

## 新和成 (002001.SZ)

增持 (维持)

## 上半年业绩同比大幅增长，新材料业务保持高增速

事件：公司发布 2025 年半年报，报告期内实现营业收入 111.01 亿元，同比增长 12.76%，归母净利润 36.03 亿元，同比增长 63.46%，扣非净利润 36.79 亿元，同比增长 70.5%；其中二季度单季度实现收入 56.61 亿元，同比增长 5.89%，环比增长 4.07%，归母净利润 17.23 亿元，同比增长 29.12%，环比下降 8.32%。

- 受益于维生素涨价及产品放量，上半年业绩同比大幅增长。报告期内，公司销售抢抓营养品、新材料、香料等主要领域市场机遇，在巩固原有产品市场优势的同时，积极推动 HA 系列、色氨酸等新产品的市场拓展；生产聚焦降本增效，不断优化产能负荷，通过共线生产、集中开停、高产低耗等保持产线高效运行。2025 年上半年，公司营养品收入 72.0 亿元，同比增长 7.78%，毛利率 47.79%，同比提高 11.93 pct；香精香料 21.0 亿元，同比增长 9.35%，毛利率 54.01%，同比提高 4.32 pct；新材料收入 10.4 亿元，同比增长 43.8%。
- 二季度维生素价格环比有所下跌，蛋氨酸价格环比上涨。2025 年上半年公司主要维生素产品价格呈回落趋势，但均价仍高于去年同期，其中 VA、VE、VD3、VB6 市场均价分别为 93 元、120 元、250 元、179 元/Kg，同比分别上涨 10.6%、78.2%、328.8%、21.1%，其他品种 VB2、生物素、VB12、VC 等不同程度下跌。2025 年上半年固态蛋氨酸市场均价 21.5 元/kg，同比基本持平，自年初以来蛋氨酸价格持续上涨，主要由于行业集中度高，国内头部企业及主流进口工厂持续挺价。从二季度单季看，公司主要维生素品种 VA、VE 市场均价环比一季度下跌明显，其他维生素品种市场均价环比一季度小幅下跌；蛋氨酸市场均价环比一季度上涨 6.6%。
- 积极推进重点项目建设，液体蛋氨酸试生产运营。报告期内，公司大部分项目稳步推进，进度整体稳定可控。与中石化镇海炼化合资合作的 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目投入试生产运营；天津尼龙新材料项目完成能源、土地等各项资源合规审批；其他技改提升及管理提升项目稳步推进，储备项目及新项目规划有序开展。
- 维持“增持”投资评级。预计 2025~2027 年归母净利润 65.5 亿、72.9 亿、79.0 亿元，EPS 为 2.13、2.37、2.57 元，当前股价对应 PE 为 11.7、10.5、9.7 倍，维持“增持”投资评级。
- 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) | 15117 | 21610 | 23321 | 25403 | 27221 |
| 同比增长       | -5%   | 43%   | 8%    | 9%    | 7%    |
| 营业利润(百万元)  | 3260  | 6973  | 7786  | 8654  | 9382  |
| 同比增长       | -24%  | 114%  | 12%   | 11%   | 8%    |
| 归母净利润(百万元) | 2704  | 5869  | 6554  | 7287  | 7901  |
| 同比增长       | -25%  | 117%  | 12%   | 11%   | 8%    |
| 每股收益(元)    | 0.88  | 1.91  | 2.13  | 2.37  | 2.57  |
| PE         | 28.3  | 13.0  | 11.7  | 10.5  | 9.7   |
| PB         | 3.1   | 2.6   | 2.2   | 1.9   | 1.7   |

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：24.9 元

## 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股)    | 3073        |
| 已上市流通股(百万股) | 3037        |
| 总市值(十亿元)    | 76.5        |
| 流通市值(十亿元)   | 75.6        |
| 每股净资产(MRQ)  | 9.9         |
| ROE(TTM)    | 23.8        |
| 资产负债率       | 30.0%       |
| 主要股东        | 新和成控股集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 50.08%      |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 12 | 19 | 33  |
| 相对表现 | 3  | 4  | -4  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《新和成(002001)一营养品核心产品量价齐升，业绩同比大幅增长》2025-04-16
- 《新和成(002001)一营养品核心产品价格上涨明显，全年业绩同比大幅增长》2025-01-22
- 《新和成(002001)一三季度维生素价格大幅上涨，推动公司业绩大幅提升》2024-10-24

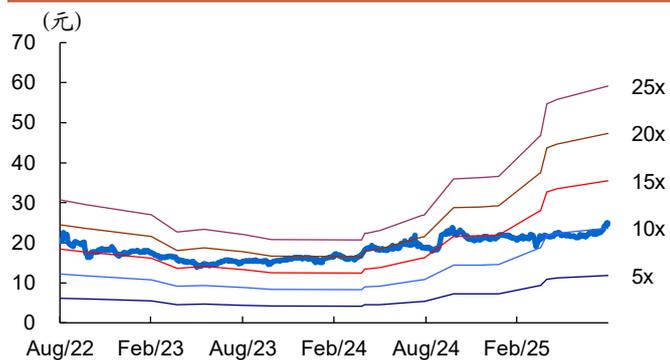
周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

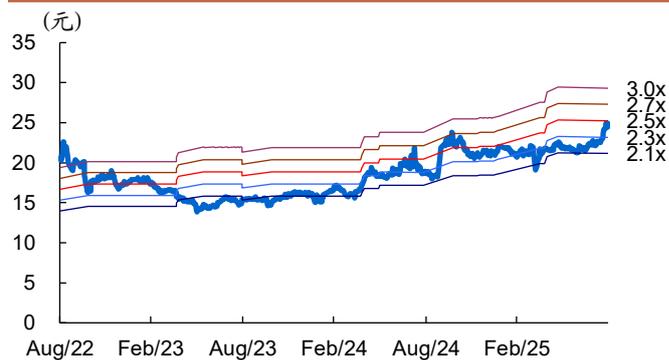
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 新和成历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 新和成历史 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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 12386        | 16922        | 19837        | 24398        | 30478        |
| 现金             | 4543         | 7937         | 10252        | 13990        | 19347        |
| 交易性投资          | 173          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 应收票据           | 116          | 293          | 316          | 344          | 369          |
| 应收款项           | 2483         | 3654         | 3922         | 4272         | 4578         |
| 其它应收款          | 142          | 226          | 243          | 265          | 284          |
| 存货             | 4319         | 4090         | 4326         | 4681         | 4996         |
| 其他             | 609          | 723          | 777          | 845          | 905          |
| <b>非流动资产</b>   | 26770        | 26067        | 25865        | 25684        | 25521        |
| 长期股权投资         | 697          | 865          | 865          | 865          | 865          |
| 固定资产           | 21860        | 21916        | 21969        | 22017        | 22060        |
| 无形资产商誉         | 2411         | 2487         | 2238         | 2014         | 1813         |
| 其他             | 1802         | 799          | 793          | 787          | 783          |
| <b>资产总计</b>    | <b>39156</b> | <b>42989</b> | <b>45702</b> | <b>50081</b> | <b>55999</b> |
| <b>流动负债</b>    | 6122         | 6909         | 4572         | 3596         | 3762         |
| 短期借款           | 1236         | 1163         | 1163         | 0            | 0            |
| 应付账款           | 2280         | 1845         | 1956         | 2116         | 2258         |
| 预收账款           | 251          | 237          | 251          | 272          | 290          |
| 其他             | 2355         | 3665         | 1203         | 1209         | 1214         |
| <b>长期负债</b>    | 8114         | 6634         | 6634         | 6634         | 6634         |
| 长期借款           | 6822         | 5327         | 5327         | 5327         | 5327         |
| 其他             | 1293         | 1307         | 1307         | 1307         | 1307         |
| <b>负债合计</b>    | <b>14237</b> | <b>13544</b> | <b>11207</b> | <b>10231</b> | <b>10396</b> |
| 股本             | 3091         | 3073         | 3073         | 3073         | 3073         |
| 资本公积金          | 3113         | 3133         | 3133         | 3133         | 3133         |
| 留存收益           | 18600        | 23119        | 28137        | 33457        | 39172        |
| 少数股东权益         | 115          | 121          | 152          | 187          | 225          |
| 归属于母公司所有者权益    | 24805        | 29325        | 34343        | 39663        | 45378        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>39156</b> | <b>42989</b> | <b>45702</b> | <b>50081</b> | <b>55999</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2023         | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 5119         | 7073        | 8354        | 8826        | 9448        |
| 净利润            | 2725         | 5897        | 6586        | 7322        | 7939        |
| 折旧摊销           | 1711         | 2232        | 2412        | 2391        | 2373        |
| 财务费用           | 260          | 232         | 159         | 80          | 26          |
| 投资收益           | (83)         | (79)        | (332)       | (332)       | (332)       |
| 营运资金变动         | 513          | (1263)      | (473)       | (639)       | (561)       |
| 其它             | (6)          | 55          | 2           | 3           | 2           |
| <b>投资活动现金流</b> | (3878)       | (3774)      | (1878)      | (1878)      | (1878)      |
| 资本支出           | (4446)       | (1600)      | (2210)      | (2210)      | (2210)      |
| 其他投资           | 568          | (2174)      | 332         | 332         | 332         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (2053)       | (2263)      | (4161)      | (3209)      | (2213)      |
| 借款变动           | (427)        | (654)       | (2465)      | (1163)      | 0           |
| 普通股增加          | 0            | (17)        | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 0            | 19          | 0           | 0           | 0           |
| 股利分配           | (1545)       | (1391)      | (1537)      | (1966)      | (2186)      |
| 其他             | (81)         | (219)       | (159)       | (80)        | (26)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(811)</b> | <b>1036</b> | <b>2315</b> | <b>3738</b> | <b>5357</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 15117       | 21610       | 23321       | 25403       | 27221       |
| 营业成本             | 10131       | 12582       | 13335       | 14428       | 15398       |
| 营业税金及附加          | 167         | 251         | 271         | 295         | 316         |
| 营业费用             | 158         | 190         | 205         | 224         | 240         |
| 管理费用             | 551         | 596         | 643         | 700         | 751         |
| 研发费用             | 888         | 1036        | 1118        | 1218        | 1305        |
| 财务费用             | 65          | 178         | 159         | 80          | 26          |
| 资产减值损失           | (211)       | (136)       | (136)       | (136)       | (136)       |
| 公允价值变动收益         | 30          | (14)        | (14)        | (14)        | (14)        |
| 其他收益             | 202         | 268         | 268         | 268         | 268         |
| 投资收益             | 83          | 77          | 77          | 77          | 77          |
| <b>营业利润</b>      | 3260        | 6973        | 7786        | 8654        | 9382        |
| 营业外收入            | 8           | 5           | 5           | 5           | 5           |
| 营业外支出            | 15          | 34          | 34          | 34          | 34          |
| <b>利润总额</b>      | 3254        | 6944        | 7757        | 8625        | 9353        |
| 所得税              | 528         | 1047        | 1171        | 1303        | 1414        |
| 少数股东损益           | 21          | 28          | 32          | 35          | 38          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2704</b> | <b>5869</b> | <b>6554</b> | <b>7287</b> | <b>7901</b> |

主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -5%   | 43%   | 8%    | 9%    | 7%    |
| 营业利润           | -24%  | 114%  | 12%   | 11%   | 8%    |
| 归母净利润          | -25%  | 117%  | 12%   | 11%   | 8%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 33.0% | 41.8% | 42.8% | 43.2% | 43.4% |
| 净利率            | 17.9% | 27.2% | 28.1% | 28.7% | 29.0% |
| ROE            | 11.2% | 21.7% | 20.6% | 19.7% | 18.6% |
| ROIC           | 8.2%  | 16.6% | 17.0% | 17.2% | 16.6% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 36.4% | 31.5% | 24.5% | 20.4% | 18.6% |
| 净负债比率          | 24.6% | 20.8% | 14.2% | 10.6% | 9.5%  |
| 流动比率           | 2.0   | 2.4   | 4.3   | 6.8   | 8.1   |
| 速动比率           | 1.3   | 1.9   | 3.4   | 5.5   | 6.8   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 2.4   | 3.0   | 3.2   | 3.2   | 3.2   |
| 应收账款周转率        | 5.5   | 6.6   | 5.7   | 5.7   | 5.7   |
| 应付账款周转率        | 4.0   | 6.1   | 7.0   | 7.1   | 7.0   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.88  | 1.91  | 2.13  | 2.37  | 2.57  |
| 每股经营净现金        | 1.67  | 2.30  | 2.72  | 2.87  | 3.07  |
| 每股净资产          | 8.07  | 9.54  | 11.17 | 12.91 | 14.76 |
| 每股股利           | 0.45  | 0.50  | 0.64  | 0.71  | 0.77  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 28.3  | 13.0  | 11.7  | 10.5  | 9.7   |
| PB             | 3.1   | 2.6   | 2.2   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA      | 13.9  | 7.4   | 6.7   | 6.2   | 5.9   |

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。