

新凤鸣（603225.SH）

公司报告 | 首次评级报告

周立
化工研究员

2026年4月24日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	17.07
总市值	286.35亿
PE-TTM	28.12
PB-MRQ	1.62

估值结果

价值	322.55亿
DDM估值	上行空间 13%
状态	合理估值
价值	326.44亿
动态估值	上行空间 14%
状态	合理估值

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

公司是涤纶长丝行业龙头之一，公司拥有涤纶长丝产能885万吨/年，涤纶短纤120万吨/年，PTA产能1100万吨/年，稳居国内民用涤纶长丝行业第二位。

公司成长空间一般，主要系公司所处涤纶长丝行业增速较低，并且公司已是行业头部企业，份额提升空间有限。公司盈利趋势向好，主要系涤纶长丝行业处于景气上升期。公司产业格局较好，主要系在波特五力模型框架下，本行业竞争较为激烈，其他四个维度表现尚可。公司护城河较深，主要系公司具备显著规模优势。

基于公司涤纶长丝单吨净利润中枢为250元，市占率达到28%的假设，我们认为公司估值状态为合理估值。

风险提示

竞争格局恶化风险：近期由于景气低迷，行业龙头协同增多，展示出良好的格局表现。但是，如果行业景气回升，竞争驱动下龙头能否保持协同关系仍然有待观察。

库存价格波动风险：涤纶长丝为原油产业链产品，受油价波动影响较大，因行业库存偏重的特性，公司短期业绩容易受到油价波动影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 整体供应链集中度	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	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026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	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司是一家专注于化纤领域的企业，核心业务贯穿“PTA—聚酯—涤纶”一体化产业链。公司主要生产和销售民用涤纶长丝（包括POY、FDY、DTY三大品类）、涤纶短纤及其上游关键原材料精对苯二甲酸（PTA）。其产品广泛应用于纺织服装、家纺及产业用布等领域。公司构建了从原材料到终端产品的完整垂直一体化生产体系，并在浙江、江苏等地拥有多个大型生产基地，具备明显的规模效应和成本优势。

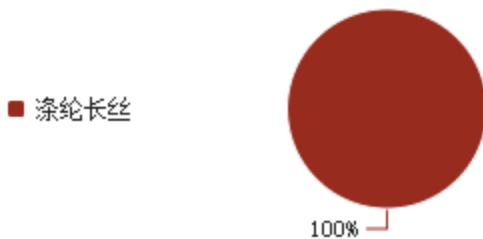
2. 业务介绍

对于新凤鸣公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

涤纶长丝：

涤纶长丝业务是公司核心支柱，产品主要包括POY、FDY和DTY三大类，广泛用于服装、家纺及产业用纺织品。公司向上游延伸，自产关键原料PTA（精对苯二甲酸），有效保障原料供应并平抑成本波动。同时，公司也配套生产涤纶短纤，与长丝业务共享原料和产能资源，形成协同效应（该业务划分中，由于产品属性接近，我们对涤纶短纤做合并处理）。通过“PTA—聚酯—涤纶长丝/短纤”一体化布局，公司实现了从原材料到成品的全流程控制，在提升运营效率的同时强化了成本竞争力，构建了显著的规模优势和产业链韧性。截至2025年，公司拥有涤纶长丝产能885万吨/年，涤纶短纤120万吨/年，PTA产能1100万吨/年，稳居国内民用涤纶长丝行业第二位。因公司产品主要在国内销售，因此我们将该业务的竞争市场界定于国内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司商业模式根植于大宗化工制造逻辑：靠重资产构筑规模壁垒，以一体化压降边际成本，在同质化市场中拼运营效率。其较重资产、低营销、中等研发、供应链分散的结构特征均由生意本质决定。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司所处的涤纶长丝行业属重资产制造业，PTA与聚酯环节需大规模连续化装置，初始投资高、设备专用性强。一体化虽降本，却进一步推高资本开支。高资产强度是大宗化工工艺与规模经济下的必然结果，高产能利用率才能摊薄固定成本，生意本质决定其难以轻资产运营。截至2025年，公司固定资产347亿元，占总资产比例为61%。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司产品以标准化民用长丝为主，技术迭代缓慢，竞争核心是成本而非性能。下游客户对价格敏感，对高端功能纤维需求有限。公司研发多聚焦工艺优化与效率提升，属工程改进型，属于“效率优先于创新”的大宗材料生意逻辑。2025年公司人均研发费用为7.4万元。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品为同质化工业中间品，客户依据价格、稳定供货和账期决策，品牌无溢价空间。公司销售以执行订单和协调物流为主，无需广告或渠道激励。2025年公司销售费用为1.2亿元，销售费用率为0.17%。

3.4 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

涤纶长丝上游PX受炼化巨头控制，但PTA供应多元；下游面对数万家中小织厂，极度分散。公司虽内部一体化，但既不掌控原料源头，也不绑定终端客户。整体供应链低集中度是涤纶长丝行业分工的结构性特点。2025年公司前五大供应商集中度为46%；前五大客户集中度为10%。

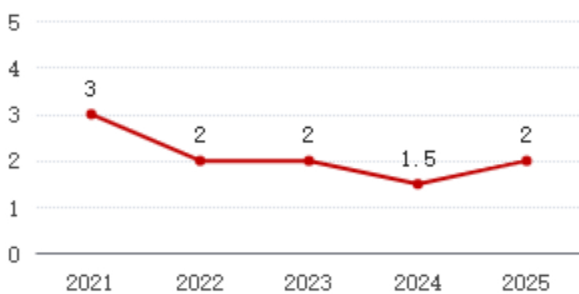
4. 历史经营绩效

过去几年，公司盈利能力随涤纶长丝价差波动显著；成长能力表现稳健，产能扩张有序且与内生现金流匹配，未陷入过度杠杆；业务控制力突出，依托下游客户分散与自身规模优势形成“向上游延付、向下现款”的营运资本结构，保障现金流韧性；股东回报以稳定分红为主，股息率中等，资本利得表现欠佳。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年，公司盈利能力受行业强周期主导。2021年受益于涤纶长丝景气上行及PTA自供优势，毛利率和ROE阶段性走高；但2023-2025年随着新增产能集中释放、需求疲软，产品价差收窄，盈利快速回落至盈亏平衡边缘。一体化虽缓释部分原料波动，但无法改变行业“成本加成”定价本质，在产能过剩阶段，单位利润极易被压缩。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



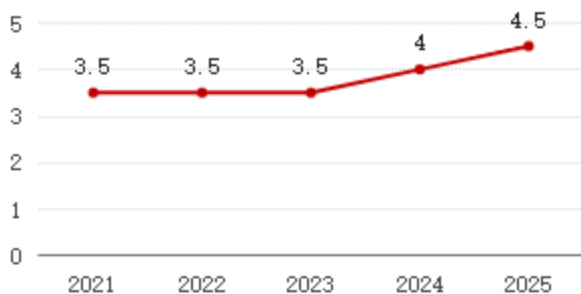
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力表现良好，主要体现为产能规模的稳健扩张与一体化纵深推进。近年来，公司通过有序投放聚酯及PTA产能，营收规模持续增长，且新增产能多布局于低成本基地，单位投资效率优于行业均值。

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

公司下游纺织织造环节企业数量众多、高度分散，单体采购规模小，公司作为规模化供应商具备较强议价地位，交易多采用现款或短账期。上游方面，虽核心原料供给集中度高，但公司凭借大规模采购形成买方优势，获得相对有利的商业信用条件。这种“上游可延付、下游少赊销”的结构下，公司经营现金流/净利润常年大于100%，上下游净占款/净资产常年大于15%。

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

公司股东回报表现一般。公司股息政策相对稳定，近年分红率维持在30%，对应股息率约2%，在制造业中属中等水平；另一方面，近年来受行业周期下行影响，公司股价表现较差，公司资本利得贡献有限。

5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系公司所处涤纶长丝行业增速较低，并且公司已是行业头部企业，份额提升空间有限。公司盈利趋势向好，主要系涤纶长丝行业处于景气上升期。公司产业格局较好，主要系在波特五力模型框架下，本行业竞争较为激烈，其他四个维度表现尚可。公司护城河较深，主要系公司具备显著规模优势。

5.1 成长空间

★★★★☆☆

公司通过“PTA—聚酯—纺丝”一体化布局，持续扩大产能规模、强化成本优势，从而系统性提升市场份额。公司扩张并非单纯追求体量增长，而是以巩固行业地位为导向，通过纵向整合增强对产业链关键环节的控制力。当前公司在国内民用涤纶长丝市场占有率约20%，仍有提升空间，但是空间较为有限。整体而言公司成长空间一般。

涤纶长丝(3星):

涤纶长丝行业成长空间平稳。全球纺织需求增速趋缓，年复合增长率约2% - 3%，增量主要来自新兴市场与产业用布替代。公司凭借规模与成本优势可提升份额，但产品标准化程度高、技术迭代慢，难以形成结构性增长红利。成长更多体现为存量竞争下的份额再分配，而非需求端爆发。

5.2 盈利趋势

★★★★☆☆

公司盈利趋势向好，核心在于产能周期进入理性扩张阶段、行业集中度持续提升以及龙头企业主动“反内卷”。在新增产能主要由头部企业主导的背景下，行业能有效规避恶性竞争，头部企业市场份额能稳步提升，盈利能力和稳定性也将增强。

涤纶长丝(4星):

涤纶长丝业务盈利趋势向好，受益于产能扩张节奏明显放缓、行业集中度高企及龙头协同自律。当前供给端趋于有序，落后产能逐步出清，CR6已超85%，价格战风险降低。在需求稳健、竞争格局优化的背景下，行业利润有望向具备规模与技术优势的企业集中，整体盈利水平进入修复通道。

5.3 产业格局

★★★★☆☆

波特五力视角下，公司通过纵向一体化削弱上游议价压力，规模化生产构筑成本护城河，降低买方议价能力。行业集中度高，头部企业协同增强，削弱同业恶性竞争（现有竞争者威胁下降），但仍需保持警惕。新进入者因资金、规模壁垒难以切入；替代品在主流应用中有限。整体而言公司产业格局表现尚可。

涤纶长丝(3星):

涤纶长丝行业产业格局较好。行业内厂商产品高度同质化，价格竞争属于常态，竞争较为激烈，尽管行业集中度有所提升，但盈利仍将存在周期波动。对上游议价能力较弱，核心原料PX仍依赖大型炼化企业，公司通过参股浙石化可部分缓解，但原油端定价权仍掌握在上游巨头手中。对下游议价能力相对较强，涤纶长丝虽无法对下游产生粘性，但是下游行业极度分散，下游企业没有话语权。新进入者威胁低，因重资产、高能耗等门槛，行业已形成一定壁垒。替代品风险有限，涤纶在强度、成本和可加工性上仍具不可替代性，短期内无大规模替代威胁。

5.4 护城河



公司的护城河较深，主要体现在规模优势。行业虽为重资产、低技术壁垒，但公司通过极致的成本控制和卓越的运营效率，在同质化竞争中持续领先。

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
涤纶长丝	(3.5星)公司是涤纶长丝行业头部企业，国内市占率约20%。公司稳态期经壹评级调整后的ROIC为8%，具备一定超额收益。公司业务控制力较强。	(3.5星)公司该业务的护城河主要在于规模优势，该优势持续性较强。公司作为全球产能最大的涤纶长丝生产商之一，通过一体化以及大规模连续化装置实现单位固定成本、能耗和人工成本的摊薄，在同质化竞争中构建了难以复制的成本壁垒。随着中后部企业逐步退出该行业，公司相较于行业平均的规模优势也将出现下降，这会削弱公司护城河，尽管如此，公司仍能保持一定优势。

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，我们认为公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为涤纶长丝，我们对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

价：由于涤纶长丝价格随油价波动，因为我们对价格做中性假设，假设公司涤纶长丝价格为7000元/吨。

量：短期内由于行业协同减产，我们预计公司产能利用率将出现下降，但是在公司产能投放的情况下销量维持一定增长。此后随着需求的修复，公司产能利用率逐步修复，公司产能稳步增长，公司的产量将持续增长。我们预计远期行业规模可以达到7000万吨，公司市占率可以达到28%，据此我们预计公司远期产能可以达到1940万吨。

盈利能力假设：

短期：随着行业协同的推进，长丝的盈利能力持续修复，我们预计公司毛利率在2027年可以修复至8%左右。

长期：随着行业格局逐步稳定，我们预计行业的盈利中枢将有所提升，行业平均ROE可以达到7%。因公司存在规模优势，我们预计公司盈利能力将好于行业，预计公司的ROE可以维持10%水平，长丝单吨净利润可以达到250元的水平。

表2：公司整体业绩预测

新风鸣	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	614.7	670.9	715.6	856.8	844.8	836.4	820.5	861.3
归母净利润(亿)	10.9	11.0	10.1	17.7	21.9	25.2	28.2	29.8
归母净利润增速(%)	633.2	1.1	-8.1	74.6	24.1	14.8	12.0	5.8
经营性净利润(亿)	9.3	9.8	9.2	17.0	21.3	24.5	27.6	29.2
经营性净利润增速(%)	433.0	5.1	-6.6	85.5	25.1	15.3	12.4	5.8
经营性归母净利润(亿)	9.3	9.8	9.2	17.0	21.3	24.5	27.6	29.2
经营性归母净利润增速(%)	433.0	5.1	-6.7	85.8	25.1	15.3	12.4	5.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

涤纶长丝	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	614.7	670.9	715.6	856.8	844.8	836.4	820.5	861.3
收入增速(%)	21.0	9.1	6.7	19.7	-1.4	-1.0	-1.9	5.0
经营性净利润(亿)	9.3	9.8	9.2	17.0	21.3	24.5	27.6	29.2
经营性净利率(%)	1.5	1.5	1.3	2.0	2.5	2.9	3.4	3.4
经营性净利润增速(%)	433.0	5.1	-6.6	85.5	25.1	15.3	12.4	5.8

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)
涤纶长丝	5.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	32.9
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
涤纶长丝(亿)	46.3	280.2	326.4	-	-	-	326.4
公司整体测算(亿)	46.3	280.2	326.4	-	-	-	326.4

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
涤纶长丝(亿)	91.6	230.9	322.5	-	-	-	322.5
公司整体测算(亿)	91.6	230.9	322.5	-	-	-	322.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处的涤纶长丝及炼化行业透明度较高，主要产品（如POY、PTA）与原材料（PX、MEG）价格公开透明、高频可得，行业供需、产能扩张等关键数据易于跟踪；公司信息披露规范完整，定期报告和临时公告较为详实，且通过业绩说明会、投资者调研等渠道与市场保持充分沟通，信息充分且获取成本较低。

业绩预测层面：由于强周期属性，公司盈利易受原油价格波动、下游纺织需求及新增产能投放节奏扰动；同时，尽管当前竞争格局有所改善、涤纶长丝盈利阶段性回升，但该趋势能否持续仍存在不确定性，整体业绩预测的准确度中等。

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 $(X) = \text{估值}/\text{市值} - 1$ ，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作有悖原意的引用、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。