



新化股份 (603867.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

价格回落业绩承压，投资布局新领域

事件

2025 年 10 月 27 日公司发布三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 22 亿元，同比增长 0.36%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 2.66%。2025 年 3 季度公司实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 1.3%，环比下滑 0.3%；归母净利润 0.4 亿元，同比增长 11.6%，环比下滑 52%。

经营分析

主营产品价格回落，整体盈利能力承压。公司前三季度脂肪胺产品销量为 10.1 万吨，同比增长 11%，销售收入 11.2 亿元，同比增长 6%；有机溶剂板块销量为 4.2 万吨，同比增长 3%，销售收入 2.7 亿元，同比下滑 19%；合成香料板块销量为 1.8 万吨，同比增长 4%，销售收入 5.8 亿元，同比增长 1%。虽然整体销量增长但是收入表现较弱，核心原因在于产品价格回落，前三季度脂肪胺产品价格下降 5.26%，有机溶剂产品价格下降 21.25%，合成香料产品价格下降 2.63%。从盈利能力来看，3 季度单季度销售毛利率为 21%，环比下滑 3.1pct，销售净利率为 6.2%，环比下滑 6.1pct。

通过子公司间接投资半导体产业，布局新兴领域为发展积蓄动能。为更好地发挥地方国资优势，推动区域产业升级与联动发展，公司联合建德市国资公司的子公司建德产发，发起设立海峰建芯股权投资专项基金，对杭州必博半导体有限公司进行增资参股投资。合伙企业的认缴出资总额为人民币 4200 万元，其中，中景辉以现金方式出资人民币 1090 万元，持有海峰建芯 25.952% 的股权；建德产发以现金增资人民币 3000 万元，持有海峰建芯 71.429% 的股权。必博半导体是一家专注于无线通信芯片（5GRedCap 芯片）的研发、设计及销售业务，提供以“轻量化 5G+卫星通信”为核心的“空天地海”一体化通信解决方案。

盈利预测、估值与评级

公司为国内低碳脂肪胺龙头，香精香料板块规模持续扩大，考虑到部分新建项目建设投产和放量不及预期，我们调整 2025-2027 年归母净利润分别为 2.57 亿元、3.18 亿元、3.84 亿元（预测前值分别为 2.88 亿元、3.55 亿元、3.95 亿元），当前市值对应 PE 估值分别为 22.14/17.9/14.84 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新增产能释放不及预期；原材料价格大幅波动；萃取法提锂订单不及预期；锂电回收项目进展不及预期；人民币汇率波动。

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰（执业 S1130523100003）

lihanyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：29.54 元

相关报告：

1.《新化股份公司点评：业绩符合预期，推动新兴项目落地》，2025.8.28



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,597	2,966	3,074	3,463	3,801
营业收入增长率	-3.23%	14.22%	3.66%	12.65%	9.75%
归母净利润(百万元)	253	227	257	318	384
归母净利润增长率	-23.27%	-10.18%	13.43%	23.66%	20.64%
摊薄每股收益(元)	1.361	1.210	1.334	1.650	1.991
每股经营性现金流净额	1.52	1.66	2.03	2.84	3.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.46%	9.75%	10.45%	11.85%	12.99%
P/E	21.70	24.42	22.14	17.90	14.84
P/B	2.49	2.38	2.31	2.12	1.93

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,683	2,597	2,966	3,074	3,463	3,801
增长率	-3.2%	14.2%	3.7%	12.7%	9.8%	
主营业务成本	-2,051	-1,993	-2,350	-2,394	-2,671	-2,901
%销售收入	76.4%	76.7%	79.2%	77.9%	77.1%	76.3%
毛利	632	604	616	681	792	900
%销售收入	23.6%	23.3%	20.8%	22.1%	22.9%	23.7%
营业税金及附加	-10	-15	-15	-15	-17	-19
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-18	-20	-24	-25	-28	-30
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-129	-141	-142	-154	-173	-190
%销售收入	4.8%	5.4%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-88	-91	-104	-105	-121	-137
%销售收入	3.3%	3.5%	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	388	337	330	383	452	524
%销售收入	14.5%	13.0%	11.1%	12.4%	13.1%	13.8%
财务费用	10	-12	-8	-25	-24	-19
%销售收入	-0.4%	0.5%	0.3%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-6	-2	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	4	-3	0	0	0
%税前利润	2.2%	1.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	414	341	327	357	428	505
营业利润率	15.4%	13.1%	11.0%	11.6%	12.4%	13.3%
营业外收支	3	-3	-8	0	0	0
税前利润	417	338	319	357	428	505
利润率	15.5%	13.0%	10.8%	11.6%	12.4%	13.3%
所得税	-47	-49	-44	-50	-60	-71
所得税率	11.4%	14.5%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	370	289	275	307	368	434
少数股东损益	40	36	48	50	50	50
归属于母公司的净利润	329	253	227	257	318	384
净利率	12.3%	9.7%	7.7%	8.4%	9.2%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	370	289	275	307	368	434
少数股东损益	40	36	48	50	50	50
非现金支出	103	102	150	161	176	186
非经营收益	-14	21	3	39	41	41
营运资金变动	-136	-130	-116	-116	-37	-9
经营活动现金净流	323	281	311	391	548	651
资本开支	-519	-383	-224	-286	-200	-200
投资	3	-67	-38	0	0	0
其他	-35	244	0	0	0	0
投资活动现金净流	-551	-207	-262	-286	-200	-200
股权募资	17	44	53	-33	0	0
债权募资	604	37	66	5	-13	0
其他	-131	-108	-169	-129	-136	-156
筹资活动现金净流	490	-27	-50	-156	-149	-156
现金净流量	269	51	10	-52	198	295

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	683	732	756	704	902	1,197
应收款项	629	648	795	831	890	937
存货	302	310	344	361	403	437
其他流动资产	351	86	73	90	91	94
流动资产	1,966	1,776	1,968	1,986	2,286	2,665
%总资产	52.7%	44.7%	45.3%	44.2%	47.5%	51.2%
长期投资	3	69	103	103	103	103
固定资产	1,594	1,955	2,083	2,225	2,251	2,267
%总资产	42.7%	49.2%	47.9%	49.5%	46.7%	43.5%
无形资产	141	142	152	150	148	146
非流动资产	1,767	2,194	2,380	2,506	2,530	2,544
%总资产	47.3%	55.3%	54.7%	55.8%	52.5%	48.8%
资产总计	3,733	3,971	4,348	4,492	4,816	5,210
短期借款	140	48	95	13	0	0
应付款项	681	605	712	684	737	801
其他流动负债	64	86	104	85	97	109
流动负债	885	739	911	783	835	910
长期贷款	0	129	149	228	228	228
其他长期负债	670	700	695	702	701	701
负债	1,554	1,569	1,755	1,712	1,764	1,838
普通股股东权益	2,037	2,205	2,327	2,463	2,686	2,955
其中：股本	185	186	188	193	193	193
未分配利润	1,144	1,294	1,438	1,618	1,841	2,110
少数股东权益	142	197	266	316	366	416
负债股东权益合计	3,733	3,971	4,348	4,492	4,816	5,210

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.783	1.361	1.210	1.334	1.650	1.991
每股净资产	11.032	11.881	12.409	12.771	13.926	15.319
每股经营现金净流	1.749	1.516	1.660	2.028	2.841	3.377
每股股利	0.550	0.450	0.450	0.401	0.495	0.598
回报率						
净资产收益率	16.16%	11.46%	9.75%	10.45%	11.85%	12.99%
总资产收益率	8.82%	6.36%	5.22%	5.73%	6.61%	7.37%
投入资本收益率	11.92%	9.09%	8.36%	9.20%	10.14%	10.84%
增长率						
主营业务收入增长率	5.03%	-3.23%	14.22%	3.66%	12.65%	9.75%
EBIT 增长率	65.84%	-13.06%	-2.24%	16.05%	18.24%	15.76%
净利润增长率	67.28%	-23.27%	-10.18%	13.43%	23.66%	20.64%
总资产增长率	32.69%	6.37%	9.51%	3.30%	7.22%	8.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	36.9	42.1	45.0	42.0	40.0
存货周转天数	55.1	56.1	50.8	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	48.3	58.1	50.5	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	94.2	119.2	183.0	181.4	153.3	131.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.00%	0.46%	1.51%	3.19%	-4.01%	-12.39%
EBIT 利息保障倍数	-40.3	27.3	41.8	15.2	18.8	27.6
资产负债率	41.64%	39.51%	40.35%	38.12%	36.62%	35.29%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	7	13
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.14	1.22	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-29	买入	30.06	N/A
2	2024-08-15	买入	20.92	N/A
3	2024-10-21	买入	24.25	N/A
4	2025-08-28	买入	29.04	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究