

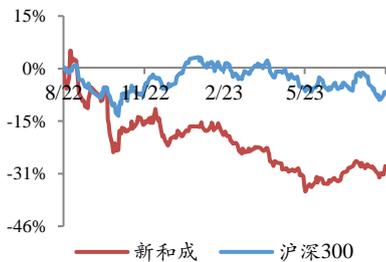
盈利结构持续优化，二季度业绩持续改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-30

收盘价（元）	16.31
近12个月最高/最低（元）	23.91/14.63
总股本（百万股）	3,091
流通股本（百万股）	3,055
流通股比例（%）	98.82
总市值（亿元）	504
流通市值（亿元）	498

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 业绩短期承压，多点开花助力公司长期发展 2023-04-24

2. 拟与中石化成立合资公司，持续布局蛋氨酸产业 2023-01-06

3. 三季度业绩符合预期，新项目建设稳步推进 2022-10-26

主要观点：

● 事件描述

8月29日，新和成发布了2023年半年报，2023年上半年实现营业收入74.19亿元，同比下降9.70%，实现扣非归母净利13.75亿元，同比下降34.33%。单季度来看，2023年Q2实现营业收入38.06亿元，环比增加5.37%，同比下降2.58%。2023年Q2实现扣非归母净利7.89亿元，环比增加34.51%，同比下降17.08%。

● 上半年香精香料板块和新材料板块稳健发展，维生素业务短期承压

公司营养品板块稍有承压，香精香料板块业绩抢眼。公司2023年Q2单季度实现营收38.06亿元，环比增加5.37%，同比下降2.58%；实现归母净利润8.40亿元，同比下降16.87%，环比增加30.62%；扣非归母净利7.89亿元，环比增加34.51%，同比下降17.08%。2023年上半年，营养品系列产品收入端有所下滑，主要来自主要产品价格端的下滑，根据IFIND，上半年VA/VE/蛋氨酸市场平均价格为90.11、74.99、17.58元/千克，同比下滑58.47%、15.47%和17.88%，Q2环比下滑1.99%、3.04%和7.40%，主要源于下游养殖业环境较差造成的供需失衡，维生素A和蛋氨酸价格已进入市场底部，预计后续价格下跌幅度有限。在主要产品价格下滑的同时，公司整体毛利率维持稳定，Q2季度有所回升，由31.69%增加至33.74%，主要受益于成本端大宗商品价格的高位回落，以及公司产品结构的持续优化带来的业绩高抗压性。公司香精香料板块上半年实现营收16.32亿元，同比增加7.15%，毛利率有所提升。从净利率角度来看，公司Q2净利率环比增加主要系汇率波动产生汇兑收益1.32亿元所致，单季度财务费用为-0.88亿，环比减少了1.38亿，同比减少了0.41亿。

● 营养品板块价格筑底，下游需求回暖有望改善公司利润

中长期看需求将逐步恢复，维生素市场有望得到修复。维生素VA、VE以及主要氨基酸蛋氨酸下游最大应用领域均为动物饲料（平均在70%左右），在饲料中维生素和蛋氨酸的含量较少，分别为0.6%和1.5%。下游客户在环境较好时对维生素和蛋氨酸的价格不敏感，但在环境较差时，则会适当调整维生素添加量及进行相应饲料及其添加剂、辅料的库存管理，截止7月31日，生猪现货价为15.63元/公斤，较22年高点27.48元/公斤下降43.12%，但相对于Q2季度有所改善。在价格方面，VA和蛋氨酸价格已进入市场底部，中小企业没有成本优势，底部经营困难，预计后续下跌空间有限，VE相对来说供需格局相对较好，预计随着未来下游生猪行业回暖及四季度消费旺季的到来带动维生素等需求同步提升，进而带动价格和销量的回暖。

● 多项目同步推进，营养品、香精香料及新材料业务持续扩张

公司多领域布局，优化纵深产品矩阵。营养品板块，蛋氨酸二期15万吨/年

生产线装置已建设完成，正在分步试车；3万吨/年牛磺酸项目已实现对外销售；2500吨/年维生素B5已于今年试车完成，进入正常生产销售阶段。新材料板块，规划报批产能3万吨/年，现有年产能15000吨生产线正常生产销售，三期7000吨/年PPS已于2022年6月18日建设完全并试车，产品品质达到预期，预计2022年9、10月份负荷达到80%-90%；己二腈项目已进入中试阶段，计划首期在山东基地安排50000吨/年建设。香精香料板块，5000吨/年薄荷醇项目已正常生产销售，603项目中柠檬醛系列产品预计23年年底完工。公司坚持“化工+”和“生物+”的战略主航道，提升应用研究和应用服务能力，专注于营养品、香精香料、高分子新材料和原料药业务，坚持创新驱动，发展各类功能性化学品，加强技术平台和产业平台的建设，不断优化纵深产品矩阵，有利于提高公司综合竞争力，稳固自身行业地位。

● **投资建议**

预计公司2023-2025年归母净利润分别为39.15、51.86、61.11亿元（原2023年-2025年分别为42.14、49.01、58.35亿元），同比增速为8.1%、32.5%、17.8%。对应PE分别为13、10、8倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1)宏观经济风险；
- (2)原材料价格大幅波动；
- (3)产能建设不及预期；
- (4)汇率及贸易风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15934	15350	19693	21140
收入同比 (%)	6.8%	-3.7%	28.3%	7.3%
归属母公司净利润	3620	3915	5186	6111
净利润同比 (%)	-16.9%	8.1%	32.5%	17.8%
毛利率 (%)	36.9%	39.5%	39.9%	42.8%
ROE (%)	15.4%	15.1%	16.7%	16.4%
每股收益 (元)	1.17	1.27	1.68	1.98
P/E	16.03	12.62	9.53	8.09
P/B	2.46	1.90	1.59	1.33
EV/EBITDA	10.96	7.47	5.56	3.94

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王强峰

联系人：刘天其

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。