

25 年销量增长驱动为主，26 年营养品景气度有望提升

核心观点

- 25 年业绩稳步增长：**公司 2025 年全年实现营业收入 222.51 亿元，同比增长 3.0%，归母净利润 67.64 亿元，同比增长 15.3%。业绩增长主要来自于蛋氨酸和新材料驱动，营养品板块毛利增长 5.9 亿元，增量占比 64%；新材料板块毛利增长 2.6 亿元，占比 28%。主要原因有两点：1) 蛋氨酸业务销量在山东基地 7 万吨/年一体化提升项目，以及与中石化合资 18 万吨/年液蛋项目投产的驱动下，销量实现增长。同时竞争力明显提升，在价格变化较小的情况下，山东新和成氨基酸主体净利润同比提升 7 亿元；2) 新材料板块销量增长较快，推动相关板块销量增长达到 36%。
- 26 年营养品盈利有望显著提升：**受中东冲突影响，全球化工原料出现明显短缺。虽然国内维生素与氨基酸供应基本没有受到影响，但是产品价格出现大幅上涨。截止 4 月 18 日，VA、VE、固体蛋氨酸等主要营养品价格相比中东冲突发生前分别上涨达到 77%、89%、85%。营养品市场格局较好，以往出现突发供给问题时，都表现出快涨慢跌的特性。而且这些产品短期内并无新产能冲击，我们预计高景气度有望维持较长时间，这将使公司 26 年营养品盈利显著提升。
- 新项目推动长期增长：**公司下一阶段主要投资方向在于新材料板块。其中天津基地尼龙产业链项目已完成能源、土地等各项资源合规审批手续，报告期内已正式开工建设，目前项目各项建设工作稳步推进。PPS 四期项目按既定计划有序实施，建成后将进一步扩大公司 PPS 产品产能，提升公司在新材料领域的市场竞争力。

盈利预测与投资建议

- 结合市场情况，我们调整了公司维生素、蛋氨酸等产品的价格预测与部分产品销量预测。我们调整公司 2026-2027 年每股收益 EPS 预测为 3.19、2.74 元（原预测 2.05、2.26 元），并添加 2028 年预测为 2.80 元。按照可比公司 26 年平均 PE 为 17 倍，对应目标价为 54.23 元，维持买入评级。

风险提示

- 产品需求下滑；产品价格下滑；新项目进度不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	21,610	22,251	29,473	28,146	28,625
同比增长(%)	43.0%	3.0%	32.5%	-4.5%	1.7%
营业利润(百万元)	6,973	7,854	11,587	9,944	10,162
同比增长(%)	113.9%	12.6%	47.5%	-14.2%	2.2%
归属母公司净利润(百万元)	5,869	6,764	9,790	8,419	8,603
同比增长(%)	117.0%	15.3%	44.7%	-14.0%	2.2%
每股收益(元)	1.91	2.20	3.19	2.74	2.80
毛利率(%)	41.8%	44.7%	49.5%	45.3%	45.2%
净利率(%)	27.2%	30.4%	33.2%	29.9%	30.1%
净资产收益率(%)	21.7%	21.8%	25.9%	18.6%	17.2%
市盈率	19.2	16.6	11.5	13.4	13.1
市净率	3.8	3.4	2.6	2.4	2.1

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声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月17日）	36.19 元
目标价格	54.23 元
52 周最高价/最低价	40.19/20.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	307,342/303,686
A 股市值（百万元）	111,227
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026 年 04 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.09	2.58	43.1	73.6
相对表现%	-3.08	0.61	43.17	48.24
沪深 300%	1.99	1.97	-0.07	25.36



证券分析师

倪吉 执业证书编号：S0860517120003
niji@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

维生素景气回升，业绩大幅增长 2025-04-19
维生素景气下滑拖累业绩，在建项目保障 2024-04-24
公司成长

表 1：可比公司估值（截止 2026 年 4 月 17 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
浙江医药	1.21	0.91	1.35	1.60	12.35	16.41	11.04	9.32
华峰化学	0.45	0.37	0.57	0.69	24.10	28.80	18.81	15.62
安迪苏	0.39	0.37	0.50	0.57	35.93	37.48	28.29	24.78
华鲁恒升	1.84	1.56	2.25	2.57	19.23	22.63	15.73	13.75
扬农化工	2.97	3.17	3.99	4.65	24.14	22.57	17.94	15.41
万华化学	4.16	3.99	5.19	6.23	21.08	22.00	16.91	14.08
调整后平均						24.00	17.00	15.00

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	7,937	7,966	19,315	24,748	30,740	营业收入	21,610	22,251	29,473	28,146	28,625
应收票据、账款及款项融资	4,470	4,144	4,413	4,214	4,286	营业成本	12,582	12,311	14,883	15,402	15,689
预付账款	163	178	236	226	230	销售费用	190	187	247	236	240
存货	4,090	4,649	5,620	5,816	5,925	管理费用	596	657	870	831	845
其他	262	2,497	2,586	2,570	2,576	研发费用	1,036	1,099	1,456	1,391	1,414
流动资产合计	16,922	19,435	32,170	37,574	43,755	财务费用	178	(15)	233	149	92
长期股权投资	865	965	965	965	965	资产、信用减值损失	137	223	171	185	168
固定资产	21,916	20,299	19,804	19,111	18,327	公允价值变动收益	(14)	(53)	(53)	(53)	(53)
在建工程	572	745	621	572	552	投资净收益	77	141	141	141	141
无形资产	2,483	2,590	2,528	2,467	2,405	其他	19	(23)	(112)	(96)	(102)
其他	231	1,572	19	13	13	营业利润	6,973	7,854	11,587	9,944	10,162
非流动资产合计	26,067	26,171	23,938	23,128	22,263	营业外收入	5	18	18	18	18
资产总计	42,989	45,606	56,108	60,701	66,018	营业外支出	34	23	23	23	23
短期借款	1,163	675	675	675	675	利润总额	6,944	7,850	11,583	9,940	10,158
应付票据及应付账款	1,845	1,850	2,237	2,315	2,358	所得税	1,047	1,047	1,737	1,491	1,524
其他	3,902	4,872	4,968	4,950	4,957	净利润	5,897	6,802	9,845	8,449	8,634
流动负债合计	6,909	7,398	7,880	7,940	7,990	少数股东损益	28	38	55	30	31
长期借款	5,327	4,187	4,187	4,187	4,187	归属于母公司净利润	5,869	6,764	9,790	8,419	8,603
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.91	2.20	3.19	2.74	2.80
其他	1,307	1,061	909	909	909						
非流动负债合计	6,634	5,248	5,096	5,096	5,096	主要财务比率					
负债合计	13,544	12,646	12,976	13,036	13,086		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	121	155	210	241	272	成长能力					
实收资本(或股本)	3,073	3,073	3,073	3,073	3,073	营业收入	43.0%	3.0%	32.5%	-4.5%	1.7%
资本公积	3,133	2,580	3,136	3,136	3,136	营业利润	113.9%	12.6%	47.5%	-14.2%	2.2%
留存收益	22,921	26,923	36,713	41,216	46,451	归属于母公司净利润	117.0%	15.3%	44.7%	-14.0%	2.2%
其他	198	230	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	29,446	32,961	43,133	47,665	52,932	毛利率	41.8%	44.7%	49.5%	45.3%	45.2%
负债和股东权益总计	42,989	45,606	56,108	60,701	66,018	净利率	27.2%	30.4%	33.2%	29.9%	30.1%
						ROE	21.7%	21.8%	25.9%	18.6%	17.2%
						ROIC	16.7%	17.1%	21.8%	16.1%	14.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	31.5%	27.7%	23.1%	21.5%	19.8%
净利润	5,897	6,802	9,845	8,449	8,634	净负债率	3.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2,162	2,235	1,563	1,619	1,673	流动比率	2.45	2.63	4.08	4.73	5.48
财务费用	178	(15)	233	149	92	速动比率	1.86	2.00	3.37	4.00	4.73
投资损失	(77)	(141)	(141)	(141)	(141)	营运能力					
营运资金变动	(1,138)	(29)	(1,136)	(94)	(308)	应收账款周转率	7.0	6.4	7.4	6.1	6.0
其它	52	(55)	1,382	238	221	存货周转率	2.9	2.8	2.9	2.7	2.7
经营活动现金流	7,073	8,797	11,746	10,220	10,172	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
资本支出	(1,220)	(798)	(808)	(808)	(808)	每股指标(元)					
长期投资	(168)	(100)	0	0	0	每股收益	1.91	2.20	3.19	2.74	2.80
其他	(2,386)	(1,144)	87	87	87	每股经营现金流	2.30	2.86	3.82	3.33	3.31
投资活动现金流	(3,774)	(2,043)	(721)	(721)	(721)	每股净资产	9.54	10.67	13.97	15.43	17.13
债权融资	(593)	(440)	0	0	0	估值比率					
股权融资	2	(553)	556	0	0	市盈率	19.2	16.6	11.5	13.4	13.1
其他	(1,671)	(3,485)	(233)	(4,065)	(3,459)	市净率	3.8	3.4	2.6	2.4	2.1
筹资活动现金流	(2,263)	(4,478)	323	(4,065)	(3,459)	EV/EBITDA	11.8	11.0	8.2	9.4	9.3
汇率变动影响	39	21	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.4	14.1	9.3	10.9	10.8
现金净增加额	1,075	2,298	11,348	5,434	5,991						

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

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。