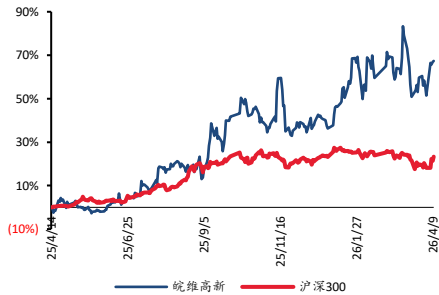


## PVA 周期底部韧性凸显，新材料业务放量在即

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	20.69/20.69
总市值/流通(亿元)	149.6/149.6
12个月内最高/最低价(元)	8.15/4.24

### 相关研究报告

<<PVA 主业优势稳固，新材料板块多点突破>>—2025-04-22

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523010001

**事件：**公司发布 2025 年年报，实现营业收入 80.12 亿元，同比微降 0.22%，归母净利润 4.34 亿元，同比增长 17.39%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.2 元。

**PVA 周期底部韧性凸显。**根据 2025 年年报，公司实现营业收入 80.12 亿元，同比微降 0.22%，归母净利润 4.34 亿元，同比增长 17.39%。其中，第四季度归母净利润 0.54 亿元，同比下降 68.12%。在收入基本持平的情况下，公司利润实现较快增长，主要得益于原材料成本下降，公司持续推进降本增效。尽管 2025 年 PVA 行业竞争激烈，但公司凭借全产业链和多工艺路线的成本优势，PVA 业务全年毛利率仍达 20.01%，同比提升 0.87 个百分点。同时，公司继续提升市场份额，2025 年 PVA 产量达 30.64 万吨(+22.18%)；销量达 26.67 万吨(+27.61%)；PVA 产品出口量达 5.22 万吨，创历史新高。另一方面，公司新材料板块毛利率同比提升 2.04 个百分点至 15.69%。

**新材料国产替代加速。**新材料是公司未来增长的核心引擎，PVA 光学膜和 PVB 汽车级胶片两大产品在 2025 年均取得关键进展。2025 年，公司光学膜业务表现亮眼，销量同比增长 42.16%至 639.54 万平方米，毛利率大幅提升 24.04 个百分点至 47.52%，成为重要的利润贡献点。新建的 2000 万平方米宽幅 PVA 光学膜生产线已进入试运行调试阶段。虽然 2025 年公司的 PVB 胶片整体销量下滑 30.45%，但汽车级产品的销量和收入分别实现了 166%和 92%的高速增长，转型成效显著。新建的 2 万吨/年汽车级 PVB 胶片项目已进入试运行阶段。

**投资建议：**预计公司 2026/2027/2028 年 EPS 分别为 0.31/0.37/0.42 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动、产品价格波动、项目进展不及预期、行业产能过剩风险、需求下滑、行业竞争加剧等。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,012	9,570	10,229	10,978
营业收入增长率(%)	-0.22%	19.44%	6.89%	7.32%
归母净利(百万元)	434	648	769	866
净利润增长率(%)	17.39%	49.40%	18.64%	12.57%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.31	0.37	0.42
市盈率(PE)	34.28	22.94	19.34	17.18

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	319	543	2,395	3,532	5,398
应收和预付款项	1,566	1,357	1,617	1,726	1,852
存货	1,015	938	1,096	1,156	1,236
其他流动资产	2,234	2,103	2,219	2,323	2,415
流动资产合计	5,133	4,941	7,328	8,738	10,900
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	19	19	19	19	19
固定资产	5,822	5,787	5,840	5,557	4,993
在建工程	598	1,158	629	354	212
无形资产开发支出	407	423	395	372	351
长期待摊费用	1	0	0	0	0
其他非流动资产	8,558	8,312	10,933	12,582	14,942
资产总计	15,405	15,698	17,816	18,884	20,518
短期借款	3,756	4,909	5,859	6,772	7,777
应付和预收款项	1,716	1,164	1,361	1,436	1,535
长期借款	100	0	0	0	0
其他负债	1,425	1,107	1,163	1,186	1,220
负债合计	6,998	7,180	8,383	9,394	10,533
股本	2,105	2,069	2,069	2,069	2,069
资本公积	1,871	1,755	1,755	1,755	1,755
留存收益	3,743	3,887	4,803	4,859	5,353
归母公司股东权益	8,387	8,386	9,301	9,357	9,851
少数股东权益	21	132	132	133	134
股东权益合计	8,408	8,518	9,434	9,490	9,985
负债和股东权益	15,405	15,698	17,816	18,884	20,518

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	372	335	1,484	1,820	2,011
投资性现金流	-598	-551	-580	-567	-414
融资性现金流	327	536	371	231	228
现金增加额	124	325	1,281	1,484	1,825

**利润表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,030	8,012	9,570	10,229	10,978
营业成本	6,985	6,997	8,182	8,629	9,227
营业税金及附加	65	56	67	71	77
销售费用	37	47	56	60	64
管理费用	289	282	289	309	332
财务费用	-53	-94	-36	-8	-21
资产减值损失	3	-3	1	2	2
投资收益	29	30	36	38	41
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	419	499	737	875	985
其他非经营损益	4	-8	-3	-4	-5
利润总额	422	491	734	871	980
所得税	66	57	85	101	113
净利润	356	434	649	770	867
少数股东损益	-14	0	1	1	1
归母股东净利润	370	434	648	769	866

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	13.01%	12.67%	14.50%	15.65%	15.95%
销售净利率	4.60%	5.42%	6.78%	7.52%	7.89%
销售收入增长率	-2.82%	-0.22%	19.44%	6.89%	7.32%
EBIT 增长率	9.31%	2.36%	106.42%	23.61%	11.13%
净利润增长率	8.20%	17.39%	49.40%	18.64%	12.57%
ROE	4.41%	5.18%	6.97%	8.22%	8.79%
ROA	2.41%	2.79%	3.87%	4.20%	4.40%
ROIC	2.20%	2.21%	4.01%	4.66%	4.74%
EPS (X)	0.18	0.21	0.31	0.37	0.42
PE (X)	40.24	34.28	22.94	19.34	17.18
PB (X)	1.77	1.77	1.60	1.59	1.51
PS (X)	1.85	1.86	1.55	1.45	1.36
EV/EBITDA (X)	14.70	18.84	11.37	9.83	8.73

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。