

瓶片行业已过拐点，迎来景气与成长双击

核心观点

- **25年扭亏为盈：**公司发布2025年报，报告期内实现营业收入154.94亿元，同比下滑10.1%；实现归母净利润1.69亿元，同比增长156.4%，实现扭亏为盈。2025年公司聚酯总销量275万吨，与2024年基本持平。但平均价格从2024年的6260元/吨下跌到2025年5556元/吨，导致营收下降。不过产品毛利率显著回升，使公司业绩实现扭亏为盈。
- **瓶片景气度渐入佳境：**聚酯瓶片行业在25年6月由于供需过剩严重，导致行业景气度陷入谷底。而行业龙头企业在“反内卷”政策引领下，从7月开始主动压减开工率。我们在深度报告《聚酯瓶片行业有望提前复苏》中分析认为行业龙头的自发减产有望推动行业供需趋势扭转，使景气度持续修复。之后，随着行业库存不断降低，景气度明显回升，成为万凯25年扭亏为盈的重要动力。而今年3月中东冲突爆发以来，海外瓶片供应稳定性出现问题，行业库存开始快速去化，使得瓶片盈利大幅提升。我们在深度报告《中东变局对化工之二：冲突加速景气修复趋势》中分析认为，中东冲突加速了大量化工品库存去化。后续无论冲突是否持续，低库存以及良好的供需情况，都将使行业景气度维持在较高水平。
- **新项目推进驱动成长：**公司上市后持续快速扩张，IPO与转债募投的聚酯瓶片和乙二醇项目均已投产，开始贡献业绩。在建的尼日利亚30万吨聚酯瓶片项目和10万吨草酸项目预计有望于今年6月投产，前者规避海外瓶片高反倾销税，后者受益草酸法磷酸铁锂需求拉动，今年就有望为公司带来新增长。而展望未来，公司布局的再生聚酯与生物基聚酯项目以全球绿色化发展为导向，有望成为公司长期成长的重要动力。

盈利预测与投资建议

- 结合近期市场变化，我们调整了公司产品价格等预测，我们预测公司2026年每股收益EPS为2.45元（原2026年预测1.07元），并添加2027-2028年预测为2.29和2.61元。按照可比公司2026年17倍市盈率，给予目标价41.68元，维持买入评级。

风险提示：

- 瓶片行业底部复苏不及预期导致加工费修复缓慢、出海项目进展不及预期、乙二醇项目进展或成本优势不及预期、油价及原材料价格波动、非经常性损益波动。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,232	15,494	19,390	19,622	19,169
同比增长(%)	-1.7%	-10.1%	25.1%	1.2%	-2.3%
营业利润(百万元)	(392)	183	1,681	1,569	1,786
同比增长(%)	-176.7%	146.6%	818.8%	-6.7%	13.9%
归属母公司净利润(百万元)	(300)	169	1,422	1,327	1,512
同比增长(%)	-168.7%	156.4%	741.1%	-6.7%	13.9%
每股收益(元)	(0.52)	0.29	2.45	2.29	2.61
毛利率(%)	0.9%	3.5%	11.2%	10.6%	11.7%
净利率(%)	-1.7%	1.1%	7.3%	6.8%	7.9%
净资产收益率(%)	-5.4%	2.9%	20.7%	16.5%	16.7%
市盈率	(56.2)	99.7	11.9	12.7	11.2
市净率	3.2	2.7	2.2	2.0	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	买入（维持）
股价（2026年04月30日）	29.99元
目标价格	41.68元
52周最高价/最低价	31.38/12.02元
总股本/流通A股（万股）	58,020/54,833
A股市值（百万元）	17,400
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年05月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.19	11.07	31.54	131.87
相对表现%	-1.63	4.05	29.39	104.37
沪深300%	0.44	7.02	2.15	27.5



证券分析师

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

相关报告

行业扩张进入尾声，静待原料和出海项目落地 2025-03-22

表 1：可比公司估值（截止到 2026 年 4 月 30 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
桐昆股份	0.85	1.78	2.02	2.63	28.33	13.58	12.01	9.21
新凤鸣	0.61	1.15	1.51	1.81	30.51	16.09	12.24	10.22
荣盛石化	0.08	0.61	0.71	0.88	164.31	23.06	19.55	15.88
恒逸石化	0.07	1.33	1.42	2.14	261.09	13.28	12.41	8.25
东方盛虹	0.02	0.39	0.52	0.75	656.93	34.13	25.63	17.67
恒力石化	1.01	1.60	1.85	2.22	21.98	13.78	11.93	9.94
调整后平均						17.00	14.00	11.00

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	3,064	2,041	3,511	4,827	5,761	营业收入	17,232	15,494	19,390	19,622	19,169
应收票据、账款及款项融资	703	692	839	849	829	营业成本	17,084	14,955	17,222	17,544	16,932
预付账款	314	395	424	429	419	销售费用	71	71	88	89	87
存货	3,691	3,452	3,848	3,158	3,048	管理费用	179	191	239	242	236
其他	1,098	1,092	937	941	933	研发费用	60	77	96	97	95
流动资产合计	8,870	7,672	9,558	10,203	10,990	财务费用	(9)	82	66	80	52
长期股权投资	25	75	75	75	75	资产、信用减值损失	97	128	127	127	109
固定资产	3,156	8,186	8,434	8,714	8,953	公允价值变动收益	(49)	134	0	0	0
在建工程	4,968	232	370	412	424	投资净收益	(149)	(78)	0	0	0
无形资产	493	531	519	508	496	其他	57	137	129	127	129
其他	262	924	654	646	646	营业利润	(392)	183	1,681	1,569	1,786
非流动资产合计	8,905	9,947	10,052	10,353	10,593	营业外收入	2	5	5	5	5
资产总计	17,775	17,619	19,610	20,557	21,583	营业外支出	1	13	13	13	13
短期借款	3,657	3,691	3,691	3,691	3,691	利润总额	(391)	176	1,673	1,561	1,779
应付票据及应付账款	2,178	1,745	2,102	2,142	2,067	所得税	(89)	8	251	234	267
其他	1,177	989	1,225	1,232	1,219	净利润	(302)	168	1,422	1,327	1,512
流动负债合计	7,012	6,425	7,019	7,065	6,977	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
长期借款	1,208	1,426	1,426	1,426	1,426	归属于母公司净利润	(300)	169	1,422	1,327	1,512
应付债券	2,684	1,997	1,997	1,997	1,997	每股收益 (元)	-0.52	0.29	2.45	2.29	2.61
其他	1,534	1,515	1,518	1,518	1,518						
非流动负债合计	5,426	4,938	4,940	4,940	4,940	主要财务比率					
负债合计	12,438	11,362	11,959	12,005	11,918		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	(2)	80	80	80	80	成长能力					
实收资本 (或股本)	515	580	580	580	580	营业收入	-1.7%	-10.1%	25.1%	1.2%	-2.3%
资本公积	3,448	4,130	4,130	4,130	4,130	营业利润	-176.7%	146.6%	818.8%	-6.7%	13.9%
留存收益	1,346	1,439	2,861	3,762	4,876	归属于母公司净利润	-168.7%	156.4%	741.1%	-6.7%	13.9%
其他	30	29	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,337	6,257	7,651	8,552	9,665	毛利率	0.9%	3.5%	11.2%	10.6%	11.7%
负债和股东权益总计	17,775	17,619	19,610	20,557	21,583	净利率	-1.7%	1.1%	7.3%	6.8%	7.9%
						ROE	-5.4%	2.9%	20.7%	16.5%	16.7%
						ROIC	-2.7%	1.9%	10.3%	9.0%	9.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	70.0%	64.5%	61.0%	58.4%	55.2%
净利润	(302)	168	1,422	1,327	1,512	净负债率	88.9%	86.5%	51.5%	30.7%	17.5%
折旧摊销	308	479	639	700	762	流动比率	1.27	1.19	1.36	1.44	1.58
财务费用	(9)	82	66	80	52	速动比率	0.74	0.66	0.80	0.96	1.09
投资损失	149	78	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	1,121	(815)	51	590	(49)	应收账款周转率	23.2	22.6	26.0	23.6	23.0
其它	(2)	449	381	127	109	存货周转率	4.7	4.2	4.6	4.8	5.0
经营活动现金流	1,265	441	2,559	2,825	2,386	总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	0.9
资本支出	(4,552)	(965)	(1,002)	(1,002)	(1,002)	每股指标 (元)					
长期投资	(0)	(50)	0	0	0	每股收益	-0.52	0.29	2.45	2.29	2.61
其他	1,007	(706)	(21)	0	0	每股经营现金流	2.46	0.76	4.41	4.87	4.11
投资活动现金流	(3,545)	(1,721)	(1,023)	(1,002)	(1,002)	每股净资产	9.20	10.65	13.05	14.60	16.52
债权融资	2,898	(389)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(22)	747	(0)	0	0	市盈率	-56.2	99.7	11.9	12.7	11.2
其他	50	641	(66)	(507)	(450)	市净率	3.2	2.7	2.2	2.0	1.8
筹资活动现金流	2,926	1,000	(66)	(507)	(450)	EV/EBITDA	-243.7	30.4	9.5	9.6	8.7
汇率变动影响	70	14	-0	-0	-0	EV/EBIT	-56.4	85.3	13.0	13.7	12.3
现金净增加额	716	(266)	1,470	1,316	934						

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

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。