

基础化工

2026年04月17日

新和成 (002001)

——业绩符合预期，主业价格回落拖累 Q4 盈利，26Q1 营养品景气快速上行

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026年04月16日

收盘价 (元)	37.62
一年内最高/最低 (元)	40.19/21.03
市净率	3.5
股息率% (分红/股价)	1.86
流通 A 股市值 (百万元)	114,247
上证指数/深证成指	4,055.55/14,796.33

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年12月31日

每股净资产 (元)	10.67
资产负债率%	27.73
总股本/流通 A 股 (百万)	3,073/3,037
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报，业绩符合预期。**25 年公司实现营业收入 222.51 亿元 (yoy+3%)，归母净利润为 67.64 亿元 (yoy+15%)，扣非后归母净利润为 67.38 亿元 (yoy+16%)，毛利率 44.67% (yoy+2.89 pct)，净利率 30.57% (yoy+3.28 pct)，业绩符合预期。其中 25Q4 公司实现营业收入为 56.09 亿元 (yoy-4%，QoQ+1%)，归母净利润为 14.43 亿元 (yoy-23%，QoQ-16%)，扣非后归母净利润为 14.05 亿元 (yoy-28%，QoQ-15%)，毛利率 42.08% (yoy-5.76 pct，QoQ-2.78 pct)，净利率 25.81% (yoy-6.59 pct，QoQ-5.46 pct)。我们预计 25Q4 公司归母净利润环比下滑主要系，维生素蛋氨酸价格环比下行，并确认资产减值损失 1.76 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.00 元 (含税)，全年合计现金分红总额约 30.68 亿元，占归母净利润比重为 45.36%。
- **巴斯夫逐步解除不可抗力，全年维生素价格高位回落。**根据博亚和讯，2025 年 6 月 12 日巴斯夫解除 VA 生产的不可抗力影响，同时自 3 月 12 日起路德维希港各产品将陆续恢复生产，8 月 7 日巴斯夫宣称 VE 产品解除不可抗力状态。受供应端影响拖累，维生素景气全年高位回落，根据博亚和讯数据，25 年下半年公司维生素主要产品 VA、VE、VC 市场均价 63.58、20 元/kg，环比上半年分别-31%、-51%、-20%，其中 25Q4 VA、VE、VC 市场均价 63、51、20 元/kg，环比分别-1%、-20%、+4%，拖累维生素业务盈利下滑。但 25H1 维生素下游客户仍在去库阶段，下半年逐步迎来补库需求，预计公司销量有所提升。根据公司公告，山东新和成精化科技 25 年实现净利润 18.11 亿元 (YoY+4%)，25 年下半年实现净利润 6.02 亿元 (YoY-48%，QoQ-50%)。
- **25 年蛋氨酸倒“V”型走势，液蛋项目投产贡献增量。**25 年上半年供给端检修信号不断释放，价格逐步回暖，下半年下游养殖蛋鸡亏损，禽料用量减少，导致蛋氨酸短期刚需减弱，7 月价格见顶回落。根据博亚和讯统计，25 年全年国内蛋氨酸均价约 21.3 元/kg (YoY+1%)，其中 25Q4 固蛋均价约 19.7 元/kg (YoY-1%，QoQ-12%)。26 年内蒙古灵圣新产能释放或较缓慢，而需求增速仍存，蛋氨酸格局持续优化。据公司公告，当前已实现 30 万吨/年蛋氨酸产能达产，同时 7 万吨技改扩能项目基本完成，18 万吨/年液体蛋氨酸 (折纯) 项目投入试生产，25Q3 开始贡献一定增量，25Q3/Q4 公司对联营企业和合营企业的投资收益为 0.36/0.39 亿元，镇新生物 25 全年实现净利润 1.19 亿元，26Q1 实现净利润 1.02 亿元 (镇新生物数据未经审计)，盈利能力显著提升。根据公司公告，山东新和成氨基酸 25 年实现净利润 29.72 亿元 (YoY+31%)，25 年下半年实现净利润 15.34 亿元 (YoY+41%，QoQ+7%)。
- **26Q1 蛋氨酸维生素景气上行，长期中枢价格或将进一步抬升。**26 年蛋氨酸格局优化，价格已由 1 月初 17.6 元/kg 上涨至 3 月初 19.2 元/kg。地缘冲突以来，海外蛋氨酸生产成本大幅提升；高创新加坡工厂受原料短缺影响，3 月 6 日发表不可抗力声明，蛋氨酸部分生产设施被迫停产，支撑蛋氨酸价格大幅上扬。根据博亚和讯数据，当前国内蛋氨酸价格 52 元/kg，较 3 月初大幅上涨 32.9 元/kg。后续展望，海外炼厂负荷持续降低，蛋氨酸原料供给持续收紧，公司固蛋工厂计划自 6 月 10 日起停产检修 5 周，供给支撑强，长期而言，蛋氨酸供给格局或将重塑，叠加海外成本抬升，中枢价格有望迈上新台阶。年初以来，维生素贸易渠道及下游客户库存低位，VE 新增产能延期投放，市场进入供需趋紧状态，叠加冲突以来异丁烯等原料供给持续紧张，维生素景气快速上行，根据博亚和讯数据，当前国内 VA/VE 价格 117/117 元/kg，较 3 月初大幅上涨 56/57 元/kg。
- **香精香料板块稳健增长，新一轮扩产拓品在即。**25 年全年公司实现香精香料毛利 20.54 亿元 (YoY+1%)，毛利率 53.14% (YoY+1.30 pct)。根据公司公告，山东新和成药业 25 年实现净利润 14.83 亿元 (YoY+9%)，25 年下半年实现净利润 6.33 亿元 (YoY-9%，QoQ-26%)。公司聚焦于香料产品的深度拓展，已在山东启动占地约千亩的新香料产业园区规划，后续板块有望稳健成长。
- **新材料盈利显著提升，己二腈项目顺利推进，持续打造“化工+”、“生物+”平台。**25 年全年公司实现新材料毛利 6.24 亿元 (YoY+70%)，毛利率 29.51% (YoY+7.62 pct)。根据公司公告，公司基于自身在己二腈和异佛尔酮上的技术积累，天津 30 亿投建 10 万吨/年己二腈-己二胺一期项目 (已开工建设)，70 亿投建 40 万吨/年己二腈-己二胺二期项目，并延伸 40 万吨/年尼龙 66 项目，同时已建成 IPDA 2 万吨/年、ADI 4000 吨/年、HDI 3000 吨/年，并进行客户送样，打造下一个产业链平台。精细化工领域，公司基于蛋氨酸产业链中 ACA 产品的布局，拟 30 亿投建 6 万吨草铵膦项目，打开农药大市场赛道外，加强不同业务间的协同作用。随着多个项目的有序推进，公司“化工+”、“生物+”平台不断丰富，未来成长可期。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到蛋氨酸和维生素价格大幅上涨，我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测为 103.56、113.67 (前值为 72.02、80.58 亿元)，新增 2028 年预测为 126.39 亿元，对应 PE 估值分别为 11X、10X、9X。根据 wind 统计，公司自 2023 年 4 月 15 日至今三年 PE (TTM) 中枢为 15.62X，具备较高安全边际，维持“增持”评级。
- **核心假设风险：**新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	21,610	22,251	28,220	29,306	31,396
同比增长率 (%)	43.0	3.0	26.8	3.9	7.1
归母净利润 (百万元)	5,869	6,764	10,356	11,367	12,639
同比增长率 (%)	117.0	15.3	53.1	9.8	11.2
每股收益 (元/股)	1.91	2.21	3.37	3.70	4.11
毛利率 (%)	41.8	44.7	49.1	48.7	48.9
ROE (%)	20.0	20.6	25.9	22.2	19.8
市盈率	20	17	11	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	21,610	22,251	28,220	29,306	31,396
其中：营业收入	21,610	22,251	28,220	29,306	31,396
减：营业成本	12,582	12,311	14,373	15,024	16,048
减：税金及附加	251	274	339	322	345
主营业务利润	8,777	9,666	13,508	13,960	15,003
减：销售费用	190	187	226	234	251
减：管理费用	596	657	847	879	942
减：研发费用	1,036	1,099	1,439	1,407	1,507
减：财务费用	178	-15	-10	-177	-401
经营性利润	6,777	7,738	11,006	11,617	12,704
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-55	13	0	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-82	-235	0	0	0
加：投资收益及其他	345	394	1,112	1,475	1,688
营业利润	6,973	7,854	12,116	13,090	14,389
加：营业外净收入	-29	-5	0	0	0
利润总额	6,944	7,850	12,116	13,090	14,389
减：所得税	1,047	1,047	1,681	1,668	1,697
净利润	5,897	6,802	10,435	11,422	12,693
少数股东损益	28	38	79	55	54
归属于母公司所有者的净利润	5,869	6,764	10,356	11,367	12,639

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。