

新和成 (002001.SZ)

2022 年 10 月 26 日

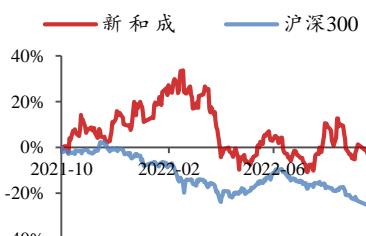
维生素需求偏弱短期盈利承压，看好公司长期成长

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/25
当前股价(元)	17.77
一年最高最低(元)	37.83/17.50
总市值(亿元)	549.25
流通市值(亿元)	542.79
总股本(亿股)	30.91
流通股本(亿股)	30.55
近 3 个月换手率(%)	60.82

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《营养品板块承压拖累业绩，持续关注海外供给变化——公司信息更新报告》-2022.8.24

《成本上涨、维生素产品销售承压拖累业绩，多项目进展顺利——公司信息更新报告》-2022.7.17

《归母净利润环比增长 25.6%，多项 目同步有序推进——公司信息更新报 告》-2022.4.28

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

徐正凤（联系人）

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790122070041

蒋跨跃（联系人）

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790122010041

## ● 三季报业绩符合预期，看好公司长期成长，维持“买入”评级

公司发布 2022 三季报，前三季度营收 119.10 亿元，同比+12.21%；扣非归母净利润 29.28 亿元，同比-9.29%；对应 Q3 单季度营收 36.95 亿元，同比+12.86%、环比-5.43%；扣非归母净利润 8.33 亿元，同比-10.33%、环比-12.38%，业绩符合预期。考虑当前维生素处于景气底部，我们下调 2022、维持 2023-2024 盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 40.42 (原值 50.04)、55.16、57.17 亿元，对应 EPS 为 1.31 (原值 1.62)、1.78、1.85 元/股，当前股价对应 PE 为 13.6、10.0、9.6 倍。我们看好公司坚持“化工+”和“生物+”战略主航道，坚持创新驱动，维持“买入”评级。

## ● Q3 维生素需求偏弱价格下跌，公司盈利有所承压

2022 前三季度，毛利率、归母净利率、期间费用率分别为 37.89%、25.28%、8.87%，同比分别-8.92/-6.73/-1.47 个百分点，其中前三季度财务费用同比减少 87.64%，主要系报告期内汇率波动产生汇兑收益所致。2022Q3，毛利率、归母净利率、期间费用率分别为 33.64%、21.57%、8.78%，同比分别-10.01/-7.78/-1.89 个百分点，环比分别 -4.24/-4.29/+0.99 个百分点。据 Wind 数据，2022Q3 VA(50 万 IU/g)、VE (50%)、VD3(50 万 IU/g) 市场均价 117.32/82.50/64.16 元/千克，环比分别 -38.34%/-6.24%/-20.30%，Q3 维生素市场供应充足而整体需求偏弱致价格震荡下行，原油、天然气等原材料价格震荡偏强，公司盈利有所承压。

## ● 蛋氨酸供需偏紧价格上行，公司蛋氨酸、薄荷醇等项目逐步落地成长可期

据百川盈孚数据，近期国内蛋氨酸价格震荡上涨，10 月 25 日国内蛋氨酸报价 19.8-21.8 元/kg，养殖端消费旺季支撑豆粕需求，叠加当前国内豆粕库存仍处于历年同期低位，国内深入实施豆粕减量替代行动，蛋氨酸等饲料氨基酸需求有望提升。公司固体蛋氨酸产能 15 万吨，2022H1 全资子公司山东氨基酸实现净利润 5.29 亿元，业绩可观；另有 15 万吨预计 2023 年 6 月建设完成。此外，5000 吨薄荷醇试生产顺利，首批成品投入市场；7000 吨 PPS 三期项目试车进展顺利。我们看好公司稳步推进蛋氨酸、PPS、薄荷醇、己二腈、牛磺酸等项目建设，未来成长可期。

## ● 风险提示：项目建设进度不及预期、下游需求不及预期、汇率波动等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,314	14,798	15,908	17,810	19,372
YOY(%)	34.6	43.5	7.5	12.0	8.8
归母净利润(百万元)	3,564	4,324	4,042	5,516	5,717
YOY(%)	64.6	21.3	-6.5	36.5	3.6
毛利率(%)	54.2	44.5	41.4	45.7	45.7
净利率(%)	34.7	29.3	25.5	31.1	29.6
ROE(%)	18.4	19.8	16.8	20.1	18.5
EPS(摊薄/元)	1.15	1.40	1.31	1.78	1.85
P/E(倍)	15.4	12.7	13.6	10.0	9.6
P/B(倍)	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	13528	14914	15331	14235	17116	<b>营业收入</b>	10314	14798	15908	17810	19372
现金	4928	5953	6919	7679	8284	营业成本	4727	8212	9320	9678	10522
应收票据及应收账款	2263	3104	0	0	0	营业税金及附加	115	132	174	184	195
其他应收款	179	254	281	297	328	营业费用	313	107	299	196	340
预付账款	116	79	140	108	158	管理费用	423	424	557	516	620
存货	3117	3194	5014	3397	5590	研发费用	546	783	909	882	1162
其他流动资产	2925	2329	2977	2753	2757	财务费用	305	270	171	142	84
<b>非流动资产</b>	17373	19810	20549	22391	23602	资产减值损失	-12	-54	-58	-65	-71
长期投资	343	351	442	530	616	其他收益	121	152	152	152	152
固定资产	13914	14351	15105	16564	17630	公允价值变动收益	9	38	38	38	38
无形资产	1407	1522	1690	1867	1962	投资净收益	160	128	128	128	128
其他非流动资产	1708	3586	3311	3429	3393	资产处置收益	4	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	30900	34724	35880	36626	40719	<b>营业利润</b>	4164	5083	4682	6403	6629
<b>流动负债</b>	6383	6477	6433	4564	5993	营业外收入	2	12	0	0	0
短期借款	2364	1403	4177	2351	3598	营业外支出	56	65	0	0	0
应付票据及应付账款	1961	2130	0	0	0	<b>利润总额</b>	4110	5031	4682	6403	6629
其他流动负债	2059	2944	2256	2214	2394	所得税	533	691	625	867	891
<b>非流动负债</b>	5113	6351	5298	4543	3635	<b>净利润</b>	3577	4340	4057	5536	5738
长期借款	4137	5149	4216	3439	2522	少数股东损益	13	16	15	21	21
其他非流动负债	976	1202	1082	1104	1113	<b>归属母公司净利润</b>	3564	4324	4042	5516	5717
<b>负债合计</b>	11496	12828	11732	9108	9628	EBITDA	5244	6504	5842	7684	8009
少数股东权益	68	64	79	100	121	EPS(元)	1.15	1.40	1.31	1.78	1.85
股本	2149	2578	3094	3094	3094	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	4561	4121	3605	3605	3605	<b>成长能力</b>					
留存收益	12590	15442	17805	21031	24374	营业收入(%)	34.6	43.5	7.5	12.0	8.8
<b>归属母公司股东权益</b>	19336	21832	24069	27419	30970	营业利润(%)	62.5	22.1	-7.9	36.8	3.5
<b>负债和股东权益</b>	30900	34724	35880	36626	40719	归属于母公司净利润(%)	64.6	21.3	-6.5	36.5	3.6
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	54.2	44.5	41.4	45.7	45.7
						净利率(%)	34.7	29.3	25.5	31.1	29.6
						<b>营运能力</b>					
						毛利率(%)	18.4	19.8	16.8	20.1	18.5
						ROE(%)	17.7	19.4	16.3	22.0	20.1
						ROIC(%)					
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	37.2	36.9	32.7	24.9	23.6
						净负债比率(%)	19.2	16.9	14.5	0.8	0.0
						流动比率	2.1	2.3	2.4	3.1	2.9
						速动比率	1.3	1.7	1.3	2.0	1.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	5.9	6.3	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.0	5.7	13.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.15	1.40	1.31	1.78	1.85
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.89	1.19	2.73	1.58
						每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.06	7.79	8.87	10.02
						<b>估值比率</b>					
						P/E	15.4	12.7	13.6	10.0	9.6
						P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8
						EV/EBITDA	11.0	8.8	9.8	7.0	6.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn