仅供内部参考，请勿外传！

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

瓶片主业筑底，布局新材料开拓新增长极

万凯新材(301216)

基础化工/原材料

■ 万凯新材首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
朱军军(分析师)	021-23185963	zhujunjun@gtht.com	S0880525040024
张海榕(分析师)	021-23185607	zhanghairong@gtht.com	S0880525040121
尹伊君(研究助理)	021-23187269	yinyijun@gtht.com	S0880126040024

首次覆盖

评级 增持

目标价格(元): 17.38

当前价格：(元)	14.76

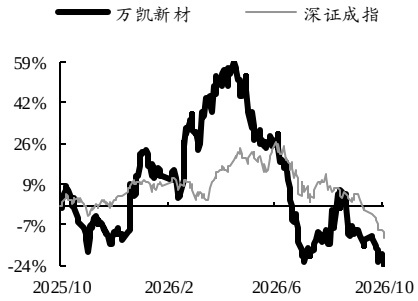
交易数据

52 周内股价区间(元)	14.76-30.98
总市值(百万元)	8,564
总股本/流通A股(百万股)	580/544
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	6,582
每股净资产(元)	11.34
市净率(现价)	1.3
净负债率	90.98%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-16%	-5%	-24%
相对指数	1%	15%	-11%

相关报告

本报告导读：

万凯新材通过自产 MEG 降低成本、尼日利亚项目拓展海外市场、布局生物酶解 PET、机器人增加弹性三大举措，为未来的发展奠定了良好基础，长期成长路径清晰。

投资要点：

- **给予“增持”评级。**我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.58、1.61、2.21 元。结合可比公司估值水平，我们按照 2026 年预测 EPS 及 11 倍 PE，给予目标价 17.38 元，首次覆盖给予“增持”投资评级。
- **万凯 2025 年实现扭亏为盈。**公司通过自产 MEG 锁定成本优势，投资建设尼日利亚项目打开海外增量，布局生物酶解 PET、机器人提供估值弹性。2026H1 公司归母净利润 5.62 亿元，同比增长 910%，盈利弹性充分释放，长期成长路径清晰。
- **成本壁垒与全球化布局是公司核心竞争力的两大支柱。**正达凯 60 万吨 MEG 项目投产后，公司成为国内少数实现“天然气—MEG—PET”一体化的瓶片企业，在乙二醇涨价周期中，自产 MEG 成本较外购低约 1000 元/吨，成本优势突出；尼日利亚 30 万吨项目已于 2026 年 7 月投产，印尼 75 万吨项目正推进，海外双基地合计 105 万吨产能，有望打开海外增量空间。
- **绿色新材料与机器人投资打开长期成长空间。**公司与法国 Carbios 合作布局生物酶解 PET 项目，规划年处理 5 万吨废旧 PET，产品可满足欧盟食品级再生含量要求；与此同时，公司的 PEF 中试稳步推进，卡位下一代聚酯材料；在机器人方面，公司通过投资灵心巧手切入人形机器人产业链，轻镁智塑已获 1000 万元零部件订单，新材料与精密制造能力在机器人领域实现商业化落地，形成第二增长曲线。
- **风险提示。**原材料价格大幅波动；行业新增产能投放超预期；海外项目投产进度不及预期；汇率波动风险；新材料业务拓展不及预期；机器人业务拓展不及预期。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	17,232	15,494	21,576	21,837	24,639
(+/-)%	-1.7%	-10.1%	39.3%	1.2%	12.8%
净利润(归母)	-300	169	918	934	1,280
(+/-)%	-168.7%	156.4%	442.6%	1.8%	37.0%
每股净收益(元)	-0.52	0.29	1.58	1.61	2.21
净资产收益率(%)	-5.6%	2.7%	14.0%	13.3%	16.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	—	53.49	9.86	9.69	7.07

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,064	2,041	768	419	553
交易性金融资产	521	232	222	212	202
应收账款及票据	699	671	925	931	1,047
存货	3,691	3,452	4,400	4,397	4,849
其他流动资产	896	1,276	1,399	1,373	1,409
流动资产合计	**8,870**	**7,672**	**7,714**	**7,332**	**8,061**
长期投资	25	75	92	102	112
固定资产	3,156	8,186	8,057	8,306	8,424
在建工程	4,969	424	962	1,481	1,491
无形资产及商誉	493	531	636	735	827
其他非流动资产	262	732	1,381	1,384	1,386
非流动资产合计	**8,905**	**9,947**	**11,127**	**12,007**	**12,238**
总资产	**17,775**	**17,619**	**18,841**	**19,340**	**20,299**
短期借款	3,657	3,691	3,691	3,691	3,691
应付账款及票据	2,178	1,745	2,313	2,341	2,603
一年内到期的非流动负债	259	339	336	336	336
其他流动负债	918	650	834	851	928
流动负债合计	**7,012**	**6,425**	**7,174**	**7,219**	**7,558**
长期借款	1,208	1,426	1,426	1,426	1,426
应付债券	2,684	1,997	1,997	1,997	1,997
租赁负债	5	0	0	0	0
其他非流动负债	1,530	1,515	1,597	1,597	1,597
非流动负债合计	**5,426**	**4,938**	**5,020**	**5,020**	**5,020**
总负债	**12,438**	**11,362**	**12,194**	**12,239**	**12,578**
实收资本(或股本)	515	580	580	580	580
其他归母股东权益	4,824	5,597	5,988	6,442	7,064
归属母公司股东权益	**5,339**	**6,178**	**6,569**	**7,023**	**7,645**
少数股东权益	-2	80	79	78	77
股东权益合计	**5,337**	**6,257**	**6,647**	**7,100**	**7,721**
总负债及总权益	**17,775**	**17,619**	**18,841**	**19,340**	**20,299**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,265	441	1,627	2,473	2,626
投资活动现金流	-3,545	-1,721	-2,229	-2,113	-1,606
筹资活动现金流	2,926	1,000	-598	-708	-886
汇率变动影响及其他	70	14	-74	0	0
现金净增加额	716	-266	-1,273	-349	134
折旧与摊销	319	495	1,117	1,265	1,414
营运资本变动	1,004	-389	-621	18	-316
资本性支出	-2,941	-1,449	-1,630	-2,130	-1,630

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**17,232**	**15,494**	**21,576**	**21,837**	**24,639**
营业成本	17,084	14,955	20,021	20,262	22,638
税金及附加	43	42	58	57	64
销售费用	71	71	95	98	108
管理费用	179	191	216	218	246
研发费用	60	77	65	66	74
EBIT	**-204**	**209**	**1,309**	**1,328**	**1,734**
其他收益	99	179	216	218	246
公允价值变动收益	-49	134	0	0	0
投资收益	-149	-78	22	24	30
财务费用	-9	82	230	230	230
减值损失	-97	-128	-55	-55	-55
资产处置损益	0	0	2	2	2
营业利润	**-392**	**183**	**1,076**	**1,095**	**1,501**
营业外收支	2	-7	3	3	3
所得税	-89	8	162	165	226
净利润	**-302**	**168**	**917**	**933**	**1,278**
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	-300	169	918	934	1,280

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	-5.6%	2.7%	14.0%	13.3%	16.7%
ROA(%)	-2.0%	0.9%	5.0%	4.9%	6.5%
ROIC(%)	-1.2%	1.5%	7.9%	7.8%	9.7%
销售毛利率(%)	0.9%	3.5%	7.2%	7.2%	8.1%
EBIT Margin(%)	-1.2%	1.4%	6.1%	6.1%	7.0%
销售净利率(%)	-1.8%	1.1%	4.2%	4.3%	5.2%
资产负债率(%)	70.0%	64.5%	64.7%	63.3%	62.0%
存货周转率(次)	4.7	4.2	5.1	4.6	4.9
应收账款周转率(次)	23.2	22.6	27.1	23.6	24.9
总资产周转率(次)	1.1	0.9	1.2	1.1	1.2
净利润现金含量	-4.2	2.6	1.8	2.6	2.1
资本支出/收入	17.1%	9.4%	7.6%	9.8%	6.6%
EV/EBITDA	86.49	21.57	6.48	6.20	5.06
P/E(现价&最新股本摊薄)	—	53.49	9.86	9.69	7.07
P/B(现价)	1.69	1.46	1.38	1.29	1.18
P/S(现价)	0.52	0.58	0.42	0.41	0.37
EPS-最新股本摊薄(元)	-0.52	0.29	1.58	1.61	2.21
DPS-最新股本摊薄(元)	0.13	0.15	0.81	0.83	1.13
股息率(现价,%)	0.8%	1.0%	5.2%	5.3%	7.3%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

人在草木间
更多资料请加V

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 万凯新材：聚酯瓶片行业龙头，纵向一体化与全球化布局加速 4
1.1. 深耕聚酯材料领域，构建三大业务板块 4
1.2. 2025 年实现扭亏为盈 5
2. 出海把握全球 PET 红利，再生技术与机器人投资赋能长远发展 8
2.1. 聚酯瓶片行业：新增产能放缓，出海打开增量空间 8
2.2. 乙二醇行业：进口收缩叠加低库存，价格中枢显著上移 10
2.3. 生物酶解聚 PET 回收：政策驱动下的新兴赛道 11
2.4. 跨界投资机器人：布局新兴产业赛道 14
3. 一体化与全球化共振，三大项目集群夯实长期成长底座 16
3.1. 项目落地，构筑天然气—MEG—PET 一体化成本壁垒 16
3.2. 尼日利亚与印尼双基地布局，全球化产能双支点加速成型 17
3.3. 生物酶解聚 PET 与呋喃聚酯协同，卡位绿色新材料赛道 17
4. 盈利预测 18
5. 估值分析 19
6. 风险提示 19

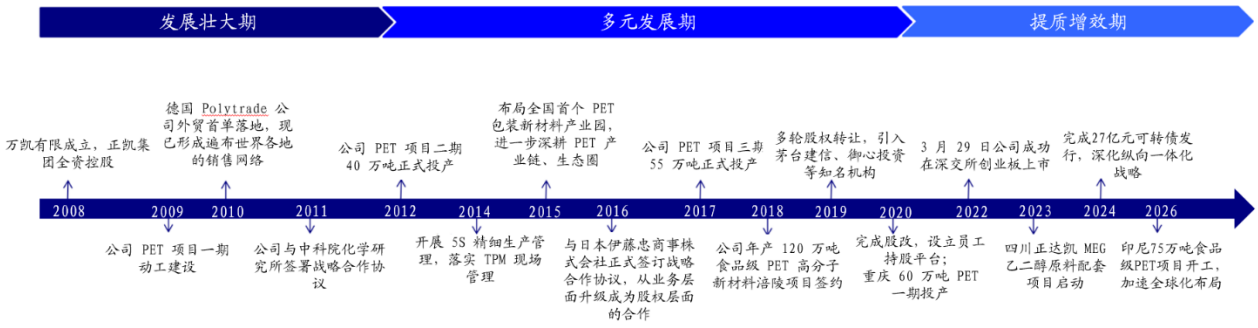
仅供内部参考，请勿外传！

1. 万凯新材：聚酯瓶片行业龙头，纵向一体化与全球化布局加速

1.1. 深耕聚酯材料领域，构建三大业务板块

立足聚酯瓶片主业，产能规模居全球前列。万凯新材料股份有限公司成立于 2008 年 3 月 31 日，于 2022 年 3 月 29 日在深圳证券交易所创业板上市，股票代码 301216。公司是国内领先的聚酯材料研发、生产、销售企业，致力于为社会提供健康、安全、环保、优质的聚酯材料，已建成年产 300 万吨 PET 产能，并配套四川正达凯 60 万吨乙二醇产能，主要供给公司重庆基地 180 万吨 PET 产能使用。公司产能规模居全球前列，是我国聚酯瓶片的头部企业之一。截至 2025 年末，国内聚酯瓶片行业前四家企业（逸盛、华润材料、三房巷、万凯新材）合计产能约 1720 万吨，行业集中度（CR4）达到 80.11%。

图 1：万凯新材发展历程

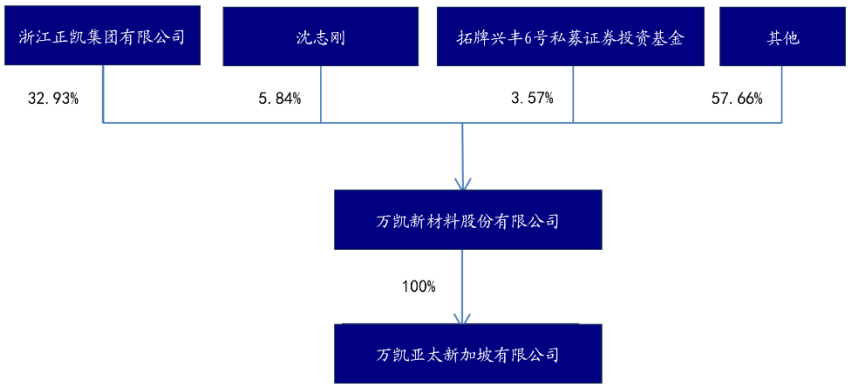


资料来源：公司官网、万凯新材招股书、深交所互动易平台投资者问答，国泰海通证券研究

公司产品以瓶级 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）为核心，是以精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）为主要原料，经酯化、缩聚反应制成的高分子聚合物，广泛应用于软饮料、乳制品、酒类、食用油、调味品、日化、医药等领域，具备 100%可回收循环利用的环保特性。

股权结构相对集中，实际控制人掌控力强。公司控股股东为浙江正凯集团有限公司，截至 2026 年一季度末直接持有公司 1.91 亿股，占公司总股本的 32.93%。公司实际控制人为沈志刚，同时担任公司董事长。沈志刚除通过正凯集团间接控制公司 32.93%的股份外，还直接持有公司 3386.35 万股，持股比例为 5.84%，合计控制公司 37.54%的股份。

图 2：股权结构



资料来源：iFinD、国泰海通证券研究

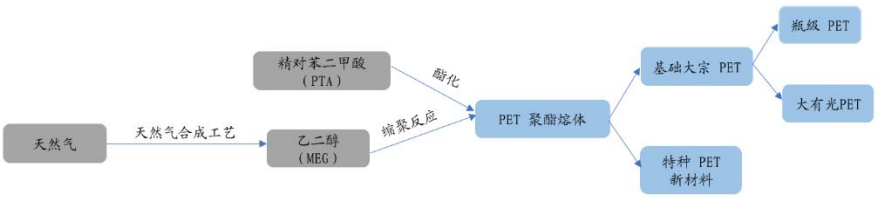
公司自成立以来，持续推进产能扩张与产业链延伸。公司 PET 项目一期 25 万吨于 2010 年投产，之后逐步扩张至目前的 300 万吨规模。2022 年公司在创业板上市，2023 年重庆三期投产后总产能达到 300 万吨。2025 年，四川正达凯 60 万吨乙二醇项目建成投产，向上游原料环节延伸。

公司以 PET 聚酯切片为核心主业，上游延伸至 MEG 原料生产（天然气→乙二醇 MEG），与精对苯二甲酸（PTA）经酯化、缩聚反应后形成 PET 聚酯

仅供内部参考，请勿外传！

熔体公司产品以瓶级PET(聚对苯二甲酸乙二醇酯)为核心,与大有光PET、特种PET新材料共同构成三大品类。其中,瓶级PET是公司最主要的产品。

图3：万凯新材主营产品产业链



资料来源：iFinD，万凯新材2025年年度报告，国泰海通证券研究

采用纵向一体化发展战略，产业链布局持续优化。2025年下半年，子公司四川正达凯“MEG一期60万吨项目”顺利建成投产，采用天然气制乙二醇工艺，投产后可基本满足公司重庆子公司180万吨PET产能对MEG的需求，显著提升原料自给率和成本控制能力。

全球化战略持续推进，海外产能加速落地。尼日利亚30万吨聚酯瓶片项目于2026年7月正式投产，填补了西非地区食品级PET产能空白；印尼75万吨聚酯瓶片项目按计划全力推进中，将进一步巩固公司在东南亚市场的长期竞争力。

坚持研发创新驱动，新材料板块快速成长。2025年，公司重点研发项目取得重要进展，其中“生物基呋喃聚酯项目”已完成政策准入突破，获准在中国境内用于食品接触用途，5000吨中试项目稳步推进；“PET化学法再生技术项目”已建成rPET中试线并实现稳定运行，成功产出合格产品；“新型耐热共聚酯项目”已实现连续量产和销售；“注塑级高透亮非晶型聚酯”项目实现2万吨量产，已进入高端化妆品包装领域主流市场；“新戊二醇型PETG共聚酯”项目实现2万吨量产，已进入环保可回收收缩膜领域主流市场。聚焦新材料的创新型子公司凯普奇成功申报“浙江省专精特新中小企业”,全年实现收入35,626.17万元，净利润2,469.74万元，同比增长193.44%，已成为公司整体业务板块稳定的利润贡献点。

表1 **万凯新材公司产能情况汇总表**

业务板块	基地	规划总产能	建设情况	备注
国内瓶级PET、大有光PET	重庆万凯基地	180万吨/年	已全部投产	四川MEG乙二醇主要配套供应本基地
上游配套乙二醇MEG	四川正达凯60万吨乙二醇项目	60万吨/年	2025年下半年建成投产（6月达产）	天然气制乙二醇工艺，优先自用供给重庆PET，少量余量外销
海外PET在建项目	印尼75万吨聚酯瓶片项目 尼日利亚30万吨聚酯瓶片基地	75万吨/年 30万吨/年	在建推进中 年内投产	
高端改性新材料	各类共聚聚酯中试、量产线	PETG 2万吨、注塑高透亮PET 2万吨、5000吨生物基呋喃聚酯中试	部分量产、部分中试	

资料来源：万凯新材料股份有限公司2025年年度报告，万凯新材《关于对外投资建设海外生产基地的公告》，万凯新材2023年12月6日对外投资公告，深交所互动易平台投资者问答，国泰海通证券研究

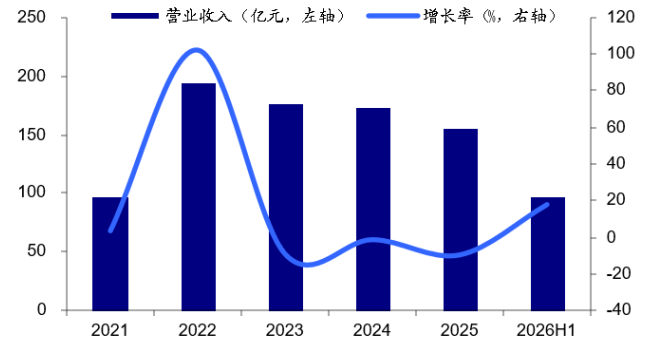
1.2. 2025年实现扭亏为盈

2026年上半年，公司经营业绩显著修复，盈利大幅增长。2026年上半年，公司实现营业收入96.52亿元，同比增长17.52%；归母净利润5.62亿元，

仅供内部参考，请勿外传！

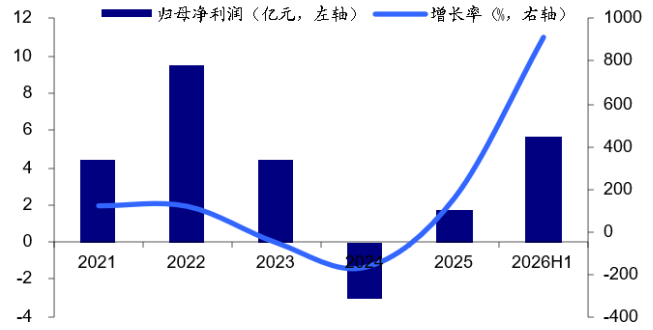
同比增长 910.09%，盈利弹性充分释放。产销方面，公司实现产销率 108.42%，其中国内销量 98.78 万吨，海外销量 48.39 万吨，外销同比增长 11.50%，海外市场拓展成效显著。经营活动产生的现金流量净额为 5.32 亿元，同比增长 14.50%，经营质量稳步提升。我们认为，2026 年上半年业绩大幅增长主要受益于三方面因素：（1）聚酯瓶片行业供需格局改善，加工差触底反弹，产品盈利能力回升；（2）子公司正达凯 60 万吨乙二醇项目投产，强化了低成本运营优势，原料自给率提升有效降低 PET 单位成本；（3）公司坚持以效益为中心，加强成本管控，适时调整产销节奏。2025 年公司已实现扭亏为盈，归母净利润 1.69 亿元，同比大幅增长 156.37%，为 2026 年上半年业绩高增长打下坚实基础。

图 4：2021-2026H1 公司营收与同比增速



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

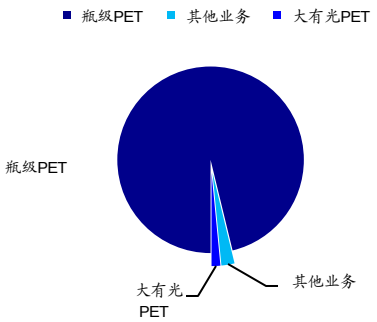
图 5：2021-2026H1 公司归母净利润与同比增速



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

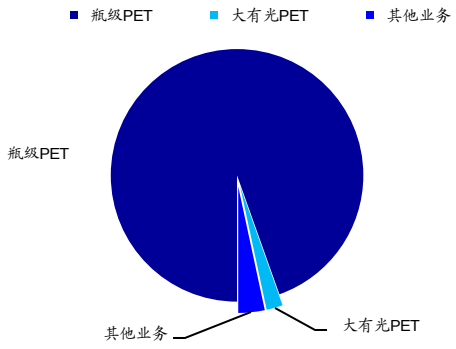
瓶级 PET 为公司核心营收来源，聚酯新材料、外销原料等其他业务体量较小。根据万凯新材 2025 年年度报告披露，四川 60 万吨乙二醇配套装置顺利投产，海外印尼、尼日利亚 PET 产能持续推进，同时多条改性聚酯新材料产线实现量产，完善公司纵向一体化与产品差异化布局，巩固国内瓶级 PET 行业产能龙头地位。从 2026 年半年报披露的公司营收构成来看，瓶级 PET 是公司绝对核心收入来源，营收占比达 95.59%；大有光 PET 营收占比 1.51%，各类改性新材料、外销乙二醇等其他业务合计营收占比仅 2.26%。从毛利贡献结构看，聚酯大宗产品依旧是利润基本盘，其他高附加值特种新材料毛利贡献占比相对更高，具备长期成长潜力。

图 6：2026H1 公司产品营收结构



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

图 7：2026H1 公司产品毛利结构

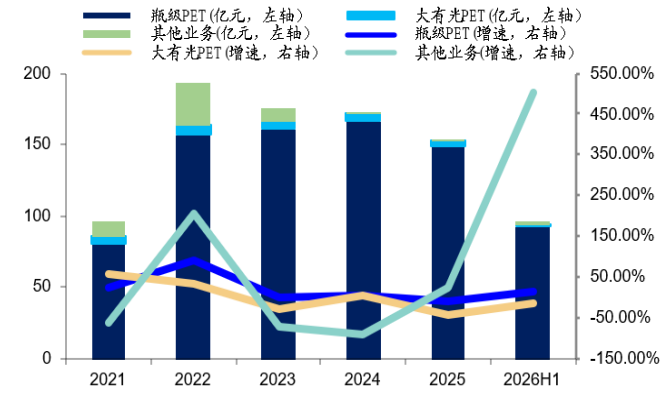


资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

公司主营业务表现良好，毛利率逐步企稳回升、盈利能力显著修复。分结构看，公司营收高度依托聚酯主业，2026 年上半年，公司瓶级 PET 业务实现营收 92.26 亿元，作为公司核心基本盘支撑整体经营稳定，大有光 PET 业务实现营收 1.46 亿元，新材料及其他业务实现营收 2.08 亿元，新材料板块营收同比实现大幅增长。毛利率方面，2026 年上半年，瓶级 PET 毛利率提升至 9.64%，大有光 PET 毛利率提升至 13.39%，两大核心产品毛利率均实现显著回升。这一改善主要受益于上游乙二醇项目落地、原料自给率提升及精细化成本管控。整体来看，公司主业毛利率实现稳步修复，盈利结构持续优化。

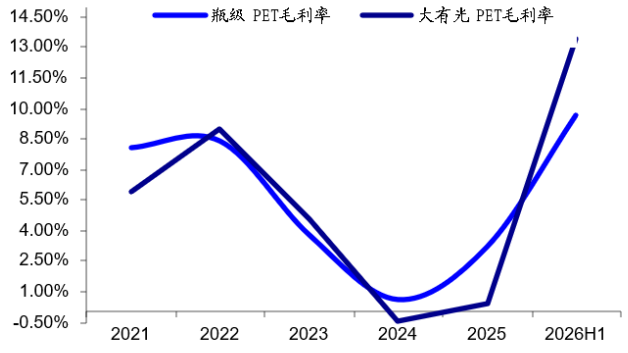
仅供内部参考，请勿外传！

图 8：2021-2026H1 公司主营业务营收与同比增速



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

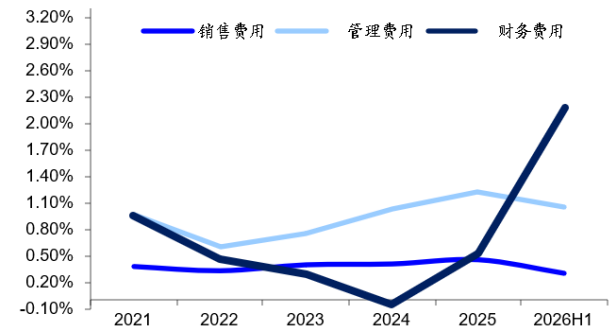
图 9：2021-2026H1 公司主营业务毛利率



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

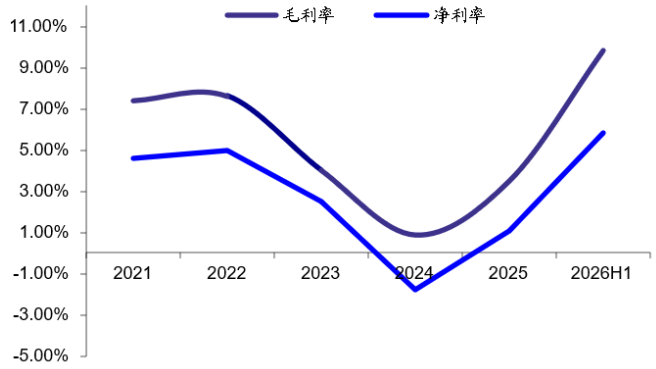
成本控制能力增强，费用率保持低位，盈利能力显著修复。2026 年上半年，公司销售费用率为 0.30%，管理费用率为 1.06%，财务费用率为 2.17%，三项费用率合计约 3.53%，整体处于较低水平，反映出公司在规模效应释放与精细化管理下，费用管控成效显著。2026H1，公司毛利率提升至 9.83%，净利率大幅提升至 5.81%，较此前年度显著改善，盈利能力显著增强，盈利弹性持续释放。

图 10：2021-2026H1 公司三项费用率



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

图 11：2021-2026H1 公司毛利率和净利率



资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

在建工程陆续投产，产能扩张支撑业绩增长。2025 年，公司固定资产较上年末增加 159.36%至 81.86 亿元，在建工程较上年末减少 90.33%至 4.81 亿元，主要系四川正达凯 MEG 项目转固所致。2026 年上半年，公司固定资产为 78.86 亿元，在建工程回升至 11.35 亿元，反映 MEG 项目已基本完成转固，同时海外项目开始进入资本开支阶段。尼日利亚 30 万吨项目 2026 年 7 月已正式投产，印尼 75 万吨项目持续推进，将成为公司未来 2-3 年的核心增长引擎。

图 12：2021-2026Q1 公司固定资产和增速

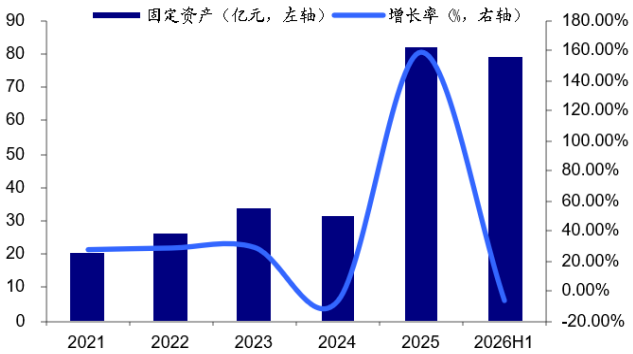
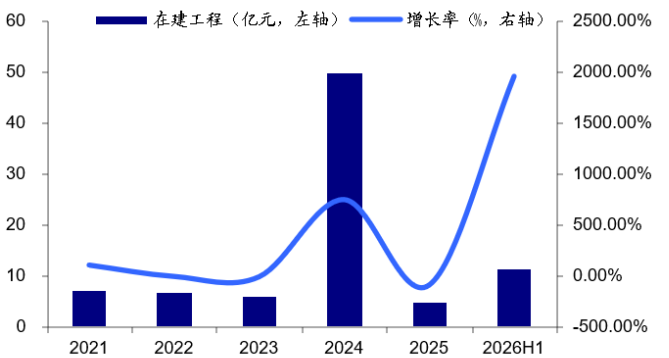


图 13：2021-2026Q1 公司在建工程和增速



仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

资料来源：iFinD，国泰海通证券研究

2. 出海把握全球 PET 红利，再生技术与机器人投资赋能长远发展

2.1. 聚酯瓶片行业：新增产能放缓，出海打开增量空间

聚酯瓶片，全称为聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），是一种广泛应用于包装领域的高分子聚合物材料，呈白色颗粒状，具备机械强度高、气体阻隔性优良、高透明等特性。根据应用场景可分为水瓶级、油瓶级、热灌装级和碳酸饮料级四大类别。聚酯瓶片位于聚酯产业链中下游，主要原料为 PTA 和 MEG，生产工艺包含聚合与固相增粘两个核心步骤。聚酯产品体系涵盖涤纶长丝、涤纶短纤、聚酯切片、聚酯瓶片和聚酯薄膜五大类，其中瓶片与薄膜作为非纤维类产品，广泛应用于饮料包装、食用油容器及外包装材料等领域。

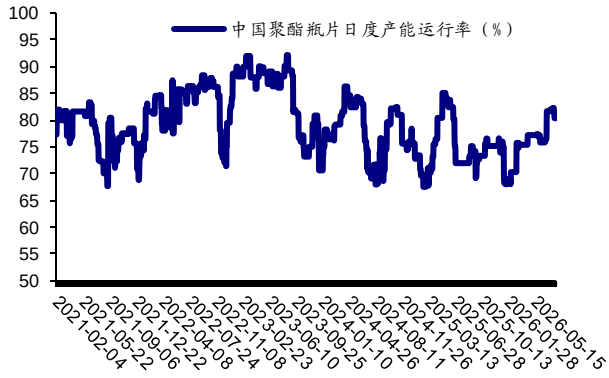
图 14：聚酯瓶片应用场景



资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

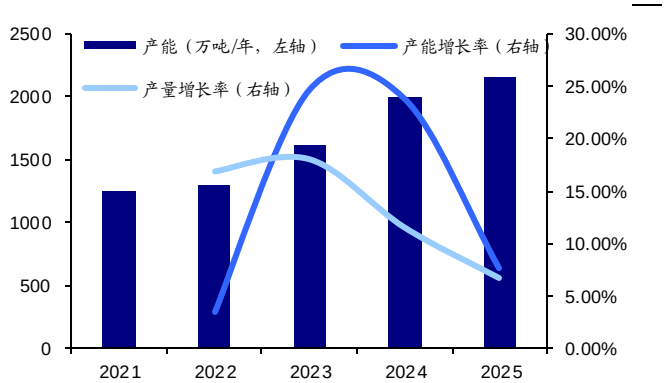
中国是全球最大的聚酯瓶片生产国和出口国。截至 2025 年底，中国大陆聚酯瓶片产能约 2159 万吨/年，同比增长 7.73%，占全球总产能的比重抬升至 49%。2025 年国内聚酯瓶片产量约 1753 万吨，消费量约 933.50 万吨。行业集中度较高，前四大生产企业——逸盛、三房巷、华润材料、万凯新材——合计产能约为 1720 万吨，国内行业集中度（CR4）达到 80.11%。

图 15：2021 年-2026 年聚酯瓶片产能运行率



资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

图 16：2021 年-2025 年产能、产能增长率和产量增长率



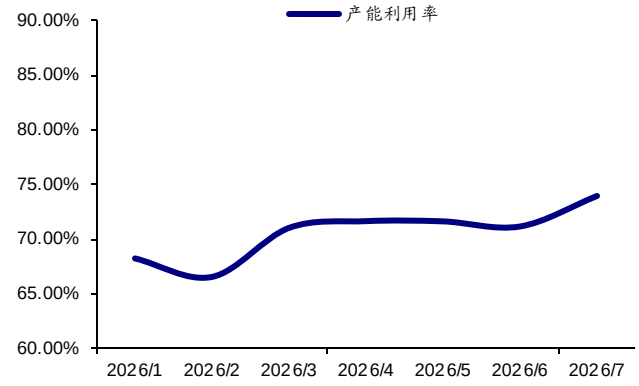
资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

供给端看，2023-2024 年行业经历集中扩产，2024 年新投产能达 402 万吨，2025 年新增产能回落至 155 万吨，2026 年初国内聚酯瓶片总产能增至 2183 万吨。但产能扩张并未带来产量同步增长——2026 年上半年行业产能利用率持续在 66%-74%之间低位运行。核心原因在于行业完整成本口径下盈利被持续挤压，截至 2026 年 10 月，聚酯瓶片生产已接近盈亏平衡线。在此背景下，主流生产企业陆续公布检修或减产计划，涉及产能合计超过 400 万

仅供内部参考，请勿外传！

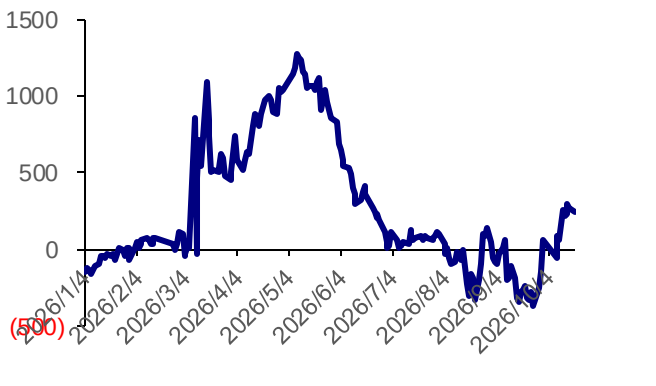
吨，约占行业总产能的 18%。

图 17：2026 年 1-7 月聚酯瓶片产能利用率



资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

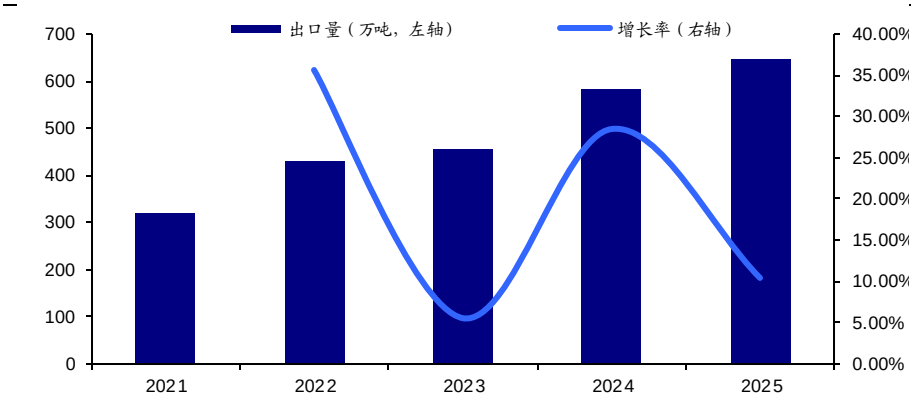
图 18：2026 年中国聚合工艺聚酯瓶片日度税前毛利



资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

需求端看，出口是消化国内产能的核心渠道。2025 年中国聚酯瓶片累计出口量 645.45 万吨，同比增长 10.38%；出口量占国内产量的 36.8%，约占全球贸易量的 50%。出口目的地集中在东南亚、中东及非洲，印度尼西亚、越南、俄罗斯位列前三。

图 19：2021—2025 年中国聚酯瓶片出口量与同比增速

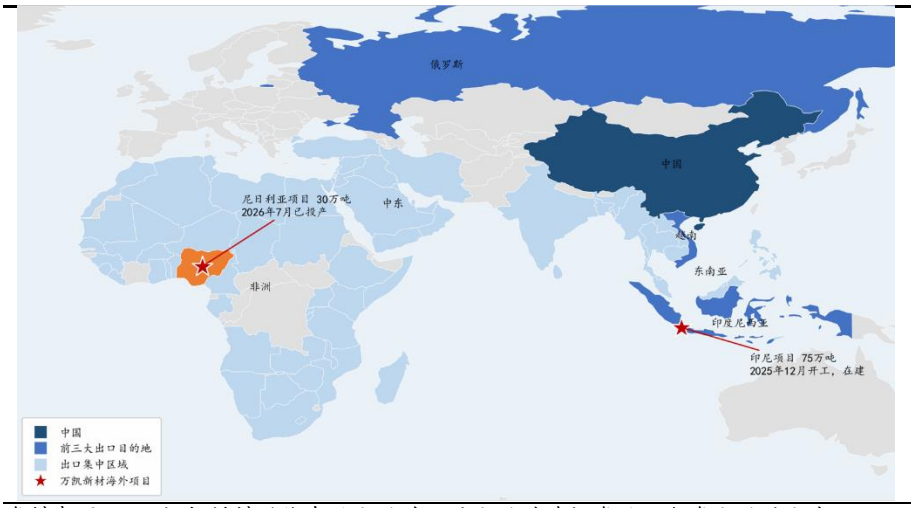


资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

万凯新材是国内聚酯瓶片行业海外布局最为领先的企业之一。公司拥有年产 300 万吨聚酯瓶片产能。尼日利亚 30 万吨项目已于 2026 年 7 月正式投产，是西非地区规模最大的食品级 PET 原料生产基地。印尼 75 万吨项目已于 2025 年 12 月开工奠基，位于印尼万丹省 KSI 园区，总投资约 20.02 亿元。两个海外项目合计 105 万吨产能，有望帮助公司在海外市场率先实现增量兑现。

仅供内部参考，请勿外传！

图 20：万凯新材海外产能布局示意图

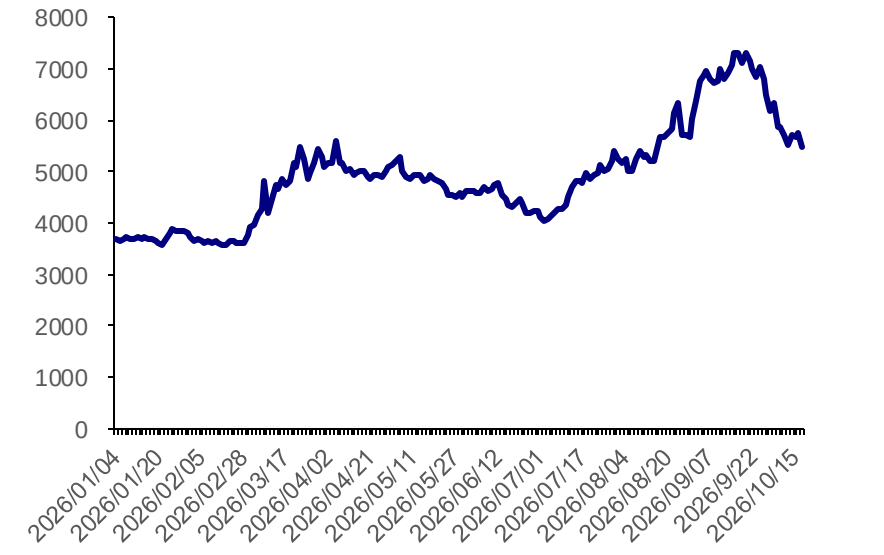


资料来源：《万凯新材料股份有限公司关于子公司对外投资设立合资公司的公告》，《万凯新材料股份有限公司关于对外投资建设海外生产基地的公告》，中国化学工程集团有限公司公众号，中国化学工程第三建设有限公司官网，国泰海通证券研究

2.2. 乙二醇行业：进口收缩叠加低库存，价格中枢显著上移

乙二醇是聚酯瓶片两大核心原料之一，其价格走势直接影响瓶片生产成本。在聚酯产业链中，MEG 与 PTA 合计占 PET 生产成本的 90%以上。2026 年以来，乙二醇价格出现显著上涨，华东市场现货自提价格从年初低位持续攀升至 10 月 19 日 5475 元/吨，涨幅较大。

图 21：2026 年华东地区乙二醇主流价

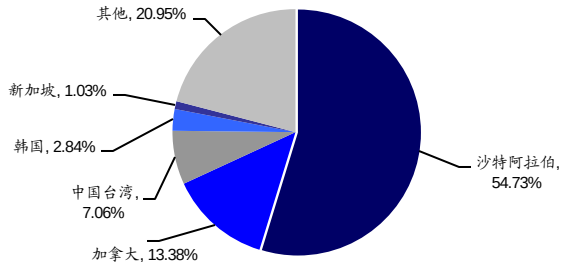


资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

供给端：进口断档叠加国内检修，供应收缩趋势明确。中国乙二醇进口依存度约为 27.71%，其中约 66%的进口货源来自中东地区。2026 年 2 月底美伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡通行受阻，乙二醇到港量持续处于历史低位。与此同时，国内装置 8 月进入年内检修高峰，新疆天业三期、通辽金煤、山西美锦、榆能化学等合计超 350 万吨/年产能集中停车检修。进口减少、油头减量、煤头检修三重因素共振下，边际供应被显著压缩。

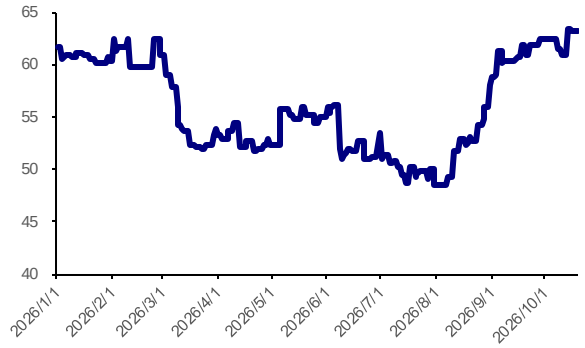
仅供内部参考，请勿外传！

图 22：2025 年中国乙二醇进口来源



资料来源：IFind，国泰海通证券研究

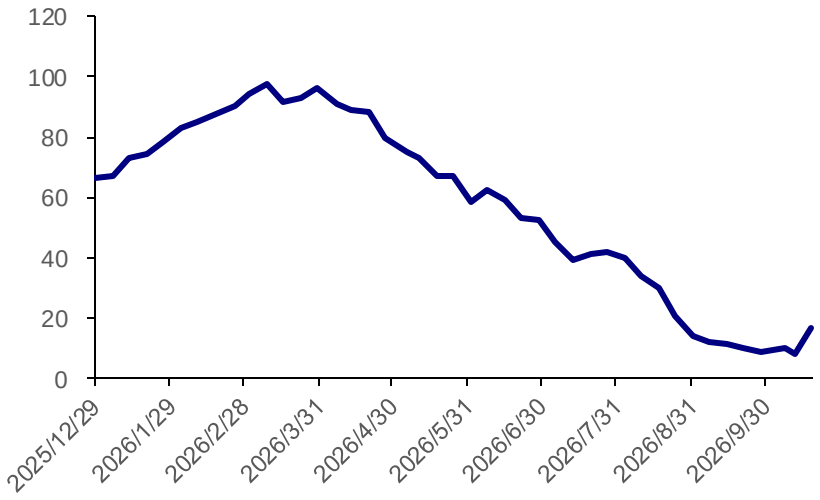
图 23：2026 年乙二醇开工负荷率



资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

库存端：港口库存去化至极低水平，现货缓冲严重不足。截至 2026 年 10 月 19 日，乙二醇华东地区港口库存仅 16.5 万吨，接近干涸状态。极低库存环境下，任何供给端扰动都能引发价格剧烈波动，市场交易重心已从原油成本传导转向霍尔木兹海峡船货通行节奏。

图 24：2026 年乙二醇华东主港库存



资料来源：iFind，国泰海通证券研究

需求端：下游聚酯开工承压，但低库存格局下价格弹性放大。受高价原料压制，聚酯开工率降至 71.81%，处于同期偏低水平，传统“金九”旺季对需求托底作用有限。然而，在中东局势未明朗、进口货源难以恢复的背景下，国内乙二醇供需缺口持续存在，除非聚酯开工再度下降，否则价格向上动力仍然存在。我们认为，Q3 油价抬升较 Q2 更为坚挺，且高油价下很难看到显著的需求负反馈，乙二醇价格中枢有望维持高位。

万凯新材通过正达凯 60 万吨 MEG 项目深度受益于本轮乙二醇涨价。公司正达凯 MEG 一期 60 万吨项目已于 2025 年 6 月达产，采用天然气制乙二醇工艺，能够基本满足重庆子公司 180 万吨 PET 产能的 MEG 需求，有效降低 PET 单位成本。在乙二醇现货价格大幅上涨的背景下，公司自产 MEG 的成本优势进一步凸显：外购 MEG 的企业需承受 7000 元/吨以上的现货价格，而公司天然气制 MEG 的成本相对刚性，价差扩大直接转化为利润弹性。正达凯 MEG 项目的投产进一步强化了万凯新材低成本、高效率的运营优势，此外，万凯新材年产 10 万吨乙二酸技改项目同样以乙二醇装置中间产品 DMO 为原料，进一步挖掘一体化装置的协同价值，形成“MEG+乙二酸+氢气”的多元化产品矩阵。

2.3. 生物酶解聚 PET 回收：政策驱动下的新兴赛道

再生 PET（rPET）是指以回收的废旧聚酯制品为原料，经加工后重新制成

仅供内部参考，请勿外传！

的 PET 材料。rPET 主流产品为再生 PET 瓶片，主要用于生产再生化纤，也可用于制作再生瓶、塑钢带等再生塑料制品。再生 PET（rPET）与原生 PET 的核心区别在于原料来源和产品用途。原生 PET 以 PTA 和 MEG 为原料直接聚合而成，产品质量稳定、性能可控，广泛应用于饮料瓶、食品包装等领域。在下游化纤应用领域，rPET 与原生 PET 功能相似，存在一定的替代关系。以生物酶法为代表的化学回收技术，能够将 PET 解聚为单体再重新聚合，产出品质媲美原生 PET 的食品级 rPET，真正实现了从废弃 PET 到高纯度单体的闭环循环。

表2 原生 PET 与再生 PET 的对比表

对比指标	原生 PET	再生 PET
原料来源	石油原料，经聚合反应制成	来自使用过的瓶子、包装和聚酯纤维
纯度	纯度极高，几乎无杂质	可能含杂质，取决于回收工艺
物理性能	拉伸强度高，透明，热稳定性好	强度和透明度较低，多次回收后会下降
颜色	透明或易于调色	易因氧化或杂质呈黄或灰色
生产成本	较高，依赖新石油原料	较低，利用塑料废弃物
环境影响	碳足迹更大，消耗化石资源	更环保，减少塑料垃圾与二氧化碳排放
耐用性	性能稳定，适合高技术要求的应用	随回收次数降低，适合短周期产品

资料来源：Vichem 化工官网，国泰海通证券研究

欧盟《包装和包装废弃物法规》（PPWR）的落地实施，为 rPET 行业创造确定性增量空间。2025 年 2 月 11 日，欧盟《包装和包装废弃物法规》（PPWR）正式生效，取代了实施近 30 年的《包装和包装废弃物指令》（94/62/EC）。新法规的大部分条款将于 2026 年 8 月 12 日起全面实施。该法规对塑料包装中最低再生含量作出明确规定：以 PET 为主要成分的接触敏感型包装（一次性塑料饮料瓶除外），到 2030 年再生含量须达 30%，到 2040 年须达 50%；一次性塑料饮料瓶的再生含量要求更高，到 2030 年须达 30%，到 2040 年须达 65%。我们认为欧盟作为全球最大的聚酯瓶片进口市场之一，其强制性再生含量目标将直接拉动食品级 rPET 的需求。

表3 欧盟 PPWR 法规关键时间节点及管控要求梳理表

日期	适用规则	适用对象/包装类型
2026 年 8 月 12 日	符合性声明和技术文件，能够追溯至制造商的包装，尽量减少使用令人担忧的物质，食品接触中的 PFAS 物质含量限制标准，关于环境声明的规定	所有包装材料
2028 年 8 月 12 日	关于材料和分类的标准化标签制度	所有的包装材料，除了运输用包装之外
2029 年 2 月 12 日	可重复使用的包装标签，附带二维码	可重复使用的包装
2030 年 1 月 1 日	塑料中的回收成分比例，可回收利用性（至少达到 C 类标准），空隙率不超过 50%，有规定的重复利用目标，禁止使用的包装类型，包装废弃物减少 5%（在欧盟范围内，而非针对每个公司）	特别是制造商和进口商
2035 年 1 月 1 日	包装废弃物减少了 10%；同时也在实际环境中评估了其可回收性（“大规模回收”）	所有包装材料
2038 年 1 月 1 日	可回收性：至少属于 B 类	市场上所有的包装材料
2040 年 1 月 1 日	更高的回收材料比例和重复利用率，包装废弃物减少了 15%	特别是制造商和进口商

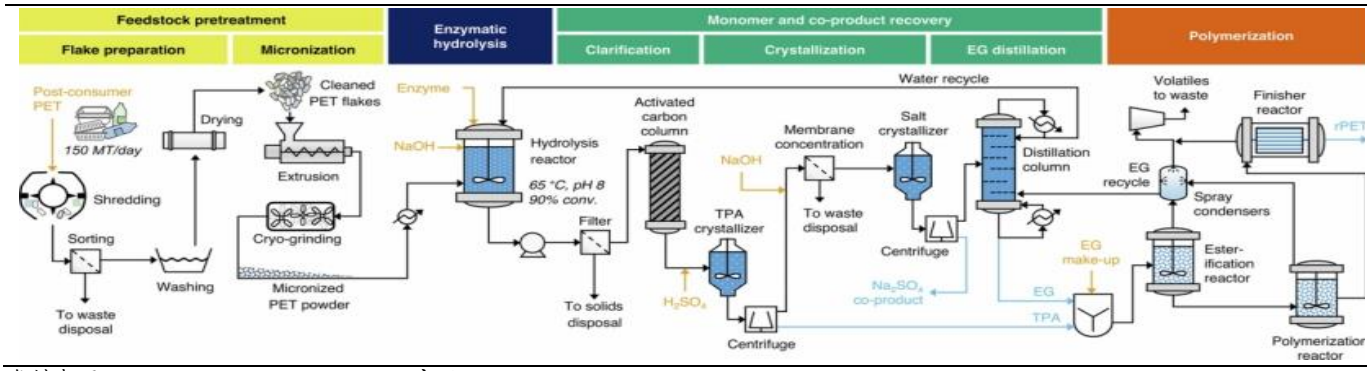
资料来源：欧盟《包装与包装废弃物法规》(Regulation (EU) 2025/40，PPWR)，欧盟 EUR-Lex 官方法律数据库，国泰海通证券研究

不同回收路线的技术差异，决定了企业能否承接欧洲市场的需求红利。rPET 回收工艺主要包括物理法、物理化学法、化学法和生物酶解法。物理法投资少、工艺成熟，但仅能降级回收；物理化学法通过增黏提升品质，可处理成分复杂的废旧纺织品；化学法将 PET 解聚为单体再聚合，能彻底去除杂质、

仅供内部参考，请勿外传！

产出高品质产品，但成本较高；生物酶法通过工程酶在温和条件下将 PET 精准还原为单体，转化率高、可处理混杂废料。在 PPWR 框架下，只有化学法和生物酶法产出的高品质 rPET 才能满足欧盟食品级再生含量要求，技术路线直接决定了企业能否参与欧洲市场的红利分配。

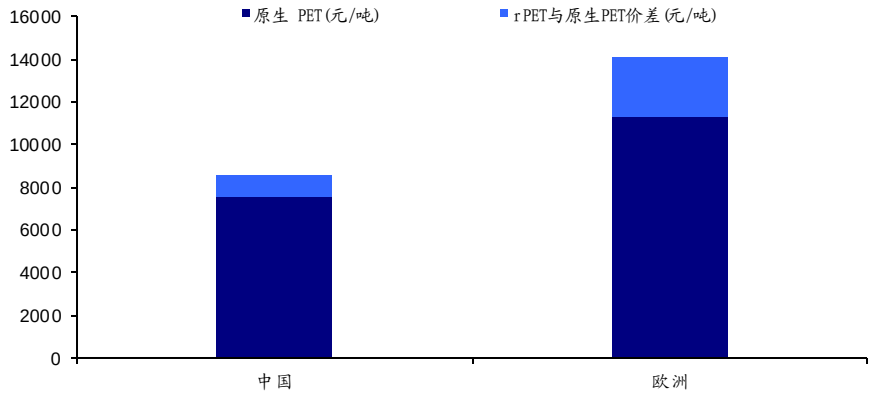
图 25：rPET 生物酶回收法技术图



资料来源：Nature Chemical Engineering 官网

高品质 rPET 的经济价值已在市场价格中得到验证，欧洲溢价显著高于国内。欧洲市场食品级 rPET 长期维持对原生 PET 的显著溢价，价差持续处于高位。2026 年 4 月，受国际形势影响，欧洲原生 PET 价格上升曾上升至 1450 欧元/吨，而食品级 rPET 颗粒价格稳定至 1800 欧元/吨，二者价差约 350 欧元/吨(约 2737 元/吨)，历史上该价差曾在 2025 年 5 月扩大至 730 欧元/吨（约 5709 元/吨），创下阶段性高点。国内方面，食品级 rPET 与原生 PET 价差约 975 元/吨。原生 PET 价格的历史高位印证了 rPET 在欧洲市场的刚性溢价，即便价差有所回调，中枢仍远高于国内。欧洲 rPET 溢价空间较大，价差优势始终稳固。我们认为国内企业通过布局高品质 rPET 产能，有望以较低的生产成本对接欧洲高溢价市场，构建“国内生产+海外销售”的业务模式。

图 26：2026 年中国与欧洲的食品级 rPET 价格与原生 PET 价差

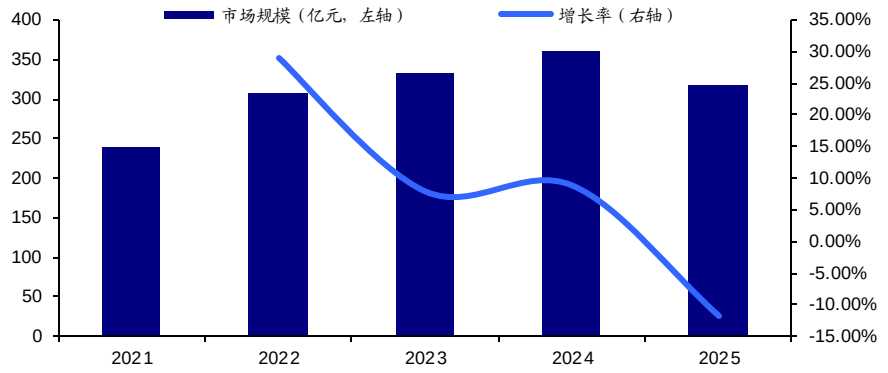


资料来源：BIR 官网，ChinaRepeT 官网，国泰海通证券研究

万凯新材在国内 rPET 领域具备优势。政策端，2025 年 8 月国家市场监督管理总局发布 9 项再生塑料国标，于 2026 年 2 月 1 日起全面实施，行业准入门槛显著提升，低端产能面临出清。公司 rPET 产线预计 2028 年上半年投产，精准卡位行业合规洗牌窗口。技术端，国内 rPET 行业以物理法为主，仅能实现降级利用，而万凯新材拥有物理法+化学法+生物酶法全栈技术，合资公司为 Carbios 在亚洲独家授权其 PET 解聚技术的公司，具备食品级瓶到瓶闭环回收能力。市场端，2025 年中国 rPET 市场规模已达 318.24 亿元。国内 rPET 市场正处于从非食品级向食品级跃迁的关键阶段，瓶到瓶闭环回收的高价值属性将推动废 PET 瓶资源向瓶用领域集中。产业协同端，公司 300 万吨 PET 产能和 60 万吨 MEG 产能，使其既生产原生 PET 也布局 rPET，可根据市场需求灵活调配产能。

仅供内部参考，请勿外传！

图 27：2021-2025 年中国再生 PET 市场规模



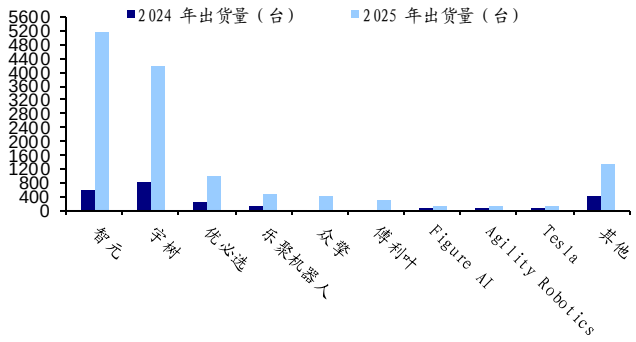
资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究
注：市场规模 = 再生 PET 产量 × 市场均价，为团队测算结果

万凯新材携手法国 Carbios 布局生物酶解聚 PET 回收。2025 年 12 月，双方签署《股东协议》成立合资公司，注册资本 2.77 亿元，万凯新材持股 70%，Carbios 持股 30%，共同建设首座年处理 5 万吨废料的生物酶解聚 PET 项目，总投资 1.15 亿欧元。2026 年 6 月，合资公司完成工商注册，名为凯碧欧（浙江）生物科技有限公司。Carbios 是全球生物酶法塑料再生技术的开创者，创立于 2011 年，为泛欧交易所上市公，其技术被纳入“France 2030”国家战略重点项目，并获雀巢饮料、百事公司、三得利等全球知名企业认可。此次合作标志着生物酶法 PET 解聚技术首次在亚洲规模化落地。

2.4. 跨界投资机器人：布局新兴产业赛道

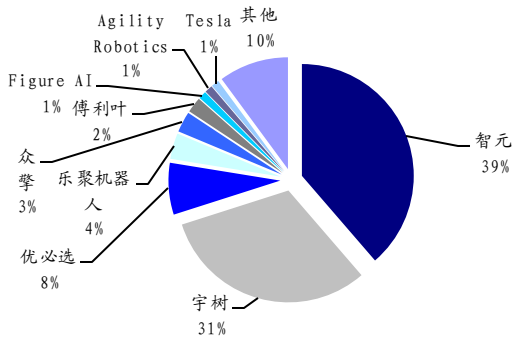
全球人形机器人市场正处于爆发式增长阶段。据 IDC 统计，2025 年全球人形机器人出货量约 1.34 万台，同比增长 508%，市场销售额约 4.4 亿美元，行业正式迈入规模化商用阶段。从竞争格局来看，中国企业在整机量产交付层面占据全球主导地位；据 Omdia 数据，2025 年全球出货量前六名均为中国企业，合计占据全球 86.9% 市场份额，其中智元机器人出货 5168 台，位居全球首位。行业由多方入局转向头部集中、梯队分化，需求集中于文娱商演、科研教育、数据采集、导览导购、工业智造、仓储物流六大 B 端场景。

图 28：2024 年-2025 年全球人形机器人出货量



资料来源：Omdia，国泰海通证券研究

图 29：2025 年全球人形机器人市场份额占比



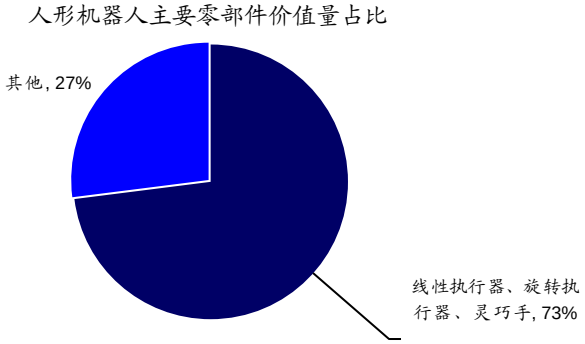
资料来源：Omdia，国泰海通证券研究

人形机器人产业链价值高度集中于上游核心零部件，三大执行器合计占主要零部件价值量的 73%。人形机器人产业链上游涵盖执行器（包含旋转执行器、线性执行器、灵巧手）、感知器、控制与交互部分、动力部分、结构件及热管理系统。从价值量分布来看，线性执行器、旋转执行器与灵巧手三大执行器合计占整机成本的 73%，其核心构成单元包括电机、丝杠、减速器、轴承等。灵巧手和触觉传感器是目前上游零部件中资本最集中的两个方向，其共同特点是不依赖人形机器人的量产节奏，具备独立的技术壁垒和商

仅供内部参考，请勿外传！

业化路径。万凯新材通过投资灵心巧手并建立业务合作，切入的正是这一产业链中价值量最高、技术壁垒最强的环节。

图30：人形机器人主要零部件价值量占比



资料来源：M2 觅途咨询，国泰海通证券研究

灵心巧手是全球高自由度灵巧手领域龙头企业，技术实力和量产能力构成万凯新材切入机器人赛道的核心支撑。灵心巧手专注于灵巧操作的具身智能解决方案，团队超 500 人，占全球高自由度灵巧手 80%以上市场份额，是目前全球实现高自由度灵巧手千台量产的公司。其 Linker Hand 系列覆盖连杆、腱绳、直驱三大主流技术路线，旗舰产品直驱灵巧手 Linker Hand O30 拥有 20 个全独立活动关节，实现从手指根部到指尖的全链路直驱控制，从根本上消除传动背隙，是灵巧操作模型训练的理想硬件平台。在 WRC 2026 上，灵心巧手展示了灵心巧匠全自动机械臂产线，由多台工作台协同作业，自主完成从零部件抓取、装配到成品下线的完整流程，具备在非结构化环境中识别、决策与执行的抗干扰能力。

图31：灵心巧手产品图



资料来源：灵心巧手官网，国泰海通证券研究

万凯新材以产业资本身份切入人形机器人赛道，投资与业务联动形成双重卡位。公司作为领投方之一参与灵心巧手种子轮融资。经多轮融资后，截至 2026 年 6 月合计持有 3.71% 股份；同月转让 0.73% 股权，回款 9960 万元，交易完成后合计持股 2.98%。控股孙公司轻镁智塑已与灵心巧手签署人形机器人零部件采购合同，金额 1000 万元，预计 2026 年度关联交易总额 5000 万元。轻镁智塑向灵心巧手提供的是人形机器人手臂相关的轻量化零部件、结构件产品及组装服务，而这正是灵心巧手实现灵巧手千台量产和全自动机械臂产线的关键环节——轻量化结构件直接决定了灵巧手的负载能力和响应精度。轻镁智塑的精密制造能力与灵心巧手的灵巧操作技术形成互补，我们认为随着技术的进一步成熟，万凯新材有望将新材料研发与精密制造领域的能力延伸至人形机器人产业链。

图32：灵心巧手融资历程图

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：36 氪创投平台，国泰海通证券研究

我们认为，万凯新材投资灵心巧手的作用主要体现在三个层面：财务上，公司已通过部分退出收回全部投资成本并实现盈利，剩余股权仍具备显著的增值弹性；业务上，轻镁智塑与灵心巧手的合作已从股权层面延伸至实际订单，公司新材料能力在机器人领域实现商业化落地；战略上，公司借此切入人形机器人产业链，在聚酯主业之外开辟了第二增长曲线，有助于提升长期估值中枢。

3. 一体化与全球化共振，三大项目集群夯实长期成长底座

3.1. 项目落地，构筑天然气—MEG—PET 一体化成本壁垒

公司以四川正达凯为核心平台，向上游乙二醇原料环节延伸，同时依托乙二醇装置中间产品 DMO 进一步拓展至乙二酸等高附加值副产品，构建从天然气到瓶级 PET 的纵向一体化布局，有效降低原材料成本波动对主业的冲击。

四川正达凯 60 万吨乙二醇项目填补了公司上游原料自给的空白，使万凯新材成为国内少数实现“天然气—MEG—PET”一体化布局的聚酯瓶片企业。项目位于四川省达州市宣汉县，以天然气为原料制乙二醇，设计产能 60 万吨/年，项目预算约 60 亿元，建设期 36 个月。据公司 2026 年 6 月在互动平台的回复，该项目已于 2025 年 6 月份正式达产。项目投产后基本满足公司重庆子公司 180 万吨 PET 产能对 MEG 的需求，有效降低 PET 单位成本，显著提升原料自给率和成本控制能力。

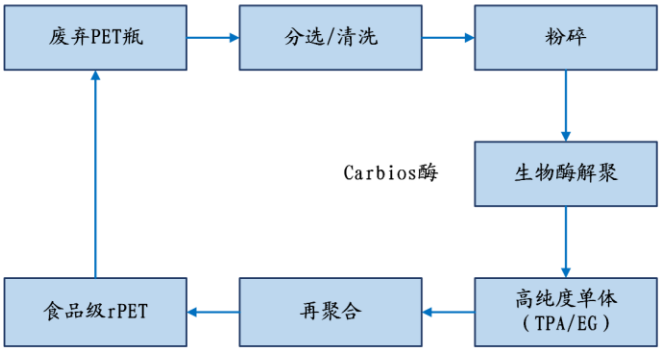
年产 10 万吨乙二酸技改项目在不新增前端装置的前提下挖掘存量价值，将乙二醇装置的中间产品 DMO 转化为高附加值的乙二酸，大幅提升装置的综合产出效率。2025 年 12 月 2 日，公司第二届董事会第二十七次会议审议通过该项目议案，以乙二醇装置的中间产品 DMO（草酸二甲酯）为原料，采用水解法生产工艺制备乙二酸，并副产 8939Nm³/h 氢气。项目计划总投资约 3.5 亿元，建设期 9 个月，建成后将形成年产 10 万吨乙二酸的生产能力。乙二酸应用场景广泛，覆盖稀土、新能源、制药、石英砂等领域。公司 2026 年 6 月在互动平台表示，该项目已进入投产前的关键阶段，正在进行最后的设备调试，力争尽快投产。

两个上游项目落地后，公司不再完全依赖外采乙二醇，实现核心原料自给，同时挖掘副产品价值，完善一体化生产体系，夯实瓶片主业成本壁垒。

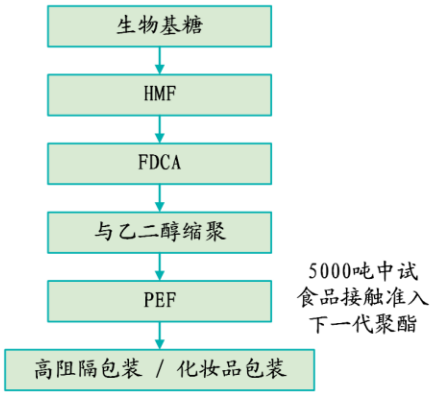
图 33：万凯新材生物酶解 PET 闭环与生物基 PEF 技术路线图

仅供内部参考，请勿外传！

生物酶解聚PET闭环工艺流程



生物基呋喃聚酯PEF中试技术路线



资料来源：《关于对外投资设立合资公司暨投资建设生物酶解聚 PET 再生项目的公告》，《关于合资企业完成工商注册并取得营业执照的公告》，《万凯新材 2026 年半年度报告》，《万凯新材 2025 年年度报告》，《2026 年 5 月 13 日投资者关系活动记录》，国泰海通证券研究

3.2. 尼日利亚与印尼双基地布局，全球化产能双支点加速成型

公司是国内聚酯瓶片行业海外布局最领先的企业之一，尼日利亚和印尼两个海外项目合计 105 万吨产能，已完成非洲首站布局，并持续推进东南亚产能落地。

尼日利亚 30 万吨食品级 PET 项目是万凯新材首个自建海外生产基地，项目投产后一举填补了西非高端包装原料的产能空白，标志着公司全球化战略取得重要实质性进展。公司通过全资子公司重庆万凯间接持有新加坡合资公司 65%股权，并由该合资公司在尼日利亚投资建设瓶级 PET 生产基地。项目位于尼日利亚奥贡州 SAGAMU 地区，新建 1 条产能为 30 万吨/年的 SSP 装置，项目计划总投资 3.29 亿元。据 2026 年中报披露，项目于 6 月底试车成功。2026 年 7 月，项目首批合格食品级 PET 瓶片顺利下线。

印尼 75 万吨食品级 PET 项目是公司继尼日利亚之后全球化产能布局的第二落点，旨在抢占东南亚庞大的包装消费市场。2025 年 4 月 18 日经公司董事会审议通过，项目位于印尼万丹省 KSI 园区，占地面积 9 万平方米，规划产能 75 万吨/年，总投资 20.02 亿元人民币，建设期 24 个月。截止 2026 年 8 月底，项目整体设计已完成，部分长周期设备已签订采购协议，正在做开工建设准备。

尼日利亚项目已落地投产，完成非洲板块产能布局；印尼项目尚处于建设前期。一成熟一在建，共同构成公司全球化产能的双支点，推动公司从国内聚酯厂商向跨国企业转型。

3.3. 生物酶解聚 PET 与呋喃聚酯协同，卡位绿色新材料赛道

公司通过研发创新驱动，布局生物酶解聚 PET 回收和生物基呋喃聚酯两大方向，向高附加值新材料领域延伸，兼顾短期绿色产品产业化与长期前沿材料技术储备。

生物酶解聚 PET 再生项目是全球首台套生物酶解聚 PET 再生工业化装置，突破了传统物理法 rPET 仅能降级利用的技术瓶颈，真正实现了从废弃 PET 到高纯度单体的闭环循环。2025 年 12 月 2 日，公司第二届董事会第二十七次会议审议通过相关议案，与法国 Carbios S.A.签署《股东协议》，在中国成立合资公司，注册资本约 2.77 亿元，万凯新材持股 70%，Carbios 持股 30%。双方合作建设首座年处理 5 万吨废料的生物酶解聚 PET 再生项目，暂定总投资 1.15 亿欧元（约 9.22 亿元人民币）。Carbios 是全球生物酶法塑料再生技术的开创者，其技术被纳入“France 2030”国家战略重点项目。2026 年 6 月，合资公司完成工商注册，名为凯碧欧（浙江）生物科技有限公司。

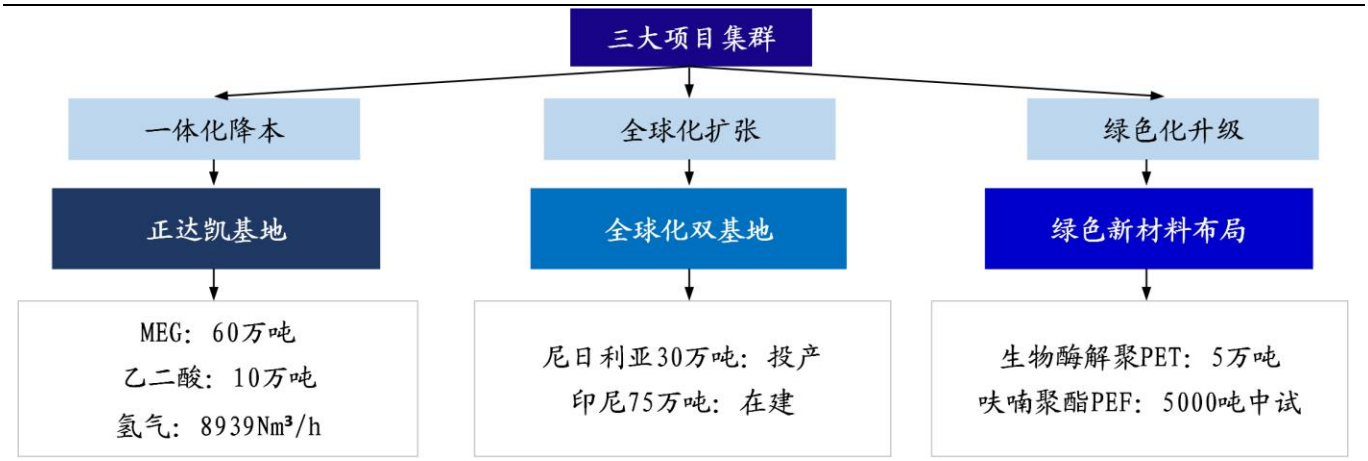
5000 吨生物基呋喃聚酯中试项目聚焦被业界视为“下一代聚酯”的 PEF 新材料开发，为后续规模化产业化做技术储备。2025 年，该项目已完成政策准入突破，获准在中国境内用于食品接触用途，主要应用于高阻隔包装、化

仅供内部参考，请勿外传！

妆品包装等新市场领域。目前该项目处于稳步推进中，有助于公司建立生物基呋喃聚酯技术平台，提前卡位下一代生物基高分子材料赛道。

两个项目分别对应产业化再生 PET 和前沿生物基材料中试，兼顾短期绿色产品落地与长期技术储备，推动公司产品向高附加值、绿色化升级，改善整体盈利结构。

图 34：万凯新材主要项目



资料来源：《2026 年 5 月 13 日投资者关系活动记录》，《万凯新材 2026 年半年度报告》，《2026 年 8 月 27 日投资者关系活动记录》，《关于对外投资设立合资公司暨投资建设生物酶解聚 PET 再生项目的公告》，《万凯新材 2025 年年度报告》，国泰海通证券研究

4. 盈利预测

（1）聚酯行业： 随着行业“反内卷”协同推进，行业供需格局改善，加工差触底反弹。产销量方面，公司尼日利亚 30 万吨项目已于 2026 年 7 月投产，印尼 75 万吨项目有序推进，预计 26-28 年公司整体产销量保持稳步增长；产品价格及盈利能力方面，受益于正达凯 60 万吨 MEG 项目投产，公司实现“天然气—MEG—PET”一体化，原料自给率提升有效降低单位成本，自产 MEG 较外购具备显著成本优势，我们预计 26-28 年营业收入分别为 213.37、215.89、243.84 亿元，毛利率分别为 7%、7%、8%，盈利能力稳步修复。

（2）化工行业： 公司化工行业主要为配套自用及少量外销，整体体量较小。我们预计 26-28 年营业收入为 0.85 亿元，毛利率保持稳定，对公司整体业绩影响有限。

（3）其他业务： 包含大有光 PET 及各类高附加值改性新材料。公司持续布局绿色新材料，生物酶解 PET 与 PEF 中试稳步推进，高附加值产品占比提升。我们预计 26-28 年营业收入分别为 1.54、1.62、1.70 亿元，毛利率分别为 33%、32%、31%，维持较高盈利水平。

表4 盈利预测表

分类	项目	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
聚酯行业	营业收入（亿元）	166.05	171.48	152.62	213.37	215.89	243.84
	营业成本（亿元）	159.74	170.51	147.86	198.44	200.79	224.49
	毛利（亿元）	6.31	0.97	4.76	14.92	15.10	19.35
	毛利率	4%	1%	3%	7%	7%	8%
化工行业	营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.85	0.85	0.85	0.85
	营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.72	0.72	0.72	0.72
	毛利（亿元）	0.00	0.00	0. 13	0.13	0.13	0.13
	毛利率	0%	0%	15%	15%	15%	15%
其他业务	营业收入（亿元）	9.27	0.83	1.47	1.54	1.62	1.70
	营业成本（亿元）	8.57	0.33	0.98	1.04	1.10	1.17
	毛利（亿元）	0.70	0.50	0.49	0.50	0.52	0.54
	毛利率	8%	60%	33%	33%	32%	31%

仅供内部参考，请勿外传！

总和	营业收入（亿元）	175.32	172.32	154.94	215.76	218.37	246.39
	营业成本（亿元）	168.3	170.84	149.55	200.21	202.62	226.38
	毛利（亿元）	7.02	1.48	5.39	15.55	15.75	20.01
	毛利率	4.00%	0.86%	3.48%	7.21%	7.21%	8.12%

资料来源：Choice，国泰海通证券研究

5. 估值分析

我们采用 PE 估值法，可比公司选取华润材料、桐昆股份。其中，华润材料与公司同属瓶片行业，桐昆股份为聚酯产业链一体化龙头，两者与公司主业均具备较强可比性。考虑到公司是瓶片行业龙头，拥有“天然气—MEG—PET”一体化成本壁垒，且尼日利亚项目已投产、印尼项目稳步推进，海外成长性突出，结合可比公司估值水平，我们按照 2026 年预测 EPS 及 11 倍 PE，给予目标价 17.38 元，给予“增持”投资评级。

表5 可比公司估值表

代码	简称	总市值（亿元）	EPS(元)			PE(倍)		
			2024	2025	2026E	2024	2025	2026E
301090.SZ	华润材料	100.02	-0.38	0.34	0.33	-	20.18	20.79
601233.SH	桐昆股份	513.28	0.50	0.85	3.02	43.23	25.49	7.13
	平均		0.06	0.59	1.67	43.23	22.84	13.96

资料来源：Choice，国泰海通证券研究，注：收盘价为 2026 年 10 月 22 日价格，EPS 为 Choice 一致预期。

6. 风险提示

原材料价格大幅波动；行业新增产能投放超预期；海外项目投产进度不及预期；汇率波动风险；新材料业务拓展不及预期；机器人业务拓展不及预期。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666