

2023年08月30日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

18

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2023/8/29)	15.99		
深证成指(2023/8/29)	10454.98		
股价 12 个月高/低	24.29/14.47		
总发行股数(百万)	3090.91		
A 股数(百万)	3054.53		
A 市值(亿元)	488.42		
主要股东	新和成控股集团有限公司 (49.22%)		
每股净值(元)	7.63		
股价/账面净值	2.10		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.5	7.1	-30.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.10.26	17.77	区间操作
2023.02.27	18.94	区间操作

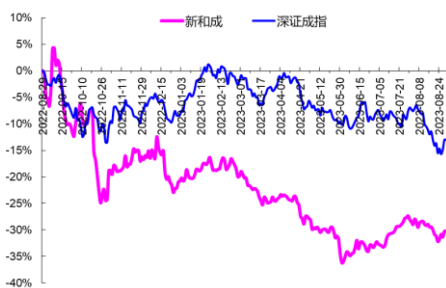
产品组合

营养品	65.1%
香精香料类	22.0%
新材料	7.8%
其他	5.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.4%
一般法人	55.1%

股价相对大盘走势



新和成 (002001.SZ)

Trading Buy 区间操作

营养品版块承压，产品结构优化

事件:

公司发布2023年半年报，2023年H1公司实现营收74.19亿元，yoy-9.7%；归母净利润14.83亿元，yoy-33.0%。公司Q2单季实现营收38.06亿元，yoy-2.6%，qoq+5.4%；归母净利润8.40亿元，yoy-16.9%，qoq+30.6%，略低于预期。

结论及建议:

报告期内，维生素和营养品行业景气弱势，公司主营产品价格下行，业绩同比下滑。公司香精香料和营养品版块增长稳健，新建项目逐渐贡献业绩，公司板块结构优化。当前维生素和蛋氨酸价格处于底部区间，静待行业景气修复，维持“区间操作”评级。

- 维生素价格下滑，营养品板块承压:** 分版块来看，上半年公司营养品板块营收下滑，香精香料和新材料板块营收稳健增长。营养品板块 H1 实现营收 48.30 亿元，yoy-16%，占公司总营收的 65.10%，同比下降 5.12pct。板块内维生素和蛋氨酸价格下滑幅度较大。据百川盈孚，2023H1 VA 均价 91.80 元/kg，yoy-57%；VE 均价 75.20 元/kg，yoy-13%；蛋氨酸均价为 17.82 元/kg，yoy-16%。上半年板块毛利率下降 11.65pct 到 28.88%。目前公司 3 万吨牛磺酸按计划试车，公司蛋氨酸二期 15 万吨装置基本建设完成，准备试车，下半年板块也就有望修复。目前维生素和蛋氨酸价格仍在底部，静待后续景气复苏。
- 新产能释放，香精香料和新材料稳步增长:** 香精香料和新材料板块整体发展向好。香精香料板块 H1 实现营收 16.32 亿元，yoy+7.15%，占公司总营收比例提升 3.46pct 达 22.00%，版块毛利率提升 1.65pct 到 51.5%。板块内 5000 吨薄荷醇项目产能释放，提升板块业绩。新材料板块实现营收 5.78 亿元，yoy+7.8%，占公司总营收比例提升 1.17pct 到 7.8%，板块内 7000 吨 PPS 三期项目已经正式投产，为公司贡献业绩。公司原料药板块也在建设中，未来将逐步发展成为解热镇痛类、营养类药品以及特色原料药中间体生产商。Q2 公司业绩环比回暖，下半年随着香精香料、新材料、原料药板块的新项目产能爬坡，公司产品结构有望进一步优化，随着产品丰富度提高，公司抗风险能力持续增强。
- 价格下滑影响毛利率，费用保持合理:** 受主营产品价格下滑影响，公司 H1 毛利率同比下滑 4.14pct 到 33.74%。费用方面整体维持稳定，H1 公司研发费用率同比上升 0.25pct 达 5.62%；销售费用率同比增加 0.21pct 到 0.90%；管理费用率同比增加 0.71pct 到 3.30%；受汇率变动影响，公司汇兑收益增加，财务费用同比减少 0.59 亿元。
- 后续规划项目丰富，长期成长可期:** 公司前期投建项目有序推进，下半年蛋氨酸 15 万吨装置、3 万吨牛磺酸装置试车；与中石化合资建设的 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目投入建设；己二腈项目中试顺利，项目报批有序推进。未来公司还规划有 10 万吨己二腈、10 万吨己二胺、20 万吨尼龙 66、10.3 万吨 HDI 及 2.1 万吨/年 IPDI 项目，整体在建项目丰

富，长期成长空间充足。

- **盈利预测：**考虑到营养品景气底部，我们下修盈利预测，预计公司2023/2024/2025 年实现净利润 31/37/47 亿元，yoy-16%/+22%/+28% (前值 38/47/57 亿元，yoy+4%/+18%/+20%)，折合 EPS 为 0.99/1.21/1.54 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 16/13/10 倍，估值合理，维持“区间操作”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、在建项目进度不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,356	3,620	3,059	3,733	4,772
同比增减	%	22.23%	-16.89%	-15.50%	22.03%	27.83%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.69	1.17	0.99	1.21	1.54
同比增减	%	1.86%	-30.67%	-15.50%	22.03%	27.83%
A 股市盈率 (P/E)	X	9.46	13.65	16.16	13.24	10.36
股利 (DPS)	RMB 元	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
股息率 (Yield)	%	4.38%	3.13%	3.75%	3.75%	4.38%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14917	15934	16183	19137	23554
经营成本	8300	10048	11018	12865	15596
研发费用	783	859	872	1032	1270
营业税金及附加	132	127	129	152	188
销售费用	107	122	124	147	181
管理费用	424	505	513	606	746
财务费用	270	44	45	53	66
资产减值损失	-54	-163	-56	-66	-81
投资收益	128	129	26	21	16
营业利润	5115	4313	3656	4450	5666
营业外收入	12	5	5	5	6
营业外支出	65	80	80	80	80
利润总额	5063	4238	3581	4370	5586
所得税	691	600	507	619	791
少数股东损益	16	18	15	19	24
归属于母公司股东权益	4356	3620	3059	3733	4772

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5953	5344	4290	5444	7692
应收账款	3104	2849	3134	3447	3792
存货	3194	4145	3730	4103	4513
流动资产合计	14914	14111	16187	18508	22047
长期股权投资	351	433	569	569	569
固定资产	14319	16524	18176	19994	21993
在建工程	2985	5089	4835	4593	4363
非流动资产合计	19778	24156	26160	28085	30062
资产总计	34692	38268	42347	46593	52109
流动负债合计	6477	7969	8391	8420	8637
非流动负债合计	6351	6637	7223	7693	8203
负债合计	12828	14605	15614	16113	16840
少数股东权益	64	87	99	112	130
股东权益合计	21864	23662	26733	30480	35269
负债及股东权益合计	34692	38268	42347	46593	52109

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	5838	4361	3925	4710	5652
投资活动产生的现金流量净额	-3392	-3839	-3455	-1728	-1209
筹资活动产生的现金流量净额	-1345	-1270	-1524	-1829	-2195
现金及现金等价物净增加额	1045	-563	-1054	1154	2249

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。