下载日志已记录，仅供内部参考

公司报告

公司首次覆盖报告

证券研究报告

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

石油石化

2026 年 9 月 10 日

桐昆股份(601233.SH)

全球涤纶龙头，利润高增+估值低位

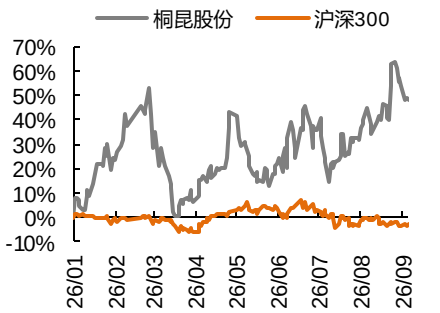
推荐（首次）

9 月 9 日股价：24.97 元

主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.zjtkgf.com
大股东/持股	桐昆控股集团有限公司/19.54%
实际控制人	陈士良
总股本(百万股)	2379
流通 A 股(百万股)	2375
流通 B/H 股(百万股)	--
总市值（亿元）	594
流通 A 股市值(亿元)	593
每股净资产(元)	17.88
资产负债率(%)	64.86

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询编号 S1060523110001 chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询编号 S1060524070002 mashulei362@pingan.com.cn

平安观点：

- **公司概况：涤纶长丝龙头，量增价涨驱动业绩高增。**公司前身成立于 1981 年，1992 年业务向涤纶转向，1997 年涤丝产能跃居中国大陆第一，2011 年，公司于上交所主板上市，2017 年收购母公司桐昆控股持有的浙石化 20%股权，2019 年浙石化项目一期投产，2022 年项目二期投产，浙石化最终形成 4000 万吨炼油、880 万吨 PX、420 万吨乙烯总产能，公司逐步打通上游，完善“PX-PTA-涤丝”的全产业链布局；2020-2025 年期间，桐昆股份 PTA 产能从 420 万吨增加至 1020 万吨，涤丝产能从 690 万吨增加至 1510 万吨，涤纶长丝产品销量已连续二十多年在国内市场名列第一，且市占率持续提升，2020 年桐昆涤纶长丝的国内市场占有率近 20%，到了 2025 年已超 28%。2026 年上半年，协同减产改善供给和地缘冲突抬涨原料共同驱动公司产品价格上涨，26H1 公司实现归母净利 42.2 亿元，同比大增 285.0%，此外，公司通过持有浙石化 20%股权获得了丰厚的投资收益，26H1 对联合和合营企业投资收益约 16.76 亿元。

- **行业层面：终端景气回暖，供给增速放缓。**1）聚酯化纤链价格和毛利中枢上移，据钢联数据，2026 年 1-8 月涤纶长丝 POY 均价同比上涨 18%，同时 PX-PTA-涤纶长丝产业链利润呈向下游倾斜趋势。2）终端纺服业内需增长向好，出口出现回暖信号，26H1 我国服装鞋帽针纺织品零售额累计同比增长 6.7%，纺织制品出口金额同比正增 4.4%。3）产业供给呈现集中化、一体化趋势，2025 年 PTACR5 超 70%，涤纶长丝 CR6 近 80%（2013 年为 37%，2020 年为 56%），行业呈寡头竞争格局；同时，桐昆、新凤鸣、荣盛、恒力、恒逸等龙头企业推进“炼化—PX—PTA—聚酯纤维”一体化布局。4）供给端：十五五期间聚酯化纤品扩能增速或将显著放缓，PX--卓创化工预计 2026-2030 年产量复合增速约 5.2%，较“十四五”期间 13.5%明显下降；PTA--2026 年无新增产能，据金联创和钢联数据，2025-2030E 产能 CAGR 约 1.8%，较 2020-2025 年 10.7%显著放缓，同时老旧产能将继续退出；涤纶长丝--产能呈先增后稳格局，据金联创化工，2026 年涤纶长丝产能预计同比增加约 8.5%，2027-2030 年产能扩张步伐显著放缓，计划总产能仅增 25 万吨。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	101307	93891	113195	119677	128293
YOY(%)	22.6	-7.3	20.6	5.7	7.2
归母净利润(百万元)	1202	2033	8013	8679	9307
YOY(%)	50.8	69.1	294.2	8.3	7.2
毛利率(%)	4.6	5.5	9.3	9.4	9.5
净利率(%)	1.2	2.2	7.1	7.3	7.3
ROE(%)	3.3	5.3	17.7	16.5	15.3
EPS(摊薄/元)	0.51	0.85	3.37	3.65	3.91
P/E(倍)	49.4	29.2	7.4	6.8	6.4
P/B(倍)	1.6	1.6	1.3	1.1	1.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **盈利预测及投资建议：**公司连续多年保持涤纶长丝龙头地位，同时一体化布局上游 PTA 材料，具备一定规模优势和成本优势，结合公司在建的 PTA 和涤纶长丝项目规划，未来仍有望维持小幅量增；2026 年在行业联合减产改善供给格局，以及地缘冲突推动产业链涨价的行情下，聚酯化纤链价格中枢上移，行业盈利情况改善。此外，公司持有浙石化 20%股权，油价上涨带动汽柴等成品油、PX、烯烃等价格价差有所提升，浙石化项目盈利给公司带来丰厚的收益。综上，我们预测 2026-2028 年公司有望实现归母净利润 80.13 亿元、86.79 亿元、93.07 亿元，对应 2026 年 9 月 9 日收盘价 PE 分别为 7.4 倍、6.8 倍、6.4 倍。公司作为涤纶长丝龙头，量增和价涨双轮驱动，规模优势和成本优势凸显，业绩表现亮眼，且 PE 较可比公司均值低，估值具有一定上升空间，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、地缘局势的不确定性：美伊尚处博弈阶段，地缘局势的动荡会造成油煤气能源价格剧烈波动，从而影响公司原料成本的稳定性，短期内原料价格快速上涨可能造成下游化工品利润承压。2、供应过剩的风险：若头部各家企业提高 PTA、涤纶等产品产能利用率，并加大产能建设，联合减产协同性破坏，则可能导致聚酯化纤链各产品出现供应过剩、价格和利润再度下行承压的风险。3、需求疲软的风险：若终端纺服需求转弱，出口受地缘冲突影响下滑，则可能导致涤纶需求疲软，进而影响产品价格。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 公司介绍：涤纶长丝龙头，量增价涨驱动业绩高增.....6

1.1 公司概况：全球涤纶长丝龙头，“PX-PTA-涤丝”全产业链布局.....6

1.2 产品结构：聚焦涤纶化纤链，合理把控产能扩张节奏.....7

1.3 经营业绩：原料自给缓解成本压力，量增价回暖驱动利润回升.....8

二、 行业层面：终端景气回暖，供给增速放缓.....12

2.1 利润分配结构调整.....12

2.2 终端需求景气回升.....13

2.3 供给集中化一体化.....15

2.4 产业供需格局改善.....16

三、 盈利预测及投资建议.....18

四、 风险提示.....20

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 公司发展历程 6
图表 2 公司股权结构（截至 2026 年半年报） 6
图表 3 公司产品制备流程（产能数据截至 2026H1） 7
图表 4 公司 PTA 产能（万吨） 7
图表 5 公司涤纶长丝产能（万吨） 7
图表 6 2025 年公司涤纶长丝未完全投产和在建产能情况 8
图表 7 公司营收及同比增速 8
图表 8 2025 年公司营收构成 8
图表 9 公司涤纶长丝销量 8
图表 10 公司涤纶长丝售价（元/吨） 8
图表 11 PX-PTA-涤丝价格走势（元/吨） 9
图表 12 桐昆股份和新凤鸣销售毛利率 9
图表 13 公司涤纶长丝单吨毛利润（元/吨） 9
图表 14 PTA 行业加工费和生产毛利走势 10
图表 15 涤纶长丝行业毛利润走势 10
图表 16 原料 PX 和油价走势高度相关 10
图表 17 PX-石脑油价差走高 10
图表 18 2025 年公司化纤业务生产成本构成 11
图表 19 公司归母净利润与油价相关性较高 11
图表 20 浙石化股权结构 11
图表 21 浙石化净利润规模 11
图表 22 公司投资收益（亿元） 12
图表 23 公司归母净利润及同比增速 12
图表 24 公司资本开支情况 12
图表 25 公司期末现金及现金等价物余额 12
图表 26 涤纶化纤产业链各化工品价格（元/吨） 13
图表 27 涤纶化纤产业链利润向涤丝环节倾斜（元/吨） 13
图表 28 聚酯化纤链产品月度价格走势（元/吨） 13
图表 29 聚酯化纤链产品月度毛利走势（元/吨） 13
图表 30 纺织业 PPI 回正 14
图表 31 服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增速 14
图表 32 中国纺织制品出口金额累计同比 14
图表 33 中国涤纶长丝表需及出口量情况 14
图表 34 聚酯化纤链年消费量增速 15
图表 35 聚酯化纤链 2020-2025 年需求年复合增速 15
图表 36 2025 年各企业 PTA 供给占比 15

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 37 2025 年各企业涤纶长丝供给占比 15
图表 38 头部企业一体化布局（截至 2025 年底产能情况） 15
图表 39 涤纶化纤产业链反内卷行动 16
图表 40 PTA、涤纶长丝联合减产情况 16
图表 41 PX-PTA-涤纶长丝月度产量走势 17
图表 42 PX、PTA 月度库存走势 17
图表 43 涤纶长丝厂内库存和纺织企业库存及订单天数情况 17
图表 44 2026-2030E PTA 新增产能（万吨） 18
图表 45 2026-2030E 涤纶长丝新增产能（万吨） 18
图表 46 2026-2030E PX-PTA-涤丝供给增速显著放缓 18
图表 47 PX 供需结构预测 18
图表 48 公司分业务营收和成本预测 19
图表 49 可比公司估值 20

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、 公司介绍：涤纶长丝龙头，量增价涨驱动业绩高增

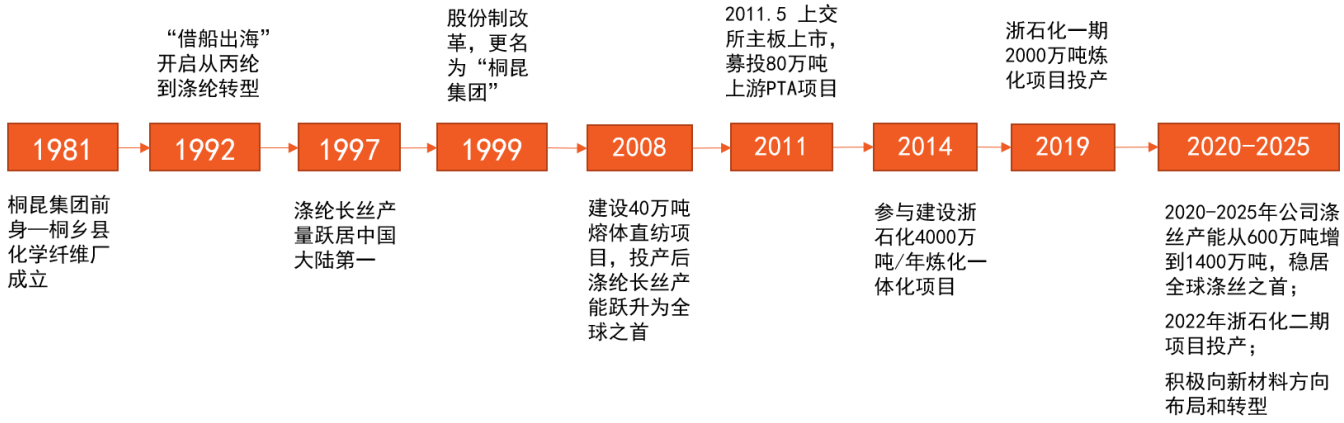
1.1 公司概况：全球涤纶长丝龙头，“PX-PTA-涤丝”全产业链布局

主营业务转型，初步打造涤丝龙头：公司前身成立于 1981 年，1992 年业务转向涤纶，1997 年涤丝产能跃居中国大陆第一，2008 年建设 40 万吨熔体直纺涤纶，投产后涤丝产能跃升为全球之首；

自建+参股模式打通上下游产品线，完善涤丝产业链布局：2011 年，公司于上交所主板上市，同时募投 80 万吨上游 PTA 项目；2014 年集团参与建设浙石化 4000 万吨炼化一体化项目（2017 年桐昆股份收购母公司桐昆控股持有的浙石化 20%股权），2019 年该项目一期投产，公司逐步打通上游，完善“PX-PTA-涤丝”的全产业链布局；

产能规模持续扩大，巩固龙头地位：2022 年参股公司浙石化二期项目全面投产，浙石化最终形成 4000 万吨炼油、880 万吨 PX、420 万吨乙烯等的产能；2020-2025 年期间，桐昆股份 PTA 产能从 420 万吨增加至 1020 万吨，涤丝产能从 690 万吨增加至 1510 万吨，公司的涤纶长丝产品销量已连续二十多年在国内市场名列第一。

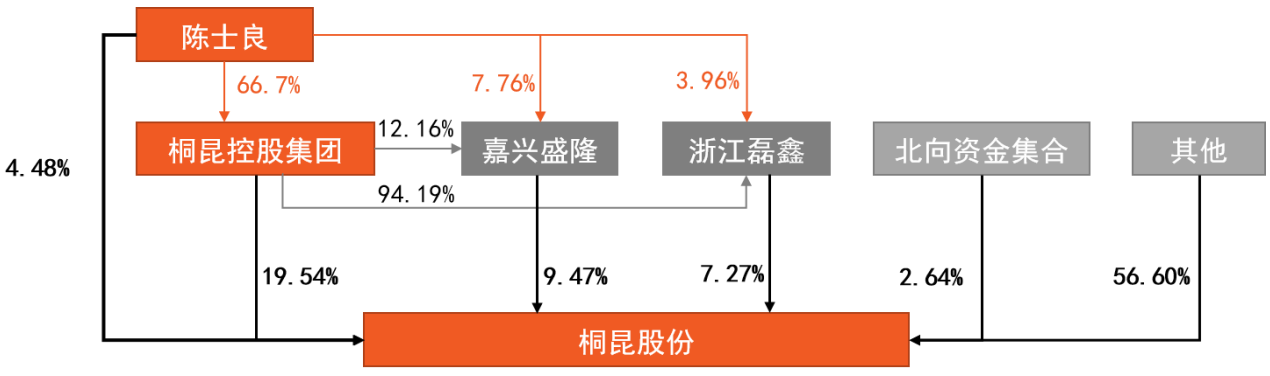
图表1　公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中国化工园区，桐乡发布，平安证券研究所

公司股权结构较为稳定，实际控制人陈士良先生直接持有桐昆股份 4.48%的股权，并持有桐昆控股集团 66.7%的股权，公司现任董事长陈蕾女士为陈士良先生的女儿。

图表2　公司股权结构（截至 2026 年半年报）



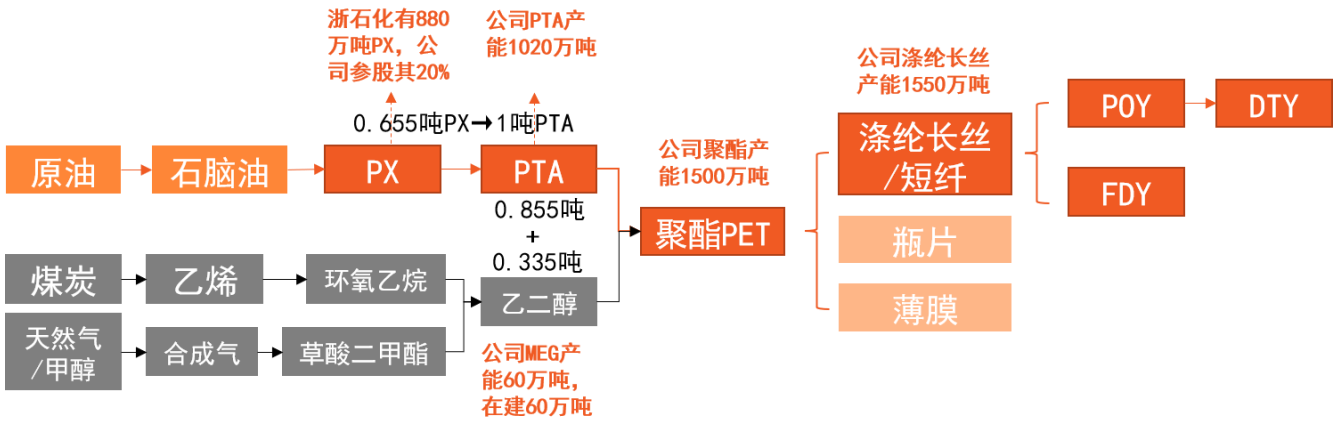
资料来源：iFinD，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 产品结构：聚焦涤纶化纤链，合理把控产能扩张节奏

公司聚焦PX-PTA-聚酯化纤链产品，实现上下游一体化布局，其中上游PX主要通过参股浙石化拥有176万吨的权益产能，PTA产能达1020万吨，聚酯化纤产能1500万吨，主要用于生产涤纶长丝（现有1550万吨产能）。连续多年公司涤纶长丝规模始终处于行业之首，根据中国化纤协会数据，2025年公司的聚酯涤纶长丝（包含POY、FDY以及DTY）产能在国内市场的份额占比超28%，国际市场市占率超18%。

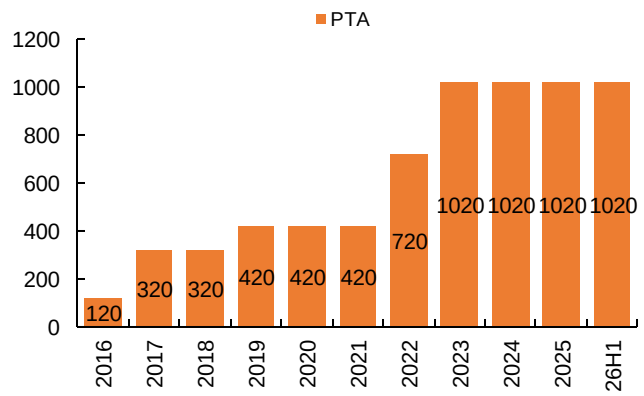
图表3　公司产品制备流程（产能数据截至2026H1）



资料来源：公司公告，中国化工园区，郑商所发布，平安证券研究所

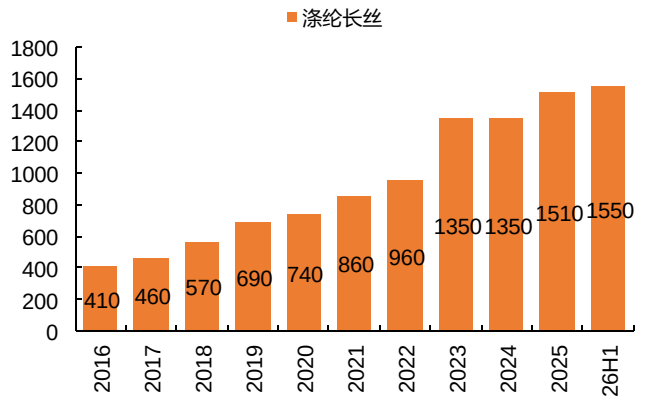
聚酯行业产能已过快速扩张期、新增产能投放将放缓，2026年上游PX仅华锦200万吨装置投产，PTA产能投放暂缓（无增量），剔除长期停车产能，行业产能增速预计为-1.7%。公司自桐昆（洋口港）聚酯一体化500万吨PTA、240万吨聚酯纺丝项目投产后，近年来PTA产能维持在1020万吨；PTA新建项目方面，**子公司广西桐昆钦州绿色化工新材料项目包含300万吨/年PTA、60万吨/年PDH、40万吨/年PP、15万吨/年聚醚多元醇等，**计划投资额约209.74亿元，一期15万吨聚醚多元醇已于2026年1月投产，后续PTA、PDH等装置也有望分批投产。涤纶长丝产能稳步扩张：福建恒海240万吨/年新型智能化功能性纤维及20万吨/年DTY差别化纤维CP1项目已投产，CP2项目已于2026年5月投产，产能逐步提升中，恒优三期30万吨26H1投产（已如期投产），恒涌项目60万吨计划26Q4投产，此外，公司尚有480万吨产能在2025年未完全爬坡，后续根据行业需求情况，产能或进一步释放。

图表4 PTA产能（万吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5　公司涤纶长丝产能（万吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6　2025 年公司涤纶长丝未完全投产和在建产能情况

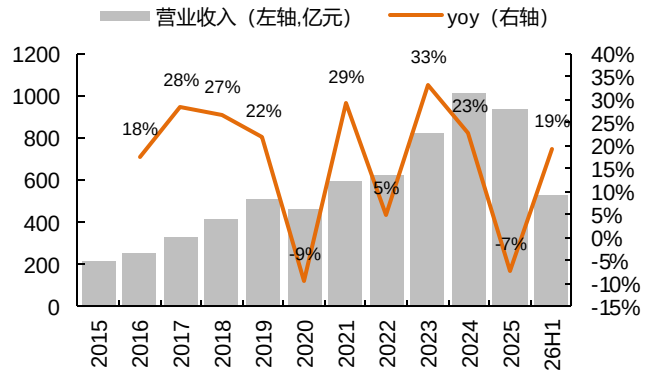
主要厂区或项目	设计产能（万吨）	产能利用率（%）	计划投产时间
恒阳加弹车间	90	36.41	部分投产
宇欣二期	30	6.83	25Q4 投产 30 万吨
安徽佑顺	120	13.12	25Q3 投产 30 万吨，26H1 CP1、CP2 装置均已达产
福建恒海	240	3.61	25Q4 投产 30 万吨，CP2 项目于 2026 年 5 月投产，产能提升中
恒优三期	30	--	26H1 如期投产
恒涌项目	60（CP1）	--	计划 26Q4 投产
合计	570		

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 经营业绩：原料自给缓解成本压力，量增价回暖驱动利润回升

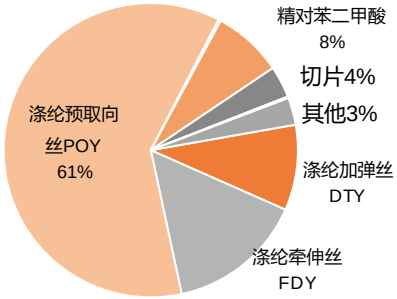
公司收入 85%以上、利润 90%以上来自于涤纶长丝产品（2025 年）。近年来，虽然涤丝售价下滑，但公司产销量持续扩大，营收整体仍呈现较快的增加态势，2016-2025 年公司涤纶丝销量年复合增速达 15.4%，营收年复合增速达 15.5%。

图表7　公司营收及同比增速



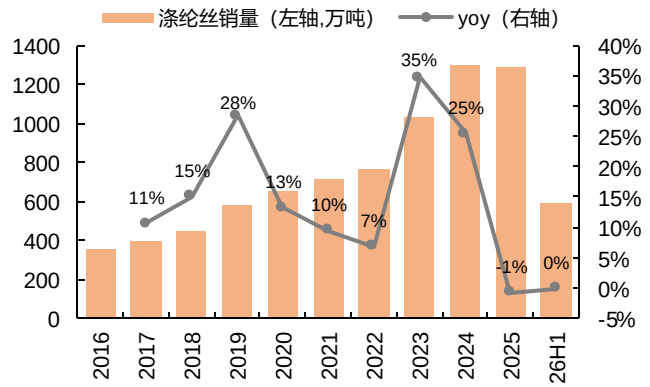
资料来源：iFinD，平安证券研究所

图表8　2025 年公司营收构成



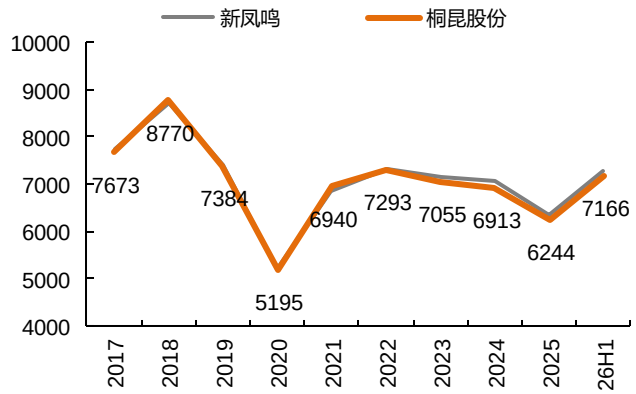
资料来源：iFinD，平安证券研究所

图表9　公司涤纶长丝销量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10　公司涤纶长丝售价（元/吨）



资料来源：新凤鸣公司公告，桐昆股份公司公告，平安证券研究所

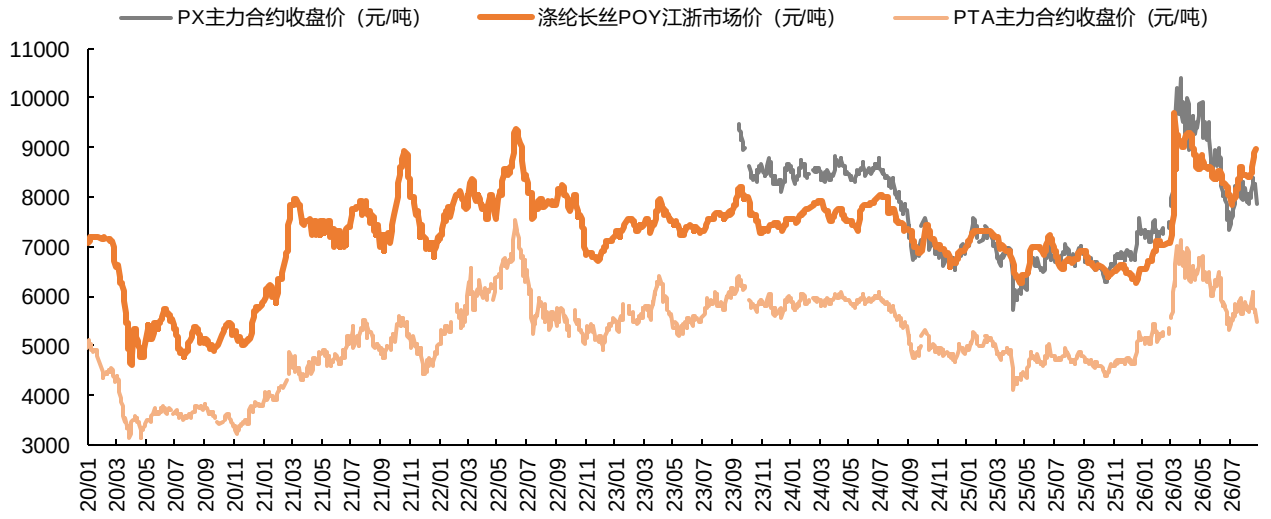
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

2021-2025 年聚酯化纤行业处于快速的产能扩张期，而终端纺服需求增速放缓，导致 PTA 等产品供给过剩，价格处下行周期，行业盈利水平偏低，2023-2025 年新凤鸣和桐昆股份毛利率大约在 5%-6%，但相较于涤纶长丝行业平均利润水平偏高，头部企业规模优势和成本优势凸显。2025 年 PTA 行业已呈现亏损状态，涤纶长丝行业基本处于盈亏平衡附近，而桐昆和新凤鸣尚有一定盈利，在行业下行期间，公司业绩具备韧性，市占率持续提高（2020 年桐昆涤纶长丝的国内市场占有率近 20%，到了 2025 年已超 28%）。

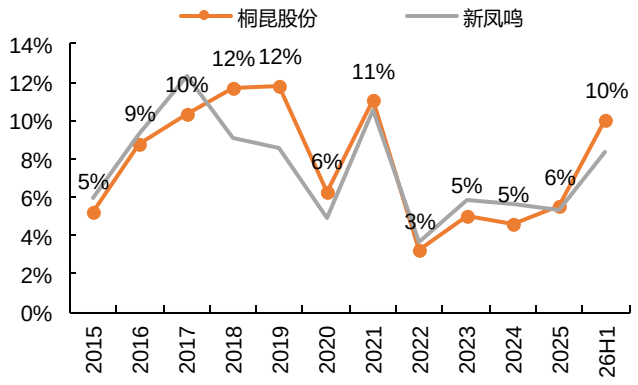
2026 年，PX-PTA-涤丝化纤链价格整体抬升，一方面行业响应反内卷政策，执行联合减产抬价措施，改善了化纤产业供过于求的基本面状态，PTA 和涤纶长丝毛利润回升，行业整体呈现加速扭亏转盈走势；另一方面，美伊冲突导致油价大幅上涨，进而使化工品价格集体抬升，化纤链产品毛利润阶段性走高，桐昆股份的销售毛利率从 2025 年的 5.5%提高至 26H1 的 10.0%，单吨毛利润从 2025 年的 371 元/吨大幅提升至 26H1 的 825 元/吨，26H1 公司归母净利润大幅增加 285.03%。

图表11　PX-PTA-涤丝价格走势（元/吨）



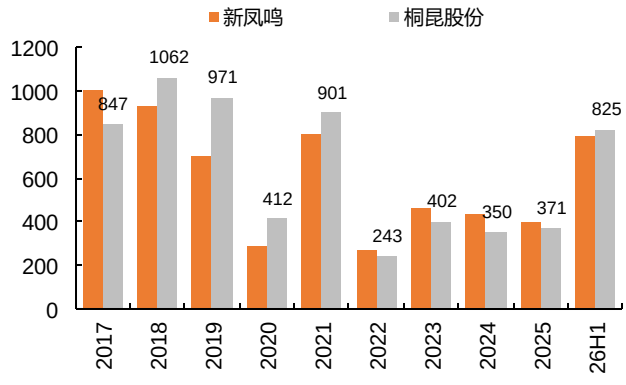
资料来源：钢联数据，平安证券研究所，注：数据截至 2026.8.27

图表12　桐昆股份和新凤鸣销售毛利率



资料来源：iFinD，平安证券研究所

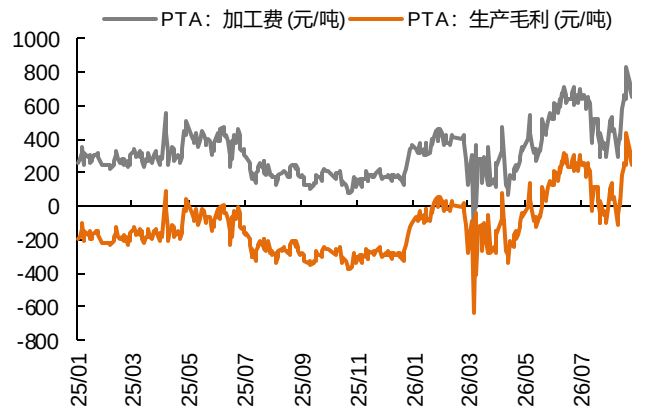
图表13　公司涤纶长丝单吨毛利润（元/吨）



资料来源：iFinD，公司公告，平安证券研究所

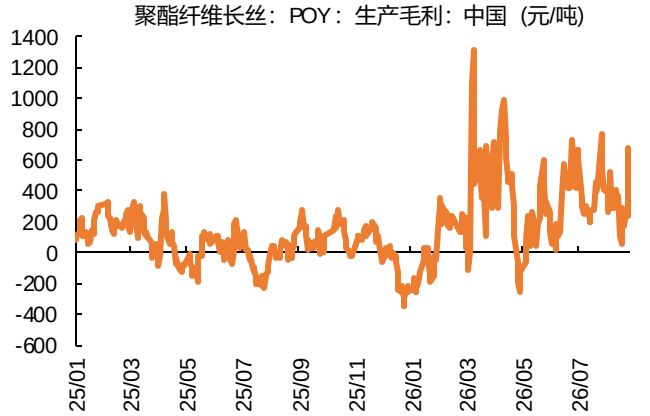
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14　PTA 行业加工费和生产毛利走势



资料来源：钢联数据，平安证券研究所，注：数据截至 2026.8.26

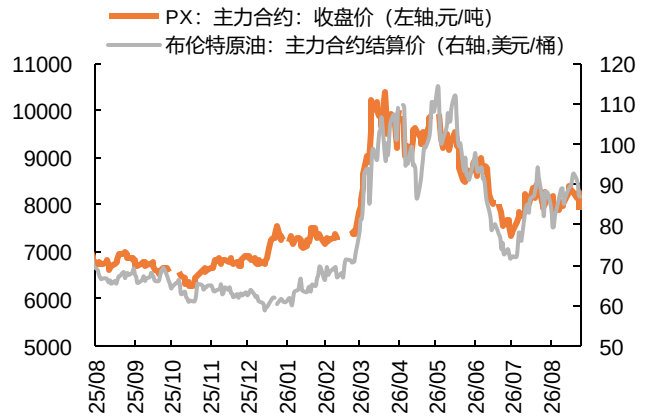
图表15　涤纶长丝行业毛利润走势



资料来源：钢联数据，平安证券研究所，注：数据截至 2026.8.26

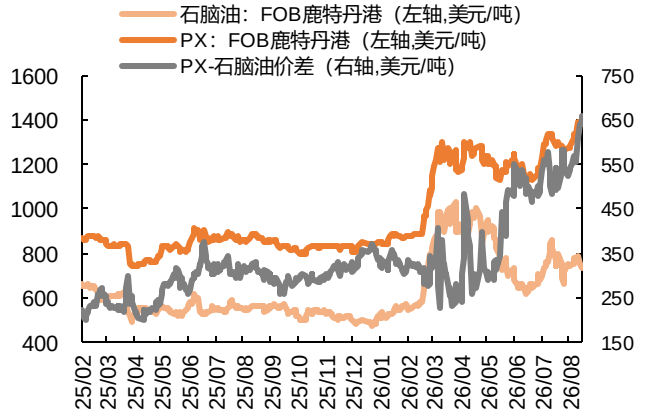
公司涤纶长丝产品的成本主要是原料（PX）采购，占比在 80%以上，因此公司利润对上游原油价格敏感性较高，虽然短期因地缘冲突导致的油价急涨急跌会造成原料库存损益和较大的成本波动，但从中长期来看，原料涨价一般能较充分地向下传导，油价上行周期对公司产品价差走扩、利润增厚有一定正向作用，且公司PTA原料自给率高，PX通过持股浙石化20%股权有投资收益，同时在供给上也有一定保障。

图表16　原料 PX 和油价走势高度相关



资料来源：钢联数据，平安证券研究所，注：数据截至 2026.8.26

图表17　PX-石脑油价差走高

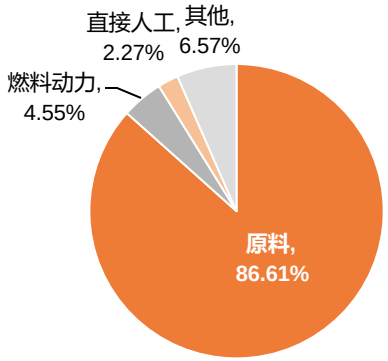


资料来源：钢联数据，平安证券研究所，注：数据截至 2026.8.26

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

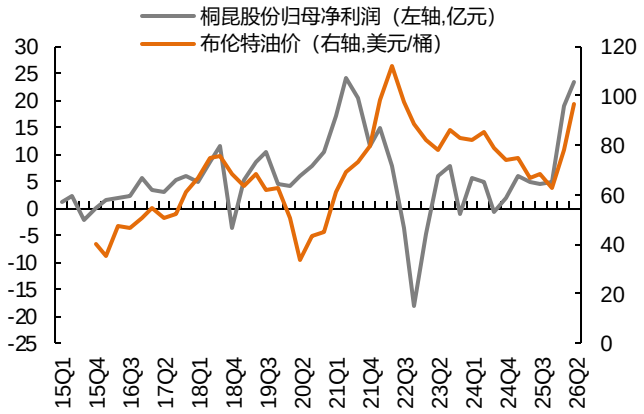
下载日志已记录，仅供内部参考

图表18　2025 年公司化纤业务生产成本构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

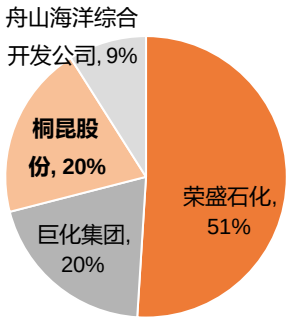
图表19　公司归母净利润与油价相关性较高



资料来源：iFinD，平安证券研究所

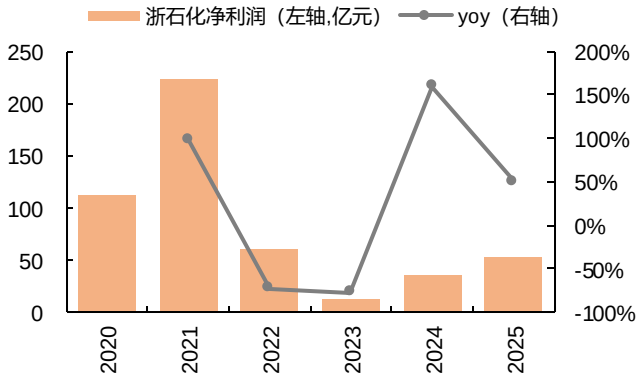
参股浙石化增厚公司投资收益。2017 年公司向集团收购浙石化 20%股权，2019 年底浙石化一期项目建成投产（2000 万吨炼油+400 万吨 PX+140 万吨乙烯），2022 年浙石化二期项目全面投产，**最终形成 1000 万吨/年炼油、880 万吨/年 PX、420 万吨/年乙烯产能**，浙石化项目投产盈利为公司带来了丰厚的投资收益，进而增厚公司归母净利润。

图表20　浙石化股权结构



资料来源：企查查，平安证券研究所

图表21　浙石化净利润规模



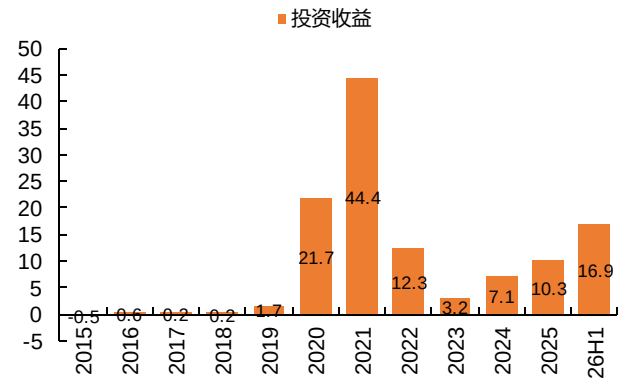
资料来源：荣盛石化公司公告，平安证券研究所

近年来，公司归母净利润逐年回升，资本开支稳中有降。2021 年受益于纺织业内需和出口复苏，涤丝链产品价格和销量回暖，叠加浙石化项目带来的丰厚投资收益，公司归母净利润显著增厚；2022 年受俄乌地缘冲突影响，原料成本波动较大，进而对公司利润造成了较大影响；2023-2025 年，随着公司 PTA 和涤丝产品产能和销量的增加，上下游一体化布局的深入，公司利润重新回升，2022-2025 年归母净利润年复合增速高达 150.1%。2026 年，一方面行业协同减产抬价效果显现，“PX-PTA-涤丝”价格回升带动公司业绩改善；另一方面，地缘冲突导致油价高涨，进而显著拉升化工品价格中枢，公司 PTA 原料自给率较高，缓解了部分高成本压力，因此 2026 年上半年公司利润实现较大幅的增长，据公司公告，2026 年半年度实现归母净利润 42.2 亿元，同比大幅增加 285.03%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

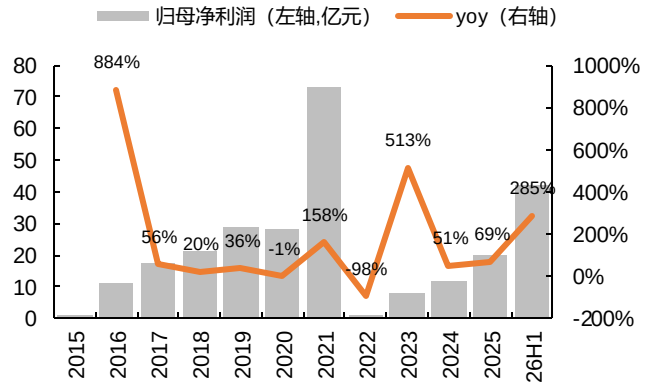
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22 公司投资收益（亿元）



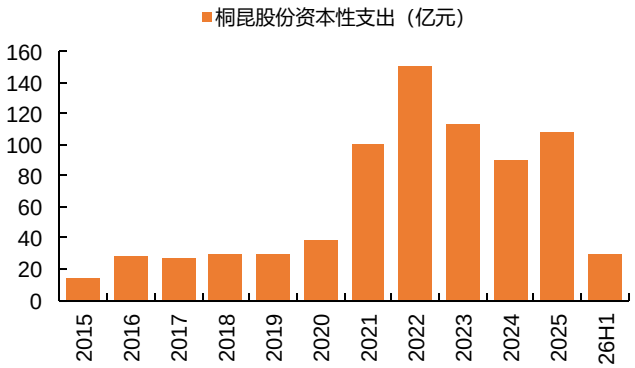
资料来源：iFinD，平安证券研究所

图表23 公司归母净利润及同比增速



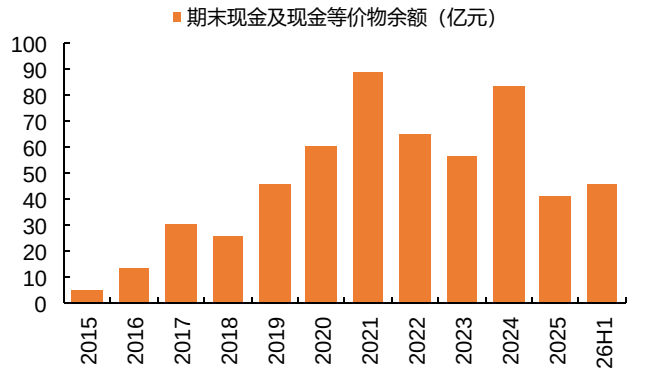
资料来源：iFinD，平安证券研究所

图表24 公司资本开支情况



资料来源：iFinD，平安证券研究所

图表25 公司期末现金及现金等价物余额



资料来源：iFinD，平安证券研究所

二、 行业层面： 终端景气回暖，供给增速放缓

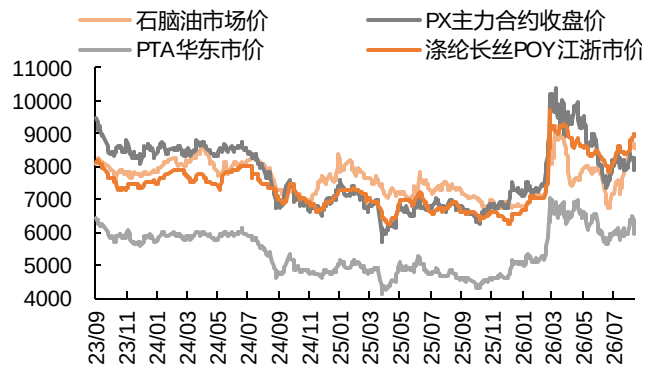
2.1 利润分配结构调整

聚酯化纤链价格和利润中枢显著上移。据钢联数据，2026 年 1-8 月 PX、PTA、涤纶长丝 POY 平均价格分别同比上涨 23%、23%、18%，单吨毛利分别同比上涨 99 元/吨、170 元/吨、220 元/吨。聚酯化纤产业在 2025 年底响应“反内卷”政策，执行联合减产行动，放缓供给增加节奏，出清部分过剩产能，推动产业链价格上移，改善了行业盈利情况；2026 年 2 月底，美伊地缘冲突爆发，刺激油价高涨进而从成本端支撑化工品集体涨价，聚酯化纤链产品价格中枢和利润水平同比明显上移，虽然随着地缘冲突趋缓，6 月 PX、PTA、涤纶等产品价格环比有所回落，但低产量、低库存和回暖的需求对产品价格支撑尚显强劲，仍远高于去年同期水平。

从行业利润分配结构来看，过去几年聚酯行业产能加速扩张，导致产品价格中枢下移，利润被压缩，相较而言，涤纶长丝环节利润相对坚挺，因此产业链利润整体呈现向下游倾斜的趋势，涤纶长丝环节相较于上游 PX、PTA 的利润更高。

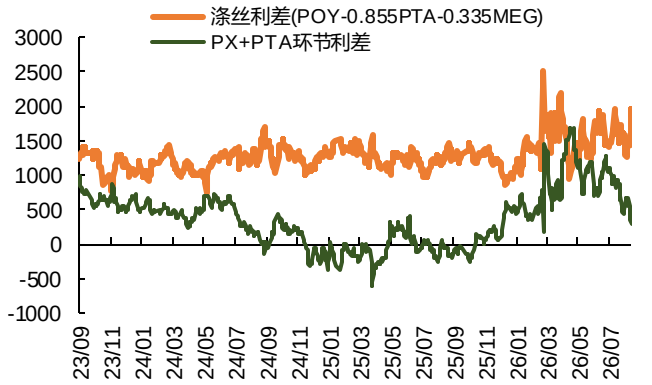
下载日志已记录，仅供内部参考

图表26 涤纶化纤产业链各化工品价格（元/吨）



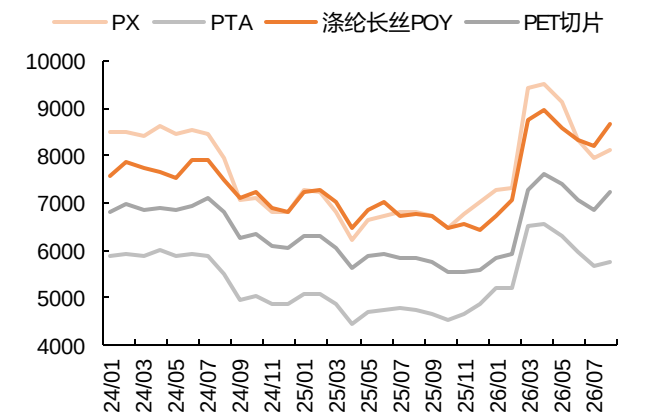
资料来源：钢联数据，平安证券研究所，数据截至 2026.8.28

图表27 涤纶化纤产业链利润向涤丝环节倾斜（元/吨）



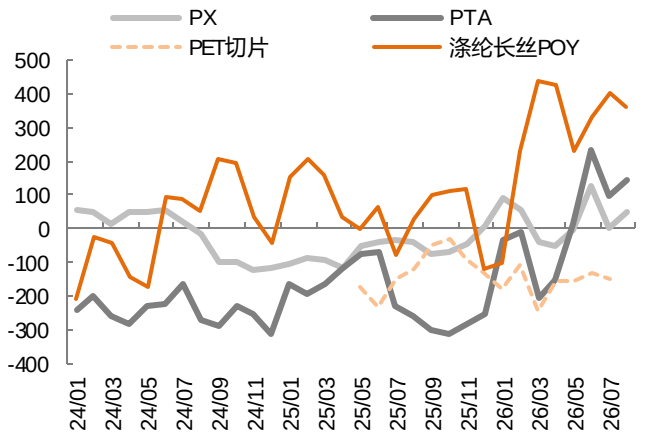
资料来源：钢联数据，平安证券研究所，数据截至 2026.8.28

图表28 聚酯化纤链产品月度价格走势（元/吨）



资料来源：钢联数据，平安证券研究所，数据截至 2026.8

图表29 聚酯化纤链产品月度毛利走势（元/吨）



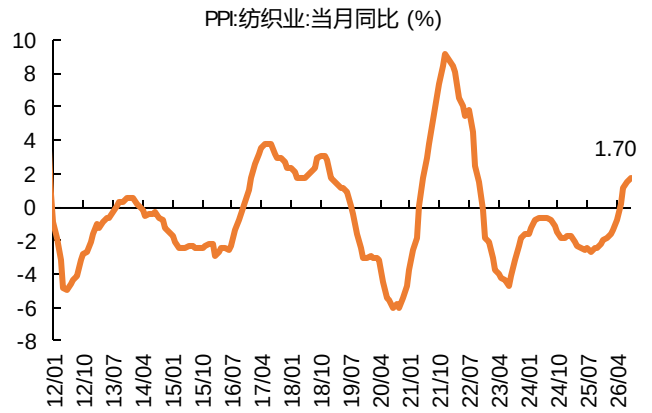
资料来源：钢联数据，平安证券研究所，数据截至 2026.8

2.2 终端需求景气回升

终端纺服行业内需增长向好，出口回暖信号明显。内需复苏：26Q2 我国纺织业 PPI 同比回正，行业景气边际改善，26H1 我国服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 6.7%，显著跑赢 1.3%的社会消费品零售总额同比增速。**出口回暖：**我国纺服贸易出口已出现回暖信号，26H1 我国纺织制品出口金额同比正增 4.4%，其中，6 月出口金额同比增加 11.1%，环比增加 8.5%，涤纶长丝出口量环比增加 8.2%。

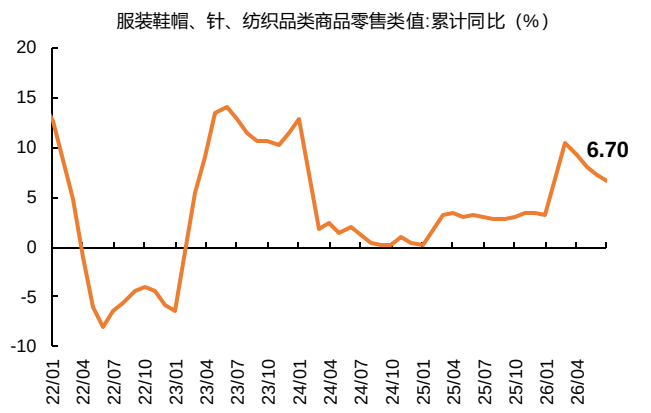
下载日志已记录，仅供内部参考

图表30 纺织业 PPI 回正



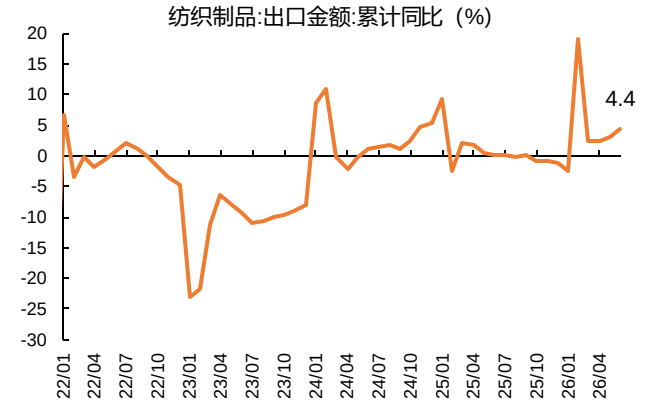
资料来源：iFinD，平安证券研究所，数据截至 2026.7

图表31 服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增速



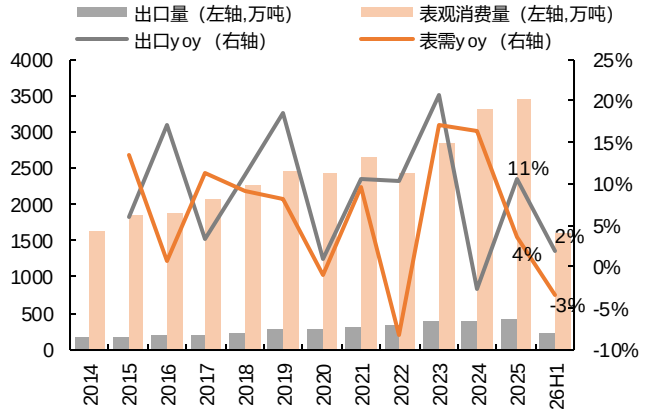
资料来源：iFinD，平安证券研究所，数据截至 2026.6

图表32 中国纺织制品出口金额累计同比



资料来源：iFinD，平安证券研究所，数据截至 2026.6

图表33 中国涤纶长丝表需及出口量情况



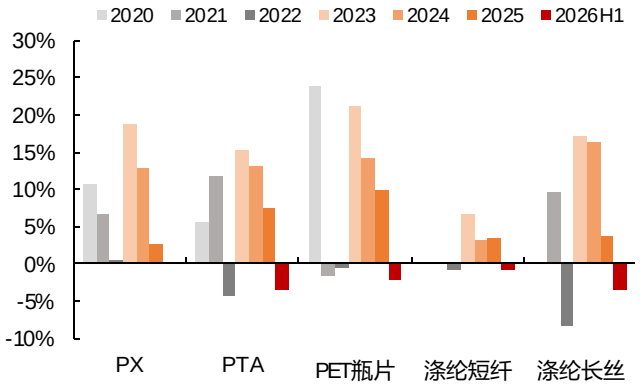
资料来源：钢联数据，平安证券研究所

我国聚酯化纤产业需求韧性较好，近年来消费量保持增长趋势，据钢联数据，2020-2025 年 PX、PTA、PET 瓶片、涤纶长丝消费量年复合增速分别达 8.1%、8.5%、8.3%和 7.3%。目前我国聚酯化纤链已迈入“一体化、规模化、稳增长、调结构”的新阶段，行业向差别化、功能型升级优化，纺织服装业向新兴地区、新兴领域转移，化纤原料需求继续攀升，同时，东南亚和南亚地区纺服产业快速发展也为我国 PTA、PET 聚酯产品出口提供有力支撑。据卓创化工，2025-2030 年我国 PX 总需求量年复合增速预期在 3%-3.5%左右。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

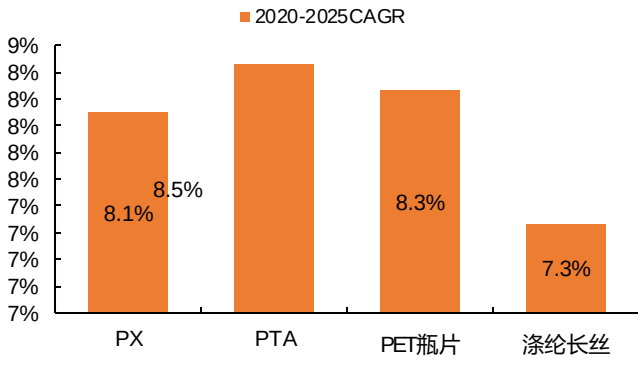
下载日志已记录，仅供内部参考

图表34　聚酯化纤链年消费量增速



资料来源：钢联数据，平安证券研究所

图表35　聚酯化纤链 2020-2025 年需求年复合增速

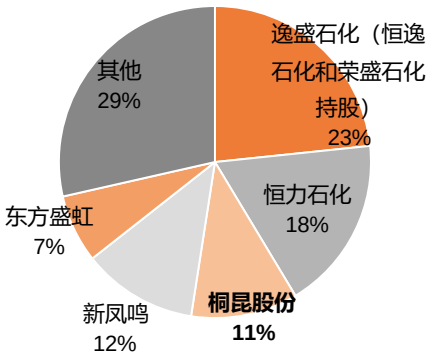


资料来源：钢联数据，平安证券研究所

2.3 供给集中化一体化

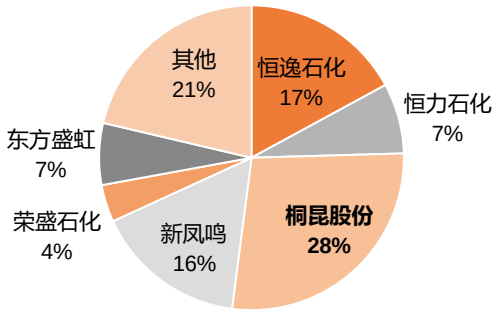
聚酯化纤产业供给呈现集中化、一体化趋势。头部企业通过规模化、低成本优势，度过了行业弱盈利的低谷期，而小型企业因亏损陆续退出，行业集中度持续提升，龙头调节供给和品牌议价能力增强。2025 年 PTA CR5 超 70%，涤纶长丝 CR6（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹）近 80%（根据头豹数据，2013 年 CR6 为 37%，2020 年 CR6 为 56%），行业呈现寡头竞争格局。同时，龙头企业推进“炼化—PX—PTA—聚酯—长丝”一体化布局，增强原料供给稳定性的同时，可抵御部分原料价格大幅波动带来的成本压力。

图表36　2025 年各企业 PTA 供给占比



资料来源：各公司公告，兴园化工园区研究院，平安证券研究所

图表37　2025 年各企业涤纶长丝供给占比



资料来源：各公司公告，兴园化工园区研究院，平安证券研究所

图表38　头部企业一体化布局（截至 2025 年底产能情况）

企业名称	PX 产能（万吨）	PTA 产能（万吨）	聚酯涤纶产能（万吨）
荣盛石化	1040	2150	217
恒逸石化	265（含 BZ）	2150	938（含聚酯切片等）
恒力石化	520	1660	410（含民用丝）

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

新凤鸣		1100	885（不含短纤）
桐昆股份	176（权益产能,参股浙石化 20%）	1020	1510（不含短纤）
东方盛虹	280	650	360

资料来源：各公司公告，兴园化工园区研究院等，平安证券研究所

2.4 产业供需格局改善

供给端，2025 年下半年涤纶化纤行业响应国家“反内卷”政策，龙头企业自发进行联合减产，2026 年 PTA、涤纶长丝等产品的协同减产行动仍在继续（程度在 20%-30%左右）。聚酯化纤行业处于集中度持续提高的寡头竞争格局，各家头部企业要改善过去几年偏弱的盈利水平的诉求一致，因此本轮联合减产的协同性较好，行业通过本轮有效的协同减产，基本面出现好转、库存有所去化，PX、PTA 等产品价格回暖、利润亏损幅度收窄。

2026 年 2 月底，美伊冲突爆发后，原料价格高涨，企业通过降负减产缓解成本压力，产品库存又经历了一轮去化，当前 PTA 库存已处历史低位；8 月后，部分秋冬季样单下达，纺织行业逐渐进入需求旺季，涤纶长丝去库步伐也将加快。

图表39　涤纶化纤产业链反内卷行动

品种	主要方案或行动
PTA	2025 年 10 月 29 日，工信部原材料工业司联合石化联合会、化纤协会及 PTA 头部企业召开产业发展座谈会，会议明确要求企业提交产能、产量、效益等核心数据，以及有关防范行业反内卷的措施建议。龙头企业通过主动停车检修、控制负荷等方式落实反内卷要求，行业供给端出现积极变化。
涤纶长丝	随着行业陷入全面亏损，企业于 7 月响应“反内卷”政策继续减产，8 月进一步扩大至 FDY 减产 20%，并启动 POY 产品 5%的首轮减产；至 9 月 24 日，三大厂再次协同减产 8%-10%，持续通过“限产保价”策略平衡市场供需，稳定产品价格，推动产业生态健康化。

资料来源：2026-01-21【平安证券】大宗商品框架系列（三）：解构石化化工链-传统产业中的新机遇，平安证券研究所

图表40　PTA、涤纶长丝联合减产情况

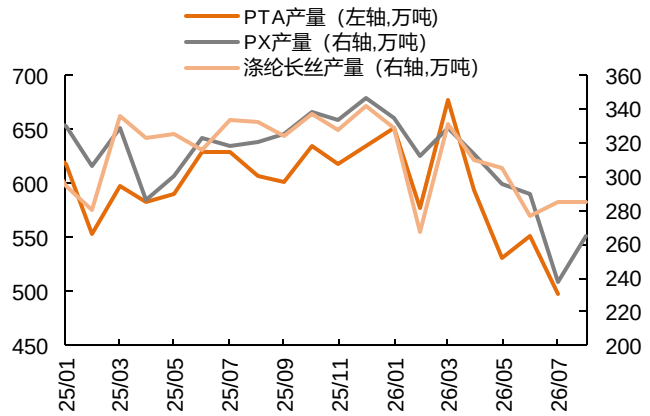
	联合减产量（含检修，万吨）	减产情况	2026 年计划新增产能（万吨）
PTA	1800	20%	0
涤纶长丝	--	26Q2 主流厂商减产幅度从 20%提高至 30%，减产周期延至二季度末	392

资料来源：金联创，轻纺原料网，中国绸都网，钢联数据，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

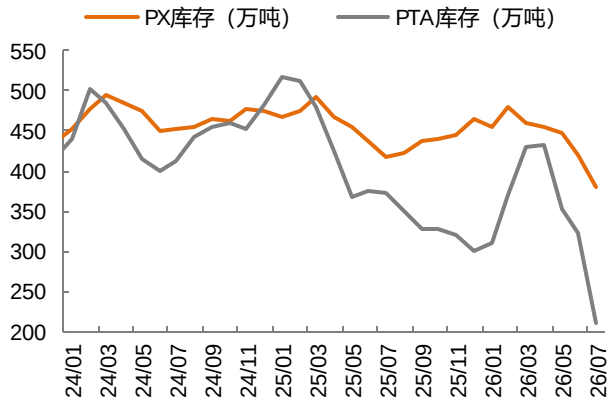
下载日志已记录，仅供内部参考

图表41　PX-PTA-涤纶长丝月度产量走势



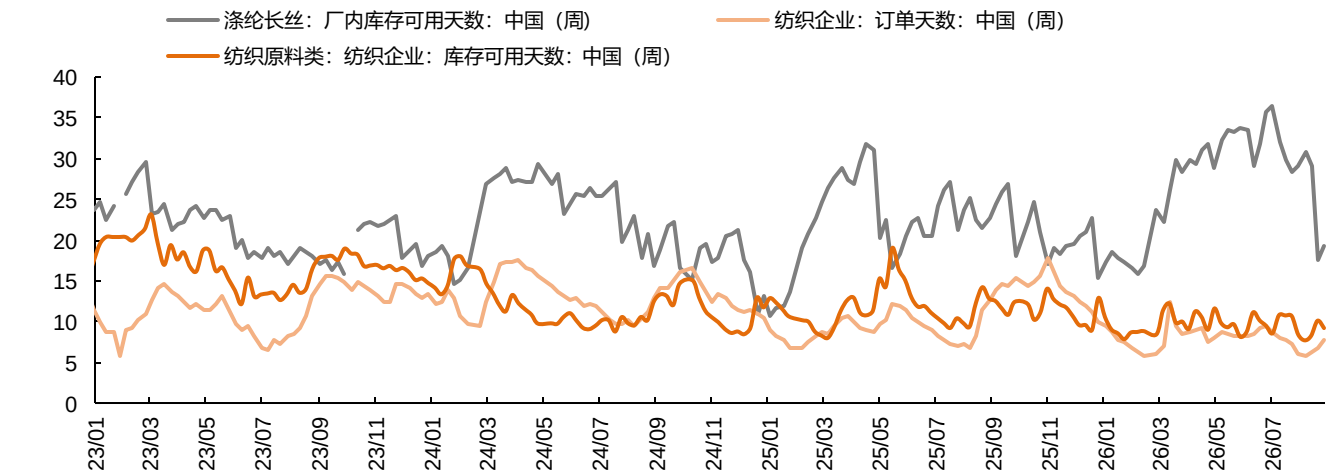
资料来源：钢联数据，平安证券研究所，数据截至 2026.8

图表42　PX、PTA 月度库存走势



资料来源：钢联数据，平安证券研究所，数据截至 2026.7

图表43　涤纶长丝厂内库存和纺织企业库存及订单天数情况



资料来源：钢联数据，平安证券研究所，数据截至 2026.8.28

“十四五”期间我国聚酯化纤产业经历大幅扩能的周期，需求增速不及供应增速，行业基本面偏过剩。“十五五”期间我国聚酯化纤产品扩能周期进入尾声，增产步伐放缓，而需求有望保持稳步增长，供需结构趋于平衡，基本面有望改善。

供给端—扩能增速放缓，落后装置淘汰，PX、PTA 和涤纶长丝未来供给增量有限。

PX：中国 PX 行业告别高速扩张，迈入“稳增长、调结构”新阶段。据钢联数据，2023-2025 三年无新增产能，现有有效产能 4373 万吨，2026 年预计新增 200 万吨（北方华锦）、计划在 26Q4 投产，2026-2030 年 PX 行业维持稳步扩能节奏，卓创化工**预计产量五年复合增速约 5.2%，**较“十四五”期间 13.5%的增速明显下滑。同时，根据卓创化工预计，“十五五”期间约 100 万吨老旧产能面临淘汰。

PTA：2025 年产能 9472.5 万吨（据钢联数据），2026 年无新增产能，进入“扩产真空期”，据金联创统计，**2027-2030 年计划新增 900 万吨，产能 CAGR$_{2025\text{-}2030E}$ 预计约 1.8%，**较 2020-2025 年 10.7%的增速显著放缓，整体产能趋于饱和；同时老旧产能将加速退出，头部企业凭借一体化、低成本优势占据主导，行业集中度有望进一步提升，据卓创化工，2026-2030 年可能有 6 套共计 960 万吨落后产能面临淘汰的风险，因此未来 PTA 实际供给净增量有限。

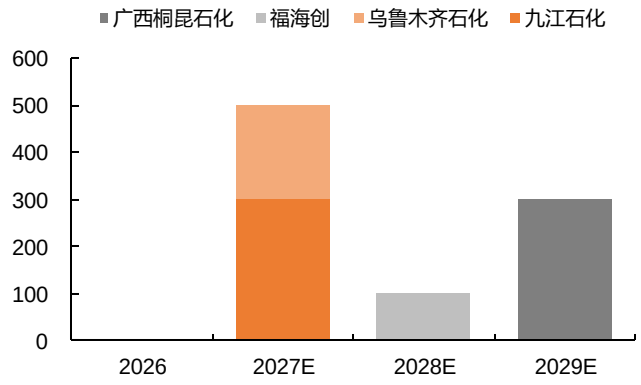
涤纶长丝：2020-2025 年产能年复合增速约 5.1%（据钢联数据），2026-2030 年将呈现“先增后稳”的产能格局，据金联

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

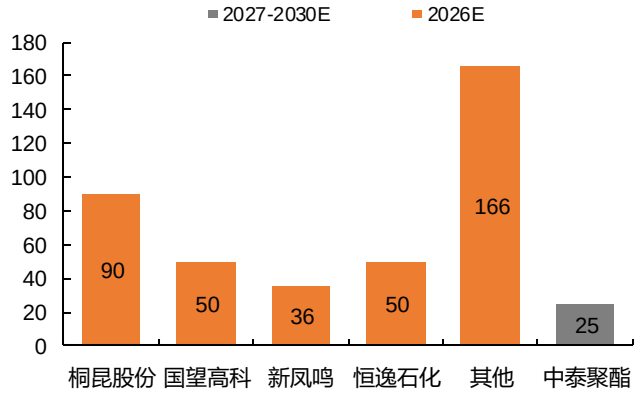
创化工，2026 年我国预计净增涤纶长丝产能 392 万吨（桐昆 90 万吨+国望高科 50 万吨+新凤鸣 36 万吨+恒逸石化 50 万吨+其他 166 万吨），同比增加约 8.5%，2027-2030 年产能扩张步伐将显著放缓，预计产能仅增加 25 万吨、年复合增速大幅回落至 0.5%左右，产业从规模扩张向精细化运营转变。

图表44　2026-2030E PTA 新增产能（万吨）



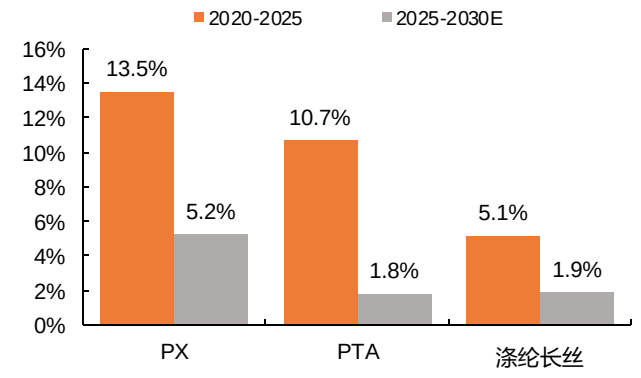
资料来源：金联创订阅号，平安证券研究所

图表45　2026-2030E 涤纶长丝新增产能（万吨）



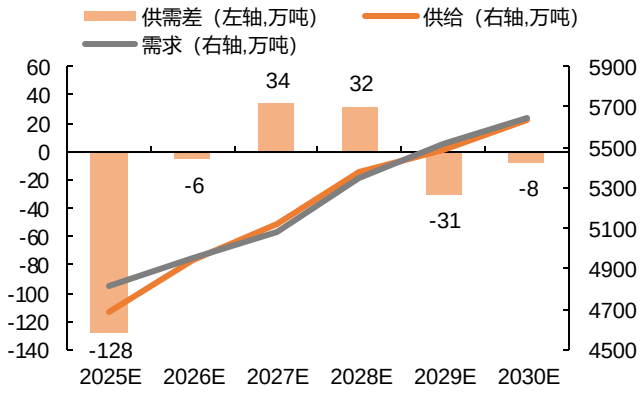
资料来源：金联创化工，平安证券研究所

图表46　2026-2030E PX-PTA-涤丝供给增速显著放缓



资料来源：钢联数据，卓创化工，金联创订阅号，金联创化工，平安证券研究所

图表47　PX 供需结构预测



资料来源：卓创化工，平安证券研究所

三、 盈利预测及投资建议

涤纶长丝：一方面，量增继续保持，截至2025年底尚有570万吨涤纶长丝产能开工未打满，后市随着行业需求进一步回升，项目产能或进一步爬坡，进而使得产销量增加，我们预期2026-2028年涤纶长丝销量有望达到1307万吨、1428万吨、1547万吨；另一方面，价涨趋势向好，经过反内卷联合减产推动的供给出清、价格上涨，以及地缘冲突刺激油价高涨进而从成本端支撑的化工品集体涨价，聚酯化纤链产品价格中枢和利润水平同比明显上移，叠加产业链扩能速度放缓和终端纺服需求回暖对涤纶产品价格有一定支撑，基本面向好预期下，涤丝价格和利润有望维持偏高位，结合2026年前8个月的市场价格数据和同比增速情况，我们预期2026-2028年公司涤纶长丝售价分别为7339元/吨、7148元/吨、7043元/吨，有望实现营收958.99亿元、1020.97亿元、1089.19亿元，毛利率9.8%、9.8%、9.9%。

PTA：营收端——2026年地缘冲突使得聚酯链产品价格涨幅较为显著，结合2026年1-8月PTA市场价格涨幅，我们预计2026年PTA营收有望同比增长38.5%，2027-2028年PTA 价格趋于平稳后，营收增速或回至1.4%和15.0%。此外，广西桐

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

昆钦州绿色化工新材料项目300万吨PTA有望在未来投产放量，进而带来公司PTA销量增加。毛利端——过去几年PTA供给过剩导致其处于盈亏平衡点之下，2026年无新增产能，库存低点，叠加因地缘冲突导致价格高涨，PTA毛利有所改善，且未来2-3年PTA新增产能有限，基本面趋好预期下，未来PTA价格或保持坚挺、毛利率有望转正并维持在3%以上的水平，因此我们预期2026-2028年公司PTA毛利率有望在3.9%、3.8%、3.5%。

乙二醇：营收端——2026年乙二醇价格受地缘冲突影响大幅上涨，我们预期2026年该业务收入同比增速有望达34.7%，2027-2028年在量增和煤气头改造推进下，营收有望保持30%左右增速（新疆中昆新材料2×60万吨/年天然气制乙二醇项目二期有望投产，同时公司正推进煤气头项目建设）。毛利端，2026年受地缘冲突影响化工价格上涨，乙二醇毛利率或有提高，2027-2028年随着地缘风险平息，毛利率或回到2025年左右水平，预期2026-2028年毛利率在9.5%、7.0%、7.0%。

其他：PET切片产销量较少，对公司利润业绩影响有限，随着公司聚酯产品产能提升，PET切片销量或小幅增加，进而增加PET切片等其他业务收入。此外，公司近年来加大了对绿色新材料的布局，纺织助剂、生物基纤维、石墨烯功能纤维、抗菌纤维等新材料业务规模持续扩大，因此其他业务收入也呈现增加态势，且该业务毛利率相对较高。综上，我们预期2026-2028年公司其他产品（含PET切片）收入同比增速有望达16.4%、0.9%、2.6%，毛利率有望呈现上升趋势，预期2026-2028年分别为9.2%、11.6%、12.9%。

图表48　公司分业务营收和成本预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	938.91	1131.95	1196.77	1282.93
YOY	-7.3%	20.6%	5.7%	7.2%
营业成本（亿元）	887.15	1027.23	1083.98	1161.44
销售毛利率	5.5%	9.3%	9.4%	9.5%
涤纶长丝				
营业收入（亿元）	804.27	958.99	1020.97	1089.19
YOY	-10.4%	19.2%	6.5%	6.7%
销量（万吨）	1288	1307	1428	1547
POY	946	969	1059	1146
FDY	221	216	236	256
DTY	118	117	128	139
复合丝	3	4	5	6
销售单价（元/吨）	6244	7339	7148	7043
POY	6052	7182	7000	6900
FDY	6371	7305	7100	7000
DTY	7492	8583	8350	8200
复合丝	9085	10783	10000	9500
营业成本（亿元）	756.46	864.89	920.47	981.50
毛利率	5.9%	9.8%	9.8%	9.9%
PTA				
营业收入（亿元）	72.18	99.93	101.34	116.54
YOY	14.5%	38.5%	1.4%	15.0%
营业成本（亿元）	72.60	96.02	97.54	112.48
毛利率	-0.6%	3.9%	3.8%	3.5%
乙二醇				
营业收入（亿元）	1.67	2.26	3.05	3.96

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

YOY	127.0%	34.7%	35.0%	30.0%
营业成本（亿元）	1.56	2.04	2.83	3.68
毛利率	6.9%	9.5%	7.0%	7.0%
其他：				
营业收入（亿元）	60.78	70.76	71.41	73.24
YOY	16.6%	16.4%	0.9%	2.6%
营业成本（亿元）	56.53	64.27	63.14	63.77
毛利率	7.0%	9.2%	11.6%	12.9%

资料来源：ifind，公司公告，钢联数据，平安证券研究所预测

盈利预测：公司连续多年保持涤纶长丝龙头地位，同时一体化布局上游PTA材料，具备一定规模优势和成本优势，结合公司在建的PTA和涤纶长丝项目规划，未来仍有望维持小幅量增；2026年在行业联合减产改善供给格局，以及地缘冲突推动产业链涨价的行情下，聚酯化纤链价格中枢上移，行业盈利情况改善。此外，公司持有浙石化20%股权，油价上涨带动汽柴等成品油、PX、烯烃等价格价差有所提升，浙石化项目盈利给公司带来丰厚的收益，26H1公司对联营和合营企业的投资收益约16.76亿元（同比大幅提升12.52亿元左右）。

综上所述，我们预测2026-2028年公司有望实现营收1131.95亿元、1196.77亿元、1282.93亿元，归母净利润分别为80.13亿元、86.79亿元、93.07亿元，对应2026年9月9日收盘价PE分别为7.4倍、6.8倍、6.4倍。

投资建议：国内布局聚酯化纤链相关产品的上市企业主要有新凤鸣、荣盛石化、恒力石化、恒逸石化、东方盛虹。上述公司2026-2028年预估的PE平均倍数为13.3倍、12.0倍、10.3倍（根据iFinD提供的归母净利润一致预期测算得到），桐昆股份作为涤纶长丝龙头，PE较可比公司均值相对低，估值具有一定上升空间。量增和价涨双轮驱动，规模优势和成本优势凸显，业绩表现亮眼，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表49　可比公司估值

			EPS（摊薄，元）				PE（倍）			
股票代码	公司名称	股价（元）（2026.9.9）	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
603225.SH	新凤鸣	18.70	0.61	1.62	1.98	2.29	30.8	11.6	9.4	8.2
002493.SZ	荣盛石化	15.14	0.08	0.87	0.99	1.13	178.3	17.4	15.2	13.4
600346.SH	恒力石化	19.10	1.01	1.79	2.02	2.27	19.0	10.7	9.5	8.4
000703.SZ	恒逸石化	18.65	0.06	2.10	1.97	2.28	296.8	8.9	9.5	8.2
000301.SZ	东方盛虹	14.16	0.02	0.79	0.85	1.06	699.9	17.9	16.6	13.3
	可比公司均值						**245.0**	**13.3**	**12.0**	**10.3**
601233.SH	桐昆股份	24.97	0.85	3.37	3.65	3.91	29.2	7.4	6.8	6.4

资料来源：ifind，平安证券研究所预测，注：除桐昆股份来自我们的预测外，其余公司2026-2028年归母净利润预测数据来自ifind一致预期

四、 风险提示

1、地缘局势的不确定性：美伊尚处博弈阶段，地缘局势的动荡会造成油煤气能源价格剧烈波动，从而影响公司原料成本的稳定性，短期内原料价格快速上涨可能造成下游化工品利润承压。

2、供应过剩的风险：若头部各家企业提高 PTA、涤纶等产品产能利用率，并加大产能建设，联合减产协同性破坏，则可能导致聚酯化纤链各产品出现供应过剩、价格和利润再度下行承压的风险。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、需求疲软的风险：若终端纺服需求转弱，出口受地缘冲突影响下滑，则可能导致涤纶需求疲软，进而影响产品价格。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	30091	34060	35964	38520
现金	15141	16979	17951	19244
应收票据及应收账款	1392	1678	1774	1902
其他应收款	45	112	118	127
预付账款	988	1418	1499	1607
存货	10822	11897	12555	13452
其他流动资产	1704	1976	2067	2189
非流动资产	83432	85057	90210	97095
长期投资	20239	23239	26239	29239
固定资产	48887	49585	53790	59720
无形资产	6739	5616	4493	3369
其他非流动资产	7566	6617	5688	4766
资产总计	113523	119117	126175	135614
流动负债	55372	57819	60236	64229
短期借款	33135	31617	32579	34593
应付票据及应付账款	8611	11126	11741	12580
其他流动负债	13626	15076	15916	17056
非流动负债	19290	15475	12574	9933
长期借款		13427	10525	7885
其他非流动负债	2048	2048	2048	2048
负债合计	74663	73294	72810	74162
少数股东权益	535	611	692	780
股本	2405	2379	2379	2379
资本公积	13557	13557	13557	13557
留存收益	22363	29276	36737	44737
归属母公司股东权益	38325	45212	52673	60673
负债和股东权益	113523	119117	126175	135614

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6423	18373	20063	24032
净利润	2052	8088	8761	9395
折旧摊销	5280	10354	12847	16116
财务费用	971	1011	868	740
投资损失	-1026	-3006	-3006	-3006
营运资金变动	-425	1834	522	716
其他经营现金流	-429	91	71	71
投资活动现金流	-11171	-9065	-15065	-20065
资本支出	10328	9000	15000	20000
长期投资	-89	0	0	0
其他投资现金流	-21411	-18065	-30065	-40065
筹资活动现金流	578	-7470	-4026	-2674
短期借款	7274	-1518	962	2014
长期借款	72	-3815	-2901	-2641
其他筹资现金流	-6767	-2136	-2087	-2047
现金净增加额	-4183	1838	972	1293

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表 单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	93891	113195	119677	128293
营业成本	88715	102723	108398	116144
营业税金及附加	317	385	407	436
营业费用	148	170	180	192
管理费用	1457	1755	1855	1989
研发费用	1823	2198	2324	2491
财务费用	971	1011	868	740
资产减值损失	-73	-88	-93	-100
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他收益	364	364	364	364
公允价值变动收益	7	2	2	2
投资净收益	1026	3006	3006	3006
资产处置收益	272	0	0	0
营业利润	2056	8236	8923	9571
营业外收入	44	44	44	44
营业外支出	3	15	15	15
利润总额	2097	8265	8952	9600
所得税	45	177	191	205
净利润	2052	8088	8761	9395
少数股东损益	19	75	82	87
归属母公司净利润	2033	8013	8679	9307
EBITDA	8347	19631	22667	26456
EPS(元)	0.85	3.37	3.65	3.91

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入(%)	-7.3	20.6	5.7	7.2
营业利润(%)	128.5	300.7	8.3	7.3
归属于母公司净利润(%)	69.1	294.2	8.3	7.2
获利能力				
毛利率(%)	5.5	9.3	9.4	9.5
净利率(%)	2.2	7.1	7.3	7.3
ROE(%)	5.3	17.7	16.5	15.3
ROIC(%)	3.4	10.3	10.6	10.5
偿债能力				
资产负债率(%)	65.8	61.5	57.7	54.7
净负债比率(%)	90.7	61.2	47.1	37.8
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	67.5	67.5	67.5	67.5
应付账款周转率	13.4	13.4	13.4	13.4
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.85	3.37	3.65	3.91
每股经营现金流(最新摊	2.70	7.72	8.43	10.10
每股净资产(最新摊薄)	16.11	19.00	22.14	25.50
估值比率				
P/E	29.2	7.4	6.8	6.4
P/B	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.9	5.3	4.5	3.9

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回　避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层