

# 北化股份 (002246.SZ)

## 供需错配下硝化棉涨价，景气成长可期

### 公司评级

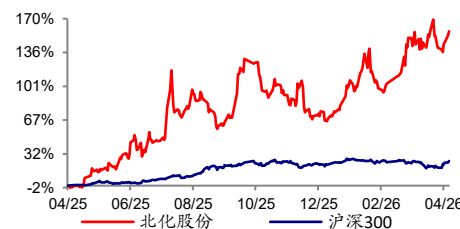
**增持**

当前价格	25.45 元
合理价值	31.69 元
报告日期	2026-04-15

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	549.03/549.03
总市值/流通市值 (百万元)	13972.94/13972.94
一年内最高/最低 (元)	26.64/9.71
30 日日均成交量/成交额 (百万)	29.76/733.78
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	30.57/20.73

### 相对市场表现



#### 分析师:

孟祥杰



SAC 执证号: S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

#### 分析师:

吴坤其



SAC 执证号: S0260522120001

SFC CE No. BRT139



010-59133689



wukunqi@gf.com.cn

#### 分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004

SFC CE No. BPW070



0755-23942150



wuxr@gf.com.cn

### 核心观点:

- 简介:** 公司是全球硝化棉主要供应商之一。硝化棉是精细化工领域纤维素衍生品中高工业应用价值的酯类产品，下游广泛应用于涂料、油墨、推进器等领域。公司为全球硝化棉主要供应商之一，自 2004 年以来持续保持产销规模全球领先的行业地位，是荷兰阿克苏·诺贝尔、美国宣伟、太阳化学、德国拜耳、日本迪爱生等海外企业的供应商。
- 核心投资逻辑:** (1) 硝化棉供需缺口扩大，公司民用产品价格上行。需求端，全球防务切入补库模式，原材料硝化棉等需求持续增加。供给端，受环保政策、安全生产标准升级及企业关停影响，全球硝化棉产能呈持续收缩态势。参考海关数据，民用硝化棉价格呈上升态势，2025 年全年中国硝化棉出口均价为 5379 美元/吨，同比+46%。(2) 防务需求增加挤占民用产能，供给被动收缩下释放涨价弹性。欧洲多企业将民用硝化棉转为防务生产，如 CSG 收购 IFF 位于德国的工业硝化棉业务(2024.10)、莱茵金属收购 Hagedorn-NC 并进行防务级生产线改造(2025.4)，工业配额减少推高工业硝化棉价格，Sun Chemical(2025.8 EMEA 地区涨价、2026.1 拉美地区涨价)、Flint Group(2025.8 全球涨价)等下游厂商陆续发布含硝化棉产品涨价函。(3) 公司是全球主要供应商之一，1 万吨新增产能在建，有望充分受益硝化棉景气涨价。公司现有年产能 3 万吨，占全球产能 15%，产销规模全球领先。同时，公司四川南充 1 万吨/年硝化棉生产线正在建设中，量价齐升下公司硝化棉业务景气成长可期。
- 盈利预测与投资建议:** 基于硝化棉行业供需缺口带来产品价格弹性、公司年产能释放可期，我们预计 26-28 年 EPS 分别为 0.79/0.99/1.19 元/股。参考可比公司估值水平，给予公司 26 年 40 倍 PE 估值，对应合理价值 31.69 元/股，给予“增持”评级。
- 风险提示:** 全球特种补库、出口业务、行业政策、产能释放风险等。

### 盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,947	2,750	3,254	3,690	4,177
增长率 (%)	-9.8%	41.3%	18.3%	13.4%	13.2%
EBITDA	69	413	620	756	883
归母净利润	-28	263	435	544	654
增长率 (%)	-151.0%	1,029.2%	65.4%	25.1%	20.2%
EPS (元/股)	-0.05	0.48	0.79	0.99	1.19
市盈率 (P/E)	-	37.6	32.1	25.7	21.4
ROE (%)	-1.0%	8.6%	12.9%	14.5%	15.6%
EV/EBITDA	60.8	19.5	19.1	15.3	12.3

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、硝化棉：军民两用纤维素产品，产能壁垒下供给持续紧张 .....	4
二、全球防务补库，欧洲迫切重塑硝化棉本土供应链 .....	6
三、民用硝化棉同步涨价，多已反应至下游油墨等产品 .....	12
四、北化股份：需求旺盛叠加业绩底部，业绩有望趋势上行 .....	13
五、盈利预测与估值 .....	17
六、风险提示 .....	20

## 图表索引

图 1: 硝化棉产品图片 .....	4
图 2: 硝化棉加工流程 .....	4
图 3: 硝化棉产业链梳理 .....	5
图 4: 2025 年民用硝化棉下游应用拆分 .....	5
图 5: 1988-2024 年全球军费投入趋势 .....	6
图 6: 2016-2026 年美国导弹防御项目预算及增速 .....	7
图 7: 2016-2026 年美国导弹和弹药预算及增速 .....	7
图 8: 2018-2025 年 ATI 国防板块收入情况 .....	8
图 9: 2018-2025 年莱茵金属武器与弹药板块收入情况 .....	8
图 10: 2018-2025 年莱茵金属武器与弹药板块新增订单情况 .....	9
图 11: 2018-2025 年莱茵金属武器与弹药板块积压订单情况 .....	9
图 12: 2018-2025 年洛马导弹与火控板块收入情况 .....	9
图 13: 2018-25 年洛马导弹与火控板块积压订单情况 .....	9
图 14: 2018-2025 年诺斯罗普·格鲁曼防御系统收入情况 .....	9
图 15: 2018-2025 年诺斯罗普·格鲁曼防御系统积压订单情况 .....	9
图 16: 北约欧洲成员国的国防开支（左轴）及军事装备支出（右轴）占 GDP 的百分比 .....	10
图 17: 1992-2024 年德国、法国、英国和波兰的榴弹炮库存（单位：个） .....	10
图 18: 欧洲硝化棉供需缺口（单位：吨） .....	11
图 19: 2018 年-至今中国初级形状硝酸纤维素出口价格 .....	12
图 20: 2018-2025 公司营业收入及增速 .....	13
图 21: 2018-2025 公司归母净利润及增速 .....	13
图 22: 2018-2025 公司费用率情况 .....	14
图 23: 2018-2025 公司毛利率及净利率情况 .....	14
图 24: 2024 年前 50 家油墨企业销售额占比情况 .....	15
图 25: 北化股份与盛威科集团达成 2026 年战略合作意向 .....	15
图 26: 2018-2025 公司主要业务拆分的收入情况（单位：百万元） .....	15
图 27: 2018-2025 公司主要业务的毛利率情况 .....	15
图 28: 2020-2025 年公司硝化棉销量及价格 .....	16
表 1: 2024 年全球硝化棉产能情况 .....	5
表 2: 近期各国增加军费投入的情况统计 .....	6
表 3: 国防及推进系统海外制造商 .....	8
表 4: 欧洲军工企业硝化棉产线扩产及复产事件梳理 .....	11
表 5: 硝化棉下游油墨、涂料等相关公司涨价梳理 .....	13
表 6: 公司分业务拆分（单位：百万元） .....	18
表 7: 可比公司估值分析 .....	19

## 一、硝化棉：军民两用纤维素产品，产能壁垒下供给持续紧张

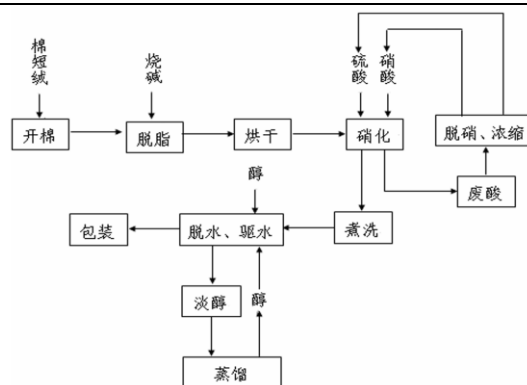
硝化棉通过纤维素酯化制成，具备优异成膜性及特殊能量属性。硝化棉（Nitrocellulose），又名硝化纤维素或纤维素硝酸酯，是精细化工领域纤维素衍生品中极具工业应用价值的酯类产品。从化学本质来看，它以天然植物纤维素（主要为棉短绒或木浆粕）为基础原料，与硝酸发生酯化反应制得的高分子聚合物。在理化特性上，硝化棉外观呈白色纤维状，难溶于水但可溶于丙酮及乙醚乙醇混合溶液，部分品种的硝化棉在溶于有机溶剂（如丙酮、乙醚乙醇混合溶液）后，能够展现出良好的成膜性能；同时，该物质属于易燃固体，燃烧时无烟且瞬间释放大量气体。

图 1：硝化棉产品图片



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 2：硝化棉加工流程



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

硝化棉通常以含氮量区分军民用途，广泛应用于涂料、油墨、推进器等领域。由于具有出色的成膜性能及特殊的能量属性，硝化棉兼具军民两用特征。在实际生产中，通过调整工艺参数控制产品的含氮量，可将硝化棉分为三大品类：

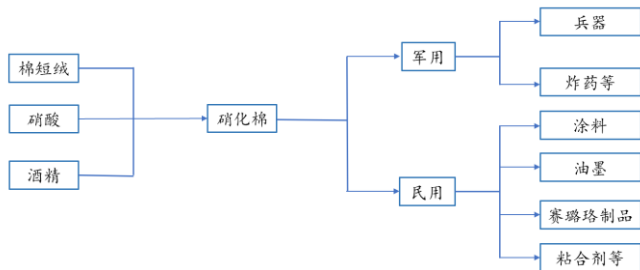
**(1) H型硝化棉（含氮量11.5%-12.2%）**：主要作为成膜剂广泛应用于涂料和油墨工业，90%的民用硝化棉产品用于涂料和油墨市场。其下游需求涵盖了木器涂料、食品与药品软包装用的中高档油墨，以及皮革油、指甲油、粘合剂等精细化工产品。

**(2) L型硝化棉（含氮量10.7%-11.4%）**：主要应用于传统的赛璐珞制品加工，是制造国际比赛用乒乓球、钢琴琴键、眼镜架等特种塑料制品不可替代的原料，部分也用于油墨制造。

**(3) 含能硝化棉（含氮量大于12.6%）**：属于特种军民两用材料，主要利用其瞬间释放大量气体的能量特性，用于制造军品发射药及推进剂，以及民用的体育射击发射药和建筑射钉弹药等。

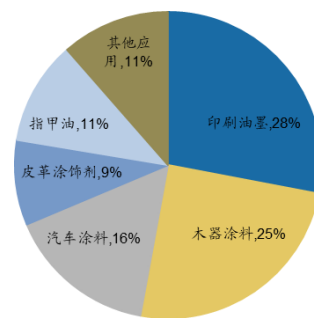
根据Grand View Research数据，油墨及涂料为硝化棉民品主要应用领域，2025年印刷油墨/木器涂料/汽车涂料/皮革涂饰剂/指甲油分别占全球民用硝化棉应用的28%/25%/16%/9%/11%。

图 3: 硝化棉产业链梳理



数据来源: 智研咨询, 广发证券发展研究中心

图 4: 2025年民用硝化棉下游应用拆分



数据来源: Grand View Research, 广发证券发展研究中心

**事故频发叠加扩产高壁垒, 硝化棉产能持续收缩。**硝化棉属易燃易爆品, 各国对其生产、储运实行极其严苛的安全与环保监管; 出于防爆防火的安全距离考量, 新建工厂需庞大的占地面积(通常50至300公顷)和高规格的安防与环保投入, 较高的初始成本构成了产能高门槛, 硝化棉新增产能较少。其次硝化棉生产事故频发, 2024年5月湖北雪飞发生爆炸事故, 2万吨产能关停; 2025年5月衡水健民发生爆炸事故, 0.6万吨产能关停。根据中国报告大厅, 受环保政策、安全生产标准升级及企业关停影响, 硝化棉产能呈持续收缩态势, 全球硝化棉总产能从2023年的26.1万吨降至2024年的19.8万吨, 其中中国产能占比40%, 北化股份为全球硝化棉主要供应商之一, 产能3万吨, 占比15%, 同时四川南充1万吨硝化棉产线正在建设中。

表 1: 2024年全球硝化棉产能情况

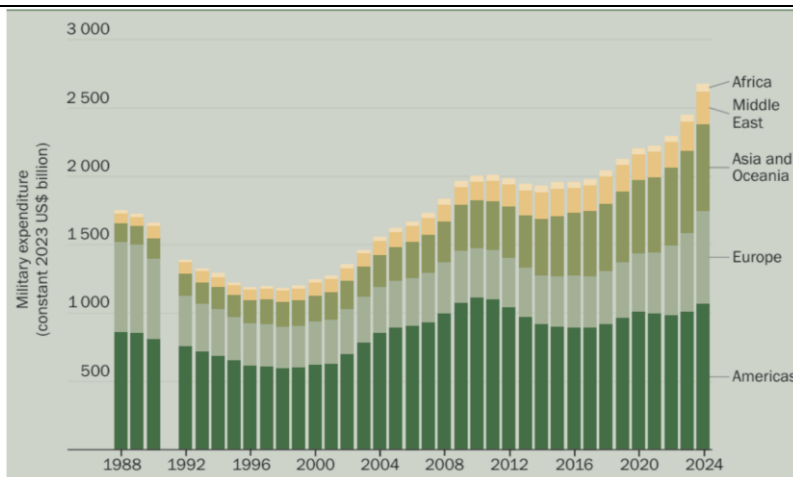
公司	产能/wt	备注
北化股份	3	四川南充1wt硝化棉产线建设中
湖北雪飞	2	2024.5事故, 已停产
衡水健民	0.6	2025.5事故, 已停产
衡水和硕	1.2	
<b>国内产能</b>		
河南越创	1	
南通泰利达	0.6	
新乡台硝	1.5	
共计	9.9	
减去停产共计(计算24年, 故仅扣除雪飞2wt)	7.9	
<b>海外产能</b>		
泰国NCG、巴西Nitro、法国莱茵金属、德国Eurenco、美国RFAAP等	11.9	
<b>全球产能</b>	19.8	

资料来源: 中国报告大厅, 应急管理局, 衡水和硕硝化纤维素项目可行性报告, 各公司官网, 广发证券发展研究中心

## 二、全球防务补库，欧洲迫切重塑硝化棉本土供应链

2024年全球军费开支增速为冷战结束以来最大的年度增长，25年以来各国陆续宣布提升国防投入。根据2025年4月28日SIPRI发布的2024年全球军费开支趋势报告，2024年全球军费开支达到27180亿美元，较2023年实际增长9.4%，为冷战结束以来最大的年度增长。全球各地区军费均出现增长，尤以欧洲和中东地区增幅最快。2024年全球超过100个国家增加了军费支出。2025年以来，各国陆续宣布进一步投入国防建设，国防投入持续增加的趋势可能进一步延续。据新华社，年初以来，欧洲推出一系列计划：欧盟委员会主席冯德莱恩提出8000亿欧元（1欧元约合1.14美元）“重新武装欧洲”计划；欧盟委员会《2030年准备就绪》白皮书计划通过增加对国防工业投资、鼓励联合采购、提高军工产能等措施，使欧洲在2030年拥有强大的国防能力。据英国《伦敦标准晚报》6月10日报道，北约秘书长吕特9日在伦敦发表演讲时提到，北约成员国将核心军费开支提高到国内生产总值（GDP）的3.5%，另外1.5%由“国防相关开支”组成，使军费开支总额达到GDP的5%。

图 5: 1988-2024年全球军费投入趋势



数据来源：SIPRI，广发证券发展研究中心

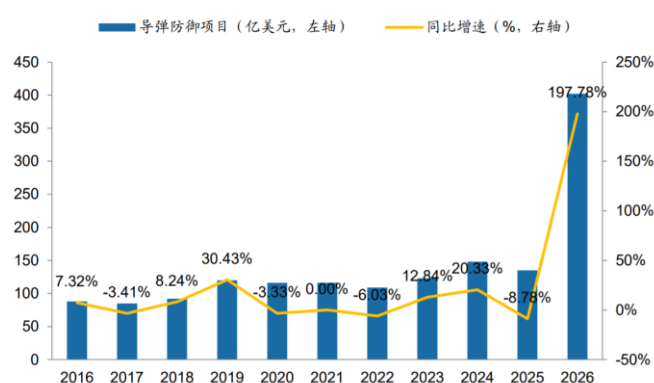
表 2: 近期各国增加军费投入的情况统计

国家	军费投入
美国	2025年4月8日，美国国防部长赫格塞思7日说，美国国防预算将首次达到1万亿美元。 2024年12月，时任美国总统拜登签署2025财年国防授权法案，当时公布的新财年国防预算为约8950亿美元。
英国	2025年6月2日，英国政府发布《战略防御评估》，宣布英国将全面转向“战备”状态，重申到2027年将国防支出占GDP比重提高至2.5%。
德国	新政府5月上台后即宣布将建立一支欧洲最强的常规部队，并提出将国防开支提高至GDP的3.5%。
法国	2025年3月，法国总统马克龙宣称目前法国年度军费开支占其GDP的2.1%。 此前规划2024年至2030年的总国防支出计划高达4130亿欧元。
西班牙	2025年5月，西班牙首相桑切斯近日向外界公布新版防务计划，西班牙将在现有防务开支基础上增加投入104.71亿欧元（约合118.7亿美元），提前4年达到北约设定的军费开支占GDP2%的标准（该目标原计划实现年限为2029年）。
印度	2025年2月，印度将国防开支增加了9.5%。
巴基斯坦	2025年6月10日，在与印度发生冲突后，巴基斯坦宣布将国防开支提高20%。
以色列	2025年3月25日以色列议会批准了该国2025年度国家预算，2025年国防预算达1100亿谢克尔（约300亿美元），创以色列历史新高。预算重点包括扩大对后备役士兵的支持，为战争受影响地区提供重建资金等。

资料来源：中国国防报，新华社，参考消息，光明网，CFIS 国际网，广发证券发展研究中心

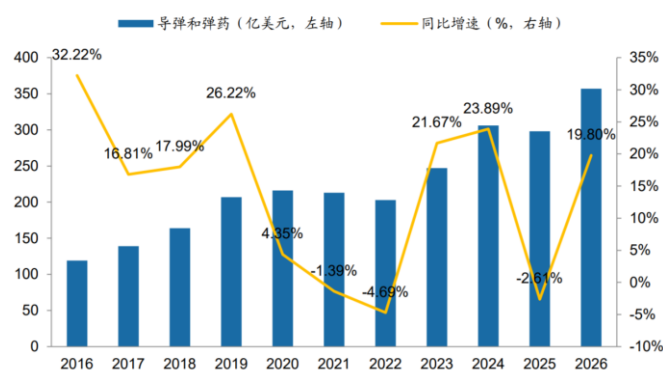
按产品类别看，导弹防御项目战略重要性提升，常规导弹和弹药需求持续旺盛。（1）导弹防御系统包括陆基和海基拦截导弹；陆基、海基和空间导弹预警；指挥、控制、战斗管理和通信；以及旨在应对新兴威胁的先进技术开发。特朗普总统于2025年1月27日签署第14186号行政命令，提出开发和部署美国“铁穹”计划（Golden Dome for America, GDA），这是一种下一代导弹防御盾，用于保护公民和关键基础设施免受导弹、高超音速武器、先进巡航导弹及其他下一代空中攻击的威胁。（2）导弹和弹药包括炸弹、手榴弹、火箭弹、地雷、炮弹及其他装置。许多弹药为精确制导，能够增强攻击更多目标的能力。一些项目包括改善其他弹药性能的非爆炸性器件。2026财年总统预算确定了GDA项目的相关举措，同时推进可靠的、能力日益增强的先进导弹防御系统的开发、测试和部署。2026财年，国防部重点关注关键的高性能、远程投射和精确打击武器，以提供穿透力更强的弹药。

图 6：2016-2026年美国导弹防御项目预算及增速



数据来源：《FY 2016-2026 Budget Request Overview Book》，广发证券发展研究中心

图 7：2016-2026年美国导弹和弹药预算及增速



数据来源：《FY 2016-2026 Budget Request Overview Book》，广发证券发展研究中心

全球防务切入补库模式，带动导弹及弹药行业进入持续需求周期。战略库存补充带来数倍支出增长，根据ATI业绩交流会，为了补充美国消耗的武器库存，PAC-3（爱国者-3）和 THAAD（萨德）等导弹项目的支出预计将增长3到4倍；根据莱茵金属业绩25年11月投资者日交流，目前的弹药库存实际上为零，所有生产出来的弹药都被直接发往了乌克兰等合作伙伴，重新建立库存已是当务之急，如果仅考虑非美国生产的火炮系统，北约要建立起满足30天作战标准的库存，需要补充约1000万至1200万发弹药。

国防及推进系统需求旺盛持续体现至制造商报表端。

（1）ATI：受益于国防系统（包括海军、空军、导弹和地面系统）政府支出的不断增加，国防领域需求保持强劲且多样化。2025年全年，ATI的国防收入同比增长14%，其中导弹业务收入同比激增127%。公司预计2026年国防收入的增长率将加速至中双位数（mid-teens）。

（2）莱茵金属：2025年全年公司武器与弹药板块同比+27%，新增订单同比+8%，积压订单同比+27%达到131亿美元历史新高（新增与积压订单增速差值或可一定程度反应供不应求）。根据公司指引，预计2026年弹药部门的收入将从35亿欧元大幅增长至50亿欧元；公司的长期目标是，到2030年，武器与弹药部门的销售额达到140亿至160亿欧元，并得益于自动化和规模经济，该部门的利润率将长期保持在30%左

右 (29%-31%)。2026年,公司预计将获得一份包含60万至70万发火炮弹药的数十亿欧元级别固定合同,同时还将签署一份涵盖600万发中口径弹药(可用于步兵战车和Skyranger防空系统)的订单。

**(3) 洛克希德·马丁:** 2025年全年公司导弹与火控板块收入同比+14%,其中Q4同比+18%,积压订单已达467亿美元历史新高,同比+20%。公司与美国政府达成了引入商业惯例的突破性框架协议,锁定了多年期的采购合同(有望在今年上半年签署PAC-3和THAAD的协议)。预计MFC部门在直到2020年代末都将保持双位数增长,部分年份增速甚至可能高达中十位数 (mid-teens)。

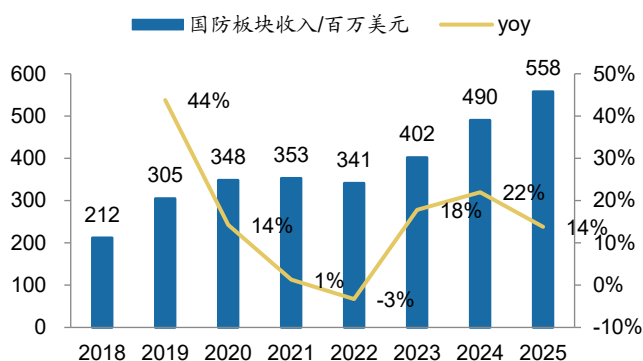
**(4) 诺斯罗普·格鲁曼:** 2025年全年公司防御系统收入同比+8%,全球防务领域正处于“前所未有且持续”的需求周期。国际市场需求极为强劲,特别是盟国为了补充弹药库存,对弹药、导弹防御系统(如IBCS,综合防空与导弹防御系统战斗指挥系统)的需求旺盛,公司防御系统积压订单维持278亿美元高位,总积累订单达950亿美元,历史新高。

表 3: 国防及推进系统海外制造商

公司	相关业务板块	25年营收增速	25年订单增速	26年营收指引	远期指引	备注
ATI	国防板块	+14%, 其中导弹业务收入+127%	/	中双位数 (mid-teens)	/	/
莱茵金属	武器与弹药板块	+27%	新增订单+8%, 积压订单+27%	收入将从35亿欧元大幅增长至50亿欧元 (+43%)	到2030年,武器与弹药部门的销售额达到140亿至160亿欧元,利润率长期保持在30%左右。	2026年,公司预计将获得一份包含60万至70万发火炮弹药的数十亿欧元级别固定合同,同时还将签署一份涵盖600万发中口径弹药(可用于步兵战车和Skyranger防空系统)的订单。
洛克希德·马丁	导弹与火控板块	+14%	积压订单+20%	直到2020年代末都将保持双位数增长,部分年份增速甚至可能高达中十位数 (mid-teens)。		公司与美国政府达成了引入商业惯例的突破性框架协议,锁定了多年期的采购合同(有望在今年上半年签署PAC-3和THAAD的协议)。
诺斯罗普·格鲁曼	防御系统	+8%	积压订单持平	低双位数 (low double-digit)	/	国际市场需求极为强劲,特别是盟国为了补充弹药库存,对弹药、导弹防御系统(如IBCS,综合防空与导弹防御系统战斗指挥系统)的需求旺盛

资料来源: 各公司业绩说明会, 广发证券发展研究中心

图 8: 2018-2025年ATI国防板块收入情况



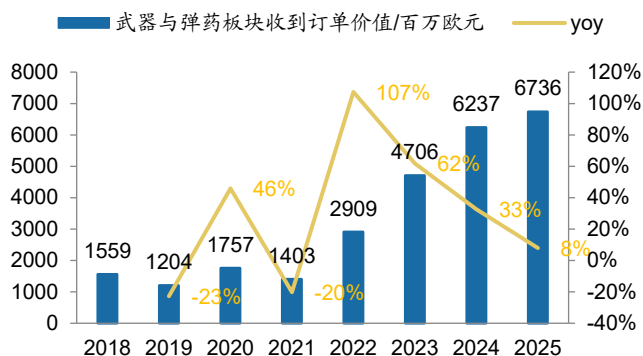
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 9: 2018-2025年莱茵金属武器与弹药板块收入情况



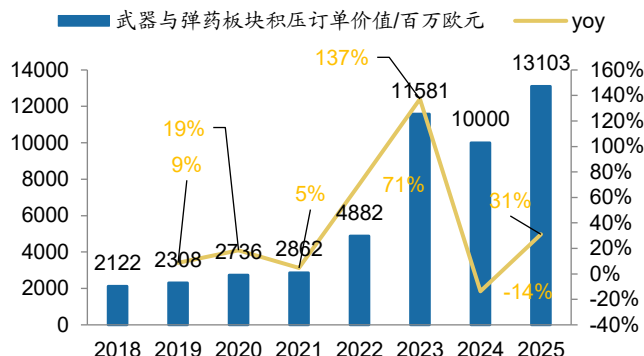
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 10: 2018-2025年莱茵金属武器与弹药板块新增订单情况



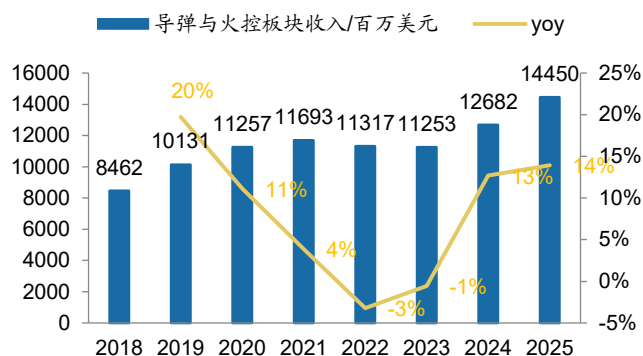
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 11: 2018-2025年莱茵金属武器与弹药板块积压订单情况



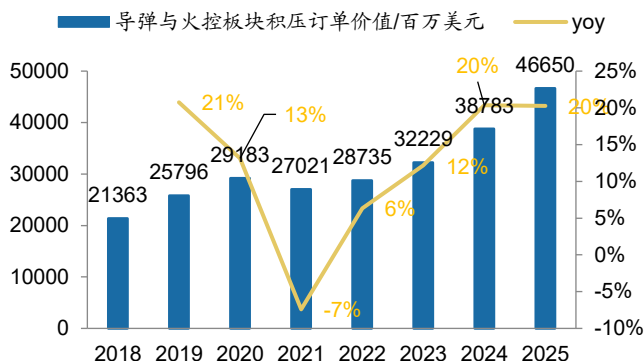
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 12: 2018-2025年洛马导弹与火控板块收入情况



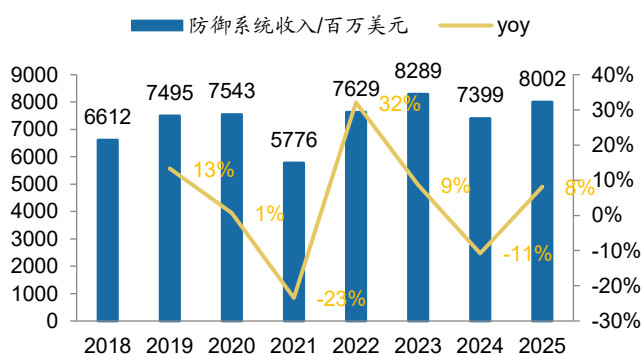
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 13: 2018-25年洛马导弹与火控板块积压订单情况



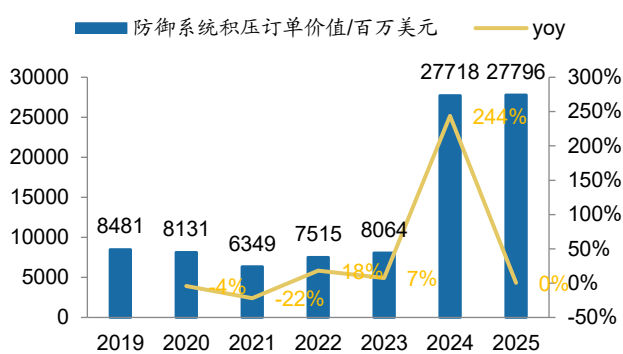
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 14: 2018-2025年诺斯罗普·格鲁曼防御系统收入情况



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 15: 2018-2025年诺斯罗普·格鲁曼防御系统积压订单情况



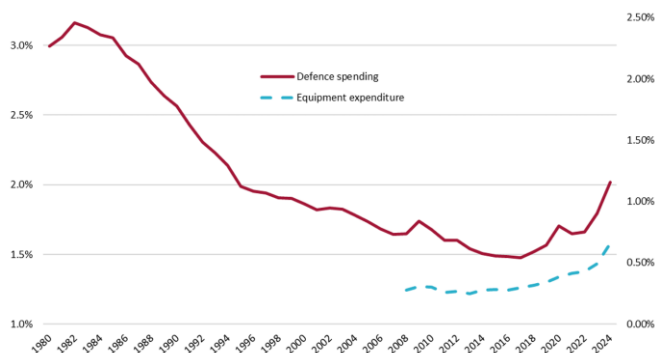
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

\*24 年公司调整业务披露结构, 其他板块导弹、弹药及防御性武器相关长周期、大金额订单划归到 Defense Systems 名下

去工业化背景下欧洲国防工业产能不足，武器库存仍处于低位。根据IfW Kiel和Bruegel于2025年6月发布的报告《Fit for war by 2030?》及CSS《Defense- Industrial Bottlenecks: Gunpowder》，欧洲国防工业的产能（在某些情况下还包括专业能力）自20世纪90年代以来已大幅萎缩。冷战后欧洲各国的武器库存经历了大幅度削减，近年的重整军备努力尚未转化为实际的库存增加，虽然自2022年以来国防预算和订单大幅增加，但从下订单到实际交付平均存在3到4年的严重滞后。且由于大量新生产的装备需要优先用于补充对乌克兰的军事援助，欧洲本国军队的实际装备存量几乎没有增加。

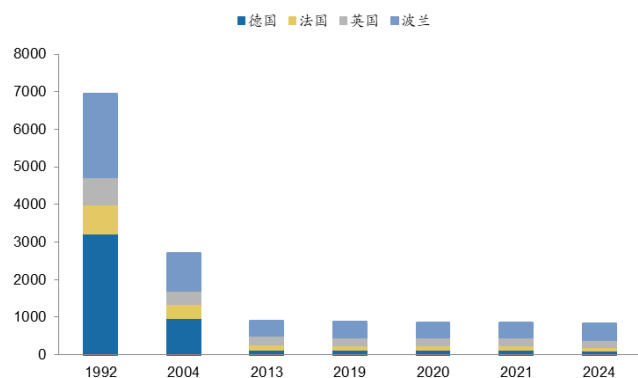
火药成为欧洲国防关键瓶颈，存在较大产能缺口。根据CSS、EPC、Brussels Signal，为了满足欧洲武装部队的新需求，其本土工业基础不仅需要军事航空和信息技术等高声望的高科技领域重新站稳脚跟，还必须找回那些基础技能。这些技能特别涉及到武器、弹药和含能材料（energetic materials，如火药和炸药），而在过去的几十年里，这些领域大多被认为是多余的，并被刻意削减了。1992年德国、法国、英国和波兰的榴弹炮库存为6945个，2024年仅为843个。硝化纤维素是一种基于棉花、经过酸处理制成现代火炮推进剂的材料，在欧洲满足战时需求时遭遇了关键瓶颈，欧盟承诺到2027年每年生产超过100万发弹壳，但由德国莱茵金属、法国Eurengo以及捷克和波兰企业组成的分散供应链，每年的硝化棉交付量仅维持在4,500至10,000吨之间。反观需求端，乌克兰的战耗（约6,000吨）叠加欧洲自身的战略补库（超过13,000吨），总需求量已逼近2万吨，这意味着欧洲每年的硝化棉缺口至少在9000吨以上。

图 16: 北约欧洲成员国的国防开支（左轴）及军事装备支出（右轴）占 GDP 的百分比



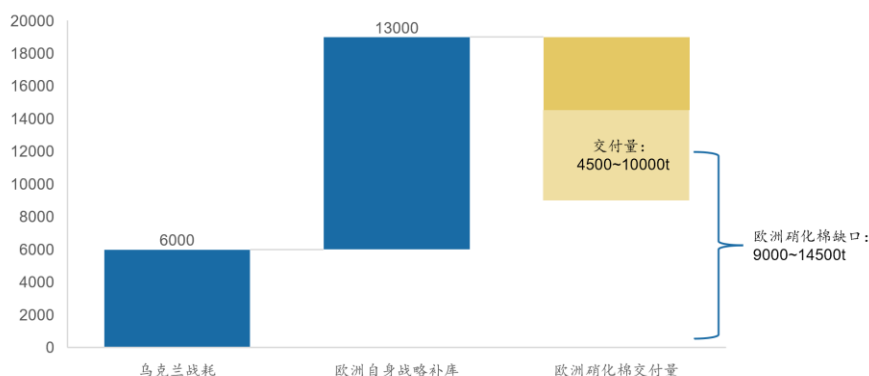
数据来源: IfW Kiel, Bruegel, 广发证券发展研究中心

图 17: 1992-2024年德国、法国、英国和波兰的榴弹炮库存 (单位: 个)



数据来源: IfW Kiel, Bruegel, 广发证券发展研究中心

图 18: 欧洲硝化棉供需缺口 (单位: 吨)



数据来源: EPC 《Running on empty: the chemical shortage undermining European defence》, 广发证券发展研究中心

欧洲加速重塑硝化棉本土供应链, 多头部企业启动扩产及复产计划。根据EPC 2026年3月文章《Running on empty: the chemical shortage undermining European defence》, 2023年5月, 法国的欧洲火炸药核心供应商Eurengo重启其位于Bergerac的硝化棉生产线; 2025年4月, 德国军工巨头莱茵金属正在对Lingen的Hagedorn民用工厂进行改造, 以转向军用级硝化棉生产, 同时, 瑞士的Nitrochemie (Wimmis工厂) 也在持续为莱茵金属扩充的发射药产能提供关键的硝化棉配套供应; 2024年10月, 捷克军工集团CSG通过接管德国的Walsrode工厂实现了跨国产能整合; 2024年11月, 波兰则正与化工巨头Grupa Azoty合作, 着手建设全新的区域性硝化棉生产枢纽。但上述多项扩产、改建项目目前仍处于早期阶段, 预计实际产能的集中释放节点将在2026年及以后。

表 4: 欧洲军工企业硝化棉产线扩产及复产事件梳理

日期	公司	硝化棉扩产事件
2023年5月	法国Eurengo	重启其位于Bergerac的硝化棉生产线。
2024年10月	捷克CSG	跨国收购美国特种化学品巨头 IFF 位于德国的 Walsrode 硝化棉业务及工业园, 使其成为 CSG 弹药制造的战略原材料基地。
2024年11月	波兰PGZ、Mesko	与化工巨头Grupa Azoty合作, 着手建设全新的区域性硝化棉生产枢纽。
2025年4月	德国莱茵金属	对Lingen的Hagedorn民用工厂进行改造, 以转向军用级硝化棉生产。

资料来源: EPC 《Running on empty: the chemical shortage undermining European defence》, 广发证券发展研究中心

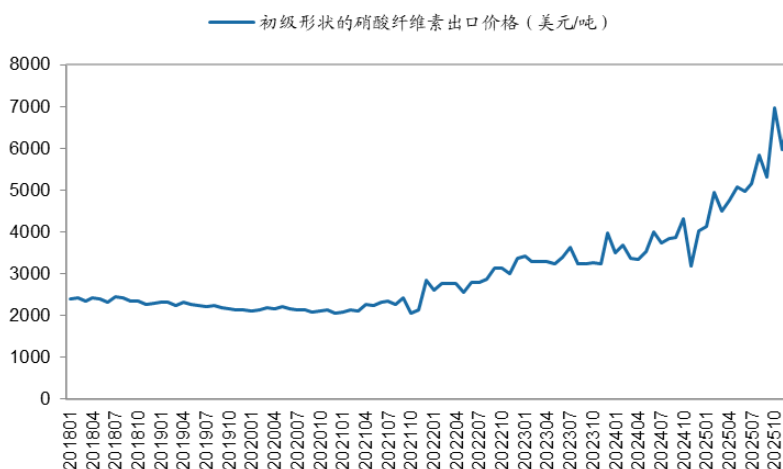
### 三、民用硝化棉同步涨价，多已反应至下游油墨等产品

欧洲多企业将民用硝化棉转为防务生产，已在一定程度挤占民用产能。

2024年10月，捷克军工巨头 CSG 跨国收购美国特种化学品巨头 IFF 位于德国的 Walsrode 硝化棉业务及工业园，使其成为 CSG 弹药制造的战略原材料基地，之前该工厂主要面向涂料和油墨客户生产工业硝化棉。2025年4月，莱茵金属公司收购德国工业硝化纤维素制造商 Hagedorn-NC，工厂原本专门生产用于木器漆、清漆和印刷油墨的工业级硝化棉，公司计划在未来几个月内将生产线改造为生产防务级纤维素，目前仍将继续向现有民用客户供货，根据莱茵金属2025年11月18日投资者会，转化后的防务级硝化棉将在2026年正式准备就绪并投入使用。2024年11月，欧洲最大的化肥和工程塑料生产商之一 Grupa Azoty 与波兰军备集团（PGZ）、弹药制造商 Mesko 签署正式协议，该集团利用其庞大的民用化工基础设施和化学原料储备进军军工。

中国硝化棉出口价格自2021年以来持续上涨。根据前文，中国硝化棉全球产能占比约40%，硝化棉防务需求带动硝化棉整体价格上涨，根据海关总署数据，2022-2025年中国硝化棉出口均价分别为2847/3375/3695/5379美元/吨，25M12价格已至6916美元/吨，供给不足下硝化棉价格上涨。

图 19：2018年-至今中国初级形状的硝酸纤维素出口价格



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

由于硝化纤维素成本持续且显著上涨，多海外油墨涂料厂商发布涨价函。2025年8月，EuPIA欧洲印刷油墨协会发布价格上涨公告，由于欧洲致力于重整军备，用于军事用途的硝化棉正被优先供应，用于许多工业领域的硝化棉变得日益稀缺、厂商配额正在减少，油墨和清漆客户可能不仅会面临价格的上涨，还将遭遇严重的断货短缺。各大厂商也陆续发布调价公告，根据Ink World全球油墨企业排名，油墨前四大厂商为Sun Chemical/ Flint Group/阪田油墨/盛威科，2024年在前50家油墨企业中销售额占比24%/11%/10%/10%。

Sun Chemical在25年8月及26年1月分别发布调价函，涨价地区由EMEA（欧洲、中东、非洲）扩展至拉美地区，公司表示，随着欧洲推进军备重整计划，硝化纤维素正越来越被优先用于国防，减少工业应用的供应，莱茵金属及CSG的收购显示了全

球硝化纤维素供应向军事渠道的更广泛转变。公司持续经历原材料成本的异常上涨，对含硝化纤维素产品组合实施价格上调，调整立即生效，或按现有客户协议规定生效，涨幅水平因产品类型和硝化纤维素含量而异。

表 5: 硝化棉下游油墨、涂料等相关公司涨价梳理

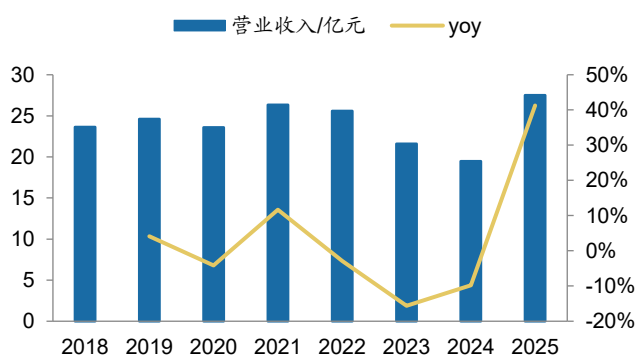
时间	公司/协会	涨价产品	事件
2025.6	Hubergroup	欧洲生产的硝化纤维素基印刷油墨产品	硝化纤维素尤其是在军事领域需求有所上升，导致全球供应紧张加剧，用于印刷应用的硝化棉成本上涨高达 50%。调价增加幅度取决于各产品的硝化纤维素含量，最高可达10%
2025.6	EuPIA 欧洲印刷油墨协会	油墨和清漆	许多公司已经收到了预估配额，但由于欧洲现有的生产能力有限，加之军用级硝化棉被优先保障，因此无法保证实际供应。生产含有硝化棉的油墨和清漆正变得越来越困难，客户可能不仅会面临价格的上涨，还将遭遇严重的断货短缺。
2025.8	Flint Group	全球范围全系列含硝化棉的溶剂型油墨、涂料产品	调价核心驱动为硝化棉原材料成本持续增加、供应链脆弱性加剧
2025.8	Sun Chemical	EMEA（欧洲、中东、非洲）地区全系列含硝化棉的产品	地缘冲突叠加各国军备重整需求，让硝化棉市场需求增加，直接引发供应链紧张、原材料价格大幅上涨，企业承受显著的成本压力。
2025.9	Coiminks	欧洲、中东和非洲地区所有含硝化纤维素的产品（油墨、清漆、底漆和罩光清漆）	成本的急剧上涨以及全球日益严重的短缺，给原材料的价格和供应带来了较大压力。自2025年9月1日起，Coiminks将根据每种产品的硝化纤维素含量进行价格调整。
2026.1	Sun Chemical	拉美地区全系列含硝化棉的印刷油墨、包装材料相关产品	主要原因是硝化纤维素成本持续且显著上涨。调整立即生效，或按现有客户协议规定生效，涨幅水平因产品类型和硝化纤维素含量而异。

资料来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

## 四、北化股份：需求旺盛叠加业绩底部，业绩有望趋势上行

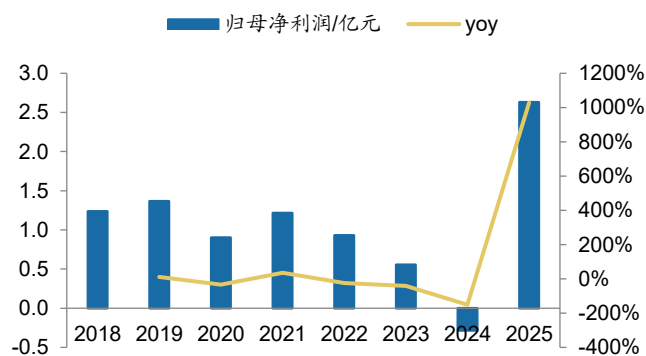
硝化棉价格抬升叠加防务业务企稳，25年公司业绩释放高弹性。2018-2021年公司营收及盈利中枢整体稳健；2022-2024年，受防护器材等需求大幅下滑、硝化棉产线停产整改等多重因素拖累，公司固定成本摊销增加且产销量下滑，2024年公司归母净利润至-0.28亿元。2025年，随防护器材业务企稳，叠加硝化棉海外老旧产能退出导致全球供应链阶段性收紧、产品价格维持高位，公司盈利弹性得以逐步体现。2025年公司实现营业收入27.50亿元，同比增长41%；归母净利润达到2.63亿元，同比激增1029%。考虑硝化棉行业供需格局持续向好、目前四川南充1万吨产线在建，预计硝化棉将带动公司业绩开启趋势上行周期。

图 20: 2018-2025公司营业收入及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

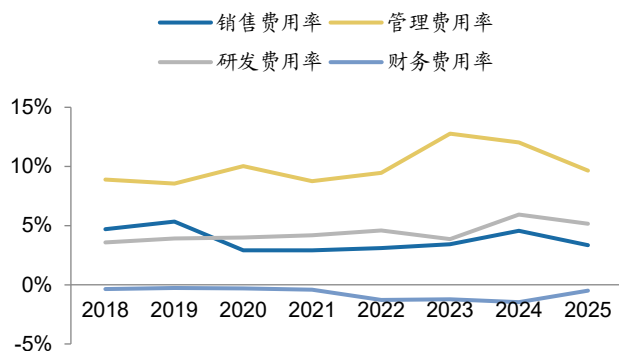
图 21: 2018-2025公司归母净利润及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

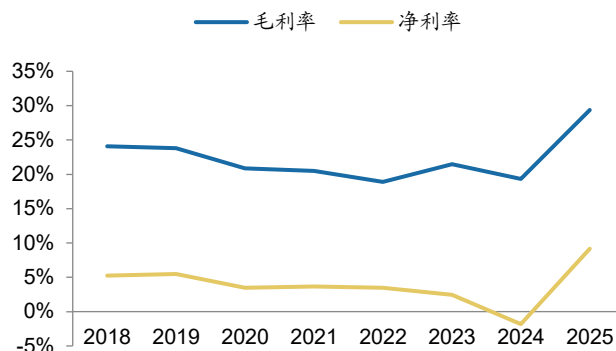
公司费用管控良好，盈利能力大幅回升。费用端来看，2023-2024年受营收规模阶段性收缩拖累，公司期间费用率相对偏高；得益于营收规模增加带来的规模效应以及公司良好的费用管控，2025年公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别同比-1.21/-2.38/-0.77/+0.98pct。盈利能力方面，公司2025年实现扭亏及大幅回升，2025年公司实现毛利率/净利率 29.37%/9.16%，分别同比大幅提升+10.06/+10.98pct。

图 22: 2018-2025公司费用率情况



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 23: 2018-2025公司毛利率及净利率情况

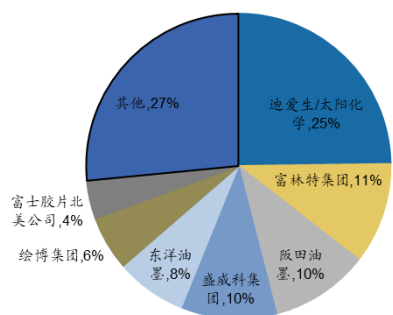


数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

公司为硝化棉全球主要供应商之一，客户覆盖油墨涂料头部公司。公司自2004年以来持续保持了产销规模全球领先的行业领先地位，是世界硝化棉制造商协会三家执委之一。公司拥有精制棉制硝化棉、木浆硝化棉和硝化棉溶液等类别，乙醇、异丙醇等润湿剂全体系产品型谱，可为客户提供个性化定制产品。公司拥有“SNC”等品牌，营销网络遍布亚洲、欧洲、非洲、中东、南美、北美、大洋洲等50多个国家和地区，是荷兰阿克苏·诺贝尔，美国宣伟、太阳化学，德国拜耳，日本迪爱生等世界500强的“优秀供应商”。

近期，公司与包装油墨头部企业盛威科达成2026年战略合作意向。根据北化股份官网，2025年12月16日，盛威科集团与北化股份在上海成功举行高层战略合作洽谈会，双方就深化全球业务协同、技术创新合作等议题达成高度共识，并正式确立2026年产品合作战略合作意向，明确了未来五年乃至更长周期的战略协作方向。盛威科为全球头部油墨供应商，主营烟包、食品包装、标签及软包装等领域油墨产品，在烟包市场占靠前位，软包装及标签油墨市场位列第二，根据Ink World全球油墨企业排名，2024年盛威科在前50家油墨企业中销售额占比10%，位居第四，公司下游油墨厂商覆盖率持续提升，进一步验证了国际硝化棉景气度较高、供应趋紧。

图 24: 2024年前50家油墨企业销售额占比情况



数据来源: Ink World, 广发证券发展研究中心

\*分母为前 50 家油墨企业销售额总额

图 25 北化股份与盛威科集团达成2026年战略合作意向

强强联合启新程 共绘行业新蓝图——北化股份与盛威科集团达成 2026 年战略合作意向

北化股份 2025年12月16日 22:58 四川



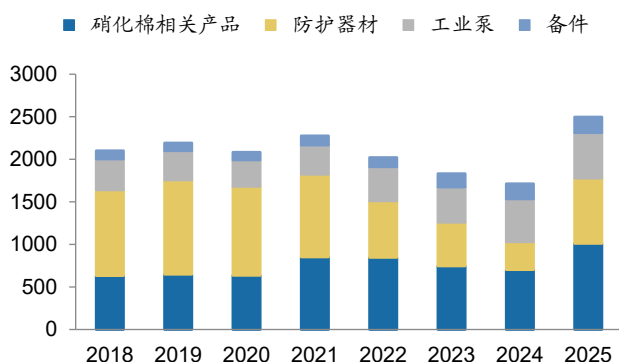
近日, 公司与全球包装油墨行业领导者盛威科集团在上海成功举行高层战略合作洽谈会, 双方就深化全球业务协同、技术创新合作等议题达成高度共识, 并正式确立 2026 年产品合作战略合作意向, 为构建长期稳定的跨国伙伴关系迈出关键一步。公司党委书记、总经理杨和成, 副总经理张维冀率核心销售团队出席洽谈会, 盛威科集团全球采购总监 Arash Babai、全硝化棉业务经理 Rob Wilson 等国际业务负责人共同参与磋商。

数据来源: 北化股份公众号, 广发证券发展研究中心

**硝化棉供应持续趋紧, 将带动公司业绩量价齐升。**2021年以来, 受益于海外防务对硝化棉需求增加及多厂商关停导致供给减少, 公司民用硝化棉售价逐年提升, 2021-2025年由1.45元/吨提升至2.21元/吨, 带动公司硝化棉板块毛利率由6%提升至42%。按业务拆分业绩, 2025年公司硝化棉相关产品实现收入及毛利提升, 实现收入10.18亿元, 同比+44%, 毛利率42%, 同比+10.8pct。考虑到地缘政治扰动持续存在、欧洲防务切入补库阶段, 硝化棉需求将持续旺盛, 全球产能有限叠加高扩产壁垒, 供需紧张下民用硝化棉价格或持续上涨, 带动公司业绩持续回升。

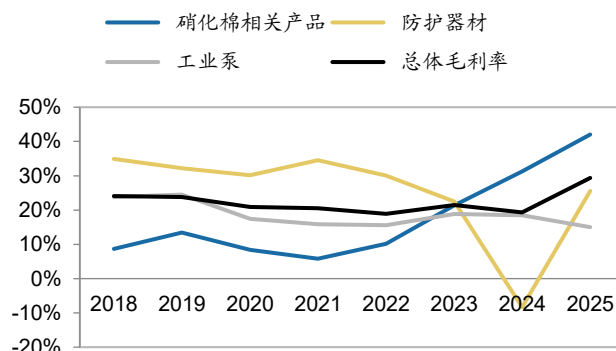
同时, 根据公司2026年1月17日公告, 公司计划投资29600万元在四川省南充市实施硝化棉生产线及安全储运建设项目, 新建一条10000吨/年硝化棉生产线, 有望进一步提升公司优势、打开公司远期空间。

图 26: 2018-2025公司主要业务拆分的收入情况 (单位: 百万元)



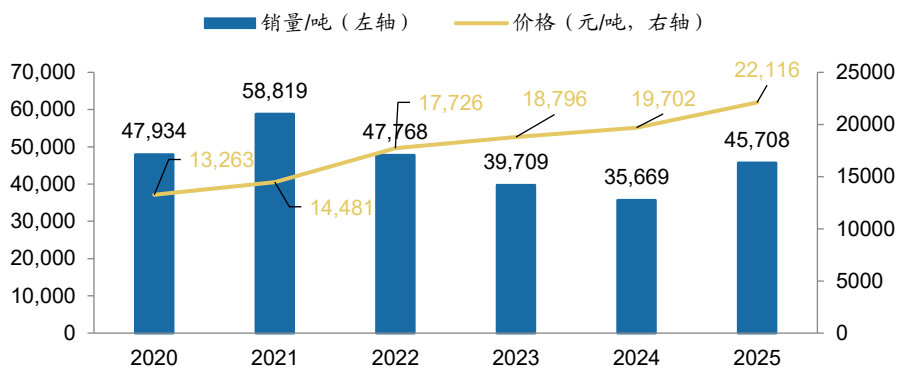
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 27: 2018-2025公司主要业务的毛利率情况



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 28: 2020-2025年公司硝化棉销量及价格



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测与估值

**核心投资逻辑：**（1）**硝化棉供需缺口扩大，公司民用产品价格上行。**需求端，全球防务切入补库模式，原材料硝化棉等需求持续增加。供给端，受环保政策、安全生产标准升级及企业关停影响，全球硝化棉产能呈持续收缩态势。参考海关数据，民用硝化棉价格呈上升态势，2025年全年中国硝化棉出口均价为5379美元/吨，同比+46%。（2）**防务需求增加挤占民用产能，供给被动收缩下释放涨价弹性。**欧洲多企业将民用硝化棉转为防务生产，如CSG收购IFF位于德国的工业硝化棉业务（2024.10）、莱茵金属收购Hagedorn-NC并进行防务级生产线改造（2025.4），工业配额减少推高工业硝化棉价格，Sun Chemical（2025.8 EMEA地区涨价、2026.1拉美地区涨价）、Flint Group（2025.8全球涨价）等下游厂商陆续发布含硝化棉产品涨价函。（3）**公司为全球硝化棉主要供应商之一，1万吨新增产能在建，有望充分受益硝化棉景气涨价。**公司现有年产能3万吨，占全球产能15%，产销规模全球领先。同时，公司四川南充1万吨/年硝化棉生产线正在建设中，量价齐升下公司硝化棉业务景气成长可期。

基于硝化棉行业供需缺口带来产品涨价、公司1万吨年产能释放可期，我们预计2026-28年公司合并口径营业收入分别达32.54/36.90/41.77亿元，分别同比+18.3%/13.4%/13.2%，预计未来三年整体毛利率分别为33.3%/34.4%/35.2%。预计2026-28年公司归母净利润分别为4.35/5.44/6.54亿元，分别同比增长65.4%/25.1%/20.2%，2026-28年EPS分别为0.79/0.99/1.19元/股，具体来看：

**（1）硝化棉相关产品方面，供给端，**受环保政策、安全生产标准升级及企业关停影响，硝化棉产能呈持续收缩态势，全球硝化棉总产能从2023年的26.1万吨降至2024年的19.8万吨。**需求端，**2024年全球军费开支增速为冷战结束以来最大的年度增长，25年以来各国陆续宣布提升国防投入，全球防务切入补库模式，常规导弹和弹药需求持续旺盛，作为重要原材料硝化棉需求提升。**价格端，**根据海关总署数据，2022-2025年中国硝化棉出口均价分别为2847/3375/3695/5379美元/吨，25M12价格已至6916美元/吨，供给不足下硝化棉价格上涨；由于硝化纤维素成本持续且显著上涨，多海外油墨涂料厂商（包括Sun Chemical、Flint Group、Coiminks等）已发布涨价函。**公司端，**公司为硝化棉全球主要供应商之一，客户覆盖油墨涂料头部公司（包括Sun Chemical、盛威科、阿克苏·诺贝尔、美国宣伟等）。现有年产能3万吨，占全球产能15%，同时四川南充1万吨/年硝化棉生产线正在建设中。

**我们预计，**考虑硝化棉供需缺口持续存在带来价格高位，公司四川南充1万吨年产能释放可期，预计公司2026-2028年硝化棉相关产品收入同比+30.2%/15.4%/14.2%；同时价格弹性下的规模经济预期，我们预计该业务毛利率有望提升，26-28年分别为50.0%/51.6%/52.9%。

**（2）防护器材方面，**2024年该板块业务亏损，子公司山西新华防化装备研究院有限公司净利润亏损1.83亿元，同期出现下降的主要原因是公司防化及环保产业专项订货产品退还多付价款所致。考虑到该情况为一次性利润回扣，个体防护产品目前市场经济稳步恢复，新华防化装备研究院是我国的“核化生”三防器材科研、生产单位，公司行业地位依旧。**我们预计，**公司防护器材业务有望触底反弹，收入2026-2028年同比增长20%/20%/20%，款项回收扰动不再下预计毛利大幅改善，预计26-28年该业务毛利率分别为25.5%/25.5%/25.5%。

(3) 费用率方面，结合公司营收增长带来的规模效应及相关市场拓展，我们预计2025-27年公司管理销售费用率企稳，分别为12.4%/11.7%/11.6%。

表 6: 公司分业务拆分 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
硝化棉相关产品						
收入	746	703	1011	1316	1519	1734
产能(吨)	55000	30000	30000	30000	40000	40000
利用率(%)	72%	118%	154%	158%	124%	129%
销量(吨)	39709	35669	45708	47000	49000	51000
产量(吨)	39822	35445	46310	47500	49500	51500
销售均价(元/吨)	18796	19702	22116	28000	31000	34000
成本均价(元/吨)	14774	13548	13800	14000	15000	16000
成本	587	483	586	658	735	816
毛利	160	220	425	658	784	918
毛利率	21.4%	31.2%	42.0%	50.0%	51.6%	52.9%
防护器材						
收入	513	329	767	921	1105	1326
收入 yoy	-22.7%	-35.9%	133.4%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	398	356	571	686	823	987
毛利率	22.4%	-8.3%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
工业泵						
收入	414	503	534	561	589	618
收入 yoy	3.3%	21.3%	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	336	410	454	477	501	526
毛利率	18.9%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
备件						
收入	158	179	185	203	224	246
收入 yoy	44.2%	13.2%	3.4%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	89	101	111	122	134	148
毛利率	43.7%	43.7%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其他产品						
收入	328	234	253	253	253	253
收入 yoy	-39.1%	-28.5%	8.2%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	286	221	221	228	228	228
毛利率	12.8%	5.5%	12.8%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

**可比公司估值：**公司为全球硝化棉（含能材料基础原料）的主要供应商之一，在可比公司选取上选择高德红外、广东宏大、国科军工。其中，高德红外具有总体弹药生产能力，广东宏大为国内民爆用品与特种含能材料的领军企业，民爆、弹药行业壁垒、下游周期特征与硝化棉具有一定相似度，但广东宏大民爆产品下游以国内需求为主，相较北化股份民用海外出口业务价格传导弹性较弱，且民爆格局相对硝化棉较为分散，或因此估值相对较低。国科军工形成了以火箭固体发动机动力与控制产品和弹药装备及引信与智能控制两大军工产品体系，与北化股份硝化棉产品含弹药应用类似。考虑到北化股份在硝化棉领域的行业地位，本轮由欧洲军工扩产引发的民用产能挤占进而带来的硝化棉涨价，预计具有一定的价格弹性和持续性。我们认为，公司相较于传统的民爆和特种装备企业，具备更强的业绩持续性和更深的护城河，给予一定估值溢价。故给予公司26年40X的PE估值，对应合理价值31.69元/股，给予“增持”评级。

**表 7：可比公司估值分析**

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
高德红外	002414.SZ	红外及弹药	587	-447.19	793.67	1120.80	-	73.94	52.36
广东宏大	002683.SZ	民爆用品	319	897.77	957.18	1307.25	22.42	37.95	24.37
国科军工	688543.SH	导弹固体推进器及弹药装备等	152	198.73	246.59	304.75	44.31	52.57	49.96

资料来源：wind，广发证券发展研究中心（上述均为 Wind 一致预测，市值选取 2026/4/13 日收盘，广东宏大、国科军工 2025 年为实际利润）

## 六、风险提示

### （一）全球军工补库需求不及预期

若俄乌冲突、中东局势等主要地缘热点区域意外达成实质性停火协议，或大国博弈引发的紧张局势出现大幅降温，可能导致欧美及北约国家放缓甚至大幅削减现有的军备采购与扩产计划，或引发全球对军用级硝化棉及特种防化装备需求的回落。

### （二）出口业务存在波动风险

地缘政治、国际贸易、关税政策升级等因素，或加剧市场波动和供应链成本变化，将对公司出口业务带来一定影响。

### （三）重大行业政策调整的风险

硝化棉行业面临较强的监管，考虑生产计划的战略性等，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整，如影响较大的定价政策、采购政策等，或对产品价格或者产能造成一定影响。

### （四）产能风险

硝化棉行业生产的安全性要求高，若出现不可意料的安全事故，或对部分企业生产造成一定的波动。同时产能建设受环保、监管等多重因素影响，若产能释放不及时或对相关企业的业务造成影响

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>3,150</b>	<b>3,674</b>	<b>4,108</b>	<b>4,671</b>	<b>5,321</b>
货币资金	1,383	1,883	2,125	2,434	3,089
应收及预付	1,081	1,325	1,460	1,655	1,722
存货	354	339	379	423	473
其他	332	128	144	159	37
<b>非流动资产总额</b>	<b>1,418</b>	<b>1,501</b>	<b>1,472</b>	<b>1,455</b>	<b>1,445</b>
长期股权投资	21	22	22	22	22
固定资产	873	891	896	908	927
在建工程	102	182	162	145	128
使用权资产	55	57	57	57	57
无形资产	295	285	273	261	249
其他	73	64	63	63	62
<b>资产总额</b>	<b>4,567</b>	<b>5,175</b>	<b>5,580</b>	<b>6,126</b>	<b>6,766</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>1,441</b>	<b>1,782</b>	<b>1,949</b>	<b>2,137</b>	<b>2,349</b>
短期借款	12	7	0	0	0
应付及预收	1,126	1,429	1,603	1,791	2,003
其他	303	346	346	346	346
<b>非流动负债总额</b>	<b>127</b>	<b>180</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>129</b>
长期借款	0	48	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	127	131	131	131	129
<b>负债总额</b>	<b>1,569</b>	<b>1,962</b>	<b>2,081</b>	<b>2,268</b>	<b>2,478</b>
股本	549	549	549	549	549
其他	2,280	2,506	2,810	3,191	3,649
归母权益合计	2,829	3,055	3,359	3,740	4,198
少数股东权益	170	158	140	117	89
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,567</b>	<b>5,175</b>	<b>5,580</b>	<b>6,126</b>	<b>6,766</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>1,947</b>	<b>2,750</b>	<b>3,254</b>	<b>3,690</b>	<b>4,177</b>
营业成本	1,571	1,943	2,170	2,421	2,705
营业税金及附加	23	26	31	35	39
销售费用	89	92	107	111	125
管理费用	234	265	296	321	359
研发费用	116	142	169	191	216
财务费用	-29	-13	-30	-34	-41
资产信用减值损失	-36	-27	-41	-48	-48
公允价值变动收益	1	3	3	3	3
投资收益	5	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>-44</b>	<b>296</b>	<b>497</b>	<b>625</b>	<b>752</b>
营业外收支	11	11	11	11	12
利润总额	-34	307	508	636	764
所得税费用	2	55	91	114	138
<b>合并净利润</b>	<b>-35</b>	<b>252</b>	<b>417</b>	<b>521</b>	<b>627</b>
少数股东损益	-7	-11	-18	-23	-28
<b>归母净利润</b>	<b>-28</b>	<b>263</b>	<b>435</b>	<b>544</b>	<b>654</b>
EPS (元/股)	-0.05	0.48	0.79	0.99	1.19

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>79</b>	<b>365</b>	<b>511</b>	<b>573</b>	<b>968</b>
合并净利润	-35	252	417	521	627
折旧摊销	124	108	116	122	129
营运资金变动	-4	-40	-59	-114	169
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-280</b>	<b>106</b>	<b>-43</b>	<b>-100</b>	<b>-114</b>
资本性开支	-40	-145	-89	-105	-120
投资	-245	245	1	0	1
其他	5	6	45	5	5
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-21</b>	<b>34</b>	<b>-186</b>	<b>-163</b>	<b>-199</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	12	55	-55	0	0
股利分配与偿付利息	-27	-22	-131	-163	-196
其他	-6	1	0	0	-2
<b>现金净增加额</b>	<b>-216</b>	<b>498</b>	<b>282</b>	<b>309</b>	<b>655</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,561</b>	<b>1,345</b>	<b>1,843</b>	<b>2,125</b>	<b>2,434</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,345</b>	<b>1,843</b>	<b>2,125</b>	<b>2,434</b>	<b>3,089</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	-9.8%	41.3%	18.3%	13.4%	13.2%
营业利润增长率	-250.4%	-769.9%	67.7%	25.6%	20.4%
归母净利增长率	-151.0%	-	65.4%	25.1%	20.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.3%	29.4%	33.3%	34.4%	35.2%
净利率	-1.8%	9.2%	12.8%	14.1%	15.0%
ROE	-1.0%	8.6%	12.9%	14.5%	15.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.3%	37.9%	37.3%	37.0%	36.6%
有息负债率	0.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.2	2.3
利息保障倍数	-	86.2	3537.4	-	-
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.0	3.6	3.6	3.6	3.6
存货周转率	4.4	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标</b>					
每股收益	-0.05	0.48	0.79	0.99	1.19
每股净资产	5.15	5.56	6.12	6.81	7.65
每股经营现金流	0.14	0.67	0.93	1.04	1.76
<b>估值比率</b>					
PE	-	37.6	32.1	25.7	21.4
PB	2.0	3.2	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	60.8	19.5	19.1	15.3	12.3

## 广发基础化工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天实业背景、全行业覆盖。

吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

曲尚浩：高级分析师，哈尔滨工业大学（深圳）硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。