

投资评级 **优于大市** 维持

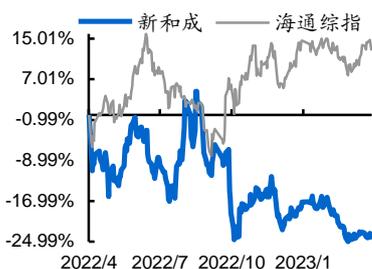
## 22年归母净利润同比下降16.89%，看好蛋氨酸等新项目投产带来的成长空间

### 股票数据

04月20日收盘价(元)	17.67
52周股价波动(元)	17.44-30.06
总股本/流通A股(百万股)	3091/3055
总市值/流通市值(百万元)	54616/53974

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.1	-9.3	-9.5
相对涨幅(%)	-4.5	-8.8	-7.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@haitong.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

### 投资要点:

- **新和成发布2022年年度报告。**2022年，公司实现营业收入159.34亿元，同比增长6.82%；实现归母净利润36.20亿元，同比下降16.89%。
- **2022年公司营业收入增长主要系香精香料板块和新材料板块及公司蛋氨酸业务全年稳健发展，量价齐升，保持较高增长率。**1)分产品营业收入来看，营养品、香精香料、新材料2022年营业收入分别同比变化-1.94%、32.04%、33.42%至109.52亿元、29.67亿元、11.66亿元。2)分产品毛利率来看，营养品、香精香料2022年毛利率分别同比变化-10.47、7.06个pct至36.59%、48.97%。3)销售、管理(包括研发)费用率、财务费用率同比变化0.05、0.41、-1.54个pct至0.77%、8.56%、0.28%，合计三项费用率同比下降1.08个pct至9.61%。
- **公司原有产品精细化运营，新项目、新产品的开发建设有序进行。**营养品板块，蛋氨酸二期25万吨/年其中10万吨装置平稳运行，综合竞争优势持续提升，15万吨装置按照进度有序推进，预计2023年6月建设完成；公司部署液体蛋氨酸项目，签署《中国石油化工股份有限公司与浙江新和成股份有限公司股东协议》，合资建设18万吨/年液体蛋氨酸(折纯)的生产装置；30000吨/年牛磺酸项目开始试车。香精香料板块，年产5000吨薄荷醇项目进入试车阶段，项目进程可控。新材料板块，年产7000吨PPS三期项目进入试车阶段，进展顺利；己二腈项目现处于中试阶段，项目报批流程有序推进。原料药板块，500吨/年氮杂双环项目开始生产并销售，未来原料药产品结构将进行调整、转型升级。
- **面对国内外宏观市场环境的不确定性和主要维生素类产品的市场变化，公司积极采取应对措施，发挥板块联动优势，保持生产经营稳定发展态势。**公司坚持“需求导向、内联外合”的研发理念，连续多年研发投入占营业收入比重超5%，搭建了从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用开发的创新研发体系，以化工行业共性、关键性、前瞻性技术开发为重点，开发和掌握一批对经济发展具有战略影响的关键技术，促进产业的转型升级。2022年，公司研发投入和技术升级不断加强，全球网络布局进一步完善。
- **盈利预测与参考评级。**我们预计2023-2025年公司EPS分别为1.22、1.34、1.41元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值倍数为2023年16-18倍PE，对应合理价值区间为19.52-21.96元，维持优于大市评级。
- **风险提示。**产品价格下跌的风险；在建产能投放不达预期；宏观经济下行。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14917	15934	16913	18344	19316
(+/-)YoY(%)	44.6%	6.8%	6.1%	8.5%	5.3%
净利润(百万元)	4356	3620	3783	4136	4362
(+/-)YoY(%)	22.2%	-16.9%	4.5%	9.3%	5.5%
全面摊薄EPS(元)	1.41	1.17	1.22	1.34	1.41
毛利率(%)	44.4%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%
净资产收益率(%)	20.0%	15.4%	14.6%	14.5%	13.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利假设:**

- 1) 主要产品价格假设: a) 维生素 A: 我们预计维生素 A2023-2025 年的价格均为 12.20 万元/吨; b) 维生素 E: 我们预计维生素 E2023-2025 年的价格均为 6.84 万元/吨; c) 维生素 C: 我们预计维生素 C2023-2025 年的价格均为 1.86 万元/吨; d) 蛋氨酸: 我们预计蛋氨酸 2023-2025 年的价格均为 1.71 万元/吨。
- 2) 主要产品销量假设: a) 维生素 A: 我们预计维生素 A2023-2025 年的销量均为 9000 吨; b) 维生素 E: 我们预计维生素 E2023-2025 年的销量均为 25000 吨; c) 维生素 C: 我们预计维生素 C2023-2025 年的销量均为 27000 吨; d) 蛋氨酸: 根据公司 2022 年年报, 营养品板块蛋氨酸二期 15 万吨装置按照进度有序推进, 预计将于 2023 年 6 月建设完成, 据此我们预计蛋氨酸 2023-2025 年的销量为 21.00 万吨、25.50 万吨、27.00 万吨。

**表 1 新和成分业务盈利预测**

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	15933.98	16913.18	18343.79	19316.48
总成本(百万元)	10048.30	10679.15	11581.75	12193.52
总毛利(百万元)	5885.68	6234.03	6762.04	7122.96
总毛利率	36.94%	36.86%	36.86%	36.88%
<b>营养品</b>				
收入(百万元)	10951.83	11315.51	12186.36	12543.31
成本(百万元)	6944.68	7175.30	7727.52	7953.86
毛利(百万元)	4007.14	4140.21	4458.85	4589.45
毛利率	36.59%	36.59%	36.59%	36.59%
<b>香精香料类</b>				
收入(百万元)	2967.08	3263.79	3590.17	3949.18
成本(百万元)	1514.06	1664.53	1830.99	2014.08
毛利(百万元)	1453.02	1599.26	1759.18	1935.10
毛利率	48.97%	49.00%	49.00%	49.00%
<b>新材料</b>				
收入(百万元)	1166.10	1400.00	1540.00	1694.00
成本(百万元)	901.96	1082.88	1191.17	1310.28
毛利(百万元)	264.14	317.12	348.83	383.72
毛利率	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%
<b>其他</b>				
收入(百万元)	848.98	933.87	1027.26	1129.99
成本(百万元)	687.59	756.44	832.08	915.29
毛利(百万元)	161.38	177.44	195.18	214.70
毛利率	19.01%	19.00%	19.00%	19.00%

资料来源: 新和成 2022 年年报, 海通证券研究所

**表 2 新和成可比公司估值表**

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
亿帆医药	002019.SZ	15.18	0.16	0.55	0.69	97.31	27.49	21.93
花园生物	300401.SZ	13.05	0.70	1.20	1.51	18.74	10.87	8.63
安迪苏	600299.SH	9.19	0.46	0.58	0.66	19.77	15.78	13.97
<b>平均值</b>						45.27	18.05	14.85

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>15934</b>	<b>16913</b>	<b>18344</b>	<b>19316</b>
每股收益	1.17	1.22	1.34	1.41	营业成本	10048	10679	11582	12194
每股净资产	7.63	8.36	9.22	10.14	毛利率%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%
每股经营现金流	1.41	1.40	1.63	1.91	营业税金及附加	127	169	183	193
每股股利	0.70	0.49	0.49	0.49	营业税金率%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	122	135	147	155
P/E	15.09	14.44	13.21	12.52	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	2.32	2.11	1.92	1.74	管理费用	505	541	587	618
P/S	3.43	3.23	2.98	2.83	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EV/EBITDA	10.96	11.79	9.71	8.42	EBIT	4292	4709	5113	5390
股息率%	<b>4.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	财务费用	44	299	292	305
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.3%	1.8%	1.6%	1.6%
毛利率	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%	资产减值损失	-163	5	5	5
净利润率	22.7%	22.4%	22.5%	22.6%	投资收益	129	135	147	155
净资产收益率	15.4%	14.6%	14.5%	13.9%	<b>营业利润</b>	<b>4313</b>	<b>4503</b>	<b>4915</b>	<b>5181</b>
资产回报率	9.5%	9.7%	9.9%	9.7%	营业外收支	-75	-74	-74	-74
投资回报率	11.0%	11.9%	12.0%	11.8%	<b>利润总额</b>	<b>4238</b>	<b>4429</b>	<b>4841</b>	<b>5107</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	5689	5060	6131	6948
营业收入增长率	6.8%	6.1%	8.5%	5.3%	所得税	600	627	685	723
EBIT 增长率	—	9.7%	8.6%	5.4%	有效所得税率%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润增长率	-16.9%	4.5%	9.3%	5.5%	少数股东损益	18	19	21	22
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3620</b>	<b>3783</b>	<b>4136</b>	<b>4362</b>
资产负债率	38.2%	33.3%	31.7%	30.0%					
流动比率	1.77	1.89	1.92	2.08	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.22	1.23	1.24	1.38	货币资金	5344	2842	2970	3986
现金比率	0.67	0.45	0.45	0.58	应收账款及应收票据	2849	3545	3845	4049
<b>经营效率指标</b>					存货	4145	4096	4442	4677
应收账款周转天数	56.72	67.90	67.90	67.90	其它流动资产	1774	1488	1537	1571
存货周转天数	150.55	140.00	140.00	140.00	流动资产合计	14111	11971	12794	14283
总资产周转率	0.42	0.43	0.44	0.43	长期股权投资	433	441	449	457
固定资产周转率	0.96	0.87	0.84	0.86	固定资产	16524	19541	21892	22368
					在建工程	5089	4755	4421	5421
					无形资产	1739	1859	1980	2102
					非流动资产合计	24156	26968	29114	30719
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>38268</b>	<b>38939</b>	<b>41908</b>	<b>45002</b>
净利润	3620	3783	4136	4362	短期借款	1846	0	0	0
少数股东损益	18	19	21	22	应付票据及应付账款	2803	2633	2856	3007
非现金支出	1555	346	1013	1552	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	506	320	244	236	其它流动负债	3319	3709	3803	3867
营运资金变动	-1337	-142	-379	-257	流动负债合计	7969	6342	6659	6873
<b>经营活动现金流</b>	<b>4361</b>	<b>4326</b>	<b>5034</b>	<b>5914</b>	长期借款	5274	5274	5274	5274
资产	-4896	-3224	-3224	-3224	其它长期负债	1363	1363	1363	1363
投资	0	-8	-8	-8	非流动负债合计	6637	6637	6637	6637
其他	1057	135	147	155	<b>负债总计</b>	<b>14605</b>	<b>12979</b>	<b>13295</b>	<b>13510</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3839</b>	<b>-3097</b>	<b>-3085</b>	<b>-3077</b>	实收资本	3091	3091	3091	3091
债权募资	1037	-1846	0	0	归属于母公司所有者权益	23575	25854	28485	31344
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	87	106	127	148
其他	-2307	-1885	-1820	-1820	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>38268</b>	<b>38939</b>	<b>41908</b>	<b>45002</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1270</b>	<b>-3731</b>	<b>-1820</b>	<b>-1820</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-563</b>	<b>-2502</b>	<b>128</b>	<b>1016</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
孙维容 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技, 赛轮轮胎, 桐昆股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。