新安股份（600596.SH）

一季度业绩仍有所承压，持续推进有机硅终端转化

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 146.65 亿元，同比增长 0.24%，归母净利润 0.51 亿元，同比下降 61.67%；2025 年一季度公司实现收入 36.23 亿元，同比下降 8.85%，归母净利润 0.33 亿元，同比下降 69.61%。

- **全年公司核心业务稳产保供，降本增效成果显著。**2024 年公司主导产业市场仍未根本性好转，基础端业务产能严重过剩，产品同质化竞争激烈，价格持续下跌；终端业务发展持续向好，很好地抵御了行业周期波动影响；新兴业务面临核心竞争力不足，产业发展尚未取得有效突破。报告期内，公司农化自产产品实现收入 44.64 亿元，同比下降 2.56%，毛利率 14.32%，同比下降 5.43 pct；硅基材料基础产品收入 26.86 亿元，同比增长 21.64%，毛利率 0.96%，同比提高 3.46 pct，硅基终端及特种硅烷产品收入 23.58 亿元，同比下降 1.11%，毛利率 19.5%，同比提高 1.34 pct；化工新材料收入 17.43 亿元，同比增长 17.04%，毛利率 13.35%，同比下降 3.64 pct。2024 年公司通过加强生产和供应链协同，主导产品产量增长明显，农化产品销量 27.8 万吨，同比增长 13.76%；有机硅产品 33.3 万吨，同比增长 14.48%。公司推进全方位覆盖、全流程降本工作，全年累计降本 2.6 亿元。
- **一季度农化产品销量同比增长，核心产品价格底部盘整。**2025 年一季度公司主要产品价格同比仍偏弱，农化原药和农化制剂销量同比有所增长，环体硅氧烷、硅氧烷中间体、有机硅硅橡胶、特种单体、金属硅产品、精细化学品销量同比下降。从主要产品价格看，2025 年一季度草甘膦市场均价 2.32 万元/吨，同比下跌 8.6%，环比下跌 4.7%；有机硅 DMC 市场均价 1.35 万元/吨，同比下跌 13.2%，环比上涨 3.3%。进入 4 月份以来，草甘膦和有机硅市场均价较 2025Q1 均价仍有所回落，但基本触底企稳。
- **重大项目有序推进，有机硅终端转化持续取得新进展。**公司多个在建项目按计划顺利推进：精草铵膦项目、氢氧化钾项目一次性开车成功，盐津工业硅、开化搬迁项目有序推进，启源项目进厂安装，高纯聚硅氧烷项目、上杭项目顺利投入试生产。公司现有草甘膦原药产能 8 万吨/年，通过技改创新提升产量与外购原药生产制剂，年销售量折合草甘膦原药约 10 万吨，制剂转化率在 70%以上，产销率在行业中处于领先地位。公司目前有机硅单体产能 50 万吨，处于行业领先地位，其中约 80%用于自用生产下游产品，终端转化率超过 45%。公司持续不断拓展有机硅终端新场景的应用研发，已能够为多个行业客户输出有机硅终端产品整体解决方案，获得了众多中高端客户的认可。
- **维持“增持”投资评级。**由于草甘膦和有机硅行业持续低迷，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.34 亿、4.63 亿、7.27 亿元，EPS 分别为 0.17、0.34、0.54 元，当前股价对应 PE 分别为 45、23、15 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：产品价格下跌、原材料价格波动、新项目投产不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E

增持（维持）

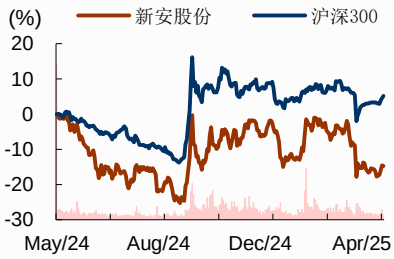
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：7.81 元

基础数据

总股本（百万股）	1350
已上市流通股(百万股)	1293
总市值（十亿元）	10.5
流通市值（十亿元）	10.1
每股净资产（MRQ）	9.2
ROE（TTM）	-0.2
资产负债率	39.4%
主要股东	浙江传化化学集团有限公司
主要股东持股比例	12.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-8	-15
相对表现	-13	-0	-20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

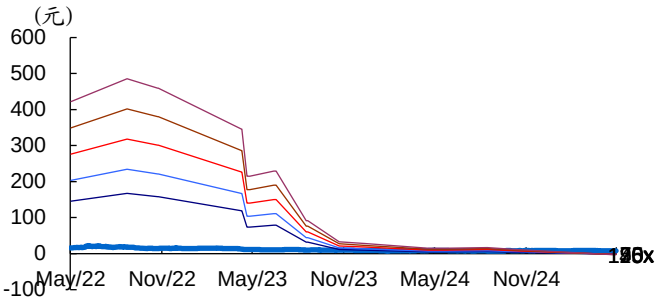
1、《新安股份（600596）—行业持续低迷拖累业绩，有机硅终端产品持续增长》2024-08-23
2、《新安股份（600596）——季度业绩环比大幅改善，持续推进硅基产业高端化》2024-04-28

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	14631	14665	15591	16893	18446
同比增长	-33%	0%	6%	8%	9%
营业利润(百万元)	343	159	398	746	1148
同比增长	-90%	-54%	150%	87%	54%
归母净利润(百万元)	140	51	234	463	727
同比增长	-95%	-63%	356%	98%	57%
每股收益(元)	0.10	0.04	0.17	0.34	0.54
PE	75.2	205.0	45.0	22.8	14.5
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

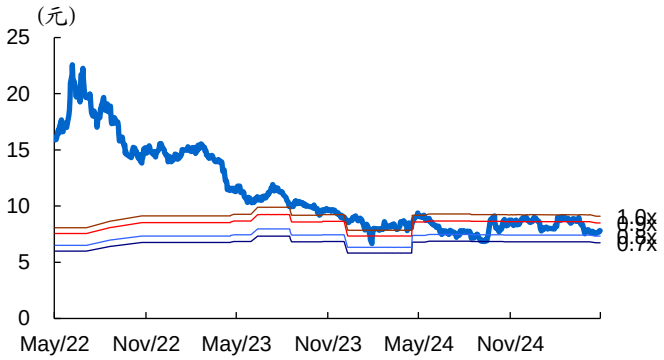
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：新安股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：新安股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9546	8411	8669	9675	10950
现金	4266	2521	2510	3076	3826
交易性投资	19	25	25	25	25
应收票据	8	7	7	8	9
应收款项	1279	1407	1475	1598	1745
其它应收款	153	64	68	74	81
存货	2582	2916	3024	3207	3426
其他	1238	1471	1561	1688	1839
非流动资产	12272	14201	13939	13703	13493
长期股权投资	1114	1117	1117	1117	1117
固定资产	6365	6857	6724	6605	6499
无形资产商誉	1254	1252	1127	1014	913
其他	3540	4975	4971	4967	4965
资产总计	**21819**	**22612**	**22608**	**23378**	**24443**
流动负债	5436	6371	6235	6547	6922
短期借款	460	518	518	518	518
应付账款	3391	4325	4497	4770	5096
预收账款	446	446	464	492	526
其他	1138	1082	756	768	782
长期负债	2471	2631	2631	2631	2631
长期借款	2217	2345	2345	2345	2345
其他	254	286	286	286	286
负债合计	**7906**	**9002**	**8865**	**9178**	**9552**
股本	1350	1350	1350	1350	1350
资本公积金	2240	2144	2144	2144	2144
留存收益	9029	8952	9052	9444	10033
少数股东权益	1293	1164	1197	1262	1365
归属于母公司所有者权益	12619	12446	12545	12938	13526
负债及权益合计	**21819**	**22612**	**22608**	**23378**	**24443**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	279	547	953	1122	1373
净利润	175	59	267	528	830
折旧摊销	636	762	863	836	811
财务费用	29	53	23	13	12
投资收益	1	(0)	(128)	(128)	(128)
营运资金变动	(612)	(315)	(73)	(129)	(154)
其它	50	(12)	1	2	2
投资活动现金流	(1489)	(1639)	(473)	(473)	(473)
资本支出	(1512)	(1606)	(600)	(600)	(600)
其他投资	23	(33)	128	128	128
筹资活动现金流	2026	(661)	(492)	(83)	(151)
借款变动	1010	(509)	(334)	0	0
普通股增加	204	0	0	0	0
资本公积增加	1590	(96)	0	0	0
股利分配	(859)	(135)	(135)	(70)	(139)
其他	82	79	(23)	(13)	(12)
现金净增加额	817	(1753)	(11)	566	750

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14631	14665	15591	16893	18446
营业成本	12797	13042	13562	14384	15368
营业税金及附加	80	81	86	93	102
营业费用	303	305	325	352	384
管理费用	635	635	676	732	799
研发费用	605	575	611	662	723
财务费用	(60)	(43)	23	13	12
资产减值损失	(63)	(39)	(39)	(39)	(39)
公允价值变动收益	3	(4)	(4)	(4)	(4)
其他收益	148	143	143	143	143
投资收益	(17)	(11)	(11)	(11)	(11)
营业利润	343	159	398	746	1148
营业外收入	14	12	12	12	12
营业外支出	47	49	49	49	49
利润总额	309	121	360	708	1110
所得税	134	63	93	180	280
少数股东损益	34	7	33	65	102
归属于母公司净利润	140	51	234	463	727

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-33%	0%	6%	8%	9%
营业利润	-90%	-54%	150%	87%	54%
归母净利润	-95%	-63%	356%	98%	57%
获利能力					
毛利率	12.5%	11.1%	13.0%	14.9%	16.7%
净利率	1.0%	0.4%	1.5%	2.7%	3.9%
ROE	1.2%	0.4%	1.9%	3.6%	5.5%
ROIC	1.0%	0.4%	1.9%	3.4%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	36.2%	39.8%	39.2%	39.3%	39.1%
净负债比率	14.8%	14.1%	12.7%	12.2%	11.7%
流动比率	1.8	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.3	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	4.9	4.7	4.6	4.6	4.6
应收账款周转率	11.9	10.9	10.8	10.9	11.0
应付账款周转率	3.8	3.4	3.1	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.10	0.04	0.17	0.34	0.54
每股经营净现金	0.21	0.41	0.71	0.83	1.02
每股净资产	9.35	9.22	9.30	9.59	10.02
每股股利	0.10	0.10	0.05	0.10	0.16
估值比率					
PE	75.2	205.0	45.0	22.8	14.5
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	20.8	22.0	14.1	11.3	9.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。