

维生素景气下滑拖累业绩，在建项目保障公司成长

核心观点

- 维生素产品价格下跌拖累业绩：**新和成发布 2023 年报，公司 2023 年实现营收 151.17 亿元，同比-5.13%，实现归母净利润 27.04 亿元，同比-25.30%。导致公司业绩下滑的主要原因是 23 年公司主要维生素产品的市场价格下滑，根据博亚和讯的数据，2023 年 VA、VE、VD3 均价分别为 83.47、70.04、55.97 元/千克，较 2022 年均价分别下跌了 47.16%、17.46%、22.40%。受维生素产品价格下跌影响，公司营养品板块的毛利率出现下滑，从 2022 年的 36.59%下滑至 2023 年的 29.91%。
- 香精香料板块毛利率维持高位：**2023 年公司香精香料板块营业收入为 32.74 亿元，较 2022 年提升 10.34%；毛利率为 50.51%，较 2022 年提升 1.54pct，毛利率维持较高水平。公司依托化工与生物两大技术平台，不断创新和丰富香料品种，探索生物基产品，持续满足市场需求。
- 在建项目推动公司成长：**报告期内公司营养品板块蛋氨酸二期 25 万吨/年项目其中 10 万吨装置平稳运行，15 万吨装置工艺路线一次性打通；公司与中国石油化工股份有限公司合资建设 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目投入建设；4,000 吨/年胱氨酸开工建设；30,000 吨/年牛磺酸项目正常生产；2,500 吨/年维生素 B5 项目正常生产。香精香料板块，公司 5,000 吨/年薄荷醇项目正常生产。新材料板块，公司 7,000 吨/年 PPS 三期项目正常生产；己二腈项目中试顺利，项目报批有序推进；HA 项目投料试车，项目进展顺利。随着项目不断投产与产能爬坡，公司未来业绩有望持续增长。

盈利预测与投资建议

- 结合公司年报及当前产品市场价格，我们下调了公司部分维生素产品的价格预测，上调了公司蛋氨酸产品价格预测，上调了费用率预测。我们调整公司 2024-2026 年归母净利润分别为 36.57、42.85、47.49 亿元（原预测 42.96、47.14、-亿元），可比公司 24 年平均 PE 为 16 倍，对应目标价为 18.88 元，维持增持评级。

风险提示

- 产品需求下滑；产品价格下滑；新项目进度不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,934	15,117	20,147	22,654	24,220
同比增长(%)	6.8%	-5.1%	33.3%	12.4%	6.9%
营业利润(百万元)	4,313	3,260	4,407	5,140	5,697
同比增长(%)	-15.7%	-24.4%	35.2%	16.6%	10.8%
归属母公司净利润(百万元)	3,620	2,704	3,657	4,285	4,749
同比增长(%)	-16.9%	-25.3%	35.2%	17.2%	10.8%
每股收益(元)	1.17	0.87	1.18	1.39	1.54
毛利率(%)	36.9%	33.0%	34.4%	34.9%	35.4%
净利率(%)	22.7%	17.9%	18.2%	18.9%	19.6%
净资产收益率(%)	15.9%	11.2%	14.0%	14.9%	15.0%
市盈率	15.0	20.0	14.8	12.7	11.4
市净率	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2024年04月23日）	17.9 元
目标价格	18.88 元
52 周最高价/最低价	18.44/14.47 元
总股本/流通 A 股（万股）	309,091/305,450
A 股市值（百万元）	55,327
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.47	5.73	12.93	7.59
相对表现%	3.61	6.82	4.44	20.64
沪深 300%	-0.14	-1.09	8.49	-13.05



证券分析师

倪吉 021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人

李跃 liyue@orientsec.com.cn

相关报告

VA 价格下滑拖累业绩，长期看好公司成长 2023-04-26

表 1：可比公司估值（2024/4/23）

公司	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
浙江医药	9.15	0.63	0.94	1.17	14.62	9.70	7.80
花园生物	10.86	0.36	0.64	0.85	30.58	16.86	12.74
安迪苏	9.20	0.02	0.20	0.37	471.79	45.50	25.09
圣泉集团	19.08	0.93	1.21	1.58	20.46	15.81	12.05
扬农化工	62.24	3.85	4.20	5.03	16.16	14.84	12.38
调整后平均						16.00	

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,344	4,543	6,092	8,990	12,442
应收票据、账款及款项融资	3,228	2,931	3,906	4,393	4,696
预付账款	222	209	279	314	335
存货	4,145	4,319	5,630	6,288	6,671
其他	1,172	383	431	454	469
流动资产合计	14,111	12,386	16,338	20,438	24,613
长期股权投资	433	697	697	697	697
固定资产	16,524	21,860	21,609	21,336	20,413
在建工程	5,089	1,622	1,331	707	652
无形资产	1,739	2,408	2,352	2,296	2,240
其他	372	184	14	10	10
非流动资产合计	24,156	26,770	26,002	25,046	24,012
资产总计	38,268	39,156	42,341	45,484	48,625
短期借款	1,846	1,236	1,236	1,236	1,236
应付票据及应付账款	2,803	2,280	2,973	3,320	3,522
其他	3,319	2,606	2,690	2,732	2,758
流动负债合计	7,969	6,122	6,898	7,287	7,515
长期借款	5,274	6,822	6,822	6,822	6,822
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,363	1,293	1,071	1,071	1,071
非流动负债合计	6,637	8,114	7,892	7,892	7,892
负债合计	14,605	14,237	14,791	15,180	15,408
少数股东权益	87	115	144	159	176
实收资本（或股本）	3,091	3,091	3,091	3,091	3,091
资本公积	3,113	3,113	3,613	3,613	3,613
留存收益	17,268	18,436	20,702	23,441	26,336
其他	103	165	0	0	0
股东权益合计	23,662	24,920	27,550	30,305	33,217
负债和股东权益总计	38,268	39,156	42,341	45,484	48,625

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,638	2,725	3,686	4,300	4,767
折旧摊销	1,276	1,687	1,675	1,770	1,848
财务费用	44	65	337	315	283
投资损失	(129)	(83)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	25	149	(1,674)	(837)	(508)
其它	(494)	575	(237)	(7)	(16)
经营活动现金流	4,361	5,119	3,704	5,458	6,290
资本支出	(5,746)	(4,158)	(1,040)	(814)	(814)
长期投资	(81)	(265)	0	0	0
其他	1,988	545	113	113	113
投资活动现金流	(3,839)	(3,878)	(927)	(701)	(701)
债权融资	687	521	0	0	0
股权融资	(175)	0	500	0	0
其他	(1,782)	(2,574)	(1,728)	(1,860)	(2,138)
筹资活动现金流	(1,270)	(2,053)	(1,228)	(1,860)	(2,138)
汇率变动影响	185	106	-0	-0	-0
现金净增加额	(563)	(705)	1,549	2,898	3,452

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,934	15,117	20,147	22,654	24,220
营业成本	10,048	10,131	13,207	14,751	15,649
销售费用	122	158	211	237	254
管理费用	505	551	734	826	883
研发费用	859	888	1,183	1,330	1,422
财务费用	44	65	337	315	283
资产、信用减值损失	158	227	176	136	96
公允价值变动收益	(66)	30	30	30	30
投资净收益	129	83	83	83	83
其他	53	52	(4)	(31)	(49)
营业利润	4,313	3,260	4,407	5,140	5,697
营业外收入	5	8	8	8	8
营业外支出	80	15	15	15	15
利润总额	4,238	3,254	4,400	5,134	5,690
所得税	600	528	714	833	924
净利润	3,638	2,725	3,686	4,300	4,767
少数股东损益	18	21	29	15	17
归属于母公司净利润	3,620	2,704	3,657	4,285	4,749
每股收益（元）	1.17	0.87	1.18	1.39	1.54

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.8%	-5.1%	33.3%	12.4%	6.9%
营业利润	-15.7%	-24.4%	35.2%	16.6%	10.8%
归属于母公司净利润	-16.9%	-25.3%	35.2%	17.2%	10.8%
获利能力					
毛利率	36.9%	33.0%	34.4%	34.9%	35.4%
净利率	22.7%	17.9%	18.2%	18.9%	19.6%
ROE	15.9%	11.2%	14.0%	14.9%	15.0%
ROIC	11.7%	8.2%	11.1%	11.9%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	36.4%	34.9%	33.4%	31.7%
净负债率	18.5%	20.4%	12.8%	2.1%	0.0%
流动比率	1.77	2.02	2.37	2.80	3.28
速动比率	1.23	1.29	1.52	1.91	2.36
营运能力					
应收账款周转率	6.1	6.1	7.0	6.4	6.3
存货周转率	2.7	2.3	2.6	2.4	2.3
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	1.17	0.87	1.18	1.39	1.54
每股经营现金流	1.41	1.66	1.20	1.77	2.04
每股净资产	7.63	8.03	8.87	9.75	10.69
估值比率					
市盈率	15.0	20.0	14.8	12.7	11.4
市净率	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.5	11.8	9.2	8.2	7.6
EV/EBIT	13.6	17.8	12.5	10.8	9.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。