

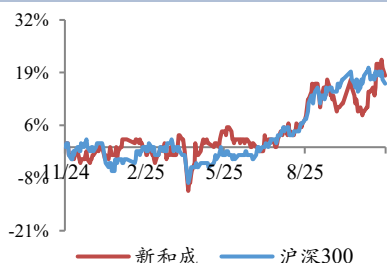
前三季度业绩大幅增长，新材料项目打开空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-17

收盘价（元）	25.09
近 12 个月最高/最低（元）	26.28/19.52
总股本（百万股）	3,073
流通股本（百万股）	3,037
流通股比例（%）	98.81
总市值（亿元）	771
流通市值（亿元）	762

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 新和成：25H1 业绩显著增长，静待尼龙项目放量 2025-09-09
2. 24 年业绩大幅增长，新材料项目稳步推进 2025-04-22

主要观点：

● 事件描述

10 月 28 日晚，新和成发布 2025 年三季度报告。公司前三季度实现营业总收入 166.42 亿元，同比增长 5.45%；归母净利润 53.21 亿元，同比增长 33.37%；扣非归母净利润 53.33 亿元，同比增长 37.37%。

Q3 实现营业收入 55.41 亿元，同比增长-6.66%，环比增长-2.11%；归母净利润 17.17 亿元，同比增长-3.80%，环比增长-0.35%；扣非归母净利润 16.54 亿元，同比增长-4.08%，环比增长-8.03%。

● 蛋氨酸投产与维生素放量补价，共同驱动公司业绩大幅增长

受巴斯夫恢复供给影响维生素价格有所承压，但海外需求旺盛有所放量且蛋氨酸产能投产贡献业绩，营养品板块保持较好韧性，新材料、香精香料保持稳健增长，2025 前三季度业绩显著提升。公司前三季度实现营业收入 166.42 亿元，同比增长 5.45%；①营养品板块：由于 2025 年 6 月 12 日巴斯夫解除 VA 不可抗力影响，8 月 7 日 VE 解除不可抗力，路德维希港工厂恢复供应，供给端压力导致维生素价格有所下降，根据百川盈孚，VA/VC/VE2025 年前三季度均价分别为 77.49、20.35、93.81 元/公斤，同比增长-34.47%、-21.07%、10.34%，但海外需求旺盛出口量进一步增长，VE/VA 2025Q3 出口量分别为 3.14、0.18 万吨，同比增长 14.44%、1.48%，环比增长 32.63%、24.89%，预计在以量换价下营养品板块保持韧性。同时蛋氨酸维持较好的供需格局，前三季度均价 21.7 元/公斤，同比增长 0.65%，宁波镇海 18 万吨液体蛋氨酸项目已顺利投产并贡献利润，2025 前三季度投资收益实现 0.77 亿元，同比增长 0.35 亿元，随着蛋氨酸项目逐步放量将进一步增厚公司业绩。②新材料板块：预计报告期内公司 PPS 量价齐升与 HA 产品业绩贡献显著，下游新能源、半导体、高端制造等领域需求将维持新材料板块持续向好。③香精香料板块：公司持续优化产品结构、丰富香料产品品类，香精香料板块业绩增长稳健。同时在公司成本控制能力提升与原料端改善下，公司盈利水平显著提升，2025 前三季度销售毛利率实现 45.55%，较 2024 年增长 3.77Pct。

● 维生素止跌叠加蛋氨酸放量，Q4 业绩有望边际改善

Q3 受到维生素业务影响业绩有所承压，但维生素 Q4 止跌反弹迹象明显，同时蛋氨酸投产放量，Q4 业绩有望环比改善。Q3 维生素系列产品均价下跌导致业绩有所承压，根据百川盈孚，VA/VC/VE/蛋氨酸 2025Q3 均价分别为 61.73、18、60.81、22.13 元/公斤，同比增长-67.05%、-31.79%、-49.50%、5.43%，环比增长-9.11%、-5.86%、

-37.69%、0.64%；维生素 Q3 均价回落至较低水平，已低于巴斯夫爆炸前历史均价，且当前部分头部主流厂商暂停维生素报价、挺价意愿较强，预计后续维生素价格将回归正常水平。因此预计 Q4 维生素业务有望好转，同时蛋氨酸维持较好格局、18 万吨合资项目有序放量，叠加香精香料及新材料业务稳健增长，公司 Q4 业绩有望环比改善。

● 多板块业务持续扩张，打开业绩增长空间

公司稳步推进多板块产品应用与扩产进度，优化产品矩阵，提高公司核心竞争力。①**营业品板块**：与中石化成立合资公司建设 18 万吨/年液体蛋氨酸项目已于 Q3 顺利投产；蛋氨酸一体化提升项目能源评估已于 Q3 通过，改造后预计山东蛋氨酸生产装置的生产能力将达到 37 万吨/年，待项目建成后公司将拥有 46 万吨/年蛋氨酸权益产能。②**新材料板块**：天津尼龙新材料项目已取得海域权证、能评、主装置环评批复，预计 2027 年能够投产，建成投产后可形成己二腈-己二胺-尼龙 66 关键中间体及高端尼龙新材料产业链，突破尼龙生产关键中间体的技术壁垒。③**香精香料板块**：17000 吨合成香料、8209 吨 3-甲基-3-丁烯-1-醇、5650 吨异戊烯醛项目环评获批，77815 吨合成香料项目完成二次环评公示，公司不断创新和丰富香料品种，持续满足市场需求。④**原料药**：公司规划年产 6 万吨含磷氨基酸衍生物项目，合计共建精草铵膦铵盐原药 4.5 万吨、10%精草铵膦铵盐可溶剂 4 万吨、20%精草铵膦铵盐可溶液剂 3 万吨，公司积极关注并寻找契机进入植保行业。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 65.19、73.20、80.22 亿元，对应 PE 分别为 12、11、10 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21610	25259	30379	33067
收入同比 (%)	43.0%	16.9%	20.3%	8.9%
归属母公司净利润	5869	6519	7320	8022
净利润同比 (%)	117.0%	11.1%	12.3%	9.6%
毛利率 (%)	41.8%	39.5%	37.6%	37.6%
ROE (%)	20.0%	18.7%	17.4%	16.0%
每股收益 (元)	1.91	2.12	2.38	2.61
P/E	11.50	11.83	10.53	9.61
P/B	2.30	2.22	1.83	1.54
EV/EBITDA	7.33	7.41	6.37	5.33

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16922	22125	24858	32746
现金	7937	9231	11346	17673
应收账款	3654	4077	5109	4830
其他应收款	226	384	293	436
预付账款	163	261	309	330
存货	4090	7135	6685	8196
其他流动资产	853	1037	1117	1281
非流动资产	26067	28913	32333	34353
长期投资	865	1051	1244	1431
固定资产	21916	23431	24710	25549
无形资产	2483	2780	3065	3319
其他非流动资产	803	1651	3315	4055
资产总计	42989	51038	57191	67100
流动负债	6909	9458	8249	10089
短期借款	1163	922	676	461
应付账款	1686	3492	2815	3941
其他流动负债	4061	5044	4758	5688
非流动负债	6634	6634	6634	6634
长期借款	5327	5327	5327	5327
其他非流动负债	1307	1307	1307	1307
负债合计	13544	16093	14883	16724
少数股东权益	121	159	201	247
股本	3073	3053	3053	3053
资本公积	3133	2706	2706	2706
留存收益	23119	29027	36347	44369
归属母公司股东权益	29325	34787	42107	50129
负债和股东权益	42989	51038	57191	67100

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7073	8107	8823	11857
净利润	5897	6558	7363	8068
折旧摊销	2233	2664	2979	3251
财务费用	232	205	195	185
投资损失	-79	-125	-139	-150
营运资金变动	-1444	-1119	-1581	495
其他经营现金流	7574	7602	8950	7581
投资活动现金流	-3774	-5310	-6267	-5129
资本支出	-1527	-5249	-6213	-5093
长期投资	-71	-186	-193	-186
其他投资现金流	-2176	125	139	150
筹资活动现金流	-2263	-1503	-441	-400
短期借款	-73	-240	-246	-215
长期借款	-1494	0	0	0
普通股增加	-17	-20	0	0
资本公积增加	-481	-426	0	0
其他筹资现金流	-197	-817	-195	-185
现金净增加额	1075	1294	2115	6327

利润表 单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21610	25259	30379	33067
营业成本	12582	15286	18953	20647
营业税金及附加	251	273	337	367
销售费用	190	232	282	303
管理费用	596	789	938	1007
财务费用	178	126	102	71
资产减值损失	-82	-16	-19	-20
公允价值变动收益	-14	0	0	0
投资净收益	77	125	139	150
营业利润	6973	7663	8701	9526
营业外收入	5	80	0	0
营业外支出	34	0	0	0
利润总额	6944	7743	8701	9526
所得税	1047	1185	1339	1458
净利润	5897	6558	7363	8068
少数股东损益	28	38	43	46
归属母公司净利润	5869	6519	7320	8022
EBITDA	9352	10333	11650	12706
EPS (元)	1.91	2.12	2.38	2.61

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	43.0%	16.9%	20.3%	8.9%
营业利润	113.9%	9.9%	13.6%	9.5%
归属于母公司净利润	117.0%	11.1%	12.3%	9.6%
获利能力				
毛利率 (%)	41.8%	39.5%	37.6%	37.6%
净利率 (%)	27.2%	25.8%	24.1%	24.3%
ROE (%)	20.0%	18.7%	17.4%	16.0%
ROIC (%)	15.7%	14.9%	14.4%	13.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.5%	31.5%	26.0%	24.9%
净负债比率 (%)	46.0%	46.1%	35.2%	33.2%
流动比率	2.45	2.34	3.01	3.25
速动比率	1.83	1.55	2.16	2.40
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.54	0.56	0.53
应收账款周转率	7.04	6.53	6.61	6.65
应付账款周转率	6.96	5.90	6.01	6.11
每股指标 (元)				
每股收益	1.91	2.12	2.38	2.61
每股经营现金流 (摊薄)	2.30	2.64	2.87	3.86
每股净资产	9.54	11.32	13.70	16.31
估值比率				
P/E	11.50	11.83	10.53	9.61
P/B	2.30	2.22	1.83	1.54
EV/EBITDA	7.33	7.41	6.37	5.33

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。