



# 荣盛石化 (002493.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## “从一滴油到世间万物”的民营大炼化龙头

石油化工组

分析师: 孙羲昱 (执业 S1130525090005)

sunxiyu@gjzq.com.cn

联系人: 杨啸

yangxiao@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 14.05 元

目标价 (人民币): 15.75 元

### 投资逻辑:

#### 1、国内炼能接近红线，浙石化先进炼厂优势较大。

截至 2025 年底国内炼能已经达到 9.73 亿吨，已经接近 10 亿吨产能红线，26-27 年仅有 1500 万吨在建的炼化产能。反内卷及老旧装置淘汰等政策有望加速推动炼油行业供给侧优化，炼厂盈利有望持续改善。公司控股子公司（持股比例 51%）浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目于 2022 年初全面建成投产，是全国单体规模最大的炼化项目，具有较大的规模优势。凭借炼化一体化和分子炼油的优势，公司毛利率在民营炼化企业中较为领先，优势明显。公司 2025Q3 实现归母净利润 2.86 亿元，同比+1428%，主要来自于各产品价差修复，因此预计 25 年公司业绩将会有较大同比提升。

#### 2、聚酯链产品周期底部景气向上，有望带来较大的盈利改善。

聚酯链主要产品 PTA、涤纶长丝、聚酯瓶片均内卷严重，当前产品盈利位于周期底部：截至 25 年底，PTA 加工费仅 170 元/吨左右；长丝及瓶片毛利均为亏损状态。PTA、长丝及瓶片的扩产周期均已结束，未来新增产能较少，预计需求增速将超过供给增速；加之行业内企业长期盈利较差，反内卷背景下的龙头企业协同减产等，聚酯产品周期拐点向上，未来有望带来价格及价差上的双重修复。公司现有 PTA 产能 2150 万吨/年，拥有全球最大的 PTA 产能；涤纶长丝产能 160 万吨/年；瓶片产能 530 万吨/年。

#### 3、一体化优势促进减油增化，在建新材料项目支撑公司新增长。

我国成品油消费需求呈现达峰下行的趋势，炼油行业整体在从“燃料型”向“化工型”转变。公司依托浙石化一体化炼化项目，充分顺应行业的变化，锚定新能源材料、工程塑料、高性能树脂、高端新材料等战略赛道，为公司发展注入新动能。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 3004.02/3148.00/3356.54 亿元，同比-8.0%/+4.8%/+6.6%，归母净利润 16.66/31.42/44.57 亿元，同比+130.0%/+88.6%/+41.8%，对应 EPS 为 0.17/0.32/0.45 元。给予公司 2026 年 50 倍估值，目标股价 15.75 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

原油价格大幅波动及产品价格下行风险，新材料项目建设进展不及预期风险，存货跌价风险，宏观经济下行风险。



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	325,112	326,475	300,402	314,800	335,654
营业收入增长率	12.46%	0.42%	-7.99%	4.79%	6.62%
归母净利润(百万元)	1,158	724	1,666	3,142	4,457
归母净利润增长率	-65.33%	-37.44%	129.98%	88.60%	41.82%
摊薄每股收益(元)	0.114	0.072	0.167	0.315	0.446
每股经营性现金流净额	2.77	3.42	2.31	3.23	3.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.61%	1.65%	3.23%	5.90%	8.04%
P/E	90.49	126.48	83.77	44.60	31.50
P/B	2.36	2.09	2.26	2.20	2.11

来源: 公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、国内炼能达峰转向高质量发展，炼化龙头优势凸显	4
1.1 炼化工艺是连接石油与化工品的核心环节	4
1.2 国内炼能接近 10 亿吨红线，反内卷背景下有望优化供给侧结构	4
1.3 海外炼油产能扩张有限加速退出，行业格局优化有望推动炼油盈利持续改善	6
1.4 公司依托浙石化先进炼厂，彰显炼化龙头实力	7
二、聚酯链产品内卷严重，扩产周期结束带动聚酯链景气向上	8
2.1 PTA 环节盈利已至周期底部，行业反内卷自律有望推动景气修复	8
2.2 涤纶长丝扩产周期结束，协同减产有望改善行业格局	10
2.3 聚酯瓶片同样高度内卷，龙头减产行业修复空间较大	11
三、贯穿产业链一体化的民营大炼化龙头，迈向高质量发展	13
3.1 “从一滴油到世间万物”的民营大炼化龙头	13
3.2 控股股东与战投的运营协同，公司迈入高质量发展期	14
3.3 重点布局新能源、新材料，为公司发展注入新动能	15
四、盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议与估值	17
五、风险提示	18
附录	18

## 图表目录

图表 1：国内常减压装置总产能（万吨/年）	4
图表 2：中国炼厂产能产量（千桶/日，左轴）	4
图表 3：主营炼厂毛利（元/吨）	5
图表 4：主营炼厂开工率（%）	5
图表 5：山东地炼毛利（元/吨）	5
图表 6：山东地炼开工率（%）	5
图表 7：国内炼油新增产能情况	5
图表 8：全球炼油产能净增长情况（百万桶/天）	6
图表 9：欧洲炼油产能关停情况	6
图表 10：中国汽柴油市场价格挂靠国际油价但是具有滞后性	6
图表 11：中国主营炼厂炼油毛利与布伦特油价历史走势	7
图表 12：浙石化 3000 吨级世界单台重量最大加氢反应器	8
图表 13：浙石化中国最大海水淡化装置群	8



图表 14: 民营炼化企业毛利率对比 (%)	8
图表 15: 近年国内 PTA 产能增长迅速	9
图表 16: 国内 PTA 行业产能集中度较高	9
图表 17: PTA 产能利用率 (%)	9
图表 18: PTA 加工费 (元/吨)	9
图表 19: 国内 2026-2028 年 PTA 新增产能情况	10
图表 20: 涤纶长丝在建项目情况	10
图表 21: 国内涤纶长丝历年新增产能 (26-27 为预计)	10
图表 22: 国内涤纶长丝主要生产企业	10
图表 23: 涤纶长丝表观消费量及开工率	11
图表 24: 涤纶长丝市场价格 (元/吨)	11
图表 25: 涤纶长丝生产毛利 (元/吨)	11
图表 26: 聚酯瓶片产能及产量	12
图表 27: 聚酯瓶片行业 CR5 达到 78%	12
图表 28: 聚酯瓶片市场均价	12
图表 29: 聚酯瓶片利润	12
图表 30: 聚酯瓶片在建项目情况	12
图表 31: 公司产品覆盖生活中的各个方面	13
图表 32: 公司主要产品的产能情况	13
图表 33: 2018-2025H1 公司营收结构 (亿元)	14
图表 34: 2018-2025H1 公司细分业务毛利率	14
图表 35: 民营大炼化企业销售管理费率	14
图表 36: 民营大炼化企业研发费用率	14
图表 37: 公司股权结构及子公司业务板块	15
图表 38: 公司主要在建新材料项目	16
图表 39: 公司炼油产品业务盈利预测	16
图表 40: 公司细分业务营收拆分	17
图表 41: 可比公司估值比较	18
图表 42: 原油炼化工艺流程图	18
图表 43: 聚酯产业链示意图	19



## 一、国内炼能达峰转向高质量发展，炼化龙头优势凸显

### 1.1 炼化工艺是连接石油与化工品的核心环节

众所周知原油是十分重要的资源，但是开采出来的原油无法直接使用，必须通过炼化过程将原油转化为成品油、沥青、化工产品、合成纤维等多种产品并应用于日常生活中的方方面面。原油炼化流程是石油工业的核心环节，本质是利用原油中各组分的物理、化学性质的差异，通过分离、裂解、重整等操作实现资源的最大化利用，按加工深度可分为预处理、一二三次加工等阶段。

①预处理：原油开采后会伴随无机盐和地层水，这些杂质会腐蚀设备、影响后续加工，预处理阶段即脱盐脱水的过程。

②一次加工：主要是常减压蒸馏工艺，在常减压蒸馏塔中将沸点较低的轻质组分分离，减压蒸馏的目的是降低部分组分的沸点以避免出现组分的高温裂解。该阶段的主要产品就是生活中的汽油、煤油、柴油等成品油和石脑油等，但是仅通过蒸馏工艺轻质组分收率较低，不具有较高的经济价值，因此还需要后续的深度加工。

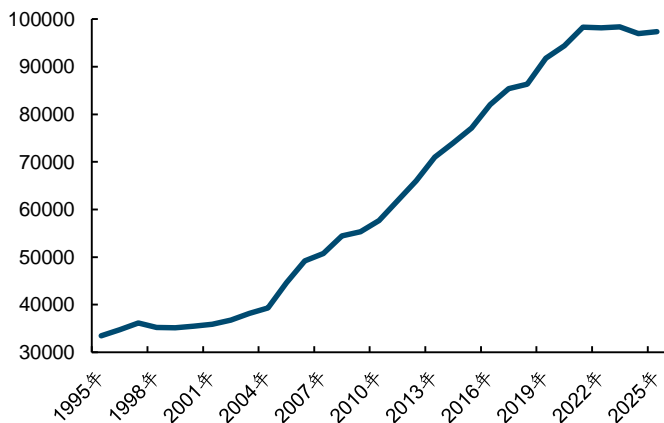
③二次加工：常减压蒸馏后剩余较多的重质组分（高碳分子），再进一步通过催化裂化、催化重整、加氢裂化、延迟焦化等工艺，将重质组分转化为高附加值的轻质油和化工原料，提高轻质组分的收率，增加炼化的经济性。

④三次加工：主要是对二次加工产物的精细化深加工，主要生产化工基础原料，实现炼化与石化的一体化。例如将催化裂化的烯烃烷基化、烷烃异构化等，三次加工的主要产物芳烃、烯烃是生产塑料、橡胶、化纤及其他精细化工品的核心原料，进一步提高了原油炼化的经济附加值。

### 1.2 国内炼能接近 10 亿吨红线，反内卷背景下有望优化供给侧结构

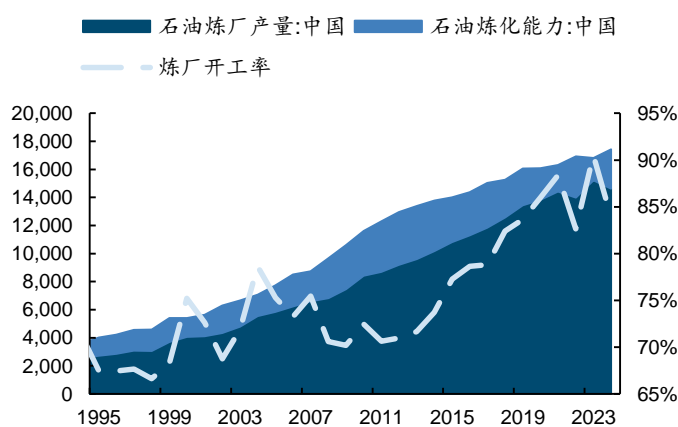
由于炼化环节的重要性，近二十年我国炼化装置进入集中建设期，常减压装置总产能自 2005 年起迅速增长，从 2004 年的 3.93 亿吨增长至 2021 年的 9.83 亿吨，CAGR 达 4.95%。供给侧产能的快速集中建设，给国内炼化行业带来了较大的冲击，行业整体开工率下降较多；也由此给炼化行业带来了比较严重的结构性矛盾，主要表现为前期盲目扩张导致的产能过剩与需求增速放缓甚至见顶之间的冲突。

图表1：国内常减压装置总产能（万吨/年）



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表2：中国炼厂产能产量（千桶/日，左轴）

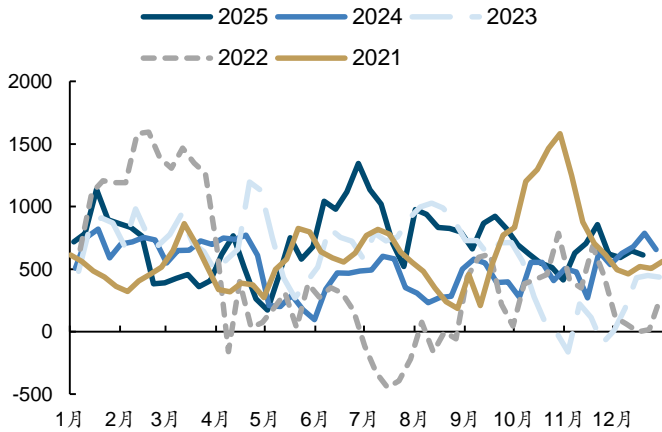


来源：iFinD，国金证券研究所

国内成品油需求在 2024 年左右见顶回落，叠加产能过剩严重，炼厂毛利及开工受到较大影响，山东地炼开工率降至 50% 以下的历史低位。为了遏制国内炼油市场的无序扩张，优化市场秩序，推动炼化高端化与低碳转型，国内也推出了一系列“反内卷”的行业相关政策：2024 年 6 月，国家发改委等 5 部门发布了《炼油行业节能降碳专项行动计划》，要求全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置等。

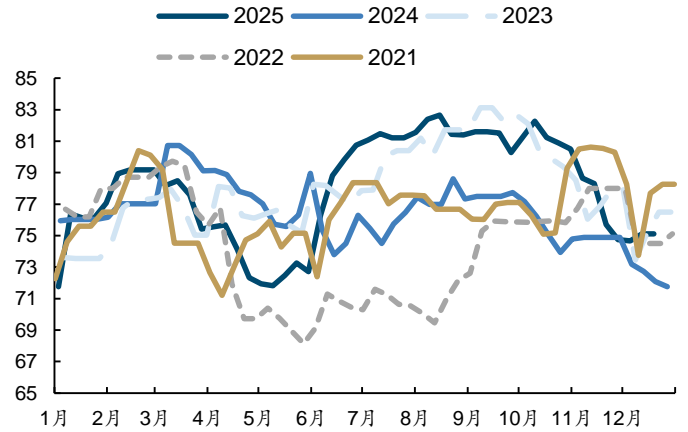


图表3: 主营炼厂毛利 (元/吨)



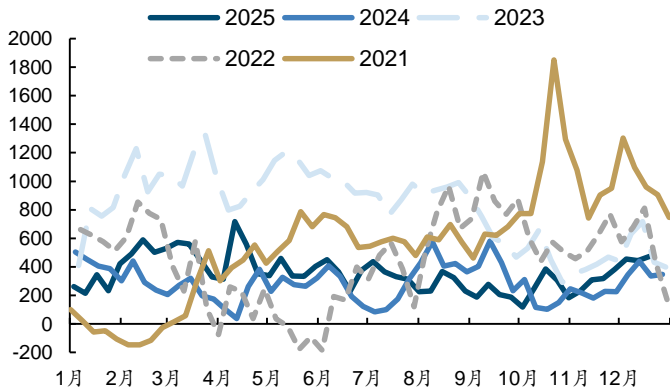
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表4: 主营炼厂开工率 (%)



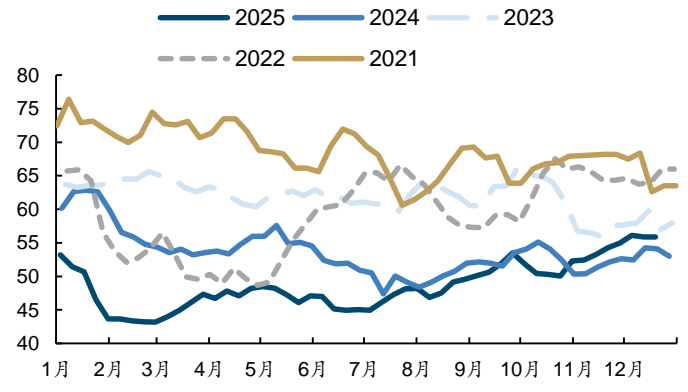
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表5: 山东地炼毛利 (元/吨)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表6: 山东地炼开工率 (%)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

截至2025年底国内炼厂常减压装置一次加工能力达到9.73亿吨,已经接近10亿吨红线;当前国内仍有8个在建的炼化大项目,合计产能达10100万吨,届时总产能预计将达到10.74亿吨。超过10亿吨产能红线,叠加政策有望加速推动炼油行业落后、老旧装置淘汰加速:根据隆众资讯的数据,2019年以来,国内已至少有43套炼油装置关停,合计产能约4755万吨/年。未来随着产能红线的接近,炼油行业供给侧有望加速出清,优化行业格局。

图表7: 国内炼油新增产能情况

企业名称	预计投产时间	产能(万吨/年)	所在省份
华锦阿美石油化工有限公司	2026-03-31	1500	辽宁省
中国石油天然气股份有限公司大连石化分公司	2028-06-30	1500	辽宁省
中国石化青岛石油化工有限公司	2028-12-31	1000	山东省
中国石化化工股份有限公司塔河分公司	2028-12-31	500	新疆
中国石化化工股份有限公司齐鲁分公司	2028-12-31	1000	山东省
东营联合石化有限责任公司	2029-12-31	1500	山东省
山东东明石化集团有限公司	2029-12-31	1500	山东省
福建古雷石化有限公司	2029-12-31	1600	福建省
合计		10100	

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

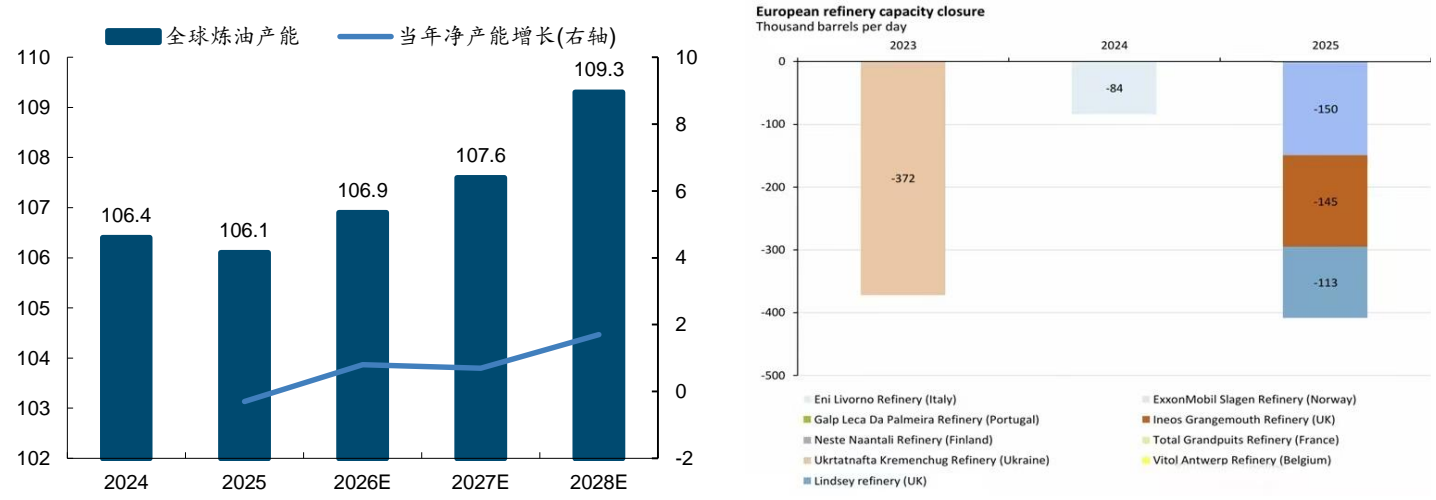


### 1.3 海外炼油产能扩张有限加速退出，行业格局优化有望推动炼油盈利持续改善

从全球的炼油行业格局来看，随着环保概念的逐步深入以及新能源的替代转型，全球炼油产能近年来看处于小幅缓慢增长的状态，2024-2028 年全球炼油产能预计仅从 106.4 百万桶/天增长至 109.3 百万桶/天，四年累计增幅不足 3%。并且预计未来三年全球主要炼油产能增长地区在亚洲和中东地区，其余地区产能增长有限；此外欧洲地区的炼化产能由于受到环保政策和盈利压力的多重影响，炼油产能退出呈现提速的趋势，2023-2025 年分别关停炼化产能 37.2、8.4 和 40.8 万桶/天。

图表8：全球炼油产能净增长情况（百万桶/天）

图表9：欧洲炼油产能关停情况

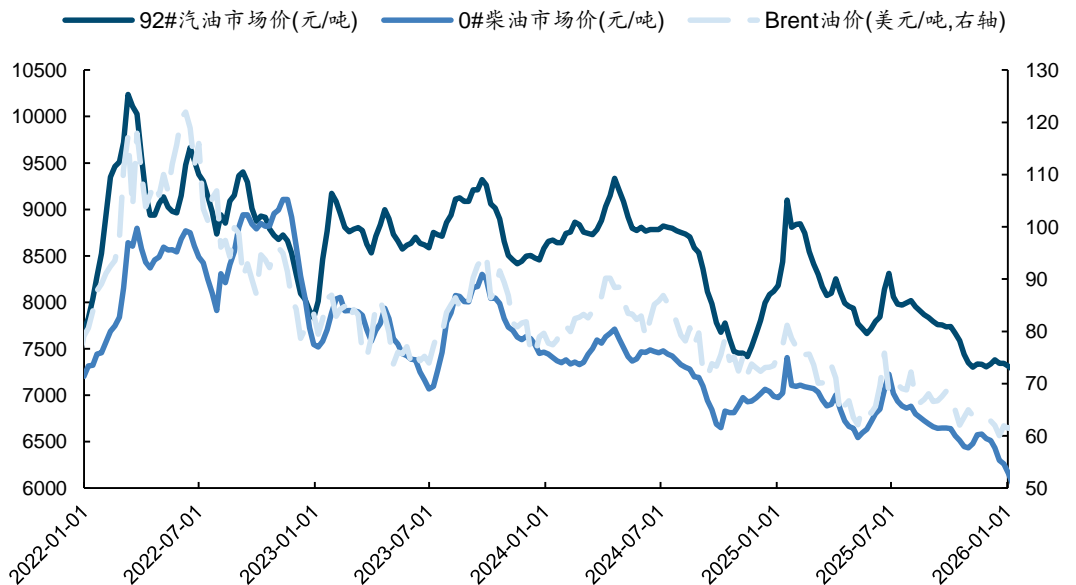


来源：隆众资讯，国金证券研究所

来源：Rystad Energy，国金证券研究所

截至 2025 年底，山东地方炼厂炼油毛利 428 元/吨，处于近五年内较低历史分位数；主营炼厂表现相对较好，炼油毛利为 664 元/吨，较去年同期有所改善。根据国内汽柴油价格的定价标准，国内成品油价格的调整以国际市场原油价格变动为参考(如布伦特原油价格)，通常在每 10 个工作日的调价窗口内，根据前 10 个工作日的平均油价与上一次调价前的平均价格对比情况进行计算，当国际油价波动超过一定幅度时，国家发改委会发布汽柴油价格的调价通知。因此国内成品油价格走势与国际油价一致，但是明显具有一定的滞后性，由于独特的定价机制，当国际油价波动较小且缓慢下行的过程中，成品油的价差会因为调价时间的滞后性在一定的时间内有所扩大。在不考虑成品油需求剧烈变化对批发价格的影响外，原油价格缓慢下行的区间对于炼厂的成品油盈利是逐步有所改善的。

图表10：中国汽柴油市场价格挂靠国际油价但是具有滞后性

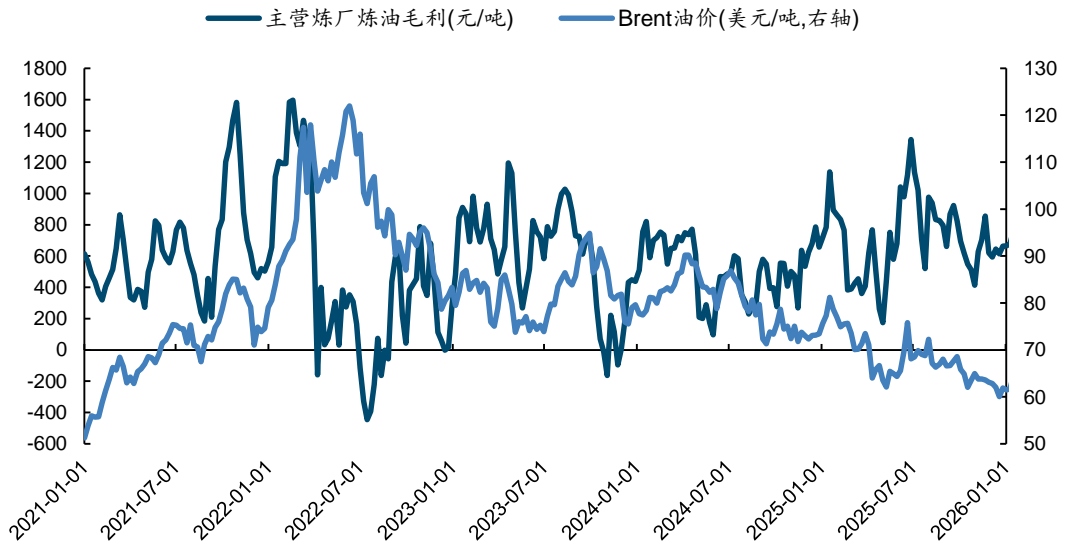


来源：iFinD，隆众资讯，国金证券研究所



2025 年全年原油中枢价格震荡下行，国内主营炼厂炼油毛利全年均价为 708 元/吨，较 24 年均价 518 元/吨同比明显有所提升。2026 年国际原油市场主流机构普遍预期市场供给过剩，因此对于国际油价的预测在短期也是偏走弱；但是由于原油市场地缘冲突影响不断，地缘风险溢价支撑着原油中枢价格。因此预计未来原油的中枢价格仍将处于缓慢震荡下行的区间，叠加国内炼化“反内卷”与老旧装置出清，以及海外产能加速退出等等带来的行业格局的优化和景气度的提升，国内炼厂成品油的盈利有望在 26 年继续有所改善。

图表 11：中国主营炼厂炼油毛利与布伦特油价历史走势



来源：iFinD，隆众资讯，国金证券研究所

我国成品油出口实行严格的配额制，并实施出口退税政策，拥有出口配额的企业有望通过成品油出口从而获得超额利润。截至当前，商务部发放了 2026 年第一批成品油出口配额，总量为 1900 万吨；其中国企仍占据绝对主导地位，中石油和中石化合计获得 1376 万吨出口配额，占总配额的 72.4%。而民企方面，公司是目前国内唯一具备成品油出口资质的民营炼化企业，浙石化此次获得成品油出口配额 156 万吨；在成品油盈利方面，公司具有的出口配额也给公司带来了较大的优势。

#### 1.4 公司依托浙石化先进炼厂，彰显炼化龙头实力

浙石化成立于 2015 年 6 月 18 日，是由公司控股（持股比例 51%）国企参股的混合所有制企业。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目位于舟山绿色石化基地内，项目规划总面积 41 万平方公里，总投资超 3000 亿元，是全国单体规模最大的炼化一体化项目，在全球的炼油产能规模来看也位于前列。4000 万吨炼化一体化项目一次规划设计，分两期实施，项目建设选用当今世界最先进的工艺技术和生产装备，例如世界单系列规模最大的芳烃（年加工 240 万吨 PX）装置、世界单台重量最大的锻焊结构加氢反应器、中国最大海水淡化装置群（54.5 万吨/天）等；重点发展芳烃、乙烯及下游深加工项目，生产市场紧缺的化工新材料、高附加值化学品。目前生产 PX、高端聚烯烃、PC、橡胶、ABS 等 30 多类炼化化工产品，副产国六汽柴油、航煤等。



图表12: 浙石化 3000 吨级世界单台重量最大加氢反应器

图表13: 浙石化中国最大海水淡化装置群

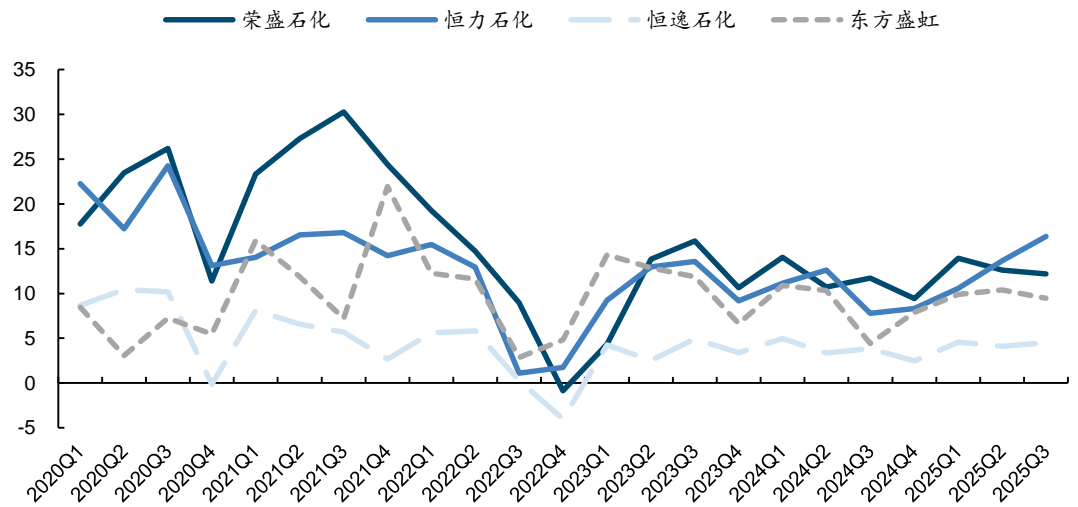


来源: 石油石化物资采购网, 国金证券研究所

来源: 上海电气, 国金证券研究所

浙石化炼化一体化一期项目包含 2000 万吨/年炼油, 520 万吨/年芳烃 (400 万吨/年 PX), 140 万吨/年乙烯; 二期工程根据近几年市场变化和技术革新, 按照“多产芳烃、化工品, 少产油品”的优化思路, 在一期项目的基础上优化产品结构, 增设一套 140 万吨/年乙烯及下游化工装置, 实现 2000 万吨/年炼油, 660 万吨/年芳烃 (480 万吨/年 PX), 280 万吨/年乙烯的建设规模。

图表14: 民营炼化企业毛利率对比 (%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

公司依托浙石化这一国内先进炼厂, 凭借着炼化一体化的优势, 和“宜油则油、宜芳则芳、宜烯则烯”的理念和分子炼油的模式, 物料互用物尽其用, 给公司带来了炼化成本上的较大优势和综合竞争实力。从民营炼化龙头企业的历史毛利率数据来看, 公司的综合毛利率始终处于行业较为领先的2022年受到原油涨价和炼化整体需求不振的双重因素, 大炼化行业整体陷入低谷, 行业毛利率整体下降明显, 但是随着油价缓和以及基本面好转, 公司的毛利率在 2023 年迅速反弹, 充分体现了公司作为民营炼化龙头企业的超强韧性和龙头的竞争实力。

## 二、聚酯链产品内卷严重, 扩产周期结束带动聚酯链景气向上

### 2.1 PTA 环节盈利已至周期底部, 行业反内卷自律有望推动景气修复

炼油产品除了汽柴油、航空煤油等油品以外, 化工轻油 (石脑油) 也是主要且应用广泛的产品; 石脑油通过催化重整、催化裂化等工艺可以分离出芳烃产品 (苯、甲苯、对二甲苯等) 和烯烃产品 (乙烯、丙烯等), 进而衍生出芳烃链和烯烃链两类化工产品链。在芳烃

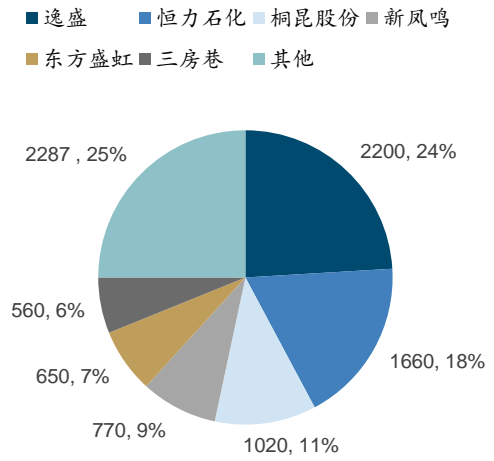
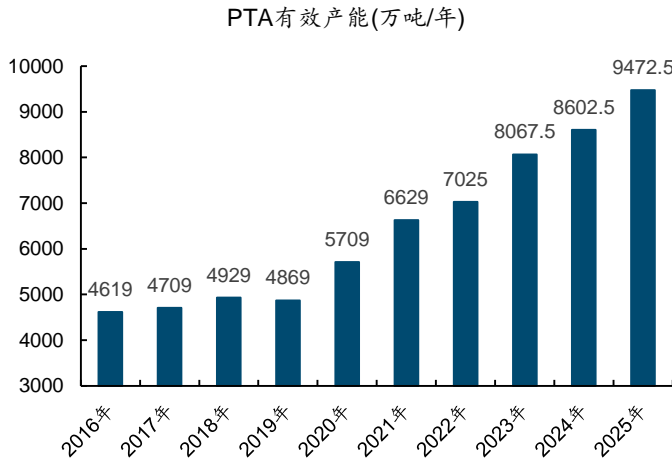


产品中，对二甲苯（PX）可以进一步氧化得到精对苯二甲酸（PTA），其具有的苯环对位双羧基的结构使得可以和乙二醇（MEG）发生缩聚反应，得到高分子化合物 PET 聚对二甲酸乙二醇酯，简称聚酯。这种高分子通过不同的工艺便成为了生活中常见的产品，以此构成整条聚酯产业链，例如通过纺丝工艺可以制成涤纶长丝，是当前使用最为广泛的合成纤维之一；通过切片工艺可以得到聚酯瓶片和聚酯薄膜，用以制造薄膜、塑料瓶等包装外壳等。

近年来国内 PTA 产能增长十分迅速，有效产能从 2019 年的 4869 万吨增长至 2025 年的 9473 万吨，CAGR 达到 11.7% 产能几近翻倍；当前国内 PTA 行业产能集中度较高，CR6 达到 75%。

图表15：近年国内 PTA 产能增长迅速

图表16：国内 PTA 行业产能集中度较高



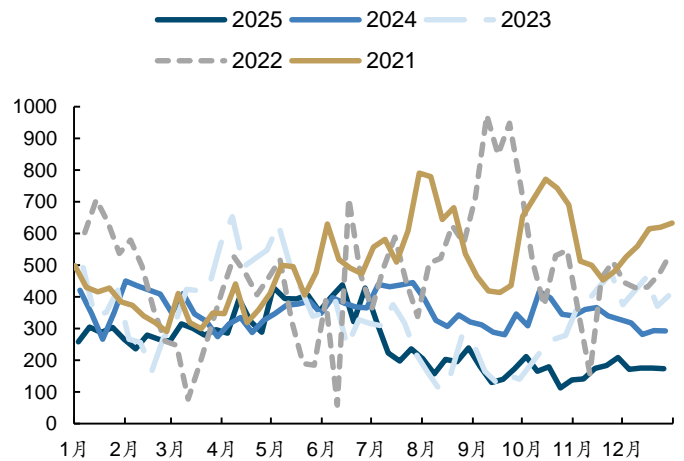
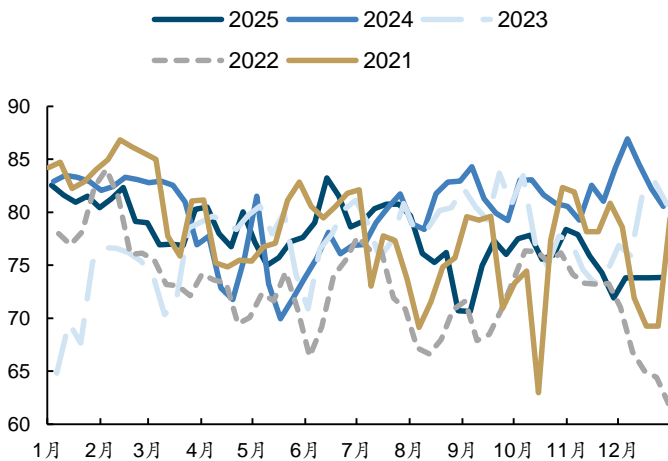
来源：隆众资讯，国金证券研究所

来源：隆众资讯，国金证券研究所

由于供给端产能增速较高，加之新增产能持续释放，PTA 行业开工率呈现明显下滑趋势，2025 年 12 月产能利用率仅 74%，处于历史较低的分位。此外由于供给端持续释放压力，PTA 产品盈利空间被不断挤压，2025 年 12 月 PTA 加工费已收窄至 170 元/吨左右，处于历史低位，绝大多数企业陷入亏损的状态。

图表17：PTA 产能利用率 (%)

图表18：PTA 加工费 (元/吨)



来源：隆众资讯，国金证券研究所

来源：隆众资讯，国金证券研究所

由于 PTA 行业持续亏损，PTA 环节率先启动行业反内卷自律；2025 年 10 月 27 日，工信部原材料工业司发布《关于召开精对苯二甲酸 PTA 及瓶级聚酯切片产业发展座谈会的通知》：为防范化解精对苯二甲酸（PTA）及瓶级聚酯切片行业内卷式竞争，促进产业平稳运行。要求各家企业提前材料，内容包括：PTA 及瓶级聚酯切片 2024 年及 2025 年 1-9 月产能、产量、效益（加工费）、消费量等，以及在建设项目情况等，以及有关防范行业反内卷的措施建议。PTA 行业未来三年预计新增产能 1100 万吨，均预计于 2027 年投产，2026 年行业暂无新增产能，PTA 产品盈利有望得到改善。



图表19: 国内 2026-2028 年 PTA 新增产能情况

企业名称	预计投产时间	产能(万吨/年)	所在省份
广西桐昆石化有限公司	2027-12	300	广西
中国石油化工股份有限公司九江分公司	2027-12	300	江西
中国石油天然气股份有限公司乌鲁木齐石化分公司	2027-07	200	新疆
福建福海创石油化工有限公司	2027-01	300	福建
合计		1100	

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

### 2.2 涤纶长丝扩产周期结束, 协同减产有望改善行业格局

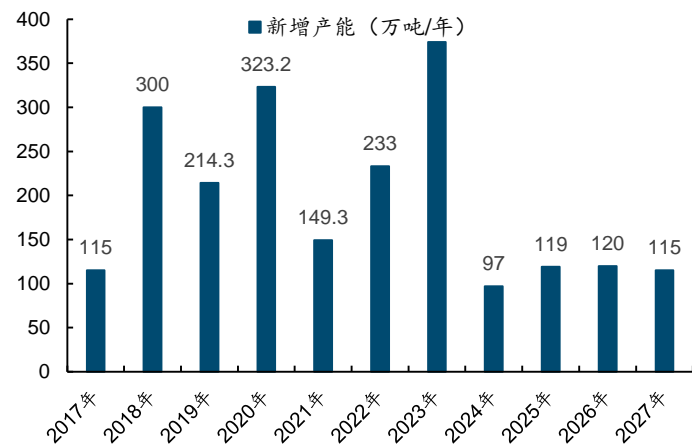
国内涤纶长丝行业在 2018-2023 年期间进入了一个产能快速扩张的周期, 6 年累计扩产 1594 万吨, 占当前长丝合计总产能 4344 万吨的 37%, 年均产能增长达到了 266 万吨。24 年起行业供给端新增产能明显放缓, 涤纶长丝扩产周期结束, 未来将进入产能消化期。当前涤纶长丝行业集中度较为集中 CR6 为 73.5%。

图表20: 涤纶长丝在建项目情况

企业名称	预计投产时间	产能(万吨/年)	所在省份
福建恒海新材料有限公司	2026-03-01	30	福建省
浙江汇隆新材料股份有限公司	2026-04-01	40	浙江省
国望高科纤维(宿迁)有限公司	2026-07-01	25	江苏省
江苏国望高科纤维有限公司	2026-07-01	25	江苏省
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	2026-12-31	30	江苏省
国望高科纤维(宿迁)有限公司	2027-01-01	25	江苏省
江苏桐昆恒欣新材料有限公司	2027-01-01	30	江苏省
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	2027-01-01	30	江苏省

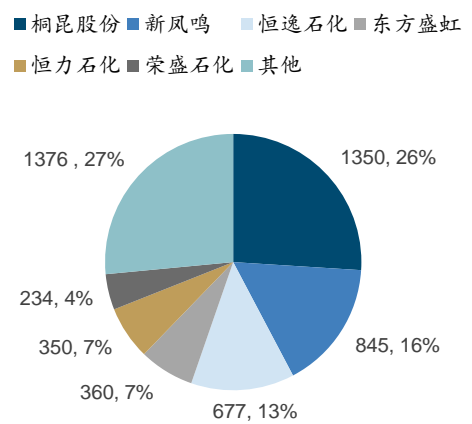
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表21: 国内涤纶长丝历年新增产能 (26-27 为预计)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

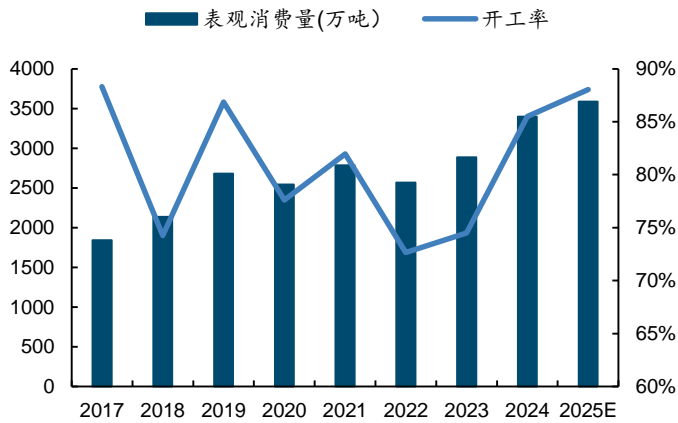
图表22: 国内涤纶长丝主要生产企业



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

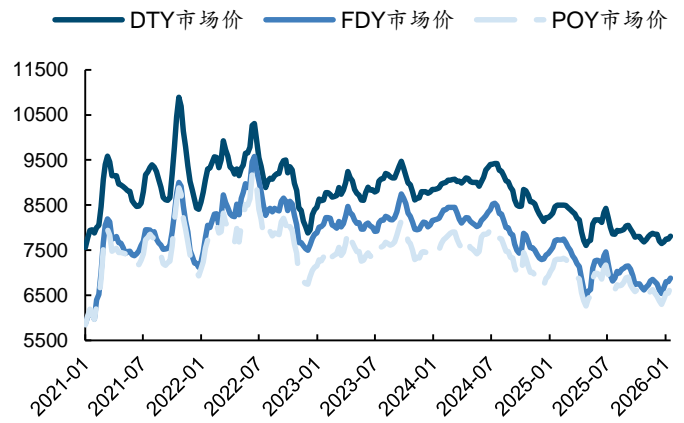


图表23: 涤纶长丝表观消费量及开工率



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表24: 涤纶长丝市场价格(元/吨)

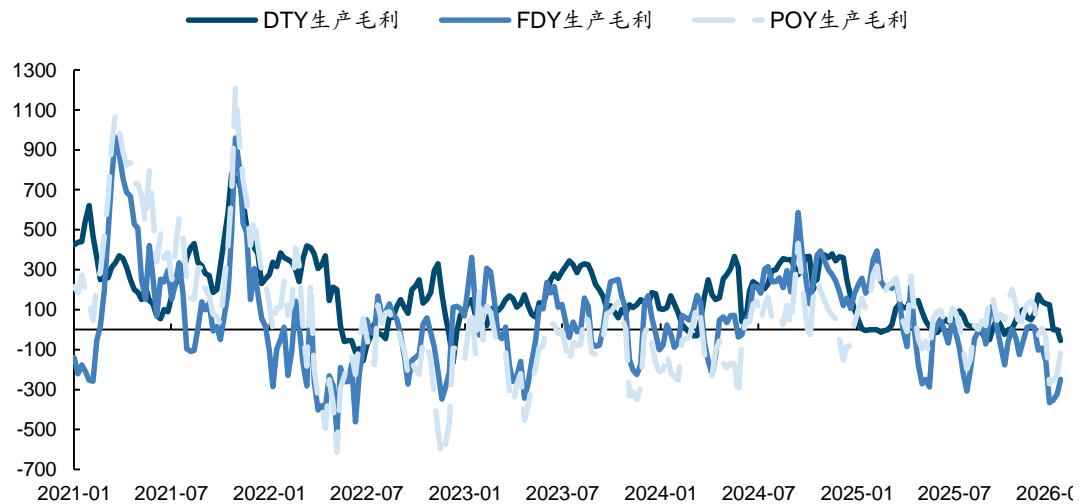


来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

需求方面, 涤纶长丝的表观消费量增速较为稳定, 但是由于六年的产能集中投放期使得行业开工率有着明显的下滑, 从 2017 年的平均开工 88% 降至 2023 年的 74%, 供给过剩的情况较为严重; 随着近年产能增速放缓, 未来新增产能较少, 预计需求增速将高于供给增速。价格方面, 尽管 23 年以来行业开工有所提升, 但是行业产能消化的阶段, 产品价格受到供给侧的冲击持续下行, 截至 2025 年底, 长丝 DTY/FDY/POY 价格已经接近历史最低分位。

产品价差方面, 长丝 DTY/FDY/POY 的生产毛利自 2022 年起便处于较差的情况, 产品毛利绝大多数时间均处于亏损的状态, 长丝企业持续多年承受较大的压力; 当前来看长丝产品毛利仍处于较多亏损的情况, 长丝企业提高盈利水平、扭亏为盈的需求极为强烈。未来在行业反内卷的背景下, 龙头企业有望达成减产协同, 来改善企业盈利情况; 同时从供需角度来看, 涤纶长丝扩产周期结束, 未来行业新增产能有限, 未来长丝产品的价格及价差均有望得到改善。

图表25: 涤纶长丝生产毛利(元/吨)



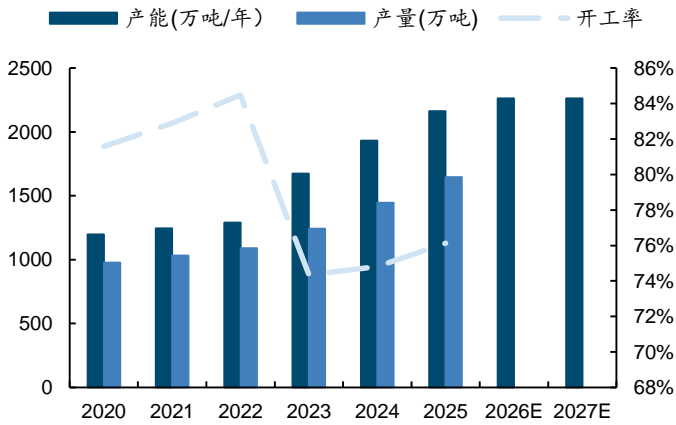
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

### 2.3 聚酯瓶片同样高度内卷, 龙头减产行业修复空间较大

我国聚酯瓶片 2023-2025 年同样进入了产能快速扩张的周期, 总产能从 2022 年的 1291 万吨/年增长至 2025 年的 2163 万吨/年, CAGR 高达 18.8%。这也使得聚酯瓶片产品像很多“内卷式产品”相同, 同样处于过度内卷、行业亏损的周期底部状态: 瓶片行业开工率从 22 年的 84.5% 下滑至 2025 年的 76.1%; 产品价格从 2022 年下半年以来便一直震荡下行, 产品利润也随之下降, 由盈转亏; 产品价格价差均处于历史极低分位, 属于内卷严重的产品之一。

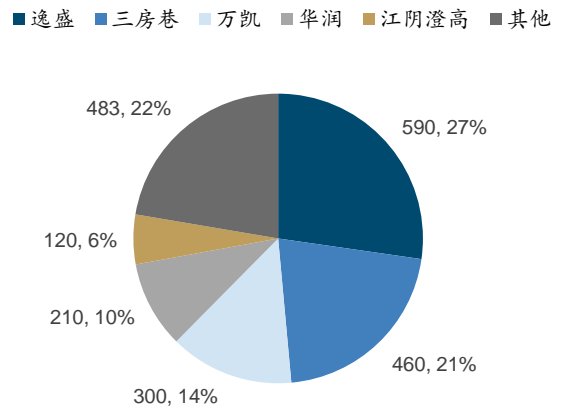


图表26: 聚酯瓶片产能及产量



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表27: 聚酯瓶片行业 CR5 达到 78%



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

国内聚酯瓶片行业集中度较高, 主要集中在逸盛、三房巷、万凯、华润等大型企业, CR5 达到 78%。由于瓶片产品从 23 年以来亏损就较为严重, 企业对于改善盈利的诉求同样较强, 行业龙头的几家企业已经陆续开始协同检修减产, 根据百川盈孚, 截至 2026 年 1 月底, 三房巷共停产和检修三条产线共 145 万吨/年; 逸盛共停产和检修三条产线共 150 万吨/年; 万凯共减产两套装置共 120 万吨/年等。从数据来看, 龙头减产协同已经初步取得成效, 2025 年底以来, 聚酯瓶片市场均价有所提升, 产品毛利润也有所修复。聚酯瓶片行业未来新增产能也较少, 预计仅在 2026 年有合计 100 万吨的新增产能, 在龙头减产挺价和反内卷的环境下, 瓶片的价格价差仍有望存在较大的修复空间。

图表28: 聚酯瓶片市场均价



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表29: 聚酯瓶片利润



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表30: 聚酯瓶片在建项目情况

企业名称	预计投产时间	产能(万吨/年)	所在省份
富海集团有限公司	2026-03	30	山东
逸普新材料有限公司	2026-03	30	新疆
浙江天圣化纤有限公司	2026-12	40	浙江
合计		100	

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所



### 三、贯穿产业链一体化的民营大炼化龙头，迈向高质量发展

#### 3.1 “从一滴油到世间万物”的民营大炼化龙头

公司成立于 1995 年，是中国民营石油化工龙头企业之一。经过多年在石化领域的深耕，公司已经实现了“原油-芳烃/烯烃-聚酯”上下游大炼化完整产业链，产品种类丰富、规格齐全，涵盖了新能源、新材料、有机化工、合成纤维树脂橡胶、油品等多个领域，做到了“从一滴油到世间万物”，覆盖了衣食住行用等生活中的方方面面。

图表31：公司产品覆盖生活中的各个方面



来源：公司年报，国金证券研究所

公司于环渤海经济圈、长三角经济圈和海南一带一路经济圈等地建有七大生产基地，打造形成了聚酯、工程塑料、新能源、高端聚烯烃、特种橡胶五大产业链，拥有全球最大的PX、PTA等化工品产能。公司具备年产能成品油 1366 万吨、1060 万吨PX、2150 万吨PTA、聚酯瓶片 530 万吨、涤纶长丝 160 万吨等。

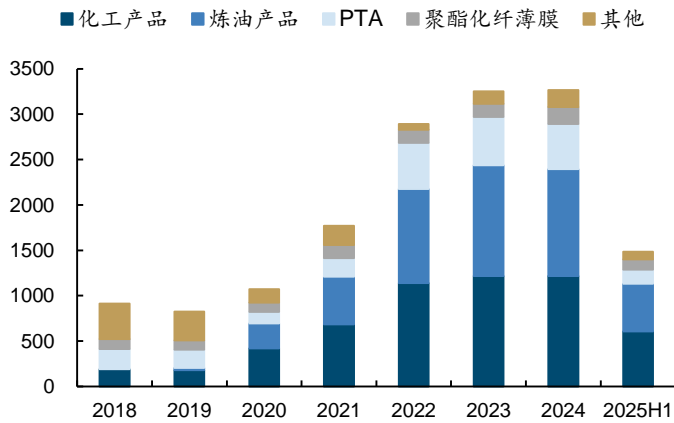
图表32：公司主要产品的产能情况

产品名称	设计产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	产品名称	设计产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
成品油	1366		聚丙烯 PP	180	
对二甲苯 PX	1060		丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物 ABS	160	
间二甲苯 MX	20		苯乙烯 SM	240	
苯 BZ	330		聚碳酸酯 PC	52	
乙二醇 MEG	240		苯酚 PH	80	
精对苯二甲酸 PTA	2150		丙酮 ACT	50	
间对苯二甲酸 PIA	30		甲基丙烯酸甲酯 MMA	18	20
聚酯薄膜 BOPET	43		PMMA		18
涤纶预取向丝 POY	46	25	丙烯腈 AN	52	66
涤纶全牵伸丝 FDY	54	25	丁二烯 BD	70	
涤纶加弹丝 DTY	42	25	醋酸乙烯 VAC	30	
瓶级切片 PET	530		硫磺 S	121	
全密度聚乙烯 FDPE	90		聚醚多元醇 PPG/POP	38	59
高密度聚乙烯 HDPE	65		稀土顺丁橡胶 LCBR	10	
高压聚乙烯 LDPE	80	40	溶聚丁苯橡胶 SSBR	6	
乙烯-醋酸乙烯共聚物 EVA	30	110			

来源：公司年报，国金证券研究所

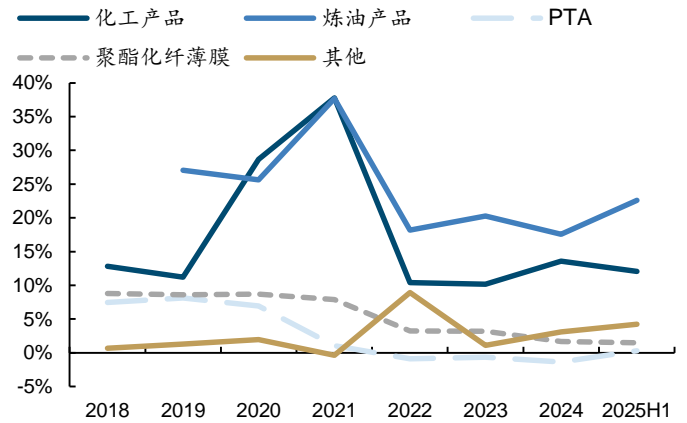


图表33：2018-2025H1 公司营收结构（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

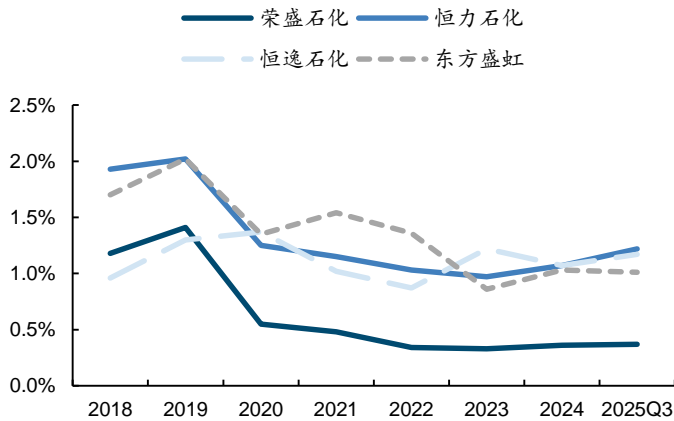
图表34：2018-2025H1 公司细分业务毛利率



来源：iFinD，国金证券研究所

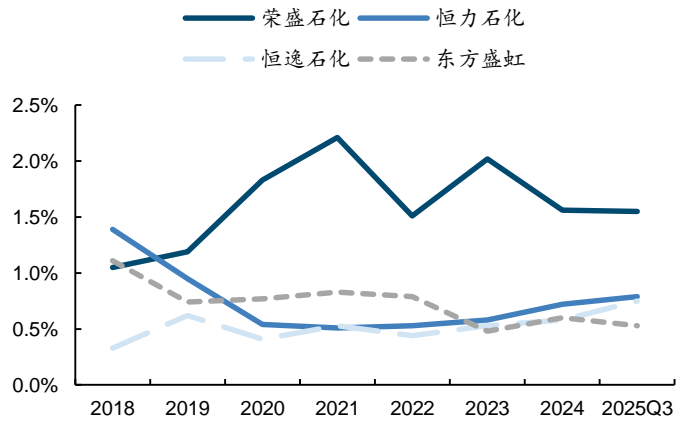
公司当前营收主要由炼油产品、化工产品及 PTA 产品贡献，2025 年 H1 三项业务的营收占比分别为 41%/35%/11%；得益于公司控股子公司浙石化的 4000 万吨/年炼化一体化项目，公司当前利润的主要来源于炼油产品和化工产品，2025 年 H1 炼油产品和化工产品的毛利率分别达到了 22.59%和 12.08%。而 PTA 及聚酯业务由于前几年的“内卷式竞争”，处于亏损或薄利状态，但是随着扩产周期结束和反内卷背景，2025H1 的业务毛利率有所好转，未来或将进一步改善。

图表35：民营大炼化企业销售管理费率



来源：iFinD，国金证券研究所

图表36：民营大炼化企业研发费用率



来源：iFinD，国金证券研究所

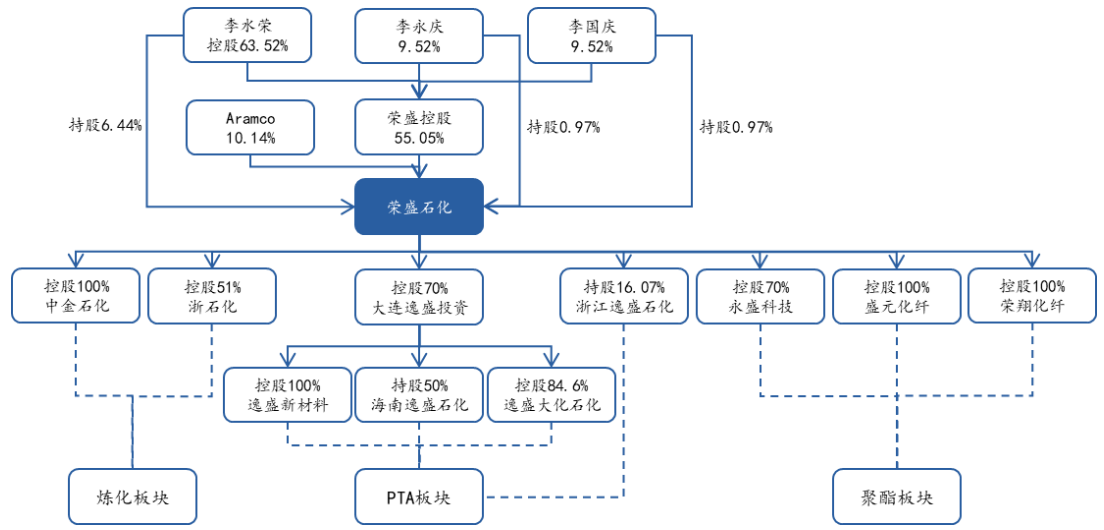
公司作为国内民营大炼化的龙头企业之一，其优秀的费用控制能力在可比公司中十分突出，公司的销售管理费率在大炼化企业中的优势十分明显；公司的研发费率在同行中也表现优异，充分体现了公司作为民营炼化龙头企业的综合实力。

### 3.2 控股股东与战投的运营协同，公司迈入高质量发展期

公司控股股东荣盛控股位列世界 500 强第 118 位，目前集团拥有荣盛石化、宁波联合（600051.SH）等上市公司业务涉及油气上游及交易、煤炭、物流、装备制造、房地产、创投等多个领域，集团内各项业务充分促进了产业链之间的协同。公司实控人为李水荣先生，直接和间接持有公司总计 40.53%的股权。



图表37: 公司股权结构及子公司业务板块



来源: iFinD, 国金证券研究所

2023年,公司引入战略投资者沙特阿美,目前沙特阿美通过其全资子公司持有公司10.14%的股权。公司与沙特阿美在产业上互为上下游,具有良好的合作基础,双方未来将开展全方位的协商与合作:①前沿的技术共享合作,共同开发满足未来市场需求的新技术、工艺和设备,共享研究与开发资源。②稳定的原油供应:沙特阿美向浙石化供应48万桶/日的高品质原油,以及为公司提供石脑油、二甲苯等生产原料。③无息的采购授信额度:为期20年的信用额度,有利于提升浙石化的资金利用效率,提升盈利能力。④灵活的原油仓储合作:公司向沙特阿美提供位于舟山市的原油储罐及相关设施,沙特阿美维持原油库存不低于150万吨的水平,有助于保障浙石化的原油供应。⑤广阔的销售渠道:依托沙特阿美的海外销售渠道,进一步开拓产品国际市场。

此外根据公司公告,公司还计划拟收购沙特阿美的全资子公司SASREF炼厂50%股权,并参与其扩建项目。公司以相互入股的方式与战略投资者进一步深化合作,在“强强联合”的背景下公司未来将加速迈入高质量发展期。

### 3.3 重点布局新能源、新材料,为公司发展注入新动能

当前我国炼油行业正在面临着重大改变,从炼油产品结构的变化来看,随着全球对于环保碳中和目标的推进、新能源的替代,传统的燃料型产品如汽油、柴油等在近年的消费需求呈现下滑趋势,炼油行业整体在从“燃料型”向着“化工型”转变,炼厂需要改进技术并逐步改变自身的产品结构,做到“减油增化”。



图表38: 公司主要在建新材料项目

项目名称	投资金额(亿元)	项目内容
高性能树脂项目	192	以浙石化一二期工程所产化工品为主要原料, 新建30万吨/年LDPE/EVA(管式)装置, 10万吨/年EVA(釜式)装置, 40万吨/年LDPE 装置/ 20万吨/年ODMC装置, 3×6万吨/年PMMA装置和120万吨/年ABS装置。
高端新材料项目	641	拟新建400万吨/年催化裂解装置, 35万吨/年α-烯烃装置, 2×20万吨/年POE装置, 8万吨/年聚丁烯-1装置, 100万吨/年醋酸装置, 2×30万吨/醋酸乙烯装置, 30万吨/年EVA/LDPE(管式)装置, 2×15万吨/年己二酸装置, 25万吨/年己二腈装置, 28万吨/年己二胺装置, 50万吨/年尼龙66盐装置, 60万吨/年顺酐装置, 50万吨/年1,4-丁二醇装置, 20万吨/年PBS装置, 12万吨/年聚四氢呋喃装置, 3万吨/年NMP装置, 27万吨/年硝酸装置, 66万吨/年丙烯腈装置, 20万吨/年SAR装置, 30万标立/时CO <sub>2</sub> 重整装置, 100万吨/年甲醇装置, 60万吨/年合成氨装置和24万吨/年双酚A装置等。
金塘新材料项目	675	拟新建300万吨/年催化裂解装置, 100万吨/年气分装置, 60万吨/年芳烃抽提联合装置, 30万吨/年PEO装置, 100万吨/年EVA联合装置, 20万吨/年POE装置, 40/25万吨/年苯酚/丙酮装置, 20万吨/年1,3-丙二醇装置, 40/88万吨/年PO/SM装置, 40万吨/年PTT装置, 60万吨/年顺酐装置, 50万吨/年BDO装置, 20万吨/年PBS装置, 40万吨/年PBT装置, 12万吨/年异丁烯装置, 15万吨/年CO <sub>2</sub> 回收装置, 16万吨/年乙基氧化装置, 20万吨/年DMC装置, 48万吨/年聚醚多元醇装置, 120万吨/年ABS装置, 2×24万吨/年双酚A装置, 2×26万吨/年聚碳酸酯装置, 10万吨/年CHDM装置, 10万吨/年PCT装置, 10万吨/年PCTG装置, 5万吨/年UHMWPE装置和30万吨/年α-烯烃装置等。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司依托浙石化一体化炼化项目, 持续向下游布局新能源、新材料等方向, 充分顺应行业的变化, 并且不断提高炼油产品附加值。公司通过“强链补链”策略, 锚定新能源材料、工程塑料、高性能树脂、高端新材料等战略赛道, 部署POE、尼龙66、ABS、聚碳酸酯、PMMA、UHMWPE、合成橡胶及特种聚酯等一批新材料产品及重要上游原料, 推动产业链向高附加值延伸, 为公司未来的发展注入了新动能。

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

炼油产品业务: 公司炼油产品业务主要是依托浙石化4000万吨/年炼化一体化项目, 设计成品油产能合计1366万吨/年, 未来暂无成品油新增产能。国内成品油价格主要与国际原油价格挂钩, 但是成品油价差则受到较多因素影响, 例如国内供需变化、海外成品油裂解价差、炼厂开工率等。随着国内炼能接近10亿吨红线, 海外炼厂加速退出, 石化化工行业反内卷及老旧装置腾退等背景下, 预计未来成品油的利润将会有所好转。

图表39: 公司炼油产品业务盈利预测

	2023	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
公司成品油产能(万吨/年)	1366	1366	683	1366	1366	1366
炼油产品营收(亿元)	1218.85	1178.56	524.06	999.52	1025.60	1098.86
布油均价(美元/桶)	82.64	80.76	71.73	68.22	70	75
成品油产品均价(元/吨)	8923	8628	7673	7317	7508	8044
成品油/布油	108	107	107	107	107	107
毛利率	20.26%	17.57%	22.59%	23.70%	24.15%	24.56%
主营炼厂毛利均值(元/吨)	608.5	518.1	679.9	708	720	735
毛利均值/毛利率	3003	2949	3010	2987	2982	2993

来源: iFind, 隆众资讯, 国金证券研究所 (注: 炼油产品产量按公司成品油设计产能预测; 公司毛利率数据预测按主营炼厂毛利与公司毛利率历史数据的比值线性外推得到)

化工产品业务: 公司化工产品业务主要基于浙石化炼化一体化项目下游产品及中金石化项目产品, 设计包括芳烃、烯烃等产品, 例如各类聚乙烯、EVA、PC、POE、ABS等种类众多的化工品。公司未来有高性能树脂、高端新材料、金塘新材料三个在建项目, 化工产品业务的营收及毛利率有望随着新材料项目的建成及占比提高而有所提升, 加之“减油增化”



及化工品需求的提升，我们预计公司化工产品业务 2025-2027 年营收 1294.50/1383.52/1475.46 亿元，预计毛利率分别为 12.50%/13.00%/13.30%。

PTA 业务：公司 PTA 业务主要在子公司逸盛大连石化、逸盛新材料、海南逸盛石化和浙江逸盛石化，公司 1040 万吨/年 PX 设计产能可实现 PTA 部分原材料自供。随着 PTA 行业反内卷自律及产能增速减缓，PTA 未来毛利率有望有所提升。我们预计 2025-2027 年 PTA 板块收入分别为 314.98/322.50/344.00 亿元，预计毛利率分别为 -0.50%/1.80%/2.36%。

聚酯化纤薄膜业务：公司聚酯化纤薄膜业务主要包括聚酯瓶片、涤纶长丝与薄膜等产品，主要是聚酯链产品，原材料 PTA 及 MEG 均可实现自供。随着瓶片及长丝行业扩产周期结束及反内卷自律带来的行业盈利修复，公司聚酯业务毛利率有望有所回升。我们预计公司 2025-2027 年 PTA 板块收入分别为 223.01/244.35/266.20 亿元，预计毛利率分别为 1.80%/2.20%/2.40%。

公司各项费用率多年来保持稳定，因此我们预测公司销售费用率/管理费用率/研发费用率保持 2025H1 的水平，分别为 0.06%/0.31%/1.59%。

图表40：公司细分业务营收拆分

板块		2023	2024	2025E	2026E	2027E
炼油产品	营收 (亿元)	1218.85	1178.56	999.52	1025.60	1098.86
	yoy		-3.3%	-15.2%	2.6%	7.1%
	毛利率	20.26%	17.57%	23.70%	24.15%	24.56%
化工产品	营收 (亿元)	1217.77	1217.68	1294.50	1383.52	1475.46
	yoy		-0.0%	6.3%	6.9%	6.6%
	毛利率	10.16%	13.60%	12.50%	13.00%	13.30%
PTA	营收 (亿元)	531.90	496.78	314.98	322.50	344.00
	yoy		-6.6%	-36.6%	2.4%	6.7%
	毛利率	-0.64%	-1.36%	-0.50%	1.80%	2.36%
聚酯化纤薄膜	营收 (亿元)	147.18	185.07	223.01	244.35	266.20
	yoy		25.7%	20.5%	9.6%	8.9%
	毛利率	3.21%	1.68%	1.80%	2.20%	2.40%
其他	营收 (亿元)	135.43	186.67	172.02	172.02	172.02
	毛利率	1.09%	3.10%	4.24%	4.24%	4.24%
合计	营收 (亿元)	3251.12	3264.75	3004.02	3148.00	3356.54
	yoy		0.42%	-7.99%	4.79%	6.62%
	毛利率	11.49%	11.48%	13.60%	14.17%	14.54%

来源：iFinD，国金证券研究所

## 4.2 投资建议与估值

我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 3004.02/3148.00/3356.54 亿元，同比-8.0%/+4.8%/+6.6%，归母净利润 16.66/31.42/44.57 亿元，同比+130.0%/+88.6%/+41.8%，对应 EPS 为 0.17/0.32/0.45 元。给予公司 2026 年 50 倍估值，目标股价 15.75 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。



图表41: 可比公司估值比较

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600346.SH	恒力石化	24.73	0.98	1.00	1.05	1.31	1.55	23.54	18.90	15.90
000703.SZ	恒逸石化	11.56	0.12	0.06	0.12	0.24	0.32	97.33	48.49	36.24
000301.SZ	东方盛虹	12.56	0.11	-0.35	0.09	0.21	0.32	137.09	61.12	38.77
	平均值		0.40	0.24	0.42	0.59	0.73	52.65	42.84	30.30
	中位数		0.12	0.06	0.12	0.24	0.32	97.33	48.49	36.24
002493.SZ	荣盛石化	13.99	0.11	0.07	0.17	0.32	0.45	83.77	44.60	31.50

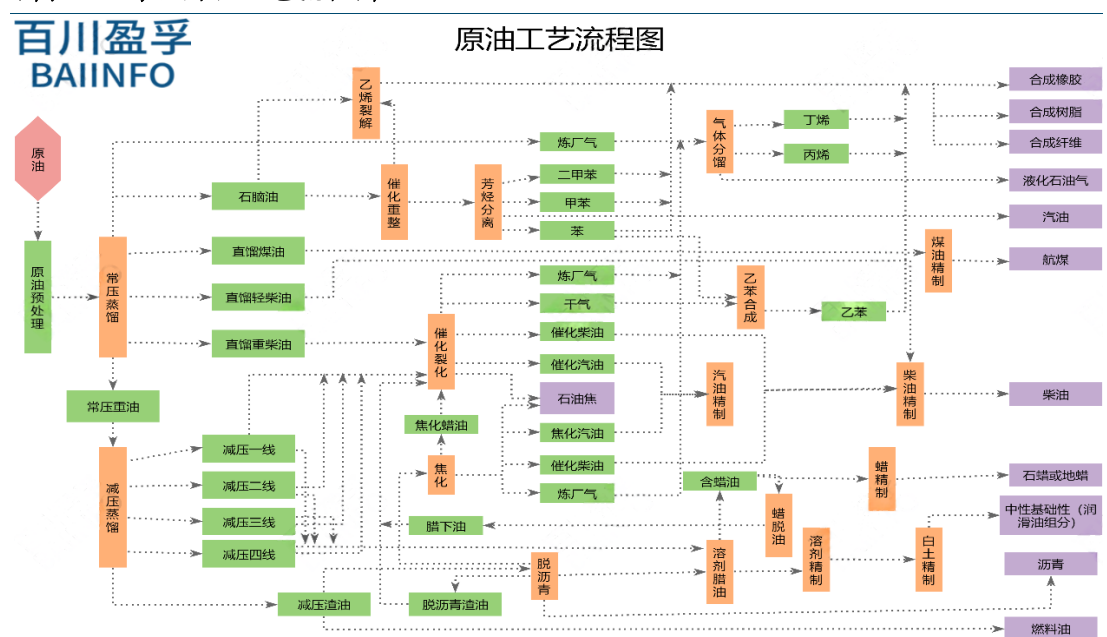
来源: iFinD, 国金证券研究所 (可比公司估值为 iFinD 一致预测均值, 数据截至 2026 年 2 月 3 日收盘)

### 五、风险提示

- 1、原油价格大幅波动及产品价格下行风险: 公司产品价格受原材料原油等影响较大, 原油价格剧烈波动会带来产品价格及盈利的剧烈波动; 产品价差受各个环节供需结构影响, 若需求端不及预期或供给端优化节奏不及预期, 则公司未来业绩将不达预期。
- 2、新材料项目建设进展不及预期风险: 公司在建的新材料项目, 投入较多资本开支较高, 若项目建设进展不及预期, 或是产品需求价格不及预期, 会给公司的业绩增量带来较大影响。
- 3、存货跌价风险: 公司存货主要以原油和炼化产品为主, 如果原油价格剧烈下跌或市场环境发生重大变化导致存货跌价等情况, 会对公司业绩带来较大影响。
- 4、宏观经济下行风险: 原油炼化产品需求与宏观经济息息相关, 如果未来全球宏观经济下行会带来产品需求及价格的波动风险。
- 5、环境保护及政策风险: 在“双碳”的背景下, ESG 方面的负面事件可能会对公司的业绩带来较大的影响, 尤其是炼化这种碳排放较高的行业。

### 附录

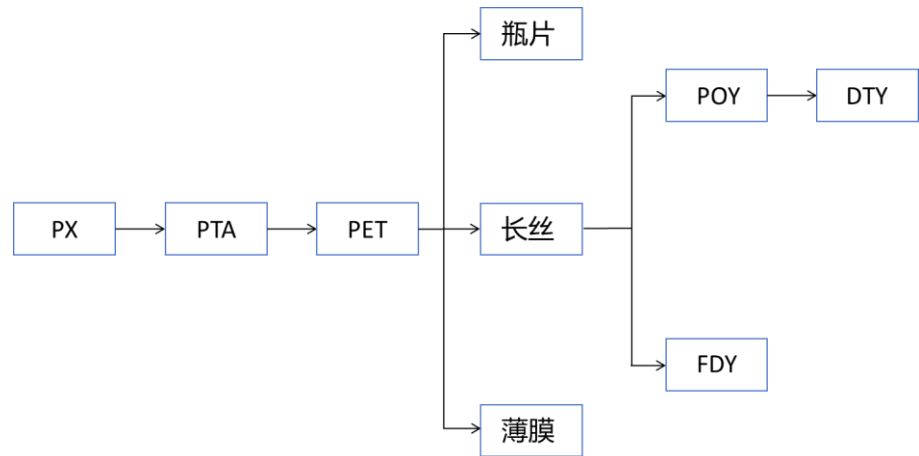
图表42: 原油炼化工艺流程图



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所



图表43: 聚酯产业链示意图



来源: 国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>289,095</b>	<b>325,112</b>	<b>326,475</b>	<b>300,402</b>	<b>314,800</b>	<b>335,654</b>
增长率		12.5%	0.4%	-8.0%	4.8%	6.6%
主营业务成本	-257,841	-287,759	-288,991	-259,559	-270,199	-286,863
%销售收入	89.2%	88.5%	88.5%	86.4%	85.8%	85.5%
毛利	31,254	37,353	37,485	40,843	44,602	48,792
%销售收入	10.8%	11.5%	11.5%	13.6%	14.2%	14.5%
营业税金及附加	-17,011	-22,948	-24,897	-25,775	-27,010	-28,799
%销售收入	5.9%	7.1%	7.6%	8.6%	8.6%	8.6%
销售费用	-175	-160	-193	-180	-189	-201
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-815	-909	-977	-931	-976	-1,041
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-4,367	-6,555	-5,101	-4,776	-5,005	-5,337
%销售收入	1.5%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	8,885	6,780	6,316	9,181	11,422	13,414
%销售收入	3.1%	2.1%	1.9%	3.1%	3.6%	4.0%
财务费用	-6,031	-8,202	-7,131	-5,201	-5,501	-5,352
%销售收入	2.1%	2.5%	2.2%	1.7%	1.7%	1.6%
资产减值损失	-297	-227	-353	0	0	0
公允价值变动收益	11	156	120	-600	100	200
投资收益	693	460	163	568	668	768
%税前利润	12.3%	29.6%	8.6%	14.4%	10.0%	8.5%
营业利润	5,628	1,560	2,004	3,948	6,689	9,030
营业利润率	1.9%	0.5%	0.6%	1.3%	2.1%	2.7%
营业外收支	-9	-8	-99	0	0	0
税前利润	<b>5,619</b>	<b>1,553</b>	<b>1,906</b>	<b>3,948</b>	<b>6,689</b>	<b>9,030</b>
利润率	1.9%	0.5%	0.6%	1.3%	2.1%	2.7%
所得税	751	51	220	-382	-647	-873
所得税率	-13.4%	-3.3%	-11.5%	9.7%	9.7%	9.7%
净利润	6,370	1,603	2,125	3,566	6,042	8,157
少数股东损益	3,030	445	1,401	1,900	2,900	3,700
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,340</b>	<b>1,158</b>	<b>724</b>	<b>1,666</b>	<b>3,142</b>	<b>4,457</b>
净利率	1.2%	0.4%	0.2%	0.6%	1.0%	1.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,370	1,603	2,125	3,566	6,042	8,157
少数股东损益	3,030	445	1,401	1,900	2,900	3,700
非现金支出	11,597	14,948	15,583	17,392	18,375	19,177
非经营收益	3,713	7,100	6,524	5,310	5,118	4,720
营运资金变动	-2,621	4,428	10,377	-3,219	2,682	2,727
<b>经营活动现金净流</b>	<b>19,058</b>	<b>28,079</b>	<b>34,609</b>	<b>23,050</b>	<b>32,216</b>	<b>34,781</b>
资本开支	-29,329	-32,609	-31,318	-22,123	-20,000	-15,000
投资	-44	21	-6	-700	0	100
其他	407	302	68	568	668	768
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-28,966</b>	<b>-32,287</b>	<b>-31,256</b>	<b>-22,255</b>	<b>-19,332</b>	<b>-14,132</b>
股权募资	2,499	0	1,728	6,985	0	0
债权募资	16,590	21,222	1,514	5,845	-4,477	-11,244
其他	-7,532	-20,019	-4,930	-6,470	-7,457	-7,916
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>11,557</b>	<b>1,203</b>	<b>-1,688</b>	<b>6,360</b>	<b>-11,934</b>	<b>-19,161</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,120</b>	<b>-3,972</b>	<b>1,457</b>	<b>7,155</b>	<b>951</b>	<b>1,488</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,239	13,070	14,833	21,938	22,853	24,316
应收款项	11,578	9,423	11,271	9,683	10,147	10,819
存货	60,690	61,734	44,567	46,792	48,710	51,714
其他流动资产	5,214	7,101	7,631	9,682	9,899	10,183
流动资产	95,720	91,327	78,303	88,095	91,609	97,031
%总资产	26.4%	24.4%	20.7%	22.5%	23.1%	24.4%
长期投资	8,744	9,194	9,527	9,527	9,527	9,527
固定资产	248,296	261,520	276,533	284,253	285,002	279,958
%总资产	68.5%	69.8%	73.2%	72.7%	71.9%	70.4%
无形资产	5,998	7,129	8,143	9,089	9,975	10,850
非流动资产	266,867	283,591	299,543	303,037	304,662	300,485
%总资产	73.6%	75.6%	79.3%	77.5%	76.9%	75.6%
<b>资产总计</b>	<b>362,587</b>	<b>374,918</b>	<b>377,846</b>	<b>391,131</b>	<b>396,271</b>	<b>397,517</b>
短期借款	46,831	75,098	82,413	88,157	83,681	72,436
应付款项	75,961	70,859	68,826	70,919	73,827	78,382
其他流动负债	7,268	7,106	10,317	7,893	10,165	12,197
流动负债	130,059	153,062	161,556	166,969	167,673	163,015
长期贷款	130,962	125,180	119,518	119,518	119,518	119,518
其他长期负债	4,400	2,008	1,948	121	86	61
负债	265,422	280,250	283,022	286,608	287,277	282,594
<b>普通股股东权益</b>	<b>47,260</b>	<b>44,336</b>	<b>43,859</b>	<b>51,658</b>	<b>53,229</b>	<b>55,458</b>
其中：股本	10,126	10,126	10,126	9,989	9,989	9,989
未分配利润	29,265	28,860	28,330	29,163	30,735	32,963
少数股东权益	49,905	50,333	50,965	52,865	55,765	59,465
<b>负债股东权益合计</b>	<b>362,587</b>	<b>374,918</b>	<b>377,846</b>	<b>391,131</b>	<b>396,271</b>	<b>397,517</b>

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.330	0.114	0.072	0.167	0.315	0.446
每股净资产	4.667	4.379	4.332	5.171	5.329	5.552
每股经营现金净流	1.882	2.773	3.418	2.307	3.225	3.482
每股股利	0.150	0.100	0.100	0.083	0.157	0.223
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.07%	2.61%	1.65%	3.23%	5.90%	8.04%
总资产收益率	0.92%	0.31%	0.19%	0.43%	0.79%	1.12%
投入资本收益率	3.61%	2.36%	2.36%	2.66%	3.30%	3.95%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	63.31%	12.46%	0.42%	-7.99%	4.79%	6.62%
EBIT 增长率	-73.36%	-23.69%	-6.85%	45.36%	24.41%	17.44%
净利润增长率	-73.95%	-65.33%	-37.44%	129.98%	88.60%	41.82%
总资产增长率	7.54%	3.40%	0.78%	3.52%	1.31%	0.31%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	7.9	6.7	6.5	6.2	6.2	6.2
存货周转天数	76.3	77.6	67.1	65.8	65.8	65.8
应付账款周转天数	89.9	75.4	68.7	80.4	80.4	80.4
固定资产周转天数	280.5	246.7	259.9	279.7	259.7	233.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	166.11%	197.42%	196.81%	177.15%	164.84%	145.20%
EBIT 利息保障倍数	1.5	0.8	0.9	1.8	2.1	2.5
资产负债率	73.20%	74.75%	74.90%	73.28%	72.50%	71.09%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	7	12	44
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.30	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究