

## 25 年景气承压，26 年曙光初现

### 核心观点

- 公司已经历行业景气底部压力测试：**25 年公司大宗化工品景气持续底部震荡，主要甜味剂三氯蔗糖也经历了挺价后的崩塌触底，业绩显著承压。25 年公司实现营业收入 49.11 亿元，同比下降 7.39%；实现归母净利润 3.47 亿元，同比下降 37.66%；尤其是 25 年四季度出现了近十年以来的首次单季度亏损。然而进入 26 年，随着甜味剂销量复苏，以及部分大宗化工品价格上涨及销量提升，公司 26 年一季度业绩已出现环比改善，公司预告 26 年一季度实现归母净利润 0.9-1.1 亿元。
- 甜味剂行业正出现边际向好的变化：**市场前期对三氯蔗糖景气预期较低，主要是因为 24 下半年至 25 上半年行业进行过一轮减产协同，但价格的大幅拉升难敌内外需求疲软导致出货受阻，最终带来挺价协同的崩塌，也打击了市场对行业未来好转的信心。但行业正在发生边际好转，据百川盈孚，26 年 1、2 月全国合计三氯蔗糖出口量同比提升 47%，同期安赛蜜出口量也同比增长 5%，外需回暖趋势增强。且最近安赛蜜价格的上涨也有望为行业重新协同起到一定的示范效应。同时我们前期报告也有所分析，三氯蔗糖作为仔猪饲料添加剂的内需新场景也有望进一步打开需求空间。供给侧我国三氯蔗糖与安赛蜜集中度较高且基本主导全球供应，本就具备较强的反内卷基本盘。我们认为内外需的提振及上游原材料的走强有望增强行业底部复苏的信心，这有望加速企业家心态的转变，推进向上拐点的到来。
- 公司持续强化产业链延伸：**年产 8 万吨电子级双氧水项目于 25 年 2 月投产，当年产量 1.81 万吨，主要供应光伏、显示面板等行业客户；年产 7.1 万吨湿电子化学品升级项目于第二季度起陆续投产；年产 1 万吨双氯磺酰亚胺酸（LiFSI 前驱体）项目于 7 月投产，当年即实现较高产能负荷并已规划 26 年扩产。年产 20 万吨合成氨粉煤气化项目于 25 年 12 月建设完成，采用先进的粉煤气化技术，将对公司整体原料结构优化、能源利用效率提升和循环经济体系的完善形成基础性支撑。

### 盈利预测与投资建议

- 今年初由于地缘冲突，大宗化工品和原料出现了较大波动，我们预测公司 26-28 年归母净利润分别为 8.01、8.71、9.13 亿元（原 26-27 年归母净利润为 8.18、8.70 亿元），按照可比公司 26 年 21 倍市盈率，给以目标价 29.61 元并维持买入评级。

### 风险提示

- 产品和原材料价格波动；需求不及预期；市场空间、价格假设等测算相关风险。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,303	4,911	6,498	6,682	6,819
同比增长(%)	-0.1%	-7.4%	32.3%	2.8%	2.0%
营业利润(百万元)	657	447	943	1,040	1,081
同比增长(%)	-17.6%	-32.0%	111.3%	10.2%	4.0%
归属母公司净利润(百万元)	557	347	801	871	913
同比增长(%)	-20.9%	-37.7%	130.7%	8.8%	4.9%
每股收益(元)	0.98	0.61	1.41	1.53	1.61
毛利率(%)	19.2%	17.3%	23.6%	24.4%	24.5%
净利率(%)	10.5%	7.1%	12.3%	13.0%	13.4%
净资产收益率(%)	7.6%	4.5%	9.7%	9.6%	9.3%
市盈率	23.1	37.1	16.1	14.8	14.1
市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月15日）	22.66元
目标价格	29.61元
52周最高价/最低价	29.23/19.68元
总股本/流通A股（万股）	56,832/56,725
A股市值（百万元）	12,878
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年04月16日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.79	-11.21	3.14	-3.31
相对表现%	-6.74	-11.55	4.53	-27.88
沪深300%	1.95	0.34	-1.39	24.57



### 证券分析师

万里扬 执业证书编号：S0860519090003  
wanliyang@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

外需回暖及内需新场景有望带动甜味剂底部复苏 2026-02-11  
甜味剂供给格局有望持续优化 2025-02-10

表 1：可比公司估值（截至 2026/4/15）

可比公司	最新 价格	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华鲁恒升	35.55	1.84	1.56	2.23	2.55	19.34	22.77	15.93	13.94
安迪苏	13.98	0.39	0.37	0.50	0.57	35.75	37.29	28.15	24.66
新和成	36.59	1.91	2.17	2.37	2.61	19.16	16.83	15.43	14.00
安琪酵母	40.55	1.53	1.78	2.15	2.46	26.57	22.79	18.85	16.50
百龙创园	26.39	0.58	0.88	1.17	1.52	45.13	30.07	22.63	17.37
凯盛新材	21.51	0.12	0.28	0.43	0.56	174.17	75.93	50.50	38.38
<b>调整后平均</b>						31.70	28.23	21.39	18.13

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,995	1,057	2,048	2,461	3,373	营业收入	5,303	4,911	6,498	6,682	6,819
应收票据、账款及款项融资	887	1,144	1,326	1,386	1,444	营业成本	4,285	4,061	4,967	5,053	5,145
预付账款	68	82	96	105	104	销售费用	46	43	55	57	58
存货	609	819	854	944	923	管理费用	174	183	247	251	258
其他	1,151	1,481	1,094	1,216	1,155	研发费用	238	233	312	319	326
<b>流动资产合计</b>	<b>4,710</b>	<b>4,583</b>	<b>5,417</b>	<b>6,112</b>	<b>6,999</b>	财务费用	(12)	(22)	33	22	15
长期股权投资	33	97	35	35	35	资产、信用减值损失	16	78	15	12	(1)
固定资产	3,925	3,776	3,748	3,925	4,059	公允价值变动收益	(7)	55	5	5	5
在建工程	179	765	1,161	938	645	投资净收益	81	71	67	73	70
无形资产	276	268	255	243	230	其他	27	(13)	2	(6)	(12)
其他	763	766	501	639	652	<b>营业利润</b>	<b>657</b>	<b>447</b>	<b>943</b>	<b>1,040</b>	<b>1,081</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,176</b>	<b>5,672</b>	<b>5,700</b>	<b>5,779</b>	<b>5,621</b>	营业外收入	2	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>9,886</b>	<b>10,255</b>	<b>11,116</b>	<b>11,891</b>	<b>12,620</b>	营业外支出	18	45	19	32	25
短期借款	140	12	76	44	60	<b>利润总额</b>	<b>641</b>	<b>403</b>	<b>925</b>	<b>1,009</b>	<b>1,057</b>
应付票据及应付账款	585	801	829	920	898	所得税	84	56	125	138	144
其他	528	666	496	508	505	<b>净利润</b>	<b>557</b>	<b>347</b>	<b>801</b>	<b>871</b>	<b>913</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,253</b>	<b>1,479</b>	<b>1,401</b>	<b>1,472</b>	<b>1,462</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	888	837	837	837	837	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>557</b>	<b>347</b>	<b>801</b>	<b>871</b>	<b>913</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.98	0.61	1.41	1.53	1.61
其他	144	134	149	142	142						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,032</b>	<b>971</b>	<b>986</b>	<b>979</b>	<b>979</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,285</b>	<b>2,450</b>	<b>2,387</b>	<b>2,451</b>	<b>2,441</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	2	2	2	2	2	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	570	568	568	568	568	营业收入	-0.1%	-7.4%	32.3%	2.8%	2.0%
资本公积	218	528	680	680	680	营业利润	-17.6%	-32.0%	111.3%	10.2%	4.0%
留存收益	6,785	6,678	7,479	8,190	8,929	归属于母公司净利润	-20.9%	-37.7%	130.7%	8.8%	4.9%
其他	26	29	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,601</b>	<b>7,805</b>	<b>8,729</b>	<b>9,440</b>	<b>10,179</b>	毛利率	19.2%	17.3%	23.6%	24.4%	24.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,886</b>	<b>10,255</b>	<b>11,116</b>	<b>11,891</b>	<b>12,620</b>	净利率	10.5%	7.1%	12.3%	13.0%	13.4%
						ROE	7.6%	4.5%	9.7%	9.6%	9.3%
						ROIC	6.6%	4.1%	9.0%	9.1%	8.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	23.1%	23.9%	21.5%	20.6%	19.3%
净利润	557	347	801	871	913	净负债率	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	394	484	410	460	523	流动比率	3.76	3.10	3.87	4.15	4.79
财务费用	(12)	(22)	33	22	15	速动比率	3.26	2.51	3.22	3.47	4.11
投资损失	(81)	(71)	(67)	(73)	(70)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(294)	(325)	(133)	(93)	(48)	应收账款周转率	9.1	7.8	8.8	8.0	7.8
其它	187	148	329	(173)	(2)	存货周转率	6.0	5.4	5.6	5.3	5.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>750</b>	<b>561</b>	<b>1,373</b>	<b>1,014</b>	<b>1,331</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(806)	(899)	(764)	(402)	(352)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	61	76	(8)	35	(17)	每股收益	0.98	0.61	1.41	1.53	1.61
其他	(889)	(151)	413	(20)	124	每股经营现金流	1.32	0.99	2.42	1.78	2.34
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,634)</b>	<b>(974)</b>	<b>(359)</b>	<b>(386)</b>	<b>(246)</b>	每股净资产	13.37	13.73	15.36	16.61	17.91
债权融资	376	56	(207)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	8	308	153	0	0	市盈率	23.1	37.1	16.1	14.8	14.1
其他	(236)	(665)	31	(214)	(173)	市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>148</b>	<b>(301)</b>	<b>(23)</b>	<b>(214)</b>	<b>(173)</b>	EV/EBITDA	11.0	12.6	8.3	7.5	7.1
汇率变动影响	12	(14)	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.8	27.0	11.7	10.8	10.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(724)</b>	<b>(727)</b>	<b>990</b>	<b>413</b>	<b>912</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。