仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

石油石化

2026 年 06 月 30 日

东方盛虹 (000301)

——行业格局持续向好，炼化一体化平台蓄势待发

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 06 月 29 日
收盘价（元）	11.30
一年内最高/最低（元）	14.70/8.20
市净率	2.2
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	74,672
上证指数/深证成指	4,073.90/15,812.87

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）	5.25
资产负债率%	81.10
总股本/流通 A 股(百万)	6,611/6,608
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
shaojy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
研究支持
丁莹 A0230125070005
dingying@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：

- **全产业链布局完善，盈利修复动能强劲。**东方盛虹已形成全产业链垂直整合的“炼化+新能源新材料+聚酯化纤”产业格局。公司 1600 万吨/年炼化一体化项目全面投产，打通原油-PX/乙烯-PTA-聚酯/新材料完整产业链；同时依托斯尔邦石化平台，拥有 90 万吨/年 EVA 产能及 10 万吨/年 POE 工业化装置，成为全球少数同时掌握光伏级 EVA 和 POE 自主技术的企业。2025 年在油价中枢下移、化工品价格承压的背景下，公司实现归母净利润 1.34 亿元，同比扭亏为盈；其中炼油产品毛利率达 31.0%，同比提升 9.3 个百分点。2026 年一季度，在行业景气上行与产能释放共振下，公司实现归母净利润 14.32 亿元，同比增长 319.9%，创历史同期新高，盈利修复动能强劲。
- **炼化行业格局优化，民营大炼化成本优势凸显。**全球炼油产能已接近需求天花板，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨/年以内，千万吨级及以上炼厂占比持续提升。在行业“少油多化”转型及碳中和政策约束下，欧洲高成本老旧炼厂加速退出，山东地炼面临整合淘汰，国内炼化行业集中度有望进一步提高。公司 1600 万吨/年单套规模全球最大常减压装置，叠加 IGCC 技术路线和一体化物料互供，成本优势显著。2025 年下半年以来成品油裂解价差改善，化工品景气度触底回升，反内卷政策推进下，大型民营炼化企业盈利有望持续修复。
- **长丝行业扩产放缓，聚焦差异化竞争和再生品类。**国内涤纶长丝行业 CR6 产能占比超过 80%，行业集中度持续提升。2026-2028 年新增产能投放进入尾声，行业扩产节奏放缓，产能靠前企业间协同沟通机制逐步建立，反内卷共识增强。下游纺织服装需求在政策刺激及海外补库带动下边际改善，涤纶长丝价格与价差有望修复。公司在长丝产品上主打差别化纤维，差别化率超 90%，以高端产品 DTY 为主，再生聚酯纤维产能 60 万吨/年居于全球行业前列，产品溢价能力及成本优势突出，在行业结构优化中有望持续受益。
- **新材料押注高景气赛道，斯尔邦成长空间广阔。**斯尔邦石化为公司新能源新材料经营主体，依托 240 万吨/年 MTO 与 70 万吨/年 PDH 构建"煤头+气头"多元原料体系，产品布局向光伏、锂电、高端精细化工三大高附加值赛道延伸。。斯尔邦已建成全球最大丙烯腈基地（104 万吨/年）、国内最大 EVA 供应基地（90 万吨/年），2025 年 POE 工业化装置（10 万吨/年）顺利投产，使其成为国内唯一同时拥有光伏级 EVA 与 POE 自主技术的企业；同时布局超高分子量聚乙烯（2 万吨/年）、EC/DMC（3.8/7 万吨/年）等锂电材料，以及丁腈胶乳等精细化工品。斯尔邦在新材料布局押注高景气赛道，下游受益于全球光伏装机扩容、新能源汽车及储能锂电池需求高增。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 40.8/49.5/57.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**原油价格及化工品价格波动风险；新能源行业产能过剩及技术路线替代风险；炼化及聚酯行业周期下行风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	125,587	32,022	177,579	165,606	169,123
同比增长率（%）	-8.8	5.7	41.4	-6.7	2.1
归母净利润(百万元)	134	1,432	4,075	4,947	5,748
同比增长率（%）	-	319.9	2,946.5	21.4	16.2
每股收益（元/股）	0.02	0.22	0.62	0.75	0.87
毛利率（%）	10.8	18.9	12.3	13.0	13.2
ROE（%）	0.4	4.0	11.9	13.8	15.2
市盈率	559		18	15	13

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

根据公司从事的主营业务所在行业及主营产品品类，我们选取荣盛石化、恒力石化、恒逸石化、联泓新科、鼎际得作为可比公司，2026-2028 年平均 PE 分别为 21.1 倍、16.2 倍、13.5 倍。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 40.8/49.5/57.5 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 18.3 倍、15.1 倍、13.0 倍，低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

炼化板块：假设 2026-2028 年营收分别为 1,055.6 亿元、923.9 亿元、898.4 亿元，毛利率分别为 18.0%、19.0%、19.0%。国际原油价格中枢逐步回落，石化相关板块营业收入有所下降，但化工品价差随行业景气向上而修复，毛利率企稳回升.

PTA 板块：假设 2026-2028 年营收分别为 154.7 亿元、162.4 亿元、168.9 亿元，毛利率分别为 0.4%、0.7%、2.7%。

聚酯长丝板块：假设 2026-2028 年营收分别为 295.3 亿元、318.4 亿元、368.5 亿元，毛利率分别为 8.5%、8.8%、9.1%。。

斯尔邦（新材料）板块：假设 2026-2028 年营收分别为 220.3 亿元、201.3 亿元、205.4 亿元，毛利率分别为 2.0%、2.3%、5.6%。

有别于大众的认识

市场普遍担忧成品油需求萎缩下，叠加原油成本压力，会拖累炼化企业整体盈利。我们认为，除成品油加工利润高度挂钩原油外，化工品盈利更多落脚在行业供需。从当前来看，海外部分炼化装置直接受地缘影响较大，开工明显回落，并在行业“少油多化”转型及碳中和政策约束下，欧洲高成本老旧炼厂加速退出，山东地炼面临整合淘汰，长期行业供需格局持续改善。因此，公司一方面通过"减油增化"，将更多利润分配至高价值化工品，减轻成品油压力；另一方面，炼化行业格局持续优化，并且下游聚酯行业产能同样达峰，公司有望迎来长周期盈利向上。

股价表现的催化剂

原油价格企稳、化工品价差持续扩大、新项目取得突破。

核心假设风险

原油价格及化工品价格波动风险；新能源行业产能过剩及技术路线替代风险；炼化及聚酯行业周期下行风险。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1.石化产业“1+N”布局渐成，盈利能力逐步回升 6

1.1 三十余年发展，从化纤到打通全产业链 6
1.2 公司股权结构稳定，三大板块上下协同 7
1.3 公司产能扩张进入尾声，盈利能力显著回暖 9
1.4 控股股东连续增持彰显信心，分红比例有望回归历史水平 11

2.炼化：盛虹炼化项目全面投产，打造原料保障平台 13

2.1 全球炼能稳定增长，结构上“东升西落” 13
2.2 碳排放推动行业升级，炼厂新增产能投放进入尾声 14
2.3 规模+配套优势，造就公司炼化板块核心竞争力 18
2.3.1 规模化优势：单线规模 1600 万吨，处于最佳经济规模 18
2.3.2 配套优势：化纤企业先天优势，IGCC 创新路线 19
2.3.3 数智化转型：自主研发垂类大模型，打造面向未来的“智能炼厂” 21

3. 聚酯链：全产业链一体化布局，下游主攻高端 DTY 22

3.1 PTA 存量产能待消化，单一环节盈利偏弱 22
3.2 行业格局优化，长丝环节价值抬升 23
3.3 布局回收聚酯与差异化纤维 PTT，绿色制造与高端化并行 25

4. 新能源新材料："煤头+气头"并举的多元原料平台，完善新材料业务布局 27

4.1 斯尔邦自有多元原料平台，叠加盛虹炼化原料直供协同 27
4.2 下游产品布局面向光伏、锂电、精细化工等方向 28

5. 盈利预测与估值 32

5.1 关键假设 32
5.2 可比公司估值 32

6. 风险提示 34

图表目录

图 1：公司“1+N”发展战略产业链矩阵图 6
图 2：公司的发展历程 6
图 3：公司股权结构（截至 2026 年 5 月） 7
图 4：公司营业收入及同比增速 9
图 5：公司归母净利润及扣非净利润 9
图 6：2025 年以来销售毛利率及净利率显著回暖 9
图 7：公司期间费用率总体稳定 9
图 8：经营性现金流好转 10
图 9：资产负债率水平与同行相似 10
图 10：公司资本开支进入尾声 10
图 11：2023 年以来在建工程规模回落至低位 10
图 12：公司营业收入构成 11
图 13：公司毛利构成 11
图 14：2020 年以来公司历年分红金额及比例 12
图 15：全球炼油产能（千桶/日） 13
图 16：全球炼能指数（2005 年=100） 13
图 17：全球炼能变化情况（百万桶/天） 14
图 18：中国原油一次加工能力及同比增速（万吨） 15
图 19：我国原油加工量增长但成品油产出占比下降 15
图 20：我国成品油表观消费量（万吨） 15
图 21：石化行业重点子行业碳排放占比 17
图 22：炼油行业碳排放结构 17
图 23：盛虹炼化（连云港）有限公司的产品流程图 18
图 24：单位能力投资走势 18
图 25：吨油利润及项目投资内部收益率走势 18
图 26：化纤企业进入大炼化的优势 20
图 27：传统发电及制氢与 IGCC 比较 20
图 28：聚酯产业链上下游结构 22
图 ：全球纤维用量（百万吨） .....

图 30：涤纶在全球纤维中的使用比例 23
图 31：涤纶长丝是国内应用最广泛的一种化学纤维 24
图 32：国内涤纶长丝表观消费量 24
图 33：国内涤纶长丝产能及未来新增产能计划 24
图 34：涤纶长丝产量及开工情况 24
图 35：聚酯产业链利润趋势（元/吨） 25
图 36：“reocoer 芮控”碳捕集纤维生产流程示意图 26
图 37：斯尔邦产业链及主要产品产能 27
图 38：光伏胶膜材料渗透率 28
图 39：我国 POE 国产化程度逐步提升 28
图 40：我国 POE 下游消费结构 28
图 41：国内 EVA 下游需求结构 29
图 42：EVA 基本完成国产化替代 29
图 43：国内丙烯腈下游需求结构（%） 30

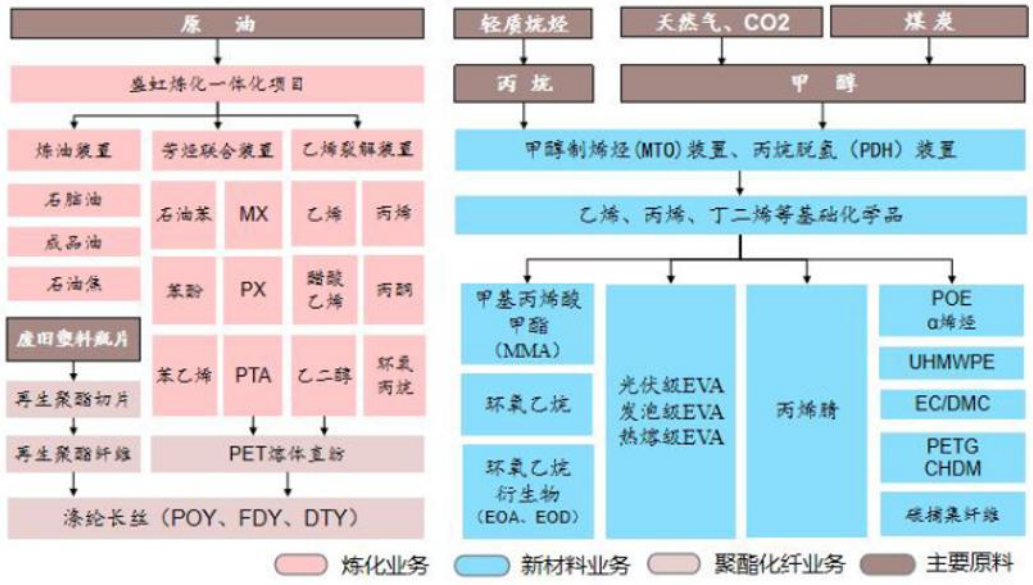
表 1 公司当前主要产品产能情况 8
表 2 公司控股股东及其一致行动人连续增持 11
表 3 公司累计实施四期员工持股计划 12
表 4 炼油行业碳排放相关政策 16
表 5 盛虹炼化装置规模化带来低碳优势 19
表 6 PTA 供需平衡表（单位：万吨） 22
表 7 虹港石化 PTA 项目汇总 23
表 8 丙烯腈供需平衡表（单位:万吨） 30
表 9 全球锂电池出货量预测 31
表 10 关键假设表 32
表 11 可比公司估值表 33

1.石化产业“1+N”布局渐成，盈利能力逐步回升

1.1 三十余年发展，从化纤到打通全产业链

公司是一家全球领先、全产业链垂直整合、深入布局新能源新材料业务的能源化工企业。公司前身可追溯至 1992 年江苏吴江盛泽镇盛虹砂洗厂，历经三十余年发展，已完成从印染到化纤、再到石化及新能源新材料的数次跨越。2003 年设立盛虹化纤正式进军涤纶长丝领域；2010 年签约连云港石化项目，切入石化赛道；2018 年借壳“东方市场”重组上市，更名为东方盛虹； 2014 年盛虹炼化子公司成立，正式进入民营炼化行业，2019 年盛虹炼化及虹港石化注入上市公司；2021 年并购斯尔邦石化，切入光伏级 EVA 等高附加值新材料；2022 年 1600 万吨/年炼化一体化项目全面投产，标志公司打通“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”全产业链。

图 1：公司“1+N”发展战略产业链矩阵图

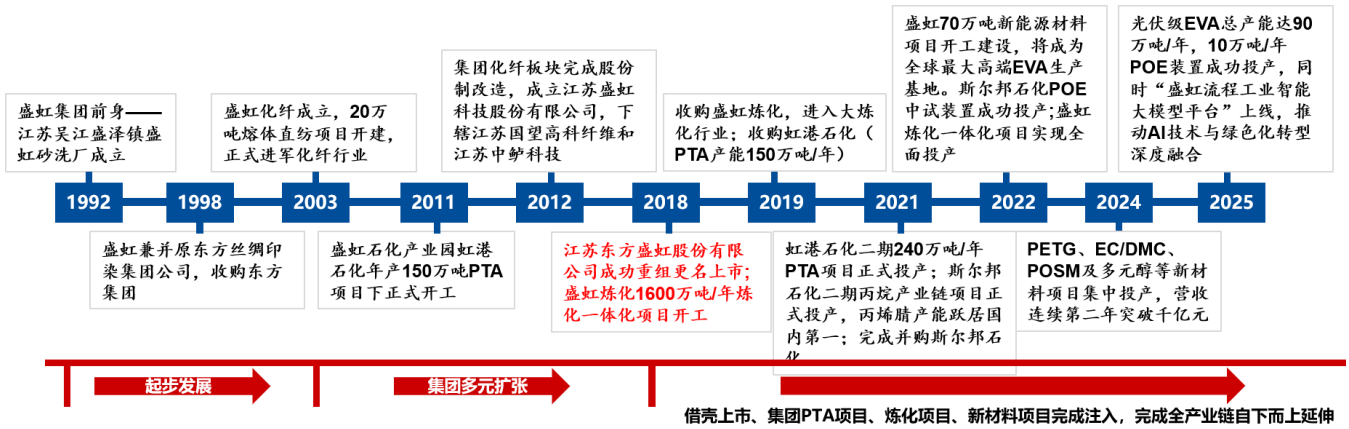


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2023-2025 年，公司进入新材料产能密集释放期。丙烯腈总产能跃居国内首位；2024 年 PETG、EC/DMC、POSM 及多元醇等新材料项目集中投产；2025 年光伏级 EVA 总产能达 90 万吨/年，10 万吨/年 POE 装置成功投产，同时“盛虹流程工业智能大模型平台”上线，推动 AI 与绿色化深度融合。截至 2025 年末，公司已构建起以 1600 万吨炼化为核心平台，向新能源新材料、电子化学、生物技术等多元化产业链条延伸的“1+N”战略格局。

图 2：公司的发展历程

仅供内部参考，请勿外传！

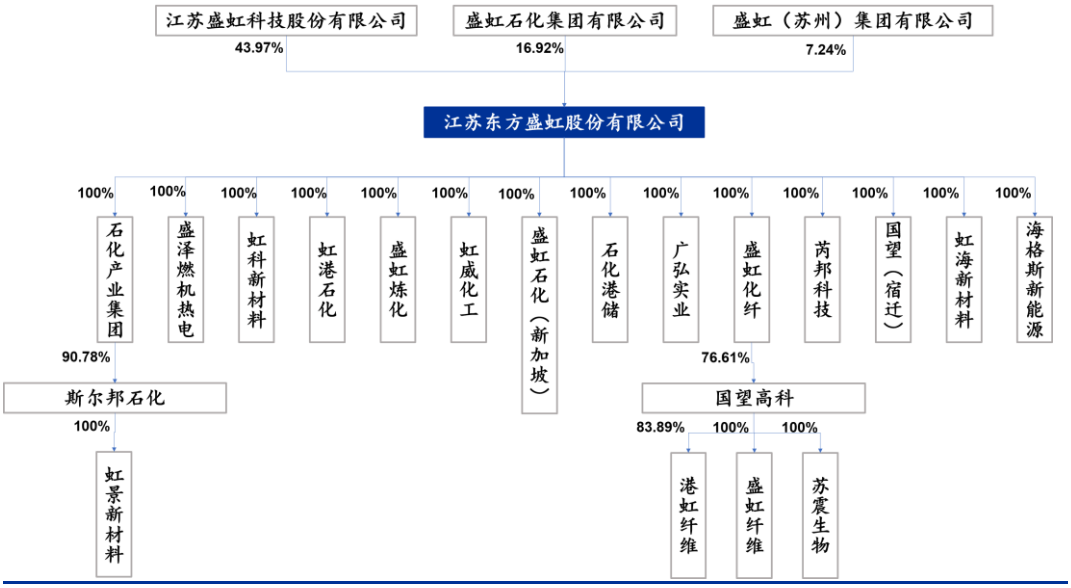


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 公司股权结构稳定，三大板块上下协同

公司实际控制人为缪汉根、朱红梅夫妇。截至 2026 年 5 月末，公司控股股东为江苏盛虹科技股份有限公司，持有公司 43.97%的股份。控股股东盛虹科技及其一致行动人盛虹石化集团有限公司（持股 16.92%）、盛虹（苏州）集团有限公司（持股 7.24%）合计持有公司 68.13%的股份。

图 3：公司股权结构（截至 2026 年 5 月）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司旗下三大业务板块分工明确、协同高效：

1）炼化板块：盛虹炼化 1,600 万吨/年的炼化一体化项目是公司“1+N”战略产业布局的核心原料供应平台，项目拥有目前国内单体规模最大的常减压装置，加工能力 1,600 万吨/年，主要产品包括 110 万吨/年乙烯，280 万吨/年对二甲苯，190 万吨/年乙二醇，45 万吨/年苯乙烯，30 万吨/年醋酸乙烯，40 万吨/年苯酚，25 万吨/年丙酮，20 万吨/年环氧丙烷，11.5 万吨/年聚醚多元醇，60 万吨/年硫磺等基础化工产品。

2）新能源新材料板块：斯尔邦石化是公司化工新能源新材料经营主体，目前已形成乙烯、丙烯及其衍生精细化学品协同发展的多元化产品结构。截至 2025 年底，斯尔邦石化拥有甲醇制烯烃（MTO）产能 240 万吨/年，系全球单套最大的醇基多联产装置；丙烷脱氢装置（PDH）产能 70 万吨/年；同时拥有 104 万吨/年丙烯腈、90 万吨/年 EVA、10 万吨/年 POE、34 万吨/年 MMA、30 万吨/年 EO 及其衍生物等精细化工产品。丙烯腈总产能位居国内首位；同时，斯尔邦石化也是 EVA 行业产能排名前列的企业。

3) 聚酯化纤板块: 公司分别在苏州和宿迁建立化纤生产基地，拥有涤纶长丝产能约 360 万吨/年。产品以差别化 DTY 为主。其中，再生聚酯纤维产能约 60 万吨/年。聚酯化纤板块经营主体国望高科、高性能纤维经营主体芮邦科技被评为国家级“绿色工厂”。公司牵头成立国家级的先进功能纤维创新中心，建成拥有完整自主知识产权、世界领先的生物基 PDO 单体、PTT 纤维和再生聚酯纤维产业链；公司推出“reocoer 芮控”碳捕集纤维，通过碳捕集技术对工厂排放的二氧化碳进行捕捉和转化，生产绿色乙二醇，然后将绿色乙二醇和 PTA 聚合成碳捕集纤维，有效降低生产过程中的碳排放。

表 1 公司当前主要产品产能情况

业务板块	产品	现有产能(万吨/年)	在建/规划产能(万吨/年)
炼化	原油加工能力	1600	
	对二甲苯(PX)	280	
	乙烯	110	
	乙二醇	190	
	苯	>100	
	POSM（环氧丙烷/苯乙烯联产）	20/45	
	苯酚	40	
	丙酮	25	
	聚醚多元醇(PPG)	11.5	
	硫磺	60	
	醋酸乙烯	30	
	醋酸		100
聚酯化纤	PTA	630	
	涤纶长丝(POY/FDY/DTY)	300	50
	再生聚酯纤维	60	
	PETG	10	
新能源新材料	MTO	240	
	PDH	70	
	丙烯腈	104	
	EVA	90	10
	POE	10	
	MMA	34	
	EO 及衍生物	30	
	PETG	13	
	超高分子量聚乙烯(UHMWPE)	2	
	EC/DMC	3.8/7	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

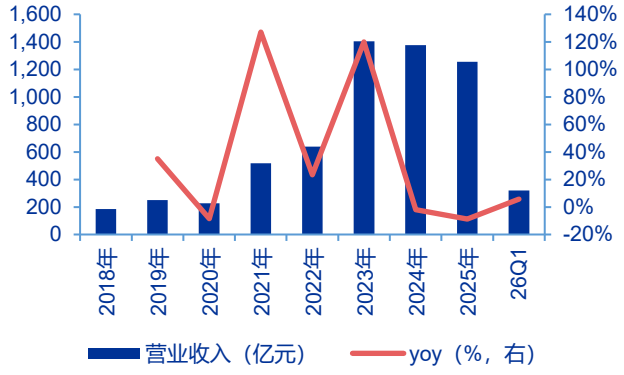
仅供内部参考，请勿外传！

1.3 公司产能扩张进入尾声，盈利能力显著回暖

公司营收规模在 2023 年炼化项目达产后大幅提升。受益于 2021 年斯尔邦并表及 2022 年炼化一体化项目投产，2018-2023 年公司营业收入自 184.4 亿元增长至 1404.4 亿元，其中 2023 年为炼化投产后的第一个完整运营年度，公司营收首次突破千亿大关。2024-2025 年受化工品价格下行及行业周期低谷影响，营收有所回落。

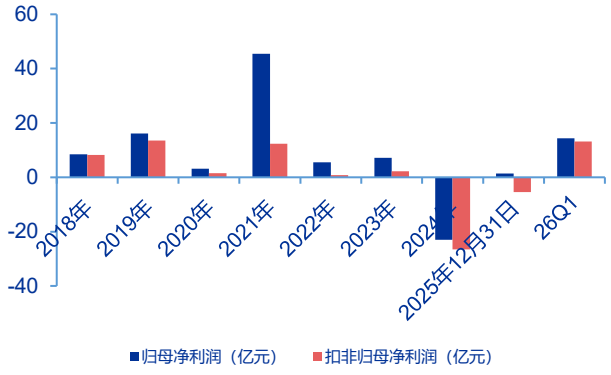
受益于炼化行业景气回暖及原油价格中枢上移，公司业绩弹性显著。在炼化行业景气修复的背景下，2025 年公司营收虽同比下滑 8.78%至 1255.87 亿元，但归母净利润已实现扭亏为盈，达 1.34 亿元，扣非归母净利润-5.43 亿元，盈利拐点已现。2026 年一季度公司实现营收 320.22 亿元，同比增长 5.65%，延续边际改善趋势，实现归母净利润 14.32 亿元，同比增长 319.86%，业绩弹性显著。

图 4：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司归母净利润及扣非净利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

随着公司产业链布局不断完善、新建产能爬坡达产，公司销售毛利率、销售净利率波动趋于平稳。2022—2024 年炼化一体化项目投产达产阶段，公司销售毛利率分别为 7.67%、11.27%、8.43%，波动较大，其中 2022 年毛利率下滑主因油价剧烈波动及需求疲软，2024 年再度走弱系化工品价格下行及存量资产折旧摊销压力。2025 年，随着公司高附加值新材料（EVA、POE）产能释放、一体化协同效应增强及成本管控优化，公司销售毛利率回升至 10.77%，较 2024 年提升 2.34 个百分点。2026 年一季度毛利率进一步升至 18.92%，盈利修复动能强劲。

图 6：2025 年以来销售毛利率及净利率显著回暖

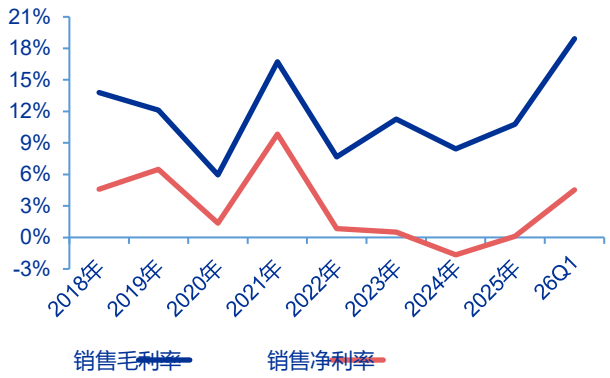
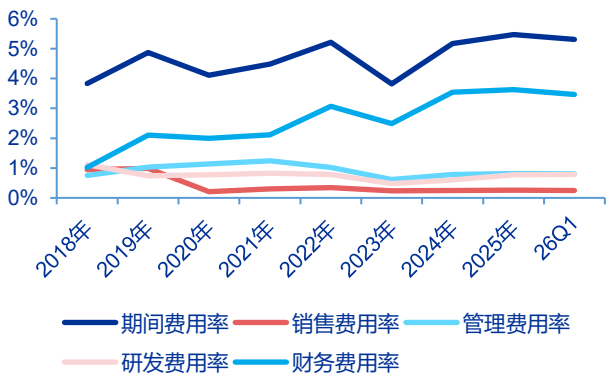


图 7：公司期间费用率总体稳定



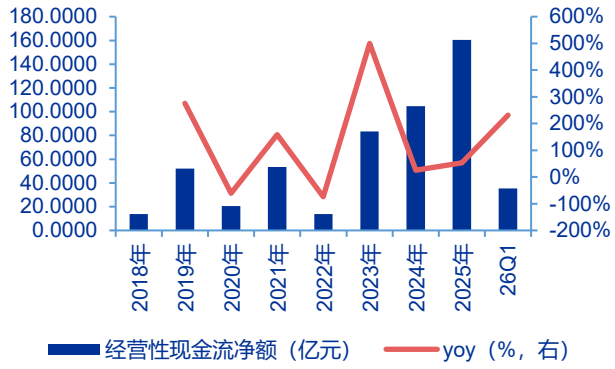
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2018-2021 年公司借助负债高速扩张，资本开支和资产负债率同步快速上升，1600 万吨/年炼化一体化项目、虹港石化 PTA 项目、PDH 项目以及多套涤纶长丝项目均在此阶段开工建设，为后续公司成长注入新动能。自 2022 年起公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金逐年回落，2025 年进一步降至 86.60 亿元，2026 年一季度仅 15.37 亿元，标志着公司已从“大规模建设期”转入产能释放期和现金流修复期。较高的负债率是炼化行业的共同特点，截至 2026 年一季度末公司资产负债率为 81.10%，环比 2025 年末下降 0.28pct，随着资本开支显著下降，未来资产负债率有望逐步回落，财务压力有望逐步缓解。

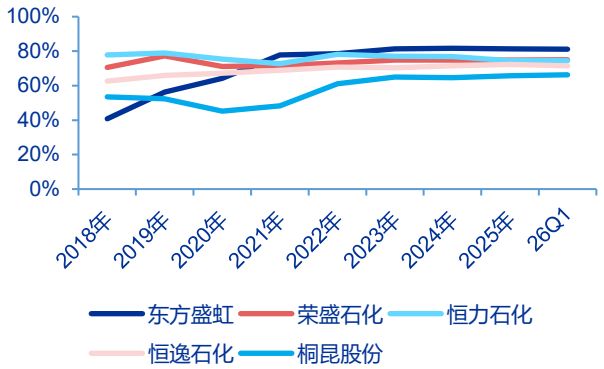
2023 年炼化一体化项目全面达产后，公司内部物料互供、减少外部采购支出，经营活动现金流净额持续改善，2025 年达到 160.53 亿元，同比增长 53.3%，创历史新高；2026 年一季度进一步同比大增 231%至 35.34 亿元，经营现金流大幅改善。

图 8：经营性现金流好转



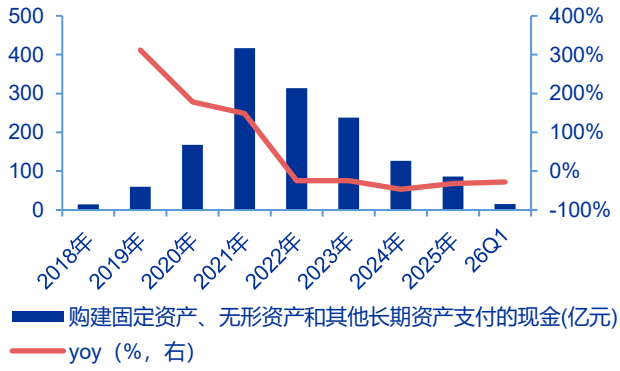
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：资产负债率水平与同行相似



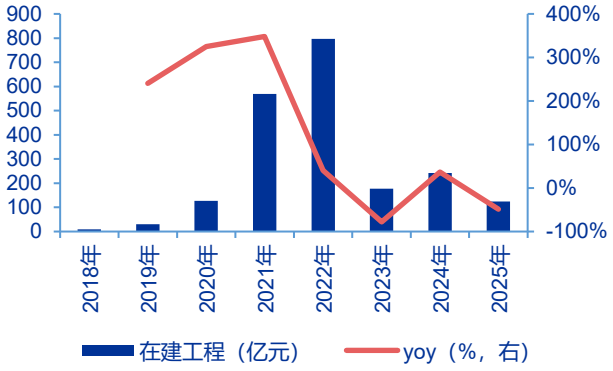
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：2022 年以来购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金连续负增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：2023 年以来在建工程规模回落至低位



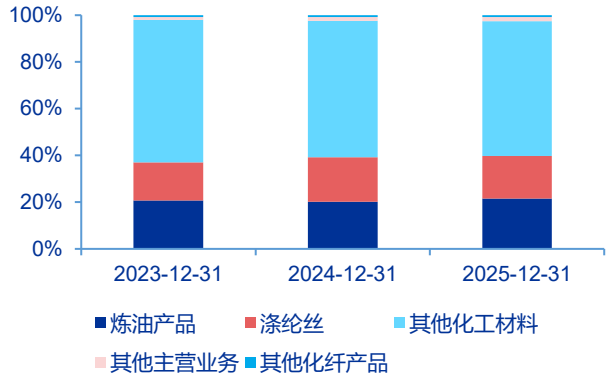
资料来源：公司公告，申万宏源研究

从营收结构看，其他石化及化工新材料是公司最大收入来源，2023—2025 年营收占比分别为 60.9%、58.4%、57.6%，主要包括丙烯腈、EVA、MMA、EO 衍生物等。炼油产品

（成品油）营收占比稳定在20%—22%左右，2025年占比21.6%。涤纶丝营收占比约16%—19%，2025 年占比 18.2%。

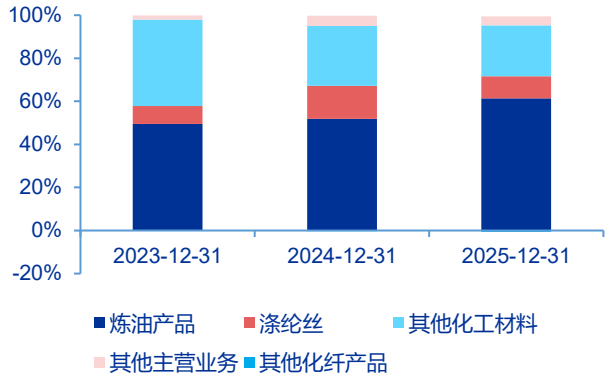
从毛利结构看，炼油及石化化工新材料产品是主要毛利来源。2025 年炼油产品毛利 83.98 亿元，毛利率 31.0%（未扣除消费税），同比提升 9.26 个百分点，主要因 2025 年油价波动率收窄，国内成品油裂解价差改善。2025年长丝毛利率环比下降0.69pct至6.12%，涤纶长丝实现毛利 14.02 亿元，主要因长丝行业竞争加剧及价格走弱。其他石化及化工新材料毛利 32.28 亿元，毛利率 4.46%，较 2024 年的 4.05%小幅回升，但仍处于低位，主要因丙烯腈、EVA 等产品价格低迷，2025 年 EVA 和 POE 开始贡献毛利增量。

图 12：公司营业收入构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：公司毛利构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 控股股东连续增持彰显信心，分红比例有望回归历史水平

控股股东及其一致行动人自 2024 年 11 月以来连续实施三期增持计划。目前前两期增持计划已完成，累计投入 26 亿元、增持 2.8 亿股，第三期（2026 年 4 月启动）正在实施中，计划增持金额 9.8~19.6 亿元。密集增持充分彰显控股股东对公司"1+N"产业布局及新能源新材料战略转型的高度信心。

表 2 公司控股股东及其一致行动人连续增持

	第一期	第二期	第三期
公告日期	2024 年 11 月	2025 年 6 月	2026 年 4 月
完成日期	2025 年 5 月	2025 年 12 月	尚未完成
增持主体	盛虹科技、盛虹石化、盛虹苏州	盛虹苏州	盛虹科技、盛虹苏州
增持金额	20.20 亿元（不含交易费用）	5.77 亿元（不含交易费用）	计划 9.8~19.6 亿元
实际增持股数	2.23 亿股（约占总股本 3.38%）	0.61 亿股（约占总股本 0.92%）	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

绑定核心员工利益，丰富激励机制。公司目前已实施四期员工持股计划，目前仍有三期员工持股计划处于存续期，覆盖员工总数超过 2600 人，充分体现了公司与核心团队共享发展成果的理念。其中，第二期员工持股计划覆盖员工 2,011 人，持有股份 1.17 亿股（占总股本 1.76%），经 2025 年 6 月董事会及持有人会议审议存续期调整为 60 个月；第三期员工持股计划覆盖员工 452 人，持有股份 8,726.89 万股（占总股本 1.32%），于 2026 年 1

月同样调整为 60 个月存续期。第四期员工持股计划覆盖 169 人，持有股份 8,111.31 万股（占总股本 1.23%）。员工持股计划存续期的延长有助于绑定核心团队利益，为公司“1+N”战略持续推进提供人才保障。

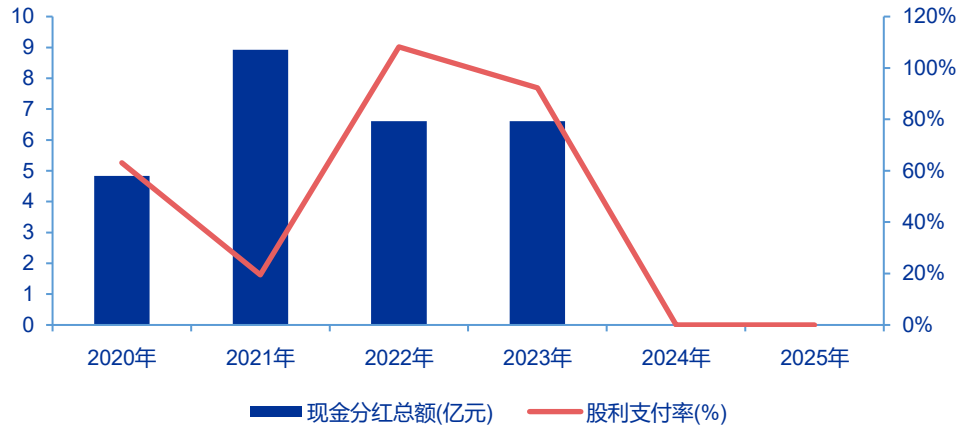
表 3 公司累计实施四期员工持股计划

	第一期	第二期	第三期	第四期
股东大会通过时间	2020 年 5 月	2022 年 4 月	2022 年 12 月	2024 年 5 月
参加员工人数	142 人	2,011 人	452 人	169 人
持有股票数量（股）	12,699,612	116,630,870	87,268,859	81,113,123
占总股本比例	—	1.76%	1.32%	1.23%
存续期届满	已结束	2027 年 9 月 1 日（60 个月）	2028 年 3 月 15 日（60 个月）	2027 年 8 月

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司注重股东回报与利益共享。分红方面，2021-2023 年公司累计现金分红 22.14 亿元，其中 2023 年现金分红 6.61 亿元，股利支付率 92.2%。2024-2025 年受行业周期低谷影响，公司未进行现金分红，但随着盈利能力修复，未来分红金额和比例有望恢复。

图 14：2020 年以来公司历年分红金额及比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

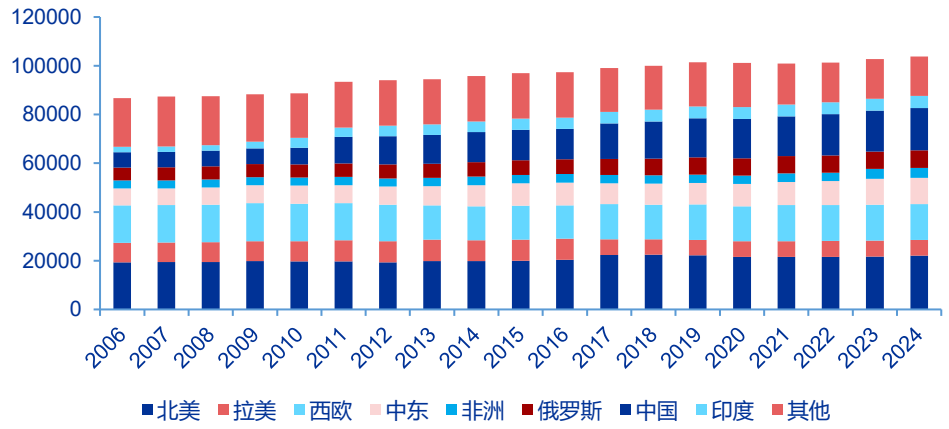
2.炼化：盛虹炼化项目全面投产，打造原料保障平台

2.1 全球炼能稳定增长，结构上“东升西落”

全球炼油格局广泛且分散，大多数国家至少拥有一家炼油厂。炼油是重要的原油加工环节，全球范围内除中东地区在夏天会有少量的原油进行直接发电外，原油均需要炼油环节，加工成为成品油及化工品对外销售。由于全球的原油种类有近 200 种，不同的原油种类适合加工的产品和工艺路线也不相同。因此，全球范围内没有完全一样的炼油厂。

过去 20 年，全球炼油产能稳定增长，区域有所分化。在 2006 年至 2024 年间，全球炼油产能大约增长了 1714 万桶/天，增幅约 19.8%。从增长结构上看，地区之间有一定分化，亚洲和中东地区引领产能增长，而西方市场则面临停滞或收缩。

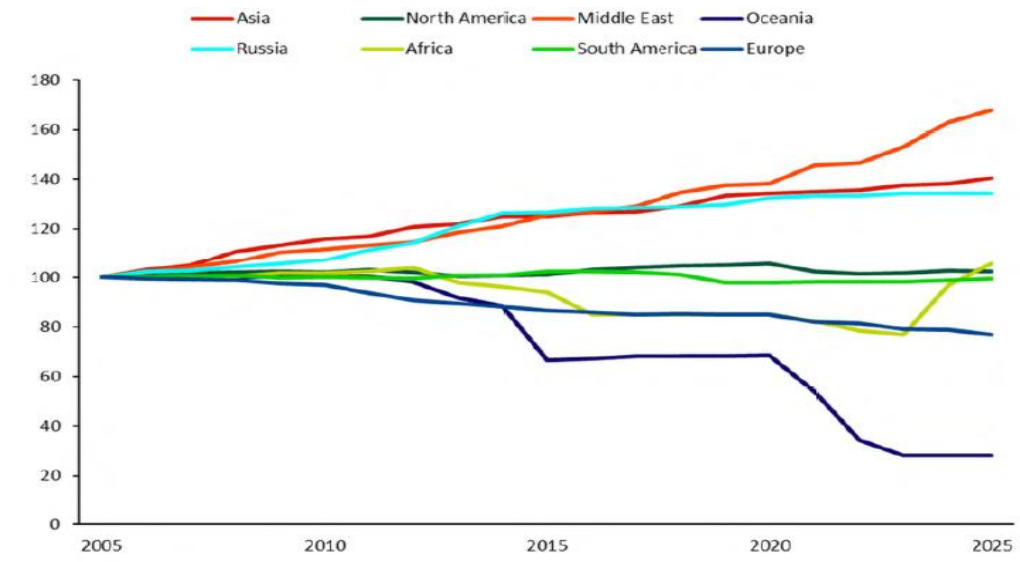
图 15：全球炼油产能（千桶/日）



资料来源：OPEC 欧佩克，申万宏源研究

炼油“东升西落”格局已基本奠定。2005 年至 2025 年间，中国炼油能力大幅提升，从 1060 万桶/天上升至 1880 万桶/天，目前已经成为全球炼能最大的国家。印度的炼油能力也显著扩张，从 290 万桶/天增加到 520 万桶/天。中东地区的产能从 700 万至 800 万桶/天增加到大约 1300 万桶/天。这些国家或地区主要专注于建设一体化综合性超级炼厂，以满足当地能源安全目标和日益增长的本地需求。欧洲的炼油能力显著下降，从近 1800 万桶/天降至约 1400 万桶/天，主要由于设施老旧导致效率降低以及维护成本提升，叠加能源成本和碳排放影响，越来越多炼厂存在退出预期。北美则维持相对稳定，扩张与退出均在平衡发展。未来欧洲和北美剩余的产能将更加集中在复杂性高的炼厂中。

图 16：全球炼能指数（2005 年=100）



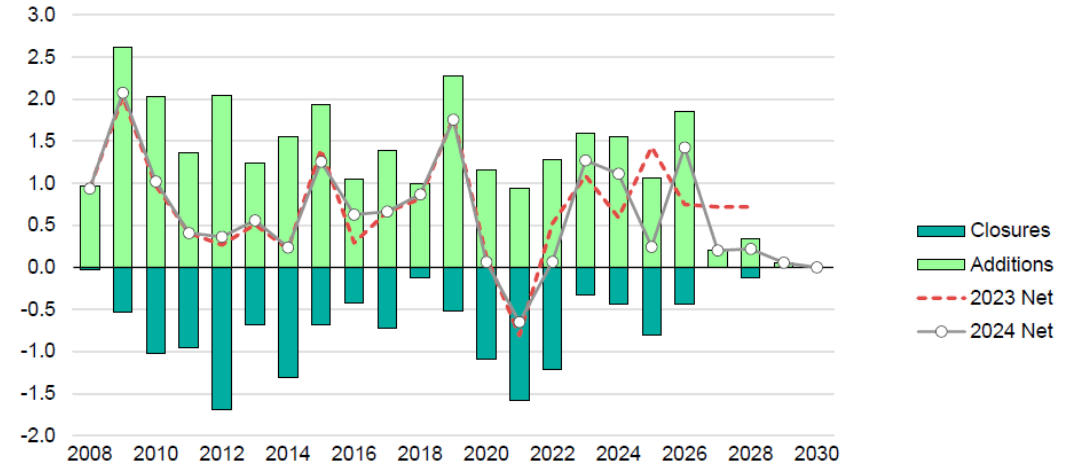
资料来源：Rystad Energy 挪威雷斯塔能源公司，申万宏源研究

2.2 碳排放推动行业升级，炼厂新增产能投放进入尾声

碳排放政策带来全球炼油行业产能重塑。在炼油产能和加工量的快速扩张下，亚洲和中东地区炼油碳排放快速增长，但是由于两者炼厂扩张均于复杂度高的一体化炼厂为主，在技术进步和规模化效应的影响下，实际碳排放强度在边际下降。而北美和欧洲的碳排放量保持平稳或下降，主是由于资产改造和炼厂关停，并非碳效率的变化。未来随着气候政策的收紧和低碳期望的上升，炼厂之间的差异将会不断拉大，行业投资将更加侧重于低碳项目以及现有炼厂的升级改造，产能增速将进一步放缓。

全球炼能增长预计在 2026 年后进入尾声。根据 IEA，2024 年至 2030 年间全球炼能预计将从 1.04 亿桶/天增长至 1.07 亿桶/天，产能净增长约 330 万桶/天，其中新增产能约 510 万桶/天，退出产能约 180 万桶/天，且新增产能大多在 2024-2026 年投放，2026 年以后产能增长显著放缓。未来产能增速放缓有几方面原因，主要包括预期需求增速放缓、政策推动能源转型、ESG 对于炼厂大环境影响等，当前炼厂投资已经由注重规模效益逐步转向注重低碳和可再生领域。

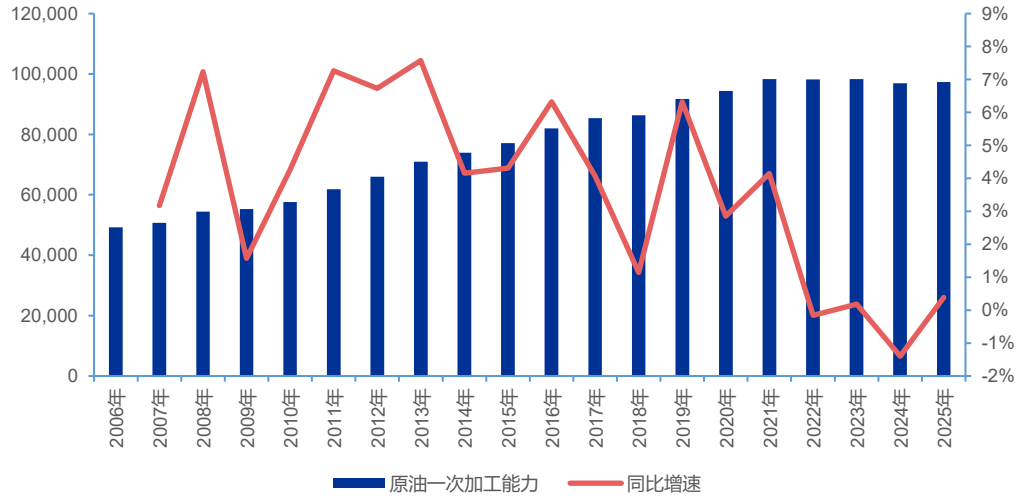
图 17：全球炼能变化情况（百万桶/天）



资料来源：IEA 国际能源署，申万宏源研究

我国存量炼能接近 10 亿吨红线。由于起步较晚且国内经济发展对于炼油展现出更高需求，国内炼油产能增长相对全球发展速度较快，2007 年至 2025 年间，国内炼油产能复合增速达到 3.68%。国内炼能于 2023 年达到 9.8 亿吨的峰值，2024 年在成品油消费税趋严、炼油景气下滑等因素的影响下，部分地炼公司由于经营不善导致破产重组，2025 年底国内炼能为 9.7 亿吨。根据《2024-2025 年节能降碳行动方案》，未来我国原油加工能力需控制在 10 亿吨以内，未来新增炼能需通过上大压小、减量置换等方式。

图 18：中国原油一次加工能力及同比增速（万吨）

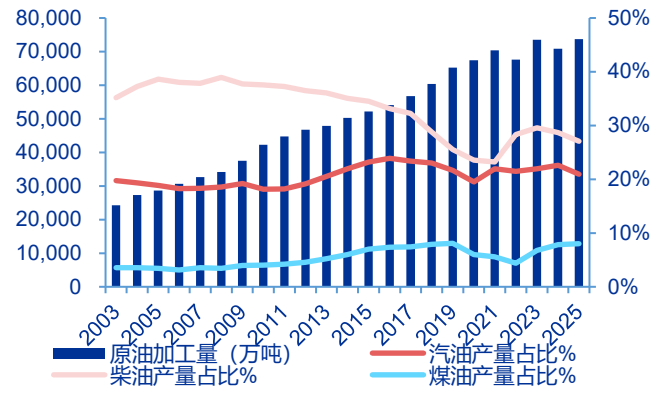


资料来源：钢联数据，申万宏源研究

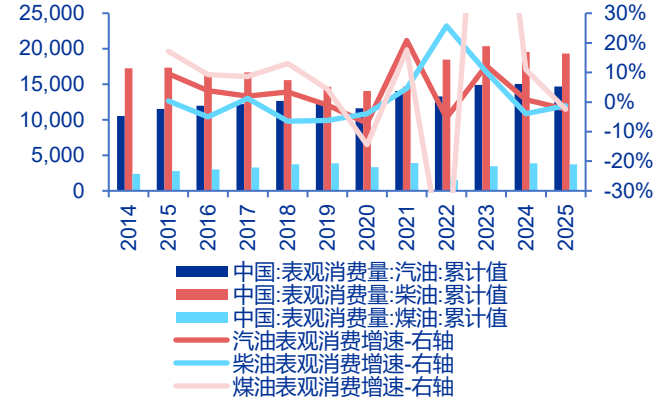
我国炼油产能体现为结构性过剩，国内炼能未来有望呈现净退出。目前我国炼油有超过 1 亿吨/年过剩产能。其中，**一方面是小产能过剩。**根据《2021 年中国炼油工业发展状况与近期展望》，截至 2021 年，中国 200 万吨/年及以下炼油能力为 0.7 亿吨/年，200 万～500 万吨/年炼油能力为 1.2 亿吨/年，小型炼厂在国内总产能的占比超过 20%。**另一方面是成品油产能过剩。**据国家统计局和百川盈孚统计，2021 年我国成品油冗余产能约为 3.71 亿吨，随着浙江石化二期、盛虹炼化、广东石化等项目的投产，我国成品油产能过剩的局面加剧，另外，随着新能源的替代效应，汽柴油消费基本达峰，以燃料产品为主的炼厂未来盈利空间将受到挤压。在此背景下，行业需要推动石油炼化产品逐步由成品油向化工品转型。

图 19：我国原油加工量增长但成品油产出占比下降

图 20：我国成品油表观消费量（万吨）



资料来源：万得，申万宏源研究



资料来源：万得，申万宏源研究

国内炼油行业节能降碳政策节奏加快，约束机制不断收紧。2026 年 6 月 15 日，国家发改委等五部门发布《关于开展重点行业节能降碳改造攻坚三年行动的通知》（发改环资〔2026〕698 号），核心手段从"引导改造"升级为"强制出清+差别化电价"约束，首次将差别化电价作为约束机制（每度加价不超过 0.1 元），使低效产能退出从行政指令转向市场化淘汰，约束力显著增强。

表 4 炼油行业碳排放相关政策

发布时间	部门	文件名称	主要内容
2026 年 6 月	国家发改委、工信部、生态环境部、国务院国资委、国家能源局	关于开展重点行业节能降碳改造攻坚三年行动的通知	2026 年起，以炼油、乙烯等 9 个行业为重点，利用 3 年时间全面实施节能降碳改造。到 2028 年底，能效标杆水平产能比例平均提高 20 个百分点，基准水平以下产能基本清零。差别化电价政策：市场交易电价基础上每度加价不超过 0.1 元。
2026 年 3 月	工信部等七部门	加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026—2029 年）	优先支持炼油、乙烯、对二甲苯、MDI、煤制甲醇老旧装置改造提升。优化项目备案、环评、节能审查和碳排放评价等办理流程。
2024 年 5 月	国务院	2024—2025 年节能降碳行动方案	严控炼油、电石、磷铵等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯产能。新建石化项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级。全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。到 2025 年底，原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。炼油、乙烯行业能效标杆水平以上产能占比超 30%。
2024 年 4 月	国家标准委	GB 30251-2024《炼化行业单位产品能源消耗限额》	强制性国家标准，2025 年 5 月 1 日实施。规定炼油、乙烯、聚丙烯等 8 类产品能耗限额等级。炼油 1 级≤6.85、2 级≤7.50、3 级≤8.50 kgoc/(t·能量因数)；乙烯 1 级≤580、2 级≤590、3 级≤640 kgoc/t。
2023 年 10 月	国家发改委、国家能源局、工信部、生态环境部	关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见	到 2025 年原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油产能占比 55%左右。严控新增炼油产能，实行产能减量置换。新建常减压装置规模不得低于 1000 万吨/年。淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。推进绿氢炼化、CCUS 技术示范。

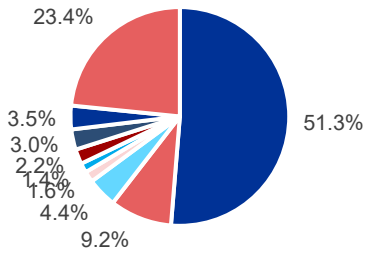
资料来源：政府官网，申万宏源研究

炼油碳排放量占石化行业碳排放比重超过一半，是石化行业节能降碳的重点攻关方向。据彭博新能源的一项研究，目前石化行业占全球碳排放的 2%左右。根据 WRI 和中国石油大学的测算，中国石化化工碳排放大概占全国碳排放的 .%（ 包含煤化工），占全球碳排

放的 3.3%。我国炼油、乙烯、聚乙烯、聚丙烯、对二甲苯、PTA、乙二醇、聚酯等八大重点子行业的碳排放量占全行业的碳排放量比例约为 76.6%。其中，炼油排放量最大，占总排放量的 51.3%。中国炼油过程单位平均能耗约为 0.1 吨标煤/t 原油（一套 500 万吨/年炼油装置的年均能耗约为 50 万吨标准煤），碳排放系数平均为 0.325 t 二氧化碳/t 原油。

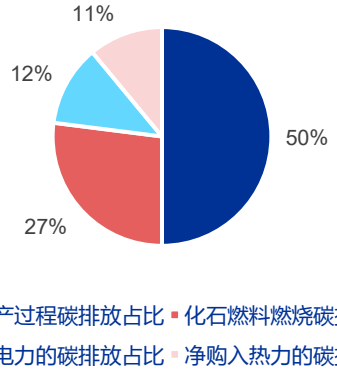
炼油碳排放主要来自生产工艺本身，降碳难度较其他子行业更大。炼油生产过程排碳主要来自催化裂化催化剂烧焦、连续重整催化剂烧焦、制氢等工艺过程，排碳量约占总排碳量的 50%；燃料燃烧和火炬燃烧所引起的排碳量约占总排碳量的 27%；净购入的电力和热力导致的间接排碳量约占总排碳量的 23%。从不同产品的碳排放特征来看，炼油、乙烯和对二甲苯在化石燃料燃烧和工业生产过程中的碳排放量较高，要减少碳排放需要从产品工艺本身入手或耦合绿氢、碳捕集等方式。其他石化产品的碳排放基本都来自于净购入的电力和热力，因此可以用清洁电力和热力替代煤炭供电、供热实现碳减排。

图 21：石化行业重点子行业碳排放占比



资料来源：《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》，申万宏源研究

图 22：炼油行业碳排放结构



资料来源：《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》，申万宏源研究

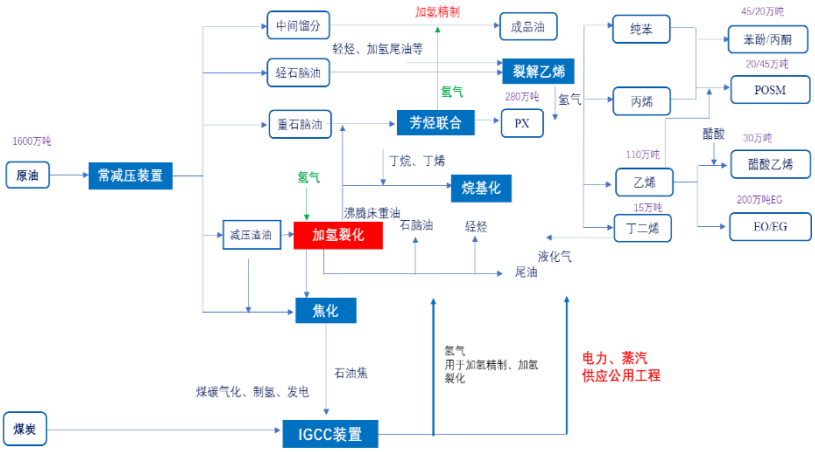
节能降碳改造对小型炼厂冲击大。炼油装置能耗和碳排放跟规模有直接的关系。200-500 万吨/年炼油企业加工能耗平均约在 90kgOE/t 左右，500 万吨/年炼油企业的加工能耗约为 80kgOE/t，1000 万吨/年炼油企业的加工能耗则可下降至约 55kgOE/t。因此炼油行业节能降碳改造政策多从淘汰落后炼油产能、调整炼油产能规模结构入手，以获得显著的节能降碳成效。

节能降碳改造对传统燃料型炼厂冲击大。根据 WoodMac 定义，原油至化工品（Crude-oil-to-chemicals）分为三个过程。**第一阶段，**现有炼油化工一体化基地，可达 15-20%的化工产品产量上限。通常，许多以燃料为导向的炼油厂与乙烯厂结合。为代表的是国内两桶油的大型炼厂、道达尔在比利时安特卫普的工厂、BP 在 Gelsenkirchen 的工厂等。**第二阶段，**原油到化学品的总体配置朝着化学品的优化或最大化方向发展，产量预期可达 40%以上比例的化学品。为代表的是恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等。**第三阶段，**原油到化学品的配置朝着化学品的优化或最大化，至 70%-80%的目标，并最小化燃料生产，为代表的是沙特阿美、埃克森美孚的原油到化工品技术。传统的原油的下游应用中，化工品的比例占比较低，一般不到 20%。由于未来成品油的需求减弱，原油在炼制环节均以尽大可能的增加化工品的比例。

2.3 规模+配套优势，造就公司炼化板块核心竞争力

公司炼化一体化项目位于江苏省连云港市徐圩新区石化产业园内，规划总占地面积 612 公顷，总投资约 677 亿元，设计原油加工能力 1600 万吨/年，为目前国内单体最大的常减压装置，同时拥有芳烃联合装置公称规模 280 万吨/年（以对二甲苯产量计），乙烯裂解装置公称规模 110 万吨/年。此外，公司分别公告下游增设 10/90 万吨/年 2#乙二醇装置、40/25 万吨/年苯酚/丙酮装置、20/45 万吨 POSM 及多元醇装置，下游总计新增投资 116 亿元。

图 23：盛虹炼化（连云港）有限公司的产品流程图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3.1 规模化优势：单线规模 1600 万吨，处于最佳经济规模

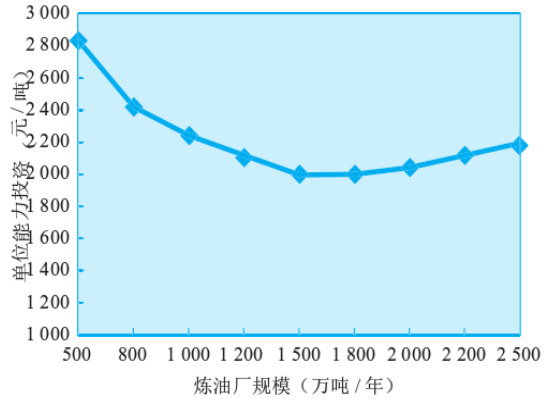
从全球炼油行业发展趋势来看，炼厂的大型化趋势愈发凸显。只有具备足够的规模，炼油厂的副产品才有进一步综合利用的价值，烯烃、芳烃等中间产品才有进一步拓展的空间。因此，规模化发展是先进炼厂的发展趋势之一。千万吨级的大型炼厂则可以发挥资源规模化利用优势，同时兼顾炼油+烯烃+芳烃一体化发展。

盛虹炼化顺应全球炼厂大型化发展趋势，单线规模 1600 万吨，是我国目前最大单线规模。盛虹炼化一体化项目 1600 万吨的单线规模是全球炼厂平均规模的 2 倍多，是我国炼厂平均规模的近 5 倍，装置规模直接影响能耗水平，进而影响生产成本，本项目装置比国内大量单线 200 万吨的装置能耗节约 50 千克标准油/吨左右，成本竞争力强。**根据《炼油厂规模经济研究》一文测算，1500~1800 万吨/年规模区间是炼油厂的最佳经济规模。**

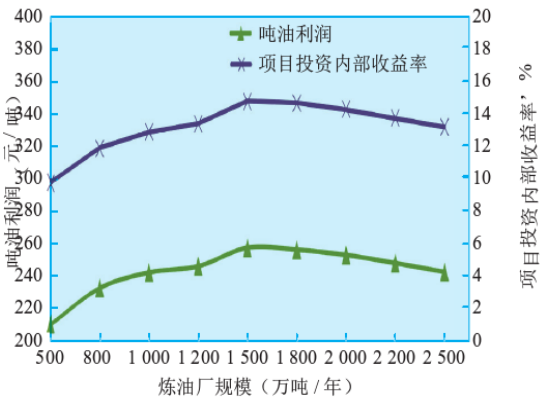
图 24：单位能力投资走势

图 25：吨油利润及项目投资内部收益率走势

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：《炼油厂规模经济研究》，申万宏源研究



资料来源：《炼油厂规模经济研究》，申万宏源研究

盛虹炼化的装置规模在节能降碳方面相较于炼油行业具备领先优势。装置规模上，公司常减压蒸馏能力达 1,600 万吨/年，大型化带来显著的能耗单耗下降与碳排放规模经济效应；加氢能力达 1,920 万吨/年，更高的加氢深度意味着更清洁的产品收率与更优的渣油转化效率；在污水回用率、VOCs 控制、余热回收、脱硝覆盖率等各项环保指标方面都较一般基准有所提；其他物料循环、能量综合利用也达到了行业领先水平，形成了"大型化、一体化、绿色化"的核心竞争壁垒。

表 5 盛虹炼化装置规模化带来低碳优势

评价项目	盛虹炼化	行业基准	优势
装置规模	1600 万吨/年常减压	1000 万吨/年	装置大型化，单耗小、效率高
加氢深度	总加氢能力 1920 万吨/年	1200 万吨/年	高加氢深度=清洁生产
污水回用率	84%	60%	含油/含盐污水处理后回用
VOCs 控制	LDAR+12 套回收装置	常规回收	全过程防控
IGCC 发电	3×150MW=450MW	200MW	整体煤气化联合循环
余热回收	3×3000kW ORC 发电机	3000kW	气体联合装置余热锅炉
脱硝覆盖率	100%（超低氮+SCR）	70%	所有加热炉、焚烧炉设脱硝
氢气利用	PSA 回收低分气/重整氢/尾氢	部分回收	氢气资源循环利用

资料来源：环境影响评价，申万宏源研究

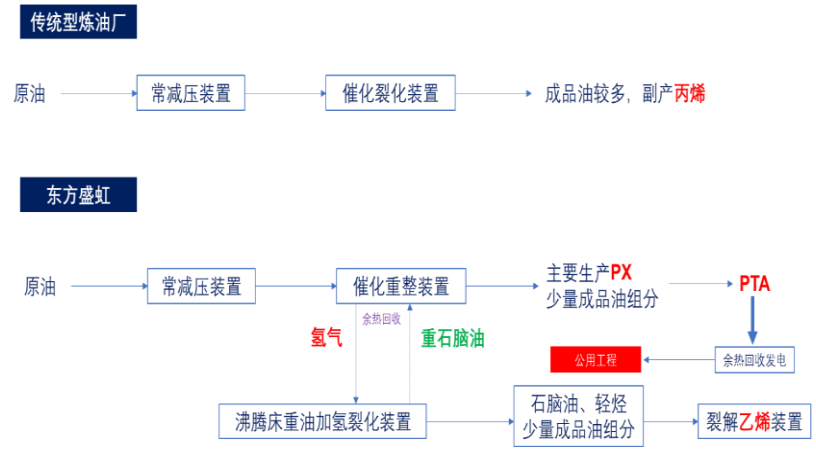
2.3.2 配套优势：化纤企业先天优势，IGCC 创新路线

从炼油工艺学的角度，我们认为化纤企业进入大炼化具有先天的优势：是炼油工艺里一个完美的闭环。大炼化以获取化纤原料 PX 为主，尽量减少成品油产出。炼油装置里催化重整即 PX 生产装置规模最大化，实现自身 PTA 的原料配套，然后副产大量的氢气。氢气再供给加氢裂化装置，出来的重石脑油再回到催化重整装置、轻烃和轻石脑油裂解乙烯。而 PX 和 PTA 生产均属于放热反应，余热回收发电或海水淡化。由此使得降油增化，同时实现自身 PTA 原料配套，这是化纤巨头进入大炼化行业的优势。

相比于传统炼化，新型大炼化的乙烯原料来源更广，成本更低。由于新型大炼化的加氢裂化能力强，副产大量的轻烃，可以与石脑油混合裂解，因此乙烯原料一般在以石脑油为主的基础上增加了液化气、加氢尾油、轻柴油、碳五等混合裂解，原料的保障性强，成本更低，

预计比传统的石脑油路线的成本低 100-200 美元/吨。盛虹炼化在乙烯原料的优化上做了大量工作，根据公司项目可研报告，公司乙烯原料尽可能轻质化，富乙烷气体和液化气组分共占原料的 28.74%，其他组分为拔头油、加氢裂化轻石脑油、少量抽余油和少量加氢精制石脑油，与国内规模较大的乙烯裂解装置原料相比，轻烃和轻质油品占比较大，乙烯+丙烯收率占 54.53%。

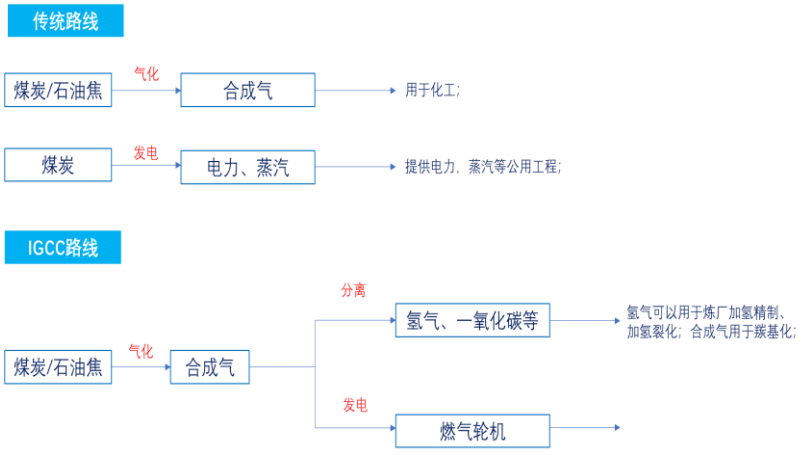
图 26：化纤企业进入大炼化的优势



资料来源：《炼油厂规模经济研究》，申万宏源研究

公司采用 IGCC 路线对于公用事业、煤/石油焦制氢等进行配套，是公司具有创新性的工艺路线。IGCC（Integrated Gasification Combined Cycle）整体煤气化联合循环发电系统，是将煤气化技术和高效的联合循环相结合的先进动力系统。它由两大部分组成，即煤的气化与净化部分和燃气-蒸汽联合循环发电部分。整体煤气化联合循环发电系统，是将煤气化技术和高效的联合循环相结合的先进动力系统。公司的 IGCC 在保障清洁发电的同时，也为化工品提供了合成气、氢气等原料。与传统煤电技术相比，IGCC 具有发电效率高、污染物排放低、二氧化碳捕集成本低等优势，是目前国际上被验证的、能够工业化的、最具发展前景的清洁高效煤电技术。

图 27：传统发电及制氢与 IGCC 比较



资料来源：《炼油厂规模经济研究》，申万宏源研究

2.3.3 数智化转型：自主研发垂类大模型，打造面向未来的“智能炼厂”

2025 年，公司全面聚焦 AI 技术"场景化"部署，自主研发并上线"盛虹流程工业智能大模型平台"，全面打通智能体、模型与数据三大软件总线。在生产端，集团级"知识引擎"已在 PDH 等核心装置投运，实现实时工况异常识别与操作导航；炼化生产优化大模型助力排产优化，"黑灯实验室"提升检测效率。在管理端，智能物料系统、法务智能助手、设备助手等场景已全面落地。公司正构建"数智员工"体系，推动 AI 从基础办公向智能排产、新材料辅助研发、装置工艺与能耗全局寻优等核心业务延伸。

凭借在数智化转型领域的突出表现，2025 年盛虹炼化荣获工信部"全国工业和信息化系统先进集体"称号，盛虹炼化 1600 万吨炼化一体化智能工厂和斯尔邦石化醇基多联产智能工厂双双获评"江苏省先进级智能工厂"。公司正积极构建并推进人工智能发展战略，全力打造 AI 浪潮下世界一流的能源化工企业。

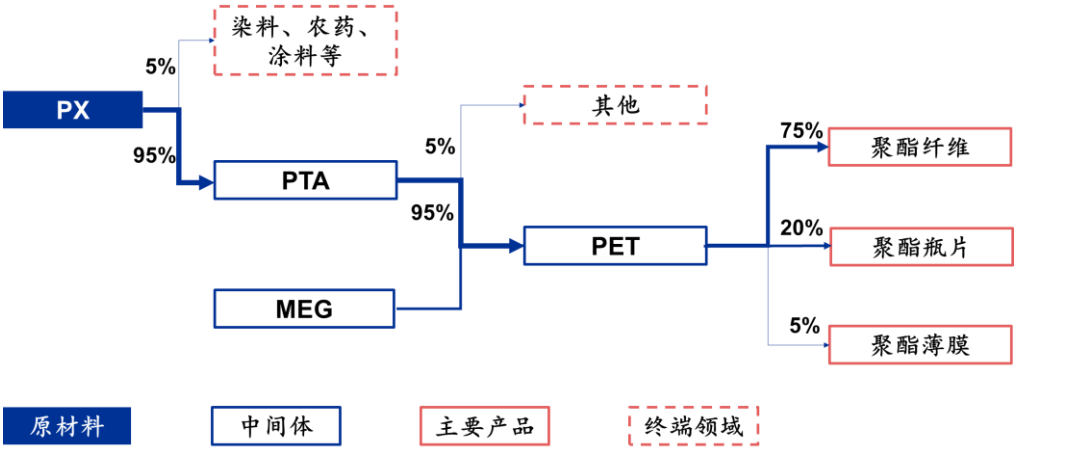
3. 聚酯链：全产业链一体化布局，下游主攻高端 DTY

涤纶又被称为聚酯纤维，化学名为聚对苯二甲酸乙二醇酯纤维。它是以 PTA（对苯二甲酸）或 DMT（对苯二甲酸二甲酯）和 MEG（乙二醇）为原料经过酯化或酯交换和缩聚反应而制得 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯），经纺丝和后处理制成纤维。目前，国内采用 PTA 和 MEG 经酯化制取 PET 为主，是竞争力更为突出的工艺路线。PET 下游除涤纶外，还包括聚酯瓶片和聚酯薄膜等。

3.1 PTA 存量产能待消化，单一环节盈利偏弱

聚酯产业链上游 PX 和 PTA 的应用领域较为集中。PX 主要产自炼油工艺中的催化重整装置，下游主要用于制取 PTA，还有部分用于染料、农药、涂料等领域，PTA 基本可以作为 PX 的单一下游产物，PX 亦是 PTA 的直接原料，两者相互依存；PTA 主要由 PX 制得，95%的 PTA 应用于 PET 产品的制取，而 PET 中 75%用于聚酯纤维、20%用于聚酯瓶片、5%用于聚酯薄膜。

图 28：聚酯产业链上下游结构



资料来源：中国化纤信息网，申万宏源研究

2026 年以来，PTA 产能扩张周期结束，供给格局迎来拐点，PTA 产能扩张速度超过下游增速的核心矛盾正在缓解。2022-2025 年是国内 PTA 产能快速扩张期，年均复合增长率达 15.3%，本轮扩产主要由民营炼化一体化项目驱动，恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等大型装置集中释放，其中 2023 年产能同比增速高达 27.5%，2025 年国内 PTA 行业共计新增产能 870 万吨，剔除部分长期停车装置后实际净增产能 608 万吨，产能增速达到 8.7%。

表 6 PTA 供需平衡表（单位：万吨）

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能	4938	5623	5868	6138	7828	8648	9398	9398	9598	9868
yoy	13.2%	13.9%	4.4%	4.6%	27.5%	10.5%	8.7%	0.0%	2.1%	2.8%
产量	4210	4646	5012	5314	6307	7114	7376	7624	8064	8443
yoy	.%	.%	.%	.%	.%	.%	.%	.%	.%	.%

仅供内部参考，请勿外传！

进口量	95	62	8	7	2	2	2	2	2	3
出口量	69	85	258	346	351	442	382	420	500	501
表观消费量	4236	4623	4763	4976	5958	6674	6996	7206	7566	7945
开工率	85.3%	82.6%	85.4%	86.6%	80.6%	82.3%	78.5%	81.1%	84.0%	85.6%

资料来源：隆众资讯，百川盈孚，申万宏源研究

公司子公司虹港石化主要从事 PTA 的生产与销售，是华东地区主要 PTA 供应商之一。一期项目于 2014 年 7 月投产并稳定运行至今，产能为 150 万吨/年，产品辐射苏北鲁南地区。由于一期投产时间较早，相对于目前国内先进工艺竞争力一般。公司 PTA 二期、三期项目分别于 2021 年 3 月、2024 年建成投产，两期产能均为 240 万吨/年。公司二期和三期项目采用 KTS 公司（原 INVISTA 公司）转让 P8 改进型技术，其能耗、物耗和清洁生产及环保水平可达到同行业国际先进水平。

表 7 虹港石化 PTA 项目汇总

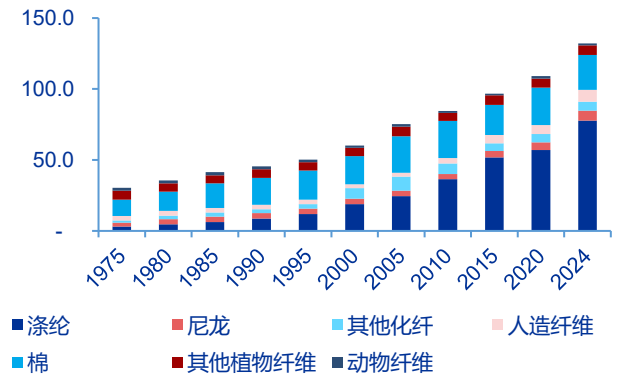
项目	工艺	产能(万吨)	总投资(亿元)	单吨投资(元/吨)	建成时间	地点
PTA 一期	国产化第二代 PTA 技术	150	41	2,733	2014 年 5 月投产	连云港徐圩新区
PTA 二期	英威达 P8+	240	38.58	1,608	2021 年 3 月建成	连云港徐圩新区
PTA 三期	英威达 P8++(KTS/INVISTA)	240	39.39	1,641	2024 年投产	连云港徐圩新区

资料来源：环境影响评价，公司新闻，申万宏源研究

3.2 行业格局优化，长丝环节价值抬升

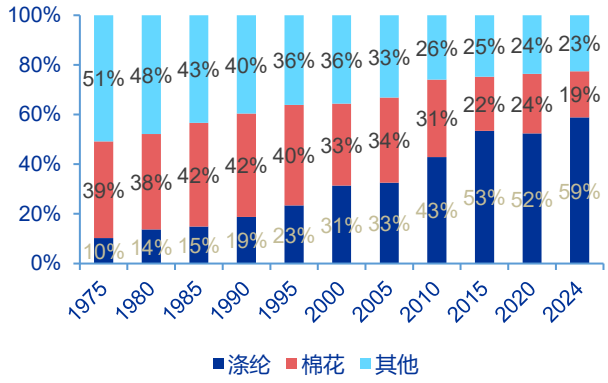
受益于成本优势以及使用性能的不断改进，涤纶在全球的纤维使用中占比不断提升。纤维可分为天然纤维和化学纤维，涤纶属于化学纤维中的合成纤维，性能与天然纤维最为接近。由于水土资源限制，近 20 年全球棉花产量始终维持在 2500 万吨左右，天然纤维产量不能满足人类对纺织服装需求的增长。而涤纶凭借价格低和性能接近的优势，一直在合成纤维中保持主导地位。多年来，聚酯纤维通过不断降低成本、性能改进，应用范围也在不断增长。2010 年以前，涤纶在全球各类纤维用量中的份额不到 50%；2024 年，全球各类纤维（包括棉花、涤纶、粘胶、尼龙、丝绸、羊毛等）的需求量约为 1.3 亿吨，其中，涤纶用量 7700 万吨，在全球各类纤维用量中的份额提升至 59%。

图 29：全球纤维用量（百万吨）



资料来源：纺织品交易所 Textile Exchange，申万宏源研究

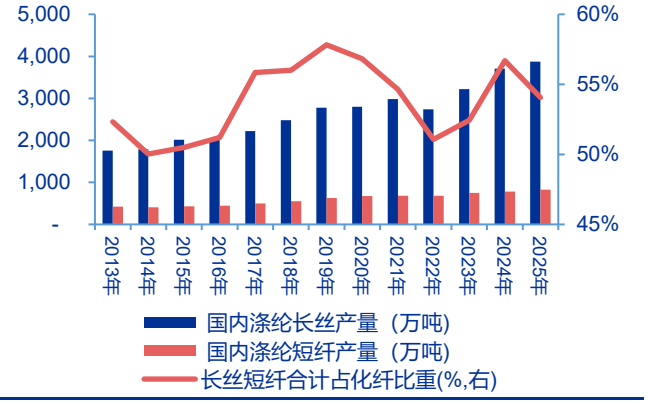
图 30：涤纶在全球纤维中的使用比例



资料来源：纺织品交易所 Textile Exchange，申万宏源研究

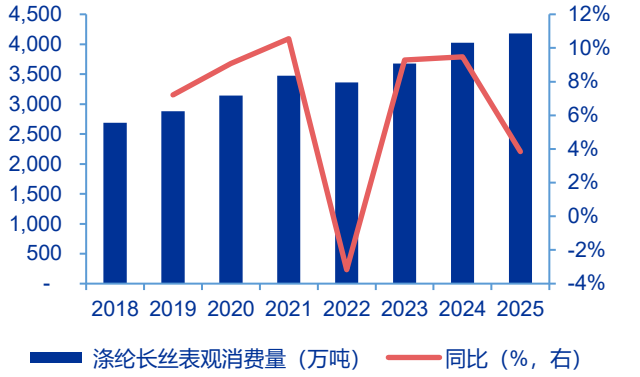
涤纶是我国应用最广泛的一种化学纤维，国内涤纶长丝表观消费量长期保持较高增速。根据钢联资讯，2013 年以来涤纶长丝和涤纶短纤产量合计占国内化纤产能比重保持在 50%以上，2025 年合计占比为 54%。由于国内下游纺织服装产业链配套完善，涤纶长丝消费以国内为主，出口量约占国内产量比重的 8%-10%左右。2025 年我国涤纶长丝表观消费量达到 4179 万吨，2018-2025 年 CAGR 为 6.5%。

图 31：涤纶长丝是国内应用最广泛的一种化学纤维



资料来源：钢联资讯，申万宏源研究

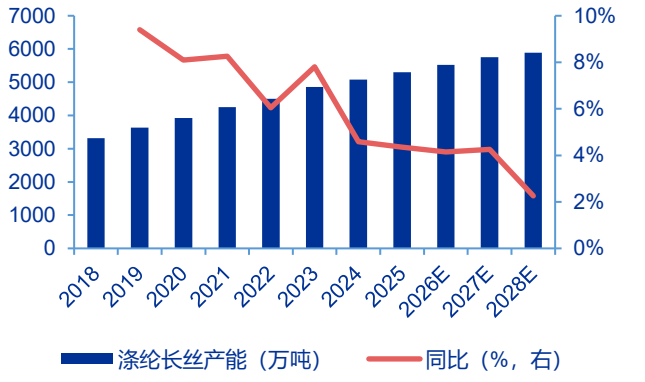
图 32：国内涤纶长丝表观消费量



资料来源：中国化纤信息网，申万宏源研究

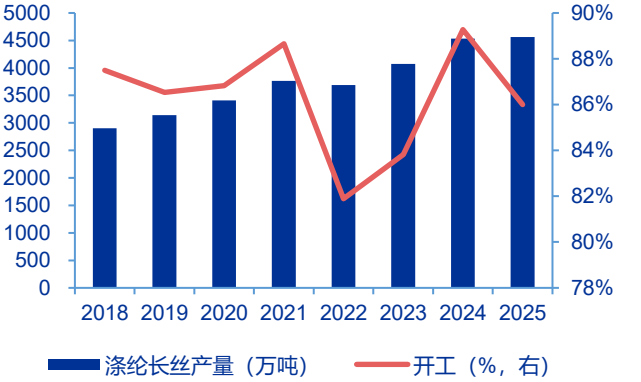
长丝投产高峰期已过，新增产能有限，看好涤纶长丝景气复苏。根据钢联数据，2025 年涤纶长丝行业新增产能预计为 281 万吨，扣除长停 60 万吨后，净增产能 221 万吨，产能增速约 4.3%，较 2023 年的 7.8%明显回落。远期来看，2026-2027 年产能增速预计分别为 4.1%和 4.3%，且头部企业 CR6 产能占比已达 70%以上，非头部企业扩产规划愈发谨慎，仅有桐昆等头部企业产能保持增长，行业供给增长愈发有序。尽管 2023-2025 年集中释放的新增产能导致产量大幅增加，开工率承压，但随着在建产能减少，供需格局有望边际改善，为行业景气度复苏奠定基础。

图 33：国内涤纶长丝产能及未来新增产能计划



资料来源：中国化纤信息网，钢联资讯，申万宏源研究

图 34：涤纶长丝产量及开工情况

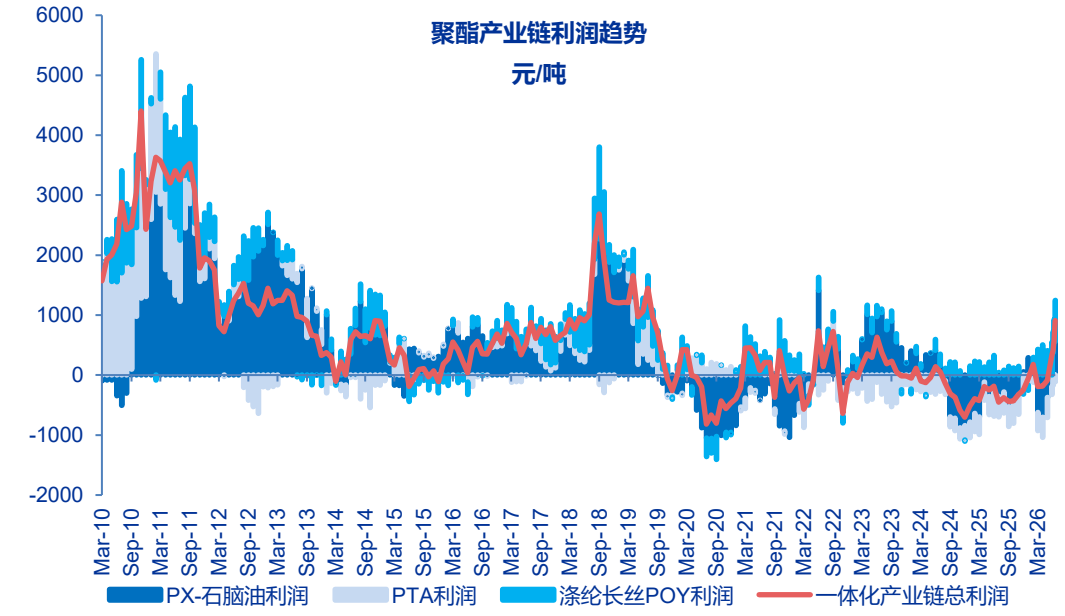


资料来源：中国化纤信息网，钢联资讯，申万宏源研究

全产业链利润再平衡，长丝环节价值抬升。2025 年 PX-PTA-长丝一体化产业链处于周期底部，后市向下空间难寻，向上弹性较大。上游 PX 再迎新一轮扩产周期，PTA 新增产能正在消化，而下游长丝供给投放有序，产业链利润再分配已向长丝环节倾斜。当前 PX、PTA 环节均处于微利状态，而长丝行业经过 - 年深度调整后，老旧产能加速出清，

头部企业凭借规模化、差异化优势稳固市场份额。随着国内纺织服装消费升级，当前长丝在低价差下维持高开工，下游需求有刚性；海外纺织需求增长，长丝需求增量有待释放。从聚酯全产业链不同环节来看，若终端需求边际改善或油价企稳回升，产业链利润将优先流向供需格局最优的长丝环节。

图 35：聚酯产业链利润趋势（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 布局回收聚酯与差异化纤维 PTT，绿色制造与高端化并行

在行业集中度提升与下游消费升级的趋势下，公司坚持以再生循环和差异化纤维为突破口，持续巩固聚酯化纤板块的竞争优势。截至 2025 年底，公司拥有约 360 万吨/年差别化涤纶长丝产能，另有 50 万吨/年涤纶长丝项目处于在建阶段，预计分两批次在 2026—2027 年陆续投放。公司在涤纶长丝产品上坚持差异化竞争策略，是全球领先的全消光系列纤维生产商和细旦差别化纤维生产商，主导产品包括超细、吸湿排汗、扁平、三叶、中空、PTT 纤维、全消光纤维等差别化长丝，产品差别化率达到 90%以上，差别化细分产品种类超百种，以高端 DTY 长丝产品为主。随着全球纺织供应链对绿色低碳产品需求日益增长，公司的再生纤维、PTT 纤维、碳捕集纤维产品有望获得更高的品牌溢价和市场份额。

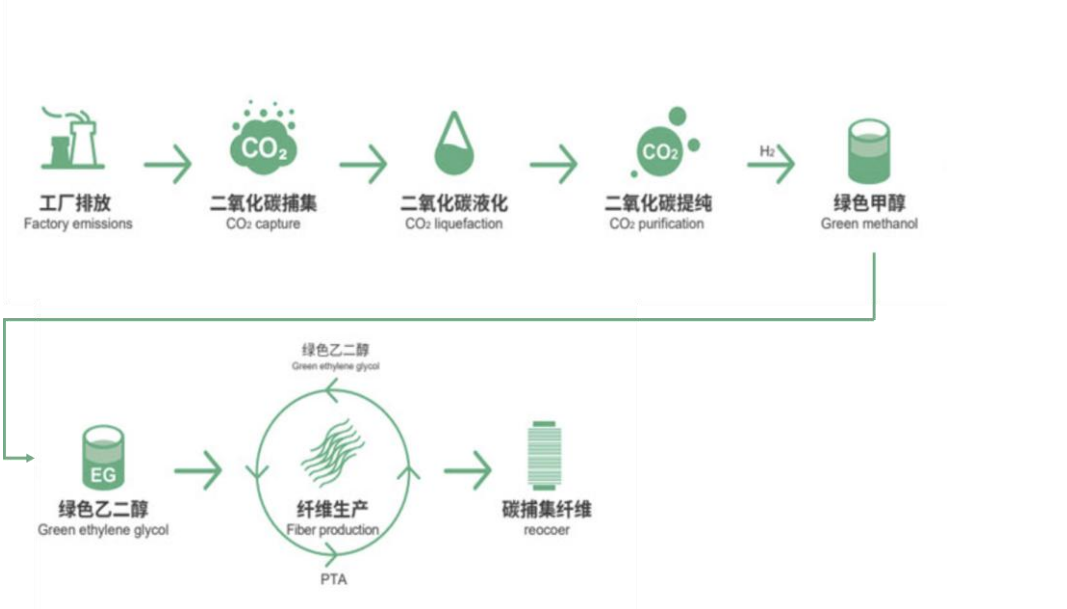
再生聚酯纤维方面，公司现有再生聚酯纤维产能 60 万吨/年，率先投产自主研发的由废旧塑料瓶片到纺丝的熔体直纺生产线，建成全球首条从瓶片到纺丝的熔体直纺装置，不仅实现了废旧塑料的循环再利用，还有效地降低了生产成本。目前公司再生纤维已经通过全球回收标准（GRS）认证，产品广泛应用于服装、家纺等领域。再生聚酯纤维可以有效解决聚酯产品废弃后的环境污染问题，实现了资源有效利用。

生物基纤维方面，公司建成拥有完整自主知识产权、世界领先的生物基 PDO 单体、PTT 纤维产业链。PTT 纤维是一种新型聚酯纤维，兼有涤纶、锦纶、腈纶的特性，除防污性能好，还有易于染色、手感柔软、富有弹性，更易于加工，适合作为高端纺织服装面料。公司

已率先实现生物基 PDO 单体及 PTT 纤维的规模化生产，打破了国外企业在该领域的技术垄断。

此外，公司推出“reocoer 芮控”碳捕集纤维品牌，通过碳捕集技术对工厂排放的二氧化碳进行捕捉和转化，生产绿色乙二醇，进而合成绿色聚酯纤维，有效降低产品全生命周期碳足迹。

图 36：“reocoer 芮控”碳捕集纤维生产流程示意图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

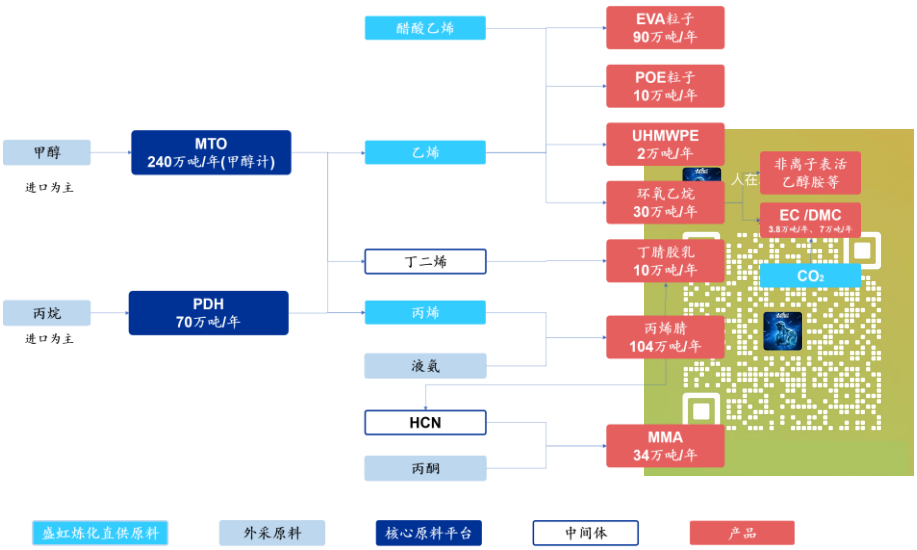
4. 新能源新材料："煤头+气头"并举的多元原料平台，完善新材料业务布局

4.1 斯尔邦自有多元原料平台，叠加盛虹炼化原料直供协同

斯尔邦打造"煤头+气头"并举的多元原料平台，产品矩阵从大宗石化材料向光伏材料、锂电材料、精细化工品等高附加值领域延伸。2021 年斯尔邦注入东方盛虹，成为其全资子公司。斯尔邦石化核心原材料生产平台为 240 万吨/年 MTO（甲醇制烯烃）和 70 万吨/年 PDH（丙烷脱氢），构建起"煤头+气头"并举的多元原料平台。下游产品方面，斯尔邦已建成全球最大丙烯腈生产基地（104 万吨/年）、国内最大 EVA 供应基地（现有 90 万吨/年，在建 10 万吨/年），以及 MMA（34 万吨/年）、环氧乙烷（30 万吨/年）等规模化装置，面向终端领域包括光伏胶膜（EVA+60 万吨、POE 10 万吨）、锂电材料（超高分子量聚乙烯 2 万吨、EC/DMC 3.8+7 万吨）、高端精细化工（丁腈胶乳 10 万吨、环氧乙烷 30 万吨、非离子表面活性剂等）三大方向，产品矩阵从大宗石化材料向高附加值领域延伸，同时规避盛虹炼化一体化项目下游同业竞争问题。

公司子公司盛虹炼化、斯尔邦石化同处连云港徐圩新区、地理位置临近，斯尔邦所需的烯烃原料可由盛虹炼化直接补充，强化上下游协同，巩固一体化优势。其中斯尔邦通过"甲醇-烯烃-精细化工"的产业链布局，原材料方面可依托盛虹炼化 1600 万吨/年炼化一体化项目管道直供补充，在乙烯、丙烯、醋酸乙烯等原料来源上具备"油、煤、气"三头并举的灵活调配能力，可根据市场行情优化原料成本；副产品方面将丙烯腈副产氢氰酸直接供给 MMA 装置，PDH 副产氢气可回用于炼化加氢环节，形成了高效的内部循环与资源综合利用体系，持续巩固一体化装置优势。

图 37：斯尔邦产业链及主要产品产能



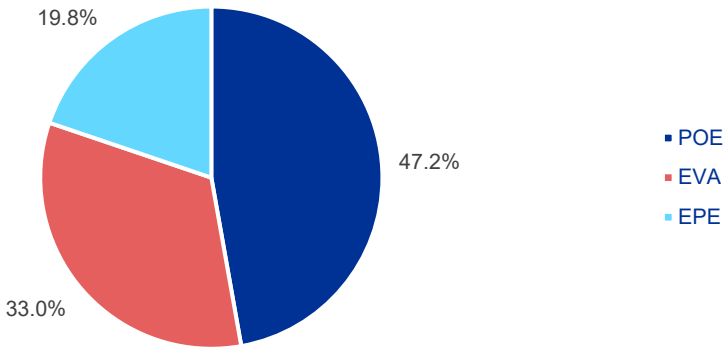
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 下游产品布局面向光伏、锂电、精细化工等方向

1）光伏胶膜：市场规模受光伏新增装机驱动扩张

POE 和 EVA 均为主流光伏胶膜材料。2025 年全球光伏封装胶膜市场总规模达到约 418.7 亿元人民币，较 2024 年增长 23.6%。受光伏新增装机量持续攀升驱动，2026 年市场规模预计突破 522 亿元。亚太地区仍为光伏封装胶膜核心产区，占据全球产能的 76%以上，但全球需求增量 28%由中东、非洲及拉美等新兴市场贡献。材料技术路线方面，2025 年 POE 胶膜市占率首次超过 EVA 胶膜，达到 47.2%，主要受益于 N 型 TOPCon 与 HJT 电池抗 PID 性能要求的提升。透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜等渗透率合计约 33%。

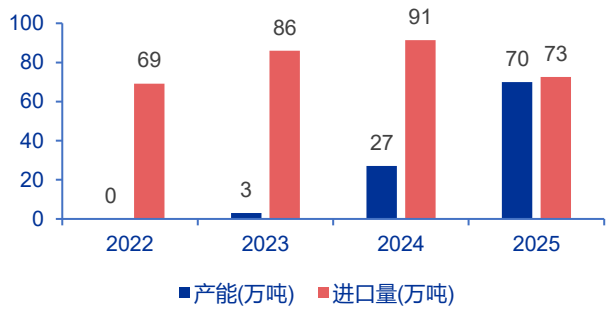
图 38：光伏胶膜材料渗透率



资料来源：全球环保研究网，申万宏源研究

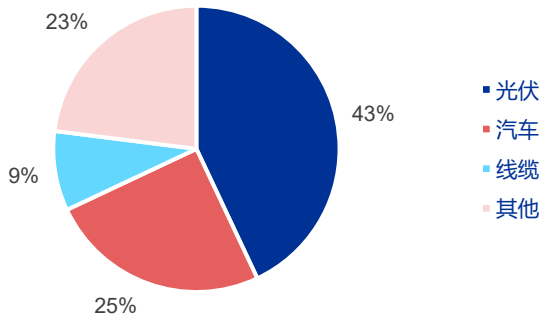
POE 是乙烯和α-烯烃聚合而成的高分子材料，性能优异。截至 2025 年我国 POE 产能达到 70 万吨/年，同比增长 159%。2025 年国内 POE 消费量约 93 万吨，光伏占国内 POE 需求比例达 43%，其次为汽车行业（占比约 25%）。其他应用领域方面，鞋材、线缆等需求增长相对平稳。

图 39：我国 POE 国产化程度逐步提升



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 40：我国 POE 下游消费结构



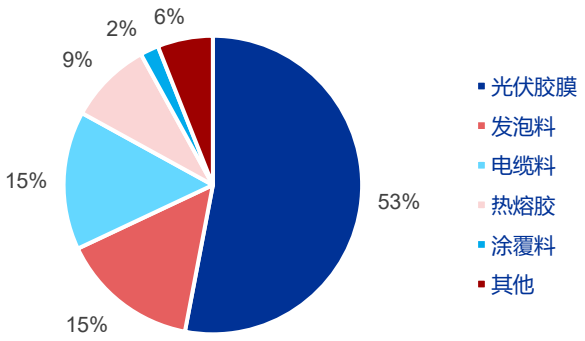
资料来源：《国内外 POE 市场分析及预测》张瑞,王立娟，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）是继高密度聚乙烯(HDPE)、低密度聚乙烯(LDPE)、线性低密度聚乙烯(LLDPE)之后的第四大乙烯系列聚合物。根据 VA 含量的不同，下游需求主要分为发泡材料、薄膜、涂敷料、电线电缆、光伏胶膜及热熔胶等领域，其中发泡料 VA 含量在 10%左右，是 EVA 最为传统的下游、电线电缆保护套 VA 含量在 12-24%，光伏料 VA 含量则要求 28%左右，且对其光学性能中的透射比等性能要求较高，而光伏用 EVA 是最主流的光伏胶膜原材料，对光伏组件起到封装和保护作用，直接决定组件寿命和发电效率，**目前光伏胶膜已成为我国 EVA 下游第一大需求，占比达到总需求的 53%。**

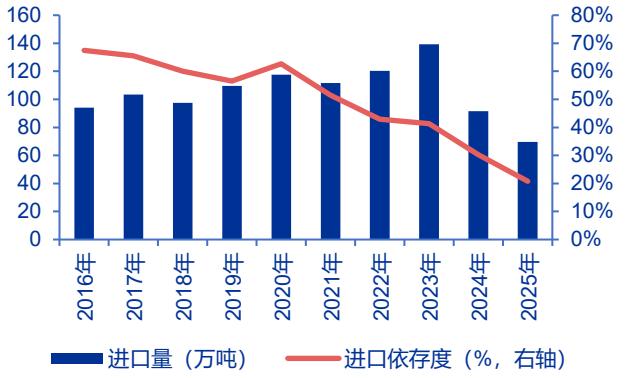
EVA 已基本完成国产化替代。2017-2020 年，EVA 进口量逐步增加，进口依存度基本保持在 60%以上。到了 2021 年，国内新产能集中投放，进口量小幅下滑到 112 万吨。截至 2025 年，EVA 进口量已下滑至 70 万吨，进口依存度回落至 21%，国产化基本完成。

图 41：国内 EVA 下游需求结构



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 42：EVA 基本完成国产化替代



资料来源：钢联资讯，申万宏源研究

公司 2022 年 9 月投产 800 吨/年 POE 中试线，2025 年 8 月投产 10 万吨/年 POE 工业化装置，是是国内唯一同时拥有光伏级 EVA 和 POE 自主工业化生产能力的企业。依托其丰富的光伏级粒子生产经验，公司于 2022 年 9 月成功投产 800 吨/年 POE 中试装置，实现 POE 催化剂及全套技术的全流程打通。2025 年三季度 10 万吨/年 POE 工业化装置顺利投产，打破了国外在该领域长达数十年的垄断。

2）丙烯腈：碳纤维需求高速增长，ABS 高景气助力产能消化

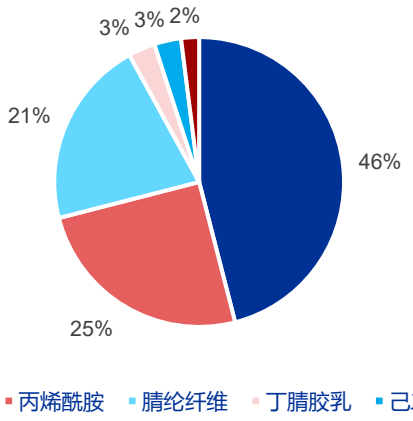
丙烯腈是三大合成材料——塑料、合成纤维、合成橡胶的基本且重要的原料，广泛应用于 ABS、尼龙 66、碳纤维、聚丙烯酰胺、腈纶等工程塑料、化学纤维的制备。

碳纤维是航空航天、导弹、卫星等高端装备的核心轻量化材料，具有战略物资属性。碳纤维下游需求 53%来自风电，在风电叶片大型化趋势下，碳纤维复材渗透率快速提升，单支百米级叶片碳纤维用量达数吨；其次交通轻量化方面，汽车、轨道交通、氢能储运瓶等领域对高强高模碳纤维需求也在快速增长。我国碳纤维产业已从 T300/T700 级突破至 T800/T1000 级，进口依存度逐年下降，上游丙烯腈原料保障至关重要。2025 年我国碳纤维产量达到 9.0 万吨，同比增长 51.7%。每生产 1 吨碳纤维约需消耗 2 吨原丝，而每吨原

丝约消耗 0.92 吨丙烯腈，因此单吨碳纤维对丙烯腈单耗约为 1.84 吨，2025 年碳纤维产量增量拉动丙烯腈需求约为 5.6 万吨。

ABS 是丙烯腈下游规模最大的应用领域，占比达到 46%，2025 年我国 ABS 产量和表观消费量同比增速均超过 10%，2026 年年初以来延续高景气，单吨 ABS 消耗丙烯腈 0.22 吨，ABS 需求带动丙烯腈消费量增长。2026 年以后丙烯腈新增产能将较前两年放缓，开工率有望逐步回升。

图 43：国内丙烯腈下游需求结构（%）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

斯尔邦石化是我国目前最大的丙烯腈生产基地，拥有丙烯腈产能 104 万吨/年。凭借质量稳定优异的丙烯腈产品，斯尔邦石化已成为国内众多主流碳纤维企业的主要原料供应商。公司丙烯腈总产能 104 万吨/年，位居国内首位，能够充分受益于碳纤维产业国产化浪潮带来的增量需求。

表 8 丙烯腈供需平衡表（单位:万吨）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
产能	251	290	381	440	440	542	621	634	674
产量	214	255	300	322	346	423	458	505	556
开工率（%）	85%	88%	79%	73%	79%	78%	74%	80%	82%
进口量	31	20	10	20	6	0	0	0	0
出口量	7	21	22	17	23	31	35	40	44
表观消费量	238	255	289	325	330	392	423	466	512
表观消费量同比增速(%)		7%	14%	12%	2%	19%	8%	10%	10%

资料来源：钢联资讯，申万宏源研究

3）锂电材料：下游需求旺盛带动上游材料景气

全球锂电池出货量延续高增态势，2025 年总体出货达 2281 GWh，同比增长 48%，同比增速较 2024 年提升 19 个百分点。其中，动力电池出货 1495 GWh（YoY+42%）、储能电池出货 652 GWh（YoY+76%），储能电池增速显著高于动力电池，成为拉动全球锂电出货增量的主要动力。展望 2026 年，EVTank 预计全球锂电池出货量将达 3016 GWh；中长期来看，2030 年全球锂电池出货量预计达 6012 GWh，2026–2030 年复合增速约 18.8%，储能赛道接力动力电池成为行业增长的核心驱动力。

表 9 全球锂电池出货量预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2030E
动力电池（GWh）	117	158	371	684	865.2	1051	1495	1868.8	3502
YOY		35%	135%	84%	26%	21%	42%	25%	16%
储能电池（GWh）	34	59	66	159	224	370	652	1005.5	2334
YOY		74%	12%	141%	41%	65%	76%	54%	20%
其他电池（GWh）	70	77	125	114	113	124	134	142.04	176
YOY		10%	62%	-9%	-1%	10%	8%	6%	5%
全球锂电池出货量（GWh）	221	295	562	957	1202.2	1545	2281	3016	6012
YOY		33%	91%	70%	26%	29%	48%	32%	17%

资料来源：EVtank 伊维碳科，申万宏源研究

公司基于自身大化工平台持续赋能与新材料开发的多年积累，在新能源新材料领域布局锂离子电池原材料，相关产品广泛涉及正极材料、电池隔膜、电解液溶剂等众多关键环节。

1）在电池隔膜方面，公司现已建成 2 万吨/年超高分子量聚乙烯（UHMWPE）项目，该项目于 2022 年底一次性开车成功，顺利投产。UHMWPE 是一种性能优异的热塑性工程塑料，耐冲击、耐磨损、耐腐蚀，是锂电隔膜的主要原料。同时，UHMWPE 也广泛用于航空航天、海洋工程、轨道交通等尖端领域。

2）在电解液溶剂方面，公司现有建设 3.8 万吨/年碳酸乙烯酯及 7 万吨/年碳酸二甲酯（EC/DMC）装置，该产品下游主要应用于锂电池电解液领域。

5. 盈利预测与估值

5.1 关键假设

炼化板块：假设 2026-2028 年公司原油加工能力维持 1,600 万吨/年，开工率约为 95%，国际原油价格中枢逐步回落，石化相关板块营业收入有所下降，但化工品价差随行业景气向上而修复，毛利率企稳回升。预计公司炼化板块 2026-2028 年营收分别为 1,055.6 亿元、923.9 亿元、898.4 亿元，毛利率分别为 18%、19%、19%。

PTA 板块：预计 2026-2028 年营收分别为 154.7 亿元、162.4 亿元、168.9 亿元，毛利率分别为 0.4%、0.7%、2.7%，随 PTA 行业新增产能放缓、PX-PTA 价差修复，盈利水平从周期底部逐步回升。

聚酯长丝板块：公司坚持差异化产品竞争战略，截至 2025 年底拥有约 360 万吨/年差别化涤纶长丝产能，另有 50 万吨/年在建项目预计 2026-2027 年分批投产。假设公司 2026-2028 年聚酯长丝主要品种销量分别为 325/341/394 万吨，聚酯长丝板块 2026-2028 年预计分别实现销售收入 295.3 亿元、318.4 亿元、368.5 亿元，利率分别为 8.5%、8.8%、9.1%。随着行业产能有序投放及产业链利润向长丝环节倾斜，盈利水平逐年改善。

斯尔邦（新材料）板块： 2026-2028 年主要产品销量假设为 EVA 70 万吨/年、丙烯腈 95 万吨/年，POE 逐年放量。预计 2026-2028 年营收分别为 220.3 亿元、201.3 亿元、205.4 亿元，毛利率分别为 2.0%、2.3%、5.6%。

表 10 关键假设表

板块		单位	2026E	2027E	2028E
炼化	营业收入	百万元	105561	92393	89838
	毛利率	%	18%	19%	19%
PTA	营业收入	百万元	15468	16242	16892
	毛利率	%	0.4%	0.7%	2.7%
聚酯长丝	营业收入	百万元	29526	31838	36849
	毛利率	%	8.5%	8.8%	9.1%
斯尔邦（新材料）	营业收入	百万元	22025	20134	20544
	毛利率	%	2.0%	2.3%	5.6%
合计	营业收入	百万元	172580	160607	164123
	毛利率	%	12.3%	13.0%	13.2%

资料来源：申万宏源研究

5.2 可比公司估值

根据公司从事的主营业务所在行业及主营产品品类，我们选取荣盛石化、恒力石化、恒逸石化、联泓新科、鼎际得作为可比公司。荣盛石化、恒力石化、恒逸石化均为国内民营炼化企业，与公司炼化板块业务具有相似性；联泓新科是 EVA 主要生产企业、鼎际得是 POE 主要生产企业，与公司新能源新材料板块主营产品具有可比性。可比公司 2026-2028 年 PE 均值分别为 . 倍、 . 倍、 . 倍，PB 均值约 . 倍。

我们预计东方盛虹 2026-2028 年归母净利润分别为 40.8/49.5/57.5 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 18.3 倍、15.1 倍、13.0 倍，低于可比公司平均水平。考虑公司炼化项目规模位居国内前列，是具备一定规模的差异化涤纶长丝供应商，同时是国内唯一同时掌握光伏级 EVA 和 POE 自主技术的企业，以及公司在其他新材料方面的布局具备差异化竞争优势和较高成长性；预计随着炼化行业景气向上，公司资本开支接近尾声，经营现金流持续改善，公司业绩弹性较大，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11 可比公司估值表

	代码	2026/6/29	总市值	净利润				PE				PB
		收盘价(元)	(亿元)	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	
荣盛石化	002493.SZ	11.4	1127.8	8.5	80.1	121.0	148.9	132.9	14.1	9.3	7.6	2.4
恒力石化	600346.SH	18.4	1330.4	70.7	128.5	150.1	168.1	18.8	10.4	8.9	7.9	1.9
恒逸石化	000703.SZ	16.7	573.2	2.6	75.2	77.1	80.3	221.9	7.6	7.4	7.1	2.2
联泓新科	003022.SZ	25.4	339.5	3.1	6.2	7.8	9.3	111.1	55.2	43.5	36.7	4.5
鼎际得	603255.SH	34.5	46.4	0.1	2.6	4.0	5.8	406.6	18.1	11.7	8.1	2.9
行业平均								75.9	21.1	16.2	13.5	2.8
东方盛虹	000301.SZ	11.4	747.1	1.3	41.2	50.4	58.4	558.6	18.1	14.8	12.8	2.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：恒逸石化、联泓新科、鼎际得盈利预测为 wind 一致预期，其余公司为申万宏源研究预测

6. 风险提示

1. 原油价格及产品价格波动风险。公司产品的成本主要是原油等原材料的采购成本，所处的化工、化纤行业具有一定的周期性，主要原材料及产品市场价格均有可能随着石油、天然气、煤炭等大宗商品价格波动而呈现较大幅度波动。由于 2026 年以来原油价格波动性放大，若 2026-2028 年国际油价进一步出现超预期大幅上涨或下跌，将对公司炼化板块库存收益、产品价差及盈利预测产生较大影响。同时，成品油、PX、PTA、乙烯、丙烯腈、EVA、POE 等化工品价格受全球供需格局、地缘政治、贸易摩擦等多重因素影响，价格波动可能超预期。

2. 新能源行业产能过剩及技术路线替代风险。公司布局的 EVA、POE 等光伏胶膜材料行业，受益于 N 型电池及双面双玻组件渗透率提升，但若光伏行业整体需求增速放缓、全球贸易壁垒加剧，或钙钛矿等新型电池技术路线替代速度超预期，可能导致 EVA/POE 需求及价格不及预期。同时，国内多家企业布局 POE 产能，若未来 2-3 年大量 POE 产能集中投放，可能冲击市场价格和盈利能力。

3. 炼化及聚酯行业周期下行风险。国内炼化产能已接近 10 亿吨/年政策上限，成品油需求增速放缓，山东地炼及海外老旧产能退出进度存在不确定性。若全球经济增长不及预期，成品油、化工品、涤纶长丝等下游需求疲软，行业可能进入周期性下行阶段，公司炼化和聚酯板块盈利可能承压。此外，涤纶长丝行业 CR6 集中度虽高，但行业扩产节奏及下游织机开工率波动较大，可能引发阶段性价格战。

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	137,675	125,587	177,579	165,606	169,123
营业收入	137,675	125,587	177,579	165,606	169,123
A 产品_营业收入	108,277	99,472	143,054	128,768	127,273
B 产品_营业收入	27,151	23,957	29,526	31,838	36,849
C 产品_营业收入	2,247	2,158	5,000	5,000	5,000
D 产品_营业收入	0	0	0	0	0
E 产品_营业收入	0	0	0	0	0
营业总成本	141,590	127,476	174,900	161,955	164,639
营业成本	126,062	112,064	155,786	144,075	146,875
A 产品_营业成本	98,963	87,845	123,963	110,223	108,569
B 产品_营业成本	25,402	22,629	27,022	29,050	33,505
C 产品_营业成本	1,697	1,590	4,800	4,800	4,800
D 产品_营业成本	0	0	0	0	0
E 产品_营业成本	0	0	0	0	0
税金及附加	8,407	8,541	12,077	11,263	11,502
销售费用	334	318	434	409	420
管理费用	1,081	1,029	1,314	1,294	1,320
研发费用	832	969	1,098	1,101	1,158
财务费用	4,874	4,555	4,190	3,813	3,364
其他收益	972	1,367	1,367	1,367	1,367
投资收益	159	175	175	175	175
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	40	-36	0	0	0
信用减值损失	-9	-60	0	0	0
资产减值损失	-727	-424	0	0	0
资产处置收益	10	603	603	603	603
营业利润	-3,471	-265	4,824	5,795	6,629
营业外收支	-243	12	0	0	0
利润总额	-3,714	-253	4,824	5,795	6,629
所得税	-1,430	-372	930	1,124	1,291
净利润	-2,284	119	3,894	4,671	5,338
少数股东损益	13	-15	-180	-275	-410
归母净利润	-2,297	134	4,075	4,947	5,748

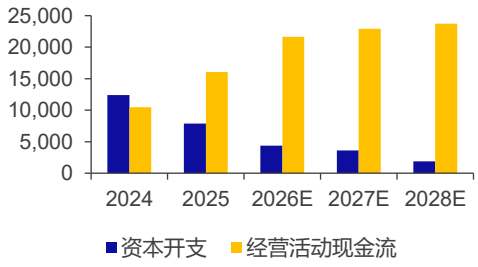
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-2,284	119	3,894	4,671	5,338
加：折旧摊销减值	7,880	8,274	14,766	15,246	15,646
财务费用	4,868	4,566	4,190	3,813	3,364
非经营损失	-1,464	-1,257	-778	-778	-778
营运资本变动	1,361	4,212	-453	-59	149
其它	123	199	0	0	0
经营活动现金流	10,475	16,053	21,620	22,894	23,720
资本开支	12,398	7,853	4,347	3,597	1,897
其它投资现金流	300	184	175	175	175
投资活动现金流	-12,099	-7,669	-4,172	-3,422	-1,722
吸收投资	4,838	996	0	0	0
负债净变化	7,424	-8,078	-9,760	-13,305	-13,029
支付股利、利息	5,444	4,629	4,190	7,073	7,321
其它融资现金流	601	2,340	-3,918	0	0
融资活动现金流	7,419	-9,371	-17,868	-20,378	-20,351
净现金流	5,623	-943	-420	-906	1,647

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	36,926	37,748	42,661	39,954	42,477
现金及等价物	13,743	13,116	12,696	11,789	13,436
应收款项	4,496	6,112	6,112	6,112	6,112
存货净额	16,873	17,037	22,370	20,570	21,446
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,814	1,483	1,483	1,483	1,483
长期投资	675	727	727	727	727
固定资产	152,325	153,459	143,643	132,597	119,450
无形资产及其他资产	14,386	13,293	13,293	13,293	13,293
资产总计	204,312	205,228	200,324	186,571	175,948
流动负债	92,099	94,890	100,009	94,845	87,841
短期借款	73,251	72,781	73,021	69,716	61,686
应付款项	15,748	16,655	21,534	19,675	20,701
其它流动负债	3,100	5,454	5,454	5,454	5,454
非流动负债	74,741	72,130	62,130	52,130	47,130
负债合计	166,840	167,020	162,139	146,975	134,971
股本	6,611	6,611	6,611	6,611	6,611
其他权益工具	907	907	0	0	0
资本公积	19,279	19,308	19,308	19,308	19,308
其他综合收益	89	64	64	64	64
盈余公积	630	641	963	1,355	1,809
未分配利润	3,444	3,567	7,319	8,614	9,950
少数股东权益	3,438	4,100	3,920	3,645	3,235
股东权益	37,472	38,208	38,185	39,596	40,977
负债和股东权益合计	204,312	205,228	200,324	186,571	175,948

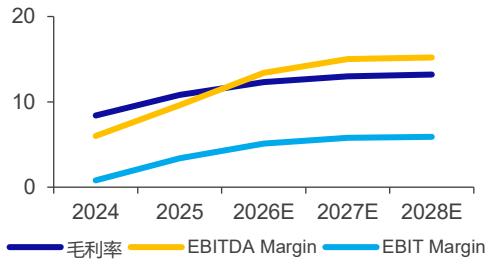
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

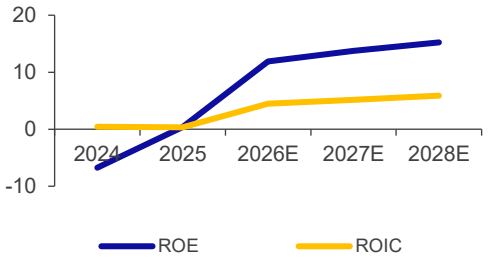
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	-0.35	0.02	0.62	0.75	0.87
每股经营现金流	1.58	2.43	3.27	3.46	3.59
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.49	0.60
每股净资产	5.15	5.16	5.18	5.44	5.71
关键运营指标(%)					
ROIC	0.4	0.3	4.5	5.2	5.9
ROE	-6.7	0.4	11.9	13.8	15.2
毛利率	8.4	10.8	12.3	13.0	13.2
EBITDA Margin	6.0	9.6	13.4	15.0	15.2
EBIT Margin	0.8	3.4	5.1	5.8	5.9
营业总收入同比增长	-2.0	-8.8	41.4	-6.7	2.1
归母净利润同比增长	-420.3	-	2,946.5	21.4	16.2
资产负债率	81.7	81.4	80.9	78.8	76.7
净资产周转率	4.05	3.68	5.18	4.61	4.48
总资产周转率	0.67	0.61	0.89	0.89	0.96
有效税率	36.9	87.0	20.0	20.0	20.0
股息率	0.0	0.0	0.0	4.4	5.3
估值指标(倍)					
P/E	-32.5	558.6	18.3	15.1	13.0
P/B	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/Sale	1.6	1.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	27.2	18.5	9.0	8.1	7.3
股本	6,611	6,611	6,611	6,611	6,611

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

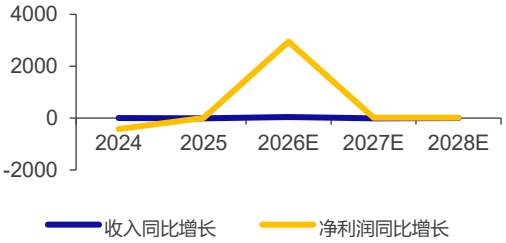
经营利润率(%)



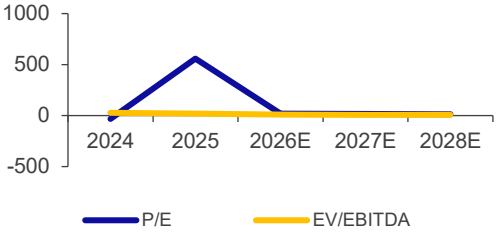
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



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@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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，可以向我们的销售员索取。

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”）在中华人民共和国内地（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。

版权均属本公司。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。