

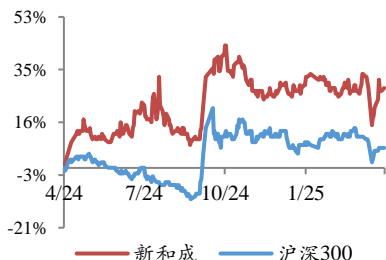
24 年业绩大幅增长，新材料项目稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-22

收盘价（元）	21.76
近 12 个月最高/最低（元）	25.00/17.49
总股本（百万股）	3,073
流通股本（百万股）	3,037
流通股比例（%）	98.82
总市值（亿元）	669
流通市值（亿元）	661

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. 三季度业绩大幅增长，维生素景气持续上升 2024-10-24

2. 【华安化工】新和成：维生素景气向上，新材料加速布局 2024-10-17

3. 营养品板块景气回升，Q2 业绩超预期增长 2024-07-18

主要观点：

● 事件描述

4 月 14 日晚，新和成发布 2024 年年度报告与 2025 年一季度业绩预告。公司 2024 年度实现营业总收入 216.10 亿元，同比上升 42.95%；归母净利润 58.69 亿元，同比上升 117.01%；扣非归母净利润 58.29 亿元，同比上升 122.97%。

公司 2025 年一季度预计实现归母净利润 18 亿元至 19 亿元，同比增长 107%至 118%，环比增长-4.2%至 1.11%，扣非归母净利润 18 亿元至 19 亿元，同比增长 110%至 122%，环比增长-7.55%至 2.41%。

● 营养板块主要产品供需优化推升量价，助力业绩大幅提升

公司 2024 年业绩再攀新高，主要受核心利润中枢营养品板块蛋氨酸新产能释放叠加维生素下游养殖行业需求回暖、国际大厂家停工减产供给收缩影响，市场供需与价格明显修复。报告期内公司营养品营业收入为 150.55 亿元，同比增加 52.58%。占营业收入总收入为 69.67%；根据 IFind 数据显示，VA/VE/VC/蛋氨酸 99%全年市场均价为 133.48/100.84/29.67/20.90 元/千克，同比增长 58.12%/42.82%/57.52%/19.25%，价格回升对业绩增长形成极大支持。从供给端看，海内外企业全年供给偏紧缩。其中巴斯夫德国工厂爆炸带来连锁反应，预计于 25 年 4 月恢复 VA 生产、25 年 5 月恢复 VE 生产，另外帝斯曼、浙江医药等企业年内均有停产检修，对价格持续上涨形成支撑。生猪养殖业回暖与出口量大幅增长显著提振需求，其中 VA/VE/VC 全年出口量分别同比增长 28.96%/35.82%/5.58%；同时全年自繁自养生猪利润率为 7.28%，相比去年利润率-13.69%显著改善，猪周期逐步走出底部左侧下跌区间，促进下游饲料需求显著提升。

30 万吨蛋氨酸产能充分释放，量价共振驱动业绩显著提升。公司山东基地 30 万吨蛋氨酸于今年实现满产满销，新产能释放为公司带来利润增长空间；2024Q4 宁波镇海 18 万吨液体蛋氨酸项目基本建设完成；随着全球蛋氨酸产能收缩与下游蛋禽养殖饲料需求提升，将进一步增厚公司业绩。

● 2025Q1 主要产品环比下降同比增长，推动业绩稳健增长

受年初需求淡季影响导致 Q1 维生素价格环比走弱，但同比去年同期仍显著改善；同时国内外主流蛋氨酸厂商公布检修计划，为价格上涨提供支撑；2025Q1 业绩同比有望实现持续增长。根据 IFind 数据显示，2025Q1VA/VE/VC 市场均价同比增长 38.75%/112.21%/-3.57%，环比下滑 32.34%/5.12%/15.63%；蛋氨酸 99%市场均价为 20.62 元/千克，环比增长 4.78%，同比下滑 4.76%，停工检修供给收紧推动板块高景气叠加公司产能释放，蛋氨酸对业绩贡献有望进一步提升。

● **多板块业务持续矿长，完善多元产品矩阵**

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。营业品板块，2024年12月25日公司蛋氨酸一体化提升项目环境影响评价报告获批，能源评估目前正在审批中，公司拟计划对现有山东蛋氨酸生产装置改造，改造后预计固体蛋氨酸的生产能力将达到37万吨/年；同时公司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2024年四季度完成建设，目前正在进行试车前准备。新材料板块，PPS下游应用领域新场景开发顺利，目前已与新能源和机器人行业下游客户进行合作；同时天津子公司己二腈-尼龙66项目稳步推进。香精香料板块，2024Q4和2025Q1期间，公司17000吨合成香料、8209吨3-甲基-3-丁烯-1-醇、5650吨异戊烯醛项目，10000吨二氢茉莉酮酸甲酯扩建项目，77815吨合成香料项目，99550吨香料扩建项目均已完成公示。公司不断创新和丰富香料品种，持续满足市场需求。

● **投资建议**

预计公司2025-2027年归母净利润分别为65.19、73.29、80.31亿元(2025-2026年前值为50.74、64.15亿元)，对应PE分别为10、9、8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	7329	8031
净利润同比 (%)	117.0%	11.1%	12.4%	9.6%
毛利率 (%)	41.8%	39.5%	37.6%	37.6%
ROE (%)	20.0%	18.2%	17.0%	15.7%
每股收益 (元)	1.91	2.12	2.38	2.61
P/E	11.50	10.15	9.03	8.24
P/B	2.30	1.85	1.53	1.29
EV/EBITDA	7.33	6.26	5.34	4.38

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	23183	25925	33822	
现金	7937	10289	12413	18749	
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	52096	58258	68175	
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	3073	3073	3073	
资本公积	3133	3133	3133	3133	
留存收益	23119	29638	36967	44999	
归属母公司股东权益	29325	35844	43173	51205	
负债和股东权益	42989	52096	58258	68175	

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	8832	11866	
净利润	5897	6558	7372	8077	
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	8959	7590	
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	-445	-441	-400	
短期借款	-73	-240	-246	-215	
长期借款	-1494	0	0	0	
普通股增加	-17	0	0	0	
资本公积增加	-481	0	0	0	
其他筹资现金流	-197	-205	-195	-185	
现金净增加额	1075	2352	2124	6336	

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	92	61	
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	8712	9536	
营业外收入	5	80	0	0	
营业外支出	34	0	0	0	
利润总额	6944	7743	8712	9536	
所得税	1047	1185	1340	1460	
净利润	5897	6558	7372	8077	
少数股东损益	28	38	43	46	
归属母公司净利润	5869	6519	7329	8031	
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%	13.7%	9.5%
归属于母公司净利润	117.0%	11.1%	12.4%	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%	18.2%	17.0%	15.7%
ROIC (%)	15.7%	14.5%	14.2%	13.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.5%	30.9%	25.5%	24.5%
净负债比率 (%)	46.0%	44.7%	34.3%	32.5%
流动比率	2.45	2.45	3.14	3.35
速动比率	1.83	1.67	2.29	2.50
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.53	0.55	0.52
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	11.66	14.05	16.66
估值比率				
P/E	11.50	10.15	9.03	8.24
P/B	2.30	1.85	1.53	1.29
EV/EBITDA	7.33	6.26	5.34	4.38

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。