

公司研究

维生素需求较弱 Q3 业绩承压，在建项目稳步落地成长可期

——新和成（002001.SZ）2022 年三季度报点评

买入（维持）

当前价：18.38 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	30.91
总市值(亿元):	568.11
一年最低/最高(元):	17.50/30.69
近3月换手率:	62.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.32	1.87	-6.03
绝对	-14.03	-12.18	-16.06

资料来源：Wind

相关研报

VA 价格下跌 Q2 业绩同比下滑，生物发酵项目稳步推进成长空间可期——新和成

(002001.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评 (2022-07-13)

VE 维持高景气，22 年 Q1 业绩符合预期——新和成 (002001.SZ) 2022 年一季报点评 (2022-04-27)

从“周期”迈向“成长”，精细化工龙头未来可期——新和成 (002001.SZ) 投资价值分析报告 (2022-03-03)

要点

事件：

公司发布 2022 年前三季度报告，公司 2022 年前三季度实现营业收入 119 亿元，同比+12%；实现归母净利润 30 亿元，同比-11%。其中 Q3 单季度实现营业收入 37 亿元，同比+13%，环比-5.4%；实现归母净利润 8 亿元，同比-17%，环比-21%。

点评：

维生素需求疲软，Q3 业绩承压下滑。2022 年 Q3 国内 VA、VE、2%生物素、固体蛋氨酸均价分别为 117 元/kg、83 元/kg、50 元/kg、20 元/kg，分别同比-59%、+5%、-17%、+10%，分别环比-38%、-6%、-15%、-3%。2022 年 Q3 维生素国内需求依然疲软，叠加 VA 国内新增产能投产，致维生素景气下行，VA、生物素价格大幅下滑。维生素价格下跌叠加原材料价格上涨，公司 Q3 盈利能力下滑，致公司 Q3 业绩承压下跌。

猪周期启动，有望带动维生素需求提升。我国猪肉平均批发价格已从 2022 年 3 月的 18.3 元/公斤上涨到 2022 年 10 月（截至 22 日）的 37.02 元/公斤，涨幅达 87%，新一轮的猪周期已经启动。通过历史数据来看，猪肉价格达到峰值 6-12 个月后，生猪存栏量将达到峰值。而猪价最高的时候，也是猪肉供给收缩最严重的时候。以上一周为例，生猪存栏量的峰值出现在 2021 年 12 月，较 2019 年 9 月生猪存栏量底部上涨了 46%。而生猪存栏量底部往往也对应着高位运行的猪肉价格。猪肉价格持续上涨，养殖利润逐渐修复，生猪存栏量有望触底回升，带动维生素需求回暖。

“生物+化工”平台逐步成型，产品种类将持续丰富：公司积极布局生物科技子公司，打造“生物+化工”平台，生物发酵一期项目满负荷生产为公司未来在生物领域布局打下了坚实的基础，已投产的 VC、辅酶 Q10 以及二期规划的 VB12 将进一步丰富营养品种类并贡献未来业绩增长。同时公司依托化学合成与生物发酵两大技术平台，不断丰富香料品种，满足不断变化的市场需求，覆盖日化、食品和医药等多个领域，具备广阔的发展前景。

在建项目稳步落地，看好公司长期成长性。营养品板块，公司利用氰醇法高效生产蛋氨酸，17 年一期 5 万吨/年固蛋产能完成试生产，目前满负荷运行；二期项目中的 10 万吨/年固蛋产能已于 21 年投入生产，目前运行平稳，成本和质量优势稳步提升；15 万吨/年固体蛋氨酸预计 23 年 6 月投产，届时公司将成为国内蛋氨酸龙头企业。此外公司 5000 吨/年维生素 B6、3000 吨/年 B12 已经实现正常生产、销售；30,000 吨/年牛磺酸项目按进度建设。香精香料板块，公司年产 5000 吨薄荷醇项目已于 2022 年 9 月开始试车。新材料板块，PPS 三期 7000 吨产能已于 22 年 6 月建设完成，目前试车顺利。己二腈是生产尼龙 66 的原料，公司具备氢氰酸产业经验，通过自主研发采用最先进并具备成本优势的丁二烯生产工艺成功实现己二腈的制备，目前处于中试阶段。2021 年 3 月公司新设浙江新和成尼龙材料有限公司显示公司进入尼龙市场的信心。

盈利预测、估值与评级：维生素需求疲软价格大幅下跌，公司盈利能力下滑，因此我们下调公司 2022-2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 41.82（下调 23%）/55.72（下调 9%）/62.57（下调 10%）亿元，对应 EPS 分别为 1.35/1.80/2.02 元，公司在建项目稳步落地，我们看好中长期公司高成长性，因此维持公司“买入”评级。

风险提示：产品价格波动，项目推进不及预期，下游需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,314	14,798	12,850	15,754	17,708
营业收入增长率	35.34%	43.47%	-13.16%	22.59%	12.40%
净利润（百万元）	3,564	4,324	4,182	5,572	6,257
净利润增长率	64.33%	21.34%	-3.28%	33.22%	12.29%
EPS（元）	1.66	1.68	1.35	1.80	2.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.43%	19.84%	17.30%	19.90%	19.59%
P/E	11	11	14	10	9
P/B	2.0	2.2	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-27 注：公司总股本 2020 年末为 21.49 亿股，2021 年为 25.78 亿股，2022 年及以后为 30.91 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,314	14,798	12,850	15,754	17,708
营业成本	4,727	8,212	6,865	7,701	8,705
折旧和摊销	864	1,222	1,322	1,447	1,577
税金及附加	115	132	114	140	158
销售费用	313	107	93	114	128
管理费用	423	424	368	451	507
研发费用	546	783	680	833	937
财务费用	305	270	362	362	353
投资收益	160	128	142	142	142
营业利润	4,164	5,083	4,779	6,391	7,185
利润总额	4,110	5,031	4,866	6,468	7,262
所得税	533	691	668	888	997
净利润	3,577	4,340	4,199	5,581	6,266
少数股东损益	13	16	16	9	9
归属母公司净利润	3,564	4,324	4,182	5,572	6,257
EPS(元)	1.66	1.68	1.35	1.80	2.02

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,123	5,838	5,820	6,544	7,523
净利润	3,564	4,324	4,182	5,572	6,257
折旧摊销	864	1,222	1,322	1,447	1,577
净营运资金增加	1,344	1,680	-1,077	2,006	1,408
其他	-2,649	-1,388	1,391	-2,481	-1,718
投资活动产生现金流	-194	-3,392	-2,107	-2,583	-2,158
净资本支出	-2,297	-3,448	-3,000	-3,000	-2,500
长期投资变化	343	351	0	0	0
其他资产变化	1,760	-295	893	417	342
融资活动现金流	-1,376	-1,345	-3,883	-2,125	-2,274
股本变化	0	430	513	0	0
债务净变化	-10	805	-1,716	-17	400
无息负债变化	-97	530	-485	374	370
净现金流	1,456	1,045	-170	1,836	3,091

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	54.2%	44.5%	46.6%	51.1%	50.8%
EBITDA 率	50.3%	44.4%	47.9%	51.3%	50.8%
EBIT 率	41.9%	36.1%	37.6%	42.2%	41.9%
税前净利润率	39.8%	34.0%	37.9%	41.1%	41.0%
归母净利润率	34.6%	29.2%	32.5%	35.4%	35.3%
ROA	11.6%	12.5%	12.0%	14.3%	14.3%
ROE (摊薄)	18.4%	19.8%	17.3%	19.9%	19.6%
经营性 ROIC	14.7%	15.6%	13.8%	16.9%	17.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	37%	37%	30%	28%	27%
流动比率	2.12	2.30	3.94	5.07	5.61
速动比率	1.63	1.81	3.16	4.12	4.65
归母权益/有息债务	2.49	2.54	3.52	4.09	4.41
有形资产/有息债务	3.78	3.86	4.85	5.48	5.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	30,897	34,692	34,885	39,077	43,792
货币资金	4,928	5,953	5,783	7,619	10,710
交易性金融资产	852	1,251	500	200	0
应收账款	1,931	2,755	2,442	2,993	3,364
应收票据	332	349	514	630	708
其他应收款 (合计)	179	254	329	402	451
存货	3,117	3,194	2,670	2,995	3,385
其他流动资产	2,073	1,079	1,079	1,079	1,079
流动资产合计	13,528	14,914	13,442	16,051	19,841
其他权益工具	23	23	23	23	23
长期股权投资	343	351	351	351	351
固定资产	13,914	14,319	14,898	15,559	16,058
在建工程	1,326	2,985	3,814	4,435	4,639
无形资产	1,407	1,522	1,491	1,461	1,432
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	278	504	504	504	504
非流动资产合计	17,369	19,778	21,444	23,026	23,951
总负债	11,493	12,828	10,628	10,985	11,755
短期借款	2,364	1,403	617	0	0
应付账款	1,464	1,436	1,200	1,347	1,522
应付票据	498	694	687	770	870
预收账款	0	0	51	63	71
其他流动负债	5	5	5	5	5
流动负债合计	6,383	6,477	3,410	3,167	3,538
长期借款	4,137	5,149	6,149	6,749	7,149
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	873	1,067	1,067	1,067	1,067
非流动负债合计	5,110	6,351	7,217	7,817	8,217
股东权益	19,404	21,864	24,257	28,092	32,037
股本	2,149	2,578	3,091	3,091	3,091
公积金	5,635	5,410	5,154	5,154	5,154
未分配利润	11,515	14,121	16,242	20,068	24,004
归属母公司权益	19,336	21,800	24,177	28,003	31,939
少数股东权益	68	64	80	89	98

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.03%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
管理费用率	4.10%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
财务费用率	2.95%	1.82%	2.81%	2.30%	1.99%
研发费用率	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%
所得税率	13%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.70	0.70	0.56	0.75	0.84
每股经营现金流	1.45	2.26	1.88	2.12	2.43
每股净资产	9.00	8.45	7.82	9.06	10.33
每股销售收入	4.80	5.74	4.16	5.10	5.73

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	11	11	14	10	9
PB	2.0	2.2	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.9	8.4	10.2	7.8	6.8
股息率	3.8%	3.8%	3.1%	4.1%	4.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE