

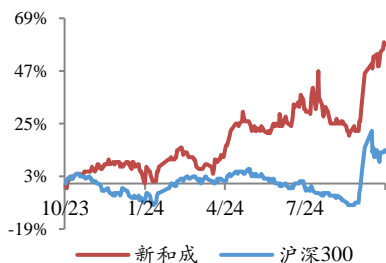
三季度业绩大幅增长，维生素景气持续上升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-24

收盘价（元）	24.42
近12个月最高/最低（元）	24.80/15.38
总股本（百万股）	3,091
流通股本（百万股）	3,054
流通股比例（%）	98.82
总市值（亿元）	755
流通市值（亿元）	746

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

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

- 【华安化工】新和成：维生素景气向上，新材料加速布局 2024-10-17
- 营养品板块景气回升，Q2业绩超预期增长 2024-07-18
- Q1业绩同比大幅改善，四大板块业务持续拓展 2024-04-24

主要观点：

● 事件描述

2024年10月24日，新和成发布2024年三季度报告。公司24Q3实现归母净利润17.85亿元，同比增长188.87%，环比增长33.75%；实现扣非归母净利润17.25亿元，同比增长199.77%，环比增长32.67%。

● 24Q3业绩大幅增长，营养品模块景气度持续

公司2024年Q3业绩大幅增长，主要系营养品板块供需格局持续向好、核心产品量价齐升。据百川盈孚数据，新和成主要产品VA/VE/VC受益于维生素市场供需格局、价格持续上涨，其三季度市场均价为

189.1/121.2/26.4元/公斤，环比分别+130.03%/+77.05%/+1.60%，对公司业绩形成极大支持。

维生素供给端，巴斯夫路德维希港爆炸事件影响尚在延续，据10月17日公司公告，巴斯夫预计于25年4月恢复VA生产、25年7月恢复VE生产，期间供给缺口仍然存在，预计将持续对产品价格形成支撑。需求端VA/VE/VC三季度出口量环比分别+11.89%/+0.21%/-7.96%，出口需求上升；国内猪周期进入上行通道，生猪养殖利润持续改善，三季度平均毛利率22.80%，较Q2增长15.44PCT，维生素下游饲料需求有望持续增长。

蛋氨酸方面，三季度出口量/国内工厂库存较Q2分别-38.44%/+73.15%，市场均价21.0元/公斤，环比-3.73%、略有下降，预计随Q4补库需求将有所回升。

● 固液蛋氨酸产能有序扩张，新材料项目建设启动

公司固液蛋氨酸产能有序扩张，推动我国蛋氨酸市场份额提升；天津己二腈项目已进入实施阶段，有望实现关键原料至下游尼龙的一体化产业链。营养品板块，据8月21日项目环境影响报告，公司计划在山东基地装置基础上进行改造、提升当前30万吨/年产能至37万吨/年，同时公司与中石化成立合资公司建设18万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置正在建设中，预计2024年年底建成、25年进入试车阶段。所有项目建成后，我国蛋氨酸市场份额将进一步提升。新材料板块，天津子公司一期项目规划建设10万吨/年己二腈-己二胺产能，二期项目规划建设40万吨/年己二腈-己二胺产能、并向下游延伸建设40万吨/年尼龙66项目。己二腈是PA66的重要生产原料，长期受国外厂商的垄断，导致我国尼龙产业发展受阻，己二腈国产替代进程在需求刺激下不断加速、未来市场广阔，公司110吨中试线已成功开车投产，有望在完成天津基地建设后率先实现己二腈量产，并实现己二腈-己二胺-PA66的完整产业链。

● 投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 47.45、50.74、64.15 亿元，同比增速为 75.5%、6.9%、26.4%。对应 PE 分别为 16、15、12 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15117	19598	23175	30911
收入同比 (%)	-5.1%	29.6%	18.3%	33.4%
归属母公司净利润	2704	4745	5074	6415
净利润同比 (%)	-25.3%	75.5%	6.9%	26.4%
毛利率 (%)	33.0%	38.7%	36.0%	34.4%
ROE (%)	10.9%	16.1%	14.7%	15.6%
每股收益 (元)	0.87	1.54	1.64	2.08
P/E	19.49	15.91	14.88	11.77
P/B	2.11	2.55	2.18	1.84
EV/EBITDA	11.72	9.95	9.03	7.49

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12386	14501	15504	21781	营业收入	15117	19598	23175	30911
现金	4543	3462	3688	2881	营业成本	10131	12022	14838	20268
应收账款	2483	3902	3676	6426	营业税金及附加	167	189	228	308
其他应收款	142	455	235	679	销售费用	158	176	215	290
预付账款	209	232	300	405	管理费用	551	657	792	1062
存货	4319	5152	6630	9562	财务费用	65	210	213	200
其他流动资产	689	1298	975	1828	资产减值损失	-231	-4	-2	-3
非流动资产	26770	30782	34921	38076	公允价值变动收益	30	0	0	0
长期投资	697	858	1040	1229	投资净收益	83	135	153	201
固定资产	21860	24282	26762	28981	营业利润	3260	5624	6031	7633
无形资产	2408	2833	3306	3795	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	1806	2809	3813	4072	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	39156	45283	50425	59857	利润总额	3254	5624	6031	7633
流动负债	6122	7475	7510	10485	所得税	528	850	924	1176
短期借款	1236	1078	869	611	净利润	2725	4774	5107	6457
应付账款	1931	2646	3072	4774	少数股东损益	21	29	33	43
其他流动负债	2956	3752	3568	5100	归属母公司净利润	2704	4745	5074	6415
非流动负债	8114	8114	8114	8114	EBITDA	4908	8191	8974	10892
长期借款	6822	6822	6822	6822	EPS (元)	0.87	1.54	1.64	2.08
其他非流动负债	1293	1293	1293	1293					
负债合计	14237	15589	15624	18599					
少数股东权益	115	144	178	220					
股本	3091	3091	3091	3091					
资本公积	3613	3613	3613	3613					
留存收益	18100	22845	27919	34334					
归属母公司股东权益	24805	29549	34623	41038					
负债和股东权益	39156	45283	50425	59857					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	5119	5700	7551	5903	成长能力				
净利润	2725	4774	5107	6457	营业收入	-5.1%	29.6%	18.3%	33.4%
折旧摊销	1712	2499	2897	3280	营业利润	-24.4%	72.5%	7.2%	26.6%
财务费用	260	255	247	237	归属于母公司净利	-25.3%	75.5%	6.9%	26.4%
投资损失	-83	-135	-153	-201	获利能力				
营运资金变动	320	-1686	-534	-3850	毛利率 (%)	33.0%	38.7%	36.0%	34.4%
其他经营现金流	2591	6453	5627	10288	净利率 (%)	17.9%	24.2%	21.9%	20.8%
投资活动现金流	-3878	-6369	-6868	-6214	ROE (%)	10.9%	16.1%	14.7%	15.6%
资本支出	-4406	-6343	-6839	-6227	ROIC (%)	7.7%	12.3%	11.7%	12.8%
长期投资	-238	-161	-182	-189	偿债能力				
其他投资现金流	766	135	153	201	资产负债率 (%)	36.4%	34.4%	31.0%	31.1%
筹资活动现金流	-2053	-413	-456	-496	净负债比率 (%)	57.1%	52.5%	44.9%	45.1%
短期借款	-611	-158	-209	-259	流动比率	2.02	1.94	2.06	2.08
长期借款	1548	0	0	0	速动比率	1.27	1.21	1.13	1.12
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.39	0.46	0.48	0.56
其他筹资现金流	-2991	-255	-247	-237	应收账款周转率	6.10	6.14	6.12	6.12
现金净增加额	-705	-1082	226	-807	应付账款周转率	4.93	5.25	5.19	5.17
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.87	1.54	1.64	2.08
					每股经营现金流薄)	1.66	1.84	2.44	1.91
					每股净资产	8.03	9.56	11.20	13.28
					估值比率				
					P/E	19.49	15.91	14.88	11.77
					P/B	2.11	2.55	2.18	1.84
					EV/EBITDA	11.72	9.95	9.03	7.49

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。