

新化股份 (603867.SH)

增持 (维持)

二季度业绩环比小幅增长, 宁夏香料产能逐步释放

事件: 公司发布 2025 年半年报, 报告期内实现营业收入 14.82 亿元, 同比下降 0.07%, 归母净利润 1.48 亿元, 同比增长 0.66%, 扣非净利润 1.42 亿元, 同比增长 0.85%; 其中二季度单季度实现收入 7.17 亿元, 同比下降 2.97%, 环比下降 6.22%, 归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 7.77%, 环比增长 7.00%。

□ 上半年主要产品价格下跌, 宁夏新化香料产能逐步释放。2025 年上半年, 脂肪胺系列产品市场需求较为稳定, 凭借稳定生产、客户拓展及市场机遇的有效把握, 公司脂肪胺系列产品实现收入 7.68 亿元, 同比增长 4.62%; 异丙醇价格仍受丙酮走势主导, 丙酮价格走弱, 削弱了异丙醇价格支撑, 有机溶剂价格持续走低, 有机溶剂系列产品实现收入 1.73 亿元, 同比下降 28.06%。报告期内, 公司合成香料产品实现营业收入 3.82 亿元, 同比增长 2.31%, 合成香料产品均价有所下降, 但销量同比小幅增长。目前, 宁夏新化香料的产能仍处于爬坡阶段, 尚未完全释放, 产能规模效益有待进一步发挥; 而江苏馨瑞香料产能释放稳定, 形成了有益互补。

□ 二季度产品价格环比小幅下跌, 综合毛利率有所提升。二季度公司脂肪胺实现收入 3.94 亿元, 环比增长 5.5%, 销售均价 1.12 万元/吨, 环比下跌 1.1%; 有机溶剂实现收入 0.75 亿元, 环比下降 24.1%, 销售均价 0.66 万元/吨, 环比下跌 0.5%; 合成香料实现收入 1.82 亿元, 环比下降 8.8%, 销售均价 3.25 万元/吨, 环比下跌 3.6%, 目前公司主要产品价格基本平稳。2025 年二季度, 公司综合毛利率 24.1%, 同比提高 2.5 pct, 环比提高 2.2 pct, 尽管产品销售价格环比小幅下跌, 但成本端也有所下降, 推动盈利能力提升。

□ 积极推进重点项目建设, 向高附加值产业链升级。公司聚焦战略新兴产业项目落地, 全力推进馨瑞三期项目、江苏兴福电子项目、新耀科技公司回收项目等建设, 为未来发展积蓄动能拓展空间。截至报告期末, 江苏馨瑞香料三期项目、江苏兴福电子的电子级异丙醇项目、新耀科技公司锂电回收项目均在加快建设, 预计下半年试生产。公司通过双轨布局锂资源 (盐湖提锂产业化+电池回收) 与突破高端化学品 (阻燃剂+电子级异丙醇), 构建“资源循环-高端材料”双核驱动的增长体系, 推动传统化工向高附加值价值链升级。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.97 亿、3.56 亿、4.06 亿元, EPS 分别为 1.54、1.85、2.11 元, 当前股价对应 PE 分别为 19、16、14 倍, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 产品价格下跌、原材料价格上涨、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
营业总收入(百万元)	2597	2966	3062	3389	3706
同比增长	-3%	14%	3%	11%	9%
营业利润(百万元)	341	327	410	489	557
同比增长	-18%	-4%	25%	19%	14%
归母净利润(百万元)	253	227	297	356	406
同比增长	-23%	-10%	31%	20%	14%
每股收益(元)	1.31	1.18	1.54	1.85	2.11
PE	22.2	24.8	18.9	15.8	13.8
PB	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

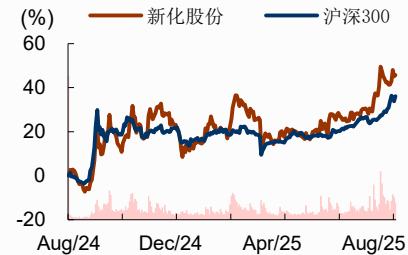
当前股价: 29.15 元

基础数据

总股本(百万股)	193
已上市流通股(百万股)	193
总市值(十亿元)	5.6
流通市值(十亿元)	5.6
每股净资产(MRQ)	12.9
ROE(TTM)	9.2
资产负债率	37.4%
主要股东	建德市国有资产经营有限公
主要股东持股比例	16.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	20	46
相对表现	6	10	14



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《新化股份(603867)——一季度业绩环比大幅增长, 合成香料增量贡献明显》2025-05-07
- 《新化股份(603867)——三季度业绩环比有所下降, 合成香料业务快速增长》2024-10-30
- 《新化股份(603867)——上半年业绩同比增长, 合成香料新产能逐步释放》2024-08-15

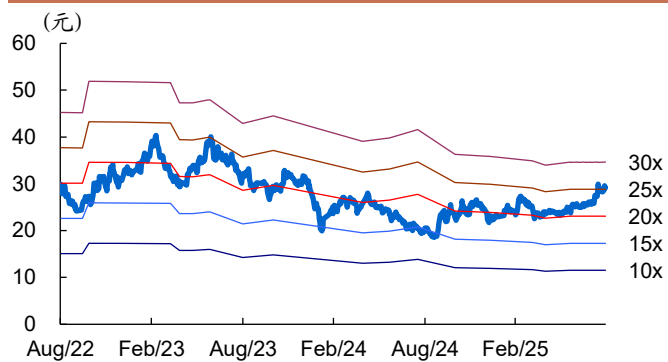
周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

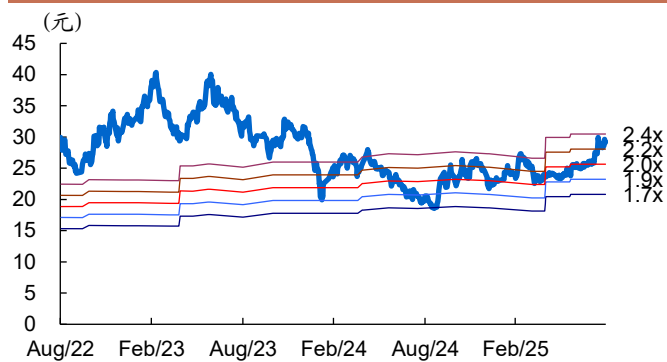
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 新化股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 新化股份历史 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	1776	1968	2008	2222	2497
现金	732	756	796	885	1039
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	279	404	398	440	481
其它应收款	4	6	6	6	7
存货	310	344	337	367	399
其他	451	458	472	522	571
非流动资产	2194	2380	2585	2769	2933
长期股权投资	69	67	67	67	67
固定资产	848	1487	1707	1904	2080
无形资产商誉	142	152	137	123	111
其他	1135	674	674	674	674
资产总计	3971	4348	4594	4990	5429
流动负债	739	911	886	953	1021
短期借款	48	68	68	68	68
应付账款	587	690	691	755	819
预收账款	26	36	36	40	43
其他	78	117	90	90	91
长期负债	829	844	844	844	844
长期借款	129	149	149	149	149
其他	700	695	695	695	695
负债合计	1569	1755	1730	1797	1865
股本	186	188	193	193	193
资本公积金	624	599	599	599	599
留存收益	1395	1541	1754	2020	2320
少数股东权益	197	266	319	381	453
归属于母公司所有者权益	2205	2327	2545	2812	3111
负债及权益合计	3971	4348	4594	4990	5429

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	281	311	509	541	622
净利润	289	275	350	419	478
折旧摊销	100	130	175	197	216
财务费用	21	15	6	5	4
投资收益	(4)	2	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(126)	(95)	2	(59)	(56)
其它	2	(15)	2	5	5
投资活动现金流	(207)	(262)	(358)	(358)	(358)
资本支出	(384)	(225)	(382)	(382)	(382)
其他投资	177	(37)	25	25	25
筹资活动现金流	(27)	(50)	(112)	(94)	(111)
借款变动	41	50	(27)	0	0
普通股增加	1	2	5	0	0
资本公积增加	17	(25)	0	0	0
股利分配	(102)	(84)	(84)	(89)	(107)
其他	16	7	(6)	(5)	(4)
现金净增加额	48	(1)	39	90	154

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2597	2966	3062	3389	3706
营业成本	1993	2350	2356	2572	2792
营业税金及附加	15	15	16	17	19
营业费用	20	24	25	28	31
管理费用	141	142	147	162	178
研发费用	91	104	108	119	131
财务费用	12	8	6	5	4
资产减值损失	(2)	(20)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	15	27	27	27	27
投资收益	4	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	341	327	410	489	557
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	9	9	9	9
利润总额	338	319	402	481	550
所得税	49	44	53	63	72
少数股东损益	36	48	52	63	72
归属于母公司净利润	253	227	297	356	406

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	14%	3%	11%	9%
营业利润	-18%	-4%	25%	19%	14%
归母净利润	-23%	-10%	31%	20%	14%
获利能力					
毛利率	23.3%	20.8%	23.1%	24.1%	24.7%
净利率	9.7%	7.7%	9.7%	10.5%	11.0%
ROE	11.9%	10.0%	12.2%	13.3%	13.7%
ROIC	12.3%	10.7%	12.2%	13.3%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	40.4%	37.7%	36.0%	34.4%
净负债比率	4.5%	5.6%	4.7%	4.3%	4.0%
流动比率	2.4	2.2	2.3	2.3	2.4
速动比率	2.0	1.8	1.9	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	6.5	7.2	6.9	7.3	7.3
应收账款周转率	9.9	8.7	7.6	8.1	8.0
应付账款周转率	3.2	3.7	3.4	3.6	3.5
每股资料(元)					
EPS	1.31	1.18	1.54	1.85	2.11
每股经营净现金	1.46	1.61	2.64	2.81	3.23
每股净资产	11.44	12.07	13.20	14.59	16.14
每股股利	0.43	0.44	0.46	0.55	0.63
估值比率					
PE	22.2	24.8	18.9	15.8	13.8
PB	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.3	14.9	11.6	9.9	8.8

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。