

新和成 (002001.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

维生素静待复苏，新项目布局丰富

业绩简评

2023年4月20日公司发布2022年报及2023年1季报：2022年实现营业总收入159.3亿元，同比增长7.7%，归母净利润为36.2亿元，同比下滑16.3%。2023年1季度实现营业总收入36.1亿元，同比下滑16.2%，归母净利润为6.4亿元，同比下滑46.6%。

经营分析

维生素行业持续低迷背景下公司营养品业务承压，香料和新材料业务表现亮眼。从公司各板块的业绩表现来看，2022年营养品业务收入同比下滑2%至109.5亿元，毛利率降低10.5%至36.6%，该板块盈利能力显著下滑主要源于维生素价格的下跌，根据博亚和讯数据显示，2022年VA(50万IU/g)、VE(50%)、VD3(50万IU/g)均价分别为158、85、72元/千克，同比变动分别为-50%/+5%/-36%。2022年公司香料香精板块收入同比增长32%达到29.7亿元，毛利率提升7%至49%；新材料业务收入为11.7亿元，同比增长33%。

营养品板块稳步扩张增强规模优势，新材料开发稳步推进。公司未来业绩增量主要来源于现有业务产能扩张和新产品新项目的开发，营养品板块中目前5000吨维生素B6和3000吨维生素B12处于正产产销中，并且3万吨牛磺酸项目开始试车；蛋氨酸二期15万吨产能预计2023年6月建设完成，同时还合资在建18万吨液体蛋氨酸(折纯)的生产装置。香精香料板块中年产5000吨的薄荷醇进入试车阶段。新材料板块中年产7000吨的PPS三期项目进入试车阶段；己二腈项目现处于中试阶段。原料药板块的500吨氮杂双环项目现已打通工艺路线并实现生产和销售，未来原料药产品结构将进行调整和转型升级。

盈利预测、估值与评级

公司为国内精细化工龙头企业，维生素板块业务处于周期底部，下游需求改善后盈利有望改善，同时新项目建设持续推进助力公司长期成长。考虑到维生素盈利修复仍需时间，下调公司2023年归母净利润预测至42亿元(-10%)，预计2024-2025年归母净利润为51、60亿元，当期市值对应PE分别为13、10.8、9.1倍，维持“增持”评级。

风险提示

产品价格下跌；新项目进度不及预期；需求下滑

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

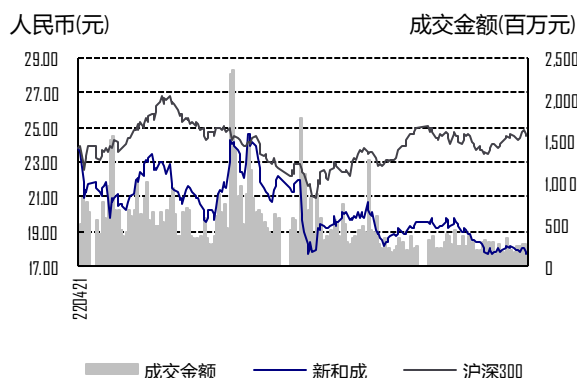
联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价(人民币)：17.67元

相关报告：

- 《三季报业绩有所承压，看好公司长期成长-三季报业绩有所承压，看...》，2022.10.26
- 《中报业绩符合预期，营养品有望触底回升-中报业绩符合预期，营养...》，2022.8.25
- 《看好VA、VE景气度-2022年Q1业绩符合预期》，2022.4.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,798	15,934	17,676	20,481	23,431
营业收入增长率	43.47%	7.68%	10.93%	15.87%	14.40%
归母净利润(百万元)	4,324	3,620	4,202	5,068	6,003
归母净利润增长率	21.34%	-16.28%	16.07%	20.61%	18.45%
摊薄每股收益(元)	1.677	1.171	1.359	1.640	1.942
每股经营性现金流净额	2.26	1.41	1.74	2.01	2.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.84%	15.36%	16.12%	17.12%	18.08%
P/E	18.56	16.01	13.00	10.78	9.10
P/B	3.68	2.46	2.10	1.84	1.64

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	10,314	14,798	15,934	17,676	20,481	23,431
增长率		43.5%	7.7%	10.9%	15.9%	14.4%
主营业务成本	-4,727	-8,212	-10,048	-10,734	-12,176	-13,657
%销售收入	45.8%	55.5%	63.1%	60.7%	59.5%	58.3%
毛利	5,587	6,586	5,886	6,942	8,304	9,774
%销售收入	54.2%	44.5%	36.9%	39.3%	40.5%	41.7%
营业税金及附加	-115	-132	-127	-141	-164	-187
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-313	-107	-122	-141	-164	-187
%销售收入	3.0%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-423	-424	-505	-566	-655	-750
%销售收入	4.1%	2.9%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-546	-783	-859	-954	-1,126	-1,312
%销售收入	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	4,191	5,141	4,273	5,139	6,195	7,337
%销售收入	40.6%	34.7%	26.8%	29.1%	30.2%	31.3%
财务费用	-305	-270	-44	-325	-362	-405
%销售收入	3.0%	1.8%	0.3%	1.8%	1.8%	1.7%
资产减值损失	-16	-104	-158	0	0	0
公允价值变动收益	9	38	-66	0	0	0
投资收益	160	128	129	130	130	130
%税前利润	3.9%	2.5%	3.0%	2.6%	2.2%	1.8%
营业利润	4,164	5,083	4,313	4,943	5,963	7,063
营业利润率	40.4%	34.4%	27.1%	28.0%	29.1%	30.1%
营业外收支	-54	-52	-75	0	0	0
税前利润	4,110	5,031	4,238	4,943	5,963	7,063
利润率	39.8%	34.0%	26.6%	28.0%	29.1%	30.1%
所得税	-533	-691	-600	-742	-894	-1,059
所得税率	13.0%	13.7%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,577	4,340	3,638	4,202	5,068	6,003
少数股东损益	13	16	18	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,564	4,324	3,620	4,202	5,068	6,003
净利率	34.6%	29.2%	22.7%	23.8%	24.7%	25.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,577	4,340	3,638	4,202	5,068	6,003
少数股东损益	13	16	18	0	0	0
非现金支出	849	1,332	1,555	1,481	1,551	1,620
非经营收益	231	280	506	265	355	426
营运资金变动	-1,535	-114	-1,337	-559	-753	-791
经营活动现金净流	3,123	5,838	4,361	5,389	6,221	7,258
资本开支	-2,297	-3,448	-4,896	-2,727	-2,501	-2,401
投资	-92	-84	0	0	0	0
其他	2,195	140	1,057	130	130	130
投资活动现金净流	-194	-3,392	-3,839	-2,597	-2,371	-2,271
股权募资	0	0	0	0	500	0
债权募资	-62	826	1,037	-929	-87	-1,078
其他	-1,314	-2,171	-2,307	-2,140	-2,513	-2,957
筹资活动现金净流	-1,376	-1,345	-1,270	-3,070	-2,099	-4,035
现金净流量	1,456	1,045	-563	-278	1,750	952

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,928	5,953	5,344	5,065	6,815	7,766
应收款项	2,737	3,542	3,498	3,921	4,543	5,197
存货	3,117	3,194	4,145	4,411	5,004	5,612
其他流动资产	2,746	2,225	1,125	1,081	1,103	1,125
流动资产	13,528	14,914	14,111	14,478	17,465	19,701
%总资产	43.8%	43.0%	36.9%	36.3%	39.8%	42.0%
长期投资	366	374	456	456	456	456
固定资产	15,240	17,304	21,613	22,758	23,633	24,340
%总资产	49.3%	49.9%	56.5%	57.0%	53.9%	51.9%
无形资产	1,420	1,540	1,755	1,831	1,905	1,979
非流动资产	17,369	19,778	24,156	25,422	26,372	27,153
%总资产	56.2%	57.0%	63.1%	63.7%	60.2%	58.0%
资产总计	30,897	34,692	38,268	39,900	43,837	46,854
短期借款	3,639	3,433	4,438	3,309	3,222	2,144
应付款项	2,091	2,187	2,870	2,767	3,105	3,446
其他流动负债	653	858	660	851	995	1,148
流动负债	6,383	6,477	7,969	6,926	7,322	6,738
长期贷款	4,137	5,149	5,274	5,474	5,474	5,474
其他长期负债	973	1,202	1,363	1,343	1,343	1,342
负债	11,493	12,828	14,605	13,743	14,139	13,554
普通股股东权益	19,336	21,800	23,575	26,070	29,611	33,213
其中：股本	2,149	2,578	3,091	3,091	3,091	3,091
未分配利润	11,515	14,121	15,824	18,345	21,386	24,988
少数股东权益	68	64	87	87	87	87
负债股东权益合计	30,897	34,692	38,268	39,900	43,837	46,854

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.659	1.677	1.171	1.359	1.640	1.942
每股净资产	8.999	8.455	7.627	8.434	9.580	10.745
每股经营现金净流	1.453	2.264	1.411	1.743	2.013	2.348
每股股利	0.700	0.700	0.500	0.544	0.656	0.777
回报率						
净资产收益率	18.43%	19.84%	15.36%	16.12%	17.12%	18.08%
总资产收益率	11.53%	12.46%	9.46%	10.53%	11.56%	12.81%
投入资本收益率	13.37%	14.50%	10.90%	12.41%	13.62%	15.15%
增长率						
主营业务收入增长率	35.34%	43.47%	7.68%	10.93%	15.87%	14.40%
EBIT增长率	70.00%	22.67%	-16.88%	20.27%	20.55%	18.44%
净利润增长率	64.33%	21.34%	-16.28%	16.07%	20.61%	18.45%
总资产增长率	8.40%	12.28%	10.31%	4.27%	9.87%	6.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.8	57.8	59.9	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	198.8	140.2	133.3	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	120.2	64.4	65.6	66.0	65.0	64.0
固定资产周转天数	492.4	353.2	378.5	327.7	269.9	223.6
偿债能力						
净负债/股东权益	10.29%	6.30%	15.42%	11.46%	3.91%	-2.61%
EBIT利息保障倍数	13.8	19.0	96.2	15.8	17.1	18.1
资产负债率	37.20%	36.98%	38.17%	34.44%	32.25%	28.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-29	增持	39.27	N/A
2	2021-08-20	增持	28.79	N/A
3	2021-10-28	增持	26.99	N/A
4	2022-04-15	增持	31.15	41.60~41.60
5	2022-04-27	增持	25.85	N/A
6	2022-08-25	增持	24.10	N/A
7	2022-10-26	增持	17.77	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402