

2022 年 10 月 26 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 20.00

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2022/10/25)	17.77
深证成指(2022/10/25)	10639.82
股价 12 个月高/低	30.69/17.5
总发行股数(百万)	3090.91
A 股数(百万)	3054.53
A 市值(亿元)	542.79
主要股东	新和成控股集团有限公司 (49.07%)
每股净值(元)	7.44
股价/账面净值	2.39
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-16.4 -15.1 -17.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.2.28	34.35	区间操作
2022.04.28	21.37	买入

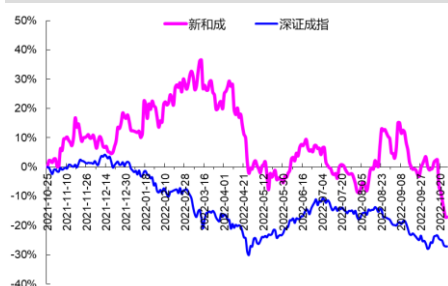
产品组合

营养品	75.2%
香精香料类	15.1%
新材料	5.9%

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

维生素需求仍弱，静待行业景气反转

结论与建议：

公司发布22年三季报，22年前三季度公司实现营业收入119.20亿元，yoy+12.21%；归母净利润30.11亿元，yoy-11.23%，业绩略低于预期。单季来看，公司Q3实现营收36.95亿元，yoy+12.86%，qoq-5.43%，归母净利润7.97亿元，yoy-17.39%，qoq-21.12%。

公司作为全球知名的维生素供应商，围绕营养品、香精香料、高分子新材料等业务领域创新发展，努力打造“化工+”“生物+”平台，不断丰富产品线，发展功能性化学品。公司后续有多个项目新增产能释放，公司长期成长动力充足，维持“区间操作”评级。

- **维生素价格下滑影响业绩，看好后市景气回升：**2022 年受疫情及全球通胀影响，养殖业需求不振，饲料添加剂景气下滑，公司主营产品价格承压。Q3 单季 VA/VE/蛋氨酸均价分别为 112/81/20.17 元/公斤，yoy-61.65%/+3.69%/+9.51%，qoq-6.22%/+0.00%/-7.20%。2022 年 Q3 仔猪平均市场养殖利润回升到 731.54 元/头，同比提升 1934.39 元/头，环比提升 787.63 元/头。随着养猪利润开始提高，饲民购置饲料及维生素的意愿增强，有望拉动维生素价格上涨。10 月来看，VA 价格仍显弱势，10 月均价为 105.50 元/公斤，但 VE 价格持稳，10 月均价为 20.17 元/公斤，蛋氨酸价格略有回升，10 月均价达 20.68 元/公斤。当前公司产品价格处于低位区间，静待行业迎来景气反转。在主营产品价格下滑的情况下，公司销量增长，营收维持增长态势。23 年 6 月 15 万吨蛋氨酸预计投产，公司市占率有望进一步提高。
- **毛利同比下滑，费用控制良好：**受产品价格变动和原材料价格上涨影响，公司毛利率同比下滑 10.61pct 到 33.64%。费用方面控制合理，2022 年 Q3 公司研发费用率同比下降 0.98pct 到 4.32%，销售费用率同比下降 0.19pct 到 0.86%，管理费用率同比增加 0.30pct 到 3.58%，财务费用率同比下滑 1.30pct 到 0.27%。此外，受远期结售汇产品汇率变动影响，公司 Q3 公允价值变动收益同比减少 0.87 亿元，影响公司业绩。
- **新增项目陆续投产，保障公司长期发展：**公司持续布局“生物+”、“化工+”平台，不断丰富产品线，三个板块协同发展。营养品板块 25 万吨/年蛋氨酸二期项目稳步推进，其中 10 万吨装置平稳运行，15 万吨装置预计 2023 年 6 月建设完成；5000 吨/年维生素 B6、3000 吨/年 B12 正常生产、销售；3 万吨/年牛磺酸项目按进度建设。香精香料板块，年产 5000 吨薄荷醇项目已于 2022 年 Q3 投产。新材料板块，7000 吨/年 PPS 三期项目试车顺利；己二腈项目现处于中试阶段，项目报批流程有序推进。原料药板块，500 吨/年氮杂双环项目已打通工艺路线，开车并销售。公司在建项目丰富，成长潜力充足，看好长期发展。
- **盈利预测：**考虑到维生素价格仍处弱势，我们下修盈利预测，预计公司 2022/2023 年实现净利润 40/49 亿元，yoy-6.94%/+22.95%，（前值 43/53 亿元，yoy-0.26%/+22.30%），折合 EPS 为 1.30/1.60 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 14/11 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		2019	2020	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,165	3,564	4,324	4,024	4,947
同比增减	%	-29.67%	64.59%	21.34%	-6.94%	22.95%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.01	1.66	1.68	1.30	1.60
同比增减	%	-29.67%	64.59%	1.11%	-22.37%	22.95%
A 股市盈率(P/E)	X	17.63	10.71	10.60	13.65	11.10
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.7	0.7	0.6	0.7
股息率 (Yield)	%	2.81%	3.94%	3.94%	3.38%	3.94%

【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）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7660	10314	14798	15826	18855
经营成本	4051	4727	8212	9540	11153
研发费用	435	546	783	837	997
营业税金及附加	98	115	132	141	168
销售费用	235	313	107	114	136
管理费用	380	423	424	444	529
财务费用	161	305	270	202	241
资产减值损失	-17	-12	-54	0	0
投资收益	177	160	128	38	31
营业利润	2563	4164	5083	4746	5821
营业外收入	8	2	12	13	14
营业外支出	6	56	65	65	65
利润总额	2565	4110	5031	4682	5756
所得税	392	533	691	643	790
少数股东损益	8	13	16	15	19
归属于母公司股东权益	2165	3564	4324	4024	4947

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3422	4928	5194	6227	8411
应收账款	1853	2263	2782	3060	3366
存货	2033	3117	3273	3437	3608
流动资产合计	12571	13528	17605	19532	22718
长期股权投资	281	343	372	372	372
固定资产	7769	13914	14749	16224	17846
在建工程	6104	1326	2651	2545	2418
非流动资产合计	15931	17369	19998	21551	23321
资产总计	28502	30897	37603	41083	46038
流动负债合计	6774	6383	8078	8384	7914
非流动负债合计	4827	5110	7291	7721	8181
负债合计	11601	11493	15369	16105	16096
少数股东权益	52	68	77	87	104
股东权益合计	16901	19404	22234	24978	29943
负债及股东权益合计	28502	30897	37603	41083	46038

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	2102	3123	3747	4122	4947
投资活动产生的现金流量净额	-4363	-194	-2036	-1934	-1837
筹资活动产生的现金流量净额	3058	-1376	-1445	-1156	-925
现金及现金等价物净增加额	814	1456	267	1032	2185

1

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，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此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i @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i @。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。