

# 精细化工细分领域领军企业，产业链一体化发展稳步前行

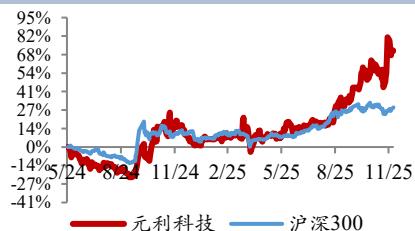
投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2025/12/15

收盘价（元）	26.72
近12个月最高/最低（元）	28.70/15.30
总股本（百万股）	208
流通股本（百万股）	208
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	55.60
流通市值（亿元）	55.60

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

## 主要观点：

### ● 公司为精细化工细分领域领军企业，主营产品规模领先

公司围绕上游己二酸、癸二酸行业副产品混合二元酸、仲辛醇进行深度开发利用，布局二元酸二甲酯、脂肪醇、增塑剂三大产品序列。截至2024年底，公司二元酸二甲酯现有产能10万吨/年、在建6万吨/年，产能全球领先；脂肪醇系列现有产能4.7万吨/年、在建3万吨/年；增塑剂系列现有产能4.3万吨/年、在建6万吨/年，脂肪醇与DCP增塑剂产能国内领先。

### ● 需求稳中有升，生物基BDO与PCDL布局拓展成长曲线

二元酸二甲酯受轻量化高端铸件拉动与PCB油墨需求提升有望保持增长；二元醇产品受国内聚氨酯行业产量增长，需求同步提升，其中PCDL可有效提升聚氨酯产品性能，水性聚氨酯占比提升下市场有望快速扩容；增塑剂DCP性能与传统DOP产品相仿，受益环保推动公司近年产销两旺。生物基BDO市场广阔而行业产能布局有限，公司具备先发优势，在建产能将打通生物质原料-终端BDO全链条，竞争护城河深厚。

### ● 产业链深耕细作，光稳定产品蓄势待发

受阻胺类光稳定剂的需求约占光稳定剂的70%，具有极重要市场地位。行业竞争格局相对分散，公司布局光稳定剂产品可利用现有的癸二酸二甲酯、丁二酸二甲酯为原材料，具备一体化竞争优势。当前公司3.5万吨/年受阻胺类光稳定剂项目已建设完成进入试生产阶段，并于2025年4月公告投资7.6亿元建设2.5万吨/年受阻胺类光稳定剂项目，预计建设周期18个月，有望跃升成为行业领军企业。

### ● 投资建议

元利科技为精细化工细分领域领军企业，围绕产业链深耕细作，主营产品二元酸二甲酯、脂肪醇、DCP等多种精细化产品产能领先，生物基材料及光稳定有望打开第二成长曲线。伴随公司产能投放，我们预计元利科技2025-2027年归母净利润2.09、2.39、3.31亿元，对应PE为26.59、23.28、16.82。首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 风险提示

新产能投放不及预期；

原材料价格大幅波动；

下游需求增长不及预期；

海外经济增长放缓及贸易摩擦导致的出口不及预期。

## 相关报告

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2220	2215	2406	3371
收入同比 (%)	1.8%	-0.2%	8.6%	40.1%
归属母公司净利润	207	209	239	331
净利润同比 (%)	-17.0%	1.0%	14.2%	38.4%
毛利率 (%)	16.9%	17.6%	17.8%	17.8%
ROE (%)	6.3%	6.1%	6.7%	8.7%
每股收益 (元)	1.01	1.00	1.15	1.59
P/E	16.12	26.59	23.28	16.82
P/B	1.03	1.63	1.56	1.47
EV/EBITDA	7.29	12.25	10.47	7.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 精细化工细分领域领军企业，产业链一体化发展稳步前行 .....	6
1.1 深耕行业二十余载，公司发展稳步前行 .....	6
1.2 经营业绩承压筑底，上半年产品毛利有所回暖 .....	7
1.3 股权结构清晰稳定，员工持股提升发展凝聚力 .....	9
2 二元酸二甲酯：下游需求稳中有升，公司产能全球领先 .....	10
3 脂肪醇：产品品类不断完善，PCDL 与生物基 BDO 拓展新成长曲线 .....	14
4 增塑剂：DCP 受益环保推动，新建项目打破产能桎梏 .....	18
5 光稳定剂：产业链高效开发利用，光稳定产品蓄势待发 .....	21
6 公司盈利预测及投资建议 .....	24
风险提示 .....	25
财务报表与盈利预测 .....	26

# 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司所处产业链情况	7
图表 3 公司产能布局情况	7
图表 4 公司营业收入及同比	8
图表 5 公司归母净利润及同比	8
图表 6 公司毛利结构	8
图表 7 公司毛利率走势	8
图表 8 公司费用率情况	9
图表 9 公司股权结构	9
图表 10 员工持股计划公司层面业绩考核解锁条件	10
图表 11 二元酸二甲酯需求领域	10
图表 12 二元酸二甲酯在涂料领域应用情况	11
图表 13 中国涂料产量	11
图表 14 二元酸二甲酯在铸件领域应用情况	11
图表 15 中国铸件产量	11
图表 16 中国铸件需求结构	12
图表 17 高端美铝合金铸件产量	12
图表 18 二元酸二甲酯在油墨领域应用情况	12
图表 19 全球 PCB 行业产值	12
图表 20 PCB 油墨分类及市场	13
图表 21 己二酸产能产量	13
图表 22 己二酸价格及原料价差	13
图表 23 公司二元酸二甲酯产量、销量、销售单价情况	14
图表 24 公司脂肪醇产业链情况	14
图表 25 HDO 需求结构	15
图表 26 2015~2022 中国 HDO 供需情况	15
图表 27 1,5-戊二醇全球市场及预计	15
图表 28 聚碳酸酯型聚氨酯 (WHP 系列) 耐化学性能、耐磨性及耐热性对比	16
图表 29 碳酸二烃基酯与小分子脂肪族二元醇通过酯交换缩聚法制备 PCDL	16
图表 30 国内聚氨酯产量持续增长	17
图表 31 国内 BDO 供需双增	17
图表 32 生物基 BDO 布局情况	18
图表 33 主要增塑剂产品分类	19
图表 34 我国 PVC 产量、表观需求量	20
图表 35 我国 PVC 进出口情况	20
图表 36 我国 DOP 产量、表观需求量	20
图表 37 我国 DOP 进出口情况	20
图表 38 公司增塑剂板块产销及产能利用率情况	21
图表 39 主要光稳定剂品分类	21
图表 40 我国光稳定剂产量、需求量、净出口量	22
图表 41 我国光稳定剂需求结构	22

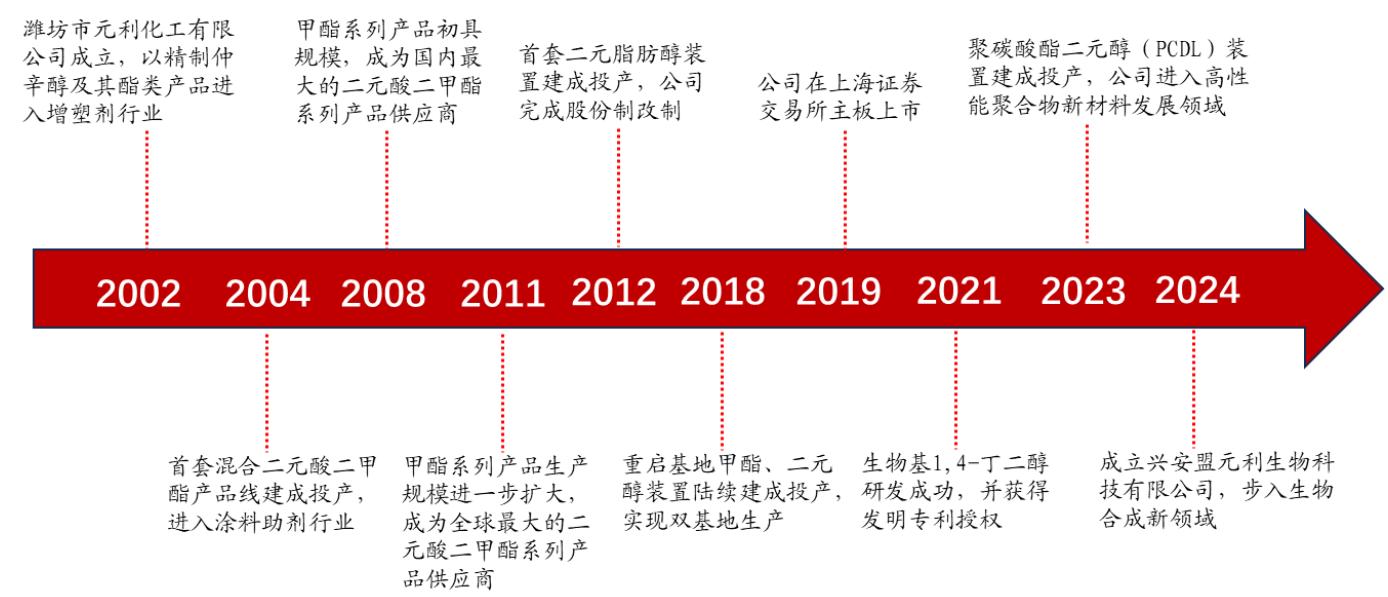
图表 42 光稳定剂为公司产业链衍生布局 .....	23
图表 43 光稳定剂行业格局 .....	23
图表 44 公司盈利预测 .....	24

# 1 精细化工细分领域领军企业，产业链一体化发展稳步前行

## 1.1 深耕行业二十余载，公司发展稳步前行

公司成立于 2003 年，公司以精制仲辛醇及其酯类、二元酸二甲酯为起点，先后切入增塑剂、涂料助剂行业，在精细化工领域站稳脚跟。随后围绕上游己二酸、癸二酸行业副产品混合二元酸、仲辛醇的综合开发利用，聚焦二元酸二甲酯产品系列，2008 年成为国内最大二元酸二甲酯系列产品供应。2012 年布局二元脂肪醇装置，构建起第三大主营产品序列并完成股份制改制，后于 2019 年登陆上交所主板。当前公司正围绕产业链一体化布局加速向新材料领域突围，2021 年生物基 1,4-丁二醇研发成功并获发明专利，2023 年聚碳酸酯二元醇（PCDL）装置投产切入高性能聚合物新材料赛道，2024 年成立兴安盟元利生物科技公司正式进军生物合成领域。通过二十余载行业深耕，精细化工细分领域领军企业稳固。

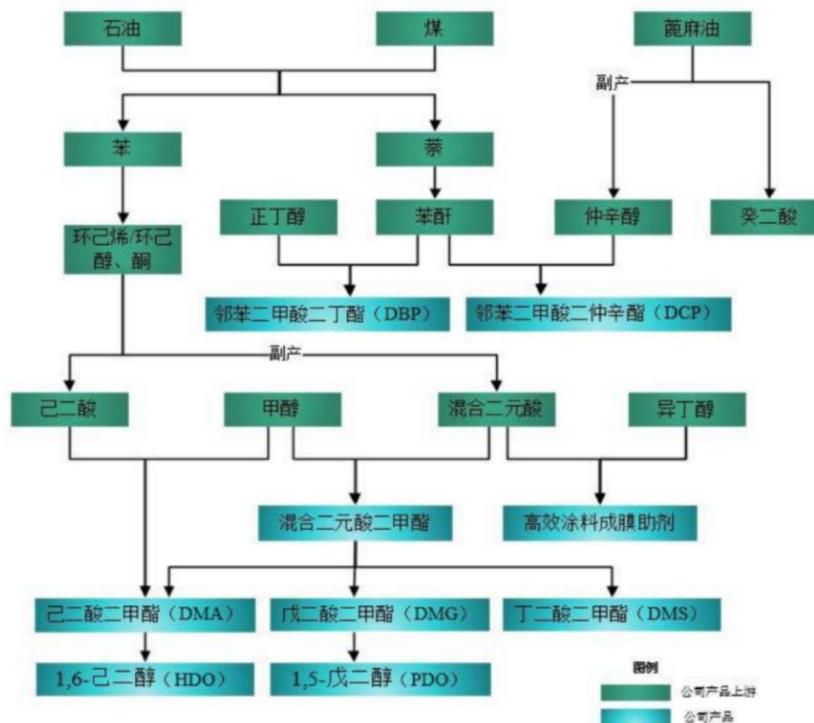
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

上游原料高效开发利用，构建二元酸二甲酯、脂肪醇、增塑剂三大主营业务板块。公司以发展循环经济模式为导向，立足资源高效综合利用，通过不断的探索，积累形成了以反应精馏、酯化合成和精馏提纯为核心的技术体系，通过对上游己二酸、癸二酸行业副产品混合二元酸、仲辛醇的综合开发利用，构建三大产品体系。其中，二元酸二甲酯系列以己二酸及其副产品混合二元酸与甲醇为原料，经酯化反应开发而来；脂肪醇系列以己二酸二甲酯、戊二酸二甲酯为原料，经加氢精制工艺延伸开发；增塑剂系列则围绕癸二酸副产品仲辛醇精制后与苯酐进行酯化制得。

图表2 公司所处产业链情况



资料来源：元利科技招股书说明，华安证券研究所

**混合二元酸二甲酯产品产能全球领先，脂肪醇系列产品、DCP 产能国内领先。**公司现有潍坊昌乐、潍坊昌邑、重庆涪陵三个生产基地，实现了精细化学品的生产规模化，同时在建内蒙古兴安盟生产基地，以进一步拓展公司经营规模。截至 2024 年底，公司二元酸二甲酯现有产能 10 万吨/年、在建 6 万吨/年；脂肪醇系列现有产能 4.7 万吨/年、在建 3 万吨/年；增塑剂系列现有产能 4.3 万吨/年、在建 6 万吨/年。

图表3 公司产能布局情况

主要厂区或项目	设计产能	2024 年产能利用率 (%)	在建产能	在建产能预计完工时间
二元酸二甲酯项目	10 万吨/年	111.26	6 万吨/年	2026.12
脂肪醇项目	4.7 万吨/年	100	3 万吨/年	2026.12
增塑剂项目	4.3 万吨/年	117.3	6 万吨/年	2026.12
35000 吨/年受阻胺类光稳定剂项目	3.5 万吨/年	不适用	3.5 万吨/年	试生产中

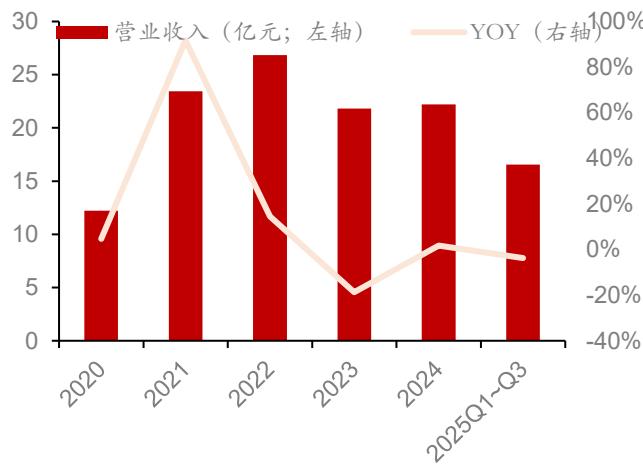
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 经营业绩承压筑底，上半年产品毛利有所回暖

**2023 年后经营业绩承压，当前已筑底企稳。**2023 年以来，受全球经济增长乏力及地缘政治风险扰动导致下游行业需求疲软，产品售价下行公司经营业绩承压，较 2022 年业绩高点有所下滑。2025 年前三季度，公司实现营收 16.54 亿元，同比

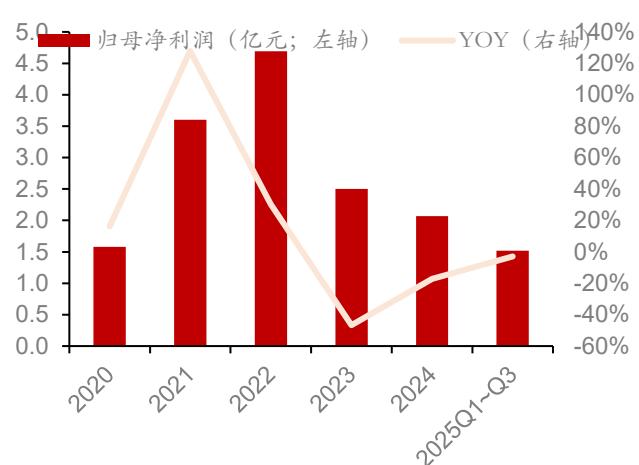
减少 3.7%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比减少 2.9%，公司经营逐步企稳。

图表 4 公司营业收入及同比



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润及同比



资料来源：WIND，华安证券研究所

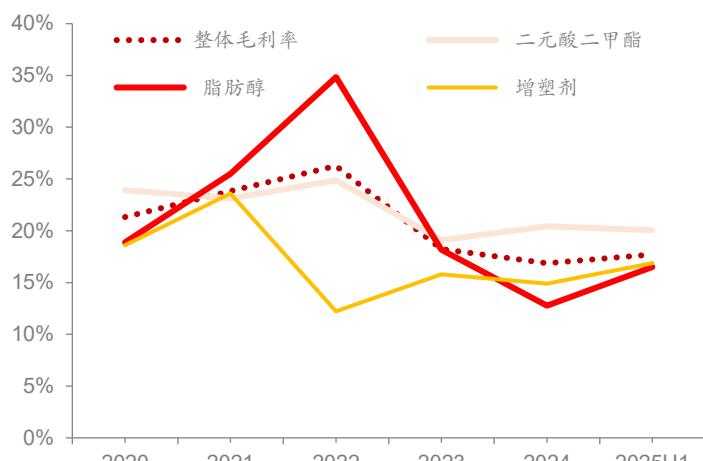
**2025 上半年产品毛利环比有所回暖。**2020-2024 年二元酸二甲酯、脂肪醇和增塑剂业务毛利率均值分别为 22.29%、22.03%、17.03%，2025 年上半年三大核心主业毛利率分别为 20.06%、16.50%、16.87%。公司二元酸二甲酯、增塑剂板块毛利近五年总体保持稳定，脂肪醇毛利有所收窄。

图表 6 公司毛利结构



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 7 公司毛利率走势

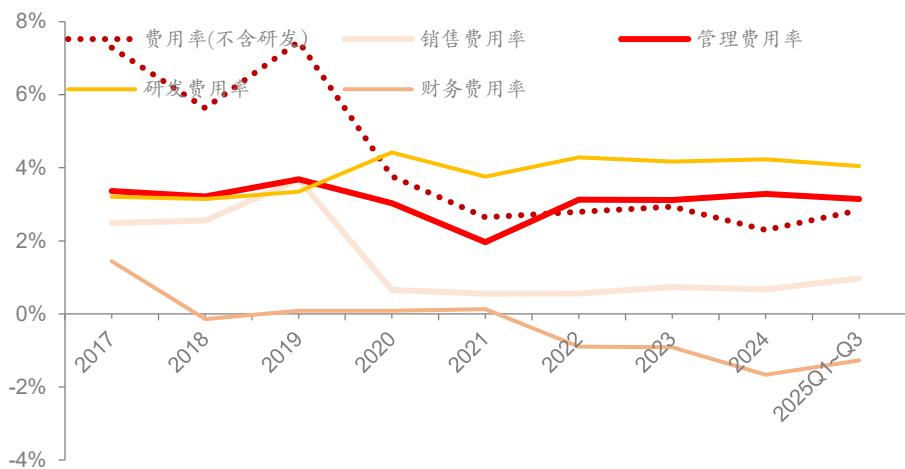


资料来源：WIND，华安证券研究所

**费用管理卓有成效，研发投入持续投入。**2017-2024 年，公司销售费用、管理费用及财务费用三费合计从 0.91 亿元下降至 0.51 亿元，三费费用率由 7.29% 下降至 2.84%，其中财务费用得益于公司现金储备充足，连续四年为负。2025 年前三季度，公司销售费用、管理费用及财务费用分别为 0.15、0.73、-0.37 亿元。三费把控卓有成效同时研发投入比例稳定维持在公司营收 4%，持续夯实创新根基，通过同国内众多科研院所开展产学研合作，截至 2024 年底公司累计开展技术攻关项目 30 多

项，获批省级技术创新项目 20 余项，省重点研发计划 2 项；主持起草行业标准 1 项，授权发明专利 28 项、实用新型专利 51 项，获省科学技术奖 1 项，省企业技术创新奖 2 项，建有省级工程技术研究中心和省级企业技术中心。

图表 8 公司费用率情况

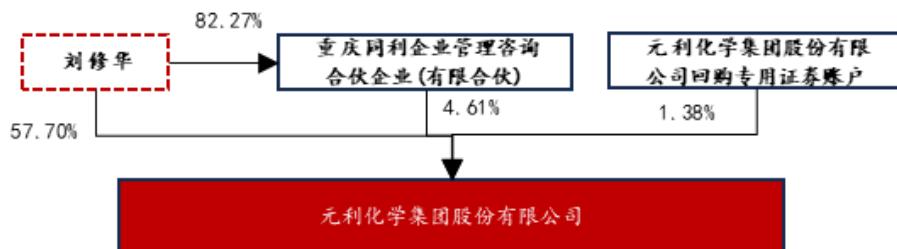


资料来源：WIND，华安证券研究所

### 1.3 股权结构清晰稳定，员工持股提升发展凝聚力

公司股权结构清晰稳定。据 2025 年三季报，公司实际控制人刘修华是元利科技第一大股东，直接持有公司 57.70% 股权，并通过重庆同利企业管理咨询合伙企业间接持股 3.79%，合计持股达 61.49%。

图表 9 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

员工持股计划建立长期激励机制，提升公司发展凝聚力。员工持股计划通过“利益共享、风险共担”的方式，将员工利益与公司长期发展深度绑定，有助于提升公司核心竞争力和可持续发展能力，对公司中长期投资价值形成有力支撑。公司于 2025 年 9 月正式审议通过 2025 年员工持股计划，计划规模不超过 288.00 万股，占公司股本总额 20,808.76 万股的 1.38%，并于 10 月 28 日完成首次授予股份的非交易过户，正式落地实施。

图表 10 员工持股计划公司层面业绩考核解锁条件

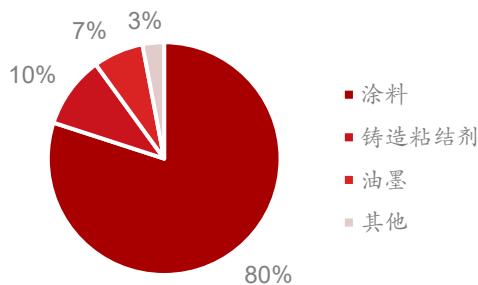
解锁期	考核年度	各年度营业收入/销售量增长率
第一个解锁期	2025 年	以 2024 年度为基数，2025 年营业收入增长率不低于 5% 或 2025 年总销售量增长率不低于 2%
第二个解锁期	2026 年	以 2024 年度为基数，2026 年营业收入增长率不低于 10% 或 2026 年总销售量增长率不低于 4%
第三个解锁期	2027 年	以 2024 年度为基数，2027 年营业收入增长率不低于 15% 或 2027 年总销售量增长率不低于 6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2 二元酸二甲酯：下游需求稳中有升，公司产能全球领先

二元酸二甲酯是一种能生物降解的环保型高沸点溶剂。混合二元酸二甲酯，又称尼龙酸二甲酯、二价（元）酸酯，市场俗称 DBE，是由丁二酸二甲酯、戊二酸二甲酯和己二酸二甲酯组成的混合物。DBE 溶剂略带芳香气味，外观为无色透明液体，具有溶解力强、沸点宽、馏程宽、无毒、低 VOC、气味友好、可生物降解等特点，与聚氨酯树脂、丙烯酸树脂、聚酯树脂、醇酸树脂、环氧树脂等相溶性良好，被广泛应用于汽车涂料、彩色钢板涂料、罐头涂料、家电涂料、家具木器涂料、油墨、铸造树脂、胶黏剂、工业和电子清洗等领域。

图表 11 二元酸二甲酯需求领域

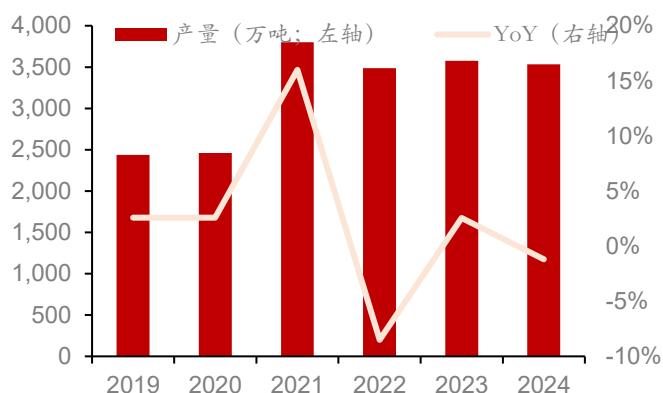


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

涂料市场为混合二元酸二甲酯第一大需求领域，近年需求保持稳定。涂料是指涂于物体表面能形成具有保护、装饰或特殊性能（如绝缘、防腐、标志等）的固态涂膜的一类液体或固体材料，一般由成膜物质、颜料/填料、分散介质和助剂四大类物质经过一定工艺生产加工而成。二元酸二甲酯常温不易挥发，有利于涂层形成较好流平性和光泽，消除发雾、针孔、缩孔等表面缺陷，同时其气味友好，安全性高，易于施工，可替代传统的异氟尔酮、丙二醇醚类、环己酮和甲酚等溶剂用作涂料分散介质使用。近年我国涂料产量总体保持稳定，根据中国涂料工业协会统计，2024 年中国涂料行业总产量 3534.1 万吨，同比减少 1.2%。

**图表 12 二元酸二甲酯在涂料领域应用情况**


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

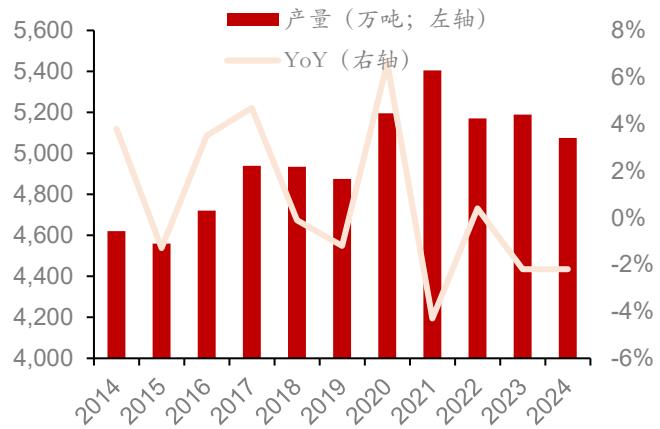
**图表 13 中国涂料产量**


资料来源：涂界、中国涂料协会，华安证券研究所

铸造树脂为混合二元酸二甲酯第二大需求领域，应用于高端复杂铸件生产。混合二元酸二甲酯可与聚异氰酸酯、苯酚经化学合成产生冷芯盒树脂用作铸造树脂将松散的原砂粘结形成一定强度并赋予特定性能，用于高端复杂铸件铸型/型芯的大批量生产，如汽车、内燃机、拖拉机、工程机械、军工等行业用各类铸件的生产。当前我国铸件年产量占全球总量的45%，连续25年稳居世界首位，2024年我国铸件产量达到5075万吨，同比下降2.2%。

**图表 14 二元酸二甲酯在铸件领域应用情况**

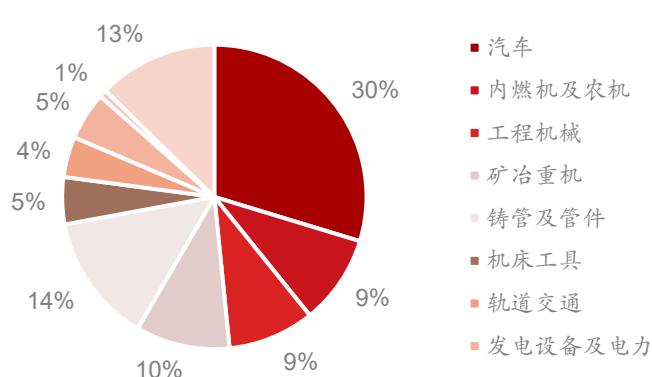

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

**图表 15 中国铸件产量**


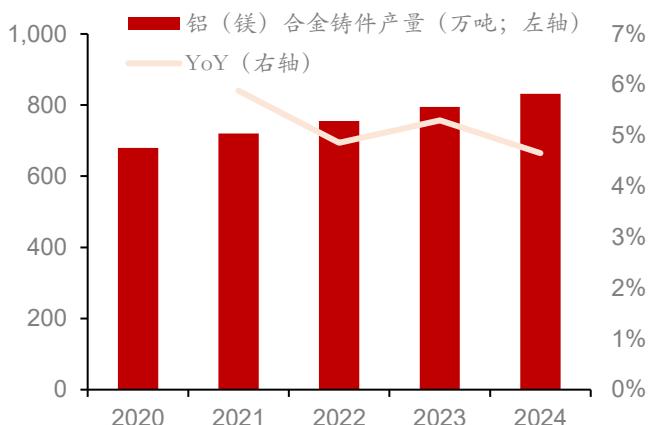
资料来源：中国铸造协会，华安证券研究所

轻量化发展浪潮下，高端铸件增长空间尚存。铸件下游行业中，汽车工业为最大需求领域，2024年汽车铸件占比为29.7%。据中国铸造协会统计，2024年工程机械、船舶、机床工具、发电设备及电力、轨道交通的需求量均有所增长，分别增长了8.1%、7.5%、6.3%、4.0%、2.3%；而铸管及管件需求的降幅相对较大，下降了14.2%，其次是内燃机及农机，下降了5%。受汽车轻量化发展、新能源汽车高速发展需求拉动，美铝合金铸件增长显著，2024年产量达832万吨，同比增长4.65%。我们认为轻量化发展浪潮下，高端铸件增速有望保持，带动铸造树脂需求同步提升。

图表 16 中国铸件需求结构



图表 17 高端美铝合金铸件产量



资料来源：中国铸造协会，华安证券研究所

资料来源：中国铸造协会，华安证券研究所

**AIDC 驱动 PCB 需求增长，电子油墨方兴未艾。**印制电路板 (PCB) 是指电器安装和元器件连接的基板，其主要实现中继传输的作用，为各种电子零组件形成预定电路的连接，主要应用于计算机、通讯终端、消费电子、工业控制器、航天航空等领域。电子油墨是印制电路板 (PCB) 加工制作过程中使用的主要材料，PCB 专用油墨主要是通过感光成像原理，在特定环境（如紫外光照射、特定温度等）下，在一定时间内由液态转化为固态，可在基板表面形成暂时或永久性的涂层。该涂层具有良好的抗物理性和耐化学性，可实现对基板精确目标区域的特种保护。混合二元酸二甲酯作为溶剂，为生产 PCB 专用油墨的重要原材料之一。AI 波浪推动下 PCB 产业需求高速增长，根据 Prismark 报告，2024 年全球 PCB 市场产值为 736 亿美元，同比增长 5.8%，2025 年预计市场产值加速增长至 6.8%，2024 至 2029 年间年复合增长率有望维持 5.2%。

图表 18 二元酸二甲酯在油墨领域应用情况



图表 19 全球 PCB 行业产值



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：Prismark，华安证券研究所

**PCB 油墨市场仍由外资主导，国产替代崛起有望加速溶剂需求增长。**电子油墨主要分为线路油墨、阻焊油墨和标记油墨。2000 年之前，国内电子油墨市场主要被日本太阳油墨集团等国外品牌厂商垄断，产品价格昂贵。进入 21 世纪以后，国产油墨品牌逐渐增多，但整个市场仍被外资品牌所主导，国产品牌的话语权仍然较弱。2010 年以后，包括容大感光、广信材料等在内的国产专用油墨生产厂商迅速崛起，供应格局得以改善，但高端应用领域仍然被外资把控，日本太阳油墨产品在全球市

场占有率达到 60%。我们认为 AIDC 浪潮与国产替代提升双重催化下，混合二元酸二甲酯用作 PCB 油墨上游原料需求有望高速增长。

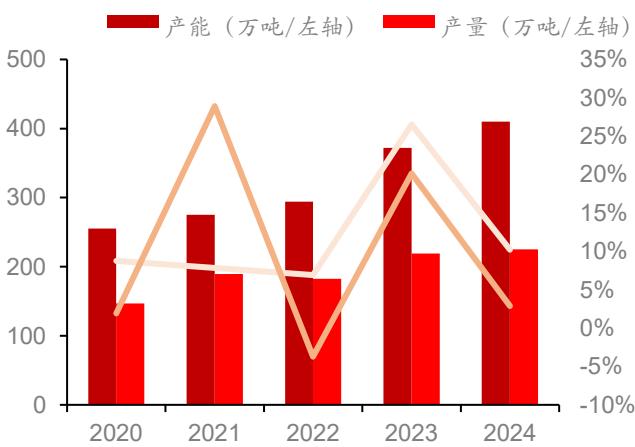
图表 20 PCB 油墨分类及市场

细分领域	细分领域	行业规模	市场竞争格局
阻焊油墨	防止线路蚀刻过程中受到损害，将精细的电路板线路蚀刻成型	23~25 亿元	1、日本太阳油墨，市场占有率为 50%
			2、永胜泰，市场占有率为 19%
			3、广信材料，市场占有率为 13%
			4、深圳容大，市场占有率为 10%
线路油墨	有选择的保护印刷板表面，防止焊接元器件时导致和焊盘发生短路、桥接	约 6 亿元	1、深圳容大，市场占有率为 25%
			2、香港乐键实业，市场占有率为 23%
			3、本公司线路油墨市场占有率相对较低
标记油墨	将线路字符喷印在印刷电路板表面，用于电子元件及线路标记	1~2 亿元	1、日本太阳油墨，市场占有率为最大
			2、广信材料，市场占有率为次于日本太阳油墨

资料来源：广信材料招股书，华安证券研究所

原料端己二酸供给充足，混合二元酸二甲酯根基稳固。混合二元酸二甲酯原料混合二元酸（DBA）是己二酸生产过程中重要的副产物，其质量相当于己二酸的 5%~6%。根据百川盈孚，我国己二酸年产能和产量分别从 2020 年的 255 万吨和 146.9 万吨增至 2024 年的 410 万吨和 225.28 万吨，2020~2024 年产能及产量年复合增速分别约 12.61% 和 11.29%。国内己二酸产能及产量的快速增长，副产物混合二元酸市场供应量随之增加，为混合二元酸二甲酯产业成长构建稳固根基。

图表 21 己二酸产能产量



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 22 己二酸价格及原料价差

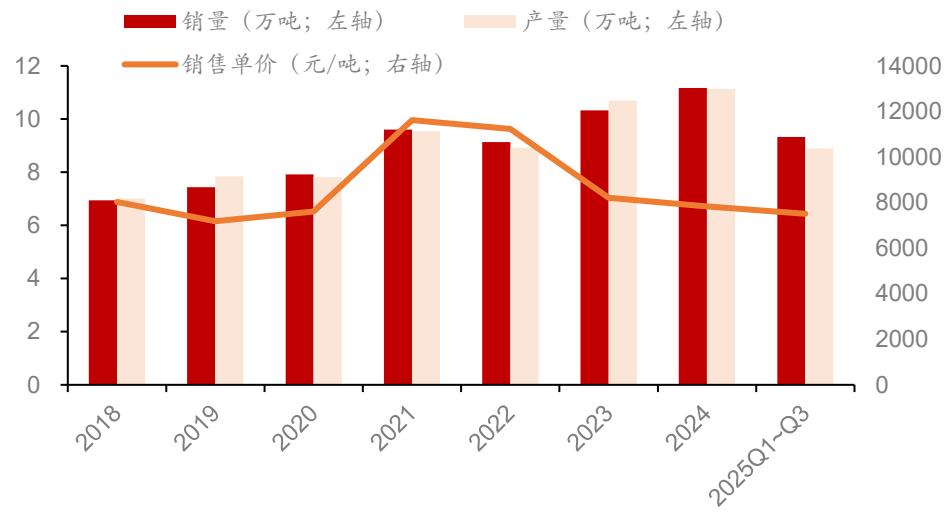


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

公司现有混合二元酸二甲酯产品产能全球领先，在建产能稳固领军地位。近年公司混合二元酸二甲酯产品产销稳步增长，行业领军地位稳固。截至 2024 年末，公司二元酸二甲酯年产能 10 万吨/年，在建产能 6 万吨/年，产能规模全球领先。2025 年前三季度产量 8.89 万吨，同比增长 7.47%；销量 9.33 万吨，同比增长 7.38%；

产品均价 7509.20 元/吨，同比下降 3.53%。

图表 23 公司二元酸二甲酯产量、销量、销售单价情况

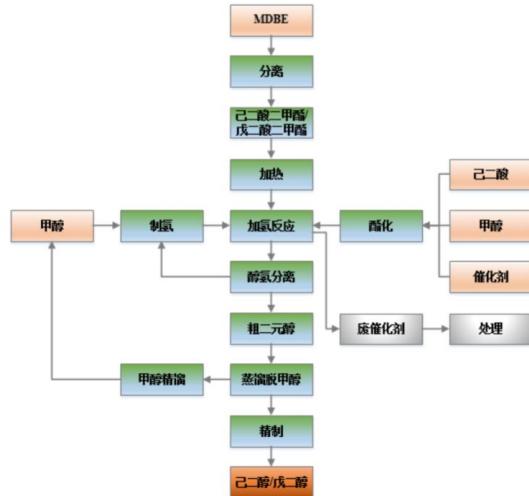


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3 脂肪醇：产品品类不断完善，PCDL 与生物基 BDO 拓展新成长曲线

公司脂肪醇系列产品为二元酸二甲酯系列产品产业链的延伸。公司脂肪醇产品系列包含 1,6-己二醇 (HDO)、1,5-戊二醇 (PDO)、聚碳酸酯二元醇 (PCDL) 及生物基 1,4 丁二醇 (BDO)。其中 1,6-己二醇、1,5-戊二醇产品是以己二酸二甲酯、戊二酸二甲酯为原料经加氢精制后制得；PCDL 产品是以 HDO/PDO 为原料与小分子碳酸酯通过酯交换-缩聚反应制得，彰显公司资源高效利用的核心竞争力。

图表 24 公司脂肪醇产业链情况

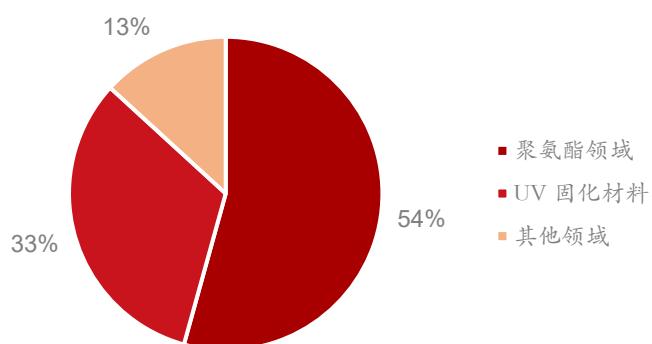


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1,6-己二醇为多种有机合成的重要原料，主要应用于聚氨酯及 UV 固化材料领

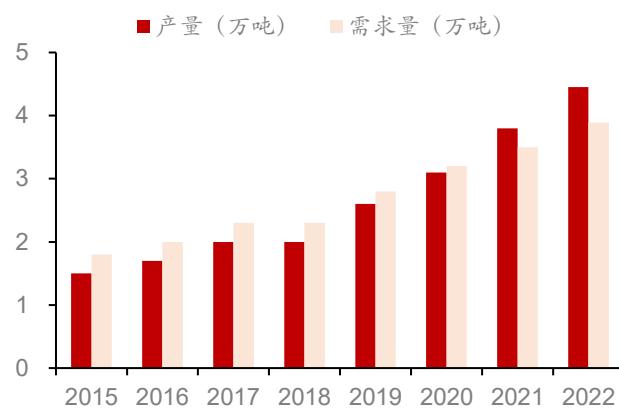
域。1,6-己二醇为二元脂肪醇，拥有两个伯羟基官能团，作为合成原料或改良剂有助于提高聚合终端产品的稳定性、延展性，柔韧性、耐冲击性、色彩稳定性以及良好的低温性能和耐水解性能，目前广泛应用于UV固化材料、聚氨酯、医药、农药、增塑剂、聚酯、染料、香料等方面高端领域。据智研咨询，2022年我国1,6-己二醇产量约为4.45万吨，同比增长15.6%；需求量约为3.89万吨，同比增长9.3%。根据Mordor Intelligence，2024年全球1,6-己二醇市场规模预计为10.2亿美元，受聚氨酯复合材料及光固化涂料需求增长拉动，到2029年全球1,6-己二醇市场规模将达到14.2亿美元，预测期内（2024-2029年）复合年增长率为6.98%。

图表 25 HDO 需求结构



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

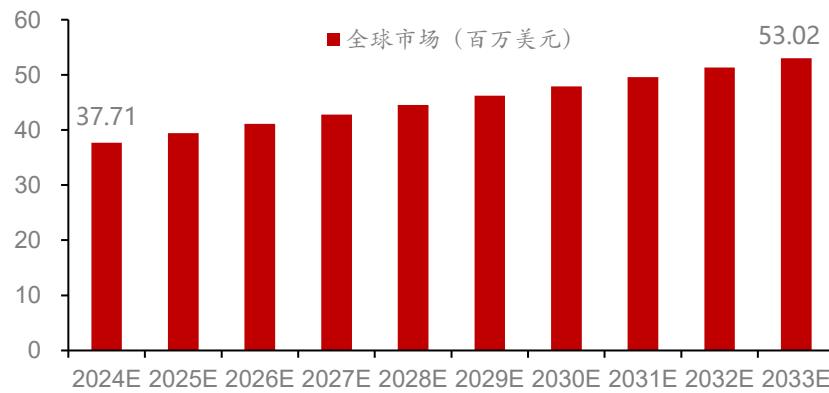
图表 26 2015~2022 中国 HDO 供需情况



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

**1,5-戊二醇用做多功能溶剂和中间体，需求稳步提升。**1,5-戊二醇是一种含奇数碳原子和二伯羟基的线性二元醇，是重要的化工中间体，广泛应用于聚氨酯、聚酯、增塑剂、喷墨油墨或墨水、涂料、香料等领域。此外1,5-戊二醇作为优良的溶剂，其挥发性有机物(VOCs)排放量较低，环境友好，是制药、染料、涂料、塑料等行业的理想溶剂。据Market Growth Reports，预计2024年全球1,5-戊二醇总产量约1.98万吨，市场规模达3771万美元，到2033年将增长至5302万美元，复合年增长率为3.8%。

图表 27 1,5-戊二醇全球市场及预计

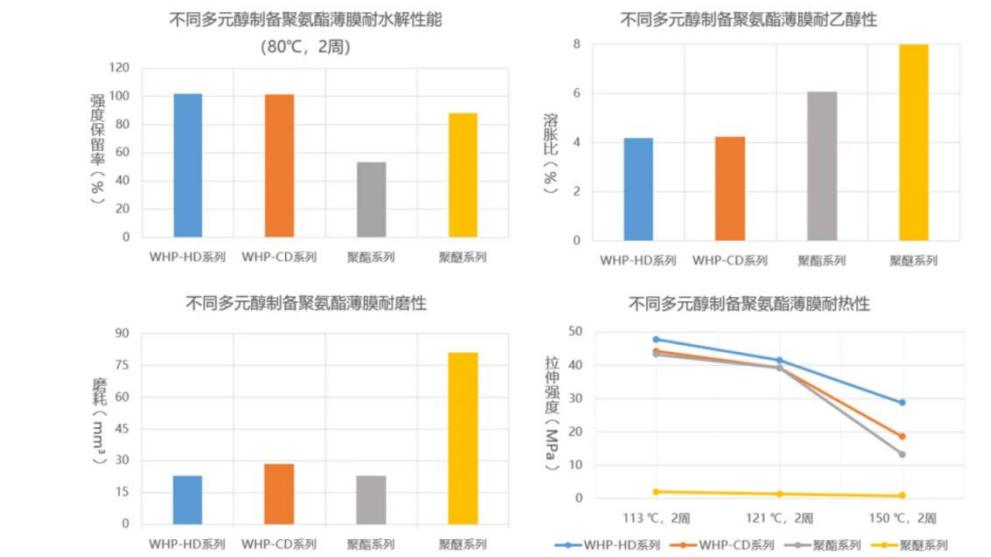


资料来源：Market Growth Reports，华安证券研究所

聚碳酸酯二元醇被誉为聚氨酯材料行业的明珠，可有效提升聚氨酯产品性能。

聚碳酸酯二元醇主要用作聚氨酯相关产品的原料，作为一种性能优异的二元醇，一直以来被誉为聚氨酯材料行业的明珠，广泛应用于高档合成革、水性聚氨酯、差异性TPU、胶黏剂等领域。与传统的聚醚聚醇和聚酯聚醇相比，聚碳酸酯二元醇型聚氨酯具有更优良的力学性能、耐水解性、耐热性、耐氧化性、耐摩擦性及耐化学品性。

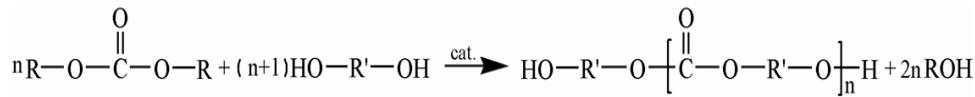
**图表 28 聚碳酸酯型聚氨酯 (WHP 系列) 耐化学性能、耐磨性及耐热性对比**



资料来源：万华微视界，华安证券研究所

**PCDL 为 1,5-戊二醇与 1,6-己二醇产业链衍生，彰显公司资源高效利用的核心竞争力。**公司 PCDL 装置工艺成熟、先进，反应压力低、温度温和、物料停留时间短，反应收率高，消耗低，成本低，产品质量好，在国内外处于领先水平，具有极强的竞争优势。此外通过调节原料二元醇的种类及配比可实现产物结果多样化，产业链一体化优势显著。公司聚碳酸酯二元醇（PCDL）项目一期 2000 吨/年于 2023 年投产，2025 年 1 月公司环评显示拟投资 4000 万元建设聚碳酸酯二元醇扩建项目，拟扩建聚碳酸酯二元醇产能 3000 吨/年（副产甲醇 1274 吨/年）。

**图表 29 碳酸二烃基酯与小分子脂肪族二元醇通过酯交换缩聚法制备 PCDL**

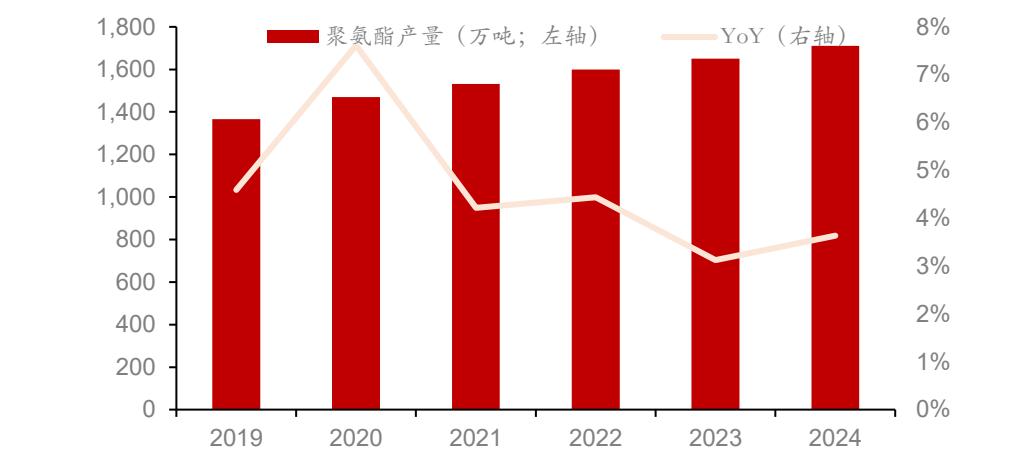


资料来源：《聚碳酸酯二元醇的制备工艺研究及其性能模拟》，华安证券研究所

**下游聚氨酯行业产量持续增长，水性聚氨酯占比提升拉动聚碳酸酯二元醇市场扩容。**近年来我国聚氨酯行业产量保持增长态势，2024 我国聚氨酯年产量 1710 万吨，同比增长 3.6%，近五年年产量复合增速达 4.6%。随着环保意识的增强和全球范围内严格法规的实施，由于普通溶剂型聚氨酯产品在制备过程中需要加入大量有害的 DMF 溶剂，而且溶剂难以完全回收，过去几年中水性聚氨酯材料需求不断提升。对于水性聚氨酯而言，由于其由含有亲水基团的传统多元醇制成，会直接影响水性聚氨酯的耐水性，因此其材料的耐水性会受到影响，而采用聚碳酸酯多元醇代

替传统的多元醇来增强聚氨酯材料的耐水解性成为聚碳酸酯二元醇市场扩容重要驱动因素。据 Grand View Research, 2023 年全球聚碳酸酯二元醇市场规模约 2.62 亿美元, 预计 2024 年至 2030 年将以 5.4% 的复合年增长率增长。

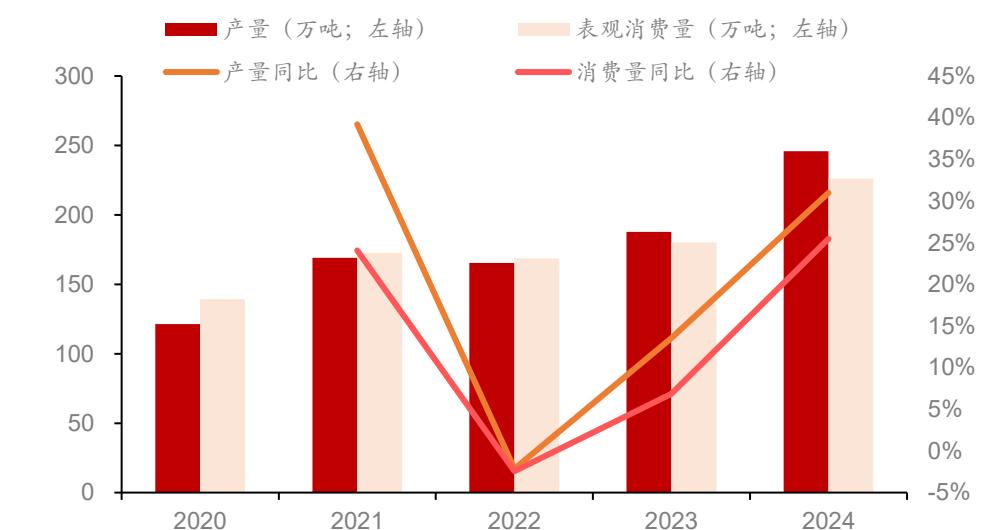
图表 30 国内聚氨酯产量持续增长



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

**布局生物基 BDO，产品市场广阔。**1,4-丁二醇(简称 BDO)是一种重要的有机和精细化工原料，广泛应用于医药、化工、纺织、造纸、汽车和日用化工等领域，其中 PBT 工程塑料与 PTMEG 合成氨纶是 BDO 的重要需求领域。2020 年以来，伴随国内限塑令的加速推广及防疫物资需求爆发式增长，下游 PBAT、氨纶需求拉动下 BDO 呈现供需双增。2020 年我国 BDO 产量 121.4 万吨，表观消费量 139.2 万吨，至 2024 年我国 BDO 产量增长至 245.9 万吨，近四年复合增速达 19.2%；表观消费量增长至 225.9 万吨，近四年复合增速达 12.8%。

图表 31 国内 BDO 供需双增



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

**生物基 BDO 产能布局有限，公司产品已实现批量化生产和销售，先发优势充分。**公司生物基 BDO 以玉米等生物质为原料，相比传统的石油基产品，具有绿色环

保、原料可再生、节能减排等优点。2021年公司生物基BDO正式投入生产，2022年正式批量化出口至欧盟，实现国内乃至亚洲在生物基BDO产品上零的突破，2023通过了美国农业部生物基产品认证。当前，生物基BDO产能主要集中于海外，为Novamont和巴斯夫的各3万吨/年，皆采用Genomatica公司研发的技术，公司生物基产品布局具备充分先发优势。

图表 32 生物基 BDO 布局情况

企业	产能：万吨 / 年	备注
巴斯夫	3	采用 Genomatica 专利技术从可再生原料商业化生产出生物基 BDO，其质量与石油基 BDO 相媲美
Novamont	3	意大利 Novamont 公司采用 Genomatica 直接发酵技术建立了世界第一座生物基 BDO 专用工业化工厂，全部用于 Novamont 生物降解塑料 Mater-Bi 系列产品的生产
BioAmber	2.2	BioAmber 公司利用 DuPont 公司授权技术开发出生物基 BDO。2015 年，BioAmber 与日本三井公司 (Mitsui) 在加拿大安大略省建设投产 3 万 t/a 的丁二酸工业化生产线，该产线可以转换生产 2.2 万 t/a 的生物基 BDO
元利化学	3	已有实现批量化生产，建设产能 3 万吨，实现了国内生物基 BDO 产品零的突破。于内蒙投资 40 亿元生产淀粉、丁二酸等生物基原料
晓星集团	20	投资 10 亿美元，建立年产 20 万吨的 Bio-BDO 工厂，利用从甘蔗中提取的糖发酵在越南南部生产 BDO 的设施，首期 5 万吨预计 2026 年上半年
Qore®	6.6	美国 Cargill 与德国 Helm 合资。2022 年 9 月，莱卡公司和 Qore 宣布开展合作，使用生物基 BDO (QIRA®) 生产生物基 LYCRA® (莱卡®) 纤维，生物基氨纶纤维于 2025 年初大规模上市。
金发科技	1	建成投产
合计	38.8	

资料来源：《生物基 1,4-丁二醇的合成工艺及技术应用研究进展》、率捷咨询、石化走出去联盟，华安证券研究所

**在建产能打通生物质原料-终端 BDO 全链条，夯实生物基产品竞争力。**目前，公司在建二元醇项目主要产品为 1,4-丁二醇 (BDO) 和 1,6-己二醇，采用共线切换生产模式，形成年产 3 万吨二元醇的产能（两个产品不同时生产，单产品年产能均为 3 万吨）。其中，全年单一生产 1,4-丁二醇时，可产出副产品四氢呋喃 1100 吨/年、 $\gamma$ -丁内酯 4600 吨/年及丁醇 300 吨/年。原料端方面，位于内蒙古兴安盟经济技术开发区的生物基新材料正有序推进。该项目总投资 40 亿元，规划分三期建设年产 60 万吨生物基新材料，一期投资 12 亿元建设 5 万吨/年丁二酸、3 万吨/年 L-苹果酸产线。待三期项目全面达产后，预计年消化玉米 80 万吨，年产值达 58 亿元。届时，公司将具备从生物质原料到终端生物基 BDO 的全链条产业化生产能力，生物基产品的竞争护城河将愈发深厚。

## 4 增塑剂：DCP 受益环保推动，新建项目打破产能桎梏

**增塑剂市场品类繁多，邻苯二甲酸酯类占据支配地位。**增塑剂主要用于减弱树脂分子间的次价键，增加树脂分子键的移动性，降低树脂分子的结晶性，增加树脂

分子的可塑性及柔韧性。通常增塑剂作为助剂在塑料加工的过程中添加以改变塑料又硬又脆的特性，增强其成型加工时的流动性，便于制品加工弯曲成型等，被广泛应用于电线电缆，汽车装饰，篷布，医疗用品等的生产上。目前，增塑剂是各种塑料助剂使用量最大的品种，占塑料助剂总消费量的 60% 左右。增塑剂可分为：邻苯二甲酸酯类、对苯二甲酸酯类、偏苯三酸酯类、脂肪二元酸酯类、柠檬酸酯类、环氧酯类、烷基磺酸酯类、磷酸酯类、聚酯类等。

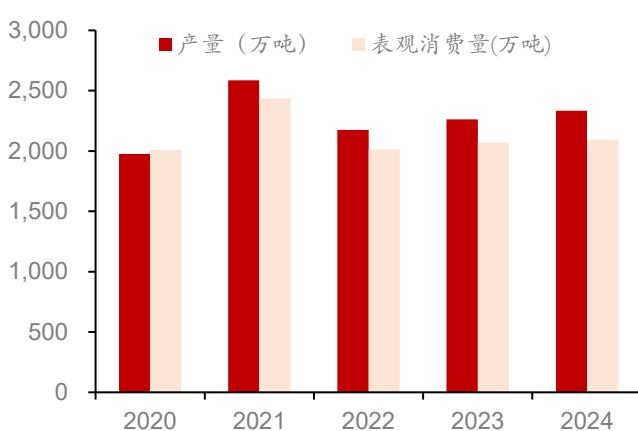
图表 33 主要增塑剂产品分类

邻苯二甲酸酯类	对苯二甲酸酯类	偏苯三酸酯类	脂肪族二元酸酯类	柠檬酸酯类	其他类
(1)DBP 邻苯二甲酸二丁酯	(1)DOTP 对苯二甲酸二辛酯	(1)TOTM 偏苯三酸三辛酯	(1)DOA 己二酸二辛酯	(1)TBC 柠檬酸三丁酯	(A)环氧植物油类
(2)DOP(邻苯二甲酸二异辛酯)	(2)DBTP 对苯二甲酸二丁酯	(2)TIOTM 偏苯三酸三异辛酯	(2)DOS 癸二酸二辛酯	(2)ATBC 乙酰柠檬酸三丁酯	(B)聚酯类
(3)DPHP 邻苯二甲酸二(2-丙基庚基)酯	(3)DINP 对苯二甲酸二异壬酯	(3)TIDTM 偏苯三酸三异癸酯	(3)DOZ 壬二酸二辛酯	(3)TEC 柠檬酸三乙酯	(C)磷酸酯类
(4)BBP 邻苯二甲酸丁苄酯		(4)偏苯三酸三甘油酯	(4)DBS 癸二酸二丁酯	(4)ATEC 乙酰柠檬酸三乙酯	(D)烷基磺酸酯类
(5)DIBP 邻苯二甲酸二异丁酯		(5)偏苯三酸三异壬酯	(5)DIDA 己二酸二异癸酯	(5)TOC 柠檬酸三辛酯	
(6)DINP 邻苯二甲酸二异壬酯				(6)ATOC 乙酰柠檬酸三辛酯	(E)多元醇类
(7)DNOP 邻苯二甲酸二正辛酯				(7)THC 柠檬酸三正己酯	
(8)DIDP 邻苯二甲酸二异壬酯				(8)ATHC 乙酰柠檬酸三正己酯	
(9)/DCP 邻苯二甲酸二仲辛酯					

资料来源：嘉肯咨询，华安证券研究所

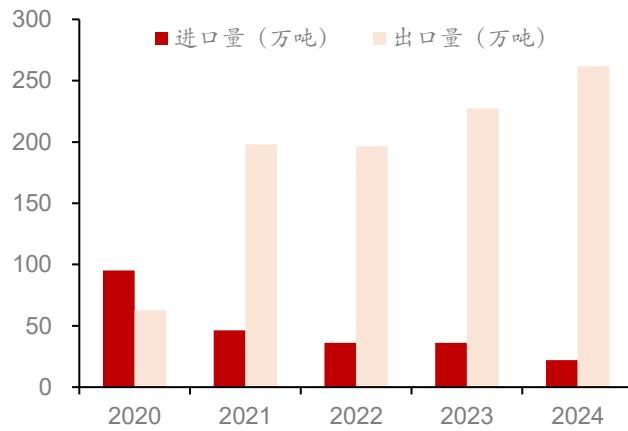
**PVC 塑料制品是增塑剂的最大应用领域，国内需求趋稳，出口带动产量增长。** PVC 塑料制品需求非常广泛，终端制品在建筑材料、工业制品、日用品、地板革、地板砖、人造革、管材、电线电缆、包装膜、瓶、发泡材料、密封材料、纤维等方面均有应用。2024 年我国聚氯乙烯 (PVC) 树脂有效产能约为 2900 万吨，是我国第二大通用塑料，仅次于聚乙烯。由于 PVC 分子链中氯原子，分子间作用力极强，导致其具有高硬度和刚性，但抗冲性能差和热稳定性差，且加工中熔融粘度大、加工温度范围窄，直接加工成型难度高，无法满足软质制品（如薄膜、软管、人造革）的需求，因此必须通过增塑剂改性，PVC 塑料制品成为增塑剂的最大应用领域。近年来我国 PVC 需求趋稳，2024 年表观需求量 2093 万吨同比增长 1.1%，海外出口向好，2024 年 PVC 出口 261.75 吨同比增长 15%，出口拉动下国内 PVC 产量达 2332.9 万吨，同比增长 3.1%。

图表 34 我国 PVC 产量、表观需求量



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

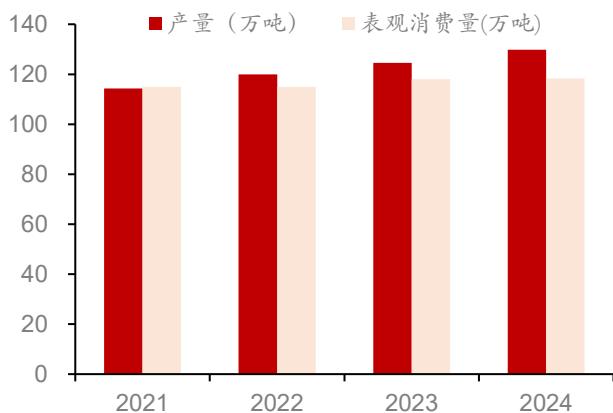
图表 35 我国 PVC 进出口情况



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

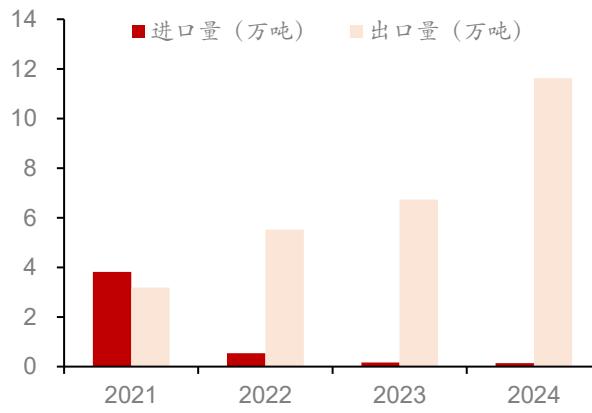
邻苯二甲酸酯类增塑剂品种最多、产耗量最大，DOP 占据支配地位。增塑剂最大下游的聚氯乙烯（PVC）在其生产中由于需要大量添加增塑剂邻苯二甲酸酯，导致邻苯二甲酸酯类是增塑剂中消费量最大的品种，据智研咨询统计邻苯二甲酸酯类增塑剂需求占比高达 88%左右，其中邻苯二甲酸二异辛酯（DOP）为龙头产品占比最高。受 PVC 产量提升与出口拉动，国内 DOP 产量温和增长，2024 年我国 DOP 产量达 129.8 万吨，同比增长 4.2%。

图表 36 我国 DOP 产量、表观需求量



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

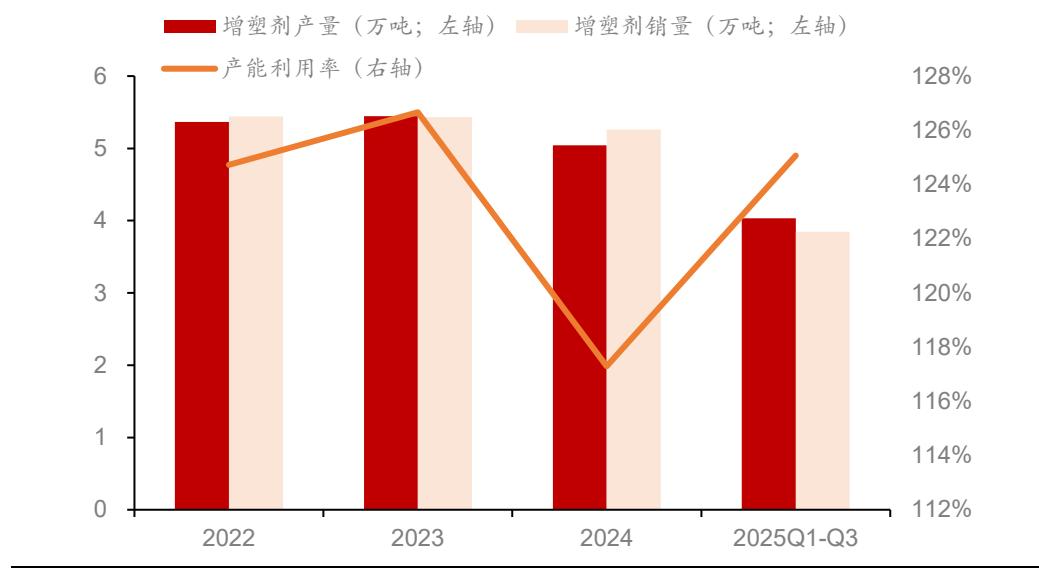
图表 37 我国 DOP 进出口情况



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

公司增塑剂产品涵盖广，主力产品 DCP 为 DOP 可再生原料制备的同分异构体符合绿色、可持续发展理念。据公司官网，公司增塑剂产品涵盖 DCP、DEM、DBM、DOM、DMP、DBP、DIPA、DOA 等，应用包含化工中间体与树脂香料、涂料建筑与合成材料、增塑剂材料、医药日化等多方面。其中公司主力产品 DCP 是 DOP 的同分异构体，其性能上与传统 DOP 产品相仿，通常做 DOP 的代用品。由于 DCP 是对癸二酸生产过程中的副产品粗仲辛醇进行精制后与苯酐酯化制得，癸二酸以天然蓖麻油为原材料经水解、裂解、精制而成，蓖麻油为可再生资源，以癸二酸副产品生产 DCP 降低石化资源耗用，更为符合绿色、可持续、循环经济的发展理念。据 Verified Market Reports，2024 年全球邻苯二甲酸二辛酯(DCP)市场规模为 12 亿美元，预计从 2026 年到 2033 年将以 5.2% 的复合年增长率增长，到 2033 年达到 18 亿美元。

图表 38 公司增塑剂板块产销及产能利用率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5 光稳定剂：产业链高效开发利用，光稳定产品蓄势待发

光稳定剂是一类能够有效地抑制光致降解物理和化学过程的化合物，常用作塑料、橡胶、涂料、合成纤维等产品添加剂。由于太阳的紫外线含有能量很高的光子，会穿透材料并导致分子的断裂和氧化反应，从而引起材料变黄、变脆、降解等现象。光稳定剂的作用就是在材料表面形成一层保护膜，能够抑制或减弱光照对高分子材料的降解作用，提高高分子材料耐光性的化学物质，其通常可以与抗氧剂协同使用，以更好的抑制高分子材料的光氧化降解。按作用机理光稳定剂主要可分为：紫外线吸收剂（苯并三唑类、三嗪类、水杨酸酯类）、猝灭剂（镍的有机络合物）、自由基捕获剂（受阻胺类）等。

图表 39 主要光稳定剂品分类

机理类型	品类	性能特点
自由基捕获剂	受阻胺类	具有毒性小、不会使树脂着色和出色的光稳定性等优点；其光稳定效果优于紫外线吸收剂、猝灭剂等传统光稳定剂
紫外线吸收剂	二苯甲酮类	用于聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯、ABS、聚苯乙烯、聚酰胺等高分子材料中，与大多数高分子材料具有良好的相容性，及良好的光、热稳定性
	苯并三唑类	品种最多、产量最大，在塑料光稳定剂中仅次于受阻胺光稳定剂（HALS）的第二大品种；能强烈地吸收 310-385nm 的紫外光，而对 400nm 以上的可见光几乎不吸收，因此制品不会泛色；其稳定性较好
	三嗪类	具有高效率（添加量少且效果佳）；低色泽（使其应用面更广）；高加工温度；较好的相容性（分散性好，且分子本身容易进行化学修饰）；优异的广谱性（在 UVA 及 UVB 的紫外光范围内具有较高的摩尔吸光系数）。但因其吸收波段较宽会吸收少量可见光从而影响涂层颜色

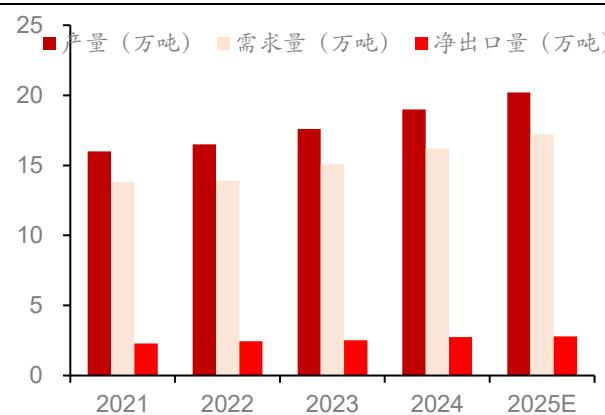
	水杨酸酯类	原料易得，制备工艺简单便捷，与树脂相容性好，并且无毒，对环境污染小。吸收率低，而且吸收波段较窄，本身对紫外光不稳定，光照后发生重排会吸收可见光使制品带色
猝灭剂	镍有机络合物	由于在恶劣的气候条件下能够承受紫外线，猝灭剂可以用于农业薄膜和温室大棚应用，而且可以保护薄膜免受农用杀虫剂的影响。除此之外，猝灭剂也可在聚烯烃纤维中应用。但因其含有重金属，并且会使塑料和一些高分子材料产品呈现棕褐色或绿色，所以并未广泛应用于其他领域，市场份额较低

资料来源：智研产业研究院，华安证券研究所

**受阻胺类光稳定剂应用广泛，具有重要的市场地位。**受阻胺光稳定剂（HALS）诞生于20世纪80年代，是一类具有空间位阻结构的有机胺类化合物，具有分解氢过氧化物、猝灭激发态氧、捕获自由基的多重功效。由于受阻胺光稳定剂对UV吸收少，适用的材料范围广泛，可应用于聚丙烯、聚乙烯、聚氯乙烯、涂料、工程塑料、生物降解材料等，终端应用涵盖汽车内外饰，农业（大棚膜、地膜、滴灌带、遮阳网等），户外运动器材、人造草、包装，建筑、纺织行业等。据《中国受阻胺光稳定剂行业现状和发展趋势》，光稳定剂的市场需求量约为抗氧剂市场需求量的20%，2019年全球光稳定剂消费量约6.86万吨，其中受阻胺约占70%，消费量约4.8万吨。

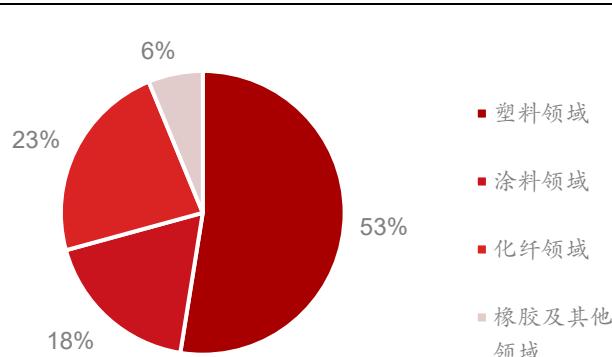
**得益于国内庞大的制造业基础，塑料、橡胶、涂料等行业对光稳定剂的需求持续上扬。**目前中国已经是全球最大的光稳定剂产销市场，除部分高端光稳定剂产品需要进口外，国内厂商大量中低端产品出口至海外市场。据统计，2024年我国光稳定剂需求量16.24万吨，市场规模为79.25亿元，其中塑料领域41.63亿元，涂料领域14.44亿元，化纤领域18.25亿元，橡胶及其他领域4.93亿元；同年我国光稳定剂产量18.99万吨，净出口量2.75万吨；预计2025年，我国光稳定剂产量将达20.19万吨，同比增长6.3%，净出口量将达2.89万吨。

图表40 我国光稳定剂产量、需求量、净出口量



资料来源：智研产业研究院，华安证券研究所

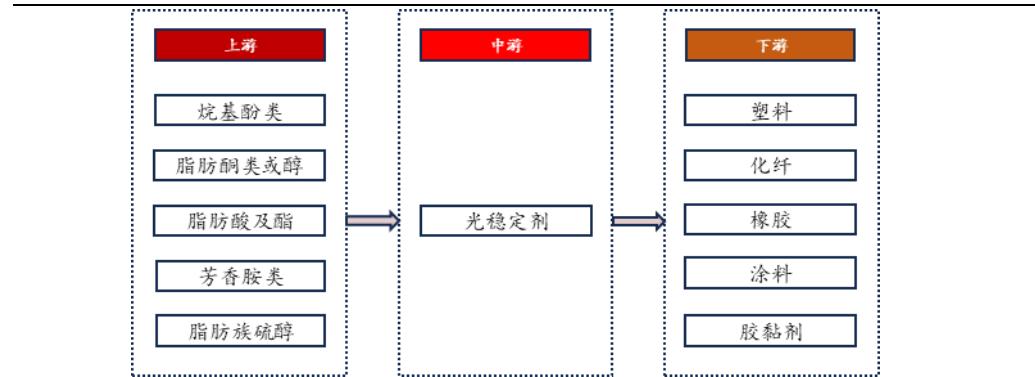
图表41 我国光稳定剂需求结构



资料来源：智研产业研究院，华安证券研究所

**产业链衍生布局，公司光稳定剂产品蓄势待发。**光稳定剂产业链上游主要包括烷基酚类、脂肪酮类或醇、脂肪酸及酯、芳香胺类、脂肪族硫醇等原材料。公司布局光稳定剂产品可利用现有的癸二酸二甲酯、丁二酸二甲酯为原材料，延长了公司的产品产业链。

图表 42 光稳定剂为公司产业链衍生布局



资料来源：智研产业研究院，华安证券研究所

中国光稳定剂行业竞争格局相对分散，公司具备一体化竞争优势，产能后来居上。当前国内光稳定剂行业竞争格局相对分散，尚未形成高度集中寡头格局。当前公司 3.5 万吨/年受阻胺类光稳定剂项目已建设完成进入试生产阶段，并于 2025 年 4 月公告投资 7.6 亿元建设 2.5 万吨/年受阻胺类光稳定剂项目，预计建设周期 18 个月。公司光稳定剂板块蓄势待发，依托产业链一体化及产能规模优势，有望跃升成为行业领军企业。

图表 43 光稳定剂行业格局

企业名称	产能（万吨）	业务开展情况
宿迁联盛	3.71	全球主要的光稳定剂制造商与服务商之一，主要产品包括受阻胺光稳定剂、复配助剂等。产品应用于农膜、汽车内外饰、家电、人造革、光伏、塑编、涂料、木塑、电线电缆等领域。持有 189 项专利（46 项发明专利），主导制定 3 项行业标准，与复旦大学共建联合实验室。
元利科技	3.5+2.5	3.5 万吨/年光稳定剂项目已完成建设并进入试生产阶段，主要生产光稳定剂 292、光稳定剂 3853、光稳定剂 770 等产品；25 年 4 月公告建设 2.5 万吨/年受阻胺类光稳定剂项目，预计建设 18 个月。
富比亚	1	现属于中化国际，主营生产多种聚合物添加剂产品，主要品种有紫外线吸收剂、光稳定剂、抗氧化剂系列。拥有 5000 吨/年受阻胺类光稳定剂生产能力。FENTASTAB® 系列受阻胺光稳定剂产品牌号丰富，应用覆盖广。
利安隆	3.6	光稳定剂细分领域的龙头，主营业务是抗氧化剂、光稳定剂，为客户提供一站式解决材料抗老化问题。光稳定剂业务是最赚钱的业务，2024 年光稳定剂业务实现营业收入 20.86 亿元，毛利率 33.20%，当前公司拥有光稳定剂产能 2.5 万吨。
杭州常盛	1.63	光稳定剂产品种类丰富，生产的品种有苯并三氮唑类紫外线吸收剂、二苯甲酮类紫外线吸收剂、三嗪类紫外线吸收剂和 HALS 类光稳定剂。福建工厂规划产能 1.5 万吨。
威海金威	0.5	以生产石化助剂、精细化工产品为主的化工企业，以苯并三氮唑类紫外线吸收剂为主，并拥有 1000 吨抗氧化剂生产能力。
滨海锦翔	2.1	江苏飞翔化工集团子公司，主要生产二苯甲酮类光稳定剂和受阻胺类光稳定剂。
北京天罡	1.8	生产基地位于北京大兴（6000 吨）和河北固安（10000 吨），产品以受阻胺类为主，和瑞士科莱恩合作新建约 30000 吨光稳定剂。
振兴化工	1	拥有南京和宿迁两个生产基地，产品以受阻胺类为主，与天津大学联合共同开发光稳定系列产品及设备的研制。

资料来源：智研产业研究院，华安证券研究所

## 6 公司盈利预测及投资建议

元利科技为精细化工细分领域领军企业，围绕产业链深耕细作，主营产品二元酸二甲酯、脂肪醇、DCP 等多种精细化工品产能领先，生物基材料及光稳定有望打开第二成长曲线。伴随公司产能投放，我们预计元利科技 2025-2027 年归母净利润 2.09、2.39、3.31 亿元，对应 PE 为 26.59、23.28、16.82。首次覆盖给予“买入”评级。

### 盈利预测主要假设：

- 二元酸二甲酯业务：**公司现有混合二元酸二甲酯产能 10 万吨/年、在建 6 万吨/年。考虑新产能投放带来业绩增长，我们预计二元酸二甲酯板块 2025-2027 年实现营收 9.01、9.2、10.66 亿元，毛利率分别为 19.74%、18.75%、18.92%。
- 增塑剂业务：**增塑剂系列现有产能 4.3 万吨/年、在建 6 万吨/年。公司近年产销向好，产能利用率常年维持较高水平，预计新增产能将快速贡献利润。我们预计增塑剂板块 2025-2027 年实现营收 4.42、4.33、7.6 亿元，毛利率分别为 14.70%、14.88%、15.85%。
- 脂肪醇业务：**脂肪醇系列产品现有产能 4.7 万吨/年、在建 3 万吨/年，伴随生物基 BDO/1,6-戊二醇新产能投放，我们预计脂肪醇板块 2025-2027 年实现营收 7.6、7.9、10.95 亿元，毛利率分别为 14.94%、15.00%、15.19%。
- 其他业务：**当前公司 3.5 万吨/年受阻胺类光稳定剂项目已建设完成进入试生产阶段同时新建 2.5 万吨光稳定剂项目，预计建设周期 18 个月。产业链一体化优势下公司光稳定剂业务具备强竞争力，我们预计其他业务板块 2025-2027 年实现营收 1.12、2.63、4.5 亿元，毛利率分别为 30.00%、28.00%、25.00%。

图表 44 公司盈利预测

分行业	相关指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
二元酸二甲酯	营业收入（百万元）	848	875	901	920	1066
	yoy	-17%	3%	3%	2%	16%
	毛利率	19.1%	20.4%	19.7%	18.8%	18.9%
增塑剂	营业收入（百万元）	535	503	442	433	760
	yoy	-2%	-6%	-12%	-2%	75%
	毛利率	15.8%	14.9%	14.7%	14.9%	15.9%
脂肪醇	营业收入（百万元）	767	787	760	790	1095
	yoy	-30%	3%	-3%	4%	39%
	毛利率	18.2%	12.8%	14.9%	15.0%	15.2%
其他业务	营业收入（百万元）	32	54	112	263	450
	yoy	66%	70%	107%	134%	71%
	毛利率	36.8%	36.9%	30.0%	28.0%	25.0%
	归母净利润（百万元）	250	207	209	239	331
	PE	22.27	26.84	26.59	23.28	16.82

注：PE 数据截至 2025/12/12 收盘

资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 风险提示

新产能投放不及预期；  
原材料价格大幅波动；  
下游需求增长不及预期；  
海外经济增长放缓及贸易摩擦导致的出口不及预期。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2725	3187	3085	3294	营业收入	2220	2215	2406	3371
现金	1842	2122	1950	1837	营业成本	1845	1825	1977	2770
应收账款	138	127	131	175	营业税金及附加	14	14	14	20
其他应收款	15	7	6	8	销售费用	15	21	22	25
预付账款	28	38	39	53	管理费用	73	69	76	106
存货	351	341	363	501	财务费用	-37	-30	-35	-36
其他流动资产	350	553	595	720	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1617	1922	1999	1978	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	88	90	91	93	投资净收益	9	5	7	10
固定资产	681	968	1113	1155	营业利润	243	245	276	377
无形资产	263	255	246	238	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	585	610	548	493	营业外支出	3	1	2	2
资产总计	4343	5109	5084	5272	利润总额	240	243	275	376
流动负债	1025	1664	1482	1455	所得税	33	34	36	45
短期借款	610	1060	830	650	净利润	207	209	239	331
应付账款	124	116	134	199	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	292	488	518	606	归属母公司净利润	207	209	239	331
非流动负债	34	34	34	34	EBITDA	296	367	424	547
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	1.00	1.15	1.59
其他非流动负债	34	34	34	34					
负债合计	1059	1697	1516	1488					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	208	208	208	208					
资本公积	1256	1256	1256	1256					
留存收益	1819	1948	2104	2320					
归属母公司股东权益	3284	3412	3568	3784					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4343</b>	<b>5109</b>	<b>5084</b>	<b>5272</b>					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	47	596	446	404	<b>成长能力</b>				
净利润	207	209	239	331	营业收入	1.8%	-0.2%	8.6%	40.1%
折旧摊销	99	154	185	208	营业利润	-19.4%	0.8%	12.9%	36.7%
财务费用	-5	25	28	22	归属于母公司净利	-17.0%	1.0%	14.2%	38.4%
投资损失	-9	-5	-7	-10	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-239	217	-1	-148	毛利率 (%)	16.9%	17.6%	17.8%	17.8%
其他经营现金流	440	-12	241	480	净利率 (%)	9.3%	9.4%	9.9%	9.8%
<b>投资活动现金流</b>	<b>634</b>	<b>-660</b>	<b>-277</b>	<b>-200</b>	ROE (%)	6.3%	6.1%	6.7%	8.7%
资本支出	-98	-366	-261	-187	ROIC (%)	4.4%	4.1%	4.7%	6.7%
长期投资	710	-212	-23	-23	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	22	-82	7	10	资产负债率 (%)	24.4%	33.2%	29.8%	28.2%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>75</b>	<b>343</b>	<b>-341</b>	<b>-317</b>	净负债比率 (%)	32.3%	49.8%	42.5%	39.3%
短期借款	610	450	-230	-180	流动比率	2.66	1.92	2.08	2.26
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.23	1.64	1.75	1.81
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	1	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.47	0.47	0.65
其他筹资现金流	-537	-107	-111	-137	应收账款周转率	16.89	16.69	18.62	22.03
<b>现金净增加额</b>	<b>762</b>	<b>280</b>	<b>-172</b>	<b>-113</b>	应付账款周转率	15.27	15.23	15.84	16.65
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.01	1.00	1.15	1.59
					每股经营现金流	0.22	2.86	2.14	1.94
					每股净资产	15.78	16.40	17.15	18.18
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.12	26.59	23.28	16.82
					P/B	1.03	1.63	1.56	1.47
					EV/EBITDA	7.29	12.25	10.47	7.99

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。