

新化股份 (603867.SH)

增持 (维持)

公司业绩符合预期，布局新赛道培育多元增长极

事件：公司发布 2025 年年报和 2026 年一季度报，2025 年公司实现收入 29.43 亿元，同比下降 0.76%，归母净利润 2.60 亿元，同比增长 14.78%，扣非净利润 2.41 亿元，同比增长 9.25%；2026 年一季度公司实现收入 8.22 亿元，同比增长 7.45%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 13.55%。

□ 全年主要产品价格同比下跌，公司业绩实现逆势增长。2025 年面对产品价格下行压力，公司主动优化业务结构、强化成本管控、打通产业链堵点，实现利润逆势增长。报告期内，公司脂肪胺收入 14.84 亿元，同比增长 2.15%，毛利率 21.39%，同比增加 4.36 pct，销量 13.8 万吨，同比增长 8.23%，销售均价 1.07 万元/吨，同比下跌 5.62%；有机溶剂收入 3.63 亿元，同比下降 16.36%，毛利率 14.79%，同比降低 9.87 pct，销量 5.67 万吨，同比增长 1.31%，销售均价 6394 元/吨，同比下跌 17.49%；合成香料收入 7.8 亿元，同比下降 1.07%，毛利率 21.20%，同比提高 0.79 pct，销量 2.38 万吨，同比增长 1.63%，销售均价 3.29 万元/吨，同比下跌 2.66%。

□ 一季度综合毛利率小幅下降，产品价格环比基本持平。2026 年一季度公司综合毛利率 21.6%，同比下降 0.3pct，环比下降 0.7 pct。报告期内，公司脂肪胺实现收入 3.89 亿元，环比增长 6.0%，销量 3.89 万吨，环比增长 5.3%，销售均价 1.01 万元/吨，环比上涨 0.7%；有机溶剂实现收入 0.86 亿元，环比下降 7.0%，销量 1.36 万吨，环比下降 8.0%，销售均价 6320 元/吨，环比上涨 1.1%；合成香料实现收入 2.16 亿元，环比增长 9.3%，销量 0.67 万吨，环比增长 9.7%，销售均价 3.21 万元/吨，环比下降 0.3%。

□ 积极推进重点项目建设投产，布局新赛道培育多元增长极。报告期内，江苏馨瑞三期项目建成投产，新增产能将为后续增长提供重要引擎；宁夏基地处于产能爬坡阶段，经营韧性持续增强。阻燃剂产品全年供不应求，公司已提前拓展多元客户渠道，为扩产后的市场拓展奠定基础。公司围绕半导体材料、纳米显示材料、锂电新能源三大方向精准布局，构建“核心引领+协同支撑”的产业生态。江苏兴福从动工到试生产仅用 15 个月，为 2026 年开拓半导体电子化学品市场奠定坚实基础。新锂想受碳酸锂市场波动影响短期承压，但随着价格回升及重点项目落地转化，盈利水平具备较大改善空间。公司通过参股半导体、锂电回收、量子点显示等领域创新企业，为可持续发展注入新动能。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.19 亿、3.81 亿、4.25 亿元，EPS 分别为 1.47、1.75、1.95 元，当前股价对应 PE 分别为 23、19、17 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2966	2943	3275	3616	4006
同比增长	14%	-1%	11%	10%	11%
营业利润(百万元)	327	383	464	550	611
同比增长	-4%	17%	21%	18%	11%
归母净利润(百万元)	227	260	319	381	425
同比增长	-10%	15%	22%	19%	12%

周期/化工

目标估值：NA

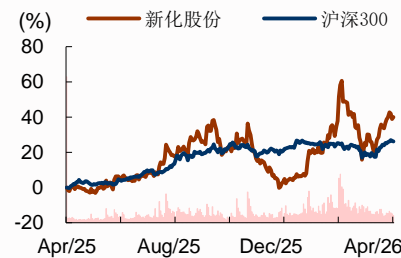
当前股价：33.69 元

基础数据

总股本(百万股)	217
已上市流通股(百万股)	216
总市值(十亿元)	7.3
流通市值(十亿元)	7.3
每股净资产(MRQ)	11.6
ROE(TTM)	9.2
资产负债率	37.2%
主要股东	胡健
主要股东持股比例	8.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	14	45
相对表现	14	12	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《新化股份(603867)——前三季度业绩同比略增，向高附加值产业链升级》2025-10-28
- 《新化股份(603867)——二季度业绩环比小幅增长，宁夏香料产能逐步释放》2025-08-29
- 《新化股份(603867)——一季度业绩环比大幅增长，合成香料增量贡献明显》2025-05-07

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

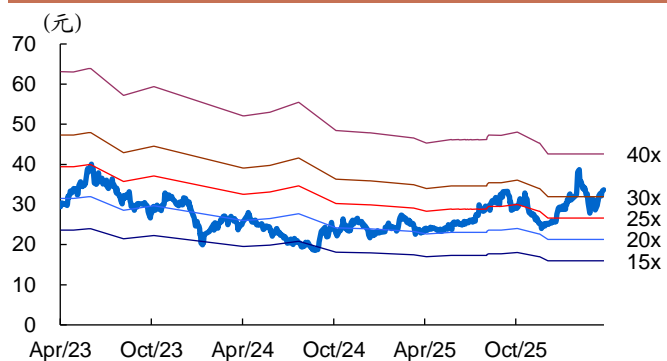
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

每股收益(元)	1.04	1.20	1.47	1.75	1.95
PE	32.3	28.1	23.0	19.2	17.2
PB	3.1	2.4	2.2	2.1	1.9

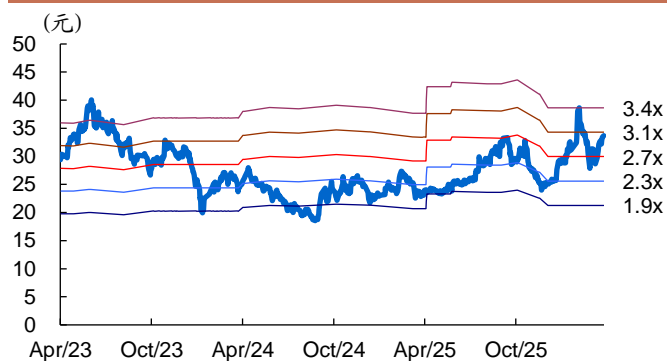
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 新化股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 新化股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1968	1984	1969	2097	2298
现金	756	537	410	397	436
交易性投资	0	130	130	130	130
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	404	388	411	454	502
其它应收款	6	13	14	15	17
存货	344	423	456	496	543
其他	458	493	548	605	670
非流动资产	2380	2636	2957	3247	3509
长期股权投资	67	83	83	83	83
固定资产	1487	1844	2181	2484	2758
无形资产商誉	152	150	135	122	110
其他	674	559	559	559	559
资产总计	4348	4620	4926	5344	5807
流动负债	911	892	914	986	1069
短期借款	68	37	0	0	0
应付账款	690	679	745	811	888
预收账款	36	52	58	63	69
其他	117	123	112	112	113
长期负债	844	392	392	392	392
长期借款	149	248	248	248	248
其他	695	144	144	144	144
负债合计	1755	1283	1306	1377	1461
股本	188	217	217	217	217
资本公积金	599	1124	1124	1124	1124
留存收益	1541	1713	1945	2230	2541
少数股东权益	266	282	334	395	463
归属于母公司所有者权益	2327	3055	3287	3572	3882
负债及权益合计	4348	4620	4926	5344	5807

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	311	319	517	590	660
净利润	275	302	370	442	494
折旧摊销	130	170	198	230	258
财务费用	15	22	13	12	12
投资收益	2	(0)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	(95)	(173)	(42)	(73)	(82)
其它	(15)	(2)	5	6	6
投资活动现金流	(262)	(488)	(496)	(496)	(496)
资本支出	(225)	(339)	(522)	(522)	(522)
其他投资	(37)	(149)	26	26	26
筹资活动现金流	(50)	(53)	(148)	(107)	(126)
借款变动	50	46	(49)	0	0
普通股增加	2	30	0	0	0
资本公积增加	(25)	525	0	0	0
股利分配	(84)	(84)	(87)	(96)	(114)
其他	7	(570)	(13)	(12)	(12)
现金净增加额	(1)	(223)	(127)	(13)	39

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2966	2943	3275	3616	4006
营业成本	2350	2287	2508	2729	2988
营业税金及附加	15	14	16	18	19
营业费用	24	25	28	31	34
管理费用	142	174	193	213	236
研发费用	104	97	108	119	132
财务费用	8	19	13	12	12
资产减值损失	(20)	29	29	29	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	27	27	27	27	27
投资收益	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	327	383	464	550	611
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	9	24	24	24	24
利润总额	319	361	442	527	588
所得税	44	58	71	85	95
少数股东损益	48	42	51	61	69
归属于母公司净利润	227	260	319	381	425

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	14%	-1%	11%	10%	11%
营业利润	-4%	17%	21%	18%	11%
归母净利润	-10%	15%	22%	19%	12%
获利能力					
毛利率	20.8%	22.3%	23.4%	24.5%	25.4%
净利率	7.7%	8.8%	9.7%	10.5%	10.6%
ROE	10.0%	9.7%	10.1%	11.1%	11.4%
ROIC	10.7%	10.4%	10.7%	11.7%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	40.4%	27.8%	26.5%	25.8%	25.2%
净负债比率	5.6%	6.4%	5.0%	4.6%	4.3%
流动比率	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1
速动比率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	7.2	6.0	5.7	5.7	5.8
应收账款周转率	8.7	7.4	8.2	8.4	8.4
应付账款周转率	3.7	3.3	3.5	3.5	3.5
每股资料(元)					
EPS	1.04	1.20	1.47	1.75	1.95
每股经营净现金	1.43	1.47	2.38	2.71	3.04
每股净资产	10.70	14.05	15.11	16.42	17.85
每股股利	0.39	0.40	0.44	0.53	0.59
估值比率					
PE	32.3	28.1	23.0	19.2	17.2
PB	3.1	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	18.6	15.1	12.7	10.8	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。