

## 改性塑料板块销量与盈利能力齐升，驱动业绩增长

### 核心观点

- 2025 年业绩持续回升：**公司 2025 年实现营收 653.96 亿元，同比+8.1%，实现归母净利润 11.50 亿元，同比+39.4%。公司业绩经历 2023-2024 年低迷期后，在 2025 年重新回到 10 亿元以上。虽然绿色石化板块还未表现出明显改善，不过改性塑料与新材料板块的高速增长，成为公司业绩提升的最大动力。
- 改性塑料板块高速增长：**公司改性塑料板块 2025 年实现营业收入 357.8 亿元，同比增长 12%，实现毛利 87.40 亿元，同比增长 23%。公司 2025 年各板块合计毛利增长 18.70 亿元，其中改性塑料板块贡献增长 16.60 亿元，是贡献最主要的板块。改性塑料板块高增长的原因有两点：1) 公司在汽车、新能源、电子电工等领域抢抓机遇，实现了良好增长，改性塑料销量同比增长 15.64%；2) 受益于原料端弱势，改性塑料板块单吨毛利从 2024 年的 2775 元提升到 2962 元。
- 中东冲击下公司整体有望持续提升：**今年对于化工行业冲击最大的事件是中东冲突导致的全球石化原料短缺，这导致绝大多数基础塑料与助剂价格大幅上涨。而改性塑料企业在原料快速上涨的过程中一般价格传导较慢，会导致盈利能力有所缩窄。不过我们认为公司前期布局的宁波、盘锦等上游石化装置有望出现改善。同时，本轮塑料涨价源于供应短缺，而海外暴露的问题明显严重于国内。因此我们预计公司在单吨盈利能力上面临的压力可控，而销量有望持续提升。这两方面的积极变化，有望对冲原料涨价的负面影响。

### 盈利预测与投资建议

- 我们根据近期市场变化，调整了产品销量与价格预测，调整公司 2026-2027 年每股收益 EPS 为 0.54 和 0.70 元（原预测为 0.80 和 0.96 元），并添加 2028 年 EPS 预测为 0.78 元。按照可比公司 2026 年 33 倍 PE，给予目标价 17.82 元，并维持增持评级。

### 风险提示：

- 下游需求疲软风险；产品和原材料价格动；新项目产能投放不及预期；全球贸易壁垒加剧风险。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	60,514	65,396	76,083	77,504	80,754
同比增长(%)	26.2%	8.1%	16.3%	1.9%	4.2%
营业利润(百万元)	493	1,389	1,915	2,629	2,978
同比增长(%)	158.6%	181.5%	37.9%	37.3%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	825	1,150	1,412	1,839	2,046
同比增长(%)	160.4%	39.4%	22.8%	30.2%	11.2%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.54	0.70	0.78
毛利率(%)	11.3%	13.3%	12.8%	13.6%	13.9%
净利率(%)	1.4%	1.8%	1.9%	2.4%	2.5%
净资产收益率(%)	4.8%	6.1%	6.9%	8.3%	8.5%
市盈率	53.9	38.6	31.5	24.1	21.7
市净率	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2026年04月24日）	16.71元
目标价格	17.82元
52周最高价/最低价	24.08/9.79元
总股本/流通A股（万股）	263,483/263,483
A股市值（百万元）	44,028
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年04月27日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.35	-2.57	-21.33	58.03
相对表现%	-4.21	-9.15	-22.75	32
沪深300%	0.86	6.58	1.42	26.03



### 证券分析师

倪吉 执业证书编号：S0860517120003  
niji@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

盈利持续改善，看好海外和下游新兴市场开拓机会	2025-04-24
石化归母净利润减亏，改性业务持续增长	2024-10-31
主业稳步增长，石化板块有望逐步减亏	2024-09-06

表 1：可比公司估值（截止 2026 年 4 月 24 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
国恩股份	2.25	2.79	3.64	4.45	22.81	18.34	14.08	11.51
东华能源	0.28	0.09	0.25	0.43	27.84	92.24	31.60	18.12
金能科技	-0.07	0.03	0.20	0.20	-103.81	272.31	35.54	34.72
普利特	0.13	0.33	0.49	0.60	129.39	49.70	33.23	27.51
沃特股份	0.14	0.24	0.38	0.57	159.28	90.48	58.28	38.85
调整后平均						77.00	33.00	27.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,540	4,344	4,450	7,145	9,531	营业收入	60,514	65,396	76,083	77,504	80,754
应收票据、账款及款项融资	10,422	12,373	14,395	14,664	15,279	营业成本	53,668	56,680	66,308	66,949	69,505
预付账款	647	643	748	762	794	销售费用	848	1,062	1,217	1,240	1,292
存货	7,411	7,916	9,261	9,351	9,708	管理费用	1,596	1,692	1,969	2,006	2,090
其他	1,888	1,647	1,665	1,669	1,678	研发费用	2,490	2,761	3,119	3,178	3,311
<b>流动资产合计</b>	<b>23,907</b>	<b>26,923</b>	<b>30,518</b>	<b>33,590</b>	<b>36,989</b>	财务费用	1,211	993	1,143	1,155	1,138
长期股权投资	809	857	806	806	806	资产、信用减值损失	576	972	527	451	531
固定资产	21,236	25,750	26,627	26,321	25,757	公允价值变动收益	5	(33)	(33)	(33)	(33)
在建工程	7,238	2,673	2,356	2,197	2,119	投资净收益	73	21	21	21	21
无形资产	3,517	3,719	3,595	3,471	3,347	其他	291	166	128	115	103
其他	5,092	4,145	3,979	3,734	3,733	<b>营业利润</b>	<b>493</b>	<b>1,389</b>	<b>1,915</b>	<b>2,629</b>	<b>2,978</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>37,892</b>	<b>37,145</b>	<b>37,363</b>	<b>36,529</b>	<b>35,762</b>	营业外收入	20	15	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>61,799</b>	<b>64,068</b>	<b>67,881</b>	<b>70,120</b>	<b>72,751</b>	营业外支出	50	62	62	62	62
短期借款	6,592	4,537	5,162	4,537	4,537	<b>利润总额</b>	<b>464</b>	<b>1,341</b>	<b>1,867</b>	<b>2,581</b>	<b>2,930</b>
应付票据及应付账款	9,455	11,888	12,795	13,480	13,703	所得税	225	530	738	1,020	1,158
其他	5,318	6,567	6,669	6,685	6,722	<b>净利润</b>	<b>239</b>	<b>811</b>	<b>1,129</b>	<b>1,561</b>	<b>1,772</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>21,365</b>	<b>22,993</b>	<b>24,625</b>	<b>24,702</b>	<b>24,962</b>	少数股东损益	(586)	(339)	(283)	(279)	(274)
长期借款	18,542	15,916	16,516	17,116	17,716	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>825</b>	<b>1,150</b>	<b>1,412</b>	<b>1,839</b>	<b>2,046</b>
应付债券	0	1,000	1,000	1,000	1,000	每股收益(元)	0.31	0.44	0.54	0.70	0.78
其他	1,276	1,470	1,470	1,470	1,470						
<b>非流动负债合计</b>	<b>19,818</b>	<b>18,386</b>	<b>18,986</b>	<b>19,586</b>	<b>20,186</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>41,183</b>	<b>41,378</b>	<b>43,611</b>	<b>44,288</b>	<b>45,148</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	2,654	3,219	2,936	2,657	2,383	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	2,637	2,635	2,635	2,635	2,635	营业收入	26.2%	8.1%	16.3%	1.9%	4.2%
资本公积	4,106	4,806	5,257	5,257	5,257	营业利润	158.6%	181.5%	37.9%	37.3%	13.3%
留存收益	11,248	12,141	13,553	15,392	17,439	归属于母公司净利润	160.4%	39.4%	22.8%	30.2%	11.2%
其他	(29)	(110)	(110)	(110)	(110)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>20,616</b>	<b>22,690</b>	<b>24,271</b>	<b>25,831</b>	<b>27,603</b>	毛利率	11.3%	13.3%	12.8%	13.6%	13.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>61,799</b>	<b>64,068</b>	<b>67,881</b>	<b>70,120</b>	<b>72,751</b>	净利率	1.4%	1.8%	1.9%	2.4%	2.5%
						ROE	4.8%	6.1%	6.9%	8.3%	8.5%
						ROIC	1.9%	3.0%	3.8%	4.5%	4.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	66.6%	64.6%	64.2%	63.2%	62.1%
净利润	239	811	1,129	1,561	1,772	净负债率	114.8%	88.0%	86.9%	71.1%	60.1%
折旧摊销	2,060	2,583	2,683	2,872	2,808	流动比率	1.12	1.17	1.24	1.36	1.48
财务费用	1,211	993	1,143	1,155	1,138	速动比率	0.77	0.83	0.81	0.91	1.01
投资损失	(73)	(21)	(21)	(21)	(21)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,390)	683	(3,838)	(126)	(1,284)	应收账款周转率	7.6	7.7	8.3	7.7	7.8
其它	1,799	854	514	484	564	存货周转率	7.9	7.4	7.2	6.2	6.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,845</b>	<b>5,904</b>	<b>1,609</b>	<b>5,926</b>	<b>4,976</b>	总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1
资本支出	(1,570)	(2,408)	(2,038)	(2,039)	(2,040)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	23	546	51	0	0	每股收益	0.31	0.44	0.54	0.70	0.78
其他	(759)	(442)	(49)	(12)	(12)	每股经营现金流	1.08	2.24	0.61	2.25	1.89
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,306)</b>	<b>(2,304)</b>	<b>(2,035)</b>	<b>(2,051)</b>	<b>(2,053)</b>	每股净资产	6.82	7.39	8.10	8.80	9.57
债权融资	486	(842)	600	600	600	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,049	698	451	0	0	市盈率	53.9	38.6	31.5	24.1	21.7
其他	(1,775)	(2,571)	(519)	(1,780)	(1,138)	市净率	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(240)</b>	<b>(2,715)</b>	<b>533</b>	<b>(1,180)</b>	<b>(538)</b>	EV/EBITDA	16.7	12.7	11.0	9.5	9.1
汇率变动影响	(46)	(47)	-0	-0	-0	EV/EBIT	36.9	26.4	20.6	16.6	15.3
<b>现金净增加额</b>	<b>254</b>	<b>839</b>	<b>107</b>	<b>2,695</b>	<b>2,386</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。