

基础化工

2026年05月06日

万凯新材 (301216)

——业绩符合预期，瓶片及乙二醇景气提升，股权激励彰显公司信心

报告原因：有业绩公布需要点评 增持 (维持)

市场数据： 2026年04月30日	
收盘价(元)	29.99
一年内最高/最低(元)	31.38/12.02
市净率	2.7
股息率%(分红/股价)	0.50
流通A股市值(百万元)	16,444
上证指数/深证成指	4,112.16/15,107.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2026年03月31日	
每股净资产(元)	11.27
资产负债率%	65.61
总股本/流通A股(百万)	580/548
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

邵靖宇 A0230524080001
shaoyj@swsresearch.com
王瑞健 A0230526020001
wangrj@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

丁莹 A0230125070005
dingying@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公布 25 年报及 26 年一季报，业绩符合预期。** 25 年公司实现营业收入 154.94 亿元 (yoy-10%)，归母净利润 1.69 亿元 (同比扭亏)，扣非后归母净利润 0.42 亿元 (同比扭亏)；其中 25Q4 公司实现营业收入为 30.58 亿元 (yoy-25%，QoQ-28%)，归母净利润为 0.92 亿元 (同比扭亏，QoQ+330%)，扣非后归母净利润为-0.14 亿元 (同比减亏，环比转亏)，业绩符合预期。2026 年一季度，公司实现营业收入为 43.20 亿元 (yoy+10%，QoQ+41%)，归母净利润为 3.81 亿元 (yoy+694%，QoQ+316%)，扣非后归母净利润为 0.40 亿元 (yoy+275%，环比扭亏)，业绩符合预期。26Q1 非经常性损益主要为 3.91 亿元的投资收益 (预计主要由期货交易产生)；26Q1 扣非归母净利润环比增长的原因主要为瓶片、乙二醇盈利的修复。公司公告，预计 25 年合计派发现金股利 0.86 亿元，占当期归母净利润的 51.06%。
- **行业“反内卷”助力瓶片景气修复，地缘冲突带动瓶片及乙二醇景气大幅提升。** 2025 年公司实现瓶级 PET 营收 149.51 亿元 (YoY-10%)，产销量分别为 269 万吨 (YoY-1%) / 269 万吨 (YoY+1%)，销售均价为 5556 元/吨 (YoY-11%)，实现毛利率 3.18% (+2.58pct)，实现毛利 4.76 亿元 (+392%)。1) 25 年 7 月以来，随头部企业相继降负，行业景气持续修复。根据我们测算，26Q1 瓶片价差为 661 元/吨 (不含税)，较 25 年均值提升 295 元/吨 (+81%)。地缘冲突以来，在原料 MEG 及 PTA 价格上涨、海外供应链受到冲击的背景下，瓶片价差维持上行趋势。截止 4 月 27 日，瓶片价差修复至 1294 元/吨，较 26Q1 均值提升 633 元/吨 (+96%)。2) 地缘冲突以来，原料端乙二醇价格大幅上涨，截止 4 月 27 日，国内现货价已上涨至 4980 元/吨，相较于 2 月 28 日价格提高 1370 元/吨 (+38%)。公司拥有 300 万吨瓶片产能 (尼日利亚 30 万吨及印尼 75 万吨产能亦在稳步推进) 及 60 万吨天然气制乙二醇产能，预计将在本轮瓶片景气复苏周期将显著受益。
- **公司披露股权激励草案及收购耀瑞兴公告，皆彰显公司对于本轮瓶片聚酯景气周期的信心。** 1、公司拟授予限制性股票总量不超过 459.53 万股，授予价格为每股 15.32 元，约为 4 月 27 日收盘价的 50%。解禁目标为：1) 26-27 年归母净利润 (剔除股权激励相关费用) 较 25 年分别增长 30%/60% (2.20/2.71 亿元)；2) 28 年归母净利润较 25 年增长不低于 90% (3.21 亿元) 或 26-28 年归母净利润合计增长率不低于 100% (以 2025 年为基数；26-28 年合计归母净利润不低于 8.46 亿元)；2、公司公告拟以 2.68 亿元收购大股东正凯集团持有的耀瑞兴 100% 股权。耀瑞兴的主要资产为在建工程“浙江耀瑞兴新材料有限公司绿色智造示范产业园”一期项目。本次收购完成后，公司拟将高性能共聚酯新材料装置建设内容调整为 150 万吨 SSP 瓶级聚酯切片装置，最终产品将从多功能高粘切片变更为瓶级 PET 切片。项目达产后，公司将新增瓶级 PET 切片产能 150 万吨/年。
- **投资分析意见：** 瓶片行业价差大幅修复、乙二醇价格显著提升，且公司仍有瓶片的产能及技改新增的草酸产能即将投产，我们维持公司 2026-27 年归母净利润预测为 9.49、12.78 亿元，并新增 2028 年预测为 19.19 亿元，对应的 EPS 为 1.64、2.20、3.31 元，当前市值对应 PE 为 18X、14X、9X，维持增持评级。
- **风险提示：** 海外经济衰退、原油价格大幅波动、原料采购受限、瓶片新增产能超预期。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	15,494	4,320	21,780	20,650	21,556
同比增长率 (%)	-10.1	10.2	40.6	-5.2	4.4
归母净利润 (百万元)	169	381	949	1,278	1,919
同比增长率 (%)	-	694.0	461.4	34.6	50.2
每股收益 (元/股)	0.32	0.66	1.64	2.20	3.31
毛利率 (%)	3.5	8.6	6.4	9.6	12.0
ROE (%)	2.7	5.8	14.3	17.4	23.2
市盈率	103		18	14	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	17,232	15,494	21,780	20,650	21,556
其中：营业收入	17,232	15,494	21,780	20,650	21,556
减：营业成本	17,084	14,955	20,385	18,669	18,973
减：税金及附加	43	42	59	56	58
主营业务利润	105	497	1,336	1,925	2,525
减：销售费用	71	71	109	103	108
减：管理费用	179	191	218	206	216
减：研发费用	60	77	87	83	86
减：财务费用	-9	82	181	177	159
经营性利润	-196	76	741	1,356	1,956
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-16	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-97	-112	0	0	0
加：投资收益及其他	-98	235	404	179	332
营业利润	-392	183	1,146	1,535	2,289
加：营业外净收入	2	-7	0	0	0
利润总额	-391	176	1,146	1,535	2,289
减：所得税	-89	8	197	258	376
净利润	-302	168	949	1,277	1,913
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-6
归属于母公司所有者的净利润	-300	169	949	1,278	1,919

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。