

华峰化学（002064）

氨纶、己二酸景气共振，聚氨酯制品龙头迎来周期向上拐点

买入（首次）

2026年05月01日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书：S0600525070005

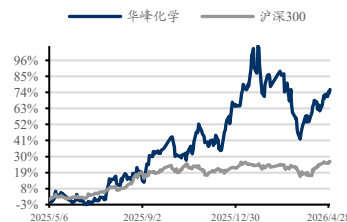
zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	26,931	24,198	29,646	29,871	32,851
同比（%）	2.41	(10.15)	22.51	0.76	9.98
归母净利润（百万元）	2,220	1,858	3,136	3,394	4,123
同比（%）	(10.43)	(16.32)	68.84	8.23	21.47
EPS-最新摊薄（元/股）	0.45	0.37	0.63	0.68	0.83
P/E（现价&最新摊薄）	26.29	31.42	18.61	17.19	14.15

投资要点

- **从单一氨纶业务出发，逐步成为聚氨酯综合企业：**截至 2025 年底，公司氨纶、己二酸和聚氨酯原液产能分别为 47.5、135.5、52 万吨/年，产能均居全国第一，在品牌、技术、市场等方面积淀深厚，并且公司仍有 25 万吨氨纶/年产能在建，也积极推进上游原材料配套建设。此外，公司积极整合集团聚氨酯相关资产，预计 2026 年底前将继续注入集团两大资产（华峰合成树脂、华峰 TPU），向多品类聚氨酯综合巨头转型。
- **氨纶景气度底部反转，地缘冲突下成本端存在支撑，带动行业景气上行：**1) 我国氨纶行业集中度高，2025 年氨纶产能 CR5=84%。氨纶企业产能由大到小排序：华峰化学（47.5 万吨/年）、晓星氨纶（24.6 万吨/年）、诸暨华海（22.5 万吨/年）、新乡化纤（22 万吨/年）、泰和新材（10 万吨/年），行业头部效应明显。氨纶行业部分产能已被淘汰，2026 年及以后氨纶新增产能投放主要由华峰化学、新乡化纤主导。2) 企业协同挺价，叠加地缘因素，氨纶价格底部回升。2026 年 1-4 月，氨纶企业协同挺价意愿显著增强，氨纶市场价逐月上升。叠加地缘因素支撑纯 MDI 等原料价格走强，氨纶价格迎来明显上行。我们看好华峰化学优异的成本管控能力，以及氨纶业务后续成长性。
- **己二酸景气度在反内卷的推动下回暖，公司盈利水平可期：**我国己二酸供给端过剩较为明显，2025 年起无新增产能落地，部分消化前期产能，2025Q4，行业龙头协同减产推动反内卷，己二酸价格及价差回升。公司的己二酸产能全国第一，且己二酸开工率远高于行业平均开工率，盈利水平有望改善。
- **聚氨酯原液业务盈利能力稳健，公司产量全球第一：**聚氨酯原液的下游应用范围广阔，主要有鞋类、缓冲垫、家具等传统领域，在 3D 打印、新能源电池等新兴领域也有所拓展。公司作为全球聚氨酯原液龙头，在规模及成本、产业一体化、技术创新等方面竞争优势突出，产品销往全球 20 多个国家和地区，盈利水平有望稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司的氨纶、己二酸两大主业景气度底部反转向上，且公司产能均为国内最大，成本优势领先，业绩弹性显著。我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 296、299、329 亿元，同比增速分别为+23%、+1%、+10%；归母净利润分别为 31、34、41 亿元，同比增速分别为+69%、+8%、+21%，按 2026 年 4 月 30 日收盘价计算，对应 PE 分别为 19、17、14 倍。我们看好公司作为氨纶行业龙头，将持续扩大规模优势，远期成长可期，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险；氨纶行业需求偏弱风险；原材料价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.76
一年最低/最高价	6.41/13.98
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	58,235.41
总市值(百万元)	58,359.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.63
资产负债率(%，LF)	25.11
总股本(百万股)	4,962.54
流通 A 股(百万股)	4,951.99

相关研究

内容目录

1. 公司基本状况：双基地布局，逐步成为聚氨酯制品综合龙头	4
1.1. 华峰化学：氨纶龙头扩大规模优势，延伸产业链实现多元化发展	4
1.2. 业务拆分：氨纶、己二酸、聚氨酯原液业务三足鼎立	7
2. 氨纶：景气度反转向上，看好行业龙头盈利水平提升	8
2.1. 氨纶基本情况：纺织业的“工业味精”，回弹性好，添加比例低	8
2.2. 氨纶价格复盘：地缘冲突下，成本端支撑氨纶价格上行，看好氨纶行业景气度修复	10
3. 己二酸：反内卷推动景气度底部反转，盈利水平改善	11
3.1. 己二酸基本情况：下游需求集中于聚氨酯及 PA66，华峰化学是国内己二酸龙头	11
3.2. 己二酸价格复盘：前期价格价差持续磨底，2025Q4 起景气度底部反转	12
4. 聚氨酯原液：公司为全球龙头，产品应用于传统及新兴领域	13
5. 同业对比：华峰化学长期处于龙头地位	14
5.1. 同业对比 1：华峰氨纶业务规模效应显著	14
5.2. 同业对比 2：华峰氨纶单吨投资额远低于同业水平	15
5.3. 同业对比 3：华峰经营性现金流净额更优，有持续造血能力	15
6. 盈利预测与投资评级	16
6.1. 关键假设与盈利预测	16
6.2. 估值与评级	17
7. 风险提示	18

图表目录

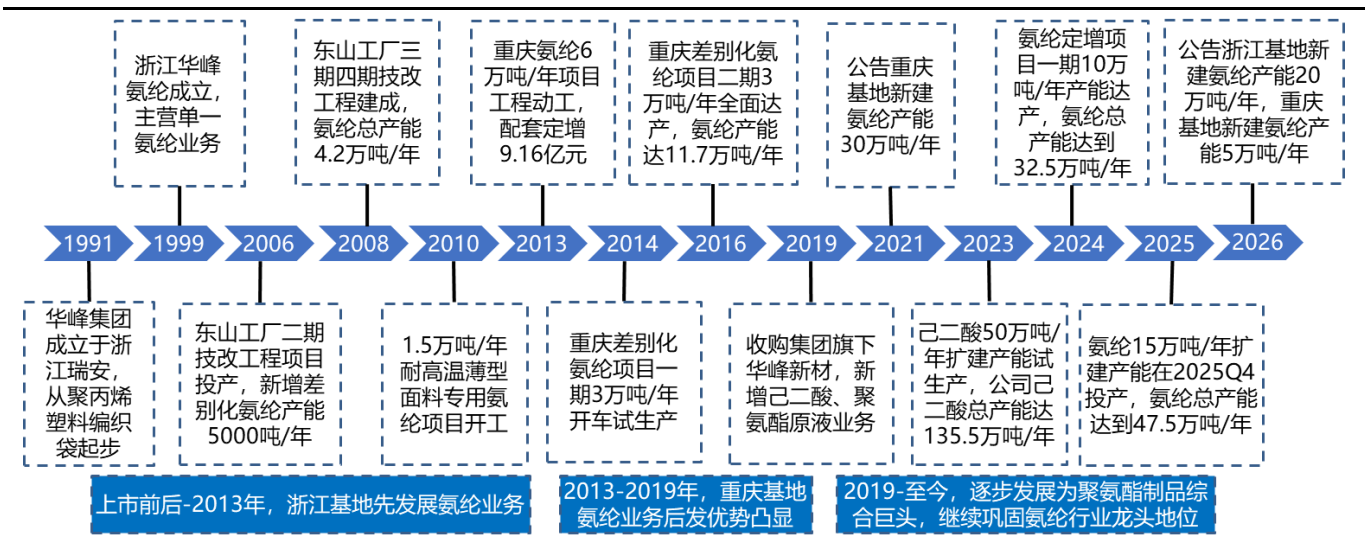
图 1:	华峰化学发展历程.....	4
图 2:	公司产能情况 (万吨/年) (截至 2026Q1)	5
图 3:	公司产品产能 (万吨/年)	5
图 4:	公司产品产能利用率 (%)	5
图 5:	华峰化学股权结构 (截至 2025 年底)	6
图 6:	华峰集团股权结构 (截至 2024 年底)	6
图 7:	华峰集团拟于 2026 年底前注入两家子公司.....	6
图 8:	华峰化学营收、归母净利润 (亿元)	7
图 9:	华峰化学销售毛利率、销售净利率 (%)	7
图 10:	华峰化学营收拆分 (%)	7
图 11:	华峰化学各业务毛利率 (%)	7
图 12:	氨纶上下游产业链.....	8
图 13:	氨纶性能优异.....	8
图 14:	氨纶在各品类服装领域的添加比例 (截至 2023 年底)	8
图 15:	我国氨纶产能、产量、开工率 (万吨/年, %)	9
图 16:	我国氨纶产量、进出口量、表观消费量 (万吨/年)	9
图 17:	氨纶价格及价差 (元/吨)	11
图 18:	我国氨纶开工率及库存 (% , 万吨)	11
图 19:	2025 年我国己二酸下游应用领域.....	11
图 20:	2025 年我国己二酸竞争格局.....	11
图 21:	我国己二酸产能、产量、开工率 (万吨/年, %)	12
图 22:	我国己二酸产量、进出口量、表观消费量 (万吨/年)	12
图 23:	我国己二酸价格价差情况 (元/吨)	12
图 24:	2023 年我国鞋底原液企业产能市场份额情况.....	13
图 25:	华峰化学聚氨酯原液产能、产量、开工率 (万吨, %)	13
图 26:	同业公司氨纶毛利率 (%)	14
图 27:	同业公司期间费用率 (%)	14
图 28:	同业公司氨纶销量对比 (万吨)	14
图 29:	同业公司经营性现金流净额对比 (亿元)	15
表 1:	我国氨纶企业产能情况 (万吨/年) (截至 2026Q1)	10
表 2:	同业公司氨纶项目及投资额梳理.....	15
表 3:	公司盈利预测拆分.....	16
表 4:	可比上市公司相对估值 (参考 2026 年 4 月 30 日收盘价)	17

1. 公司基本状况：双基地布局，逐步成为聚氨酯制品综合龙头

1.1. 华峰化学：氨纶龙头扩大规模优势，延伸产业链实现多元化发展

华峰化学是氨纶行业全球龙头，聚氨酯行业领军企业。截至 2025 年底，公司的氨纶、聚氨酯原液和己二酸产量均为全国第一，在品牌、技术、市场等方面有着深厚的积淀。公司 1999 年在浙江瑞安成立，原名浙江华峰氨纶股份有限公司，是华峰集团的控股子公司，主营单一的氨纶业务。公司 2006 年上市，2013 年在重庆涪陵建设第二生产基地，2019 年收购华峰新材，重组后获得己二酸和聚氨酯原液业务，向聚氨酯制品综合龙头转变，拥有三大业务板块，并于 2021 年更名为华峰化学股份有限公司。公司在 2025 年底投产 15 万吨/年氨纶产能，规模位于全球第一。公司拟继续进行氨纶项目的新产能建设，继续巩固龙头地位。

图1：华峰化学发展历程



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

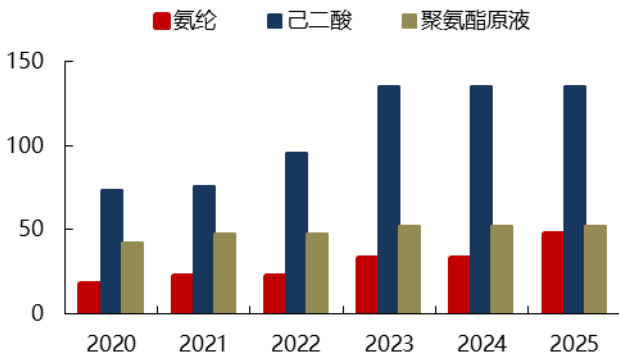
截至 2025 年底，公司拥有浙江、重庆两大生产基地，分别位于瑞安经济开发区和重庆涪陵白涛化工园区。其中氨纶、聚氨酯原液在瑞安、重庆皆有布局，己二酸产能布局在重庆基地。截至 2026Q1，公司氨纶产能 47.5 万吨/年，另有 25 万吨/年在建产能；公司在建 BDO、PTMEG、合成氨产能，用于配套氨纶的产业链上游，一期项目公司预计也将于 2026 年底前建设完成。

图2: 公司产能情况 (万吨/年) (截至 2026Q1)

产品	基地	现有产能	在建产能	投产时间
氨纶	瑞安	6.5	20	分两期实施, 第一期10万吨, 建设期预计36个月; 第二期建设期预计24个月, 具体建设进展以公司公告为准
	重庆	41.0	5	处于前期规划阶段及办理各种行政许可阶段, 预计不超过21个月, 根据施工进度以及设备到货情况调整进度
己二酸	重庆	135.5		
聚酯多元醇	瑞安	42		
聚氨酯原液	瑞安	52		
BDO	重庆		25	
PTMEG	重庆		24	公司预计一期将于2026年底前建设完成
合成氨	重庆		30	

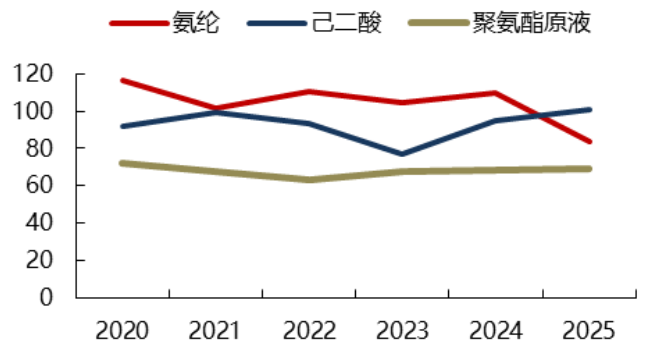
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司产品产能 (万吨/年)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司产品产能利用率 (%)

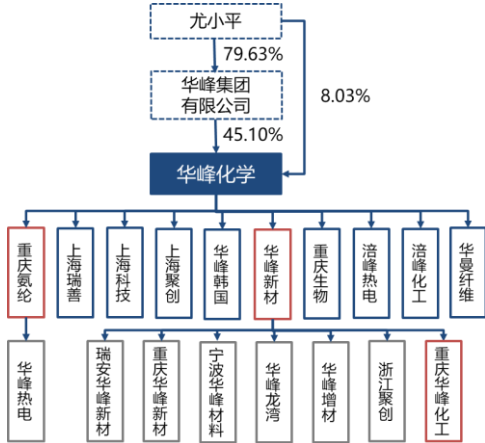


数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2025 年氨纶产能利用率低的原因: 15 万吨/年产能于 2025Q4 投入使用

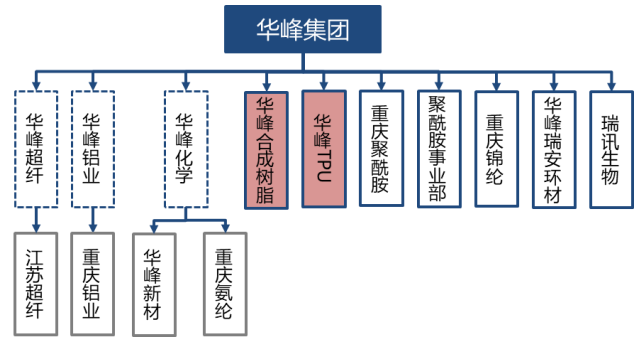
华峰化学是华峰集团控股子公司。华峰集团作为全球最大的聚氨酯制品材料制造企业, 对华峰化学有明显增益: 1) 原料采购优势。华峰集团是全球头部 MDI 采购商, 采购规模庞大, 携手巴斯夫、万华化学达成长期战略合作, MDI 原料采购议价能力突出。2) 动力配套优势。华峰化学新增氨纶产能可依托集团自有热电子公司, 复用现有供热、供电公辅设施, 省去额外基建投入, 产业协同优势显著。3) 资产注入预期。集团曾于 2019 年注入聚氨酯核心资产华峰新材, 并计划于 2026 年底前继续注入两家核心子公司 (华峰合成树脂、华峰 TPU), 完善聚氨酯高端应用布局, 打通全产业链, 有望进一步增厚公司业绩。

图5: 华峰化学股权结构 (截至 2025 年底)



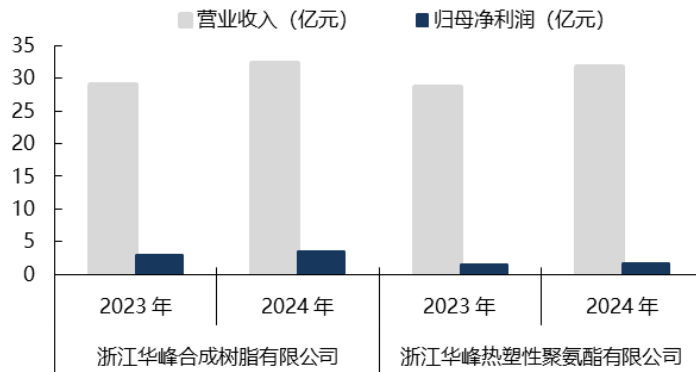
数据来源: Wind, 东吴证券研究所
注: 标红色框的为对公司净利润影响达 10% 的子公司

图6: 华峰集团股权结构 (截至 2024 年底)



数据来源: 华峰集团 ESG 报告, 东吴证券研究所
注: 标红色底色的为集团公司预计将在 2026 年注入的两大资产

图7: 华峰集团拟于 2026 年底前注入两家子公司

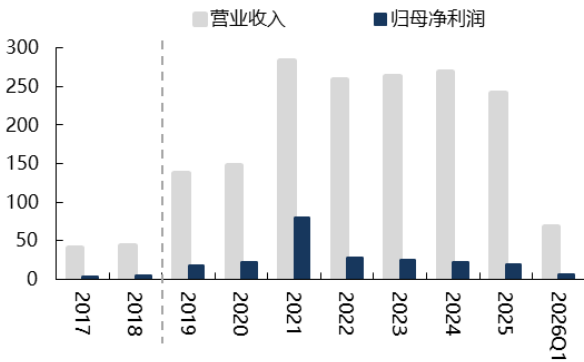


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 业务拆分：氨纶、己二酸、聚氨酯原液业务三足鼎立

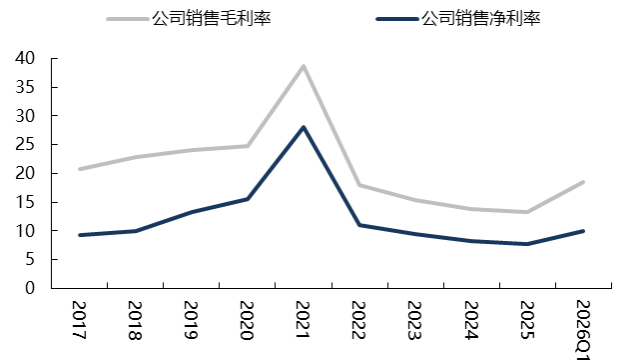
氨纶、己二酸业务迎来向上拐点，公司盈利水平有望持续向好。自2019年公司收购华峰新材后，营收与归母净利润明显提升，业务可分为三类：氨纶、基础化工业务（主要为己二酸），化工新材料（主要为聚氨酯原液、聚酯多元醇）。2022-2025年，公司毛利率、净利率水平整体略有下滑，主要系氨纶行业竞争激烈，产品价格始终承压。2026Q1，公司毛利率18.5%（同比+5.0pct），主要系氨纶、己二酸产品价格底部回升，公司盈利情况改善。

图8：华峰化学营收、归母净利润（亿元）



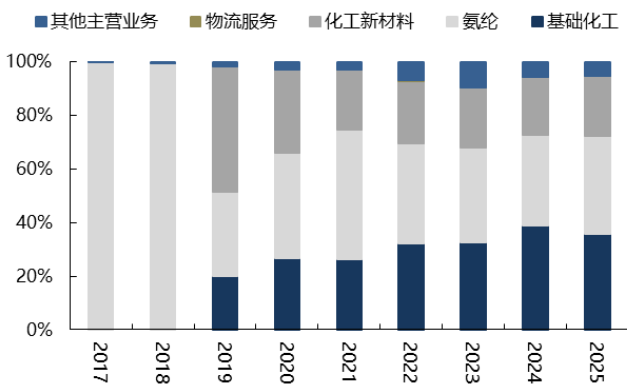
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：华峰化学销售毛利率、销售净利率（%）



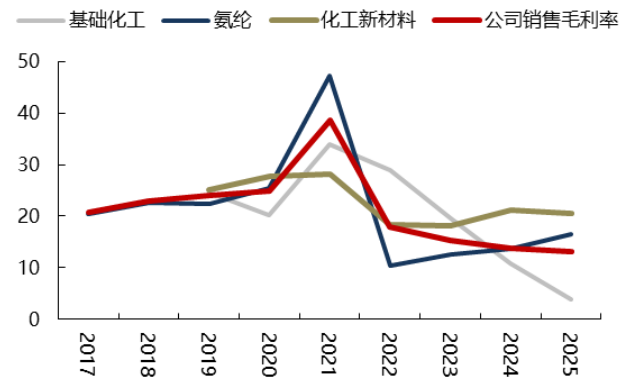
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：华峰化学营收拆分（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：华峰化学各业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

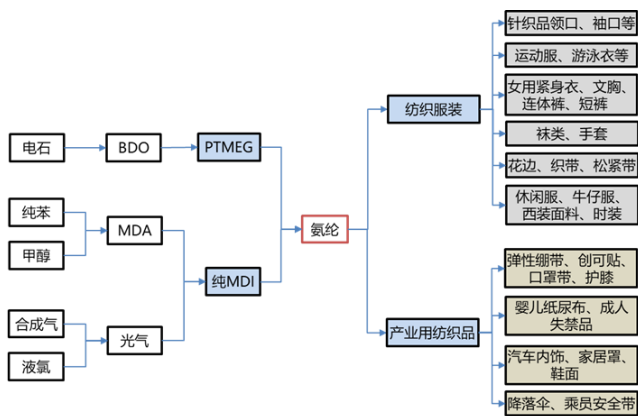
2. 氨纶：景气度反转向上，看好行业龙头盈利水平提升

2.1. 氨纶基本情况：纺织业的“工业味精”，回弹性好，添加比例低

氨纶是一种广泛应用于服装和其他纺织品中的弹性纤维。氨纶全称聚氨基甲酸酯纤维，主要原料包括纯 MDI 和 PTMEG（聚醚多元醇）。从结构上看，其主要分为软段和硬段两部分：其中软段多为长链的聚醚，使得氨纶有良好的拉伸性能；而硬段则使得氨纶有良好的回弹性能和一定的强度。

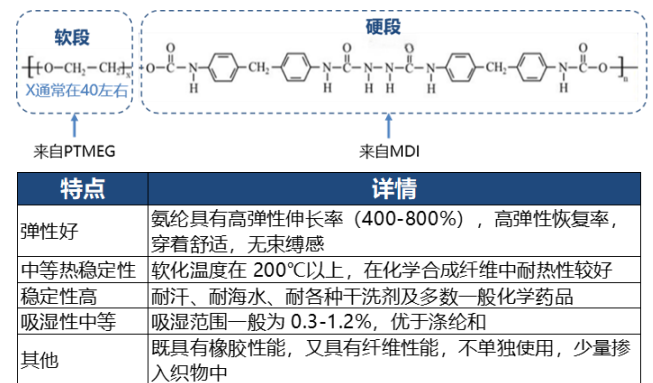
氨纶被称为纺织品的“味精”，在织物中以约 2%~5%的比例少许掺入，便可显著提高织物性能和档次，是舒适、时尚的代名词。氨纶一般不单独使用，而是主要添加在其他织物中混纺，常被添加在紧身衣、运动服、泳装等对弹性和贴身度要求较高的服饰中。此外，氨纶还常被添加在医疗绷带、尿不湿等卫生用品中。

图12：氨纶上下游产业链



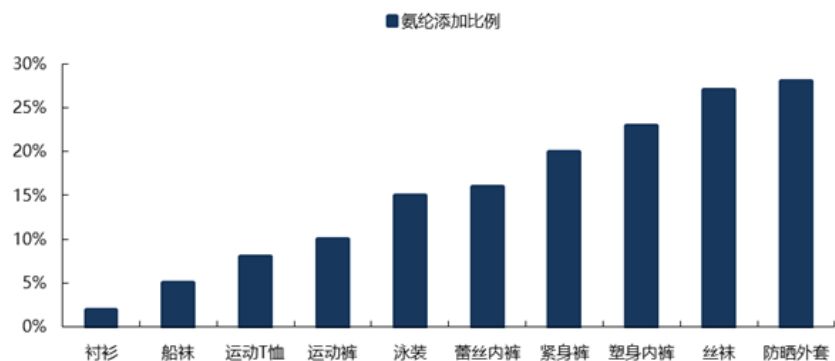
数据来源：智研咨询，华峰氨纶招股说明书，东吴证券研究所

图13：氨纶性能优异



数据来源：智研咨询，华峰氨纶招股说明书，东吴证券研究所

图14：氨纶在各品类服装领域的添加比例（截至 2023 年底）

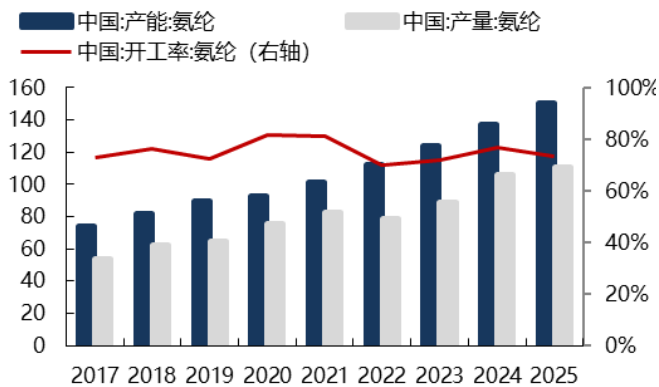


数据来源：观研天下，东吴证券研究所

我国是全球氨纶的主产国，国内氨纶供需两端均有明显增长。根据百川盈孚，2025年我国氨纶产能143万吨/年，约占全球总产能的77%。2017-2025年，我国氨纶产能、表观消费量CAGR分别为10%、11%，供给端与需求端均有明显增长。

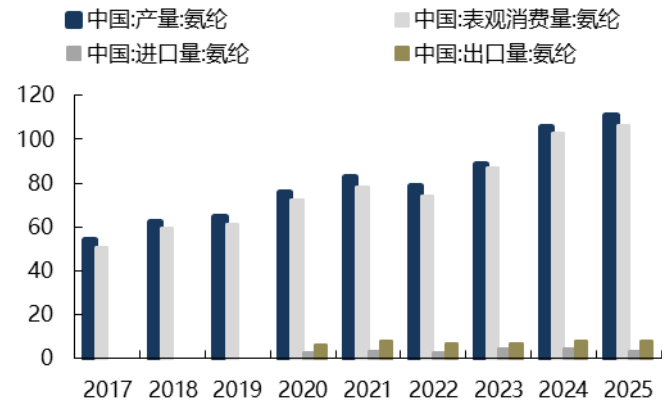
氨纶行业竞争激烈，行业整体开工率不高。随着我国氨纶产能持续扩张，行业竞争较为激烈，中国氨纶行业开工率有所走低。根据百川盈孚，2025年我国氨纶行业内仍有多数企业处于亏损状态。

图15: 我国氨纶产能、产量、开工率(万吨/年, %)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图16: 我国氨纶产量、进出口量、表观消费量(万吨/年)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

我国氨纶行业集中度高，2025年氨纶产能CR5=84%。截至2026Q1，我国氨纶企业产能由大到小排序：华峰化学（47.5万吨/年）、晓星氨纶（24.6万吨/年）、诸暨华海（22.5万吨/年）、新乡化纤（22万吨/年）、泰和新材（10万吨/年），行业头部效应明显。

氨纶行业部分产能已被淘汰，行业有序扩产，2026年及以后氨纶产能投放节奏由华峰化学、新乡化纤主导。1) 淘汰产能方面，2025年我国合计淘汰氨纶产能5.8万吨/年(连云港杜钟氨纶、泰光化纤)。2) 新增产能方面，2025年，我国氨纶新增产能来自：华峰重庆（15万吨/年）、晓星宁夏（3.6万吨/年）、莱卡银川（1万吨/年）。2026年后，华峰化学计划在浙江瑞安基地新增规划20万吨/年高性能低碳化数智化氨纶项目（第一期：10万吨/年，建设期预计36个月；第二期：10万吨/年，建设期预计24个月），计划在重庆基地新增规划5万吨/年氨纶项目（处于前期规划阶段及办理各种行政许可阶段，预计不超过21个月，根据施工进度及设备到货情况调整进度）；新乡化纤也规划新增10万吨/年氨纶产能（第一期：将建设5万吨/年氨纶产能，公司预计将于2026Q1开工，建设工期14个月）。

表1: 我国氨纶企业产能情况 (万吨/年) (截至 2026Q1)

企业	地点	2025年产能	2026E产能	2027E产能
华峰化学	重庆	41.0	41.0	41.0
	浙江	6.5	6.5	6.5
晓星氨纶	宁夏	9.6	9.6	9.6
	衢州	6.0	6.0	6.0
	嘉兴	5.4	5.4	5.4
	珠海	2.8	2.8	2.8
	广东	0.8	0.8	0.8
诸暨华海	浙江	22.5	22.5	22.5
新乡化纤	河南	22.0	22.0	27.0
泰和新材	宁夏	8.5	8.5	8.5
	山东	1.5	1.5	1.5
恒申合纤	福建	4.0	4.0	4.0
福建恒聚	福建	3.0	3.0	3.0
厦门力隆	福建	2.9	2.9	2.9
创莱纤维(佛山)	广东	2.5	2.5	2.5
杭州邦联	浙江	2.5	2.5	2.5
诸暨清荣新材	浙江	2.5	2.5	2.5
杭州舒尔姿	浙江	2.3	2.3	2.3
浙江四海	浙江	1.9	1.9	1.9
莱卡银川	宁夏	1.0	1.0	1.0
浙江中柏	浙江	0.9	0.9	0.9
山东如意	山东	0.6	0.6	0.6
淮安桥新	江苏	0.4	0.4	0.4
杭州旭化成	浙江	0.3	0.3	0.3
合计		151	151	156
产能同比增量		13.8	0.0	5.0
产能同比增速		10%	0%	3%

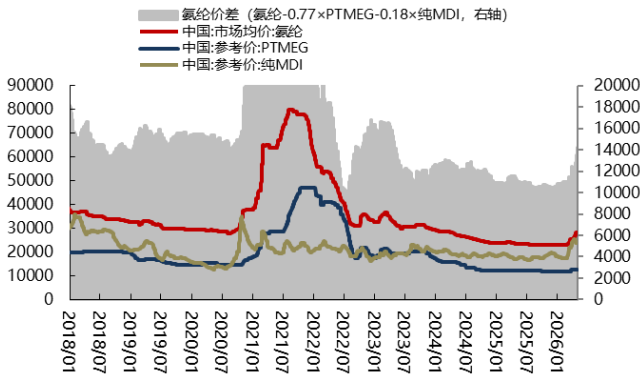
数据来源: 百川盈孚, Wind, 东吴证券研究所

2.2. 氨纶价格复盘: 地缘冲突下, 成本端支撑氨纶价格上行, 看好氨纶行业景气度修复

氨纶价格受供需驱动, 上一轮氨纶大周期始于 2020 年 8 月, 主要系: 1) 需求端: 欧美主要服装市场逐步复苏, 而东南亚疫情严重导致生产能力受限, 大量纺织订单回流中国, 直接拉动氨纶需求。此外, 疫情常态化情况下, 运动休闲服装需求快速增长, 特别是瑜伽服等产品风靡, 显著提升了氨纶需求。2) 成本端: 氨纶主要原料 PTMEG 的 upstream BDO (1,4-丁二醇) 价格明显上涨。2020Q3, 我国颁布更加严格的限塑令, 可降解材料 PBAT 的需求猛增, 导致 PBAT 的原材料 BDO 出现供不应求的局面, 推高 BDO 价格, 进而对氨纶成本端有明显的支撑。

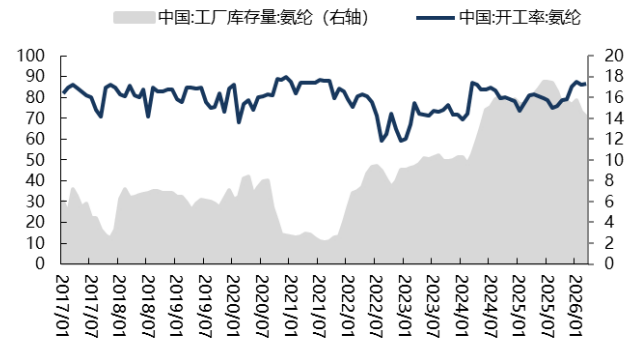
2026 年地缘因素推动下, 氨纶原材料端存在支撑, 叠加行业库存低位, 氨纶价格及价差明显修复。2026 年以来, 氨纶企业协同提价意愿显著增强; 叠加地缘因素支撑纯 MDI 等原料价格走强, 氨纶价格迎来明显上行。根据百川盈孚, 1-4 月的氨纶平均价格分别为 23019、23100、24406、26937 元/吨, 平均价差分别为 10844、11017、11393、12161 元/吨。同时我国氨纶库存处于低位, 产品价格及价差明显上涨。

图17: 氨纶价格及价差 (元/吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图18: 我国氨纶开工率及库存 (% , 万吨)



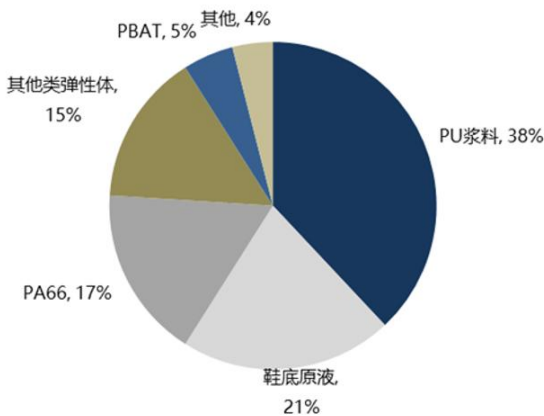
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

3. 己二酸: 反内卷推动景气度底部反转, 盈利水平改善

3.1. 己二酸基本情况: 下游需求集中于聚氨酯及 PA66, 华峰化学是国内己二酸龙头

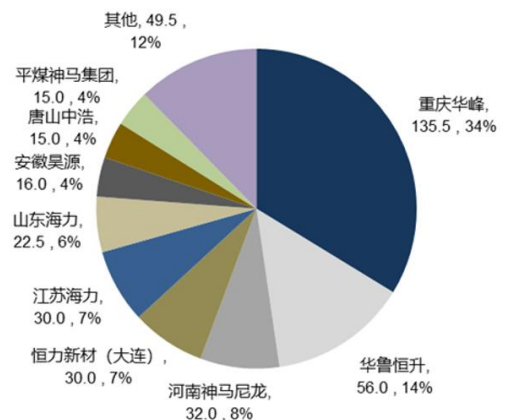
己二酸是重要基础化工原料, 行业供需格局优化。从应用领域上来看, 2025 年, 我国己二酸下游主要用于: PU 浆料(占比 38%)、鞋底原液(占比 21%)、PA66(占比 17%) 等。从竞争格局上来看, 己二酸行业集中度高, 华峰化学是我国最大的己二酸生产企业。此前我国己二酸供给端过剩较为明显, 2021-2024 年我国己二酸产能从 275 万吨/年提升至 402 万吨/年, 2025 年无新增产能投放, 开工率同比提升, 部分消化前期产能。具体企业来看, 2025 年, 华峰重庆己二酸产能 135.5 万吨/年, 居行业首位, 国内市占率 34%; 其次是华鲁恒升, 己二酸产能 56 万吨/年, 国内市占率 14%。新增产能方面, 根据百川盈孚, 2026 年仅福化古雷计划新增 30 万吨/年。

图19: 2025 年我国己二酸下游应用领域



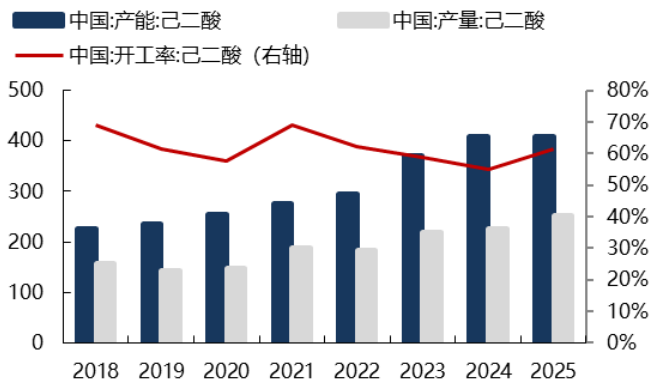
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图20: 2025 年我国己二酸竞争格局



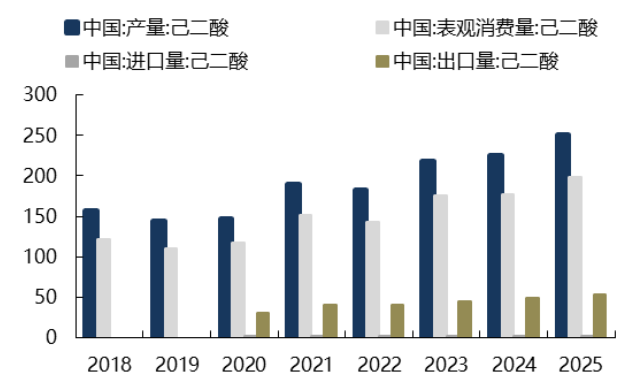
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图21: 我国己二酸产能、产量、开工率 (万吨/年, %)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图22: 我国己二酸产量、进出口量、表观消费量 (万吨/年)

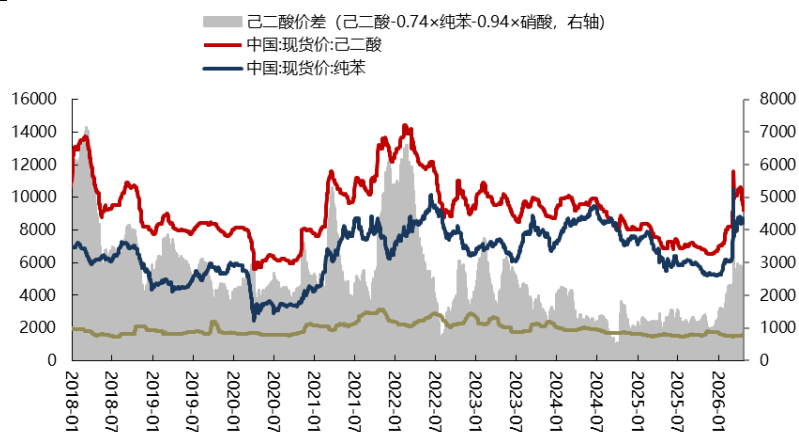


数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

3.2. 己二酸价格复盘: 前期价格价差持续磨底, 2025Q4起景气度底部反转

2022-2025年,我国己二酸的价格整体下行,价差磨底,主要系行业产能快速扩张,而下游需求增速慢于供给增速,部分企业处于长期亏损状态,行业进一步走向集中化。2025Q4起,我国己二酸龙头带头进行行业自律,推动行业高质量发展,产品盈利水平底部回升。进入2026年3月,在地缘冲突的推动下,纯苯价格快速上升,己二酸的成本端存在支撑,价格中枢上行。我们看好行业新增产能有限的情况下,叠加龙头企业自律减产,行业景气度整体修复。

图23: 我国己二酸价格价差情况 (元/吨)



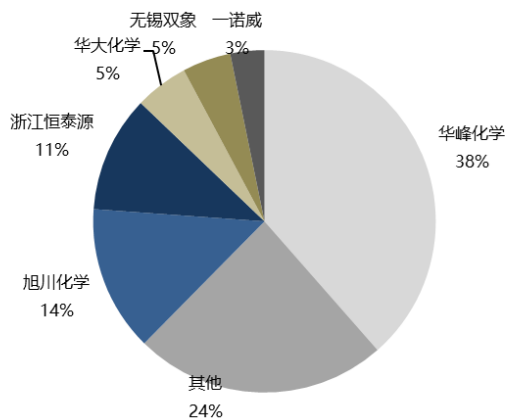
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

4. 聚氨酯原液：公司为全球龙头，产品应用于传统及新兴领域

国内鞋底原液供给集中，公司作为龙头企业产能占比较高，中小规模鞋底原液企业开工及产能利用率明显不足。2023 年底，公司鞋底原液产能国内第一，产能占比达 38%。截至 2025 年底，公司聚氨酯原液产能 52 万吨/年。

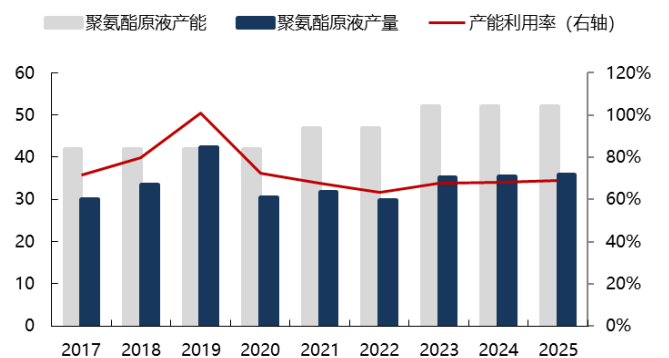
公司鞋用聚氨酯原液应用于传统及新兴领域，盈利能力较为稳健。公司聚氨酯原液主要应用于聚氨酯鞋底，可以作为皮鞋、运动鞋、休闲鞋、劳保鞋等鞋类的鞋底生产，应用范围广泛。公司聚氨酯原液产品销往全球 20 多个国家和地区，并建有完善的国内外销售和服务网络，世界著名运动产品制造企业，如阿迪达斯、斯凯奇、UGG、安踏、李宁、中乔、特步等，都直接或间接使用公司产品。同时，公司不断研发创新，相继开发出了 Serefon 生物基鞋材、Linxfon 透明鞋底、高弹中底等产品。此外，公司制品用聚氨酯原液可用于制造低速轮胎、高铁垫片、运动器材、家具、记忆枕、3D 打印、新能源电池等。公司主导产品“聚峰”牌聚氨酯原液系列产品，荣获“浙江名牌产品”与“中国石油和化学工业知名品牌产品”等称号。

图24：2023 年我国鞋底原液企业产能市场份额情况



数据来源：率捷咨询，东吴证券研究所

图25：华峰化学聚氨酯原液产能、产量、开工率（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2019 年及之前数据为并购前华峰新材的数据

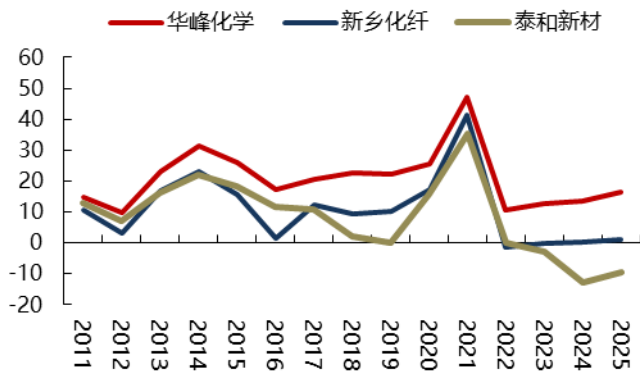
5. 同业对比：华峰化学长期处于龙头地位

5.1. 同业对比 1：华峰氨纶业务规模效应显著

公司氨纶毛利率领先：公司氨纶毛利率长期高于同行业公司，保持相对可观盈利水平，在行业处于底部时，仍能保持相对较高开工率和盈利能力。

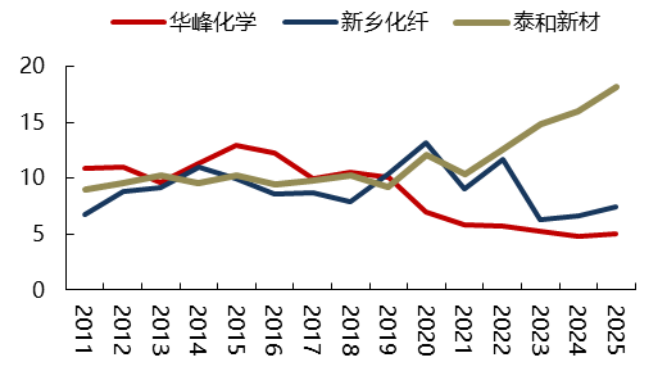
公司期间费用率更低：2011-2025 年公司氨纶产销量实现持续快速扩张，销量 CAGR 达 21%。随着产销量的扩张，单位产品的固定成本、期间费用得以进一步摊薄，驱动公司成本端优势持续强化，为业绩增长提供坚实支撑。

图26： 同行业公司氨纶毛利率（%）



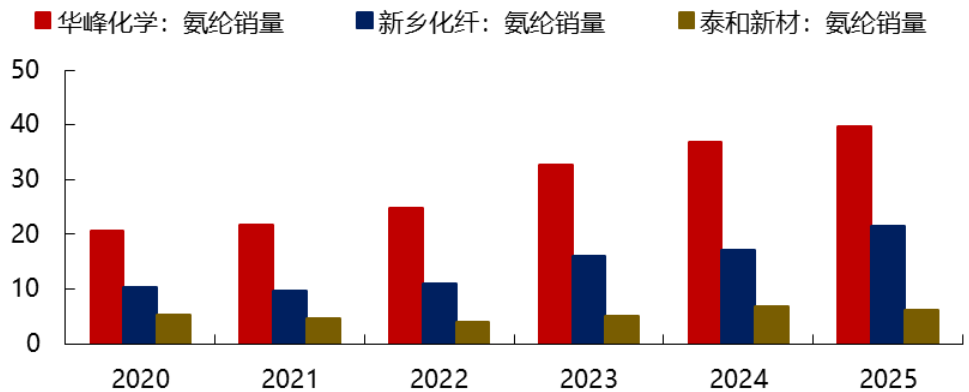
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27： 同行业公司期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28： 同行业公司氨纶销量对比（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年泰和新材披露口径变更，此处采用先进纺织品的销量

5.2. 同业对比 2: 华峰氨纶单吨投资额远低于同业水平

公司单吨投资额更低，自身持续优化升级：公司各氨纶项目的单吨投资额中枢约 20000 元/吨，显著低于同业。公司成本护城河坚实，进一步强化盈利韧性。

表2: 同行业公司氨纶项目及投资额梳理

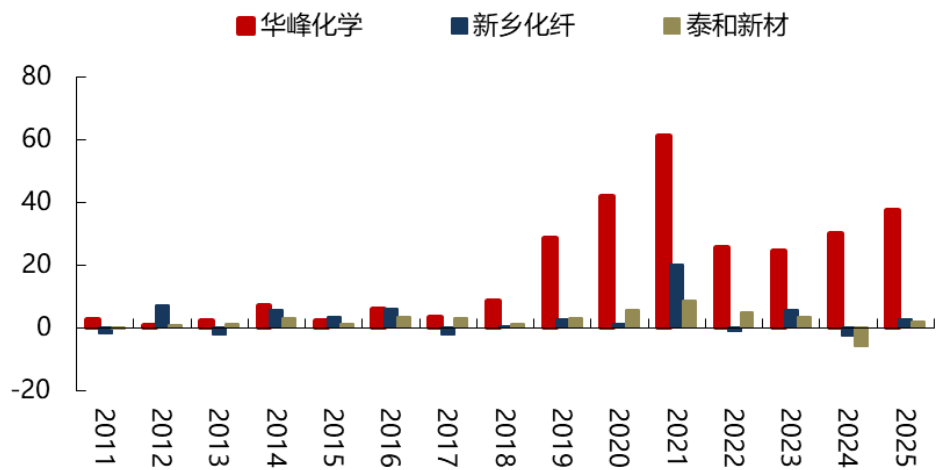
公司名称	项目名称	投资额 (亿元)	产能 (万吨/年)	单吨投资额 (元)	平均单吨投资额 (元)
华峰化学	重庆6万吨差别化氨纶	20	6	33333	20715
	重庆10万吨差别化氨纶	26	10	26300	
	重庆25万吨差别化氨纶 (原30万吨)	38	25	15200	
	瑞安20万吨高性能低碳化数智化氨纶新材料扩建项目	36	20	18000	
	重庆5万吨高品质高性能差别化氨纶扩建项目	5	5	10740	
新乡化纤	10万吨超细旦氨纶纤维项目	33	10	32880	26093
	功能性氨纶纤维项目一期工程 (超细旦氨纶纤维5万吨)	12	5	24400	
	功能性氨纶纤维项目二期工程 (超细旦氨纶纤维5万吨)	11	5	21000	
泰和新材	1.5万吨高效差别化粗旦氨纶工程项目	4.5	1.5	30000	32222
	6万吨环保型差别化氨纶一期	10	3	33333	
	6万吨环保型差别化氨纶二期	10	3	33333	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.3. 同业对比 3: 华峰经营性现金流净额更优，有持续造血能力

华峰化学经营活动现金流规模领先同业且稳定性强，近年持续保持高量级正向流入。2018-2021 年，公司现金流情况持续向好，经营性现金流净额最高在 2021 年超过 60 亿元。2022-2025 年，公司经营性现金流净额稳健增长，2025 年达到 37.4 亿元。

图29: 同行业公司经营性现金流净额对比 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 关键假设与盈利预测

1) **氨纶**: 截至 2026Q1, 公司氨纶总产能已达 47.5 万吨/年, 并有 25 万吨/年产能在建, 我们预计公司氨纶产能有序推进。2026 年起, 氨纶价格、价差上升, 我们预计公司氨纶业务毛利率上升。随着公司规模优势逐渐扩大, 盈利水平有望继续向好。

2) **基础化工**: 该业务以己二酸产品为主, 在国内反内卷的加持下, 行业景气度底部回升。公司作为行业龙头, 毛利率有所修复, 我们预计公司盈利水平改善。

3) **化工新材料业务**: 该业务以聚氨酯原液、聚酯多元醇为主。受益于鞋底原液市场持续扩大, 公司 52 万吨/年聚氨酯原液产能持续释放, 我们预计盈利能力保持稳健增长。

综上, 在不考虑集团公司资产注入的情况下, 我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 296、299、329 亿元, 同比增速分别为+23%、+1%、+10%; 归母净利润分别为 31、34、41 亿元, 同比增速分别为+69%、+8%、+21%。

表3: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2024	2025	2026E	2027E	2028E
化学纤维	营收 (亿元)	90.5	87.8	126.0	126.0	152.6
	营收yoy		-3%	43%	0%	21%
	成本 (亿元)	78.1	73.3	99.6	98.3	117.5
	成本yoy		-6%	36%	-1%	20%
	毛利率 (%)	14%	17%	21%	22%	23%
基础化工	营收 (亿元)	104.7	86.9	99.3	99.3	99.3
	营收yoy		-17%	14%	0%	0%
	成本 (亿元)	93.4	83.5	92.4	91.4	90.4
	成本yoy		-11%	11%	-1%	-1%
	毛利率 (%)	11%	4%	7%	8%	9%
化工新材料	营收 (亿元)	58.4	54.0	56.7	59.5	62.5
	营收yoy		-8%	5%	5%	5%
	成本 (亿元)	46.0	42.8	45.0	47.2	49.6
	成本yoy		-7%	5%	5%	5%
	毛利率 (%)	21%	21%	21%	21%	21%
其他	营收 (亿元)	15.6	13.3	14.4	13.8	14.1
	营收yoy		-15%	9%	-4%	2%
	成本 (亿元)	14.5	10.4	11.5	11.0	11.3
	成本yoy		-28%	11%	-5%	3%
	毛利率 (%)	7%	22%	20%	21%	20%
合计	营收 (亿元)	269	242	296	299	329
	营收yoy		-10%	23%	1%	10%
	成本 (亿元)	232	210	248	248	269
	成本yoy		-9%	18%	0%	8%
	毛利率 (%)	14%	13%	16%	17%	18%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6.2. 估值与评级

公司是国内氨纶、聚氨酯综合制品的行业龙头，作为参照，我们选取了新乡化纤、泰和新材作为可比公司，三家企业均布局氨纶业务，行业周期、下游应用场景类似，适合进行横向对比。

截至 2026 年 4 月 30 日，可比公司 2026-2028 年 PE 均值为 40、29、23 倍，公司 2026-2028 年 PE 为 19、17、14 倍，2026-2028 年的估值水平整体低于可比公司均值。考虑到公司的氨纶、己二酸两大主业景气度底部反转向上，且公司产能均为国内最大，成本优势领先，业绩弹性显著。叠加公司将继续深耕氨纶行业，扩大规模优势。首次覆盖给予“买入”评级。

表4：可比上市公司相对估值（参考 2026 年 4 月 30 日收盘价）

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000949.SZ	新乡化纤	8.1	134	2.0	5.8	7.5	10.1	68	23	18	13	2.0	1.8	1.7	1.5
002254.SZ	泰和新材	11.3	97	0.4	1.7	2.4	3.0	234	56	40	32	1.4	1.3	1.3	1.3
行业平均								151	40	29	23	1.7	1.6	1.5	1.4
002064.SZ	华峰化学*	11.8	584	18.6	31.4	33.9	41.2	31	19	17	14	2.1	2.0	1.8	1.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：标*为自行预测，其余为 2026 年 4 月 30 日的 Wind 一致预期

7. 风险提示

1) 市场竞争加剧风险: 若氨纶、己二酸或聚氨酯制品行业的产能进一步扩张,可能会加剧行业供给过剩的风险,进而可能导致行业竞争格局恶化,盈利能力下降。

2) 氨纶行业需求偏弱风险: 氨纶为公司传统主业,市场需求受下游化工行业的景气度影响,并最终与居民的生产生活紧密相关。若氨纶价格持续攀升,行业需求低迷,而供给持续过剩,将对公司未来盈利能力产生不利影响。

3) 原材料价格波动风险: 公司生产以大宗化工品为核心原料,其价格受国际油价、市场供需及进出口政策等多重因素驱动,波动幅度较大。若原料价格出现大幅涨跌,而公司产品售价及经营策略无法及时传导成本变动,将直对公司经营业绩产生影响。

华峰化学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	20,818	23,143	25,846	30,035	营业总收入	24,198	29,646	29,871	32,851
货币资金及交易性金融资产	9,074	9,985	12,539	15,588	营业成本(含金融类)	21,007	24,847	24,788	26,871
经营性应收款项	6,160	7,269	7,378	8,115	税金及附加	115	129	134	149
存货	3,737	4,211	4,232	4,609	销售费用	235	296	275	317
合同资产	0	0	0	0	管理费用	384	468	466	517
其他流动资产	1,846	1,678	1,697	1,724	研发费用	638	896	863	936
非流动资产	16,065	16,512	16,518	16,217	财务费用	(44)	(34)	(47)	(86)
长期股权投资	922	922	922	922	加:其他收益	313	356	359	405
固定资产及使用权资产	10,648	10,737	10,731	10,590	投资净收益	213	296	234	292
在建工程	2,132	2,506	2,565	2,452	公允价值变动	18	0	0	0
无形资产	1,335	1,288	1,241	1,194	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(5)	(3)	(2)	(4)
长期待摊费用	56	56	56	56	营业利润	2,369	3,693	3,984	4,839
其他非流动资产	972	1,003	1,003	1,003	营业外净收支	(235)	(145)	(143)	(174)
资产总计	36,884	39,655	42,365	46,251	利润总额	2,134	3,549	3,841	4,665
流动负债	8,177	8,636	8,709	9,309	减:所得税	262	390	422	513
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,395	2,399	2,399	2,399	净利润	1,871	3,158	3,418	4,152
经营性应付款项	5,059	5,362	5,424	5,952	减:少数股东损益	14	22	24	29
合同负债	149	195	201	216	归属母公司净利润	1,858	3,136	3,394	4,123
其他流动负债	574	681	685	743	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.37	0.63	0.68	0.83
非流动负债	1,367	1,358	1,358	1,358	EBIT	2,098	3,515	3,793	4,579
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,632	5,100	5,487	6,381
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.19	16.19	17.02	18.20
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	7.68	10.58	11.36	12.55
其他非流动负债	1,366	1,357	1,357	1,357	收入增长率(%)	(10.15)	22.51	0.76	9.98
负债合计	9,545	9,994	10,067	10,667	归母净利润增长率(%)	(16.32)	68.84	8.23	21.47
归属母公司股东权益	27,339	29,638	32,251	35,508					
少数股东权益	1	23	47	76					
所有者权益合计	27,339	29,660	32,298	35,584					
负债和股东权益	36,884	39,655	42,365	46,251					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,740	3,584	5,013	5,369	每股净资产(元)	5.51	5.97	6.50	7.16
投资活动现金流	(2,911)	(1,763)	(1,611)	(1,386)	最新发行在外股份(百万股)	4,963	4,963	4,963	4,963
筹资活动现金流	(1,320)	(911)	(849)	(934)	ROIC(%)	6.22	10.12	10.11	11.22
现金净增加额	(432)	911	2,554	3,049	ROE-摊薄(%)	6.79	10.58	10.52	11.61
折旧和摊销	1,534	1,584	1,694	1,802	资产负债率(%)	25.88	25.20	23.76	23.06
资本开支	(1,632)	(2,147)	(1,845)	(1,678)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.42	18.61	17.19	14.15
营运资本变动	476	(1,060)	(77)	(539)	P/B(现价)	2.13	1.97	1.81	1.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>