下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业深度

# 粘胶短纤：供需共振，复苏渐进

化学纤维

## 核心观点

供给侧，粘胶短纤行业格局高度集中且未来新增产能有限，25 年 8 月以来国内粘胶短纤行业开工率均维持在 85%以上的较高水平，同时行业进入去库周期，目前库存已经接近 2020 年以来最低水平；需求侧，全球棉花供给预期偏紧，今年以来棉花-粘胶短纤价差走扩，粘胶短纤性价比提升拉动替代需求，同时下游涡流纺与无纺布有望支撑粘胶短纤中长期需求，粘胶短纤供需共振，有望迈入复苏新周期。

**棉粘价差逐步走扩，替代需求或将驱动粘胶短纤景气上行。**粘胶短纤与棉花性能相近，可实现部分替代。截至今年 9 月末，棉花-粘胶短纤价差已经处于 2015 年以来相对较高历史分位数，同时根据 USDA 预测 2026/2027 全球棉花或将经历减产去库，而国内由于政策调控和新疆地区高温影响，棉花产量存在下降预期，棉花价格中枢有望提升，进而支撑粘胶短纤的替代需求与价格上涨。从短期来看，现阶段国内粘胶短纤行业整体呈现“高开工+低库存”的景气特征。

**供给侧：高集中度格局形成，行业新增产能有限。**在政策引导和市场化竞争的双重作用下，2019 年以后国内粘胶短纤产能逐步趋于稳定，未来规划新增产能相对有限。现阶段粘胶短纤行业格局高度集中，前三大企业市占率已超过 70%，龙头企业话语权显著增强，同时反内卷背景下有望避免无序价格竞争。

**需求侧：涡流纺与无纺布有望支撑粘胶短纤中长期需求向好。**2025 年国内粘胶短纤需求主要集中在纱线（70%）和无纺布（30%），纱线领域近年来涡流纺产能的快速扩张，粘胶短纤具备较强的加工适配性，需求有望充分受益；此外，无纺布在粘胶短纤下游需求占比呈现逐步提升的趋势，且国内无纺布产量连续两年增速超过 5%，Research Nester 预计 2025-2037 年全球无纺布行业规模年均复合增长率有望达到 8.6%，因而无纺布或将成为粘胶短纤下游需求另一增长极。

**投资建议：**当前阶段粘胶短纤供给侧已形成“高度集中+有限新增”的新格局，需求侧存在“棉花替代+涡流纺/无纺布需求提升”的多重驱动，粘胶短纤供需共振，价格与利润中枢有望提升，建议关注具备较大粘胶短纤产能的头部企业。

**风险提示：**粘胶短纤下游需求不及预期；棉花与其他替代纤维价格下跌；原材料价格波动；国际贸易摩擦风险；新增产能超预期；不同数据来源统计口径可能存在区别或误差。

维持 强于大市

**杨晖**
yanghui1@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525120006

**任建斌**
renjianbin@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526080003

发布日期： 2026 年 10 月 20 日

**市场表现**




本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录

一、棉粘价差逐步走扩，替代需求或将驱动粘胶短纤景气上行 ..... 1
1.1、性能奠定替代基础，价格影响消费结构 ..... 1
1.2、全球棉花供给预期偏紧，有望支撑粘胶短纤价格中枢上行 ..... 3
二、中长期供需格局向好，龙头企业定价权或将显著提升 ..... 10
2.1、高集中度格局形成，行业新增产能有限 ..... 10
2.2、涡流纺产能扩张或将提升粘胶需求，行业供需格局有望中长期向好 ..... 12
2.3、供需平衡表测算：供给增量相对有限，格局有望持续改善 ..... 14
三、周期回溯：粘胶短纤行业的新格局与新秩序 ..... 15
四、相关标的 ..... 17
4.1、中泰化学 ..... 17
4.2、三友化工 ..... 17
4.3、吉林化纤 ..... 18
五、投资建议 ..... 20
风险分析 ..... 21

下载日志已记录，仅供内部参考



# 一、棉粘价差逐步走扩，替代需求或将驱动粘胶短纤景气上行

## 1.1、性能奠定替代基础，价格影响消费结构

粘胶纤维是以天然纤维素（木材、棉短绒、竹片）等为原料，经碱化、老化、磺化等工序制成可溶性纤维素，再溶于稀碱液制成粘胶，经湿法纺丝而制成。粘胶纤维包括粘胶短纤和粘胶长丝两类，其中粘胶短纤产量较大，根据中国化纤工业协会数据，2025 年粘胶短纤约占粘胶纤维总产量的 95%。根据百川盈孚，粘胶短纤下游主要用于纱线（70%）和无纺布（30%）。

粘胶短纤与棉花、涤纶短纤部分性能相近但又存在差异，根据吉林化纤公司公告，粘胶短纤相较于涤纶等合成纤维，其在舒适性、透气性等性能上有明显的优势，是最接近棉花的人造纤维；相较于棉花，其在可纺性、标准化程度及染色性上较棉花又有着比较优势。因此粘胶短纤与棉花、涤纶短纤在某种程度上可以互相替代，当棉花紧缺、价格高企，下游便会增加短纤的用量；相反，如果短纤价格处于高位，下游对棉花的用量会相应增加。

**图 1:粘胶短纤在透气性与舒适性等方面与棉花较为接近**

| 对比维度 | 粘胶短纤 | 棉花 | 涤纶短纤 |
|---|---|---|---|
| 性质 | 人造天然纤维 | 天然纤维 | 化学合成纤维 |
| 吸湿性 | 非常好（12%-14%）含湿率最符合人体皮肤的生理要求，光滑凉爽 | 较好（4%-8.5%） | 差（0.4%-0.5%） |
| 透气性 | 非常好 | 非常好 | 较差 |
| 悬垂性 | 好（比重大 1.5-1.52） | 较差（易变形起皱） | 好（耐皱性好、弹性好、尺寸稳定性较好） |
| 染色难度 | 非常好，可使用直接、还原、碱性、色酚、媒染、硫化、反应性及颜料等染料染色 | 较好，可使用直接、还原、碱性、硫化、活性、偶氮、媒染等 | 一般，可使用分散、色酚、还原、可溶性等染料染色 |
| 舒适性 | 与棉花非常接近，亲肤性好，抗静电 | 非常好 | 一般 |
| 强度 | 较强 | 一般 | 非常强，是棉花的两倍 |

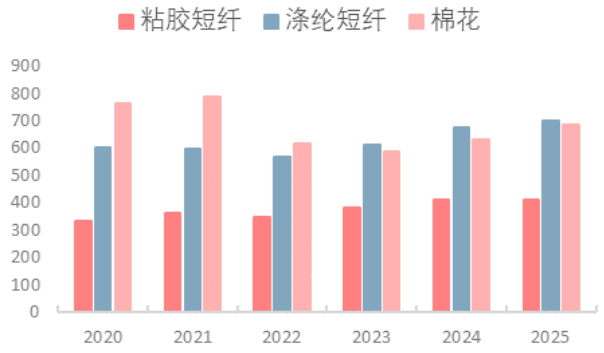
*数据来源：华经产业研究院，中信建投证券*

根据百川盈孚，2020-2025 年粘胶短纤与涤纶短纤表观消费量稳步提升，而棉花表观消费量在经历 22-23 年下滑后逐步回升。但从需求结构角度而言，若仅考虑这三种纤维对应的市场需求，2020 年粘胶短纤/涤纶短纤/棉花的表观消费量占比分别为 19%/36%/45%，2025 年变化为 23%/39%/38%，粘胶短纤/涤纶短纤消费占比分别+4%/+3%，棉花占比下滑 7%，因此在过去五年的时间维度，粘胶短纤与涤纶短纤在一定程度上正在对于部分的棉花需求领域形成替代。

下载日志已记录，仅供内部参考

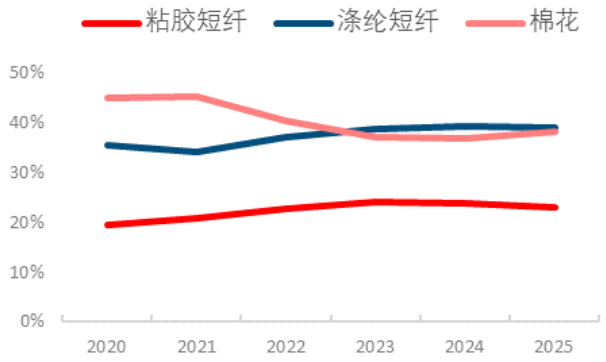


**图 2:粘胶短纤、涤纶短纤表观消费量（万吨）稳步增长**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

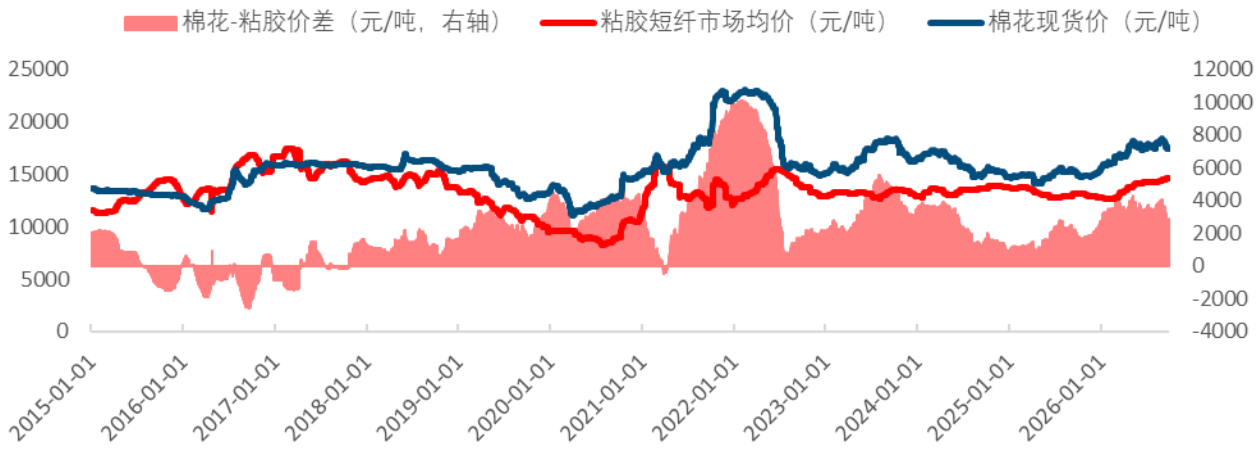
**图 3:粘胶短纤、涤纶短纤需求占比（%）稳步提升**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

棉花-粘胶短纤价差达到近三年高位，粘胶性价比显著提升。2026 年年初以来，由于棉花价格中枢的上行，棉花与粘胶短纤价差呈现逐步扩大趋势，根据百川盈孚，今年 1-9 月国内棉花与粘胶短纤价差均值为 3511 元/吨，而 2024/2025 年价差均值仅为 2488/1747 元/吨。与此同时，以 2015 年至今为时间区间，截至今年 9 月 30 日，国内棉花-粘胶价差处于 64%的相对较高历史分位数，尽管年初以来粘胶短纤价格有所上涨，但涨价幅度整体不及棉花，在此情形下粘胶短纤性价比随着价差扩大逐步提升。

**图 4:棉花-粘胶短纤价差呈现扩大趋势**




*数据来源：同花顺 iFind，百川盈孚，中信建投证券*

“高开工+低库存”印证景气复苏。根据百川盈孚，25 年 8 月以来国内粘胶短纤行业开工率均维持在 85%以上的较高水平；库存方面，今年整体延续了去年的去库趋势，截至 26 年 10 月 9 日，国内粘胶短纤库存约为 6.75 万吨，接近 2020 年以来历史最低库存水平（6.33 万吨），在开工率上行空间有限的情况下去库节奏或将延续，供给趋紧有望驱动粘胶短纤价格维持上涨趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 5:当前国内粘胶短纤开工率处于历史高位**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

**图 6:25 年以来国内粘胶短纤持续去库**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

## 1.2、全球棉花供给预期偏紧，有望支撑粘胶短纤价格中枢上行

棉花大部分主产区存在减产预期，全球棉花库存或将下降。根据 USDA 于 26 年 10 月发布的《Cotton: World Markets and Trade》最新预测，2026/2027 全球棉花主要产区中，中国、美国和澳大利亚的产量预计均有所下滑，预计 2026/2027 全球棉花总产量 2568 万吨，相较于 2025/2026 减少约 89.3 万吨，同比降幅约为 3.4%。与此同时，USDA 预计 2026/2027 全球棉花需求约为 2680 万吨，相较于 2025/2026 增长约 50 万吨，同比温和增长 1.9%，全球棉花供给预期偏紧，预计 2026/2027 全球棉花期末库存将达到 2022/2023 以来的最低水平。

**图 7:USDA10 月最新预测 2026/2027 全球棉花将经历减产去库（千吨）**

| (1000MT) | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 | Sep 2026/27 | Oct 2026/27 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Production** | | | | | | |
| China | 6,695 | 5,955 | 6,967 | 7,795 | 7,294 | 7,294 |
| India | 5,726 | 5,530 | 5,225 | 5,182 | 5,225 | 5,225 |
| Brazil | 2,552 | 3,172 | 3,701 | 4,082 | 4,028 | 4,137 |
| United States | 3,150 | 2,627 | 3,137 | 3,026 | 2,874 | 2,927 |
| Pakistan | 849 | 1,524 | 1,089 | 1,154 | 1,089 | 1,089 |
| Uzbekistan | 696 | 631 | 653 | 750 | 740 | 740 |
| Australia | 1,263 | 1,089 | 1,219 | 980 | 653 | 653 |
| Other | 4,313 | 3,949 | 4,038 | 3,605 | 3,639 | 3,616 |
| **Total** | **25,244** | **24,477** | **26,030** | **26,574** | **25,543** | **25,681** |
| **Domestic Use** | | | | | | |
| China | 8,208 | 8,470 | 8,491 | 9,057 | 9,145 | 9,145 |
| India | 5,334 | 5,552 | 5,552 | 5,715 | 5,770 | 5,770 |
| Pakistan | 1,894 | 2,112 | 2,308 | 2,155 | 2,221 | 2,221 |
| Vietnam | 1,404 | 1,437 | 1,742 | 1,774 | 1,785 | 1,807 |
| Bangladesh | 1,676 | 1,687 | 1,785 | 1,611 | 1,655 | 1,655 |
| Turkey | 1,633 | 1,437 | 1,546 | 1,481 | 1,481 | 1,481 |
| Uzbekistan | 572 | 642 | 653 | 762 | 871 | 871 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Other | 3,821 | 3,665 | 3,824 | 3,742 | 3,836 | 3,850 |
| **Total** | **24,543** | **25,002** | **25,902** | **26,299** | **26,763** | **26,798** |
| **Imports** | | | | | | |
| Vietnam | 1,409 | 1,434 | 1,737 | 1,776 | 1,785 | 1,807 |
| Bangladesh | 1,524 | 1,649 | 1,753 | 1,568 | 1,611 | 1,611 |
| China | 1,357 | 3,259 | 1,129 | 1,578 | 1,524 | 1,524 |
| Pakistan | 980 | 697 | 1,328 | 958 | 1,110 | 1,110 |
| Turkey | 912 | 776 | 971 | 1,029 | 1,089 | 1,089 |
| India | 376 | 193 | 662 | 1,126 | 653 | 718 |
| Indonesia | 362 | 402 | 431 | 461 | 457 | 457 |
| Other | 1,297 | 1,179 | 1,357 | 1,306 | 1,401 | 1,419 |
| **Total** | **8,217** | **9,590** | **9,368** | **9,800** | **9,631** | **9,736** |
| **Exports** | | | | | | |
| Brazil | 1,449 | 2,680 | 2,835 | 3,374 | 3,375 | 3,484 |
| United States | 2,711 | 2,558 | 2,591 | 2,678 | 2,678 | 2,678 |
| Australia | 1,347 | 1,255 | 1,135 | 1,218 | 980 | 980 |
| India | 239 | 503 | 288 | 240 | 327 | 327 |
| Benin | 239 | 229 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| Greece | 290 | 212 | 234 | 260 | 207 | 207 |
| Mali | 163 | 256 | 266 | 196 | 196 | 196 |
| Other | 1,520 | 1,897 | 1,633 | 1,763 | 1,616 | 1,613 |
| **Total** | **7,959** | **9,590** | **9,232** | **9,980** | **9,629** | **9,734** |
| **Ending Stocks** | | | | | | |
| China | 7,262 | 7,993 | 7,585 | 7,891 | 7,548 | 7,548 |
| India | 2,357 | 2,025 | 2,072 | 2,424 | 2,246 | 2,271 |
| United States | 1,012 | 686 | 871 | 904 | 784 | 827 |
| Brazil | 855 | 647 | 805 | 785 | 699 | 699 |
| Australia | 1,047 | 919 | 1,045 | 842 | 537 | 537 |
| Argentina | 400 | 475 | 529 | 461 | 495 | 478 |
| Pakistan | 332 | 403 | 501 | 446 | 414 | 414 |
| Other | 3,244 | 2,883 | 2,937 | 2,729 | 2,488 | 2,614 |
| **Total** | **16,510** | **16,030** | **16,344** | **16,481** | **15,210** | **15,389** |

*数据来源：USDA，中信建投证券　　注：年度从 8 月 1 日开始计算，不同数据来源对于棉花产量等数据统计口径或预测结果存在区别，仅供参考。*

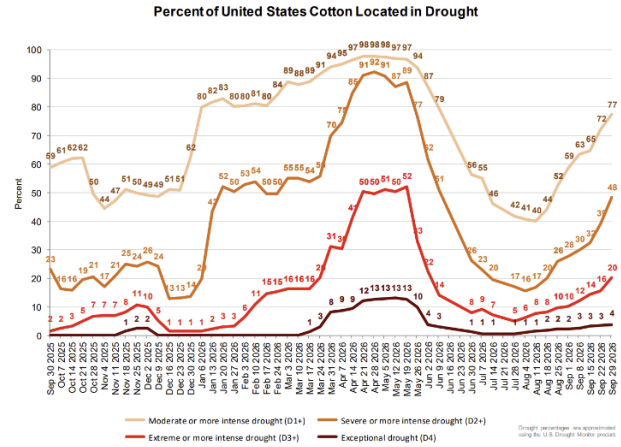
美国：棉花主要产区遭遇干旱天气，优良率显著低于去年同期。根据新华社 7 月报道，美国多个州刷新历史最高气温纪录，本轮热浪由停留在美国落基山脉北部上空的强高压脊引发。高压系统将热空气“压”向接近地面的低空并滞留，形成了被称为“热穹顶”的天气现象。“热穹顶”会抑制空气对流以及云层和降水形成，导致阳光长时间照射地表，进一步推高气温，同时根据人民网，8 月下旬的新一轮高温天气中得州是此次高温影响最明显的地区之一，美国棉花在 7-8 月处于花铃期（Blooming），持续高温干旱或将对棉花实际产量产生负面影响。

下载日志已记录，仅供内部参考



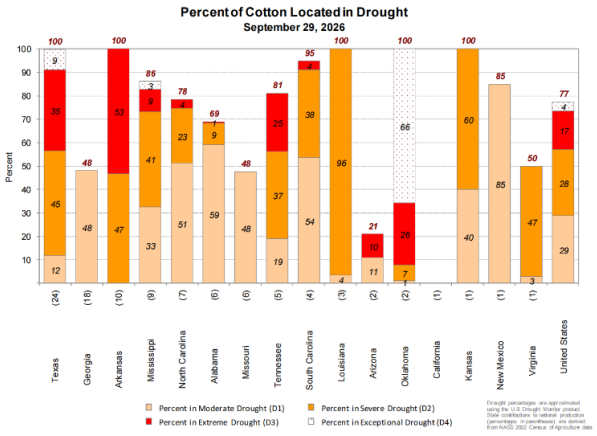
从区域结构角度而言，根据 USDA 数据，2025 年 Texas 棉花收获面积和产量分别占全美的 51%/38%，对于美棉总产量具有较大影响，根据 USDA 于 9 月 28 日发布的棉花生长情况数据来看 Texas 棉花优良率仅为 18%，远低于 15 个棉花种植州 35%的整体水平，同时今年美棉整体优良率相较于去年同期 47%也出现明显下滑，若高温干旱影响持续，后续仍需关注美棉优良率与产量预期是否继续下行。

**图 8:美国棉花产区干旱比例（%）变化**



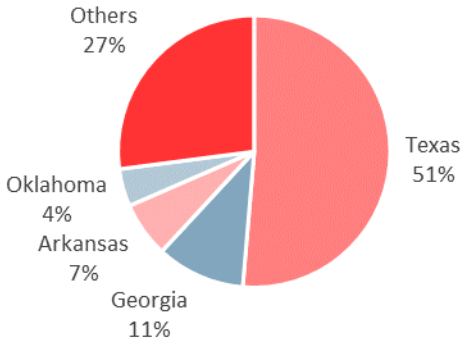

*数据来源：USDA，中信建投证券*

**图 9: 美国 15 个棉花产区分级干旱情况（截至 26.9.29）**



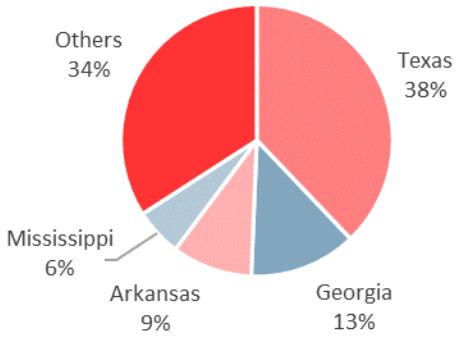

*数据来源：USDA，中信建投证券*

**图 10:2025 年 Texas 棉花收获面积占全美 51%**




*数据来源：USDA，中信建投证券*

**图 11:2025 年 Texas 棉花产量占全美总产量 38%**




*数据来源：USDA，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 12:截至 9 月 27 日美国棉花产区整体优良率显著低于去年同期**

**Cotton Condition – Selected States: Week Ending September 27, 2026**

[These 15 States planted 99% of the 2025 cotton acreage]

| State | Very poor | Poor | Fair | Good | Excellent |
|---|---|---|---|---|---|
| | (percent) | (percent) | (percent) | (percent) | (percent) |
| Alabama | 1 | 8 | 21 | 58 | 12 |
| Arizona | 1 | 10 | 11 | 40 | 38 |
| Arkansas | 3 | 3 | 21 | 51 | 22 |
| California | - | - | 5 | 5 | 90 |
| Georgia | 3 | 7 | 32 | 50 | 8 |
| Kansas | 9 | 25 | 40 | 22 | 4 |
| Louisiana | - | 5 | 21 | 67 | 7 |
| Mississippi | 1 | 3 | 59 | 26 | 11 |
| Missouri | - | - | 14 | 85 | 1 |
| North Carolina | - | 2 | 17 | 56 | 25 |
| Oklahoma | 2 | 52 | 32 | 12 | 2 |
| South Carolina | 2 | 11 | 33 | 41 | 13 |
| Tennessee | 4 | 12 | 25 | 51 | 8 |
| Texas | 19 | 33 | 30 | 16 | 2 |
| Virginia | 6 | 13 | 44 | 37 | - |
| 15 States | 12 | 23 | 30 | 29 | 6 |
| Previous week | 10 | 25 | 31 | 28 | 6 |
| Previous year | 5 | 12 | 36 | 37 | 10 |

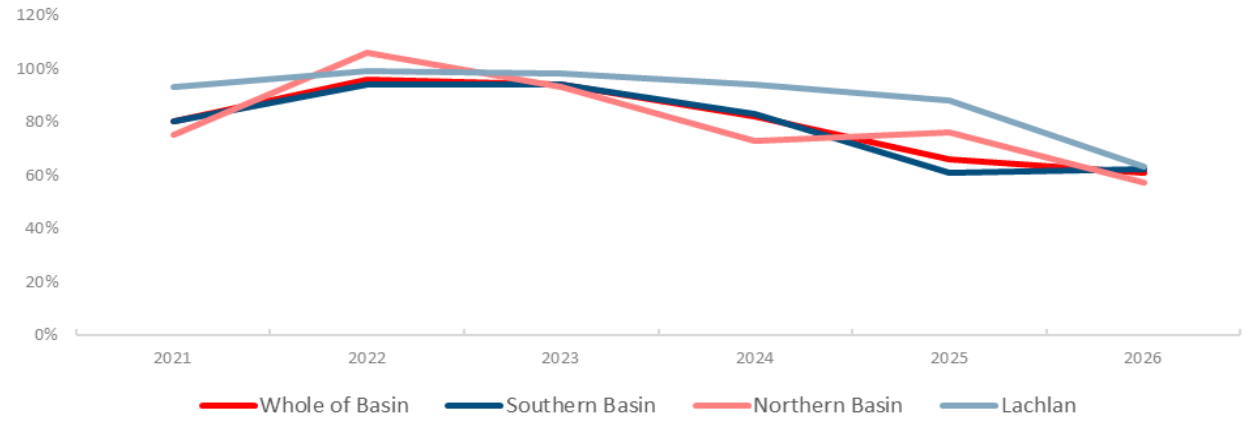
- Represents zero.

*数据来源：USDA，中信建投证券*

澳大利亚：灌溉可用水资源下降导致产量预期下滑。根据 USDA，澳大利亚棉花主要种植于新南威尔士州与昆士兰州。正常年份下，新南威尔士州、昆士兰州的棉花产量分别约占全国总产量的 2/3、1/3。昆士兰州的主棉区集中在该州中部与南部；在新南威尔士州，绝大多数棉花种植于该州北部与中部区域。在多数种植季，约 85%-90% 的棉花产量来自灌溉农田，剩余部分为雨养旱地种植，因此澳大利亚棉花产量的波动主要受灌溉用水供应的影响。

因此 USDA 在 9 月月报中明确澳大利亚棉花种植面积与产量预期下降的主要原因即在于水库水位的明显下降。与此对应，根据澳大利亚农业资源经济科学局（ABARES）数据，墨累-达令盆地（Murray–Darling）的供水系统中水库蓄水量已显著下降，同时蓄水量的减少、灌溉配额的缩减再加上分配价格的上涨，很可能会在 2026-27 年继续制约灌溉作物的生产。

**图 13: 26 年 8 月中旬 Murray–Darling 盆地蓄水比例明显低于往年同期**

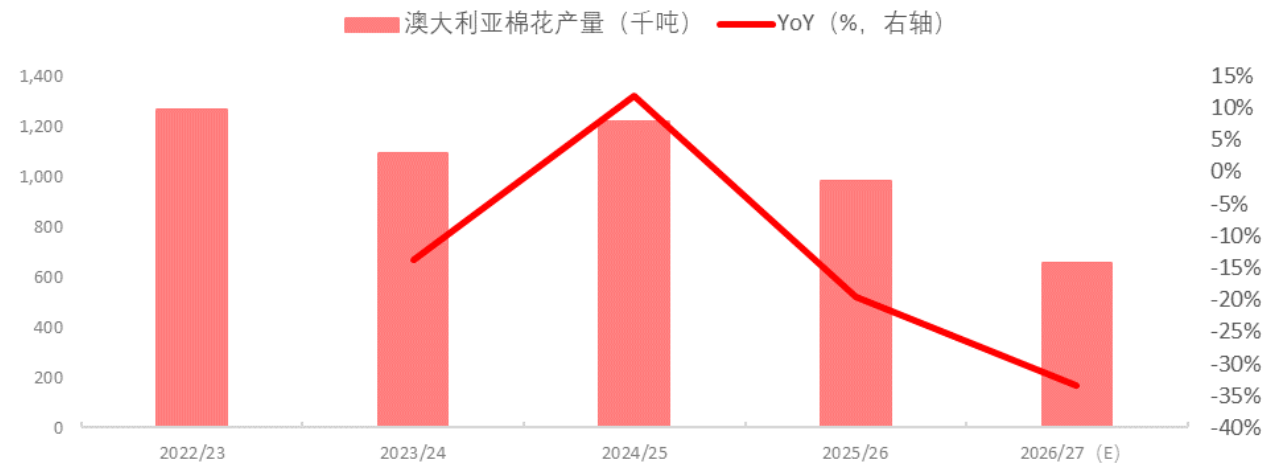



*数据来源：Murray–Darling Basin Authority，中信建投证券　注：上图中历年数据均为对应年份 8 月中旬数据*

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 14:USDA 预计 2026/2027 澳大利亚棉花产量同比显著下降**




*数据来源：USDA，中信建投证券*

中国：政策引导叠加天气扰动，新疆棉花存在减产预期。我国棉花产量主要集中在新疆，根据国家统计局数据，2025 年全国棉花产量 664.1 万吨，其中新疆棉花产量 616.5 万吨，约占全国总产量的 93%。根据农业农村部 2026 年 10 月中国农产品供需形势分析，预计 2026/2027 棉花收获面积和单产相较于 2025/2026 均有所下滑，产量预计同比下降 16 万吨。

从政策端来看，根据新疆日报报道，26 年 4 月 20 日下午，自治区棉花产业发展领导小组召开 2026 年第一次全体会议，会议强调要积极稳妥、合理调减和优化棉花种植面积，稳定棉花产量。此外，国家发改委在 26 年 5 月发布《关于 2026—2028 年棉花目标价格政策的通知》，明确指出“2026—2028 年新疆棉花目标价格为每吨 18600 元”、“对新疆棉花以固定产量 510 万吨进行补贴”、“着力保持棉花合理种植规模，优化生产布局，引导非优势区域逐步退出种植，优势区域结合地下水超采情况有序调减”。

从气候端来看，根据农业农村部 2026 年 10 月中国农产品供需形势分析，新疆棉区进入集中采收期，前期高温干旱对单产的实际影响低于市场预期。与此同时，根据央视新闻 10 月报道，根据气象卫星监测显示，自 5 月以来，赤道中东太平洋进入厄尔尼诺状态，关键区尼诺 3.4 区海温持续攀升。7 至 9 月，尼诺 3.4 区海温指数滑动平均值超过 2.5℃，达到超强事件标准。气象部门预计，未来 3 个月，赤道中东太平洋海表温度还将继续升高，在秋末冬初达到峰值，此次厄尔尼诺事件将成为有系统性监测以来最强厄尔尼诺事件。

超强厄尔尼诺可能引发区域或全球一系列极端事件，部分区域暴雨洪涝，另一些地方干旱少雨，台风路径、高温热浪都会随之改变。在厄尔尼诺的发展年，我国长江以南地区易发生洪涝；西北太平洋台风生成数量偏多、生成位置偏东偏南，强度偏强；冬季我国出现“暖冬”的概率较大，但冷暖起伏仍较明显。在厄尔尼诺的衰减年，长江流域洪涝风险更高，而台风生成数量偏少，夏季我国大部地区气温偏高，高温热浪可能更强。气象部门专家预计，2027 年夏季，我国气候受厄尔尼诺的影响将比 2026 年更显著，长江中下游地区降水偏多明显，暴雨洪涝风险较高，可能有较重汛情，江淮、江南、华南等地的高温热浪也会更加明显。2027 年春夏季，我国东北、华北等粮食主产区需关注降水偏多、易发洪涝等对粮食生产造成的影响，西北地区大部、新疆等存在高温少雨带来的气象干旱风险，因此明年气候因素对于我国棉花产量的影响有待进一步观察。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 15:中国棉花供需平衡表**

| | 2024/25 | 2025/26（10月估计） | 2026/27（9月预测） | 2026/27（10月预测） |
|---|---|---|---|---|
| *万吨（10000 tons）* | | | | |
| 期初库存 | 828 | 788 | 826 | 830 |
| *千公顷（1000 hectares）* | | | | |
| 播种面积 | 2838 | 2979 | 2940 | 2940 |
| 收获面积 | 2838 | 2979 | 2940 | 2940 |
| *公斤/公顷（kg per hectare）* | | | | |
| 单产 | 2172 | 2229 | 2205 | 2205 |
| *万吨（10000 tons）* | | | | |
| 产量 | 616 | 664 | 648 | 648 |
| 进口 | 106 | 159 | 150 | 150 |
| 消费 | 760 | 780 | 780 | 780 |
| 出口 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 期末库存 | 788 | 830 | 843 | 847 |
| *元/吨（yuan per ton）* | | | | |
| 国内棉花3128B均价 | 14963 | 16561 | 16000-18000 | 16000-18000 |
| *美分/磅（cents per pound）* | | | | |
| Cotlook A 指数 | 79.0 | 83.3 | 75-100 | 75-100 |

注释：棉花市场年度为当年9月至下年8月。

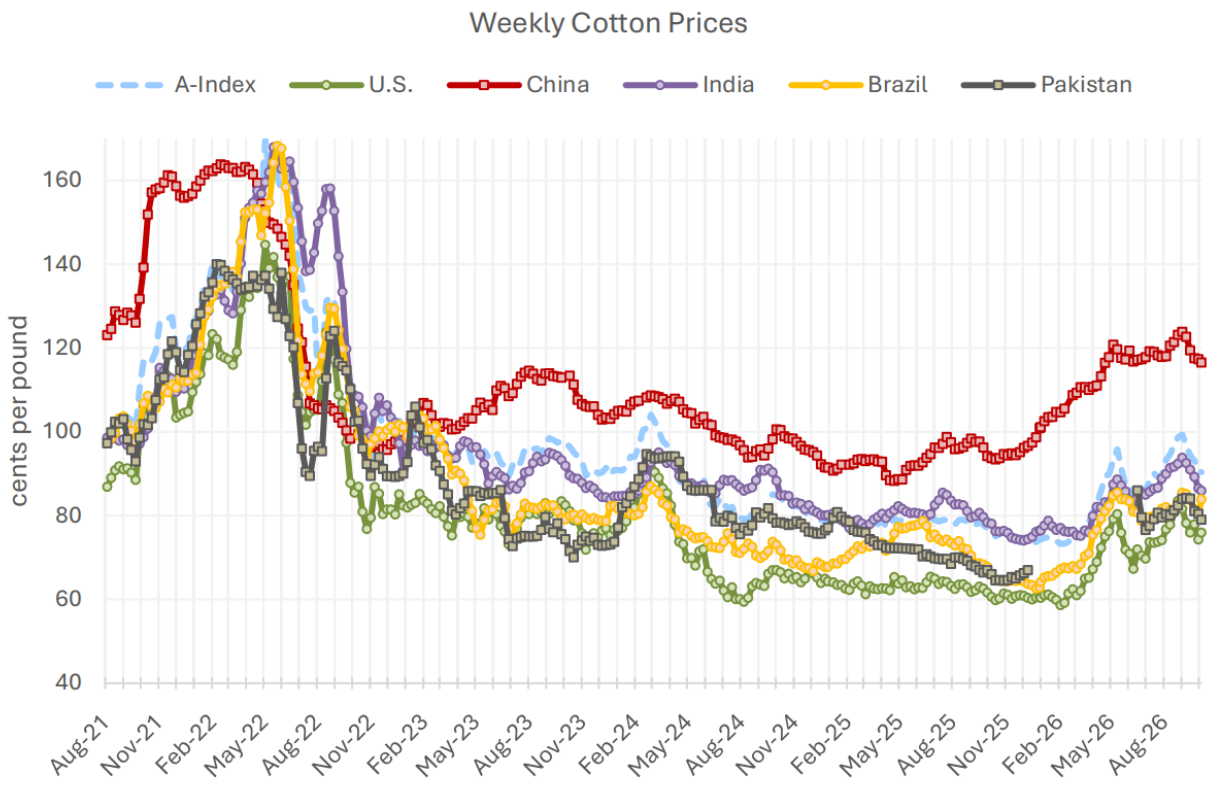
*数据来源：农业农村部市场与信息化司，中信建投证券　注：不同数据来源对于棉花产量等数据统计口径或预测结果存在区别仅供参考。*

供给预期偏紧推动棉花价格上行，或将支撑粘胶短纤价格中枢提升。整体而言，今年棉花部分主要产区因气候影响以及作物种植经济性等原因存在一定的减产预期，同时根据前文所述，USDA 预计 2026/2027 全球棉花需求仍有小幅增长，全球棉花供给偏紧预期较强，2026 年年初以来包括中国、印度以及巴基斯坦等主要棉花消费市场的棉花价格整体呈现上涨趋势，同时棉花价格上涨导致棉花-粘胶价差处于历史相对高位，因此粘胶短纤或将具备较强的涨价动能，价格中枢有望上行。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 16:2026 年全球主要棉花消费市场棉花价格中枢有所上行**




*数据来源：USDA，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



# 二、中长期供需格局向好，龙头企业定价权或将显著提升

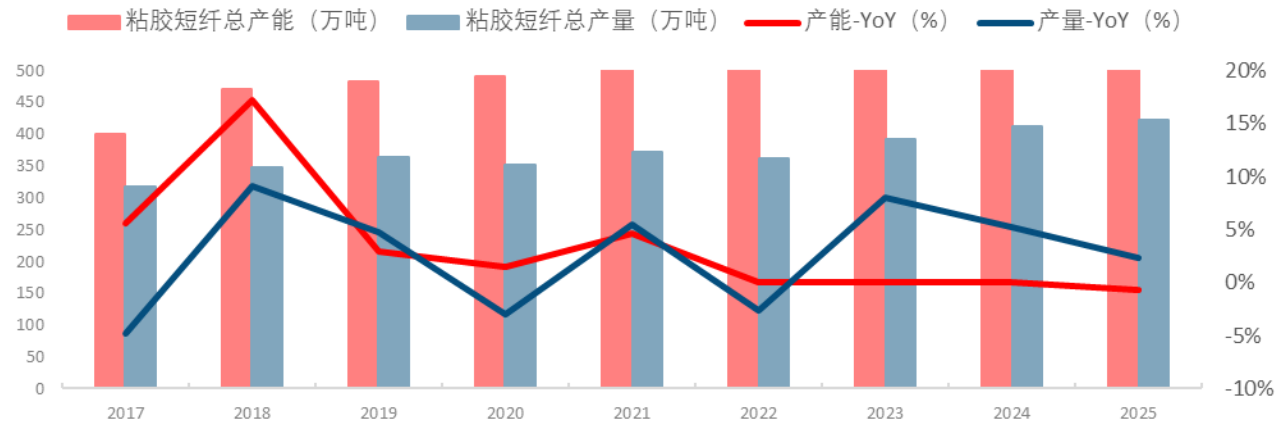
## 2.1、高集中度格局形成，行业新增产能有限

政策引导落后产能逐步退出，行业产能利用率稳步提升。根据百川盈孚数据，国内粘胶短纤行业在 2017-2018 年经历了新一轮产能集中投放期，两年内行业产能增长 90 万吨；但从 2019 年开始国内粘胶短纤产能增长逐步放缓并最终稳定在目前 510 万吨左右的规模。一方面，由于粘胶短纤生产能耗相对较高，政策端严控新增产能与淘汰落后产能；另一方面，行业整体盈利水平陷入低谷，从经济性角度考量，多数粘胶短纤生产企业新增产能意愿有限。

政策以产能规模和能耗为主要抓手，严控新增产能的同时淘汰部分落后产能，2017 年工信部发布《粘胶纤维行业规范条件（2017 版）》，明确提出“改扩建粘胶纤维项目总生产能力要达到：粘胶短纤维年产 80000 吨及以上，产品差别化率高于 30%。能耗方面，要求“粘胶短纤维吨产品综合能耗≤1000 公斤标煤”。此外，《产业结构调整目录（2019 年本）》明确将“4　万吨/年及以下粘胶常规短纤维生产线”列入淘汰类目录。

盈利能力方面，在 2017-2018 年行业产能快速扩张的过程中粘胶短纤单吨利润持续下滑，此后多数时间行业整体均处于大幅亏损或在盈亏平衡线上下震荡状态，因此企业扩产意愿或相对较弱，但 2025 年以后行业盈利能力开始出现逐步修复。

**图 17:近五年国内粘胶短纤产能稳中有降**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



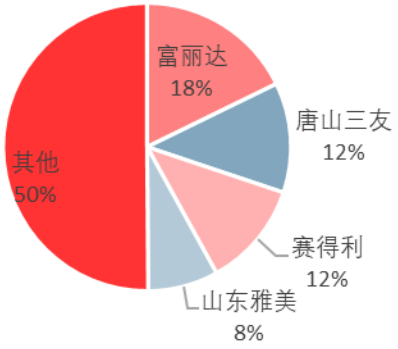
**图 18:粘胶短纤周度利润（元/吨）**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

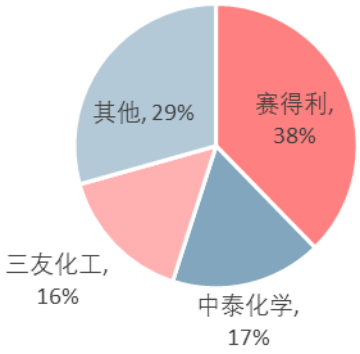
行业集中度显著提升，龙头企业话语权增强。根据百川盈孚以及《新旧产能交替中的粘胶短纤产业形势分析》相关数据，2017 年国内粘胶短纤前四大企业市占率约为 50%。但随着部分产能的初步淘汰退出以及行业内头部企业的产能扩张与整合推进，2025 年国内粘胶短纤行业 CR3 已经超过 70%，其中赛得利市占率约为 38%。新增产能方面，根据百川盈孚，目前国内仅有金光纤维 50 万吨产能在建，预计 2027 年投产。

**图 19:2017 年国内粘胶短纤 CR4 约为 50%**




*数据来源：《新旧产能交替中的粘胶短纤产业形势分析》，中信建投证券*

**图 20: 2025 年国内粘胶短纤 CR3 约为 71%**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 21:2017 年以来国内部分粘胶短纤产能逐步淘汰退出**

| 企业 | 省份 | 产能（万吨） | 实际淘汰时间 |
|---|---|---|---|
| 河北吉藁化纤有限责任公司 | 河北省 | 3.5 | 2023-12 |
| 新疆雅澳科技有限责任公司 | 新疆维吾尔自治区 | 3 | 2021-11 |
| 安徽舒美特纤维股份有限公司 | 安徽省 | 6 | 2021-06 |
| 新乡化纤股份有限公司 | 河南省 | 10 | 2021-01 |
| 玛纳斯舜泉化纤有限责任公司 | 新疆维吾尔自治区 | 6 | 2021-01 |
| 浙江富丽达股份有限公司 | 浙江省 | 18 | 2020-06 |
| 丹东化学纤维(集团)有限责任公司 | 辽宁省 | 6 | 2017-12 |
| 九江恒生化纤股份有限公司 | 江西省 | 3 | 2017-11 |
| 合计 | | 55.5 | |

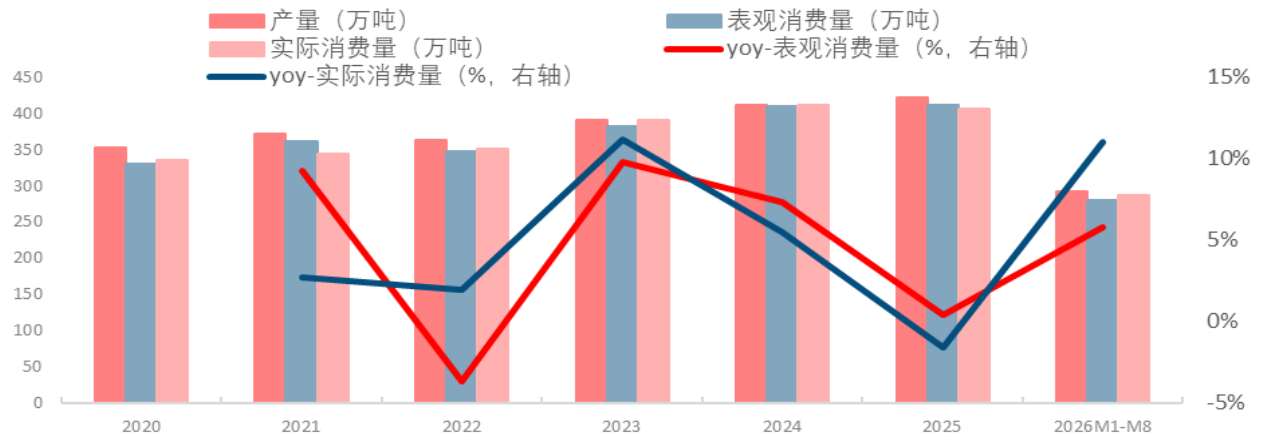
*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

## 2.2、涡流纺产能扩张或将提升粘胶需求，行业供需格局有望中长期向好

供需格局逐步向好，下游需求结构性调整。根据百川盈孚，国内粘胶短纤产能从 2021 年开始趋向于稳定，而下游需求的提升使得供需格局逐步优化，2020-2025 年国内粘胶短纤产量年均复合增长率约为 3.6%，而表观消费量/实际消费量年均复合增长率分别为 4.5%/3.9%；2026 年 1-8 月国内实际消费量同比增速约为 11%，因此从短期来看正如前文所述今年国内粘胶短纤行业呈现出“高开工+低库存”的现象，从中长期角度而言，目前国内粘胶短纤行业规划新增产能有限，同时新增产能投产以后仍需一定的产能爬坡期，因此需求端能否维持相对稳定的增长是决定中长期格局的关键。

根据百川盈孚数据，目前纱线仍为粘胶短纤主要需求领域，2025 年占比约为 70%。与此同时，无纺布需求占比持续提升，2025 年需求占比约为 30%，相较于 2021 年提升 16%。从中长期角度，粘胶短纤需求存在两个潜在增长点：一方面，下游涡流纺产能的持续增长支撑纱线对粘胶短纤的需求；另一方面，无纺布产量的快速增长持续改善粘胶短纤的传统需求结构。

**图 22:2020 年以来国内粘胶短纤消费量呈现波动增长趋势**

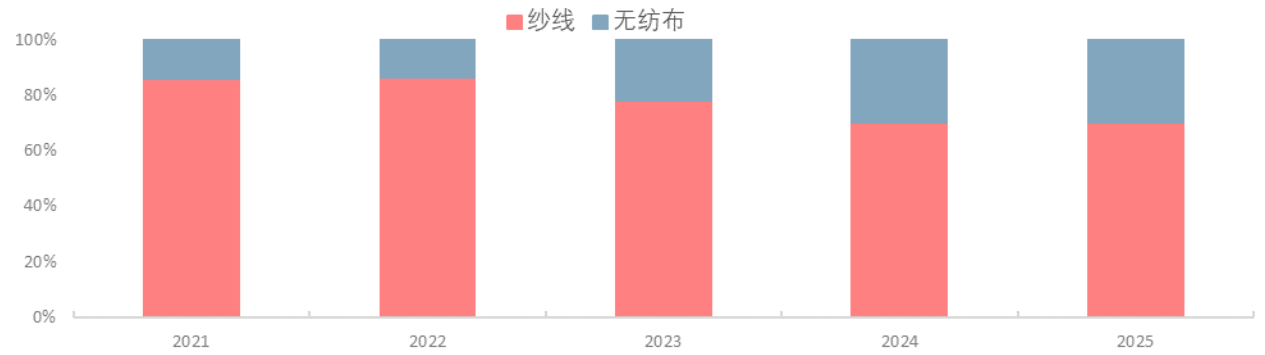



*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 23:粘胶短纤无纺布需求占比呈现上升趋势**

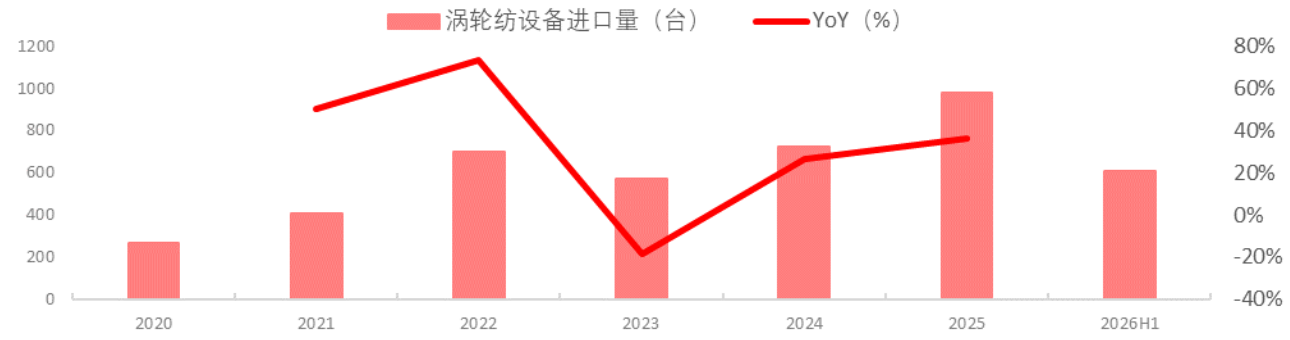



*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

**需求驱动一：喷气涡流纺产能持续增长，有望支撑粘胶短纤中长期需求。**我国纺纱行业主要以环锭纺、转杯纺和喷气涡流纺为主,市场份额分别占 70%、20%和 10%左右，其中喷气涡流纺具有生产流程短、纺纱速度快、生产成本低、智能化程度高等特点，喷气涡流纺最高速度可达 600 m/min,是普通环锭纺的 30 倍,是转杯纺的 4 倍，因此逐步被市场认可和推广。从纺织原料角度，根据《棉纺织技术》相关信息，基于喷气涡流纺纺纱机理和设备精密程度的条件，喷气涡流纺对纤维长度、整齐度、初始模量等要求较环锭纺和转杯纺更高，而粘胶纤维的特点正适合于喷气涡流纺，所以纯粘胶纱一直是喷气涡流纺主要品种，占喷气涡流纱整体产量的 70%左右。

根据 CCF Group 于 26 年 8 月相关报道，预计 2026 年中国将新增涡流纺纱机超 1000 台，目前总装机量已突破 6000 台。与此同时，今年以来涡流纺新建项目持续落地，根据黄冈日报和苏州吴江发布相关报道，今年 3 月，以荣良化纤、中连经编为代表的 14 家纺企组团采购 1600 余台涡流纺纱机及其配套设备；5 月黄冈华兆林涡流纺高性能纱线项目签约，计划总投资 100 亿元，引进进口涡流纺纱机 1086 台。随着涡流纺产能与市场份额的逐步提升，粘胶短纤需求有望持续增长。

**图 24:2023 年以来我国喷气涡流纺设备进口量呈现增长趋势**




*数据来源：CCF Group，中信建投证券*

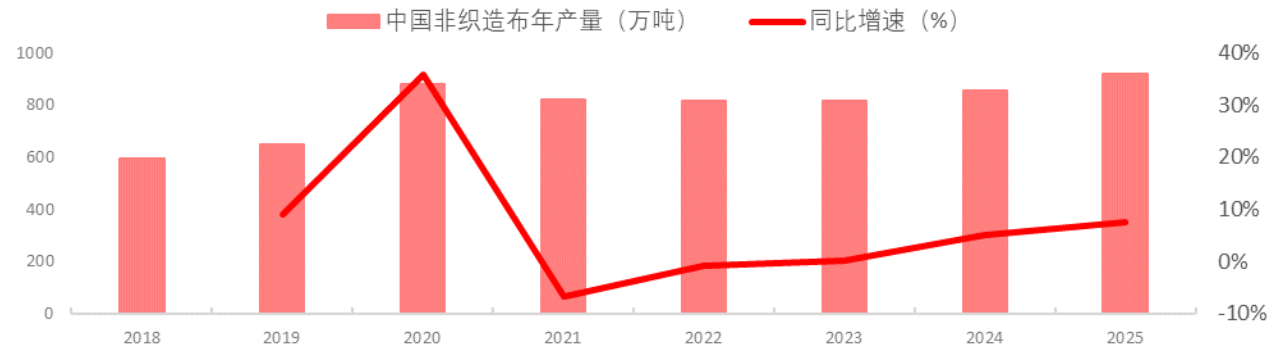
**需求驱动二：无纺布产量稳步提升，利好粘胶短纤需求增长。**非织造布（无纺布）是一种不需要纺纱织布而形成的织物，通过将纺织短纤维或者长丝进行定向或随机排列，然后经过摩擦、抱合或粘合，或者这些方法的组合而相互结合制成的片状物、纤网或絮垫，非织造布在过滤、环保、医疗、卫生、交通、能源、基础设施建设、农业、食品加工、半导体等领域广泛应用。2025 年国内无纺布产量 920.74 万吨，同比增长 7.5%，连续两年增速超过 5%。此外，据 Research Nester，2024 年全球非织造布市场规模超过 548.10 亿美元，2025 年全球非织造布行业规模预计为 585.80 亿美元，预计到 2037 年将突破 1601.90 亿美元，在预测期内（2025-2037 年）

下载日志已记录，仅供内部参考



复合年增长率超过 8.6%，粘胶短纤作为上游原材料之一有望受益于无纺布产量提升。

**图 25:2025 年我国非织造布（无纺布）产量同比增长 7.5%**




*数据来源：中国产业用纺织品行业协会，中信建投证券*

## 2.3、供需平衡表测算：供给增量相对有限，格局有望持续改善

核心假设：出口方面，根据百川盈孚数据，今年 1-8 月我国粘胶短纤出口量 26.46 万吨，同比增长 19%，假设未来出口仍保持增长但增速逐步放缓，预计 26-29 年出口量为 38/42/44/46 万吨，同比+16%/+10%/+5%/+5%。内需方面，根据百川盈孚数据，今年 1-9 月国内粘胶短纤实际消费量 286.78 万吨，同比增长 11%，基于审慎考虑，假设未来需求仍然保持增长但增速逐步趋于平缓，预计 26-29 年国内粘胶短纤实际消费量 438/455/473/488 万吨，同比+8%/+4%/+4%/+3%。假设 2026-2029 年处于供需平衡状态，则对应产量为 454/475/496/512 万吨，同比+8%/+5%/+4%/+3%，对应年度开工率分别为 89%/85%/89%/92%，在 2027 年新增产能如期投产的假设下，行业整体开工率依然维持较高水平，供需格局有望持续改善。

**图 26:粘胶短纤供需平衡表测算**

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 产能（万吨） | 491 | 513 | 513 | 513 | 513 | 510 | 510 | 560 | 560 | 560 |
| 产量（万吨） | 352 | 372 | 362 | 391 | 412 | 422 | 454 | 475 | 496 | 512 |
| yoy(%) | | 5% | -3% | 8% | 5% | 2% | 8% | 5% | 4% | 3% |
| 产能利用率（%） | 72% | 72% | 71% | 76% | 80% | 83% | 89% | 85% | 89% | 92% |
| 进口量（万吨） | 15 | 21 | 18 | 19 | 24 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 出口量（万吨） | 38 | 33 | 33 | 29 | 27 | 33 | 38 | 42 | 44 | 46 |
| yoy(%) | | -13% | 2% | -13% | -7% | 22% | 16% | 10% | 5% | 5% |
| 实际消费量（万吨） | 335 | 344 | 351 | 390 | 412 | 405 | 438 | 455 | 473 | 488 |
| yoy(%) | | 3% | 2% | 11% | 5% | -2% | 8% | 4% | 4% | 3% |
| 供需差（万吨） | | 16 | -4 | -9 | -3 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |

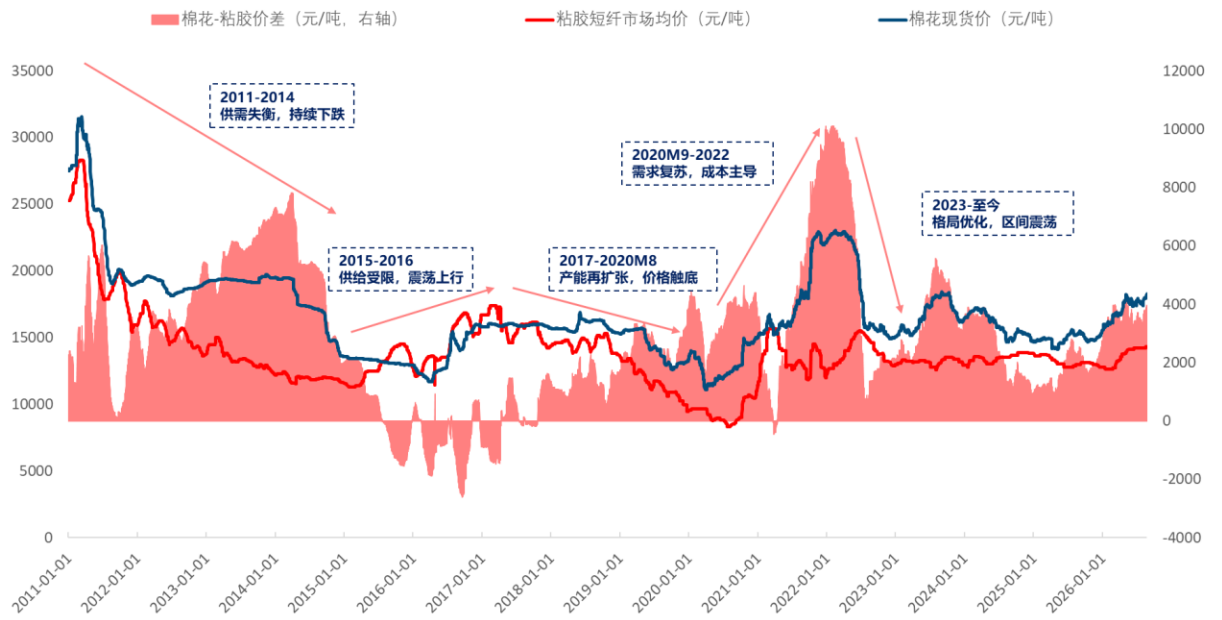
*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



# 三、周期回溯：粘胶短纤行业的新格局与新秩序

**图 27:2011 年至今粘胶短纤与棉粘价差复盘**




*数据来源：百川盈孚，同花顺iFind，中信建投证券*

整体而言，2011 年至今粘胶短纤的价格变化大致可以划分为五个阶段：

**阶段一（2011-2014）：供需失衡，加速下跌。**新增产能集中投放导致产能过剩是这一阶段价格持续下跌的主要原因，根据澳洋科技公司公告，2011-2014 年国内粘胶短纤产能分别为 211/273/314/350 万吨，年均复合增速约为 18%，产能累计增幅 66%；此外，这一时期棉花价格震荡下行也使得粘胶短纤价格失去支撑。

**阶段二（2015-2016）：供给受限，震荡上行。**“扩产放缓+环保检查”是驱动本轮涨价的核心因素：一方面，根据隆众石化数据，2015-2016 年国内粘胶短纤行业新增产能不足 24 万吨，期间仅有丝丽雅 12 万新线投产，其余基本多为老线技改为主，相较于上一阶段（2011-2014）明显放缓；另一方面，根据中国纺织报，伴随《新环保法》出台，2015 年新疆、河北等地存在污水监测与排放、工艺废气治理项目未完成验收问题的多家粘胶短纤生产工厂被当地环保局要求停产整顿，且整顿时间超出粘胶短纤生产企业的预期。根据《2016-2019 年粘胶短纤市场回顾与展望》，2016 年 3 月起受新疆地区环保检查影响粘胶短纤市场供应缩减，之后在新疆富丽达、莆田赛得利检修使供应面进一步缩减下价格延续强势。这一阶段国内粘胶短纤暂时走出下行阴霾，但整体反弹幅度有限。

**阶段三（2017-2020M8）：扩产加速，价格触底。**由于 2015-2016 年行业景气度提升等因素，2017-2018 年国内粘胶短纤产能再度迎来集中投放期，两年内累计新增产能 90 万吨，同时由于 2020 年全球公共卫生事件影响以及棉花价格持续下行等因素，供需均受到不同程度冲击，粘胶短纤价格持续下跌至近十五年的底部区间。

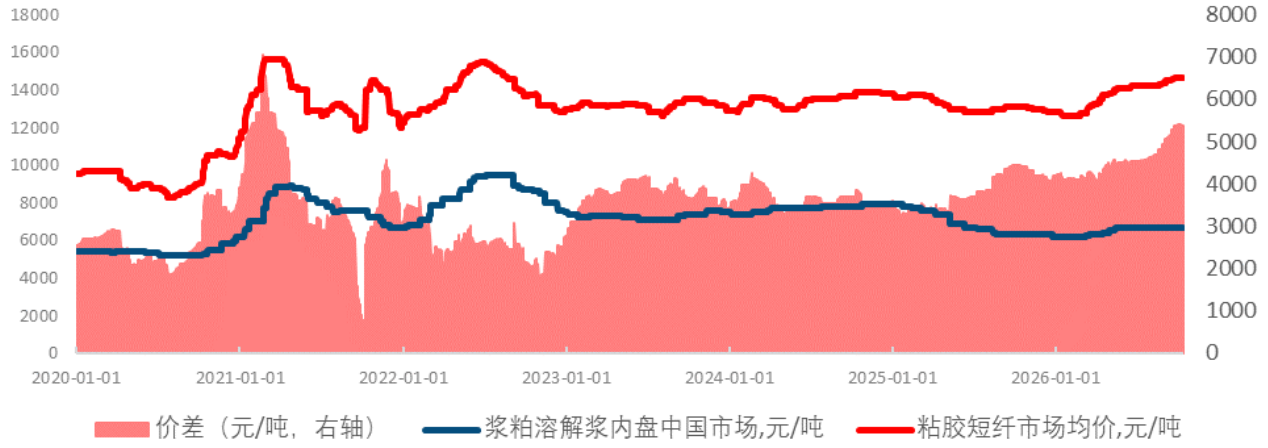
**阶段四（2020M8-2022）：需求复苏，成本主导。**根据中国化学纤维工业协会，2020 年 8 月粘胶短纤价格触底后快速上涨，一方面是由于在前期价格达到长周期历史底部后行业部分企业因亏损进一步降低负荷；另一方面，二季度之后，国内企业复工复产进程加快，纺织终端市场需求持续恢复。此外，粘胶短纤主要原材料溶解浆由

下载日志已记录，仅供内部参考



于船期延迟、海外装置检修等原因，价格在 2021-2022 年经历了较大幅度波动，对粘胶短纤价格产生较大影响。

**图 28:2020-2022 年粘胶短纤与溶解浆价格走势总体一致**




*数据来源：百川盈孚，中信建投证券*

**阶段五（2023-至今）：格局优化，区间震荡。**一方面，供给侧行业产能趋于稳定且头部企业市占率较高，竞争格局显著改善；另一方面，下游需求呈现增长趋势，前期新增产能被逐步消化，供需格局逐步优化。此外，23 年以来主要原材料溶解浆价格稳中有降，成本端扰动有限，粘胶短纤价格呈现小幅震荡与季节性波动。

在经历多轮周期波动后，粘胶短纤在当前时点或已进入新一轮景气周期。对于供给侧而言，在政策等因素影响下未来粘胶短纤行业大概率不会再出现前几轮周期中新增产能集中投放与大幅过剩的现象，随着行业竞争格局的持续优化，龙头企业的话语权相较于前几轮周期显著增强，同时在反内卷的行业大背景下，无序的价格竞争或不会再出现；对于需求端而言，短期棉花价格的走高带来的替代需求以及下游涡流纺与无纺布产能持续扩张带来的中长期需求支撑起粘胶短纤行业的整体消费量，即使在目前已知新增产能如期投产的情况下，依靠下游需求的稳健增长依旧能逐步消化新增供给；从成本端而言，根据《中国造纸》数据，2025 年全球溶解浆总产能 940 万吨，产量 845 万吨，对应全球溶解浆消耗量约为 840 万吨，其中中国溶解浆的表观消费量约为 575 万吨，供需总体处于平衡状态，在没有地缘冲突或者严重自然灾害等突发因素影响下，溶解浆价格或将维持相对稳定，因此未来粘胶短纤的价格与盈利中枢有望逐步提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

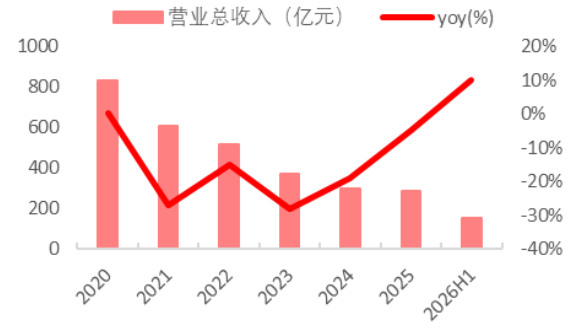


# 四、相关标的

## 4.1、中泰化学

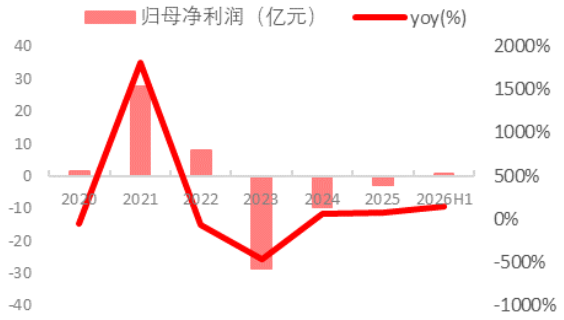
公司是国内氯碱化工行业少数拥有较为完整产业链的企业之一，公司通过延链、补链、强链，构建并逐步形成了较为完整的煤炭—热电—电石—氯碱—粘胶纤维—粘胶纱上下游一体化产业联动式绿色环保型循环经济产业链。公司依托自有煤炭、原盐、石灰石等氯碱生产核心资源，同时向下游延伸粘胶纤维、粘胶纱生产，实现烧碱、粘胶纤维等产品的部分内部协同消纳。根据公司 2025 年年报，公司主要产品包括聚氯乙烯树脂（260 万吨/年）、离子膜烧碱（186 万吨/年）、粘胶纤维（88 万吨/年）、粘胶纱线（320 万锭/年）、甲醇（100 万吨/年）。2026 年上半年，公司实现营业收入 153.66 亿元，同比增长 10.11%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 138.55%。

**图 29:中泰化学营收（亿元）与同比变化(%)**



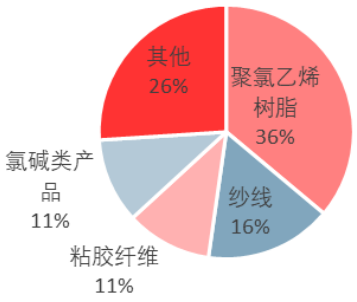

*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 30: 中泰化学归母净利润（亿元）与同比变化(%)**



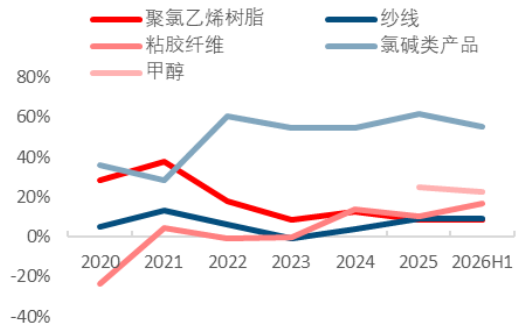

*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 31:2026H1 中泰化学营收结构**




*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 32: 中泰化学主要产品毛利率变化**




*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

## 4.2、三友化工

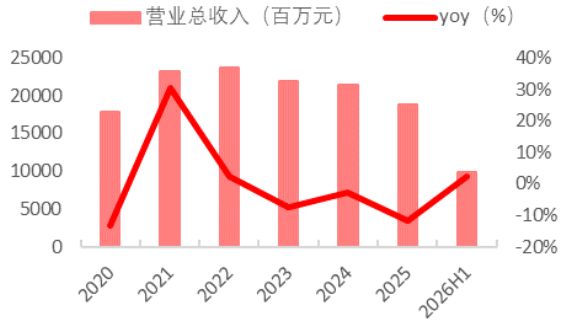
公司拥有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业并配套热电、原盐、碱石、物流、国际贸易等循环经济体系的集团型企业，主要产品包括纯碱（340 万吨/年）、粘胶短纤（80 万吨/年）、PVC（52.5 万吨/年）、烧碱（62.8

下载日志已记录，仅供内部参考



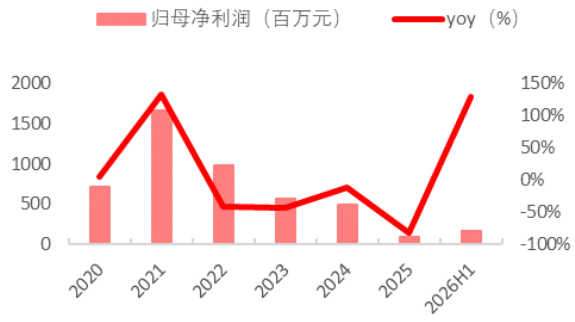
万吨/年）、有机硅单体（40 万吨/年）、氯化亚砜（4 万吨/年）、氯乙酸（5 万吨/年）。2026 年上半年，公司实现营业收入 98.02 亿元，同比增长 2.51%；实现归母净利润 1.68 亿元，同比增长 129.15%。

**图 33:三友化工营收（百万元）与同比变化(%)**



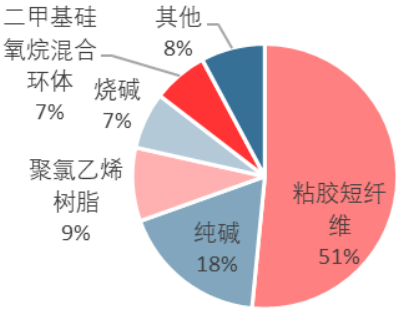

*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 34: 三友化工归母净利润（百万元）与同比变化(%)**



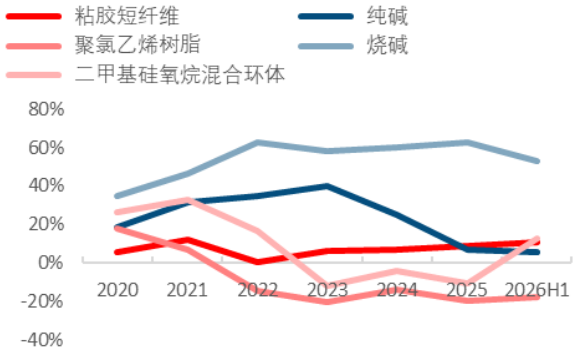

*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 35:2026H1 三友化工营收结构**




*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 36: 三友化工主要产品毛利率变化**




*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

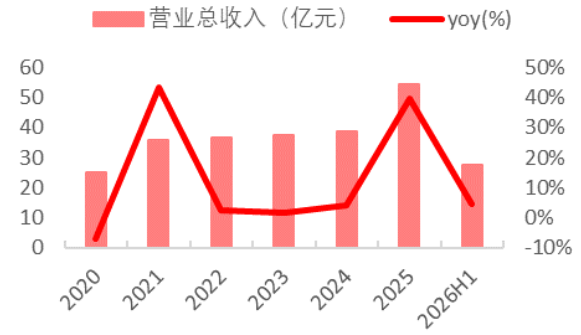
## 4.3、吉林化纤

公司以粘胶纤维和碳纤维产品的生产、销售为主，包括粘胶长丝、粘胶短纤和碳纤维产品。根据公司 2025 年年报，公司拥有粘胶长丝产能 10 万吨/年，粘胶短纤 12 万吨/年，碳纤维 1.26 万吨/年。2026 年上半年，公司实现营业收入 27.54 亿元，同比增长 4.51%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比增长 45.22%。

下载日志已记录，仅供内部参考

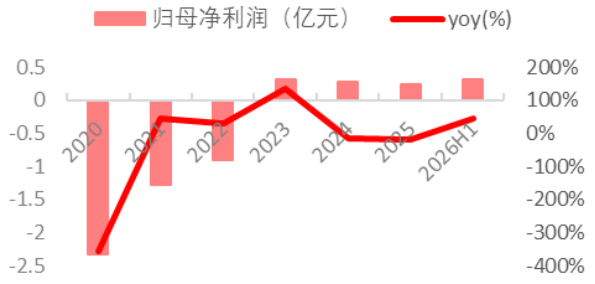


**图 37:吉林化纤营收（亿元）与同比变化(%)**



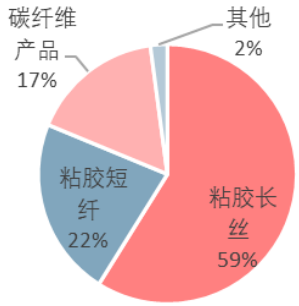

*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 38:吉林化纤归母净利润（亿元）与同比变化(%)**



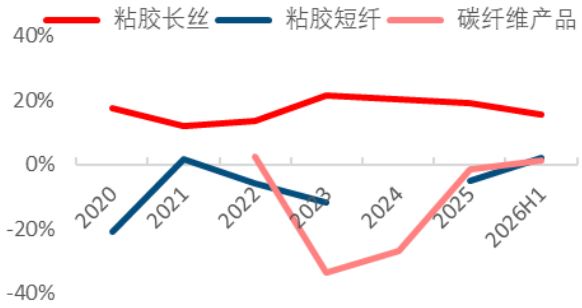

*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 39:2026H1 吉林化纤营收结构**




*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*

**图 40: 吉林化纤主要产品毛利率变化**




*数据来源：同花顺 iFind，中信建投证券*



下载日志已记录，仅供内部参考



# 五、投资建议

当前阶段粘胶短纤供需共振，有望迎来景气复苏。供给方面，行业格局高度集中且未来新增产能有限，25年8月以来国内粘胶短纤行业开工率均维持在85%以上的较高水平，同时行业进入去库周期，目前库存已经接近2020年以来最低水平；需求方面，短期来看2026/2027全球棉花供给预期偏紧，今年以来棉花-粘胶短纤价差走扩，粘胶性价比提升拉动替代需求，同时下游涡流纺与无纺布有望支撑粘胶短纤中长期需求，粘胶短纤供需共振，盈利能力有望逐步修复，建议关注具备较大规模粘胶短纤产能的头部企业。

**图41:粘胶短纤主要上市公司概况汇总**

| 公司 | 主营业务 | 粘胶短纤产能（万吨/年） | 2025年产能利用率（%） | 总市值（亿元，截至2026.10.15） | 市值/粘胶短纤产能（亿元/万吨） |
|---|---|---|---|---|---|
| 中泰化学 | 主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱、甲醇五大产品，配套热电、兰炭、电石、电石渣制水泥等循环经济产业链。 | 88 | 61.75% | 108 | 1.22 |
| 三友化工 | 化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业并配套热电、原盐、碱石、物流、国际贸易等循环经济体系 | 80 | 102.03% | 123 | 1.54 |
| 吉林化纤 | 粘胶纤维和碳纤维 | 12 | 96.07% | 87 | 7.23 |

*数据来源：各公司公告，同花顺iFind，中信建投证券　注：各公司产能数据均来自于2025年年报*

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险分析

（1）粘胶短纤下游需求不及预期的风险

粘胶短纤直接下游为纱线和无纺布，终端主要涉及纺织服装等行业，若下游及终端需求不及，可能会导致粘胶短纤需求下降，粘胶短纤可能面临供需失衡与价格下跌的风险。

（2）棉花与其他替代纤维价格下跌风险

粘胶短纤与棉花、涤纶短纤等纤维存在一定程度的替代关系，价格方面也存在一定的关联性，若未来棉花或其他替代纤维价格下跌可能导致粘胶短纤性价比下降，并最终导致粘胶短纤需求下滑与价格下跌。

（3）原材料价格波动风险

粘胶短纤成本受溶解浆等原材料价格影响较大，若未来上游原材料价格大幅波动可能会使得粘胶短纤需求受到抑制，并最终导致粘胶短纤盈利能力下滑。

（4）国际贸易摩擦风险

若发生国际贸易摩擦，可能会对于粘胶短纤以及下游纺织服装的出口产生负面影响，进而导致粘胶短纤需求下降与价格下跌。

（5）新增产能超预期风险

若未来新增产能建设或投产进度超预期，可能导致行业竞争格局与供需关系恶化，并最终导致粘胶短纤价格与盈利能力下滑。

（6）不同数据来源统计口径可能存在区别或误差

不同信息来源（例如百川盈孚、USDA 等）对于本文中所引用的粘胶短纤和棉花等产品的产能、产量、库存以及价格等数据的统计口径与预测可能存在区别和误差，相关数据仅供参考。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师介绍

**杨晖**

杨晖 中信建投研究所所长助理 石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，10 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

**任建斌**

新加坡国立大学理学硕士，3 年化工行研经验，2026 年加入中信建投证券石化能源及化工团队。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15％以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15％以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk