



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026 年 06 月 14 日

基础数据

06 月 12 日收盘价（元）	39.04
总市值（亿元）	84.91
总股本（亿股）	2.17

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：张樾樾

S0190526040002
zhangxixi@xyzq.com.cn

分析师：厉泽昭

S0190526040005
lizezhao@xyzq.com.cn

分析师：黄凯

S0190526040004
huangkai@xyzq.com.cn

分析师：姜美丹

S0190526040008
jiangmeidan@xyzq.com.cn

新化股份(603867.SH)

香料产能逐步释放，电子级异丙醇有望打造增长极

投资要点：

- **精细化工细分龙头，积极布局新兴业务。**新化股份创建于 1967 年，前身为国营新安江化肥厂。公司在浙江、江苏、江西等地建有四个现代化的生产基地，经营产品包括有机胺系列、香精香料、有机磷、过氧化物、合成氨、新材料、表面活性剂及其他精细化学品等各个系列。建德市国有资产经营有限公司是公司第一大股东。公司盈利能力稳定，营收逐步扩张，脂肪胺贡献一半左右营收。
- **脂肪胺：行业集中度高，农药&医药为主要下游。**低碳脂肪胺行业集中度高，下游主要为农药。异丙胺是应用广泛的化工原料，三乙胺作为锂电池电解液添加剂碳酸亚乙烯酯（VC）主要原材料有望受益。公司是国内低碳脂肪胺龙头，产品品类齐全，产能位居国内前列。
- **合成香料：需求稳定增长，公司产能持续释放。**香料来源较为广泛，主要分为天然香料、合成香料两大类，香精香料下游应用领域以食品和日化行业为主。全球香精香料行业持续增长，亚洲及国内增速略高于全球。全球香精香料行业四大龙头市占率超过 50%，公司深耕香料行业二十余年，与奇华顿合资设立香料公司。产能稳定释放，宁夏新化新增产能 16,650 吨/年已逐步释放，江苏馨瑞香料三期改扩建项目进入试生产阶段。
- **有机溶剂：公司成本优势显著，电子级异丙醇蓄势待发。**公司有机溶剂系列的主要产品为异丙醇，公司拥有丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产能力，可以在不同原料之间选择具有成本优势的原料进行产品生产。公司与兴福电子强强联合，两万吨电子级异丙醇项目已经于 2025 年建成。
- **锂资源利用大有可为，公司锂电回收项目持续推进。**国内动力电池逐步进入批量退役周期，市场潜力广阔。公司锂资源提取与回收都取得了较大突破。公司与耀宁科技（吉利子公司）达成合作，建设新耀循环科技废旧极片及废旧电池资源循环利用项目。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是国内低碳脂肪胺龙头，合成香料新产能释放在即，电子级异丙醇助力公司切入湿电子化学品行业。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润为 3.39 亿/3.85 亿/4.39 亿元，分别同比+30.1%/+13.6%/14.0%，分别对应 2026 年 6 月 12 日收盘价的 PE 估值为 25.1x/22.1x/19.3x。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、新产能释放不及预期风险、新兴业务扩展不及预期风险、因环保标准提高而带来的风险

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2943	3725	3877	4206
同比增长	-0.8%	26.6%	4.1%	8.5%
归母净利润（百万元）	260	339	385	439
同比增长	14.8%	30.1%	13.6%	14.0%
毛利率	22.3%	22.4%	23.4%	24.0%
ROE	8.5%	10.3%	10.9%	11.5%
每股收益（元）	1.20	1.56	1.77	2.02
市盈率	32.6	25.1	22.1	19.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 精细化工细分龙头，积极布局新兴业务	4
（一） 国内领先的脂肪胺和合成香料企业	4
（二） 脂肪胺贡献半壁江山，合成香料增长迅速	5
（三） 公司盈利能力较为稳定，营收规模呈上升趋势	6
二、 脂肪胺：行业集中度高，农药&医药为主要下游	8
三、 合成香料：需求稳定增长，公司产能持续释放	13
四、 有机溶剂：公司成本优势显著，电子级异丙醇蓄势待发	19
（一） 异丙醇下游较为分散，公司丙烯法具备成本优势	19
（二） 与兴福电子合作项目落地，公司正式切入高端湿电子化学品领域	24
五、 锂资源利用大有可为，公司锂电回收项目持续推进	26
六、 盈利预测与估值	30
七、 风险提示	32

图目录

图 1、 新化股份发展历程	4
图 2、 公司股权结构和部分子公司情况	5
图 3、 2021-2025 分板块营收比例	6
图 4、 2021-2025 公司主要板块毛利率情况	6
图 5、 公司 2020-2026Q1 营收情况	7
图 6、 公司 2020-2026Q1 归母净利润情况	7
图 7、 公司 2020-2026Q1 毛利率、净利率情况	7
图 8、 公司 2023-2025 年境内外营收占比	8
图 9、 公司 2023-2025 年境内外毛利率、净利率情况	8
图 10、 公司 2020-2025 分红情况	8
图 11、 脂肪胺主要下游应用	9
图 12、 中国化学农药原药产量	10
图 13、 中国草甘膦产量	10
图 14、 异丙胺价格情况	10
图 15、 异丙胺出口情况	10
图 16、 乙基胺的主要生产工艺	11
图 17、 碳酸亚乙烯酯（VC）的生产工序	12
图 18、 碳酸亚乙烯酯（VC）价格	12
图 19、 香料行业产业链情况	14
图 20、 2025 年香精香料行业下游应用分布	14
图 21、 全球香精香料市场规模	15
图 22、 2025 年全球香精香料市场需求占比	16
图 23、 奇华顿 2025 年销售占比	16
图 24、 中国香精香料市场规模	17
图 25、 公司香料销量情况	19
图 26、 公司香料销售给奇华顿比例	19
图 27、 异丙醇下游应用分布	20
图 28、 异丙醇出口情况	21
图 29、 异丙醇进口情况	

图 30、 异丙醇价格走势（元/吨） 22

图 31、 丙烯法生产工艺 23

图 32、 丙烯法和丙酮法盈利水平对比（元/吨） 24

图 33、 半导体产业链中清洗涉及多个环节 25

图 34、 电子级异丙醇项目投产时间线 26

图 35、 锂电池回收产业链图 28

图 36、 中国锂电池退役量情况 29

表目录

表 1、 公司主要产品情况 6

表 2、 公司主要低碳脂肪胺产品介绍 9

表 3、 国际四大香精香料公司情况 16

表 4、 公司香料产品介绍 18

表 5、 公司香料产能情况（截止 2025 年年报） 18

表 6、 公司有机溶剂产品介绍 19

表 7、 公司异丙醇产线情况 22

表 8、 湿电子化学品 SEMI 国际标准等级要求 24

表 9、 不同工业化提锂技术比较和总结 27

表 10、 2025 年锂电回收行业重要政策 29

表 11、 公司盈利预测（百万元） 31

表 12、 可比公司估值 32

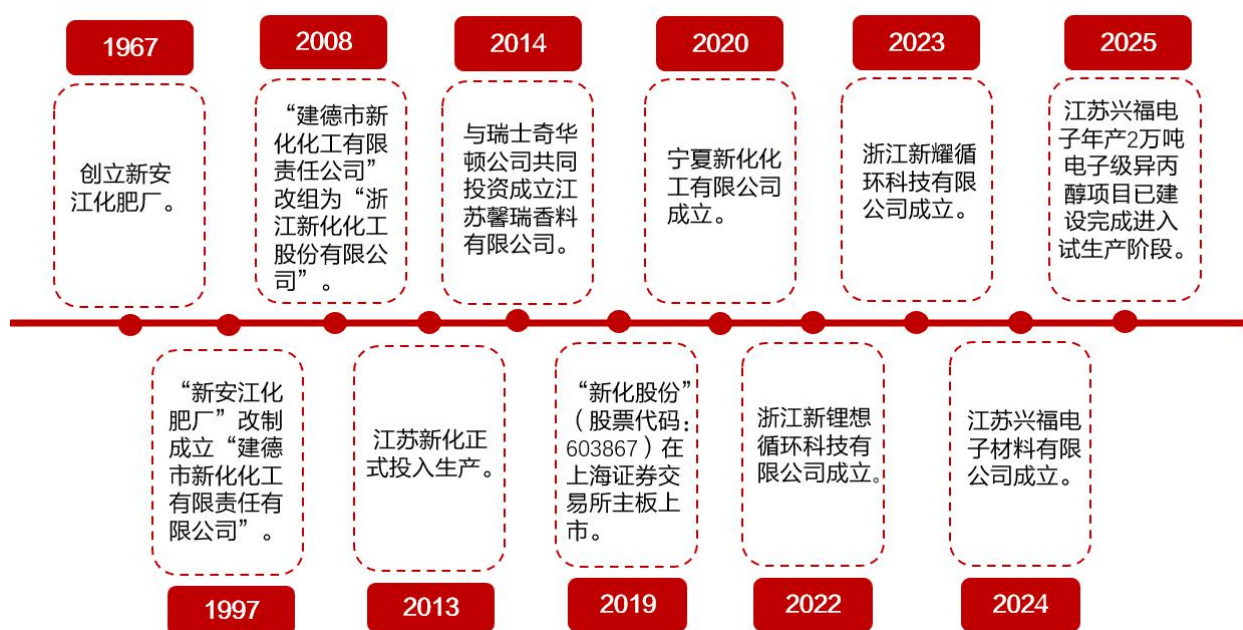
一、精细化工细分龙头，积极布局新兴业务

（一）国内领先的脂肪胺和合成香料企业

浙江新化化工股份有限公司（以下简称新化股份、公司）创建于 1967 年，前身为国营新安江化肥厂，1997 年改制成立建德市新化化工有限责任公司，2008 年改组成立股份有限公司。公司股票于 2019 年在上交所主板挂牌上市。

公司在浙江、江苏、江西等地建有四个现代化的生产基地，经营产品包括有机胺系列（C2- C8 低碳脂肪胺）、香精香料、有机磷、过氧化物、合成氨、新材料、表面活性剂及其他精细化学品等各个系列，其中主导产品有机胺和合成香料系列产品，工艺技术国内领先，综合实力居国内同行前列。

图 1、新化股份发展历程

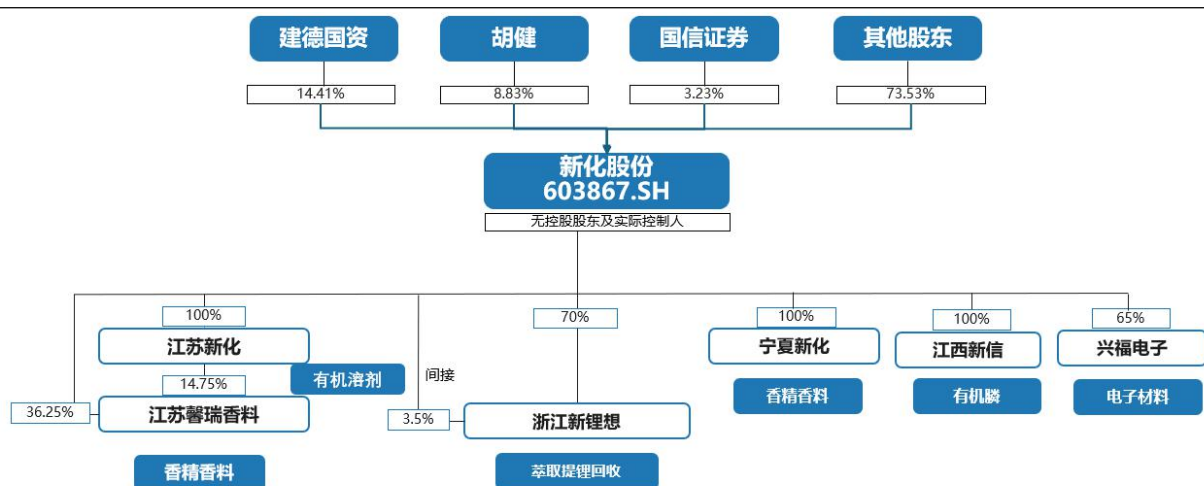


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

建德国资为最大股东。公司目前无控股股东及实际控制人，建德市国有资产经营有限公司作为第一大股东，持股比例为 14.41%。第二大股东、公司党委书记胡健持股 8.83%。公司主要子公司包括负责溶剂生产的江苏新化公司、负责合成香料业务的馨瑞香料公司、生产电子级异丙醇的兴福电子材料公司等等。

公司加码量子点显示材料领域布局。2026 年，新化股份通过产业链基金中景辉完成对广纳珈源蓝点合伙企业 75%股份的收购，间接持有广纳珈源股权从最初的 9.9%提升至 15.246%，标志着公司在纳米级材料应用领域的战略布局进一步深化，为切入新型显示高端材料赛道奠定坚实基础。

图 2、公司股权结构和部分子公司情况



数据来源：wind，天眼查，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）脂肪胺贡献半壁江山，合成香料增长迅速

公司主要产品分为脂肪胺系列、有机溶剂系列和合成香料系列。

公司低碳脂肪胺产品，无论从生产规模、成本、市场占有率来说，都具有较强的竞争优势，2025 年产能为 13.5 万吨，产能利用率超过 100%。

有机溶剂方面，公司是目前国内实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产厂家。其中：丙酮加氢法是国内首创，丙烯水合法是利用中科院大连化物所的专利技术建设并持续改进提升而成。截至 2025 年年报，江苏兴福电子年产 2 万吨电子级异丙醇项目已建设完成，已正式进入试生产阶段。

公司已在合成香料行业具备了一定的生产规模和综合实力。公司与全球香料香精企业瑞士奇华顿（Givaudan）合资设立香料生产企业馨瑞香料。合资公司充分利用合作双方的技术和生产经验进行装置建设与生产，相关产品 70% 左右供应奇华顿全球采购，为公司的稳定生产与市场销售提供了有力的保障。截至 2025 年年报，宁夏新化合成香料产品基地一期 16650 吨/年产能逐步释放。

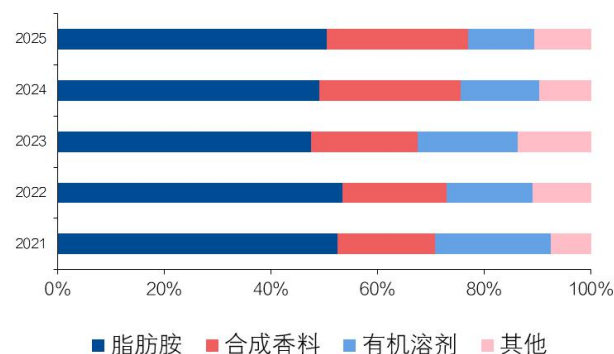
表 1、公司主要产品情况

产品线	2025 年收入占比	核心代表产品	产品应用及公司地位
脂肪胺系列	50.4%	异丙胺、正丁胺、二异丙胺、乙基胺、仲丁胺等	脂肪胺作为氨的有机衍生物，是许多化工产品的重要合成原料，广泛应用于农药、医药、涂料、染料、催化剂、固化剂、新能源材料、化妆品、食品添加剂、化肥缓释剂、保鲜剂等下游行业。作为国内脂肪胺行业重要生产企业，公司的综合产能位居国内前列，系目前全球范围内排名前列的低碳脂肪胺产品生产企业。
合成香料系列	26.6%	超级檀香 208、乙酸邻叔丁基环己酯、二氢月桂烯、己酸烯丙酯等	随着我国经济的快速发展，日化行业、食品工业、医药工业等下游产业的规模不断扩大，我国香料香精行业作为配套产业也呈现了持续稳定的发展态势。公司已在合成香料行业具备了一定的生产规模和综合实力。公司与全球香料香精企业瑞士奇华顿（Givaudan）合资设立香料生产企业馨瑞香料。
有机溶剂系列	12.3%	异丙醇、异丙醚	主要应用于医药中间体、有机合成及其他、农药、电子清洗、油墨和涂料。公司是目前国内实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产厂家。江苏兴福电子年产 2 万吨电子级异丙醇项目已建设完成，并进入试生产阶段。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

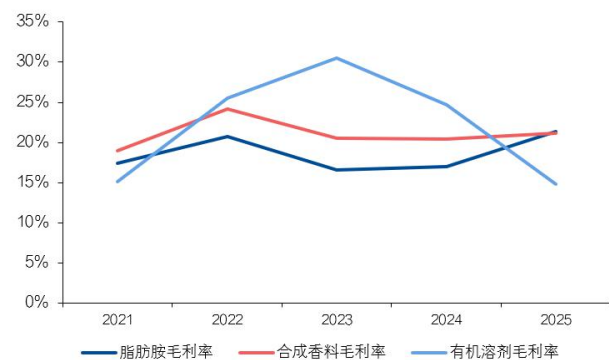
脂肪胺是公司最主要收入来源，有机溶剂占比呈下降趋势。2021-2025 年，脂肪胺平均占公司总收入比例超过 50%；2024-2025 年，合成香料板块收入占比有所提升，从 2021-2023 年平均占比 19%提升到 2024-2025 年平均 26%；有机溶剂收入占比则逐年呈现下降趋势，2025 年占比约为 12.3%（2021 年占比为 21.67%）。2021-2025 年，脂肪胺和合成香料平均毛利率分别为 18.6%、21%，有机溶剂毛利率波动相对较大，2025 年该板块毛利率约为 14.8%。

图 3、2021-2025 分板块营收比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2021-2025 公司主要板块毛利率情况



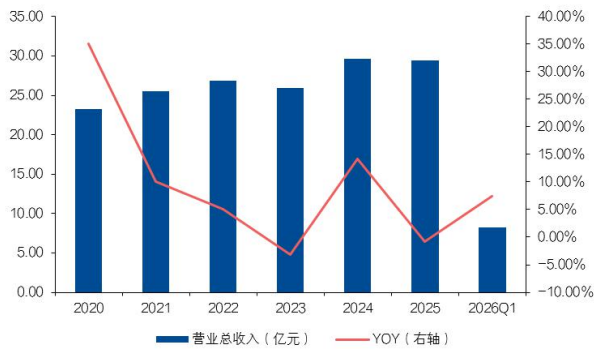
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）公司盈利能力较为稳定，营收规模呈上升趋势

公司盈利能力稳定，营收逐步扩张。公司营收呈现稳健增长趋势，从 2020 年的 23.2 亿增长到 2025 年 29.4 亿，增幅达到 26.8%。盈利能力保持稳定，

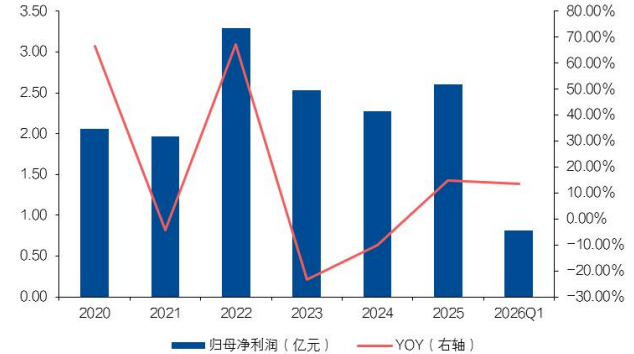
2020-2025 年平均毛利率、净利率分别达到 21.6%、10.38%，2025 年公司实现归母净利润 2.6 亿元，同比+14.78%。2026 年一季度，公司实现营业收入 8.22 亿元，同比+7.45%。归母公司股东的净利润达 8127 万元，同比增长 13.55%。

图 5、公司 2020-2026Q1 营收情况



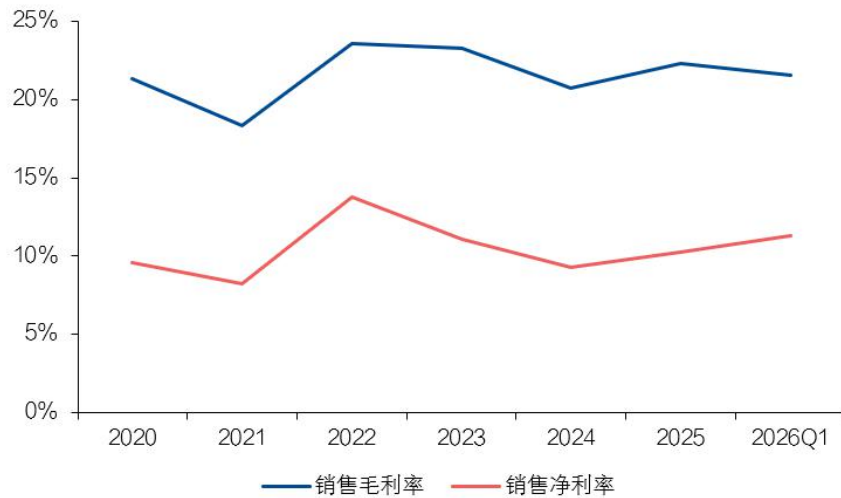
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司 2020-2026Q1 归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

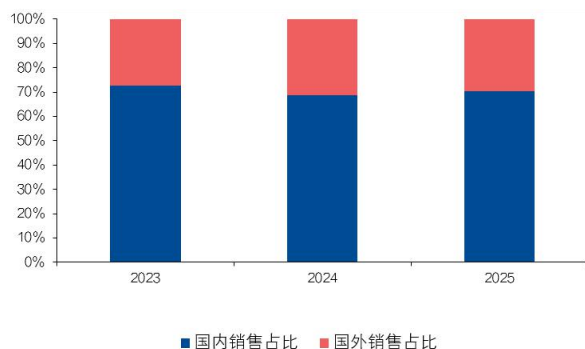
图 7、公司 2020-2026Q1 毛利率、净利率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

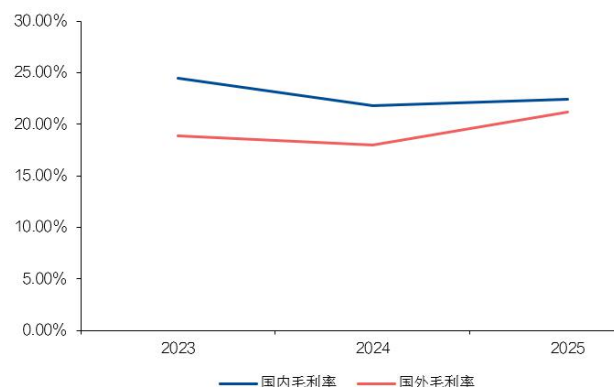
公司整体以内销为主，国内毛利率高于国外毛利率。公司产品销售网络覆盖全国，并远销欧洲、东南亚等海外市场。整体销售以国内为主，2023-2025 年平均国内销售占比为 70.6%。公司境内外毛利率较为接近，2023-2025 年平均国内毛利率均略高于国外毛利率，平均国内毛利率为 22.91%，国外毛利率 19.35%。

图 8、公司 2023-2025 年境内外营收占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

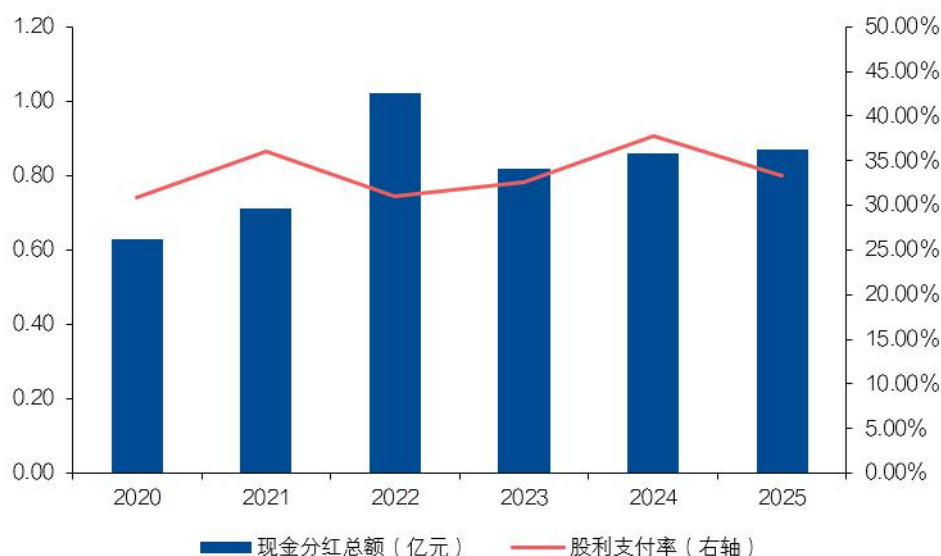
图 9、公司 2023-2025 年境内外毛利率、净利率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司分红具备持续性。根据公司发布的 2026"提质增效重回报"行动方案，公司明确现金分红比例不低于净利润的 30%，提高分红的稳定性、及时性和可预期性，避免资金长期闲置。2020-2025 年，公司平均股利支付率达到 33.6%，高于公告中承诺水平。

图 10、公司 2020-2025 年分红情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、脂肪胺：行业集中度高，农药&医药为主要下游

脂肪胺属于有机胺的一种，指碳链长度在 C2-C22 范围内的一大类有机胺化合物，它与一般胺类一样，分为伯胺、仲胺和叔胺及多胺四大类。根据碳链长度不同，脂肪胺可分为低碳脂肪胺 (C2~C8) 类和高级脂肪胺 (C8~C22) 类。脂肪胺作为氨的有机衍生物，是许多化工产品的重要合成原料，每一种

脂肪胺各自有一系列应用领域，比较常见的应用领域有农药、医药、食品添加剂、饲料添加剂、水处理化学品、表面活性剂、橡胶助剂等。

低碳脂肪胺行业集中度高。从市场格局来看，由于低碳脂肪胺的生产制作工艺较为复杂，因此市场资源主要集中于大型企业，中小型企业及新进企业发展空间较小。在全球市场，领头的低碳脂肪胺生产企业主要包括空气化学、三菱、巴斯夫等。国内实现产业化、规模化乙胺生产的企业很少。

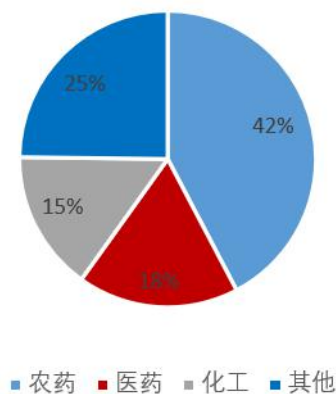
表 2、公司主要低碳脂肪胺产品介绍

产品名称	产品简介	用途
异丙胺	分子式 C_3H_9N ，无色有挥发性的液体；有氨气味；溶于水，呈强碱性；能与水、乙醇和乙醚混溶，属于低碳脂肪胺(C2~C8)类产品	主要用于生产农药、医药、染料和橡胶加工等
一乙胺	分子式 C_2H_7N ，水溶液、呈碱性，化学性质和甲胺相似，属于低碳脂肪胺(C2~C8)类产品	主要用于生产农药、化妆品和医药品等
二乙胺	分子式 $C_4H_{11}N$ ，无色液体、强碱性、具腐蚀性、易挥发、易燃，属于低碳脂肪胺(C2~C8)类产品	主要用于生产医药、染料、橡胶硫化促进剂、杀菌剂、缓蚀剂、浮选剂等
三乙胺	分子式 $C_6H_{15}N$ ，有强烈的氨臭的无色透明液体，在空气中微发烟，属于低碳脂肪胺(C2~C8)类产品	主要用作溶剂、固化剂、催化剂、阻聚剂、防腐剂，及合成染料等

数据来源：公司公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

农药行业是脂肪胺最主要应用领域。脂肪胺主要应用于农药、医药、化工等领域，根据公司在债券募集说明书（2022 年 11 月发布）中公布的数据，农药领域需求占比约为 42.3%；医药领域需求占比 17.6%；化工领域占比 15.3%；其他领域需求占比达 24.8%。产品下游客户以农药、医药为主，以公司为例，客户主要为国内外大型农业集团公司。

图 11、脂肪胺主要下游应用



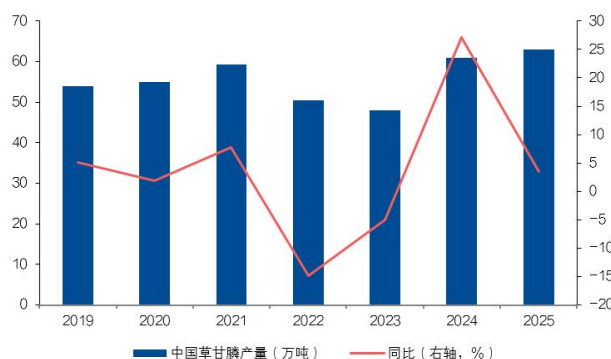
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（数据为 2022 年 11 月发布）

图 12、中国化学农药原药产量



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、中国草甘膦产量



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

异丙胺应用广泛。异丙胺（分子式 C_3H_9N ）是一种主要的有机化工原料，可以生产农药（如除草剂草甘膦异丙胺盐、莠去津、扑草净、苯达松等）、医药（如肝乐、心得安、吲哚心安、氯喘等）、染料中间体，在橡胶行业用作橡胶促进剂，在水处理行业用作硬水处理剂和去垢剂，此外在轻工、纺织、日化、制革等行业中还用于制造表面活性剂、纺织助剂、增溶剂、洗涤剂、脱毛剂等，其中以农药的用量最大。

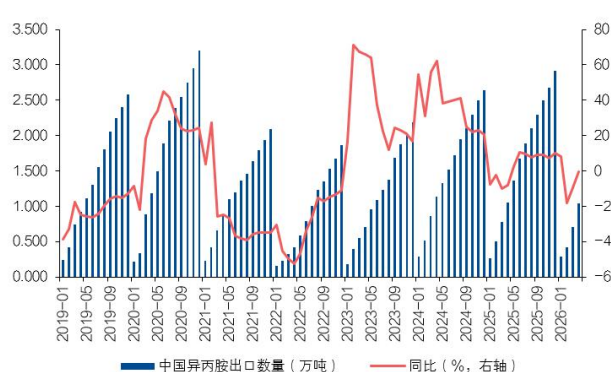
我国异丙胺生产集中在东部，浙江、山东和江苏是主要生产基地。在国内市场上，异丙胺主要用于草甘膦异丙胺盐、莠去津、灭草松、橡胶、医药等领域。其中，草甘膦异丙胺盐和莠去津是前两大应用领域。在国际市场上，异丙胺全球需求迅速增长。2001 年，我国异丙胺出口数量首次超过进口数量，并呈现迅速增长趋势，2025 年我国异丙胺出口量达到 2.9 万吨。

图 14、异丙胺价格情况



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

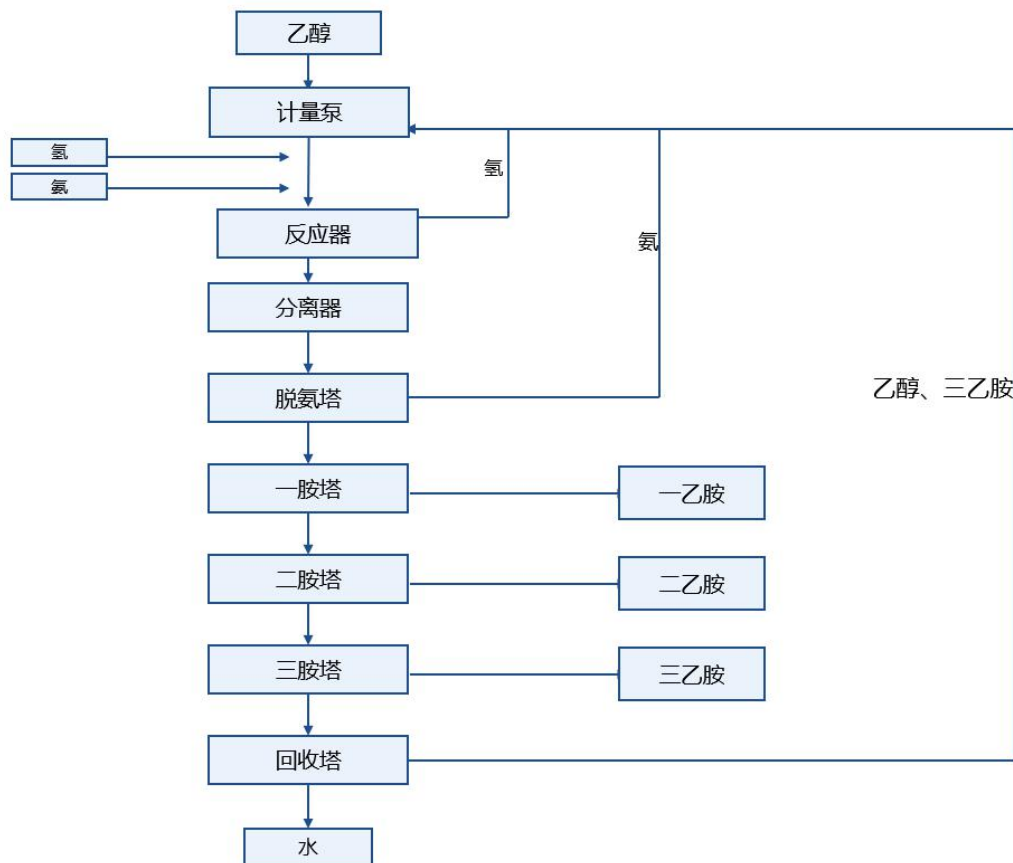
图 15、异丙胺出口情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

乙基胺主要用于生产农药、医药、染料、表面活性剂、冶金选矿剂、合成有机中间体、抗氧化剂、阻聚剂、橡胶助剂和橡胶硫化剂、高能燃料、润湿剂及杀菌剂等，是一种重要的化工原料。国内乙基胺产能相对比较集中，厂家获得竞争优势就在于成本的控制。

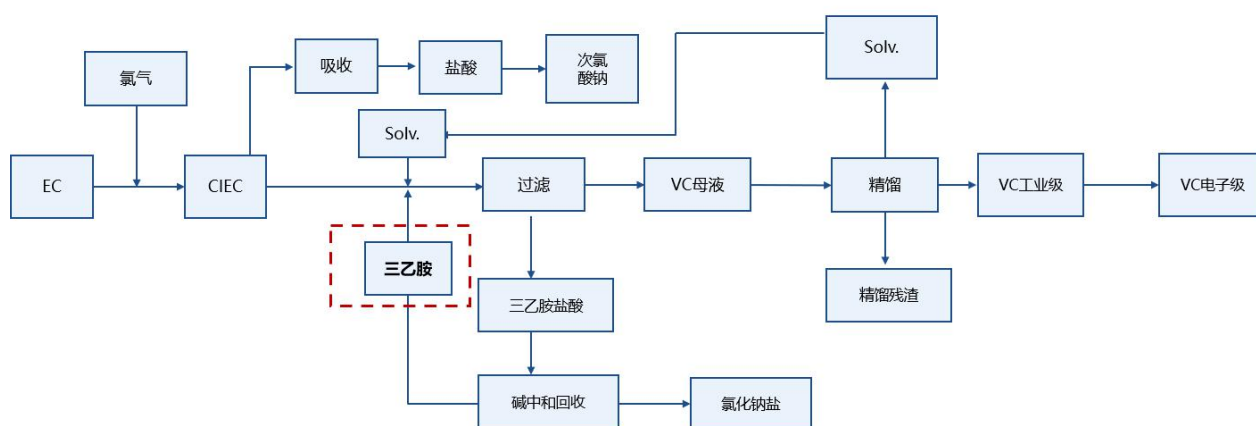
图 16、乙基胺的主要生产工艺



数据来源：公司公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

三乙胺（分子式： $C_6H_{15}N$ ），是最简单的均三取代叔胺，具有叔胺的典型性质，包括成盐和氧化，因此在有机合成中被广泛用作溶剂和碱使用，缩写为 Et_3N 、 NEt_3 或 TEA 。在农药、医药、汽车、化工等行业广泛应用于氯化氢的脱除。三乙胺作为一种有机缚酸剂，在农药、医药、汽车、化工等行业广泛应用于氯化氢的脱除，如在电解液添加剂碳酸亚乙烯酯（VC）的生产过程中会大量使用。

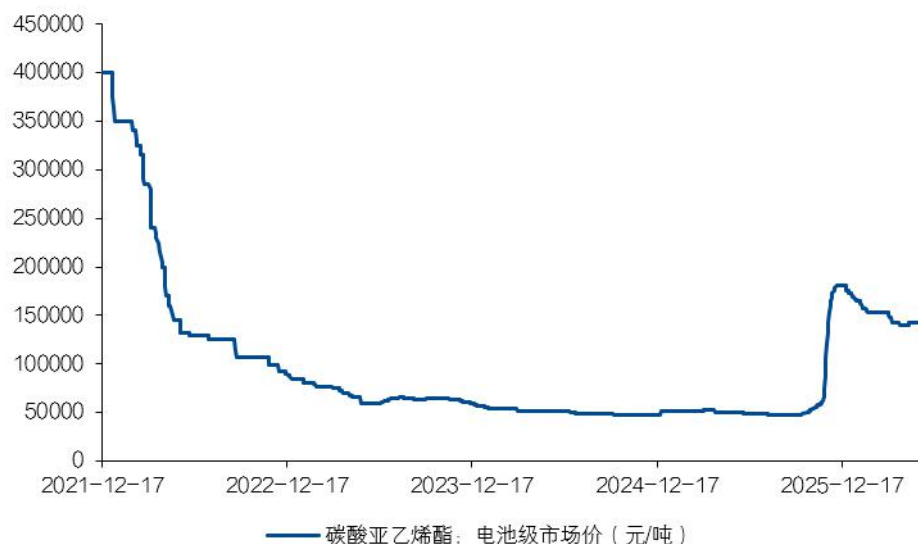
图 17、碳酸亚乙烯酯（VC）的生产工序



数据来源：华盛锂电公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

电解液添加剂的使用是一种低成本、高效率提升电池循环寿命与安全性的方法，少量的添加剂就可起到改善效果。碳酸亚乙烯酯（VC）是一种锂电池电解液核心成膜助剂，是锂电池电解液中的核心添加剂，能够在锂电池初次充放电中在负极表面发生电化学反应形成固体电解质界面膜（SEI膜）。该膜的电化学性能稳定，能有效抑制溶剂分子嵌入，从而避免引发电极材料溶剂化反应并造成电池循环等性能下降。

图 18、碳酸亚乙烯酯（VC）价格



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

三乙胺有望跟随新能源车产业受益。我国新能源汽车产销量不断增长，带动锂电池行业快速发展。根据 ICC 鑫椏锂电数据库统计：2025 年全球电解液产量为 236.7 万吨，同比增长 46.1%。2025 年国内电解液总产量为 221.2

万吨，同比增长 53.6%，国内产量占全球 93%；储能电池产量的快速增长，带动电解液出货量猛增。我们认为三乙胺作为锂电池电解液添加剂碳酸亚乙烯酯（VC）主要原材料有望受益。

公司是国内低碳脂肪胺龙头，产品品类齐全。公司是国内较早进入脂肪胺领域的公司，产品率先替代进口。公司的综合产能位居国内前列，系目前全球范围内排名前列的低碳脂肪胺产品生产企业。公司产品种类较齐全，基本覆盖脂肪胺 C2-C4 系列，可为客户提供较全面的胺类产品，特别是农化企业客户所需脂肪胺产品较多，公司可提供各种低碳脂肪胺组合，为客户提供优质的一站式产品服务，为国内众多医药企业的合格供应商。

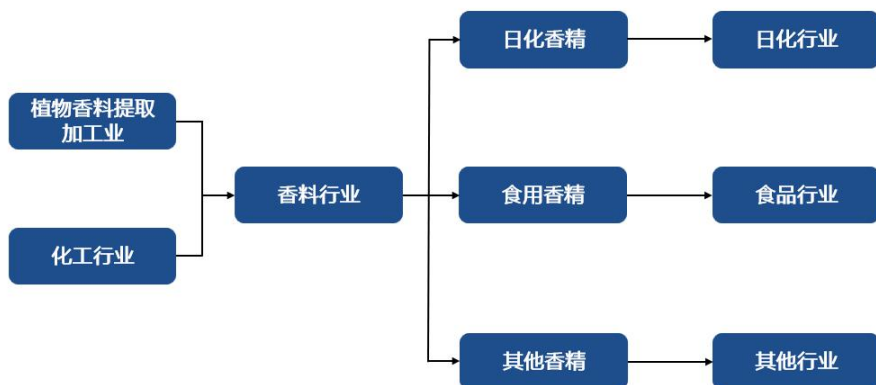
公司具备区位优势与市场优势。公司地处华东区块，国内草甘膦等除草剂生产商集中在浙江、江苏、山东地区，在港口、原料供应与产品使用厂家的合理运输半径内，为进出原料与成品节约了运输成本。客户合作关系稳定，与国际、国内农化巨头的合作时间均在 10 年以上，也是草甘膦国际农化公司在亚太地区最主要的合作伙伴。

三、合成香料：需求稳定增长，公司产能持续释放

香料香精是伴随着现代工业发展而出现的集“高、精、新”技术于一身的产物。其中，香料是一种能够被嗅觉嗅出香气或味觉尝出香味的物质，是配制香精的主要原料；香精则是由多种香料、溶剂或载体及其他辅料调配而成的芳香类混合物，通常直接用于增加各类终端产品的香气和香味。

香料来源较为广泛，主要分为天然香料、合成香料两大类。合成香料则通过化学合成的方法制取的芳香物质，按原料来源的不同，又可细分为用天然植物精油生产合成的香料、用煤炭化工产品生产合成的香料和用石油化工产品合成的香料三大类。其中，采用天然植物精油生产合成的香料称为半合成香料，采用基础化工原料合成的香料称为全合成香料。一款香精的配制需要数十种甚至更多香料调配，广泛用于下游日化、食品和医疗等领域，下游需求总体呈稳定增长趋势。

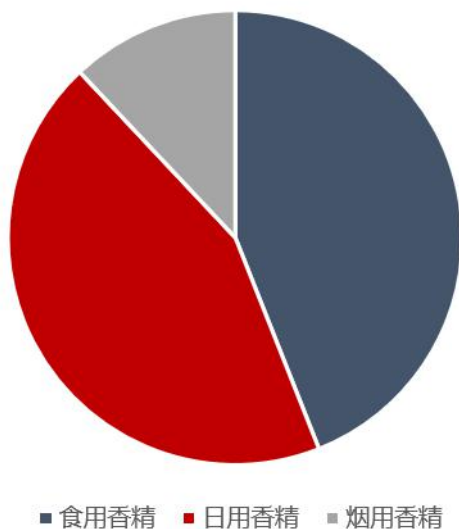
图 19、香料行业产业链情况



数据来源：格林生物公告，兴业证券经济与金融研究院整理

香精香料下游应用领域以食品和日化行业为主。整体看下游消费领域较为分散，单一市场需求变动对整体需求影响较小。香料多直接应用于香精的生产，少数直接用于食品添加和日化行业；香精的下游应用方包含食品、日化、烟草以及其他化工行业。根据亚香股份 2025 年年报数据，香精香料下游应用领域分布中，食用香精和日化香精为香精香料主要的需求来源，各占市场 44%，其中饮料市场、乳制品市场分别占食用香精香料市场份额的 43% 和 17%；洗涤用品、化妆品和高档香水分别占日化香精市场份额的 32%、27% 和 17%；烟用香精的使用占到 12%）

图 20、2025 年香精香料行业下游应用分布

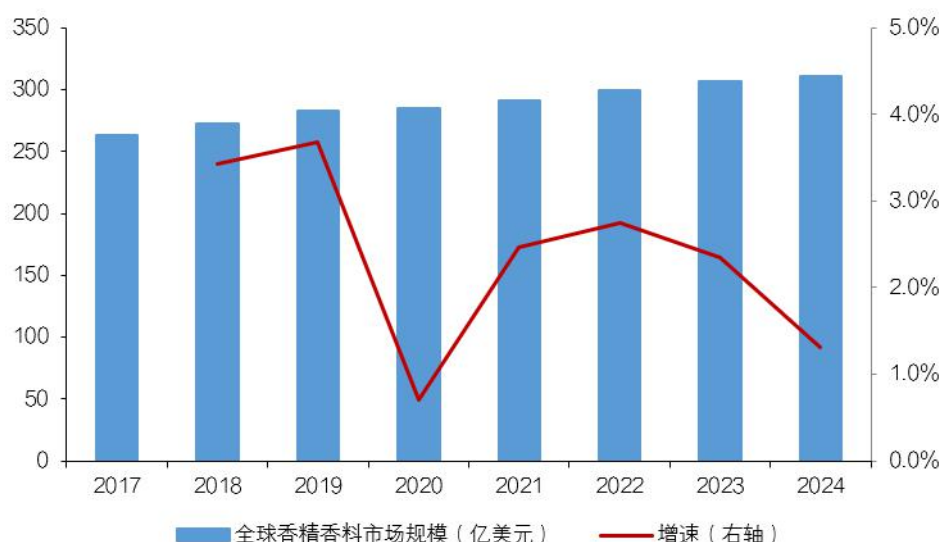


数据来源：亚香股份公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

全球香精香料行业持续增长。随着全球经济发展和居民生活水平的提高，人们对食品、日用品的品质要求越来越高，促进了香料香精行业增长。据

QYResearch 数据，2024 年全球香料香精市场规模已达到 310.1 亿美元；预计到 2031 年，这一规模将攀升至 395.8 亿美元，期间年复合增长率稳定维持在 3.6%。

图 21、全球香精香料市场规模

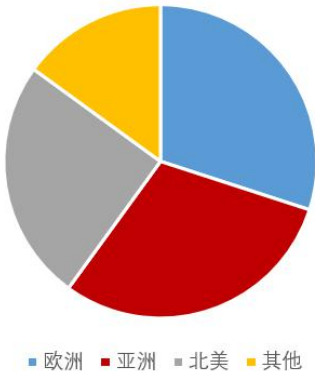


数据来源：爱普股份公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

亚太地区是香精香料增长最快地区。2025 年，按照区域划分，欧洲地区约占全球香精香料市场需求的 30% 市场份额，代表着注重奢华、高品质及可持续发展的成熟高端市场，并且仍然是全球香水香氛产品的创新领导者。亚太地区是目前全球增长速度最快的区域市场，约占据全球香精香料市场需求的 30% 市场份额。北美地区属于成熟稳定又引领行业创新发展的区域市场，在全球香精香料市场约占 25% 市场份额。

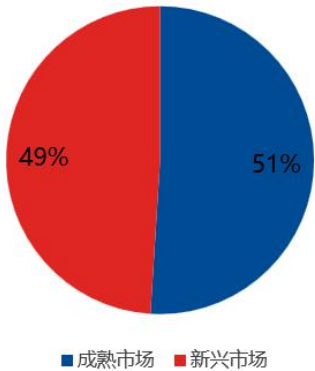
以奇华顿为例，2025 年北美、西欧和日本等成熟市场贡献了年销售额的 51%。预计成熟市场的增长速度将慢于新兴市场，但随着对健康保健产品的需求增加，依然会提供增长潜力。亚太、拉丁美洲和东欧市场的收入占比达到 49%。随着城市化进程、生活方式的改变以及消费者可支配收入的增加，新兴市场有望实现更高增长。

图 22、2025 年全球香精香料市场需求占比



数据来源：亚香股份公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、奇华顿 2025 年销售占比



数据来源：奇华顿公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

全球香料香精行业高度集中。国际香料香精市场由发达国家大型香料香精企业主导，经过多年发展，国际市场基本形成寡头竞争局面。欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心，全球重要的香料香精生产企业均来自上述发达国家和地区，代表企业有瑞士的奇华顿和芬美意、美国的国际香料香精和森馨、德国的德之馨、法国的曼氏和罗伯特，以及日本的高砂和长谷川等。**2025 年全球前十家香料香精公司的销售额占全球约 75%左右，**呈现极高的市场集中度，尤其是奇华顿、芬美意、国际香料香精和德之馨四家公司，近年来其合计市场份额均保持在 **50%以上**。

表 3、国际四大香精香料公司情况

	德之馨 (Symrise)	奇华顿 (Givaudan)	国际香精香料公司 (IFF)	帝斯曼-芬美意 (DSM-Firmenich)
总部所在地	德国，霍尔茨明登	瑞士，韦尔涅	美国，纽约	瑞士，日内瓦
主要产品	食品、饮料、宠物食品、水产饲料、益生菌、香精香料、化妆品原料、香料原料	饮料、咸味食品、乳制品、甜味食品、香水、日用品、香原料及活性美容产品	香精、风味剂、色素、乳化剂、甜味剂、酶、益生菌、护理品活性剂、香氛、宠物食品 酶促聚合生物材料设计技术 (DEB)、高纯度聚合物	香水、护肤品、香料、食品、饮料、宠物食品、活性药物成分、营养保健品
核心产品/技术	高端香料	高级香氛、CARTO 人工智能调香系统	酶促聚合生物材料设计技术 (DEB)、高纯度聚合物	天然成分
2025 年营收	49.29 亿欧元 (约 386.81 亿元)	74.72 亿瑞士法郎 (约 638.92 亿元)	108.90 亿美元 (约 742.68 亿元)	125.21 亿欧元 (约 982.60 亿元)
2025 年战略动向	完成了对瑞典益生菌公司 Probi AB 全	战略收购 Vollmens Fragrances 和 Belle Aire	LMR Naturals 天然成分基地扩建，DEB 平台首	出售动物营养与健康 (ANH) 业务

部剩余股份的	Creations，推出创	次实现大规模商
收购，成立	新产品 Zensera、	业应用
Care	Roblox 等，推出 AI	
&Wellness 部	驱动的创意平台	
门，出售 Aqua	Ooby	
Feed 与		
Terpene 业务		

数据来源：各公司官网，各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

香料香精产业逐渐向发展中国家转移。随着发展中国家消费水平的提高，香料香精行业作为配套产业将进一步发展。近年来，大型国际香料香精企业通过直接投资建厂、收购或与我国本土企业合资的方式进一步开发中国市场。国内的香料香精行业起步相对较晚，多数香料香精企业规模较小、技术水平相对较低。

国内市场规模的增速明显高于全球平均增速。据中国香料香精化妆品工业协会产业研究中心数据，2024 年，我国香料香精市场规模达 465 亿元，较上年同比增长 5.9%，行业整体保持稳健发展态势；全年总产量为 63.3 万吨，其中细分品类表现清晰，香料产量 24.5 万吨，对应销售额 186 亿元；香精产量 38.8 万吨，销售额 279 亿元，香精品类在产量与销售额上均占据行业主导地位。中国香精香料行业正从“规模扩张”转向“价值创造”，通过技术创新、绿色转型与国际化布局，构建差异化竞争力，未来有望在全球市场中占据更重要地位。

图 24、中国香精香料市场规模



数据来源：爱普股份公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司深耕香料行业二十余年，与奇华顿合资设立香料公司。公司主要从事生物源香料（以松节油为原料）和全合成香料（以双环戊二烯、醋酐等化工产品为原料）的研发、生产与销售。公司具有 20 多年的香料研发生产经验，并与全球最大的香精香料企业瑞士奇华顿（Givaudan）合资设立香料生产企业馨瑞香料，合资公司充分利用合作双方的技术和生产经验进行装置建设与生产。经过多年的发展，公司已在合成香料行业具备了一定的生产规模和综合实力。

表 4、公司香料产品介绍

产品名称	产品简介	用途
苯酚酯类	无色至淡黄色油状液体；在碱性介质中稳定	广泛用于各类香精中，如素心兰、花香、薰衣草、迷迭香等混合香型，可用作香皂、化妆品，亦可用于食用及烟用香精、美容护理用品
烯醇酯类	无色至淡黄色油状液体；香料	广泛应用于日化香精和食用香精，如菠萝、草莓、杏、桃、苹果、甜橙等果香以及朗姆酒和白酒等酒用香精；白柠檬、柑橘型日用香精，用于制作香皂、洗涤剂；是重要的萜类香料
檀香类	无色至淡黄色油状液体。具有强烈的檀香木香气，香气酷似天然的檀香木	广泛用于各类日化香精，如用于木香型日化香精配方中，能使香气更加饱满，并有弥散的檀香木香效果；多用于高档香水、美容用品、香皂、洗熨及家居用品
醛酮类	无色至淡黄色油状液体；香料	广泛用于日化香精，多用于配制香叶及玫瑰型香精，香皂香精中使用较多；香水配方带来天然而细致的果香，亦用于幻想型香精；食用香精中可用于配制柠檬、橘、橙、黄瓜、蜜香等各种果香复方及胶姆糖香精；可用于烟用香精、美容护理用品

数据来源：公司公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

合成香料新产能逐渐释放。公司合成香料业务已形成江苏馨瑞与宁夏新化两大生产基地协同发展的格局。江苏馨瑞香料作为公司与全球香料龙头奇华顿的合资平台，产能释放稳定，宁夏新化新增产能 16,650 吨/年已逐步释放，江苏馨瑞香料三期改扩建项目进入试生产阶段。公司在宁夏宁东能源化工基地建设 74,650 吨/年合成香料产品基地项目，可以增加香料产品品种，扩大香料产品产能，夯实企业原有产品的竞争力，从而进一步提升企业在香料行业中的地位。我们认为未来公司仍有江苏三期部分产能和宁夏二期产能规划，随着新项目投产香料板块有望贡献更多利润增量。

表 5、公司香料产能情况（截止 2025 年年报）

生产基地	项目	设计产能（吨）	实际产能（吨）	状态
江苏盐城（馨瑞香料）	一期、二期	16000	16000	已建设完成
	三期	18800	8600	仅用 18 个月建成投产，7000 吨产品装置因市场原因暂未建设，扣除自用部分产能后，目前实际可外销产能为 8600 吨/年
宁夏宁东（宁夏	一期	26650	16650	2025 年 4 月达到可使用状态，16650 吨

新化)

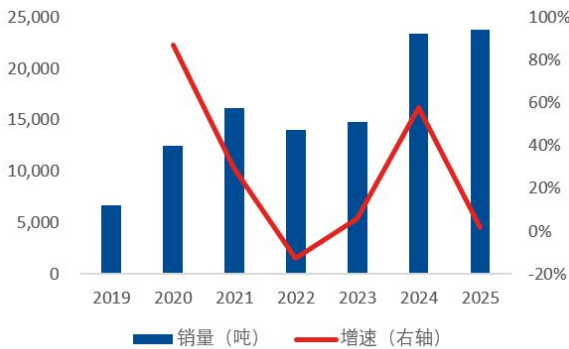
/年产能已逐步释放(10000吨为自用原料)
在建

二期 48000

数据来源:公司公告,巨潮资讯网,兴业证券经济与金融研究院整理

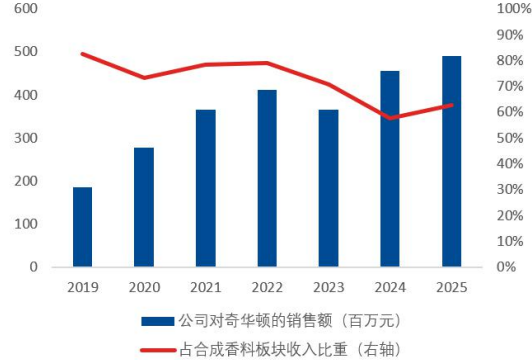
奇华顿保证了公司香料的稳定需求。公司合成香料产品因与全球香料香精行业龙头瑞士奇华顿公司深度合作,奇华顿所需产品优先向本公司采购,保证了较高的产能利用率和稳定的市场需求,为公司带来了稳定的效益来源。2019-2023年,公司对奇华顿销售额平均占合成香料板块比例平均为76.7%,2024年随着宁夏一期投产,公司香料销售量大增,对奇华顿销售占比有所下降。

图 25、公司香料销量情况



数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、公司香料销售给奇华顿比例



数据来源:公司公告,巨潮资讯网,兴业证券经济与金融研究院整理

四、有机溶剂:公司成本优势显著,电子级异丙醇蓄势待发

(一) 异丙醇下游较为分散,公司丙烯法具备成本优势

公司有机溶剂系列的主要产品为异丙醇,异丙醇(IPA)是一种重要的化工产品 and 原料,作为产业链中靠近终端的中间产品,在制药、油墨、涂料、电子清洗等领域均有应用;另外,异丙醇也是工业上比较普遍的溶剂,能和水混溶,对亲油性物质的溶解力强。

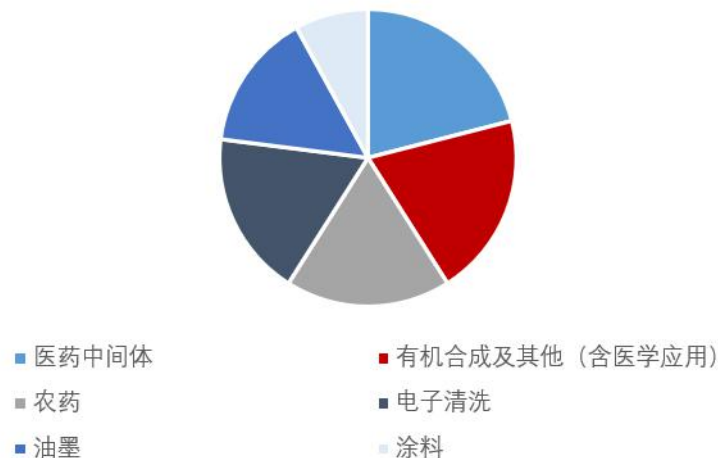
表 6、公司有机溶剂产品介绍

产品名称	产品简介	用途
异丙醇	分子式 C ₃ H ₈ O, 正丙醇的同分异构体, 别名二甲基甲醇、2-丙醇, 行业中也称作 IPA	是重要的化工产品和原料。主要用于制药、化妆品、塑料、香料、涂料等
异丙醚	分子式 C ₆ H ₁₄ O, 又称二异丙醚	动物、植物及矿物性油脂的良好溶剂

数据来源:公司公告,巨潮资讯网,兴业证券经济与金融研究院整理

异丙醇下游应用较为分散。作为重要的化工原料，异丙醇呈现用途分散、用量偏小的状态。根据公司 2022 年发布的债券募集说明书，国内异丙醇消费主要应用在六个领域，医药中间体（21%）、有机合成及其他（含医学应用）（20%）、农药（18%）、电子清洗（18%）、油墨（15%）和涂料（8%）。

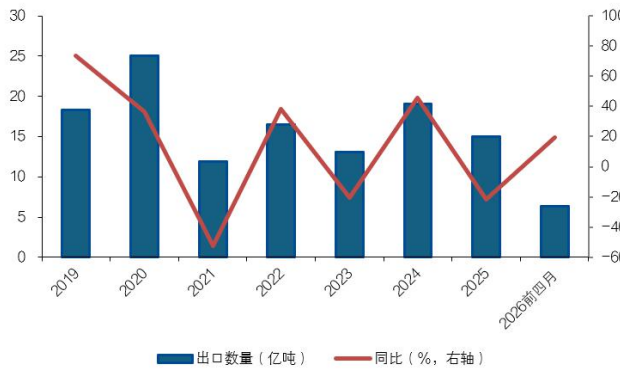
图 27、异丙醇下游应用分布



数据来源：公司公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理（数据为 2022 年 11 月发布）

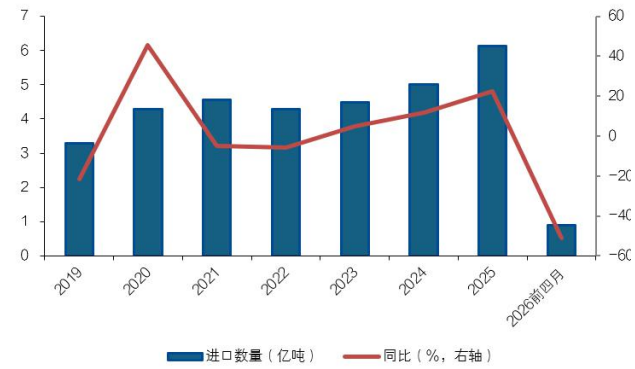
异丙醇出口量呈波动趋势，高端产品仍依赖进口。2015-2020 年，我国异丙醇出口量开始迅速增长。2020 年公共卫生行业对异丙醇的需求量大幅增加，异丙醇供需趋势变动带来价格上涨，异丙醇出口量及价格均创近年来新高。2025 年，出口市场受国际贸易政策及海外需求波动影响，面临一定压力。我国异丙醇出口数量达 14.99 亿吨，同比下降 21.4%。2026 年前四月异丙醇出口数量为 6.33 亿吨，同比+19.38%。近年来异丙醇进口量呈现小幅增长趋势，主要因在半导体等电子信息制造业景气回升，国内高端电子级异丙醇供给仍相对不足，部分需求依赖进口满足。2025 年异丙醇进口量达到 6.12 亿吨，同比+22.32%，2026 年前四月进口量为 0.89 亿吨，同比下降 50.91%。

图 28、异丙醇出口情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、异丙醇进口情况

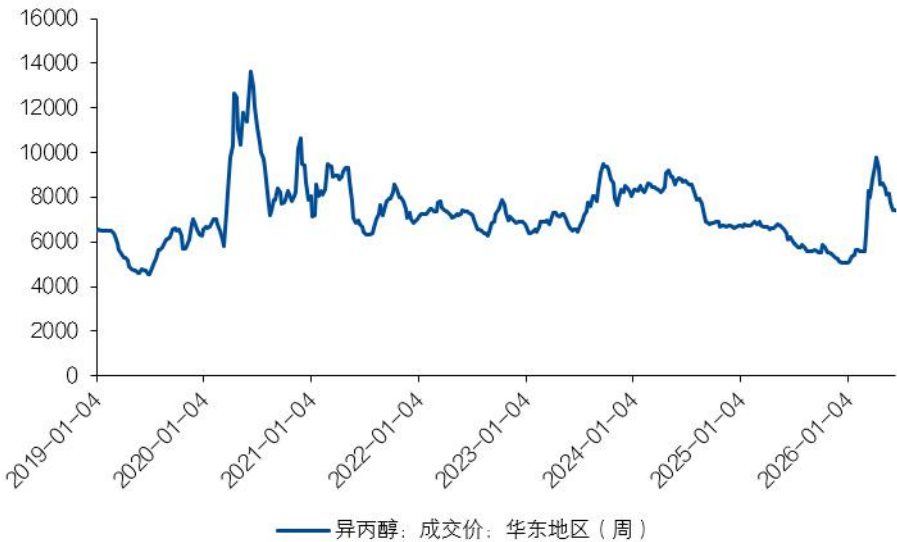


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

国内异丙醇行业呈现产能持续增长、供过于求、开工率偏低特征。据百川盈孚数据，2019-2023 年国内异丙醇产能从 88.5 万吨增至 111.5 万吨，年均复合增速达 5.95%；产能持续增长也带来行业供过于求的趋势，行业开工率常年维持在较低水平。2023 年国内异丙醇产量为 44.06 万吨，同比增长 7.40%，开工率为 39.5%。2024 年异丙醇市场维持高位运行，主要受原料丙酮价格及需求推动，但国内产能扩张加剧竞争，多数工厂利润被压缩。

2025 年异丙醇整体较为低迷，需求明显分化。2025 年，国内异丙醇市场面临供需结构性调整的压力，产品价格中枢有所下移。全年市场均价同比出现较大幅度回落，整体处于近年来的低位运行区间。从供应端看，2025 年行业新增产能投放节奏放缓，总产能与上年基本持平。但由于前期扩产产能的持续释放，全年总产量仍保持增长态势，需求端则分化明显，电子级异丙醇等高端产品需求稳健增长。异丙醇价格整体受上游原材料影响较大，2026 年受到国际油价带动，价格明显上涨。

图 30、异丙醇价格走势（元/吨）



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

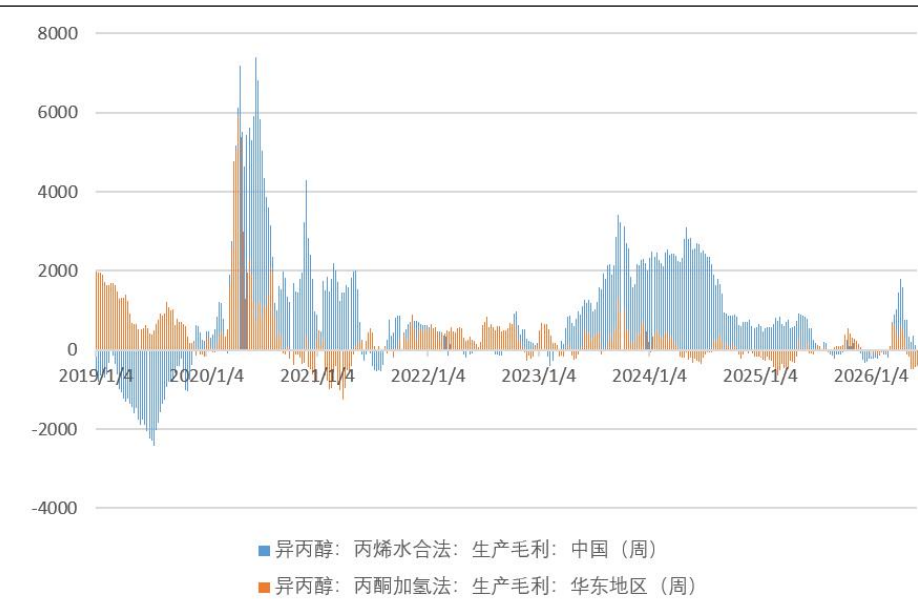
公司拥有丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产能力。根据公司 2025 年年报，公司建有 2 套异丙醇生产装置，10 万吨/年丙酮法加氢生产异丙胺副产异丙醇装置，5 万吨/年丙烯直接水合生产异丙醇装置。其中：丙酮加氢法是国内首创，丙烯水合法是利用中科院大连化物所的专利技术建设并持续改进提升而成。

表 7、公司异丙醇产线情况

工艺	生产线名称	所在地	异丙醇产能（万吨）
丙酮法	异丙胺 10 万吨产线(主产异丙胺，副产异丙醇)	浙江建德	6
丙烯法	异丙醇 5 万吨产线(副产异丙醚)	江苏滨海	5

数据来源：公司公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理（来自招股书及 25 年报）

图 32、丙烯法和丙酮法盈利水平对比（元/吨）



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）与兴福电子合作项目落地，公司正式切入高端湿电子化学品领域

湿电子化学品是指主体成分纯度高、并对金属杂质离子含量及颗粒数有严格控制要求的化学试剂，是半导体、显示面板、光伏等电子信息制造中清洗、蚀刻、显影等湿法工艺的关键基础材料。按国际半导体设备与材料产业协会（SEMI）标准，依据金属杂质含量、控制粒径和颗粒数，湿电子化学品分为 G1—G5 五个等级，其中 G5 等级要求最高。随着国内集成电路、新型显示等战略性新兴产业产能扩张和良率提升，对 G4 及以上级别的高纯异丙醇等湿电子化学品的需求持续攀升。

表 8、湿电子化学品 SEMI 国际标准等级要求

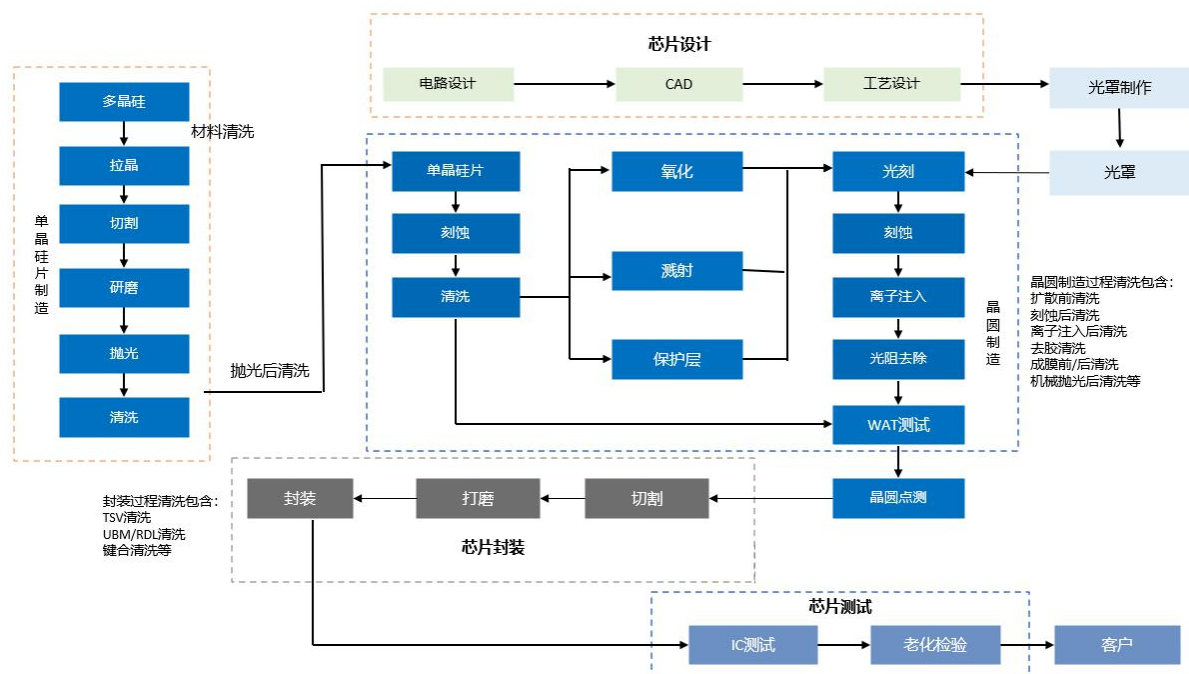
SEMI 等级	G1	G2	G3	G4	G5
适应 IC 线宽/μm	> 1.2	0.8~1.2	0.2~0.6	0.09~0.2	≤0.09
金属杂质/ (μg/L)	≤100	≤10	≤1.0	≤0.1	≤0.01
控制粒径/ μm	≤1.0	≤0.5	≤0.5	≤0.2	需双方协商
颗粒/ (颗/ml)	≤25	≤25	≤5	需双方协商	需双方协商
应用	分立器件、 太阳能光伏	分立器件、显 示面板、LED	显示面板、LED、集成电路	集成电路	集成电路

数据来源：兴福电子公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

全球半导体市场迈入新一轮景气周期，上游材料企业有望受益。以生成式人工智能为代表的新一轮算力革命，叠加汽车智能化、工业自动化升级以及消费电子温和复苏，共同推动全球半导体市场迈入新一轮增长周期。据世界半导体贸易统计协会（WSTS）预测，2025 年全球半导体销售额约为 7,720 亿美元，较上年增长 22.5%，2026 年有望进一步扩张。半导体材料环节作为产业链上游的核心支撑，正经历着由“产能扩张驱动”向“技术升级驱动”的深刻转型，行业竞争范式亦从单一的制程微缩竞赛，拓展至提升系统效率、优化工艺集成度的多维竞争格局，为材料企业打开了更为丰富的成长空间。

清洗工序是决定芯片良率的关键环节。清洗是贯穿半导体产业链的重要工艺环节，用于去除半导体硅片制造、晶圆制造和封装测试每个步骤中可能存在的杂质，避免杂质影响芯片良率和芯片产品性能。目前，随着芯片制造工艺先进程度的持续提升，对晶圆表面污染物的控制要求不断提高，每一步光刻、刻蚀、沉积等重复性工序后，都需要一步清洗工序。在芯片制造的过程中往往需经历数百道清洗工序，占据总工序的 30% 以上。

图 33、半导体产业链中清洗涉及多个环节



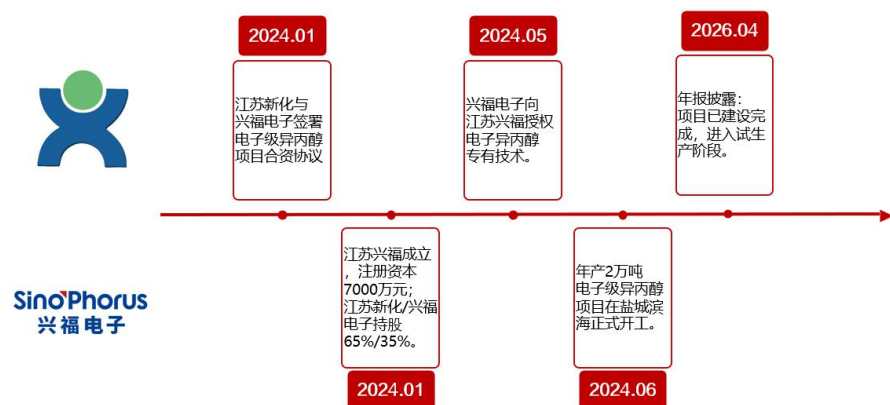
数据来源：盛美上海公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

电子级异丙醇产品主要用于晶圆及芯片产业、TFT-LCD 产业、光伏产业、LED 产业等领域。在湿法刻蚀及清洗工艺中，异丙醇主要用在晶片清洗机的干燥系统里，晶片被传送至干燥机的水槽里，经流动的去离子水去除清洗后

表面少许杂质。之后水槽里的水会排走，干燥机会输出大量雾化高温异丙醇将水分置换出去，然后再通过大量高温氮气将异丙醇排出，从而达到清洗并干燥晶片的效果。

与兴福电子强强联合，两万吨电子级异丙醇项目已经建成。2024 年 1 月，新化股份全资控股子公司江苏新化与兴发集团旗下湖北兴福电子成功签署电子级异丙醇项目合资协议。兴福电子在行业内具有一定的市场规模和较强的品牌影响力，已经通过中芯国际、长江存储、长鑫存储、华虹集团、台积电、SK 海力士、英特格等境内外知名集成电路厂商多种产品认证。借助兴福电子的新材料研发、市场拓展优势，新化电子级产品有望更快导入下游客户。年产两万吨电子级异丙醇项目已于 2025 年建成，江苏兴福从动工到试生产仅用 15 个月，2026 年将进入试生产阶段。我们认为该项目投产标志着公司正式切入高端湿电子化学品领域，有望打开电子行业高端市场。

图 34、电子级异丙醇项目投产时间线



数据来源：公司公告，新化股份微信公众号，兴福电子公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

五、锂资源利用大有可为，公司锂电回收项目持续推进

锂是新兴产业核心支撑材料。锂作为自然界中原子半径最小、密度最轻的碱金属元素，具有极高的电学活性、优异的导热与导电性能及低膨胀系数等独特理化特性，使其成为新型能源、高端制造与战略新兴产业的核心支撑材料。在新能源领域，锂是构成锂离子电池的关键电极材料与电解质的基础，广泛应用于新能源汽车、储能电站及便携式电子设备。

我国多种提锂技术协同发展。各类技术的差异化发展与协同互补，共同支撑我国盐湖锂资源的高效开发与锂产业链的稳定供应。从适用条件来看，吸附+膜法、溶剂萃取法及膜技术均以高镁锂比老卤为主要处理对象，其中吸附+膜法凭借对低锂浓度卤水的适配性，已在察尔汗、西台吉乃尔等多个高镁锂比盐湖实现规模化应用；溶剂萃取法以高选择性和高产量优势在大柴旦盐湖落地万吨级生产线，但对低浓度锂资源适应性不足；膜技术因环保特性契合绿色发展需求，应用于东台吉乃尔盐湖，却受膜污染、高电耗等的制约。

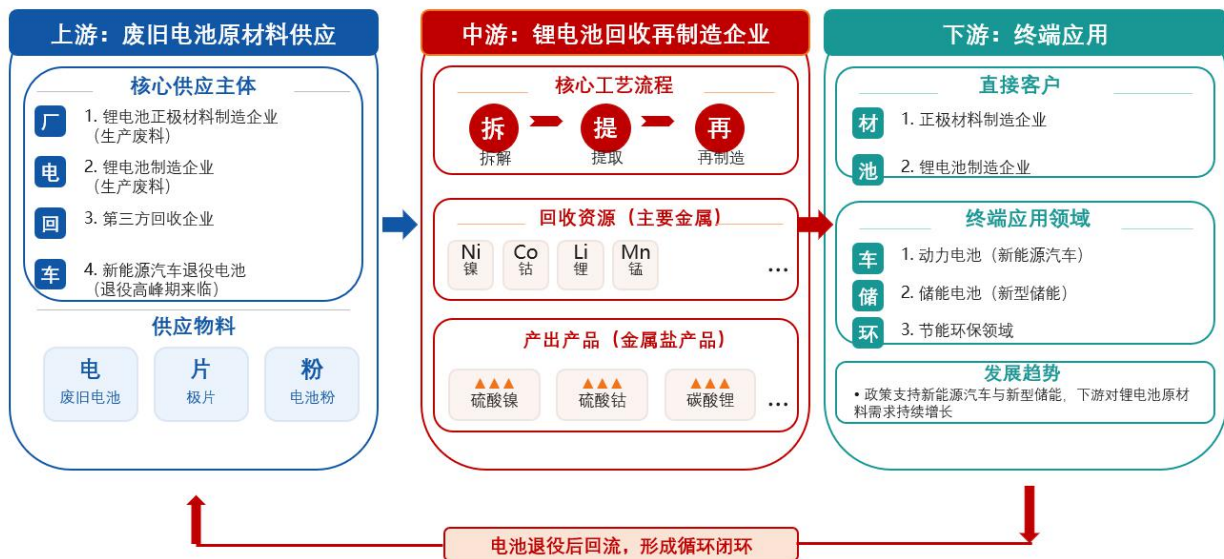
表 9、不同工业化提锂技术比较和总结

主要方法	适用条件	优点	缺点	应用盐湖
吸附+膜法	高 Mg/Li 老卤	吸附剂溶损严重淡水耗量大、能耗高	吸附剂溶损严重淡水耗量大、能耗高	察尔汗、西台吉乃尔、一里坪
溶剂萃取法	高 Mg/Li 老卤	选择性好、产量高成本低、锂收率高	低浓度锂资源适应性差、有机溶损风险	大柴旦
膜技术	相对高 Mg/Li，老卤 Li>5g/L	化学试剂用量少、设置简单，新型环保	膜易污染、电耗高淡水耗量大、分离效率低，滤膜造价高，使用周期短	东台吉乃尔
电化学法	原卤	对卤水适应性广泛	锂交换容量较低、电极循环性能较差、电极体系能耗偏高	捌千错

数据来源：齐涛等《盐湖卤水提锂技术进展》，兴业证券经济与金融研究院整理

锂电池回收指对退役锂电池进行拆解及材料回收，该工艺涉及物理拆卸及化学提取，以从电池中回收有价值材料，如锂、钴、镍等。锂电池回收旨在最大程度地回收及再生利用电池中的有价值材料，减少对环境的负面影响，并实现资源再利用及环境保护的目标。锂电池回收的上游行业系废旧电池原材料供应商，下游锂电池回收再制造的金属盐产品主要用于制造锂电池正极材料，并最终应用于动力电池与储能电池。

图 35、锂电池回收产业链图

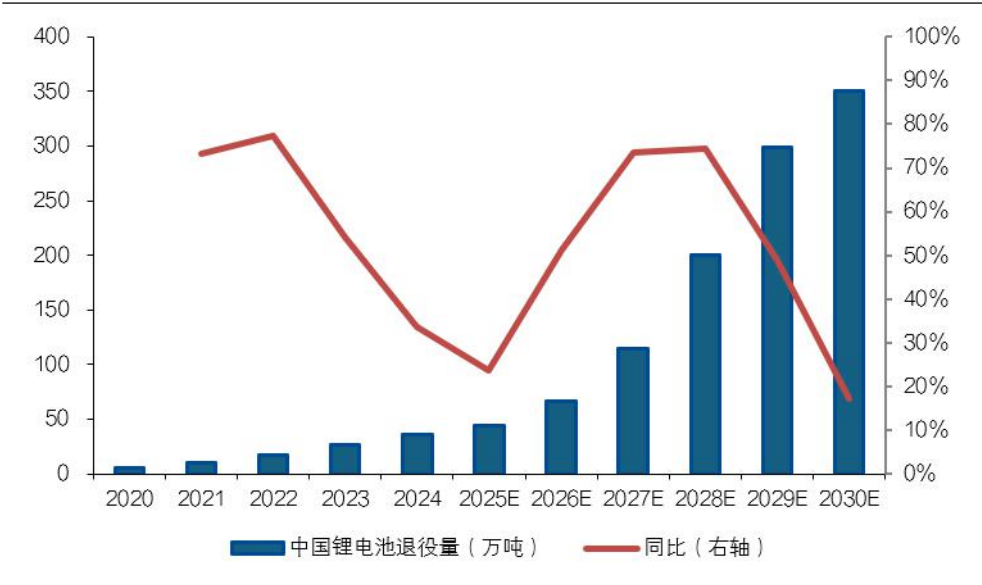


数据来源：天奇股份公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于新能源汽车、储能两大核心终端市场需求持续高增，国内锂电产业规模实现稳步扩容，据 EVTank《中国锂离子电池行业发展白皮书（2026 年）》数据，2025 年全球锂离子电池总体出货量 2280.5GWh，同比增长 47.6%。锂电池循环利用已成为补充战略资源、稳定产业链供应链、实现产业绿色低碳发展的核心路径，行业战略价值与产业地位持续提升。现阶段行业仍处于结构性出清阶段，前期产能集中释放、金属价格大幅波动、非标小作坊无序低价竞争等因素，导致行业整体产能利用率偏低，行业规范化、集中化发展趋势明确，资源持续向合规头部企业集聚。

2025 年国内动力电池逐步进入批量退役周期，行业规模化释放潜力初步显现。据工信部统计，2025 年，我国新能源汽车废旧动力电池综合利用量超过 40 万吨。根据弗若斯特沙利文预测，中国电动汽车电池退役量预计于 2030 年达到 350 万吨，平均复合增长率超 50%。据 SHENYAN CAPITAL 预测，动力电池有望在 2027 年进入规模化报废阶段，2030 年进入爆发性报废阶段，锂镍钴关键矿产依靠循环大量补充，动力电池领域回收的锂镍钴金属总量可达到当年使用量的 30%左右，全球动力电池回收市场规模将达到 3,000 亿以上。

图 36、中国锂电池退役量情况



数据来源：格林美公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

国家级锂电回收专项政策密集落地，行业进入合规时代。2025 年 2 月，国务院常务会议审议通过《健全新能源汽车动力电池回收利用体系行动方案》，明确健全动力电池全生命周期回收利用体系，压实各环节主体责任，打通多场景回收链路，系统性规范行业发展秩序。截至 2025 年底，国内已累计发布 22 项动力电池回收利用国家标准，全面覆盖拆解检测、余能评估、再生利用、溯源管理、安全环保等关键环节，行业标准化、精细化治理水平持续提升。

表 10、2025 年锂电回收行业重要政策

政策名称	发布机构	时间	政策解读
《健全新能源汽车动力电池回收利用体系行动方案》	国务院	2025 年 2 月	明确健全动力电池全生命周期回收利用体系，压实各环节主体责任，打通多场景回收链路，系统性规范行业发展秩序。
《关于规范锂离子电池用再生黑粉原料、再生钢铁原料进口管理有关事项的公告》	生态环境部等六部委	2025 年 8 月 正式实施	有效拓宽锂电再生原料海外供给渠道，为国内合规企业全球化资源布局、缓解原料供给压力提供重要制度支撑。
《新能源汽车废旧动力电池回收和综合利用管理暂行办法》	工信部、国家发改委、生态环境部等六部门	2025 年 12 月 31 日公布； 2026 年 4 月 1 日起施行	作为行业最高层级法治化监管文件，首次确立动力电池“数字身份证”全流程溯源管理制度、车电一体报废制度，从源头封堵非法流通乱象，推动行业全面进入规范化高质量发展阶段。

数据来源：生态环境部，商务部，天奇股份公告，巨潮资讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年公司锂资源提取与回收都取得了较大突破。在盐湖提锂领域，公司与盐湖股份、蓝科锂业，三方签订了沉锂母液高效分离（萃取法）工业化试验项目，该项目已于 7 月初顺利投产。新锂想和蓝科锂业团队剑指生产中的“卡脖子”技术问题，通过集成创新，采用新型萃取法高效回收沉锂母液的锂产品，通过前期中试试验和工业化验证，锂整体回收率 > 95%，完全实现工业化运行。在锂电回收领域，公司与耀宁科技达成合作协议，双方共同出资建设一期 1 万吨/年废旧锂回收生产线；公司与格林美签订产品销售合同，萃取剂成功应用于格林美公司电池回收生产线。

浙江新耀循环科技有限公司成立于 2023 年 8 月，由浙江新化化工股份有限公司、江苏耀宁新能源有限公司（吉利子公司）及上海添乾咨询管理合伙企业共同投资。公司主营再生资源回收利用及技术研发，围绕新能源锂电回收全生命周期，依托于母公司新化股份的萃取技术，将退役锂电池——“城市矿山”进行高效、环保、经济、智能化回收作为重点发展方向。

新耀循环科技废旧极片及废旧电池资源循环利用项目分两期建设，总处理废旧电池资源 5 万吨，项目计划投资约 6 亿元。其中一期年回收处理 14000 吨废旧磷酸铁锂正极片及电池黑粉，年回收电池级碳酸锂约 2100 吨，同时也副产磷酸铁、铝粉、硫酸钠、铝箔和铜箔等。2025 年年报显示，新耀循环项目全力冲刺开车前各项准备，力争锂电回收生产线全年保持稳定运行。

六、盈利预测与估值

我们依据以下假设对公司未来三年主营业务做出预测：

脂肪胺：公司脂肪胺整体运行平稳，产能利用率饱满，下游农药需求较为稳健，电解液添加剂需求有望增长，预计未来三年公司脂肪胺能维持较高水平负荷，整体销量保持平稳。

合成香料：26 年受上游原料上涨影响，部分时段盈利承压。公司仍有江苏三期和宁夏二期产能计划，预计未来三年公司香料产量逐年增长，我们预计公司 2026、2027、2028 年香料销量有望达到 2.8 万吨、3.8 万吨、4.8 万吨，宁东基地预计生产成本相对较低，香料吨毛利及整体盈利能力有望提升。

有机溶剂：异丙醇整体行业开工率仍处于低位，公司依靠两套工艺保持成本优势。江苏兴福电子年产 2 万吨电子级异丙醇项目目前已建设完成，现已正

式进入试生产阶段，假设下游客户认证顺利，未来三年逐渐释放销量并提升溶剂板块盈利能力。

综合以上假设，我们预测公司 2026-2028 年归母净利润为 3.39 亿/3.85 亿/4.39 亿元，分别同比+30.1%/+13.6%/14.0%，分别对应 2026 年 6 月 12 日收盘价的 PE 估值为 25.1x/22.1x/19.3x。

表 11、公司盈利预测（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
脂肪胺				
营业收入	1483.99	1736.93	1632.71	1600.06
营业成本	1166.52	1359.45	1291.47	1291.47
毛利率(%)	21.4%	21.7%	20.9%	19.3%
收入占比(%)	50.4%	46.6%	42.1%	38.0%
有机溶剂				
营业收入	362.65	447.53	515.84	635.96
营业成本	309.03	370.50	403.65	455.72
毛利率(%)	14.8%	17.2%	21.7%	28.3%
收入占比(%)	12.3%	12.0%	13.3%	15.1%
合成香料				
营业收入	781.41	1178.44	1311.44	1490.90
营业成本	615.73	943.08	1023.92	1164.04
毛利率(%)	21.2%	20.0%	21.9%	21.9%
收入占比(%)	26.5%	31.6%	33.8%	35.4%
其他				
营业收入	315.19	362.47	416.84	479.37
营业成本	195.34	217.48	250.10	287.62
毛利率(%)	38%	40%	40%	40%
收入占比(%)	10.7%	9.7%	10.8%	11.4%
公司总体				
总收入	2943.24	3725.37	3876.83	4206.28
yoy	-0.8%	26.6%	4.1%	8.5%
总成本	2286.62	2890.51	2969.15	3198.84
yoy	-2.7%	26.4%	2.7%	7.7%
毛利润	2286.62	2890.51	2969.15	3198.84
yoy	6.6%	27.1%	8.7%	11.0%
毛利率(%)	22.3%	22.4%	23.4%	24.0%
归母净利润	260.44	338.94	385.02	438.85
yoy	14.8%	30.1%	13.6%	14.0%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司业务较多，我们选取蓝晓科技（盐湖提锂）、亚香股份（香精香料）、格林达（湿电子化学品）作为可比公司。

表 12、可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	P/E			
				2025A	2026E	2027E	2028E
300487.SZ	蓝晓科技	271	53.32	30.3	23.7	19.0	15.5
301220.SZ	亚香股份	40	35.51	34.6	12.9	9.3	6.4
603931.SH	格林达	107	53.83	87.7	76.4	53.6	36.7
	平均值			50.9	37.7	27.3	19.5
603867.SH	新化股份	85	39.04	32.6	25.1	22.1	19.3

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理（蓝晓科技、亚香股份、格林达盈利预测及来自 wind 一致预期，收盘价截至 6 月 12 日）

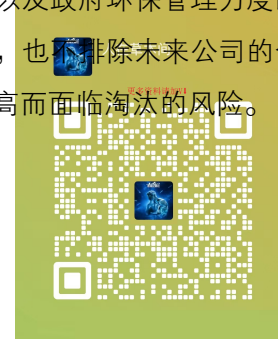
七、风险提示

原材料价格波动风险：公司各项主营产品成本构成中原材料占比较高，部分原材料价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性。全球石油市场的价格波动会带来基础化工原料价格大幅波动，若产品售价未能与原材料成本同步调整，可能对公司盈利能力造成一定影响。

新产能释放不及预期风险：公司香料板块存在江苏三期部分产能和宁夏二期产能规划，如果工程建设进度不及预期或产品需求不及预期，可能会影响公司相关产品销售。

新兴业务扩展不及预期风险：公司围绕半导体材料、纳米显示材料、锂电新能源三大方向布局，新兴业务可能存在市场拓展缓慢、客户认证周期长及需求大幅波动等不确定性。

因环保标准提高而带来的风险：公司所处精细化工行业属于污染行业。随着社会环保意识的增强，相关环保门槛和标准的提高，以及政府环保管理力度的加大，不排除公司因加大环保投入对经营业绩产生影响，也不排除未来公司的个别生产装置因难以达到新的环保标准或环保成本投入过高而面临淘汰的风险。



附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1984	2366	2687	3243
货币资金	537	617	901	1315
交易性金融资产	130	160	190	220
应收票据及应收账款	388	464	481	520
预付款项	21	35	36	38
存货	423	522	495	519
其他	485	569	585	631
非流动资产	2636	2731	2737	2611
长期股权投资	83	83	86	85
固定资产	1844	2259	2369	2289
在建工程	512	185	74	30
无形资产	150	155	160	159
商誉	0	0	0	0
其他	47	49	49	49
资产总计	4620	5097	5424	5855
流动负债	892	1109	1135	1217
短期借款	37	32	27	27
应付票据及应付账款	679	851	874	942
其他	176	227	234	249
非流动负债	392	368	348	328
长期借款	248	228	208	188
其他	144	141	141	141
负债合计	1283	1478	1483	1546
股本	217	217	217	217
未分配利润	1598	1771	1970	2197
少数股东权益	282	340	406	481
股东权益合计	3337	3619	3941	4309
负债及权益合计	4620	5097	5424	5855

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	260	339	385	439
折旧和摊销	170	262	302	325
营运资金的变动	-163	-93	21	-32
经营活动产生现金流量	319	591	795	827
资本支出	-337	-365	-315	-210
长期投资	-23	-40	-35	-30
投资活动产生现金流量	-488	-403	-350	-240
债权融资	38	16	-25	-20
股权融资	29	0	0	0
融资活动产生现金流量	-53	-107	-161	-173
现金净变动	-224	79	284	414

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2943	3725	3877	4206
营业成本	2287	2891	2969	3199
税金及附加	14	19	20	22
销售费用	25	31	32	34
管理费用	174	201	209	227
研发费用	97	129	134	145
财务费用	19	2	1	-4
投资收益	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-2	-5	-2	-1
营业利润	383	477	540	614
营业外收支	-22	-10	-10	-10
利润总额	361	466	529	603
所得税	58	69	79	90
净利润	302	397	451	514
少数股东损益	42	58	66	75
归属母公司净利润	260	339	385	439
EPS(元)	1.20	1.56	1.77	2.02

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-0.8%	26.6%	4.1%	8.5%
营业利润增长率	17.2%	24.4%	13.3%	13.7%
归母净利润增长率	14.8%	30.1%	13.6%	14.0%
盈利能力				
毛利率	22.3%	22.4%	23.4%	24.0%
归母净利率	8.8%	9.1%	9.9%	10.4%
ROE	8.5%	10.3%	10.9%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	27.8%	29.0%	27.3%	26.4%
流动比率	2.23	2.13	2.37	2.66
速动比率	1.67	1.59	1.87	2.17
营运能力				
资产周转率	65.6%	76.7%	73.7%	74.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.20	1.56	1.77	2.02
每股经营现金	1.47	2.72	3.65	3.80
估值比率(倍)				
PE	32.6	25.1	22.1	19.3
PB	2.8	2.6	2.4	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为盛美上海(688082)、中芯国际(688981)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn