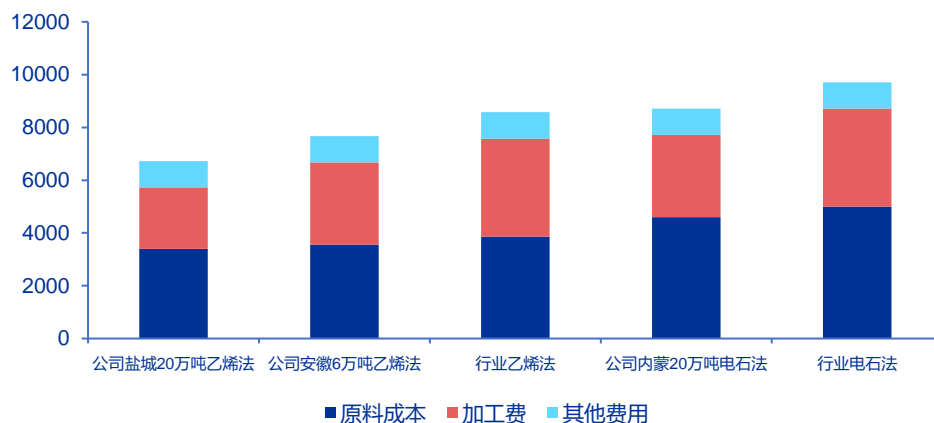


资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

拟盐城扩产 20 万吨乙烯法 PVA，周期底部规模及成本优势再夯实。25 年 8 月公司公告，拟在江苏盐城滨海沿海工业园投资建设乙烯法功能性 PVA 树脂生产基地，项目规划总投资约 100 亿元，占地约 1000 亩。规划项目分两期建设：一期项目投资约 36 亿元，建设项为 36 万吨/年醋酸乙烯、20 万吨/年乙烯法功能性 PVA 树脂；二期项目投资约 64 亿元，建设项为 40 万吨/年醋酸乙烯、20 万吨/年乙烯法功能性 PVA 树脂及 PVA 下游产业链 VAE 乳液、可再分散性乳胶粉、PVB 树脂、PVB 胶片等项目。其中一期项目已于 25 年 11 月启动，预计建设期 18 个月。

该项目优势在于以下几点：1) 乙烯法 PVA 品质及性能更好；2) 区位优势突出，原材料乙烯运费低；3) 蒸汽、电等的能耗价格低；4) 出口方便，节省产成品运费。据我们测算，**盐城基地乙烯法 PVA 将较公司安徽基地乙烯法成本优势再扩大 943 元/吨，按照 20 万吨销量计算，超额利润约为 1.9 亿元。**

图 24：公司盐城项目成本优势进一步巩固（元/吨）



资料来源：公司公告，百川盈孚，申万宏源研究

3. 新材料破晓前夕，由周期迈向成长

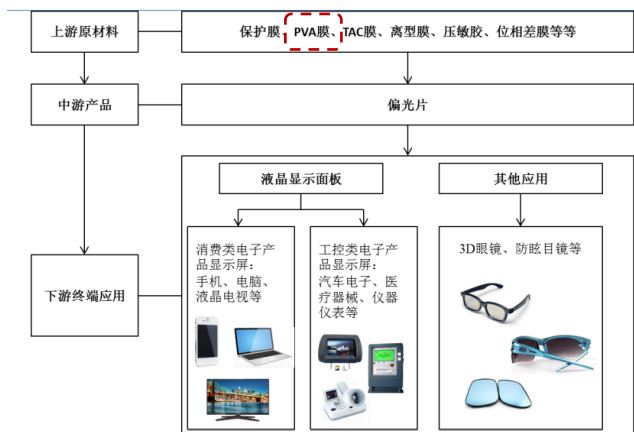
除了 PVA 树脂周期底部的低成本逆势扩张带来未来的利润弹性，公司多年来布局的两大新材料项目正处于放量前夕，**相关业务市场空间大、国产化率低、利润率高、进入壁垒高，且对原材料树脂具备较高要求，公司具备全产业链一体化优势，有望迈向由周期走向成长的新阶段。**

3.1 国内首家 PVA 光学膜厂商，国产替代步伐加快

PVA 光学膜是偏光片的核心原料之一。偏光片主要用在液晶显示面板上，约占 TFT-LCD（薄膜晶体管液晶显示器）面板成本的 10%。液晶显示器成像必须依靠偏振光，LCD 液晶显示模组必须包含两张偏光片。液晶显示模组中有两张偏光片分别贴在玻璃基板两侧，下偏光片用于将背光源产生的光束转换为偏振光，上偏光片用于解析经液晶电调制后的偏振光，产生明暗对比，从而产生显示画面。少了任何一张偏光片，液晶显示模组都不能显示图像。

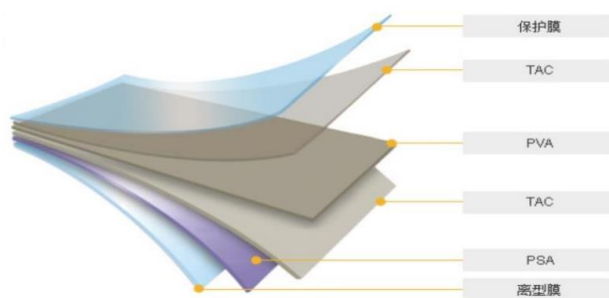
偏光片是一种复合膜，由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜、压敏胶和位相差膜等复合而成。偏光片中起到偏振作用的核心膜材是 PVA 膜，其成本占比约 12%，PVA 具有高透光和高延展性的特点，在一定条件下，吸附具有二向色性的功能染料分子的 PVA 膜，在受力拉伸后就逐渐偏转于作用力方向，趋于成直线状分布，拉伸后的 PVA 染料分子沿拉伸方向直线排列，再通过脱水、烘干后，形成具有均匀二向色性的偏光片。偏光片可以吸收平行于其排列方向的偏振光，只让垂直方向的偏振光通过。

图 25: 偏光片产业链



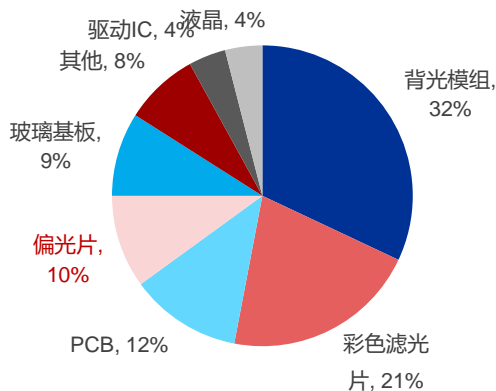
资料来源：纬达光电招股说明书，申万宏源研究

图 26: 偏光片结构



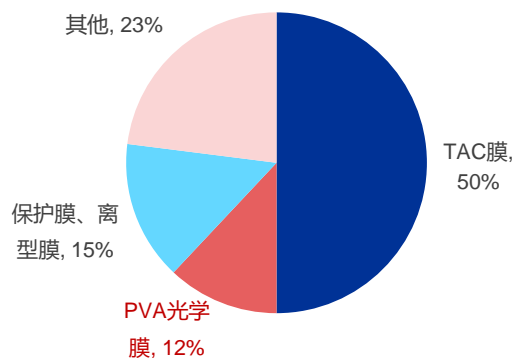
资料来源：三利谱年报，申万宏源研究

图 27: 液晶面板成本构成



资料来源：观研天下，申万宏源研究

图 28: 偏光片成本构成

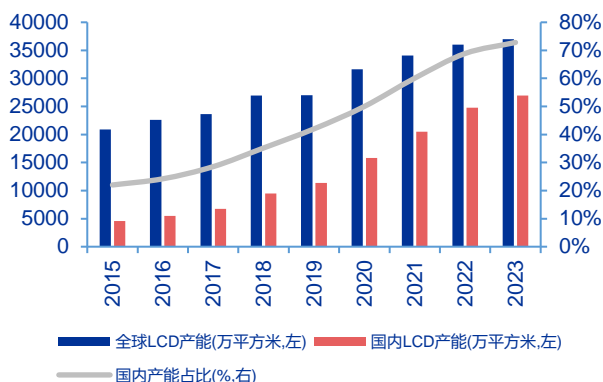


资料来源：公司公告，申万宏源研究

全球 LCD 产能向国内转移。近年来，随着日韩面板厂商纷纷计划退出 LCD 面板市场，国内企业技术升级的同时进行产能扩张，全球 LCD 产能持续向国内转移，2020 年我国 LCD 面板产能增速甚至达到了 39.2%，2023 年我国 LCD 产能 2.69 亿平方米，同比增加 8.6%，占全球产能的 73%。

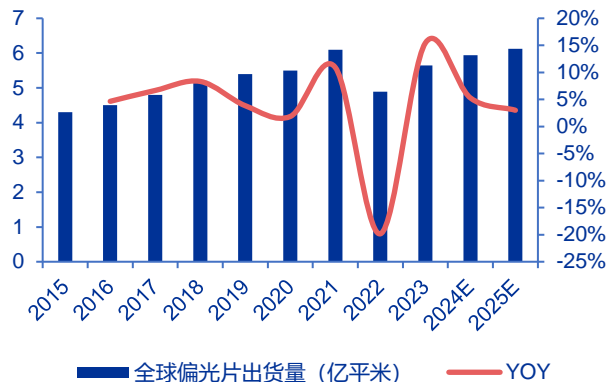
全球偏光片重回增长，我国增速或快于全球。得益于全球显示面板市场的持续扩大和升级换代，以及 OLED、柔性显示等新兴技术的快速发展，2017-2021 年全球偏光片行业的出货量稳步增长，22 年受到宏观经济周期以及基数较高的影响，出货量有所下滑。根据矢野经济研究所数据，预计 25 年全球偏光片出货量将达到 6.12 亿平方米，同比+3%。根据公司公告，2025 年我国偏光片按产能计实际需求约 3 亿平方米，约占全球消费量的 50%，且随着 LCD 产能向我国转移，我国偏光片市场增速或快于全球。

图 29: 全球 LCD 产能向国内转移



资料来源: Omdia, 赛迪顾问, 前瞻产业研究, 申万宏源研究

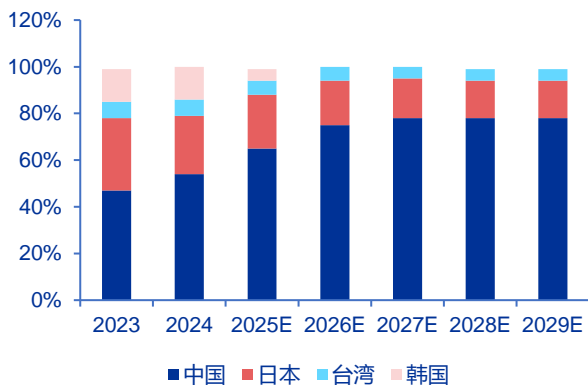
图 30: 全球偏光片出货量



资料来源: 矢野综合研究所, 华经产业研究院, 申万宏源研究

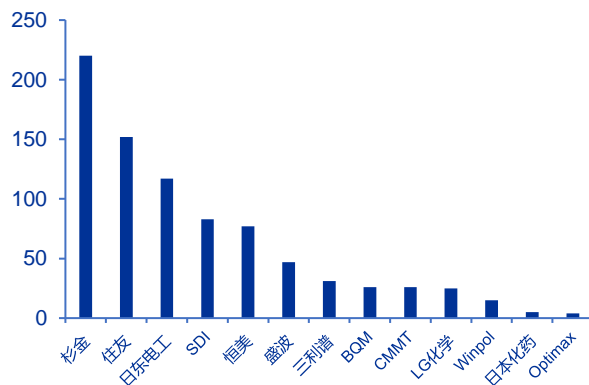
国产偏光片占据全球半壁江山, 对核心原料 PVA 光学膜国产化需求迫切。由于偏光片行业的技术门槛较高, 全球竞争格局因此呈现出明显的地域集中特点, 主要参与者包括日韩企业和中国企业。根据 Omdia 数据, 国产偏光片产能占比已超过全球一半, 对上游核心原材料, 特别是 PVA 光学膜的国产化需求迫切。截至 2023 年, 杉金光电凭借 2.2 亿平方米/年产能位居全球第一位, 住友、日东电工紧随其后。除了杉金光电外, 恒美光电、盛波光电子、三利谱等国内企业产能亦居前列。

图 31: 全球分地区偏光片产能占比



资料来源: Omdia, 申万宏源研究

图 32: 2023 年全球偏光片企业产能 (百万平方米/年)



资料来源: Omdia, 申万宏源研究

PVA 光学膜核心壁垒在于原料树脂及成膜工艺。PVA 光学膜对原料树脂的要求极为苛刻, 需要高聚合度、高醇解度和极低灰分的 PVA 纯树脂, 同时在后续的成膜工艺中, 溶液流延、双向拉伸、碘染交联等环节亦存在较高的技术壁垒, 做出超薄、高透、高均匀度、高拉伸性的膜难度极大。

日本垄断全球 PVA 光学膜市场, 国内需求约 2 亿平方米, 国产化空间极大。因 PVA 光学膜技术含量高, 全球市场主要被日本的可乐丽和合成化学两家企业垄断, 其中可乐丽约占全球产能的 80%, 并垄断了膜用 PVA 原料市场, 剩下的 20%几乎被日本合成化学掌握。国内仅有皖维高新、台湾长春生产, 市场占有率较低。根据公司公告, 2025 年我国偏

光片按产能计实际需求约 3 亿平方米，折算 PVA 光学薄膜用量近 2 亿平方米，国产化替代空间极大。

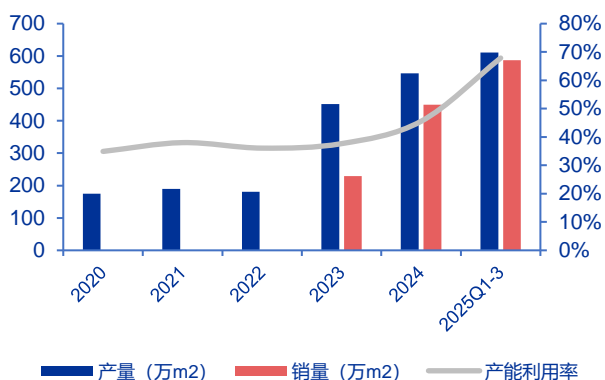
表 8: 全球 PVA 光学膜产能

	现有产能 (万平方米)	规划/在建产能 (万平方米)	备注
日本可乐丽	29600	3800	计划 27 年 12 月投产
日本合成化学	13000		
台湾长春	1800		实际量较小
皖维高新	1200	2000	25 年四季度逐步投产
川维化工	800		客户验证阶段
重庆光谱新材		700	

资料来源: 国化新材料技术研究院 (ACMI), 申万宏源研究

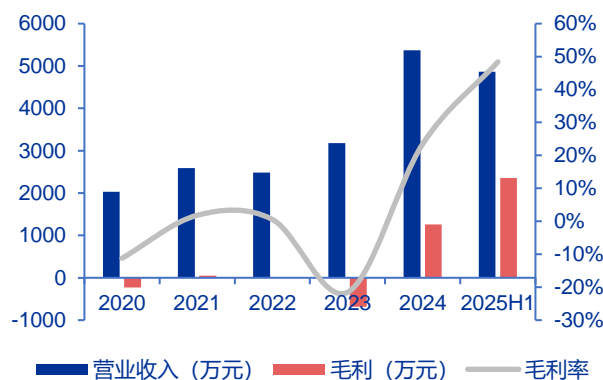
公司是国内首家批量生产销售 PVA 光学膜的厂商，现有 1200 万平方米产能，25 年板块销量盈利提升显著。公司作为目前中国大陆地区仅有的批量生产销售 PVA 光学薄膜产品的生产商，已建有两条生产线，其中年产 500 万平方米 PVA 光学薄膜生产线（幅宽 1.6m），产品主要应用于小尺寸液晶显示器（LCD）用偏光片、眼镜用偏光片等；年产 700 万平方米光学薄膜生产线（幅宽 3.4m），产品可应用于大尺寸液晶显示器的偏光片组。2025 年前三季度，公司实现 PVA 光学膜产/销量 610.81/587.02 万平方米，同比+57%/+105%，产能利用率提升至 68%，带动毛利率修复至 48%（25H1），盈利能力显著改善。

图 33: 公司 PVA 光学膜产销量情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 34: 公司 PVA 光学膜营收及毛利情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

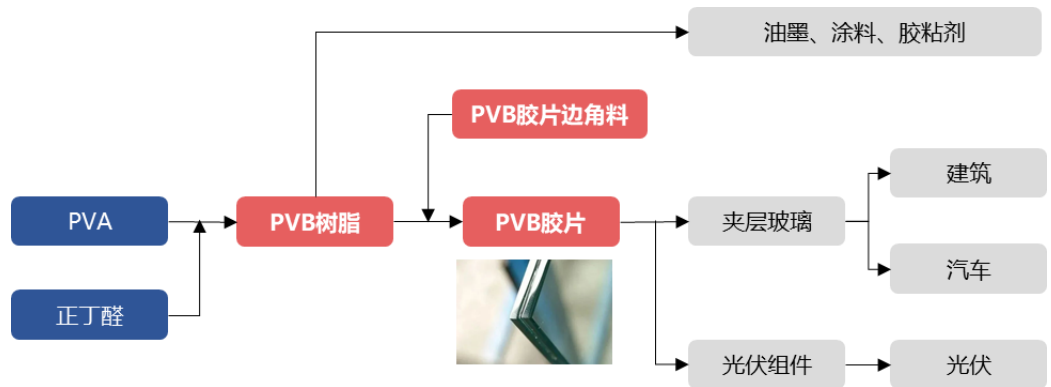
2000 万平方米宽幅产能陆续投产中，未来不排除进一步扩产。当前公司 2000 万平方米/年 TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜项目基本完工，生产线宽幅 3.4 米，产品厚度 20 至 60μm，可应用于大尺寸液晶显示器（LCD）的偏光片组（2023 年开工），已于 2025 年四季度逐步投产，产能将达到 3200 万平方米/年，且随着产能释放，未来不排除进一步扩产可能。

3.2 PVB 全产业链布局，高端汽车级胶片即将放量

PVB 是制备夹层玻璃的最佳粘合材料，用于建筑幕墙玻璃和汽车前挡风玻璃。聚乙烯醇缩丁醛（PVB）是 PVA 和正丁醛在酸性条件下缩合所得的一种热塑性树脂，具有优良的透明度、粘结性、抗冲击性、成膜加工性，并在光、热、湿度等条件下拥有优秀的耐老化性。

国内 PVB 树脂的下游应用可分为膜片类应用和非膜片类应用。PVB 膜片（胶片）对无机玻璃有很好的粘结力，具有抗碰撞能力强、韧性高、透明度可控、隔音隔热和吸收紫外线等多项优异的机械力学性能、光学性能，是当前世界上制造夹层安全玻璃用的最佳粘合材料。PVB 夹层玻璃具有较高的强度和韧性，广泛应用于建筑幕墙玻璃、汽车前挡风玻璃等领域，自 PVB 树脂工业化以来，其在夹层玻璃上的应用从未受到其他材料的竞争。除此之外，PVB 膜片的新型应用还包括光伏组件的封装胶膜。非膜片类应用主要包括油墨、涂料以及胶粘剂等。

图 35: PVB 产业链

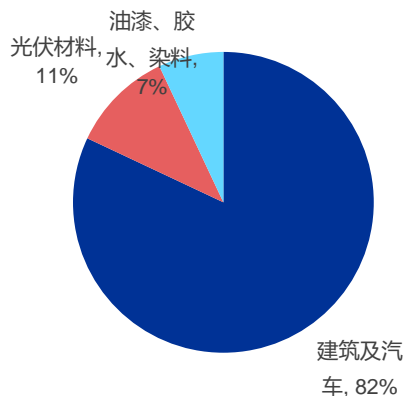


资料来源：中国化信（CNCIC），申万宏源研究

我国 PVB 树脂品质落后于国外，多用于建筑领域。根据公司公告，从下游消费结构看，约 82%的 PVB 树脂用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃，11%用在光伏材料中，其余的 7%应用于油漆、胶水、染料等材料中。2023 年我国 PVB 树脂总需求量预计为 15 万吨，其中建筑领域需求达到 10 万吨。

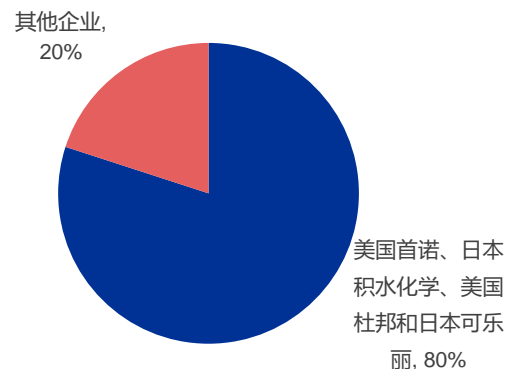
目前 PVB 树脂全球 80%的市场份额被美国首诺、日本积水化学、美国杜邦和日本可乐丽四家企业占据。我国 PVB 树脂的生产企业规模偏小，全国十多家生产 PVB 树脂的企业，品质一般，多用在建筑领域。

图 36: PVB 树脂下游需求结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37: 全球 PVB 树脂供给格局



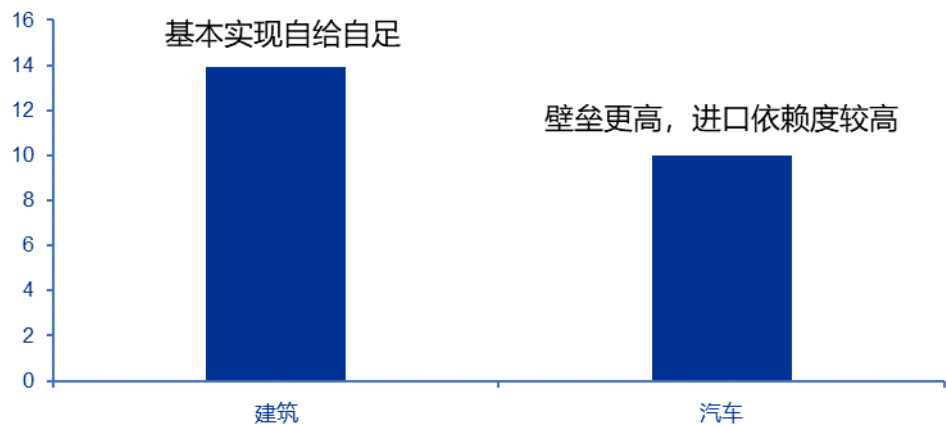
资料来源：公司公告，申万宏源研究

国内建筑级 PVB 胶片需求约 14 万吨，汽车级需求约 10 万吨。根据公司公告，按照国内建筑领域 PVB 树脂需求 10 万吨计算，对应 PVB 胶片需求约为 14 万吨；按照每台汽车

用 4 平方米 PVB 胶片、3000 万辆汽车销量计算，国内汽车领域用 PVB 胶片需求为 12000 万平方米，对应约 10 万吨。

PVB 产业痛点在于，低端建筑领域竞争激烈，高端汽车领域进口依赖度高。目前我国 PVB 产业的痛点在于，虽然产能产量有所扩张，但品质一般，大部分树脂和对应的胶片仅能用于建筑领域，该领域的需求基本能够自己自足。但汽车领域对胶片的力学及光学性能有更多要求，如厚度、透光率、耐候性、加工适配性等指标要求更为严苛，相应地对上游树脂的聚合度、醇解度、分子量分布、杂质含量等要求更高，且汽车级胶片需通过严苛的车规认证，因此具备极高的技术壁垒和认证壁垒。目前汽车级、特别是乘用车级 PVB 胶片和树脂进口依赖度较高，约 71% 的高端汽车配套产品需要进口高端 PVB 胶片。此外，全景天幕、AR-HUD 等新配置进一步提升单车 PVB 用量，单位价值量亦有显著增加，因此，开发乘用车级 PVB 胶片国内企业转型升级的重要抓手。

图 38：PVB 胶片分领域市场规模及国产化情况（万吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外巨头仍把握高端胶片市场，国内企业结构升级中。根据公司公告，目前国际上 PVB 胶片的生产商主要有四家，美国首诺，日本积水，美国杜邦和日本可乐丽，合计占据了全球 90% 左右的市场份额，且国际巨头在汽车高端膜市场，尤其是整车配套市场占据主要地位，且不提供 PVB 原料，只销售胶片成品，共同维持技术垄断。早期国内企业大部分主要通过回收边角料生产 PVB 胶片，产品品质较差，随着技术进步，公司、德斯泰、建滔（佛冈）等企业已经逐渐站稳中低端产品市场，并逐步向高端产品市场扩张。

表 9：全球 PVB 树脂及胶片主要厂家产能情况（万吨/年）

	PVB 树脂 产能	PVB 胶片产能	在建/规划产能	备注	
海外	美国首诺	10.6		海外大厂均有 PVA 树脂-PVB 树脂配套	
	日本可乐丽	8			
	日本积水	5.7			
	美国杜邦	4			
国内	皖维高新	1.8	2.2	2 万吨树脂和胶片	多功能树脂和汽车级胶片
	德斯泰	1	5.5	4 万吨胶片	
	建滔（佛冈）特种树脂	2	2000 万平方米（约 1.62 万吨）	2000 万平方米胶片（约 3.25 万吨）	

忠信(清远)光伏材料	1.8	2.4		特种凝胶、光伏材料级胶片
东材科技	1	0.8		
重庆华凯塑胶	0.9	1		
湖州鑫富新材料	0.6	0.6		
青岛昊成实业	0.8		2万吨胶片	汽车、防弹、光伏用胶片环评
江西天辉新材料	0.6			
重庆川维鸿锦新材料	2		6万吨树脂	规划为汽车级 PVB 树脂
内蒙双欣环保			1.6万吨树脂及胶片	

资料来源：各公司公告，各公司官网，申万宏源研究

收购皖维铂盛打通 PVB 全产业链，扩建 2 万吨汽车级 PVB 胶片助力国产化。2013 年公司开始建设 PVB 树脂产线，2022 年 8 月，通过收购皖维铂盛进入 PVB 胶片赛道，打通全产业链，虽彼时应用领域以建筑为主，但汽车级产品品质已逐步接近国外领先厂商技术水平。2024 年 10 月，皖维集团全资收购山东明池玻璃，皖维铂盛的汽车胶片经验证，已大批量用于明池商用车玻璃，加快了公司汽车级 PVB 胶片的商用进程。皖维铂盛的 2 万吨/年汽车级 PVB 胶片于 2025Q4 进入试生产阶段，产品以附加值更高的乘用车级为主，有望助力汽车级 PVB 胶片国产替代进程。

高品质 PVA 原料是做出汽车级 PVB 胶片的前提，公司全产业链优势尽显。德斯泰、建滔(佛冈)等国内 PVB 头部玩家，通过外采 PVA 树脂生产 PVB 树脂和胶片打入汽车市场，由于其对外购 PVA 的各项性能指标的把控难以做到精细化和严格化，因此 PVB 产品品质较海外厂商仍具备提升空间。而公司具备 PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜的完整产业链，高品质的原材料是做出质量稳定的汽车级 PVB 胶片的基本前提。

表 10：皖维铂盛汽车级 PVB 胶片和同行对比

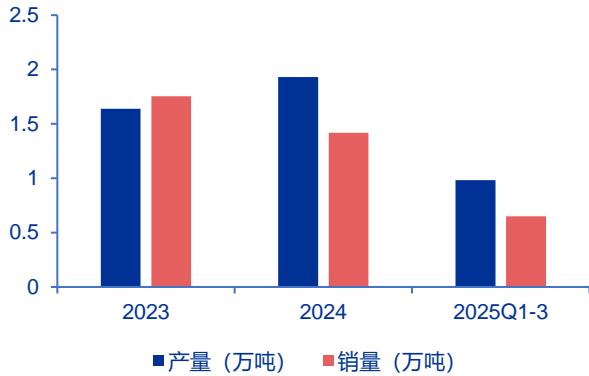
性能指标	皖维铂盛	国内技术要求	国外领先厂商(以首诺为例)
雾度/%	3 块试样的雾度分别为 0.22、0.22、0.23	<0.6	<1
透光率/%	3 块试样的可见光透射比分别为 89.4、89.5、89.4	≥85	89
拉伸强度/Mpa	29.48	≥20.0	23
断裂伸长率/%	254.7	≥200	270
黄色指数	1.3	≤8	<1
敲击值	3 块试样的敲击值均为 7	4~7	6

资料来源：公司公告，申万宏源研究

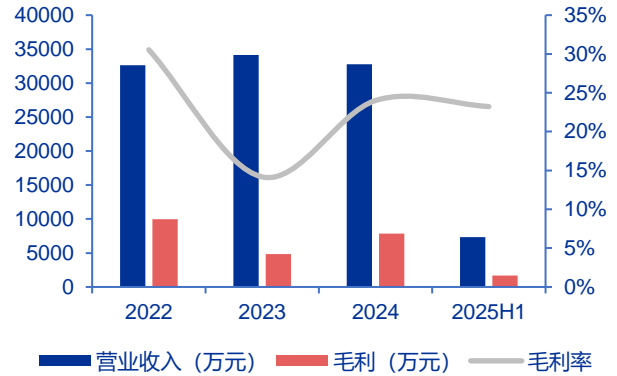
25H1 公司调整结构，汽车级胶片实现高增。24 年公司 PVB 胶片产销量分别为 1.93、1.42 万吨，25 年前三季度公司根据建筑行业市场变化，结合自身产品升级的需要，自主调整了 PVB 胶片产品生产结构，PVB 胶片产销量 0.98、0.65 万吨，虽然同比有所下滑，但是 25H1 汽车级产品的产量、销量、销售收入实现了 1216.40%、59.78%和 77.28%的高增长。

图 39：公司 PVB 胶片产销量情况

图 40：公司 PVB 胶片营收及毛利情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

核心假设：1) **PVA 树脂**：行业底部震荡，盐城低成本 20 万吨乙烯法 PVA 项目预计 27 年中投产，预计 25-27 年公司 PVA 树脂外销量 26、25、29 万吨，毛利率为 19%、19%、22%；2) **VAE 乳液**：6 万吨新产能 26 年逐步释放，25-27 年板块收入为 3.36、4.08、3.96 亿元，毛利率均为 15%；3) **可再分散性胶粉**：2 万吨新产能 26 年逐步释放，25-27 年板块收入为 4.92、6.40、6.64 亿元，毛利率均为 18%；4) **高强高模 PVA 纤维**：相对稳定，25-27 年板块收入均为 3.20 亿元，毛利率均为 13%；5) **PVB 中间膜**：2 万吨汽车级胶片 25Q4 陆续投产，盈利能力强于建筑级，25-27 年板块收入为 2.12、7.50、9.46 亿元，毛利率为 22%、29%、31%；6) **PVA 光学膜**：2000 万平方米 PVA 光学膜 25Q4 陆续投产，25-27 年板块收入为 1.15、2.75、3.15 亿元，毛利率为 48%、50%、52%。

我们预测公司 2025-27 年收入分别为 80.64/88.81/97.68 亿元，归母净利润分别为 4.73/6.22/8.62 亿元，对应增速分别为 28%/32%/39%，EPS 分别为 0.22/0.30/0.41 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 33%。

表 11：公司收入和盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	8030	8064	8881	9768
同比增长率	-3%	0%	10%	10%
毛利润 (百万元)	1045	1050	1306	1609
毛利率	13%	13%	15%	16%
PVA 树脂				
营业收入 (百万元)	2256	2586	2485	2923
毛利润 (百万元)	432	502	469	655
毛利率	19%	19%	19%	22%
VAE 乳液				
营业收入 (百万元)	395	336	408	396
毛利润 (百万元)				

毛利率	23%	15%	15%	15%
可再分散性胶粉				
营业收入 (百万元)	509	492	640	664
毛利润 (百万元)	66	90	117	122
毛利率	13%	18%	18%	18%
高强高模 PVA 纤维				
营业收入 (百万元)	295	320	320	320
毛利润 (百万元)	41	40	40	40
毛利率	14%	13%	13%	13%
PVB 中间膜				
营业收入 (百万元)	328	212	750	946
毛利润 (百万元)	79	47	215	296
毛利率	24%	22%	29%	31%
PVA 光学膜				
营业收入 (百万元)	54	115	275	315
毛利润 (百万元)	13	55	138	164
毛利率	23%	48%	50%	52%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 可比公司估值

我们选取的可比公司包括光学膜同行**东材科技**，偏光片企业**三利谱**。

公司 2026 年 PE 约 20 倍，低于可比公司平均 PE 29 倍。考虑到公司主业底部超额利润显著，低成本逆势扩张，新材料项目有望陆续放量，我们首次覆盖，并给予“增持”评级。

表 12: 可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			PB (LF)
				2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002876.SZ	三利谱	40	23.28	0.39	0.52	0.98	1.54	45	24	15	1.7
601208.SH	东材科技	202	19.85	0.20	0.39	0.59	0.77	51	34	26	3.4
	平均							48	29	20	2.5
600063.SH	皖维高新	121	5.87	0.17	0.23	0.30	0.42	26	20	14	1.4

资料来源: Wind, 申万宏源研究*数据取自 2025/12/12, 三利谱为 wind 一致预测

5. 风险提示

- 1) 原材料价格波动风险。**煤炭、醋酸乙烯等是公司重要原材料，若原材料价格发生大幅波动，将可能影响公司的盈利水平。
- 2) 下游需求不及预期。**PVA 下游用途广泛，与宏观经济具备关联性，若下游需求不及预期，行业竞争可能进一步加剧，将对公司的生产经营造成不利影响。
- 3) 新项目产能释放不及预期。**PVA 光学膜及 PVB 胶片是公司新材料板块重要预期增量来源，若遇客户验证进程缓慢、产品质量波动较大，可能会对公司利润产生不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,263	8,030	8,064	8,881	9,768
营业收入	8,263	8,030	8,064	8,881	9,768
营业总成本	8,077	7,762	7,646	8,304	8,930
营业成本	7,213	6,985	7,014	7,575	8,159
税金及附加	48	65	40	53	59
销售费用	41	37	24	36	29
管理费用	311	289	282	311	332
研发费用	459	439	379	426	459
财务费用	6	-53	-95	-97	-108
其他收益	107	104	80	90	100
投资收益	20	29	29	29	29
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
信用减值损失	6	7	0	0	0
资产减值损失	-2	3	0	0	0
资产处置收益	65	7	7	7	7
营业利润	386	419	534	702	973
营业外收支	-11	4	6	6	8
利润总额	375	422	540	708	981
所得税	39	66	77	102	143
净利润	335	356	463	606	838
少数股东损益	-6	-14	-10	-16	-24
归母净利润	342	370	473	622	862

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	335	356	463	606	838
加：折旧摊销减值	440	493	622	652	702
财务费用	10	45	-95	-97	-108
非经营损失	-96	-31	-35	-35	-35
营运资本变动	-566	-506	-85	-40	149
其它	27	7	0	0	0
经营活动现金流	155	372	871	1,086	1,547
资本开支	1,143	566	193	293	993
其它投资现金流	-323	-32	-1,344	29	29
投资活动现金流	-1,466	-598	-1,537	-265	-965
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	1,188	588	525	-894	-121
支付股利、利息	405	180	0	0	0
其它融资现金流	227	-81	64	97	108
融资活动现金流	1,010	327	589	-797	-13
净现金流	-289	124	-77	24	569

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,769	5,133	4,945	5,068	5,737
现金及等价物	1,736	319	242	266	835
应收款项	1,918	1,805	1,805	1,805	1,805
存货净额	898	1,015	904	1,003	1,103
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	217	1,994	1,994	1,994	1,994
长期投资	2,266	2,645	4,018	4,018	4,018
固定资产	5,753	6,420	5,998	5,645	5,943
无形资产及其他资产	1,304	1,207	1,207	1,207	1,207
资产总计	14,092	15,405	16,168	15,938	16,906
流动负债	4,950	6,306	6,655	5,839	5,987
短期借款	3,264	4,187	4,732	3,858	3,756
应付款项	1,336	1,807	1,611	1,669	1,918
其它流动负债	350	312	312	312	312
非流动负债	1,063	692	672	653	633
负债合计	6,014	6,998	7,327	6,491	6,620
股本	2,159	2,105	2,105	2,105	2,105
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,897	1,871	1,871	1,871	1,871
其他综合收益	484	638	638	638	638
盈余公积	476	504	541	590	657
未分配利润	3,003	3,239	3,675	4,249	5,044
少数股东权益	35	21	11	-5	-28
股东权益	8,079	8,408	8,841	9,447	10,285
负债和股东权益合计	14,092	15,405	16,168	15,938	16,906

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.18	0.22	0.30	0.41
每股经营现金流	0.08	0.18	0.41	0.52	0.73
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.89	4.05	4.20	4.49	4.90
关键运营指标(%)					
ROIC	4.0	3.0	3.8	5.4	7.6
ROE	4.2	4.4	5.4	6.6	8.4
毛利率	12.7	13.0	13.0	14.7	16.5
EBITDA Margin	10.0	10.9	13.2	14.2	16.1
EBIT Margin	4.6	4.6	5.5	6.9	8.9
营业总收入同比增长	-16.9	-2.8	0.4	10.1	10.0
归母净利润同比增长	-75.1	8.2	28.0	31.5	38.6
资产负债率	42.7	45.4	45.3	40.7	39.2
净资产周转率	1.03	0.96	0.91	0.94	0.95
总资产周转率	0.59	0.52	0.50	0.56	0.58
有效税率	11.0	16.8	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	35.6	32.9	25.7	19.5	14.1
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/Sale	2.0	2.1	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	20.0	19.5	16.5	13.2	10.5
股本	2,159	2,105	2,105	2,105	2,105

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。