



非金属建材行业研究

买入（维持评级）
行业研究
 证券研究报告

建筑建材组

 分析师：李阳（执业 S1130524120003）
 liyang10@gjzq.com.cn

 分析师：赵铭（执业 S1130524120004）
 zhaoming@gjzq.com.cn

瓶片新材料，供需两旺、补库启动、出海替代

瓶片价差从 600-800 元/吨拉大至 1000-1500 元/吨

瓶级 PET 是目前全球范围内应用最广泛的包装材料之一。通常生产 1 单位 PET 需 0.85 单位 PTA 和 0.34 单位 MEG，主营业务成本中直接材料 PTA 和 MEG 合计占比在 90% 以上，瓶片主要原材料 PTA 和 MEG 均为石油炼化产物，因此瓶片价格波动受石油波动影响较大。

霍尔木兹海峡局势持续紧张，瓶片现货价格从 2 月底的 6500 元/吨涨至最高点的 9300 元/吨，截至 3 月 30 日，瓶片成交价为 9050 元/吨，涨幅达 39%。除全球油价带来的成本推动行情外，我们观察到瓶片价差在逐步拉大，价差在 23H2 以来长期稳定在 600-800 元/吨，而本轮从 2 月底的 771 元增厚至 3 月 30 日的 1514 元/吨，且 3 月中旬以来已稳定维持在 1000-1500 元/吨以上，充分体现瓶片价格顺导的落地确定性。除全球油价带来的成本推动行情外，我们同样看好供给主动收缩+需求刚性引发的结构性供需错配。

行业集中度高，“反内卷”趋势下主动减产

瓶片行业产能快速扩张期进入尾声，供给端最大压制因素已逐步缓解：2023 年起瓶片行业迎来产能集中投放，2023-2024 年瓶片新增产能分别为 430/417 万吨，受行业产能短期内快速扩张影响，瓶片竞争加剧、价差水平在低位徘徊。观测 3 家瓶片上市公司，毛利率从 2022 年的 5.5-7.5% 降至 2024 年的亏损附近。

行业集中度高，经历长期亏损，头部企业减产。瓶片行业名义产能 CR4 达 78%，“反内卷”背景下，CR4 减产 20%，头部企业合计减产 336 万吨。根据卓创资讯预测，伴随集中减产计划的逐步推进，2026 年瓶片行业产能利用率预计在 73.9% 的较低水平。

需求刚性、补库已启动，看好瓶片出口高景气

瓶片下游应用主要包括饮料瓶、食品包、日化包装等，其中水瓶片产量最大、是现货定价的基准，瓶片下游需求呈现刚性特点。“不可抗力”频发，看好瓶片出口的高景气度。受中东冲突引发的原料、能源及供应链严重中断影响，全球瓶片龙头 Indorama 宣布其位于立陶宛克莱佩达（PET 年产能 26.3 万吨）和波兰弗沃茨瓦韦克（年产能 20.3 万吨）的 PET 装置遭遇不可抗力，海外“毁单”、欧洲订单大概率将大量转移至中国。2024 年我国瓶片出口占国内产量的比重达 37.6%，出口已成为缓解国内瓶片供应压力的重要途径。

当前瓶片厂库偏低，常态情况下 3 月是瓶片旺季来临的起点、下游饮料行业进入备货周期，3 月中旬前下游因对油价走势存在较大分歧、采购方面普遍选择谨慎观望的策略。3 月下旬起，在看到供应紧张和价格持续上涨后，下游及贸易商提货速度明显加快，需求端的启动与供应端紧张有望形成共振。

投资建议与估值

瓶片行业价差/利润水平拉大，需求端的启动与供应端紧张有望形成共振。建议关注国内瓶片龙头，26Q2 起有望充分受益瓶片价差拉大，同时部分国内瓶片龙头具备气头乙二醇自制产能，气头成本+气源供应相对稳定，原材料价格剧烈波动时期构成稳定安全垫，享受到因能源差异带来的剪刀差红利。

风险提示

原油价格大幅波动的风险；下游需求不及预期；供给端超预期开工的风险。



内容目录

1、瓶片行业：价差/利润水平拉大，需求端的启动与供应端紧张有望形成共振.....	3
1.1 瓶片价差从 600-800 元/吨拉大至 1000-1500 元/吨	3
1.2 行业集中度高，反内卷”趋势下主动减产	4
1.3 需求刚性、补库已启动，看好瓶片出口高景气	5
2、瓶片新材料标的梳理.....	7
2.1 万凯新材.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2018 年以来 PTA 价格与瓶片的相关系数高达 0.82，乙二醇价格与瓶片的相关系数达 0.61	3
图表 2： 2018 年以来瓶片价差	4
图表 3： 瓶片行业产能快速扩张期进入尾声	4
图表 4： 2023-2024 年瓶片上市公司毛利率有明显下降，龙头企业 25Q1-Q3 已触底回升	4
图表 5： 瓶片行业名义产能 CR4 达 78%.....	5
图表 6： 瓶片行业 CR4 联合减产 20%.....	5
图表 7： 瓶级 PET 下游应用领域示意图	6
图表 8： 2025 年 1-10 月聚酯瓶片累计出口量达 533 万吨、同比+14%.....	6
图表 9： 瓶片标的梳理	7
图表 10： 万凯新材营收及 yoy	7
图表 11： 万凯新材归母净利润及 yoy.....	7
图表 12： 截至 4 月 6 日，乙二醇现货价为 5285 元/吨，较 2 月底上涨 37%.....	7



1、瓶片行业：价差/利润水平拉大，需求端的启动与供应端紧张有望形成共振

1.1 瓶片价差从 600-800 元/吨拉大至 1000-1500 元/吨

瓶级 PET 以 PTA 和 MEG 为主要原料，配以 IPA、调色剂等辅料，在催化剂作用下，经液相连续聚合、固相连续聚合合成聚酯。相较玻璃/金属/纸/其他塑料包装材料等，瓶级 PET 具备安全、高透明、材质轻、便于携带运输、环保等优点，可在较长时间内保持食品、饮料的内在品质，同时是世界范围内回收率最高的塑料材料之一，以上优点使瓶级 PET 成为目前全球范围内应用最广泛的包装材料之一。

通常生产 1 单位 PET 需 0.85 单位 PTA 和 0.34 单位 MEG，主营业务成本中直接材料 PTA 和 MEG 合计占比在 90% 以上，PET 产品价格基本根据 2 种主要原材料耗用量及其成本加成确定。瓶片主要原材料 PTA 和 MEG 均为石油炼化产物，其价格波动均受石油价格波动影响较大，二者价格变动趋势较为接近，并直接传导给其产物瓶片。我们测算，2018 年以来 PTA 价格与瓶片的相关系数高达 0.82，乙二醇（MEG）价格与瓶片的相关系数达 0.61，PTA 价格关联度更高，预计主因系乙二醇全球油头占比达 67%、但仍有部分为气头，气头成本与天然气挂钩。

图表1：2018 年以来 PTA 价格与瓶片的相关系数高达 0.82，乙二醇价格与瓶片的相关系数达 0.61



来源：wind，国金证券研究所

霍尔木兹海峡局势持续紧张，瓶片现货价格从 2 月底的 6500 元/吨涨至最高点的 9300 元/吨，截至 3 月 30 日，瓶片成交价为 9050 元/吨，涨幅达 39%。除全球油价带来的成本推动行情外，我们观察到瓶片价差在逐步拉大。瓶片价差测算公式为瓶片价格-PTA 价格*0.85-乙二醇*0.34（价差减去加工费、即为瓶片企业毛利），价差在 23H2 以来长期稳定在 600-800 元/吨，而本轮从 2 月底的 771 元增厚至 3 月 30 日的 1514 元/吨，且 3 月中旬以来已稳定维持在 1000-1500 元/吨以上，充分体现瓶片价格顺导的落地确定性。除全球油价带来的成本推动行情外，我们同样看好供给主动收缩+需求刚性引发的结构性供需错配。



图表2: 2018年以来瓶片价差



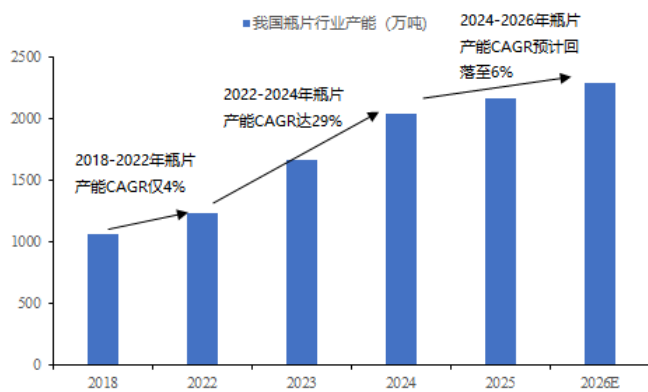
来源: wind, 国金证券研究所

1.2 行业集中度高, 反内卷”趋势下主动减产

瓶片行业产能快速扩张期进入尾声, 供给端最大压制因素已逐步缓解:

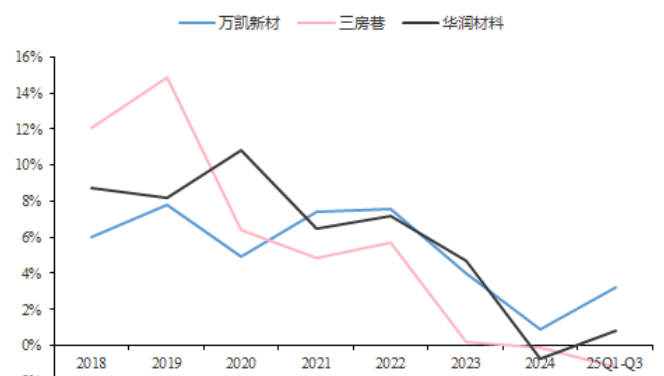
- 根据 CCF 数据, 2018-2022 年我国瓶片名义年产能由 1061 万吨增长至 1231 万吨, CAGR 仅 4%, 行业供给格局良性阶段, 瓶片整体维持高价差;
- 2023 年起瓶片行业迎来产能集中投放, 2023-2024 年瓶片新增产能分别为 430/417 万吨, 受行业产能短期内快速扩张影响, 瓶片竞争加剧、价差水平在低位徘徊。观测 3 家瓶片上市公司, 毛利率从 2022 年的 5.5-7.5% 降至亏损附近;
- 2025 年市场深度调整+“反内卷”趋势下, 瓶片行业逐渐向以销定产过渡, 主流企业主动控制开工率, 预计 2025-2026 年瓶片新增产能分别为 126/125 万吨, 瓶片扩产明显放缓。成本管控能力较优的万凯新材毛利率已实现触底回升, 25Q1-Q3 达 3.26%。

图表3: 瓶片行业产能快速扩张期进入尾声



来源: 万凯新材公司公告, 卓创资讯, 国金证券研究所

图表4: 2023-2024 年瓶片上市公司毛利率有明显下降, 龙头企业 25Q1-Q3 已触底回升



来源: wind, 国金证券研究所

行业高集中度, 经历长期亏损, 供给格局促使头部企业减产。瓶片行业名义产能 CR4 达 78%, 分别为逸盛 590 万吨、三房巷 460 万吨、华润材料 330 万吨、万凯新材 300 万吨。“反内卷”背景下, CR4 减产 20%, 头部企业合计减产 336 万吨。根据卓创资讯预测, 伴随集中减产计划的逐步推进, 2026 年瓶片行业产能利用率预计在 73.9% 的较低水平。


图表5: 瓶片行业名义产能 CR4 达 78%

	瓶片名义产能 (万吨)	地址	配套 PTA 产能 (万吨)	配套 MEG 产能 (万吨)
逸盛	590	辽宁、海南	2190	
三房巷	460	江苏、广东	220	
华润材料	330	江苏	240	
万凯新材	300	浙江、重庆		60
仪征化纤	90	江苏	300	591.5 (中石化)
福建百宏	70	福建	250	
汉江新材料	60	四川		
安徽吴源	60	安徽		39
上海远纺	55	上海		
广东泰宝	40	广东		
安阳化学	30	河南		
厦门腾龙	25	福建		
蓝山屯河	16	新疆		
江苏宝生	15	江苏		
新疆逸普	12	新疆		
合计	2153			

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表6: 瓶片行业 CR4 联合减产 20%

	瓶片名义产能 (万吨)	减产检修产能 (万吨)	减产比例	减产时间
逸盛	590	110	19%	2025 年 7 月
三房巷	460	100	22%	2025 年 5 月
华润材料	330	66	20%	2025 年 6 月
万凯新材	300	60	20%	2025 年 7 月

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

1.3 需求刚性、补库已启动, 看好瓶片出口高景气

瓶片下游应用主要包括饮料瓶(矿泉水、可乐、功能饮料)、食品包装(食用油、调味品)、日化包装(洗发水、洗衣液)等, 其中, 水瓶片产量最大、是现货定价的基准。瓶片下游需求呈现刚性特点, 同时历史上多次出现饮料巨头可口可乐因原材料涨幅而向终端消费者顺价的情况。



图表7：瓶级PET下游应用领域示意图

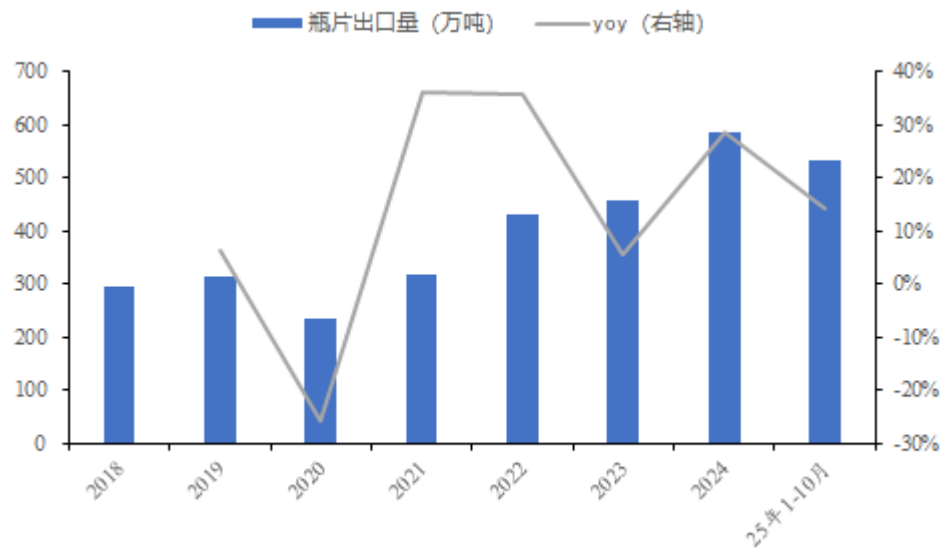


来源：万凯新材招股说明书，国金证券研究所

“不可抗力”频发，看好瓶片出口的高景气度。3月25日根据中化新网新闻，受中东冲突引发的原料、能源及供应链严重中断影响，全球瓶片龙头 Indorama 宣布其位于立陶宛克莱佩达（PET 年产能 26.3 万吨）和波兰弗沃茨瓦韦克（年产能 20.3 万吨）的 PET 装置遭遇不可抗力，将影响 3 月-4 月的后续供应。一方面，不可抗力即“毁单”，背后关键因素在于前期签订的低价订单与成本大幅上涨的矛盾，当前订单的高利润与前期订单的负利润形成鲜明的“落差”，不可抗力是海外瓶片企业的必然选择。另一方面，海外“毁单”，欧洲订单大概率将大量转移至中国。

根据海关总署数据，我国聚酯瓶片出口量从 2020 年的 234 万吨提升至 2024 年的 585 万吨、CAGR 达 26%，2025 年 1-10 月聚酯瓶片累计出口量达 533 万吨、同比+14%。百分比角度，2024 年我国瓶片产量 1556 万吨，瓶片出口占国内产量的比重达 37.6%，出口已成为缓解国内瓶片供应压力的重要途径。

图表8：2025年1-10月聚酯瓶片累计出口量达533万吨、同比+14%



来源：海关总署，万凯新材招股说明书，国金证券研究所

当前瓶片厂库偏低，常态情况下3月是瓶片旺季来临的起点、下游饮料行业进入备货周期，本轮霍尔木兹海峡局势持续紧张，3月中旬前下游因对油价走势存在较大分歧、采购方面普遍选择谨慎观望的策略。3月下旬起，在看到供应紧张和价格持续上涨后，下游及贸易商提货速度明显加快，终端甚至出现恐慌性提货，需求端的启动与供应端紧张有望形成共振。



2、瓶片新材料标的梳理

图表9：瓶片标的梳理

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301216.SZ	万凯新材	163	1.25	5.00	7.42	131	33	22

来源：Wind，国金证券研究所；注：万凯采用wind一致预期（180天）

2.1 万凯新材

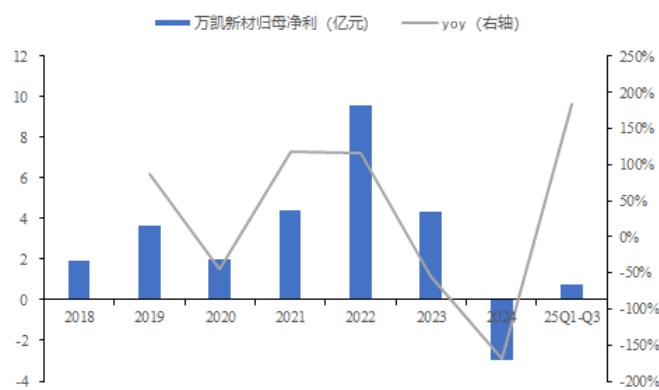
公司主营业务为瓶片，产能300万吨、2024年瓶片销售量274万吨。整体收入从2018年的117.3亿元增长至2024年的172.3亿元，CAGR为6.6%。2019-2021年公司收入整体平稳，2022年公司收入为193.9亿元、同比+102%，主因当年产能投放后带来产销增量，2022年瓶片销售量231万吨、同比+56%。2023-2024年瓶片行业短期产能快速扩张，竞争加剧、价差水平在低位徘徊，导致公司收入回落。25Q1-Q3公司实现收入124.4亿元、同比-5.4%。

业绩角度，整体与收入呈现同向波动趋势，2022年公司归母净利为9.57亿元、同比+117%。2024年公司归母净利为-3亿元，25Q1-Q3公司实现归母净利0.78亿元，成本管控能力较优、毛利率已实现触底回升。

图表10：万凯新材营收及yoy



图表11：万凯新材归母净利及yoy



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

公司气头成本+气源供应相对稳定，原材料价格剧烈波动时期构成稳定的安全垫，享受到因能源差异带来的剪刀差红利。上游原料端乙二醇项目在25Q3投产，有效增强公司在乙二醇原料端的保障能力。公司四川60万吨天然气制乙二醇项目位于四川达州普光经济开发区，依托当地丰富的天然气资源、采用天然气制乙二醇工艺，相比传统石油路线、具有显著成本优势，目前该项目已实现满产并稳定运行。乙二醇全球油头占比更高，价格波动受石油价格影响较大，截至4月6日，乙二醇现货价为5285元/吨，较2月底上涨37%。

图表12：截至4月6日，乙二醇现货价为5285元/吨，较2月底上涨37%



来源：wind，国金证券研究所

2023年12月，公司公告将通过全资子公司重庆万凯与XJP贸易公司共同出资4500万美元、在新加坡设立合资公司，



其中重庆万凯持有合资公司 65% 股权，并通过合资公司在尼日利亚投资建设 30 万吨/年瓶级 PET 生产基地。26Q2 起公司非洲产能将陆续投放市场，有效应对目前存在的反倾销影响，实现多国家多区域协同。

布局非洲，除产能外迁外，同样是基于盈利能力、市场准入以及全球化经营结构的综合考量。一方面，非洲当地人口和产能之间存在巨大的缺口。另一方面，当地产能主要市场面向西非、东非以及欧洲地区，产品定价体系和国内市场不同，整体销售单价和盈利质量更优。在可预见阶段内，非洲产能的单吨盈利水平具备较强竞争力，可有效破除贸易壁垒、拓展公司的全球销售边界。

风险提示

原油价格大幅波动的风险：生产 1 单位 PET 需 0.85 单位 PTA 和 0.34 单位 MEG，主营业务成本中直接材料 PTA 和 MEG 合计占比在 90% 以上，主要原材料 PTA 和 MEG 均为石油炼化产物，因此瓶片价格波动受石油价格影响较大。霍尔木兹海峡局势持续紧张，地缘风险推高油价预期，但后续如果地缘冲突缓和，可能导致原油价格下跌，进而导致瓶片价格下跌、瓶片价差趋势较难判断。

下游需求不及预期：瓶片下游应用主要包括饮料瓶（矿泉水、可乐、功能饮料）、食品包装（食用油、调味品）、日化包装（洗发水、洗衣液）等，其中水瓶片产量最大、是现货定价的基准。瓶片下游需求呈现刚性特点，但如果上游原材料持续出现通货膨胀，而下游饮料瓶等应用领域传导不畅，可能导致下游需求不及预期等情况出现。

供给端超预期开工的风险：行业高集中度，经历长期亏损，供给格局促使头部企业联合减产，“反内卷”背景下，CR4 主动减产 20%，根据卓创资讯预测，伴随集中减产计划的逐步推进，2026 年瓶片行业产能利用率预计在 73.9% 的较低水平。但本轮瓶片价差已明显修复，预计时点角度各企业均开始有明显盈利，如果盈利能力稳定在较高水平一段时间，可能会出现供给端超预期开工的情况，进而导致供需格局相对恶化。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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。

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：北京市东城区建国内大街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