

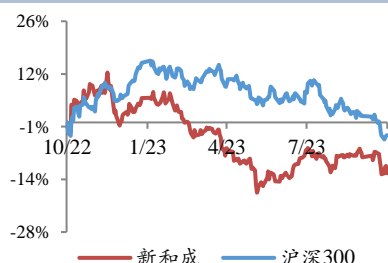
Q3 业绩符合预期，多赛道布局打造长期价值

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-27

收盘价（元）	15.51
近 12 个月最高/最低（元）	20.07/14.63
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）	479
流通市值（亿元）	474

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. 盈利结构持续优化，二季度业绩持续改善 2023-08-30

2. 业绩短期承压，多点开花助力公司长期发展 2023-04-24

3. 拟与中石化成立合资公司，持续布局蛋氨酸产业 2023-01-06

主要观点：

● 事件描述

10月26日，新和成发布了2023年三季报，2023年前三季度实现营业收入110.12亿元，同比下降7.54%，实现扣非归母净利19.51亿元，同比下降33.37%。单季度来看，2023年Q3实现营业收入35.94亿元，环比下降5.59%，同比下降2.74%；实现扣非归母净利5.75亿元，环比下降27.06%，同比下降30.97%。

● 维生素业务短期承压，盈利结构持续优化加速公司去周期进程

营养品板块稍有承压，盈利结构稳定公司业绩。公司2023年Q3单季度实现营收35.94亿元，环比下降5.59%，同比下降2.74%；实现扣非归母净利5.75亿元，环比下降27.06%，同比下降30.97%。2023年前三季度，营收同比下降主要是维生素价格端的下滑以及维生素生产线夏季停车检修所致，根据百川盈孚，Q3季度平均VA/VE市场平均价格为84.94元/千克、68.74元/千克，同比下滑30.45%、15.32%，Q3环比下降4.66%、6.17%，主要源于下游养殖业环境较差造成的供需失衡，维生素价格已致底部，后续下降空间有限。蛋氨酸价格在Q3季度有所反弹，季均价为17.71元/千克，环比增长4.04%。公司毛利率稳中有升，Q3毛利率为35.22%，环比增加了1.48个百分点，同比增加了1.58个百分点，主要受益于公司盈利结构持续优化带来的业绩高抗压性。

● 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%。生猪产能扩建及母猪生产效率的提高下消费低迷带来猪价的持续低迷，截至10月25日，生猪现货价为15.25元/公斤，相对于第三季度16.53元/公斤有所下降，较22年高点27.48元/公斤下降45%，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，23年以来，上市猪企陆续宣布将以保障现金流水平为目标缩减成本。需求方面，生产惯性增长+生猪企业产能继续释放有望保障维生素稳定销售，根据iFinD，9月末能繁母猪存栏量为4240万头，相对于4100万头正常保有量仍多出3.4%；据博亚和讯对18家上市猪企前3季度销售情况简报的统计，16家公司生猪出栏量实现同比均增长。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供需格局相对较好，预计随着四季度春节采买旺季以及后续消费回暖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；与中石化合资建设 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置在建设中；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，己二腈项目中试顺利，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 29.29、36.99、43.83 亿元（前值：39.15、51.86、61.11 亿元），同比增速为-19.1%、26.3%、18.5%。对应 PE 分别为 16、13、11 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	14096	17807	18965
收入同比 (%)	6.8%	-11.5%	26.3%	6.5%
归属母公司净利润	3620	2929	3699	4383
净利润同比 (%)	-16.9%	-19.1%	26.3%	18.5%
毛利率 (%)	36.9%	34.1%	33.5%	36.2%
ROE (%)	15.4%	11.7%	12.9%	13.3%
每股收益 (元)	1.17	0.95	1.20	1.42
P/E	16.03	16.37	12.96	10.94
P/B	2.46	1.92	1.67	1.45
EV/EBITDA	10.96	8.75	6.99	5.17

资料来源：wind，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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14111	13755	19247	24527	营业收入	15934	14096	17807	18965
现金	5344	6420	7392	16280	营业成本	10048	9292	11835	12098
应收账款	2476	2111	3667	2505	营业税金及附加	127	124	152	161
其他应收款	270	220	371	267	销售费用	122	159	167	185
预付账款	222	170	215	228	管理费用	505	453	558	601
存货	4145	3335	5809	3584	财务费用	44	185	174	165
其他流动资产	1655	1499	1793	1663	资产减值损失	-163	-9	-9	-8
非流动资产	24156	25686	25464	23431	公允价值变动收益	-66	0	0	0
长期投资	433	486	541	600	投资净收益	129	134	158	170
固定资产	16524	17144	19388	17184	营业利润	4313	3412	4314	5113
无形资产	1739	1901	2073	2249	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	5462	6155	3462	3398	营业外支出	80	0	0	0
资产总计	38268	39441	44711	47958	利润总额	4238	3412	4314	5113
流动负债	7969	7736	9292	8135	所得税	600	470	599	710
短期借款	1846	1846	1846	1846	净利润	3638	2942	3715	4403
应付账款	2175	1598	2912	1756	少数股东损益	18	13	16	20
其他流动负债	3947	4292	4533	4533	归属母公司净利润	3620	2929	3699	4383
非流动负债	6637	6637	6637	6637	EBITDA	5689	5854	7187	8000
长期借款	5274	5274	5274	5274	EPS (元)	1.17	0.95	1.20	1.42
其他非流动负债	1363	1363	1363	1363					
负债合计	14605	14373	15928	14772					
少数股东权益	87	100	117	136					
股本	3091	3091	3091	3091					
资本公积	3613	3613	3613	3613					
留存收益	16871	18263	21962	26346					
归属母公司股东权益	23575	24967	28666	33050					
负债和股东权益	38268	39441	44711	47958					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	4361	6638	3687	9815	成长能力				
净利润	3638	2942	3715	4403	营业收入	6.8%	-11.5%	26.3%	6.5%
折旧摊销	1397	2382	2849	2886	营业利润	-15.7%	-20.9%	26.4%	18.5%
财务费用	346	239	239	239	归属于母公司净利	-16.9%	-19.1%	26.3%	18.5%
投资损失	-129	-134	-158	-170	获利能力				
营运资金变动	-1337	1200	-2965	2452	毛利率 (%)	36.9%	34.1%	33.5%	36.2%
其他经营现金流	5421	1749	6688	1956	净利率 (%)	22.7%	20.8%	20.8%	23.1%
投资活动现金流	-3839	-3786	-2477	-688	ROE (%)	15.4%	11.7%	12.9%	13.3%
资本支出	-4896	-3866	-2579	-799	ROIC (%)	11.0%	8.6%	9.7%	10.3%
长期投资	0	-54	-55	-59	偿债能力				
其他投资现金流	1057	134	158	170	资产负债率 (%)	38.2%	36.4%	35.6%	30.8%
筹资活动现金流	-1270	-1775	-239	-239	净负债比率 (%)	61.7%	57.3%	55.3%	44.5%
短期借款	443	0	0	0	流动比率	1.77	1.78	2.07	3.01
长期借款	125	0	0	0	速动比率	1.20	1.30	1.40	2.52
普通股增加	513	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-508	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.36	0.42	0.41
其他筹资现金流	-1842	-1775	-239	-239	应收账款周转率	6.09	6.15	6.16	6.15
现金净增加额	-563	1076	972	8888	应付账款周转率	5.56	4.92	5.25	5.18

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	每股收益	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.17	0.95	1.20	1.42	每股经营现金流 (摊)	1.41	2.15	1.19	3.18
每股经营现金流 (摊)	1.41	2.15	1.19	3.18	每股净资产	7.63	8.08	9.27	10.69
每股净资产	7.63	8.08	9.27	10.69					
					P/E	16.03	16.37	12.96	10.94
					P/B	2.46	1.92	1.67	1.45
					EV/EBITDA	10.96	8.75	6.99	5.17

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。