下载日志已记录，仅供内部参考

荣盛石化（002493.SZ）

全球领先的化工巨头，产业链一体化优势增厚公司利润

事件：公司发布三季报，2026 年前三季度实现营业收入 1936 亿元，同比下降 15%，实现归母净利润 80.15 亿元，同比增长 802.12%，其中第三季度公司实现营业收入 642 亿元，同比下降 18.93%，实现归母净利润 29.04 亿元，同比增长 914.18%。公司是全球领先的石化巨头，以浙石化和中金石化为依托，荣盛新材料等公司向炼化产业链下游延伸，构成荣盛石化板块“炼油-芳烃-新材料”一体化产业链，成品油出口配额有望增厚公司利润。

- **公司是全球领先的石化巨头，以浙石化和中金石化为依托，荣盛新材料等公司向炼化产业链下游延伸，构成荣盛石化板块“炼油-芳烃-新材料”一体化产业链。**荣盛石化是中国石油化工民营龙头企业之一，主要从事各类油品、化工品、聚酯产品的研发、生产和销售，于环渤海经济圈、长三角经济圈和海南“一带一路”经济圈等地建有七大生产基地，打造形成了聚酯、工程塑料、新能源、高端聚烯烃、特种橡胶五大产业链，是亚洲重要的聚酯、新能源材料、工程塑料和高附加值聚烯烃的生产商之一，拥有全球最大的 PX、PTA 等化工品产能，目前产能包括 4000 万吨/年炼油、1180 万吨/年芳烃（880 万吨/年 PX）、420 万吨/年乙烯、2150 万吨/年 PTA、530 万吨/年聚酯瓶片等。同时沙特阿美持有公司 10%股份，为公司提供稳定的原油供应保障，是国内为数不多的被中东石油巨头青睐的化工材料生产商。
- **国家政策控制行业增量，PX 行业供需格局在持续优化。**近五年石化政策主线由“能效约束”转向“总量控制 + 结构优化”：2021 年发改委等部门出台政策：推动 200 万吨/年及以下炼油装置、100 万吨/年以下连续重整（含芳烃抽提）退出；2022 年提出“降油增化”；2023 年将 2025 年原油一次加工能力上限定为 10 亿吨；2025 年要求合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模与投放节奏。总的来说我国石化产能近几年快速发展，产能规模已经十分庞大，但内部结构仍需要一定调整。对 PX—PTA—聚酯瓶片—涤纶长丝链条而言， PX 与乙烯同属“减油增化”核心品种，投放节奏受调控，利好现有的存量炼化头部公司。
- 商务部正式批复同意赋予浙石化非国营贸易成品油出口资格，浙石化作为首家获得出口权的民营炼化企业率先打开了东南亚的销售窗口，在国内成品油供应过剩的局面下，浙石化成品油出口权具有稀缺性和极高的价值。2023-2025 年，浙石化连续三年获得成品油出口配额，是国内唯一获得成品油出口配额的民营炼化公司。2026 年，公司已经获得三批成品油出口配额，当前海外成品油裂解价差非常大，能够拿到成品油出口配额的企业能够享受超额利润。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**我们预计国际油价会保持高位，成品油裂解价差仍将为公司带来超额利润，公司业绩有望同比继续增长。预计公司 2026-2028 年收入分别为 3429 亿元和 4526 亿元和 5081 亿元，归母净利润分别为 113 亿元、154 亿元和 156 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.54 元和 1.57 元。当前股价对应 PE 分别为 10.6 倍、7.7 倍和 7.6 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：原料产品波动风险，外币汇率波动风险，产品产能过剩风险，项**

强烈推荐（首次）

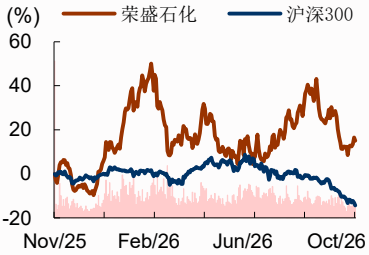
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：11.95 元

基础数据

总股本（百万股）	9989
已上市流通股(百万股)	9362
总市值（十亿元）	119.4
流通市值（十亿元）	111.9
每股净资产（MRQ）	5.2
ROE（TTM）	15.3
资产负债率	73.6%
主要股东	浙江荣盛控股集团有限公司
主要股东持股比例	55.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-12	19
相对表现	-1	5	35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
赵晨曦 S1090523010001
zhaochenxi@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目资本开支风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	326475	308622	342915	452561	508131
同比增长	0%	-5%	11%	32%	12%
营业利润(百万元)	2004	3341	43839	60091	60921
同比增长	28%	67%	1212%	37%	1%
归母净利润(百万元)	724	848	11253	15429	15642
同比增长	-37%	17%	1227%	37%	1%
每股收益(元)	0.07	0.08	1.13	1.54	1.57
PE	164.8	140.7	10.6	7.7	7.6
PB	2.7	2.7	2.2	1.7	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 公司是世界领先的化工材料生产商 6
1、 公司是国内炼化龙头企业 6
2、 公司产品结构丰富，覆盖衣食住行 7
3、 公司盈利有望企稳回升 8
二、 全球炼厂产能向亚洲转移，海外风险推高成品油裂解价差 9
1、 近五年炼厂增量主要集中在亚太地区 9
2、 地缘政治风险当前正在显著推高成品油裂解价差 11
3、 我国炼厂产能正在向大规模、集中化发展 12
三、 油头化工品的供需关系正逐步改善 14
1、 PX 当前库存来到近五年新低 15
2、 低库存下 PTA 价格有望得到强支撑 18
3、 聚酯瓶片行业出清有望超预期到来 22
4、 行业自律减产推动涤纶长丝价差修复 25
四、 公司一体化优势完备，拥有充足的原材料保障 30
1、 引入战略股东沙特阿美，保障原材料供应 30
2、 三大板块帮助公司实现上下游一体化 30
3、 公司是少数能出口成品油的民营公司 34
4、 公司重视股东回报 34
五、 盈利预测 35
六、 风险提示 37

图表目录

图 1: 荣盛石化股权结构图 6
图 2: 浙江荣盛控股集团发展历程 7
图 3: 公司三大业务板块 7
图 4: 公司主要产品 8
图 5: 荣盛石化营业收入及增速（亿元） 9
图 6: 荣盛石化归母净利润及增速（亿元） 9
图 7: 荣盛石化资产负债率 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：荣盛石化三费情况 9
图 9：原油一次加工产业链 10
图 10：全球炼油能力情况 10
图 11：2025 年全球各地区炼油能力情况 10
图 12：俄罗斯近五年每日出口成品油情况 12
图 13：美国柴油裂解价差 12
图 14：近年中国炼油能力情况 13
图 15：国内炼厂开工率情况（%） 13
图 16：国内汽柴油消费情况 13
图 17：汽柴油库存情况 14
图 18：国内汽柴煤进出口数据 14
图 19：PX 产能及产量情况 15
图 20：PX 进口数据及对外依存度 15
图 21：PX 产业链 16
图 22：PX 下游消费结构分布 16
图 23：国内各公司 PX 产能占比 17
图 24：PX 库存情况 18
图 25：国内 PX 行业开工率 18
图 26：PX 价格情况 18
图 27：国内 PX 价差 18
图 28：PTA 下游消费结构分布 19
图 29：PTA 产能及产量情况 19
图 30：PTA 消费情况 19
图 31：国内各公司 PTA 产能占比 21
图 32：PTA 库存情况 21
图 33：国内 PTA 行业开工率 21
图 34：PTA 价格价差情况 22
图 35：聚酯瓶片下游消费结构分布 22
图 36：聚酯瓶片产能及产量情况 23
图 37：聚酯瓶片消费情况 23
图 38：国内各公司聚酯瓶片产能占比 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：聚酯瓶片库存情况 25
图 40：国内聚酯瓶片行业开工率 25
图 41：聚酯瓶片价格价差情况 25
图 42：涤纶长丝下游消费结构分布 26
图 43：涤纶长丝产能及产量情况 27
图 44：涤纶长丝消费情况 27
图 45：国内各公司涤纶长丝产能占比 28
图 46：涤纶长丝库存情况 29
图 47：国内涤纶长丝行业开工率 29
图 48：涤纶长丝价格价差情况 29
图 49：浙石化地理位置 31
图 50：荣盛石化历史 PEBand 37
图 51：荣盛石化历史 PBBand 37

表 1：全球各地区近五年炼油产能（百万桶/日） 11
表 2：OPEC 组织部分成员国成品油出口量（百万桶/日） 11
表 3：全球部分国家或地区成品油日出口情况（百万桶/日） 12
表 4：近五年石化行业政策汇总 14
表 5：国内 PX 产能分布 16
表 6：未来 PX 新增产能 17
表 7：国内部分 PTA 产能分布 20
表 8：未来 PTA 新增产能 20
表 9：国内聚酯瓶片产能分布 23
表 10：未来聚酯瓶片新增产能 24
表 11：国内涤纶长丝产能分布 27
表 12：未来涤纶长丝新增产能 28
表 13：荣盛石化主要产品及已有产能情况 32
表 14：荣盛石化在建产能情况 33
表 15：公司上市以来部分增减持计划、员工持股计划、回购等 34
表 16：公司各产品收入预测 35
附：财务预测表 38

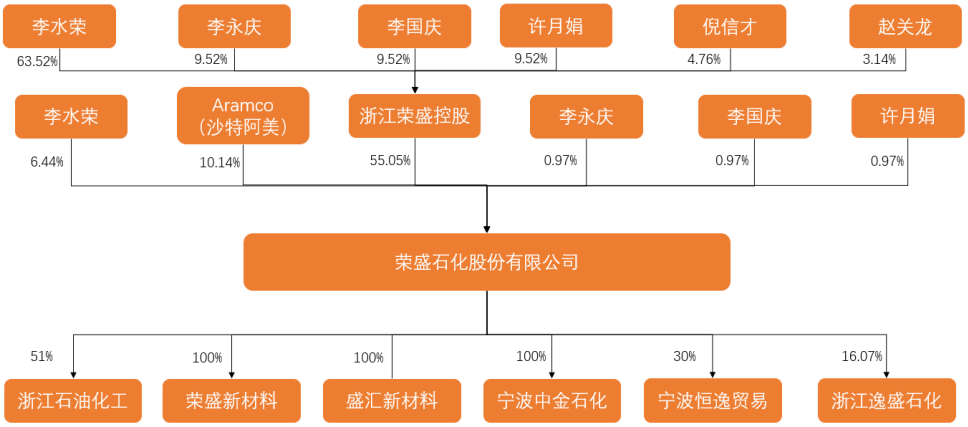
下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司是世界领先的化工材料生产商

1、公司是国内炼化龙头企业

荣盛石化是中国石油化工民营龙头企业之一，主要从事各类油品、化工品、聚酯产品的研发、生产和销售，于环渤海经济圈、长三角经济圈和海南“一带一路”经济圈等地建有七大生产基地，打造形成了聚酯、工程塑料、新能源、高端聚烯烃、特种橡胶五大产业链，是亚洲重要的聚酯、新能源材料、工程塑料和高附加值聚烯烃的生产商之一，拥有全球最大的 PX、PTA 等化工品产能。公司成立于 1995 年，2010 年 11 月在深圳证券交易所上市。公司实际控制人为李水荣。

图 1：荣盛石化股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

李水荣通过荣盛控股间接控制荣盛石化，是荣盛石化的实控人。截至 2026 年三季度末，荣盛控股持有荣盛石化 55.05%股权，李水荣直接或间接持有荣盛石化 41.41%股权。荣盛控股位列世界 500 强第 115 位、中国企业 500 强第 32 位、中国制造业企业 500 强第 7 位、中国民营企业 500 强第 7 位。目前集团已拥有荣盛石化（股票代码：002493）、宁波联合（股票代码：600051）等上市公司，业务涉及油气上游及交易、煤炭、物流、装备制造、工艺工程技术、房地产、创投等多个领域；旗下荣通物流是国家 AAAA 级物流企业，有着成熟稳定的承运商合作运营平台；控股的苏州圣汇装备有限公司专门从事压力容器、低温装备、球罐、船用装备等的设计、制造和销售；参股的上海寰球工程有限公司具有极为丰富的工程 EPC 经验；浙江荣盛创业投资有限公司投资的多个项目不仅实现了很好的经济效益，而且也促进了产业链的协同。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：浙江荣盛控股集团发展历程



资料来源：荣盛控股集团官网、招商证券

2、公司产品结构丰富，覆盖衣食住行

公司产品种类丰富，规格齐全，涵盖新能源、新材料、有机化工、合成纤维、合成树脂、合成橡胶、油品等多个领域，基本实现了“一滴油到世间万物”，并不断在现有全球超大型一体化炼化基地和完备上下游配套的基础上提升完善新材料产业链。

图 3：公司三大业务板块



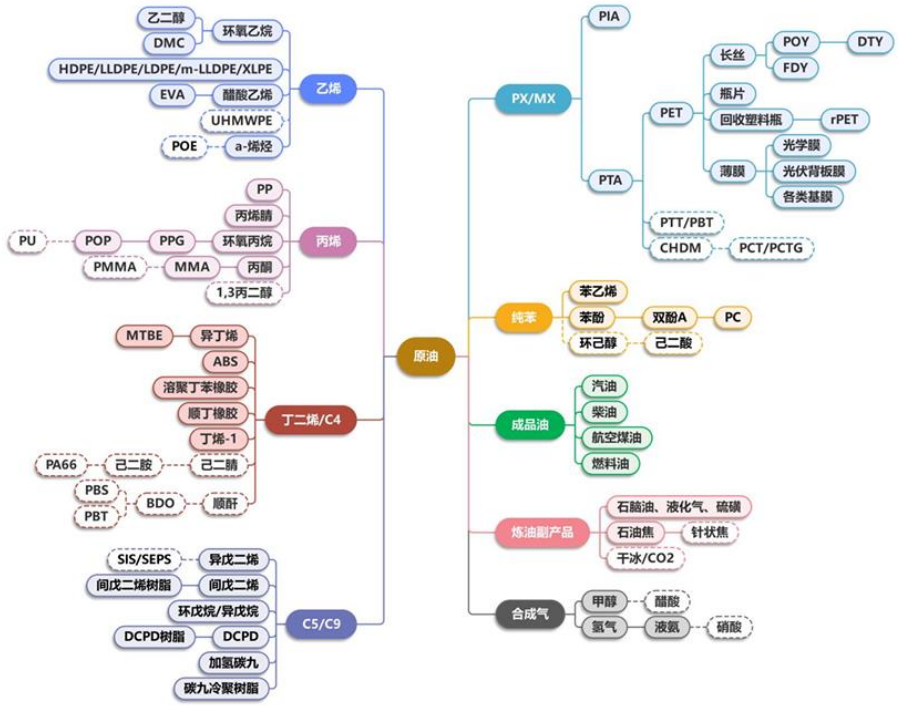
资料来源：公司 2026 年半年报、招商证券

作为全球领先的化工材料生产商之一，荣盛石化是全球重要的聚酯、新能源材料、工程塑料和高附加值聚烯烃的生产商。公司主导运营的浙石化炼化一体化项目，具备年加工 4000 万吨原油、880 万吨对二甲苯（PX）及 420 万吨乙烯的能力，

下载日志已记录，仅供内部参考

炼化一体化率全球领先。2026 年，公司全球品牌价值与行业影响力持续稳步提升。2026 年 5 月，荣盛石化连续 7 年上榜 BrandFinance 发布的“全球化工最具价值品牌榜”，并蝉联全球第 5，为榜单前 5 席位中唯一的中国品牌。7 月，美国《化学与工程新闻》（C&EN）公布“2026 年全球化工企业 50 强”榜单，荣盛石化位列第 17 位。2025 年，荣盛石化亦收获多项全球权威行业榜单认可：在 ICIS“世界化工企业 100 强”排行榜上名列第 9，在美国《化学周刊》“全球化工公司十亿美元俱乐部排名”中位列全球第 7 位。在可持续发展建设层面，公司继续领跑行业，MSCIESG 评级稳定维持在 A 级水平，在碳减排、水资源管理及公司治理等方面达到行业领先水准，以可持续发展综合实力塑造企业高质量长远发展格局。

图 4：公司主要产品



注：虚线/虚框为规划产品

资料来源：公司 2026 年半年报、招商证券

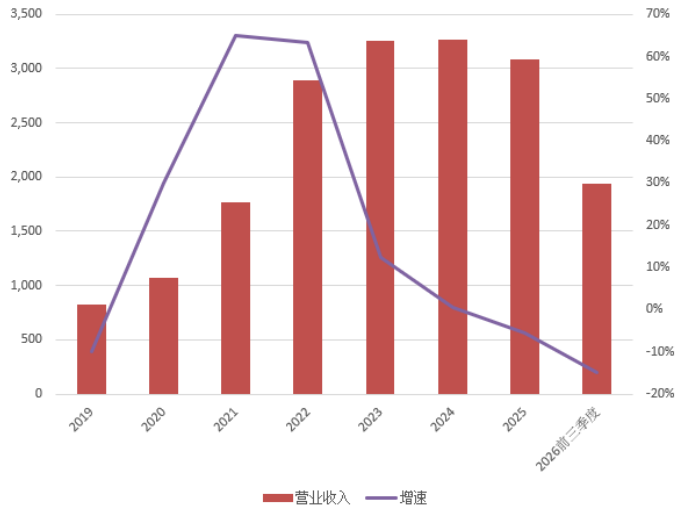
3、公司盈利有望企稳回升

2026 年上半年，公司实现营业收入 1294 亿元，同比下降 12.93%；实现归母净利润 51.11 亿元，同比增长 748.83%。公司营业收入方面，从 2019 年的 825 亿，快速增长至 2024 年峰值 3265 亿元，主要是公司的新产能新项目在陆续投产，浙石化在过去五年在炼油、化工品、化纤等板块产能快速扩大，带动营业收入持续增长。利润方面，受益于 2021 年前后全球需求暴涨，而国外产能开工受到影响，产品毛利率持续增长，随着公司产能陆续投产，产品量价齐升，2021 年创下最好盈利水平。但随后的俄乌冲突导致原油价格快速上涨，成本增长同时下游需求快速回落，公司盈利水平有所下滑。同时受益于 2020-2022 年三年化工景气周期影响，行业上马较多产能，随后的 2023-2025 均处于去产能过程，公司盈利水平欠佳。进入 2026 年后，随着美伊冲突爆发，公司产品价格大幅上涨，

下载日志已记录，仅供内部参考

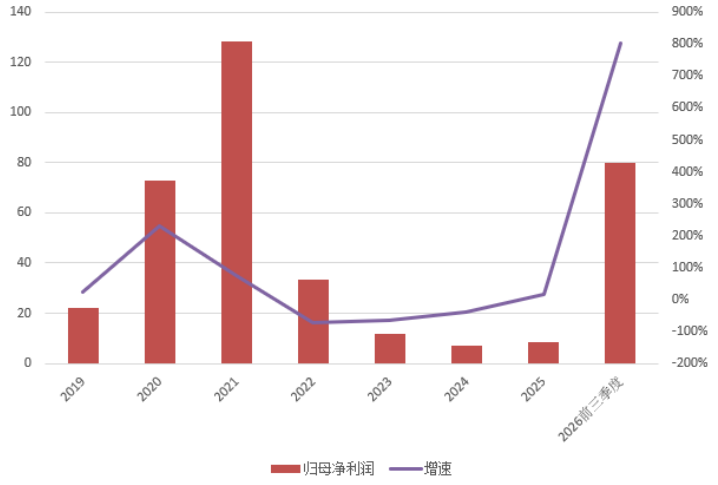
上半年公司利润迎来修复，我们认为公司有望高度受益本次油价强周期。

图 5：荣盛石化营业收入及增速（亿元）



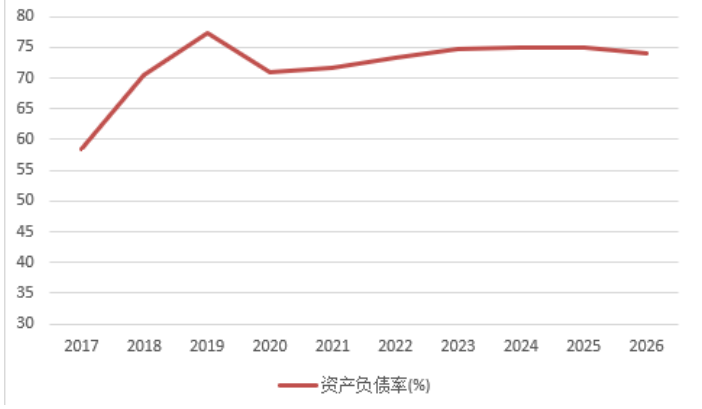
资料来源：公司年报、招商证券

图 6：荣盛石化归母净利润及增速（亿元）



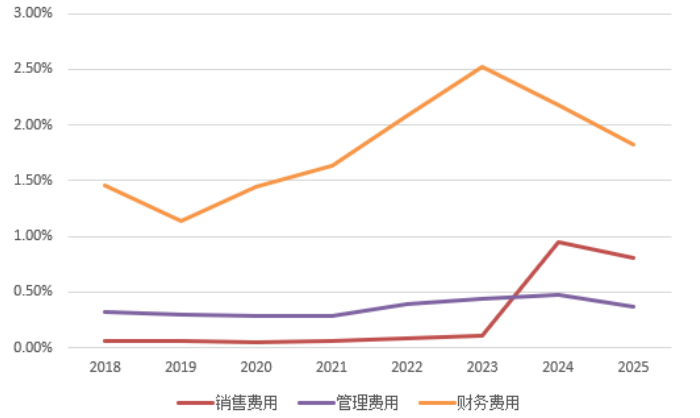
资料来源：公司年报、招商证券

图 7：荣盛石化资产负债率



资料来源：公司年报、招商证券

图 8：荣盛石化三费情况



资料来源：公司年报、招商证券

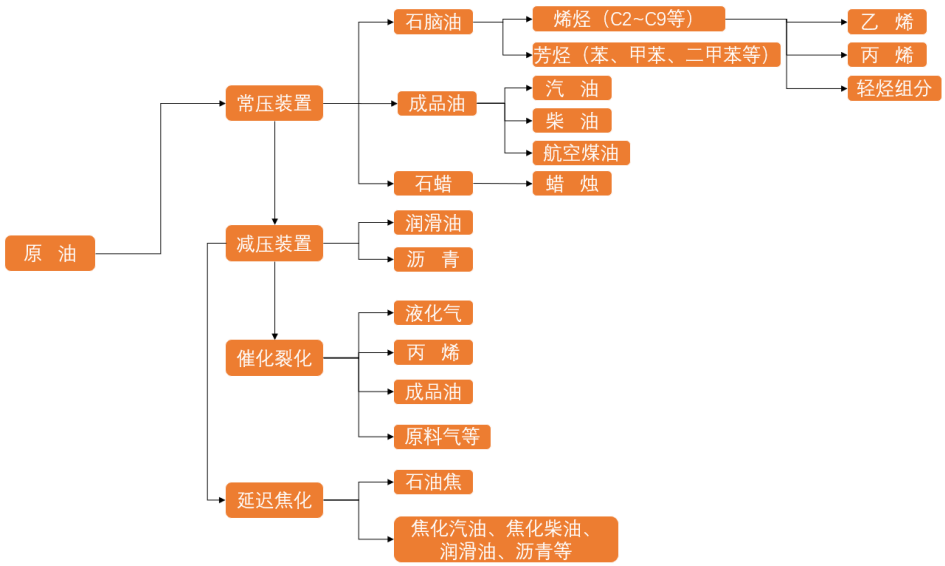
二、全球炼厂产能向亚洲转移，海外风险推高成品油裂解价差

1、近五年炼厂增量主要集中在亚太地区

原油一次加工能力（常称炼油一次加工能力、原油蒸馏能力，也是通常说的炼油能力），指炼厂通过**常压蒸馏、减压蒸馏**装置，对原油进行物理分馏处理的最大加工规模，是石油炼化产业最核心的基础产能指标。原油一次加工属于物理分离过程：利用原油内部不同组分沸点差异，在常压装置分出石脑油、汽油、柴油、航煤等馏分；减压装置分离石蜡、润滑油、沥青等重质组分。一次加工得到的各类馏分，并非全部是终端成品油；石脑油等轻组分还可以送入乙烯装置，生产乙烯、丙烯、芳烃等化工原料；重质油可进一步通过催化裂化、延迟焦化等二次加工装置，转化为成品油、石油焦等产品。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：原油一次加工产业链

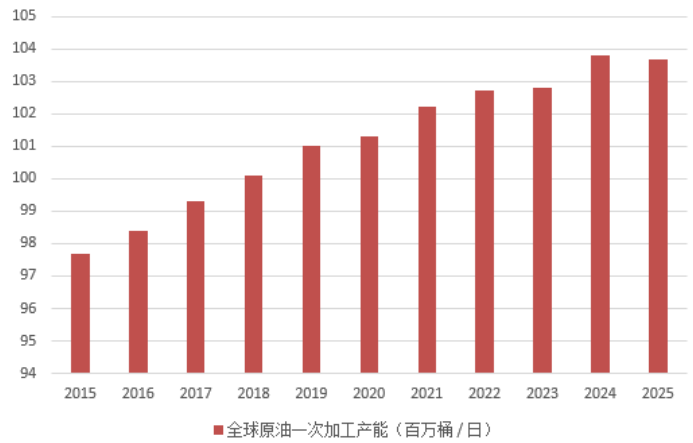


资料来源：《石油炼制工程》、招商证券

从 2015 年开始，受全球经济持续快速发展影响，全球原油一次加工产能持续上行，整体呈现稳步扩张态势。2020 年疫情短暂放缓后，全球炼能继续增长，2024 年达到阶段高点，2025 年产能小幅回落。其中，主要是中国、印度、中东是增产主力。

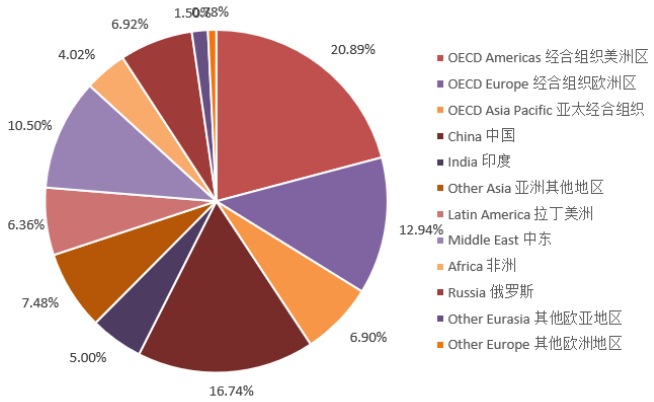
当前美国仍然是全球第一大炼油国，根据 OPEC 统计，美国、加拿大炼油产能 2165 万桶/日，合计占全球 20.89%，北美洲地区是炼厂存量最大的地区，以大型高效炼厂为主，产能总体稳定。其次是中国，中国以 1735 万桶/日位居全球第二，同时中国近五年炼油能力增长 100 万桶/日，是主要的增产主力。经合组织欧洲地区炼油产能占 12.94%，俄乌冲突后，受能源成本、环保政策影响，炼厂持续关停，产能占比长期萎缩。中东占 10.50%，依托本地原油资源，大力发展炼化一体化项目，向外输出成品油与化工品，是近年全球炼能重要增量板块。印度（5.0%）、俄罗斯（6.90%）紧随其后，印度是亚洲炼化增长第二极。

图 10：全球炼油能力情况



资料来源：OPEC ASB、招商证券

图 11：2025 年全球各地区炼油能力情况



资料来源：OPEC ASB、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

近五年全球炼厂产能增长约 269 万桶/日，主要贡献增量的是中国和中东地区产能，合计达 242 万桶/日；同时欧洲炼化市场产能持续收缩，预计未来这一收缩态势将持续。

表 1：全球各地区近五年炼油产能（百万桶/日）

	2021	2022	2023	2024	2025	相对于 2021 年增长
经合组织美洲区	21.5	21.5	21.68	22.02	21.65	0.15
经合组织欧洲区	13.98	13.98	13.96	13.9	13.41	-0.57
亚太经合组织	7.65	7.39	7.27	7.15	7.15	-0.5
中国	16.32	16.93	16.6	17.22	17.35	1.03
印度	4.84	4.84	4.84	4.97	5.18	0.34
亚洲其他地区	7.47	7.47	7.51	7.51	7.75	0.28
拉丁美洲	6.53	6.56	6.56	6.56	6.59	0.06
中东	9.49	9.86	10.61	10.7	10.88	1.39
非洲	3.5	3.37	4.1	4.14	4.17	0.67
俄罗斯	7.11	7.11	7.11	7.11	7.17	0.06
其他欧亚地区	1.78	1.54	1.54	1.54	1.56	-0.22
其他欧洲地区	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0
全球总计	100.97	101.37	102.58	103.62	103.66	2.69
欧佩克占比（%）	12.44	12.68	13.71	13.65	13.79	

资料来源：OPEC ASB 2026、招商证券

2、地缘政治风险当前正在显著推高成品油裂解价差

从今年 3 月起，中东美伊冲突导致霍尔木兹海峡油轮通行受到较大阻碍。中东是重要的炼油产能地区，也是重要的成品油出口地区。绝大部分中东国家出口原油成品油都会通过霍尔木兹海峡，到 2025 年，根据 OPEC 统计，中东地区出口成品油总计达 422 万桶/日，占整个 OPEC 组织内近 80%。

由于俄乌冲突的持续，乌克兰无人机对俄罗斯炼厂定点打击，导致俄罗斯国内炼厂受影响较大，国内成品油紧缺。2025 年 9 月起俄罗斯再次出台汽油出口禁令，后续多次延长（一直延续）；到 2025 年底，俄罗斯开始小规模进口汽油（来自白俄罗斯），这是近数十年来首次出现汽油进口。到 2026 年 5 月底，俄罗斯新增航空煤油出口禁令，7 月 8 号，全面禁止柴油生产商出口柴油。8 月 1 日长期禁令生效：**汽油全面禁止出口；柴油、船用燃料油、瓦斯油对非生产商禁止出口**，有效期至 2027 年 1 月 31 日。

俄罗斯禁止出口成品油前，每年成品油日出口量在 2.4-2.6 百万桶/日之间，而霍尔木兹海峡影响成品油出口约在 422 万桶/日，即 7 月以来，受影响的全球成品油出口约为 660~680 万桶/日左右。

表 2：OPEC 组织部分成员国成品油出口量（百万桶/日）

	2021	2022	2023	2024	2025	成品油出口量占 OPEC
伊朗	0.33	0.38	0.38	0.41	0.42	7.9%
伊拉克	0.16	0.17	0.2	0.19	0.22	4.1%
科威特	0.6	0.71	0.96	1.2	1.08	20.3%
沙特阿拉伯	1.34	1.47	1.27	1.29	1.48	27.9%
阿拉伯联合酋长国	0.89	0.9	1.14	0.99	1.02	19.2%
欧佩克总计	3.97	4.4	4.78	5.07	5.31	100%

资料来源：OPEC ASB 2026、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

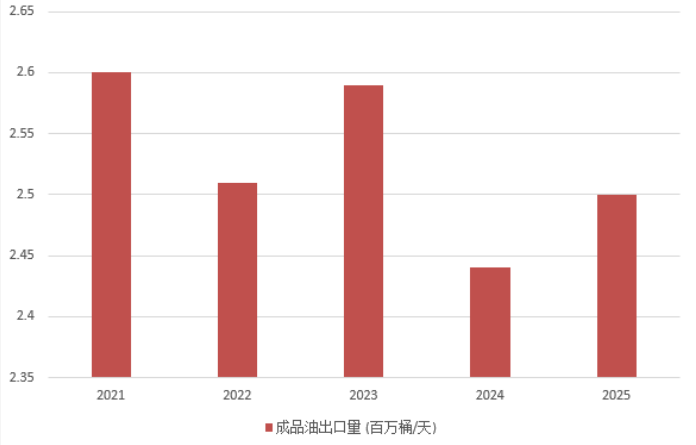
表 3：全球部分国家或地区成品油日出口情况（百万桶/日）

	美国	俄罗斯	中国	印度
2015	2.94	2.47	0.78	0.42
2016	3.18	2.49	0.89	0.51
2017	3.43	2.52	0.96	0.6
2018	3.62	2.56	1.03	0.68
2019	3.75	2.59	1.08	0.74
2020	3.36	2.38	0.87	0.62
2021	3.81	2.6	1.01	0.79
2022	4.04	2.51	0.93	0.86
2023	4.17	2.59	1.05	0.92
2024	4.09	2.44	1.12	0.98
2025	3.96	2.5	1.17	1.04

资料来源： EIA、俄罗斯海关、IEA、招商证券

巨大的成品油缺口导致全球成品油裂解价差快速上行，2022 年俄乌冲突导致的成品油短缺造成的柴油裂解价差最高为 60 美元/桶，而本次 7 月以来，美国海湾柴油裂解价差最高超过 70 美元/桶，而且当前仍旧保持在高位震荡。这刺激全球炼厂调整产品结构，尽可能生产成品油获取暴利。我们预计成品油裂解价差将持续保持高位震荡。

图 12：俄罗斯近五年每日出口成品油情况



资料来源：ifind、招商证券

图 13：美国柴油裂解价差



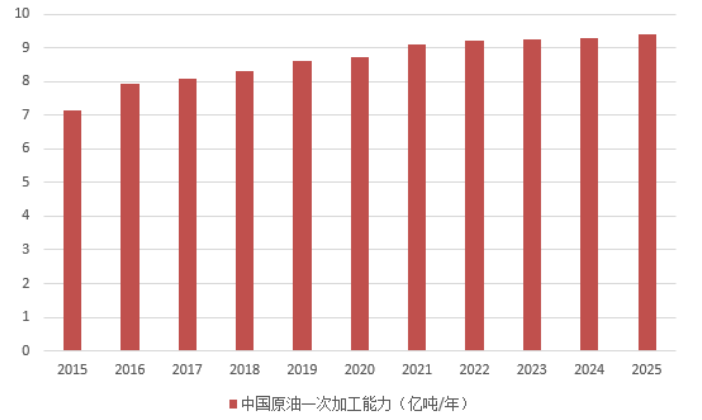
资料来源：CEIC、招商证券

3、我国炼厂产能正在向大规模、集中化发展

中国目前已经是全球第二大炼油产能国家，原油一次加工能力达到 9.3 亿吨/年，从 2015 年起，随着中国经济的快速发展，炼油能力也在快速增长，到 2021 年，炼油产能破 9 亿吨/年。随着炼油产能的增加，我国单个炼厂规模还存在小而散的特点，因此发改委、工信部等部门从 2021 年起陆续出台多项政策，推动落后小产能逐步退出，严禁新建 1000 万吨/年以下的常减压装置；到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油产能占比 55%左右。

下载日志已记录，仅供内部参考

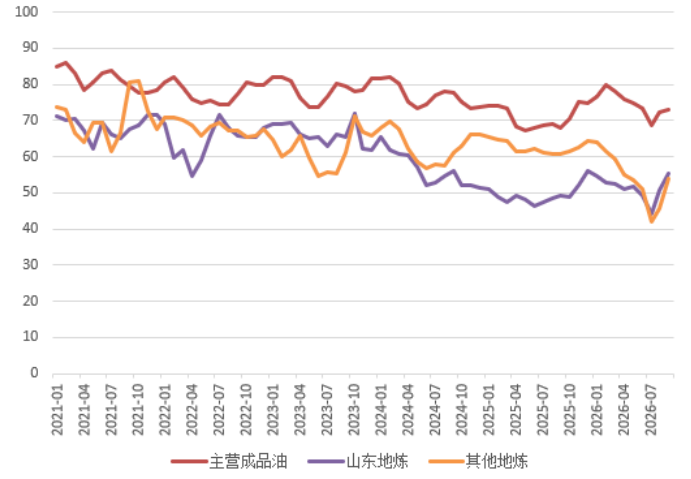
图 14：近年中国炼油能力情况



资料来源：OPEC ASB 2026、招商证券

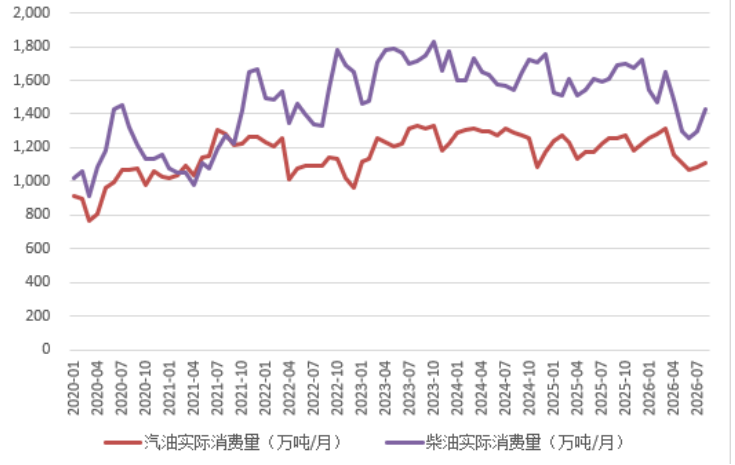
我国汽柴油需求在 2023 年前后达峰，考虑到我国新能源产业发展迅速，汽柴油消费已经从 2023 年前后峰值超过 3000 万吨下降到 2500 万吨左右，汽柴油库存也在稳步下降。与此同时炼厂正在经历“减油增化”改革，由于地炼等小企业工艺落后，成品主要是成品油，在此过程中受伤较大，开工率逐渐走低，部分落后产能逐步淘汰，优先利好头部产业链完整的一体化炼厂。

图 15：国内炼厂开工率情况（%）



资料来源：国家统计局、招商证券

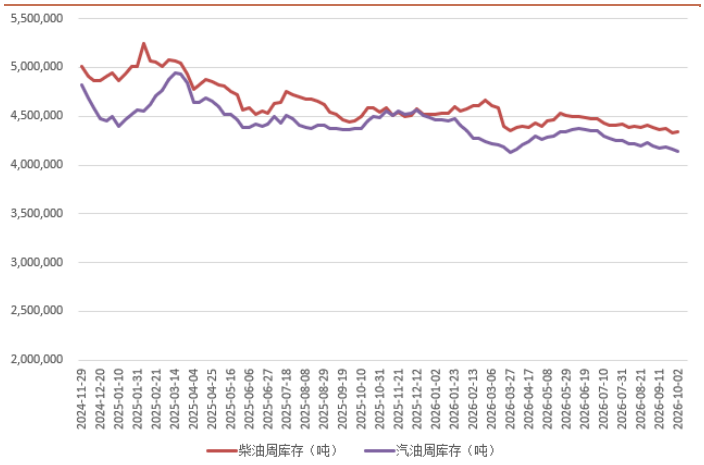
图 16：国内汽柴油消费情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

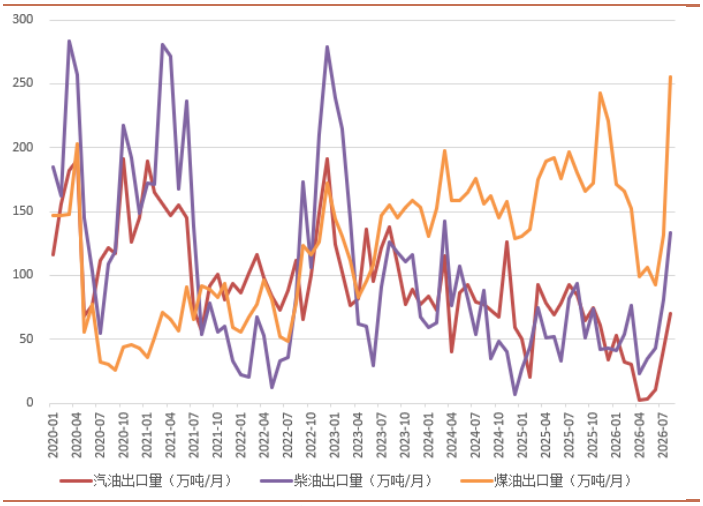
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：汽柴油库存情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 18：国内汽柴煤进出口数据



资料来源：国家统计局、招商证券

三、油头化工品的供需关系正逐步改善

石化政策由“能效约束”转向“总量控制 + 结构优化”。近五年石化政策主线由“能效约束”转向“总量控制 + 结构优化”：2021 年发改委等部门出台政策：推动 200 万吨/年及以下炼油装置、100 万吨/年以下连续重整（含芳烃抽提）退出；2022 年提出“降油增化”；2023 年将 2025 年原油一次加工能力上限定为 10 亿吨；2025 年要求合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模与投放节奏。总的来说我国石化产能近几年快速发展，产能规模已经十分庞大，但内部结构仍需要一定调整。对 PX—PTA—聚酯瓶片—涤纶长丝链条而言，PX 与乙烯同属“减油增化”核心品种，投放节奏受调控，利好现有的存量炼化头部公司；PTA、瓶片、长丝未被炼油产能管控覆盖，产能过剩仍需行业自律与市场化出清，但原料端趋紧将增强成本传导。

表 4：近五年石化行业政策汇总

文件名	发布部门	时间	主要内容
《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021–2025）》	发改委等部门	2021 年	推动 200 万吨/年及以下炼油装置、淘汰退出；严禁新建 1000 万吨/年以下常减压、150 万吨/年以下催化裂化、100 万吨/年以下连续重整（含芳烃抽提）、150 万吨/年以下加氢裂化，80 万吨/年以下石脑油裂解制乙烯；新建炼油项目实施产能减量置换，推动 30 万吨/年及以下乙烯、加大闲置产能、僵尸产能处置力度
《“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部等六部门	2022 年	有序推进炼化项目“降油增化”，延长石油化工产业链；严控炼油、磷铵、电石、黄磷等行业新增产能
《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	发改委等四部门	2023 年	到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油产能占比 55%左右；严控新增炼油产能，新建炼厂的常减压装置规模不得低于 1000 万吨/年；加快淘汰落后产能。各地要依法依规推动不符合国家产业政策的 200 万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出。

下载日志已记录，仅供内部参考

《石化化工行业稳增长工作方案（2025–2026年）》	工信部等七部门	2025 年	严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目

资料来源：政府网站、招商证券

1、PX 当前库存来到近五年新低

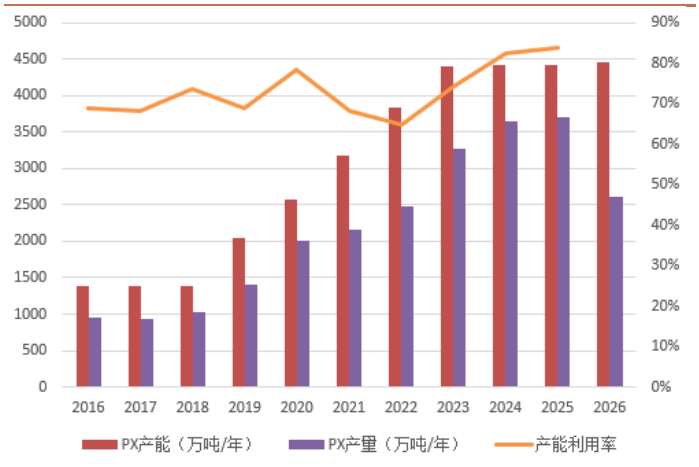
PX（对二甲苯）是二甲苯的同分异构体，常温下为无色液体，属基础芳烃原料。它是聚酯产业链的源头：全球约 98%的 PX 用于生产 PTA，PTA 与乙二醇缩聚为聚酯（PET），再加工成涤纶长丝、瓶片与薄膜。PX 因此被称为产业链"总开关"，其价格决定 PTA 成本底线并向全链传导。

PX 原材料是原油，生产工艺是"原油—石脑油—连续重整—芳烃抽提—吸附分离"：即石脑油经催化重整、芳烃抽提与吸附分离即得高纯对二甲苯，并配套歧化与异构化装置提高收率。

对我国而言，PX 是炼化"减油增化"向下游延伸的核心品种，单套投资超百亿、门槛高，且已被纳入国家产能总量调控。我国是全球最大 PX 生产国与消费国，2025 年产能超过 4000 万吨/年，随荣盛浙石化等民营大炼化集中投产，进口替代基本完成，一体化龙头由此获得显著成本与抗周期优势。

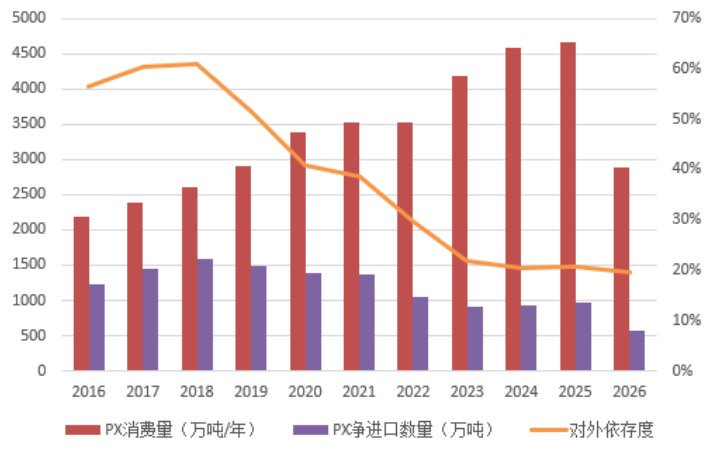
国内 PX 产能从 2016 年的 1383 万吨/年扩张至 2026 年超过 4400 万吨/年，产量由约 900 万吨/年提升至超过 3500 万吨/年。这十年间伴随着我国经济快速发展，国内 PX 消费量快速提升，由 2016 年的 2183 万吨/年增至 2025 年的 4660 万吨/年，同时我国对于 PX 产能建设快速提高，特别是 2019 年-2023 年这五年，由于民营大炼化等公司产能快速扩张，我国 PX 对外依存度也快速下降。到 2024 年后，国内产能投放速度明显放缓，进口替代空间基本释放完毕，2025-2026 两年没有新增产能。

图 19：PX 产能及产量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券（本文 2026 年数据截至 2026 年 8 月）

图 20：PX 进口数据及对外依存度



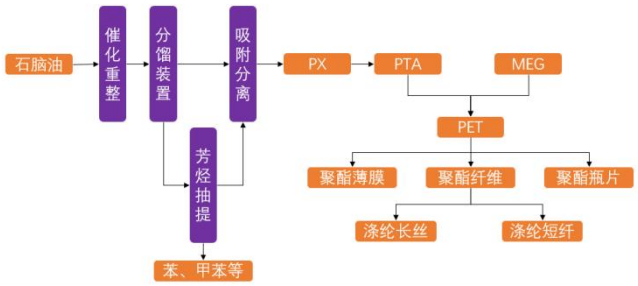
资料来源：百川盈孚、海关总署、招商证券

PX 位于“石脑油—PX—PTA—PET—聚酯”产业链的中游关键环节：上游石脑油经催化重整、分馏装置、吸附分离制得 PX，芳烃抽提环节同时副产苯、甲苯等产品；下游 PTA 与 MEG 共同聚合生成 PET，再进一步延伸至聚酯薄膜、聚酯纤维（涤纶长丝、涤纶短纤）和聚酯瓶片。可以说 PX 能否自主生产决定着我

下载日志已记录，仅供内部参考

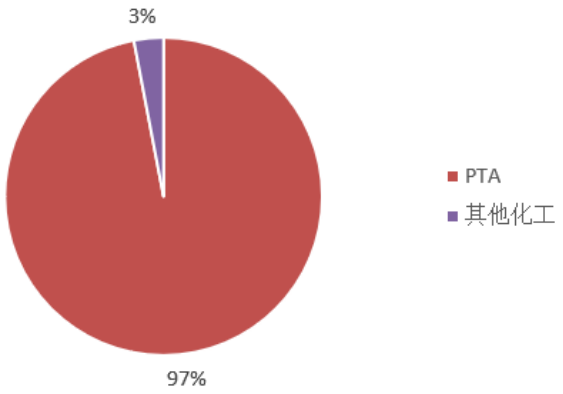
国纺织工业是否掌握在自己手中。

图 21：PX 产业链



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 22：PX 下游消费结构分布



资料来源：国家统计局、招商证券

国内 PX 产能分布：国内 PX 总产能约 4432 万吨/年，行业集中度高，前五大企业合计占比约 71%，其中浙石化+中金石化以 1040 万吨/年（约 23%）居首，中国石化 642 万吨/年、中国石油 535 万吨/年、恒力石化 520 万吨/年、中国海油 405 万吨/年、盛虹炼化 400 万吨/年紧随其后。产能向头部炼化一体化企业集中，这主要由于 PX 装置投资规模大、对上游重整及芳烃资源配套要求高，头部企业凭借一体化成本优势和规模化效应持续扩大份额。虽然 2027-2028 年规划超过 1000 万吨新产能，但由于国际油价大幅波动，部分新产能有所延期。同时国内目前每年还要净进口近 1000 万吨 PX，因此无需担忧。

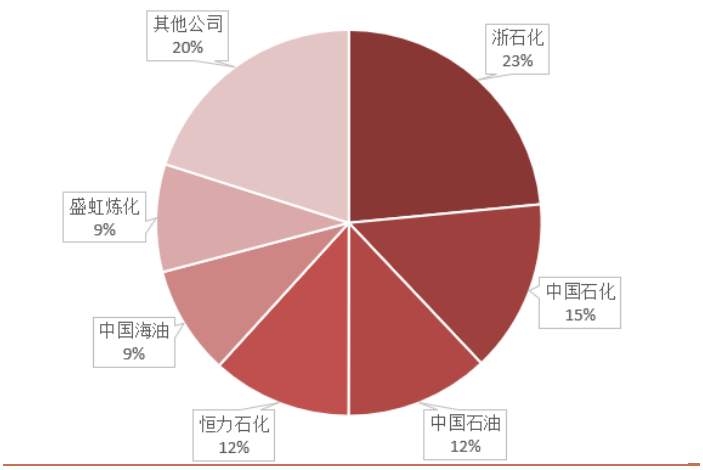
表 5：国内 PX 产能分布

企业名称	产能（万吨/年）
浙石化	880
中金石化	160
中国石化	642
中国石油	535
恒力石化	520
中国海油	405
盛虹炼化	400
东营威联化学	200
大连福佳大化	170
福建福海创	160
青岛丽东	100
福建联合	100
中化泉州	80
弘润石化	80
总计	**4432**

资料来源：百川盈孚、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：国内各公司 PX 产能占比



资料来源：百川盈孚、招商证券

表 6：未来 PX 新增产能

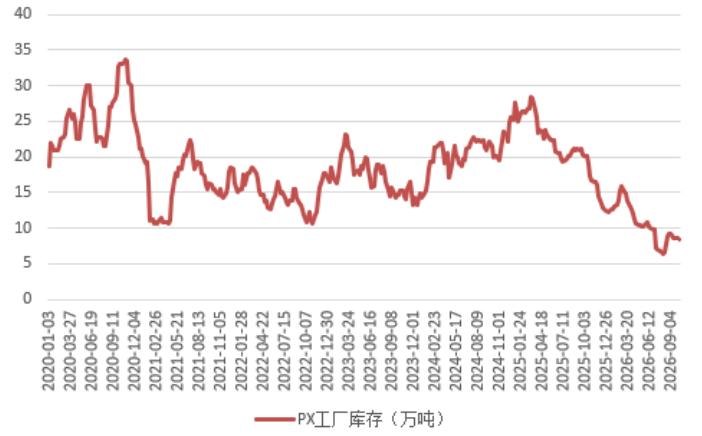
企业	产能（万吨/年）	预计投产时间
华锦阿美石油化工有限公司	200	2027-03
福建古雷石化有限公司	200	2027-06
中国石化	150	2027-09
中国石油	50	2027-09
山东裕龙石化有限公司	300	2027-12
山东东明石化集团有限公司	220	2028-07
合计	1120	

资料来源：百川盈孚、招商证券

2020 年-2021 年底，由于海外疫情导致海外产能开工受阻，国内出口大增，国内库存较低；但随着海外产能恢复，叠加国内新增产能逐步释放，国内 PX 产能开始累库，从 2023 年底到 2025 年初，PX 库存持续增长。由于库存较高，行业盈利下滑，国内新产能扩产速度明显放缓，2025-2026 年两年国内无新增产能，推动库存持续下滑。到 2026 年后，由于美伊冲突，国际油价大幅攀升，成本高企，国内炼厂开工率下降，进一步推动 PX 去库，当前 PX 库存已经来到 2020 年后新低。PX 行业开工率总体保持高位运行，近五年仅在 2022-2023 年以及美伊冲突发生后一季度开工率下降较快，总体由于我国对 PX 需求较旺盛，国内企业开工率较高。

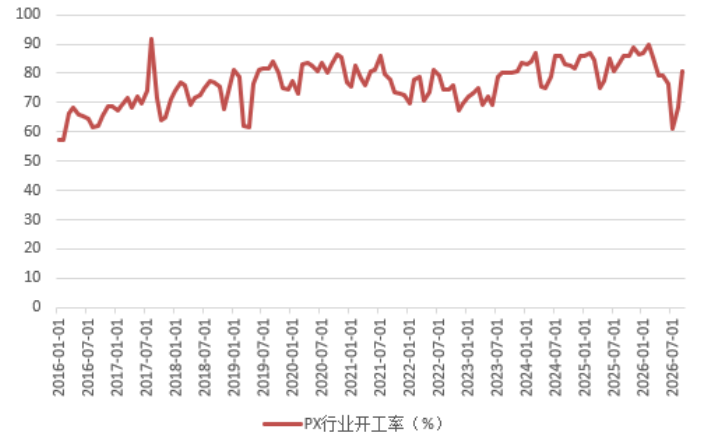
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：PX 库存情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 25：国内 PX 行业开工率



资料来源：国家统计局、招商证券

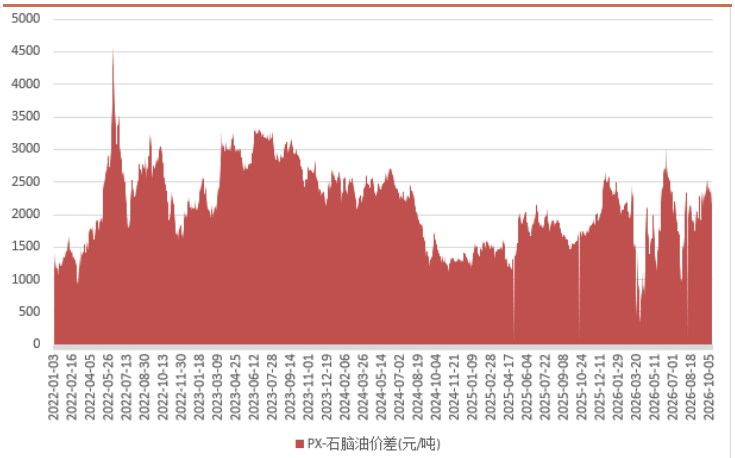
2020 年以来 PX 价格先抑后扬、波动加剧：2020 年 4 月受疫情冲击一度跌至约 3,800 元/吨的低点，随后由于海外需求暴增，货源紧张，价格冲高至约 10,500 元/吨；此后由于海外产能恢复，国内新产能逐步投产，价格逐步回落，2024—2025 年由于库存较高，价格中枢稳步下移；2026 年 2 月底，由于美伊冲突爆发，原材料原油成本大幅走高，PX 价差收紧，随着库存的减少，下游被迫接受价格上涨，PX 价差重新回到炼厂较为盈利区间，利润同比大幅增加。我们预计美伊冲突较难缓解，国际油价仍将保持高位震荡，PX 库存有望进一步降低，炼厂议价权会逐步抬升，炼厂盈利有望进一步提高，在国内反内卷、调结构的政策引导下，浙石化等头部炼厂优先受益。

图 26：PX 价格情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 27：国内 PX 价差



资料来源：百川盈孚、招商证券

2、低库存下 PTA 价格有望得到强支撑

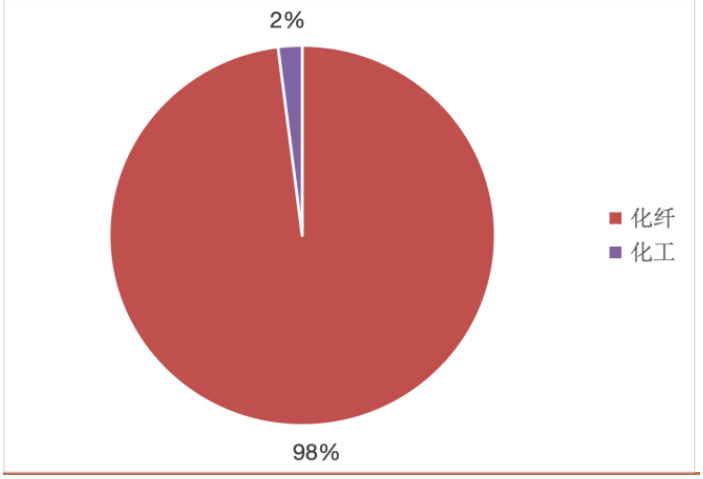
精对苯二甲酸（PTA）是聚酯产业链核心大宗化工中间体，常温为白色结晶粉末，主要用于生产 PET 聚酯，广泛应用于化纤纺织、包装瓶片、薄膜等领域。

当前工业化路线为以对二甲苯（PX）为主原料、醋酸作溶剂，在钴锰溴复合催化剂体系下，高温高压条件下与空气发生液相氧化，生成粗对苯二甲酸（CTA）；再经结晶、离心、洗涤、干燥得到高纯度纤维级 PTA。行业成本差异主要来自 PX

下载日志已记录，仅供内部参考

原料成本、装置规模及能耗，炼化一体化企业具备明显成本优势。产业链层面，PTA 上游源头为原油，经石脑油、芳烃装置产出 PX，PX 占 PTA 生产成本 65%以上，辅料为醋酸。下游高度集中，超 90% PTA 与乙二醇（MEG）聚合生成 PET，再加工为涤纶长丝、短纤及瓶片，终端对应纺织服装、食品饮料包装。

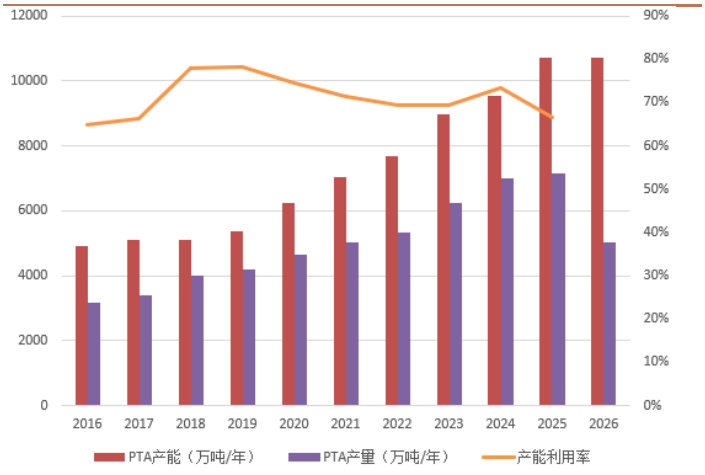
图 28：PTA 下游消费结构分布



资料来源：百川盈孚、招商证券

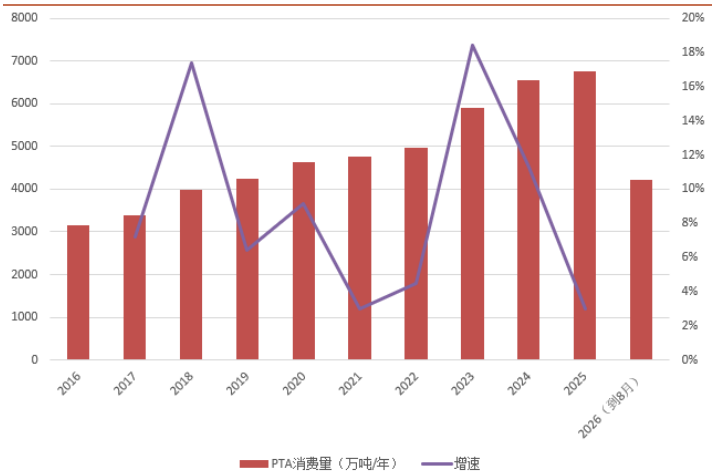
国内 PTA 产能由 2016 年约 4900 万吨/年扩张至 2026 年约 10000 万吨/年，产量由 3100 万吨/年增至 2025 年超过 7000 万吨/年，这主要是我国经济快速发展，带动下游纺织行业需求增长，带动 PTA 需求旺盛。2019 年以来恒力、逸盛、桐昆等龙头的新一轮扩产促使行业产能快速增长，PTA 生产企业较 PX 明显更加分散，因此扩产企业较多，行业玩家良莠不齐，产能利用率有所下降。国内 PTA 消费量由 2016 年约 3,200 万吨/年增至 2025 年约 6,700 万吨/年，消费增速波动较大，2018 年、2023 年两度接近 18%，主要由下游聚酯（涤纶长丝、瓶片等）产能持续扩张带来的原料刚需支撑。

图 29：PTA 产能及产量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 30：PTA 消费情况



资料来源：百川盈孚、海关总署、招商证券

国内 PTA 产能约 9795 万吨/年，行业集中度较高，恒力石化以 1660 万吨/年（约 17%）居首，逸盛系合计产能约 2265 万吨/年。PTA 装置单体规模大、投资门槛高，头部企业凭借规模化与一体化配套形成了显著的加工成本优势，行业呈现“龙头主导、中型企业众多”的格局。但由于行业内集中度不够，造成竞争激烈，加

下载日志已记录，仅供内部参考

工费不高。未来 PTA 新增产能合计约 1100 万吨/年，集中于 2027—2028 年投产，在国内 PTA 产能利用率已降至约 45%—55%的背景下，本轮新增产能将进一步加剧供给过剩，PTA 加工费大概率继续承压；行业竞争将从规模扩张转向成本与一体化的比拼，落后产能退出节奏有可能加快。

表 7：国内部分 PTA 产能分布

企业名称	产能（万吨/年）
恒力石化	1660
独山能源	1100
逸盛新材料	720
虹港石化	650
福建福海创	615
江苏嘉通能源	600
逸盛大化	600
三房巷	560
逸盛石化	485
逸盛海南	460
中国石化（仪征化纤）	400
桐昆嘉兴石化	370
珠海英力士	295
江阴汉邦	290
宁波台化	270
福建百宏	250
威联化学	250
中泰石化	120
四川能投	100
合计	9795

资料来源：百川盈孚、招商证券

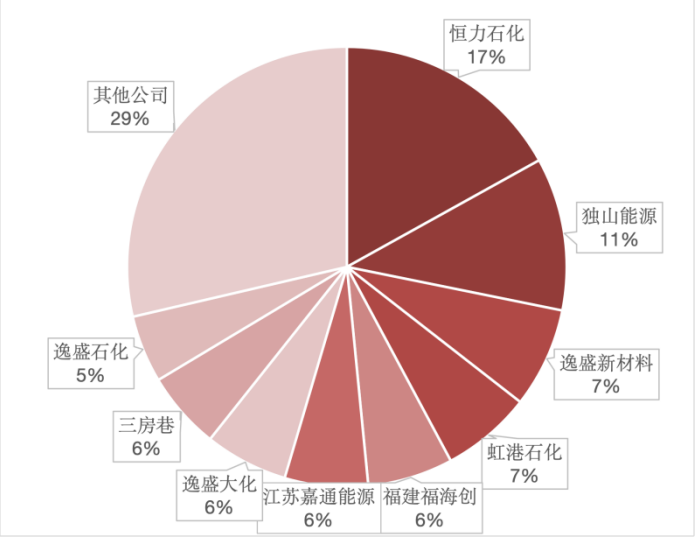
表 8：未来 PTA 新增产能

企业	产能（万吨/年）	预计投产时间
中国石油	200	2027-7
福建福海创石油化工有限公司	300	2027-12
中国石化	300	2027-12
广西桐昆石化有限公司	300	2028-12
合计	1100	

资料来源：百川盈孚、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

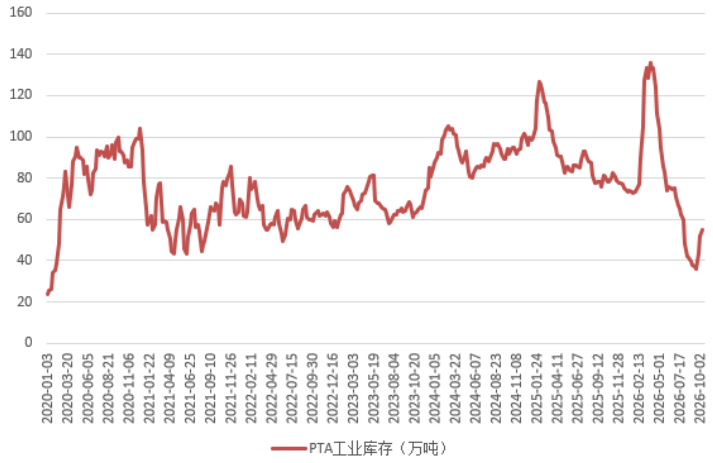
图 31：国内各公司 PTA 产能占比



资料来源：百川盈孚、招商证券

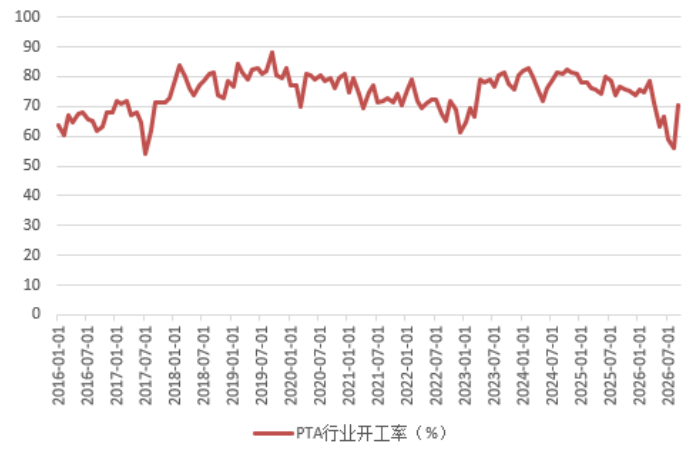
2021 年由于外贸火爆，PTA 库存长期保持低位，后来 2023 年随着海外工厂恢复叠加国内新产能投产，库存开始走高；到 2025 年上半年由于新产能集中投产，PTA 库存达到峰值，后随着聚酯瓶片等下游新产能投产，对 PTA 需求增长，库存随之走低。2026 年上半年受美伊冲突影响，原材料价格大幅上涨，下游观望情绪浓厚，库存快速升高，随着冲突持续，下游被动拿货伴随 PTA 厂集中检修，PTA 库存来到五年内新低。

图 32：PTA 库存情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 33：国内 PTA 行业开工率

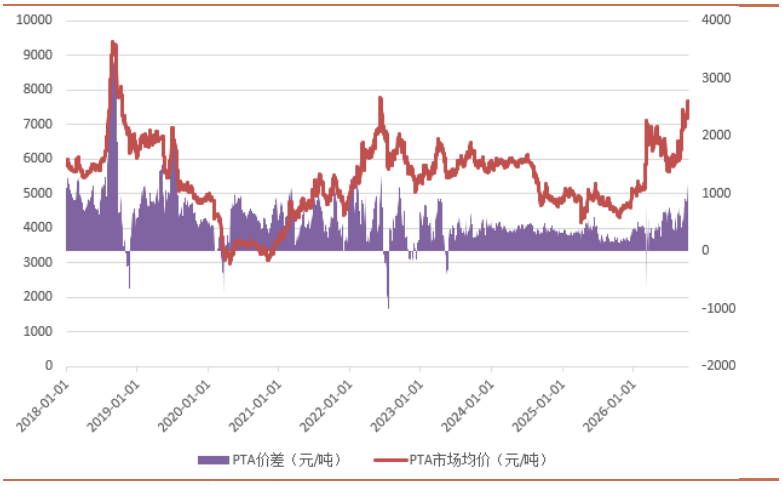


资料来源：国家统计局、招商证券

2018 年下游聚酯产能快速扩张带动 PTA 需求大增，价格快速冲高，但很快由于国内 PTA 新产能陆续投产，PTA 价格价差逐步走弱；随后随着海外需求拉动 PTA 价格走高，但利润主要由上游 PX 赚走，PTA 实际利好不大，随后几年 PTA 产能逐步扩张，加工费保持稳定。2026 年以来，随着下游库存减少，PTA 厂议价权提升，PTA 加工费走高。我们预计过去几年 PTA 行业亏损的时代已经过去，PTA 行业加工费将持续维持在高水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 34：PTA 价格价差情况



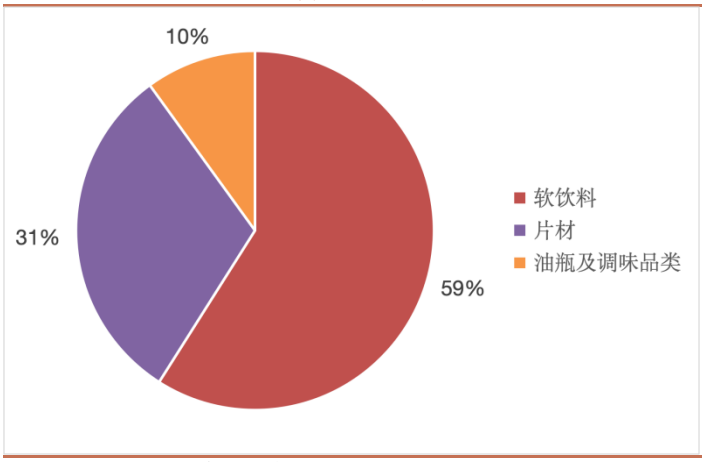
资料来源：百川盈孚、招商证券

3、聚酯瓶片行业出清有望超预期到来

聚酯瓶片，全称瓶级聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）切片，属于聚酯系列高端品种，具备高透明度、良好机械强度与耐化学性，安全无毒且可回收，是食品饮料包装核心原材料，广泛用于饮用水、碳酸饮料、食用油、日化容器等领域。PET 上游核心原料为 PTA 与 MEG，成本与原油、芳烃、乙烯价格强相关，一体化企业成本优势突出。

聚酯瓶片下游以软饮料为主，占比约 59%，片材约 31%，油瓶及调味品类约 10%。瓶片最主要的用途是饮用水、碳酸饮料等软饮料包装，需求刚性较强且与夏季消费旺季高度相关；片材用途受包装及工业需求带动，油瓶及调味品占比相对较小。整体来看，瓶片需求与饮料消费的季节性紧密相连，这也决定了瓶片库存与开工率呈现明显的季节波动特征。

图 35：聚酯瓶片下游消费结构分布



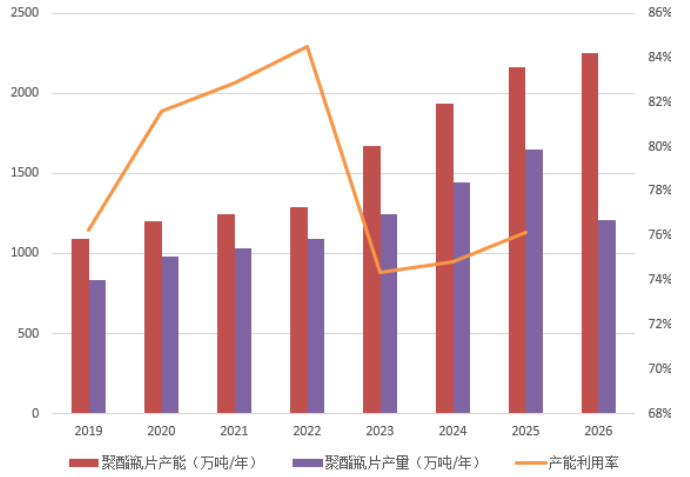
资料来源：百川盈孚、招商证券

2019 年以来聚酯瓶片产能由约 1100 万吨/年扩张至 2026 年约 2250 万吨/年，产量由约 820 万吨/年增至 2025 年约 1600 万吨/年，产能的快速扩张源于 2020 年以来瓶片高盈利吸引的大规模投资以及龙头企业的产业链一体化布局；2023 年起由于产能快速扩张，产能利用率有所下滑。国内聚酯瓶片消费量由 2019 年约

下载日志已记录，仅供内部参考

545 万吨/年增至 2025 年 1000 万吨/年，近几年不同品牌的饮料兴起也是消费量走高的重要原因。

图 36：聚酯瓶片产能及产量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 37：聚酯瓶片消费情况



资料来源：百川盈孚、海关总署、招商证券

国内聚酯瓶片总产能约 2253 万吨/年，集中度低于 PX 和 PTA，三房巷以 460 万吨/年（约 21%）居首，逸盛海南 380 万吨/年（约 17%），逸盛大化 210 万吨/年、重庆万凯 180 万吨/年，江阴澄高与浙江万凯各 120 万吨/年；前五大企业合计占比约 60%。2020 年以来的高盈利周期吸引了万凯、三房巷等企业大规模扩产，行业形成“龙头领跑、中小产能分散并存”的格局。

未来聚酯瓶片新增产能规划合计约 50 万吨/年，包括逸普新材料 30 万吨/年（2026 年 12 月）和科森（南通）新材料 20 万吨/年（2026 年 11 月），均为 2026 年内的短期投放。与 PX、PTA 动辄上千万吨的新增规划相比，瓶片未来扩产节奏明显放缓，反映出行业在盈利大幅收窄后投资意愿显著下降。不过考虑到当前产能利用率已降至约 52%，新增产能仍会对行业开工与加工价差形成一定压制。

表 9：国内聚酯瓶片产能分布

企业名称	产能（万吨/年）
三房巷	460
逸盛海南	380
逸盛大化	210
重庆万凯	180
江阴澄高	120
浙江万凯	120
珠海华润化学	110
常州华润	100
中国石化	90
福建百宏	70
安徽昊源	60
山东富海	60
上海远纺	55
广东泰宝	40
天圣集团	40
河南安化	30
四川汉江	30
厦门腾龙	25

下载日志已记录，仅供内部参考

科森新材料	20
蓝山屯河	16
茂生聚酯	15
逸普新材料	12
中国石油	10
总计	**2253**

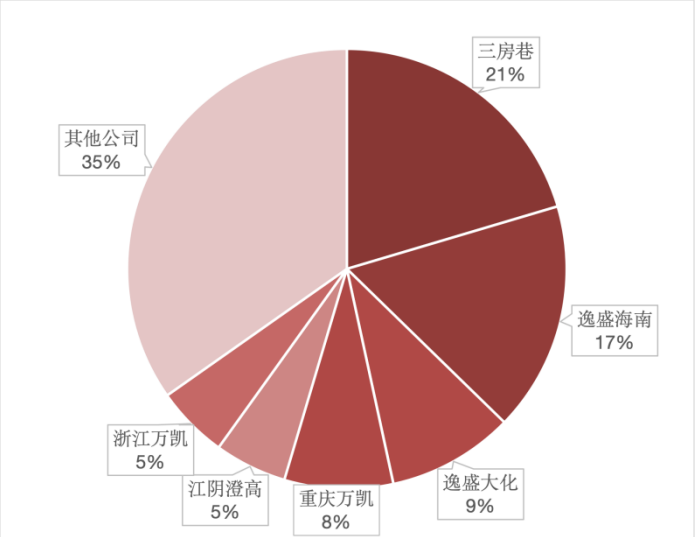
资料来源：百川盈孚、招商证券

表 10：未来聚酯瓶片新增产能

企业	产能（万吨/年）	预计投产时间
科森（南通）新材料有限公司	20	2026 年 11 月
逸普新材料有限公司	30	2026 年 12 月
合计	50	

资料来源：百川盈孚、招商证券

图 38：国内各公司聚酯瓶片产能占比

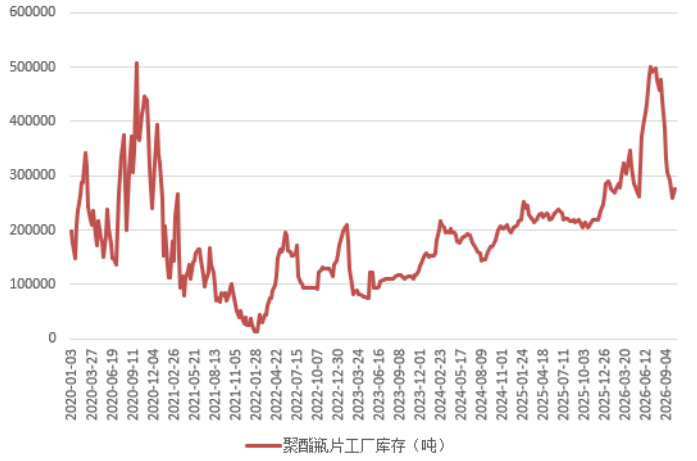


资料来源：百川盈孚、招商证券

2020 年起由于疫情原因，库存攀升，随后海外开工率骤降，国内产能供不应求，随着新产能投产以及海外产能恢复，从 2022 年到 2025 年库存一路攀升，2026 年上半年的高库存则对应新增产能投产、供给宽松而饮料旺季备货不及预期；随着旺季来临及企业主动调整负荷，库存随后逐步回落。2022—2023 年的高开工率对应瓶片需求旺盛与出口高景气；2024 年以来的回落反映产能扩张后订单支撑不足；2026 年开工率的大幅下滑，则与需求转弱、行业主动降负以及新增产能消化压力直接相关。

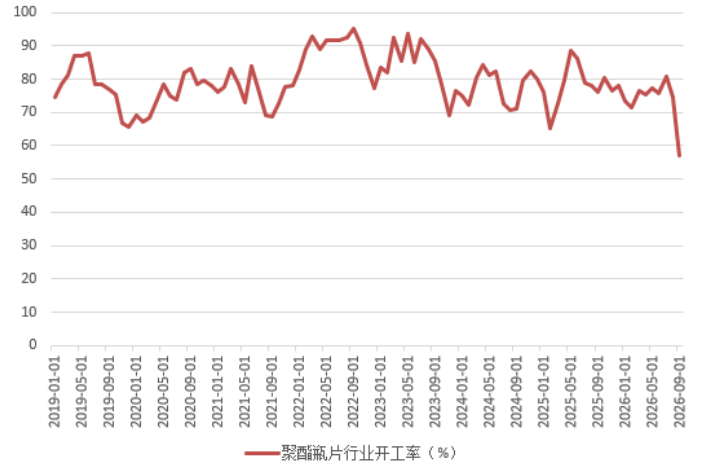
下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：聚酯瓶片库存情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

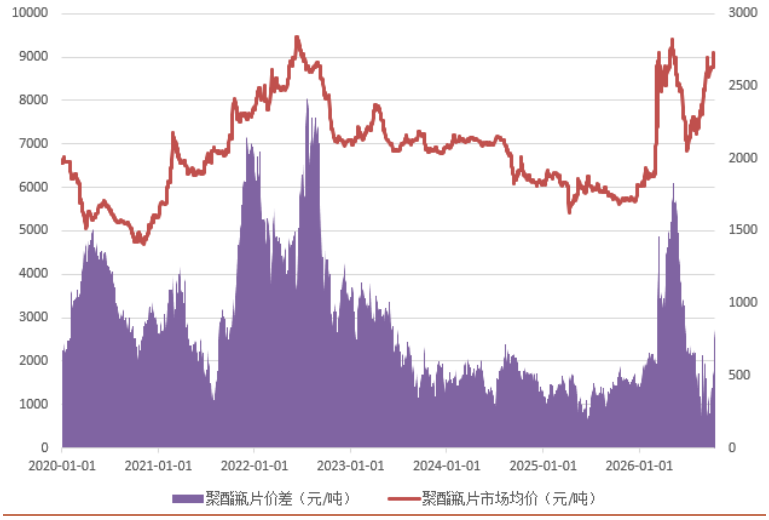
图 40：国内聚酯瓶片行业开工率



资料来源：国家统计局、招商证券

2021-2023 年受益于瓶片需求旺盛与出口高景气，聚酯瓶片行业迎来一波行情，但随着新产能的超预期投放，产能有所供过于求，瓶片价差一路走弱，2026 年初价格的快速反弹，与原料 PX、PTA 价格上行带来的成本推动以及行业阶段性供给收缩有关，但价差修复幅度有限，说明行业盈利仍受制于产能过剩的基本格局。

图 41：聚酯瓶片价格价差情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

4、行业自律减产推动涤纶长丝价差修复

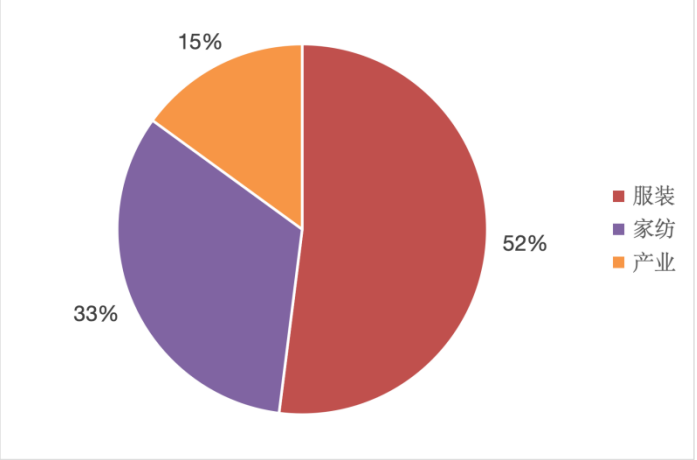
涤纶长丝主要包含 POY、FDY、DTY 三大品类，具备强度高、耐磨性好、保形性优良等特点，是纺织行业最核心大宗原料，也是市面上最常见的衣物原材料，广泛应用于服装面料、家纺、产业用纺织品等领域。行业主流工艺以 PTA、乙二醇（MEG）经酯化、缩聚生成 PET 熔体，直接进入纺丝箱体熔融挤出、冷却、拉伸、卷绕，省去切片造粒工序，能耗更低、适合大规模量产；切片纺将外购 PET 切片干燥熔融后纺丝，生产灵活，多用于小批量差异化、功能性产品。POY 原丝可进一步加弹加工为 DTY，提升丝束弹性。

涤纶长丝下游以服装为主，占比约 52%，家纺约 33%，产业用约 15%。服装与

下载日志已记录，仅供内部参考

家纺合计占比约 85%，决定了长丝需求与终端纺织服装消费景气高度相关；产业用纺织品占比虽小，但随着功能性、差别化纤维的发展增长较快。需求结构的偏消费属性，意味着长丝需求的波动更多取决于居民消费与出口，而非工业周期，这也是长丝开工率整体波动小于上游 PTA 的原因之一。

图 42：涤纶长丝下游消费结构分布



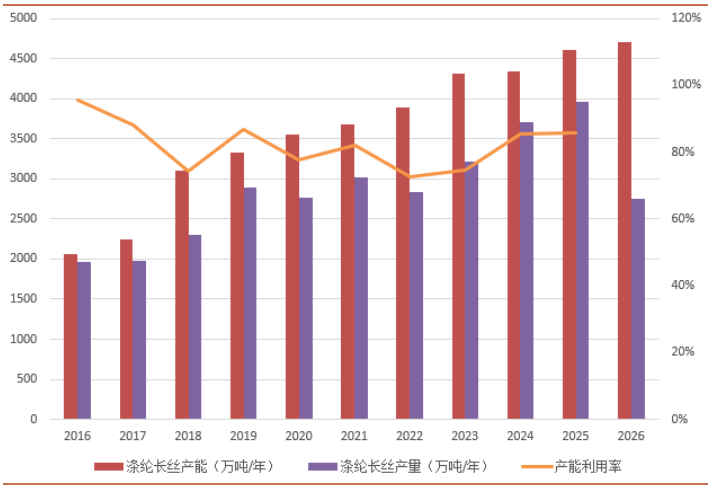
资料来源：百川盈孚、招商证券

涤纶长丝产能及产量情况：我国涤纶长丝产能由 2016 年约 2050 万吨/年增至 2026 年约 4700 万吨/年，产量由约 1960 万吨/年增至 2025 年约 3960 万吨/年；产能利用率一直保持高位，2018 年、2022 年一度降至 73%—74%，2024—2025 年回升至约 85%。产能的持续扩张源于桐昆、新凤鸣等龙头的大规模扩产以及行业集中度的提升；2018 年利用率的下滑对应产能集中投放周期，2024—2025 年的回升得益于终端纺服需求回暖与行业自律性减产。

涤纶长丝消费情况：国内涤纶长丝消费量由 2016 年约 2,150 万吨/年增至 2025 年约 3,580 万吨/年，2026 年前 8 个月约 2,180 万吨/年；消费增速波动显著，2019 年高达约 25%，2018 年、2022 年出现约-6%至-8%的负增长，2023—2024 年回升至 13%—18%，2025 年回落至约 7%。消费增速的高波动与终端纺服需求、贸易环境及库存周期密切相关：2019 年的高增长对应纺织服装需求旺盛及对其他纤维的替代效应；2018 年、2022 年的负增长对应贸易摩擦与疫情扰动下的需求收缩；2023—2024 年的反弹源于疫后需求回补与出口恢复，2025 年增速回落则显示需求回归常态增长。

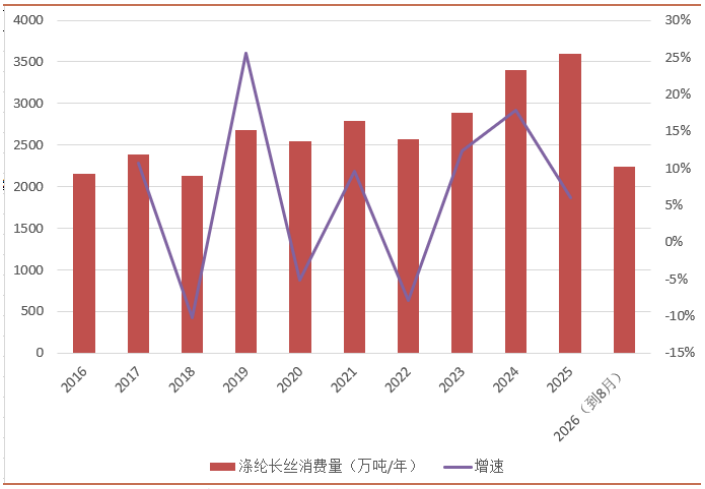
下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：涤纶长丝产能及产量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 44：涤纶长丝消费情况



资料来源：百川盈孚、海关总署、招商证券

国内涤纶长丝总产能约 4710 万吨/年，产能高度集中，桐昆集团以 1,100 万吨/年（约 23%）居首，新凤鸣 751 万吨/年（约 16%），浙江恒逸 350 万吨/年、江苏盛虹 335 万吨/年、恒力化纤 295 万吨/年紧随其后；前五大企业合计产能约 2,831 万吨/年，占比约 60%，其他公司合计约 40%，长尾企业较多。长丝是聚酯产业链中集中度最高的环节，桐昆、新凤鸣等龙头通过规模化扩产和一体化配套持续提升份额，凭借成本优势和产品差异化能力主导行业；“其他公司”仍占约 40%，中小产能数量众多，行业整合空间依然存在。

未来涤纶长丝新增产能规划合计约 210 万吨/年，相较于 4,710 万吨/年的现有产能，新增规模占比不足 5%，扩产节奏明显温和，这与长丝行业集中度高、头部企业具备较强的产能自律能力有关。

表 11：国内涤纶长丝产能分布

企业名称	产能（万吨/年）
桐昆集团	1100
新凤鸣	751
浙江恒逸	350
江苏盛虹	335
恒力化纤	295
荣盛石化	180
恒鸣化纤	130
江苏新拓	120
恒阳化纤	120
福建百宏	107
浙江双兔	100
杭州逸暟	75
嘉兴逸鹏	75
新疆宇欣	70
福建恒海	60
福建锦兴	50
无锡华亚	50
桐昆恒欣	50
宁波大沃	50
福建金纶	45
太仓申久	44
三房巷	40

下载日志已记录，仅供内部参考

浙江天圣	40
绍兴佳宝	40
杭州天元	40
东南新材料	40
浙江森楷	36
江苏立新	35
福建山力	30
绍兴元垄	30
天龙新材料	25
福州衣谷	20
福建鑫东华	20
常熟恒意	20
宁波泉迪	20
宁波华星	20
太仓逸枫	20
厦门翔鹭	18
宁波卓成	18
汇隆新材	16
徐州斯尔克	10
金大禹	10
新视界	5
总计	**4710**

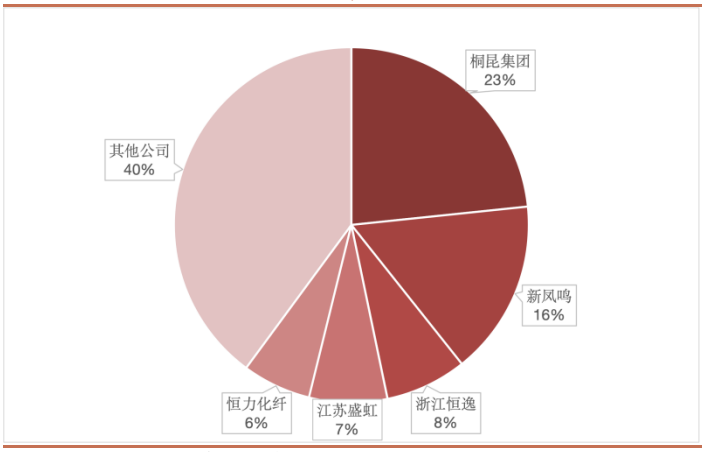
资料来源：百川盈孚、招商证券

表 12：未来涤纶长丝新增产能

企业	产能（万吨/年）	预计投产时间
杭州华成聚合纤有限公司	10	2026 年 10 月
新疆中泰(集团)有限责任公司	25	2026 年 12 月
华祥(中国)高纤有限公司	40	2026 年 12 月
江苏国望高科纤维有限公司	25	2026 年 12 月
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	30	2027 年 1 月
新疆宇欣新材料有限公司	40	2027 年 5 月
新凤鸣集团股份有限公司	40	2027 年 8 月
合计	210	

资料来源：百川盈孚、招商证券

图 45：国内各公司涤纶长丝产能占比



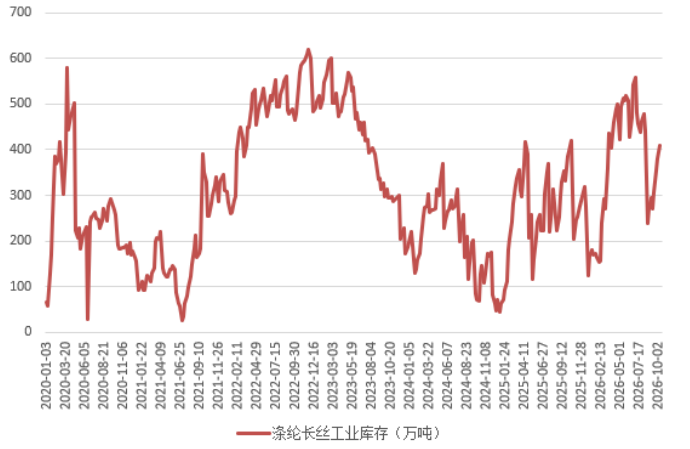
资料来源：百川盈孚、招商证券

涤纶长丝库存波动较大，与终端纺服需求、油价成本及行业开工调整直接相关：

下载日志已记录，仅供内部参考

2020 年、2022 年的累库对应需求受疫情冲击；2024 年以来的低库存与高库存反复，则反映需求淡旺季切换背景下企业主动控产与旺季备货之间的博弈。由于长丝行业属于中下游，贴近居民刚需消费，因此开工率的稳定性明显高于上游 PX 和 PTA，反映行业集中度高、头部企业具备较强的负荷调节与协同能力。

图 46：涤纶长丝库存情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

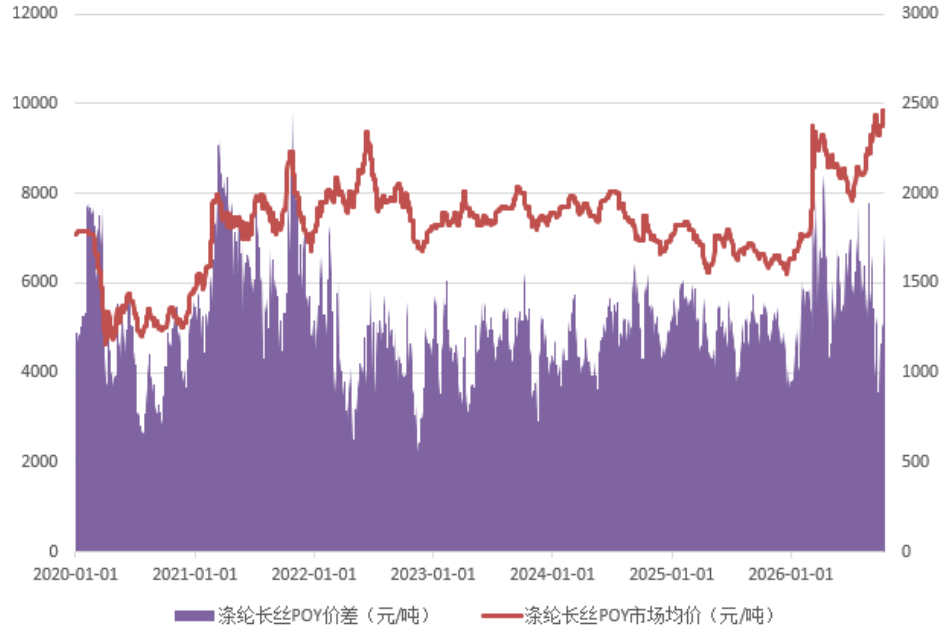
图 47：国内涤纶长丝行业开工率



资料来源：国家统计局、招商证券

涤纶长丝价格与价差的波动主要取决于原料 PTA、MEG 的成本传导与终端纺服需求：2020 年的低点对应疫情冲击下的需求塌陷，随后海外需求爆发，出口大增带动价格价差走高，2023 年后随着新产能投产以及需求走弱，价格持续走弱，但由于是刚性消费，价差底线能够兜底，2025 年底以来的价差有所修复，主要是行业自律减产、库存去化。

图 48：涤纶长丝价格价差情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

四、公司一体化优势完备，拥有充足的原材料保障

1、引入战略股东沙特阿美，保障原材料供应

荣盛石化与沙特阿美在产业上互为上下游，具有良好的合作基础，双方将开展全方面的协商与合作：①前沿的技术共享合作：双方真诚讨论利用其优势进行技术互补，共同开发满足未来市场需求的新技术、工艺和设备，并向市场推广，同时还将共享研究和开发的必要资源；②稳定的原油供应保证：沙特阿美向浙石化供应承诺数量为 48 万桶/日的高品质原油，以及为公司提供石脑油、混合二甲苯、直馏燃油等生产原料；③无息的采购授信额度：为期 20 年，不低于 8 亿美元的信用额度，且额度可在合作期限内增加，有利于提升浙石化的资金利用效率，对提升其盈利能力会产生积极影响；④灵活的原油仓储合作：各方将友好协商公司向沙特阿美提供位于舟山市的原油储罐及相关设施，沙特阿美维持原油库存不少于 150 万吨的水平，有助于保障浙石化的原油供应；⑤广阔的全球销售渠道：依托沙特阿美的海外销售渠道，公司可以进一步开拓产品国际市场空间和深化海外客户战略合作。同样，借助公司深耕多年的资源，沙特阿美也可以快速打入相关的国际及国内市场。

双方“强强联合”实现原料供应前移与全球化销售渠道拓展，促进资源共享与产业链协同，携手构建互利共赢的产业新生态。作为“一带一路”倡议的践行者，荣盛石化以“走出去”与“引进来”双轮驱动，在中东建立战略支点，布局环印度洋供应链网络，同时吸引国际战略资金长期投资中国，为蓬勃发展注入源源不断的活力。

2、三大板块帮助公司实现上下游一体化

作为全球领先的化工材料生产商之一，公司是全球重要的聚酯、新能源材料、工程塑料和高附加值聚烯烃的生产商，是全球最大的 PX、PTA 等化工品生产商，聚乙烯、聚丙烯、PET、EVA、ABS、PC 等多个产品的产能位居全球前列。浙石化和中金石化是公司炼化板块最重要的炼化基地，公司以浙石化和中金石化为依托，荣盛新材料等公司向炼化产业链下游延伸，构成荣盛石化板块“炼油-芳烃-新材料”一体化产业链。

1）炼化板块

（1）浙江石化

浙江石油化工有限公司成立于 2015 年 6 月 18 日，是一家民企控股、国企参股的混合所有制企业。浙江石油化工有限公司在舟山绿色石化基地打造的 4000 万吨/年炼化一体化项目，炼化一体化率达 60%以上，远超国际一流水准。项目总投资超 2000 亿元人民币，是目前世界投资最大的单体产业项目，也是目前国内民营企业投资规模最大项目。目前公司生产对二甲苯（PX）、高端聚烯烃、聚碳酸酯、橡胶、ABS、其他有机化工原料等 30 多类炼油化工产品，副产国 VI 汽柴油、航煤。包括 4000 万吨/年炼油、1180 万吨/年芳烃（880 万吨/年 PX）、420 万吨/年乙烯。

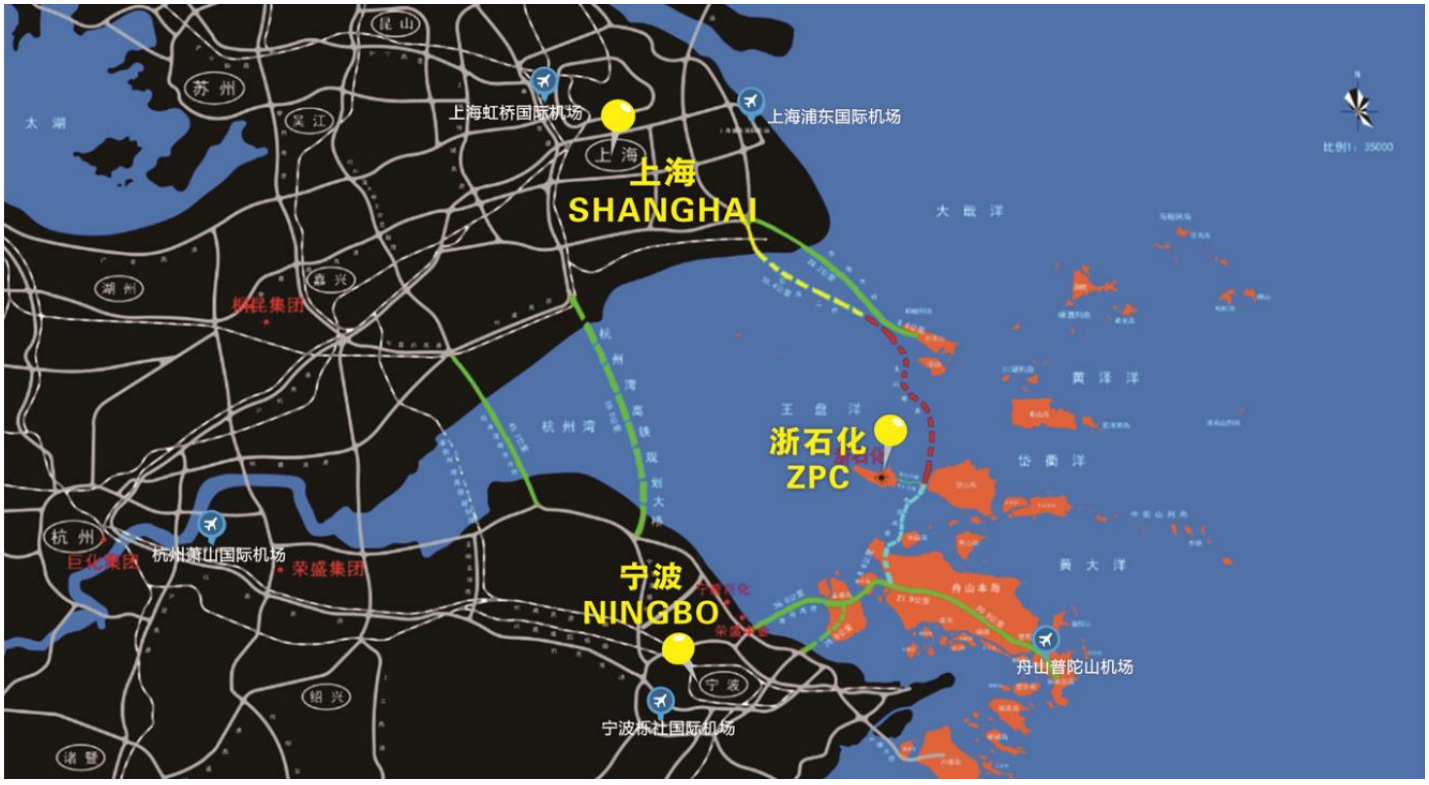
项目设计最大程度实现炼化一体化，最大限度为下游化工装置提供优质的原料，最大化生产芳烃（PX）和化工产品，并尽量减少成品油的产量，成品油收率低于行业平均水平，减油增化成效突出。同时，通过蒸汽、水等能源资源梯级优化

下载日志已记录，仅供内部参考

利用，充分利用装置低温余热，建成世界规模最大的热法海水淡化装置，实现节能减排。项目的炼化一体化率全球第一，远高于全国石化产业一体化率平均水平，基地规模与一体化程度居世界领先水平。浙石化原油适应性强，按轻、中、重、酸分类存储，分输分炼，结合调合手段，可以加工全球 80%-90％的原油，对油价波动的适应性大大增强，相较于国内其他头部企业，有明显的优势。产品结构灵活、技术成熟可靠，主要装置规模和技术经济指标都代表了全球最先进水平。由于一次性统筹规划，炼油、芳烃、乙烯部分充分体现“分子炼油”的理念，物尽其用。烯烃全部深加工成进口依存度高的化工品，使其具备更强应对行业周期的能力。

作为聚酯产业链上游产业，浙石化也为公司成功打通从一滴油到一根丝全流程的最后一环，建立起聚酯产业上下游一体化的巨大优势。浙石化地处舟山，位于浙江自贸区，享受自贸区的各项政策优惠，已连续取得成品油出口配额，同时，华东地区是终端化学品主要消费地，长三角集中了中国 70％左右的塑料和化纤产能，区域优势明显；所在地鱼山岛为无人岛，便于开发利用，对周边的社会影响小，未来发展空间广阔；靠近消费市场，宁波－舟山港的海陆枢纽地位凸显，大宗物料及产品进出便利，交通运输成本大幅度降低。

图 49：浙石化地理位置



资料来源：荣盛石化官网、招商证券

（2）中金石化

中金项目于 2015 年 8 月投产运行，是世界上当前在役的单系列规模前列的芳烃联合装置。本项目首创以燃料油（较石脑油便宜）为原料制成芳烃产品工艺，选用了新颖的技术路线，在解决全球石脑油供应紧张的同时，可大幅节约原料采购成本，引入“循环经济”理念。

下载日志已记录，仅供内部参考

（3）荣盛新材料（舟山）

作为舟山绿色石化基地的拓展区，以浙石化和宁波中金石化为依托，向下游延伸产业链，发展精细化工、化工新材料。浙石化、中金石化与金塘新材料的互联互通规划，是荣盛石化构建“炼化-芳烃-高端新材料”全产业链协同发展的核心战略，通过基础设施互联、产业链延伸和政策协同，形成了跨区域的深度整合体系。其中，浙石化在金塘布局原油储运基地罐区、码头工程，以及舟山-宁波石化基地互联互通管道项目，将统筹整合原油及各类化工品仓储资源，以专用管道实现浙石化、中金石化与金塘新材料项目的高效联通。目前该项目已开工建设，相关工作正按计划有序推进。

2）PTA

公司旗下逸盛新材料、逸盛大化、海南逸盛、浙江逸盛四大 PTA 生产基地合计总产能 2150 万吨，规模稳居全球首位。依托全产业链一体化布局，公司 PTA 板块在上下游一体化协同、物流与规模效应方面构筑了显著竞争优势。上下游协同层面，公司上游配套 PX 产能，实现核心原料 PX 较高比例自给；下游延伸覆盖聚酯瓶片、长丝及薄膜等产品，产业链联动效应突出。物流方面，各基地紧邻宁波、大连等沿海深水良港，配套大型专用码头与输送管道，通过管输、船运直供等模式有效降低综合运输成本；同时贴近下游聚酯纺织产业集群，进一步提升产销响应效率。

3）聚酯长丝

公司已构建起涵盖涤纶长丝、聚酯瓶片以及聚酯薄膜的完整聚酯产能体系，形成结构完善、协同高效的产业布局。在涤纶长丝领域，公司主要布局盛元化纤、荣翔化纤两大生产基地，长丝产能规模位居全国前列。在聚酯薄膜领域，主要生产基地为永盛科技，聚酯薄膜年产能达到 43 万吨/年，位居国内前四，通过差异化产品的开发，产品竞争力与市场影响力持续提升。在聚酯瓶片领域，公司充分利用产业链一体化优势不断挖潜增效，目前聚酯瓶片产能达 530 万吨/年，位居全球第二、国内第一，主要依托逸盛大化、海南逸盛两个基地生产，可就地消化部分 PTA 产能，有效强化产业链协同，显著提升整体盈利能力与综合竞争优势。此外，海南逸盛拥有 r-PET 产能 5 万吨/年，产品通过了美国食品和药品监督局（FDA）认证，确认产品可用于生产含有高达 100%再生含量的接触所有食品的 PET 容器当中。海南逸盛在绿色低碳、循环经济领域形成差异化优势，成功入选国家级绿色工厂。

表 13：荣盛石化主要产品及已有产能情况

产品名称	设计产能（万吨/年）	产品名称	设计产能（万吨/年）
成品油（fuel）	1366	乙烯醋酸乙烯共聚物（EVA）	60
对二甲苯（PX）	1040	丙烯（PRO）	330
间二甲苯（MX）	20	聚丙烯（PP）	180
苯（BZ）	330	苯酚（PH）	80
精对苯二甲酸（PTA）	2150	丙酮（ACT）	50
间苯二甲酸（PIA）	30	聚碳酸酯（PC）	52
瓶级切片（PET）	530	甲基丙烯酸甲酯（MMA）	18

下载日志已记录，仅供内部参考

产品名称	设计产能（万吨/年）	产品名称	设计产能（万吨/年）
再生瓶级切片（rPET）	5	环氧丙烷（PO）	27
涤纶预取向丝（POY）	71	聚醚多元醇（PPG/POP）	38
涤纶全牵伸丝（FDY）	79	丙烯腈（AN）	52
涤纶加弹丝（DTY）	67	丁二烯（BD）	70
聚酯薄膜（BOPET）	43	苯乙烯（SM）	240
乙烯（ETH）	420	丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物（ABS）	160
乙二醇（MEG）	240	稀土顺丁橡胶（LCBR）	10
全密度聚乙烯（FDPE）	90	溶聚丁苯橡胶（SSBR）	6
高密度聚乙烯（HDPE）	65	硫磺（S）	121
高压聚乙烯（LDPE）	40	甲醇（MeOH）	40
醋酸乙烯（VAC）	30	醋酸（AcOH）	100

资料来源：荣盛石化 2025 年年度报告、招商证券

表 14：荣盛石化在建产能情况

主要产品	在建产能（万吨/年）	所属项目
乙烯醋酸乙烯共聚物（EVA）	80	浙石化高性能树脂项目与高端新材料项目
聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）	18	浙石化高性能树脂项目
α-烯烃	35	浙石化高端新材料项目
POE 聚烯烃弹性体	40	浙石化高端新材料项目
丙烯腈（AN）	66	浙石化高端新材料项目
己二腈（ADN）	25	浙石化高端新材料项目
己二酸（AA）	30	浙石化高端新材料项目
己二胺（HMD）	28	浙石化高端新材料项目
尼龙 66 盐（Nylon 66 Salt）	50	浙石化高端新材料项目
超高分子量聚乙烯（UHMWPE）	5	金塘新材料项目
苯酚（PH）	40	金塘新材料项目
丙酮（ACT）	25	金塘新材料项目
聚碳酸酯（PC）	52	金塘新材料项目
环氧丙烷（PO）	27	金塘新材料项目
聚醚多元醇（PPG/POP）	48	金塘新材料项目
苯乙烯（SM）	60	金塘新材料项目
丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物（ABS）	120	金塘新材料项目
聚对苯二甲酸丙二醇酯（PTT）	40	金塘新材料项目
聚对苯二甲酸 1,4-环己烷二甲醇酯（PCT）	10	金塘新材料项目
聚对苯二甲酸乙二醇-1,4-环己烷二甲醇酯（PCTG）	10	金塘新材料项目

下载日志已记录，仅供内部参考

主要产品	在建产能（万吨/年）	所属项目
再生瓶级切片（rPET）	9	海南逸盛规划

资料来源：荣盛石化 2025 年年度报告、招商证券

3、公司是少数能出口成品油的民营公司

浙石化项目位于油品和化工产品消费集中区，重要产品适销对路，化工产品目标市场主要针对我国经济最为发达、石化产品下游消费市场最为活跃的地区——华东和华南地区，其下游塑料制品加工、轻工日化等相关产业发达，对大宗石化产品有较强的市场承接能力。成品油销售渠道路径多，政策支持力度大，竞争优势明显。商务部正式批复同意赋予浙石化非国营贸易成品油出口资格，浙石化作为首家获得出口权的民营炼化企业率先打开了东南亚的销售窗口，在国内成品油供应过剩的局面下，浙石化成品油出口权具有稀缺性和极高的价值。2023-2025 年，浙石化连续三年获得成品油出口配额，是国内唯一获得成品油出口配额的民营炼化公司。2026 年，公司已经获得三批成品油出口配额，当前海外成品油裂解价差非常大，能够拿到成品油出口配额的企业能够享受这一超额利润。

4、公司重视股东回报

公司重视股东回报，从 2010 年上市以来已经连续 16 年分红，累计分红总额超过 100 亿元。同时近 10 年以来，公司控股股东及实控人除 2023 年为延伸产业链向沙特阿美转让股份外，未减持过公司股份。公司实控人及高管看好公司长期发展，2022-2023 年公司回购股份 5.53 亿股，实控人及控股股东 2024-2025 年分三次增持公司股份 2.89 亿股，彰显对公司长期价值认可以及拥有长期信心。2026 年 6 月发布员工持股计划，通过与员工分享公司长期价值，进一步绑定核心员工，强化激励。

表 15：公司上市以来部分增减持计划、员工持股计划、回购等

类型	时间	股份变动数量	金额（亿元）	备注
增持	2024 年 1 月	1.15 亿股	11.88	
增持	2024 年 8 月	5689 万股	5.05	
增持	2025 年 4 月	1.17 亿股	10.13	
回购	2022 年 3 月	1.36 亿股	19.98	股份已注销
回购	2022 年 8 月	1.48 亿股	19.90	部分转入员工持股计划
回购	2023 年 8 月	2.69 亿股	29.99	部分转入员工持股计划
员工持股计划	2026 年 6 月	1.53 亿股	17	

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

五、盈利预测

主要假设：

1、随着国际油价持续上涨，公司化工品价格有望持续上涨，预计公司 2026-2028 年，化工产品板块收入分别为 1524 亿元、1981 亿元和 2080 亿元。

2、随着国际油价持续上涨，成品油价格以及裂解价差也有望持续上涨，预计公司 2026-2028 年，炼油板块收入分别为 957 亿元、1435 亿元和 1722 亿元。

3、随着国际油价的上涨，PTA 产品价格也有望持续上涨，预计公司 2026-2028 年，PTA 板块收入分别为 288 亿元、317 亿元和 364 亿元。

4、随着国际油价的上涨，聚酯化纤薄膜价格也有望持续上涨，预计公司 2026-2028 年，聚酯化纤薄膜板块收入分别为 304 亿元、365 亿元和 401 亿元。

表 16：公司各产品收入预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
一、化工产品						
收入（百万）	121,776.66	121,767.96	117,197.99	152357.39	198064.61	207967.84
增速	6.92%	-0.01%	-3.75%	30%	30%	5%
成本（百万）	109,402.22	105,205.55	104,365.71	114268.04	148548.46	155975.88
毛利（百万）	12,374.44	16,562.41	12,832.28	38089.35	49516.15	51991.96
毛利率	10.16%	13.60%	10.95%	25%	25%	25%
二、炼油产品						
收入（百万）	121,884.56	117,855.71	106,317.96	95686.16	143529.24	172235.09
增速	17.38%	-3.31%	-9.79%	-10%	50%	20%
成本（百万）	97,185.77	97,149.29	81,947.96	59325.42	93294.01	120564.56
毛利（百万）	24,698.79	20,706.43	24,369.99	36360.74	50235.23	51670.53
毛利率	20.26%	17.57%	22.92%	38%	35%	30%
三、PTA						
收入（百万）	53,189.80	49,677.51	31,984.54	28786.08	31664.69	36414.40
增速	5.33%	-6.60%	-35.62%	-10%	10%	15%
成本（百万）	53,529.77	50,351.84	32,432.29	28210.36	31031.40	35686.11
毛利（百万）	-339.97	-674.33	-447.75	575.72	633.29	728.29
毛利率	-0.64%	-1.36%	-1.40%	2%	2%	2%
四、聚酯化纤薄膜						
收入（百万）	14,717.88	18,507.34	23,394.52	30412.88	36495.46	40145.00
增速	0.52%	25.75%	26.41%	30%	20%	10%
成本（百万）	14,245.69	18,195.49	23,136.51	28588.11	33940.78	36933.40
毛利（百万）	472.19	311.85	258.01	1824.77	2554.68	3211.60
毛利率	3.21%	1.68%	1.10%	6%	7%	8%
五、其他业务收入						
收入（百万）	13,542.71	18,666.65	29,727.31	35672.77	42807.32	51368.78
增速	117.83%	37.84%	59.25%	20%	20%	20%
成本（百万）	13,395.44	18,088.38	29,041.11	32462.22	38954.66	46745.59
毛利（百万）	147.28	578.27	686.20	3210.55	3852.66	4623.19
毛利率	1.09%	3.10%	2.31%	9%	9%	9%
营业总收入（百万）	325,111.61	326,475.16	308,622.32	342,915.29	452,561.32	508,131.11
增速	12.46%	0.42%	-5.47%	11.11%	31.97%	12.28%
营业成本（百万）	287,758.89	288,990.54	270,923.59	262,854.15	345,769.30	395,905.55
营业成本/营业收入	88.51%	88.52%	87.78%	76.65%	76.40%	77.91%

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利（百万）	37,352.73	37,484.62	37,698.73	80,061.13	106,792.02	112,225.57

资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测：

我们预计国际油价会保持高位，成品油裂解价差仍将为公司带来超额利润，公司业绩有望同比继续增长。预计公司 2026-2028 年收入分别为 3429 亿元和 4526 亿元和 5081 亿元，归母净利润分别为 113 亿元、154 亿元和 156 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.54 元和 1.57 元。当前股价对应 PE 分别为 10.6 倍、7.7 倍和 7.6 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

六、风险提示

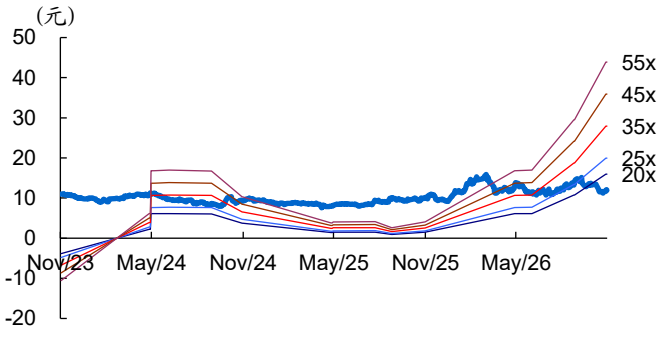
1.原料产品波动风险。公司处于原油产业链条之中，公司产品的成本主要构成是上游原料成本，因此原油价格的波动会造成产业链条中产品的价格波动。公司的主要产品为芳烃、化工品和油品等，与国计民生密切相关，行业发展与国民经济景气程度联动性较高，宏观经济变化会对公司业绩带来一定的影响。公司采产销团队在采购、生产、销售、套保、物流等方面经验丰富，在市场部门的配合下公司将紧盯市场变化，坚持战略采购和机会采购相结合；根据市场需求灵活调整产品结构，调节生产负荷；机动安排长期及短期合约，加强销售管理，降低原料波动给公司带来的不利影响。

2.外币汇率波动风险。公司存在境外采购和销售，随着公司经营规模持续扩大，以外币计价的销售额和采购额进一步增长。同时，外汇市场存在各种影响汇率走势的复杂因素，不确定性较大，未来若人民币汇率发生大幅波动，可能会影响公司的经营业绩。公司将结合自身涉外业务特点，遵循合法、审慎、安全、有效的原则，以具体经营业务为依托，开展外汇衍生品交易业务，规避和防范汇率风险。

3.产品产能过剩风险。随着近些年国内炼化一体化产能扩张和“减油增化”战略推进，炼化下游基础化工原料及通用化工产品有一定的同质化。在公司完整完善的产业链平台的支持下，公司在未来依然处于行业成本曲线左端，从而在市场竞争中占据有利位置。另一方面，公司规划的新材料项目中有不少产品国内产能较少甚至完全依靠进口，这些将为公司带来超额收益。

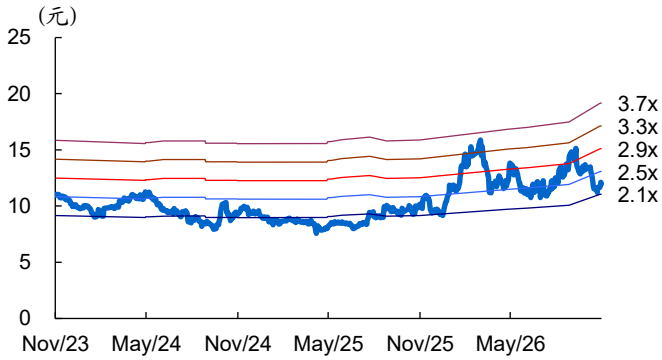
4.项目资本开支风险。石化行业是一个资本密集型行业，投资规模大、建设期长。持续进行大规模资本投入将有可能提高资产负债率水平，并引发现金流风险。此外，在行业产能过剩、下游需求不振的背景下，投入资本的回报率也可能不及预期。浙石化二期投产后，公司虽然紧锣密鼓地规划了数个新材料项目，但是对投建节奏进行严控，紧跟市场调整项目内容，维持合理资产负债率水平，并积极和国外石化巨头如沙特阿美洽谈合作，打造竞争力更强的炼化一体化平台。

图 50：荣盛石化历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 51：荣盛石化历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	78303	64954	84882	107860	101462
现金	14833	13500	32774	39329	23538
交易性投资	476	279	279	279	279
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	6822	3169	3521	4647	5218
其它应收款	4346	4925	5472	7222	8109
存货	44567	33576	32576	42852	49065
其他	7259	9505	10259	13530	15253
非流动资产	299543	321679	346018	368584	389504
长期股权投资	9517	9764	9764	9764	9764
固定资产	232497	259758	285005	308388	330045
无形资产商誉	8143	9086	8177	7359	6623
其他	49386	43072	43072	43072	43072
资产总计	**377846**	**386633**	**430900**	**476443**	**490966**
流动负债	161556	165121	167290	154744	110361
短期借款	44091	50197	89827	56780	0
应付账款	62237	60782	58972	77574	88822
预收账款	5996	4083	3962	5212	5967
其他	49232	50059	14529	15179	15572
长期负债	121466	124520	124520	124520	124520
长期借款	119518	122459	122459	122459	122459
其他	1948	2061	2061	2061	2061
负债合计	**283022**	**289641**	**291810**	**279264**	**234881**
股本	10126	9989	9989	9989	9989
资本公积金	3833	3969	3969	3969	3969
留存收益	29901	29635	39889	54318	68961
少数股东权益	50965	53398	85242	128902	173165
归属于母公司所有者权益	43859	43594	53848	68277	82920
负债及权益合计	**377846**	**386633**	**430900**	**476443**	**490966**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	34609	45406	63038	87227	87753
净利润	2125	3249	43097	59088	59905
折旧摊销	15206	17361	20090	21863	23508
财务费用	7412	5799	3318	3015	2153
投资收益	(163)	(717)	(817)	(817)	(817)
营运资金变动	10616	20133	(2649)	4078	3004
其它	(588)	(418)	0	0	0
投资活动现金流	(31256)	(42144)	(43611)	(43611)	(43611)
资本支出	(31582)	(42682)	(44429)	(44429)	(44429)
其他投资	326	538	817	817	817
筹资活动现金流	(1688)	(3281)	(153)	(37061)	(59932)
借款变动	6847	3282	4164	(33047)	(56780)
普通股增加	0	(136)	0	0	0
资本公积增加	(373)	137	0	0	0
股利分配	(1013)	(1013)	(999)	(999)	(999)
其他	(7150)	(5551)	(3318)	(3015)	(2153)
现金净增加额	1665	(18)	19274	6555	(15791)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	326475	308622	342915	452561	508131
营业成本	288991	270924	262854	345769	395906
营业税金及附加	24897	24180	26867	35458	39811
营业费用	193	192	213	282	316
管理费用	977	988	1097	1448	1626
研发费用	5101	4989	5544	7316	8215
财务费用	7131	5617	3318	3015	2153
资产减值损失	(335)	46	0	0	0
公允价值变动收益	120	(412)	0	0	0
其他收益	2872	1257	100	100	100
投资收益	163	717	717	717	717
营业利润	2004	3341	43839	60091	60921
营业外收入	10	7	7	7	7
营业外支出	109	57	57	57	57
利润总额	1906	3290	43789	60041	60871
所得税	(220)	41	692	953	966
少数股东损益	1401	2401	31844	43659	44263
归属于母公司净利润	724	848	11253	15429	15642

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	0%	-5%	11%	32%	12%
营业利润	28%	67%	1212%	37%	1%
归母净利润	-37%	17%	1227%	37%	1%
获利能力					
毛利率	11.5%	12.2%	23.3%	23.6%	22.1%
净利率	0.2%	0.3%	3.3%	3.4%	3.1%
ROE	1.6%	1.9%	23.1%	25.3%	20.7%
ROIC	3.5%	2.9%	14.1%	17.1%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	74.9%	74.9%	67.7%	58.6%	47.8%
净负债比率	53.4%	53.8%	49.3%	37.6%	24.9%
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1
存货周转率	5.4	6.9	7.9	9.2	8.6
应收账款周转率	56.5	61.8	103.0	111.0	103.0
应付账款周转率	5.0	4.4	4.4	5.1	4.8
每股资料(元)					
EPS	0.07	0.08	1.13	1.54	1.57
每股经营净现金	3.46	4.55	6.31	8.73	8.78
每股净资产	4.39	4.36	5.39	6.83	8.30
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	164.8	140.7	10.6	7.7	7.6
PB	2.7	2.7	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	19.2	17.7	6.9	5.4	5.3

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。