

## VA 价格下滑拖累业绩，长期看好公司成长

### 核心观点

- VA 价格下跌拖累业绩：**新和成发布 2022 年年报和 2023Q1 季报，其中 2022 年实现营收 159.34 亿元，同比+6.82%，实现归母净利润 36.20 亿元，同比-16.89%。2023Q1 实现营业收入 36.12 亿元，同比-16.15%，实现归母净利润 6.43 亿元，同比-46.55%，业绩受 VA 价格下跌拖累。根据博亚和讯的数据，2023Q1 的 VA 均价为 89.70 元/千克，较 2022Q1 的 235.99 元/千克下滑 62.00%。受 VA 价格下跌影响，公司营养品板块的毛利率出现下滑，从 2021 年的 47.04% 下滑至 2022 年的 36.59%。
- 香精香料板块毛利回升：**香精香料板块逐步成长为公司除营养品板块外的另一支柱，2022 年香精香料板块营收占比 18.62%，较 2021 年提高 3.49pct。毛利率 48.97% 较 2021 年提高 6.77pct。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。
- 长期看好公司成长：**公司营养品板块蛋氨酸二期 25 万吨其中 10 万吨/年装置平稳运行，15 万吨装置预计 2023 年 6 月建设完成。5000 吨/年 VB6、3000 吨/年 VB12 正常生产、销售。3 万吨/年牛磺酸项目开始试车。5000 吨薄荷醇进入试车阶段。年产 7000 吨 PPS 三期项目进入试车阶段。己二腈项目处于中试阶段。500 吨氮杂双环开始生产并销售，未来原料药产品结构将进行调整、转型升级，具体项目在报批过程中。众多的在建拟建项目保障了公司的成长性。

### 盈利预测与投资建议

- 结合当前维生素价格和公司项目进度，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 38.19、42.96、47.14 亿元（原预测 57.88、66.16、-亿元），可比公司 23 年平均 PE 为 16 倍，对应目标价为 19.84 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,917	15,934	18,280	20,904	22,647
同比增长(%)	44.6%	6.8%	14.7%	14.4%	8.3%
营业利润(百万元)	5,115	4,313	4,545	5,097	5,586
同比增长(%)	22.8%	-15.7%	5.4%	12.1%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	4,356	3,620	3,819	4,296	4,714
同比增长(%)	22.2%	-16.9%	5.5%	12.5%	9.7%
每股收益(元)	1.41	1.17	1.24	1.39	1.53
毛利率(%)	44.4%	36.9%	36.2%	35.5%	35.6%
净利率(%)	29.2%	22.7%	20.9%	20.6%	20.8%
净资产收益率(%)	21.2%	15.9%	14.9%	14.7%	14.7%
市盈率	12.2	14.7	13.9	12.4	11.3
市净率	2.4	2.3	1.9	1.7	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声明。

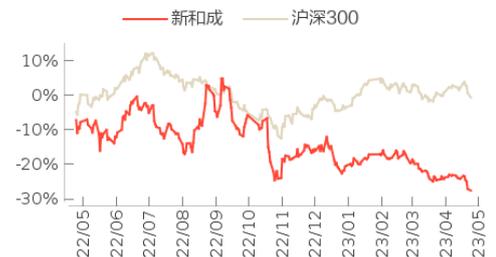
### 投资评级

增持（维持）

股价（2023年04月24日）	17.06 元
目标价格	19.84 元
52 周最高价/最低价	25.15/17.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	309,091/305,453
A 股市值（百万元）	52,731
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2023 年 04 月 26 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.54	-4.1	-12.6	-27.62
相对表现	-1.52	-3	-7.84	-26.86
沪深 300	-4.02	-1.1	-4.76	-0.76



### 证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
袁帅	yuanshuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522070002

### 相关报告

业绩符合预期，看好公司发展	2022-04-18
业绩韧性十足，等待新增长点	2021-11-01

由于VA价格下跌过多，故大幅下调VA预测价格。VE和生物素的价格也有所回调，同样下调这两个产品的价格，主要产品价格下跌也导致毛利率下滑，具体调整如下。

**表 1：核心假设调整**

人民币百万元	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>核心假设</b>						
VE 价格 (元/kg)	80	80		72	72	72
变动幅度				-10.56%	-10.56%	
VA 价格 (元/kg)	206	206		84	94	104
变动幅度				-59.01%	-54.16%	
生物素价格 (元/kg)	5976	5976		3628	3628	3628
变动幅度				-39.29%	-39.29%	
蛋氨酸产能 (万吨)	150,000	240,000		300,000	400,000	450,000
变动幅度				100.00%	66.67%	
VA 毛利率	59.00%	59.00%		11.18%	20.58%	28.19%
变动幅度				-47.82%	-38.42%	
VE 毛利率	63.00%	63.00%		58.07%	58.07%	58.07%
变动幅度				-4.93%	-4.93%	
蛋氨酸毛利率	35.00%	35.00%		16.44%	16.44%	16.44%
变动幅度				-18.56%	-18.56%	
<b>分项目盈利预测</b>						
<b>营养品</b>						
销售收入	12366	14525		12392	14374	15333
变动幅度				0.21%	-1.04%	
毛利率	48.20%	46.30%		33.20%	31.86%	31.41%
变动幅度				-15.00%	-14.44%	
<b>香精香料</b>						
销售收入	3985	4582		3414	3926	4515
变动幅度				-14.32%	-14.32%	
毛利率	55.10%	55.10%		49.00%	49.00%	49.00%
变动幅度				-6.10%	-6.10%	
<b>新材料</b>						
销售收入	1625	1755		1625	1755	1950
变动幅度				0.00%	0.00%	
毛利率	35.00%	38.00%		35.00%	38.00%	40.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	
<b>其他业务</b>						
销售收入	557	557		849	849	849
变动幅度				52.34%	52.34%	
毛利率	30.00%	30.00%		30.00%	30.00%	30.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	
<b>销售收入合计</b>	<b>18533</b>	<b>21420</b>		<b>18280</b>	<b>20904</b>	<b>22647</b>
<b>变动幅度</b>				<b>-1.37%</b>	<b>-2.41%</b>	

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。

综合毛利率	48.00%	47.10%		36.16%	35.52%	35.60%
变动幅度				-11.84%	-11.58%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入	18533	21420		18280	20904	22647
变动幅度				-1.37%	-2.41%	
营业利润	6785	7748		4545	5097	6768
变动幅度				-33.01%	-34.22%	
归属母公司净利润	5788	6616		3819	4296	5734
变动幅度				-34.02%	-35.07%	
毛利率(%)	48.00%	47.10%		36.16%	35.52%	49.49%
变动幅度				-11.84%	-11.58%	
净利率(%)	31.20%	30.90%		20.89%	20.55%	33.00%
变动幅度				-10.31%	-10.35%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值（2023/4/24）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
浙江医药	0.58	0.90	1.18	20.42	13.14	10.03
金达威	0.42	1.10	1.29	49.87	19.06	16.23
安迪苏	0.46	0.59	0.67	19.45	15.36	13.53
圣泉集团	0.90	1.23	1.49	24.60	17.93	14.79
扬农化工	5.79	6.30	7.08	15.83	14.55	12.95
调整后平均				21	16	14

资料来源：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						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,953	5,344	7,312	8,362	9,535	营业收入	14,917	15,934	18,280	20,904	22,647
应收票据、账款及款项融资	3,287	3,228	3,703	4,235	4,588	营业成本	8,300	10,048	11,669	13,479	14,585
预付账款	79	222	255	292	316	营业税金及附加	132	127	146	166	180
存货	3,194	4,145	4,813	5,560	6,016	营业费用	107	122	140	160	174
其他	2,401	1,172	1,188	1,229	1,256	管理费用及研发费用	1,206	1,364	1,564	1,789	1,938
<b>流动资产合计</b>	<b>14,914</b>	<b>14,111</b>	<b>17,272</b>	<b>19,677</b>	<b>21,712</b>	财务费用	270	44	365	361	334
长期股权投资	351	433	433	433	433	资产、信用减值损失	104	158	93	93	93
固定资产	14,351	16,524	21,821	21,361	20,897	公允价值变动收益	38	(66)	(66)	(66)	(66)
在建工程	2,985	5,089	2,552	3,643	4,649	投资净收益	128	129	129	129	129
无形资产	1,522	1,739	1,698	1,658	1,617	其他	151	180	180	180	180
其他	602	372	13	6	6	<b>营业利润</b>	<b>5,115</b>	<b>4,313</b>	<b>4,545</b>	<b>5,097</b>	<b>5,586</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,810</b>	<b>24,156</b>	<b>26,516</b>	<b>27,101</b>	<b>27,602</b>	营业外收入	12	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>34,724</b>	<b>38,268</b>	<b>43,788</b>	<b>46,779</b>	<b>49,313</b>	营业外支出	65	80	80	80	80
短期借款	1,403	1,846	2,948	2,640	1,846	<b>利润总额</b>	<b>5,063</b>	<b>4,238</b>	<b>4,471</b>	<b>5,022</b>	<b>5,511</b>
应付票据及应付账款	2,130	2,803	3,255	3,760	4,068	所得税	691	600	633	711	780
其他	2,944	3,319	3,328	3,338	3,345	<b>净利润</b>	<b>4,372</b>	<b>3,638</b>	<b>3,838</b>	<b>4,311</b>	<b>4,731</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,477</b>	<b>7,969</b>	<b>9,531</b>	<b>9,738</b>	<b>9,259</b>	少数股东损益	16	18	19	16	17
长期借款	5,149	5,274	5,274	5,274	5,274	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,356</b>	<b>3,620</b>	<b>3,819</b>	<b>4,296</b>	<b>4,714</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.41	1.17	1.24	1.39	1.53
其他	1,202	1,363	1,086	1,086	1,086						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,351</b>	<b>6,637</b>	<b>6,360</b>	<b>6,360</b>	<b>6,360</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>12,828</b>	<b>14,605</b>	<b>15,890</b>	<b>16,098</b>	<b>15,619</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	64	87	106	122	139	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	2,578	3,091	3,091	3,091	3,091	营业收入	44.6%	6.8%	14.7%	14.4%	8.3%
资本公积	3,801	3,113	3,613	3,613	3,613	营业利润	22.8%	-15.7%	5.4%	12.1%	9.6%
留存收益	15,442	17,268	21,087	23,855	26,851	归属于母公司净利润	22.2%	-16.9%	5.5%	12.5%	9.7%
其他	11	103	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>21,896</b>	<b>23,662</b>	<b>27,897</b>	<b>30,681</b>	<b>33,694</b>	毛利率	44.4%	36.9%	36.2%	35.5%	35.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>34,724</b>	<b>38,268</b>	<b>43,788</b>	<b>46,779</b>	<b>49,313</b>	净利率	29.2%	22.7%	20.9%	20.6%	20.8%
						ROE	21.2%	15.9%	14.9%	14.7%	14.7%
						ROIC	16.1%	11.7%	11.7%	11.7%	12.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	36.9%	38.2%	36.3%	34.4%	31.7%
净利润	4,372	3,638	3,838	4,311	4,731	净负债率	12.0%	18.5%	12.5%	7.0%	0.5%
折旧摊销	1,132	1,276	1,468	1,752	1,837	流动比率	2.30	1.77	1.81	2.02	2.34
财务费用	270	44	365	361	334	速动比率	1.81	1.23	1.29	1.43	1.67
投资损失	(128)	(129)	(129)	(129)	(129)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	341	25	(777)	(868)	(562)	应收账款周转率	6.4	6.1	6.9	6.9	6.7
其它	(150)	(494)	35	94	83	存货周转率	2.6	2.7	2.5	2.5	2.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,838</b>	<b>4,361</b>	<b>4,800</b>	<b>5,521</b>	<b>6,294</b>	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(3,305)	(5,746)	(4,152)	(2,337)	(2,337)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(8)	(81)	0	0	0	每股收益	1.41	1.17	1.24	1.39	1.53
其他	(79)	1,988	83	62	62	每股经营现金流	2.26	1.41	1.55	1.79	2.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,392)</b>	<b>(3,839)</b>	<b>(4,068)</b>	<b>(2,275)</b>	<b>(2,275)</b>	每股净资产	7.06	7.63	8.99	9.89	10.86
债权融资	1,766	687	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(330)	(175)	500	0	0	市盈率	12.2	14.7	13.9	12.4	11.3
其他	(2,780)	(1,782)	737	(2,197)	(2,846)	市净率	2.4	2.3	1.9	1.7	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,345)</b>	<b>(1,270)</b>	<b>1,237</b>	<b>(2,197)</b>	<b>(2,846)</b>	EV/EBITDA	8.8	10.2	9.0	8.0	7.4
汇率变动影响	(56)	185	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.7	13.2	11.7	10.5	9.7
<b>现金净增加额</b>	<b>1,045</b>	<b>(563)</b>	<b>1,968</b>	<b>1,050</b>	<b>1,174</b>						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 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](http://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。