

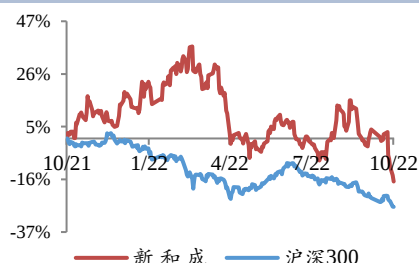
三季度业绩符合预期，新项目建设稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-25

收盘价（元）	17.77
近 12 个月最高/最低（元）	29.26/17.77
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）	549
流通市值（亿元）	543

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

10月25日，公司发布2022年第三季度报告，2022年前三季度实现营业收入119.1亿元，同比增长12.21%；实现归母净利润30.11亿元，同比下降11.23%；实现扣非归母净利润29.28亿元，同比减少9.29%；实现基本每股收益0.98元/股。

● 维生素板块略有承压，三季度业绩总体符合预期

维生素价格处于低位，公司业绩短期承压，三季度业绩总体符合预期。公司前三季度营收为119.1亿元，同比增长12.21%，其中第三季度实现营收36.95亿元，环比下降5.43%。前三季度实现归母净利润30.11亿元，同比下降11.23%，其中第三季度实现归母净利润7.97亿元，环比下降21.17%。公司香精香料板块和新材料板块稳健发展，蛋氨酸销量增长、产品价格相对稳定，维生素类主要产品销售价格较上年同期有所下降。截至目前，2022年维生素A市场均价174.48元/千克，较21年下降117.26元/千克；维生素E市场均价84.55元/千克，较21年下降5.49元/千克。

● 营养品板块欧洲产能缩减叠加下游需求回暖有望改善公司利润

欧洲和中国是全球重要的维生素供应基地，其中，欧洲维生素产能占全球产能约45%。短期来看欧洲方面，天然气价格持续上升叠加高温极端天气导致重要航道莱茵河面临限产甚至停产风险。长期看，俄乌战争不断发酵将对欧洲天然气价格造成影响，欧洲天然气价格“易上难下”，冬季用能高峰，欧洲天然气短缺或加剧，天然气价格可能持续高位，在成本端对维生素价格形成支撑，全球维生素将在很长一段时间内维持供给偏紧的状态。此外，欧洲还是重要的蛋氨酸生产基地，欧洲蛋氨酸产能占全球30%以上，天然气作为蛋氨酸的重要原料，欧洲能源危机与极端环境因素很可能使全球蛋氨酸供给受到影响。维生素和蛋氨酸最大的下游应用是动物饲料，整体约占70%。下半年猪周期处于上行阶段，生猪价格相较于上半年有所上升。截至今日，今年10月生猪全国批发价26.59元/公斤，环比Q2上涨11.52元/公斤。作为维生素和蛋氨酸的最主要应用，生猪行业回暖有望带动维生素等需求同步提升，预计维生素价格将有所上涨，利润将得到改善。

● 多项目同步推进，营养品、香精香料及新材料业务持续扩张

营养品板块，蛋氨酸二期15万吨/年生产线装置按照进度有序推进，预计2023年6月建设完成并投料试车；3万吨/年牛磺酸项目预计今年年底建设完成，明年一季度试车；5000吨/年维生素B6、3000吨/年B12已经于今年6、7月份试车完成，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 已于今年 6.18 建设完全并试车，产品品质达到预期，预计 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/年薄荷醇项目已于今年 9 月建设完成并进行工艺段试车，预计今年 9 月进行投料试车，四季度会有增量。公司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 2022-2024 年归母净利润分别为 38.24、50.76、60.19 亿元。同比增速为-11.6%、32.7%、18.6%。当前股价对应 PE 分别为 14、11、9 倍，维持买入评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济风险；
- (2) 原材料价格波动风险；
- (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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14798	15350	19693	21140
收入同比 (%)	43.5%	3.7%	28.3%	7.3%
归属母公司净利润	4324	3824	5076	6019
净利润同比 (%)	21.3%	-11.6%	32.7%	18.6%
毛利率 (%)	44.5%	39.5%	39.9%	42.8%
ROE (%)	19.8%	16.2%	17.7%	17.3%
每股收益 (元)	1.68	1.24	1.64	1.95
P/E	18.52	14.36	10.82	9.13
P/B	3.68	2.32	1.91	1.58
EV/EBITDA	12.86	8.82	6.52	4.71

资料来源：公司公告，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14914	17595	22073	30893	营业收入	14798	15350	19693	21140
现金	5953	6439	9060	18992	营业成本	8212	9292	11835	12098
应收账款	2755	2506	4061	2995	营业税金及附加	132	158	196	209
其他应收款	254	310	364	360	销售费用	107	289	333	337
预付账款	79	141	176	171	管理费用	424	556	679	721
存货	3194	5221	5375	5243	财务费用	270	156	151	125
其他流动资产	2679	2977	3036	3133	资产减值损失	-54	-14	-17	-18
非流动资产	19778	21526	21509	19669	公允价值变动收益	38	0	0	0
长期投资	351	383	412	438	投资净收益	128	205	239	253
固定资产	14319	15243	17787	15881	营业利润	5083	4450	5897	6998
无形资产	1522	1622	1726	1830	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	3586	4279	1585	1519	营业外支出	65	0	0	0
资产总计	34692	39121	43582	50561	利润总额	5031	4450	5897	6998
流动负债	6477	9041	8407	9345	所得税	691	611	802	956
短期借款	1403	1403	1403	1403	净利润	4340	3839	5095	6042
应付账款	1436	3276	2419	3249	少数股东损益	16	14	19	23
其他流动负债	3638	4361	4585	4692	归属母公司净利润	4324	3824	5076	6019
非流动负债	6351	6351	6351	6351	EBITDA	6445	6471	8352	9449
长期借款	5149	5149	5149	5149	EPS (元)	1.68	1.24	1.64	1.95
其他非流动负债	1202	1202	1202	1202					
负债合计	12828	15392	14758	15696					
少数股东权益	64	78	97	120					
股本	2578	3084	3084	3084					
资本公积	4121	3435	3435	3435					
留存收益	15101	17131	22207	28226					
归属母公司股东权益	21800	23651	28727	34746					
负债和股东权益	34692	39121	43582	50561					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	5838	6288	5124	10633	营业收入	43.5%	3.7%	28.3%	7.3%
净利润	4340	3839	5095	6042	营业利润	22.1%	-12.5%	32.5%	18.7%
折旧摊销	1227	2067	2534	2571	归属于母公司净利	21.3%	-11.6%	32.7%	18.6%
财务费用	339	216	216	216	获利能力				
投资损失	-128	-205	-239	-253	毛利率 (%)	44.5%	39.5%	39.9%	42.8%
营运资金变动	-114	369	-2491	2049	净利率 (%)	29.2%	24.9%	25.8%	28.5%
其他经营现金流	4627	3473	7594	4001	ROE (%)	19.8%	16.2%	17.7%	17.3%
投资活动现金流	-3392	-3613	-2287	-486	ROIC (%)	14.8%	11.8%	13.4%	13.7%
资本支出	-3448	-3787	-2497	-713	偿债能力				
长期投资	-84	-32	-29	-26	资产负债率 (%)	37.0%	39.3%	33.9%	31.0%
其他投资现金流	140	205	239	253	净负债比率 (%)	58.7%	64.9%	51.2%	45.0%
筹资活动现金流	-1345	-2189	-216	-216	流动比率	2.30	1.95	2.63	3.31
短期借款	-960	0	0	0	速动比率	1.66	1.25	1.86	2.63
长期借款	1012	0	0	0	营运能力				
普通股增加	430	506	0	0	总资产周转率	0.45	0.42	0.48	0.45
资本公积增加	-439	-686	0	0	应收账款周转率	6.32	5.84	6.00	5.99
其他筹资现金流	-1387	-2009	-216	-216	应付账款周转率	5.66	3.94	4.16	4.27
现金净增加额	1045	486	2621	9932	每股指标 (元)				
					每股收益	1.68	1.24	1.64	1.95
					每股经营现金流薄)	1.89	2.03	1.66	3.44
					每股净资产	8.45	7.65	9.29	11.24
					估值比率				
					P/E	18.52	14.36	10.82	9.13
					P/B	3.68	2.32	1.91	1.58
					EV/EBITDA	12.86	8.82	6.52	4.71

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。