

2024年6月27日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 23.4

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2024/6/27)	19.16		
深证成指(2024/6/27)	8849.70		
股价 12 个月高/低	20.22/14.83		
总发行股数(百万)	3090.91		
A 股数(百万)	3054.50		
A 市值(亿元)	585.24		
主要股东	新和成控股集团有限公司 (49.80%)		
每股净值(元)	7.86		
股价/账面净值	2.44		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	1.7	17.7	29.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.02.27	18.94	区间操作
2023.08.30	15.99	区间操作

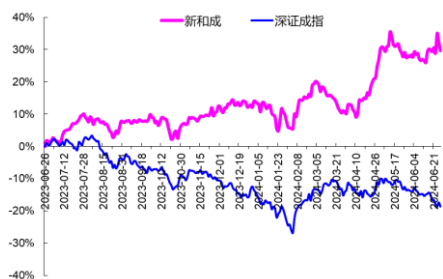
产品组合

营养品	65.3%
香精香料类	21.7%
新材料	7.9%
其他	5.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.4%
一般法人	52.7%

股价相对大盘走势



新和成 (002001.SZ)

Buy 买进

维生素价格上涨, 看好景气修复

事件:

6月12日, 帝斯曼-芬美意饲料级VE报价提高至85元/kg。6月18日, 由于海运费大幅上涨, 新和成饲料级VE50%的出口报价提高到10.5美元/kg。6月20日, 浙江医药饲料级VA国内出厂报价上调至95元/kg。

结论及建议:

维生素行业近两年处于景气底部, 价格维持弱势, 行业处于亏损状态。目前下游养殖利润逐渐修复, 加之出口改善, 预计行业景气底部回升。公司是全球维生素龙头企业, VA、VE产能国内领先, 看好公司享受景气修复红利, 充分展现业绩弹性, 给予“买进”评级。

■ **厂家挺价, 维生素价格回暖:** 6月以来厂家调涨多个维生素品种价格。据百川盈孚, 6月25日VA均价83元/kg, 较月初上涨1.2%, VE均价74元/kg, 较月初上涨7.2%, VC均价26元/kg, 较月初上涨2.0%, VD3均价78元/kg, 较月初上涨34.5%。整体看VA价格较为坚挺, 处于三年来中位, VE、VC、VD3仍在底部区间。我们认为随着下游养猪等产业利润的修复和海内外库存的消化, 维生素供需格局有望改善。

■ **养殖利润好转, 有望拉动维生素需求:** 除VC外, 大部分维生素主要作为饲料添加剂, 添加量受养殖利润影响。2023年全年生猪价格低迷, 自繁和外购养殖均处在亏损状态, 养殖户倾向减少维生素的添加。2024年猪价上涨, 生猪养殖利润明显好转, 本周外购仔猪养殖利润为383元/头, 自繁自养养殖利润为367元/头, 同比实现扭亏为盈。随着生猪养殖利润的修复, 我们预计作为饲料添加剂的维生素需求将得到改善。

■ **出口向好, 海外需求改善:** 2024年以来, 维生素出口同环比均呈现向好态势。出口数据来看, 2024年前5个月VA总出口量达2298吨, yoy+14%; VE出口46206吨, yoy+29%; VC出口77825吨, yoy+3%。5月单月, VA出口540吨, yoy+51%; VE出口8430吨, yoy+39%; VC出口13581吨, yoy-0.70%。维生素经历两年低谷, 终端库存处于较低位置, 预计景气行情开启后, 终端亦有补库动力。

■ **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, 其中15万吨产能2023年建成, 产能释放有望为公司利润带来增量。此外公司还和中石化合资, 预计建设18万吨/年液体蛋氨酸(折纯)项目, 目前已投入建设。蛋氨酸价格自2023年下半年逐步修复, 目前市场均价21.8元/kg, 处于近三年中高位置。预计2024年随着维生素和蛋氨酸价格回暖, 公司业绩将得到提振。

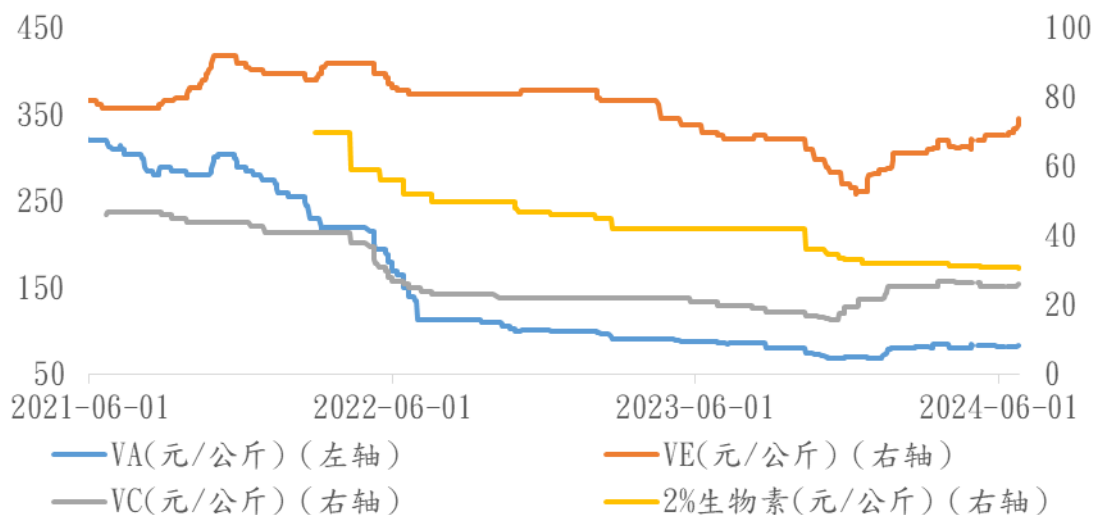
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024/2025/2026 年实现净利润 36/45/55 亿元, yoy+33%/+24%/+23%, 折合 EPS 为 1.17/1.44/1.77 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 16/13/11 倍, 估值合理, 给予“买进”评级。
- **风险提示:** 1、公司产品价格不及预期; 2、在建项目进度不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3,620	2,704	3,602	4,454	5,471
同比增减	%	-16.28%	-25.30%	33.19%	23.67%	22.83%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.17	0.87	1.17	1.44	1.77
同比增减	%	-30.16%	-25.30%	33.19%	23.67%	22.83%
A 股市盈率(P/E)	X	16.36	21.90	16.44	13.30	10.82
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.45	0.5	0.6	0.75
股息率 (Yield)	%	2.61%	2.35%	2.61%	3.13%	3.91%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图1: 维生素价格



附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15934	15117	17757	20508	24033
经营成本	10048	10131	11386	12713	14527
研发费用	859	888	1043	1204	1411
营业税金及附加	127	167	196	226	265
销售费用	122	158	186	215	252
管理费用	505	551	647	748	876
财务费用	44	65	77	89	104
资产减值损失	-163	-231	-217	-275	-323
投资收益	129	83	66	53	43
营业利润	4313	3260	4348	5373	6597
营业外收入	5	8	8	9	9
营业外支出	80	15	15	15	15
利润总额	4238	3254	4333	5359	6582
所得税	600	528	703	870	1068
少数股东损益	18	21	28	35	43
归属于母公司股东权益	3620	2704	3602	4454	5471

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5344	4543	4477	3864	2584
应收账款	2849	2599	2859	3145	3460
存货	4145	4319	4751	5226	5748
流动资产合计	14111	12386	15946	16498	16507
长期股权投资	433	697	281	281	281
固定资产	16524	21860	22953	25248	27773
在建工程	5089	1622	1541	1464	1391
非流动资产合计	24156	26770	28239	30680	33362
资产总计	38268	39156	44185	47178	49869
流动负债合计	7969	6122	9375	9228	5854
非流动负债合计	6637	8114	8601	9129	9698
负债合计	14605	14237	17976	18357	15552
少数股东权益	87	115	121	133	158
股东权益合计	23662	24920	26209	28821	34317
负债及股东权益合计	38268	39156	44185	47178	49869

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	4361	5119	5887	6182	6491
投资活动产生的现金流量净额	-3839	-3878	-3490	-3839	-4223
筹资活动产生的现金流量净额	-1270	-2053	-2464	-2956	-3548
现金及现金等价物净增加额	-563	-705	-66	-614	-1280

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。