

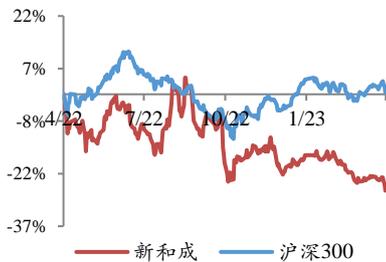
业绩短期承压，多点开花助力公司长期发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-22

收盘价（元）	17.17
近12个月最高/最低（元）	21.89/17.17
总股本（百万股）	3,091
流通股本（百万股）	3,055
流通股比例（%）	98.82
总市值（亿元）	531
流通市值（亿元）	524

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

相关报告

1.拟与中石化成立合资公司，持续布局蛋氨酸产业 2023-01-06

2.三季度业绩符合预期，新项目建设稳步推进 2022-10-26

3.上半年经营稳健，新项目稳步推进 2022-08-26

主要观点：

● 事件描述

4月20日晚，公司发布2022年度报告及2023年一季度报告，2022年全年实现营业收入159.34亿元，同比增长6.82%；实现归母净利润36.20亿元，同比减少16.89%；实现扣非归母净利润35.86亿元，同比减少14.19%；实现基本每股收益1.17元/股。2023年一季度实现营业收入36.12亿元，同比减少16.15%；实现归母净利润6.43亿元，同比减少46.55%；实现扣非归母净利润5.86亿元，同比减少48.68%。

● 维生素行业整体需求疲软，业绩短期承压

公司业绩短期承压，主要是维生素行业需求疲软所致。2022年全年实现营业收入159.34亿元，同比增长6.82%；实现归母净利润36.20亿元，同比减少16.89%；实现扣非归母净利润35.86亿元，同比减少14.19%。单季度来看，公司2022Q4季度实现营收40.24亿元，同比减少6.02%，环比增长8.90%；实现归母净利润6.09亿元，同比减少36.41%，环比减少23.58%，2023年Q1季度实现营收36.12亿元，同比减少16.15%，环比减少10.23%；实现归母净利润6.43亿元，同比减少46.55%，环比增长5.57%。目前国内维生素整体价格处于历史低位，根据百川资讯，截至2023年4月20日，VA价格为91元/公斤，较2022年年初下降66.9%，VE价格为78元/公斤，较2022年年初下降10.34%，2022年我国维生素行业整体较为疲软，主要是由于国内维生素产能持续扩张导致国内市场供大于需，这也是公司业绩短期承压的主要原因，此外受宏观因素影响，公司部分原辅材料价格上涨导致产品成本有所上升，随着未来维生素库存消解，下游需求恢复，公司业绩有望恢复增长。

● 维生素景气有望反转，蛋氨酸等项目投产有望提供业绩增量

维生素供给收缩内需复苏，公司有望集中受益。维生素方面，供给端海外维生素巨头近期宣布停产，成本端上游原材料价格节节攀升预计将对维生素E价格形成支撑，需求端国内猪周期即将开启上行通道，目前维生素库存有所消解，在供给收缩、内需复苏背景下，公司有望集中受益。氨基酸方面，国内蛋氨酸市场需求广阔，液体蛋氨酸市场渗透率有望提升，国内企业逐步打破海外壁垒，公司二期15万吨固体蛋氨酸将于今年6月投产，同时拟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，所有项目建成后，我国蛋氨酸市场份额将进一步提升，此外公司5000吨/年维生素B6、3000吨/年维生素B12正常销售，3万吨牛磺酸项目开始试车，多个项目陆续投产有望为公司提供业绩增量。

● 全球香精香料产业向亚非地区转移，公司成本优势助力拓展市场份额 香精香料产业东移，公司不断拓展香精香料新品类，有望抓住机遇。香

精香料种类繁多，主要应用于日化和食品行业，其技术、渠道、人才壁垒高筑，中小企业难以入局。目前国际企业香精香料巨头产业逐步向亚非地区转移，给国内香精香料企业带来机遇，公司上延维生素中间体拓展出芳樟醇和柠檬醛系列产品，在产品质量维持国际领先水平的同时能够降低 10%-20% 的成本，显著的成本优势将助力公司不断拓展市场份额，此外公司还在投建更多香精香料新产品，5000 吨薄荷醇项目目前进入试车阶段，公司不断优化产品矩阵，未来市场竞争力有望进一步提高。

● 加码布局新材料板块，加速实现高端材料自主可控

布局高端新材料多个细分赛道，公司有望抢占先机。 高端新材料细分赛道如 PPS、PPA、己二腈长期为国外所垄断，随着我国汽车轻量化的快速发展，对以上材料的需求也一直维持高速增长，近几年以公司为代表的国内企业逐步突破技术封锁，国产替代进程加快。PPS 方面，公司现已规划报批 PPS 产能 3 万吨/年，其中 1.5 万吨/年生产线已实现正常销售，三期 7000 吨/年装置进入试车阶段，进展顺利；PPA 与己二腈方面，1000 吨 PPA 与 110 吨己二腈中试线正在建设当中。此外公司还进一步延伸产业链布局了 PA66、六亚甲基二异氰酸酯 (HDI)、异佛尔酮二胺 (IPDA)、异佛尔酮二异氰酸酯 (IPDI) 等新产品，超前布局有望使公司在市场竞争中抢占先机。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 42.14 亿元、49.01 亿元、58.35 亿元（原 2023 年-2024 年分别为 50.76 亿元和 60.19 亿元），同比增速为 16.4%、16.3%、19.1%。对应 PE 分别为 13、11、9 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济风险；
- (2) 原材料价格波动风险；
- (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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15934	17906	19869	22241
收入同比 (%)	6.8%	12.4%	11.0%	11.9%
归属母公司净利润	3620	4214	4901	5835
净利润同比 (%)	-16.9%	16.4%	16.3%	19.1%
毛利率 (%)	36.9%	38.2%	39.1%	40.5%
ROE (%)	15.4%	15.2%	15.0%	15.1%
每股收益 (元)	1.17	1.36	1.59	1.89
P/E	16.03	12.59	10.83	9.09
P/B	2.46	1.91	1.62	1.38
EV/EBITDA	10.96	7.45	5.82	4.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国内维生素头部企业，业绩短期承压	7
2 维生素景气有望反转，蛋氨酸等项目投产有望提供业绩增量	10
2.1 维生素：供给收缩叠加需求复苏，景气度有望反转	11
2.2 蛋氨酸：海外垄断逐步打破，国内市场需求广阔	16
3 香料香精产业重心向亚非转移，成本优势助力业务快速拓展	18
4 高端新材料技术突破，国产替代加速进行	22
4.1PPS：反倾销助力国产替代进程	22
4.2PPA：国内市场高速发展，自给率逐步提高	25
4.3 己二腈：关键技术逐渐突破，国内扩产周期将至	26
4.4 加码布局新材料板块，加速实现高端材料自主可控	28
风险提示：	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

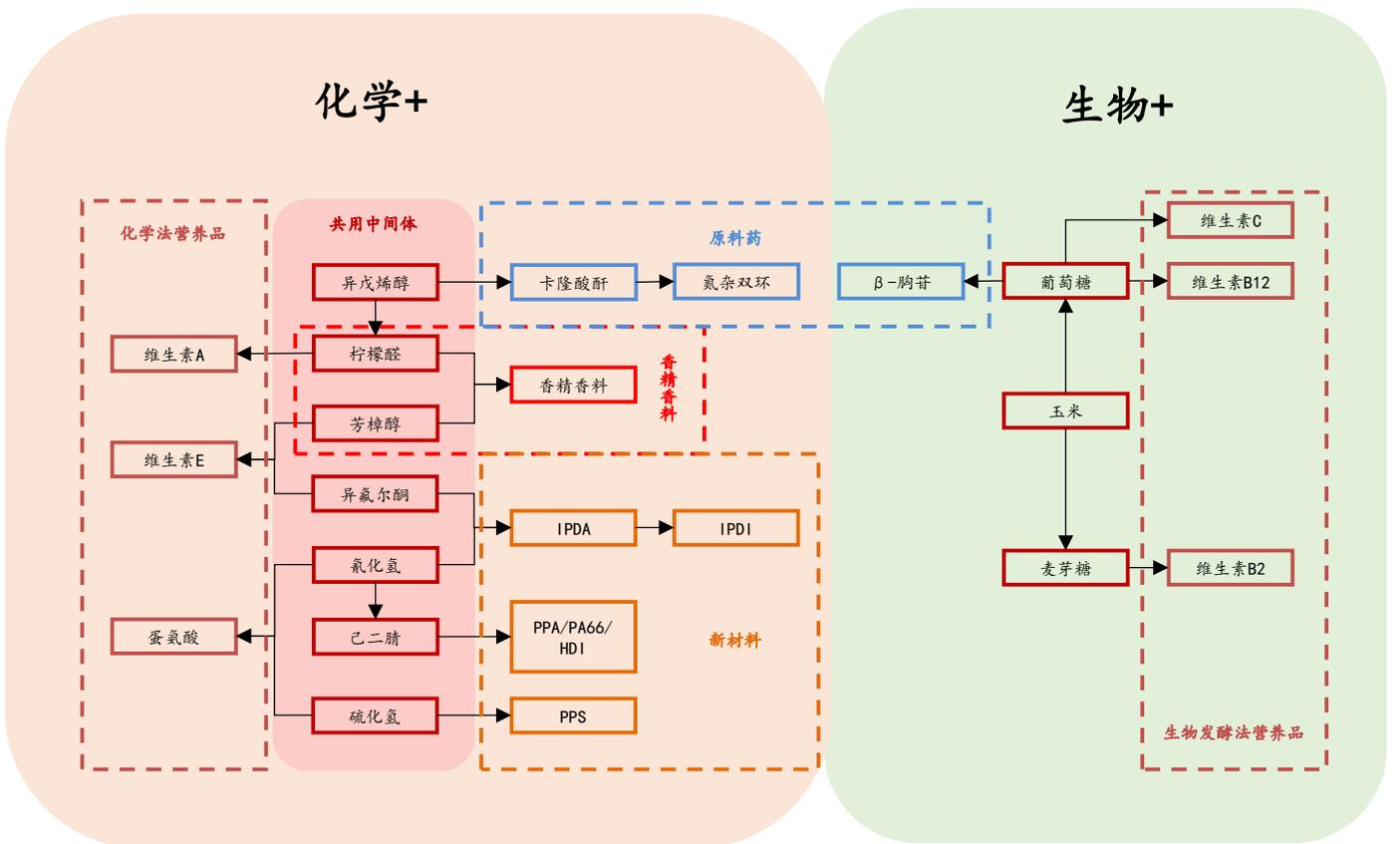
图表 1 两大平台，四大业务板块，将纵深产业链发展到极致	7
图表 2 公司营业收入短期承压	8
图表 3 公司归母净利润短期承压	8
图表 4 公司毛利和净利略有下降	9
图表 5 公司营养品和香精香料毛利维持较高水平	9
图表 6 公司三费管控合理	9
图表 7 公司研发费用持续增长	9
图表 8 公司维持较好现金流水平	10
图表 9 公司存货周转率维持在合理区间	10
图表 10 公司盈利能力整体维持较好水平	10
图表 11 公司资产负债率水平维持在合理区间	10
图表 12 维生素及氨基酸最大下游在动物饲料	11
图表 13 维生素及氨基酸在饲料中含量较少但极为重要	11
图表 14 全球维生素 A 和维生素 E 均呈寡头垄断格局	11
图表 15 间甲酚进口量自 2019 年后削减至 3000 吨左右	12
图表 16 间甲酚进口均价节节攀升	12
图表 17 万华维生素 A 关键中间体柠檬醛投产在即，或将改变全球维生素 A 供给格局	13
图表 18 饲料用维生素 A 中猪饲料占 40%	13
图表 19 饲料用维生素 E 中猪饲料占 47%	13
图表 20 国内历史猪周期复盘	14
图表 21 2022 年维生素 A 出口需求疲软	15
图表 22 2022 年维生素 E 出口需求疲软	15
图表 23 全球猪肉产量增长主要来源于中国	15
图表 24 全球蛋氨酸供给呈寡头垄断格局	16
图表 25 国内外蛋氨酸价格差距逐渐缩小	17
图表 26 我国蛋氨酸净进口量逐渐缩小	17
图表 27 蛋氨酸下游应用主要是禽类饲料	17
图表 28 我国是全球第二大鸡肉生产大国	17
图表 29 禽流感导致海外鸡肉供给短缺，鸡肉价格攀升	18
图表 30 香料香精主要应用于日化和食品	19
图表 31 全球香料香精市场规模稳步增长	20
图表 32 我国香料香精产量稳步增长	20
图表 33 香料香精产业重心逐步向亚洲转移	20
图表 34 全球香料香精行业集中度较高	21
图表 35 中国香料香精企业集中度有望进一步提升	21
图表 36 公司香精香料产品成本优势显著	21
图表 37 公司部分新增产品项目	22
图表 38 PPS 产业链	23
图表 39 PPS 主要应用于汽车和环保领域	23
图表 40 全球主要 PPS 企业介绍	23
图表 41 国内 PPS 企业与国际巨头仍存差距	23

图表 42 全球 PPS 市场整体保持高速增长	24
图表 43 中国 PPS 市场保持高速增长	24
图表 44 我国对主要国家 PPS 反倾销保证金比率	25
图表 45 全球高温尼龙市场规模超 15 亿美元	25
图表 46 全球高温尼龙产量超 16 万吨	25
图表 47 国内生产高温尼龙企业有序扩产加速国产替代进程	26
图表 48 己二腈主要用于 PA66 的生产	27
图表 49 我国己二腈进口依赖程度逐年降低	27
图表 50 我国己二腈进入扩产周期	28
图表 51 公司持续布局新材料板块	28

1 国内维生素头部企业，业绩短期承压

国内维生素头部企业，四大基地+两大平台，将产业链纵深发展到极致。公司自成立以来，先后在浙江新昌、浙江上虞、山东潍坊和黑龙江绥化建设了四大生产基地，其中新昌基地主要从事维生素 A，维生素 D3、生物素、原料药等的生产；上虞基地主要负责维生素 A、维生素 E、PPS、类胡萝卜素、虾青素等的生产；潍坊基地主要负责香精香料、高端新材料、蛋氨酸等的生产；2017 年，公司在黑龙江绥化建设生物发酵产业园，主要从事生物发酵法生产麦芽糖、维生素 C、维生素 B12、辅酶 Q10 等产品，公司也自此逐渐形成了化工+和生物+两大核心平台。四大生产基地协同发展，公司将纵深产业链做到极致：以维生素 A 中间体柠檬醛与维生素 E 中间体芳樟醇不断延伸发展香精香料业务；以柠檬醛中间体异戊烯醇延伸发展原料药业务，目前 500 吨/年氮杂双环项目开始生产并销售；以蛋氨酸中间体氰化氢、硫化氢和维生素 E 中间体异氟尔酮发展新材料业务，公司以现有产业链为核心极致纵深，不断加强自身一体化优势，厚增利润。

图表 1 两大平台，四大业务板块，将纵深产业链发展到极致



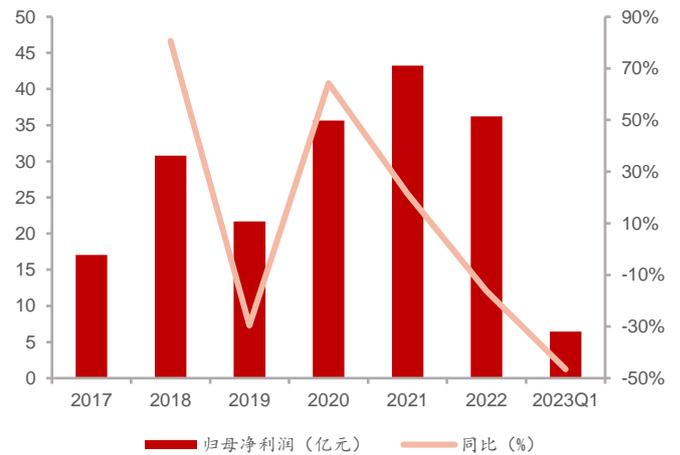
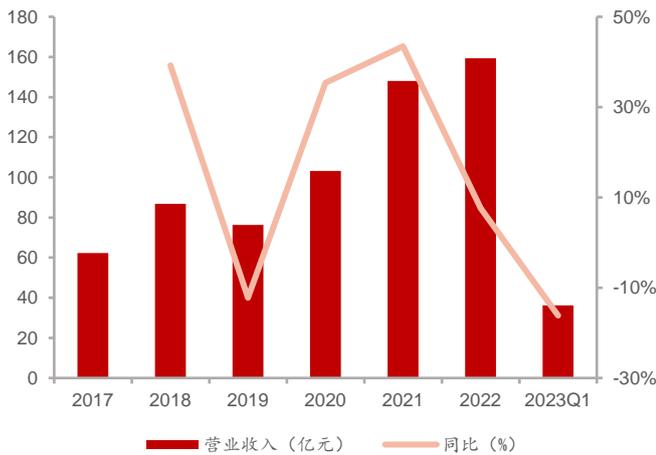
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司业绩短期承压，主要是维生素行业需求疲软所致。2022 年全年实现营业收入 159.34 亿元，同比增长 6.82%；实现归母净利润 36.20 亿元，同比减少 16.89%；实现扣非归母净利润 35.86 亿元，同比减少 14.19%。单季度来看，公司 2022Q4 季度实现营收 40.24 亿元，同比减少 6.02%，环比增长 8.90%；实现归母净利润 6.09

亿元,同比减少 36.41%,环比减少 23.58%,2023 年 Q1 季度实现营收 36.12 亿元,同比减少 16.15%,环比减少 10.23%;实现归母净利润 6.43 亿元,同比减少 46.55%,环比增长 5.57%。目前国内维生素整体价格处于历史低位,根据百川资讯,截至 2023 年 4 月 20 日,VA 价格为 91 元/公斤,较 2022 年年初下降 66.9%,VE 价格为 78 元/公斤,较 2022 年年初下降 10.34%,2022 年我国维生素行业整体较为疲软,主要是由于国内维生素产能持续扩张导致国内市场供大于需,这也是公司业绩短期承压的主要原因,此外,受宏观因素影响,公司部分原辅材料价格上涨导致产品成本有所上升,随着未来维生素库存消解,下游需求恢复,公司业绩有望恢复增长。

图表 2 公司营业收入短期承压

图表 3 公司归母净利润短期承压

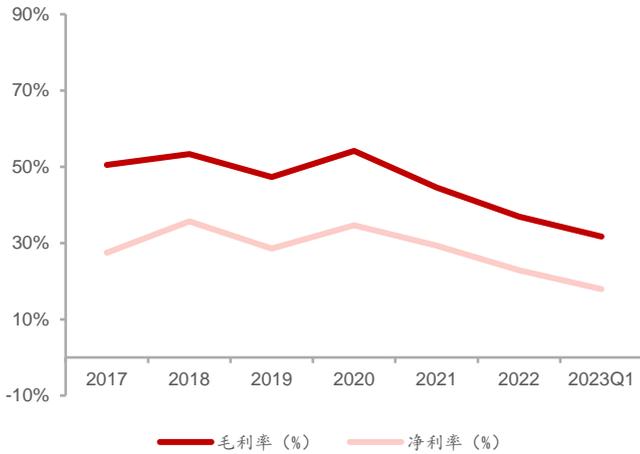


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

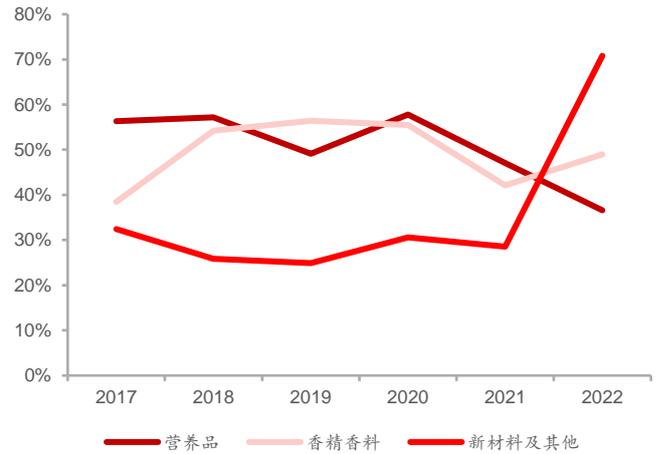
公司香精香料、新材料板块稳健发展。公司毛利率和净利率略有下滑,2022 年公司毛利率为 36.94%,同比减少 7.57 个百分点;净利率为 22.83%,同比减少 6.5 个百分点。单季度来看,2022 年 Q4 毛利率为 34.12%,同比减少 4.72 个百分点,2023 年 Q1 毛利率为 31.69%,同比减少 9.86 个百分点,公司盈利能力整体略有下滑,主要是由于维生素行业整体疲软所致。分业务板块看,公司营养品和香精香料板块毛利率一直维持较高水平,2022 年公司营养品板块毛利率为 36.59%,同比减少 10.45 个百分点;香精香料板块毛利率为 48.97%,同比增长 6.84 个百分点,新材料及其他板块毛利率为 70.79%,同比增长 42.26 个百分点。整体来看,香精香料板块、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,为公司业绩做出较大贡献。

图表 4 公司毛利率和净利率略有下降



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

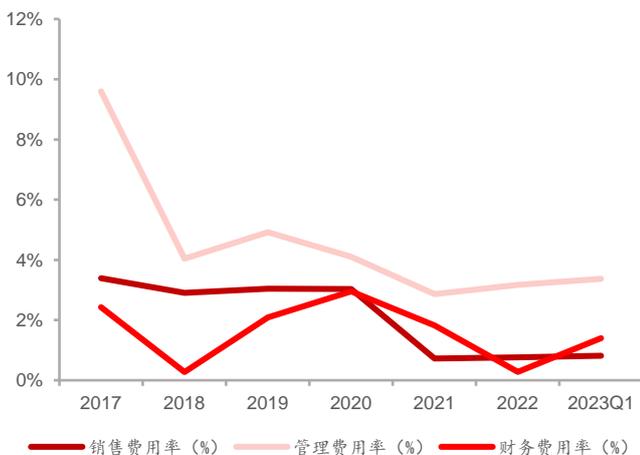
图表 5 公司营养品和香精香料毛利率维持较高水平



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

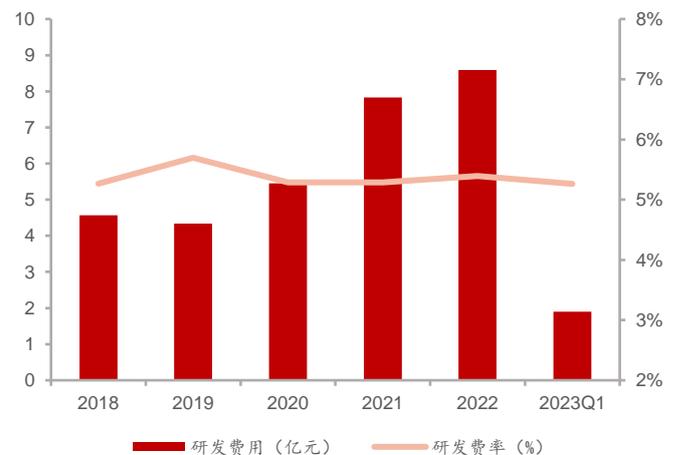
公司三费管控合理, 研发费用持续增长。2022 年公司销售费用率为 0.77%, 同比增长 0.04 个百分点; 管理费用率为 3.17%, 同比增长 0.3 个百分点; 财务费用率为 0.28%, 同比下降 1.55 个百分点。单季度来看, 2022Q4 公司销售费用率为 0.83%, 同比增长 0.4 个百分点; 管理费用率为 3.98%, 同比增长 0.9 个百分点; 财务费用率为 0.53%, 同比下降 1.42 个百分点, 2023Q1 公司销售费用率为 0.81%, 同比增长 0.28 个百分点; 管理费用率为 3.37%, 同比增长 0.84 个百分点; 财务费用率为 1.40%, 同比下降 0.19 个百分点。由于 2022 年公司销售人员薪酬、佣金增加以及折旧费、无形资产摊销增加导致 2022 年期间费用率整体稍有增长, 但公司三费整体呈下降趋势, 管控合理。此外公司一直注重研发投入, 研发费用逐年增长, 研发费率连续多年均维持在 5% 以上, 2022 年公司研发费用为 8.59 亿元, 研发费率为 5.39%, 同比增长 0.10 个百分点, 2023 年 Q1 研发费用为 1.90 亿元, 研发费率为 5.26%, 同比减少 0.19 个百分点。

图表 6 公司三费管控合理



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 7 公司研发费用持续增长

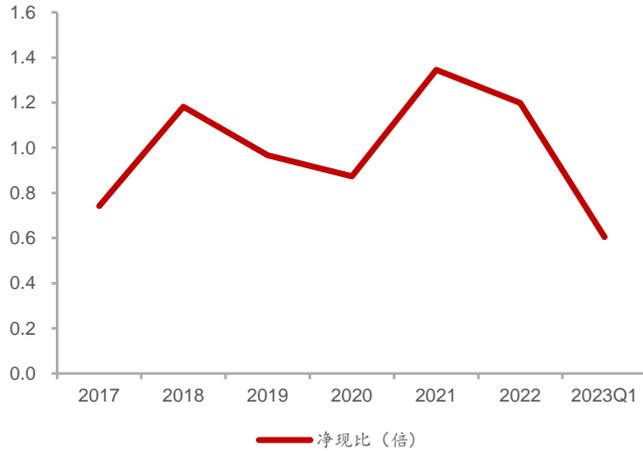


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司维持了较好的现金流水平。2022 年公司净现比为 1.20, 2023Q1 净现比为

0.60, 维持了较好的现金流水平; 2022 年存货周转天数为 131.45 天, 2023Q1 存货周转天数为 158.01 天, 维持在合理区间。公司 ROE 整体较为平稳, 2022 年公司 ROE 为 15.36%, 2023Q1 公司 ROE 为 2.66%; 资产负债率有所上升, 但整体维持在 20%-40%合理水平, 2022 年公司资产负债率为 38.17%, 2023 年 Q1 公司资产负债率为 38.48%。

图表 8 公司维持较好现金流水平



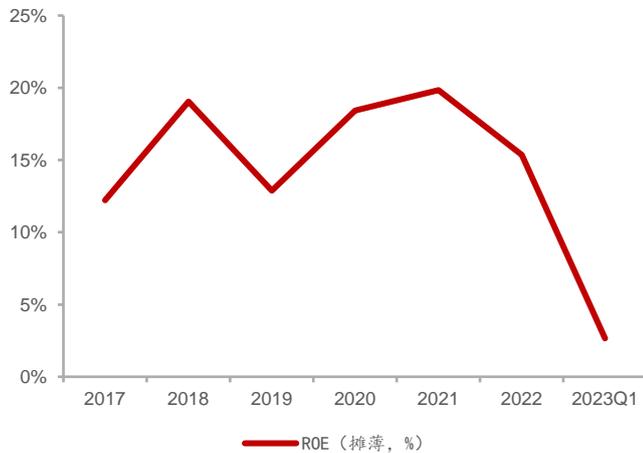
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 9 公司存货周转率维持在合理区间



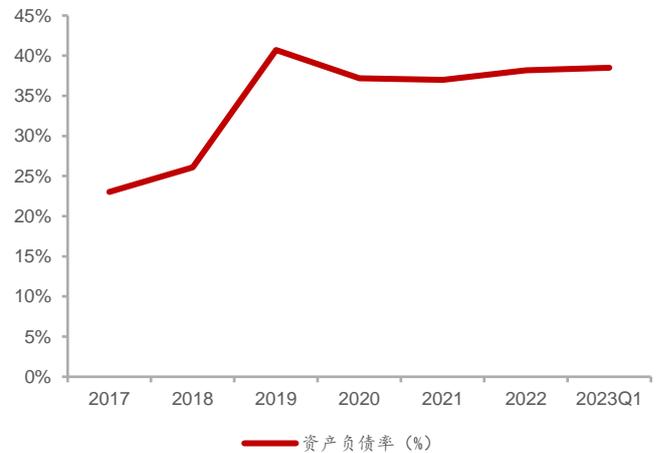
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 10 公司盈利能力整体维持较好水平



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 11 公司资产负债率水平维持在合理区间



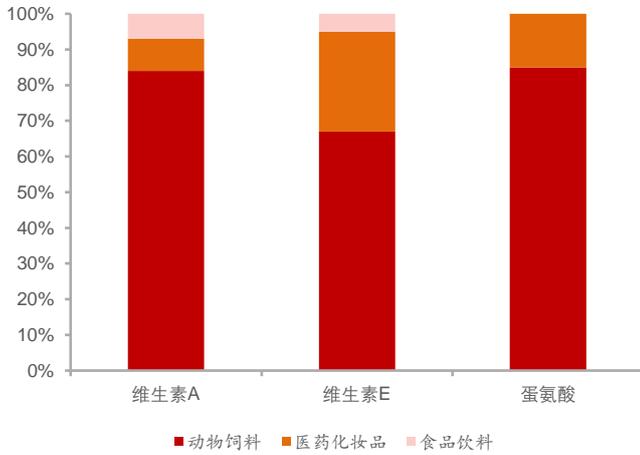
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 维生素景气有望反转, 蛋氨酸等项目投产有望提供业绩增量

维生素和氨基酸是生物必需有机化合物。由于大部分维生素和氨基酸不能在人体内或动物体内自行合成或合成量不足, 所以需要通过食物来摄取这类物质。主要维生素 VA、VE 以及主要氨基酸蛋氨酸下游最大应用领域均为动物饲料(平均在 70%

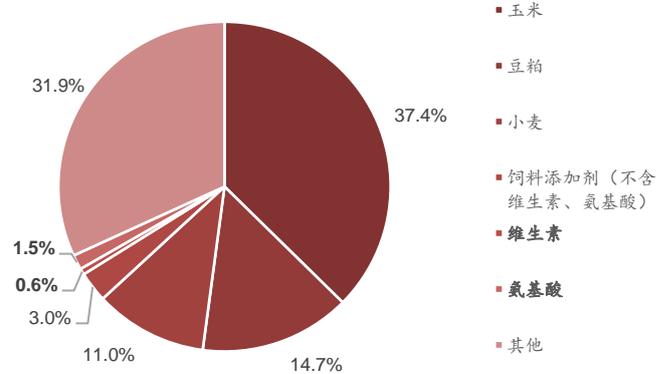
左右),虽然在饲料中维生素和氨基酸的含量较少,分别为0.6%和1.5%,但是这类物质在调节生理机能、催化代谢的过程中起着十分重要的作用。

图表 12 维生素及氨基酸最大下游在动物饲料



资料来源:中商情报网、华安证券研究所

图表 13 维生素及氨基酸在饲料中含量较少但极为重要



资料来源:市场调查网、中国饲料工业协会、华安证券研究所

2.1 维生素:供给收缩叠加需求复苏,景气度有望反转

从供给端看,全球维生素 A 和维生素 E 均呈现寡头垄断格局,海外供给预计进一步收缩。由于维生素 A 和维生素 E 产品普遍生产流程长、生产步骤复杂、生产技术要求高、环保处理要求高等特点,全球产能主要集中在几家厂商手中,目前维生素 A 全球产能大约为 36.2 万吨,维生素 E 全球产能大约为 12.6 万吨,主要产生包括帝斯曼、巴斯夫、新和成、浙江医药等。寡头垄断格局也造成了当某一厂商供给出现问题时,会对整个维生素 A 和维生素 E 供给市场造成较大冲击,也是历史上维生素 A 和维生素 E 价格出现较大波动的主要原因。2022 年下半年由于地缘政治冲突持续升级以及欧洲冬季用电高峰,能源成本高预期下,欧洲维生素企业巨头帝斯曼宣布于 2023 年 1 月 2 日停止在瑞士锡瑟尔恩工厂的维生素生产,停产期至少两个月,其停产的维生素 A 产能大约 5600 吨,全球占比 15%,维生素 E 产能 1.8 万吨,全球占比 13%左右,海外维生素供给预计进一步收缩。

图表 14 全球维生素 A 和维生素 E 均呈寡头垄断格局

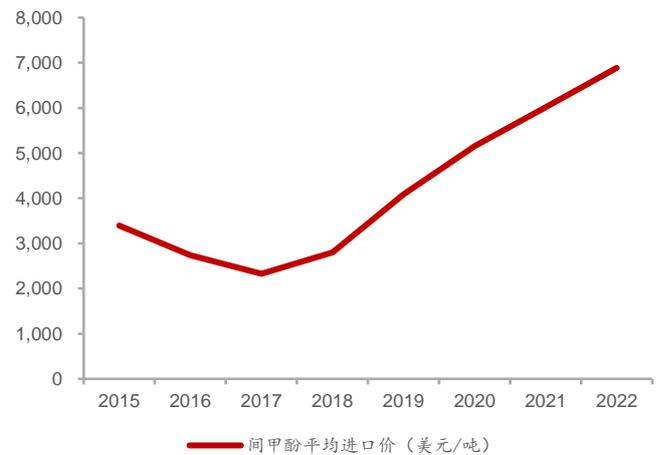
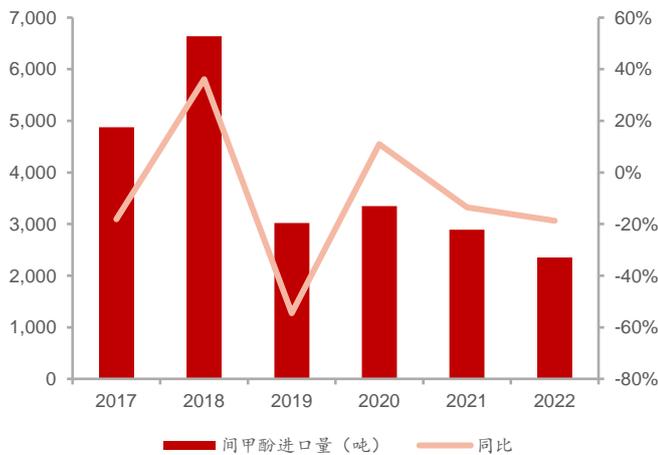
产品	地区	主要生产商	现有产能 (吨/年)	产能占比	产地	在建产能 (吨/年)	预计投产时间
维生素 A (50 万 IU)	国外	帝斯曼	8000	22.10%	荷兰		
		巴斯夫	6300	17.40%	德国	工厂扩建	
		安迪苏	4600	12.71%	法国		
	国内	新和成	8000	22.10%	浙江		
		浙江医药	5000	13.81%	浙江		
		金达威	4000	11.05%	福建		
		新发药业	300	0.83%	山东	9000	2022 年第四季度

		花园生物			浙江	6000	
		天新药业			江西	1000	2027
维生素 A 合计 (吨)			36200			16000	
维生素 E 油	国外	帝斯曼	30000	23.81%	荷兰		
		巴斯夫	20000	15.87%	德国		
	国内	益曼特(75%股权出售给帝斯曼)	16000(可加工为30000吨粉)	12.70%	湖北		
		浙江医药(油)	20000	15.87%	浙江		
		吉林北沙	10000	7.94%	吉林		
		万华化学			眉山	20000	
		新和成	60000	47.62%	山东		
花园生物			浙江	20000			
新发药业			山东	30000			
维生素 E 合计 (吨)			126000			70000	

资料来源：各公司公告、华安证券研究所

VE 合成重要中间体间甲酚进口价格高位运行预计对 VE 价格形成支撑。我国维生素 E 生产企业除新和成外大多采用间甲酚法生产，而间甲酚产品分离难度大、副产品及三废处理较为复杂，技术壁垒较高，全球间甲酚产能较为集中，国外产能约占 80%，国内产能仅占 20%，因此我国生产维生素 E 较为依赖间甲酚的进口，由于 2019 年德国朗盛部分间甲酚产线转产薄荷醇以及 2020 年我国发布关于间甲酚的反倾销政策，自 2019 年以来我国间甲酚进口量下降至每年 3000 吨左右，而价格也节节攀升，2022 年我国间甲酚平均进口价格为 6888.60 美元/吨，同时 VE 由于能够提高成本动物生育机能本身需求量也相对较大，自 DSM 和能特科技资源整合后全球 VE 竞争格局相对较好，间甲酚价格高位运行、自身需求量大以及供给格局相对较好等多重因素叠加下预计将对国内维生素 E 价格形成一定支撑。

图表 15 间甲酚进口量自 2019 年后削减至 3000 吨左右 图表 16 间甲酚进口均价节节攀升



资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

万华维生素 A 关键中间体柠檬醛投产在即，或将改变全球维生素 A 供给格局。根据烟台市政府公示，万华化学年产 4.8 万吨柠檬醛装置将于 2023-2024 年投产，柠檬醛是生产维生素 A 的重要中间体，其生产工艺较为复杂，目前全球只有巴斯夫、新和成、可乐丽三具备生产能力，其中巴斯夫占据全球近 80% 的市场份额，而新和成的 8000 吨主要用于自产维生素 A，根据公示内容，万华化学柠檬醛装置投产后，将外售柠檬醛产品 2.11 万吨/年。万华化学柠檬醛装置产能占现有产能的 76%，项目投产后，或将改变全球维生素 A 供给格局，一方面将打破国外关键中间体技术垄断，另一方面也会加剧国内维生素 A 产能过剩，此外巴斯夫湛江一体化项目中 4 万吨柠檬醛装置也将于 2030 年投产。

图表 17 万华维生素 A 关键中间体柠檬醛投产在即，或将改变全球维生素 A 供给格局

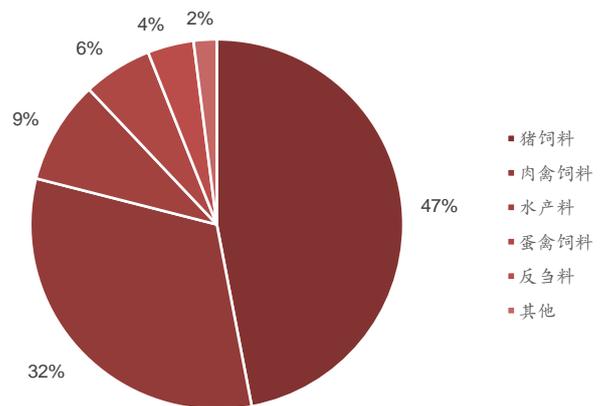
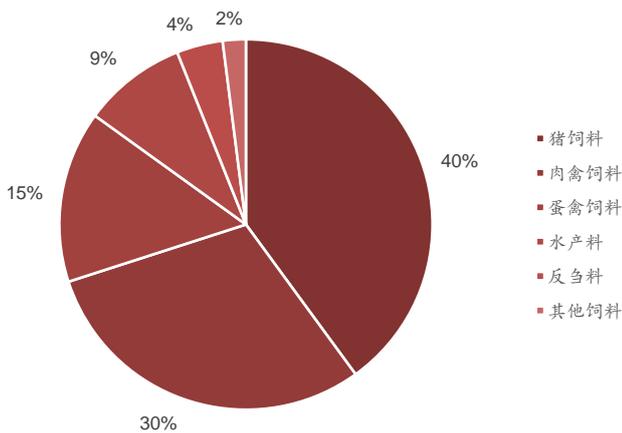
公司	产能 (吨/年)	市占率	生产基地	新增产能 (吨/年)	预计投产时间
巴斯夫	50000	79.37%	德国、马来西亚	40000	2030 年，中国湛江
新和成	8000	12.70%	中国浙江	-	-
可乐丽	5000	7.94%	日本	-	-
万华化学	-	-	中国山东	48000	2023-2024 年
总计	63000			98000	

资料来源：万华化学公司公告、中国饲料行业信息网、新思界产业研究中心、华安证券研究所

从需求端看，维生素 A 和维生素 E 主要用于猪饲料。维生素 A 和维生素 E 主要用于猪饲料禽类饲料，根据华经产业研究院数据，维生素 A 中猪饲料占比 40%，禽类饲料（包括肉禽和蛋禽，下同）占比 45%；维生素 E 中猪饲料占比 47%，禽类饲料占比 38%。

图表 18 饲料用维生素 A 中猪饲料占 40%

图表 19 饲料用维生素 E 中猪饲料占 47%



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

内需方面，预计猪周期即将开启上行通道，有望带动国内维生素 A 和维生素 E 需求增长。饲料成本是生猪养殖成本中最重要的组成部分，饲料成本占生猪养殖成本的比例约为 60%-70%，因此饲料和生猪高度相关，我们预计猪周期即将开启上行通道，未来猪价预计先抑后扬，猪企利润有望边际修复。主要原因有：

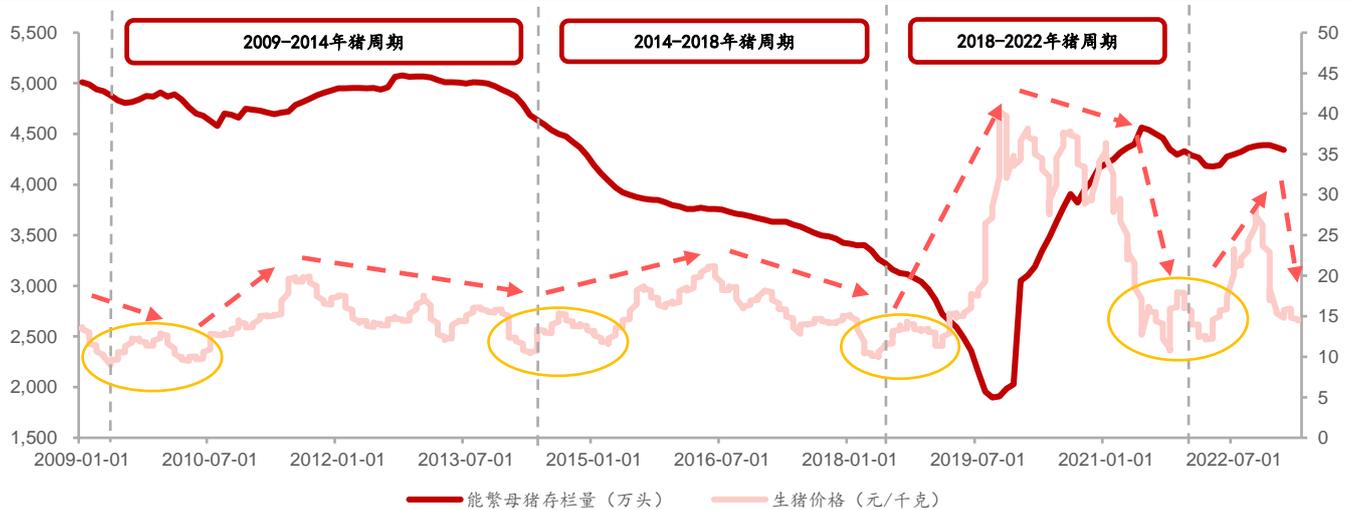
(1) 纵观国内历史猪周期，存在以下特点：①每轮猪周期平均持续时间为 3-4

年，且近年来整轮周期时间越来越短；②每轮猪周期均以“W”型探底后开启上行周期。2022 年前期压栏以及二次育肥的库存逐步消解，国内处于猪周期下行尾声，同时由于猪价处于低位，企业主动压栏和二次育肥意愿较低，叠加传统淡季因素，预计底部将在 2023 年上半年结束。

(2) 从国内能繁母猪存栏量看，截至 2023 年 2 月底，我国能繁母猪存栏量为 4343 万头。一般而言，母猪妊娠期为 4 个月，猪崽长成可出栏的商品猪为 6 个月，叠加主要上市猪企 2023 年生猪出栏目标可推测，2023 年下半年我国生猪供应量将增加。由于国内疫情全新政策下消费全面复苏、下半年国内猪肉消费传统旺季、2022Q3 后我国能繁母猪存栏量增速减缓等多重因素叠加，预计将对猪价形成有力支撑，我国猪肉市场有望量价齐升。

我们认为，猪肉价格有望上涨，猪企利润有望边际修复，猪企扩产意愿提高，饲料需求增长，有望带动维生素 A 和维生素 E 需求增长。

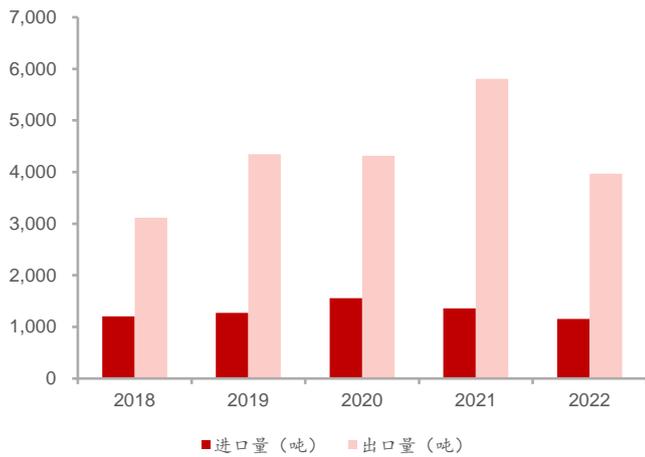
图表 20 国内历史猪周期复盘



资料来源：iFinD、华安证券研究所

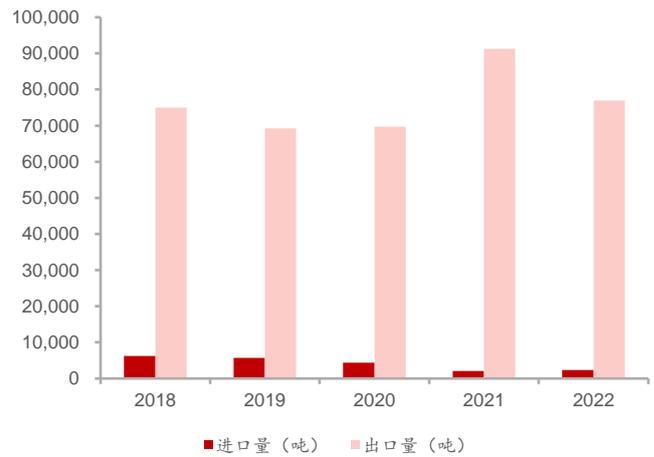
外需方面，维生素整体出口需求有望恢复。我国是维生素 A 和维生素 E 出口净出口大国，2022 年受全球疫情影响，海外维生素 A 和维生素 E 整体需求疲软，维生素 A 出口量 3969.84 吨，同比减少 31.64%，维生素 E 出口量 76945.04 吨，同比减少 15.69%。根据美农业部发布的全球肉类产量预测，2023 年全球猪肉产量预计将达到 1.14 亿吨，同比增长 3.86%，其中主要增长主要来源于中国，预计中国 2023 年猪肉产量将达到 5500 万吨，同比增长 7.84%。主要维生素出口国美国 2023 年猪肉产量预计将达到 1247.1 万吨，同比增长 1.22%；欧盟 2023 年猪肉产量预计将达到 2258 万吨，同比减少 0.4%，整体来看，国内维生素出口需求有望恢复。

图表 21 2022 年维生素 A 出口需求疲软



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 22 2022 年维生素 E 出口需求疲软



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表 23 全球猪肉产量增长主要来源于中国

国家/地区	猪肉 (万吨)		同比 (%)	牛肉 (万吨)		同比 (%)	鸡肉 (万吨)		同比 (%)
	2022E	2023E		2022E	2023E		2022E	2023E	
巴西	435.0	443.5	1.95%	1035.0	1056.0	2.03%	1440.0	1474.5	2.40%
加拿大	205.5	207.0	0.73%	138.5	137.5	-0.72%	137.5	142.5	3.64%
中国	5100.0	5500.0	7.84%	712.5	735.0	3.16%	1430.0	1430.0	0.00%
欧盟	2267.0	2258.0	-0.40%	682.0	670.0	-1.76%	1092.0	1097.0	0.46%
中国香港	9.6	8.6	-10.42%	0.4	0.4	0.00%	-	-	-
日本	130.0	130.5	0.38%	49.0	49.0	0.00%	179.0	178.0	-0.56%
韩国	140.5	140.3	-0.14%	32.5	35.4	8.92%	93.0	94.0	1.08%
墨西哥	153.0	160.0	4.58%	217.5	222.5	2.30%	390.0	406.0	4.10%
菲律宾	95.0	100.0	5.26%	72.5	72.0	-0.69%	130.0	136.0	4.62%
英国	94.5	87.2	-7.72%	89.5	90.5	1.12%	175.0	182.5	4.29%
美国	1232.1	1247.1	1.22%	1282.0	1205.3	-5.98%	2084.5	2128.4	2.11%
其他	1122.4	1126.4	0.36%	1629.0	1647.0	1.10%	2942.1	3025.3	2.83%
总计	10984.6	11408.6	3.86%	5940.4	5920.6	-0.33%	10093.1	10294.2	1.99%

资料来源：USDA、华安证券研究所

供给收紧+内需复苏，公司有望集中受益。公司现有维生素 A 产能 8000 吨 (IU 粉)，VE 产能 60000 吨 (50%粉)，目前公司维生素 A 全球市场份额超 20%，维生素 E 市场份额超 40%，行业地位突出，品牌优势明显，处于国内领先、国外知名的市场地位，公司采用异氟尔酮生产 VE 关键中间体三甲基氢醌，在间甲酚价格逐年攀升的情况下具有良好的成本优势。此外公司维生素类产品还包括 VC、VD3、VB2、VB6、VB12 等。目前 5000 吨 VB6 和 3000 吨 VB12 (1%含量) 目前进入正常销售阶段；VC 系列产品、VB12 等采用生物发酵法生产，以可再生玉米作为原料，通过微生物发酵来实现目标分子的制备技术，以细胞代谢方式生产产品，促进了化石能源向可再生能源的转变，积极实施营养品系列化差异化发展，通过优化工艺路线、攻关重点课题，不断提升产品竞争力。在国内需求复苏和海外出口增长趋势下，公

司有望集中受益。

2.2 蛋氨酸：海外垄断逐步打破，国内市场需求广阔

从供给端看，全球蛋氨酸供给呈寡头垄断格局，国内企业奋力追赶。由于蛋氨酸在合成技术上存在较高的壁垒，在生产过程中会产生甲硫醇、硫化氢等大量环境污染物质，因此对废气处理的要求也较高，此外，在销售渠道上也存在较高的品牌壁垒，因此中小企业很难切入。前全球蛋氨酸市场份额仍然掌握在少数企业手中，赢创、安迪苏、诺伟司、住友四家企业占据全球超 80% 的份额，随着中国蛋氨酸技术的突破，我国蛋氨酸开始进行国产替代，2015 年蓝星对安迪苏的全资收购进一步加快我国蛋氨酸国产替代进程，目前我国企业蛋氨酸市占率总和超 40%，新和成现规划 15 万吨固体蛋氨酸将于 2023 年 6 月投产，同时将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，所有项目建成后，我国蛋氨酸市场份额将进一步提升，新和成将成为全球第三大蛋氨酸供应商。

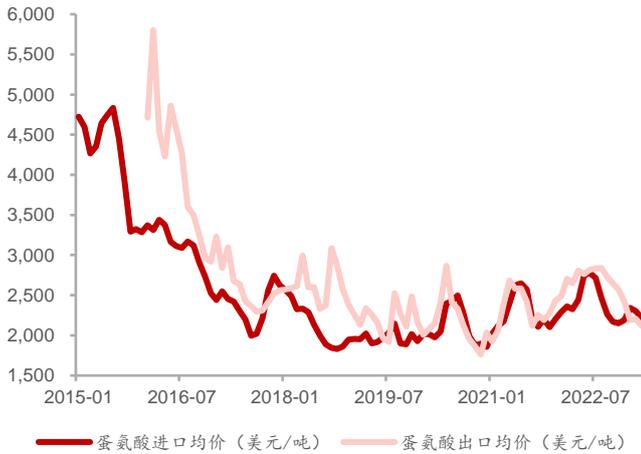
图表 24 全球蛋氨酸供给呈寡头垄断格局

地区	主要生产 商	现有产能 (万吨/年)	产能占 比	生产基地	在建产能 (万吨/年)	预计投产时间
国外	赢创	73	30.80%	德国、美国、新加坡、中国	-	-
	诺伟司	32	13.50%	美国	-	-
	住友	25	10.55%	日本	-	-
	希杰	8	3.38%	马来西亚	-	-
国内	安迪苏	67	28.27%	法国、西班牙、中国	-	-
	新和成	15	6.33%	中国山东	15+18	15 万吨固体蛋氨酸 预计在 2023 年 6 月 投产
	宁夏紫光	10	4.22%	中国宁夏	-	-
	和邦生物	7	2.95%	中国四川	-	-
合计 (吨)		237			33	

资料来源：各公司公告、中国饲料信息网、华安证券研究所

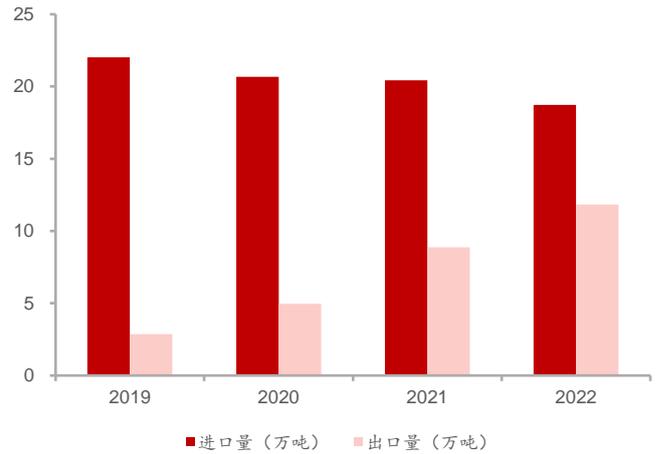
欧洲能源上涨预期仍在，我国有望成为蛋氨酸净出口国。由于蛋氨酸合成技术壁垒、环保成本高等原因，我国一直是蛋氨酸净进口国，近年来随着国内蛋氨酸技术的不断突破，国内厂商纷纷布局蛋氨酸领域，自 2019 年以来，我国蛋氨酸进口量逐年减少，出口量逐年增加，2022 年我国蛋氨酸进口量 18.72 万吨，出口量 11.83 万。同时由于国内企业技术路径的不断优化，我国蛋氨酸成本也在逐步降低，虽然目前欧洲天然气价格已从最近大峰值大幅下降，但仍处于历史高位，欧洲能源价格上涨的预期仍在，我国蛋氨酸生产成本有望低于欧洲，我国有望成为蛋氨酸净出口国。

图表 25 国内外蛋氨酸价格差距逐渐缩小



资料来源: iFinD、华安证券研究所

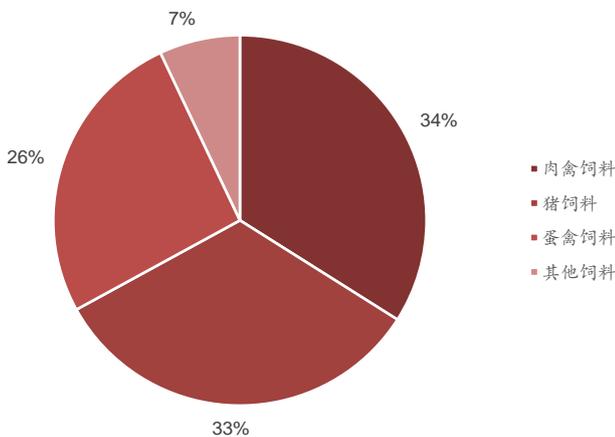
图表 26 我国蛋氨酸净进口量逐渐缩小



资料来源: 百川盈孚、华安证券研究所

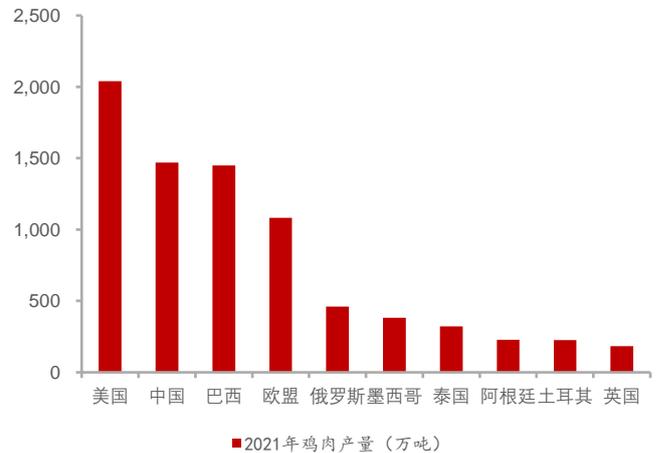
从需求端看, 蛋氨酸下游应用主要是禽类饲料, 我国是鸡肉生产大国, 蛋氨酸市场空间广阔。由于蛋氨酸能够有效促进禽类生长、改善鸡肉品质、提高机体免疫力等, 因此在禽类饲料中应用较多, 在蛋氨酸下游饲料应用中, 肉禽饲料占比 34%, 蛋禽饲料占比 26%, 猪饲料占比 33%, 禽类饲料总占比 60%。我国是全球第二大鸡肉生产大国, 美国 NRC 标准蛋氨酸饲料添加科学比例为 0.25%, 根据百川盈孚和中国饲料工业协会数据, 2021 年我国饲料用蛋氨酸含量仅占 0.14%, 低于科学比例, 若以 0.25% 添加量为标准, 我国蛋氨酸市场需求将提升 78%。

图表 27 蛋氨酸下游应用主要是禽类饲料



资料来源: 华经产业研究院、华安证券研究所

图表 28 我国是全球第二大鸡肉生产大国

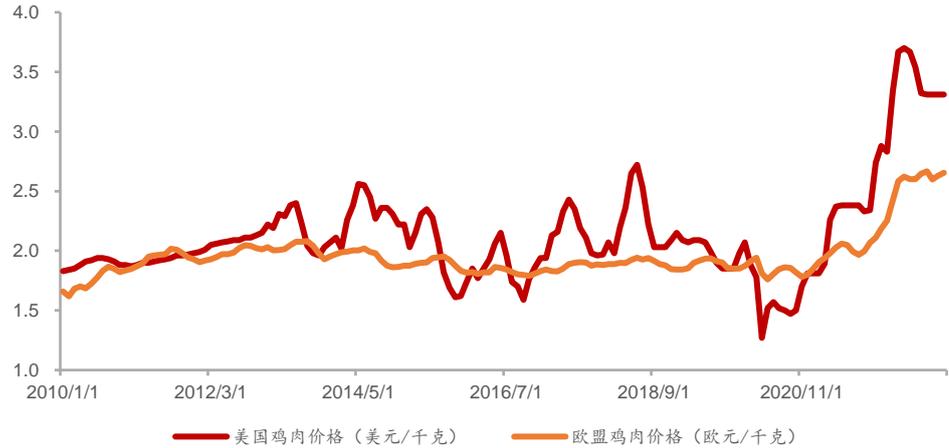


资料来源: USDA、华安证券研究所

2022 年海外禽流感肆虐, 蛋氨酸需求预计短期承压。2022 三季度全球多地暴发禽流感, 根据英国 Pirbright 研究所报告, 全球已有 1.6 亿只家禽因感染禽流感病毒直接死亡, 或者为了控制禽流感疫情蔓延而被扑杀, 其中美国和欧洲共有 1 亿只; 根据日本农林水产省报告, 从 10 月底报告此次禽流感流行季的第一起疫情以来, 截至 11 月 22 日, 日本累计扑杀禽类约 275 万只。此次禽流感导致国外鸡蛋与鸡肉价格持续走高, 截至 2022 年 12 月, 美国鸡肉价格为 3.31 美元/千克, 欧盟鸡肉价格

为 2.65 欧元/千克，均处于历史高位，我国暂未受到海外禽流感影响。就海外需求方面，由于禽流感大量禽类死亡或被扑杀，禽类存栏量减少，饲料出口预计减少，海外蛋氨酸需求短期内预计有所减少；就国内需求方面，由于我国白羽鸡需从国外引种，且消费占比较大，海外禽流感短期内也将影响国内肉鸡存栏量，国内蛋氨酸需求预计也将短期承压，但由于禽类出栏周期较短（以白羽鸡为例，其养殖周期为 40 天左右），补栏较快，叠加我国全新疫情政策下消费复苏强预期，此轮禽流感结束后对蛋氨酸的需求预计有望快速恢复。

图表 29 禽流感导致海外鸡肉供给短缺，鸡肉价格攀升



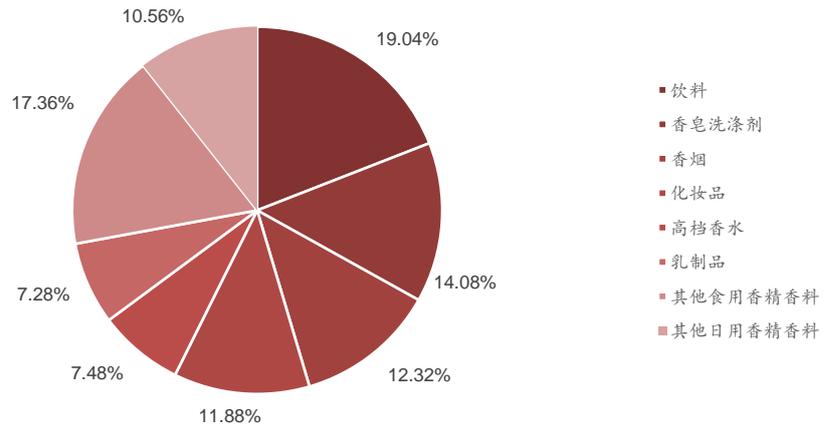
资料来源：USDA、European Commission、华安证券研究所

持续布局蛋氨酸业务，市场份额不断扩张。公司蛋氨酸质量优异，纯度超过 99%，颗粒流动性好，堆密度高，相较于蛋氨酸羟基类似物自由酸（MHA-FA），生物利用率接近 100%。公司现有蛋氨酸（固体）产能 15 万吨/年，是国内第二大蛋氨酸生产企业，二期 15 万吨固体蛋氨酸将于 2023 年 6 月投产，同时公司拟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，所有项目建成后，我国蛋氨酸市场份额将进一步提升，公司也将成为全球第三大蛋氨酸供应商。此外公司 30000 吨牛磺酸项目已开始试车。在国内需求增长、液体蛋氨酸渗透率逐步提升趋势下，公司提前布局，有望集中受益。

3 香料香精产业重心向亚非转移，成本优势助力业务快速拓展

香料香精主要应用于日化和食品。按行业划分，香料香精主要应用于食品和日化行业，其中食品用香料香精占比约为 56%，日用香料香精约占 44%，食品行业中香烟行业约占整体比重的 12%。

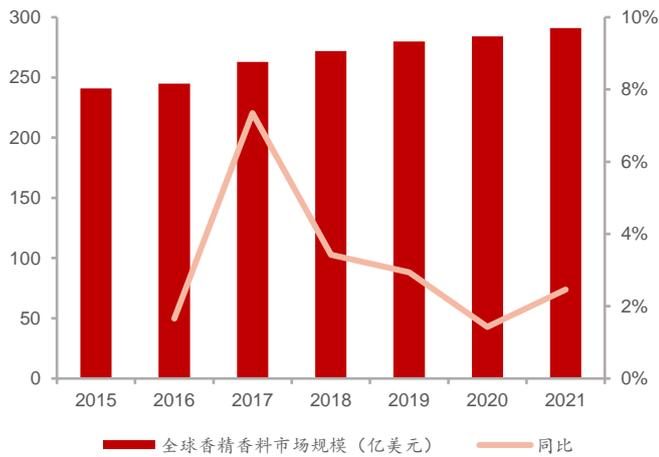
图表 30 香料香精主要应用于日化和食品



资料来源：前瞻产业研究院、华安证券研究所

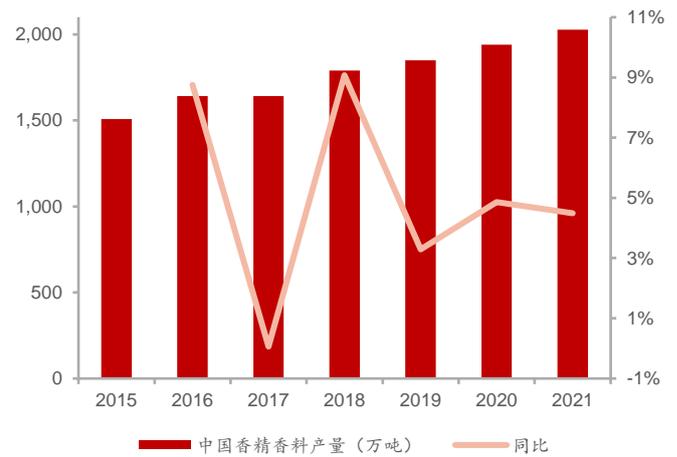
需求端，全球香料香精市场稳步增长，产业重心逐步向亚非等地区转移，国内企业机遇与挑战并存。在全球香料香精市场规模中，香料约占 1/3，香精约占 2/3，2021 年全球香料香精市场规模为 291 亿美元，同比增长 2.46%，“十三五”期间我国对食品行业的转型规划为食用香料香精行业提供了有力的政策支持，同时欧洲、美国和日本等国际香料香精巨头由于已进入高度发达阶段，本土市场日渐饱和（本土的销售额仅占 30-50%，其余 50-70%的产品均在境外销售），亚洲等国家和地区成为主要竞销地区。2017 年我国市场的快速发展吸引了众多国际行业巨头纷纷前来设立工厂或者建立世界级的研发中心，中国香料香精产量在 2018 年同比增长 9.07%，截至 2021 年，我国香料香精产量为 2027 万吨，根据 IAL 咨询机构的预测，未来几年香料香精市场需求的上升幅度较为稳定，其中亚洲、非洲、中东及中美增长较快，至 2020 年，亚洲市场规模将增至 121.9 亿美元，非洲和中东的市场规模将增至 16.7 亿美元，中北美市场增至 74.2 亿美元。亚洲市场是全球香料香精消费需求最大的地区，约占全球市场份额的 40%。全球香料香精总体需求量与全球经济发展趋势呈现出高度一致性，即增长重心转向亚非等发展中国家集中地域，这些地区香料香精市场也成为最具潜力也是竞争激烈的市场。一方面，国际行业巨头在中国建厂有望带动国内香料香精行业持续发展，国内企业有望受益；另一方面，国际行业巨头快速占领国内高端产品市场，并逐步向中端延伸，这也给国内企业的生存和发展带来较大挑战。

图表 31 全球香料香精市场规模稳步增长



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

图表 32 我国香料香精产量稳步增长



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

图表 33 香料香精产业重心逐步向亚洲转移

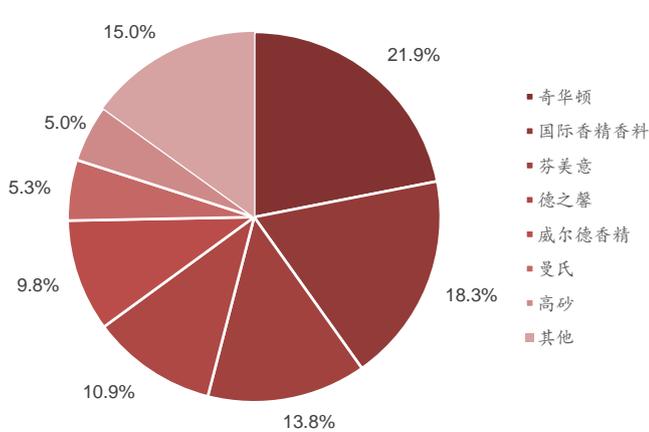
企业	国家/地区	建设时间	地点	投资金额	产品及产能	投产时间
奇华顿	瑞士	2017.10	江苏常州	1 亿瑞郎 (约合 1.02 亿美元, 6.73 亿元人民币)	3.8 万吨日化用品 (洗洁精香料和口腔护理的香料) 以及其他香料	2020.10
芬美意	瑞士	2017.03	江苏苏州 (张家港)	一期项目投资 7500 万美元	2.5 万吨, 一期 1.2 万吨	2019.03 一期投产
国际香料香精	美国	2017.04	江苏苏州 (张家港)	1.5 亿美元, 一期 4500 万美元	2.4 万吨食品用香料香精	2018.10
德之馨	德国	2016	江苏南通	1 亿美元, 一期投资为 5700 万美元	4.5 万吨 (一期 1.34 万吨食品液体香精和 1 万吨日化液体香精)	2020.05
高砂	日本	逐步扩建	广东广州	-	8180 吨	-
曼氏	法国	2007.11	上海	-	7000 吨	2014.04
		2018.07	浙江嘉兴	9000 万美元	1.56 万吨 (液体香精 1.2 万吨、粉末香精 0.36 万吨)	已竣工

资料来源：各公司官网、FoodTalks、云南省核工业二〇九地质大队门户网站、南通资讯、环评报告、华安证券研究所

供给端，全球香料香精行业集中度较高，国内行业集中度有望进一步提升，市场竞争将进一步优化。目前全球先进香料香精生产企业大多来自发达国家，全球前十名香料香精公司销售额占全球超 75%，2019 年奇华顿、IFF (国际香料香精)、芬美意、德之馨四家占据全球市场份额 50% 以上市场份额，而目前该份额扩大至 60% 以上，行业集中度不断提高。而国内企业目前分散度较大，整体规模也较小，规模较大的香料香精企业主要有华宝股份、新和成、中国波顿、爱普股份、亚香股份等为主，由于香料香精关键品种工艺技术壁垒较高，国内环保政策趋严，国内小企业不堪环保资金压力纷纷退出，同时，国外企业在华建厂对竞争力较弱的企业市场份额逐步蚕食，此外国内大企业近年来不断取得技术突破，持续布局香料香精产业并保持高速增长，长期看，国内香料香精

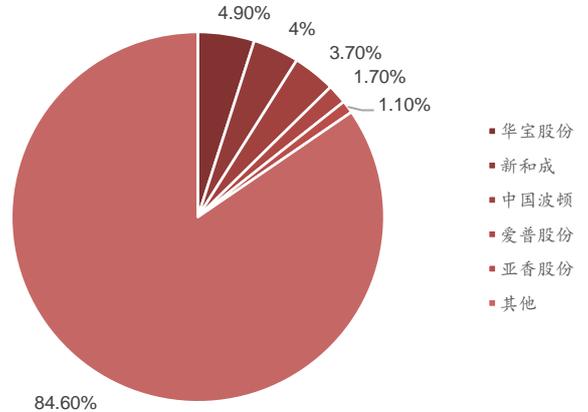
行业集中度有望进一步提升，市场竞争进一步优化。

图表 34 全球香料香精行业集中度较高



资料来源：观研天下、华安证券研究所

图表 35 中国香料香精企业集中度有望进一步提升



资料来源：观研天下、华安证券研究所

公司香精香料产品成本优势显著，产业重心向亚转移下公司业务有望快速发展。芳樟醇、柠檬醛系列产品的核心技术长期以来一直被德国巴斯夫和荷兰帝斯曼两家巨头掌控，公司自研柠檬醛工艺，首创自活化超临界反应技术，大规模稳定生产柠檬醛、通过重排反应工艺以全新路线打通芳樟醇与柠檬醛产业链，其柠檬醛和芳樟醇产品在成本上相较于巴斯夫分别降低 13.4%和 16.8%，同时自主开发催化剂，使得芳樟醇纯度相较于巴斯夫的 98.8%高出 0.5%，杂质数量由 4 个减为 2 个，香气品质由“尚可”提升至“较纯正”水平，在保障产品质量的同时具有显著的成本优势。随着以我国为代表的发展中国家香精香料产业的崛起，叠加自身一体化优势，公司香精香料业务有望快速发展。

图表 36 公司香精香料产品成本优势显著

产品	巴斯夫				新和成				成本优势
	甲醛转化率 (%)	选择性 (%)	收率 (%)	成本 (元/kg)	甲醛半缩醛转化率 (%)	选择性 (%)	收率 (%)	成本 (元/kg)	
3-异戊烯醇	96.30	98.60	94.95	7.78	98.90	98.60	97.52	7.52	3.34%
	醇转化率 (%)	选择性 (%)	收率 (%)	成本 (元/kg)	醇转化率 (%)	选择性 (%)	收率 (%)	成本 (元/kg)	
2-异戊烯醇	60	92.3	92.3	8.42	68	99.6	99.6	7.55	10.33%
	-	-	-	成本 (元/kg)	-	-	-	成本 (元/kg)	
异戊烯醛	-	-	-	8.62	-	-	-	6.94	19.49%
	-	-	-	成本 (元/kg)	-	-	-	成本 (元/kg)	
柠檬醛	-	-	-	16.68	-	-	-	14.45	13.37%
	-	-	-	成本 (元/kg)	-	-	-	成本 (元/kg)	
芳樟醇	91.04	92.47	-	19.99	95.52	>99%	95.8	16.62	16.86%
	选择性氢化收率 (%)	重排收率 (%)	-	成本 (元/kg)	醇化收率 (%)	氢化收率 (%)	酰化收率 (%)	成本 (元/kg)	

资料来源：《芳樟醇与柠檬醛系列香料关键技术研发及产业化》、华安证券研究所

上下求索，大力开拓香精香料新产品，优化香精香料产品矩阵。公司目前香精香料板块产能超 3 万吨，此外公司也将以柠檬醛系列、芳樟醇系列、叶醇系列为主的产品结构，逐步多元化，不断推出一体化、系列化、协同化的香料新品种，实现产品的功能化和差异化，根据潍坊滨海经济技术开发区批复的公司项目来看，公司在山东基地还将新增四氢香叶醇、乙酸橙花酯、铃兰吡喃、紫罗兰酮、洋茉莉醛、新洋茉莉醛、甜瓜醛、杨梅醛、乙酸薄荷酯、乳酸薄荷酯、薄荷酮等新产品。公司通过内联外合，持续优化，构筑产品核心竞争力。

图表 37 公司部分新增产品项目

项目	建设内容
《香料扩建及多功能车间项目》	新增 2-异戊烯醇 9000 吨，新增正己醇 500 吨，新增二氢茉莉酮酸甲酯 3000 吨，新增 3-异戊烯醇 8900 吨，新增香茅醇 2000 吨、香茅醛 2000 吨、四氢香叶醇 500 吨，新增香叶醇/橙花醇 2000 吨，新增乙酸香茅酯 400 吨，新增乙酸香叶酯 400 吨，新增乙酸橙花酯 1000 吨，新增铃兰吡喃 3000 吨，新增紫罗兰酮 500 吨，新增洋茉莉醛 2000 吨，新增新洋茉莉醛 500 吨，新增甜瓜醛 200 吨，新增杨梅醛 500 吨，新增乙酸薄荷酯 250 吨，乳酸薄荷酯 50 吨，薄荷酮 300 吨。
《3.01 万吨合成香料及中间体扩产技改项目》	2500 吨覆盆子酮、4000 吨乙芳酯、3600 吨四氢芳樟醇、2500 吨女贞醛、7500 吨环戊酮、5000 吨二氢茉莉酮酸甲酯、5000 吨正戊醛。
《1.30 万吨/年合成香料扩产技改项目》	年产 5000 吨芳樟醇、2000 吨叶醇、300 吨乙酸叶醇酯、600 吨柳酸叶醇酯、1000 吨玫瑰醚、3000 吨香叶醇/橙花醇、1000 吨乙基柠檬腈、110 吨催化剂 A/B。
《4 万吨香精香料系列产品》	2000 吨香茅腈、10000t β-苯乙醇、2000 吨桃醛、1000 吨柠檬腈、10000 吨 L-薄荷醇、5000 吨乙酸异戊酯、2000 吨羟基香茅醛、5000 吨吐纳麝香、3000 吨 3-氨基基四氢吡喃。
《年产 1.4 万吨合成香料、8000 吨异戊烯醇项目及叶醇后处理资源化利用项目》	500 吨柠檬醛、3000 吨异戊二醇、1000 吨玫瑰醚、8000 吨异戊烯醇、3000 吨乙基芳樟醇、2000 吨橙花醇、250 吨碱式碳酸锌、2000m ³ /h 乙炔
《年产 10000 吨薄荷醇(脑)、5000 吨香兰素、2000 吨铃兰吡喃建设项目》	10000 吨薄荷醇(脑)、5000 吨香兰素、2000 吨铃兰吡喃

资料来源：潍坊滨海经济技术开发区、华安证券研究所

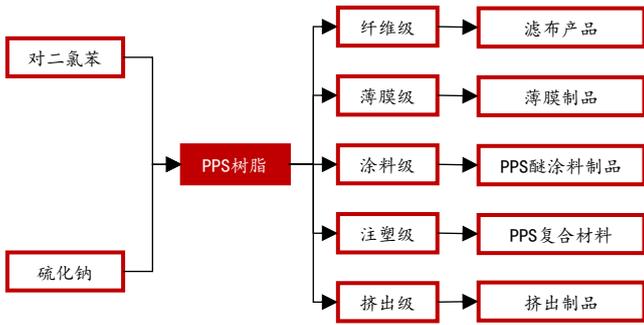
4 高端新材料技术突破，国产替代加速进行

4.1 PPS：反倾销助力国产替代进程

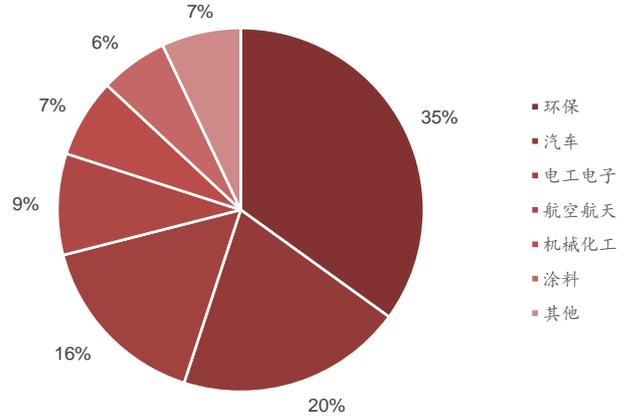
聚苯硫醚 (PPS) 为聚芳硫醚中最主要的一个树脂种类，应用领域广泛。PPS 树脂为白色或近白色，是一种硬而脆的局部结晶聚合物，结晶程度最多可达到 70%，熔点为 280-290℃，由苯环和硫原子交替排列构成，其分子结构中含有高度稳定的化学键，使其对热降解和化学反应均具有很高的分子稳定性，因具有优异的综

合性能，被誉为是继聚碳酸酯 (PC)、聚酯 (PET)、聚甲醛 (POM)、尼龙 (PA)、聚苯醚 (PPO) 之后的第 6 大工程塑料。PPS 树脂经改性后用途广泛，不同规格的 PPS 树脂经过不同加工方式可以制成工程塑料、纤维、薄膜、涂料，分别应用于不同的领域，其下游主要应用领域有环保、汽车领域，分别占比 35%和 20%。

图表 38 PPS 产业链



图表 39 PPS 主要应用于汽车和环保领域



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

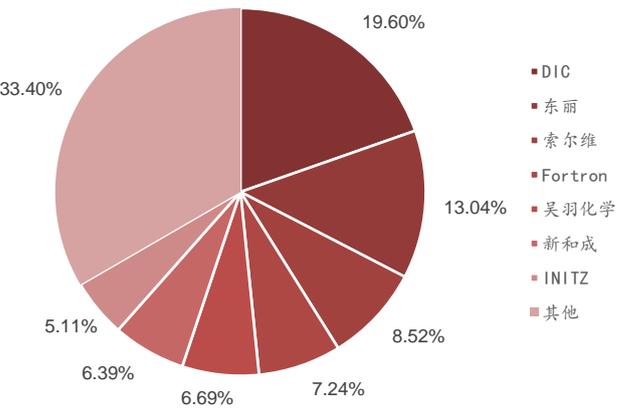
资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

供给端，国内企业与国际巨头相比仍存在差距。全球 PPS 行业集中度较高，全球产能主要集中在日本，DIC、东丽、吴羽化学三家占据全球近 40% 的市场份额，我国 PPS 虽然取得了突破性进展，但是目前在原料精制、聚合工艺、溶剂回收、产物后处理、设备构造、产品开发及工程放大等方面，技术仍需要完善提高。部分高端产品仍较依赖进口。

图表 40 全球主要 PPS 企业介绍

企业名称	总部位置	业务类型
DIC 株式会社	日本	包装&印艺材料、色彩&显示、功能产品等
东丽株式会社	日本	纤维和纺织品、高性能化学品、碳纤维复合材料、环境和工程、生命科学等
吴羽株式会社	日本	功能产品、化学品、树脂产品等
索尔维	比利时	化工产品
Frotron	美国	PPS
INITZ	韩国	PPS
新和成	中国	营养品、香料香精、高分子材料

图表 41 国内 PPS 企业与国际巨头仍存差距



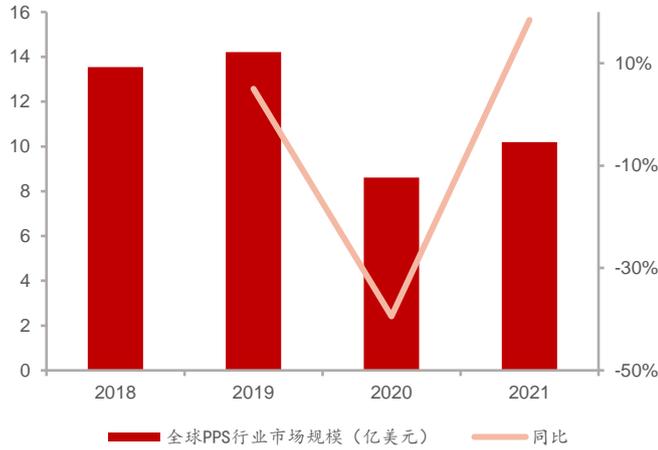
资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院、华安证券研究所

需求端，汽车轻量化及对车内产品精度要求的提高带动中国 PPS 市场高速增长。全球市场方面，根据 QY Research 数据，2020 年受疫情影响，PPS 整体市

场规模有所下降，2021 年全球 PPS 市场规模为 10.2 亿美元，同比增长 18.5%；中国市场方面，随着汽车轻量化的需求增长、新能源汽车的快速发展、电子产品和仪器仪表对精度的要求不断提高，我国对 PPS 的需求快速增长，2021 年我国 PPS 市场需求为 6.99 万吨，同比增长 10.02%，PPS 市场规模达 31.20 亿元，同比增长 14.16%。

图表 42 全球 PPS 市场整体保持高速增长



图表 43 中国 PPS 市场保持高速增长



资料来源：QY Research、华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院、智研咨询、华安证券研究所

政策端，反倾销政策为我国 PPS 产业健康发展提供保障，我国国产化进程逐步加快。2019 年 4 月 22 日新和成代表国内聚苯硫醚产业正式向商务部提交反倾销调查申请，对原产于日本、美国、韩国和马来西亚的进口聚苯硫醚进行反倾销调查，2020 年 10 月 16 日，商务部发布 2020 年第 45 号公告，公布对原产于日本、美国、韩国和马来西亚的进口聚苯硫醚 (PPS) 反倾销调查的初步裁定，原产于日本、美国、韩国和马来西亚的进口聚苯硫醚存在倾销，国内聚苯硫醚产业受到了实质损害，并决定对原产于日本、美国、韩国和马来西亚的进口聚苯硫醚实施保证金形式的临时反倾销措施。此次反倾销主要针对东丽、东洋纺、迪爱生、索尔维等 PPS 生产企业，据商务部公告披露，2018 年我国 PPS 需求 54544 吨、进口 32091 吨，进口依存度 58.84%。而四国生产企业及其在华关联企业国内市占率 54.31%，其在华售价远低于其本国售价 (倾销幅度 40%-105%)，导致国内 PPS 企业开工率较低 (平均 40%)，产销率近几年明显下降。我国的反倾销政策将为国内本土 PPS 企业的健康发展提供保障，自此之后，我国 PPS 本土企业产量反超外资企业产量，2021 年本土企业产量为 3.88 万吨，外资企业产量为 2.84 万吨，我国 PPS 国产化进程逐步加快。

图表 44 我国对主要国家 PPS 反倾销保证金比率

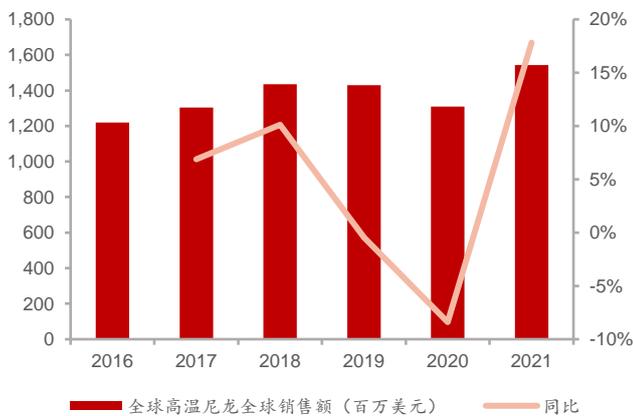
国家	公司	反倾销保证金比率
日本	东丽株式会社	26.90%
	DIC 株式会社	27.30%
	宝理塑料株式会社	25.20%
	东曹株式会社	25.60%
	出光狮王塑料株式会社	33.60%
	住友电木株式会社	34.50%
	其他公司	69.10%
美国	苏威特种聚合物美国有限公司	214.10%
	富特朗实业有限公司	220.90%
	其他公司	220.90%
韩国	东丽尖端素材株式会社	26.40%
	SK 化工株式会社	32.70%
	其他公司	46.80%
马来西亚	宝理塑料 (亚太) 公司	23.30%
	迪爱生复合物 (马来西亚) 有限公司	40.50%
	其他公司	40.50%

资料来源：中华人民共和国商务部、华安证券研究所

4.2 PPA: 国内市场高速发展, 自给率逐步提高

需求端, 目前全球高温尼龙产量超 16 万吨, 市场规模超 15 亿美元。根据 QYResearch 数据, 截至 2021 年, 全球高温尼龙市场规模为 15.42 亿美元, 同比增长 17.81%, 根据华经产业研究院数据, 2020 年全球高温尼龙产量为 16 万吨, 根据《耐高温尼龙的发展与应用》, 预计 2022 年全球需求将超过 17 万吨。

图表 45 全球高温尼龙市场规模超 15 亿美元



资料来源: QYResearch、华安证券研究所

图表 46 全球高温尼龙产量超 16 万吨



资料来源: 华经产业研究院、华安证券研究所

供给端, 国际巨头占据全球超 80% 份额, 国内高温尼龙企业有序扩产加速国产

替代。目前主要产能和技术仍集中在国际企业手中，国外巨头如帝斯曼、杜邦、三菱瓦斯、艾曼斯等，占据全球超过 80% 的高温尼龙市场份额，荷兰帝斯曼公司独家拥有 PA46 产品专利权，同时生产 PA4T 的重要原料之一丁二胺由帝斯曼控制，因而 PA4T 也由帝斯曼独家生产，日本可乐丽最先拥有壬二胺的生产技术且在一段时间内一直垄断，是首家开发成功 PA9T 并实现产业化生产的企业，专利到期后巴斯夫也开始生产 PA9T 产品。除了 PA46、PA6T、PA9T、PA10T 外，目前实现产业化生产的高温尼龙品种还包括 PA11T、PA12T、PAMXD6 等，例如日本三菱瓦斯化学以己二酸和间苯二甲胺为原料制备 PAMXD6，主要应用于高阻隔材料领域。目前国内生产高温尼龙的企业较少且产品较为单一，主要以 PA6T 和 PA10T 为主，代表企业有金发科技、新和成等，其中，金发科技是全球率先实现 PA10T 产业化的企业，对于国内企业具有一定带头作用，目前国内企业正在有序扩产，预计未来将形成 18.5 万吨的新增产能，高温尼龙国产替代加速进行。

图表 47 国内生产高温尼龙企业有序扩产加速国产替代进程

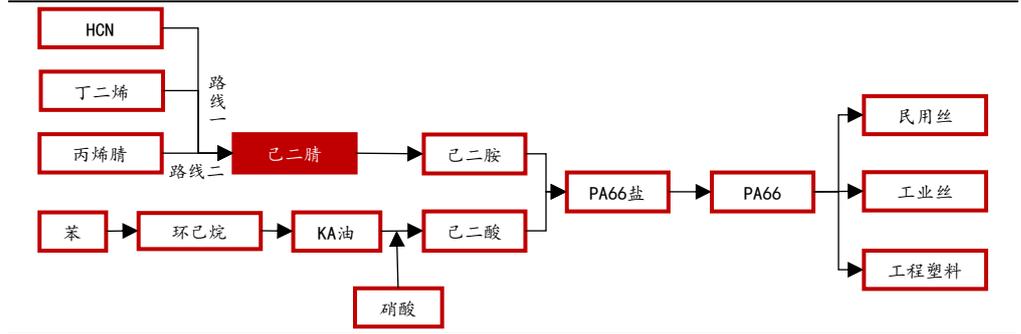
企业名称	产品	现有产能 (吨/年)	新增产能
金发科技	PA6T、PA10T	14000	1.1 万吨计划于 2022 年 12 月投产
沃特股份	PA6T、PA10T	5000	0.5 万吨计划于 2024 年投产
三力本诺	PA6T	1197 (纯尼龙 7000 吨, 玻纤改性尼龙 2500 吨, 碳纤改性尼龙 2470 万吨)	-
新和成	PA6T	1000 (中试)	0.9 万吨逐步推进
聚合顺	PA6T	-	一期产能 2 万吨, 二期产能 8 万吨, 预计 2026 年建成投产
江门德众泰	PA6T、PA12T	5000	
君恒生物	PA12T	1000	3 万吨
华盈新材	PA6T、PA10T	1500	3 万吨

资料来源：中国化工信息中心、本松新材料、公司公告、各公司官网、华安证券研究所

4.3 己二腈：关键技术逐渐突破，国内扩产周期将至

己二腈主要用于 PA66 的生产。己二腈是一种非常重要的有机化工原料，主要用于 PA66 的生产，龙 66 比尼龙 6 的综合性能更优异，被广泛应用于化纤和工程塑料行业，在军装、服装、新能源汽车、电子电器、机械仪器仪表等领域更是有着广阔的应用空间。到目前为止，全球每年生产的己二腈约 90% 被用于生产 PA66 盐，占其生产成本的 40%-50%。

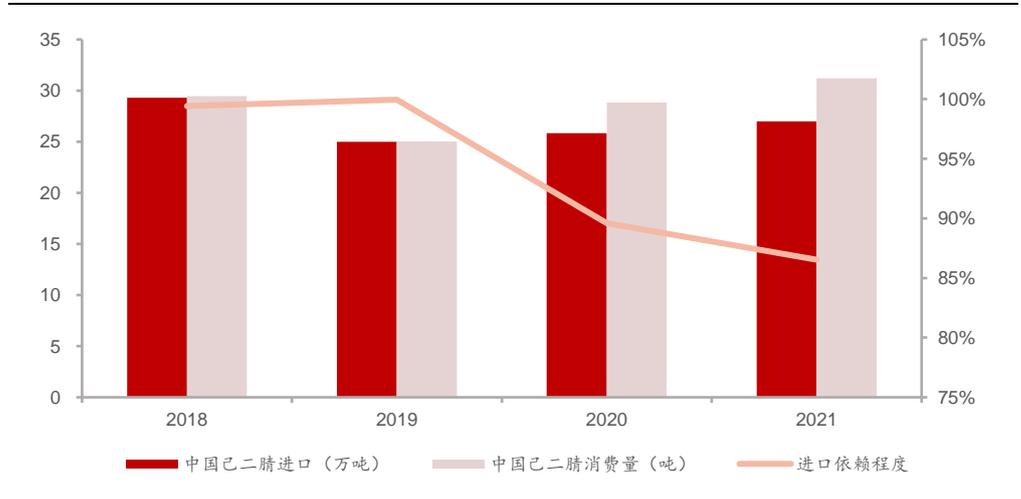
图表 48 己二腈主要用于 PA66 的生产



资料来源：纺织网、华安证券研究所

需求端，近三年我国己二腈技术取得突破性进展，进口依赖程度逐年降低。己二腈的生产壁垒较高，就主流方法丁二烯法而言，其难点在于催化剂的循环再生使用、己二腈和其他戊烯腈混合液的精馏提纯以及氢氰酸合成的纯度和产量，因此长期依赖己二腈生产技术由英威达、奥升德、巴斯夫、旭化成所垄断。2015年以前，我国国内没有能够进行量产的己二腈装置，全部依赖进口，2015年由 中国天辰工程（中国化学子公司）、天津振博和山东海力化工采用自主研发的催化剂体系，成功开发了丁二烯直接氢氰化法合成己二腈技术，其 50 吨/年中试线成功开车，2017 年 2000 吨/年全流程中试线成功开车，2019 年华峰集团 20 万吨己二腈项目一期 5 万吨投产，至此我国己二腈正式开启国产化道路，进口依赖程度也逐年下降，2021 年我国己二腈进口量为 27 万吨，消费量为 31.2 万吨，进口依赖程度由原来接近 100%下降至 85%。

图表 49 我国己二腈进口依赖程度逐年降低



资料来源：华经产业研究院、观研天下、中国石油和化工大数据、华安证券研究所

供给端，我国己二腈即将进入扩产周期，预计 2025 年前国内将新增超 130 万吨己二腈产能，我国国产替代进程有望加快。根据各公司公告及官方披露，至 2025 年，国内新增产能将超过 130 万吨，按照己二腈：己二胺=0.94:1，己二胺：PA66=0.53:1 的转换比例，己二腈 80%的开工率大致估算，新增的己二腈产能将支持超过 200 万吨 PA66 的建设，一方面能够满足我国 PA66 需求的快速增长，另一方面，随着国内己二腈-己二胺-PA66 产业链技术日益成熟，产品质量提升的

同时生产成本也有望得到较好的控制。

图表 50 我国己二腈进入扩产周期

公司	工艺路线	产能 (万吨/年)	投产时间/预计投产时间
英威达 (上海)	丁二烯法	40	2022 年 11 月已落成, 待全面投产
中国化学	丁二烯法	一期 20, 二期 30	2022 年 12 月一期已陆续开车, 近期将打通全流程
华峰集团	己二酸法	三期 10	2023 年投产
神马股份	丁二烯法	5	建设周期 2 年, 预计 2023 年投产
新和成	丁二烯法	一期 5, 二期 5	环评已于 2022 年公示
中石化	丁二烯法	1	-
福化古雷石化	丁二烯法	40	2022 年 12 月开始建设, 预计 2025 年 12 月投产

资料来源: 各公司公告、华经产业研究院、华安证券研究所

4.4 加码布局新材料板块, 加速实现高端材料自主可控

与帝斯曼强强联合, 大力拓展高端新材料, 加速国产替代。PPS 方面, 2015 年 5 月, 公司与帝斯曼成立合资公司, 帝斯曼占合资公司注册资本的 60%, 公司占 40%, 该合资公司用以生产、开发和销售 PPS 复合物和 PPS 混合物。帝斯曼是一家全球知名的跨国公司, 在高性能工程塑料领域享有领导地位, 在全球各主要区域都设有相关的研发中心, 其产品覆盖汽车、电气电子、食品软包装、消费及工业用品等领域。其完善而健全的全球营销网络将及时迅速地将产品提供给世界各地的客户。公司 PPS 的聚合技术与帝斯曼在应用开发与材料科学领域积累的丰富专业知识以及全球化的客户资源的结合, 将有助于快速开拓公司的 PPS 复合物的市场并有效开发的 PPS 复合物广泛的用途, 公司现已规划报批 PPS 产能 3 万吨/年, 其中 1.5 万吨/年生产线已实现正常销售, 三期 7000 吨/年装置正在试车; PPA 与己二腈方面, 1000 吨 PPA 与 110 吨己二腈中试线正在建设当中。公司上延营养品产业链, 持续布局新材料板块, 同时在 2021 年开始建设光气项目, 现规划“高端尼龙和高端光学级材料项目”和“新能源材料和环保新材料项目”, 在建 PA66、六亚甲基二异氰酸酯 (HDI)、异佛尔酮二胺 (IPDA)、异佛尔酮二异氰酸酯 (IPDI) 等新产品, 进一步拓展产业链优化产品矩阵, 加速实现高端材料自主可控。

图表 51 公司持续布局新材料板块

在建项目	项目产能
高端尼龙和高端光学级材料项目	年产 20 万吨尼龙 66、10 万吨己二腈、10 万吨己二胺、1.27 万吨甲基戊二腈; 4 万吨聚甲基丙烯酸甲酯、4 万吨甲基丙烯酸甲酯、4.2 万吨丙酸甲酯
新能源材料和环保新材料项目	年产 103000 吨六亚甲基二异氰酸酯 (HDI)、21000 吨异佛尔酮二异氰酸酯 (IPDI)、20000 吨缩二脲、83000 吨 HDI 三聚体、40000 吨异佛尔酮二胺 (IPDA)、副产 1000000 氯化氢 (折纯)、副产 6400 吨硫酸铵

资料来源: 环评报告、华安证券研究所

风险提示:

- (1) 宏观经济风险;
- (2) 原材料价格波动风险;
- (3) 产能建设不及预期;
- (4) 汇率及贸易风险。

分析师与研究助理简介

分析师：王强峰

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。