

华峰化学（002064.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	8.38
总市值	415.86亿
PE-TTM	24.68
PB-MRQ	1.56

估值结果

	价值	641.14亿
DDM估值	上行空间	54%
	状态	低估
	价值	529.13亿
动态估值	上行空间	27%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内氨纶行业龙头，规模世界第二。公司主营产品为己二酸、氨纶、聚氨酯鞋底原液，公司各个产品产量均为全国第一。

公司所处行业需求增速缓慢，且公司市占率提升空间有限，公司成长空间较差；行业处于过剩期，但盈利能力处于底部区域，下行空间有限，公司盈利趋势一般；公司是行业龙头，在产业链中核心企业，话语权较高，公司产业格局良好；公司技术领先、规模大、一体化程度较高，具备显著成本优势，护城河较深。

基于公司氨纶行业的成本优势，我们认为公司具备持续扩张能力，在此假设下，公司处于估值低估状态。

我们区别于市场的观点

市场观点：己二酸以及氨纶价格处于历史低位，公司业绩因此承压，由于未见到明显好转，市场仅以短期利润给公司定价，并未考虑到公司的长期价值。

我们认为：短期景气度不影响公司的估值，周期股的魅力在于景气低谷时无人问津，因此可以用便宜的价格买到优质的公司。等到公司回归合理估值时，即可获取超额回报。

风险提示

公司于近期终止关联交易事项，需关注公司治理风险；下游需求不及预期，行业低迷时间或延长；公司产能扩张进展或不及预期等。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

公司是氨纶行业龙头，主要从事氨纶的生产销售业务。2019年公司并购了控股股东华峰集团旗下子公司华峰新材，成功将业务拓展至己二酸和聚氨酯原液，实现了产业链的高度一体化。截至2024年底，公司氨纶、己二酸、聚氨酯原液产能分别为32.5万吨、135.5万吨、52万吨，均为国内第一。

2. 业务介绍

对于华峰化学公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

基础化工品：

该分类主要产品为己二酸。2024年，国内己二酸产能410万吨；产量256万吨，己二酸下游消费量192万吨，国内市场规模超100亿元。得益于下游技术突破，国内己二酸有望维持10%的需求增速。行业集中度高，CR4近80%。下游主要为合成革、鞋底材料等。我们将公司该业务的市场界定于国内市场。

氨纶：

氨纶是一种弹性纤维，织物中加入少许氨纶（约 2%-5%），可以显著改善织物性能，让其更富弹性，更为舒适。广泛用于服装、内衣、医用绷带、口罩、纸尿裤以及其他产业用纺织品领域。2024年底全球氨纶产能增加至175万吨，其中，国内氨纶产能135.45万吨。2024年国内氨纶产量104.5万吨，表观需求量101.2万吨，同比增加10.3%，国内市场规模约250亿元。行业集中度高，CR3超50%。我们将公司该业务的市场界定于国内市场。

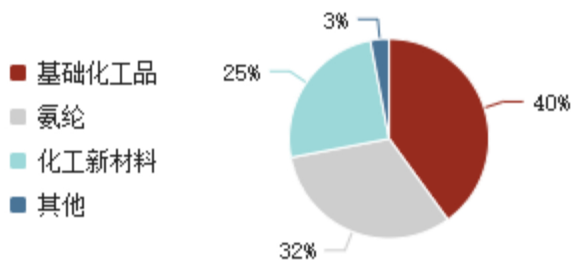
化工新材料：

该分类主要产品为聚氨酯鞋底原液。聚氨酯鞋底原液主要应用于聚氨酯鞋底，可以作为皮鞋、运动鞋、休闲鞋、劳保鞋等鞋类的鞋底生产。国内聚氨酯鞋底原液市场多年没有增长，公司产量可占到国内产量的60%，国内市场规模约100亿元。我们将公司该业务的市场界定于国内市场。

其他：

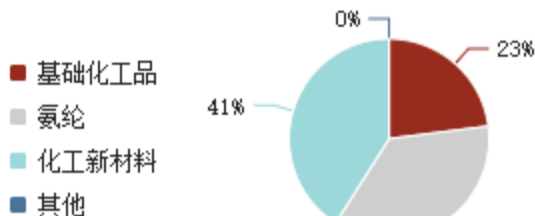
除公司主营业务外的其他业务，该业务占比低。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是典型的流程型制造业企业，主要产品具备一定的大宗商品属性，赚的是加工制造的钱。公司有重资产、轻营销的特点。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

由于氨纶、己二酸生产工艺较为复杂，流程较长，因此设备投资额较大，行业资产强度较高。公司氨纶、己二酸单吨投资额超1万元，资产强度较高。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司作为世界级氨纶龙头企业，持续引领行业发展，在新产品的研发上投入较多，研发较为高端。近五年，公司研发费用率约3.5%。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司知名度高，且产品具备一定同质化属性，营销强度低。公司常年销售费用率小于1%。

3.4 客户集中度

低 较低 **中等** 较高 高

公司产品具备一定大宗商品属性，下游相对分散，2024年公司前五大客户集中度为22%。公司下游客户集中度一般。

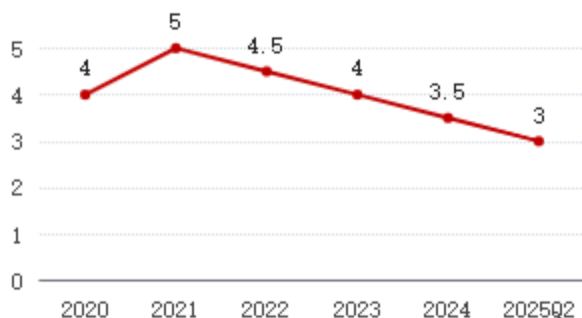
4. 历史经营绩效

公司所处行业周期性明显，因此经营绩效表现上蹿下跳。由于公司相较行业存在明显成本优势，因此可以抵御大部分景气低迷影响，盈利能力长期保持相对较高水平。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



2021-2024年，氨纶价格由7万元/吨回落至2.5万元/吨，公司盈利能力持续走低。当前是行业景气最低迷的时候，公司此时仍能维持不错盈利，可见公司盈利能力之强。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



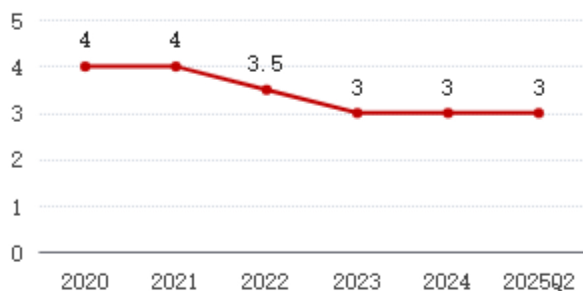
数据来源：公司财报，壹评级

2021年之后，由于行业景气下降，公司利润出现了大幅回落，这是公司成长能力星级下降的原因。长期而言，公司的成长主要由产能驱动，公司氨纶业务成本优势显著，具备持续扩张能力，公司成长能力星级存在修复空间。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



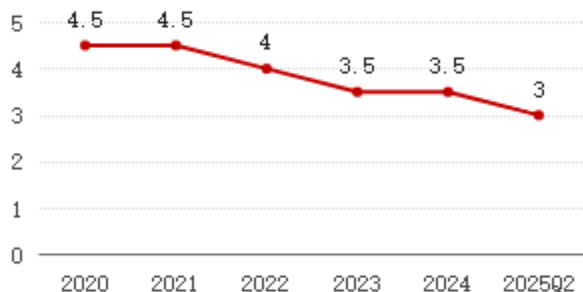
数据来源：公司财报，壹评级

在2021年行业景气高点时，公司收入高增，财务状况改善。随后受行业景气下降影响，公司被上下游占款的情况增加，因此公司该星级出现一定下降。但是整体而言，公司该星级表现良好。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年以后，受行业景气度下降的，公司利润逐年下降，尽管股利支付率提升，但是总体股息率还是出现了下降，因此公司股东回报星级下降。

5. 四维评级

公司氨纶龙头地位稳固，护城河较深，产业格局较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司所处行业下游需求增速一般，公司仅氨纶业务具备可持续的扩张能力，因此公司成长空间一般。

基础化工品 (2星):

受益于下游技术突破，近年己二酸的需求增速可达10%，在化工品中相对较好，但是在全行业中相对较差。另外，公司己二酸部分成本优势来源于产业链一体化，在公司下游没有扩张的情况下，公司扩建己二酸产能会导致护城河被削弱。结合行业增速以及公司自身特点，公司该业务成长空间较差。

氨纶 (2星):

近年来氨纶行业需求增速在5%~10%的水平，相对较差。公司氨纶成本优势明显，具备持续扩张能力，因此存在一定市占率提升的空间。整体而言公司该业务成长空间较差。

化工新材料 (1.5星):

聚氨酯鞋底原液市场长期没有增长，目前没有见到增长趋势，保守判断行业未来维持零增长。因此公司该业务成长空间低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司产品周期属性强，目前己二酸和氨纶都处于周期底部，尽管短期需要磨底，但是向下空间不大，整体而言盈利趋势一般。

基础化工品 (1星):

当前行业过剩较为严重，且行业规划产能较多，过剩情况短期内难以扭转，盈利趋势差。

氨纶 (3星):

当前行业处于过剩期，规划产能仍较多，预计短期内景气难以修复。但是由于景气的低迷，海外企业计划退出，这将缩短行业磨底时间。总体而言氨纶行业盈利趋势一般。

化工新材料 (2.5星):

聚氨酯鞋底原液具有利基市场属性，产品存在一定差异化，盈利能力相对稳定，因此盈利趋势一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产品同质化程度较高，竞争较为激烈，但是公司成本优势明显，在产业中地位较高，因而产业格局较好。

基础化工品 (2.5星):

己二酸行业竞争激烈，但是上下游没有强势企业，新进入者和替代品风险较低，整体而言产业格局一般。

氨纶 (3星):

氨纶行业竞争较为激烈，公司在产业链中属于核心企业，地位较高，行业无新进入者和替代品风险，整体而言格局一般。

化工新材料 (4.5星):

聚氨酯鞋底原液是利基市场，公司是该市场龙头，市场份额达60%，产业链地位高，话语权强，因此格局优秀。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河深厚，主要体现为技术优势和规模优势，公司可长期保持成本优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
基础化工品	(3.5星) 该业务护城河主要在于上下游一体化带来的规模优势。近五年，经壹评级调整后的公司净资产收益率平均值超20%，超额收益明显。	(5星) 该业务的护城河来源于规模优势，持续性强。公司是国内最大己二酸生产商，也是己二酸产业链一体化龙头。一体化为公司带来两方面优势，共用公共工程带来更低单吨折旧；集团内部可消化大量产能，公司可以长期维持高开工率，折旧优势明显。公司该护城河持续性强。
氨纶	(3.5星) 该业务护城河在于规模优势和技术带来的单吨折旧成本优势。近五年，经壹评级调整后的公司净资产收益率平均值超30%，超额收益明显。	(4星) 该业务的护城河来源于规模优势、技术优势，持续性强。1) 公司是国内最大氨纶生产企业，共用公共工程的情况下单吨折旧低，规模优势显著。2) 公司持续进行技术挖潜，能源、原材料利用率高，相较行业成本优势显著。由于技术护城河存在后发优势特点，该护城河存在衰退风险。
化工新材料	(4.5星) 该业务护城河在于利基市场垄断、规模优势和技术优势。近五年，经壹评级调整后的公司净资产收益率平均值超30%，超额收益明显。	(4星) 该业务的护城河来源于规模优势、技术优势、利基市场垄断，持续性强。1) 行业长期没有增长，因此利基市场属性不会减弱。2) 因为利基市场缘故，外部企业难以进入该行业，公司规模优势将长期维持。3) 公司技术优势长期来看存在衰退风险。总体而言，公司可长期维持优势，护城河持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值处于520-650亿元区间内。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：基础化工品、氨纶、化工新材料，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

基础化工品：

收入假设：

- 1) 短期：公司不扩张，产能维持135万吨，我们预计价格磨底，持续处于低位；
- 2) 长期：公司具备一定扩张能力，保守估计公司远期收入天花板为200亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：行业盈亏平衡，公司仅能赚取超额利润，我们预计毛利率在10%以内；
- 2) 长期：行业可达到社会平均回报率，行业平均ROE约7%，我们预计公司可赚取超额利润+行业修复部分利润。

氨纶：

收入假设：

- 1) 短期：产量受产能影响，产能基于公司规划确定，15万吨产能将于2026年投放，我们预计价格受过剩影响持续磨底，2028年出现拐点；
- 2) 长期：公司具备低成本扩张能力，保守估计公司远期收入天花板为330亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：行业盈亏平衡，公司赚取超额利润，我们预计毛利率持续低于20%；
- 2) 长期：行业可实现社会平均回报率，行业平均ROE约7%，我们预计公司可赚取超额利润+行业修复部分利润。

化工新材料：

收入假设：

- 1) 短期：行业没有增长，我们预计公司维持现有份额，年销量42万吨，价格稳定；
- 2) 长期：行业增长空间低，保守估计公司远期收入天花板为76亿元。

盈利能力假设：

短期、长期行业盈利能力维持稳定，我们预计公司毛利率维持20%水平。

表2：公司整体业绩预测

华峰化学	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	259.0	263.0	270.0	235.0	231.0	253.0	268.0	298.0
归母净利润(亿)	28.4	24.8	22.2	19.5	19.8	25.4	31.5	34.2
归母净利润增速(%)	-64.3	-12.8	-10.6	-12.1	1.7	28.1	23.9	8.6
经营性净利润(亿)	25.3	21.3	19.2	17.3	17.5	22.9	28.9	31.5
经营性净利润增速(%)	-67.5	-15.9	-10.0	-10.0	1.3	31.3	25.9	9.0
经营性归母净利润(亿)	25.4	21.3	19.1	17.3	17.5	22.9	28.9	31.5
经营性归母净利润增速(%)	-67.5	-16.0	-10.2	-9.7	1.3	31.3	25.9	9.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

基础化工品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	83.0	86.0	105.0	95.0	95.0	95.0	95.0	108.0
收入增速(%)	10.7	3.6	22.1	-9.5	0.0	0.0	0.0	13.7
经营性净利润(亿)	16.2	10.3	4.7	1.1	1.0	0.9	4.4	5.9
经营性净利率(%)	19.5	12.0	4.5	1.1	1.1	1.0	4.6	5.5
经营性净利润增速(%)	-6.7	-36.2	-54.4	-77.2	-4.3	-8.5	365.5	34.7
氨纶	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	97.0	93.0	91.0	75.0	78.0	100.0	115.0	132.0
收入增速(%)	-29.2	-4.1	-2.2	-17.6	4.0	28.2	15.0	14.8
经营性净利润(亿)	3.0	4.8	6.2	8.2	8.4	14.0	16.6	17.8
经营性净利率(%)	3.1	5.2	6.8	10.9	10.8	14.0	14.5	13.5
经营性净利润增速(%)	-93.7	59.6	29.6	31.3	2.7	67.1	18.5	6.8
化工新材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	61.0	59.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0
收入增速(%)	-3.2	-3.3	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	6.3	6.5	8.0	8.1	8.0	8.0	7.9	7.8
经营性净利率(%)	10.3	11.1	13.8	14.0	13.9	13.7	13.6	13.5
经营性净利润增速(%)	-45.4	3.5	23.1	1.0	-0.7	-1.1	-1.1	-0.8
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.0	25.0	16.0	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	100.0	38.9	-36.0	-56.3	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.2	-0.3	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-0.9	-1.4	1.3	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	-117.9	-122.8	161.6	-149.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
基础化工品	5.8%	中等	一般	强	7.5%	17.55	5.4
氨纶	8.7%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	17.4
化工新材料	2.5%	中低	非常好	较强	8.8%	13.44	7.8
其他	-	--	一般	一般	7.5%		-
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
基础化工品(亿)	19.2	70.9	90.1	23.4	-	-	113.5
氨纶(亿)	35.7	230.9	266.6	20.3	-	-	286.9
化工新材料(亿)	36.9	75.3	112.2	12.9	-	-	125.1
其他(亿)	13.1	-	-	3.6	-	-	3.6
公司整体测算(亿)	104.9	377.0	468.8	60.3	-	-	529.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
基础化工品(亿)	50.1	74.6	124.7	23.4	-	-	148.2
氨纶(亿)	145.1	199.3	344.5	20.3	-	-	364.8
化工新材料(亿)	72.0	39.7	111.7	12.9	-	-	124.6
其他(亿)	13.1	-	-	3.6	-	-	3.6
公司整体测算(亿)	280.3	313.6	580.8	60.3	-	-	641.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司产品行业信息较为充分；公司与市场交流充分程度一般；由于己二酸过剩严重，公司产能投放情况存在一定不确定性，导致远期盈利预测存在一定不确定性；总体而言公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。