

维生素行业快评

海外突发事件扰动，VA、VE 价格有望继续上涨

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：优于大市（首次）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
联系人： 王新航 0755-81981222 wangxinhang@guosen.com.cn

事项：

事项：2024年7月29日，巴斯夫路德维希港基地南部的一处工厂发生有机溶剂泄漏，随后发生火灾，目前该工厂处于关闭状态。据巴斯夫官网8月7日的报道，巴斯夫欧洲公司宣布，对部分维生素A、维生素E和类胡萝卜素产品以及部分香气成分的交付实施不可抗力。受此突发事件影响，VA、VE国内市场价格大幅上涨，据博亚和讯，截至8月7日，VA市场均价上涨至185元/公斤，VE市场均价上涨至142.5元/公斤，较7月29日价格分别上涨104.42%、54.05%，较年初价格分别上涨155.17%、139.50%；值得一提的是，在巴斯夫此次突发事件之前，维生素价格便进入上行通道，今年年初至7月29日期间，VA市场价格由69元/公斤上涨至96元/公斤，涨幅39.13%，VE市场价格由57元/公斤上涨至95.5元/公斤，涨幅67.54%。

国信化工观点：1) 全球80%的维生素用作饲料添加剂，其中85%的VA和68%的VE被用于生产饲料。在配合饲料中维生素添加比例一般为0.05%~0.1%，占产品成本的比重约为2%~5%，下游一般对维生素的价格变动的敏感性较低。2) 目前全球VA产能合计约5.39万吨/年，VE产能合计约14.5万吨/年，中国企业的产能占比分别约为50.1%、65.5%。巴斯夫VA产能1.44万吨/年，占比约27%，VE产能2万吨/年，占比约14%。若巴斯夫此次爆炸事件的影响延续一段时间，则将造成全球维生素阶段性供应偏紧。3) 维生素对保障动物健康生长具有重要作用，因此具有一定的刚需属性，7月底国内猪料价比提升至6.14，与维生素A在2017年下半年至2018年年初的涨价大行情时极为相近，我们认为在当前养殖业利润逐渐改善的背景下，下游饲料厂及养殖业对高价维生素的接受程度较此前一段时间有一定提升。4) 投资建议：我们认为巴斯夫作为全球重要的VA、VE以及原料柠檬醛生产商，其生产装置受到此次火灾影响而暂时关停，复产时间尚难以预期，全球的维生素行业将出现阶段性供给偏紧，VA、VE的价格有望延续近期的上涨趋势，国内VA、VE企业有望充分享受产品价格上涨带来的利润增厚，因此重点推荐国内VA产能第二，VE产能第一，且具有原料柠檬醛配套的维生素行业龙头企业【新和成】。

风险提示：巴斯夫快速恢复生产、维生素新产能投放、下游对高价抵触使得需求不及预期等。

评论：

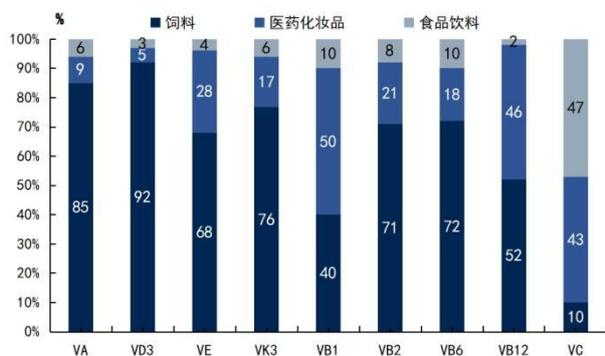
◆ 维生素主要用作饲料添加剂，对保障动物健康生长至关重要

维生素指一系列有机化合物的统称，是人和动物为维持正常的生理功能而必需的一类微量有机物质，大多数无法由生物体自己产生，必须从食物中摄取。维生素在人和动物生长、代谢、发育过程中发挥着重要的作用，如果维生素摄入不足，会导致人和动物新陈代谢失去平衡，会导致免疫力下降，引起“维生素缺乏症”。此次巴斯夫路德维希港工厂火灾事件主要影响其维生素 A 和维生素 E 生产装置。

维生素 A 有促进动物生长、繁殖，维持骨骼、上皮组织、视力和粘膜上皮正常分泌等多种生理功能，动物缺乏时表现为生长迟缓、暗适应能力减退而形成夜盲症。

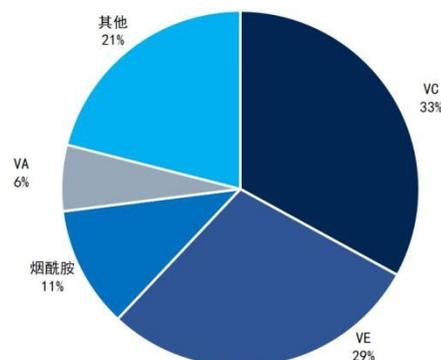
维生素 E 是一种脂溶性维生素，其水解产物为生育酚，是最主要的抗氧化剂之一，在动物生产中可提高生长性能、改善产品质量和提高机体免疫能力。

图1：全球维生素应用结构占比



资料来源：顾君华，《维生素饲料添加剂的发展沿革》[J]. 饲料工业, 2019, 40(12):1-8, 国信证券经济研究所整理

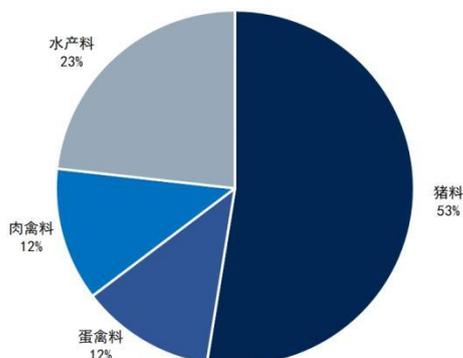
图2：维生素饲料添加剂应用结构（按维生素品种）



资料来源：顾君华，《维生素饲料添加剂的发展沿革》[J]. 饲料工业, 2019, 40(12):1-8, 国信证券经济研究所整理

维生素的应用领域主要包括饲料、医药化妆品和食品饮料。在全球维生素应用构成中，80%的维生素作为饲料添加剂用于饲料畜牧行业，其余 12%用于医药化妆品，8%用于食品饮料，其中 85%的 VA 和 68%的 VE 被用于生产饲料。在饲料配方中维生素饲料添加剂不可或缺，也是最昂贵的重要原料，具有一定的需求刚性，在饲用维生素中，VC、VE、烟酰胺（VB5）、VA 四个品种占饲用维生素总量的 79%。在饲料的应用结构中，猪料添加维生素用量约占 52%、肉禽和蛋禽料各占 12%、水产料占 23%。在配合饲料中维生素添加比例一般为 0.05%~0.1%，占产品成本的比重约为 2%~5%，下游一般对维生素的价格变动的敏感性较低。

图3：维生素在饲料中的应用结构（按饲料品种）



资料来源：顾君华，《维生素饲料添加剂的发展沿革》[J]. 饲料工业, 2019, 40(12):1-8, 国信证券经济研究所整理

图4：近一年维生素 A、维生素 E 价格走势



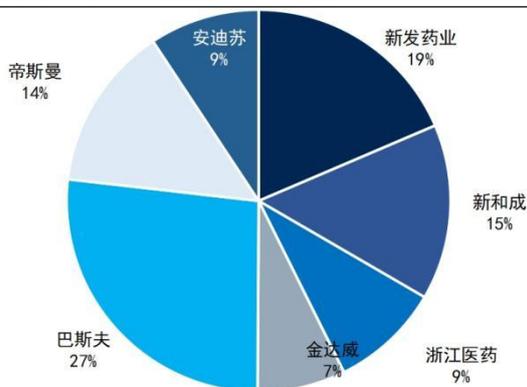
资料来源：国家统计局、中国饲料工业协会，国信证券经济研究所整理
注：协会数据指维生素制剂口径，非原药口径

◆ VA、VE 行业集中度高，厂商具有挺价意愿

VA、VE 行业集中度高，全球产能主要集中在**中国、西欧**。从 VA、VE 的全球供给看，目前全球 VA 产能合计约 5.39 万吨/年，VE 产能合计约 14.5 万吨/年，中国企业的产能占比分别约为 50.1%、65.5%。VA 方面，生产企业主要包括国外的**巴斯夫、帝斯曼、安迪苏**和国内的新发医药、新和成、浙江医药，其中巴斯夫产能 1.44 万吨/年，占比约 27%，其中的 6400 吨/年产能（规格 50 万 IU/g 产能，折 280 万 IU/g 规格产能为 1500 吨/年）于 2020 年在巴斯夫德国路德维希港一体化工厂投产。VE 方面，生产企业主要包括国外的**巴斯夫、帝斯曼**和国内的新和成、益曼特（帝斯曼持股 75%，能特科技持股 25%）、浙江医药，其中巴斯夫产能 2 万吨/年，占比约 14%。

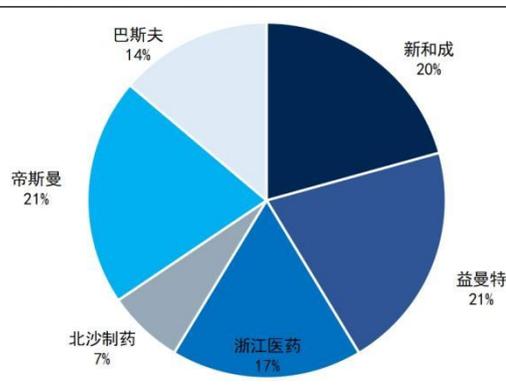
在建产能对今年下半年 VA、VE 的供需格局影响有限。规划产能方面，天新药业、万华化学分别规划了 6000 吨/年、1 万吨/年维生素 A 产能。新发药业规划了 1 万吨/年维生素 E 项目，万华化学此前计划的 2 万吨/年维生素 E 项目正在重新评估。考虑项目建设进展及投产后的调试周期，我们认为当前规划/在建维生素 A、维生素 E 产能对下半年维生素 A、维生素 E 的供需格局影响有限。

图5：全球维生素 A 市场份额（按产能计）



资料来源：百川盈孚、博亚和讯，国信证券经济研究所整理

图6：全球维生素 E 市场份额（按产能计）



资料来源：百川盈孚、博亚和讯，国信证券经济研究所整理

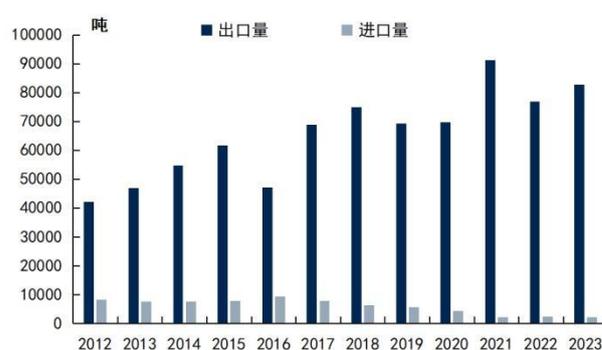
我国为 VA、VE 净出口国。从进出口数量情况来看，我国为 VA、VE 净出口国，VA、VE 的出口量逐年稳步提升，VA 进口量基本保持稳定，VE 进口量逐年下降。据海关总署，2023 年，我国维生素 A 及其衍生物出口量 4923.72 吨，进口量 1188.34 吨；维生素 E 及其衍生物出口量 82770.44 吨，进口量 2200.91 吨。

图7：中国维生素 A 及其衍生物进出口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图8：中国维生素 E 及其衍生物进出口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

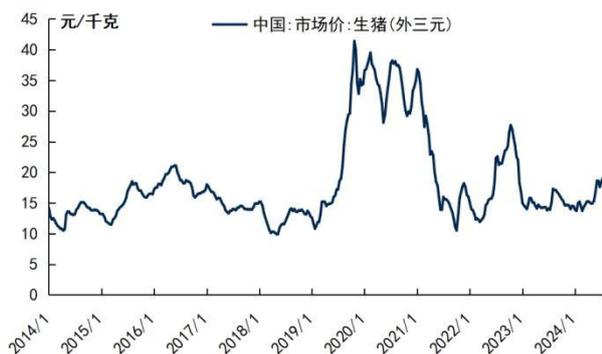
维生素价格长期低迷，厂商具有一定的挺价意愿。维生素 A 价格自 2020 年以来已经下跌了近 4 年时间，维生素 E 价格则自 2018 年以来长期表现低迷，期间行业盈利水平不断下降，考虑到未来几年内行业内新产能将投产，未来行业竞争将加剧，我们认为现有维生素 A、维生素 E 企业在当前养殖业利润回暖的背景下有较强的挺价意愿。

巴斯夫突发事件有望继续推动国内 VA、VE 价格上涨。2024 年 7 月 29 日，巴斯夫路德维希港基地南部的一处工厂发生有机溶剂泄漏，随后发生火灾，目前该工厂处于关闭状态。据巴斯夫官网 8 月 7 日的报道，巴斯夫欧洲公司宣布，对部分维生素 A、维生素 E 和类胡萝卜素产品以及部分香气成分的交付实施不可抗力。受此突发事件影响，VA、VE 国内市场价格大幅上涨，据博亚和讯，截至 8 月 7 日，VA 市场均价上涨至 185 元/公斤，VE 市场均价上涨至 142.5 元/公斤，较 7 月 29 日价格分别上涨 104.42%、54.05%，较年初价格分别上涨 155.17%、139.50%；值得一提的是，在巴斯夫此次突发事件之前，维生素价格便进入上行通道，今年年初至 7 月 29 日期间，VA 市场价格由 69 元/公斤上涨至 96 元/公斤，涨幅 39.13%，VE 市场价格由 57 元/公斤上涨至 95.5 元/公斤，涨幅 67.54%。此次突发事件将会造成全球的维生素行业供给阶段性偏紧，而维生素在动物养殖中的刚需属性，我们分析认为目前养殖业利润回暖，下游对于高价维生素的接受程度有所提升，因此 VA、VE 的市场价格有望延续当前快速上涨的趋势。

◆ 维生素需求相对稳定，生猪养殖利润回暖使得下游对高价维生素的接受程度提升

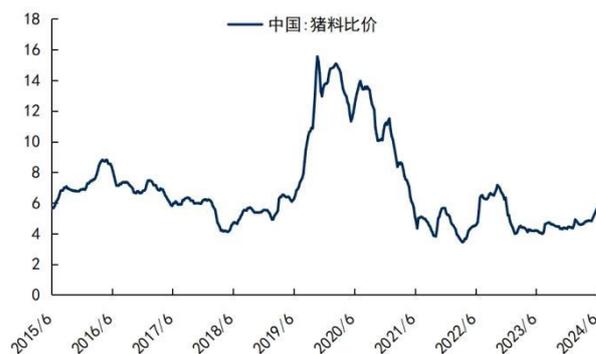
生猪养殖利润回暖，下游对高价维生素的接受程度提升。85%的 VA 和 68%的 VE 被用于生产饲料，需求相对稳定，对保障动物健康成长具有重要作用，因此具备一定的刚需属性。据国家统计局数据，2018 年以来我国饲料产量稳中有升，2023 年我国饲料产量达 3.14 亿吨，相比 2018 年增长了 29.51%，对维生素的需求形成有力支撑。2024 年以来，我国生猪市场价格不断回暖，生猪（外三元）价格从年初的 13.9 元/千克上涨至 19.4 元/千克，涨幅 39.57%。生猪存栏数量方面，2020 年四季度以来，我国生猪的存栏数量一致维持在 4 亿头以上，2024 年二季度末生猪存栏数量 4.15 亿头，较一季度末提升 1.67%。伴随着生猪价格的回暖，猪料价比与养殖利润也逐渐改善，目前国内自繁自养生猪的养殖利润已重回盈利区间。从猪料价比看，7 月底猪料价比提升至 6.14，与维生素 A 在 2017 年下半年至 2018 年年初的涨价大行情时极为相近，同时考虑到维生素在配合饲料成本的占比仅为 2%~5%，我们认为在当前养殖业利润逐渐改善的背景下，下游饲料厂及养殖业对高价维生素的接受程度较此前一段时间有一定提升。

图9：中国生猪市场价格



资料来源：中华人民共和国国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10：中国生猪养殖猪料价比



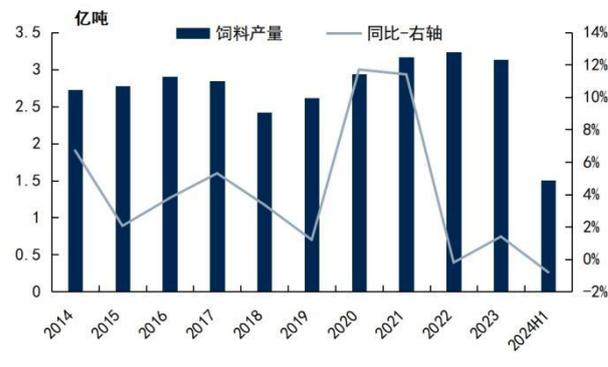
资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会，国信证券经济研究所整理

图11: 中国生猪养殖利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 2014-2024 年上半年中国饲料产量



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

◆ 维生素 A 历史价格复盘

维生素 A 历史价格复盘: 维生素作为大宗原料药, 其下游需求基本稳定, 价格波动主要由供给端变化引起。2008 年, 由于维生素 A 的主要原料 β -紫罗兰酮价格上涨, 巴斯夫、帝斯曼、安迪苏等国际巨头相继减产甚至停产, 在成本上升和供给不足的共同作用下, 维生素 A 价格短时间大幅上涨, 2008 年 6 月最高涨至 360 元/千克, 半年涨幅超 240%。

2014 年, 受德国巴斯夫工厂柠檬醛生产线火灾影响, 国内维生素 A 价格暴涨。一个月后, 巴斯夫恢复生产, 但国内货源紧缺的局面仍未改变, 这一趋势直接导致外销价格上涨, 维生素 A 价格在 4 个月内从 120 元/千克涨至 200 元/千克, 涨幅 66.67%。

2015 年底, DSM 停产检修, 国内环保政策趋严使得维生素供给大幅下降, VA 价格在 4 个月内由 96.5 元/千克涨至 320 元/千克, 涨幅 231.61%, 且价格在 320 元/千克的高位维持了 4 个月。

2017 年下半年, 帝斯曼因事故停产检修, 同期巴斯夫柠檬醛工厂发生火灾, 维生素 A 价格在半年内由 147.5 元/千克快速上涨至最高 1425 元/千克, 涨幅达 866.10%。

2018 年下半年, 受帝斯曼开工不畅影响, 维生素厂家相继提价, 维生素 A 价格在 11 月初 247.5 元/千克的基础上再度大涨 96%至 485 元/千克。

2020 年, 受全球公共卫生事件影响, 维生素生产、运输受到一定影响, 同时下游猪价高企下使用及补库备货需求旺盛, 维生素 A 价格在 4 个月内由 307.5 元/千克涨至 535 元/千克, 涨幅达 74%。

2024 年 7 月 29 日, 巴斯夫路德维希港基地南部的一处工厂发生火灾, 巴斯夫欧洲公司 8 月 7 日宣布对部分维生素 A、维生素 E 和类胡萝卜素产品以及部分香气成分的交付实施不可抗力。截至 8 月 7 日, 国内 VA 市场均价上涨至 185 元/公斤, VE 市场均价上涨至 142.5 元/公斤, 与 7 月 29 日价格相比涨幅分别为 104.42%、54.05%。此次突发事件将会造成全球的维生素行业供给阶段性偏紧, 而维生素在动物养殖中的刚需属性, 我们分析认为目前养殖业利润回暖, 下游对于高价维生素的接受程度有所提升, 因此 VA、VE 的市场价格有望延续当前快速上涨的趋势。

图13: 维生素 A 历史价格复盘



资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所整理

◆ 相关标的：新和成

浙江新和成股份有限公司创建于 1999 年，2004 年上市。新和成专注于营养品、香精香料、高分子材料等功能化学品的研发、生产、销售和服务，为全球 100 多个国家和地区的客户在营养健康、日化护理、交通、环保、能源等领域提供综合解决方案。凭借领先的技术、科学的管理和诚信的服务，新和成已成为世界四大维生素生产企业之一、全国精细化工百强企业、中国轻工业香料行业十强企业和知名的特种工程塑料生产企业。

营养品业务方面，目前公司产品主要涵盖维生素类、氨基酸类和色素类产品，具体产品包括维生素 E、维生素 A、维生素 C、蛋氨酸、维生素 D3、生物素、辅酶 Q10、类胡萝卜素、维生素 B5、维生素 B6、维生素 B12 等，主要应用于饲料添加剂、食品添加剂、营养保健等领域。目前，新和成是我国最大的蛋氨酸生产企业以及全球四大维生素生产企业之一。

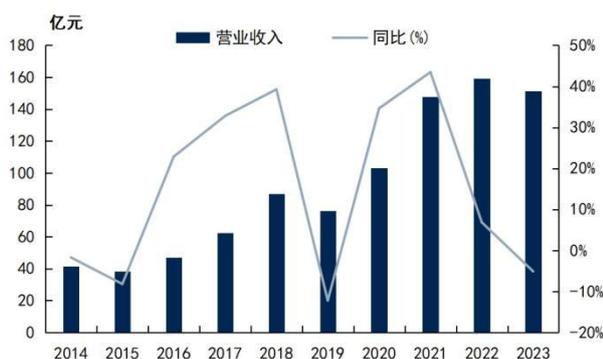
香精香料业务方面，目前公司主要生产芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、女贞醛、薄荷醇等多种香料，被广泛应用于个人护理、家庭护理、化妆品和食品领域。无论是竞争力还是市场份额，新和成都是全球香精香料行业重要的供应商。

高分子材料业务方面，公司重点发展高性能聚合物及关键中间体，适度发展材料下游应用，主要产品包括聚苯硫醚（PPS）、高温尼龙（PPA）、HDI、IPDA 等，下游主要应用范围包括汽车、电子电器、工业应用等领域。目前公司已打造了从原料到高分子聚合物、再到改性加工、到特种纤维的 PPS 全产业链，成为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，同时在开发新的全产业链材料项目。

新和成主要财务数据：2023 年，新和成实现营业收入 151.17 亿元，同比减少 5.13%，2014-2023 年间年均复合增速达 15.40%；实现归母净利润 27.04 亿元，同比减少 25.3%，2014-2023 年间年均复合增速达 14.36%。从公司营收及毛利构成看，2023 年，营养品业务贡献了 65%的营收和 59%的毛利润，香精香料业务贡献了 22%的营收和 33%的毛利润，新材料业务贡献了 8%的营收和 7%的毛利润。

2024 年 7 月 11 日，新和成发布 2024 年半年度业绩预告，预计 2024 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润 20.77 亿元—22.25 亿元，比上年同期增长 40%-50%。

图1：新和成营业收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：新和成归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

香精香料						
营业收入 (万元)	223870.05	296708.07	327394.84	350000	380000	400000
营业成本 (万元)	129561.35	151406.43	162016.05	175000	190000	200000
毛利润 (万元)	94308.7	145301.64	165378.79	175000	190000	200000
毛利率	42.13%	48.97%	50.51%	50.00%	50.00%	50.00%
新材料						
营业收入 (万元)	87399.47	116609.99	120150.92	150000	180000	220000
营业成本 (万元)			86829.46	108000	126000	154000
毛利润 (万元)			33321.47	42000	54000	66000
毛利率			27.73%	28.00%	30.00%	30.00%
其他业务						
营业收入 (万元)	55730.61	84897.58	77425.68	80000	80000	80000
营业成本 (万元)			72736.85	72000	72000	72000
毛利润 (万元)			4688.83	8000	8000	8000
毛利率			6.06%	10.00%	10.00%	10.00%
合计						
营业收入 (万元)	1479798.91	1593398.44	1511653.7	1880000	2090000	2300000
营业成本 (万元)	821229.29	1004830.09	1013149.04	1135000	1258000	1386000
毛利润 (万元)	658569.62	588568.35	498504.66	745000	832000	914000
毛利率	44.50%	36.94%	32.98%	39.63%	39.81%	39.74%

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 预计未来 2024-2026 年公司营收 188/209/230 亿元, 同比增长 24.37%、11.17%、10.05%。预计未来 2024-2026 年公司毛利率分别为 39.63%、39.81%、39.74%, 毛利分别为 74.5、83.2、91.4 亿元。

新和成估值

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

新和成: 绝对估值: 13.11-23.40 元

未来 3 年估值假设条件见下表:

管理费用率方面, 近些年来公司生产、经营有序推进, 规模效应逐渐体现, 我们预计 2024-2026 年, 公司管理费用维持在正常水平, 在 3%左右平稳。**研发费用方面**, 新和成坚持“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%, 目前公司在各业务条线上均有新产品、新技术在研, 后续需持续进行研发投入, 我们假设公司 2024 年-2026 年研发费用率分别为: 5.5%、5.5%、5.5%。**销售费用率方面**, 公司产品及相关销售渠道已经比较成型且稳定, 近年来公司销售费用率基本维稳。我们预计 2024-2026 年公司销售费用率整体将维持在 1%左右。

表2: 新和成盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	43.47%	7.68%	-5.13%	24.37%	11.17%	10.05%
营业成本/销售收入	55.50%	63.06%	67.02%	60.37%	60.19%	60.26%
管理费用/销售收入	2.63%	2.90%	3.26%	3.00%	3.00%	3.00%
研发费用/销售收入	5.29%	5.39%	5.87%	5.50%	5.50%	5.50%
销售费用/销售收入	0.72%	0.77%	1.05%	1.00%	1.00%	1.00%
营业税及附加/营业收入	0.89%	0.80%	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	13.73%	14.15%	16.23%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	42.58%	58.92%	67.80%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

表3：新和成绝对估值资本成本假定

项目	假设值	项目	假设值
无杠杆 Beta	1.29	T	14.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.89%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.48
公司股价	21.1	Ke	12.10%
发行在外股数	3091	E/(D+E)	85.58%
股票市值(E)	65218	D/(D+E)	14.42%
债务总额(D)	10992	WACC	11.01%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表4：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.0%	10.5%	11.01%	11.5%	12.0%
永续增长率变化	3.5%	23.40	21.21	19.31	17.66	16.21
	3.0%	22.09	20.12	18.40	16.89	15.55
	2.5%	20.96	19.17	17.59	16.20	14.96
	2.0%	19.97	18.33	16.88	15.58	14.43
	1.5%	19.09	17.58	16.23	15.03	13.94
	1.0%	18.32	16.91	15.66	14.53	13.51
	0.5%	17.62	16.31	15.13	14.07	13.11

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 13.11-23.40 元/股。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在周期股预测中存在失真现象。

新和成：相对估值：21.92-24.66 元

新和成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（氨基酸+维生素）、香精香料、新材料、原料药生产各种功能性化学品。我们选取与新和成业务相近的公司作为可比公司：

1、浙江医药：浙江医药已经形成了脂溶性维生素，类维生素，喹诺酮类抗生素，抗耐药抗生素等系列产品的专业化、规模化生产。公司主导产品合成维生素 E、维生素 A、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等产品产量居国际国内前列，目前浙江医药拥有维生素 A 产能 5000 吨/年、维生素 E 产能 2.5 万吨/年，均略低于新和成；

2、安迪苏：安迪苏是全球领先的动物营养添加剂生产企业，其主要产品在全球市场上处于领先地位。公司专注于研发、生产和销售动物营养添加剂，拥有多年生产和研发经验，主要产品包括蛋氨酸、维生素、酶制剂等动物营养添加剂，目前已向全球 140 多个国家超过 2500 名客户提供创新动物营养添加剂解决方案。目前，安迪苏拥有蛋氨酸产能近 70 万吨，排名全球第一，并计划新建一条 15 万吨/年蛋氨酸生产线，此外安迪苏在饲料用维生素 A 市场占有约 9%的产能。

3、梅花生物：梅花生物是一家主营氨基酸产品的全链条合成生物学公司，核心能力覆盖从菌种设计-构建-发酵-分离提取到产品的各个环节，动物营养氨基酸类产品、食品味觉性状优化产品、人类医用氨基酸类产品。

4、亚香股份：亚香股份是中国香料行业领先企业及全球中高端香料主要生产企业之一，公司主营业务为香料的研发、生产和销售。公司主要产品可分为天然香料、合成香料、凉味剂等，终端产品主要应用于食品饮料、日化等行业。目前亚香股份已与国际香料香精、奇华顿、芬美意等香精香料行业国际知名公司以及玛氏箭牌、亿滋国际、高露洁等快速消费品行业的知名公司建立了长期稳定的合作关系。

根据我们的盈利预测，新和成 2024/2025 年的预期 PE 估值低于所选取的 4 家公司平均值，而考虑到新和成连续多年研发投入占营收比重超 5%，现有产业链协调配套优势明显，主营产品市场头部地位稳固，发展战略路径清晰，按照 2024 年预测 EPS 给予 16-18 倍 PE 估值较为合理，对应公司股价区间 21.92-24.66 元。

表5：新和成：可比公司估值

股票代码	股票简称主营产品	股价	BPS(每股净资产)			PB			PE (2024E)	总市值 (亿元)
		(2024/8/7)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
600216.SH	浙江医药 维生素, 抗生素等	14.91	0.45	0.49	0.66	24.1	30.15	22.51	1.50	143.38
600299.SH	安迪苏 氨基酸、维生素等	10.87	0.02	0.26	0.41	411.29	41.28	26.37	1.93	291.52
600873.SH	梅花生物 氨基酸	10.08	1.08	1.13	1.27	8.84	8.9	7.95	2.04	287.56
301220.SZ	亚香股份 香精香料		0.99	1.56	2.43	33.31	15.5	9.95	1.26	19.53
平均值						119.39	23.96	16.70	1.68	
002001.SZ	新和成 氨基酸、维生素、香精香料、新材料等	21.1	0.87	1.37	1.54	24.12	15.36	13.71	2.46	652.18

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：新和成盈利预测为国信证券经济研究所预测，其余公司为 Wind 一致性预测

综合绝对及相对方法估值，我们认为股票合理估值区间在 21.92-23.40 元之间，2023 年动态市盈率 16-18X，相对于目前股价有 3.89%-10.90%溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别达到 42.46/47.56/52.49 亿元，每股收益 1.37/1.54/1.70 元/股，对应当前 PE 分别为 15.4/13.7/12.4 倍，**维持“优于大市”评级。**

◆ 投资建议：

展望未来一段时间，我们认为巴斯夫作为全球重要的 VA、VE 以及原料柠檬醛生产商，其生产装置受到此次火灾影响而关停，复产时间尚不确定，此次突发事件将会造成全球的维生素行业供给阶段性偏紧，而维生素在动物养殖中的刚需属性，我们分析认为目前养殖业利润回暖，下游对于高价维生素的接受程度有所提升。基于以上分析，我们认为全球 VA、VE 的市场价格有望延续上涨趋势，利好国内 VA、VE 生产企业，重点推荐国内 VA 产能第二，VE 产能第一，且具有原料柠檬醛配套的维生素行业龙头企业【**新和成**】。

◆ 风险提示：

巴斯夫快速恢复生产、维生素新产能投放、下游对高价抵触使得需求不及预期等。

相关研究报告：

- 《石化化工行业 2024 年 8 月投资策略-看好原油、煤层气、维生素、电子气体的投资方向》——2024-08-01
- 《石化化工行业 2024 年 7 月投资策略-看好原油、煤层气、制冷剂、煤制烯烃的投资方向》——2024-06-28
- 《石化化工行业 2024 年 6 月投资策略-看好石化化工行业景气度继续复苏》——2024-06-03
- 《化工行业 2024 年 5 月投资策略-化工景气有所复苏，推荐行业景气方向》——2024-04-30
- 《国信证券-2024 年 4 月油气月报：国际油价高位震荡，三桶油业绩稳健增长》——2024-04-30

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032