仅供内部参考，请勿外传

华峰化学（002064）深度研究

氨纶供需格局向好，行业龙头成本优势显著

2026 年 10 月 08 日

【投资要点】

- **公司是综合实力较强的聚氨酯制品龙头企业。**截至 2026 年上半年，公司氨纶、己二酸和聚氨酯原液产能分别为 47.5、135.5、52 万吨/年，均居全国第一，新规划氨纶产能共计 25 万吨/年，建成后有望进一步增强公司规模优势。在 2026 年上半年公司盈利边际迎来修复，整体毛利率为 21.81%，同比提升 8.05pcts。未来公司将进一步巩固氨纶核心主业规模优势，扩张盈利能力，中长期成长逻辑清晰。

- **氨纶：多方位构建成本护城河，新增产能建成后有望推动公司长期成长。**氨纶行业集中度 CR5 为 79.57%，公司产能市占率约为 32.55%，是目前国内氨纶产能第一企业。受益于公司的氨纶重庆基地以及技术的进步，公司氨纶生产的原材料成本、人工成本和能源成本等多个方面均具备显著的成本优势，这使得公司在周期底部有安全垫；同时公司长期还有约 25 万吨/年新增规划产能，为公司带来了长期成长空间和业绩向上弹性。同时，受益于当前氨纶行业需求持续增长&供给端存在出清产能，供需格局不断优化，推动氨纶价格价差回升。2025 年氨纶板块毛利率为 16.52%，板块营收占营业收入比重 36.3%，是公司占比最大的业务板块，因此氨纶行业供需改善共振下龙头企业盈利空间有望持续拓宽，推动公司业绩增厚。

- **己二酸：公司一体化生产，规模优势显著。**己二酸国内产能集中度高，CR5 约为 80.37%，其中公司合计产能约占 35.12%，目前居行业首位，截至 2026 年公司己二酸产能约 135.5 万吨/年。另外公司的己二酸项目依托大型一体化生产，具备显著的成本优势，产品毛利率对比行业平均盈利水平优势凸显。同时，随着己二酸下游的 PA66 原料己二腈国产化进程推进，PA66 项目的扩建或将进一步提升己二酸的需求量，有望改善己二酸供需格局。

- **聚氨酯原液：公司具备规模优势，产品稳定保持竞争力。**公司聚氨酯原液是当前国内最大的项目，产能约为 52 万吨/年，具备显著的规模优势，同时公司该产品工艺成熟度和研发创新能力强，产品质量具备一定的优势。受行业需求增长缓慢、供给新增有限等因素影响，聚氨酯原液（化工新材料板块主要产品）成为公司稳定贡献营收和利润的板块，2026 年上半年板块的营收和毛利占比分别为 19.48%、21.81%，整体占比相对稳定。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

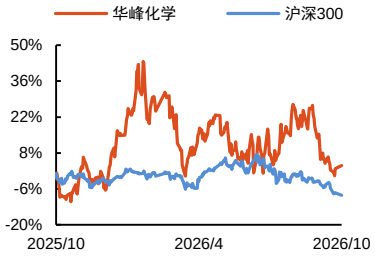
证券分析师：张志扬

证书编号：S1160524100006

证券分析师：梅宇鑫

证书编号：S1160525020002

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	48,484.05
流通市值（百万元）	48,380.95
52 周最高/最低（元）	13.76/8.52
52 周最高/最低（PE）	37.19/23.03
52 周最高/最低（PB）	2.50/1.55
52 周涨幅（%）	14.67
52 周换手率（%）	45.50

注：数据更新日期截止 2026 年 10 月 08 日

相关研究

《26Q2 氨纶或量价提升，当期业绩同环比显著增长》

2026.08.04

《营收环比增长，氨纶新增产能或逐步放量》

2025.10.29



仅供内部参考，请勿外传

【投资建议】

◆ 公司作为国内产能最大、成本较优的行业龙头，充分受益于景气上行带来的业绩弹性，叠加持续扩产巩固规模优势，龙头地位有望进一步强化。预计公司 2026-2028 年实现营业收入 281.50/297.00/301.43 亿元，归母净利润 37.60/40.55/42.89 亿元，以 2026 年 9 月 30 日收盘价计算对应 PE 分别为 12.73/11.81/11.17 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24198.22	28149.87	29699.68	30142.60
增长率(%)	-10.15%	16.33%	5.51%	1.49%
归属母公司净利润（百万元）	1857.55	3760.47	4055.41	4288.74
增长率(%)	-16.32%	102.44%	7.84%	5.75%
EPS(元/股)	0.37	0.76	0.82	0.86
市盈率（P/E）	29.73	12.73	11.81	11.17
市净率（P/B）	2.00	1.58	1.43	1.30

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 注：数据截至 9 月 30 日

【风险提示】

◆ 项目投产不及预期
◆ 下游需求不及预期
◆ 原材料及产品价格波动风险

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1. 氨纶&己二酸双产品龙头，聚氨酯制品领军企业 5
1.1. 国内氨纶&己二酸领军企业，产品规模优势显著 5
1.2. 三大品类全球第一，浙渝双基地持续产能扩张 6
1.3. 公司产销保持增长，产品价格具有一定周期性 6
2. 氨纶：行业供需格局向好，多方位构建成本护城河 9
2.1. 氨纶性能优异，产品牌号具备多样性 9
2.2. 需求端：下游多元场景拓宽应用，需求年化增量显著 10
2.3. 供给端：氨纶行业供需平衡表趋势向好 11
2.4. 公司多方位构建成本护城河，成本优势显著 13
3. 己二酸：规模协同效应领军行业 17
3.1. 己二酸：尼龙和聚氨酯等行业的重要原料 17
3.2. 需求端：下游扩产有望带动国内己二酸需求提升 17
3.3. 供给端：海外产能逐步退出，己二酸供需有望改善 18
3.4. 公司一体化布局和技术创新优势明显 19
4. 聚氨酯原液：规模领跑，稳居前列 22
4.1. 运动鞋市场保持增长，聚氨酯占比有望提升 22
4.2. 公司是聚氨酯原液市场龙头，板块毛利相对稳定 24
5. 盈利预测和估值 26
5.1. 关键假设与盈利预测 26
5.2. 估值与评级 26
6. 风险提示 28

图表目录

图 1：华峰化学的发展历程 5
图 2：华峰化学的股权结构（截至 2026 年上半年） 6
图 3：华峰化学各板块产能（截至 2025 年年末） 6
图 4：华峰化学营收、归母净利润（亿元） 7
图 5：公司氨纶产销量今年来持续增长（万吨） 7
图 6：华峰化学各业务营业收入占比 8
图 7：华峰化学各业务毛利情况（亿元） 8
图 8：氨纶的上下游产业链 9
图 9：公司千禧氨纶相关产品类型 10
图 10：氨纶表观消费量中枢持续上行（万吨） 10
图 11：氨纶进口、出口量（万吨） 10
图 12：氨纶主要制品应用占比 11
图 13：中国体育用品制造与销售总产出（亿元） 11
图 14：氨纶产能（万吨）及产能利用率（%） 12
图 15：2026 年氨纶行业集中度 12
图 16：氨纶行业月度开工率 12
图 17：过去三年行业退出产能（万吨/年） 13
图 18：2026 年氨纶价格价差逐步回升（元/吨） 13
图 19：同行业企业单吨成本对比（元/吨） 14
图 20：同行业企业氨纶毛利率对比 14
图 21：单吨原材料成本变动（元/吨） 14
图 22：公司生产成本占比 14
图 23：各公司氨纶项目生产情况 15
图 24：华峰氨纶对比同业综合能耗（kgce/t） 15
图 25：华峰氨纶吨产品能耗同比变动(%) 15

仅供内部参考，请勿外传

图 26：各地区制造业年人均工资（元）.....16
图 27：己二酸的上下游产业链.....17
图 28：己二酸下游市场分布.....17
图 29：己二酸表观消费量、出口量（万吨）.....17
图 30：PA66 产量逐年增长（万吨）.....18
图 31：各公司尼龙 66 规划项目.....18
图 32：己二酸行业集中度.....19
图 33：己二酸开工率变化（%）.....19
图 34：海外公司近年来关停的己二酸产能.....19
图 35：公司基础化工板块毛利率.....20
图 36：己二酸行业平均毛利率（%）.....20
图 37：己二酸的工艺路线对比.....20
图 38：两种制酸工艺单耗对比.....20
图 39：二元酸不同分离工艺对比.....21
图 40：己二酸及其原料的价格回升、价差震荡.....21
图 41：聚氨酯原液上下游产业链.....22
图 42：我国是全球鞋类产量最大的国家（2024 年数据）.....23
图 43：鞋底原液产能利用率.....23
图 44：截至 2026 年 7 月国内主要鞋底原液工厂装置情况.....23
图 45：2025 年全球鞋类消费前三的国家.....24
图 46：2024 年全球鞋类出口量前三的国家.....24
图 47：全球运动鞋市场规模（亿美元）.....24
图 48：聚氨酯原液在鞋材中占比.....24
图 49：公司化学新材料板块产销量.....25
图 50：公司化工新材料板块盈利情况.....25
图 51：公司聚氨酯原液产品.....25
图 52：公司盈利预测分析.....26
图 53：可比公司估值表.....27

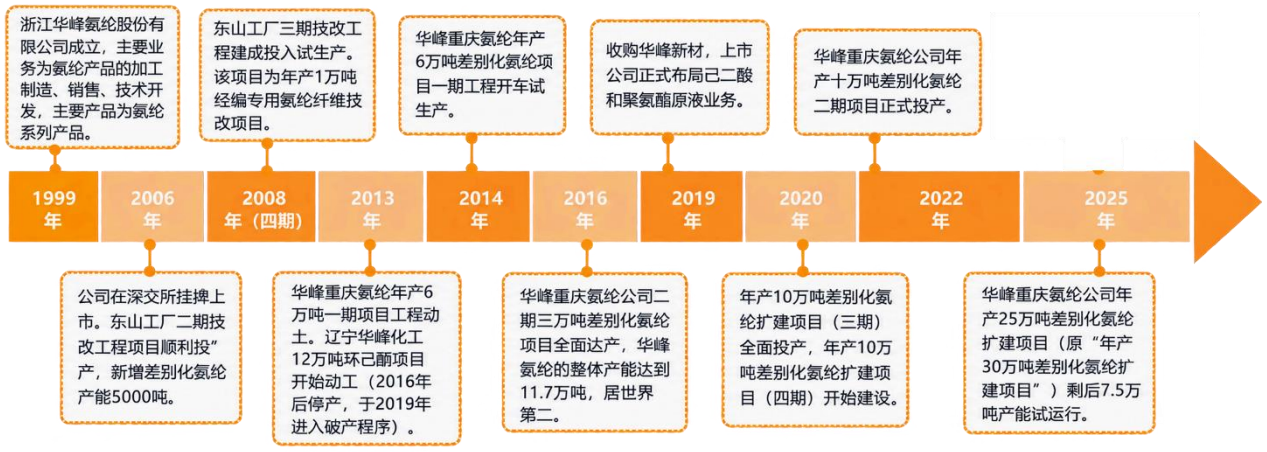
仅供内部参考，请勿外传

1.氨纶&己二酸双产品龙头，聚氨酯制品领军企业

1.1.国内氨纶&己二酸领军企业，产品规模优势显著

华峰化学股份有限公司（简称“华峰化学”）成立于 1999 年 12 月，总部位于浙江省温州市瑞安市，于 2006 年在深交所上市。公司专注于氨纶纤维、聚氨酯原液和精己二酸等产品的研发、生产与销售，并具备完善的国内外营销市场网络。公司构建了一体化的化工产品矩阵：千禧氨纶覆盖 10D-2500D 全规格，适配多种织造场景，产量全球第一；聚峰聚氨酯原液应用于制鞋、汽车、建筑、军工领域；华峰精己二酸为聚氨酯、尼龙 66、TPU 核心原料，下游涵盖工业、医药领域。公司长期坚持创新科学发展，经营稳健，在规模及成本、产业一体化、技术创新等方面竞争优势突出，成为聚氨酯行业领军企业。

图 1：华峰化学的发展历程

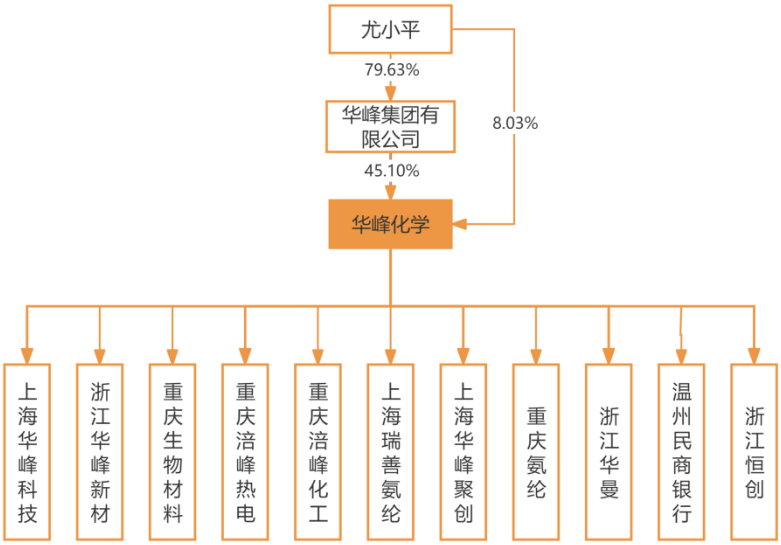


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司股权结构清晰，华峰集团为公司的控股股东，持股比例约 45.1%。实际控制人为尤小平，通过华峰集团有限公司和直接持股，合计对上市公司持股约 43.94%。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：华峰化学的股权结构（截至 2026 年上半年）



资料来源：Choice 企业板块，东方财富证券研究所

1.2.三大品类全球第一，浙渝双基地持续产能扩张

公司三大支柱产品为氨纶、己二酸和聚氨酯原液，并坚持技术研发投入。截至 2025 年底，产品分别拥有有效专利 153 项、95 项、55 项，保障持续产出。目前三类产品产量均为全球领先，公司在品牌、技术、市场等方面具备深厚的积淀。

公司目前在国内建有浙江和重庆两个生产基地。其中，公司在浙江瑞安经济开发区主要生产氨纶纤维和聚氨酯原液，并在 2026 年 Q1 宣布预计投资 36 亿元在该化工园区投资建设年产 20 万吨高性能低碳化数智化氨纶新材料扩建项目（分二期建设，两期产能各 10 万吨/年，建设周期分别为 36、24 个月）；而在重庆打造的涪陵区白涛化工园区，已建成全球领先的己二酸和氨纶生产基地，2026 年 Q2 重庆基地“年产 25 万吨差别化氨纶扩建项目”已宣布全部正式投产，另外启动 5 万吨高端氨纶项目，进一步巩固公司氨纶核心主业规模优势，扩张盈利能力，中长期成长逻辑清晰。

图 3：华峰化学各板块产能（截至 2025 年年末）

主要产品	现有产能	历史项目详情	扩张产能	扩张项目详情
氨纶	47.5 万吨	瑞安和重庆两个基地，重庆为主	20 万吨+5 万吨	1、20 万吨项目：低碳化氨纶项目，建设周期 60 个月，分两期 2、5 万吨项目：高端氨纶项目
己二酸	135.5 万吨	2020 年末产能 74 万吨 2023 年年末达到 135.5 万吨	无	/
聚氨酯原液	52 万吨	2020 年末产能 42 万吨； 2025 年末产能达 52 万吨	无	/

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3.公司产销保持增长，产品价格具有一定周期性

仅供内部参考，请勿外传

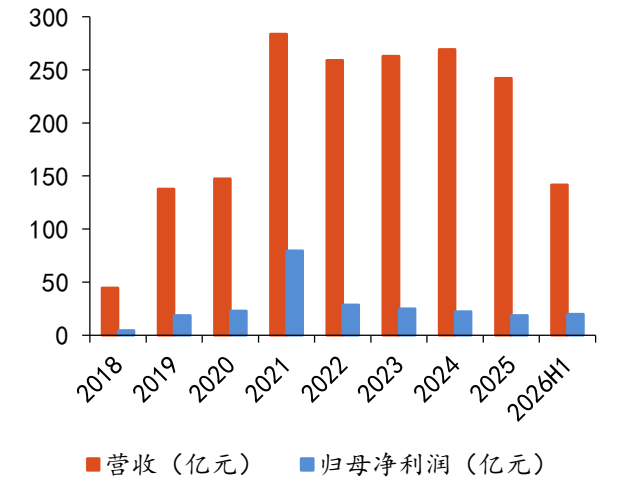
公司主营业务结构稳定，分为化学纤维（主要为氨纶）、基础化工（主要为己二酸）、化工新材料（主要为聚氨酯原液）三类。

整体来看，公司业绩受氨纶板块影响显著。2021 年氨纶景气高点、化学纤维业务推动公司营收利润双双新高；后续景气度下降、公司业绩有所回落。2026 年上半年盈利边际修复，公司毛利率为 21.82%，盈利能力触底回升趋势明确。

分板块看：

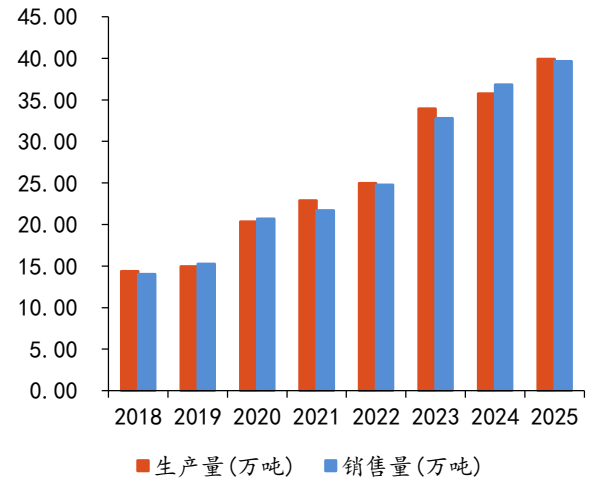
- 氨纶板块：公司是国内氨纶行业领军企业，近年来持续稳步扩建并释放产能，氨纶产销量持续增长，产销量由 2018 年的 14.39、14.03 万吨提升至 2025 年的 39.92、39.63 万吨，年复合增速分别为 15.69%、15.99%。2020-2021 年受公共卫生事件影响，对口罩和医用防护服的需求提升，带动氨纶下游新增需求向好，产品供需紧平衡下推动氨纶产品价格持续上行，产品均价上涨带动板块毛利、毛利率同步显著上涨。2022 年后行业景气度有所回落，整体需求走弱，价格逐步下降，板块毛利率回落。2026 年上半年随行业格局修复，毛利率回升至 22.02%。
- 基础化工板块：该板块以己二酸为主要产品，其主要原料为纯苯，纯苯主要来源于石油加工。原油价格受全球地缘冲突等因素影响发生波动，当原油价格上行，纯苯采购成本抬升；己二酸本身的供需在没有显著变化的情况下，己二酸价格波动幅度或有限。因此基础化工板块呈现较为明显的周期属性，即营收占比相对稳定、但毛利占比波动较大。
- 化工新材料板块：该板块以聚氨酯原液为主要产品，其主要下游应用为鞋底等制品。该行业新增产能有限，同时下游鞋材需求相对稳定，因此板块整体毛利率区间震荡，是为公司提供稳定营收和利润的业务板块。

图 4：华峰化学营收、归母净利润（亿元）



资料来源：Choice 公司深度资料板块，东方财富证券研究所

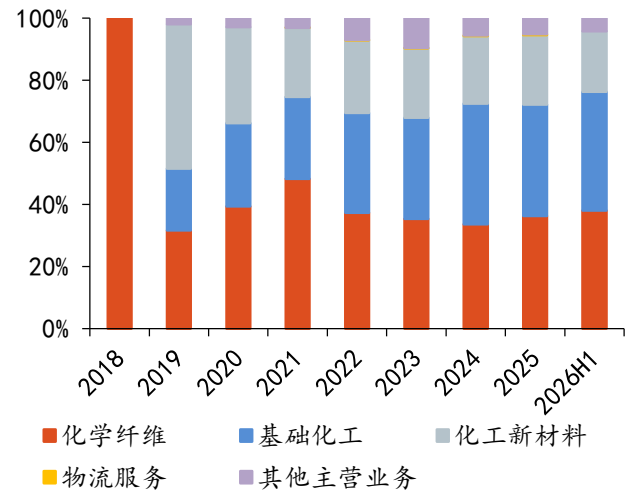
图 5：公司氨纶产销量今年来持续增长（万吨）



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

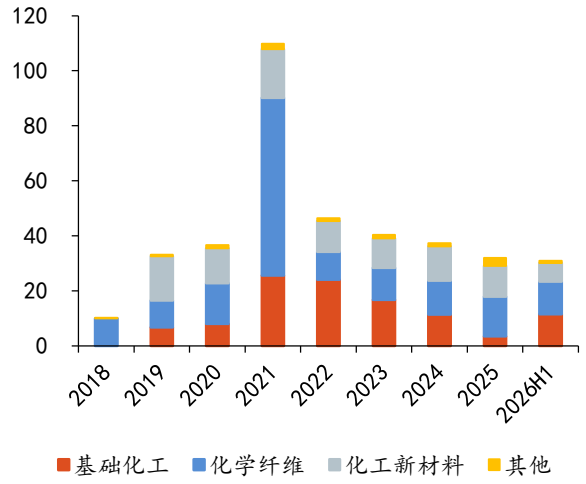
仅供内部参考，请勿外传

图 6：华峰化学各业务营业收入占比



资料来源：Choice 公司深度资料板块，东方财富证券研究所

图 7：华峰化学各业务毛利情况（亿元）



资料来源：Choice 公司深度资料板块，东方财富证券研究所

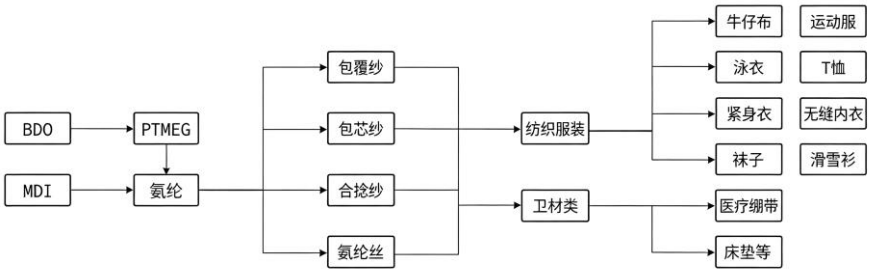
仅供内部参考，请勿外传

2.氨纶：行业供需格局向好，多方位构建成本护城河

2.1.氨纶性能优异，产品牌号具备多样性

氨纶产品性能优异，应用领域广泛。氨纶的化学名称为聚氨基甲酸酯弹性纤维，主要原料包括 MDI 和 PTMEG，是一种性能优异的化学合成纤维。从化学结构上看，氨纶为嵌段共聚物，由软段和硬段交替排列组成。软段通常为聚醚，赋予优异的柔韧拉伸性；硬段为氨基甲酸酯键，提供回弹性能。氨纶由于高延伸性、低弹性模量和高弹性回复率等特点，被称为“现代服装工业不可替代的基础弹性材料”。氨纶最早由德国拜耳公司开发，后由美国杜邦公司实现了工业化生产，如今广泛应用于运动服、泳装、内衣、医疗绷带、工业和军工等领域，目前中国已成为全球最大的氨纶生产国和消费国。

图 8：氨纶的上下游产业链



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

公司打造了多种类的氨纶产品，提升市场竞争力。例如再生氨纶、生物基氨纶等环保种类，助力绿色低碳发展；同时推出高性能氨纶、抗菌氨纶、超耐氯氨纶等差异化产品，满足面料创新需求，构建起竞争壁垒。2026 年 6 月，华峰化学“千禧”牌氨纶纤维入选浙江省市场监督管理局公布首批“浙江精品”名单，有望进一步提升公司产品的竞争力。

仅供内部参考，请勿外传

图 9：公司千禧氨纶相关产品类型

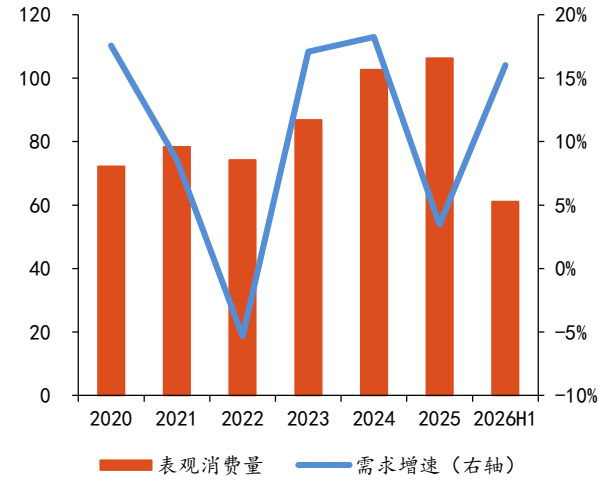
织造类型		应用领域	终端应用	10D	15D	20D	30D	40D	55D	70D	105D	140D	210D	280D	420D	560D-840D	840D-2500D
针织类型	针织经编	平布	泳衣、沙滩服			●	●	●	●	●	●	●	●				
			内衣、赛车服、骑行服			●	●	●	●	●	●	●	●				
		网布	内衣					●	●	●	●	●	●	●	●		
			运动装					●	●	●	●	●	●	●	●		
		花边、蕾丝	内衣、内裤								●	●	●	●	●		
		超柔不倒绒	保暖衣、毛绒玩具、家居服					●	●	●							
			沙发套					●	●	●							
	针织圆机	单面布	内衣、针织牛仔		●	●	●	●	●	●	●	●					
			T恤		●	●	●	●	●	●	●						
		双面布	瑜伽服			●	●	●	●	●							
			裤装			●	●	●	●	●	●						
			卫衣、外套			●	●	●	●	●	●						
			内衣			●	●	●	●	●							
	袜机	罗口										●	●				
			袜子		●	●	●	●	●								
	无缝	罗口	无缝内衣	●	●	●	●	●						●			
包纱类型	空气包覆	针织面料、四面弹、罗马布	外衣			●	●	●	●	●							
			休闲运动服、速干服			●	●	●	●	●							
			西装			●	●	●	●	●							
	机械包覆	袜口、袖口、领口 针织面料、梭织面料	运动袜、丝袜、外套、运动服			●	●	●	●	●	●	●	●				
						●	●	●	●	●							
	棉包芯	梭织面料	休闲运动服、外衣、衬衫			●	●	●	●	●	●	●					
			牛仔裤			●	●	●	●	●	●	●					
	并线（合捻纱）	机织物	牛仔、家纺				●	●	●	●							
织带	机包 裸丝		医疗绷带、松紧带、吊带							●	●	●	●	●	●	●	●
卫材			纸尿裤、拉拉裤、尿片等												●	●	

资料来源：公司官网《千禧氨纶产品说明书》，东方财富证券研究所

2.2.需求端：下游多元场景拓宽应用，需求年化增量显著

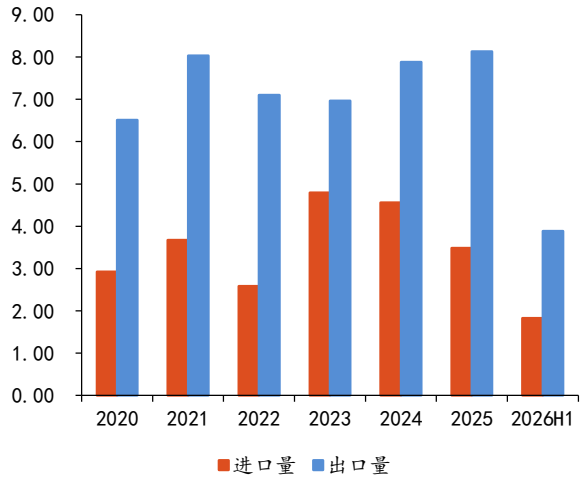
我国是氨纶最大的消费国，近年来氨纶表观消费量和出口量中枢整体有所抬升。据百川盈孚数据，2026 年上半年我国氨纶表观消费量达到 61.07 万吨，出口量约 3.89 万吨，净出口 2.06 万吨。在内外需刺激下氨纶总需求量持续增长，需求中枢上行。

图 10：氨纶表观消费量中枢持续上行（万吨）



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

图 11：氨纶进口、出口量（万吨）



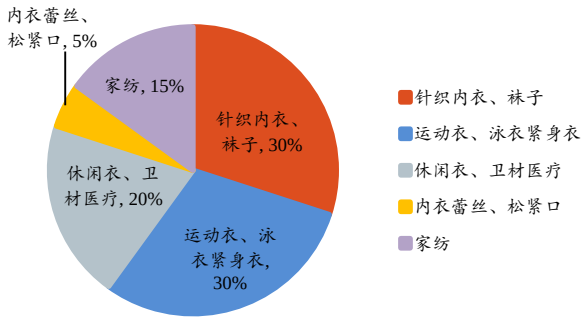
资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

氨纶阶段性需求爆发增长，长期来看需求仍实现稳步上行。2020-2021 年受公共卫生事件影响，口罩和防护服等产品需求大增，该领域需求的快速增长带动氨纶行业整体于 2021 年当年实现高增长；2022 年伴随常态化防控，市场需求小幅回落。2023-2025 年间，氨纶在家纺、服装等应用领域需求保持持续增长，截至 2026 年上半年氨纶制品消费结构约为 30%针织内衣、袜子，30%运动衣、泳衣、紧身衣，20%休闲衣、卫材医疗，15%家纺，运动服饰在居民衣橱

仅供内部参考，请勿外传

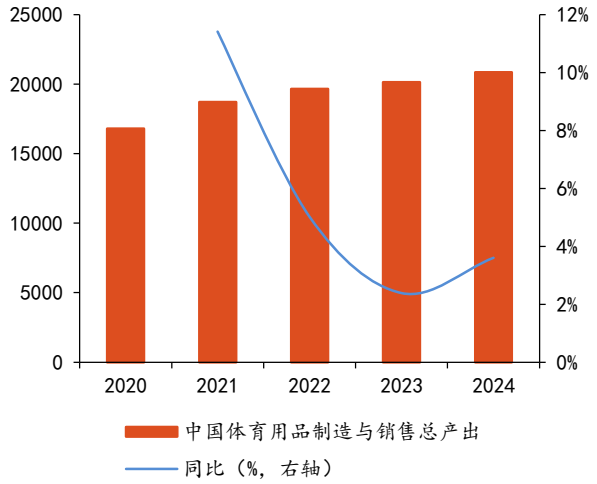
渗透率持续提升，在整体鞋服消费中的占比不断上行，健康运动风、日常休闲化、消费升级三大趋势持续延续。同时国货崛起、品类多元化带动紧身健身服饰、运动内衣等弹力品类持续扩容，支撑氨纶需求稳定增长。

图 12：氨纶主要制品应用占比



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

图 13：中国体育用品制造与销售总产出（亿元）



资料来源：伯恩斯坦：全球运动服饰中国行业现状，东方财富证券研究所

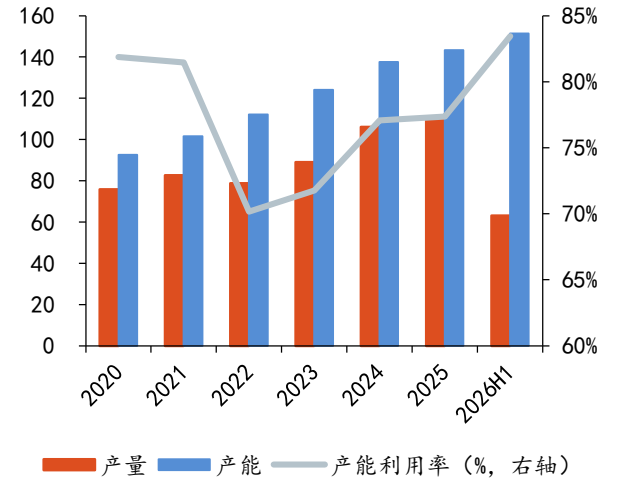
2.3.供给端：氨纶行业供需平衡表趋势向好

我国是主要的氨纶生产国。随着我国纺织工业的迅速发展，生产技术的进步和应用领域的扩大，国内氨纶行业步入了高速成长期。截至 2025 年底，全球氨纶产能 195.5 万吨，中国氨纶产能 153.25 万吨，现有产能主要集中于中国市场，约占全球总产能的 78.39%。

氨纶行业集中度高，产能利用率逐年提升。根据百川盈孚数据，当前氨纶行业 CR5 约 79.57%，主要生产商为华峰化学、诸暨华海、新乡化纤、晓星、泰和新材，公司目前是行业内领军企业，具有明显的产能规模优势。同时，在每年新增产能增速有限&需求量年复合增速稳定的情况下，产能利用率稳步提升，2026 年上半年产能利用率达到 86.56%，创近十年的开工率新高。

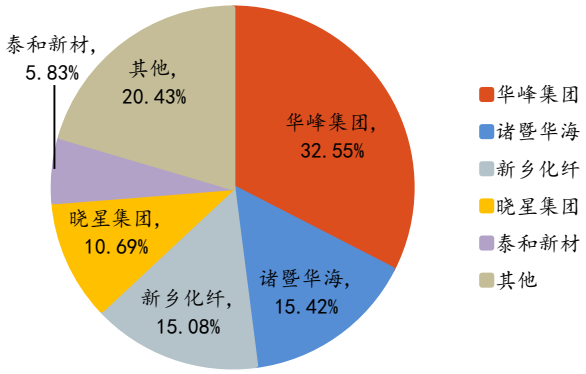
仅供内部参考，请勿外传

图 14：氨纶产能（万吨）及产能利用率（%）



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所（2026 年产能为全年数据，产量为上半年数据）

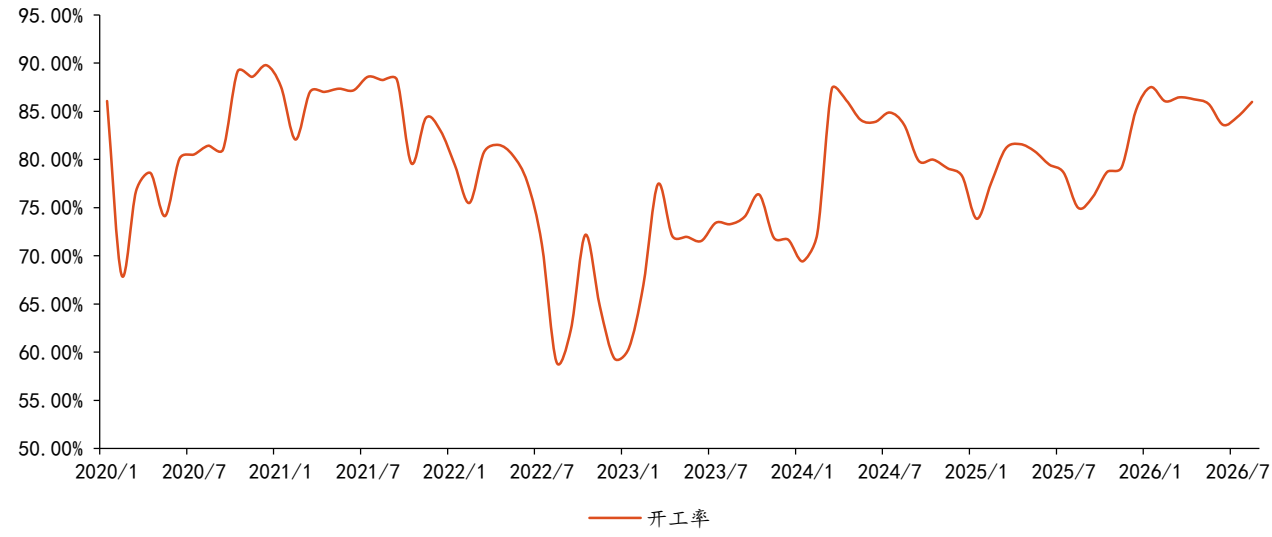
图 15：2026 年氨纶行业集中度



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

供需格局优化情况下，氨纶行业整体开工率较高。2020 年下半年-2021 年上半年，受益于需求较好，当期行业整体开工率一直稳定在高位。2021 年四季度开始行业开工率下降，且低位维持一年多，部分月份开工率不足 70%，主要系需求端有所回落。随后几年部分小产能逐步退出、叠加需求保持增长，推动行业整体开工率上行。根据百川盈孚统计，2025 年 8 月泰光化纤的 2.8 万吨产能、新奥神 3 万吨产能相继关停退出；另外据生态嘉兴消息，由于环境问题，位于嘉兴城北区域的晓星氨纶（嘉兴）有限公司已经于 2023 年底已关停 8 条产线，预计 2026 年底前全部关停。在行业内新增产能有限，仅行业头部企业华峰化学、新乡化纤分别拥有 25、10 万吨/年新增规划产能，现有小产能逐步收缩的过程中，产能进一步向行业头部企业集中，行业供给格局有望持续优化。

图 16：氨纶行业月度开工率



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

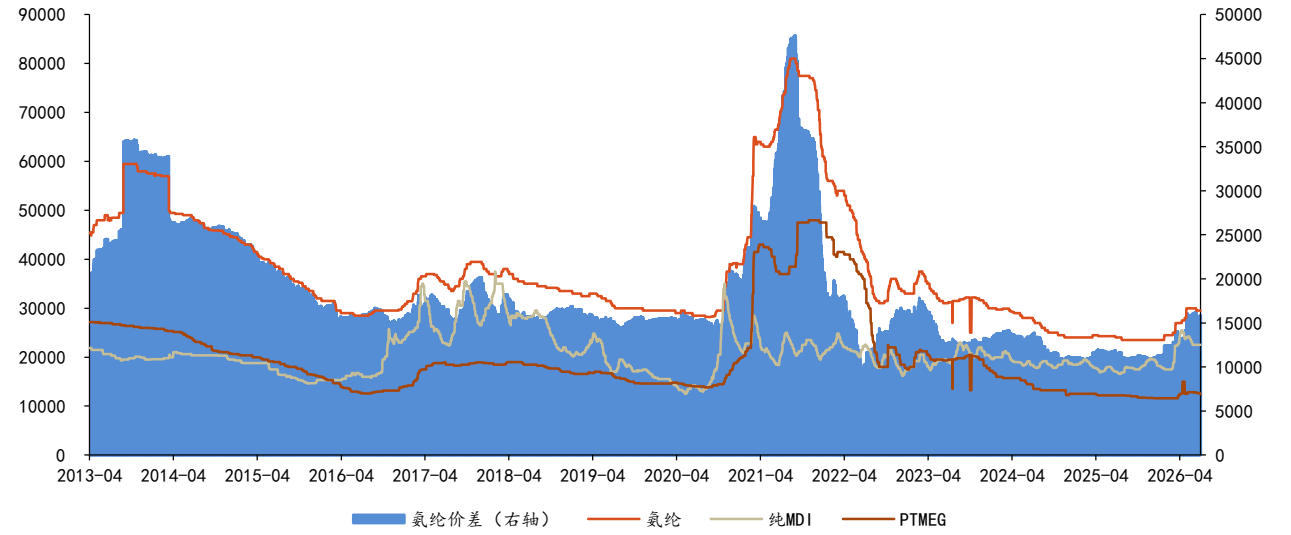
图 17：过去三年行业退出产能（万吨/年）

企业	省份	产能	预计淘汰时间	实际淘汰时间	备注
晓星化纤(嘉兴)有限公司	浙江省	5.44	2026-12	2026-06	6月中旬淘汰
杭州舒尔姿氨纶有限公司	浙江省	0.5	2026-12	-	-
连云港杜钟新奥神氨纶有限公司	江苏省	3	2025-08	2025-08	2025.8月长期关停
泰光化纤(常熟)有限公司	江苏省	2.8	2025-08	2025-08	2025.8月宣布淘汰
江苏双良氨纶有限公司	江苏省	3.2	2023-12	2023-12	-
泰和新材集团股份有限公司	山东省	4.5	2023-07	2023-07	老旧产能淘汰替换

资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

供给格局改善，氨纶价差在 2026 年迎来明显修复。截至 2026 年 6 月 30 日氨纶市场价格 29500 元/吨，根据我们测算氨纶价差约为 16530 元/吨，价格价差同比分别+22.92%、+43.16%。下游需求逐步释放推动行业供需格局持续优化，氨纶行业景气向上。中长期医疗、汽车内饰等新兴应用领域需求稳步扩容；叠加海内外部分产能出清预期、行业新增供给有限且集中在头部企业，氨纶行业景气向上具备一定基础，头部企业盈利空间将持续拓宽。

图 18：2026 年氨纶价格价差逐步回升（元/吨）



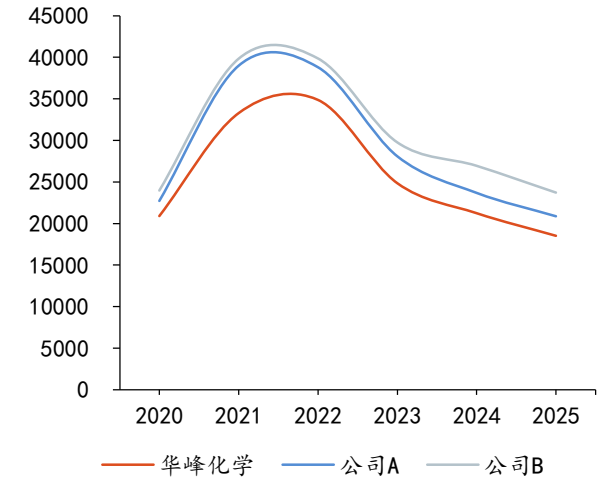
资料来源：Choice 宏观数据浏览板块，东方财富证券研究所（氨纶价差=氨纶价格-0.18*MDI 价格-0.77*PTMEG 价格）

2.4.公司多方位构建成本护城河，成本优势显著

公司拥有多重成本优势，持续提质增效有望保持行业领先地位。当在市场产品售价相近的情况下，公司生产单吨成本多年来持续低于同行，生产成本优势显著。毛利率层面，公司长期领先同业竞争对手，在 2020-2021 年行业景气高点，全行业毛利率上行，整体盈利能力更强，成本优势转化为更高的盈利弹性；2022 年后行业景气回落，毛利率下降幅度显著小于同业公司，具备更强的抗周期能力。

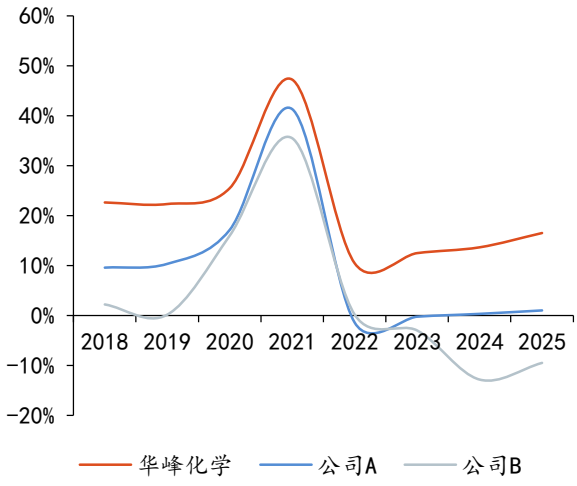
仅供内部参考，请勿外传

图 19：同行业企业单吨成本对比（元/吨）



资料来源：各公司年报，东方财富证券研究所（公司 B2024 年后更换披露口径，2024-2025 年数据采用最新口径）

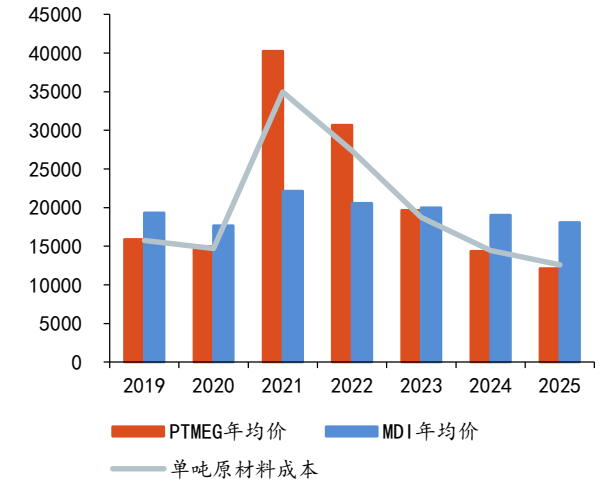
图 20：同行业企业氨纶毛利率对比



资料来源：各公司年报，东方财富证券研究所

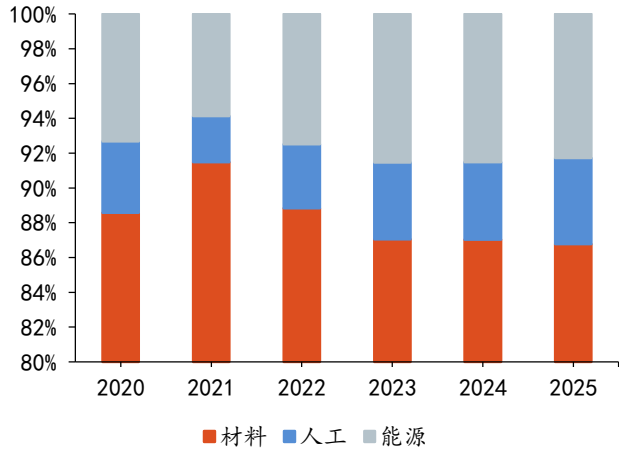
拆解成本构成，氨纶生产成本主要分为原材料、人工和能源，原材料 PTMEG 和纯 MDI 购价主要由市场价决定，2021 年以后公司原材料成本占比呈现逐年下降的趋势，**原材料之外的加工成本或成为公司与其他企业之间拉开差距的原因。**

图 21：单吨原材料成本变动（元/吨）



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

图 22：公司生产成本占比



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

原材料优势之外，华峰化学以行业前列的单吨投资水平实现了较低的单吨折旧，使其在固定成本端享有约 500-1500 元/吨的竞争优势。在氨纶价格下行周期中，这一优势直接转化为更高的安全边际和更强的抗风险能力，构成其低成本核心护城河的重要组成部分。公司以低于同行的单吨资本投入实现了产能的扩张，其背后的核心原因在于重庆基地的集约化布局、大规模连续化生产线的自主集成能力，以及多年来在氨纶领域积累的工程经验。

仅供内部参考，请勿外传

图 23：各公司氨纶项目生产情况

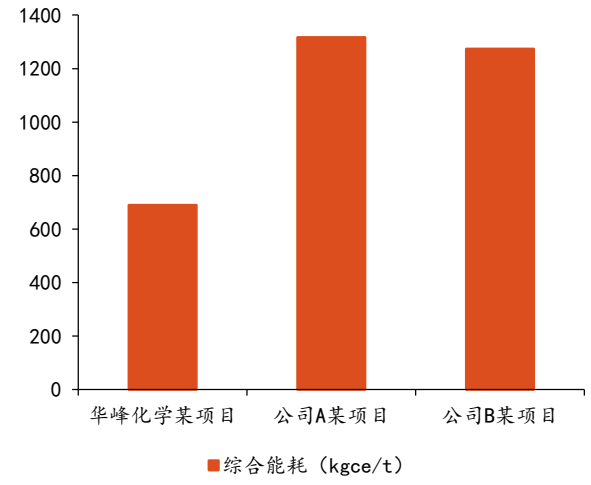
公司	项目名称	总投资（亿元）	单位产能投资（万元/吨）	单吨折旧（元/吨）
华峰化学	**25 万吨/年差别化氨纶扩建项目**	**38**	**1.52**	**1444**
新乡化纤	年产 10 万吨功能性氨纶扩建项目	33.6	3.36	3192
泰和新材	年产 1.5 万吨高效差别化粗旦氨纶项目	5	3.33	3167
诸暨华海	年产 13.8 万吨差别化氨纶丝技改项目	20.1	1.46	1384
福建恒聚	年产 3 万吨差别化功能性氨纶项目	8.2	2.73	2596

资料来源：各公司环境影响评价报告，华峰集团官网，东方财富证券研究所（单吨折旧按照残值 5%，折旧 10 年进行假设）

能耗方面，公司的氨纶生产具有更低的综合能耗和电耗水耗。公司单吨氨纶综合能耗与行业相比较低。依托公司布局的大规模氨纶生产基地，公司公用工程系统集约化运行优势充分释放，单位产品能源消耗构筑明显领先优势。从历年运营指标来看，公司持续推进节能技改，吨产品综合能耗保持稳步优化，生产稳态运营能力突出。

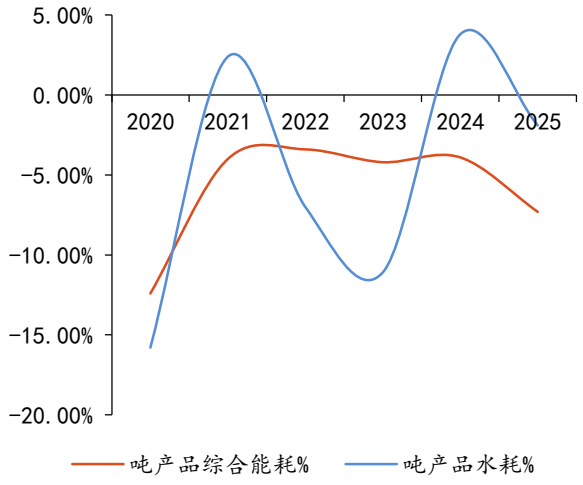
相较同行业公司，公司实现单吨电耗、单吨水耗同步处于行业相对低位。公司氨纶依托大型一体化装置持续压降水电能耗，同步深耕工艺优化、严控单位资源消耗，形成内生、可持续的成本壁垒。在行业景气下行、多数企业陷入亏损阶段，更低的能源与原料损耗，持续为公司盈利提供安全垫。

图 24：华峰氨纶对比同业综合能耗（kgce/t）



资料来源：各公司环境影响评价报告，东方财富证券研究所（采用对应公司的某个项目数据进行计算，仅作为对比，不代表公司整体水平）

图 25：华峰氨纶吨产品能耗同比变动(%)



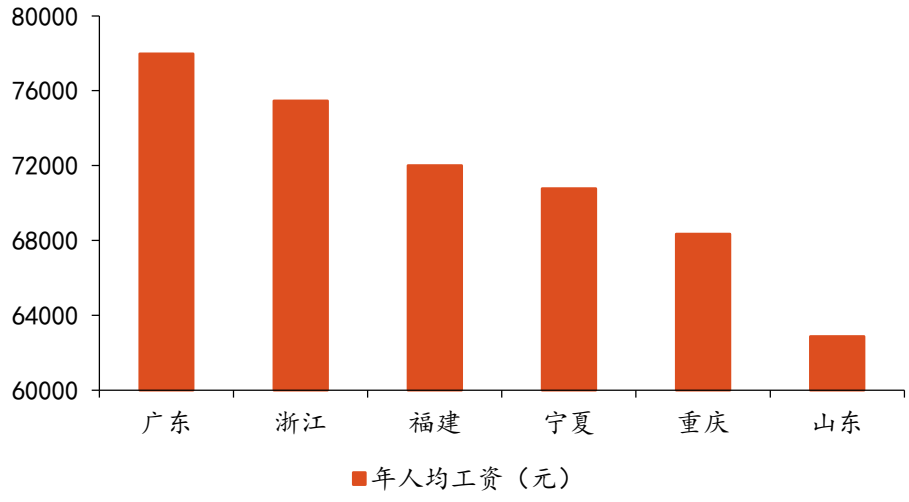
资料来源：公司社会责任报告，东方财富证券研究所

人工方面，公司位于重庆涪陵的生产基地在人工成本方面具备成本优势。公司的氨纶业务分布在浙江瑞安和重庆涪陵两大基地，产能向重庆转移是公司单位人工成本持续优化的重要驱动因素。公司氨纶合计产能 47.5 万吨/年，其中重庆基地是氨纶主要的生产基地，随着重庆 25 万吨差别化氨纶项目投产，重庆基地的员工规模和产能占比有望进一步扩大。从区域薪资看，重庆作为公司氨纶当前核心主力生产基地，相比其他企业的氨纶生产基地拥有更具备优势的

仅供内部参考，请勿外传

用工费用。

图 26：各地区制造业年人均工资（元）



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

成本端各细分项的持续优化，共同验证了公司规模效应和技改降本效果的长期有效性，成为其核心成本壁垒：

公司得益于规模生产优势带来的规模效应，即成本的下降。公司的氨纶产能经历了持续的规模扩张，产能逐步释放带来增量。同时，其具备规模化的产业链集成优势，有望形成从原材料、中间体到产成品的生产体系，一体化布局向上游延伸，进一步锁定原料成本，主要原料的稳定供给有望加强公司应对市场激烈竞争和行业周期波动的风险抵御能力。**未来公司加码扩产年产 20 万吨氨纶项目，跑在同业前列，将进一步占据市场。**

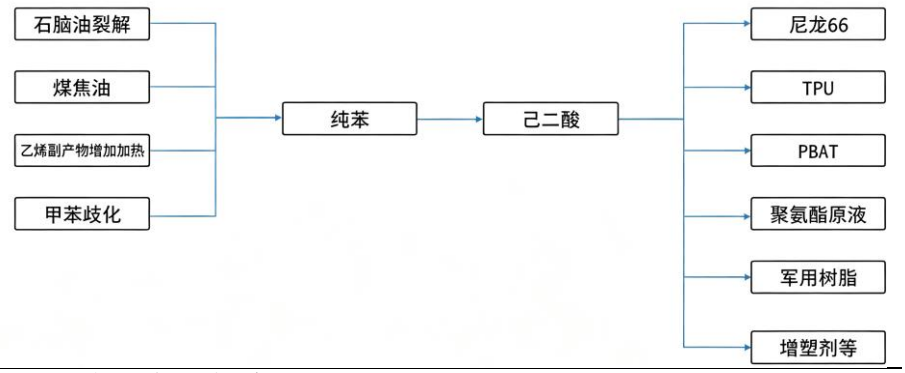
仅供内部参考，请勿外传

3.己二酸：规模协同效应领军行业

3.1.己二酸：尼龙和聚氨酯等行业的重要原料

己二酸是环保型基础化学原料，原料主要为纯苯，最初由美国杜邦公司完成工业化生产，主要应用于生产尼龙 66（PA66）和聚氨酯领域（鞋底原液、PU 浆料、TPU 等）。公司的子公司重庆化工是国内最大的己二酸生产企业，主导产品“华峰”牌己二酸为重庆名牌产品、工信部认定第四批单项冠军产品，产品销往全球 30 多个国家和地区，国内市场份额达到 40%以上。

图 27：己二酸的上下游产业链

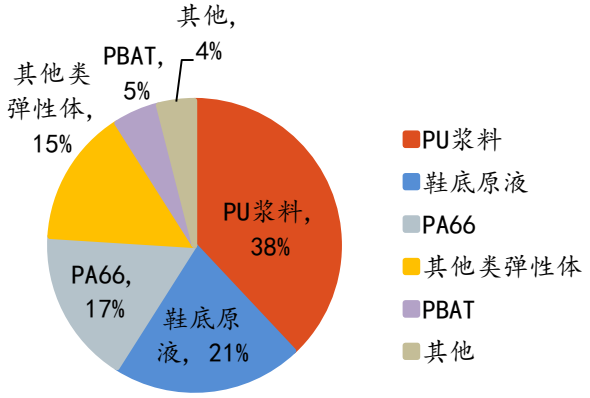


资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2.需求端：下游扩产有望带动国内己二酸需求提升

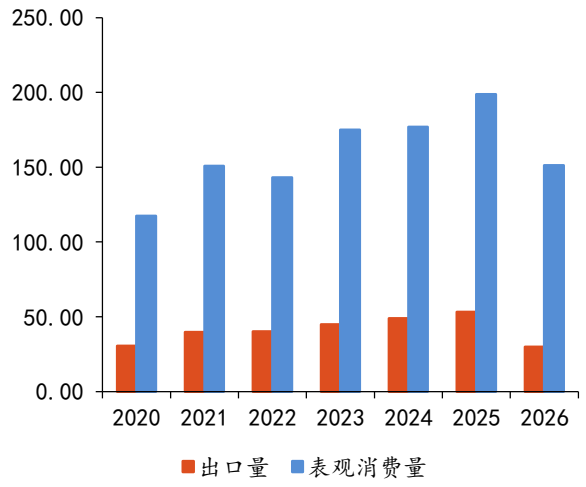
PU 浆料&鞋底原液是当前己二酸主要应用领域，PA66&PBAT 或贡献未来新增需求。根据百川盈孚统计，PU 浆料和鞋底原液是目前己二酸主要应用领域，合计占比约 59%，但该领域需求增长缓慢。PA66 和 PBAT 也是目前重要的应用领域，合计占比约 22%，或将成为未来己二酸需求增量来源。

图 28：己二酸下游市场分布



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

图 29：己二酸表观消费量、出口量（万吨）

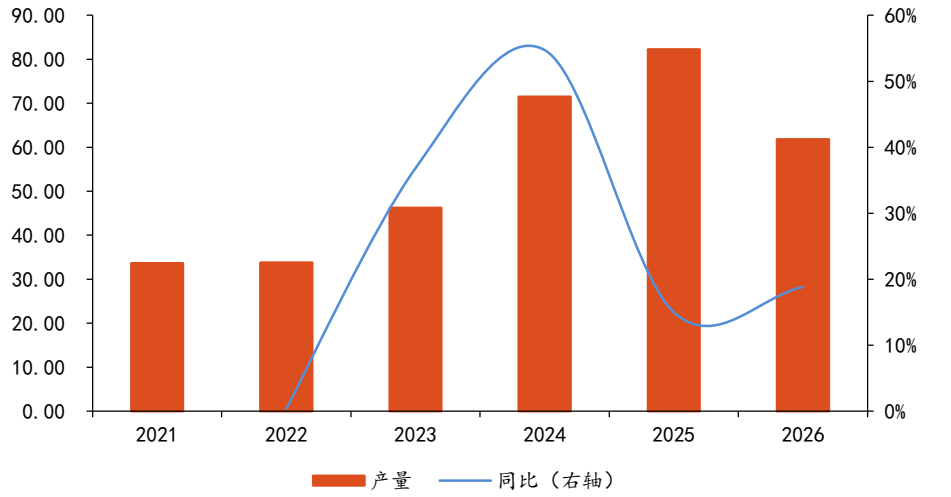


资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所（2026 年数据为 1-8 月份）

仅供内部参考，请勿外传

增量市场：己二腈实现国产化突破，尼龙 66 放量带动己二酸需求增长。己二腈是尼龙 66 的核心原料，长期被海外巨头技术垄断，国内尼龙产业链高度依赖进口。2019 年重庆华峰己二酸法 5 万吨己二腈装置投产，实现国内工业化零的突破，产品自用为主。中国化学天辰公司历经十余年研发，攻克丁二烯直接氢氰化技术，天辰齐翔 20 万吨/年项目于 2022 年顺利投产，可对外供应，进一步完善了国产化进程。后续神马股份等项目陆续落地，多条技术路线并行，国内己二腈供给能力持续提升，保障尼龙新材料产业链自主可控。关键原料的国产化也带动国内 PA66 的产量自 2023 年开始快速增长，带动己二酸需求增长。

图 30：PA66 产量逐年增长（万吨）



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所（2026 年数据为 1-8 月份）

图 31：各公司尼龙 66 规划项目

公司	项目	投产日期
天津新和成材料	尼龙 66 新材料项目	2027 年
旭阳集团	20 万吨/年尼龙 66 装置	-
山东聚合顺新材料	年产 8 万吨尼龙新材料（尼龙 66）项目	2026 年
山东隆华新材料	108 万吨/年 PA66 项目（一期）	-

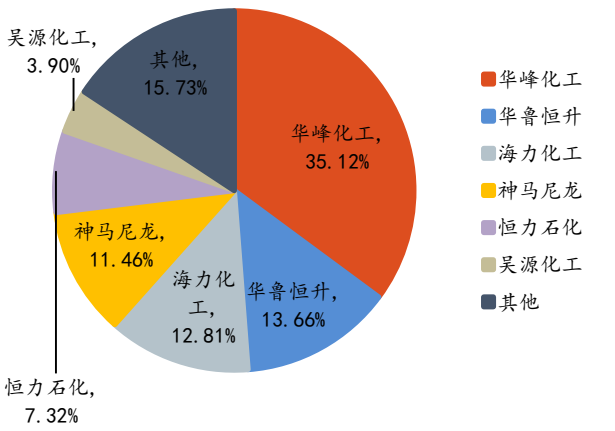
资料来源：公司官网，中国政府网，中国化工信息，证券之星，东方财富证券研究所

3.3.供给端：海外产能逐步退出，己二酸供需有望改善

己二酸行业集中度高，海外供给收缩。从格局上看，根据百川盈孚数据，国内产能集中度高，CR5 约为 80.37%，主要包括：公司的重庆产能约占 35.12%，居行业首位，其次是华鲁恒升占比约 13.66%，行业头部企业具备显著的规模优势；海力、神马、恒力占比分别为 12.81%、11.46%、7.32%。**同时海外己二酸供给端收缩，供需格局有所改善：**欧洲老牌公司和行业巨头在能源价格和本地市场需求增长乏力的情况下，己二酸陆续有产能退出，供给端有所改善。因此未来价格中枢有望实现上移。

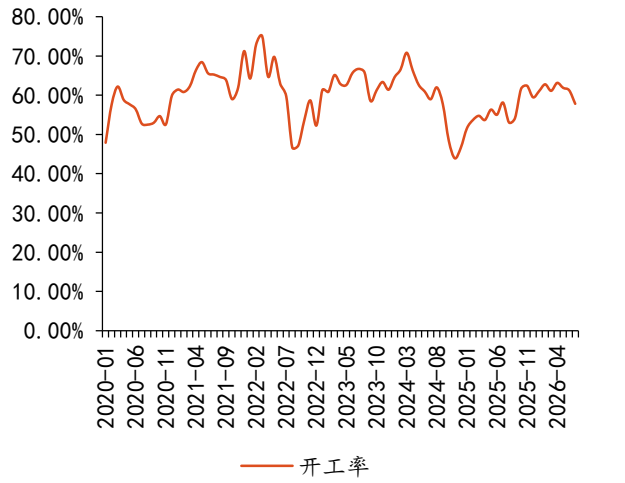
仅供内部参考，请勿外传

图 32：己二酸行业集中度



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

图 33：己二酸开工率变化（%）



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

图 34：海外公司近年来关停的己二酸产能

公司	己二酸项目	年份
巴斯夫	关闭德国路德维希港基地己二酸装置	2024 年
兰蒂奇集团	关停意大利厂区内己二酸、硝酸、MAB 三套关键化工装置	2026 年

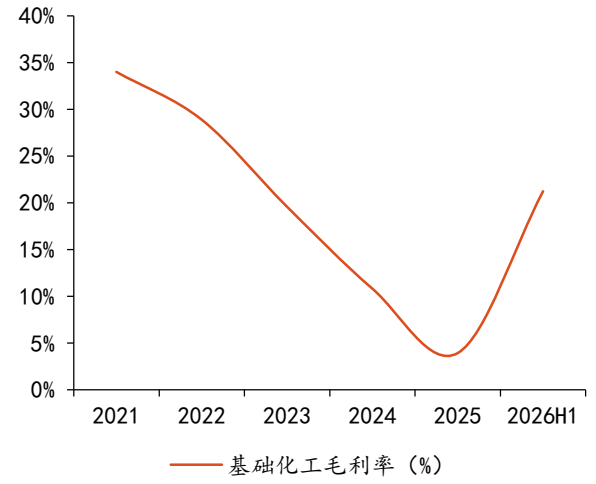
资料来源：各公司公告，My steel 行业快讯，中国化工，东方财富证券研究所

3.4. 公司一体化布局和技术创新优势明显

2022 年后己二酸供给过剩导致产品价格持续走弱，公司己二酸毛利率自周期高点逐年回落，但对比行业平均盈利水平优势凸显。2023-2025 年行业整体毛利率水平持续为负，而公司在此期间仍维持正毛利率。说明公司依托上下游一体化布局、大规模生产带来的成本优势，在行业下行周期中展现出较强的盈利韧性与成本护城河优势。公司的优势主要体现在：工艺路线，原料一体化布局，副产品分离等方面。

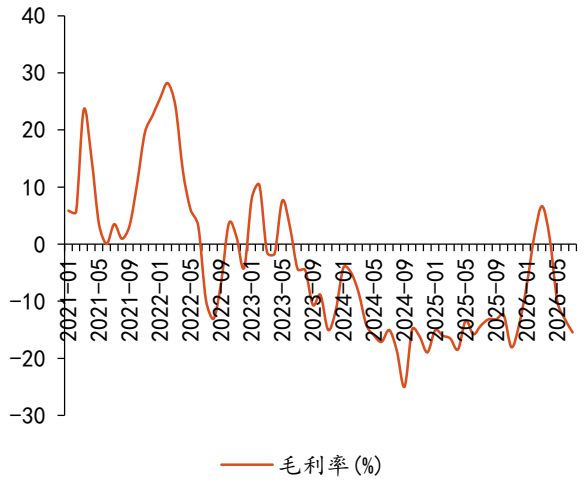
仅供内部参考，请勿外传

图 35：公司基础化工板块毛利率



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

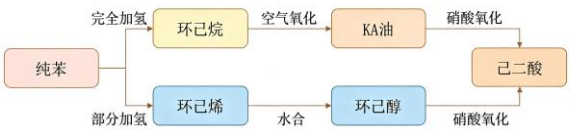
图 36：己二酸行业平均毛利率（%）



资料来源：百川盈孚，东方财富证券研究所

- **工艺路线方面：公司已环己烯法为主。**根据环评文件，公司生产己二酸的工艺路线为：一期以纯苯为原料通过气相苯加氢工艺生成环己烷，环己烷采用无催化空气氧化法、30%氢氧化钠碱性水溶液下醋酸钴催化分解生产环己醇酮，醇酮进一步硝酸氧化生产己二酸。二期~六期以纯苯为原料通过部分加氢生成环己烯，环己烯水合生产环己醇，环己醇进一步硝酸氧化生产己二酸，副产的环己烷可以通过生产环己醇酮后氧化、进一步生产己二酸，实现副产利用。相较于环己烷法，环己烯法拥有更低的原料单耗，且副产品环己烷可进一步转化为最终产品，转化效率高。

图 37：己二酸的工艺路线对比



资料来源：天天化工网，东方财富证券研究所

图 38：两种制酸工艺单耗对比

	环己烷法	环己烯法
苯（吨）	0.668	0.622
硝酸（吨）	0.9	0.9
氢气（Nm3）	574.8	268.24
副产环己烷（吨）		0.144

资料来源：天天化工网，东方财富证券研究所

- 副产品分离纯化提高价值量：生产己二酸的同时会产生其他二元酸，如丁二酸、戊二酸等；二元酸分离采用对混合二元酸进行连续酯化，从而精制采出丁二酸二甲酯、戊二酸二甲酯、己二酸二甲酯。目前，合成二元酸二甲酯技术按催化剂的不同，分为硫酸法、硫酸氢钠法和对甲苯磺酸法三种。公司采用对甲苯磺酸作为催化剂进行二元酸分离，具有工艺操作成熟、在工业生产中应用广泛的特点。通常而言，混合酸售价会低于二元酸纯净物，相较于同行业企业直接卖混合酸，公司将混合物分离后销售纯净物有望提高副产二元酸的价值量。

仅供内部参考，请勿外传

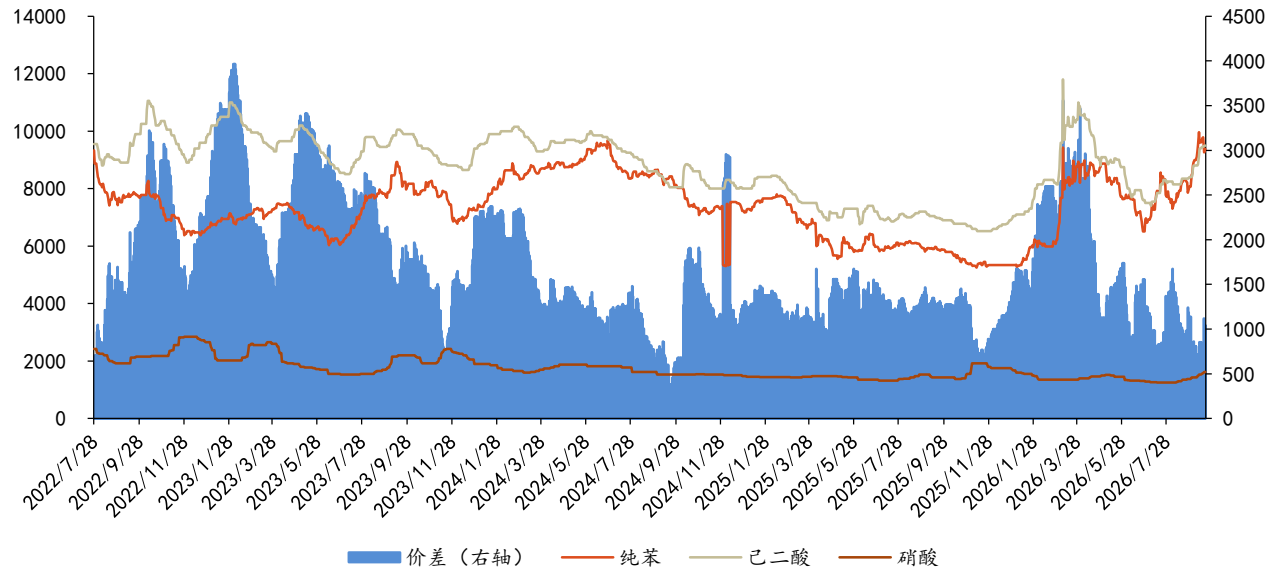
图 39：二元酸不同分离工艺对比

工艺	优点	缺点
硫酸法	催化产率高；作为工业传统工艺，应用成熟	①甲醇利用率低：仅约 9%的甲醇参与反应，91%被汽化；②醇水汽化混合物需先冷凝再加温蒸馏分离，热能浪费大；③需经中和、水洗、沉降等多道工序，动力消耗大；④粗 MDBE 精制采用间歇蒸馏，需粗蒸、精馏两次蒸馏，蒸汽消耗高；⑤硫酸腐蚀性强，设备腐蚀严重；⑥易发生碳化、聚合等副反应；⑦产生大量废酸及废渣等危险废物，污染环境
硫酸氢钠法	催化剂可多次重复使用，有利于降低催化剂成本	①需多次酯化才能获得较满意的收率；②催化剂硫酸氢钠加入量较大；③多次使用后酯化收率降低，回收催化剂需重结晶后方可继续使用；④工艺过程较复杂，能耗较高
对甲苯磺酸法	可连续化生产；选择性好；酯化率高；易于与产品分离；不腐蚀设备；副反应少；后处理简单；产品质量高；对环境影响小	

资料来源：公司环评，东方财富证券研究所

受中东冲突影响，2026 年 3 月末己二酸价格最高上涨至 11000 元/吨，2026 年上半年己二酸及原料纯苯价格跟随原油波动，价格价差均持续走高，1-4 月己二酸盈利较强，而后随地缘冲突缓和，5-7 月己二酸价差回落。己二酸后续若下游需求回暖，公司作为国内龙头企业有望凭借一体化成本优势，实现盈利的回升。

图 40：己二酸及其原料的价格回升、价差震荡



资料来源：Choice EDB 数据板块，东方财富证券研究所（己二酸价差=己二酸-0.74×纯苯-0.94×硝酸）

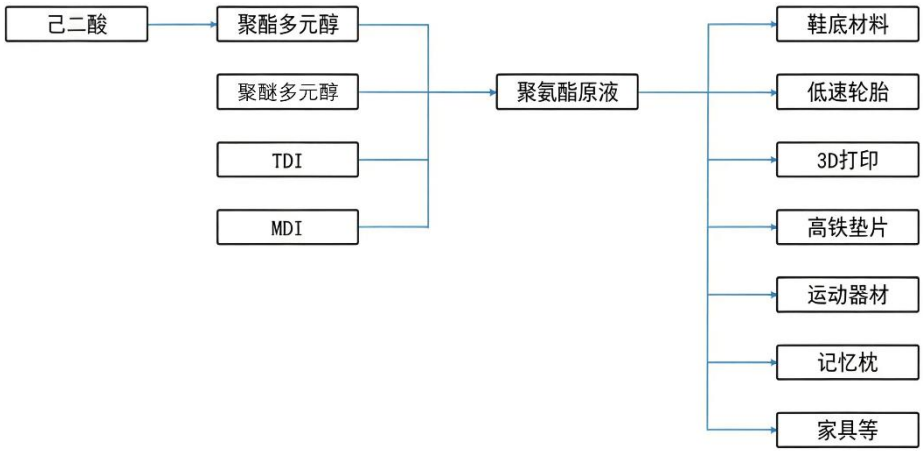
仅供内部参考，请勿外传

4.聚氨酯原液：规模领跑，稳居前列

4.1.运动鞋市场保持增长，聚氨酯占比有望提升

聚氨酯是一种新兴的有机高分子材料，具有适应性强、耐磨性能好、粘接性能好、耐老化、弹性等优良特性，被誉为“第五大塑料”，主要应用于鞋类、缓冲垫、轮胎、家具等行业。华峰化学的“聚峰”牌聚氨酯原液系列产品是行业知名品牌产品，同时公司不断研发创新，相继开发出了 Serefon 生物基鞋材、Linxfon 透明鞋底、高弹中底等产品，正在被越来越多品牌企业与消费者所关注。

图 41：聚氨酯原液上下游产业链

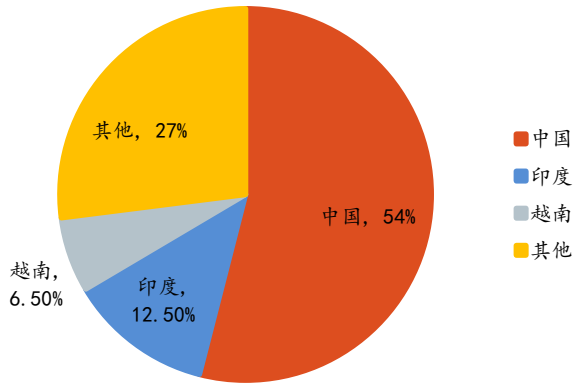


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

从供给端看，中国仍是全球最大的鞋类生产国，2024 年产量达 130 亿双，占全球市场份额的 54%以上。现有产能之下聚氨酯原液行业集中度较高，公司为最大的产能贡献者，鞋底原液行业呈现出较强季节周期性波动，受下游鞋企订单淡旺季切换、原料价格扰动影响，中小厂商抗风险能力偏弱，而依托一体化成本优势的头部企业生产安排更具备韧性。

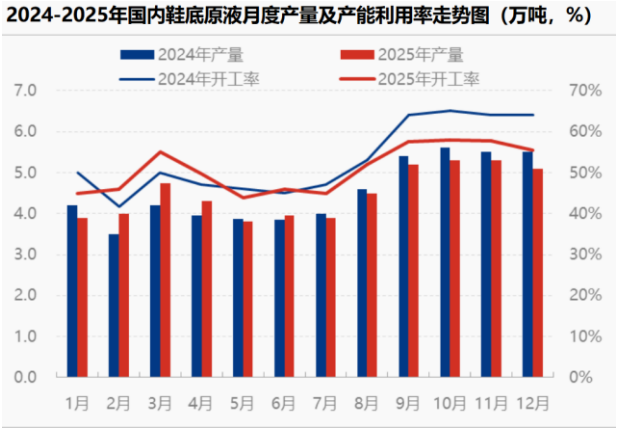
仅供内部参考，请勿外传

图 42：我国是全球鞋类产量最大的国家（2024 年数据）



资料来源：APICCAPS，东方财富证券研究所

图 43：鞋底原液产能利用率



资料来源：隆众资讯，东方财富证券研究所

图 44：截至 2026 年 7 月国内主要鞋底原液工厂装置情况

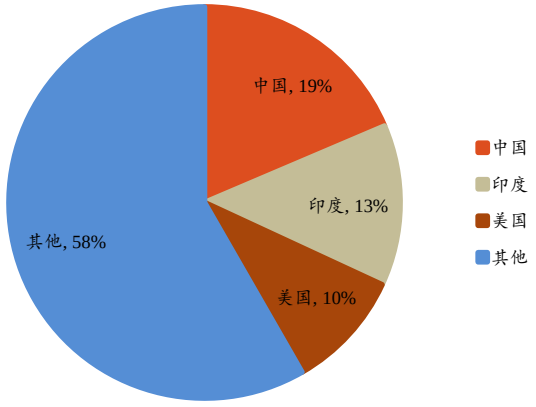
公司	产地	产能（万吨/年）
华峰化学	温州/重庆	42
浙江恒泰源	温岭/平顶山	25
旭川化学	昆山/太仓	20
华大集团	烟台/江苏/安徽	8
上海汇德	上海/福建	5
德州鑫华润	德州	3
山东一诺威	淄博	2.5

资料来源：隆众资讯，东方财富证券研究所

从需求端看，中国是全球最大的鞋类消费国和出口国。主要消费国中，2025 年中国占比为 19%；主要出口国中，2024 年中国以 62.2%的鞋类出口份额保持首位。2025 年，全球运动鞋市场规模突破千亿美元。而目前聚氨酯原液在我国鞋材中的占比仍不足 10%，远低于发达国家 20%的水平，未来仍有广阔增长空间。此外，随着人们生活水平的提高及技术创新发展，带动产品整体需求稳定增长，聚氨酯原液产品在汽车及高铁缓冲垫、轮胎、3D 打印等聚氨酯制品新兴领域的应用还刚刚起步，为聚氨酯原液下游行业创造了巨大发展机遇与拓展空间。

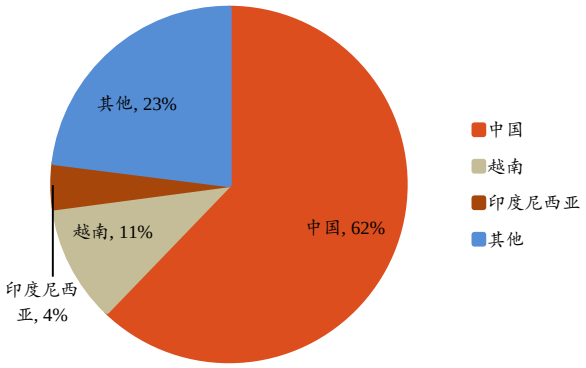
仅供内部参考，请勿外传

图 45：2025 年全球鞋类消费前三的国家



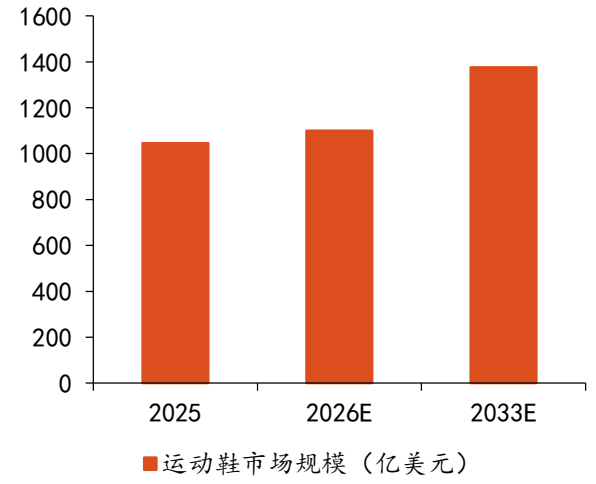
资料来源：APLF，东方财富证券研究所

图 46：2024 年全球鞋类出口量前三的国家



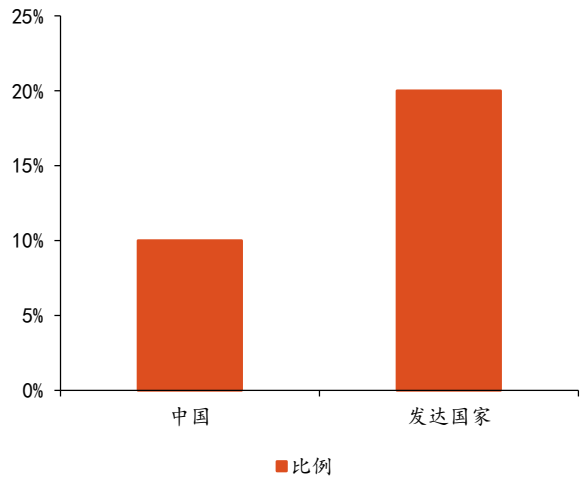
资料来源：APICCAPS，东方财富证券研究所

图 47：全球运动鞋市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research、QY Research，东方财富证券研究所

图 48：聚氨酯原液在鞋材中占比



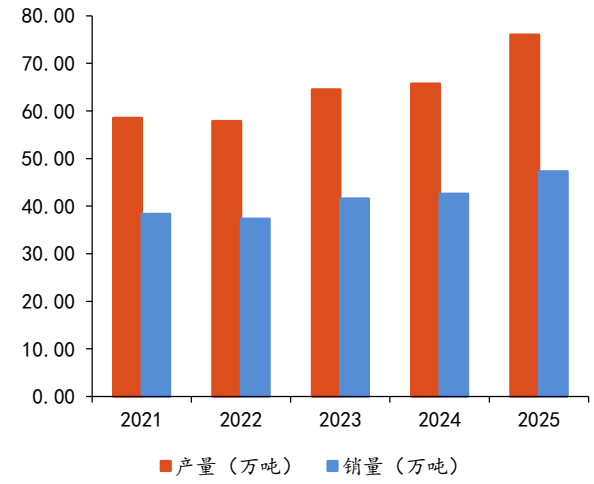
资料来源：中国鞋底原液行业市场调研与投资战略报告（2026 版），东方财富证券研究所

4.2.公司是聚氨酯原液市场龙头，板块毛利相对稳定

公司聚氨酯原液产能领先，规模效应显著。从经营指标来看，公司聚氨酯原液板块推进产能扩张，产能规模稳步上行。公司聚氨酯原液产能 52 万吨/年。**长期来看聚氨酯原液产量有望小幅增长，板块营收，毛利水平相对稳定。**2019-2025 年公司化工新材料板块营收整体水平保持相对稳定，基本在 50-60 亿元左右区间震荡；利润端也相对稳定，2022 年后毛利基本在 11 亿元左右，毛利率也基本稳定在 20%左右。

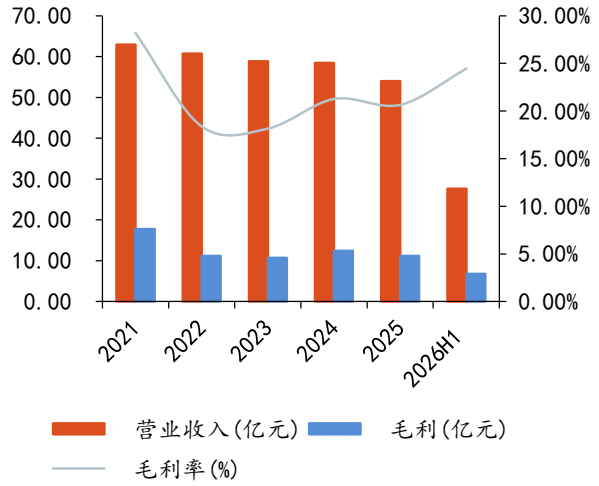
仅供内部参考，请勿外传

图 49：公司化学新材料板块产销量



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图 50：公司化工新材料板块盈利情况



资料来源：choice 公司深度资料板块，公司公告，东方财富证券研究所

华峰化学的聚氨酯原液技术是其全球领先地位的基石。其技术优势主要体现在工艺成熟度、持续的研发创新能力上。公司从鞋底原液起家，经过 20 余年积累，已构建了从基础材料聚酯多元醇到终端应用（3D 打印鞋底、生物基材料）的完整技术体系，打开了新的市场空间。

图 51：公司聚氨酯原液产品



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5.盈利预测和估值

5.1.关键假设与盈利预测

化学纤维：公司在氨纶行业地位稳固，在原材料、人力、交通等方面成本优势显著。截至 2025 年年报，公司氨纶总产能已达 47.5 万吨，另有 25 万吨规划项目。未来氨纶价格和价差预计有序抬升，盈利预期向好。预计 2026-2028 年化学纤维板块实现营收 110.24、124.69、128.07 亿元。

基础化工：公司在己二酸生产方面有完整的产业链布局和内外销渠道，技术创新能力位于行业前列，预期未来毛利率继续修复。预计 2026-2028 年基础化工板块实现营收 104.57、105.62、106.68 亿元。

化工新材料：公司在聚氨酯规模化生产使其保持行业龙头，2022 年后产能和盈利能力持续修复，未来受益于下游市场需求扩张，盈利水平预计稳健增长。预计 2026-2028 年化工新材料板块实现营收 53.68、53.68、53.68 亿元。

图 52：公司盈利预测分析

产品	项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
化学纤维	营业收入（百万元）	9051.23	8783.91	11024.20	12469.45	12806.75
	营业收入 yoy	-3%	-3%	26%	13%	3%
	营业成本（百万元）	7814.78	7332.44	8533.19	9410.51	9379.15
	毛利率（%）	14%	17%	23%	25%	27%
基础化工	营业收入（百万元）	10474.97	8692.71	10457.33	10561.90	10667.52
	营业收入 yoy	22%	-17%	20%	1%	1%
	营业成本（百万元）	9342.96	8352.20	8575.01	8872.00	9067.39
	毛利率（%）	11%	4%	18%	16%	15%
化工新材料	营业收入（百万元）	5844.26	5395.31	5368.33	5368.33	5368.33
	营业收入 yoy	-1%	-8%	-1%	0%	0%
	营业成本（百万元）	4602.48	4282.33	4031.62	4031.62	4031.62
	毛利率（%）	21%	21%	25%	25%	25%

资料来源：Choice，公司年报，东方财富证券研究所

5.2.估值与评级

公司的主营重点为氨纶、己二酸和聚氨酯制品业务，因此我们选取同业内的新乡化纤、泰和新材和华鲁恒升作为可比公司。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 37.60、40.55、42.89 亿元。可比公司 2026-2027 年 PE 均值为 31.03、22.28 倍，公司 2026-2027 年 PE 为 12.73、11.81 倍（以 2026.9.30 收盘价计算），估值水平整体低于可比公司均值。同时公司作为国内产能最大、成本较优的行业龙头，充分受益于景气上行带来的业绩弹性，叠加持续扩产巩固规模优势，龙头地位有望进一步强化，我们维持公司“增持”评级。

仅供内部参考，请勿外传

图 53：可比公司估值表

代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（倍）			股价（元）	评级
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
600426.SH	华鲁恒升	534	1.21	1.74	2.00	19.85	11.15	9.73	19.43	无评级
000949.SZ	新乡化纤	107	0.12	0.43	0.54	45.89	14.99	11.87	6.44	无评级
002254.SZ	泰和新材	97	0.05	0.17	0.25	205.49	66.95	45.25	11.35	无评级
平均	-	-	0.46	0.78	0.93	90.41	31.03	22.28	-	-
002064.SZ	华峰化学	479	0.37	0.76	0.82	29.73	12.73	11.81	9.65	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所预测（股价截至 2026 年 09 月 30 日，其中未评级标的数据来自 choice 一致预期，货币单位为标的原始币种）

仅供内部参考，请勿外传

6.风险提示

1）氨纶项目投产不及预期：20 万吨氨纶扩建及 PTMEG 项目（二期）延期至 2030 年 12 月，若建设、验收或爬坡进度落后，规模优势释放将滞后，中期盈利改善确定性降低。

2）下游需求不及预期：纺织、汽车及鞋材等终端行业景气度若恢复低于预期，氨纶与鞋底原液的量价改善可能放缓。

3）原材料及产品价格波动风险：公司核心原料 MDI、PTMG 及 BDO 价格受原油及天然气波动影响显著，若原料成本涨幅无法通过产品提价传导，将直接侵蚀利润弹性。

仅供内部参考，请勿外传

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**20818.36**	**23692.52**	**27562.66**	**31555.76**
货币资金	6781.45	8061.76	10770.25	14119.63
应收及预付	3298.85	3606.72	3837.00	3893.79
存货	3737.43	3759.69	3958.62	3974.92
其他流动资产	7000.63	8264.35	8996.79	9567.41
非流动资产	**16065.34**	**16060.30**	**16049.08**	**15831.02**
长期股权投资	921.93	921.93	921.93	921.93
固定资产	10642.49	10919.08	10988.20	10855.67
在建工程	2132.46	2088.41	2059.04	2039.47
无形资产	1335.07	1383.12	1426.17	1464.22
其他长期资产	1033.38	747.75	653.74	549.74
资产总计	**36883.70**	**39752.82**	**43611.74**	**47386.78**
流动负债	**8177.30**	**8232.12**	**8806.42**	**9107.81**
短期借款	2263.95	2463.95	2663.95	2863.95
应付及预收	5059.37	4825.93	5150.36	5249.39
其他流动负债	853.98	942.24	992.12	994.47
非流动负债	**1367.24**	**1239.01**	**1239.01**	**1239.01**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1367.24	1239.01	1239.01	1239.01
负债合计	**9544.53**	**9471.13**	**10045.43**	**10346.82**
实收资本	4962.54	4962.54	4962.54	4962.54
资本公积	3897.29	3897.29	3897.29	3897.29
留存收益	18383.36	21355.26	24617.90	28067.69
归属母公司股东权益	27338.59	30263.01	33525.65	36975.44
少数股东权益	0.57	18.69	40.66	64.52
负债和股东权益	**36883.70**	**39752.82**	**43611.74**	**47386.78**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**24198.22**	**28149.87**	**29699.68**	**30142.60**
营业成本	21006.71	22361.81	23536.13	23700.16
税金及附加	115.30	126.47	135.65	137.91
销售费用	234.85	245.26	264.52	270.53
管理费用	383.85	442.06	465.17	473.53
研发费用	637.76	813.77	838.97	848.60
财务费用	-44.36	14.95	9.14	-10.94
资产减值损失	-11.46	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动收益	18.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	212.52	184.70	207.81	215.50
资产处置收益	-4.81	-2.62	-2.87	-3.39
其他收益	312.83	321.64	352.88	358.82
营业利润	**2368.60**	**4604.27**	**4962.93**	**5248.74**
营业外收入	26.84	22.67	24.25	24.16
营业外支出	261.65	181.54	190.26	199.25
利润总额	**2133.79**	**4445.40**	**4796.92**	**5073.64**
所得税	262.33	666.81	719.54	761.05
净利润	**1871.46**	**3778.59**	**4077.38**	**4312.60**
少数股东损益	13.91	18.12	21.98	23.86
归属母公司净利润	**1857.55**	**3760.47**	**4055.41**	**4288.74**

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**3740.47**	**4888.74**	**5871.08**	**6557.09**
净利润	1871.46	3778.59	4077.38	4312.60
折旧摊销	1534.17	1826.67	2021.22	2218.06
营运资金变动	476.32	-835.91	-323.35	-78.32
其它	-141.48	119.40	95.84	104.75
投资活动现金流	**-2910.61**	**-2767.43**	**-2471.08**	**-2462.99**
资本支出	-1631.98	-2271.49	-2278.88	-2278.49
投资变动	-1020.90	-300.00	-400.00	-400.00
其他	-257.74	-195.95	207.81	215.50
筹资活动现金流	**-1319.87**	**-786.80**	**-691.53**	**-744.71**
银行借款	-533.59	200.00	200.00	200.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-786.28	-986.80	-891.53	-944.71
现金净增加额	**-431.75**	**1280.31**	**2708.48**	**3349.39**
期初现金余额	**6461.70**	**6029.94**	**7310.25**	**10018.74**
期末现金余额	**6029.94**	**7310.25**	**10018.74**	**13368.12**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力（%）				
营业收入增长	-10.15%	16.33%	5.51%	1.49%
营业利润增长	-7.60%	94.39%	7.79%	5.76%
归属母公司净利润增长	-16.32%	102.44%	7.84%	5.75%
获利能力（%）				
毛利率	13.19%	20.56%	20.75%	21.37%
净利率	7.73%	13.42%	13.73%	14.31%
ROE	6.79%	12.43%	12.10%	11.60%
ROIC	6.19%	11.53%	11.23%	10.75%
偿债能力				
资产负债率（%）	25.88%	23.83%	23.03%	21.83%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.55	2.88	3.13	3.46
速动比率	1.81	2.10	2.37	2.73
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.73	0.71	0.66
应收账款周转率	9.41	10.28	10.11	9.85
存货周转率	5.64	5.97	6.10	5.97
每股指标（元）				
每股收益	0.37	0.76	0.82	0.86
每股经营现金流	0.75	0.99	1.18	1.32
每股净资产	5.51	6.10	6.76	7.45
估值比率				
P/E	29.73	12.73	11.81	11.17
P/B	2.00	1.58	1.43	1.30

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 注：数据截至 9 月 30 日

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其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争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。