

基础化工

2025 年 05 月 06 日

新化股份 (603867)

——异丙醇价格走低企稳拖累盈利，脂肪胺及销量需求稳健，业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 30 日

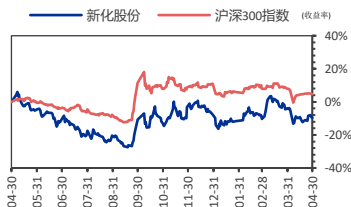
收盘价 (元) 23.98
一年内最高/最低 (元) 29.25/18.63
市净率 1.9
股息率 (分红/股价) 1.88
流通 A 股市值 (百万元) 4,623
上证指数/深证成指 3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 12.54
资产负债率% 36.80
总股本/流通 A 股 (百万) 193/193
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵文琪 A0230523060003
zhaowq@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com

投资要点：

- **公司公告：**1) 2024 年收入约 29.66 亿元 (YoY+14.22%)，归母净利润 2.27 亿元 (YoY-10.2%)，扣非归母净利润 2.21 亿元 (YoY-8.06%)，其中 24Q4 收入 7.77 亿元 (YoY+12.03%，QoQ+9.97%)，归母净利润 4670 万元 (YoY-3.3%，QoQ+41.3%)，扣非归母净利润 4743 万元 (YoY+4.5%，QoQ+44.3%)，业绩基本符合预期。2) 25Q1 收入约 7.65 亿元 (YoY+2.8%，QoQ-1.5%)，归母净利润 7157 万元 (YoY-6%，QoQ+53.3%)，扣非归母净利润 6968 万元 (YoY-4.4%，QoQ+47%)，业绩符合预期。
- **2024 年脂肪胺及香料需求向好，销量拉动收入同比提升，有机溶剂板块由于异丙醇价格下行盈利明显下滑，拉低全年盈利能力。**依据公司公告，1) 2024 年公司脂肪胺板块收入约 14.53 亿元 (YoY+17.9%)，产销量分别约 12.73 万吨 (YoY+25.9%)、12.76 万吨 (YoY+26.4%)，其中主要由于异丙胺及三乙胺下游需求略有提升，此外受益于电池等新兴领域需求的快速增长，脂肪胺在新能源等前沿应用领域的消耗量稳步上升，这部分新增需求有效缓解了传统市场产能过剩的压力，24 年脂肪胺板块毛利率同比提升 0.47pct 至 17.03%。2) 2024 年有机溶剂收入 4.34 亿元 (YoY-11%)，其中销量和均价分别同比下滑 8.6%、2.6%至 5.6 万吨、7749 元/吨，主要由于 24 年 Q1 异丙醇受成本驱动价格持续上行，而后下半年价格明显下跌然后企稳，影响有机溶剂毛利率同比下滑 5.89pct 至 24.66%。3) 香料板块，2024 年收入 7.9 亿元 (YoY+52.2%)，其中销量约 2.34 万吨 (YoY+57.6%)，主要得益于奇华顿需求稳健，公司通过稳定供应链及性价比高的产品，使得江苏基地持续满产满销，宁夏基地销量也有增长，原料端，部分原材料如松节油等有所提升，毛利率同比略微下滑 0.17pct 至 0.41%。整体使得 24 年毛利率同比下滑 2.5pct 至 20.76%，使得净利润率同比下滑 1.9pct 至 9.27%。
- **24Q4 及 25Q1 异丙醇价格走低企稳，三乙胺需求较好，脂肪胺盈利提升，香料需求稳健。**脂肪胺板块，24Q4、25Q1 收入分别约 3.95 亿元 (YoY+21%，QoQ+22%)、3.74 亿元 (YoY+3.2%，QoQ-5.3%)，24Q4 脂肪胺销量创历史新高至 3.66 万吨，25Q1 受新能源需求拉动，同比持续增长，环比受春节影响略有下滑至 3.3 万吨，依据百川资讯，脂肪胺当中的三乙胺产品 25Q1 均价环比提升 8.7%，使得盈利能力环比提升。有机溶剂板块 24Q4、25Q1 收入分别约 1.02 亿元 (YoY-25%，QoQ+13%)、9839 万元 (YoY-20.2%，QoQ-3.8%)，主要由于异丙醇价格走低企稳，盈利同环比略有影响。香料板块，24Q4、25Q1 收入分别约 2.14 亿元 (YoY+23%，QoQ+6%)、2.0 亿元 (YoY+8.2%，QoQ-6.5%)，一季度春节影响，以及关税略微影响美国出货，但影响有限，因此 25Q1 香料销量环比略有下滑至 5943 吨，此外一季度宁夏香料仍处于爬坡阶段，略有亏损。整体 25Q1 公司毛利率同比下滑 0.35pct、环比提升 1.74pct 至 21.93%，净利润率环比提升 3.1pct 至 10.99%。
- **宁夏香料有望 25 年放量，电子新材料业务持续布局。**在建工程逐步转固，依据公司年报，宁夏新化一期 16650 吨/年项目各装置已陆续建成投产，仅水杨酸车间尚在建设；江苏香料新增 18800 吨/年产能项目、兴福电子 20000 吨/年电子级异丙醇项目及新耀科技公司一期 1 万吨/年废旧电池 LFP 极片回收项目目前尚处于建设当中，预计 2025 年建成试产。此外公司此前公告产业基金投资新存科技，同时与其成立研究院，共同寻求后续新材料供应机会。
- **盈利预测与估值：**由于异丙醇盈利下滑，以及香料新产能消化较慢，因此下调 2025-2026 年异丙醇毛利率及香料销量，新增 2027 年盈利预测，预计三年归母净利润分别约 3.0、3.5 (原预测 3.9、5.0 亿元)、4.1 亿元，对应 PE 约 16、13、11 倍，参考可比公司电池回收公司格林美、香料企业亚香股份 25 年平均 PE 约 23 倍 (Wind 一致预期)，但考虑公司部分周期化工品业务，因此假设 9 折给予 20-21 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**香料产能消化持续不及预期；新材料业务布局不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,966	765	3,210	3,820	4,277
同比增长率 (%)	14.2	2.8	8.2	19.0	12.0
归母净利润 (百万元)	227	72	295	351	409
同比增长率 (%)	-10.2	-6.0	30.0	19.1	16.3
每股收益 (元/股)	1.24	0.38	1.53	1.82	2.12
毛利率 (%)	20.8	21.9	21.1	21.3	21.2
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	20		16	13	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,597	2,966	3,210	3,820	4,277
其中: 营业收入	2,597	2,966	3,210	3,820	4,277
减: 营业成本	1,993	2,350	2,532	3,007	3,369
减: 税金及附加	15	15	16	19	22
主营业务利润	589	601	662	794	886
减: 销售费用	20	24	26	31	34
减: 管理费用	141	142	148	176	197
减: 研发费用	91	104	106	134	150
减: 财务费用	12	8	14	19	4
经营性利润	325	323	368	434	501
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-11	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-8	0	0	0
加: 投资收益及其他	19	24	21	21	23
营业利润	341	327	390	456	524
加: 营业外净收入	-3	-8	0	0	0
利润总额	338	319	390	456	524
减: 所得税	49	44	53	62	72
净利润	289	275	336	393	452
少数股东损益	36	48	42	42	44
归属于母公司所有者的净利润	253	227	295	351	409

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。