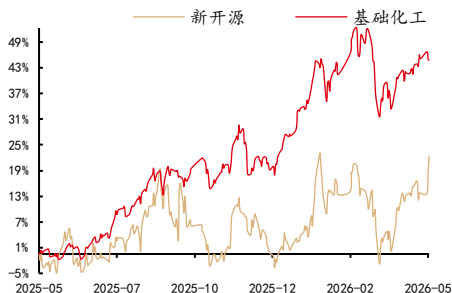




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.35
总股本/流通股本(亿股)	4.83 / 4.47
总市值/流通市值(亿元)	98 / 91
52周内最高/最低价	20.47 / 16.05
资产负债率(%)	16.3%
市盈率	52.18
第一大股东	王东虎

研究所

分析师: 刘海荣
SAC 登记编号: S1340525120006
Email: liuhairong@cnpsec.com
分析师: 李家豪
SAC 登记编号: S1340525120005
Email: lijiahao@cnpsec.com

新开源(300109)

高端 PVP 重塑估值中枢，医疗业务拐点已至

● 投资要点

(1) PVP 全球龙头地位稳固，一体化成本+产品结构+客户认证三重优势筑牢竞争壁垒。公司 NVP 单体产能 3.5 万吨位居全球第一，形成“单体—聚合”一体化低成本底座，叠加中国煤头 BDO 能源成本优势，相较巴斯夫等海外竞争对手具备显著成本领先。产品结构上，高附加值系列(K60/K90/K120 等医药/食品/化妆品级) 2025H1 毛利率超 70%，欧瑞姿系列凭借全球唯一“无苯工艺”维持 60%-70%高毛利，成为对冲工业级 PVP 价格下行的利润锚。客户端已进入全球 TOP20 药企供应体系并实现小批量供货，1.5 万吨高端 PVP 产能在建(预计 2026 年底具备生产条件)，配合“上档升级”三年行动计划(总投入 5 亿元)，高端产品占比提升将持续抬升公司 PVP 平均售价与毛利中枢。

(2) PVP 行业“低端承压、高端扩容”，新能源需求打开第二增长曲线。全球 PVP 产能高度集中，巴斯夫+亚什兰合计占约 42.8%，中国企业(以新开源为代表)凭借产能扩张已占全球超 50%份额。行业竞争格局分化明显：工业级 PVP 充分竞争、毛利偏低(20%-30%)，而医药级供给偏紧、认证壁垒高、毛利可达 45%-60%，龙头集中度持续提升。新能源领域成为重要增量——公司 PVP 作为锂电碳纳米管分散剂，2024 年出货量达 3,100-3,200 吨(同比+50%)，国内新能源电池行业市占率约 60%；同时已于 2024 年正式进入光伏行业供应链，高端化+新能源双轮驱动下，公司有望从“量增”向“价升利扩”转变。

(3) 医疗板块困境反转在即，CGT 参股投资组合隐含显著期权价值。公司精准医疗板块(营收占比约 10%)整体处于微亏但亏损逐步收窄，预计 2026-2027 年实现从“微亏”向“正利润贡献”转折。核心催化来自参股标的华道生物(持股约 13%，累计投资 1.5 亿元)：其自主研发的 HDCD19CAR-T 产品已于 2025 年 12 月申报 NDA，临床数据优异(ORR82.1%、CR58.9%、制备成功率 99.1%)，且以约 20 万元/人份的革命性定价(对比市场价 100-120 万元，降幅超 80%)有望大幅提升市场渗透率(从不足 3%升至 10%以上)。华道生物已于 2026 年 4 月正式启动 IPO 辅导，若其 IPO 估值达 30 亿元以上，新开源持股对应价值将超 3.9 亿元，显著超过账面投资成本，医疗板块的估值重塑弹性值得关注。

● 盈利预测与投资建议

中长期看，公司作为 PVP 全球龙头，高端 PVP 收入占比提升带动盈利能力中枢稳步提升，医疗板块逐步走出困境，化工+医疗双板块驱动进一步推动公司业绩和估值同步向上。我们预计公司 2026-2027 年归母净利润 2.54、3.34、4.26 亿元，EPS 为 0.53、0.69、0.88 元，4 月 28 日收盘价对应 PE 为 39、29 和 23 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

原材料价格大幅波动、新产能扩产与认证节奏不及预期、医疗板块亏损收窄与扭亏节奏不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1178	1362	1609	1884
增长率(%)	-26.66	15.60	18.12	17.10
EBITDA（百万元）	384.44	439.03	534.57	642.96
归属母公司净利润（百万元）	190.09	253.83	333.54	426.04
增长率(%)	-45.64	33.54	31.40	27.73
EPS(元/股)	0.39	0.53	0.69	0.88
市盈率（P/E）	51.75	38.75	29.49	23.09
市净率（P/B）	2.67	2.61	2.49	2.36
EV/EBITDA	20.29	21.41	17.16	13.86

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 公司简介：PVP 全球龙头企业，化工+医疗双轮驱动.....	5
2 PVP 行业：高端升级筑就利润护城河，新能源需求迎快速增长.....	11
2.1 PVP 性能优异，下游应用多样化	11
2.2 全球格局高度集中，中国企业高端升级逐步提高市场份额	13
2.3 公司具备一体化成本+产品结构+客户认证三重优势	14
3 医疗板块困境反转，打造公司未来新增长极	18
3.1 医疗板块战略性配置，价值待发掘	18
3.2 重点标的华道生物为中国 CAT-T 领先企业	19
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 业务拆分与预测假设	22
4.2 估值分析	22
4.3 盈利预测与投资建议	23
5 风险提示	24

图表目录

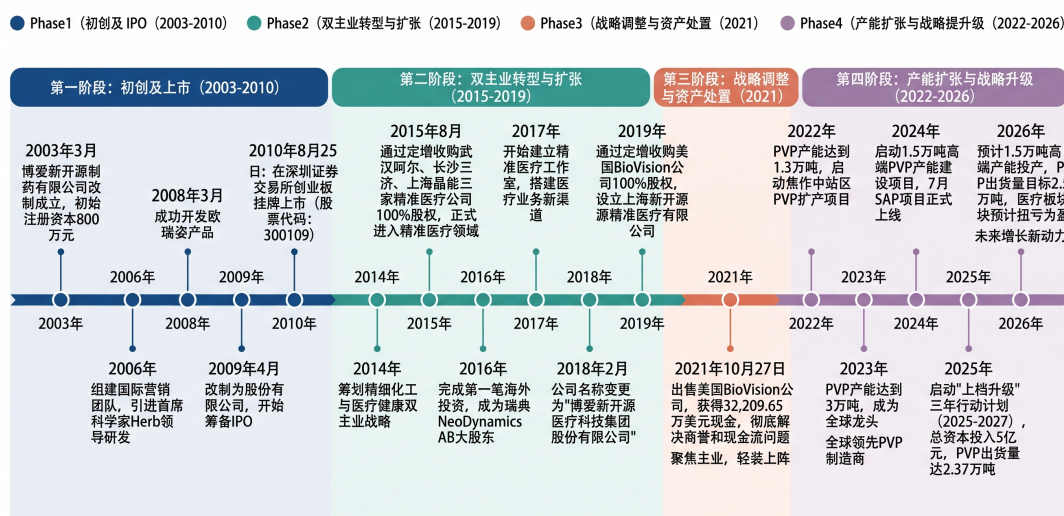
图表 1: 新开源发展历史沿革 (2003-2026)	5
图表 2: 新开源双主业战略版图	6
图表 3: PVP 各型号 K 值及分子量	6
图表 4: 公司股权穿透图 (截至 2026 年 4 月)	7
图表 5: 2019-2025 年公司营业收入 (亿元) 及同比	8
图表 6: 2019-2025 年公司归母净利润 (亿元) 及同比	8
图表 7: 2021-2025 年公司营业收入结构	8
图表 8: 2021-2025 年公司毛利润结构	8
图表 9: 2021-2025 年公司板块毛利率走势	9
图表 10: 2019-2025 年公司毛利率及净利润	9
图表 11: 2017-2025 年公司期间费用率走势	10
图表 12: 2017-2025 年公司研发费用 (亿) 及同比走势	10
图表 13: PVP 上下游产业链示意图	11
图表 14: PVP 各产品规格和核心应用领域	11
图表 15: NVP 单体主流合成工艺路线对比	12
图表 16: PVP 聚合工艺路线对比	12
图表 17: 2025 年全球主要 NVP/PVP 生产企业产能格局	13
图表 18: PVP 高端产品 vs 工业级产品竞争格局对比	13
图表 19: 公司和海外竞争对手对比	14
图表 20: 国内煤头 BDO 成本中枢下移	15
图表 21: PVP 下游需求结构	15
图表 22: 欧瑞姿应用场景及用途	16
图表 23: 公司欧瑞姿营业收入持续加速增加, 维持高毛利盈利水平	17
图表 24: 公司医疗板块业务构成总览	18
图表 25: 精准医疗板块子公司主营业务情况	18
图表 26: 公司 CGT 投资组合总览	19
图表 27: 华道生物核心产品管线与竞争力	20
图表 28: 华道生物入驻松江基地的战略意义	21
图表 29: 公司业绩拆分表	22
图表 30: 可比公司盈利预测及估值对比	23

1 公司简介：PVP 全球龙头企业，化工+医疗双轮驱动

博爱新开源医疗科技集团股份有限公司(新开源集团)成立于 2003 年，是一家中国创业板上市公司，股票代码 300109。公司目前拥有精细化工和精准医疗两大业务板块：精细化工业务主要包括聚乙烯吡咯烷酮（PVP）及欧瑞姿®（PVM/MA）两大系列产品的生产、销售；精准医疗业务主要包括体外诊断产品的生产、销售，以及肿瘤创新药的投资等。

公司 2010 年创业板上市，上市时，公司主营业务仍然非常聚焦，即 PVP 系列产品的研发、生产和销售，包括 PVPK 系列、PVP-I、PVPP 和 PVP/VA 共聚物四大系列。2014 年公司开始筹划“精细化工+医疗健康”双主业战略，并于 2015 年 8 月通过定增收购武汉呵尔、长沙三济、上海晶能三家精准医疗公司 100% 股权，正式进入精准医疗领域。2016 年后，公司开始进一步强化海外与高端医疗布局。2016 年完成第一笔海外投资，成为瑞典 NeoDynamics AB 大股东。2017 年开始建立精准医疗工作室，强化渠道建设与终端渗透。2019 年则是另一个扩张高点。公司一方面设立上海新开源精准医疗有限公司，另一方面通过定增收购美国 BioVision 公司 100% 股权。2022-2023 年，公司 PVP 产能快速跃升，巩固作为国内龙头的规模优势，2024 年以后，公司的主线不再只是扩产，而是进一步推进高端化。公司已于 2024 年启动 1.5 万吨高端 PVP 产能建设项目，并在 2025-2027 年实施“上档升级”三年行动计划。

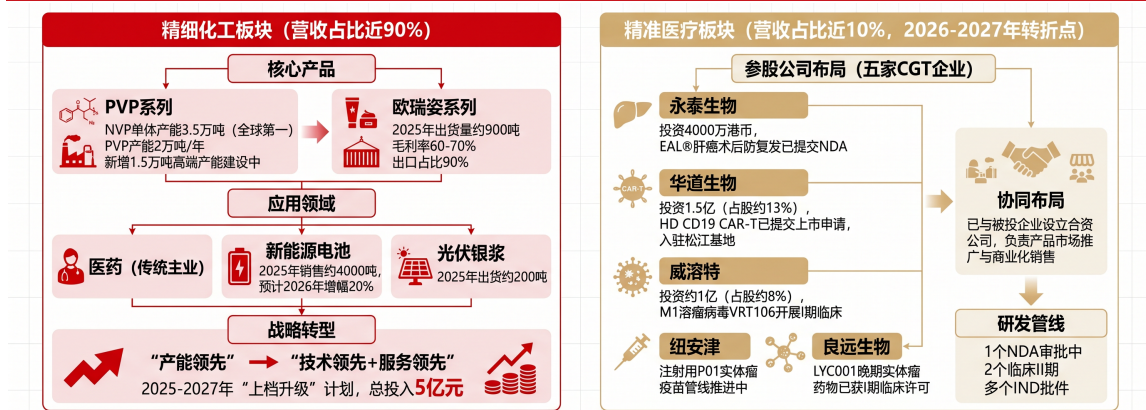
图表1：新开源发展历史沿革（2003-2026）



资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

新开源的目前形成化工+精准医疗两大平台清晰的产业版图：上游围绕 NVP 单体—中游 PVP/PVME-MA 产品—下游医药、新能源、光伏、日化等多场景应用的精细化工链条，以及“设备端、试剂端、服务端”为核心支点，并叠加前沿投资布局的精准医疗链条。这两大平台之间并不是简单并列关系，而是形成了“化工板块提供现金流、规模和全球客户基础，医疗板块提供估值弹性与未来技术想象空间”的组合结构。

图表2：新开源双主业战略版图



资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

新开源目前的 PVP（聚乙烯吡咯烷酮）产品线具备极高的多样性和成熟的性能体系，既覆盖常规医药、日化和食品等传统领域，也不断延伸至新能源、光伏、电子皮肤等新兴前沿应用。企业凭借强大的聚合、配方和研发能力，已形成四十多种细分 PVP 产品型号，具备全球竞争力和优质客户基础。

图表3：PVP 各型号 K 值及分子量

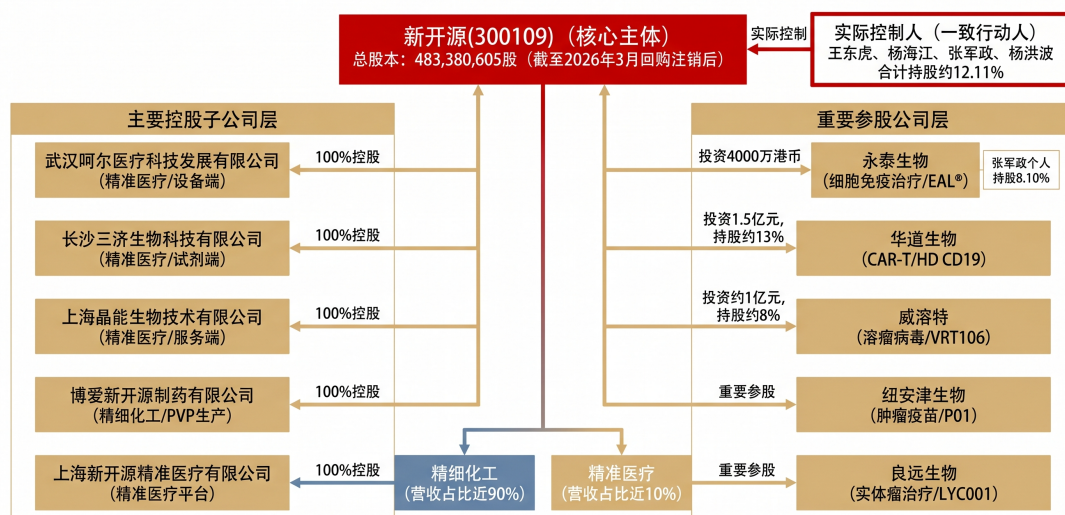
种类	K 值	粘均分子量 Mv	主要应用
K12	10.2-13.8	3000-7000	作为增溶剂、分散剂、结晶抑制剂应用于液体制剂中。
K15	12.75-17.25	8000-12000	作为增溶剂、分散剂、结晶抑制剂应用于液体制剂中。
K17	15.3-18.36	10000-16000	作为增溶剂、分散剂、结晶抑制剂应用于液体制剂中。
K25	22.5-27.0	30000-40000	作为粘合剂、成膜剂、增溶剂、混悬稳定剂、分散剂应用于固体和液体制剂中。
K30	27-32.4	45000-58000	作为粘合剂、成膜剂、增溶剂、混悬稳定剂、分散剂应用于固体和液体制剂中。
K60	54-64.8	270000-400000	作为粘合剂、增稠剂、混悬稳定剂应用于制剂中。
K90	81-97.2	1000000-1500000	作为粘合剂、增稠剂、混悬稳定剂应用于制剂中。
K12	10.2-13.8	3000-7000	作为增溶剂、分散剂、结晶抑制剂应用于液体制剂中。

资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

一致行动人控制格局明确，股权结构稳定。据公司公告，公司控股股东、实际控制人为王东虎、杨海江、张军政、杨洪波，四位实际控制人均为长期深耕公司的核心人物，合计持股比例约 12.11%。其中，王东虎自 2003 年起至 2019 年 9 月担任公司董事，曾任总经理，现仍任董事；杨海江自 2003 年起至 2019 年 9 月担任董事，曾任董事长、副董事长；张军政自 2003 年起长期在公司任职，现任董事、董事长、总经理；杨洪波自 2003 年起在公司任职，现任董事、副董事长。

从经营架构看，新开源已经形成较清晰的“上市公司平台—控股子公司经营实体—参股创新医疗资产”三层结构：上市公司本体统筹资本与战略，全资子公司主要承接精细化工和精准医疗的现有业务运营，而参股公司更多承担 CGT 等前沿医疗方向的中长期布局功能。其中，控股子公司以武汉呵尔、长沙三济、上海晶能、博爱新开源制药、上海新开源精准医疗为主；参股公司则重点覆盖永泰生物、华道生物、威溶特、纽安津、良远生物等创新药与细胞治疗资产。

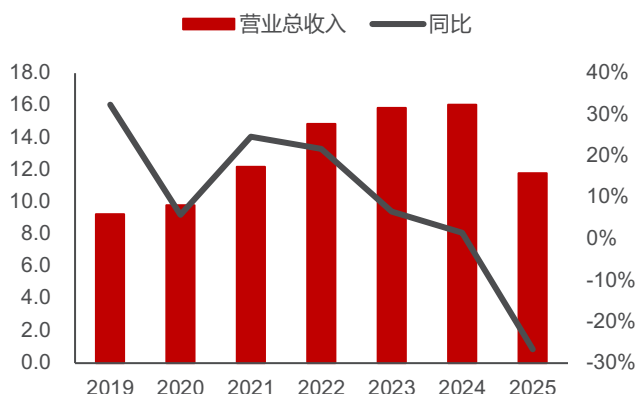
图表4：公司股权穿透图（截至 2026 年 4 月）



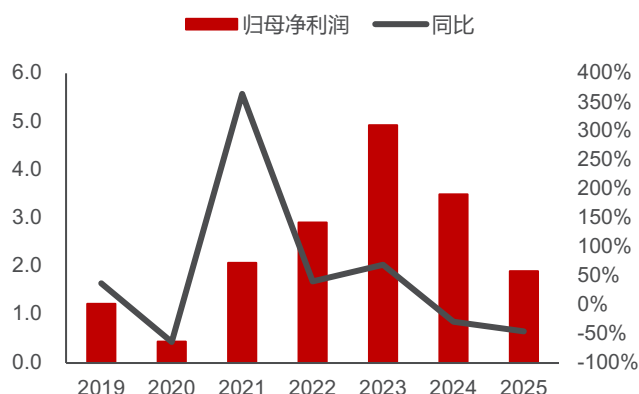
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

近三年，公司营收稳步增长但利润自高位回落：2023 年在精细化工高景气与海外拓展推动下实现高增，2024 年受产品毛利回归与商誉减值影响利润明显回调，2025 年延续“常态化”回归但价格已趋稳，整体呈“收入小幅抬升、利润中枢回落企稳”的轨迹。具体看：2023 年公司实现营业收入 15.83 亿元，同比+6.58%；归属于母公司净利润 4.93 亿元，同比+69.16%，结构上精细化工收入占比 87.10%、医疗服务 12.90%，海外收入 6.72 亿元（+25.25%）成为增长主力，产品层面“PVP 系列其他”收入 6.02 亿元（+28.94%）对冲 PVPK30 收入 5.52 亿元（-6.87%）的下滑，显示产品结构分化与客户结构国际化带动利润弹性释放。2024 年公司营业收入 16.06 亿元，同比+1.45%，但归母净利润降至 3.50 亿元（年报口径：3.45 亿元），同比-28.98%/-29.07%，主要系高分子聚合物产品毛利下降叠加计提约 0.45 亿元商誉减值；同年营业利润、利润总额分别下滑-30.20%/-31.45%，经营活动现金流净额 2.56 亿元（-47.56%），体现毛利回归对利润与现金流的同步压制。进入 2025 年，公司在一季度实现营业收入 3.25 亿元（-17.69%）、归母净利润 0.80 亿元（-33.75%），上半年实现营业收入 44 亿元（-12.36%）归母净利润 1.39 亿元（-34.74%）；整体看，公司业绩趋势为精细化工板块在经历 2022—2023 年受欧洲能源危机与原料上涨推动的“非常态高毛利”后的正常回归，目前 PVP 价格调整对收入与毛利的阶段性影响已趋于稳定，为后续业绩企稳奠定基础。

图表5：2019-2025 年公司营业收入（亿元）及同比



图表6：2019-2025 年公司归母净利润（亿元）及同比

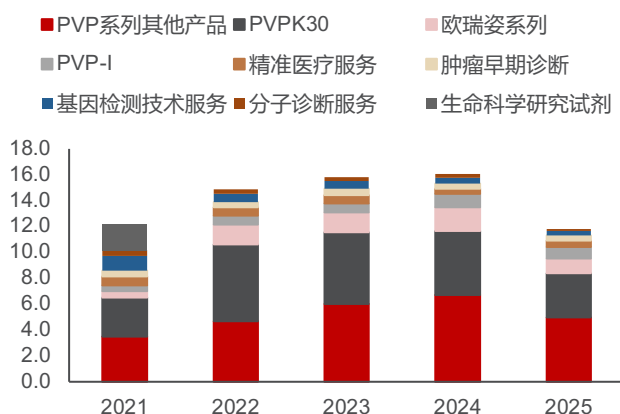


资料来源：ifind、中邮证券研究所

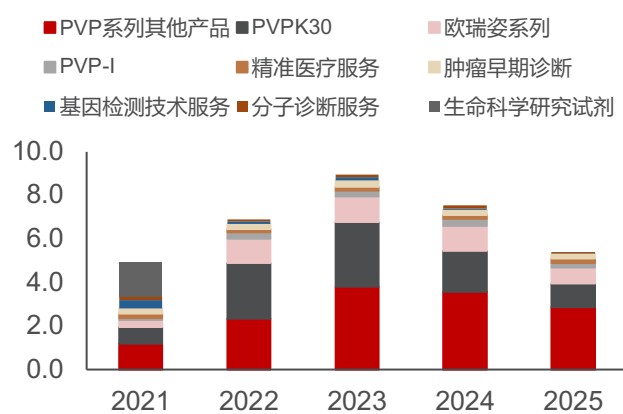
资料来源：ifind、中邮证券研究所

近年来看，公司收入与毛利结构呈“精细化工主导、医疗服务补充，高毛利产品支撑整体”的格局。2023 年公司实现营业收入 15.83 亿元，其中精细化工收入约 13.79 亿元（约 87%）、医疗服务约 2.04 亿元（约 13%）；按产品看，“PVP 系列其他”收入 6.02 亿元（+28.94%）取代 PVPK30 成为最大单项，PVPK30 收入 5.52 亿元（-6.87%），欧瑞姿 1.57 亿元（-0.90%），PVP-I 0.69 亿元（+1.03%）。毛利结构方面，2023 年精细化工板块毛利率约 59.62%、医疗服务约 35.31%；分产品看，欧瑞姿毛利率约 75.59%（最高），“PVP 系列其他”约 63.17%、PVPK30 约 53.69%、PVP-I 约 39.68%，显示高附加值产品对整体毛利的强支撑。但从周期维度看，行业在经历 2022—2023 年的“非常态高毛利（最高超 60%）”后，2024 年公司整体毛利率回落至约 46%—47%，并在 2024 年前三季度维持在 50% 上下，主要受 PVP 价格回调与工业级产品竞争加剧影响；管理层将其定性为“正常回归”，当前价格已趋稳，毛利的下行由欧瑞姿等高毛利品类占比提升部分对冲。对应到利润端，2024 年归母净利同比下降主要系高分子聚合物产品毛利下滑与约 4,500 万元商誉减值所致，进一步印证收入结构仍由精细化工驱动、毛利结构受产品组合与价格周期双重影响的特征。

图表7：2021-2025 年公司营业收入结构



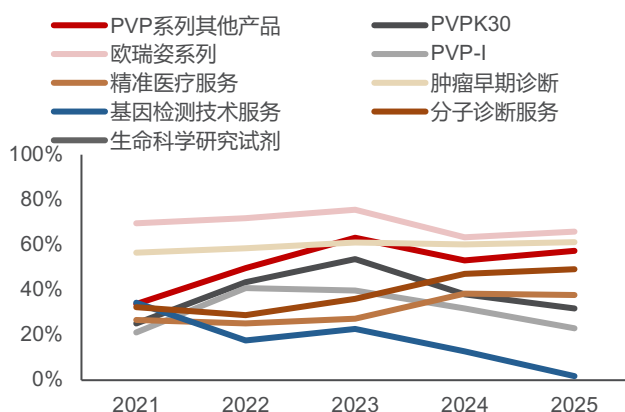
图表8：2021-2025 年公司毛利润结构



资料来源：ifind、中邮证券研究所

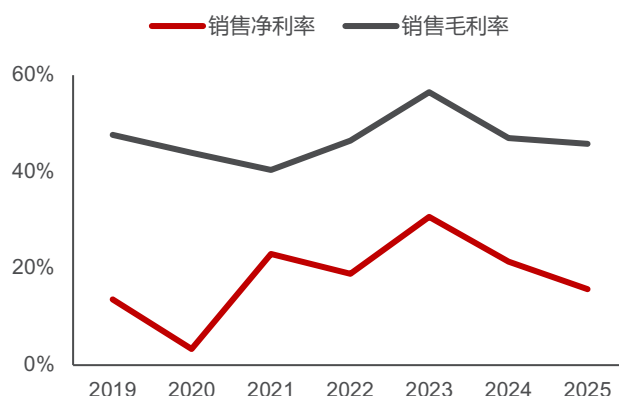
资料来源：ifind、中邮证券研究所

图表9：2021-2025 年公司板块毛利率走势



资料来源：ifind、中邮证券研究所

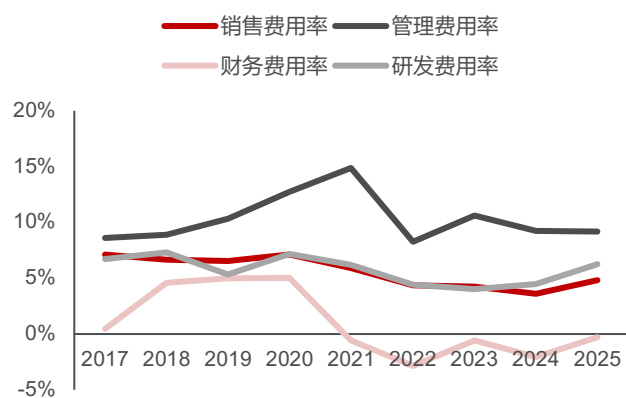
图表10：2019-2025 年公司毛利率及净利润



资料来源：ifind、中邮证券研究所

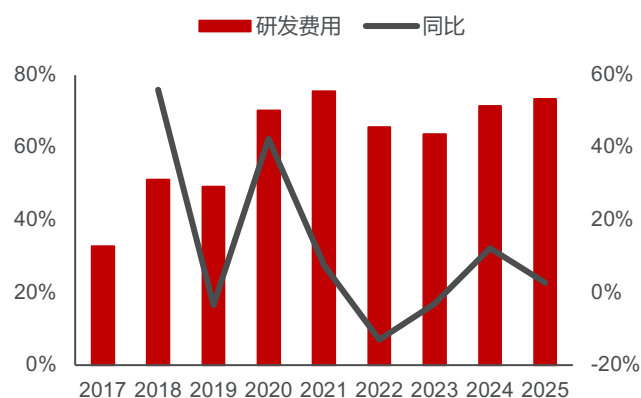
期间费用率 2023 年阶段性抬升、2024H1-2025H1 边际回落。期间费用率核心驱动在于管理费用中股权激励与无形资产摊销的波动，以及销售费用结构调整；研发费用率则在 2024H1 显著上行、2025H1 维持高位且费用化占比进一步提升，对期间费用率形成一定压制：2023 年管理费用合计 1.682 亿元、较 2022 年 1.228 亿元大幅增长，主要受股权激励费用由 2,962.58 万元跃升至 5,267.76 万元、无形资产摊销由 435.87 万元升至 989.75 万元、职工薪酬由 4,803.61 万元增至 5,903.24 万元所致，显示组织激励与摊销拉动管理费用明显走高，从而推升当年期间费用率压力；同期销售费用 6,754.77 万元、较 2022 年 6,520.29 万元小幅上行，其中展览费由 346.69 万元降至 123.25 万元、差旅与招待有所增加，结构上职工薪酬 3,382.26 万元、港杂费 471.45 万元，整体变动对费用率影响相对温和。进入 2024 年上半年，管理费用 7,175.35 万元、较 2023 年上半年 7,609.84 万元下降，关键在股权激励费用由 2,679.50 万元降至 1,389.97 万元，叠加办公费等科目收缩，阶段性缓解期间费用率压力；销售费用 2,672.45 万元、较上年同期 3,228.23 万元回落，虽港杂费上行至 264.84 万元，但办公费、差旅、招待等下降，费用率端边际改善。2025 年上半年，管理费用进一步降至 6,433.49 万元，股权激励继续下行至 481.54 万元，但折旧、无形摊销与“其他”有所增加，显示费用结构从激励转向常规摊销与运营支出；销售费用 2,742.95 万元小幅回升，主要受港杂费升至 441.59 万元、展览与差旅抬升所致，对费用率的压降作用弱化。研发端看，2023 年总研发支出 6,859.16 万元（费用化 6,370.55 万元、资本化 488.61 万元），与 2022 年 6,902.16 万元基本持平，项目投向以“新开源项目”为主（4,758.88 万元），呵尔、三济、晶能投入有所收缩，研发费用率大体稳定；2024 年上半年总研发 3,847.63 万元（费用化 3,594.72 万元），较 2023 年上半年 2,372.52 万元显著增加，研发费用率阶段性上行；2025 年上半年总研发 4,202.82 万元，其中费用化 4,149.54 万元、资本化降至 53.28 万元，资本化占比明显下滑，费用化抬升对期间费用率形成更直接影响，体现公司研发投入收敛资本化、偏费用化确认的会计口径变化。总体来看，期间费用率的拐点来自“管理费用中股权激励的显著回落+销售费用结构优化”，而研发费用率在 2024H1 上行后趋于高位，费用化比例提升使短期利润端承压但有利于强化技术投入的透明度与持续性。

图表11：2017-2025 年公司期间费用率走势



资料来源：ifind、中邮证券研究所

图表12：2017-2025 年公司研发费用（亿）及同比走势



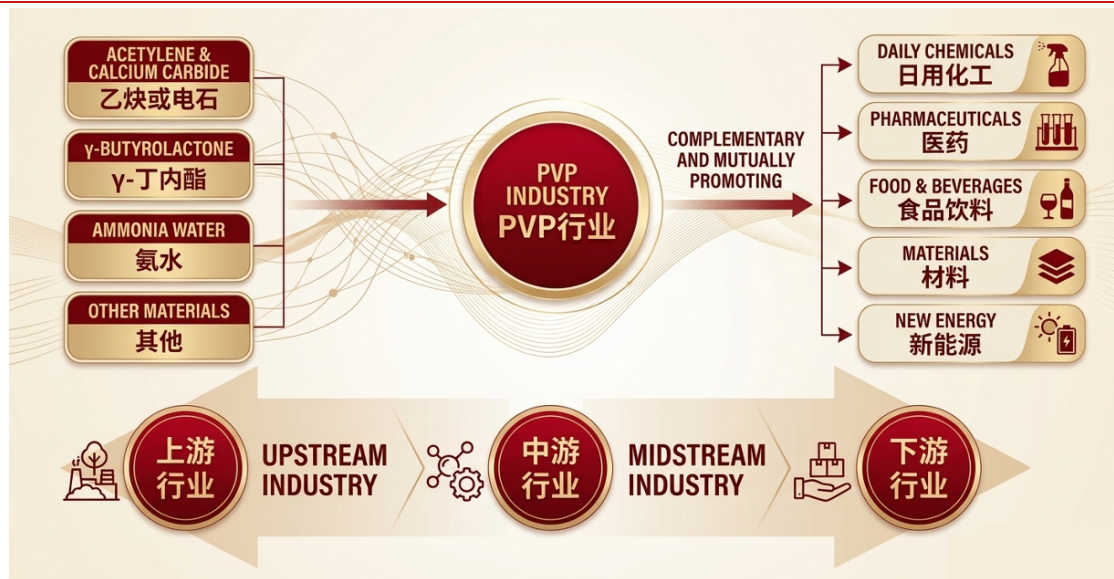
资料来源：ifind、中邮证券研究所

2 PVP 行业：高端升级筑就利润护城河，新能源需求迎快速增长

2.1 PVP 性能优异，下游应用多样化

PVP（聚乙烯吡咯烷酮）作为一种完全人工合成的水溶性高分子化合物，是由单体 N-乙烯基吡咯烷酮（NVP）经均聚、共聚、交联聚合等方法得到的一系列高分子精细化工产品，具有优异的溶解性、生理相容性、络合性、成膜性、粘结能力、吸水保湿性等性能，可作为助剂、添加剂、辅料等，在医药、纺织、化工、饮料、日化等多个领域得到应用。

图表13：PVP 上下游产业链示意图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

PVP 的产品规格体系主要围绕 K 值展开，本质上是反映其平均分子量的核心指标。不同的 K 值直接决定了产品的粘度、成膜性及溶解特性，从而衍生出差异巨大的应用场景。除分子量外，PVP 按用途分为工业级、化妆品级、食品级和医药级。级别越高，对单体残留（NVP）、重金属、微生物及电导率的限制越严苛。医药级 PVP 的单体残留通常要求在 10ppm 以内，远低于工业级标准，这也构成了极高的溢价门槛。

图表14：PVP 各产品规格和核心应用领域

分类	规格	物理特性	核心应用
低分子 量系列	K12	粘度极低，流动性极佳，分子量通常在 3000 至 20000 之间。	主要发挥其增溶和结晶抑制功能。在医药领域，用于提高难溶性药物的生物利用度；在化妆品中，作为透明制剂的稳定剂。
	K15		
	K17		
中分子 量系列	K25	具有均衡的粘附力和成膜性，是市场上流通量最大、通用性最强的型号。	被称为“医药辅料之王”，广泛用作片剂粘合剂。在工业领域，它是高档涂料的分散剂，而在日化领域，则是定型发胶的关键成膜成分。
	K30		

高分子量系列	K60	分子量可达百万级别，粘度极高，具有强大的增稠和吸附能力。	重点切入新能源与新材料赛道。K90 常被用作锂电池碳纳米管（CNT）的分散剂，其长链分子能有效包裹粉体，防止团聚。此外，也用于特种胶粘剂和高浓度水处理膜。
	K90		

资料来源：新开源制药药用/健康护理用产品手册，中邮证券研究所

PVP 的生产依赖完整的上游供应链：BDO（1,4-丁二醇）通过催化脱氢制备 GBL（ γ -丁内酯），GBL 氨解生成 2-吡咯烷酮（2-P），2-P 与乙炔发生乙烯化反应，合成 NVP（N-乙烯基-2-吡咯烷酮）单体，NVP 再经聚合反应制得 PVP。

NVP 单体的工业合成目前主要有三条路线，分别是乙炔法（Reppe 法）、GBL/2-吡咯烷酮氨解再乙烯化法及 2-吡咯烷酮直接乙烯化法。我们梳理如下：

图表15：NVP 单体主流合成工艺路线对比					
工艺路线	主要原料	核心反应	成本竞争力	工艺复杂度	环保性
乙炔直接乙烯化法（Reppe 法）	乙炔（电石/天然气来源）+2-吡咯烷酮	2-P 与乙炔在高温高压下催化乙烯化	中等（受乙炔价格影响）	中等，高压高温，安全要求高	副产物较少，相对可控
GBL 氨解路线（BDO→GBL→2-P→NVP）	BDO/GBL、氨、乙炔	GBL+ 氨→2-P，再与乙炔反应	中偏高（BDO 价格波动敏感）	步骤多，但各步成熟	氨解废水需处理
丙内酯/其他路线	特种原料	多步合成	高	复杂	较差

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

NVP 单体的聚合工艺主要包括溶液聚合、沉淀聚合和本体聚合三种方式。我们梳理如下：

图表16：PVP 聚合工艺路线对比				
聚合路线	工艺描述	优势	劣势	适用产品
溶液聚合	NVP 在水或有机溶剂中，以 H_2O_2 或偶氮类引发剂引发聚合，后经蒸发/喷雾干燥	工艺成熟，分子量可控，适合大规模生产	溶剂回收成本高，喷干耗能	K30/K60/K90 各规格主流产品
沉淀聚合	在非溶剂介质中聚合，产物以固体析出	无需蒸发步骤，产品纯度高	溶剂选择难度高，放大复杂	高纯度医药/电子级产品
本体聚合	纯单体在引发剂存在下聚合	无溶剂，产品纯净	散热困难，分子量分布宽，难以控制	特殊低分子量产品

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 全球格局高度集中，中国企业高端升级逐步提高市场份额

全球 PVP 产能总体呈高度集中特征，外资两强（巴斯夫+亚什兰）历史上合计占全球市场份额约 42.8%，其余产能均由中国及日本企业贡献。近年随着新开源为代表的中国企业产能扩张，中国在全球 PVP 版图中的地位快速上升。

图表17：2025 年全球主要 NVP/PVP 生产企业产能格局					
企业	所在地区	NVP 产能	PVP 产能	主要产品定位	竞争优势
巴斯夫	德国+中国上海	保密（全球最大之一）	2.5	高端医药/化妆品/电子级	技术壁垒最高，Verbund 一体化降本
亚什兰	美国（卡尔弗特城+德州）	保密	2.1	医药级/化妆品级/食品级	北美市场主导，客户集成度高
新开源	中国河南	3.5 万吨（全球第一）	2.0 万吨（现）+1.5 万吨在建	全谱系，重点医药/新能源	NVP 全球单体龙头，成本优势显著
红四方	中国安徽	约 0.5-1.0	约 0.5-1.0	工业级/化妆品级	成本竞争力，主攻出口
日本企业（多家）	日本	少量	少量	高端特殊用途	应用研究深厚，主供日本本土市场

资料来源：公司公告，QYResearch，中邮证券研究所

中国 PVP 产业近年已完成从“量”的积累向“质”的渗透转变。从产能规模上看，中国企业逐步取得的产能的主导权，博爱新开源 NVP 单体产能 3.5 万吨，位居全球第一，有效控制 NVP 供应端话语权；全球其余产能均由巴斯夫、亚什兰分布于西方市场，中国整体 PVP 产能占比（含多家企业）估计已超 50%。而 25 年出口端维持强势，新开源 PVP 出口比例约 50%，主要面向欧洲、印度、南亚等市场，印度市占率尤高，从 2025 年 H1 未列名初级形状乙烯酯聚合物出口均价同比下降 22%可以看出，行业竞争加剧但仍保持量增态势。另一方面，随着国内企业不断投入研发力量，新兴市场已获得实质性突破，新开源已于 2024 年正式进入光伏行业供应链；在锂电/固态电池领域，2024 年出货量达 3100-3200 吨（同比+50%），国内新能源电池行业市占率约 60%，其中 PVP 作为碳纳米管分散剂的应用具有高壁垒属性。

图表18：PVP 高端产品 vs 工业级产品竞争格局对比				
维度	工业级	化妆品级/食品级	医药级	电子/高超纯级
竞争格局	充分竞争，国内多家供应	较为充分，国内外多家	寡头垄断，巴斯夫/亚什兰/新开源	极度集中，巴斯夫主导
国内企业覆盖	全覆盖	全覆盖	部分覆盖（新开源为主）	尚在突破阶段
价格趋势(2024-2025)	明显下跌，接近成本线	小幅下跌	跌幅有限	稳定

核心竞争壁垒	规模+成本	规模+认证+品牌	DMF 备案+药典注册+杂质管控	超高纯工艺+应用研究积累
--------	-------	----------	------------------	--------------

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

供给侧逐步呈现出“低端承压、高端扩容、龙头集中”的演化。PVP 当前不同产品牌号存在明显的分层：其中工业级 PVP 用量大、价格敏感度更高、竞争更充分，毛利水平整体偏低；而医药/食品/化妆品/特殊小分子量等高端牌号产品总量虽然不大，由于稳定供给的依赖性和认证体系的壁垒较高，但价格和毛利显著更高。未来若龙头企业持续扩建高端产线，而中小企业仍集中在工业级低端市场，近年行业形成了“总量维持扩产，盈利却向高端集中”的格局。

2.3 公司具备一体化成本+产品结构+客户认证三重优势

公司在 PVP 产业链的一体化成本、产品结构与客户认证三条战线形成“供给质量优势”，以自供 NVP 单体的低成本体系为底座，以高端牌号（K60/K90/K120、医药/化妆/食品级）为利润核心，以进入全球 TOP20 药企与 MNC 认证为外延，在全球高端供给偏紧与海外能耗波动背景下具备份额提升与盈利中枢稳步上移的条件。

（1）一体化与成本优势：自供 NVP+中国要素禀赋+海外对手劣势

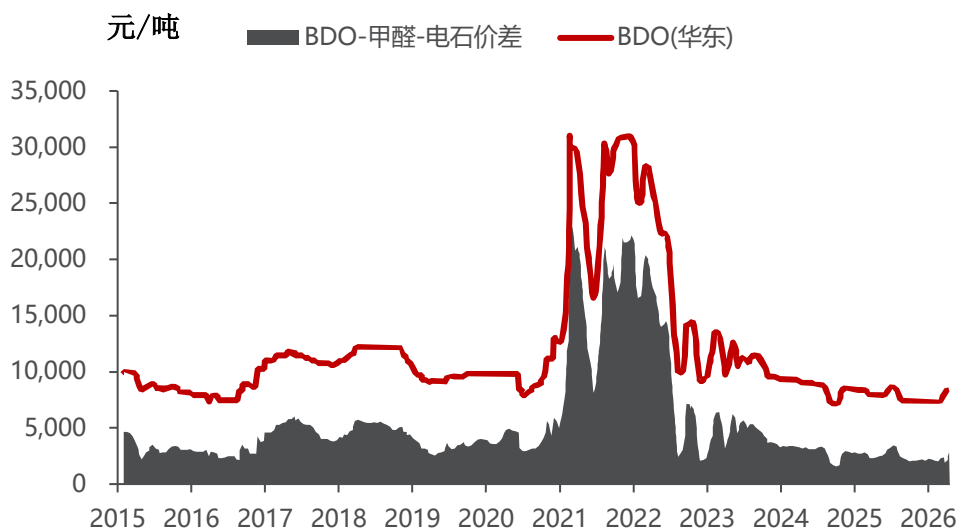
从一体化布局去看，公司 NVP 单体产能约 3.5 万吨，PVP 聚合能力约 2.2 万吨，形成“单体—聚合”一体化低成本底座。中国 BDO 价格与能源成本相对欧美更低，使 PVP 成本中枢处于低位；欧洲天然气波动与 LNG 配套短板抬升巴斯夫等海外企业成本线。上游 BDO/乙炔等供应充足，处于供大于求格局，上游不构成扩产瓶颈，利于公司稳定低成本采购与生产组织。相比海外竞争对手，以 BASF 为例，巴斯夫上海工厂无 NVP 配套需外采或跨区调配，PVP 成本更高，加之欧洲能源波动、供应链不稳，美伊/俄乌地缘扰动下公司“煤头”体系受影响更小，利于公司加速进入 MNC 供应链。

图表19：公司和海外竞争对手对比

	新开源	海外龙头（以 BASF 为例）
上游单体	NVP 自供 3.5 万吨，降低外采依赖与波动	上海工厂无 NVP，需外采/跨区调配
能源与原料	中国煤头 BDO/能源成本低、供应充足	欧洲天然气价格高波动，抬升成本
供应链稳定性	“煤头”体系抗波动，出口占比 50%	能源与地缘扰动下存在不稳定性

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表20：国内煤头 BDO 成本中枢下移



资料来源：wind，中邮证券研究所

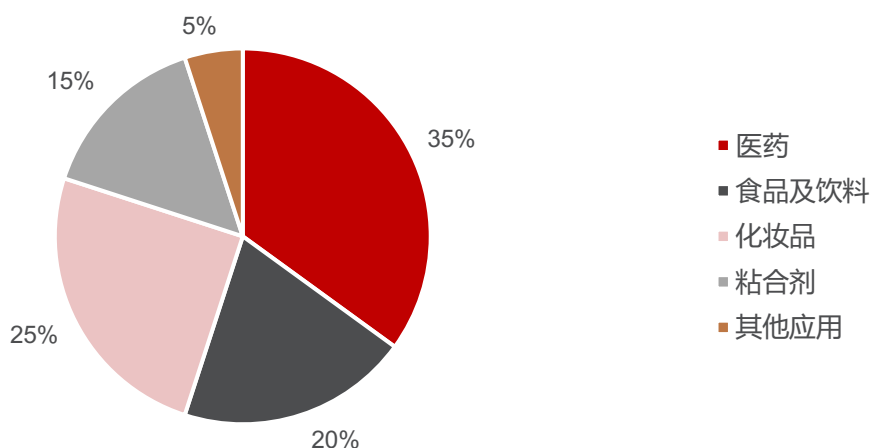
(2) 产品结构改善盈利质量

公司产品结构清晰，其中工业级产品 K30 为大类约占收入的 30%，通过规模化生产摊薄生产成本，但由于工业级竞争激烈且单价低，对整体利润贡献有限；公司的利润核心在“PVP 其他”高附加值系列（K60/K90/K120、K17 等医药/食品/化妆品级），根据公司公告，该类产品 2025 年毛利率接近 60%，盈利能力极高且稳定。

(3) 客户认证与全球开拓：高门槛“敲门砖”已在手

全球高端医药级 PVP 市场约 3 万吨，医药级验证要求与周期较长，公司已进入全球 TOP20 药企体系并实现小批量供货，验证完成后有望逐步放量至一供/二供体系，夯实高端客户粘性。另一方面，欧洲能源波动与运输用工因素扰动期间，近年海外产能面临不可抗力冲击，供应链迎来替代机遇，公司切入医药/食品高端客户，拓展美洲等市场，提升全球客户认可度与替代空间。

图表21：PVP 下游需求结构



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司积极建设有效高端产能。公司 2024 年启动 1.5 万吨医药级及精细级 PVP 项目，设备按 GMP 规范，计划 2026 年开展土建并年底具备生产条件，匹配三年上档升级计划（总投入 5

亿元，2025 年已投 1.85 亿元，26-27 年再投约 3.2 亿元），目标直指国际高端客户认证需求。2025 年公司通过老厂区产线实现目标出货 1000 吨+，预计 1.5 万吨医药级及精细级 PVP 项目投产后公司高附加值产品出货量进一步提高，继续抬升公司 PVP 产品平均售价和毛利中枢。

（4）欧瑞姿全球唯一“无苯工艺”，高准入客户导向的品质体系

欧瑞姿化学名是乙烯基甲醚与马来酸酐共聚物（PVM/MA），具备良好粘合性、成膜性与水溶性，是口腔护理（假牙粘合剂、牙膏/漱口水添加）及医药（黏膜驻留、缓控释）等高黏附、高安全场景的核心功能聚合物之一，应用属性决定高准入与高粘性客户结构。目前市场集中在欧美发达国家，亚什兰和新开源是两大生产企业。

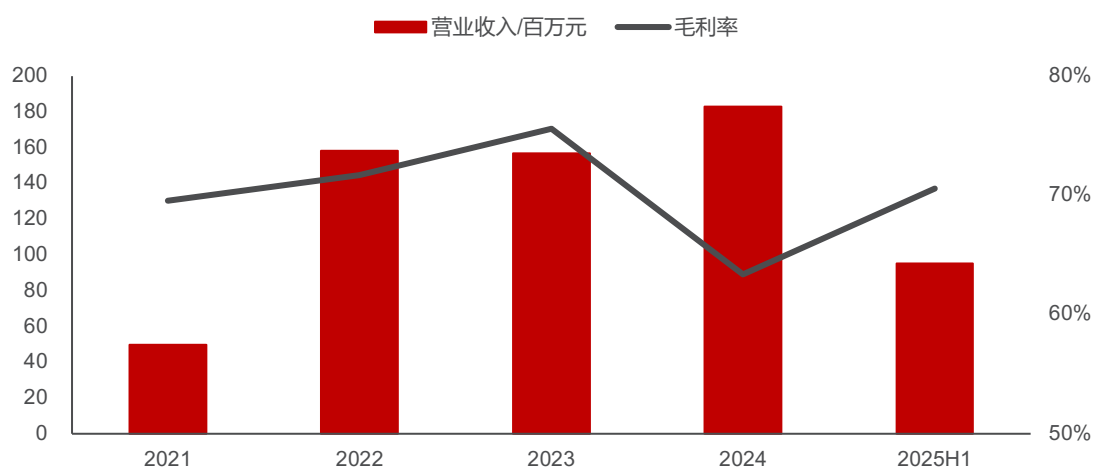
图表22：欧瑞姿应用场景及用途

领域	细分应用	具体用途
医药领域	口腔护理	可用于假牙粘合剂，使假牙佩戴更稳固；在漱口水、牙膏中添加，有助于清洁口腔、保持口腔健康，还可作为牙齿、牙托的固定剂。
	药物制剂	欧瑞姿 AN 可直接用于制药，能与多种聚合物反应形成新衍生物，控制生物活性物质释放，形成药物缓释水凝胶体系和 pH 敏感体系；欧瑞姿 W 可协助药物在口腔黏膜组织表面驻留，形成 PVM/MA-聚合物或 PVM/MA-药物络合物体系用于缓控释；欧瑞姿 MS 可作生物粘合剂和黏膜粘合剂，用于创伤涂覆、皮肤保护膜及药物递送。
	手术辅助	具有生物粘性，可作为吻合术的粘合剂。
农业领域	农药助剂	许多杀虫剂、除草剂、杀真菌剂的重要成分，有助于这些药剂在植物表面附着和发挥作用，提高药效。
轻化工领域	表面活性剂	能降低液体表面张力，使液体更好地铺展和渗透，常用于洗涤剂、清洁剂等产品中，增强清洁效果。
	增稠剂	作为水溶性材料的增稠剂，能调节产品的粘度，改善产品的流变性，如在发胶中使用可不必再使用气雾剂，避免氟里昂对环境的破坏。
	粘合剂	是粘合剂的有效组分，利用其良好的粘合性，用于纸张、木材、织物等的粘合。护肤美容品添加剂：添加到护肤美容品中，起到保湿、成膜等作用，有助于保护皮肤，提升产品使用效果。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司欧瑞姿为全球唯一采用无苯工艺生产的 PVM/MA 共聚产品，形成稀缺工艺壁垒与安全/环保卖点，利于高端客户导入与长期合作。公司强调在医药等高准入领域的质量控制与认证布局（如 EXCiPACT GMP、DMF/CEP 等体系经验），有助于支撑欧瑞姿在医药/口腔护理等对品质与一致性要求极高的应用拓展。公司欧瑞姿当前单吨价格 11 万元以上，毛利率 60%-70%，历史最高毛利率达 76%-77%，显著高于公司平均，具备“以价稳利”的结构化优势。尽管销量规模相对 PVP 较小，但凭借单价与毛利的显著优势，欧瑞姿在公司利润端的贡献度较高，成为公司对冲工业级 PVP 价格压力的重要抓手之一。

图表23：公司欧瑞姿营业收入持续加速增加，维持高毛利盈利水平



资料来源：ifind，中邮证券研究所

3 医疗板块困境反转，打造公司未来新增增长极

3.1 医疗板块战略性配置，价值待发掘

公司自 2015 年起布局精准医疗，形成“精细化工+精准医疗”双轮驱动格局。精细化工是绝对主体，当前营收占比约 90%；医疗板块占比约 10%，2025H1 营收约 6,440 万元，整体处于微亏状态，但亏损逐步收窄。据公司公告，预计 2026—2027 年为医疗板块从“微亏”向“正利润贡献”转折的关键节点。我们认为，医疗板块的战略意义并不仅在于直接财务贡献，更在于其所持有的 CGT（细胞与基因治疗）参股投资组合所隐含的期权价值，目前该业务板块价值当前在公司市值中的定价几乎为零，具有潜在的重估弹性。

图表24：公司医疗板块业务构成总览

业务层级	具体构成	当前状态	财务贡献
精准医疗服务（直接运营）	武汉呵尔（肿瘤早诊）、长沙三济（基因测序）、晶能生物（DNA 测序/基因芯片）	微亏，收窄中	合并报表拖累项，收窄趋势明确
CGT 战略参股投资	华道生物、永泰生物、广州威溶特、纽安津、良远生物	成长期，1 产品已申报上市，1 产品 NDA 审评中	当前账面投资，潜在期权价值显著
上海松江精准医疗基地	占地 56 亩，研发转化+生产协同平台	运营中，华道生物已入驻建设 CAR-T 车间	未来协同收入来源

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

（1）精准医疗服务业务：内部整合期，2026 年有望走向盈亏平衡

公司 2015 年通过证监会审批并购长沙三济、武汉呵尔和上海晶能三家精准医疗公司，构建起以肿瘤早期诊断、基因测序、个性化用药为核心的精准医疗服务体系。长沙三济和晶能生物（原上海金能）是医疗板块亏损的主要来源。两家公司核心业务依赖进口原料和检测设备，疫情后市场竞争加剧、新进入者增多，导致业绩大幅下滑。武汉呵尔医疗主营肿瘤早期诊断相关设备，业务相对稳健，已实现小额盈利。当前公司已针对亏损子公司采取系列措施：重组经营团队、精简人员、收缩低效业务线；同时依托上海松江基地整合资源，推动精准检测服务向精准治疗延伸。

图表25：精准医疗板块子公司主营业务情况

子公司	主营业务	注册资本	2025 营收	2025 净利润
武汉呵尔医疗科技	肿瘤早期诊断设备研发/生产/销售	3,000 万	3845 万	-109 万
长沙三济生物科技	基因测序试剂、个体化合理用药、细胞遗传学检测	5,000 万	1121 万	-433 万
晶能生物技术（上海）	新一代 DNA 高能量测序、基因芯片技术应用	3,000 万	3542 万	-2893 万

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

(2) CGT 生态投资五支箭，近远端梯次布局

新开源 CGT 生态投资的核心逻辑并非传统 PE 式的单点财务投资，而是以上海松江基地为产业平台核心，在细胞与基因治疗全产业链关键节点构建协同生态。截至目前，公司已累计战略投资五家 CGT 企业，总投入超 3 亿元人民币，覆盖 CAR-T、细胞免疫治疗、溶瘤病毒、肿瘤疫苗、药物递送载体等前沿赛道。从管线分布看，整体呈现“近端催化剂（华道、永泰）+中端储备（威溶特）+远端期权（纽安津、良远）”的梯次结构。

图表26：公司 CGT 投资组合总览

被投资企业	新开源持股比例	主营赛道	核心产品	适应症	当前阶段	与新开源协同
华道（上海）生物医药	12.9%	CAR-T 细胞药物	HD CD19 CAR-T	难治/复发侵袭性 B 细胞 NHL	NDA 已申报（2025.12）；IPO 辅导已启动（2026.04）	入驻松江基地，建设年产能 8,000-10,000 人份 CAR-T 车间；战略合作商业化
永泰生物（HK06978）	参股少数	细胞免疫治疗	EAL®（扩增活化淋巴细胞）	肝癌术后防复发	附条件 NDA 审评中，已获优先审评资格（2025.3）	产品上市后商业化合作约定
广州威溶特	约 8%	溶瘤病毒	VRT106（M1 溶瘤病毒）	复发性胶质母细胞瘤	I 期临床（中日双报），安全性、有效性良好	产品上市后体外诊断业务由新开源负责
北京良远生物	未披露	细胞因子治疗	LYC001（注射用人 IL-2 高亲和型复合物）	晚期实体瘤	I 期临床许可已获（2025.Q3）	合资公司，商业化合作
杭州纽安津	未披露	肿瘤疫苗	注射用 P01	实体瘤根治术后高复发风险	I 期临床（中美双报），数据积极	合资公司，深度参与商业化

资料来源：公司公告，医药魔方，中邮证券研究所

3.2 重点标的华道生物为中国 CAT-T 领先企业

华道（上海）生物医药公司（全称已变更为华道（上海）生物医药股份有限公司，完成股改）是新开源 CGT 组合中投资规模最大、协同最深、催化剂最近端的核心标的。新开源累计投资 1.5 亿元人民币，持股约 13%。2025H1 财务数据显示（来源：新开源 2025 年半年报）：华道生物总资产 15,814.68 万元，净资产 7,791.05 万元，净利润-6,720.05 万元。华道生物已于 2025 年内正式入驻新开源上海松江基地，并正在基地内建设“年产 8,000-10,000 人份的 CAR-T 药物车间”，松江基地已实际成为双方商业化战略合作的实体平台。2026 年 4 月，华道生物向上海证监局提交首次公开发行股票并上市辅导备案报告，IPO 进程正式启动。

华道生物以“做中国老百姓用得起的细胞药物”为使命，核心竞争力建立在“全产业链自主知识产权”与“工业化生产模式”两大支柱之上：2023 年，其自主研发的 CAR-T 细胞关键产业技术和装备通过 CDE 关联审评，成为国内首家也是唯一拥有 CAR-T 细胞全产业链自主知识产权的企业，完全摆脱了“卡脖子”风险。中国淋巴瘤年新发约 9 万例，当前国内已上市 CAR-T 产品价格普遍在 100 万-120 万元，患者可及性极低，市场渗透率不足 3%。华道生物以 20 万元定价策略有望打破市场格局——该价格预计落入医保支付体系可承受范围（国家医保局“30 万不进，50 万面谈”行业惯例），若顺利纳入商保目录乃至医保目录，市场渗透率有望从现有不足 3% 提升至 10% 以上，触发市场规模的量级跃升。从产能上看，通过全自动全封闭无人化生产系统，华道生物将细胞药物产能提升至传统方法的 50 倍以上，松江基地一期年产能可达 9000 人份，远超国内已上市产品最高不足 300 人份的年产能，产能领先优势将支撑低价策略的可持续性。

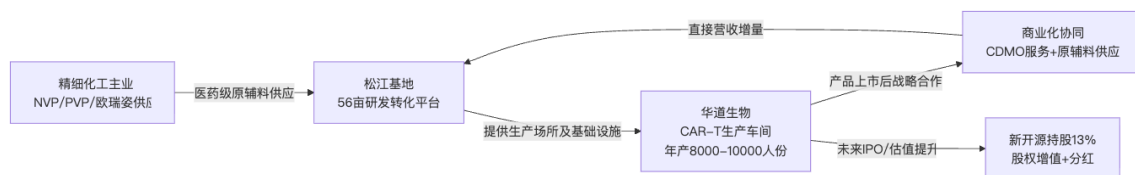
图表27：华道生物核心产品管线与竞争力

产品代码	靶点/技术路线	适应症	临床/申报阶段	关键临床数据	定价策略
HD CD19 CAR-T (首款申报产品)	CD19 / 复制缺陷型慢病毒转导自体 T 细胞	难治/复发侵袭性 B 细胞 NHL; B 细胞急性淋巴细胞白血病(已获批 2 项临床适应症)	NDA 已申报 (2025.12); 2026.04 已完成股改、IPO 辅导启动	ORR 82.1%, CR 58.9%, 112 例患者, 中位随访 18 个月; DLBCL 亚组 ORR 79.1%; 制备成功率 99% (vs. 行业 5-8% 失败率); 3 级及以上 CRS 仅 8.0%	~20 万元/人份 (对比市场价格 99.9 万-120 万元, 降幅超 80%)
		覆盖血液瘤与实体瘤	I-II 期临床阶段	-	
其余 4 款产品					

资料来源：CDE 官网，CPHI 制药在线，华道生物股份公众号，中邮证券研究所

华道生物进驻松江基地，未来 IPO 后投资溢价可期。新开源上海松江基地建设始于 2020 年，占地 56 亩，定位为精准医疗研发转化和生产基地，是公司实现“精细化工+精准医疗”协同闭环的核心物理载体。该基地并非单纯的房产资产，其战略价值在于依托化工主业对医药级 PVP、欧瑞姿等高端辅料的研发生产能力，与入驻医疗企业的细胞药物生产形成上下游供应链协同。华道生物入驻松江基地的核心意义在于：其一，产能协同——年产 8000-10000 人份的 CAR-T 车间建设将为基地带来固定资产投资和运营活动；其二，商业化共生——产品获批后，根据双方协议，商业化销售环节将与新开源开展战略合作，带动基地 CDMO 服务、原辅料供应等直接收入；其三，IPO 溢价——华道生物已于 2026 年 4 月正式启动 IPO 辅导，新开源 13% 持股的账面价值重估预期已逐步形成，若华道生物 IPO 估值达到 30 亿元人民币以上，新开源持股对应价值将超过 3.9 亿元，显著超过其账面投资成本。

图表28：华道生物入驻松江基地的战略意义



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 业务拆分与预测假设

PVP 系列产品：考虑到公司 26 年有 1.5 万吨新产能投产，产销量数据将同步提升，公司 26-28 年 PVP 业务数据分别为：营收分别实现 10.61 亿、12.16 亿、13.93 亿（同比维持 15% 增长率）；毛利分别实现 4.53 亿、5.33 亿、6.27 亿（同比+9%、+18%、+18%）。

欧瑞姿：参考公司 25 年营业收入、毛利率，考虑到欧瑞姿产品销售情况较好，客户认可度较高，整体维持高毛利水平，预计 25-27 年产销量数据将同步提升。

图表29：公司业绩拆分表

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
PVP 系列产品					
营收（百万元）	1,269	927	1,061	1,216	1,393
同比		-27%	15%	15%	15%
毛利（百万元）	578	415	453	533	627
同比		-28%	9%	18%	18%
毛利率	46%	45%	43%	44%	45%
欧瑞姿系列产品					
营收（百万元）	183	113	130	149	172
同比		-38%	15%	15%	15%
毛利（百万元）	116	74	84	97	112
同比		-36%	13%	15%	15%
毛利率	63%	66%	65%	65%	65%
医疗板块					
营收（百万元）	155	138	171	244	319
同比		-11%	23%	43%	31%
毛利（百万元）	60	50	70	110	151
同比		-17%	40%	58%	37%
毛利率	39%	36%	41%	45%	47%
合计					
营收（百万元）	1,606	1,178	1,362	1,609	1,884
同比		-27%	16%	18%	17%
毛利（百万元）	754	539	607	740	890
同比		-29%	13%	22%	20%
毛利率	47%	46%	45%	46%	47%

资料来源：ifind，中邮证券研究所测算

4.2 估值分析

我们采用相对估值法，可比公司我们选取了 A 股中以高分子材料化学助剂作为主营业务的上市公司利安隆、晨光股份、瑞丰新材作为可比公司。

根据 2026 年 5 月 8 日的收盘价，2026、2027、2028 年，预计可比公司 PE 均值分别为 16 倍、14 倍、12 倍，而公司的 PE 为 39 倍、29 倍、23 倍，高于可比公司均值。未来随着公司 PVP 产能进一步扩充，化工主营规模继续提高，医疗板块逐步走出亏损困境，公司双轮驱动的业务格局明朗，我们认为公司具备良好的成长性和周期修复的弹性。

图表30：可比公司盈利预测及估值对比

代码	公司	市值（亿）	股价（元/股）	EPS（元）			PE（倍）		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300596.SZ	利安隆	102	44.56	2.77	3.1	3.3	16	14	14
603899.SH	晨光股份	228	24.81	1.64	1.83	1.98	15	14	13
300910.SZ	瑞丰新材	144	48.81	3.19	3.85	4.38	15	13	11
			平均值				16	14	12
300109.SZ	新开源	98	20.35	0.53	0.69	0.88	39	29	23

资料来源：ifind，中邮证券研究所测算

注：以上市值及估值数据以 2026 年 5 月 8 日为基础；除新开源外，其余公司盈利预测均来自 ifind 一致预期。

4.3 盈利预测与投资建议

中长期看，公司作为 PVP 全球龙头，高端 PVP 收入占比提升带动盈利能力中枢稳步提升，医疗板块逐步走出困境，化工+医疗双板块驱动进一步推动公司业绩和估值同步向上。我们预计公司 2026-2027 年归母净利润 2.54、3.34、4.26 亿元，EPS 为 0.53、0.69、0.88 元，4 月 28 日收盘价对应 PE 为 39、29 和 23 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格大幅波动的风险。

新产能扩产与认证节奏不及预期风险。

医疗板块亏损收窄与扭亏节奏不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1178	1362	1609	1884	营业收入	-26.7%	15.6%	18.1%	17.1%
营业成本	639	755	868	994	营业利润	-41.7%	22.5%	31.4%	27.7%
税金及附加	13	14	17	20	归属于母公司净利润	-45.6%	33.5%	31.4%	27.7%
销售费用	57	54	61	68	获利能力				
管理费用	108	125	148	173	毛利率	45.8%	44.6%	46.0%	47.3%
研发费用	73	68	80	94	净利率	16.1%	18.6%	20.7%	22.6%
财务费用	-3	4	3	1	ROE	5.2%	6.7%	8.5%	10.2%
资产减值损失	-41	-40	-40	-40	ROIC	5.3%	6.2%	7.8%	9.4%
营业利润	238	292	383	490	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	16.3%	17.2%	17.6%	18.0%
营业外支出	3	0	0	0	流动比率	2.95	2.94	3.19	3.43
利润总额	236	292	383	490	营运能力				
所得税	51	44	58	73	应收账款周转率	3.57	4.17	4.31	4.37
净利润	186	248	326	416	存货周转率	1.84	2.27	2.42	2.56
归母净利润	190	254	334	426	总资产周转率	0.27	0.31	0.35	0.39
每股收益(元)	0.39	0.53	0.69	0.88	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.39	0.53	0.69	0.88
货币资金	692	763	987	1250	每股净资产	7.62	7.78	8.16	8.64
交易性金融资产	24	24	24	24	估值比率				
应收票据及应收账款	321	361	418	483	PE	51.75	38.75	29.49	23.09
预付款项	30	35	40	46	PB	2.67	2.61	2.49	2.36
存货	318	346	373	405	现金流量表				
流动资产合计	1529	1689	2025	2415	净利润	186	248	326	416
固定资产	1407	1364	1267	1164	折旧和摊销	114	143	148	152
在建工程	402	402	402	402	营运资本变动	-1	-68	-89	-99
无形资产	174	174	174	174	其他	39	70	72	72
非流动资产合计	2839	2811	2713	2611	经营活动现金流净额	338	393	456	541
资产总计	4368	4500	4738	5026	资本开支	-207	-100	-50	-50
短期借款	163	163	163	163	其他	260	-12	1	1
应付票据及应付账款	270	319	367	420	投资活动现金流净额	53	-112	-49	-49
其他流动负债	86	92	106	121	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	519	574	636	704	债务融资	-121	-7	0	0
其他	194	199	199	199	其他	-131	-202	-182	-229
非流动负债合计	194	199	199	199	筹资活动现金流净额	-251	-209	-182	-229
负债合计	713	773	834	902	现金及现金等价物净增加额	152	71	225	263
股本	486	483	483	483					
资本公积金	2035	2035	2035	2035					
未分配利润	983	1088	1222	1387					
少数股东权益	-30	-35	-43	-53					
其他	182	157	207	271					
所有者权益合计	3655	3727	3904	4123					
负债和所有者权益总计	4368	4500	4738	5026					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048