



公司研究 | 深度报告 | 君正集团 (601216.SH)

煤化工及物流双驱动，底部韧性十足

报告要点

公司是能源化工和化工品物流双龙头。能源化工产品景气普遍位于底部，产品基本具备高电耗、高碳排特点，“十五五”中国推进双碳升级，诸产品或有望迎来反转，公司打造起全产业链，较同行拥有较强的成本竞争力；同时公司进一步建立化工品物流护城河，推进船队规模增长。简言之，公司具备周期涨价的弹性与产品扩张的成长性。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王呈

SAC: S0490525040004

煤化工及物流双驱动，底部韧性十足

公司概况：能源化工循环经济+全球液体化工物流双轮驱动

公司主营业务主要分为能源化工板块和化工物流板块，**能源化工板块**构建了完整的“煤—电—氯碱化工”“煤—电—特色冶金”和“煤焦化—甲醇—BDO—PTMEG”纵向一体化循环经济产业链，产品年产能包括 80 万吨 PVC、55 万吨烧碱、238 万吨电石、28 万吨硅铁、300 万吨焦化（55 万吨甲醇、30 万吨 BDO、12 万吨 PTMEG）、135 万吨水泥熟料；**化工品物流板块**，公司控制船队规模为 104.1 万吨，已经成为中国最大的液体化学品船东、世界第五的不锈钢化学品船东，控制罐队规模为 4.4 万台，成为市场份额亚洲第一、全球第三的集装箱物流服务商。

能源化工板块：底部韧性十足，加速绿色转型

氯碱工业：PVC 主要应用在地产等行业，近年来消费增速显著高于羸弱的地产行业，且外需增长加快，2026 年后国内新增产能大幅放缓，PVC+烧碱行业基本触底，后续需求或者供给端的扰动（例如淘汰落后产能、能耗双控、加快使用无汞触媒）或将带来行业较大的景气弹性。公司与同行业 7-8 家上市公司对比，PVC+烧碱毛利率基本排名都为第一。**硅铁**：硅铁是典型高耗能铁合金品种，与氯碱类似，上一轮能耗双控时期价格大幅上行，2023-2025 年中小企业普遍陷入亏损并持续出清，公司凭借显著的成本优势，在行业底部仍维持微利。**焦化**：近两年行业盈利持续承压，焦化企业普遍加大副产品深加工布局。公司形成了以甲醇-BDO-PTMEG 为核心的焦炭一体化深加工产业链。其中甲醇供需平衡表较好，在美伊冲突下快速迎来反转。

2024-2025 年公司能源化工产品景气普遍位于底部，我们选取同类产品的上市公司对比，公司在收入（排名第三）、净利润（排名第一）、ROE（排名第一）、利润率（排名第一）上均处于前列，**具有较强的阿尔法优势**。公司产品基本具备高电耗、高碳排放特点，“十五五”中国碳排放双控代替能耗双控成为新的政策指挥棒，亦或成为新的供给侧改革抓手，同时公司紧抓双碳战略机遇，重点布局光伏发电项目，推动煤化工全产业链向低碳转型。

化工品物流：公司是全球领先的综合服务商，进一步拓展布局

行业层面，全球化工品产能仍在持续向中国转移，为中国运输商提供发展机遇。2022 年以来俄乌冲突，欧洲能源成本上移，化工品陆续关停产，中国出口暴增、航线拉长等共同驱动运价暴涨，2024-2025 年有所回落。预计 2026-2027 年新船交付较多，或导致运价面临一定供给压力，但全球贸易持续冲突又或拉长运距、推高风险溢价、损耗运力效率，抵消新船供给压力。

公司层面，君正物流前身为中化国际物流，1988 年起步于中化集团储运业务，2019 年被公司收购，2020 年后行业步入高景气，2023 年该业务净利润高达 13 亿元，后有所回落。公司在 2024 年达成了 20 艘船的建设协议，预计到 2027 年全部投放，届时将新增近 50% 的运力。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司能源化工产品均位于底部，较同行拥有较强的抗周期性，且产品基本都为高电耗、高碳排放，十五五推进双碳的背景下，或有望迎来反转；同时公司进一步拓展化工品物流，推进船队规模增长，预计 2026-2028 年业绩为 34.6、39.7、43.3 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、油价过高抑制全球需求，2、行业竞争加剧，
- 3、政策不确定性，4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

| | |
|---------------|-----------|
| 当前股价(元) | 5.65 |
| 总股本(万股) | 843,802 |
| 流通A股/B股(万股) | 843,802/0 |
| 每股净资产(元) | 3.54 |
| 近12月最高/最低价(元) | 6.75/4.66 |

注：股价为 2026 年 4 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 公司概况：能源化工循环经济+全球液体化工物流双轮驱动 | 6 |
| 业务介绍：布局能源化工和物流双主业 | 6 |
| 股权结构：高度集中，分红中枢抬升 | 8 |
| 财务情况：具备阿尔法，费用管控良好 | 9 |
| 能源化工板块：底部韧性十足，加速绿色转型 | 11 |
| 氯碱工业：PVC 新增产能大幅放缓，无汞化有望改善行业生态 | 12 |
| 硅铁：盈利触底，龙头维持微利经营 | 17 |
| 焦化：深加工化工品景气有望率先迎来反转 | 19 |
| 化工品物流：公司是全球领先的综合服务商，进一步拓展布局 | 23 |
| 投资建议：首次给与“买入”评级 | 27 |
| 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司发展历程 | 6 |
| 图 2：公司能源化工板块产品结构图 | 6 |
| 图 3：上海船务航线遍及全球多个国家和地区的超过 380 个港口 | 7 |
| 图 4：公司股权结构（截至 2026 年一季报） | 8 |
| 图 5：公司历史分红率情况 | 8 |
| 图 6：公司营业收入稳步增长 | 9 |
| 图 7：公司净利润变化情况 | 9 |
| 图 8：公司收入占比情况 | 9 |
| 图 9：公司毛利占比情况 | 9 |
| 图 10：公司期间费用率不断降低 | 10 |
| 图 11：公司账上现金储备丰厚 | 10 |
| 图 12：氯碱产业链 | 12 |
| 图 13：国内 PVC 生产过程中电石法的产能占比 | 13 |
| 图 14：电石下游应用分布 | 13 |
| 图 15：国内电石产能、产量和开工 | 13 |
| 图 16：电石历史价格 | 13 |
| 图 17：国内 PVC 表观消费量 | 13 |
| 图 18：中国 PVC 出口量情况 | 13 |
| 图 19：中国 PVC 行业产能增长情况 | 14 |
| 图 20：PVC 行业开工维持高位 | 14 |
| 图 21：2025 年烧碱下游应用领域 | 14 |
| 图 22：中国烧碱表观消费量 | 14 |
| 图 23：国内烧碱产能增长情况 | 14 |
| 图 24：氯碱（烧碱和 PVC）价格历史复盘 | 15 |
| 图 25：国内氯碱相关上市公司聚氯乙烯毛利率 | 16 |

| | |
|--|----|
| 图 26: 国内氯碱上市公司的烧碱毛利率 | 16 |
| 图 27: 国内氯碱上市公司毛利率 (PVC+烧碱) | 16 |
| 图 28: 硅铁产业链 | 17 |
| 图 29: 中国硅铁表观消费量 | 17 |
| 图 30: 中国硅铁出口量 | 17 |
| 图 31: 中国钢铁 PMI | 18 |
| 图 32: 中国粗钢产量近年来略有下滑 | 18 |
| 图 33: 中国硅铁行业产能、产量和开工率情况 | 18 |
| 图 34: 中国硅铁行业集中度情况 | 18 |
| 图 35: 硅铁历史价格 | 19 |
| 图 36: 鄂尔多斯和君正集团硅铁毛利率对比 | 19 |
| 图 37: 硅铁行业毛利润情况 | 19 |
| 图 38: 公司焦化产业链 (红色部分为自产产品) | 20 |
| 图 39: 中国焦炭行业产量 | 20 |
| 图 40: 焦炭-炼焦煤价格 | 20 |
| 图 41: 2025 年君正集团焦炭毛利率处于行业第一梯队 | 21 |
| 图 42: 2025 年中国甲醇行业开工率较往年上行, 供需平衡表优化 | 21 |
| 图 43: 美伊冲突致甲醇价格大幅上涨 | 21 |
| 图 44: 2025 年中国 BDO 行业开工率下滑, 供需平衡表暂未出现拐点 | 22 |
| 图 45: BDO 价格目前处于底部水平 | 22 |
| 图 46: 2025 年中国 PTMEG 行业开工率下滑, 供需平衡表暂未出现拐点 | 22 |
| 图 47: PTMEG 价格处于底部水平 | 22 |
| 图 48: 行业触底之时, 公司深加工化工品具有一定安全边际 | 22 |
| 图 49: 君正物流公司发展历史 | 23 |
| 图 50: 君正物流营业收入和净利润情况 | 23 |
| 图 51: 公司化工品物流业务毛利率有所波动 | 23 |
| 图 52: 前期中化物流时期化学品航运、集装罐物流与租赁收入占比 | 24 |
| 图 53: 前期中化物流时期化学品航运、集装罐物流与租赁毛利率情况 | 24 |
| 图 54: 液体化学品航运 | 24 |
| 图 55: 罐式集装箱运输 | 24 |
| 图 56: 全球化工行业销售额 2004&2024 年比较 (分地区) | 25 |
| 图 57: 全球液化海运行业竞争格局, 前五大占比 15% (截至 2025.6) | 25 |
| 图 58: 全球化学品船在手订单情况 (超 10000 载重吨船, 截至 2025.7) | 25 |
| 图 59: 全球液化海运行业供给与需求情况 | 26 |
| 图 60: 全球液化海运行业运价走势 | 26 |
| 图 61: 1992-2024 年全球集装罐数量 (单位: 台) | 26 |
| 表 1: 公司能源化工板块产能 | 7 |
| 表 2: 公司化工物流板块经营模式 | 7 |
| 表 3: 能源化工相关产品相关公司对比 (2025 年, 市值截至 2026 年 4 月 24 日) | 11 |
| 表 4: 公司产品碳排放强度 | 11 |
| 表 5: 公司收入和利润敏感性分析 (亿元) | 28 |

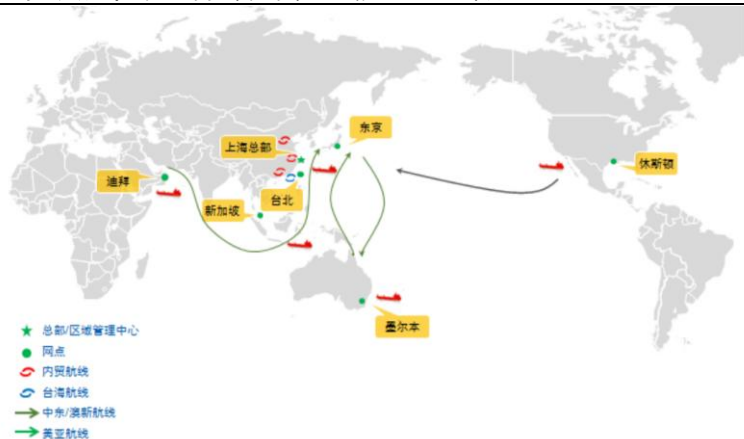
表 1: 公司能源化工板块产能

| | 设计产能 (万吨/年) | 2025 年销售量 (万吨) |
|---------|-------------|----------------|
| PVC | 80 | 88.9 |
| 烧碱 | 55 | 59.4 |
| 电石 | 238.3 | |
| 硅铁 | 28 | 33.2 |
| BDO | 30 | 18.3 |
| PTMEG | 12 | 9.6 |
| 焦化 (焦炭) | 300 | 326.3 |
| 甲醇综合利用 | 55 | 29.2 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

- 化工物流板块:** 业务范围涵盖液体化工品船运、集装罐物流、集装罐租赁及储罐码头等。经过多年发展, 公司已经成为中国最大的液体化学品船东、世界第五的不锈钢化学品船东, 市场份额亚洲第一、全球第三的集装罐物流服务商。截至 2025 年, 目前公司控制船队规模为 104.1 万吨, 控制罐队规模为 4.4 万台, 合资运营 16.65 万方储罐和 2 个 5 万吨级化工品码头, 公司在 2024 年达成了 20 艘船的建造协议, 预计在 2026-2027 年陆续交付。

图 3: 上海船务航线遍及全球多个国家和地区的超过 380 个港口



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 2: 公司化工物流板块经营模式

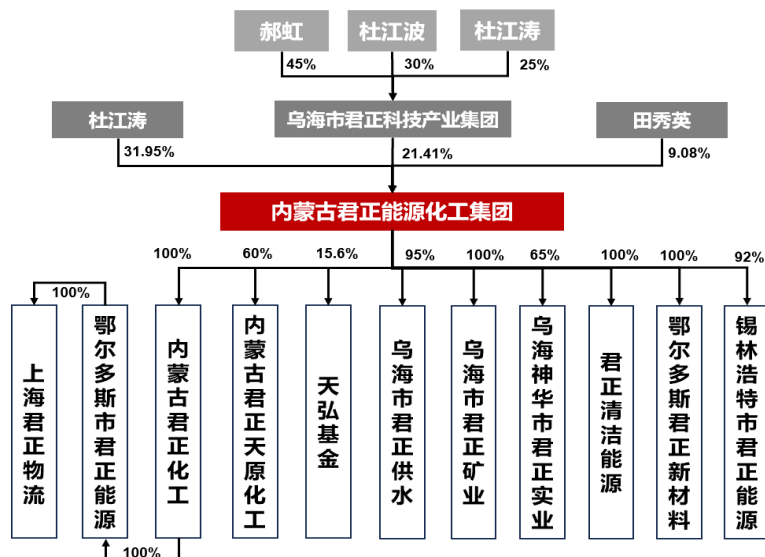
| 细分业务 | 具体内容 |
|---------|--|
| 化工品船运业务 | 主要从事液体能源化工产品的船舶运输, 主要运输产品为甲醇、对二甲苯、乙二醇、植物油、基础油等近百种液体化工产品。采取航次租船 (程租)、包运租船 (COA)、期租、经营池 (POOL) 相结合的经营模式。其中, 包运租船和航次租船是最主要的经营模式 |
| 集装罐业务 | 主要利用罐式集装箱为客户提供物流和租赁服务。集装罐租赁业务为全球客户提供罐箱租赁和技术服务, 根据客户需求量身定制适装各类化学品的特种罐设计、改造、清洗、维保等技术方案, 并利用全球网络提供应急技术响应服务 |
| 储罐码头业务 | 主要为客户提供液体化工品内外贸易进出口中转、存储, 码头、铁路和汽车装卸等服务 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

股权结构：高度集中，分红中枢抬升

公司股权高度集中。杜江涛为实际控制人，控制权稳固。杜江涛直接持股 31.95%，并通过控股平台乌海市君正科技产业集团（持股 21.41%）实现间接控制。杜江涛与君正科技合计控制公司 53.36% 股权，形成绝对控股格局，除了物流和能源化工外，公司额外持有天弘基金 15.6% 的股权。

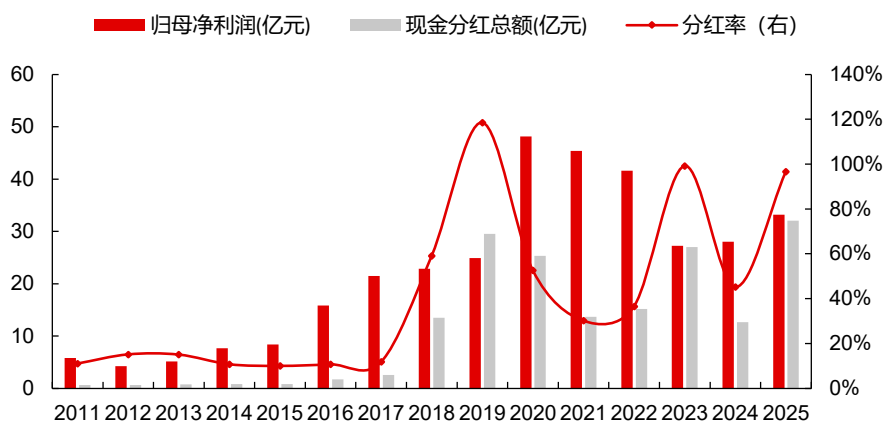
图 4：公司股权结构（截至 2026 年一季报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司分红回报中枢抬升。2011 年公司上市后累计实施现金分红 15 次，累计派现 176.9 亿元。上市以来平均分红率 51.0%，近 3 年累计现金分红(含回购)为 71.7 亿元，占最近三个会计年度年均净利润的比例为 81.1%。

图 5：公司历史分红率情况

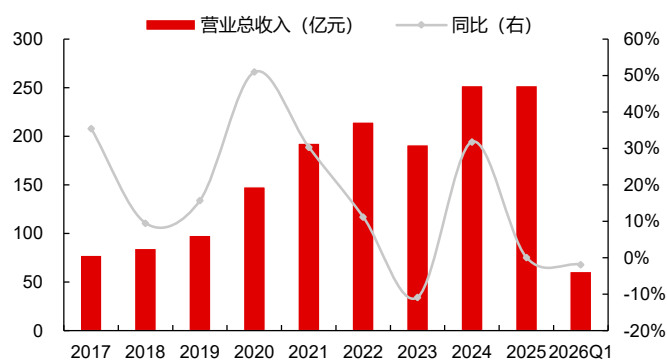


资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务情况：具备阿尔法，费用管控良好

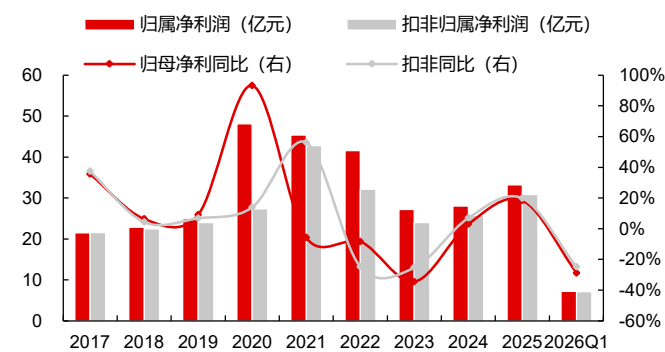
化工及物流业务同时发展，收入、利润中枢进一步抬升。近 10 年来，公司稳步扩张，2019 年公司摘牌中化物流，形成能源化工与物流双轮驱动。2024 年推进煤焦化项目，2025 年签约风光制氢项目，公司整体收入逐步上台阶。2020Q4 公司长期股权投资处置实现净利润 19.5 亿元，导致当年净利润大幅增加，2021 年能耗双控背景下，公司氯碱、电石产品盈利大幅增长，扣非利润创了盈利最高点。2022 年能源化工板块景气回落，但由于公共卫生事件后全球补库，叠加俄乌冲突拉长运距，化工品物流板块实现高景气，2022 年君正物流实现净利润 12.1 亿元，同比 2021 年增长 221.5%。2023-2025 年能源化工板块、化工品物流板块逐步下行，能源化工板块同行业上市公司步入亏损，但公司由于较好的成本管控，仍旧保有丰厚的底部利润，2025 年公司实现营业收入 252.4 亿元（同比+0.1%），归属于上市公司股东的净利润达 33.2 亿元（同比+18.3%），扣非净利润 30.8 亿元（同比+19.8%）。

图 6：公司营业收入稳步增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

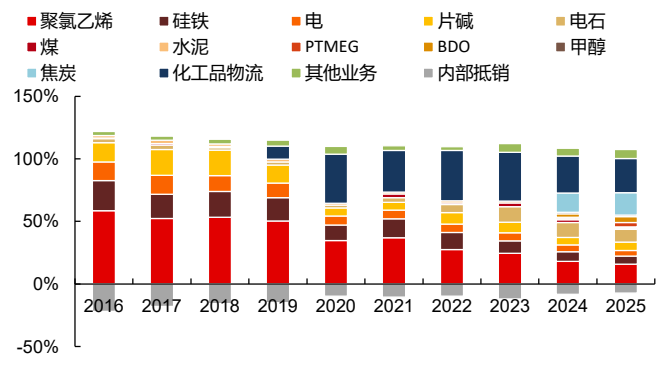
图 7：公司净利润变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

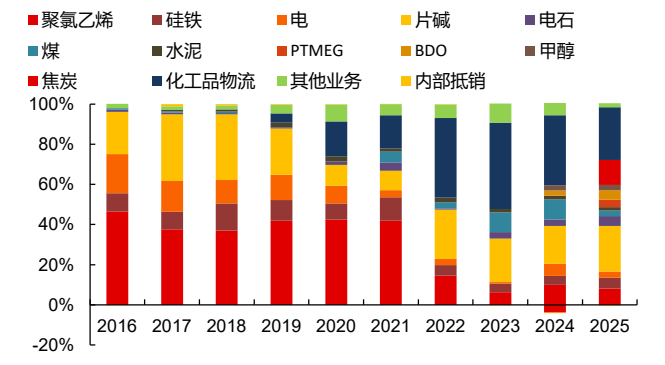
聚焦能源化工与物流。以 2025 年数据来看，公司能源化工板块和化工品物流板块收入占比分别为 72.7%、27.3%，毛利占比分别 73.8%、26.2%。其中能源化工板块以氯碱化工毛利、收入占比较高，PVC+烧碱、电石收入、毛利分别占整体的 32.8%、35.7%；硅铁业务收入、毛利占整体的 6.5%、5.3%；煤焦化产业链收入占比 27.4%，毛利贡献约为 23.5%，公司煤焦化项目在 2023-2024 年初步投产，2024 年毛利贡献较低。

图 8：公司收入占比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：公司毛利占比情况

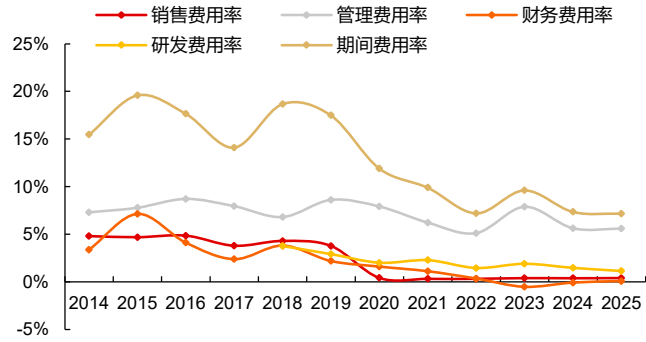


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司期间费用率低，在手现金充裕。期间费用率长年较低，并不断优化，公司销售费用率长期小于 1%，同时得益于公司优异的成本管控能力，在行业底部依然创造丰厚的利

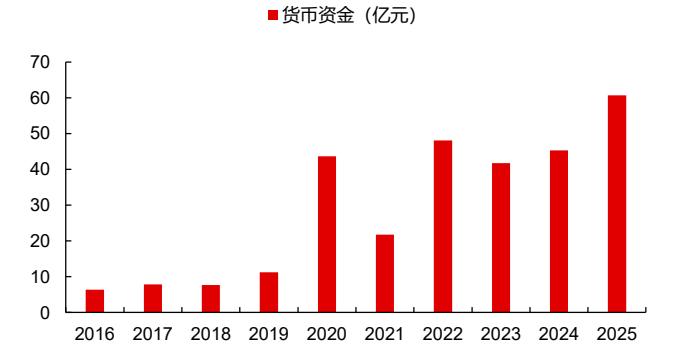
润，公司不断优化资产负债表（资产负债率长年处于 30% 的较低水平），现金储备充沛，因而保持了较低的财务费用。

图 10：公司期间费用率不断降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：公司账上现金储备丰厚



资料来源：Wind，长江证券研究所

能源化工板块：底部韧性十足，加速绿色转型

公司的能源化工板块构建了完整的“煤—电—氯碱化工”“煤—电—特色冶金”和“石灰石—电石—煤焦化—甲醇—BDO—PTMEG”纵向一体化循环经济产业链。主要产品包括聚氯乙烯树脂、烧碱、电石、硅铁、水泥熟料、煤炭、焦炭、甲醇、BDO（1,4-丁二醇）、PTMEG（聚四氢呋喃）等。**2024-2025年能源化工产品景气普遍位于底部，我们选取能源化工板块同类产品的上市公司对比，公司在收入（排名第三）、净利润（排名第一）、ROE（排名第一）、利润率（排名第一）上均处于前列，较强的抗周期韧性，为公司筑起深厚的竞争壁垒。**

表 3：能源化工相关产品相关公司对比（2025 年，市值截至 2026 年 4 月 24 日）

| 公司 | 总市值 (亿元) | 总收入 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | ROE | 毛利率 | 费用率 | 净利率 | 公司/产品介绍 (产能) |
|------|-------------|-------------|---------------|-------|-------|-------|-------|--|
| 君正集团 | 450 | 255 | 33 | 11.7% | 20.9% | 7.7% | 13.3% | 80 万吨 PVC、55 万吨烧碱、238 万吨电石、28 万吨硅铁、300 万吨焦化(55 万吨甲醇、30 万吨 BDO、12 万吨 PTMEG)、135 万吨水泥熟料以及化工品物流业务 |
| 鄂尔多斯 | 437 | 264 | 24 | 11.1% | 25.3% | 14.9% | 10.4% | 225.6 万吨精煤, 162.6 万吨硅铁、19.4 万吨硅锰, 177.9 万吨电石, 67.8 万吨烧碱, 101.6 万吨 PVC, 64.0 万吨化肥, 112 万吨水泥、319.8 万件羊绒衫, 55.7 万条围巾、披肩 |
| 中泰化学 | 173 | 289 | -3 | -1.3% | 20.0% | 21.1% | -1.1% | 260 万吨 PVC、186 万吨烧碱、400 万吨电石、88 万吨粘胶纤维、100 万吨甲醇 |
| 北元集团 | 157 | 93 | 1 | 0.9% | 15.1% | 13.9% | 1.2% | 110 万吨 PVC、80 万吨烧碱、50 万吨电石、220 万吨水泥 |
| 氯碱化工 | 152 | 79 | 9 | 9.6% | 16.7% | 5.7% | 11.0% | 48 万吨 PVC、102 万吨烧碱、60 万吨液氯、72 万吨二氯乙烷、20 万吨氯乙烯 |
| 新疆天业 | 115 | 113 | -1 | -0.6% | 12.6% | 13.1% | -0.5% | 134 万吨 PVC、97 万吨烧碱、213 万吨电石、25 万吨乙醇、535 万吨水泥 |
| 华塑股份 | 95 | 48 | -2 | -2.6% | 11.0% | 14.3% | -3.3% | 64 万吨 PVC、48 万吨烧碱、77 万吨电石、115 万吨水泥、6 万吨三氯氢硅、12 万吨 PBAT |
| 天原股份 | 89 | 119 | 1 | 1.2% | 8.1% | 7.8% | 0.3% | 50 万吨 PVC、48 万吨烧碱、8.4 万吨氯化法钛白粉、15 万吨磷酸铁锂、3 万吨水合肼、83 万吨水泥 |

资料来源：Wind、公司公告，长江证券研究所

“十五五”开局下，碳排放双控代替能耗双控成为新的政策指挥棒，亦或成为新的供给侧改革抓手，公司涉及产品碳排放较高。化工行业存量产能中碳排放强度及总量较高的落后装置有望退出，新增项目中降碳技术及绿色资产将逐步成为化工企业的核心竞争力，待化工纳入碳排放交易市场后，碳排放强度与基准水平差值将影响其碳配额盈缺，进而对企业运营成本产生影响，双碳政策有望重塑化工行业的竞争格局。公司紧抓双碳战略机遇，重点布局光伏发电与风光制氢项目，以绿电替代化石能源，推动煤化工全产业链向低碳转型。

表 4：公司产品碳排放强度

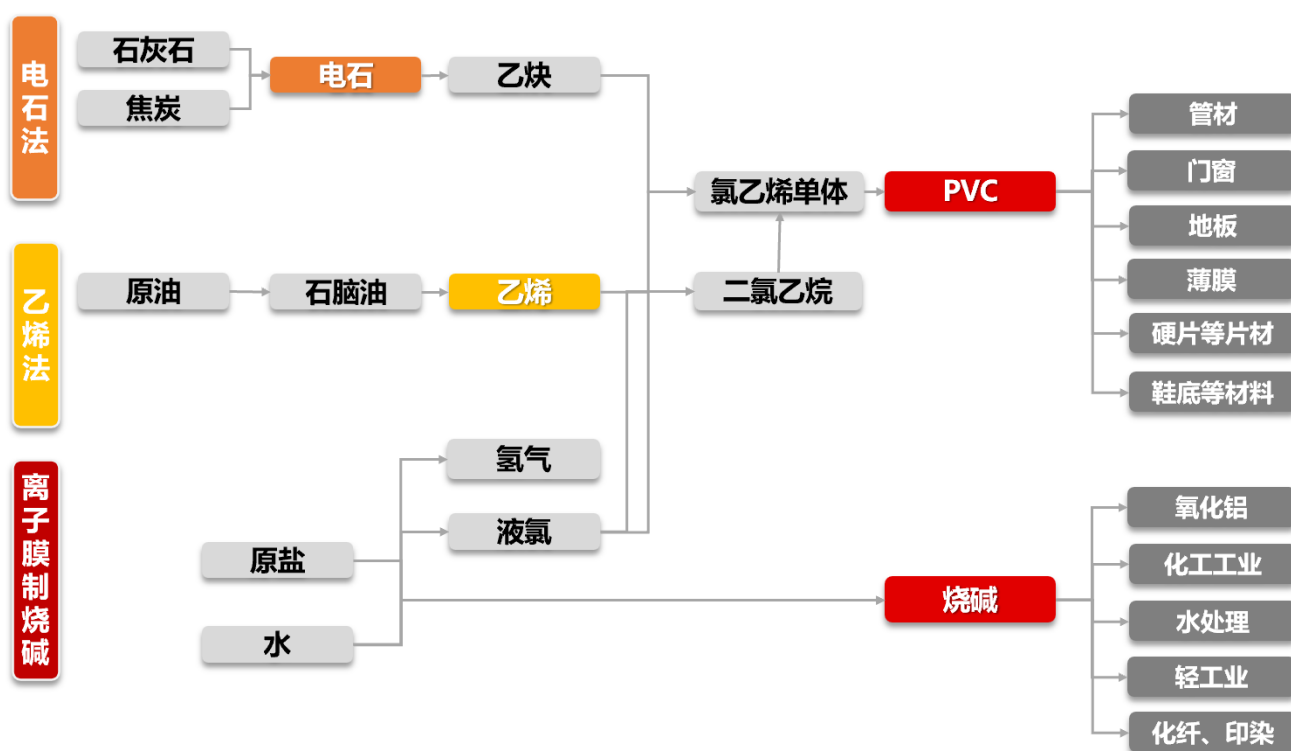
| 化工产品 | 技术路线 | 碳排放强度 (tCO ₂ /t) |
|------|-------------|-----------------------------|
| PVC | 电石法 | 5.7 |
| | 乙烯法 | 2.4 |
| 烧碱 | 离子膜固碱 ≥ 98% | 2.1 |
| 硅铁 | 煤电 | 8.2 |
| 焦炭 | 煤电 | 2.0 |
| 甲醇 | 煤制甲醇 | 2.2 |

资料来源：CPCD 系数库，长江证券研究所

氯碱工业：PVC 新增产能大幅放缓，无汞化有望改善行业生态

氯碱工业是最基本的化学工业之一。从盐出发，用电解饱和氯化钠溶液的方法来制取烧碱、氯气和氢气。同时，由于氯气是高危化学品，运输难，氯气往往通过电石法/乙烯法被制备成 PVC 或者其他产品，形成氯碱一体化。根据卓创资讯，2025 年烧碱行业产量为 4376 万吨（2025 年均价为 3580 元/吨），PVC 行业产量为 2600 万吨（2025 年均价 4558 元/吨），对应产值 2752 亿元。氯碱产品种类多，关联度大，下游产品达到上千个品种，具有较高的经济延伸价值，它广泛应用于农业、石油化工、轻工、纺织、建材、电力、冶金、国防军工等国民经济各命脉部门，在我国经济发展中具有举足轻重的地位。

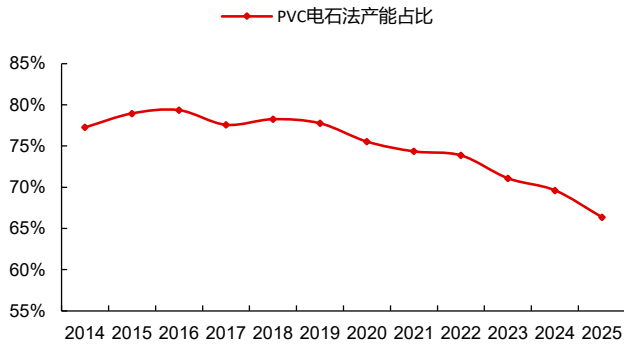
图 12：氯碱产业链



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

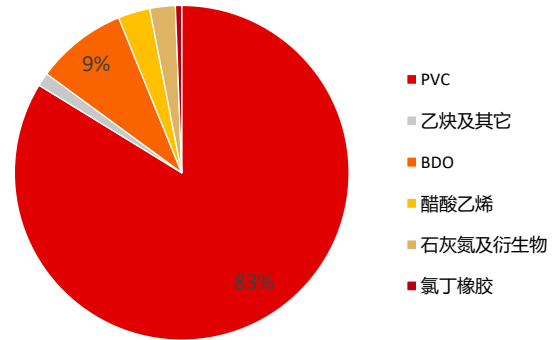
电石法 PVC 目前占比 66.4%，电石新增产能管控较为严格。电石是高耗能化工品（耗电量接近 3200 度），在早期的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中我国就将电石归入限制类，原则上不再审批新增产能，以大型先进工艺设备进行等量替换的除外。

图 13: 国内 PVC 生产过程中电石法的产能占比



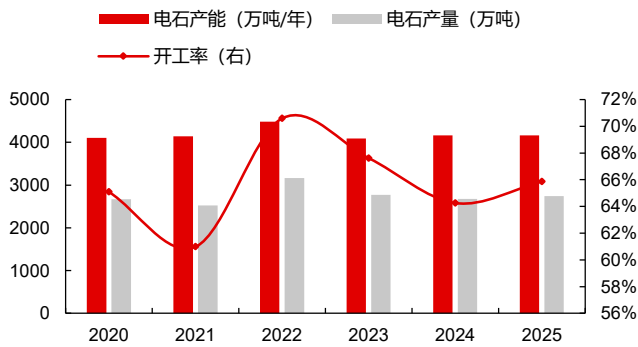
资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 14: 电石下游应用分布



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 15: 国内电石产能、产量和开工率



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

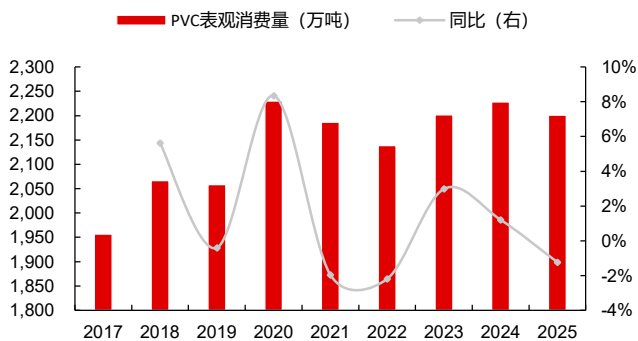
图 16: 电石历史价格



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

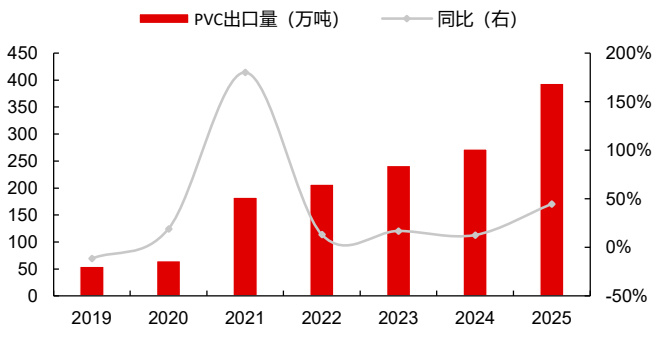
PVC 行业内需羸弱, 外需增长。 PVC 行业高度依赖房地产、基建等传统领域, 需求端与地产周期关联度较高, 自 2022 年以来, 房地产增速放缓, 直接导致 PVC 管材、型材等主力消费领域需求萎缩。2025 年我国 PVC 出口量为 394 万吨, 同比增长 44.7%, 占我国 2025 年 PVC 产量的 15.4%, 近年来出口量稳步增长。

图 17: 国内 PVC 表观消费量



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

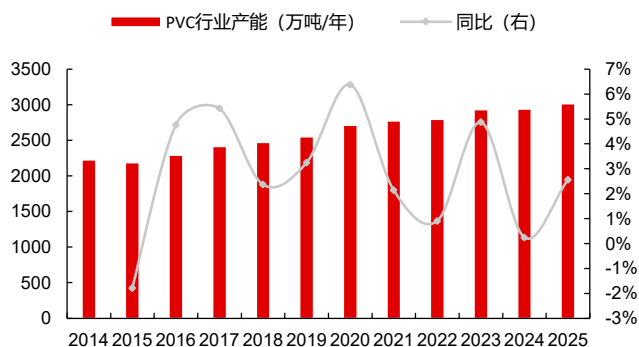
图 18: 中国 PVC 出口量情况



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

PVC 行业产能增长已有放缓。 2025 年 PVC 产能为 3014 万吨/年, 后续根据卓创资讯数据, 2026 年 PVC 粉装置暂未有新的投放产能, 投产增速大幅放缓。

图 19: 中国 PVC 行业产能增长情况



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

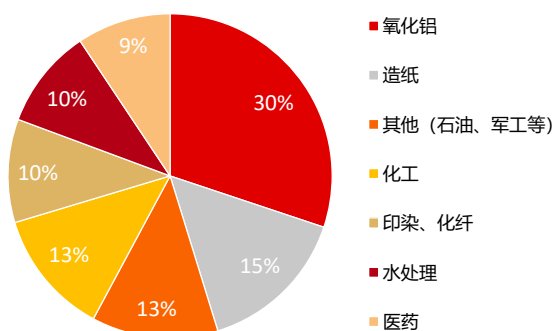
图 20: PVC 行业开工维持高位



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

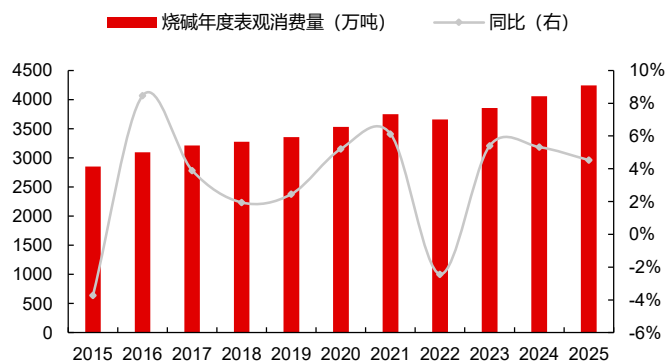
烧碱应用相对分散, 目前主要用于氧化铝等领域。烧碱消费整体与宏观经济走势相关, 其中约 30% 用于生产氧化铝, 2015-2025 年烧碱行业表观消费量复合增速为 4.1%, 行业保持稳步增长。

图 21: 2025 年烧碱下游应用领域



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

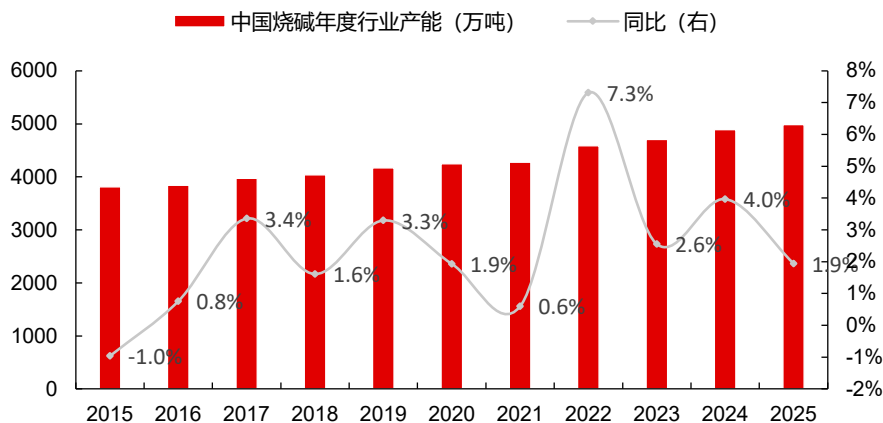
图 22: 中国烧碱表观消费量



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

国内烧碱产能后续仍有增长, 但预计实际投放有限。根据卓创资讯, 2025 年烧碱行业产能为 4985 万吨/年, 2026 年预计仍然有 534 万吨产能投放 (同比增长 10.7%)。

图 23: 国内烧碱产能增长情况



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

2023 年后氯碱行业盈利能力不佳，行业已经触底企稳。根据卓创资讯，综合看山东地区氯碱一体化（自备电厂）的盈利，上一轮周期高点为 2021 年能耗双控时期，后续盈利拐点向下，虽然烧碱盈利较好，但是氯碱一体化企业自 2023 年开始就已经处于盈利不佳的状态，在成本线附近波动，我们认为目前氯碱行业已经基本触底，后续需求或者供给端的扰动或将会对行业带来较大的弹性。我国政府在氯碱化工行业的政策着重强调绿色化发展，淘汰落后产能、能耗双控、加快使用无汞触媒生产聚氯乙烯都有望对行业供给端起到催化。

图 24：氯碱（烧碱和 PVC）价格历史复盘

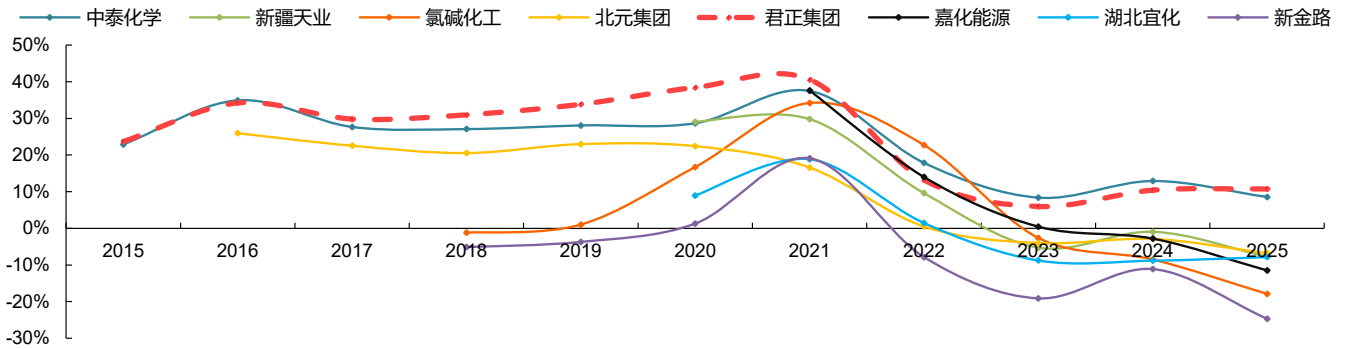


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

生态环境部强调加速推动 PVC 电石法无汞化的转型。2023 年 11 月 3 日，《关于汞的水俣公约》缔约方大会通过了汞公约的《修正案》。随着《修正案》正式生效，《公约》对添汞产品和用汞工艺的管控范围进一步扩大、要求持续收紧，如电石法聚氯乙烯生产用汞工艺淘汰时限已成为近几年《公约》缔约方大会谈判的核心焦点。生态环境部将进一步加强与相关部门的协同联动，聚焦无汞催化剂研发攻关等关键环节，加大政策支持与技术创新引导力度，加快推动聚氯乙烯行业无汞化转型，目前电石法 PVC 老装置大部分采用有汞催化剂，更换汞催化剂需要重新购买铜/金催化剂，重新设定反应条件，可能也要对整个生产线进行重新调整和设计，会提升一定成本，也可能促进落后产能出清。

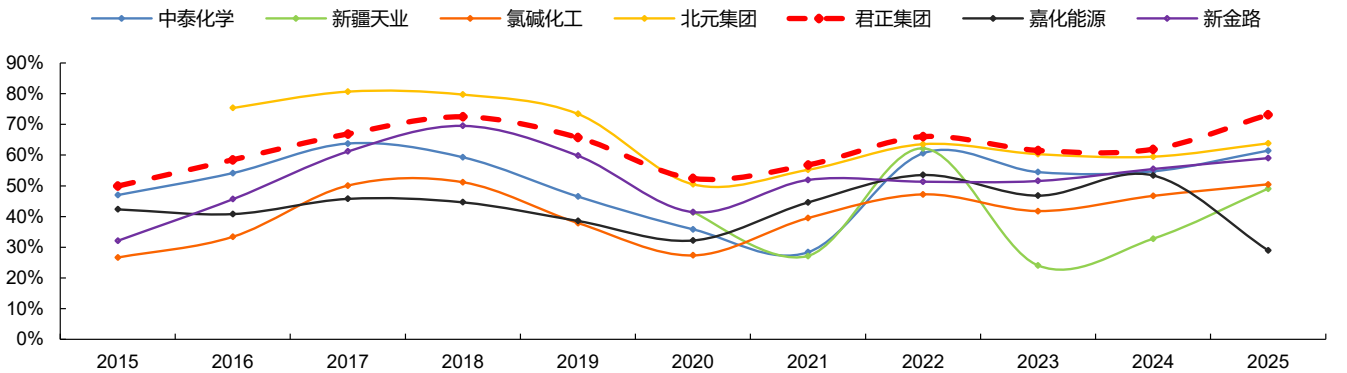
氯碱上市公司成本有所差异，往往取决于区域和一体化程度，公司在其中基本处于第一梯队。烧碱的成本主要是电，因此自备电厂以及处于西北低煤价地区的企业往往拥有较低的成本。PVC 分为电石法和乙烯法，电石的生产主要也需要用到电和焦煤，因此西北地区的优势较大。

图 25：国内氯碱相关上市公司聚氯乙烯毛利率



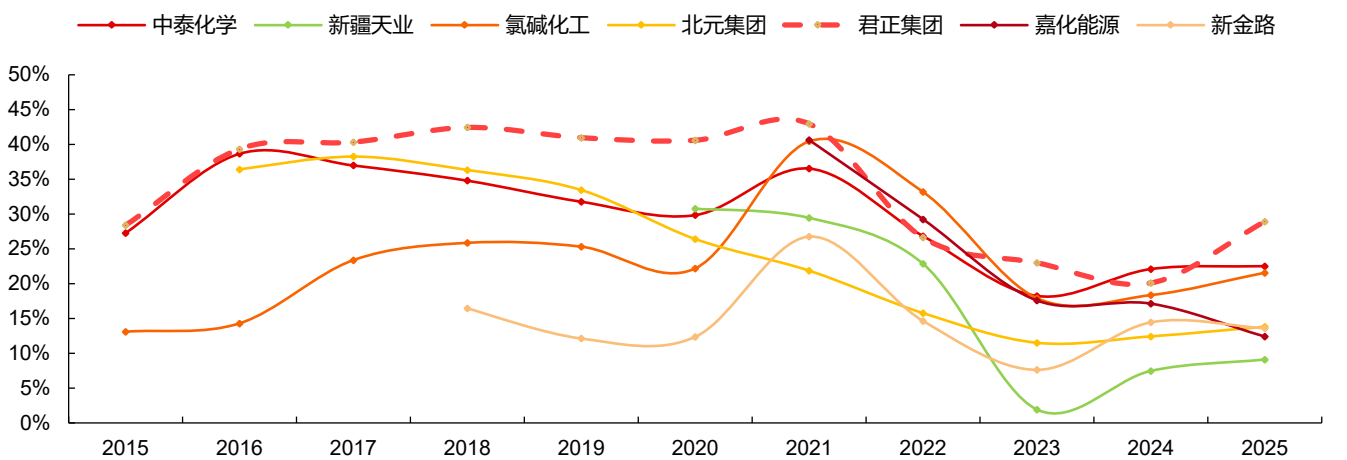
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：国内氯碱上市公司的烧碱毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：国内氯碱上市公司毛利率 (PVC+烧碱)

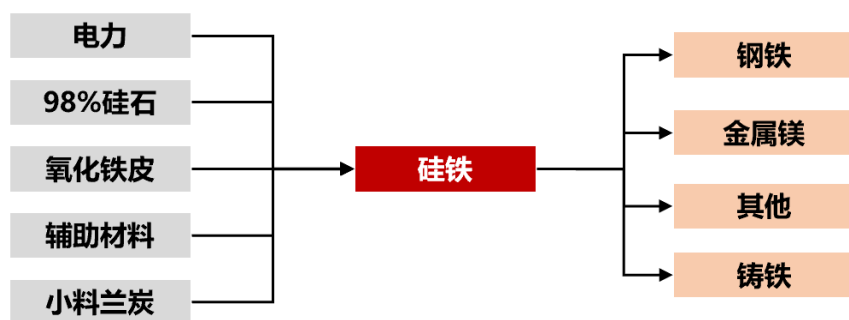


资料来源：公司公告，长江证券研究所

硅铁：盈利触底，龙头维持微利经营

硅铁是铁和硅组成的铁合金，硅铁是以焦炭、钢屑、石英（或硅石）为原料，用电炉冶炼制成的铁硅合金，下游约七成用于钢铁脱氧与合金化，近两成为金属镁还原剂，少量应用于铸造与化工新材料。

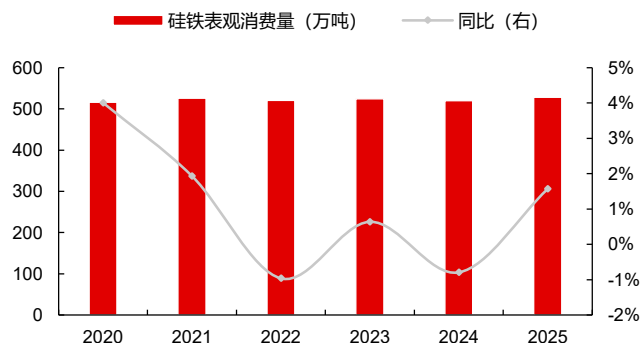
图 28：硅铁产业链



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

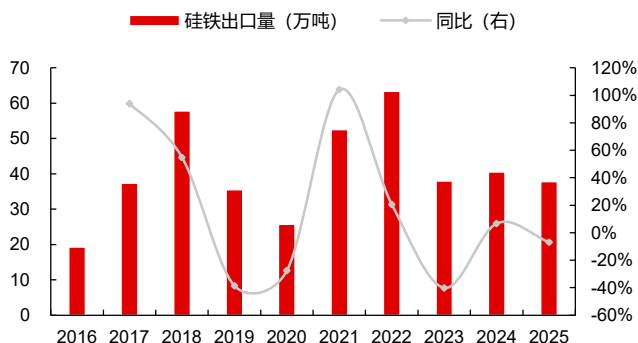
硅铁需求呈结构性分化、总量偏弱。下游传统炼钢端受地产下行、粗钢减量压制，2025 年粗钢产量同比降 4%，炼钢需求走弱。下游金属镁受益新能源车轻量化，产量小幅增长，2025 年国内原镁产量 109.4 万吨，同比增长 6.6%。同时，硅铁出口小幅波动，2023-2025 年维持接近 40 万吨。整体呈现钢铁拖累、镁业托底、出口维稳格局。

图 29：中国硅铁表观消费量



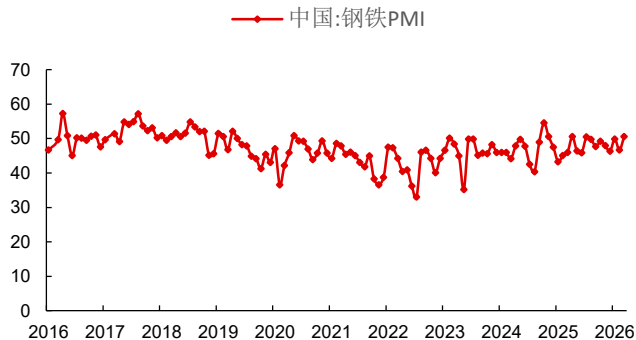
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 30：中国硅铁出口量



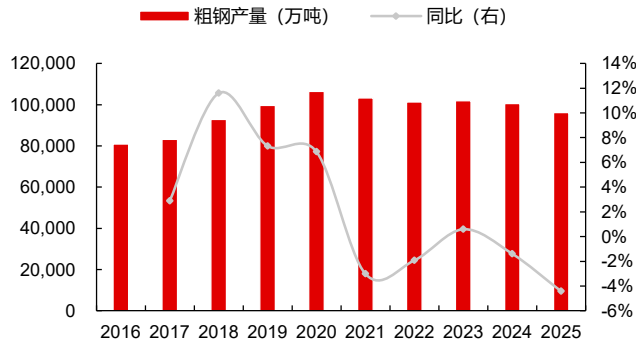
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 31: 中国钢铁 PMI



资料来源: Wind, 长江证券研究所

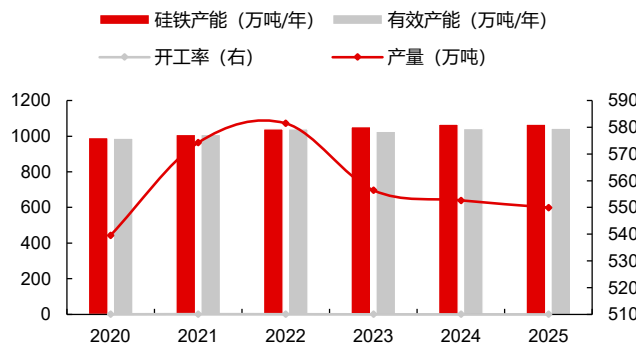
图 32: 中国粗钢产量近年来略有下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究所

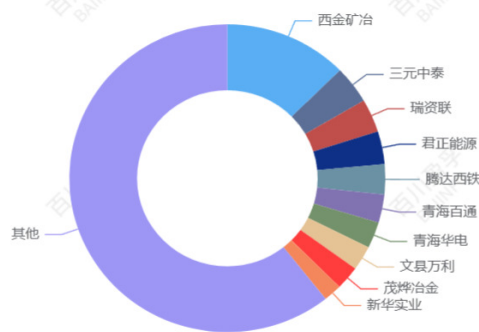
硅铁供给呈产能过剩、开工偏低、较为分散的特点。2025 年硅铁全国总年产能约 1045 万吨，产量 550 万吨，产能利用率仅为 50-55%。由于硅铁产能集中于内蒙古、宁夏、青海地区，当地拥有丰富的电力、煤炭及硅石资源。截至 2025 年，全国五大主产区（内蒙古、陕西、青海、宁夏、甘肃）及非主产区共计 113 家硅铁生产企业，除鄂尔多斯市西金矿冶产能占比较高（160 万吨）以外，多数企业为中小规模（小于 50 万吨），行业集中度低。根据 Mysteel，2026 年预计硅铁行业新增年产能可在 103.8 万吨，其中包含 4 个大型项目，且项目投产进度多为下半年或年底。从投产进度来看，2025 年甘肃延期投产项目、内蒙古中碳锰铁配套项目以及陕西产能置换项目投产概率较大，涉及硅铁年产能 25.2 万吨。

图 33: 中国硅铁行业产能、产量和开工率情况



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

图 34: 中国硅铁行业集中度情况



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

硅铁历史价格波动较大。硅铁是典型高耗能、强周期铁合金品种，在供给侧改革的 2017、2021 年，主产区产能开工受限，硅铁价格曾经历快速上行周期，2021 年能耗双控催生历史极值（接近 1.8 万元/吨），当前硅铁处于产能宽松、成本承压、低位震荡的底部区间。

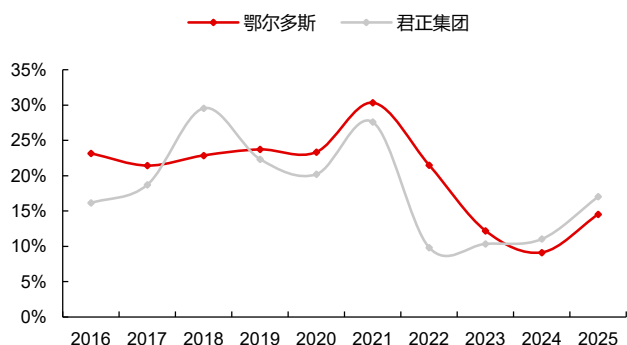
图 35: 硅铁历史价格



资料来源: Wind, 钢之家, 长江证券研究所

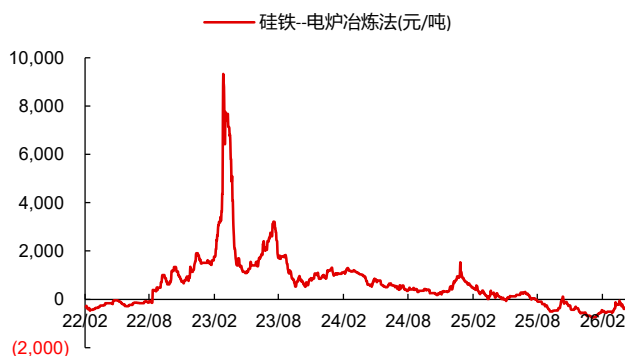
君正集团硅铁业务毛利率与行业龙头差距较小, 周期韧性突出。2024-2025 年硅铁行业进入深度下行周期, 价格中枢持续下移, 行业整体亏损面显著扩大, 中小产能普遍陷入深度亏损并持续出清。在此背景下, 行业第一梯队企业鄂尔多斯与君正集团凭借显著的成本优势, 在行业底部仍维持微利经营。

图 36: 鄂尔多斯和君正集团硅铁毛利率对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 37: 硅铁行业毛利润情况

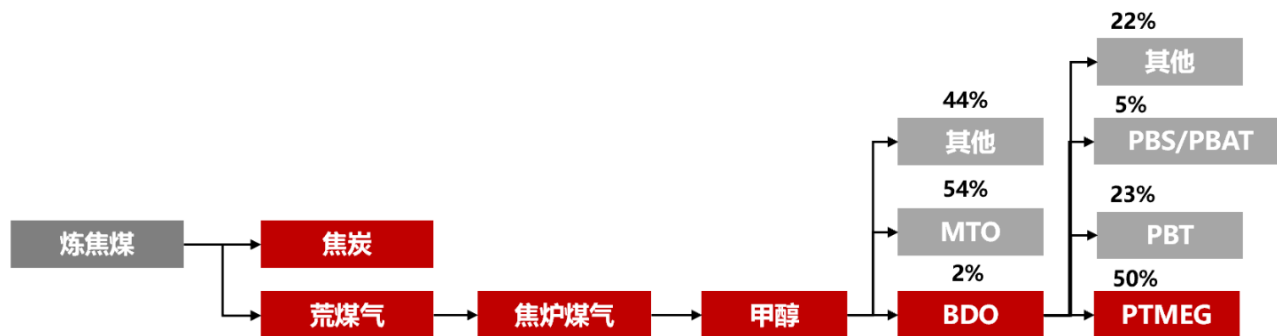


资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

焦化: 深加工化工品景气有望率先迎来反转

焦化是以炼焦煤为核心原料, 经高温干馏制备焦炭, 并同步副产焦炉煤气、煤焦油、粗苯等, 进一步制备成化工品的工艺过程。焦炭作为钢铁行业关键原料, 主要用于高炉炼铁 (占比接近 85%), 同时广泛应用于铁合金、有色金属冶炼、电石生产及气化、合成化工等领域。近两年行业盈利持续承压, 龙头焦化企业普遍加大副产品深加工布局, 深加工能力与附加值水平已成为决定企业盈利差异的核心因素。君正集团依托 300 万吨/年焦化项目, 形成以甲醇 (55 万吨/年) -BDO (30 万吨/年) -PTMEG (12 万吨/年) 为核心的焦炭一体化深加工产业链。醛法使用电石及甲醇作原料, 生产 1 吨 BDO 约消耗接近 1 吨甲醇, 因此公司甲醇有部分外售。

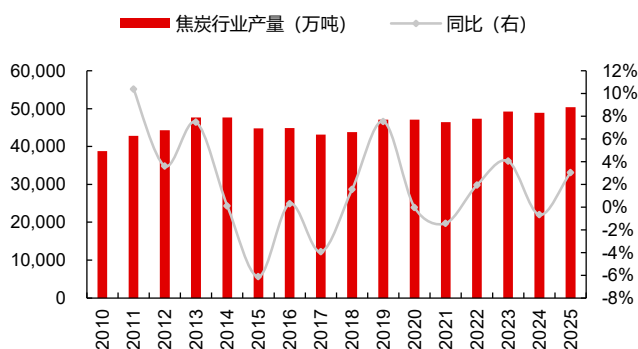
图 38：公司焦化产业链（红色部分为自产产品）



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

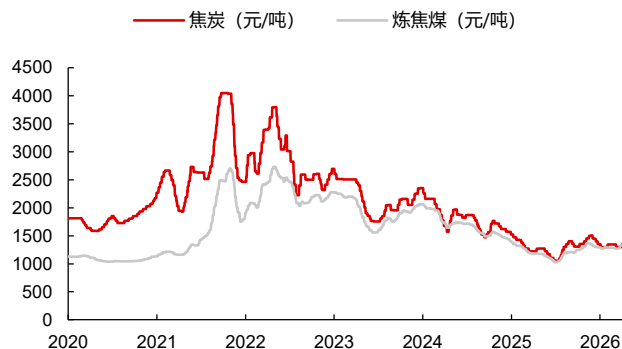
焦炭产能高位运行，但增量空间有限。近年来焦炭行业产能持续过剩，截至 2025 年末，全国焦炭年产能约 5.6 亿吨，而产量约 5 亿吨，产能利用率为 90%左右。供给端的主要特征是：存量产能庞大，但新增产能投放已进入尾声。展望 2026 年，由于国内暂未出台全国性系统的焦炭产能置换&退出政策，焦炭总产能难以有效减少。但需注意的是：
1) 产能结构优化：4.3 米以下焦炉已基本出清，现有产能以大型化焦炉为主，环保约束下的被动减产压力减弱。2) 新增产能放缓：2023-2024 年是焦炭产能置换投产高峰期，2025 年起新增产能明显减少，供给边际增量趋于收敛。

图 39：中国焦炭行业产量



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：焦炭-炼焦煤价格

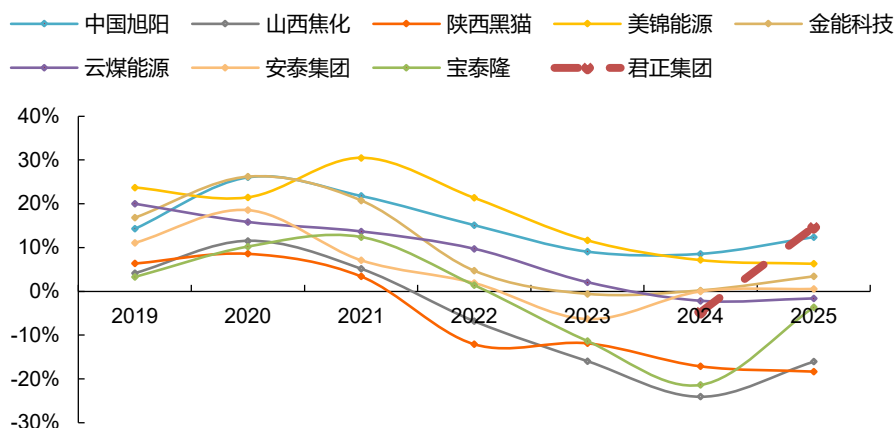


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

焦炭各企业毛利率具备差距，以 2025 年数据看，君正集团盈利能力处于行业前列水平。

焦炭行业毛利率呈现显著分化，核心源于有无焦煤配套、工艺效率、成本控制的差异。头部企业凭借煤焦一体化、智能配煤、大型焦炉及副产品深加工构建壁垒，有效对冲焦炭主业低迷；而中小厂受焦煤高价、产能过剩、议价力弱拖累，叠加工艺落后、产业链短、环保成本高，盈利持续承压。君正集团 2023 年年底 300 万吨焦化项目投产，2025 年毛利率处于行业第一梯队。

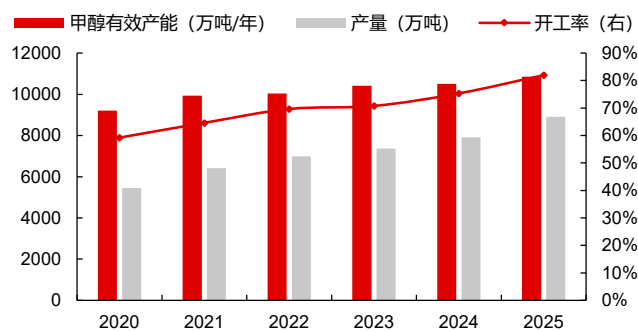
图 41：2025 年君正集团焦炭毛利率处于行业第一梯队



资料来源：公司公告，长江证券研究所

甲醇行业供需格局持续改善，叠加美伊冲突催化，价格迎来快速上行。2021 年，在煤价大幅上涨及 MTO 需求拉动下，甲醇价格冲高至 4200 元/吨，行业盈利触及阶段性高点。“十四五”期间，受 MTO 产业快速发展带动，甲醇产能持续扩张，下游 PP、PE 等塑料需求稳步增长。2025 年末价格回落至 2100 元/吨附近，行业陷入普遍亏损，但行业开工率仍维持相对高位。未来新增产能以成本偏高的绿色甲醇为主，行业盈利具备自然修复基础。近期美伊冲突持续发酵，伊朗甲醇产能 1739 万吨/年（占全球总产能 9.0%）供应受到扰动，我国超 60%的甲醇进口源自中东地区，同时海外气头甲醇成本显著抬升，共同推动甲醇价格快速上涨 51.9%至 3355 元/吨（截至 2026 年 4 月 12 日）。

图 42：2025 年中国甲醇行业开工率较往年上行，供需平衡表优化



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

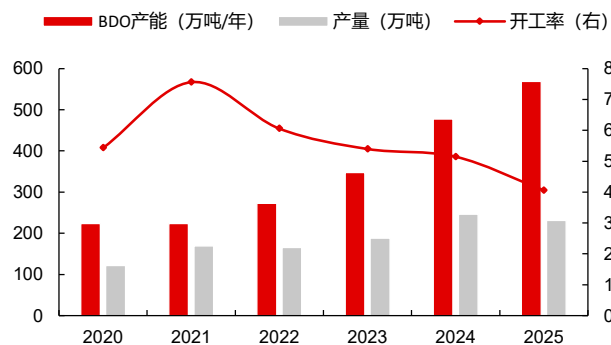
图 43：美伊冲突致甲醇价格大幅上涨



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

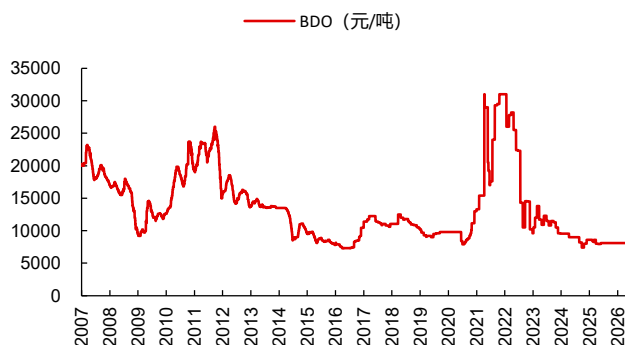
BDO 行业磨底，产能较为过剩。2021 年受 PBAT、氨纶需求爆发驱动，能耗双控下 BDO-电石供给收缩，BDO 价格冲至 3 万元/吨历史高位，行业盈利丰厚，后续需求回落、扩产启动，景气逐步下行。2025 年 BDO 产能较 2021 增加翻倍以上，可降解塑料等需求不及预期，BDO 价格跌至 7000-8000 元/吨，行业大面积亏损，开工率不足 50%。当前行业处于深度过剩、亏损出清阶段，远期随落后产能出清、新能源与可降解需求修复，供需有望逐步改善。

图 44: 2025 年中国 BDO 行业开工率下滑, 供需平衡表暂未出现拐点



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

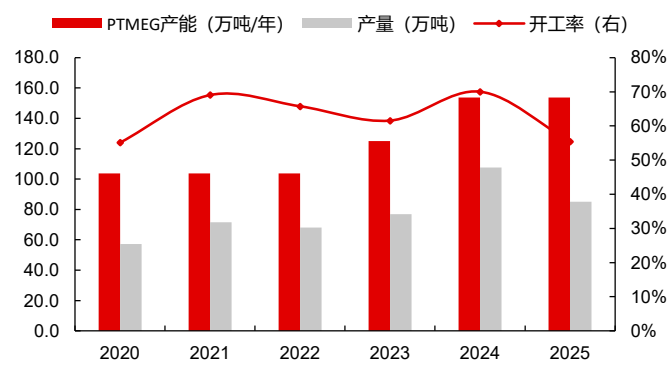
图 45: BDO 价格目前处于底部水平



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

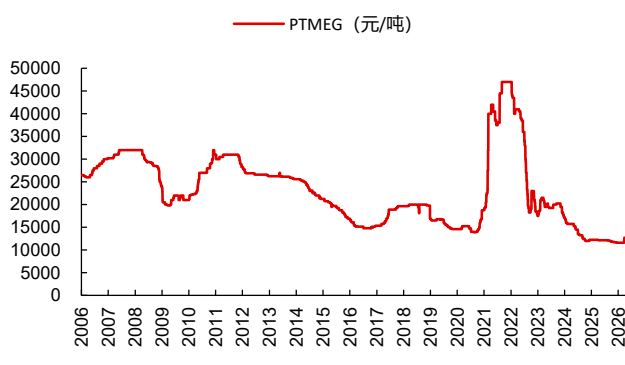
PTMEG 行业磨底, 静待供需反转。2021 年受防疫与运动面料需求拉动叠加原料 BDO 价格大幅上涨, 产品价格冲高至 4 万元/吨, 行业盈利巅峰; 2022-2024 年产能扩张, 价格持续下行。当前供需严重失衡, 价格跌至 1.2 万元/吨附近, 行业深度亏损、开工低迷, 远期随落后产能出清、纺服与新能源需求回暖, 供需有望逐步改善。

图 46: 2025 年中国 PTMEG 行业开工率下滑, 供需平衡表暂未出现拐点



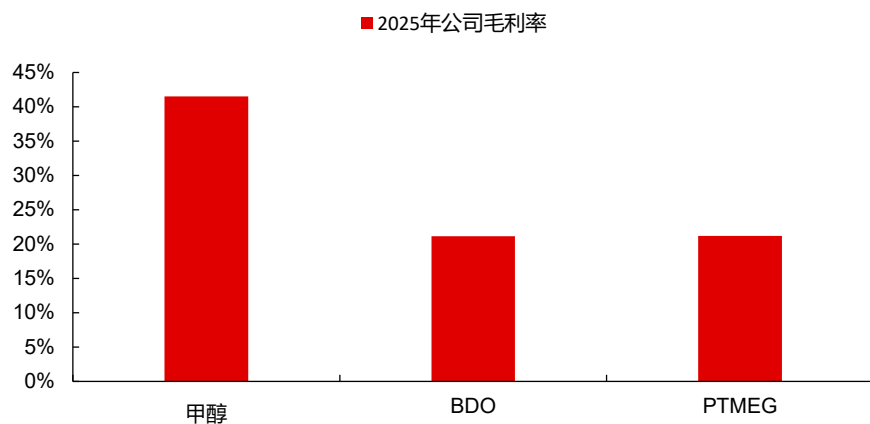
资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

图 47: PTMEG 价格处于底部水平



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

图 48: 行业触底之时, 公司深加工化工品具有一定安全边际



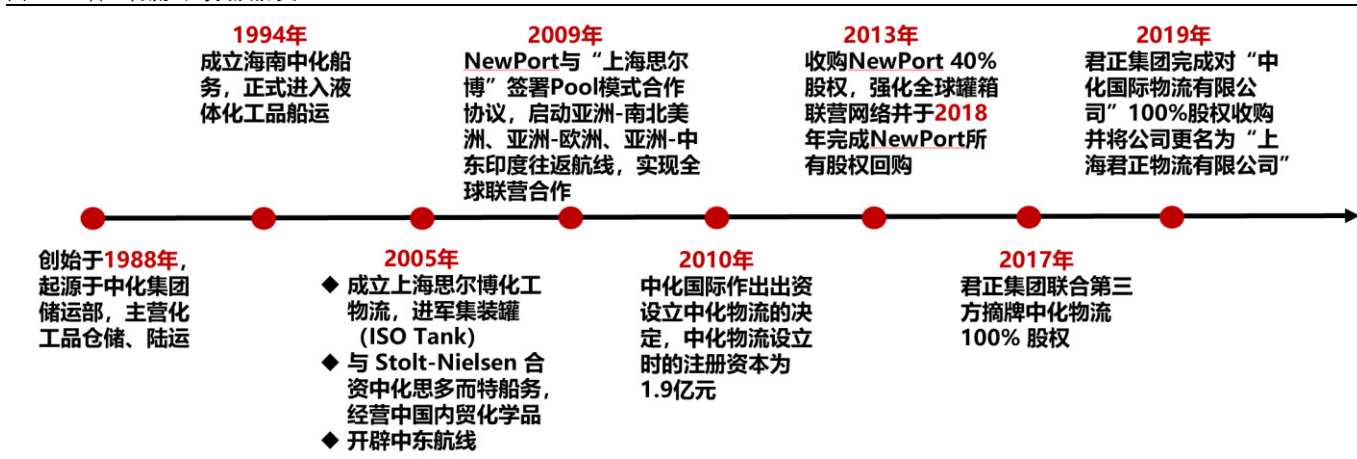
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

化工品物流：公司是全球领先的综合服务商，进一步拓展布局

君正物流前身为中化国际物流，1988 年起步于中化集团储运业务，2010 年正式成立。2017-2019 年中化国际物流被君正集团收购并更名，完成全球罐箱网络整合。收购后公司聚焦船运、罐箱、码头主业，进一步进行规模扩张，目前构建全球化工物流网络，服务覆盖百余个国家，为全球领先的液体化工品综合物流服务商。

全球领先及中国最大的液体化学品船东，规模扩张有序进行。2018 年合并前中化物流及下属公司 NewPort 合计控制船舶 68 艘船、接近 100 万载重吨，全球排名第四位，控制罐队规模为 3.2 万台，排名全球第三。截至当前，控制船队规模为 104.1 万吨，全球排名第四，控制罐队规模为 4.35 万台，全球排名第三。根据公司 2024 年 9 月份公告，公司全资子公司共计签署了 20 艘 25.9K 载重吨的化学品船舶建造合同，投资总额合计不超过 64 亿元，公司负责 13 艘船舶的建造资金，其余 7 艘船由君正科技承接，并在该 7 艘船舶建造完成承租给公司。

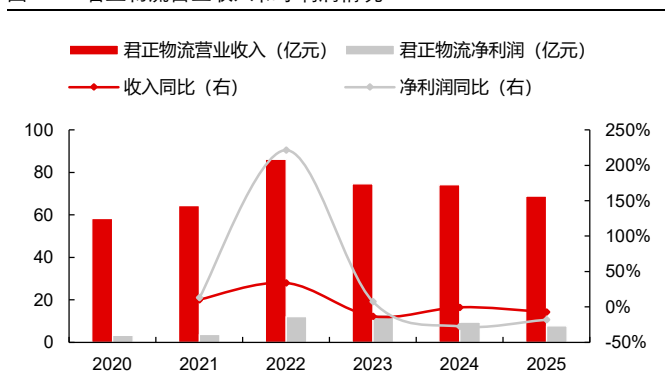
图 49：君正物流公司发展历史



资料来源：君正物流官网，长江证券研究所

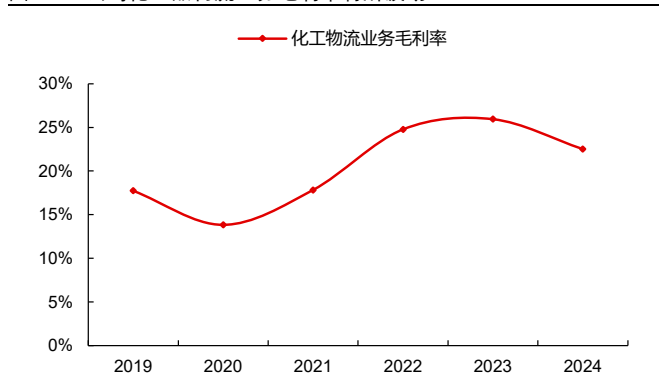
君正物流收入、利润均上台阶。2020-2022 年受益于行业高景气，收入与利润持续攀升，2022 年双双达阶段性峰值。2023-2025 年受运价回落、需求走弱影响，营收与利润有所下。未来随着进一步优化公司船队结构、扩大船队规模，盈利有望进一步增长。

图 50：君正物流营业收入和净利润情况



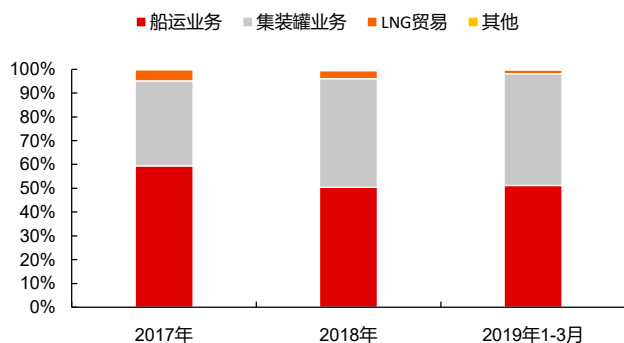
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 51：公司化工品物流业务毛利率有所波动



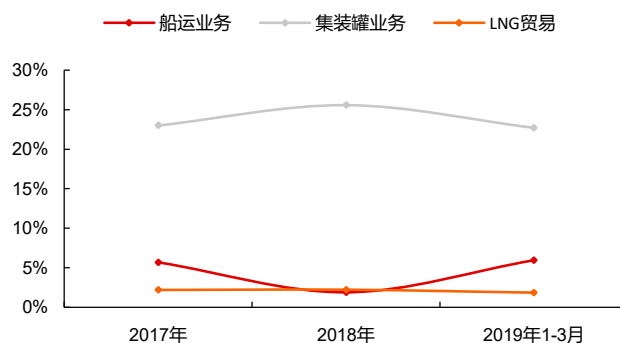
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 52：前期中化物流时期化学品船运、集装罐物流与租赁收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 53：前期中化物流时期化学品船运、集装罐物流与租赁毛利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

化工品运输方式多样，船运与集装罐运是其中两类重要形式。船运采用专用化学品船，以港到港模式大批量运输基础化工品，如甲醇、乙二醇、苯类等，运量大、单位成本低，适合长距离大宗贸易，但受周期及航线影响较大。集装罐运则依托罐式集装箱实现海陆联运，主打门到门服务，主要承载精细化工、新能源材料、食品级液体等高附加值货品，灵活、安全、损耗低，更适合小批量、多批次的跨境与终端配送需求。公司涉及化学品船运业务和集装罐业务，船运业务利用化学品船为客户提供液体化学品的全球运输服务，集装罐业务利用标准集装罐为客户提供液体化学品全球范围内的“门到门”一站式服务。

图 54：液体化学品船运



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 55：罐式集装箱运输

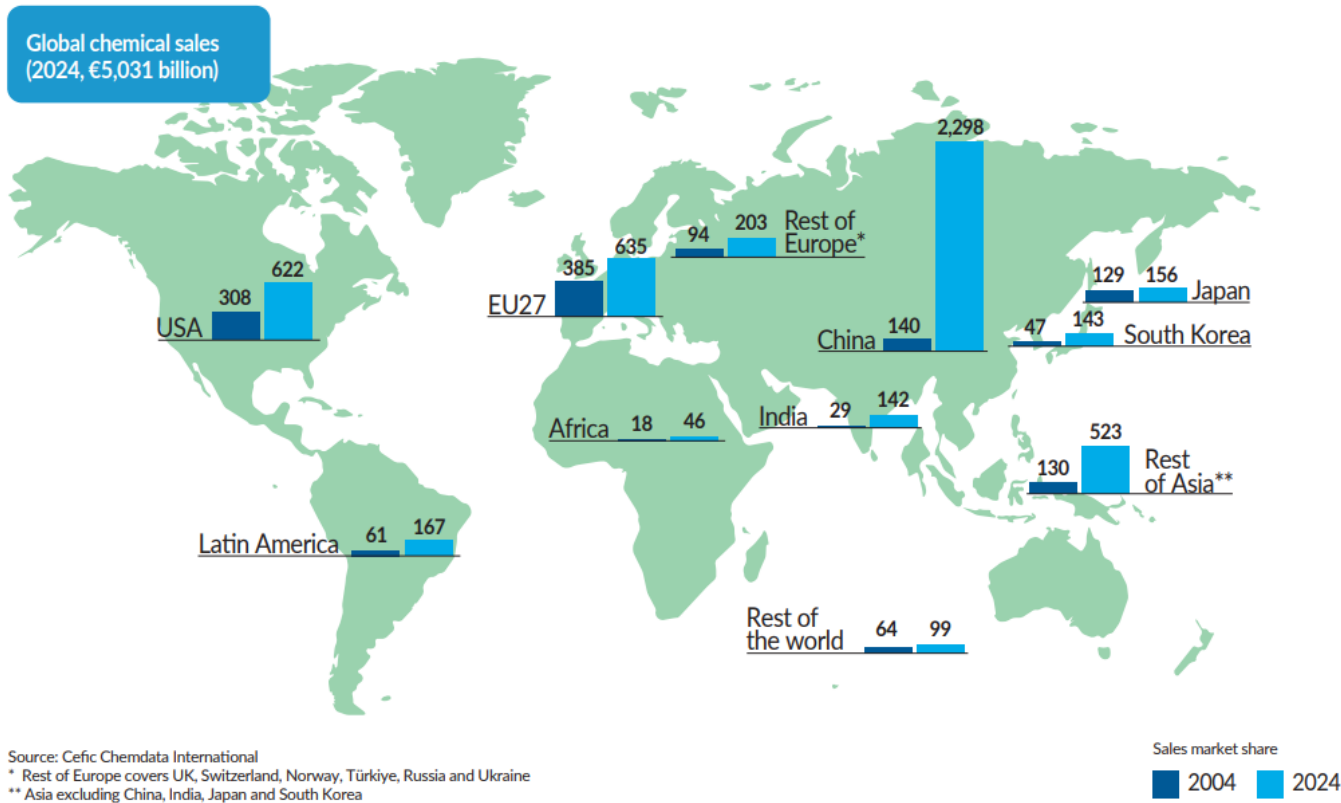


资料来源：公司公告，长江证券研究所

全球化工品产能仍在持续向中国转移，为中国运输商提供发展机遇。根据 European Chemical Industry Council (Cefic)，2004 年到 2024 年，全球化工品销售额从 1.4 万亿增长至 5.0 万亿欧元，年均复合增速为 6.6%，是同期全球 GDP 平均增速的 1.9 倍。其中，中国、欧盟、美国、日本、韩国、印度前六大化工国家/地区的销售额复合增速分别为 15.0%、2.5%、3.6%、1.0%、5.7%、8.3%，中国化工销售额增速大幅领先，在全球化工销售份额从 2004 年的 10% 提升至 2024 年的 46%，2024 年欧盟、美国、日本、韩国、印度份额占比分别为 13%、12%、3%、3%、3%。¹

¹ 本文重点参考了 Cefic 的年度报告，特此致谢。

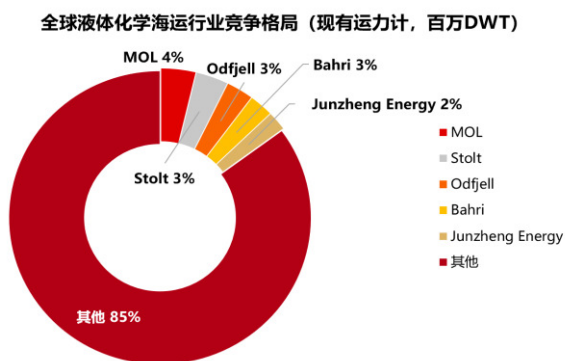
图 56：全球化工行业销售额 2004&2024 年比较（分地区）



资料来源：Cefic，长江证券研究所（深蓝色为 2004 年，浅蓝色为 2024 年数据）

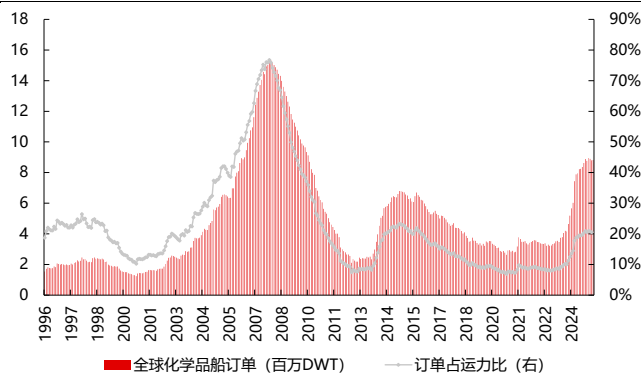
国际专用化学品船投放市场化，玩家众多，运力迎来集中交付期。因此导致行业呈现更“海运”的周期性：1) 就市场结构而言，截至 2025 年 6 月，全球专用化学品总运力为 54.8 百万载重吨，行业 CR5 仅 15%，集中度较低，呈“大市场，小玩家”格局；2) 就运力投放而言，行业高景气即高运价时期将会吸引船东增加新船订单，运力扩张较为无序，存在周期性过剩风险，截至 2025 年 7 月，行业在手订单规模为 8.82 百万载重吨，占现有运力比例达 20.5%，创历史次高水平，预计 2025-2027 年将迎来运力集中交付期。

图 57：全球液化海运行业竞争格局，前五大占比 15%（截至 2025.6）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

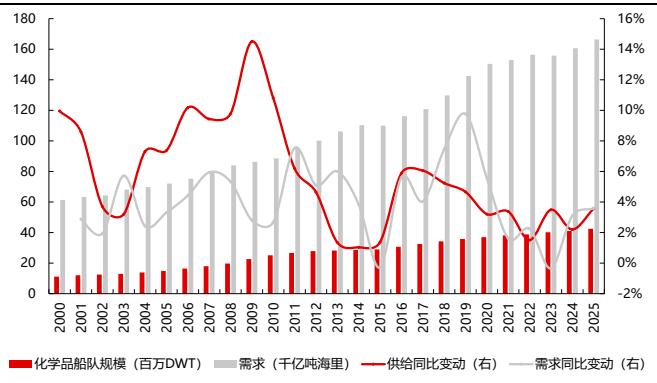
图 58：全球化学品船在手订单情况（超 10000 载重吨船，截至 2025.7）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

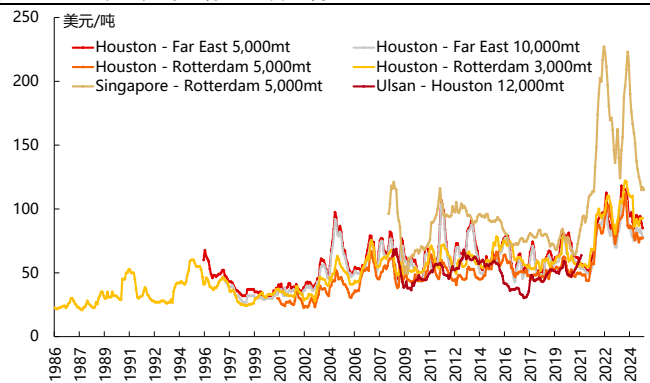
2015-2025 年液体化学品船运价历经一轮完整的周期。在 2015-2016 的低谷期，全球化工需求疲软，新船集中交付，运力过剩；2017-2019 年全球化工产能扩张、中国炼化一体化投产，叠加中美贸易摩擦推升跨太平洋运距，运价进入复苏上行周期；2020-2022 年全球公共卫生事件后全球补库、中国化工出口爆发，叠加俄乌冲突、红海危机拉长运距、分流运力，有效运力紧缺，运价快速上升；2023 年后化工品需求回落，高运价刺激订单增加，运价回落。**预计 2026-2027 年新船交付较多，或导致运价面临一定供给压力，但全球贸易冲突又或拉长运距、推高风险溢价、损耗运力效率，抵消新船供给压力。**

图 59：全球液化海运行业供给与需求情况



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 60：全球液化海运行业运价走势

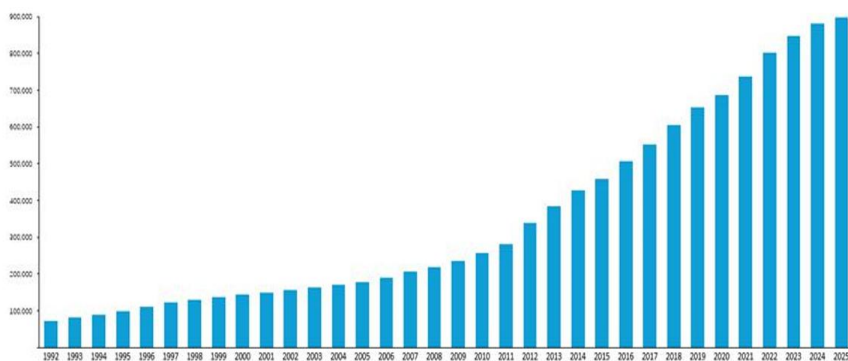


资料来源：Clarksons，长江证券研究所

集装罐运营商以及租赁商集中度较高，行业稳定性高。2025 年，全球集装罐行业延续调整态势。随着 2023 至 2024 年全球物流网络逐步恢复稳定，叠加化工行业持续低迷，集装罐需求明显回落。根据国际罐式集装箱组织（ITCO）发布的市场调查数据，2025 年全球新生产罐式集装箱 2.9 万台，同期约 1.2 万台因报废、退出国际运输或转为静态储存而退役；截至年末，全球保有量达 89.9 万台，净增 1.7 万台，同比增长 1.93%，增速较 2024 年的 4.0% 显著放缓，反映出化工行业作为集装罐核心需求来源整体承压的现实。集装罐租赁业务是一个涉及到多个行业的综合性业务，集装罐物流运营商主要提供运输、仓储及配送等一体化服务，其客户以化工品托运人为主；前十大运营商合计持有超 33.0 万台罐箱，占全球运营商罐队总量近 52%。

图 61：1992-2024 年全球集装罐数量（单位：台）

1992-2025 年全球集装罐数量（单位：台）



资料来源：ITCO，长江证券研究所

投资建议：首次给与“买入”评级

公司是能源化工和化工品物流双龙头。能源化工产品景气普遍位于底部，产品基本具备高电耗、高碳排特点，“十五五”中国推进双碳升级，诸产品或有望迎来反转，公司打造起全产业链，较同行拥有较强的成本竞争力；同时公司进一步建立化工品物流护城河，推进船队规模增长。简言之，公司具备周期涨价的弹性与产品扩张的成长性。预计 2026-2028 年公司业绩为 34.6、39.7、43.3 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、油价过高抑制全球需求。**目前美伊战争走向未定，若战争烈度持续升级带动全球能源价格冲高，引起滞涨，或将抑制全球对化工品需求。
- 2、行业竞争加剧。**公司所处的基础化工和新材料领域，部分产品存在产能过剩和同质化竞争问题。尽管“反内卷”政策有助于改善格局，但若行业协同不及预期，激烈的市场竞争仍可能侵蚀公司盈利。
- 3、政策不确定性。**环保趋严、能耗双控、碳边境税等带来合规与成本上升，若“反内卷”等政策执行不及预期，供给优化与价格纪律难以兑现。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：**在对公司进行盈利预测以及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预期随着化工行业景气逐步修复，公司产品景气有望逐步上行。我们预测 2026-2028 年公司营收分别为 273.1、289.2、293.6 亿元，同比增速分别为 8.2%、5.9%、1.5%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 34.6、39.7、43.3 亿元，同比增速分别为 4.3%、14.8%、9.2%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差。悲观情况下，若需求不及预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑。

表 5：公司收入和利润敏感性分析（亿元）

| | 基准情形 | | | 悲观情形 | | |
|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | |
| 营业收入 | 273.1 | 289.2 | 293.6 | 265.7 | 280 | 营业收入 |
| —YoY | 8.22% | 5.88% | 1.52% | 5.30% | 5.30% | —YoY |
| 毛利率 | 20% | 21% | 23% | 21% | 20% | 毛利率 |
| 归母净利润 | 34.6 | 39.7 | 43.3 | 32.7 | 36.3 | 归母净利润 |
| —YoY | 4.3% | 14.8% | 9.2% | -1.50% | 11.00% | —YoY |

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业总收入 | 25238 | 27314 | 28920 | 29359 | 货币资金 | 6070 | 12242 | 16899 | 23677 |
| 营业成本 | 19953 | 21792 | 22714 | 22714 | 交易性金融资产 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 毛利 | 5286 | 5522 | 6206 | 6645 | 应收账款 | 690 | 814 | 779 | 838 |
| %营业收入 | 21% | 20% | 21% | 23% | 存货 | 1088 | 1470 | 1196 | 1470 |
| 营业税金及附加 | 219 | 237 | 251 | 255 | 预付账款 | 137 | 150 | 156 | 156 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 其他流动资产 | 1062 | 1399 | 1191 | 1454 |
| 销售费用 | 100 | 108 | 114 | 116 | 流动资产合计 | 9079 | 16106 | 20252 | 27626 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 长期股权投资 | 4438 | 4524 | 4610 | 4696 |
| 管理费用 | 1408 | 1524 | 1614 | 1638 | 投资性房地产 | 21 | 19 | 17 | 15 |
| %营业收入 | 6% | 6% | 6% | 6% | 固定资产合计 | 20034 | 18501 | 16961 | 15416 |
| 研发费用 | 284 | 308 | 326 | 331 | 无形资产 | 1141 | 1077 | 1012 | 947 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 商誉 | 1486 | 1483 | 1479 | 1476 |
| 财务费用 | 17 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 195 | 195 | 195 | 195 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 其他非流动资产 | 5693 | 5699 | 5705 | 5711 |
| 加: 资产减值损失 | -147 | -39 | -39 | -39 | 资产总计 | 42087 | 47603 | 50230 | 56081 |
| 信用减值损失 | -9 | 0 | 0 | 0 | 短期贷款 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 公允价值变动收益 | 18 | 0 | 0 | 0 | 应付款项 | 3238 | 5026 | 3588 | 5026 |
| 投资收益 | 270 | 270 | 270 | 270 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3673 | 3884 | 4458 | 4867 | 应付职工薪酬 | 255 | 278 | 290 | 290 |
| %营业收入 | 15% | 14% | 15% | 17% | 应交税费 | 121 | 131 | 139 | 141 |
| 营业外收支 | 52 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 3315 | 3513 | 3547 | 3578 |
| 利润总额 | 3725 | 3884 | 4458 | 4867 | 流动负债合计 | 6979 | 8999 | 7615 | 9085 |
| %营业收入 | 15% | 14% | 15% | 17% | 长期借款 | 3506 | 3506 | 3506 | 3506 |
| 所得税费用 | 373 | 389 | 446 | 487 | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 3352 | 3496 | 4012 | 4380 | 递延所得税负债 | 368 | 368 | 368 | 368 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3317 | 3459 | 3971 | 4335 | 其他非流动负债 | 1182 | 1182 | 1182 | 1182 |
| 少数股东损益 | 35 | 36 | 41 | 45 | 负债合计 | 12034 | 14054 | 12670 | 14140 |
| EPS (元) | 0.39 | 0.41 | 0.47 | 0.51 | 归属于母公司所有者权益 | 29273 | 32733 | 36703 | 41038 |
| | | | | | 少数股东权益 | 780 | 816 | 857 | 902 |
| | | | | | 股东权益 | 30053 | 33548 | 37561 | 41941 |
| | | | | | 负债及股东权益 | 42087 | 47603 | 50230 | 56081 |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | 基本指标 | | | | |
| | | | | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流净额 | 5172 | 6272 | 4753 | 6871 | 每股收益 | 0.39 | 0.41 | 0.47 | 0.51 |
| 取得投资收益收回现金 | 135 | 270 | 270 | 270 | 每股经营现金流 | 0.61 | 0.74 | 0.56 | 0.81 |
| 长期股权投资 | -86 | -86 | -86 | -86 | 市盈率 | 14.37 | 13.78 | 12.01 | 11.00 |
| 资本性支出 | -880 | -256 | -250 | -249 | 市净率 | 1.63 | 1.46 | 1.30 | 1.16 |
| 其他 | 871 | -29 | -29 | -29 | EV/EBITDA | 8.00 | 7.55 | 6.07 | 4.64 |
| 投资活动现金流净额 | 39 | -101 | -95 | -93 | 总资产收益率 | 7.9% | 7.3% | 7.9% | 7.7% |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净资产收益率 | 11.3% | 10.6% | 10.8% | 10.6% |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 13.1% | 12.7% | 13.7% | 14.8% |
| 银行贷款增加(减少) | 60 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 28.6% | 29.5% | 25.2% | 25.2% |
| 筹资成本 | -1405 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.59 | 0.61 | 0.59 | 0.55 |
| 其他 | -2280 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 筹资活动现金流净额 | -3625 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | 1512 | 6171 | 4657 | 6778 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。