

# 新和成 (002001)

## 维生素一体化全球龙头，蛋氨酸业务加速成长

行业：医药生物/化学制药  
 投资评级：买入（首次）  
 当前价格：18.35 元  
 目标价格：25.00 元

### 投资要点：

凭借创新的工艺技术、产业协同和富有竞争力的产品成本，公司蛋氨酸业务快速扩张；与此同时，维生素景气低谷又一次验证的公司维生素业务的成本优势和盈利韧性；香精香料和新材料业务则与营养品主业有机协同。

#### ► 公司为精细化工领域国际领先企业

公司总部位于浙江新昌，专注于精细化工领域，以维生素和蛋氨酸等动物营养品为业务支柱，同时兼营香精香料和新材料业务。公司主力生产基地位于浙江新昌、上虞和山东潍坊，现拥有 6 万吨 VE、1 万吨 VA 和 30 万吨固体蛋氨酸产能，另有 18 万吨液体蛋氨酸在建，己二腈项目等在推进。

#### ► 维生素景气底部更显公司盈利韧性

维生素行业供给较为集中，24 年 VA、VE 的全球 CR4 分别达 81% 和 80%，但行业产能充裕，整体呈供需宽松态势，维生素整体景气低迷。公司为维生素行业头部企业，自配柠檬醛、芳樟醇等关键中间体，且与香精香料和新材料 IPDA 等产品产业链相协同，成本优势明显，景气低谷更显盈利韧性。

#### ► 蛋氨酸业务成本低、增量高

蛋氨酸为刚需大品类饲料添加剂，但制备工艺高毒且复杂，技术壁垒高，供给集中但相对宽松。经过多年价格战，24 年全球 CR4 已来到 73%，蛋氨酸定价逻辑有望转向寡头定价。公司蛋氨酸项目经 10 余年攻关，现已快速上产达效，不仅单吨投资拥有较好竞争力，产业链也与新材料 IPDA 和己二腈等产品相协同。公司蛋氨酸业务低成本、高成长，有望再造一个新和成。

#### ► 香精香料与新材料布局合理

公司对精细化工行业理解较深，擅长共用中间体联产多种目标产物，香精香料和新材料业务是相关能力的充分体现，既节约项目的建设成本，也摊薄了营养品主业的全产业链成本。未来也有望在农化等领域复制相关优势。

#### ► 盈利预测、估值与评级

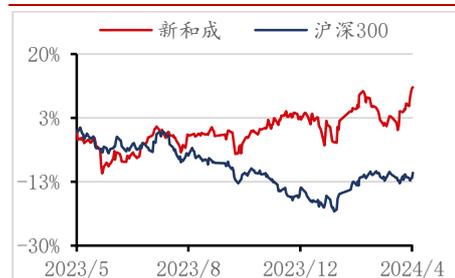
我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 190/221/254 亿元，同比增速分别为 25%/17%/15%，归母净利润分别为 45/58/72 亿元，同比增速分别为 67%/29%/23%，EPS 分别为 1.46/1.88/2.32 元/股，3 年 CAGR 为 38%。考虑到公司维生素业务盈利韧性较强，且蛋氨酸业务快速成长，并参考 24 年可比公司 23 倍的平均估值，我们给予公司 24 年 PE 目标值 17 倍，对应目标价格为 25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**蛋氨酸及维生素价格大幅下跌风险，竞争格局恶化风险，在建产能不及预期风险，安全生产风险

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,090.91/3,054.50
流通 A 股市值(百万元)	56,050.03
每股净资产(元)	8.03
资产负债率(%)	36.36
一年内最高/最低(元)	18.44/14.93

### 股价相对走势



### 作者

分析师：郭荆璞  
 执业证书编号：S0590523070003  
 邮箱：jgguo@glsc.com.cn

联系人：申起昊  
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn  
 联系人：李绍程  
 邮箱：lishch@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15934	15117	18956	22105	25362
增长率(%)	6.82%	-5.13%	25.40%	16.61%	14.74%
EBITDA(百万元)	5679	5029	8561	10500	12284
归母净利润(百万元)	3620	2704	4510	5823	7162
增长率(%)	-16.89%	-25.30%	66.78%	29.11%	22.99%
EPS(元/股)	1.17	0.87	1.46	1.88	2.32
市盈率(P/E)	15.7	21.0	12.6	9.7	7.9
市净率(P/B)	2.4	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.7	11.4	7.2	5.5	4.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

新和成作为中国精细化工领域龙头企业，对行业理解较深，具有较好的产业链协同设计能力和优秀的经营管理能力，擅长共用中间体联产多种目标产物。

维生素行业的景气低谷又一次验证的公司维生素业务的成本优势和盈利韧性；公司凭借创新的工艺技术、产业协同和富有竞争力的生产成本，实现了蛋氨酸业务快速扩张，低成本、高成长的蛋氨酸业务有望推动再造一个新和成。

公司香精香料和新材料业务布局合理，与营养品主业有机协同，是公司精细化工产业链协同设计能力的充分体现，相关能力也有望在农化、医药、高端材料等领域持续复现，并进一步打开公司成长空间。

### 不同于市场的观点

公司精细化工产业链的设计和管理能力优势未被市场充分认知；公司蛋氨酸和维生素业务的竞争力和盈利中枢被市场低估。

### 核心假设

1) 蛋氨酸业务：18万吨液体蛋氨酸24年底投产，预计公司24年至26年的蛋氨酸出货量(折固)分别为30、40、50万吨，不含税销售价格分别为20.05、20.05、20.05元/公斤。

2) 维生素和其他营养品：谨慎假设24-26年VA不含税价格分别为79.6/84.1/88.5元/公斤，VE不含税价格为70.8/75.2/79.6元/公斤，维生素及其他营养品业务缓慢增长，毛利率水平略有修复。

3) 香精香料和新材料：香精香料板块受益年产5000吨薄荷醇项目等产能持续释放，营收维持10%增速稳步提升，毛利率基本维稳。新材料板块随着IPDA和PPS等产能投产释放带动24-26年营收分别实现50%、20%、20%增长，毛利率略有提升。

4) 其他业务：原料药等基本维稳，含磷氨基酸农化产品尚未进行实质资本开支，未计入盈利预测。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-26年营业收入分别为190/221/254亿元，同比增速分别为25%/17%/15%，归母净利润分别为45/58/72亿元，同比增速分别为67%/29%/23%，EPS分别为1.46/1.88/2.32元/股，3年CAGR为38%。

采用PE估值法，选择维生素行业的浙江医药、花园生物、金达威及蛋氨酸行业的安迪苏为公司的可比公司，2024年可比公司PE平均值为23倍。考虑到公司维生素业务盈利韧性较强，且蛋氨酸业务快速成长，并参考可比公司估值，我们给予公司24年PE目标值17倍，对应目标价格为25元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 正文目录

1. 公司为精细化工国际领先企业.....	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 技术研发立企、持续高分红.....	7
1.3 主要业务围绕蛋氨酸、维生素布局.....	8
1.4 业务整体持续向上.....	9
2. 维生素一体化产业链具有盈利韧性.....	11
2.1 维生素主要用于饲料领域.....	11
2.2 VA、VE 寡头垄断但供需宽松.....	13
2.3 公司维生素业务景气底部更显价值.....	15
3. 突破蛋氨酸大单品再造个新和成.....	17
3.1 蛋氨酸市场空间大、高增长.....	17
3.2 蛋氨酸市场供给集中且偏紧.....	18
3.3 公司蛋氨酸增量、成本低.....	20
4. 香精香料及新材料布局合理.....	22
4.1 香精香料与维生素产业链协同.....	22
4.2 适度发展新材料推动蛋氨酸降本.....	23
5. 盈利预测、估值与投资建议.....	26
5.1 盈利预测.....	27
5.2 估值与投资建议.....	28
6. 风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	7
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月).....	7
图表 3: 公司主要产品产能情况.....	8
图表 4: 公司主营业务收入情况 (百万元).....	10
图表 5: 公司归母净利润及其变动情况 (百万元).....	10
图表 6: 公司 ROE 与净利润变动情况.....	10
图表 7: 公司期间费用率变动情况.....	10
图表 8: 公司各业务毛利率变动情况.....	11
图表 9: 我国维生素 A 下游需求分布.....	12
图表 10: 我国维生素 E 下游需求分布.....	12
图表 11: 维生素 A 的产量、出口量及市场价格变动.....	13
图表 12: 维生素 E 的产量、出口量及市场价格变动.....	13
图表 13: 2024 年全球维生素 A 主要生产企业产能格局.....	13
图表 14: 2024 年全球柠檬醛的产能及在建情况.....	14
图表 15: 维生素 E 的生产工艺路线.....	14
图表 16: 2024 年全球维生素 E 主要生产企业产能格局.....	15
图表 17: 2024 年全球间甲酚主要生产企业产能情况.....	15
图表 18: 近 14 年维生素 A 的价格回溯.....	16
图表 19: 近 14 年维生素 E 的价格回溯.....	17
图表 20: 蛋氨酸全球及国内的需求量变动.....	18
图表 21: 中国蛋氨酸进、出口量变动.....	18
图表 22: 近十五年蛋氨酸价格变动情况.....	18
图表 23: 2023 年全球蛋氨酸产能情况及 24 年二季度部分设备状态.....	19
图表 24: 不同蛋氨酸生产工艺比较.....	19
图表 25: 新和成固体蛋氨酸生产工艺示意图.....	20
图表 26: 新和成固体蛋氨酸合成工段示意图和反应化学式.....	20
图表 27: 新和成在蛋氨酸领域的部分发明专利.....	21

图表 28:	新和成在蛋氨酸领域单吨投资较低 .....	22
图表 29:	新和成与巴斯夫香精香料业务核心中间体产业链对比示意图 .....	23
图表 30:	新和成新材料产品产业链示意图 .....	24
图表 31:	新和成在 PPS 领域的部分发明专利 .....	24
图表 32:	新和成在异氰酸酯和己二腈领域的部分发明专利 .....	26
图表 33:	公司营收测算汇总 (百万元) .....	27
图表 34:	可比公司估值对比表 .....	28

## 1. 公司为精细化工国际领先企业

公司立足于精细化工行业，以“化工+”“生物+”为核心技术平台，围绕营养品、香精香料、新材料、原料药生产各种功能性化学品。

### 1.1 公司发展历程

新和成前身为新昌县有机化工厂，成立于1988年，后改名为新昌县合成化工厂，初期主要靠乙氧甲叉、三甲基氢醌和维生素E产品起家。

#### 1) 产业初创阶段

1999年，新昌县合成化工厂现代化改制，设立“浙江新和成股份有限公司”，并在新昌县城关塔山新建“新和成工业园区”。

2002年，公司生物素研发成功，芳樟醇、香草酯两支新产品通过国家火炬计划验收，甜醇产品被国家经贸委认定为国家重点新产品。

#### 2) 走向全国阶段

2003年，公司上虞基地启动建设。

2004年，公司技术中心成为绍兴首家国家企业技术中心。“β-紫罗兰酮”国家火炬计划通过验收，公司原料药、兽药生产通过GMP验收，跨入医药行业大门。同年，公司登陆深交所上市。

2005年，虾青素研制成功。公司开发拥有自主知识产权的维生素E合成新路线。国家攻关项目《维生素A产业清洁生产技术开发》通过验收，噻嘧啶、环啉两只产品被列入国家火炬计划和国家重点新产品项目。

2006年，柠檬醛、辅酶Q10研发成功，青蒿琥酯、双环壬烯两个国家火炬项目通过验收。

2008年，山东潍坊基地启动；2009年山东新和成药业有限公司成功投产。“噻嘧啶”火炬计划通过验收。

2010年，“脂溶性维生素及类胡萝卜素的绿色合成新工艺及产业化项目”获国家技术发明二等奖。

#### 3) 内外联合发展阶段

2011年，十一五国家科技支撑课题通过验收。

2013年，布局新材料领域，成立浙江新和成特种材料有限公司，PPS新材料项目成功试产。与浙江大学成立联合研发中心。

2014 年，公司与中科院上海有机所签署合作框架协议，山东新和成氨基酸有限公司启动建设，高温尼龙（PPA）开始中试。

#### 4) 整合发展阶段

2015 年，公司与帝斯曼合资成立帝斯曼新和成工程塑料有限公司；原料药开发事业部成立。

2016 年，PPS 第一项国际专利在日本获得授权。“重要营养素超微化制造关键技术创新及产业化”项目获国家技术发明二等奖。

2017 年，山东新和成氨基酸有限公司 MET（蛋氨酸）一期项目达产，山东新和成产业园一期项目启动。

2018 年，山东基地营养品项目建设启动。黑龙江基地建设启动，布局生物发酵产业。被评为新昌县首家模范院士工作站。

2019 年，公司与江南大学签署合作协议；数字化全面转型计划启动。

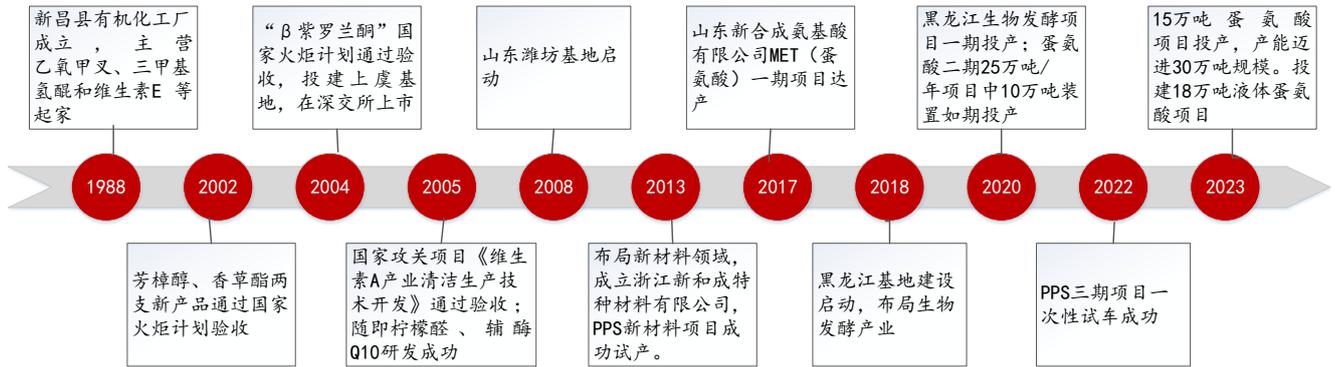
2020 年，新和成生命健康产业园项目开工；黑龙江生物发酵项目一期投产；蛋氨酸二期 25 万吨/年项目中 10 万吨装置如期投产。“氮掺杂碳负载型加氢催化剂创制及应用”项目获中石化联合会 2020 年度唯一一个技术发明特等奖。

2021 年，生命健康产业园建成，布局人类营养业务。山东新和成氨基酸有限公司 25 万吨/年蛋氨酸项目中 15 万吨项目启动建设。

2022 年，PPS 三期项目一次性试车成功，与中国石油集团工程材料研究院有限公司签署合作框架协议。

2023 年，山东新和成氨基酸有限公司 25 万吨/年蛋氨酸项目中 15 万吨项目投产，蛋氨酸产能迈进 30 万吨规模。投建 18 万吨液体蛋氨酸项目。

图表1：公司发展历程



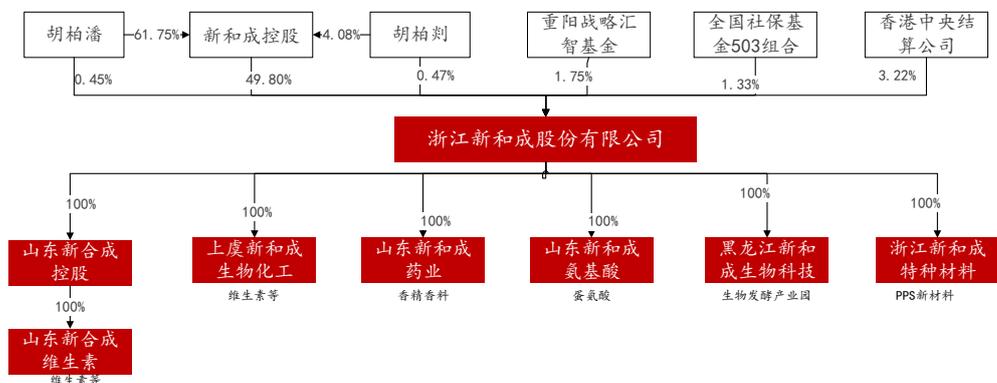
资料来源：公司官网，国联证券研究所

## 1.2 技术研发立企、持续高分红

公司实控人为胡柏藩先生，直接持有公司 0.45% 的股份，并通过新和成控股间接持有公司 31.20% 的股份。胡柏藩为浙江新昌人，浙江大学精细化工专业科班出身，为新昌县有机化工厂的创办人，现任新和成董事长。其弟胡柏荆 1989 年正式加入新昌县合成化工厂，历任车间主任、副总经理，现任公司总裁，其与胡柏藩先生为一致行动人，通过直接和间接方式持有公司 2.50% 股份。另有，重阳战略基金、全国社保基金等机构投资者重仓持有公司股份。

值得一提的是，公司上市以来坚持高分红、高研发投入。公司技术立企，研发团队规模持续增长，2023 年年报研发人员占比已达 23.85% 以上，近十年研发支出占总营收比例在 5% 以上，2023 年研发支出达 8.9 亿元。2012 年以来，公司分红比例维持在 40% 以上，近三年公司累计现金分红和回购金额达 52.1 亿元。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月）



资料来源：wind，国联证券研究所；注：胡柏藩先生持有的 61.75% 的新和成控股股权中，20% 通过部分通过新昌县和记投资管理有限公司间接持有。

山东新和成氨基酸有限公司主营蛋氨酸业务，山东新和成药业有限公司主营香

精香料业务，上虞新和成生物化工有限公司和山东新和成维生素有限公司主营饲料添加剂，黑龙江新和成生物科技有限公司有部分生物发酵业务。

### 1.3 主要业务围绕蛋氨酸、维生素布局

公司依托深厚的精细化工基础，聚焦“化工+”“生物+”，形成新和成特色的产业集群和技术平台、产业平台相互依托的研发模式，产品上能对接基础化工原料，下能延伸生产特殊中间体、营养品、香精香料、高分子新材料、原料药等功能性化学品。

营养品是支柱业务，包括维生素、蛋氨酸、辅酶 Q10 等；香精香料、新材料及原料药业务主要产品围绕蛋氨酸、维生素的一体化布局。香精香料主要包括芳樟醇系列、柠檬醛系列等；新材料包括聚苯硫醚（PPS）、己二腈、IPDI/HDI 等；原料药体量较小，主要为维生素中间体的衍生产品。

公司布局了四个生产基地，浙江新昌、浙江上虞、山东潍坊和黑龙江绥化。新昌基地是公司最早的生产基地，主营 VA、VD3、原料药等；上虞基地主营 VA、VE、PPS 等；潍坊基地主要生产 VE、VB、香精香料、蛋氨酸等；黑龙江绥化基地为生物发酵产业园，通过生物发酵技术生产 VC、VB、辅酶 Q10 等营养品。

图表3：公司主要产品产能情况

业务	产品	产能 (吨)	在建产能 (吨)	备注
营养品	维生素 A	1 万		
	维生素 E	6 万		
	维生素 C	4.5 万		
	维生素 B6	5000		
	维生素 B12	3000		
	维生素 B5	2500		
	蛋氨酸	15+15 万 (固蛋)	18 万 (液蛋折纯)	15 万吨固蛋产能 23 年已建成投产；在建 18 万吨与中石化合资
	牛磺酸	3 万		23 年 6 月竣工验收，现已正常生产，设计产能 3 万吨，目前实际产能 2 万吨
	辅酶 Q10	300		专注 B 端
香精香料	芳樟醇	1 万		
	柠檬醛	8000		
	叶醇	900		
	薄荷醇	5000		
	其他	>1 万吨	持续上产	23 年初试车，正常销售香茅醇、覆盆子酮、甲基庚烯酮、异戊烯醇等 10 余种

新材料	PPS (聚苯硫醚)	2.2 万	其中三期 7000 吨 23 年 3 月投产转固
	PPA (高温尼龙)	1000	中试阶段
	IPDA	20000	IPDA 产能 20000 吨, ADI (IPDI+HDI) 产能 4000 吨, 24 年初投产中试顺利, 已获得环评批复, 分期建设, 一期 5 万吨计划 25 年 6 月建成
	己二腈	10 万	计划一期 2.7 万吨 24 年 12 月投产, 二期 2.7 万吨 2027 年 12 月投产
农化品	草铵磷	6 万	

资料来源：环境评价报告，公司公告，国联证券研究所

营养品板块，蛋氨酸为公司核心增量项目，主要由山东新和成氨基酸有限公司承载，二期 25 万吨项目中 10 万吨装置平稳运行，后续 15 万吨装置也于 23 年下半年顺利投产；进一步地，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。另外，5000 吨/年 VB6、3000 吨/年 VB12、2500 吨 VB5 正常生产、销售；3 万吨/年牛磺酸项目已开始正常生产。

香精香料板块，整体稳定增长，年产 5000 吨薄荷醇项目进程可控，23 年初试车，已开始销售。

新材料板块，23 年 7000 吨 PPS 三期项目进展顺利，已于 23 年 3 月投产；之后，公司新材料业务进一步往己二腈-尼龙 66 产业链延伸，布局 10 万吨己二腈，并计划中期建设 20 万吨尼龙 66 产能。公司已二腈现中试顺利，项目环评已获批复。

原料药板块，500 吨/年氮杂双环项目已打通工艺路线，处于不断提升工艺进行技术改进过程中，由于原料药营收贡献较小，年报中尚划分在其他收入项目。

此外，公司也考虑布局含磷氨基酸，进军农药原药市场，但考虑到草铵磷产能扩张较多，市场竞争激烈，我们认为农化板块短期内不会成为公司的盈利重心。

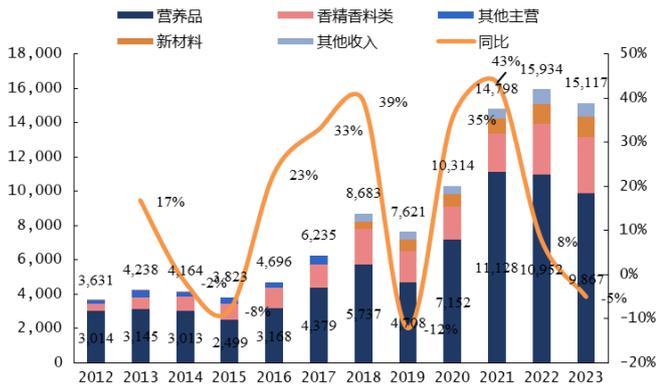
#### 1.4 业务整体持续向上

近十年来，随着公司维生素规模的不断扩大，以及香精香料和蛋氨酸等新业务接续发力，公司业绩整体稳步上行，营收从 2012 年的 36 亿元持续提升至 2023 年 151 亿元，年均复合增速为 14%。

从营收结构看，营养品是公司的支柱业务，2023 年贡献了公司总营收的 65.3%，营养品和新材料业务则分别贡献了 21.7% 和 7.9%，随着公司蛋氨酸产能的快速起量，营养品业务的营收占比有望进一步提升。

公司归母净利润整体跟随营收增长,从2012年的8.5亿元增长至2023年的27.1亿元,但由于维生素及其原材料价格周期性波动等因素,归母净利润表现出了一定的周期性。2015年市场需求复苏缓慢,维生素产能过剩竞争加剧,公司利润水平跌入谷底,2016年公司5万吨蛋氨酸量产,带动公司盈利水平提升。2018年巴斯夫维生素装置事故停产致维生素A价格高企,公司盈利水平大幅提升。2021年以来维生素行业需求低迷、竞争加剧,至净利润有所下滑。

图表4: 公司主营业务收入情况(百万元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表5: 公司归母净利润及其变动情况(百万元)



资料来源: wind, 国联证券研究所

2016年以来,公司平均ROE在15%以上,20及21年下游饲料端需求旺盛,ROE接近20%。21年后,维生素需求疲软,价格走低,公司毛利率和ROE有所下行。

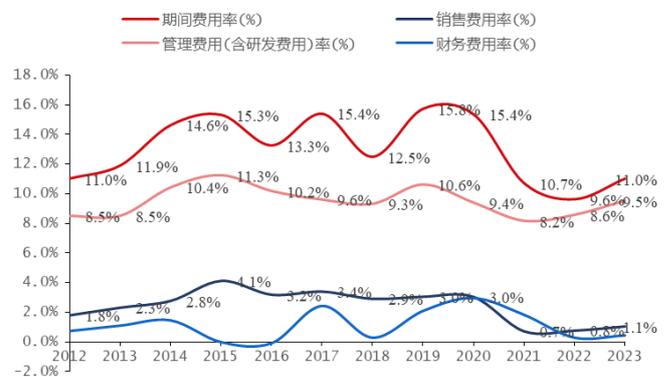
公司期间费用率在11%-16%之间波动。近三年费用率明显改善,从2020年的15.4%下降至2023年的11.0%,公司管理费用、销售费用和财务费用都有显著贡献,销售费用从2020年的3.0%降低至2023年的1.1%,主要是运保费从21年开始计入营业成本。扣除研发费用后的管理费用率有所下降,管理效率有所提升。

图表6: 公司ROE与净利润变动情况



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表7: 公司期间费用率变动情况

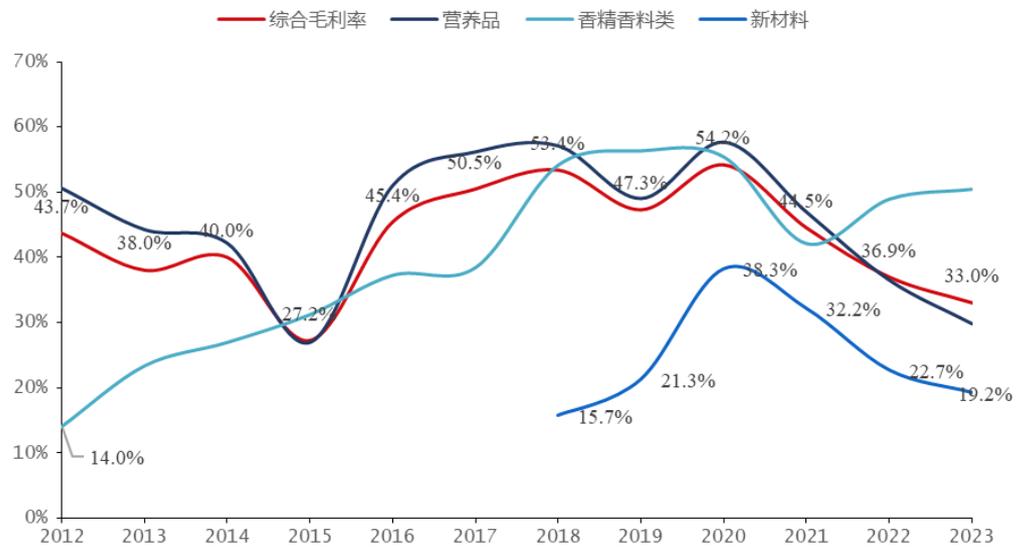


资料来源: wind, 国联证券研究所

分业务来看，由于营养品业务占比较大，基本决定了综合毛利率走势。营养品毛利率长期维持在40%以上，2015年维生素景气低迷，毛利率跌入27.2%的低谷。21年以来，随着饲料需求下行，竞争加剧，23年公司营养品业务毛利率再次跌入29.9%的谷底水平。

香精香料业务毛利率整体呈增长态势，得益于规模化生产和行业快速增长，毛利率从2012年的14%提升至2023年的50.5%。新材料业务毛利率相对较低，近三年低于公司综合毛利率约15个百分点。

图表8：公司各业务毛利率变动情况



资料来源：wind，国联证券研究所

## 2. 维生素一体化产业链具有盈利韧性

维生素行业寡头垄断格局明显，但21年以来，业内企业扩张至供需格局偏宽松，VA、VE价格持续下行至23年低谷。但新和成凭借关键中间体一体化，及较好的产业链联产设计，在景气低估盈利韧性凸显。

尽管维生素行业供需偏宽松，但这也加速了行业出清，甚至维生素头部企业DSM也宣布将于2025年剥离动物营养与保健业务，维生素行业存景气向上的可能。

### 2.1 维生素主要用于饲料领域

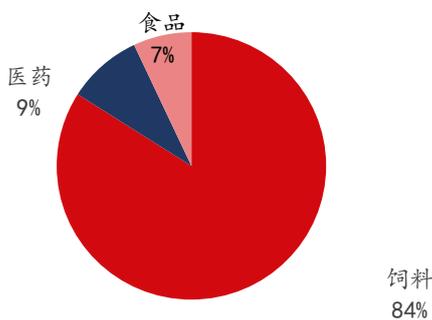
维生素是人和动物生长必须摄取的微量有机物质，市场需求主要来自其下游的饲料、食品、医药等领域，属于偏刚需产品，总体需求平稳低速增长，供给集中度高，市场价格长期呈现周期性波动。

维生素细分品类中，VB族、VE、VC和VA市场份额最大，根据华经产业研究院数

据，2021年我国VB族市场占比33%，VE占比30%，VC占比21%，VA占比13%，其他品类占比仅约3%。

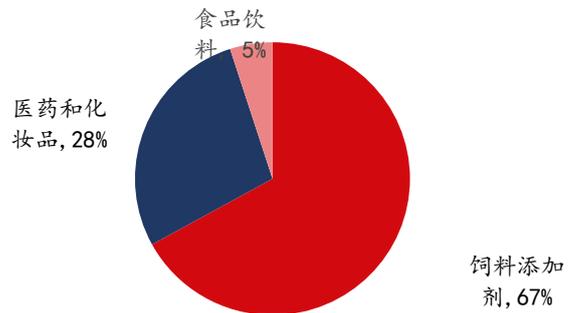
VE和VA属于脂溶性维生素，两者生产工艺均较为复杂，且依赖关键中间体，附加值相对较高，是新和成在维生素领域的核心产品。VE和VA下游绝大部分用于动物饲料，其中VA下游饲料需求占比达84%，且猪饲料需求占比达40%。VE下游饲料占比亦有67%之多，且其中近半数用于猪饲料。

图表9：我国维生素A下游需求分布



资料来源：中商情报网，国联证券研究所

图表10：我国维生素E下游需求分布



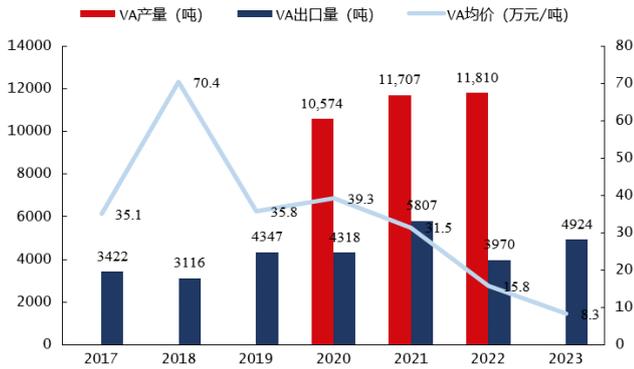
资料来源：观研报告网，国联证券研究所

中国作为维生素的最大生产国，2023年中国维生素产量约43.40万吨，占全球产量的84.40%。同时中国也是最大的维生素出口国，VA、VE均有较高的出口比例。

根据百川盈孚数据，2022年中国VA产量分别为11810吨，其中3970吨用于出口，出口占比约34%，也有1244吨VA从海外进口，国内消费需求量9084吨。根据中国22年均价15.8万元/吨价格测算，2022年中国VA产值18.7亿元，出口市场规模6.3亿元。

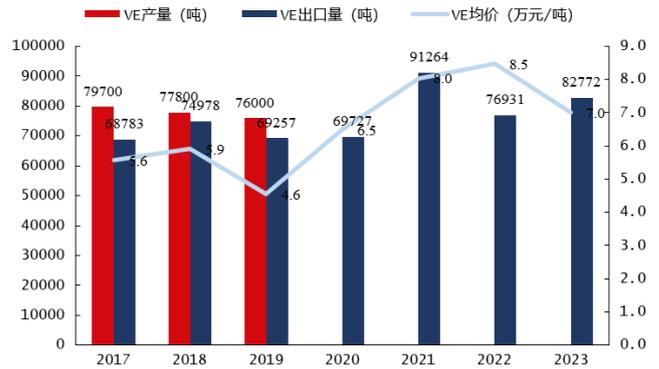
中国VE产量八成以上用于出口，根据华经产业研究院的数据，2019年中国维生素E产量7.60万吨，国内需求量1.24万吨，内需仅16%。根据中国23年均价7.0万元/吨价格测算，2023年VE出口市场规模为57.9亿元。

图表11: 维生素A的产量、出口量及市场价格变动



资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 国联证券研究所

图表12: 维生素E的产量、出口量及市场价格变动



资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 国联证券研究所

## 2.2 VA、VE 寡头垄断但供需宽松

VA、VE 整体呈寡头垄断格局，但由于行业产能扩张较多，21 年以来行业供给过剩，景气下行，价格明显下滑。

从竞争格局看，VA 产能长期为 DSM、BASF、安迪苏、新和成、金达威、浙江医药等少数几家企业控制，其中 DSM、BASF、浙江医药、新和成四家企业 2020 年产能占比 81%，垄断格局明显。但 21 年以来，随着金达威 800 吨 250 万 IU/g 的 VA（折 50 万 IU/g 约 4000 吨）投产，以及巴斯夫路德维希港 1500 吨 280 万 IU/g 的 VA（折 50 万 IU/g 约 8400 吨）产能持续释放，行业供给逐渐宽松。

目前 VA 全球生产能力已达 46500 吨（折 50 万 IU/g），而据博亚和讯数据，2023 全球 VA 产量约 30500 吨，产能利用率约 66%，其中中国产量约 14400 吨，占比约 47%。天新药业尚有 1000 吨 VA 产能在建，行业 VA 供应整体偏宽松。

图表13: 2024 年全球维生素 A 主要生产企业的产能格局

生产企业	所在地区	产能 (吨/年)	占比	工艺路线
新和成	浙江	10000	22%	Roche
巴斯夫	德国	14400	31%	BASF
帝斯曼	荷兰	7500	16%	Roche
浙江医药	浙江	5600	12%	BASF
安迪苏	法国	5000	11%	BASF
金达威	福建	4000	9%	Roche
合计	-	46500	-	-

资料来源: 华经产业研究院, 博亚和讯, 金达威公司官网, 天新药业公司公告, 国联证券研究所; 注: (折算 50IU/g)

柠檬醛是 VA 合成的关键中间体，但柠檬醛合成工艺十分复杂，对设备的求较高，而且三废处理难度较大，限制了新企业进入维生素 A 行业。截至 23 年末，全球仅有

BASF、新和成、可乐丽拥有柠檬醛规模化生产能力，万华化学作为新进入者计划扩产 4.8 万吨柠檬醛，可能会对柠檬醛和 VA 供给端造成冲击，加剧 VA 供给过剩。

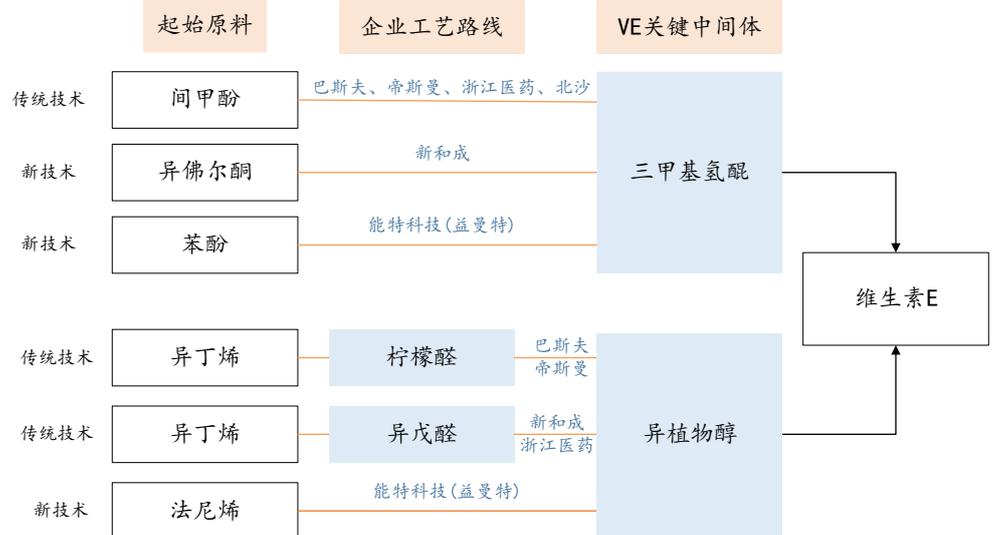
图表14：2024 年全球柠檬醛的产能及在建情况

企业	产能 吨/年	市占率	生产基地	新增产能 吨/年	预计投产
巴斯夫	50000	79.4%	德国、马来西亚	40000	2030 年 中国湛江
新和成	8000	12.7%	中国浙江		
可乐丽	5000	7.9%	日本		
万华化学	-		中国山东	48000	2024 年

资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

VE 的工业合成采用三甲基氢醌和支链异植物醇缩合制备，依赖关键中间体间甲酚和芳樟醇，混甲酚分离困难且合成过程副产物和三废多，间甲酚长期依赖德国朗盛、美国沙素等企业供应，而芳樟醇国内 90%的产能集中在新和成和上海石化，致使 VE 的供给格局亦呈寡头垄断态势。

图表15：维生素 E 的生产工艺路线



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

国内 VE（油）生产企业，主要为新和成、浙江医药、能特科技、吉林北沙、北大医药，国外主要供应商是帝斯曼和巴斯夫。尽管 VE 市场参与者较少但产能过剩明显，据博亚和讯和我们统计的数据，截至 2023 年底，全球 VE 油产能约 20 万吨，而 2023 年全球维生素 E 产量近约 8.2 吨，中国产量约 6.8 万吨。

新和成与能特科技通过创新工艺绕开了间甲酚原料限制，但其他产能仍依赖间甲酚供应。间甲酚国内产能主要为海华科技（辉隆股份子公司）、东营海源、安徽时联、岳阳兴长。海华科技作为国产间甲酚龙头，产能从 2020 年近 10000 吨扩张至 20000 吨，岳阳兴长也扩出 5100 吨间甲酚，黑猫股份亦有间甲酚产能布局，间甲酚

供应逐渐充裕。整体来看，VE 产业链整体供需较为宽松。

**图表16：2024 年全球维生素 E 主要生产企业产能格局**

生产厂家	所在地区	产能（吨/年）	占比	工艺路线
新和成	山东	60000	30%	异氟尔酮路线
浙江医药	浙江	40000	20%	间甲酚原料路线
帝斯曼（不含益曼特）	瑞士	30000	15%	间甲酚原料路线
能特科技	湖北	30000	15%	对二甲苯原料路线
巴斯夫	德国	20000	10%	间甲酚原料路线
吉林北沙	吉林	10000	5%	间甲酚原料路线
北大医药	重庆	7500	4%	间甲酚原料路线
合计		197500		

资料来源：wind，国联证券研究所

**图表17：2024 年全球间甲酚主要生产企业产能情况**

企业	产能	市占率	生产基地
沙素	20000	26%	美国
朗盛	19000	25%	德国
日本三井	9000	12%	日本
海华科技	20000	26%	中国安徽
岳阳兴长	5100	7%	中国湖南
东营海源	2000	3%	中国山东
安徽时联	2000	3%	中国安徽
合计	77100		

资料来源：立鼎产业研究院，辉隆股份公司公告，岳阳兴长公司公告，国联证券研究所

**新和成一体化具有产业优势，两次获国家技术发明二等奖。**

公司现有 VE 产能 6 万吨，VA 产能 1 万吨，均为处于全球龙头地位。公司一体化布局，VE、VA 关键中间体自配，产业优势明显。此外公司在该领域两度获得国际技术发明二等奖。

浙大李浩然教授领衔的“脂溶性维生素及类胡萝卜素的绿色合成新工艺及产业化项目”通过共用中间体联产，大幅缩减了维生素合成步骤；陈志荣教授领衔的“重要营养素超微化制造关键技术创新及产业化项目”国内率先进行了这类营养素的超微化技术开发，实现了上百种超微化营养素制剂的产业化。

### 2.3 公司维生素业务景气底部更显价值

回溯 VA、VE 近十几年的价格变动，供给格局的变动对维生素价格有着非常重要

影响。21年以来 VA、VE 供给逐渐富裕，叠加猪周期下行，供需格局转向宽松，价格持续下行，23 年下半年价格均已跌至景气低谷，尤其 VA 跌至历史底部。

站在景气低谷，新和成的维生素业务优势和价值更加凸显。

一方面，新和成不仅实现关键中间体自配，还能与香精香料及新材料产业链实现中间体联产共用，成本控制较为优异，在景气底部仍保持了较好的盈利能力。

另一方面，景气低谷加速了行业出清，维生素头部企业 DSM 多次停产后，宣布会在 2025 年剥离动物营养与保健业务，此前 2022 年 11 月 DSM 宣布其瑞士 VA 停产至少两个月，VE 也受影响；2023 年帝斯曼宣布关闭 VB6 上海工厂、江山 VC 工厂，加速 ANH 在高利润率的解决方案和精细服务业务方面的增长；2024 年 2 月，帝斯曼宣布会在 2025 年剥离动物营养与保健业务。行业竞争格局和盈利能力有望改善。

图表18：近 14 年维生素 A 的价格回溯



资料来源：百川盈孚，博亚和讯，生意社，中新网，中国化工报，国联证券研究所

图表19: 近 14 年维生素 E 的价格回溯



资料来源：百川盈孚，博亚和讯，东方早报，华景情报网，智研咨询，商务部，国联证券研究所

### 3. 突破蛋氨酸大单品再造个新和成

蛋氨酸为动物饲料的刚需添加剂，拥有 300 亿元全球市场规模，且由于制备工艺高毒且复杂，壁垒较高，供给较为集中。

经过多年价格竞争后，行业寡头格局越发凸显，2024 年初行业 CR4 达到 73.2%。行业定价逻辑有望从低价竞争转向寡头垄断定价，头部企业盈利有望持续改善。

新和成经过 10 余年技术攻关，突破了蛋氨酸国外技术壁垒。蛋氨酸项目快速上产达效，不仅单吨投资额拥有竞争力，其产业链也与新材料业务相协同。公司蛋氨酸业务低成本、高成长，有望推动再造个新和成。

#### 3.1 蛋氨酸市场空间大、高增长

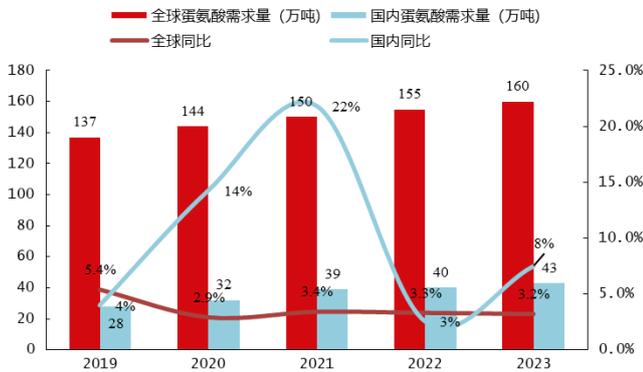
蛋氨酸是必需氨基酸中唯一含硫氨基酸，广泛应用于饲料、医药健康品、食品领域。蛋氨酸下游 90% 用于饲料，是禽类第一限制性必需氨基酸，是动物饲料里必不可少的添加剂，可以帮助动物快速生长，增加瘦肉量和缩短饲养周期，可节省约 40% 的饲料需求。

蛋氨酸需求量保持增长。根据博亚和讯和百川盈孚数据，2022 年全球蛋氨酸需求量约 155 万吨，同比增长 3.3%，其中国内蛋氨酸消费量约 40 万，同比略增。2023 年全球蛋氨酸需求约 160 万吨，同比增长 3.2%；国内需求约 43 万吨，同比增加 7.5%。近几年蛋氨酸价格相对稳定，2023 年均价为 1.84 万元/吨，对应 2023 年蛋氨酸市场规模约 300 亿元。

全球蛋氨酸产能增量主要来自中国。据博亚和讯数据，2023 年全球产量 167.9 万吨，同比增加 1.3%；中国产量 58.1 万吨，同比增加 31.2%，占全球比重的 34.6%，

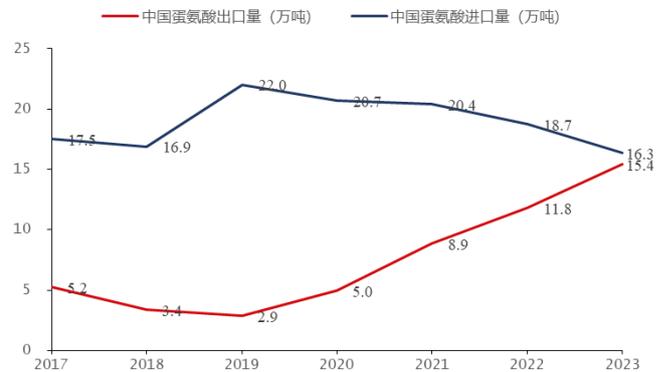
较 2022 年提高 7.9 个百分点。

图表20: 蛋氨酸全球及国内的需求量变动



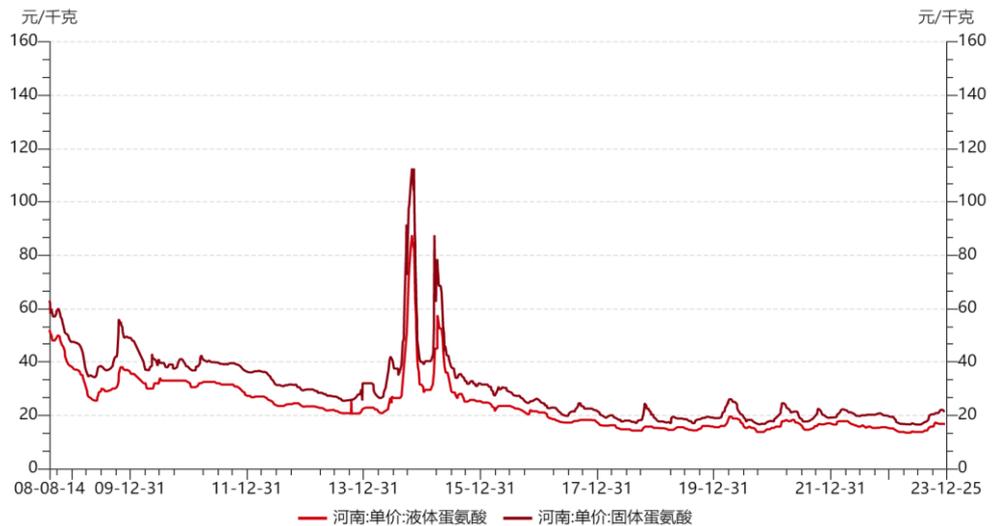
资料来源: 博亚和讯, 国联证券研究所

图表21: 中国蛋氨酸进、出口量变动



资料来源: 博亚和讯, 海关统计数据平台, 国联证券研究所

图表22: 近十五年蛋氨酸价格变动情况



资料来源: wind, 博亚和讯, 国联证券研究所

### 3.2 蛋氨酸市场供给集中且偏紧

蛋氨酸供给端较为集中, 根据饲料市场与博亚和讯数据, 2023 年全球蛋氨酸 (折 99%含量, 液蛋\*0.8), 产能约 235.7 万吨, 中国蛋氨酸产能约 78.4 万吨。蛋氨酸产能主要集中在赢创 (58 万吨)、安迪苏 (59 万吨折固)、新和成 (30 万吨)、诺伟斯 (26 万吨折固)、希杰 (8 万吨) 等少数企业, 行业 CR4 达 73.2%, 呈寡头竞争格局。24 年, 安迪苏宣布永久关闭法国科芒特里固体蛋氨酸生产线。

蛋氨酸根据产品性状有液体和固体之分, 2023 年全球固蛋产能占比约 60%, 液蛋生产企业主要是安迪苏、诺伟斯。液蛋和固蛋的生物效价之争尚未有定论, 我们认为两种产品的综合竞争力相近。

**图表23：2023 年全球蛋氨酸产能情况及 24 年二季度部分设备状态**

生产企业	工厂	DL/L-固体蛋氨酸产能 (万吨/年)	液体蛋氨酸产能 (万吨/年)
赢创	比利时安特卫普	16	
	德国韦瑟灵	MMP (中间体)	
	美国阿拉巴马州	12	
安迪苏	新加坡	30 (检修)	
	法国科芒特里	5 (24 年永久关闭)	
	法国鲁西荣	10	
	西班牙布尔戈斯		20
	中国南京		35 (检修)
住友	日本	10 (检修)	4
诺维斯	美国		32
伏尔加	俄罗斯	2	
希杰	马来西亚	8 (3-4 成转产)	
紫光化工	中国宁夏	11 (检修)	
新和成	中国山东	30	
和邦生物	中国四川		7
合计		135	98
其他产能 (折 99%)			22.3
合计 (折 99%)			235.7

资料来源：饲料市场，博亚和讯，中国化工报，新和成公告，国联证券研究所；液蛋折固蛋系数为 0.8

技术上，蛋氨酸有较高的进入壁垒。95%以上的蛋氨酸用化学合成法制备，其中最主流的工艺是海因法和氰醇法，两者均以丙烯醛和甲硫醇为原料，只是海因法的中间产物为海因，氰醇法的中间产物为甲硫基丁氰醇。蛋氨酸的化学合成步骤长而繁杂、原料高毒，对生产设备、工艺控制、运营管理有较高要求。

生物发酵生产蛋氨酸，条件温和、环境友好且产物单一，但是蛋氨酸等高丝族氨基酸共用代谢网络，合成相关性较大，代谢途径复杂，不同代谢步骤匹配契合度低，代谢流难以向下游高效转移，碳外排及还原力和能量损耗突出，目标产品生产效率低下。目前仅有希杰集团采用发酵工艺，产能仅 8 万吨，并未更大规模扩产。

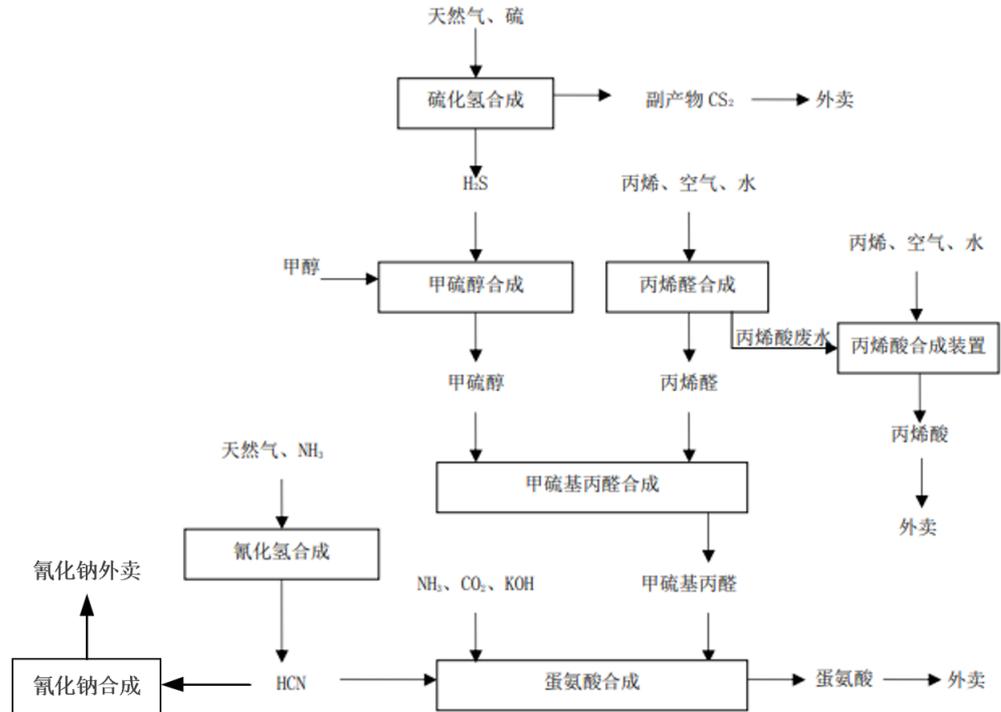
**图表24：不同蛋氨酸生产工艺比较**

生产工艺	工艺特点
化学合成法 氰醇法	既能用来生产蛋氨酸，也能生产蛋氨酸羟基类似物 流程简单，自动化程度高，环化反应收率接近 100%，总收率高达 80%以上，成本低，但仅能生产固蛋
海因法	产物为纯 L-蛋氨酸，绿色环保，但提取率低，菌种效率
生物发酵法	低，成本高

资料来源：智研咨询，国联证券研究所

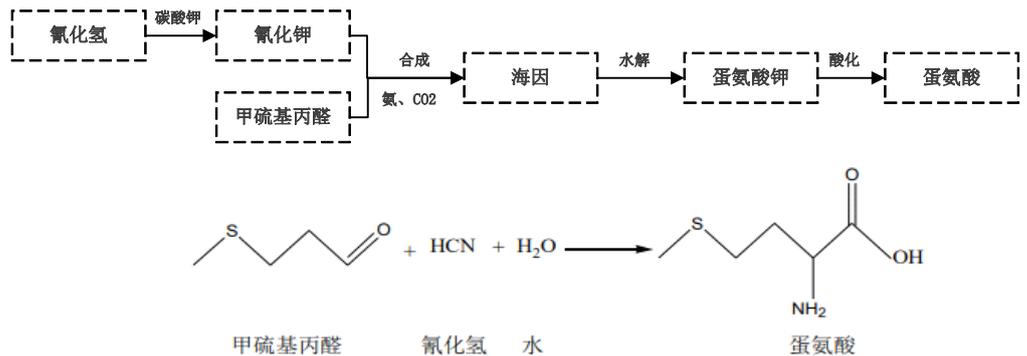
尽管蛋氨酸产能多于供给，但经过多年竞争博弈，行业寡头格局已逐渐明晰，蛋氨酸市场定价逻辑有所改善。2024 年赢创、住友、紫光、安迪苏默契停产检修，希杰产能也有 3-4 成产能转产异亮氨酸，蛋氨酸行业景气度有望显著改善。

图表 25：新和成固体蛋氨酸生产工艺示意图



资料来源：新和成环境评价报告，国联证券研究所

图表 26：新和成固体蛋氨酸合成工段示意图和反应化学式



资料来源：新和成环境评价报告，国联证券研究所

### 3.3 公司蛋氨酸增量、成本低

公司积极布局蛋氨酸产业，经过 10 余年技术攻关，突破了蛋氨酸国外技术壁垒。公司固体蛋氨酸规划产能 30 万吨，采用国际主流的海因法，分步实施。2017 年，公司一期年产 5 万吨固体蛋氨酸装置建成，成为国内首套真正拥有完全自主知识产权

的规模化、绿色化、一体化固体蛋氨酸生产装置。

2017年，公司在资本市场通过再融资募集资金49亿元用于年产25万吨蛋氨酸二期项目。其中年产10万吨固体蛋氨酸装置于2020年建成投产，其综合技术指标达到国际先进水平。

2023年，剩余年产15万吨固体蛋氨酸装置建成并分步试车。同时公司从22年开始部署液体蛋氨酸项目，与中石化共同设立的合资公司将建设18万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置，目前正在建设中。

**图表27：新和成在蛋氨酸领域的部分发明专利**

申请日	专利名称	专利状态	申请号
2023-03-09	一种蛋氨酸或其衍生物与叔丁基胺类化合物的联合制备方法	实质审查	CN202310222440.0
2022-11-16	一种蛋氨酸铜螯合物的制备方法	实质审查	CN202211432098.9
2022-09-09	一种过瘤胃蛋氨酸的制备方法	授权	CN202211099652.6
2021-12-15	一种从反应液中提取半胱氨酸或其盐的方法及其应用	实质审查	CN202111533919.3
2020-12-18	一种基因工程菌及其制备方法和在生产半胱氨酸中的应用	专利驳回	CN202011500021.1
2019-12-31	在甲硫氨酸制备过程中使用的添加剂及甲硫氨酸的制备方法	授权	CN2019111412213.4
2018-10-31	用于蒸发结晶的装置、甲硫氨酸的结晶方法	授权	CN201811289982.5
2015-02-12	一种连续制备高堆积密度甲硫氨酸结晶的方法	授权	CN201510078388.1
2012-09-03	一种清洁的D, L-蛋氨酸制备方法	专利权的转移	CN201210320297.0

资料来源：天眼查，国联证券研究所

根据在建工程投资测算，新和成5万吨蛋氨酸实际投资12.2亿元，单吨投资2.44万元，处于行业领先水平；山东25万吨一期10万吨实际投资17.0亿元，单吨投资1.7万元，二期15万吨实际投资32.2亿元，单吨投资2.15万元，均处于行业领先水平。

行业样本平均单吨投资3.0万元（不含新和成），公司山东25万吨项目平均单吨投资2.0万元，比行业平均低1.0万元/吨，对应折旧成本低1000元/吨。另外，公司副产氰化钠外卖亦可摊抵成本，并且氰化氢装置与新材料项目互相协同，制备IPDA和尼龙产品，可以进一步摊薄公司成本，强化成本竞争力。

**图表28：新和成在蛋氨酸领域单吨投资较低**

公司	基地项目	项目产能 (万吨)	项目投资 (亿元)	单吨投资 (万元)
赢创	新加坡第二座固蛋工厂	15	38.6	2.57
安迪苏	福建 15 万吨固蛋	15	49	3.27
	南京 18 万吨液蛋	14.4	40	2.78
和邦生物	四川 7 万吨液蛋	5.6	22.2	3.96
以上平均	不含新和成的样本平均	50	149.8	3.00
新和成	合资液蛋项目	18	30	1.67
	山东 25 万吨固蛋	25	49.2	1.97
	25 万吨二期固蛋	15	32.2	2.15
	25 万吨一期固蛋	10	17	1.70
	山东 5 万吨固蛋	5	12.2	2.44

资料来源：wind，和邦生物公告，新和成公告，安迪苏公告，中国化工报，国联证券研究所

注：新和成、和邦生物、安迪苏、赢创的已投项目为实际投资额，安迪苏、新和成的在投项目为预算投资额。

## 4. 香精香料及新材料布局合理

公司在维生素和蛋氨酸主业技术攻关，掌握了较为扎实的精细化工及大化工生产管理能力和公司擅长共用中间体联产多种目标产物，一方面节约公司香精香料和新材料产品的建设成本，另一方面也摊薄维生素和蛋氨酸主业的全产业链成本。

### 4.1 香精香料与维生素产业链协同

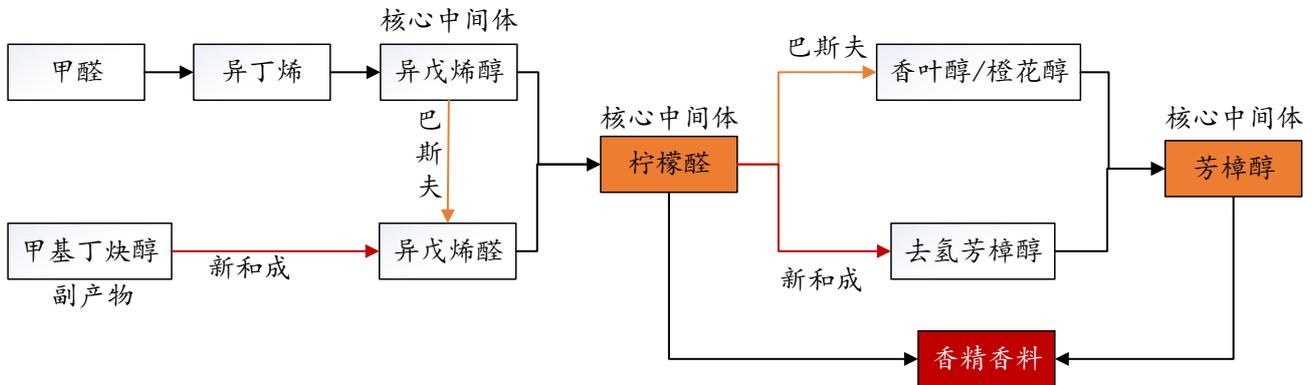
香料香精行业科技含量高、配套性强、与其他行业关联度高，包括香料（合成香料、天然香料）和香精（日化香精、食用香精、烟用香精等），应用于个人护理、家庭护理、食品、饮料等领域。全球市场规模约 1964 亿元，行业保持长期稳定增长，全球加工食品、个人护理与化妆品的需求和消费增长是推动市场增长的主要因素。

公司香精香料业务主要围绕柠檬醛、芳樟醇系列展开，与维生素业务共用核心中间体柠檬醛、芳樟醇，充分摊薄全产业链成本。2019 年以来，公司依次投建“年产 4 万吨香精香料系列产品项目”“年产 1.4 万吨合成香料、8000 吨异戊烯醇项目”“香料扩建及多功能车间项目”“年产 3.01 万吨合成香料及中间体扩产技改项目”，产品包括芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、女贞醛、薄荷醇等多种香料。年产 5000 吨薄荷醇项目 23 年初试车，现已开始销售。

公司生产芳樟醇和柠檬醛系列香料的技术路线具有国际先进性，通过自活化超临界反应技术、耦合精馏重排技术、选择性氢化调控技术，实现成本和产品品质上的领先。一方面，公司在异戊烯醛制备上，利用芳樟醇联产的炔醇重排降低原料成本；另一方面，在柠檬醛的选择性氢化上，公司自研新型 Pd/SiO<sub>2</sub> 催化剂，降低芳樟醇成本的同时，规避了巴斯夫氢化后产品中香叶醇的残留，得到芳樟醇更纯正。与国际同

类技术相比，芳樟醇与柠檬醛的生产成本分别下降 16.8%和 13.4%。

图表29：新和成与巴斯夫香精香料业务核心中间体产业链对比示意图



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项目公示表》，国联证券研究所绘制

香精香料业务整体每年保持稳健增长，公司会对香精香料的衍生产品和应用服务产品会进一步拓展，提供一揽子的解决方案，通过技术和产品协同，提高香精香料产品的附加值，进一步做宽做深香精香料业务。

## 4.2 适度发展新材料推动蛋氨酸降本

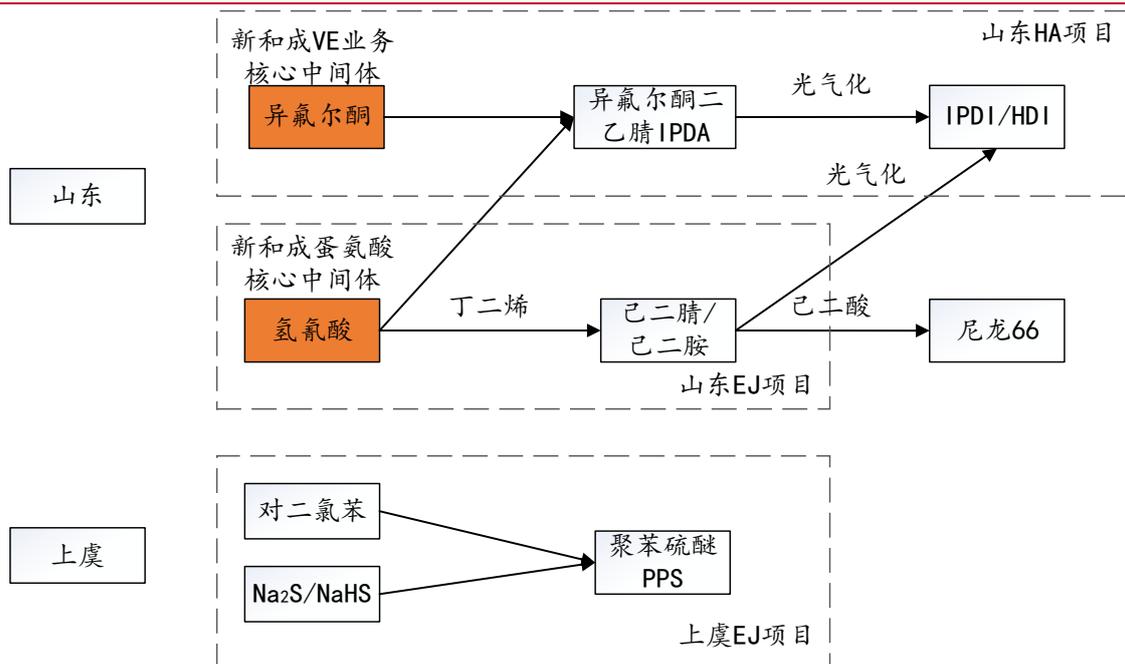
公司秉承一体化、系列化原则，适度布局新材料领域。

公司新材料业务重点布局了聚苯硫醚(PPS)全产业链、己二腈、IPDA 相关产业。新材料业务与蛋氨酸业务高度一体化设计，共用关键中间体氰尿酸及异氰尔酮。

上虞基地的 PPS 是目前新材料领域的核心产品，现有产能 2.2 万吨，其中 7,000 吨 PPS 三期项目于 23 年 3 月投产转固。

山东基地 HA 项目包括 IPDA、多聚体和异氰酸酯等产品，24 年初 IPDI、HDI 产线已打通，二期在筹备。目前，IPDA 产品年产能为 20000 吨，IPDI 产品年产能为 1000 吨，多聚体为 3000 吨。山东基地己二腈项目(EJ 项目)中试顺利，其为蛋氨酸一体化项目，已获得环评批复，一期 5 万吨计划 25 年 6 月建成；PPA 项目仍处于中试阶段。

图表30：新和成新材料产品产业链示意图



资料来源：公司公告，环境评价报告，国联证券研究所绘制

### 1) PPS 项目

PPS 具有机械强度高、耐高温、耐化学药品性、热稳定性好、电性能优良、耐辐射和阻燃等优点，广泛用于电子电器、汽车、精密机械等工业领域。2021 年，全球 PPS 市场规模约 71 亿元。

截至 2022 年中国市场 PPS 需求量为 7.9 万吨，市场规模约 35 亿元。尽管国内有部分厂家布局 PPS 产业，但高端市场主要为日企垄断，日本是最大的 PPS 生产国，约占全球总产能的 50%，拥有 DIC、东丽和吴羽化学等多家全球 PPS 主要生产厂商。

公司布局 PPS 较早，2008 年便联合浙江大学开始研发高端 PPS 制造关键技术，于 2013 年建成第一套生产装置，公司是国内唯一能够稳定生产纤维级、注塑级、挤出级、涂料级 PPS 的企业，拥有多项相关发明专利及 PPS 全产业链布局。公司“高性能聚苯硫醚制造成套技术开发及产业化”项目荣获浙江省技术发明一等奖。

图表31：新和成在 PPS 领域的部分发明专利

申请日	专利名称	专利状态	申请号
2023-11-09	低挥发分交联型聚苯硫醚及其制备方法	实质审查	CN202311499795.0
2023-08-15	聚苯硫醚生产中原料的脱水方法和聚苯硫醚的生产方法	实质审查	CN202311028430.X
2023-08-18	利用高效液相色谱法同时测定 PPS 浆料中 SMAB 和 CPMABA 含量的方法	实质审查	CN202311041113.1
2022-07-08	一种交联型聚苯硫醚的制造方法及产品和应用	授权	CN202210801993.7
2023-09-08	利用高效液相色谱法同时测定 PPS 浆料母液中 NaHS 和 Na2S 的方法	实质审查	CN202311153324.4
2023-08-22	一种聚苯硫醚的纯化方法及聚苯硫醚的制备方法	实质审查	CN202311063029.X
2023-08-23	一种高韧性聚苯硫醚单丝及其制备方法和应用	实质审查	CN202311063475.0

2021-12-30	一种聚苯硫醚纤维增强聚苯硫醚复合材料及其制备方法	授权	CN202111680680.2
2021-12-30	一种聚苯硫醚的清洁生产工艺及聚苯硫醚反应液的处理方法	授权	CN202111650510.X
2022-10-28	一种高反应活性聚苯硫醚树脂的制造方法及其产品	授权	CN202211331282.4
2023-07-07	一种利用高效液相色谱法测定 PPS 浆料母液中甲硫醇钠含量的方法	实质审查	CN202310829397.4
2022-04-28	一种聚苯硫醚复配涂料及其制备方法	授权	CN202210463014.1
2022-04-20	一种金属表面耐磨耐腐蚀的聚苯硫醚涂层及其制备方法	授权	CN202210416029.2
2021-06-28	一种具有高压缩强度、低蠕变的聚苯硫醚薄膜的制备方法及其产品	授权	CN202110716990.9
2020-10-30	一种提升聚苯硫醚短纤维卷曲性能的方法	授权	CN202011189024.8
2020-11-03	一种适用于超薄镀层的聚苯硫醚薄膜及其制备方法和应用	授权	CN202011207195.9
2020-10-23	一种高结晶度聚苯硫醚薄膜的制备方法及其产品	授权	CN202011144163.9
2020-12-07	一种高导热的增强聚苯硫醚复合材料及其制备方法	授权	CN202011416113.1
2018-12-18	高分子量聚苯硫醚树脂及其制备方法和用途	授权	CN201811550730.3
2017-12-27	一种聚苯硫醚树脂的制备方法，及由其制备得到的聚苯硫醚树脂	授权	CN201711444565.9
2017-12-22	4-苯硫基-苯硫醇的制备方法	授权	CN201711408777.1
2016-12-30	一种低氯含量的聚苯硫醚及其制备方法、树脂组合物和成形体	授权	CN201611260486.8
2012-12-26	一种纤维级聚苯硫醚树脂的合成方法	授权	CN201210576780.5

资料来源：天眼查，国联证券研究所

## 2) 山东 IPDI/HDI 和己二腈项目

IPDI/HDI 和己二腈与蛋氨酸和维生素产业高度协同，公司氨基甲酸单套装置规模在 3.6 万吨/年以上，为公司布局己二腈-尼龙 66、IPDA-IPDA、己二胺-HDI 产业链提供关键中间体，IPDA(异佛尔酮二胺)由 VE 产业链关键中间体氰化、氯化而来。

IPDI 与 HDI 均为脂肪族异氰酸酯 (ADI)，相较 MDI 等芳香族异氰酸酯，其结构中不饱和键较少，因此所制品耐候性强、不易黄变，常用于航天军工、高端装备、汽车、涂料、胶黏剂、人造革等产业。HDI 是 ADI 系列中市场占比最大的产品，2021 年 HDI、IPDI 产量分别占 ADI 总产量的 65%、15%。

IPDI 主要用于皮革表处、胶粘剂/密封件、木器漆、合成革、油墨、手套浸润、汽车 OEM 漆、汽车修补漆等，赋予 PU 涂料光亮度高、涂膜坚硬、干燥迅速的性能，尤其具有更好的耐环境性能，这一点对高档汽车面漆尤为重要。2022 年全球 IPDI 产能合计约 14 万吨，生产企业主要包括赢创、科思创、万华、科思创、康睿和巴斯夫五家企业，以及新和成新建的 2.1 万吨产能。

HDI 具有较高的反应活性，可提供制品的初粘性，主要用于生产聚氨酯涂料，具有优良的耐化学品、耐摩擦及耐黄变性能。随着国内高档涂料行业的发展，HDI 产品

需求持续增长，据华经产业研究院，2021 年全球 HDI 单体及其衍生物需求量约 22 万吨，增速在 5% 以上，中国需求约 8 万吨左右，国内需求增速 10% 以上。由于技术壁垒较高，HDI 行业长期由科思创、赢创、康睿、巴斯夫等国外厂商垄断，万华凭借在 MDI 领域的技术积累，于 2012 年成功实现了 HDI 大规模工业化生产。

从产业链角度，新和成的己二腈项目为 HDI 项目提供了关键中间体。并且，己二腈也是尼龙 66 关键前体，己二腈产业为英威达、奥升德等外资高度垄断，致使己二腈和尼龙 66 全产业链高度依赖外资和进口。

公司已二腈项目采用自研丁二烯法，为全球最先进、最经济、竞争力最强的工艺，有望突破外资垄断，推动己二腈-尼龙 66 产业的国产替代。公司花费近 10 年时间开展相关研发工作，拥有一支超过 30 人的研发团队，其中包括 7 位博士，16 位硕士，2 名高工。目前，山东基地己二腈项目(EJ 项目)中试顺利，已获得环评批复，一期 5 万吨计划 25 年 6 月建成，有望推动蛋氨酸业务进一步降低综合成本。

**图表32：新和成在异氰酸酯和己二腈领域的部分发明专利**

申请日	专利名称	专利状态	申请号
<b>异氰酸酯相关：</b>			
2023-09-25	一种多异氰酸酯聚合物的制备方法	实质审查	CN202311244142.8
2023-08-16	异氰酸酯的精制系统及方法	实质审查	CN202311030876.6
2023-07-07	连续制备不同牌号的 HDI 聚合物产品的方法和装置	实质审查	CN202310833250.2
2023-02-10	催化剂及其制备方法和脂肪族异氰酸酯聚合物的制备方法	实质审查	CN202310110709.6
2022-10-20	缩二脲多异氰酸酯的制备方法	实质审查	CN202211286198.5
2022-08-25	一种二异氰酸酯三聚体的制备方法	授权	CN202211022510.X
2022-07-28	一种二异氰酸酯三聚体的制备方法、催化剂及其制备方法	授权	CN202210897313.6
2022-07-04	一种合成缩二脲多异氰酸酯的方法、催化剂及其制备方法	授权	CN202210786057.3
2022-07-04	HDI 缩二脲的制备方法、HDI 三聚体和 HDI 缩二脲的联产方法和联产装置	授权	CN202210778836.9
2022-01-26	一种合成异佛尔酮二胺的方法、催化剂及其制备方法	授权	CN202210094732.6
2021-12-10	一种异佛尔酮二胺的纯化方法和纯化系统	实质审查	CN202111503520.0
2017-12-22	一种异佛尔酮腈亚胺加氢还原制备异佛尔酮二胺的方法	授权	CN201711408135.1
<b>己二腈相关：</b>			
2021-10-15	一种多齿亚磷酸酯配体在催化合成己二腈中的应用	授权	CN202111203682.2
2021-04-23	一种己二腈的制备方法	授权	CN202110444503.8
2022-07-01	一种介孔镍粉及其制备方法和镍-磷催化剂体系以及己二腈的制备方法	授权	CN202210775333.6
2020-12-31	多孔聚合物及其制备方法、催化剂以及己二腈的制备方法	授权	CN202011622863.4
2020-01-19	己二腈的制备方法和装置	授权	CN202010062278.7

资料来源：天眼查，国联证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

## 5.1 盈利预测

### 核心假设

1) **蛋氨酸业务**: 18万吨液体蛋氨酸24年底投产, 预计公司24年至26年的蛋氨酸出货量(折固)分别为30、40、50万吨, 不含税销售价格分别为20.05、20.05、20.05元/公斤。

2) **维生素和其他营养品**: 谨慎假设24-26年VA不含税价格分别为79.6/84.1/88.5元/公斤, VE不含税价格为70.8/75.2/79.6元/公斤, 维生素及其他营养品业务缓慢增长, 毛利率水平略有修复。

3) **香精香料和新材料**: 香精香料板块受益年产5000吨薄荷醇项目等产能持续释放, 营收维持10%增速稳步提升, 毛利率基本维稳。新材料板块随着IPDA和PPS等产能投产释放带动24-26年营收分别实现50%、20%、20%增长, 毛利率略有提升。

4) **其他业务**: 原料药等基本维稳, 含磷氨基酸农化产品尚未进行实质资本开支, 未计入盈利预测。

基于以上核心假设, 我们预计公司2024-26年营业收入分别为190/221/254亿元, 同比增速分别为25%/17%/15%, 归母净利润分别为45/58/72亿元, 同比增速分别为67%/29%/23%, EPS分别为1.46/1.88/2.32元/股, 3年CAGR为38%。

图表33: 公司营收测算汇总(百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	15,116	18,956	22,105	25,362
同比增长率	-5%	25%	17%	15%
毛利润	4,985	7,257	8,997	10,773
毛利率	33%	38%	41%	42%
<b>蛋氨酸业务</b>				
营业收入	3,853	6,016	8,021	10,027
毛利润	1,653	1,800	1,980	2,178
毛利率	43%	30%	25%	22%
<b>维生素及其他营养品</b>				
营业收入	6,014	6,747	7,154	7,561
毛利润	1,420	1,728	1,904	2,088
毛利率	24%	26%	27%	28%
<b>香精香料</b>				
营业收入	3,273	3,600	3,960	4,356
毛利润	1,653	1,800	1,980	2,178
毛利率	50%	50%	50%	50%
<b>新材料</b>				
营业收入	1,202	1,802	2,163	2,595
毛利润	333	505	649	856

毛利率	28%	28%	30%	33%
<b>其他业务</b>				
营业收入	775	791	806	823
毛利润	48	86	87	89
毛利率	6%	11%	11%	11%

资料来源: ifind, 国联证券研究所

## 5.2 估值与投资建议

采用 PE 估值法, 选择维生素行业的浙江医药、花园生物、金达威及蛋氨酸行业的安迪苏为公司的可比公司, 2024 年可比公司 PE 平均值为 23。考虑到公司维生素业务盈利韧性较强, 且蛋氨酸业务快速成长, 我们给予公司 2024 年 PE 目标值 17 倍, 对应目标价格为 25 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表34: 可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS (元)			PE (X)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600216	浙江医药	92.0	9.5	0.62	0.71	0.92	15.3	13.4	10.4
600299	安迪苏	248.6	9.3	0.08	0.20	0.37	111.3	45.8	25.3
002626	金达威	85.1	14.0	0.67	0.81	0.92	21.0	17.3	15.1
300401	花园生物	58.4	10.8	0.43	0.64	0.85	24.8	16.7	12.7
平均值							43.1	23.3	15.9
002001	新和成	567.2	18.4	0.87	1.46	1.88	21.0	12.6	9.7

来源: Wind, 国联证券研究所; 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价; 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

### 1) 蛋氨酸及维生素价格大幅下跌风险

蛋氨酸和维生素均为公司主要产品, 二者具有大宗品属性, 价格波动受需求周期、供给格局、原材料价格等多种因素影响, 如果蛋氨酸和维生素价格大幅下滑, 将对公司业绩产生不利影响。

### 2) 竞争格局恶化风险

我国大化工领域面临投资重复问题, 部分企业将注意力转向精细化工领域, 维生素、蛋氨酸潜在竞争对手可能会有所增加, 可能会有新的工艺或产能出现, 公司所在的行业竞争格局存在恶化的风险。

### 3) 在建产能不及预期风险

公司现有 18 万吨液体蛋氨酸项目、己二腈-尼龙产业化项目等正在建设，如果项目建设不及预期，会对公司未来业绩产生不利影响。

### 4) 安全生产风险

维生素上游的柠檬醛装置以及蛋氨酸上游的氢氰酸装置。均为化工行业的高风险装置，行业内安全事故时有发生，虽然每次发生安全事故常导致行业供给收缩，景气向上，但如果公司设备发生安全事故，会对公司盈利能力产生不利冲击。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼