

2024年10月28日

費倩然

H70507@capital.com.tw

目標價(元)

26

公司基本資訊

產業別	医药生物		
A 股價(2024/10/25)	22.93		
深证成指(2024/10/25)	10619.85		
股價 12 個月高/低	25/15.02		
總發行股數(百萬)	3090.91		
A 股數(百萬)	3054.50		
A 市值(億元)	700.40		
主要股東	新和成控股集团 有限公司 (49.80%)		
每股淨值(元)	8.88		
股價/賬面淨值	2.58		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	21.4	14.0	48.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2023.08.30	15.99	區間操作
2023.06.27	19.16	买进

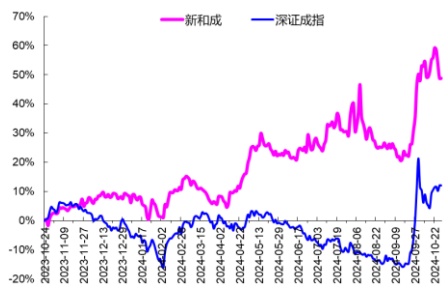
產品組合

營養品	67.9%
香精香料類	19.6%
新材料	7.3%
其他	5.3%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	5.4%
一般法人	52.7%

股價相對大盤走勢



新和成 (002001.SZ)

Buy 买进

維生素价格上涨, 看好景气修复

事件:

公司发布2024年三季报, 2024年前三季度公司实现营收157.82亿元, yoy+43.31%, 实现归母净利润39.90亿元, yoy+89.87%。公司Q3单季实现营收59.37亿元, yoy+65.21%, qoq+11.06%, 实现归母净利润17.85亿元, yoy+188.87%, qoq+33.75%, Q3业绩高于预期。

点评:

受益于维生素价格上涨, 公司营收利润同比大增。维生素经历两年景气低谷时段, 迎来行业转折。国内供应商装置集中检修叠加7月底巴斯夫工厂火灾催化, Q3维生素价格跳涨。目前巴斯夫复产时间推迟, 预计将支撑产品价格。公司是全球维生素龙头企业, VA、VE产能国内领先, 充分享受景气修复红利, 业绩弹性凸显, 维持“买进”评级。

■ **维生素价格上涨, 公司毛利率提高:** 维生素价格上涨带动公司营收和利润增长, Q3 公司单季毛利率同比增 8.34pct 到 43.56%。此前维生素价格上涨主要是因为 7 月 29 日巴斯夫路德希维港火灾事件叠加主要供货商装置集中检修, 8 月 VA 价格从 90 元/kg 快速涨至 300 元/kg, VE 价格从 90 元/kg 涨至 155 元/kg。Q3 单季 VA 市场均价达 187 元/kg

(yoy+123%, qoq+128%), VE 均价达 120 元/吨 (yoy+77%, qoq+76%)。

公司是国内维生素行业龙头, Q3 业绩增长充分体现了价格修复带来的业绩弹性。目前维生素价格虽较 8 月最高点有所回调, 但截止 10 月 23 日 VA 市场价 155 元/kg (yoy+112%), VE 价格 128 元/kg (yoy+106%), 依然处于高位水平。

■ **巴斯夫复产推迟, 看好景气持续:** 10 月 17 日, 巴斯夫官网对复产时间进行调整, 预计 VA 于 2025 年 4 月初复产, VE 和类胡萝卜素产品于 2025 年 7 月初复产, 迟于此前预计的 2025 年 1 月。我们认为巴斯夫复产时间的推迟有望支撑 VA\VE 产品价格, 甚至开启新一轮上行趋势。

■ **养殖利润同比修复, 海外出口持续改善:** 2024 年, 维生素主要下游养殖行业利润同比扭亏, 有望带动饲料添加剂的维生素需求持续改善。国内生猪养殖行业看, 本周外购仔猪养殖利润为 27.79 元/头, 自繁自养养殖利润为 346 元/头, 同比均扭亏为盈。出口方面, 2024 年前 9 个月 VA 总出口量达 4659 吨, yoy+31%; VE 出口 82405 吨, yoy+33%。

■ **维生素龙头企业, 蛋氨酸新项目贡献成长:** 维生素产能集中度较高, 公司是国内 VA、VE 龙头企业, VA 产能 1 万吨, 占国内总产能的 37%; 维生素 E (50%粉) 产能 6 万吨, 占国内总产能 32%。此外公司还布局了 2000 吨维生素 D3, 4.5 万吨维生素 C, 维生素 B5、生物素等多品类维生素。预计维生素价格上行将带动公司业绩快速回升。在营养品版块, 公司除维生素外还大力布局蛋氨酸, 目前拥有蛋氨酸产能 25 万吨, 还有中石化合资建设的 18 万吨/年液体蛋氨酸 (折纯) 项目正在建设。

■ **盈利预测:** 我們上修盈利預測, 預計公司 2024/2025/2026 年分別實現淨

利潤 54/59/63 億元（前值 45/50/57 億元），yoy+100%/+9%/+8%，折合 EPS 為 1.75/1.90/2.05 元，目前 A 股股價對應的 PE 為 13/12/11 倍，估值合理，維持“買進”評級。

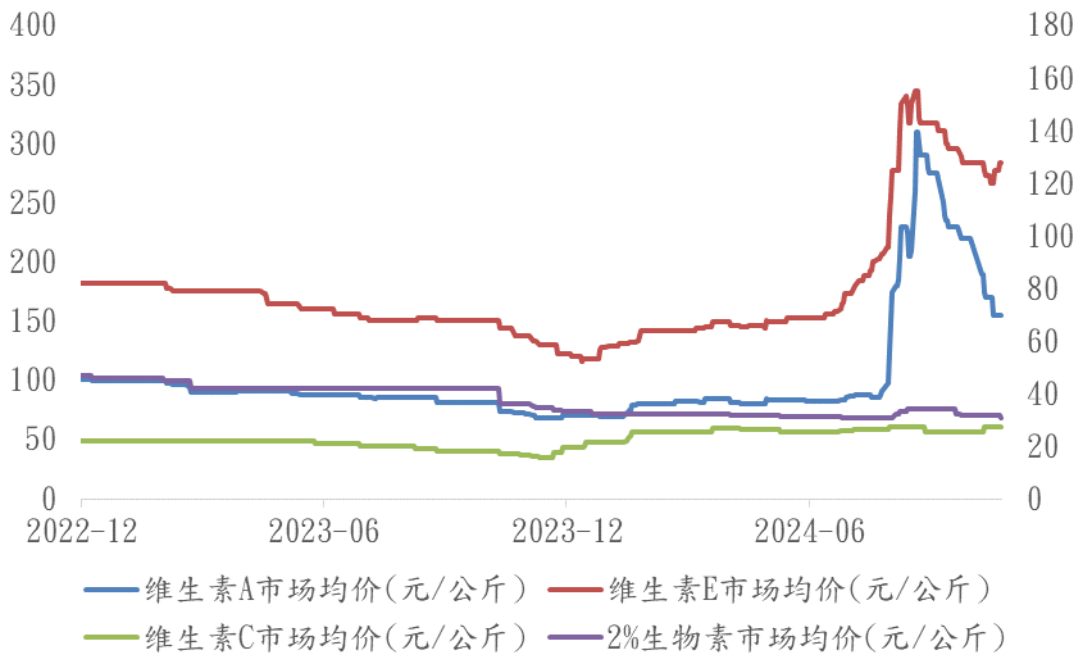
■ **風險提示：** 1、公司產品價格不及預期；2、在建項目進度不及預期。

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	3,620	2,704	5,418	5,879	6,329
同比增減	%	-16.28%	-25.30%	100.35%	8.51%	7.66%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.17	0.87	1.75	1.90	2.05
同比增減	%	-30.16%	-25.30%	100.35%	8.51%	7.66%
A 股市盈率(P/E)	X	19.58	26.21	13.08	12.06	11.20
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.45	0.7	0.7	0.8
股息率 (Yield)	%	2.18%	1.96%	3.05%	3.05%	3.49%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 ≥ 35%
買進 (Buy)	15% ≤ 潜在上漲空間 < 35%
區間操作 (Trading Buy)	5% ≤ 潜在上漲空間 < 15%
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

图1：维生素价格



附一：合并損益表

會計年度（百萬元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
營業收入	15934	15117	21280	24182	27301
經營成本	10048	10131	12598	14455	16635
研發費用	859	888	1125	1342	1515
營業稅金及附加	127	167	235	267	301
銷售費用	122	158	212	241	272
管理費用	505	551	776	882	995
財務費用	44	65	92	105	118
資產減值損失	-163	-231	-65	-140	-158
投資收益	129	83	66	53	43
營業利潤	4313	3260	6533	7087	7629
營業外收入	5	8	8	9	9
營業外支出	80	15	15	15	15
利潤總額	4238	3254	6518	7073	7615
所得稅	600	528	1058	1148	1236
少數股東損益	18	21	42	46	50
歸屬於母公司股東權益	3620	2704	5418	5879	6329

附二：合并資產負債表

會計年度（百萬元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
貨幣資金	5344	4543	5440	6584	9379
應收賬款	2849	2599	3402	3743	4117
存貨	4145	4319	3455	3628	2540
流動資產合計	14111	12386	16832	18974	21599
長期股權投資	433	697	941	1378	2018
固定資產	16524	21860	22953	23412	23880
在建工程	5089	1622	811	405	487
非流動資產合計	24156	26770	27447	28084	29428
資產總計	38268	39156	44279	47058	51027
流動負債合計	7969	6122	5787	5820	6263
非流動負債合計	6637	8114	10613	9317	6484
負債合計	14605	14237	16400	15137	12748
少數股東權益	87	115	129	147	177
股東權益合計	23662	24920	27879	31921	38280
負債及股東權益合計	38268	39156	44279	47058	51027

附三：合并現金流量表

會計年度（百萬元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
經營活動產生的現金流量淨額	4361	5119	6143	6450	7095
投資活動產生的現金流量淨額	-3839	-3878	-3296	-2966	-2077
籌資活動產生的現金流量淨額	-1270	-2053	-1950	-2340	-2223
現金及現金等價物淨增加額	-563	-705	897	1144	2796

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。