

沧州大化首次覆盖 TDI和PC齐迎景气周期

投资评级：买入

刘海荣/费晨洪

中邮证券研究所 刘海荣团队

中邮证券

发布时间：2026-06-02

投资要点

- **TDI供给格局改善。** TDI是生产聚氨酯软泡类产品和涂料的核心原料之一，公司拥有16万吨/年TDI产能，是国内主要的TDI供应商之一。近5年来国内TDI行业供应商集中度从64%大幅提升至85%，行业供给侧格局优化。近年来TDI对海外成本优势日益明显，出口量大幅提升。随着行业新增产能放缓，以及公司抓住出口市场等基于，有望充分受益于TDI行业格局优化的红利。
- **PC。** PC广泛应用于综合性能优良的热塑性工程塑料，广泛应用于消费电子、汽车等领域。2023年-2025年，PC行业格局快速改善，行业开工率从50%-60%区间大幅提升至85%以上，2026年更是迎来近10年首次零新增产能。PC行业有望迎来新一轮景气周期。公司拥有10万吨/年PC产能，并在硅PC、溴化PC等高附加值产品取得突破。
- **投资建议：** 公司拥有TDI和PC两大核心产品，均有望迎来新一轮景气周期。我们预计2026-2028年归母净利润为4.44、4.85、5.43亿元，对应PE分别为13.7x、12.5x、11.2x。我们看好公司发展前景，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 下游需求增速放缓的风险；行业新增产能的风险；国际原油价格波动的风险。

目录

- 一 | **光气化平台串联公司两大核心产品**
- 二 | **TDI：行业集中度提升，走出底部区间**
- 三 | **PC：行业拐点将至，高端化产品持续落地**
- 四 | **投资建议**

公司是以TDI和PC双产品驱动的知名化工企业

图表01：沧州大化鸟瞰图



资料来源：中国合成树脂协会，中邮证券研究所

图表02：沧州大化发展大记事

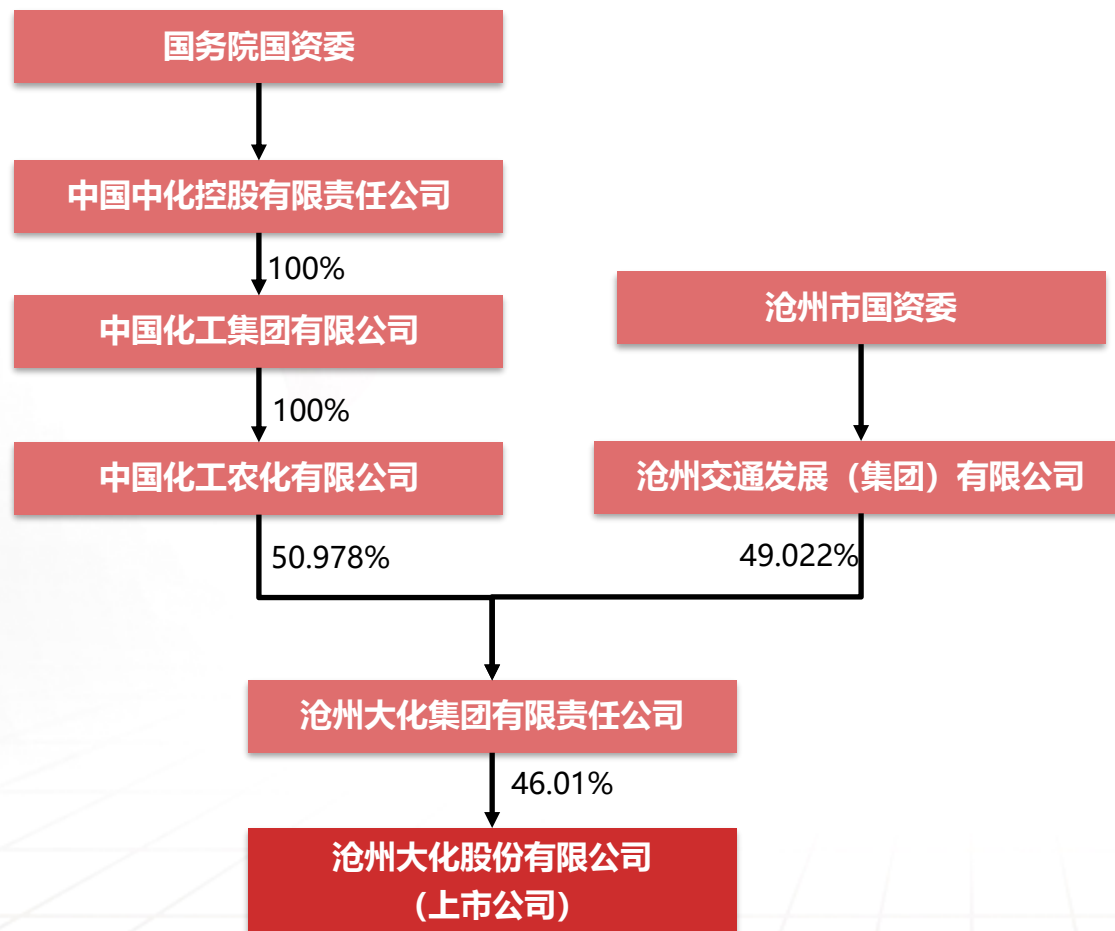
- ✓ 公司前身是我国首批全套引进装置建设的13套大化肥企业之一的河北省沧州化肥厂，1977年投产。
- ✓ 1998年成立“沧州大化股份有限公司”，2000年在上海证券交易所上市。
- ✓ 2006年10月母公司沧州大化集团有限责任公司并入中国化工集团。
- ✓ 2009年8月31日，5万吨/年TDI项目一次开车成功，产出合格产品
- ✓ 2020年10月29日，沧州大化聚海分公司PC项目一次投料开车成功，产出合格产品
- ✓ 2021年5月8日，两化重组后，公司并入加入中国中化控股有限责任公司。
- ✓ 2021年7月7日，沧州大化聚海分公司共聚硅PC项目一次开车成功，产出合格产品

资料来源：中国中化，中邮证券研究所

- 沧州大化股份有限公司是一家以TDI、PC为主导产品的综合性化工企业，成立于1998年9月，2000年3月公司在上海证券交易所成功上市，系沧州大化集团有限责任公司的控股子公司，2006年10月加入中国化工集团，进入央企行列。两化重组后成为中国中化控股有限责任公司旗下公司。
- 公司主要从事甲苯二异氰酸酯（TDI）、聚碳酸酯（PC）的研发、生产和销售。主要拥有年产16万吨TDI、10万吨PC、20万吨双酚A、16万吨烧碱、13.5万吨硝酸等产品的生产能力。公司TDI和PC产品质量达到国际先进水平。

公司隶属于中国中化

图表03：沧州大化股权结构

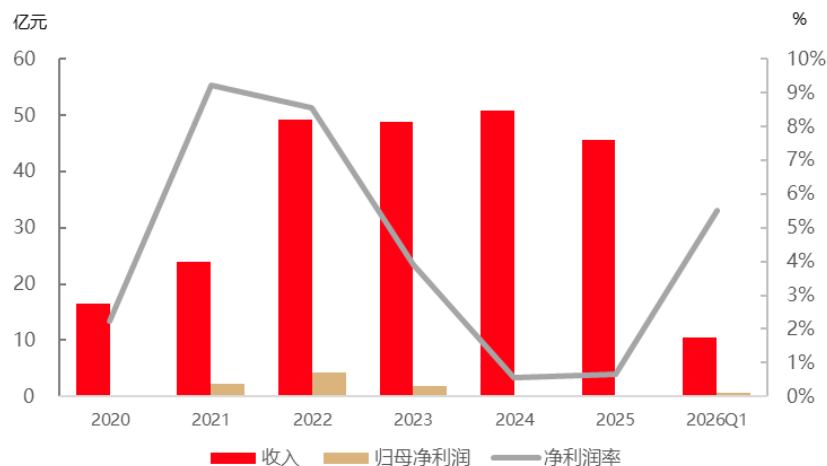


- 公司的股权结构为央企主导、地方国资参与的混合所有制模式，国务院国资委通过中国中化控股持有沧州大化集团50.978% 股权，沧州市国资委通过沧州交发集团持有沧州大化集团49.022%股权；沧州大化集团持有上市公司46.01%股份，公司实际控制人为国务院国资委。

资料来源：iFind，天眼查，中邮证券研究所

2026年开始盈利状况大幅改善

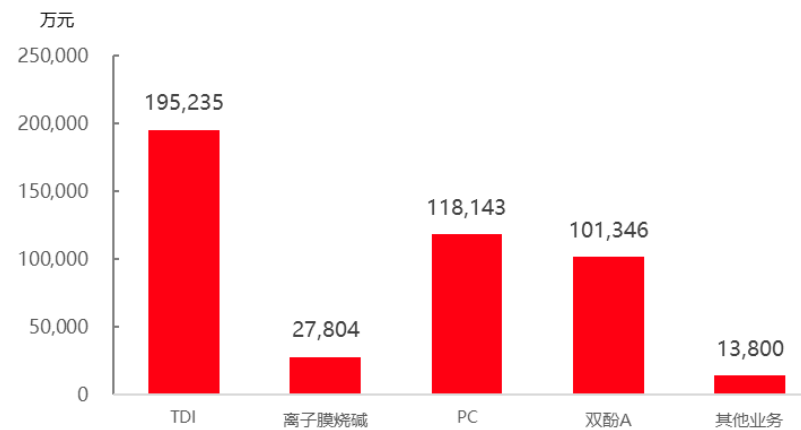
图表04：沧州大化2020-2026Q1收入和归母净利润



资料来源：iFind，中邮证券研究所

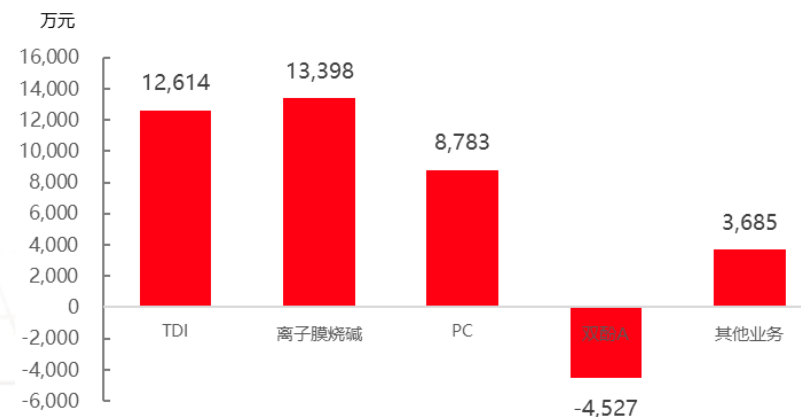
- 公司2025年销售收入45.63亿元，归母净利润3085万元，2026Q1销售收入10.49亿元，归母净利5783万元，今年一季度以来盈利状况大幅改善。
- 2025年TDI销售收入19.52亿元，约占总收入的43%；PC销售收入11.81亿元，约占总收入的26%，BPA销售收入10.13亿元，约占总收入的22%。

图表05：沧州大化2025年收入构成



资料来源：iFind，中邮证券研究所

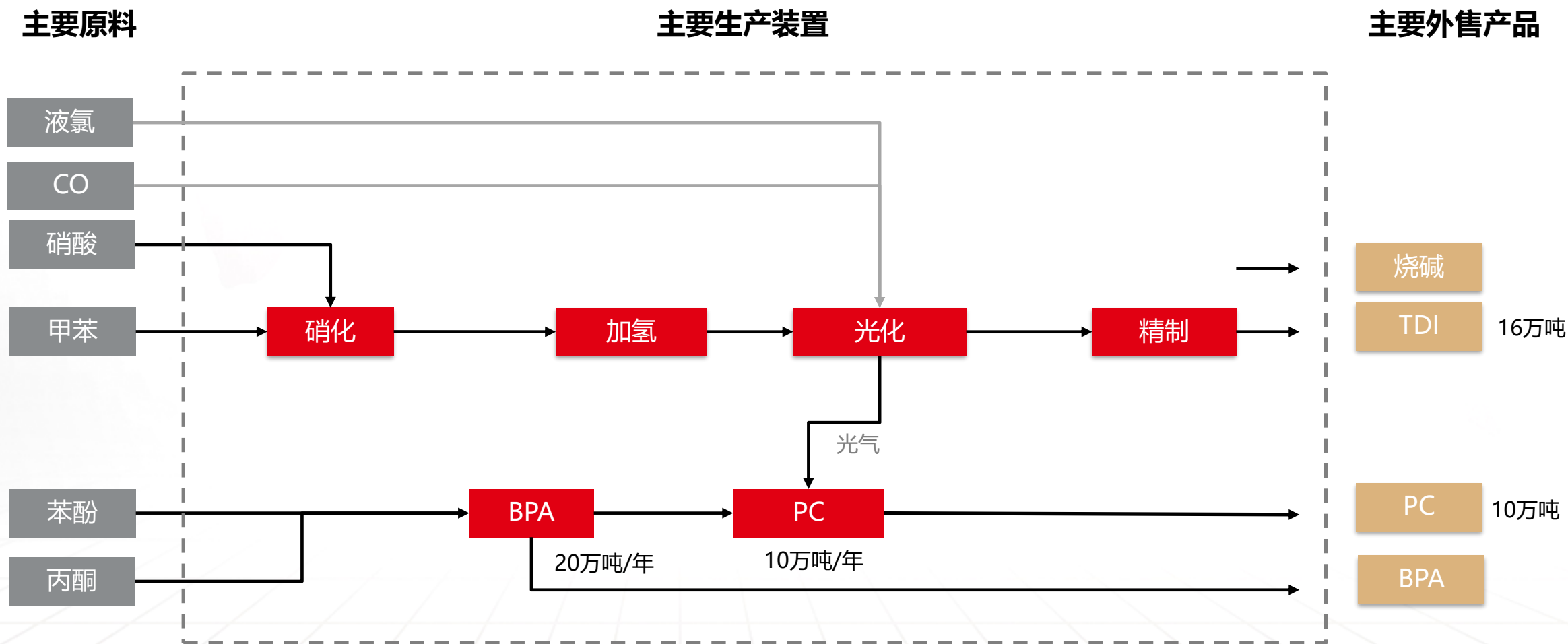
图表06：沧州大化2025年毛利构成



资料来源：iFind，中邮证券研究所

以光气化平台串联TDI和PC两条产业链

图表07：沧州大化主要产业链



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

公司主要产品产能

图表08：沧州大化主要产品及产能

主要产品	设计产能	2025年产能利用率	在建产能
TDI	16万吨	106%	/
烧碱	16万吨	110%	/
PC	10万吨	106%	/
BPA	20万吨	115%	/

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

□ 公司以TDI和PC两个产品为核心，并向上游配套烧碱和BPA。

目录

- 一 | **光气化平台串联公司两大核心产品**
- 二 | **TDI：行业集中度提升，走出底部区间**
- 三 | **PC：行业拐点将至，高端化产品持续落地**
- 四 | **投资建议**

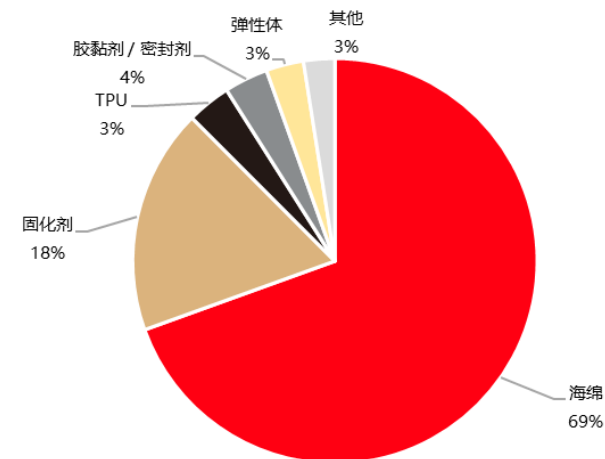
TDI是聚氨酯泡沫的关键原料

图表09：TDI产品主要规格种类

项目	TDI-65	TDI-80	TDI-100
2,4体含量/%	65±2	80±2	95以上
2,6体含量/%	35±2	20±2	5以下
纯度/%	99.5以上	99.6以上	99.5以上
凝固温度/°C	5-7°C	12-14°C	12-14°C
水解氯/%	0.1以下	0.01以下	0.01以下
总氮量/%	0.1以下	0.07以下	0.2以下
酸度/%	0.003以下	0.004以下	0.005以下
色度(APHA)	20以下	20以下	20以下
相对密度(25°C/4°C)	1.22	1.22	1.22
沸点/°C	246	246	246
粘度/mPa·s(25°C)	约3	约3	约3

资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

图表10：中国TDI消费结构



资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

- TDI是聚氨酯重要的异氰酸产品，是生产海绵类产品的主要原料。** 聚氨酯是主链上含有氨基甲酸酯基团（-NHCOO-）的聚合物统称。通过改变原料种类及配方组成改变产品性能，产品以聚氨酯硬泡制品、软泡制品、涂料、粘结剂、弹性体等形态应用到终端产品中。聚氨酯一般由二异氰酸酯与多元醇化合物反应得到。常用的二异氰酸酯有二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI），甲苯二异氰酸酯（TDI）等；常用多元醇包括聚醚多元醇和聚酯多元醇，其中聚醚多元醇主要由环氧丙烷（PO）开环聚合得到。TDI是生产海绵、聚氨酯固化剂、聚氨酯胶黏剂及密封剂、弹性体制品以及TPU等产品的上游原料。
- TDI-80是最主要的应用规格。** TDI从规格上区分为三类，根据2,4-TDI和2,6-TDI的混合物含量不同，分为T65/35，T80/20及T100，主要规格T80/20，应用范围最广。

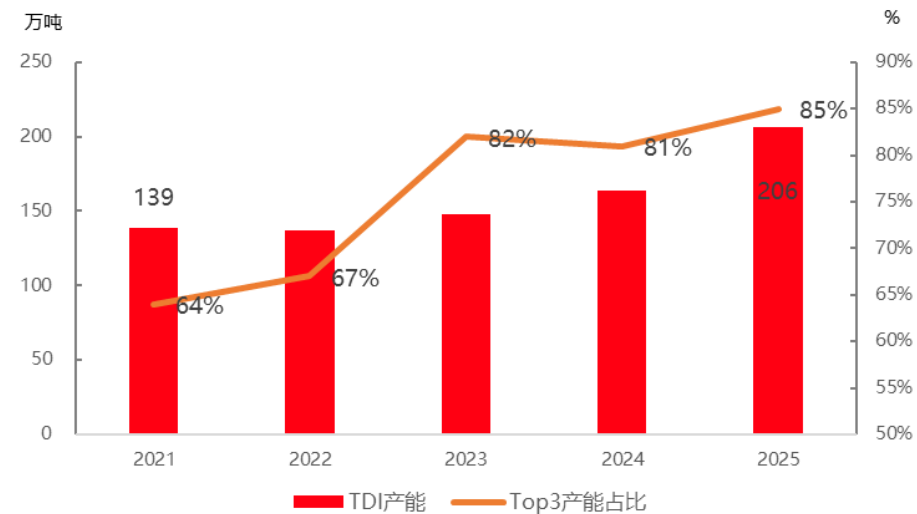
TDI供应格局大幅集中

图表11：全球TDI供应商明细

区域	生产商	所在地	产能 (万吨)
欧洲	科思创	德国Dormagen	30
	万华	匈牙利Kazincbarcika	25
	小计		55
美洲	巴斯夫	路易斯安娜Geismar	16
	科思创	德克萨斯Baytown	22
	小计		38
中国	沧州大化	河北	16
	甘肃银光	甘肃	15
	巴斯夫	上海	16
	科思创	上海	37
	万华福建	福建	72
	万华烟台	烟台	30
	万华巨力	新疆	20
	小计		206
亚洲其他	GNFC	印度 Bharuch	6.7
	巴斯夫	韩国 丽水	16
	OCI	韩国 Kunsan	5
	韩华	韩国Yosu	15
	MCNS	日本 Omuta	5
	Karoon	伊朗 BandarIma	4
	BandarIma	Saudi Arabia	20
	小计		71.7
	总计		364.7

资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

图表12：2021-2025年中国TDI产能及集中度变化

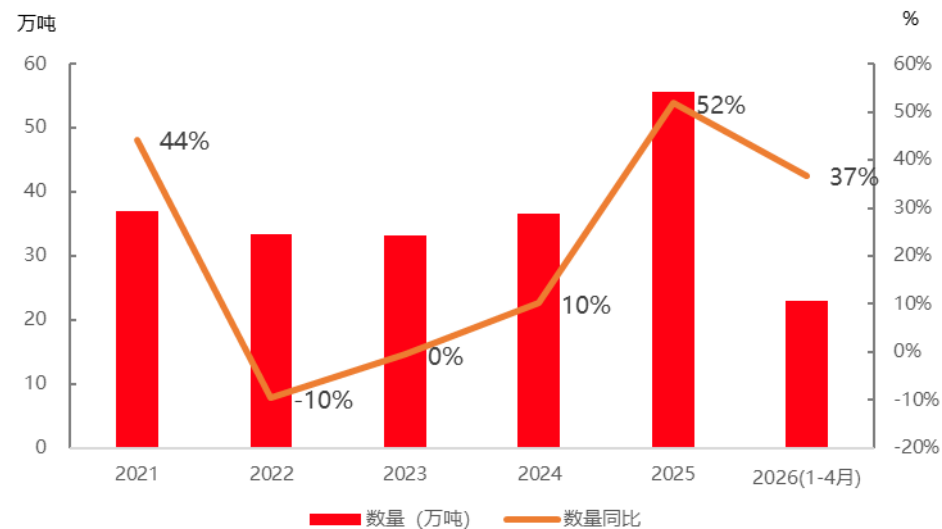


资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

- 2021-2025年，全球TDI消费总量由252万吨/年增长至261万吨/年，消费总量增长3.6%，复合增长率大概在0.9%，中国TDI消费量由91万吨稳步增长至98.6万吨，凭借庞大的下游产业集群与内需市场，持续稳居全球首位。
- 2021-2025年期间，中国TDI生产商数量减少到5家，且行业前三强企业产能从64%提升至85%，逐渐呈现高度集中特点。

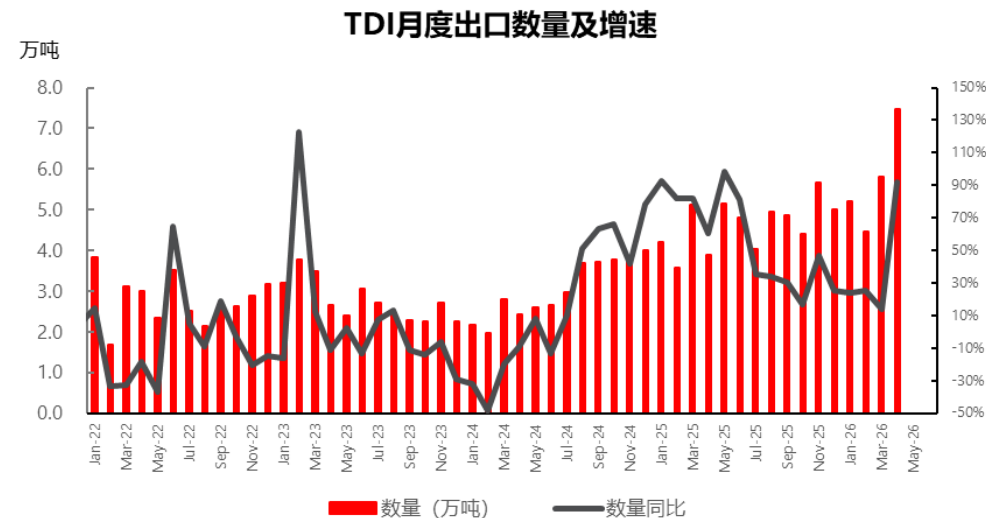
TDI出口大幅增长

图表13：2021-2026年4月中国TDI出口



资料来源：中国海关，中邮证券研究所

图表14：中国TDI月度出口

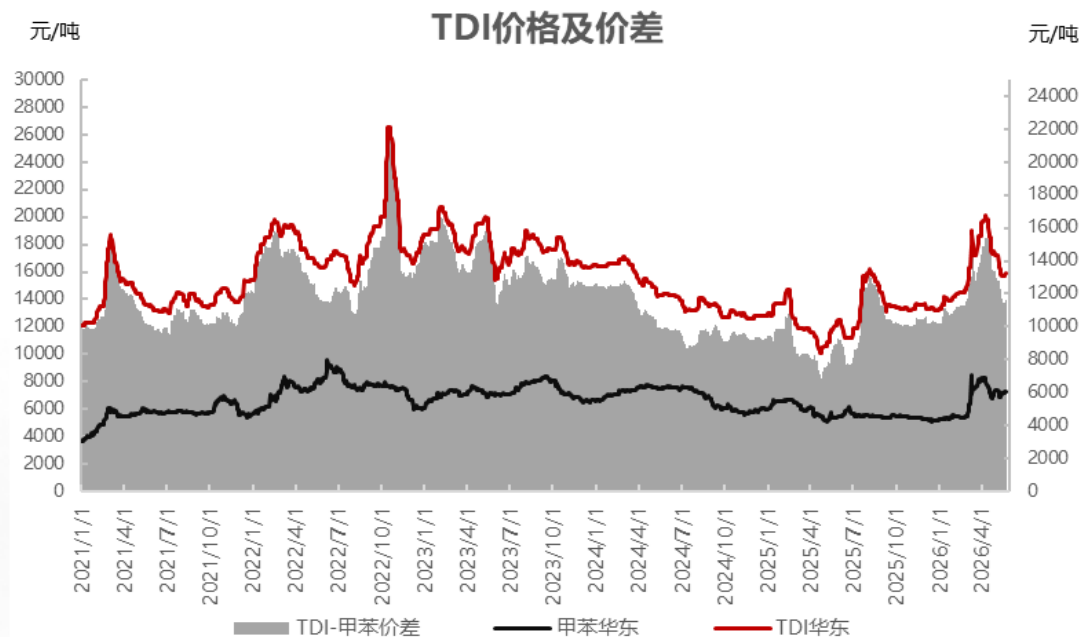


资料来源：中国海关，中邮证券研究所

- 近三年来随着国内TDI产业链规模化、一体化优势愈发明显，对海外TDI出口数量增幅显著。2024年中国TDI出口量约36.65万吨，2025年增长至55.65万吨，增幅52%；2026年1-4月继续保持出口高增长态势，2026年前4个月出口量达22.93万吨，同比增长37%。4月份单月出口量达7.46万吨，同比增幅92%，单月出口量创下历史最高记录。

TDI价格价差底部已走出底部区间

图表15：2021-2026年4月TDI价格及价差变化



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表16：2021-2026年TDI价格价差数据

年份	甲苯华东	硝酸	TDI华东	TDI-甲苯价差
2021	5643	2467	14191	10862
2022	7459	2575	18205	13804
2023	7261	2198	17925	13640
2024	6883	1787	14347	10286
2025	5689	1548	12979	8723
2026Q1	6061	1371	15304	11728
2026(4-5月)	7403	1453	17688	13320

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

- 自2023年以来，受行业扩产增加以及需求增速放缓拖累，国内TDI价格持续下滑，华东TDI均价从2022年的18205元/吨逐年下滑至2025年内的12979元/吨，TDI-甲苯价差也从2022年的13804元/吨逐年收窄至2025年的8723元/吨。
- 随着2026年国内TDI行业扩产告一段落，以及出口需求拉动，2026年以来TDI均价逐季修复，截至5月底，2026年Q2 TDI均价达17688元/吨，TDI-甲苯价差回升至13320元/吨。

公司的TDI产销情况状况稳步向上

图表17：2020-2026Q1沧州大化TDI产销及毛利情况

TDI业务	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
销售收入(万元)	130281	181431	272254	247694	215591	195235	46269
毛利率	3.53%	10.24%	14.36%	12.94%	2.64%	6.46%	
销量 (万吨)	13.13	13.37	16.83	16.18	16.94	16.95	3.65
单吨售价 (元/吨, 不含税)	9922	13569	16180	15311	12723	11521	12676
单吨毛利 (元/吨)	350	1390	2324	1982	335	744	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 与行业整体情况类似，公司TDI业务盈利水平自2022年以来也处于连续下降状态，2022年毛利率约为14.36%，2024年下降至2.64%，2025年有所回升，但仍处于历史较低水平。单吨毛利从2022年的2324元/吨，下降至2025年的744元/吨。
- 销售价格从2022年的16180元/吨，下降至2025年的11521元/吨，2026Q1销售均价回升至12676元/吨。

积极作为，抢占海外市场

图表18：河北地区TDI出口概况

项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (1-4月)
数量 (万吨)	2.76	4.28	4.77	3.74	3.51	6.16	1.59
同比	-	55%	11%	-22%	-6%	75%	-
均价 (元/吨)	13179	13166	16376	16170	12985	11888	14467

资料来源：中国海关，中邮证券研究所

- 由于国内河北地区仅有公司生产TDI，故可简化将河北地区的TDI出口数据近似视同公司的TDI产品出口数据。
- 2025年以来，公司TDI出口量大幅提升，从2024年的3.51万吨增长至6.16万吨，增幅超过75%。2026年前4个月出口量达1.59万吨，继续保持较高增速。价格方面2025年出口均价11888元/吨，比公司整体销售均价高约367元/吨；2026年前4个月出口均价达14467元/吨，大幅高于公司2026Q1整体销售均价的12676元/吨。
- 总体来看，公司通过积极拓展海外销售渠道，大幅提升了产品售价，保证产品维持较高毛利水平。随着TDI市场供应端进一步集中，TDI行业有望维持较长时间的偏景气周期。

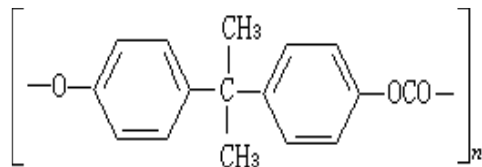
目录

- 一 | **光气化平台串联公司两大核心产品**
- 二 | **TDI：行业集中度提升，走出底部区间**
- 三 | **PC：行业拐点将至，高端化产品持续落地**
- 四 | **投资建议**

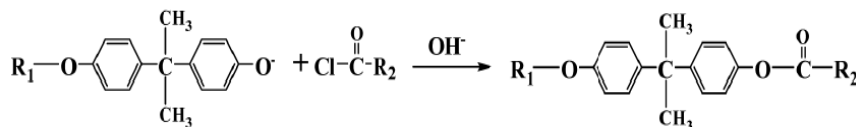
PC是性能优异、应用广泛的工程塑料

图表19：聚碳酸酯结构及性能

➤ PC分子结构

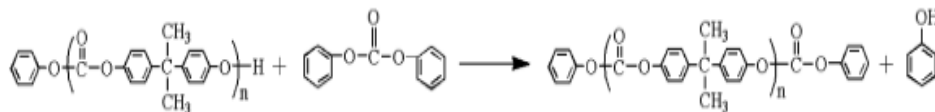


➤ 界面缩聚法合成聚碳酸酯



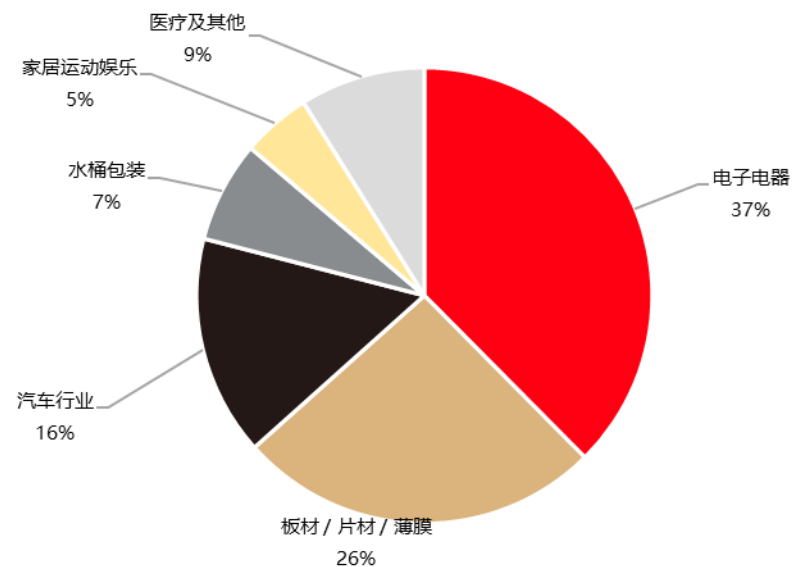
其中：R₁为无或H⁺或聚合物链段，R₂为Cl或聚合物链段

➤ 熔融缩聚法合成聚碳酸酯



资料来源：中国合成树脂协会聚碳酸酯分会，中邮证券研究所

图表20：聚碳酸酯消费结构



资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

- ❑ 聚碳酸酯（Polycarbonate, PC）是一种无色透明的无定形（非结晶）热塑性材料，是综合性能优良的热塑性工程塑料，具有**突出的抗冲击性能、耐蠕变性能、优异的光学性能、良好的耐热性能、尺寸稳定性、自阻燃性能及电性能等**。
- ❑ 主要用于电子电器、玻璃装配、光盘和汽车工业领域，其他领域包括机械零部件、医疗器械、休闲和防护器材等，随着生产技术的不断提高，正迅速向航空航天、光学元件、光电信息等领域发展。

PC行业供需或至拐点

图表21：聚碳酸酯供需平衡表

供需平衡表													
序号	统计项	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
1	产能	万吨	87.5	126	166	195	234	322	343	379	396	398	453
2	产量	万吨	64	74.5	95.7	110.2	125.1	168	249	316	345	370	398
3	进口量	万吨	138	142	160	163	150	139	104.2	88.7	86	82	76
4	出口量	万吨	29	26	26	25	34	29	36.2	48.7	58	64	71
5	表观消费量	万吨	174	190	230	248	241	278	317	356	373	388	403
6	消费增速			10%	21%	8%	-3%	15%	14%	12%	5%	4%	4%
7	开工率		73%	59%	58%	57%	53%	52%	72%	83%	87%	93%	88%
8	进口依赖度		63%	61%	58%	56%	48%	39%	21%	11%	7%	5%	1%

资料来源：隆众资讯等，中邮证券研究所

- ❑ 2018-2022年间，PC产能快速增长，供需平衡表恶化，行业开工率下降至50%-60%区间。
- ❑ 2023年开始供需平衡加速修复。主要驱动力：产能增长放缓，开工率大幅提升；进口大幅减少，出口大幅增加；表观需求保持中高速增长。
- ❑ 2026-2027产能增速进一步大幅放缓，行业开工率有望突破90%，行业有望回归景气周期。

2026年迎来零新增产能

图表22：PC国内现有产能明细

企业名称	产能 (万吨/年)
嘉兴帝人	15
科思创	55
上海三菱	10
大风江宁	10
鲁西化工	30
万华化学	60
利华益维远	18
四川天华	10
盛通聚源	13
沧州大化	10
浙江石化	52
中沙天津	26
海南华盛	26
平煤神马	10
湖北甘宁	10
恒力石化	26
漳州奇美	18
合计	399

资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

图表23：PC在建产能明细

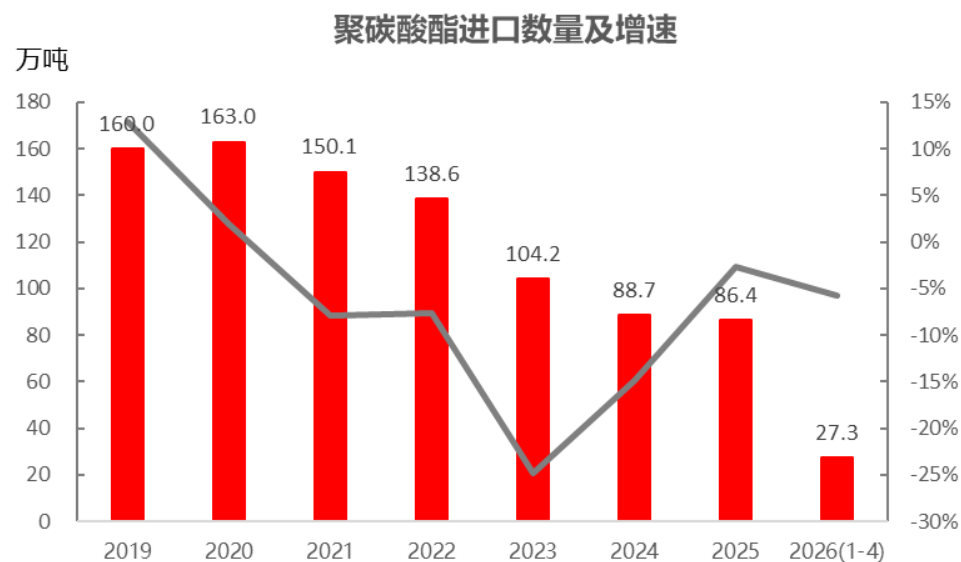
企业名称	产能 (万吨/年)	预计投产时间
古雷石化	29	2027
中海壳牌	26	2027
合计	55	

资料来源：隆众资讯等，中邮证券研究所

- 目前PC行业已进入到建设阶段的新增产能主要有2套，位于福建漳州的古雷石化和位于广东惠州，产能分别为29万吨和26万吨，预计于2027年投产。2026年有望成为近10年以来唯一没有新增PC产能的年份。

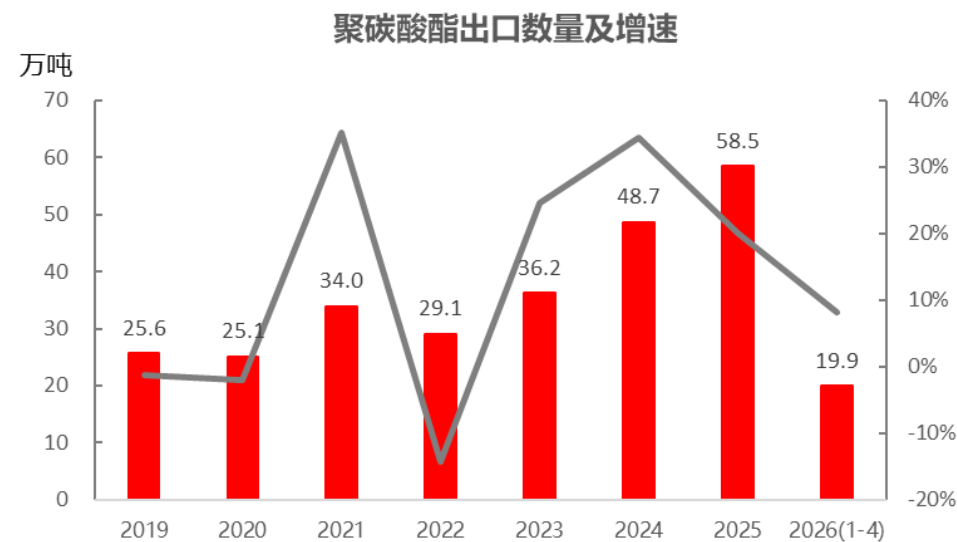
进口替代和反向出口加速

图表24: PC进口数量及增速



资料来源：中国海关，中邮证券研究所

图表25: PC出口数量及增速



资料来源：中国海关，中邮证券研究所

- 近5年来，PC进口量快速下降，从2021年的150万吨，下降至2025年的86.4万吨。2026年前4个月进口量27.3万吨，同比下降5.8%
- 出口量从2021年的34.0万吨，增长至2025年的58.5万吨。2026年前4个月出口量19.9万吨，同比增长8.5%。
- 近5年进口下降和进口增长对国内产量拉动近90万吨。2026年4月国内PC贸易数据出现历史性异动：当月PC净进口量仅0.34万吨，同比减少88%，环比减少89%，创下行业有统计以来的最低值。

2026年以来PC价格价差改善

图表26：PC和BPA价格趋势



资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

- 从价格来看，2025年是近5年价格低点，2021年为近5年价格高点，PC价格区间主要在11000-28000元/吨之间运行。进入2026年以来PC价格价差呈明显改善趋势。

公司PC产品保持较强竞争力

图表27：2020-2026Q1沧州大化PC销售及毛利情况

TDI业务	2022	2023	2024	2025	2026Q1
销售收入(万元)	138961	129204	139461	118143	27415
毛利率	-0.75%	10.13%	11.52%	7.43%	
销量(万吨)	8.97	10.18	11.17	10.25	2.33
单吨售价(元/吨)	15486	12696	12487	11525	11766
单吨毛利(元/吨)	-117	1286	1439	857	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 2023年以来虽然PC行业整体较为低迷，公司仍保持盈利状态，2023-2025年单吨毛利分别为1286元/吨、1439元/吨、857元/吨。2026Q1以来，PC销售均价较2025年提升。
- 2021年以来，沧州大化打破国外技术垄断，相继研发并投产了硅共聚PC、高分子量溴化PC、导光PC、高粘度PC系列产品，填补了国内空白，成为国内唯一采用连续化法生产特种PC的企业，打破了国外头部企业的垄断格局。特种PC产品在航空、建筑装饰、汽车工业、新能源、5G基站、电子元器件、医疗器械等领域应用前景广阔。目前，普通PC实现高质量和进口替代，特种PC开发成功并推向市场，与国内外众多知名企业建立了长期的战略合作关系。

四

投资建议

盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,563	5,497	5,419	5,476
增长率(%)	-10.01	20.45	-1.41	1.04
EBITDA(百万元)	529	1,035	1,085	1,152
归属母公司净利润(百万元)	31	444	485	543
增长率(%)	11.23	1339.13	9.21	11.90
EPS(元/股)	0.07	1.07	1.17	1.31
市盈率(P/E)	197.10	13.70	12.54	11.21
市净率(P/B)	1.52	1.41	1.31	1.21
EV/EBITDA	11.95	5.22	4.22	3.22

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 公司拥有TDI和PC两大核心产品，均有望迎来新一轮景气周期。我们预计2026-2028年归母净利润为4.44、4.85、5.43亿元，对应PE分别为13.7x、12.5x、11.2x。我们看好公司发展前景，给予“买入”评级。

风险提示

- **下游需求增速放缓的风险。** TDI和PC产品下游近年存在增速放缓的趋势，若不能保持较高增速，或导致行业景气度受损。
- **行业新增产能的风险。** TDI和PC仍有一些在建产能，新产能投放或导致供应偏过剩的状态。
- **国际原油价格波动的风险。** 美以伊冲突爆发以来，国际油价大幅波动，或影响公司原料成本和供应稳定性。

财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表				
营业收入	4,563.28	5,496.67	5,419.27	5,475.55
营业成本	4,223.76	4,608.69	4,490.85	4,481.84
税金及附加	11.42	10.99	10.84	10.95
销售费用	6.58	7.15	7.05	7.12
管理费用	156.56	181.39	178.84	180.69
研发费用	138.26	164.90	162.58	164.27
财务费用	1.26	-2.63	-7.85	-17.31
资产减值损失	-5.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.00	548.17	598.66	669.90
营业外收入	0.57	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.07	1.00	1.00	1.00
利润总额	37.50	548.17	598.66	669.90
所得税	1.31	54.82	59.87	66.99
净利润	36.20	493.36	538.79	602.91
归母净利润	30.85	444.02	484.91	542.62
每股收益(元)	0.07	1.07	1.17	1.31
资产负债表				
货币资金	374.05	805.49	1,628.00	2,501.61
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	195.89	274.83	270.96	273.78
预付款项	22.01	23.04	22.45	22.41
存货	286.79	320.05	311.86	311.24
流动资产合计	958.69	1,529.14	2,338.02	3,214.50
固定资产	4,164.08	3,755.71	3,342.59	2,924.71
在建工程	406.28	406.28	406.28	406.28
无形资产	299.21	267.86	236.50	205.15
非流动资产合计	4,937.94	4,498.21	4,053.74	3,604.51
资产总计	5,896.63	6,027.36	6,391.75	6,819.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	607.57	640.10	623.73	622.48
其他流动负债	823.20	574.16	575.78	558.82
流动负债合计	1,430.77	1,214.26	1,199.51	1,181.29
其他	130.96	120.57	110.57	120.57
非流动负债合计	130.96	120.57	110.57	120.57
负债合计	1,561.73	1,334.83	1,310.08	1,301.87
股本	413.96	413.96	413.96	413.96
资本公积金	547.04	547.04	547.04	547.04
未分配利润	2,778.51	3,018.31	3,280.85	3,574.63
少数股东权益	328.50	377.84	431.72	492.01
其他	266.88	335.37	408.11	489.50
所有者权益合计	4,334.90	4,692.52	5,081.68	5,517.14
负债和所有者权益总计	5,896.63	6,027.36	6,391.75	6,819.01

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-10.01%	20.45%	-1.41%	1.04%
营业利润	43.06%	1381.41%	9.21%	11.90%
归属于母公司净利润	11.23%	1339.13%	9.21%	11.90%
获利能力				
毛利率	7.44%	16.15%	17.13%	18.15%
净利率	0.68%	8.08%	8.95%	9.91%
ROE	0.77%	10.29%	10.43%	10.80%
ROIC	0.89%	10.18%	10.22%	10.40%
偿债能力				
资产负债率	26.49%	22.15%	20.50%	19.09%
流动比率	0.67	1.26	1.95	2.72
营运能力				
应收账款周转率	116.70	139.26	119.15	120.62
存货周转率	14.76	15.19	14.21	14.39
总资产周转率	0.77	0.92	0.87	0.83
每股指标(元)				
每股收益	0.07	1.07	1.17	1.31
每股净资产	9.68	10.42	11.23	12.14
估值比率				
PE	197.10	13.70	12.54	11.21
PB	1.52	1.41	1.31	1.21
现金流量表				
净利润	36.20	493.36	538.79	602.91
折旧和摊销	485.74	489.73	494.48	499.23
营运资本变动	-398.77	-116.52	-1.12	-21.08
其他	16.42	7.17	6.83	6.88
经营活动现金流净额	139.59	873.73	1,038.97	1,087.95
资本开支	-203.30	-50.00	-50.00	-50.00
其他	0.00	-5.50	-5.42	-5.48
投资活动现金流净额	-203.30	-55.50	-55.42	-55.48
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务融资	22.63	-249.00	-10.00	10.00
其他	-17.68	-137.20	-151.05	-168.86
筹资活动现金流净额	4.95	-386.20	-161.05	-158.86
现金及现金等价物净增加额	-53.78	431.43	822.51	873.61

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

免责声明

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

免责声明

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

刘海荣（首席分析师）

SAC编号：S1340525120006

邮箱：liuhairong@cnpsec.com

费晨洪（分析师）

SAC编号：S1340525120003

邮箱：feichenhong@cnpsec.com

