

新安股份（600596）

25Q2 主业以量补价，单季度毛利率同环比提升

事件：新安股份公布 2025 年中报，上半年，公司实现营业收入 80.58 亿元，同比-5.1%，实现归母净利润 6907 万元，同比-47.7%；其中第二季度实现营业收入 44.36 亿元，同比-1.7%，环比+22.4%，实现归母净利润 3594 万元，同比+74.6%，环比+8.5%。

25Q2 以量补价，有机硅终端业务持续增长。分板块来看：**作物保护业务**（农化原药、农药制剂）：25H1 公司农化原药与农化制剂合计实现销售收入 28.7 亿元，同比+14.8%；其中，销量合计 15.2 万吨，同比+16.0%。单季度看，Q2 收入合计 17.7 亿元，同比+23.4%，环比+60.1%；销量 9.1 万吨，同比+25.4%，环比+47.3%。销售均价上看，25Q2 原药/制剂分别 2.69/1.77 万元/吨，同比-13.4%/-3.2%，环比-3.9%/+10.6%。上半年农药大单品草甘膦价格呈现 U 型走势，供需结构持续转好，其中 6-8 月为草甘膦出口南美的旺季，截至 25/8/21，草甘膦（华东）市场价格为 2.71 万元/吨，较年初上涨 13.9%。**有机硅领域**（环体硅氧烷、硅氧烷中间体、有机硅硅橡胶、特种单体）：25H1 收入合计 18.7 亿元，同比-14.5%，销量合计 13.2 万吨，同比-8.3%。单季度看，收入合计 9.9 亿元，同比-6.6%，环比+12.2%，销量合计 7.2 万吨，同比+1.4%，环比+19.1%。25 年上半年有机硅受供需关系影响价格回落，据百川盈孚，25Q2 DMC（华东）均价为 1.22 万元/吨，同比-11%，环比-9%。此外，公司持续优化有机硅终端产品结构，不断推出高附加值产品，终端高毛利产品持续放量，涌现出一批毛利率超 50%的产品，并实现销量稳步提升。终端重点子公司深耕细分领域应用解决方案，毛利率近 30%，展现出高质量发展水平。分子公司看，新安天玉/崇耀科技 25H1 净利润分别同比+19.5%/+8.9%。伴随着海外有机硅的产能退出，且国内产能扩张期接近尾声，结合下游需求增速，有机硅行业供需格局有望持续改善。

25Q2 毛利率同环比提升，单季度计提减值影响净利润水平。受原材料成本下降、下游需求回暖等因素影响，公司盈利能力有所改善。25H1 公司实现毛利 8.68 亿元，同比+3.7%；毛利率 10.8%，同比+0.9pcts。单季度看，25Q2 实现毛利额 5.13 亿元，同比+25.6%，环比+44.3%；实现毛利率 11.6%，同比+2.5pcts，环比+1.8pcts。费用端，25H1 期间费用率 9.1%，同比+0.1pcts，25Q2 费用率 8.5%，同比-0.3pcts，环比-1.4pcts。25 年上半年公司计提信用减值损失+资产减值损失合计 0.84 亿元，影响净利润水平。

公司发布估值提升计划，公告将通过持续提升经营质量、提升综合竞争优势、持续稳定现金分红、强化投资者关系管理、提高信息披露质量、鼓励控股股东增持等举措，提升公司投资价值和股东回报能力。

盈利预测：考虑到公司两大主业当前位于行业景气相对底部，预计未来景气有望修复，结合 25 年中报计提减值损失的情况，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 2.1/6.2/7.9 亿元（前值为 2.99/6.51/8.02 亿元），维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争加剧及主营产品价格下行风险；节能环保政策风险；公司在建项目建设不达预期

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,631.16	14,665.39	15,458.84	17,277.55	18,795.94
增长率(%)	(32.89)	0.23	5.41	11.76	8.79
EBITDA(百万元)	1,565.51	1,438.84	1,124.85	1,615.44	1,833.56
归属母公司净利润(百万元)	140.22	51.41	214.92	621.13	793.27
增长率(%)	(95.25)	(63.34)	318.08	189.00	27.72
EPS(元/股)	0.10	0.04	0.16	0.46	0.59
市盈率(P/E)	103.37	281.96	67.44	23.34	18.27
市净率(P/B)	1.15	1.16	1.15	1.09	1.03
市销率(P/S)	0.99	0.99	0.94	0.84	0.77
EV/EBITDA	7.57	9.18	14.47	10.19	8.99

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 09 月 17 日

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	10.74 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,349.60
流通 A 股股本(百万股)	1,349.60
A 股总市值(百万元)	14,494.67
流通 A 股市值(百万元)	14,494.67
每股净资产(元)	9.21
资产负债率(%)	38.70
一年内最高/最低(元)	11.66/6.75

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	tjie@tfzq.com
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	zhangfeng@tfzq.com
杨滨钰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070008	yangbinyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《新安股份-首次覆盖报告:草甘膦和有机硅龙头企业,有机硅景气有望改善》2025-07-08
- 《新安股份-公司点评:二季度业绩大幅增长,下半年有望继续涨价》2018-07-10
- 《新安股份-年报点评报告:2018 有望量价齐升,有机硅扩产打开成长空间》2018-04-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,266.39	2,521.38	1,236.71	1,382.20	1,503.68
应收票据及应收账款	1,287.21	1,413.57	718.08	1,924.70	1,098.30
预付账款	231.26	139.08	265.00	206.55	288.35
存货	2,582.13	2,915.90	1,635.06	3,383.02	2,100.42
其他	1,179.27	1,420.89	1,545.92	1,317.97	1,483.62
流动资产合计	9,546.26	8,410.83	5,400.76	8,214.44	6,474.36
长期股权投资	1,114.11	1,116.89	1,116.89	1,116.89	1,116.89
固定资产	6,364.57	6,857.49	6,598.59	6,314.70	6,005.80
在建工程	2,857.42	4,504.02	5,704.02	6,704.02	8,004.02
无形资产	1,051.82	1,064.13	1,109.87	1,198.11	1,307.36
其他	884.36	658.58	918.69	825.23	801.93
非流动资产合计	12,272.28	14,201.11	15,448.07	16,158.95	17,236.00
资产总计	21,818.54	22,611.94	20,848.83	24,373.39	23,710.36
短期借款	460.24	517.83	449.09	574.54	358.65
应付票据及应付账款	3,391.40	4,324.83	3,260.10	5,377.57	4,262.67
其他	1,583.87	1,528.43	994.25	1,489.25	1,030.50
流动负债合计	5,435.51	6,371.09	4,703.44	7,441.36	5,651.82
长期借款	2,216.83	2,345.15	2,100.00	2,123.10	2,350.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	253.84	285.51	200.54	254.11	246.63
非流动负债合计	2,470.67	2,630.66	2,300.54	2,377.22	2,596.63
负债合计	7,906.18	9,001.75	7,003.98	9,818.58	8,248.45
少数股东权益	1,293.33	1,164.44	1,194.62	1,281.85	1,393.26
股本	1,349.60	1,349.60	1,349.60	1,349.60	1,349.60
资本公积	2,240.26	2,143.95	2,143.95	2,143.95	2,143.95
留存收益	8,939.93	8,846.90	9,061.83	9,682.95	10,476.23
其他	89.24	105.31	94.86	96.47	98.88
股东权益合计	13,912.36	13,610.19	13,844.85	14,554.82	15,461.91
负债和股东权益总计	21,818.54	22,611.94	20,848.83	24,373.39	23,710.36

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	174.69	58.63	214.92	621.13	793.27
折旧摊销	636.18	761.78	813.15	845.65	879.65
财务费用	28.80	53.37	19.64	34.65	32.85
投资损失	0.72	(0.14)	(20.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(412.76)	(334.71)	99.49	91.33	303.72
其它	(148.69)	7.79	40.18	97.23	121.41
经营活动现金流	278.96	546.71	1,167.39	1,649.99	2,090.90
资本支出	2,890.57	2,865.39	1,884.97	1,596.42	1,987.49
长期投资	(36.22)	2.78	0.00	0.00	0.00
其他	(4,343.30)	(4,507.11)	(3,659.03)	(3,216.42)	(3,937.49)
投资活动现金流	(1,488.94)	(1,638.94)	(1,774.06)	(1,620.00)	(1,950.00)
债权融资	1,239.52	19.72	(667.57)	113.90	(21.83)
股权融资	1,658.21	(215.21)	(10.44)	1.61	2.41
其他	(871.25)	(465.62)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,026.48	(661.11)	(678.01)	115.51	(19.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	816.50	(1,753.34)	(1,284.68)	145.50	121.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,631.16	14,665.39	15,458.84	17,277.55	18,795.94
营业成本	12,796.60	13,042.34	13,652.88	14,807.44	15,919.66
营业税金及附加	80.08	80.77	86.57	98.48	112.78
销售费用	302.69	305.33	355.55	414.66	451.10
管理费用	635.25	635.42	657.00	742.93	827.02
研发费用	604.67	575.00	510.14	544.24	601.47
财务费用	(59.74)	(43.32)	19.64	34.65	32.85
资产/信用减值损失	(46.59)	(79.72)	(115.00)	(60.00)	(30.00)
公允价值变动收益	3.12	(3.69)	10.00	10.00	10.00
投资净收益	(16.78)	(11.39)	20.00	40.00	40.00
其他	131.13	183.90	190.00	190.00	190.00
营业利润	342.50	158.96	282.05	815.14	1,061.06
营业外收入	13.50	11.68	50.00	60.00	40.00
营业外支出	46.84	49.37	50.00	60.00	60.00
利润总额	309.16	121.27	282.05	815.14	1,041.06
所得税	134.46	62.65	36.95	106.78	136.38
净利润	174.69	58.63	245.10	708.36	904.68
少数股东损益	34.47	7.22	30.18	87.23	111.41
归属于母公司净利润	140.22	51.41	214.92	621.13	793.27
每股收益（元）	0.10	0.04	0.16	0.46	0.59

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-32.89%	0.23%	5.41%	11.76%	8.79%
营业利润	-90.30%	-53.59%	77.43%	189.00%	30.17%
归属于母公司净利润	-95.25%	-63.34%	318.08%	189.00%	27.72%
获利能力					
毛利率	12.54%	11.07%	11.68%	14.30%	15.30%
净利率	0.96%	0.35%	1.39%	3.59%	4.22%
ROE	1.11%	0.41%	1.70%	4.68%	5.64%
ROIC	1.57%	0.46%	1.90%	5.12%	6.24%
偿债能力					
资产负债率	36.24%	39.81%	33.59%	40.28%	34.79%
净负债率	-7.52%	4.96%	9.48%	9.04%	7.79%
流动比率	1.76	1.32	1.15	1.10	1.15
速动比率	1.28	0.86	0.80	0.65	0.77
营运能力					
应收账款周转率	11.88	10.86	14.50	13.08	12.44
存货周转率	5.58	5.33	6.79	6.89	6.86
总资产周转率	0.71	0.66	0.71	0.76	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.10	0.04	0.16	0.46	0.59
每股经营现金流	0.21	0.41	0.86	1.22	1.55
每股净资产	9.35	9.22	9.37	9.83	10.42
估值比率					
市盈率	103.37	281.96	67.44	23.34	18.27
市净率	1.15	1.16	1.15	1.09	1.03
EV/EBITDA	7.57	9.18	14.47	10.19	8.99
EV/EBIT	12.73	19.35	52.20	21.38	17.28

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com