

化学原料药

新和成 (002001.SZ)

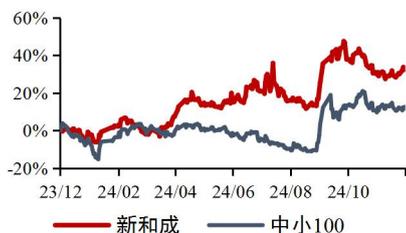
买入-B(首次)

技术赋能、多元发展，成就中国精细化工翘楚

2024年12月27日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年12月26日

收盘价(元):	22.02
总股本(亿股):	30.73
流通股本(亿股):	30.37
流通市值(亿元):	668.75

基础数据：2024年9月30日

每股净资产(元):	8.93
每股资本公积(元):	1.17
每股未分配利润(元):	6.31

资料来源：最闻

分析师：

冀泳洁

执业登记编码：S0760523120002

邮箱：jiyongjie@sxzq.com

王锐

执业登记编码：S0760524090001

邮箱：wangrui1@sxzq.com

投资要点：

➢ **技术实力为基，持续突破高附加值、高壁垒、大容量产品，成就精细化工领军者。**新和成立足精细化工行业，以“化工+”、“生物+”为核心技术平台，在国内率先实现维生素A、E等产品关键中间体的产业化，在维生素、蛋氨酸、香精香料、PPS等领域构筑了领先的技术实力，显著的成本优势以及丰富的产品布局。得益于此，公司盈利能力在全A化工板块长期居于领先水平。

➢ **维生素：供给偏紧推动行业景气度上升，公司凭技术实力获高盈利回报，充分受益涨价潮。**维生素主要用于饲料及医药化工等领域，维生素A、E等品种技术壁垒较高，行业集中度较高。供给端看，24年以来帝斯曼宣布剥离动物营养板块、7月末巴斯夫路德维希港事故推动维生素A、E供给紧张，出口景气度高；需求端看，国内猪周期利润修复，国内维生素用量存在改善空间。新和成通过改进柠檬醛、芳樟醇等上游中间体工艺实现降本，在价格承压的2023年维生素E净利率仍高达28%，充分受益于价格上涨。

➢ **关于维生素E，我们与市场不同的观点：即使2025年巴斯夫装置复产，对于维生素E价格的负面影响相对有限。**我们观察到2023年德国维生素E进口量较2006年增长近两倍，而其余品种变化不大，考虑德国畜牧需求变化有限，故进口量大幅增长原因或在于巴斯夫维生素E生产装置长期老化，实际产量或远低于名义产能宣称的4万吨，未来仍将依赖进口，因此复产影响有限。

➢ **蛋氨酸：市场空间超300亿的饲料添加剂，公司布局18万吨液体蛋氨酸有望贡献新增量。**2023年全球蛋氨酸需求超160万吨，随着以新和成为代表等企业的技术突破，蛋氨酸价格中枢下移，国内蛋氨酸产销量逐步提升。2024年上半年，新和成30万吨固体蛋氨酸实现满产满销，成本优势显著，公司投资建设18万吨液体蛋氨酸有望贡献约14亿的营收及5亿的净利。

➢ **香精香料：全球“嗅觉经济”复苏，规模效应带来高盈利能力。**香精香料全球市场规模超300亿美元，长期看，市场增长主要受发展中国家消费升级驱动，短期看2024年以来海外香精香料消费强劲复苏，带动国内香料出口高速增长。新和成作为国内规模最大的香精香料企业，产品丰富，市场占有率较高，规模效应使得公司毛利率显著高于竞争对手。

➢ **新材料：PPS国产化推动者，布局PA66产业链打开成长空间。**PPS、高温尼龙、己二腈等关键新材料产品国产化率较低，受益于新能源车轻量化以及消费电子等领域发展，下游需求旺盛。新和成突破PPS生产技术，目前产



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

能国内领先；PA66 方面，公司于浙江上虞基地投资 25 万吨己二胺及 48 万吨尼龙新材料，于天津南港百亿投资建设己二腈及己二胺装置，后续延伸规划尼龙 66 产能，依托天津南港丁二烯配套装置，原料及运输具备成本优势。根据公司环评数据，浙江上虞 48 万吨尼龙新材料达产后有望贡献收入 145 亿元，净利润 21 亿元。

盈利预测、估值分析和投资建议：我们预测 2024 年至 2026 年，公司分别实现营收 212.26/244.32/276.98 亿元，同比增长 40.4%/15.1%/13.4%；实现归母净利润 53.76/60.92/68.61 亿元，同比增长 98.8%/13.3%/12.6%，对应 EPS 分别为 1.75/1.98/2.23 元，PE 为 12.6/11.1/9.9 倍（根据 12 月 26 日收盘价），首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：宏观经济风险，竞争格局恶化风险，新产能投放不及预期风险，环保安全风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,934	15,117	21,226	24,432	27,698
YoY(%)	7.7	-5.1	40.4	15.1	13.4
净利润(百万元)	3,620	2,704	5,376	6,092	6,861
YoY(%)	-16.3	-25.3	98.8	13.3	12.6
毛利率(%)	36.9	33.0	41.3	41.3	41.5
EPS(摊薄/元)	1.18	0.88	1.75	1.98	2.23
ROE(%)	15.4	10.9	18.7	18.4	18.0
P/E(倍)	18.7	25.0	12.6	11.1	9.9
P/B(倍)	2.9	2.7	2.4	2.0	1.8
净利率(%)	22.7	17.9	25.3	24.9	24.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 国内精细化工领军者，技术创新推动可持续发展.....	7
1.1 精细化工领军者，深耕营养品、香精香料、新材料、原料药四大赛道.....	7
1.2 盈利能力优异，新品开拓推动业绩向上.....	11
2. 维生素：技术壁垒铸就高集中度，供给偏紧推动价格飙升.....	14
3. 蛋氨酸：高壁垒的百亿级饲料添加剂，再造一个新和成.....	27
4. 香精香料：全球“嗅觉经济”复苏，规模效应带来高盈利能力.....	33
5. 新材料：PPS 国产替代推动者，布局己二腈及异氰酸酯新赛道.....	36
5.1 PPS：全球市场约百亿的高性能特种塑料，新和成产能国内领先.....	37
5.2 PA66：己二腈国产化加速，打造己二腈-己二胺-尼龙 66 一体化产能.....	39
6. 盈利预测及公司估值.....	44
7. 风险提示.....	46

图表目录

图 1：公司发展历程.....	8
图 2：新和成股权结构图（截止 2024 年 12 月 23 日）.....	10
图 3：公司营收情况.....	11
图 4：公司净利润情况.....	11
图 5：公司利润率情况.....	12
图 6：公司费用率情况.....	12
图 7：公司近年来 ROE 位于基础化工前 30%水平.....	12
图 8：公司毛利率位居全 A 化工行业前 10%.....	12
图 9：公司归母净利润规模长期处于全行业前列.....	13

图 10: 公司各业务板块毛利率情况.....	13
图 11: 近年来公司周转效率持续提升.....	13
图 12: 各类维生素下游应用市场占比.....	14
图 13: 我国饲料产量保持稳步增长.....	15
图 14: 2021 年后维生素在饲料使用占比下降.....	15
图 15: 中国存栏数生猪 (亿头)	15
图 16: 中国畜禽年末存栏数:家禽 (亿只)	15
图 17: 国内自繁自养与外购仔猪养殖利润 (元/头)	15
图 18: 中国孵化场利润:白羽肉鸡 (元/羽)	15
图 19: 全球维生素 E 产量情况.....	16
图 20: 维生素 E 主环三甲基氢醌生产工艺及使用企业.....	17
图 21: 全球维生素 A 产量情况.....	18
图 22: 公司维生素、蛋氨酸、香精香料及新材料板块实现了重要中间体的有效利用.....	20
图 23: 维生素 E 价格历史复盘 (单位: 元/千克)	22
图 24: 维生素 A 价格历史复盘 (单位: 元/千克)	23
图 25: 2022 年欧洲、亚洲、北美洲生猪存栏量增长较弱 (单位: 亿头)	23
图 26: 帝斯曼动物营养板块出售预计于 2025 年下半年完成.....	24
图 27: 维生素 E 进出口情况.....	25
图 28: 维生素 A 进出口情况.....	25
图 29: 德国 2006 年以来维生素进口量 (2006=1)	25
图 30: 德国 2006 年以来各类牲畜存量.....	25
图 31: 山东新和成维生素公司营收、净利润及占比情况.....	26
图 32: 蛋氨酸的添加可显著降低饲料成本.....	27



图 33: 禽类为蛋氨酸主要下游需求.....	27
图 34: 氰醇法化学合成固体蛋氨酸及液体蛋氨酸工艺.....	28
图 35: 国产替代推动蛋氨酸价格下降至 2 万元以内, 2020 年以来中国出口量持续增长.....	29
图 36: 蛋氨酸价格(单位: 元/千克)影响因素: 长期看供应端增减, 中短期看上游原料、替代品豆粕、检修及突发事件影响.....	30
图 37: 作为替代品, 豆粕价格的拉涨通常会带动蛋氨酸价格上升.....	30
图 38: 成本端看, 丙烯、液碱、天然气、硫磺、甲醇水构成了影响海因法蛋氨酸原料成本的主要因素.....	31
图 39: 丙烯价格受原油价格影响.....	31
图 40: 液碱价格受原盐影响.....	31
图 41: 山东新和成氨基酸有限公司收入利润情况.....	32
图 42: 全球香精香料市场规模.....	33
图 43: 国内香精香料市场规模.....	33
图 44: 2024 年国内香料出口增长超 20%.....	35
图 45: 新和成香精香料毛利率呈提升趋势.....	35
图 46: 国内主要香精香料企业营收(亿元)及增速.....	35
图 47: 新和成香精香料业务营收及毛利率.....	36
图 48: 公司新材料板块毛利率稳定, 营收持续增长.....	36
图 49: 国内 PPS 市场规模.....	37
图 50: 全球 PPS 市场规模.....	37
图 51: 2023 年国内聚苯硫醚下游需求拆分.....	37
图 52: 全球尼龙 66 消费结构.....	40
图 53: 中国尼龙 66 消费结构.....	40
图 54: 近年来国内 PA66 出口量显著增长.....	40

图 55: 国内装置投产推动 PA66 表观消费量增长.....	40
图 56: 己二腈生产工艺及下游应用情况.....	41
表 1: 公司主要产品产能情况.....	9
表 2: 2024 年全球主要维生素 E 供给商名义产能 (规格: 50%粉)	17
表 3: 全球柠檬醛产能情况.....	18
表 4: 2024 年全球主要维生素 A 生产商产能 (规格: 50 万 IU/g)	18
表 5: 新和成维生素理论盈利弹性测算.....	26
表 6: 全球及中国蛋氨酸供需情况.....	28
表 7: 新和成 18 万吨液体蛋氨酸理论业绩贡献.....	32
表 8: 香料分类及市场规模.....	33
表 9: 全球 PPS 产能情况.....	38
表 10: 全球高温尼龙产能情况.....	39
表 11: 新和成尼龙 66 装置在工艺设备等方面具备一定优势.....	41
表 12: 新和成浙江上虞基地尼龙 66 及己二胺产能布局情况.....	43
表 13: 新和成盈利预测.....	44
表 14: 可比公司估值.....	错误! 未定义书签。

1. 国内精细化工领军者，技术创新推动可持续发展

1.1 精细化工领军者，深耕营养品、香精香料、新材料、原料药四大赛道

新和成坚持选择附加值高、技术门槛高、前景广阔的产品，在充分的市场竞争中实现成长，成为国内精细化工领军企业。新和成 20 多年发展历程可划分为四个阶段，公司在这四个阶段完成了产业、产品和基地的拓展：

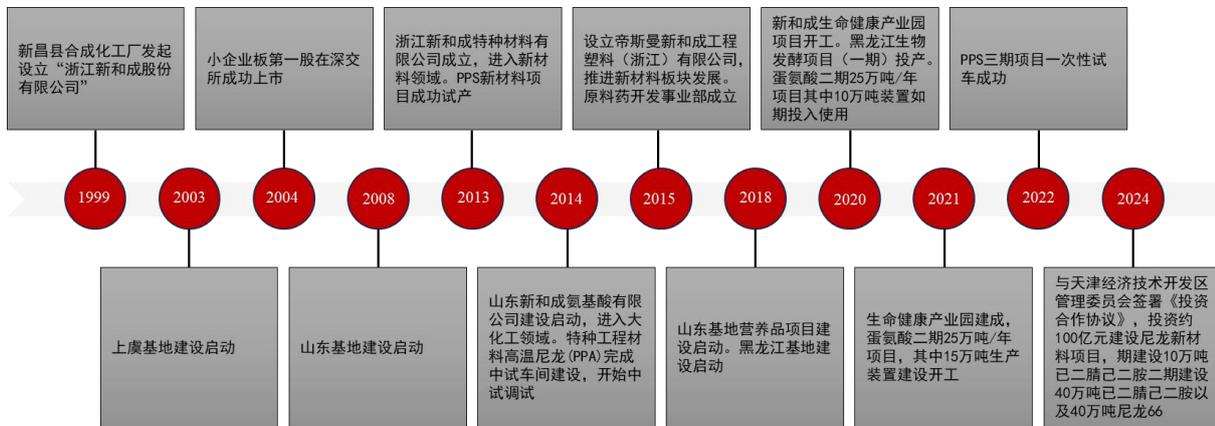
产业初创期（1999-2003）：1999 年，新昌县合成化工厂发起设立“浙江新和成股份有限公司”，标志着公司完成了从工厂制向现代化企业制度的转变；2002 年公司成功研发了生物素，香叶酯、芳樟醇两种新产品通过国家火炬计划验收，甜醇产品被认定为国家重点新产品。

走向全国阶段（2004-2010）：公司启动上虞、山东基地建设，进入医药领域，同时成功研发虾青素、柠檬醛、辅酶 Q10 等产品。2004 年，公司成为国内中小企业板第一股，在深交所成功上市。2010 年公司“脂溶性维生素及类胡萝卜素的绿色合成新工艺及产业化”项目荣获国家技术发明奖二等奖。

内外联合发展期（2011-2014）：2013 年浙江新和成特种材料有限公司成立，标志着公司进入新材料领域，当年 PPS 新材料成功试产；2014 年山东新和成氨基酸有限公司启动建设，标志着公司入局蛋氨酸领域，同年 PPA 完成中试车间建设。

整合发展期（2015 年至今）：在此阶段，公司产品体量显著提升。公司原料药开发事业部成立；与帝斯曼合资的帝斯曼新和成工程塑料（浙江）有限公司成立，黑龙江生物发酵基地投产，蛋氨酸二期 25 万吨项目投产；2024 年，公司宣布与天津经济技术开发区管理委员会签署投资合作协议，计划投资约 100 亿元建设尼龙新材料项目。

图 1：公司发展历程



资料来源：新和成官网，《关于对外投资并签署〈投资合作协议〉的公告》，山西证券研究所

公司立足精细化工行业，以“化工+”、“生物+”为核心技术平台，形成营养品、香精香料、新材料、原料药四大产品体系：

营养品业务：收入体量占公司营收的 60-70%，包括维生素、蛋氨酸、辅酶 Q10、牛磺酸等产品。公司是国内首家实现维生素 E 中间体三甲基氢醌和异植物醇产业化的企业，率先产业化维生素 A，目前维生素 A 和 E 产能分别为 8000 吨和 60000 吨，分别占全球产能的 14.8%和 21.43%。蛋氨酸为公司近年来重点发力产品，目前产能 30 万吨，其中 15 万吨于 23 年 6 月建设完成，与中石化合资规划 18 万吨液体蛋氨酸预计 24 年年底建成。

香精香料：包括薄荷醇、芳樟醇、柠檬醛等产品，部分产品与维生素构成上下游关系。

新材料：包括 PPS、PPA、己二肟-己二胺-尼龙 66、IPDI、HDI 等产品。PPS 是公司进入新材料行业的第一个产品，2014 年初完成试车，2015 年初与帝斯曼成立合资企业销售 PPS 材料，2023 年 7000 吨三期项目投产，现有产能 2.2 万吨。此外，公司 HA 项目包括年产 2.7 万吨甲酮、2 万吨 IPDA、4000 吨 ADI 以及 3000 吨 HDI，截止 2024 年 7 月，产品处于客户送样和开拓市场的过程中。

原料药板块：包括氮杂双环和卡龙酸酐产能各 500 吨，两者为辉瑞新冠特效药 Paxlovid 的关键中间体。

公司共有新昌、上虞、山东潍坊和黑龙江绥化四大生产基地，定位清晰，兼具成本优势。

新昌基地：公司大健康产业核心制造基地。

上虞基地：现有上虞新和成生物化工有限公司、浙江新和成药业有限公司以及浙江新和成

特种材料有限公司，主要从事维生素系列、色素系列、牛磺酸等营养品及聚苯硫醚（PPS）、高温尼龙（PPA）、长玻纤（LFT）等材料的生产与销售。

山东基地：位于潍坊市滨海经济技术开发区，主要从事香精香料、高端营养品（包括蛋氨酸）、新材料等产品的生产和销售。

黑龙江绥化基地：成立于2017年9月，定位生物发酵基地，以合成生物学为主要研究领域。黑龙江作为国内玉米主产区，原料基础优势明显，建有辅酶 Q10、维生素 C、维生素 B12、淀粉糖、山梨醇等产品产能。

表 1：公司主要产品产能情况

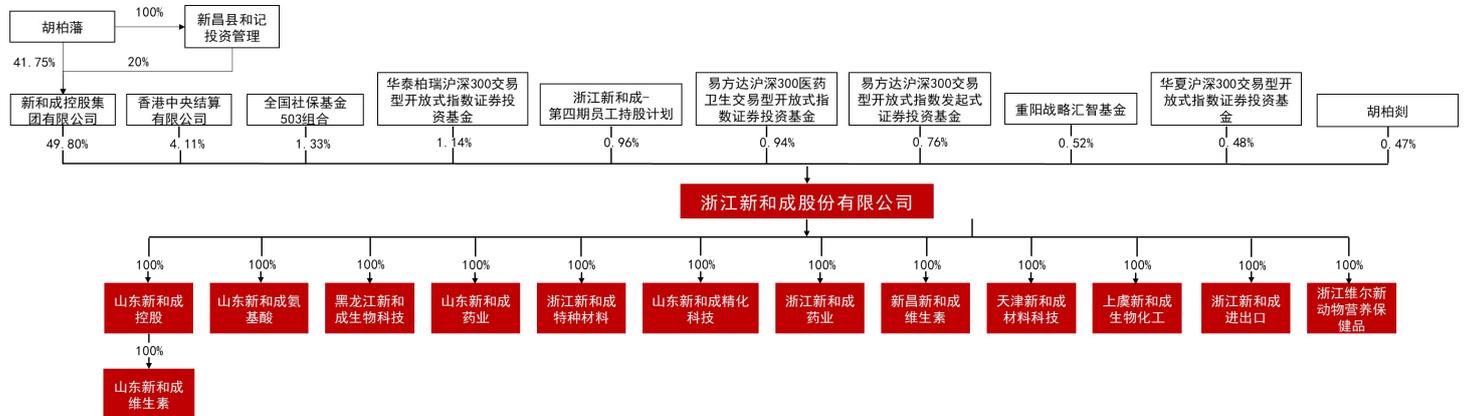
品类	产能情况	现有产能（吨）	在建产能（吨）
营养品	维生素 E：以 50%粉计年产能	60000	
	维生素 A：以 50 万 IU 计年产能	8000	
	维生素 D3	2000	
	泛酸钙	2500	
	维生素 B6	6000	
	维生素 B12	3000	
	维生素 C	45000	
	生物素	120	
	蛋氨酸	300000	250000
	牛磺酸	30000	
	辅酶 Q10	300	
	虾青素	500	
香精香料	薄荷醇	5000	
	芳樟醇	12000	
	柠檬醛	8000	5000
	叶醇	1600	
	异戊烯醇	10000	
新材料	己二腈-己二胺		500000
	尼龙 66		400000
	PPS	22000	
	PPA	1000	
	甲酮	27000	
	IPDA	20000	
	ADI	4000	
	HDI	3000	
	IPDI	1000	
长玻纤	6000		
农化品	草铵膦		60000（仍处于报批阶段）

原料药	卡龙酸酐	500	
	氮杂双环	500	

资料来源：Wind，公司公开投资者交流文件（2020年2月27日、2020年9月23日、2021年4月9日、2022年9月8日、2022年12月16日、2023年4月26日、2024年5月15日、2024年5月29日、2024年7月18日），公司投资者问答（2022年1月30日、2022年2月23日、2022年3月1日、2022年4月1日、2023年3月28日、2023年12月19日、2024年1月17日、2024年1月23日、2024年4月24日、2024年4月28日、2024年6月15日、2024年7月12日、），新华社，山东新和成氨基酸有限公司蛋氨酸一体化提升项目环境影响报告书，《新和成关于对外投资并签署投资合作协议的公告》，山西证券研究所

公司坚持高分红回报股东，深受投资者青睐。公司实控人为胡柏藩先生，持有公司31.18%的股份。胡柏藩先生为新昌县有机化工厂创始人，现任新和成董事长，其弟胡柏剡为公司总裁。公司上市以来坚持高分红，平均分红率高达41.19%，近三年累计现金分红和回购金额达52.1亿元。重阳战略基金、全国社保基金以及多家公募基金名列前十大股东。

图2：新和成股权结构图（截止2024年12月23日）

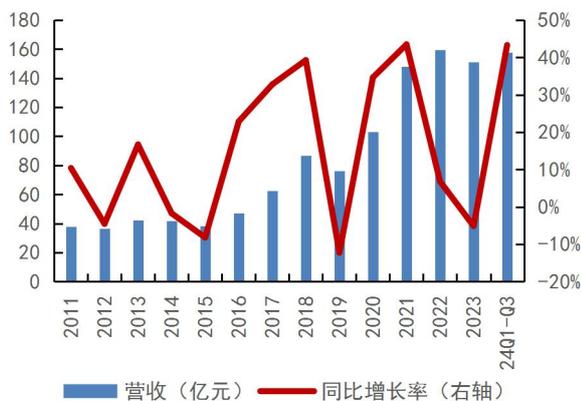


资料来源：Wind，企业预警通，山西证券研究所

1.2 盈利能力优异，新品开拓推动业绩向上

长期看，公司盈利能力优异，新品开拓推动业绩向上；短期看，蛋氨酸产能释放叠加维生素景气度回升推动业绩高增。2012至2023年间，公司营收CAGR=13.8%，归母净利润CAGR=11.1%。公司短期业绩受产品价格景气度影响，长期看新品释放推动业绩向上。2015年维生素A均价下降32%，维生素E均价下降42%，当年公司归母净利同比下滑约50%；2016年维生素价格大幅反弹，公司归母净利同比增长199%；2018年巴斯夫柠檬醛装置事故导致维生素价格暴涨，公司业绩高增；2021年营养品下游需求回暖叠加公司蛋氨酸产量增长，公司归母净利同比增长21.34%；2022至2023年期间维生素行业历经补库和去库的过程，公司业绩承压；2024年前三季度，海外维生素及蛋氨酸巨头产能受限推动行业景气度改善，公司蛋氨酸产能释放，驱动公司业绩大幅增长，实现营收157.82亿元，同比增长43.31%；实现归母净利润39.90亿元，同比增长89.87%。

图3：公司营收情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

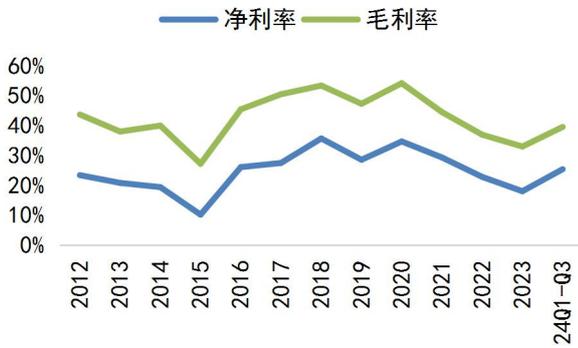
图4：公司净利润情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

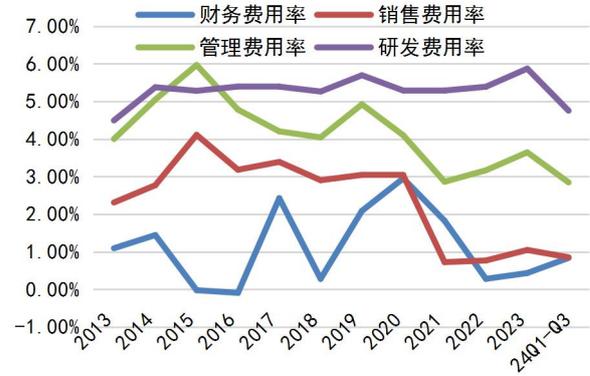
公司盈利能力在全A化工板块名列前茅，高研发投入获得高回报。公司ROE属于基础化工行业前30%水平，毛利率属于前10%水平，归母净利润金额位居前十附近。分板块看，维生素和氨基酸作为公司的主导产品，行业景气度决定了产品的盈利能力，然而得益于维生素行业的高壁垒特性以及领先的技术工艺，公司能够保持较高的毛利率。公司在研发方面持续投入，根据2023年报，公司研发人员数量占比达23.85%，近年来研发支出总额在营收占比超过5%。

图 5：公司利润率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司费用率情况



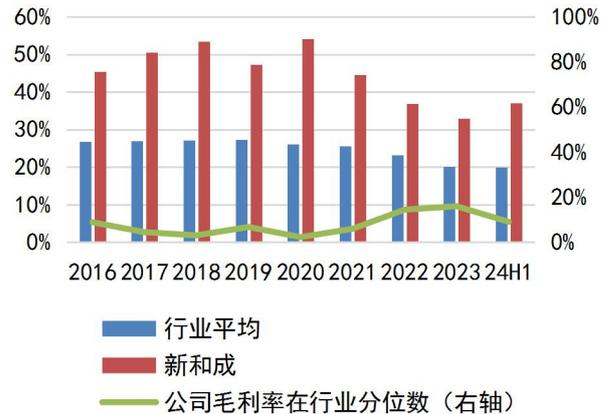
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：公司近年来 ROE 位于基础化工前 30%水平



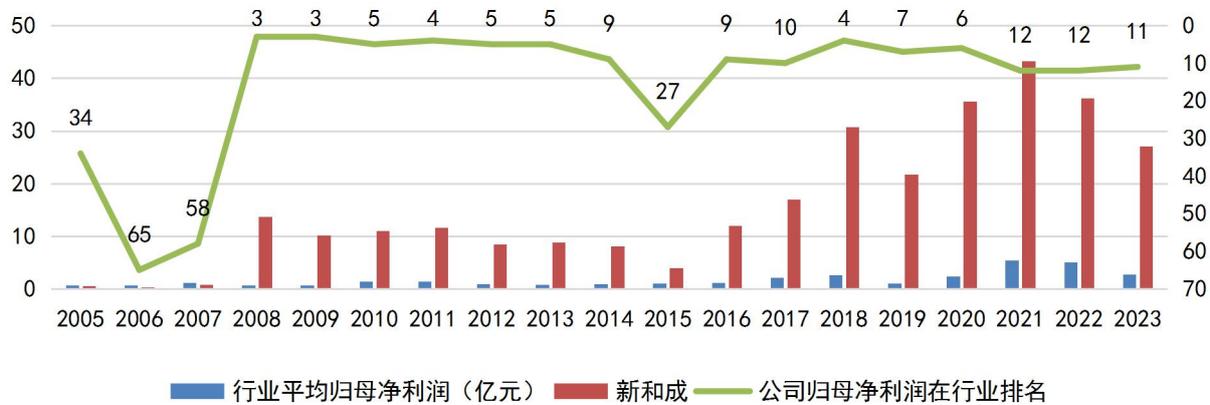
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：公司毛利率位居全 A 化工行业前 10%



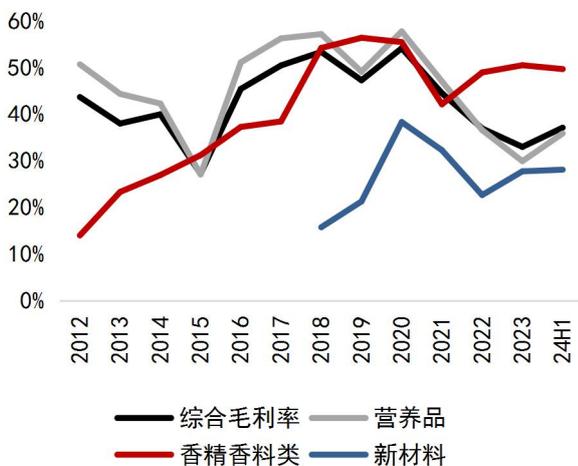
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：公司归母净利润规模长期处于全行业前列



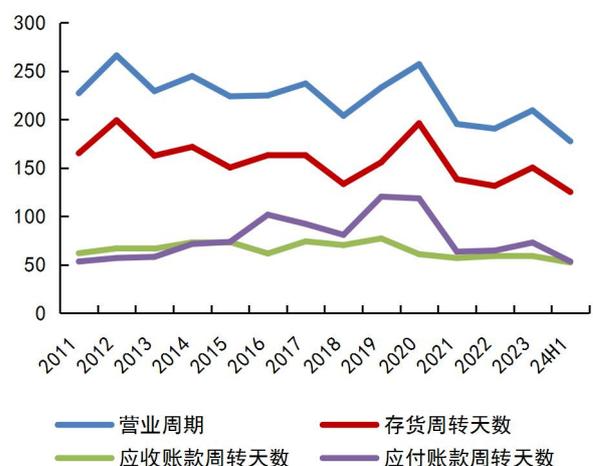
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：公司各业务板块毛利率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：近年来公司周转效率持续提升

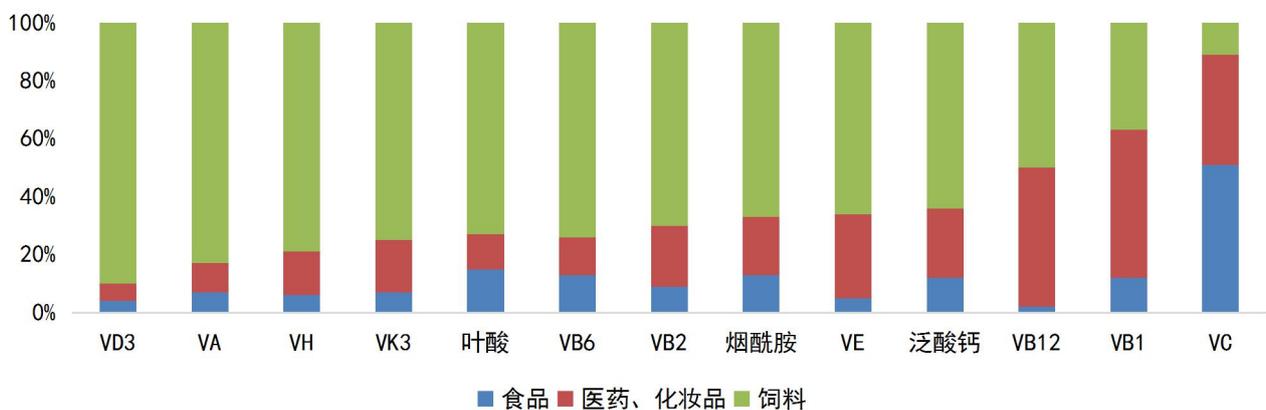


资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 维生素：技术壁垒铸就高集中度，供给偏紧推动价格飙升

维生素：饲料营养必需品，维 A、维 E、维 B 族为主要品种。根据中国饲料工业协会数据测算，2013 年至 2023 年期间，国内维生素产量与饲料产量之比位于 0.38%-0.63% 区间，占比虽小，但维生素营养价值较高，对于维持和提升畜禽和鱼类的生理功能、生产性能及健康状况极为重要。根据星图数据，维生素终端消费结构稳定，其中饲料占 71%，医药化工占 20%，食品饮料等领域占 9%，与其他品种不同，接近 90% 的维 C 用于人类食品、医药和化妆品等领域。分品种看，维 B 族、维 C、维 E、维 A 分别占维生素总市场的 33%、30%、21% 和 13%。

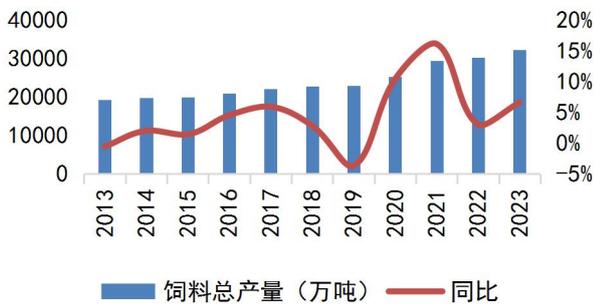
图 12：各类维生素下游应用市场占比



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

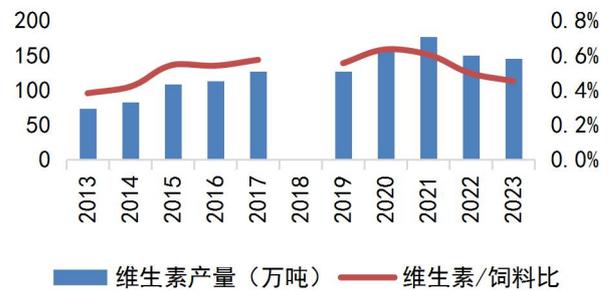
维生素用量受猪周期养殖利润影响较大，当前猪周期临近底部末端，维生素需求有望改善。猪、肉禽、蛋禽、水产分别占维生素饲料应用的 44%、27%、13% 和 9%。2013 至 2023 年期间，我国维生素产量复合增速为 7%。分阶段看：2013 至 2021 年期间，国内维生素产量呈上升态势，2021 年维生素产量达 177.3 万吨。根据 Wind 数据，除非洲猪瘟影响期间，我国存栏生猪数量基本保持在 4000-4500 万头区间，在此基础上饲料总产量保持增长。2019 年至 2021 年初期间，受非洲猪瘟影响，自繁自养单头利润接近 2000-3000 元。2021 年以后，维生素在饲料用量中的占比连续下降，主要与此轮猪周期养殖利润大幅下滑有关。2024 年二季度以来，国内生猪养殖盈利修复，有望对维生素等添加剂需求形成支撑。

图 13：我国饲料产量保持稳步增长



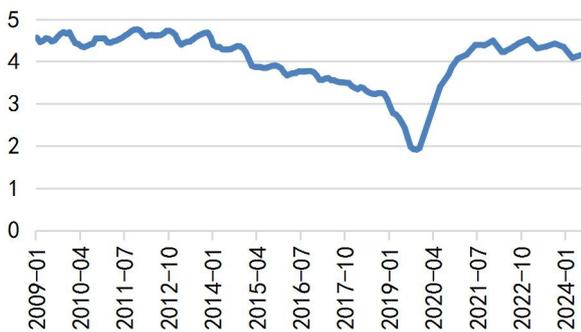
资料来源：中国饲料工业协会，山西证券研究所

图 14：2021 年后维生素在饲料使用占比下降



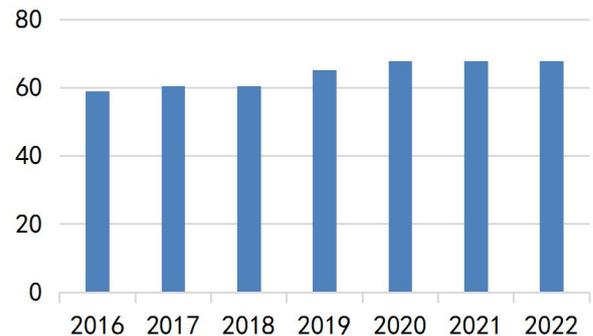
资料来源：中国饲料工业协会，山西证券研究所

图 15：中国存栏数生猪（亿头）



资料来源：Wind，农村农业部，山西证券研究所

图 16：中国畜禽年末存栏数:家禽（亿只）

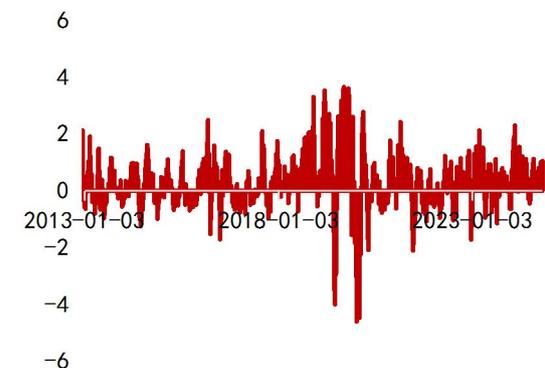


资料来源：Wind，中国畜牧兽医年鉴，山西证券研究所

图 17：国内自繁自养与外购仔猪养殖利润（元/头）



图 18：中国孵化场利润:白羽肉鸡（元/羽）

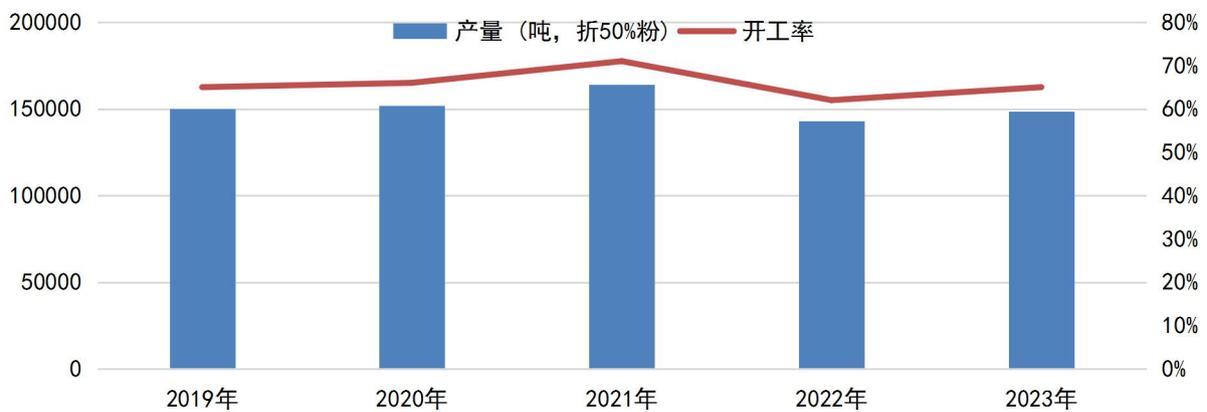


资料来源：Wind，博亚和讯，山西证券研究所

资料来源：Wind，博亚和讯，山西证券研究所

维生素 E 是全球用量最大的维生素之一，是人和动物必需却不能自主合成的维生素，下游应用中饲料占比约 70%。维生素 E 作为营养补充剂和抗氧化剂已经被广泛应用于饲料、医药、食品、化妆品等行业，其中饲料添加剂占比约 70%，在畜禽免疫、预防疾病、促进畜禽的繁殖和提高产蛋率等方面有重要作用。根据百川盈孚，2023 年全球维生素 E 产量约 15 万吨，开工率约 65%。

图 19：全球维生素 E 产量情况

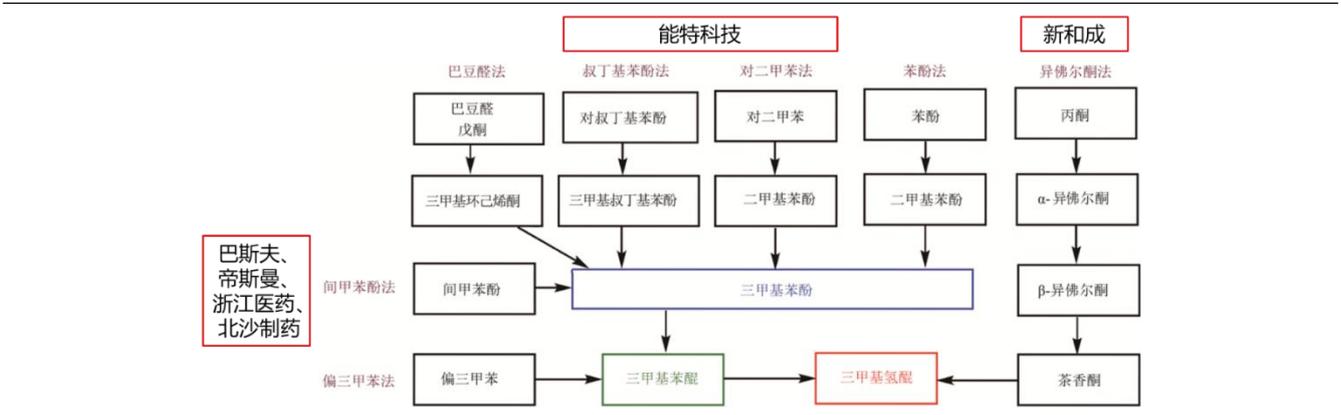


资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

维生素 E 生产工艺壁垒高，三甲基氢醌和异植物醇为关键中间体，新和成异佛尔酮法三甲基氢醌工艺高效环保。维生素 E 按来源可分为天然维生素 E 和合成维生素 E，天然维生素 E 虽然吸收率、生理活性更具优势，但维生素 E 含量在每克作物细胞中仅为微克级别，难以满足工业生产需求。合成维生素 E 占比超 80%，可分为化学全合成工艺及生物合成工艺。合成维生素 E 由三甲基氢醌（主环）和异植物醇（支链）两种中间体以“一步缩合法”合成，收率高达 95%以上，基本已经没有提升的空间。三甲基氢醌的主流工艺间甲苯酚法是国外普遍采用的合成技术。原料间甲苯酚可由煤焦油或石油产品制取，来源较为丰富，但是我国间甲苯酚多年来高度依赖于进口。新和成开发出异佛尔酮法绕过间甲苯酚，原料廉价易得、工艺简单、污染小，且高效环保。该法的转化率和选择性受反应条件影响较大，对操作要求较严格，对反应设备要求稍高。因此，维生素 E 的高技术壁垒造就了高集中度的格局，国内企业产能占比达 64%。新企业进入维生素 E 市场较为困难，随着技术发展，很多厂商也因成本不占优势逐渐退出竞争。

我们统计 2024 年全球维生素 E 产能约 28 万吨，其中新和成、帝斯曼、能特、浙江医药和巴斯夫合计占比超过 85%。新和成、浙江医药等国内企业合计产能约 18 万吨，市占率达 64%。

图 20：维生素 E 主环三甲基氢醌生产工艺及使用企业



资料来源：合成生物学期刊《维生素 E 的“前世”和“今生”》，秣宝网，山西证券研究所

表 2：2024 年全球主要维生素 E 供给商名义产能（规格：50%粉）

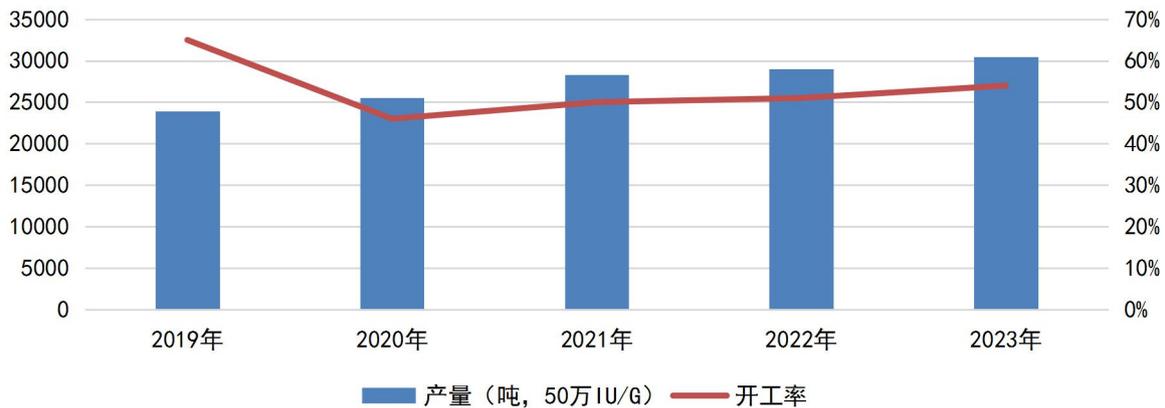
公司	产能（吨）	占比	规划/在建产能（吨）
新和成	60000	21.43%	
帝斯曼	60000	21.43%	
能特科技（益曼特）	30000	10.71%	
浙江医药	50000	17.86%	
巴斯夫	40000	14.29%	
北沙制药	20000	7.14%	
海嘉诺	20000	7.14%	
花园生物			20000
天新药业			20000
合计	280000		

资料来源：Wind，21 世纪经济报道，新浪财经，精化大不同，中国畜牧杂志，公司投资者互动（2024.8.16），《关于宁夏子公司投资建设精细化工产品项目及配套热电项目的公告》，《大丰海嘉诺维生素 E 油粉竣工环境保护验收报告》，百川盈孚，山西证券研究所

维生素 A：起始原料 β-紫罗兰酮上游柠檬醛工艺复杂，决定维 A 行业集中度高。维生素 A 工艺分为 Roche 法和 BASF 法。Roche 工艺技术成熟、收率稳定，目前帝斯曼、新和成和金达威采用此工艺，巴斯夫、浙江医药和安迪苏采用 BASF 工艺。两种工艺均以 β-紫罗兰酮为起始原料，β-紫罗兰酮以柠檬醛和丙酮为原料合成，其中合成柠檬醛被巴斯夫、新和成、可

乐丽株式会社（日本）垄断。根据百川盈孚，2023年全球维生素A产量约3万吨，开工率约54%。2024年全球维生素A产能约4.45万吨，其中以新和成为代表的国内企业合计产能约1.76万吨，占有率达40%，对于维生素A供给端影响较大。

图 21：全球维生素 A 产量情况



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

表 3：全球柠檬醛产能情况

公司	产能 (吨)	占比	在建产能 (吨)
巴斯夫	50000	79.4%	68000
新和成	8000	12.7%	
可乐丽	5000	7.9%	
万华化学			48000
合计	63000		

资料来源：观研天下，万华化学 2023 年度业绩说明会，湛江发布，山西证券研究所

表 4：2024 年全球主要维生素 A 生产商产能（规格：50 万 IU/g）

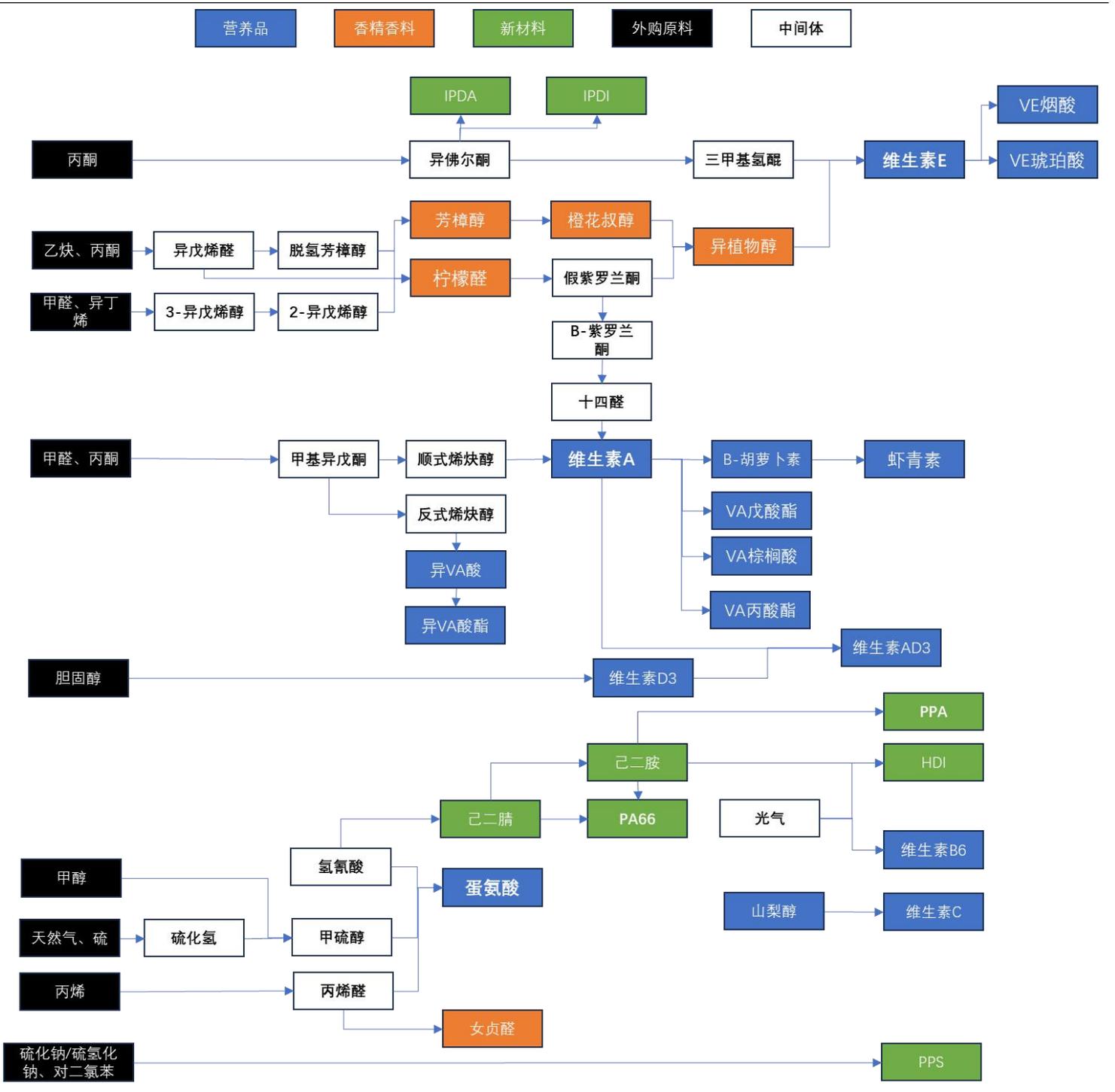
公司	产能 (吨)	占比	规划或在建产能 (吨)
巴斯夫	14400	26.7%	
新和成	8000	14.8%	
帝斯曼	7500	13.9%	
浙江医药	5600	9.3%	2400
安迪苏	5000	9.3%	
金达威	4000	7.4%	
天新药业			1000
花园生物			6000

公司	产能（吨）	占比	规划或在建产能（吨）
合计	44500		

资料来源：南财快讯，华夏时报，药融云，花园生物 2023 年年报，《绍兴市生态环境局拟对浙江医药股份有限公司昌海生物分公司生命营养品厂二期项目环评文件作出审批意见的公示》，山西证券研究所

核心技术领先，以成本和品质优势构筑维生素龙头地位。新和成联合高校历经 10 余年研发，2006 年柠檬醛研发成功，成为国内首家、全球第三家大规模生产柠檬醛的企业。公司创立芳香醇和柠檬醛的高效技术路线，2014 年底全部应用到香料生产线中。公司首创自活化超临界反应技术，实现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的产业链；突破选择性氢化的调控技术，实现香气品质的稳定可控，纯度高于竞品 0.5%，杂质数量下降 50%。与国际同类技术相比，公司芳樟醇与柠檬醛的生产成本分别下降 16.8% 和 13.4%，有助于降低下游维生素 A、E 成本。除柠檬醛以外，维生素 E 的重要中间体三甲基氢醌以及脂肪族异氰酸酯 IPDI 可共用异佛尔酮。维生素 B6 和 HDI 共用光气，而光气为剧毒气体，国家对光气行业进行严格的监管和控制，具备准入壁垒。己二腈和蛋氨酸可共用氢氰酸，公司 18 万吨液体蛋氨酸即依托镇海炼化的丙烯腈联合装置副产氢氰酸，进一步降低成本。

图 22：公司维生素、蛋氨酸、香精香料及新材料板块实现了重要中间体的有效利用



资料来源：浙江新和成股份有限公司首次公开发行股票招股说明书摘要，《维生素E合成路线研究进展》，石化联合会化工新材料专委会援引原料药情报局，芳樟醇与柠檬醛系列香料关键技术研发及产业化项目信息公示表，生物工程学报，《柳志强团队：脂溶性维生素的生物合成》，Wind，2024年3月20日互动易，2021年8月25日互动易，2020年4月

21 日互动易，同花顺金融研究中心，中国化工报，山东新和成氨基酸有限公司 E 工艺验证项目环境影响报告书，山东新和成精化科技有限公司高端尼龙和高端光学级材料项目，化工新材料，中国化信咨询，新和成官网，亚太易和，浙江新和成特种材料有限公司 30000 吨/年纤维级聚苯硫醚(PPS)及 20000 吨/年复合聚苯硫醚(PPS)新材料建设项目环境保护设施（先行）竣工验收监测报告，山西证券研究所

复盘维 A 和维 E 价格历史，供给端变化为主要因素，需求端为辅。维生素行业周期性强，行业集中度高，因此主要生产企业的行为对维生素产品价格产生巨大影响。我们认为，维生素行业的景气周期可以总结为以下三个阶段：

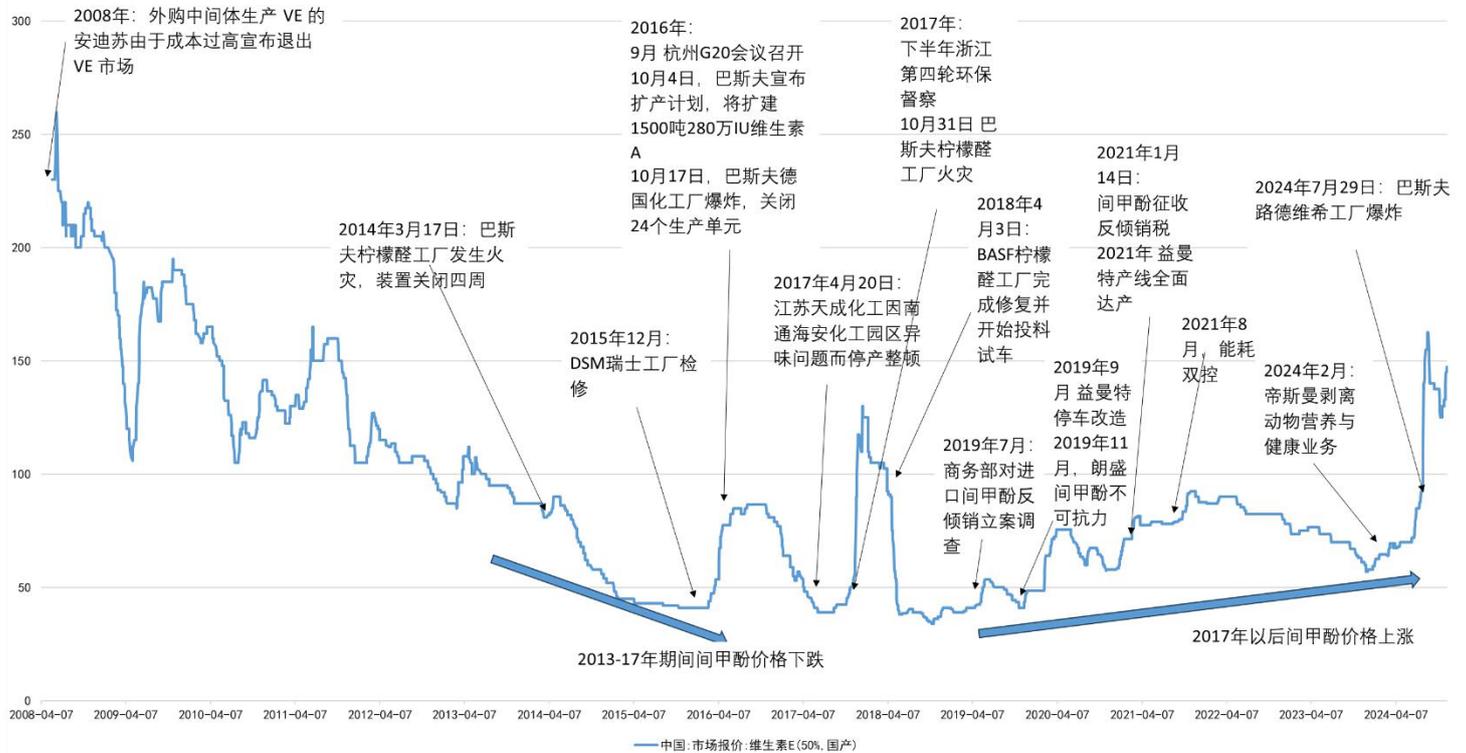
1) 稳定盈利期：维生素工艺复杂，壁垒高，部分品种审批受限，产能建设周期较长，因此竞争格局稳定，盈利良好，龙头企业乐于维持现状。

2) 供给端突变导致价格暴涨，吸引新进入者：由于格局稳定，较老装置发生事故（如巴斯夫工厂多次发生故障）、全行业环保检查（如 2016 年 G20 会议、2017 年浙江环保督察、2021 年能耗双控）以及自然灾害都可能导致产品或原料供应受限，维生素因此价格暴涨，现有企业挺价，吸引新进入者布局，但由于建设周期较长，在此期间扩产预期对价格影响有限

3) 盈利下行，行业洗牌，新格局形成：此前停产产能恢复生产，价格下跌；或是此前扩产产能投产，价格进一步下跌，行业竞争加剧，盈利恶化，导致现有企业退出（如 2008 年的安迪苏、2024 年的帝斯曼），行业洗牌形成新的竞争格局。

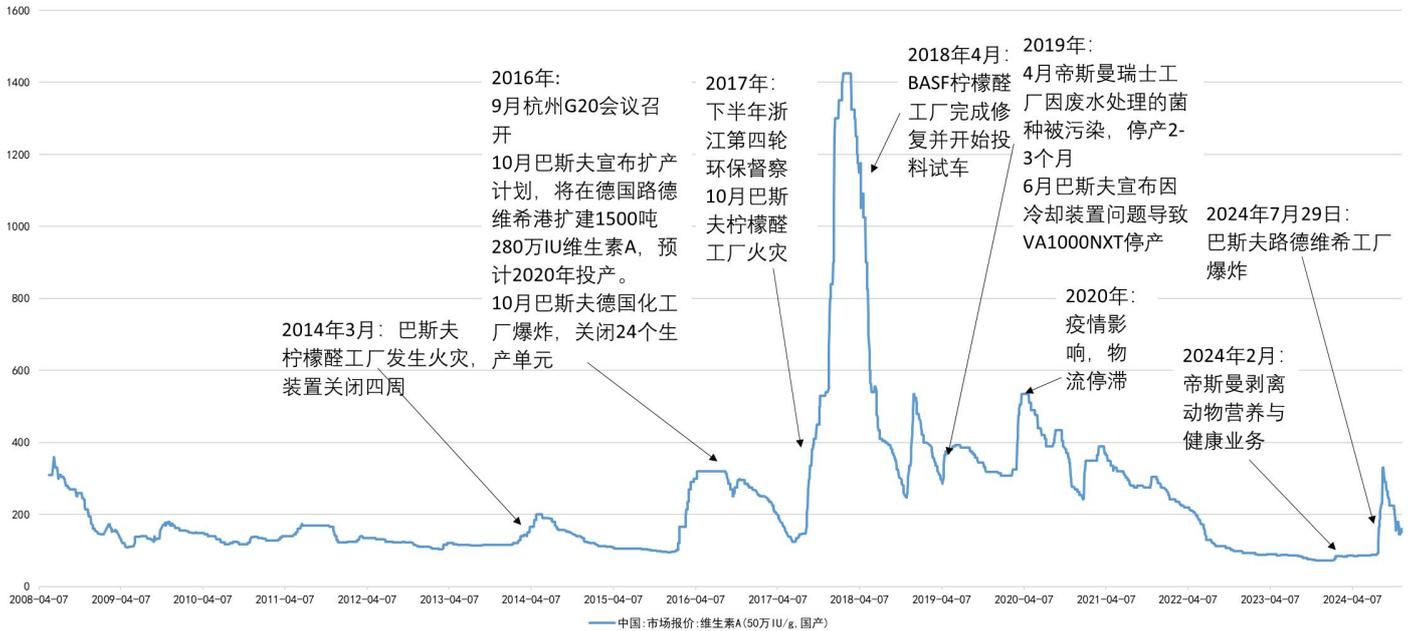
在周期轮回中，需求端的变化也会影响价格波动。例如 2022 年俄乌冲突导致的海外经济衰退，全球生猪存栏量仅增长 0.03%，其中北美洲几乎零增长，欧洲同比减少 4.06%，亚洲仅增长 0.59%，在此期间维 A 及维 E 价格表现不佳。

图 23：维生素 E 价格历史复盘（单位：元/千克）



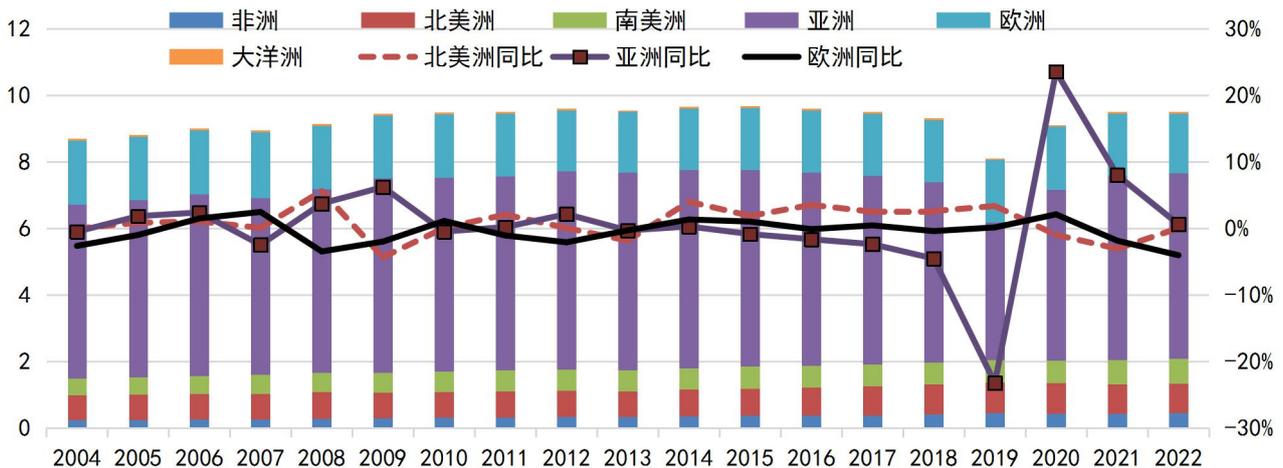
资料来源：智研咨询，北京巨农同创，饲料巴巴，生意社，野马财经，慧通数据，新浪财经援引上海证券报，世贸组织研究会贸易救济专委会，能特科技 2024 年 8 月 3 日互动易，冶金工业规划研究院，帝斯曼芬美意官网，慧正资讯，饲料行业信息网，中国石油石化，中国奶牛，长江云新闻，Wind，博亚和讯，山西证券研究所

图 24：维生素 A 价格历史复盘（单位：元/千克）



资料来源：北京巨农同创，饲料巴巴，野马财经，智通财经，智研咨询，格隆汇，帝斯曼芬美意官网，中国石油石化，Wind，博亚和讯，山西证券研究所

图 25：2022 年欧洲、亚洲、北美洲生猪存栏量增长较弱（单位：亿头）

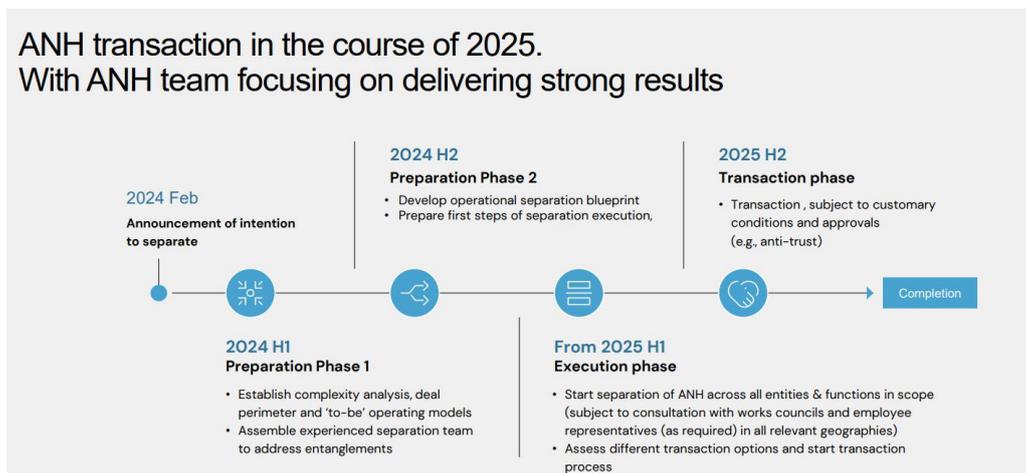


资料来源：Wind，联合国粮农组织，山西证券研究所

本轮维生素周期特征：帝斯曼退出叠加巴斯夫事故停产，大幅减少维生素供应，国内头部企业地位有望进一步提升。2024 年以来，维生素行业供应端明显收缩。2024 年 2 月 15 日，

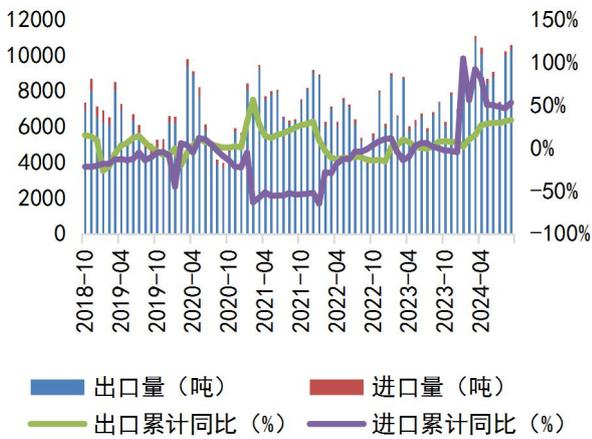
帝斯曼宣布基于全球维生素市场的低迷现状故而剥离动物营养板块，以降低维生素业务对公司收益波动的风险敞口。2022 年底以来，帝斯曼江山维生素 C 生产已经大幅减少，并于 2023 年 5 月中旬完全关闭；2023 年 6 月，帝斯曼宣布关闭上海星火维生素 B6 工厂，并于 2024 年 3 月完成江山工厂向靖江富克斯健康科技有限公司的转让。根据帝斯曼披露，公司预计 2025 年下半年完成动物营养板块的出售交易。2024 年 7 月 29 日，巴斯夫路德维希港工厂南部爆炸引发大火，14 名工人受轻伤。8 月 7 日，巴斯夫宣布由于不可预见的外部因素，维生素 A、维生素 E 和类胡萝卜素产品，以及某些香料原料，包括罗兰酮、乙基芳樟醇、橙花叔醇和异植醇等，将从即日起暂停供货。8 月 21 日，巴斯夫声明，维生素 E、A 和类胡萝卜素产品启动假设为 2025 年 1 月，至少需要几个月时间恢复生产。2024 年 10 月 17 日，巴斯夫更新不可抗力声明，维生素 A 生产将于 2025 年 4 月初重启，维生素 E 将于 2025 年 7 月初重启。帝斯曼退出和巴斯夫事故验证了近年来国外维生素龙头企业产能装置老化陈旧导致的成本竞争力缺乏以及供应受限的现状，进而推动了对海外市场对中国维生素的需求。根据海关数据，2024 年 1-9 月国内维生素 A 累计出口 4658.53 吨，同比增长 31.23%；维生素 E 累计出口 82339.32 吨，同比增长 32.53%。以国内新和成为代表的国内维生素龙头企业明显受益。

图 26：帝斯曼动物营养板块出售预计于 2025 年下半年完成



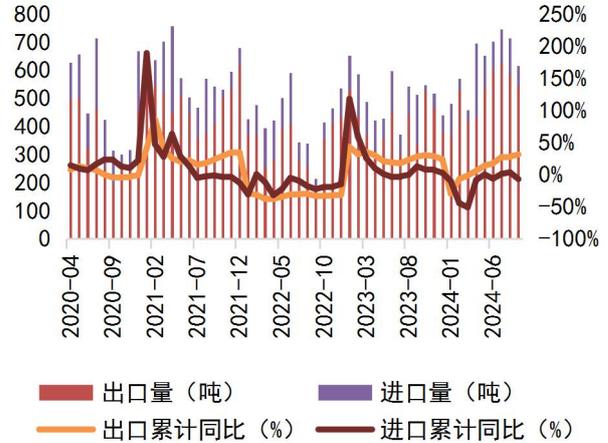
资料来源：帝斯曼芬美意，山西证券研究所

图 27：维生素 E 进出口情况



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 28：维生素 A 进出口情况



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

与市场的观点不同，我们认为即使 2025 年巴斯夫装置复产，对于维生素 E 价格的负面影响相对有限。统计 2006 年以来德国维生素进口数据，我们发现，与其他品种相比，德国维生素 E 进口量大幅增长。如果将德国 2006 年各品种维生素的进口量标准化为 1，到 2023 年，维生素 E 值为 2.98，维生素 C 为 1.57，而其余品种均为 0.9-1.1 附近波动。考虑到德国 2006 年以来猪、牛存量头数下行，维生素需求端的变化相对有限，故而维生素 E 进口量的大幅增长原因或在于巴斯夫维生素 E 生产装置长期老化，实际产量或远低于名义产能宣称的 4 万吨，需要依赖海外进口。因此即使巴斯夫复产，全球维生素 E 实际供应并不会有明显改善，我们认为 2025 年维生素 E 的价格仍有望维持高位。

图 29：德国 2006 年以来维生素进口量（2006=1）

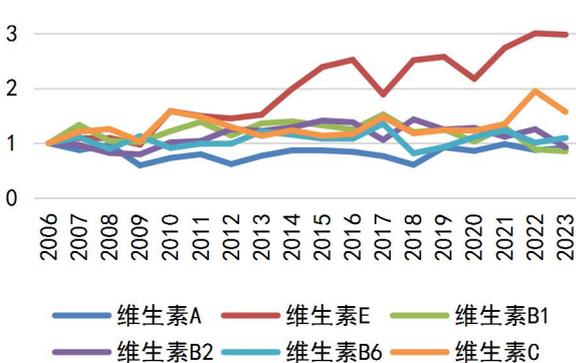
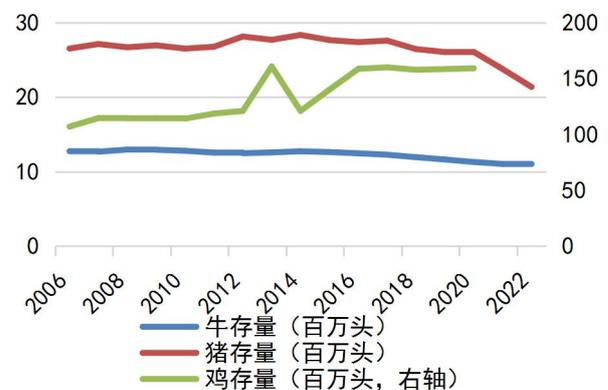


图 30：德国 2006 年以来各类牲畜存量

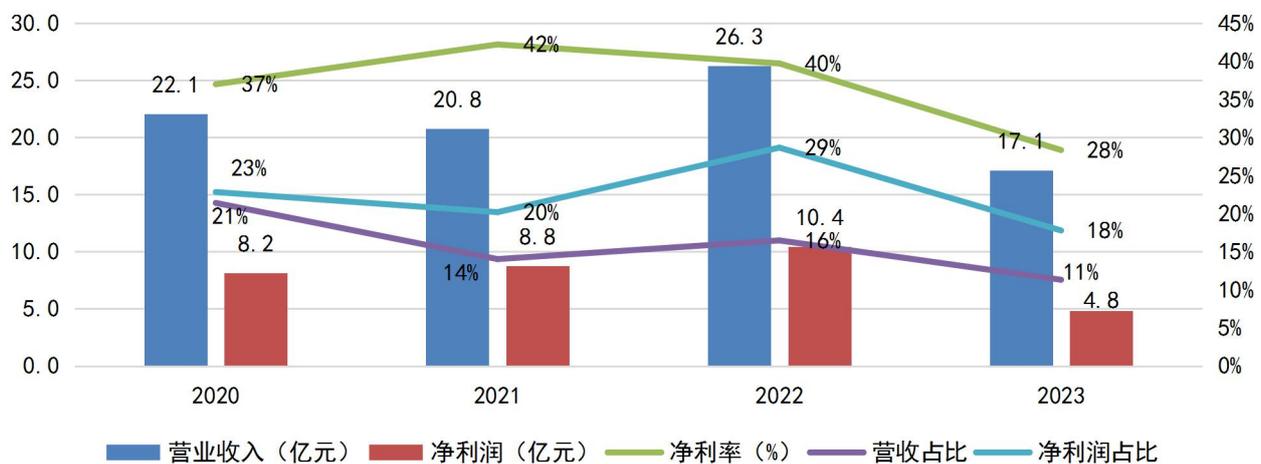


资料来源：德国联邦统计局，山西证券研究所

资料来源：联合国粮农组织，Wind，山西证券研究所

维生素业务奠定公司盈利基本盘，价格上涨带来高盈利弹性。根据公司环境信息公告报告，山东新和成维生素公司主要产品包括饲料级维生素 E，2020-2023 年期间占公司营收的 10-20% 左右，占公司净利润的 18-30% 左右，是公司业务的基本盘。即使是在维生素 E 价格承压的 2023 年，净利率仍高达 28%。我们测算在满产假设下，若维生素 A、E、B6、C 每千克上涨 10 元，公司净利润可增厚 0.8、6、0.6、4.5 亿元。

图 31：山东新和成维生素公司营收、净利润及占比情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 5：新和成维生素理论盈利弹性测算

	产能 (吨)	弹性 (亿元, 每涨价 10 元)	弹性 (亿元, 每跌价 10 元)	24Q3 均价 (元/千克)	24Q4 均价 (元/千克)	24Q4 理论净利润变动 (亿元)
维生素 A	8000	0.8	-0.8	193	175	-0.36
维生素 E	60000	6	-6	124	132	1.18
维生素 B6	6000	0.6	-0.6	157	163	0.09
维生素 C	45000	4.5	-4.5	112	113	0.15

资料来源：Wind，博亚和讯，中国饲料工业协会，2023 年 3 月 28 日、2023 年 12 月 19 日、2024 年 7 月 12 日投资者问答，山西证券研究所

3. 蛋氨酸：高壁垒的百亿级饲料添加剂，再造一个新和成

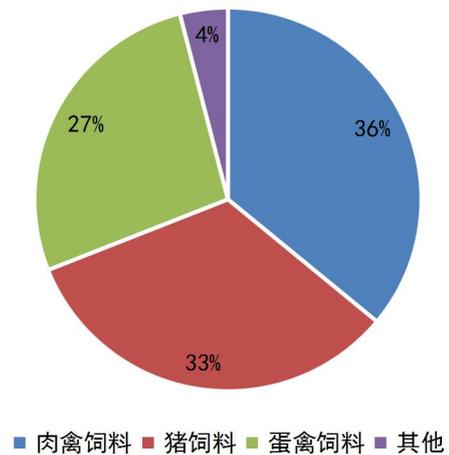
蛋氨酸又称甲硫氨酸，是动物体内必需的 24 种氨基酸中唯一的含硫氨基酸，不能自身生成，必须由外部获得。90%的蛋氨酸用于饲料添加剂，可以在短时间内帮助动物快速生长，增加瘦肉量和缩短饲养周期。根据安迪苏测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元，占总生产成本约 23%，能有效提高家禽生产行业利润率。当饲喂玉米-豆粕型日粮时，蛋氨酸是家禽的第一限制性氨基酸。肉禽约占饲料用蛋氨酸需求的 36%，生猪占 33%，蛋禽占 27%。

图 32：蛋氨酸的添加可显著降低饲料成本



资料来源：蓝星新材《重大资产置换及发行股份并支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》，山西证券研究所

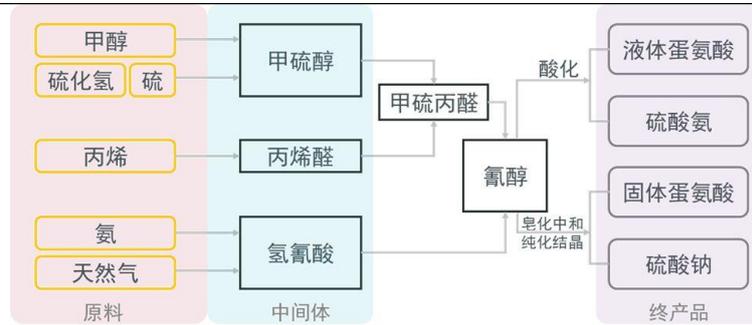
图 33：禽类为蛋氨酸主要下游需求



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

蛋氨酸行业技术壁垒较高，产业链一体化及环保要求高。蛋氨酸的生产过程较长，且涉及多种易燃、易爆、剧毒、恶臭物质，产品的结晶工艺也较为复杂。蛋氨酸生产环保门槛较高，硫化氢、氢氰酸等剧毒危险化学品不宜长途运输和长期储存。若周边有二硫化碳企业可获取其副产硫化氢，丙烯腈装置副产氢氰酸，可实现原料供应一体化，提升企业竞争力。

图 34：氰醇法化学合成固体蛋氨酸及液体蛋氨酸工艺



资料来源：安迪苏，山西证券研究所

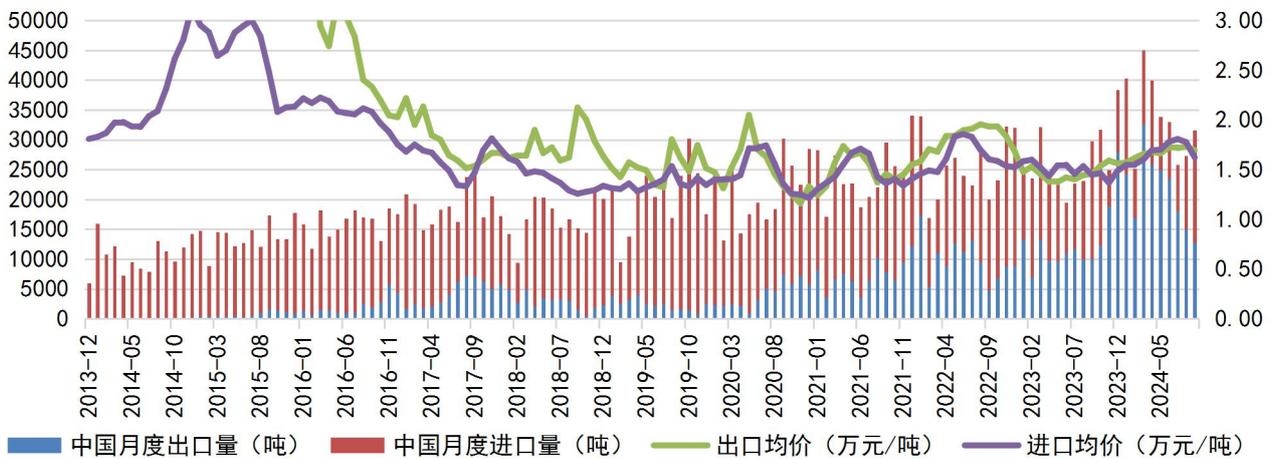
蛋氨酸需求增长稳健，全球市场约 325 亿元，技术突破推动国产化率持续提升。2023 年全球蛋氨酸需求量约 160 万吨，同比增长 3%；国内需求量约 43 万吨，同比增长 8%，占全球需求的 27%。2021-2023 年期间国内蛋氨酸需求增速高于全球增速，主要受益于豆粕减量替代政策推广下蛋氨酸在国内饲料添加剂应用的渗透率提升。国内企业蛋氨酸技术突破及产能释放推动蛋氨酸国产化率持续提升，出口增长迅速。2020 年至 2023 年期间，国内进口蛋氨酸占比由 59%下降至 38%，相应的，国内蛋氨酸产量全球占比由 19%提升至 35%。

表 6：全球及中国蛋氨酸供需情况

	2020	2021	2022	2023
全球蛋氨酸需求量（万吨）		150.0	155.0	160.0
yoy			3%	3%
中国蛋氨酸需求量（万吨）	35.0	39.0	40.0	43.0
yoy		11%	3%	8%
中国需求量占比（%）		26%	26%	27%
中国蛋氨酸出口量（万吨）	5.0	8.9	11.8	15.4
yoy	73%	79%	33%	31%
中国蛋氨酸进口量（万吨）	20.7	20.4	18.7	16.3
yoy	-6%	-1%	-8%	-13%
中国蛋氨酸进口量/需求量（%）	59%	52%	47%	38%
中国蛋氨酸均价（元/吨）	18035	19565	20048	20299
国内蛋氨酸市场规模（亿元）	63	76	80	87
全球蛋氨酸市场规模（亿元）		293	311	325

资料来源：Wind，新和成 2021-2023 年年报，VIVworldwide，2024 年 5 月 15 日投资者关系活动表，海关统计数据平台，博亚和讯，山西证券研究所

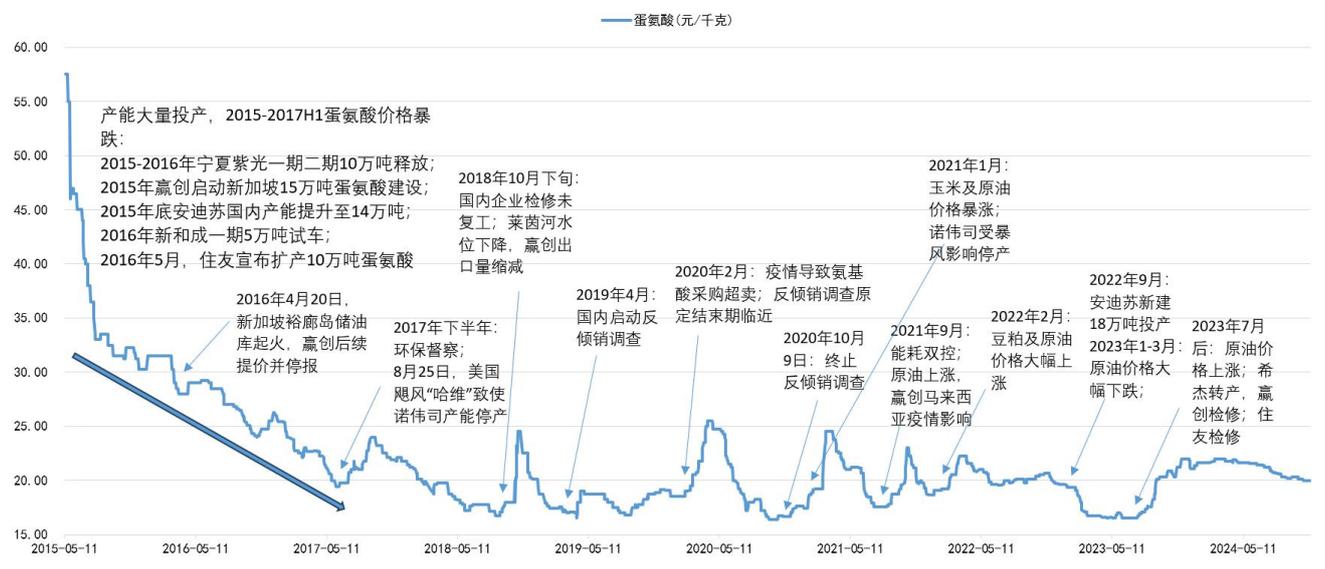
图 35：国产替代推动蛋氨酸价格下降至 2 万元以内，2020 年以来中国出口量持续增长



资料来源：海关统计数据平台，山西证券研究所

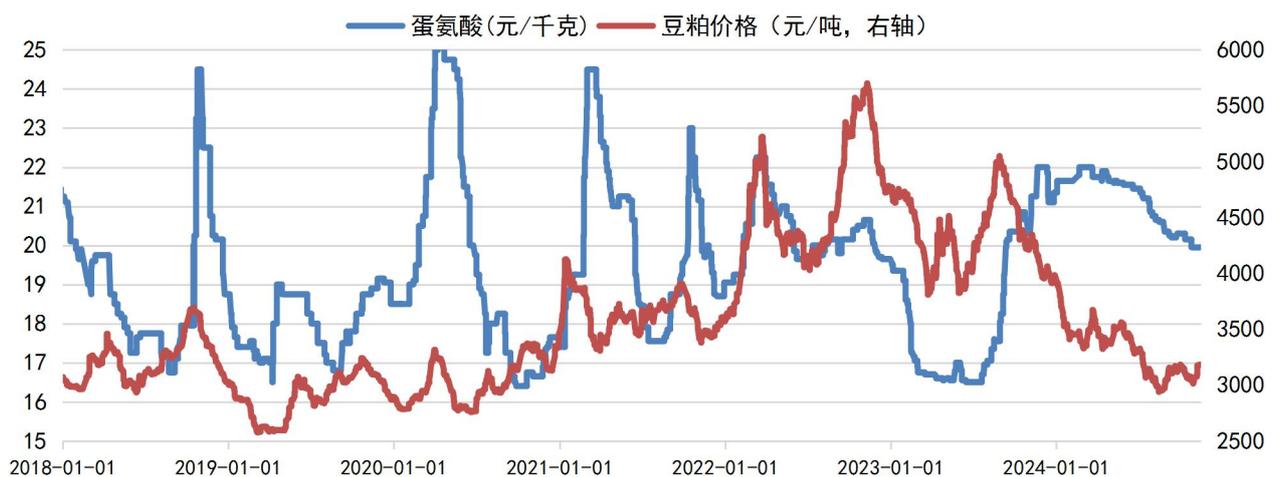
蛋氨酸价格分析：蛋氨酸作为需求稳定增长的品种，其价格变化长期受到供应端增减的影响，而中短期则与上游原料、替代品豆粕、检修及突发事件影响有关。2015-2017 年期间，海外蛋氨酸龙头和以新和成为代表的国内企业纷纷扩产蛋氨酸，导致蛋氨酸长期价格中枢下降至 2 万元/吨。从短期看，蛋氨酸价格受上游石化原料和替代品豆粕价格支撑，自然灾害和意外事故导致的装置故障和检修会助推蛋氨酸价格急涨。此外，2018 年以来国内对蛋氨酸的反倾销调查曾催化了蛋氨酸涨价预期。目前看，全球蛋氨酸竞争格局趋于稳定，主流企业根据下游需求和库存情况通过检修等方式调整生产节奏，因此蛋氨酸价格围绕 2 万元/吨中枢波动。

图 36: 蛋氨酸价格（单位：元/千克）影响因素：长期看供应端增减，中短期看上游原料、替代品豆粕、检修及突发事件影响



资料来源：慧通数据，畜牧人，买化塑，博亚和讯，饲料巴巴，秣宝网，Mysteel 农产品网，饲料研究，Wind，山西证券研究所

图 37: 作为替代品，豆粕价格的拉涨通常会带动蛋氨酸价格上升



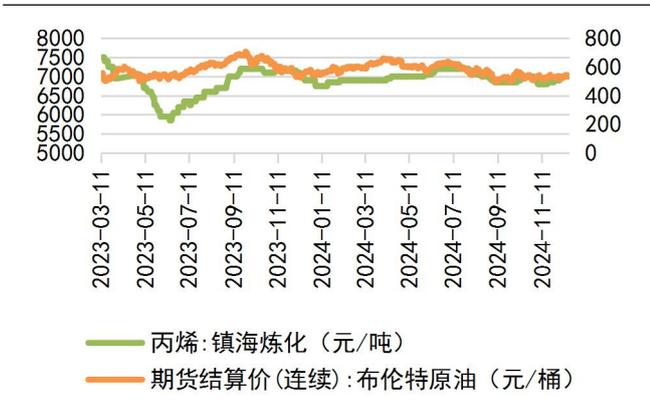
资料来源：Wind，汇易网，博亚和讯，山西证券研究所

图 38：成本端看，丙烯、液碱、天然气、硫磺、甲醇水构成了影响海因法蛋氨酸原料成本的主要因素

各项成本 (元/吨)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
硫磺	852	615	690	659	603	623	766
甲醇	653	580	599	615	618	643	604
丙烯	3,331	3,008	3,074	3,173	3,095	3,116	3,128
液碱	2,531	2,210	2,132	2,236	2,007	2,056	2,074
硫酸	240	190	234	289	269	351	445
二氧化碳	21	21	21	22	22	27	39
液氨	214	145	168	202	158	160	146
对苯二酚	62	55	46	39	38	39	40
次氯酸钠	5	5	4	4	4	4	4
醋酸	8	8	10	9	8	8	8
水	36	36	36	36	36	36	36
电	1046	1046	1046	1046	1046	1046	1046
天然气	1866	1329	1273	1652	1428	1331	1522
合计成本	10865	9248	9334	9982	9333	9440	9859
售价 (含税)	17781	16639	17864	21206	21790	21631	20687
价差	6916	7391	8530	11224	12457	12191	10828

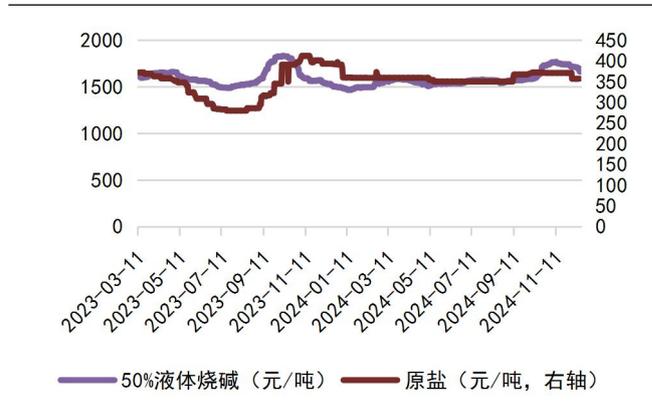
资料来源：重庆紫光天化蛋氨酸有限责任公司 6 万吨/年 D-饲料级蛋氨酸项目环境影响评价报告公示简本，Wind，化工在线，国家统计局，中国氯碱网，隆众资讯，海关统计数据平台，重庆长寿区人民政府，重庆市城市管理局，博亚和讯，山西证券研究所

图 39：丙烯价格受原油价格影响



资料来源：Wind，金联创，ICE，山西证券研究所

图 40：液碱价格受原盐影响

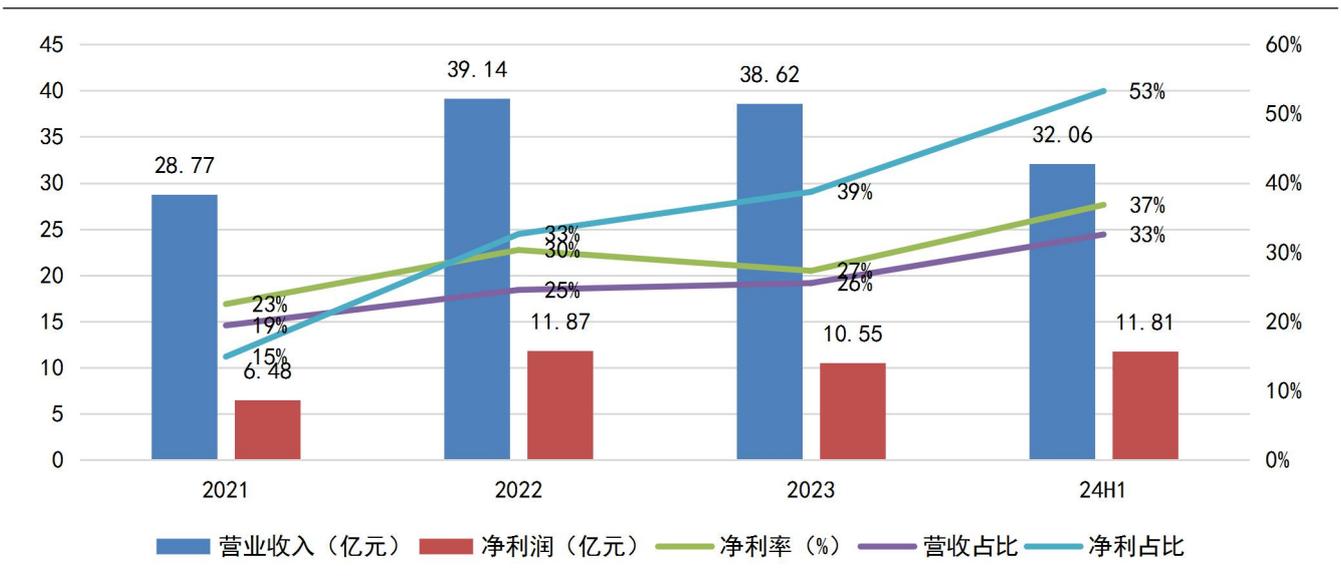


资料来源：Wind，百川盈孚，中国氯碱网，山西证券研究所

公司已跻身全球蛋氨酸第一梯队，积极拓品布局液体蛋氨酸，有望再造一个新和成。蛋氨酸是新和成继维生素之后布局的重要新品。蛋氨酸装置曾集中在赢创、安迪苏、诺伟斯以及住友等传统饲料添加剂企业。2005 年新和成开始布局蛋氨酸项目，历经约 10 年的技术攻关，2014 年 7 月实现小试；2017 年 1 月，公司蛋氨酸一期 5 万吨产能开车试产成功；2020 年 10

月公司二期 10 万吨产线投产；2023 年 6 月，公司年产 15 万吨蛋氨酸新产能建设完成，并进入试车与产能爬坡阶段，2024 年上半年公司 30 万吨固体蛋氨酸实现营收 32.06 亿元，实现归母净利润 11.81 亿元，净利率高达 37%，实现满产满销，占公司上半年营收的 33%，净利润的 53%；继固体蛋氨酸之后，公司布局液体蛋氨酸，液体蛋氨酸符合现代饲料工业自动化和智能化的发展趋势，且具备普通 DL-蛋氨酸不具备的酸性特点和促进抗氧化特性，在“禁抗”背景下凸显其应用价值。2023 年 1 月，公司公告与中石化镇海炼化分公司合资建设年产 18 万吨液蛋（折纯）项目，合计投资 25.9 亿元，预计 2024 年年底建成，2025 年进入试车阶段，该项目充分利用镇海基地其他原料，实现“炼油-丙烷脱氢-丙烯-丙烯腈-蛋氨酸”一体化。根据石化联合会化工新材料专委会，11 月 6 日，项目装置已经建成。我们测算满产条件下，该项目可为新和成贡献 13.82 亿收入以及 5.11 亿净利润。

图 41：山东新和成氨基酸有限公司收入利润情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 7：新和成 18 万吨液体蛋氨酸理论业绩贡献

项目	数据
液体蛋氨酸均价（元/吨，参照 24 年 11 月 19 日价格水平）	15350
公司产能（吨）	180000
新和成持股比例	50%
理论满产营收（亿元）	13.82
净利率（%，参考公司 24H1 固体蛋氨酸水平）	37%

项目	数据
理论净利润（亿元）	5.11

资料来源：Wind，博亚和讯，《新和成关于签署股东协议暨对外投资进展公告》，石化联合会化工新材料专委会，山西证券研究所

4. 香精香料：全球“嗅觉经济”复苏，规模效应带来高盈利能力

香精香料：全球市场超 300 亿美元，增长受发展中国家消费升级驱动。香精香料包括香料（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、饮料等各种日常生活场景。香料是能被嗅觉嗅出香气或被味觉尝出香味的物质。香料的分子量一般不大于 400，具有相当大的挥发性，由于香料的香气和（或）香味比较单调、或者较弱、或者持久性差，需经过调和配制成香精用于加香产品后间接消费。

2023 年全球香精香料市场规模约 306 亿美元，中国市场规模约 439 亿元，占全球市场规模的五分之一。发达国家香精香料市场已趋于成熟，因此全球香精香料市场增长主要受中东欧、中东非以及亚太地区的发展中国家消费升级需求驱动。**2018-2023 年期间，全球香精香料市场复合增速约为 2.4%，国内市场复合增速约为 2.6%，预计到 2026 年国内香精香料市场超过 500 亿元。**目前食品饮料、日化和烟草领域分别占国内香精香料需求的 43%、41%和 8%。

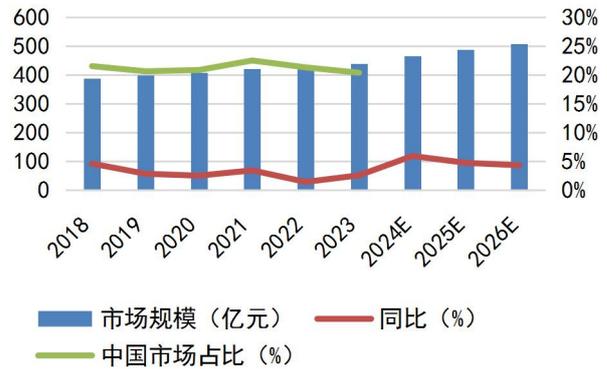
表 8：香料分类及市场规模

分类	特点	全球年均用量	数量	品种举例
合成香料	大宗常用	5,000 吨以上	100 多种	芳樟醇、香叶醇、香兰素、桃醛、椰子醛、麦芽酚等
	一般常用	500—5,000 吨	300 多种	麝香 T、丁位十二内酯、乙偶姻、薄荷酰胺等
	次常用	20—500 吨	1,000 多种	草莓酸、丙位己内酯、硫噻唑等
	不常用或非普遍使用	几十公斤至几吨	5,000 多种	茶香酮、茶螺烷、糖内酯、1-辛烯-3-醇、2, 4-癸二烯醛等
天然香料	—	—	约 500 种	玫瑰油、茉莉浸膏、香荚兰酊、白兰香精等

资料来源：爱普股份招股说明书，山西证券研究所

图 42：全球香精香料市场规模

图 43：国内香精香料市场规模



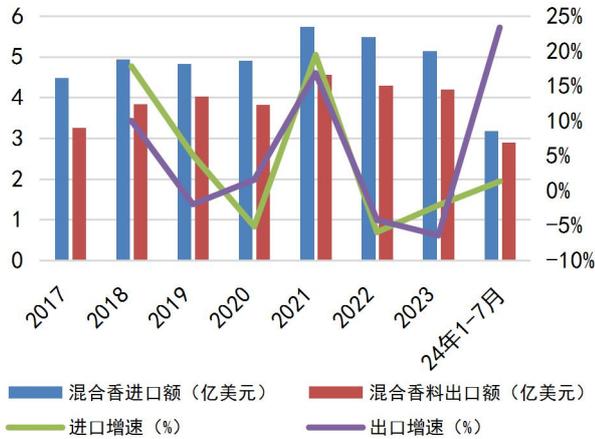
资料来源：艾媒咨询，Symrise，艾媒数据中心，山西证券研究所

资料来源：《香精香料行业“十四五”发展规划》，艾媒数据中心，艾媒咨询，山西证券研究所

2024 年全球“嗅觉经济”复苏，四大巨头业绩改善，国内香料企业受益。全球香精香料行业高度集中，2013 年至 2019 年，全球前十家香料香精公司的销售额占全球总销售额约 75% 左右，奇华顿、帝斯曼芬美意、IFF 和德之馨四家公司合计市场份额均保持在 50% 以上。由于发展中国家市场增长较快，全球香精香料市场重心的变化使得主要巨头将产能和研发布局转移至新兴市场，给予国内香料企业发展机会。全球香精香料巨头对外采购部分品类的香料产品作为香原料调配香精，包括新和成在内的国内香料厂商为全球香精香料巨头的上游供应商。2024 年全球香精香料行业迎来强劲复苏，全球香精香料巨头业绩实现高个位数增长，奇华顿同比+9.2%，帝斯曼芬美意同比+7%，德之馨同比+12.1%，IFF 同比+4%。**根据海关数据，2024 年 1-7 月，国内混合香料出口额达 2.89 亿美元，同比增长 23.3%，出口增速远超进口增速，反映国内企业在香精香料行业供应链地位进一步提升。**

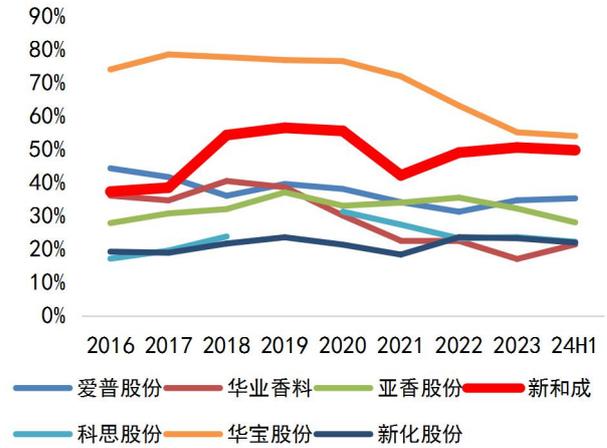
新和成：全球香精香料行业重要供应商，公司强大的规模效应带来突出的盈利能力。公司是国内规模最大的香精香料生产商，主要生产芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、女贞醛、薄荷醇等多种香料，持续稳健增长。根据公司 2019 年末公告，公司产品市场占有率可达 50%-60%，覆盆子酮系列占有率达 90% 以上。2024 年上半年公司香精香料业务达 19.25 亿元，同比增长 17.9%，营收规模高于可比上市公司。规模效应为新和成带来了显著的成本优势。与竞争对手相比，公司毛利率中枢接近 50%，竞争对手大多低于 40%，此外，由于华宝股份香精业务占比较高，因此毛利率高于香料生产企业。

图 44：2024 年国内香料出口增长超 20%



资料来源：Wind，海关数据统计平台，山西证券研究所

图 45：新和成香精香料毛利率呈提升趋势



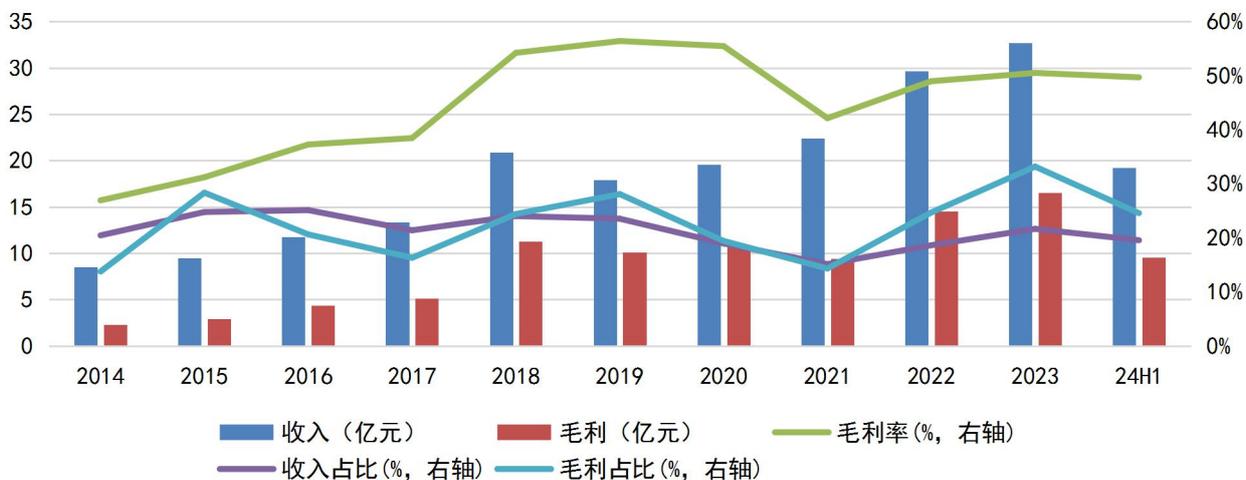
资料来源：Wind，山西证券研究所（爱普股份、新和成与科思股份为香精香料类产品毛利率）

图 46：国内主要香精香料企业营收（亿元）及增速

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
新和成	13.34	20.86	17.93	19.56	22.39	29.67	32.74	19.25
同比		13.0%	56.4%	-14.0%	9.1%	14.5%	32.5%	10.3%
爱普股份	6.26	7.18	7.67	7.54	7.80	7.32	7.35	3.87
同比		5.7%	14.8%	6.8%	-1.7%	3.5%	-6.1%	0.3%
华业香料	2.18	2.58	2.15	2.06	2.46	2.55	2.69	1.73
同比		12.9%	18.5%	-16.8%	-4.1%	19.6%	3.4%	5.7%
亚香股份	3.70	4.49	5.11	5.75	6.21	7.05	6.30	3.61
同比		19.8%	21.3%	13.8%	12.5%	8.1%	13.6%	-10.7%
科思股份	1.98	2.34	2.42	3.17	3.23	2.89	3.08	1.93
同比		18.6%	18.4%	3.6%	30.7%	1.8%	-10.5%	6.8%
华宝股份	21.98	21.69	21.85	20.94	19.41	18.94	14.85	6.62
同比		-16.0%	-1.3%	0.7%	-4.2%	-7.3%	-2.4%	-21.6%
新化股份	20.27	22.32	17.18	23.21	25.55	26.83	25.97	14.83
同比		27.4%	10.1%	-23.0%	35.1%	10.1%	5.0%	-3.2%

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 47：新和成香精香料业务营收及毛利率

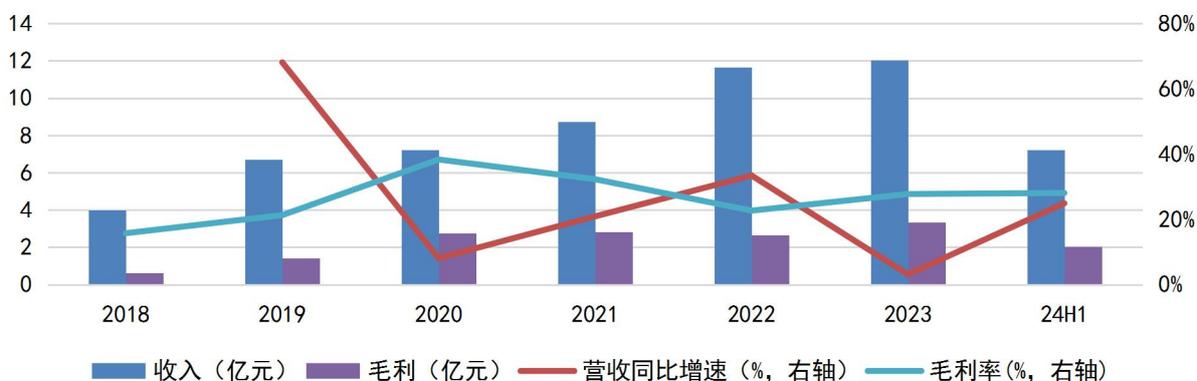


资料来源：Wind，山西证券研究所

5. 新材料：PPS 国产替代推动者，布局己二腈及异氰酸酯新赛道

公司重点发展高性能聚合物及关键中间体，在 PPS 等材料领域确认龙头地位，主要产品包括聚苯硫醚（PPS）、高温尼龙（PPA）、HDI、IPDA 等，未来向己二腈和尼龙 66 等产品扩张。2018 年至 2024 年上半年期间，公司新材料板块营收持续正增长，毛利率近年来保持稳定。

图 48：公司新材料板块毛利率稳定，营收持续增长



资料来源：Wind，新和成 2021 年年报，2022 年年报，2024 年半年报，山西证券研究所

5.1 PPS：全球市场约百亿的高性能特种塑料，新和成产能国内领先

PPS（聚苯硫醚）具有机械强度高、耐高温、耐化学药品性、不易燃等优点，被广泛用作结构性高分子材料，通过填充、改性后广泛用作特种工程塑料，还可制成功能性薄膜、涂层及复合材料以生产耐特电路板，以实现在电子、航天、汽车等领域的应用，纤维级聚苯硫醚可用于制备耐高温、抗腐蚀的滤袋，应用于热电厂、垃圾焚烧厂尾气除尘等环保领域。**2022 年全球 PPS 市场规模约 14.51 亿美元，国内市场规模约 35 亿元，约占全球市场的 36%，Markt.US 预测到 2032 年以前全球 PPS 市场复合增长率有望保持在 9%左右。**

图 49：国内 PPS 市场规模



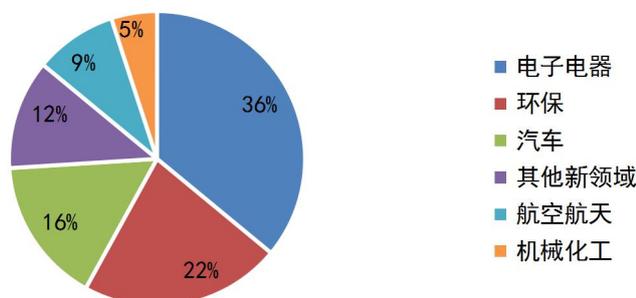
资料来源：智研咨询，成都惠恩精细化工有限责任公司，华经产业研究院，山西证券研究所

图 50：全球 PPS 市场规模



资料来源：Market.us，山西证券研究所

图 51：2023 年国内聚苯硫醚下游需求拆分



资料来源：隆众资讯，山西证券研究所

打破外企高端应用垄断，铸就 PPS 龙头地位。目前全球 PPS 产能约 20.7 万吨，其中东丽、

DIC、吴羽、东曹等日本企业合计产能约 7.63 万吨，以新和成为代表的中国企业合计产能约 8.4 万吨。PPS 国产化之路较为坎坷，20 世纪 90 年代国家大力扶持企业开展 PPS 产业化技术，但主要用于低端领域，高端 PPS 长期被美日企业垄断，2008 年，新和成联合浙江大学研发高端 PPS 生产技术，解决了国产 PPS 生产过程中助剂回收困难的问题，实现对 PPS 产品结构和相对分子质量的精准调控，以满足下游市场的多样化需求，并具备合成超高相对分子质量的 PPS 的能力，可应用于如挤出、薄膜等对相对分子质量有较高要求的场景。目前新和成 PPS 总产能已达 2.2 万吨。

表 9：全球 PPS 产能情况

公司	产能（吨）	备注
东丽	32600	5000 吨在建
日本 DIC	23000	纯树脂 23000 吨，改性等一起有 46000 吨
索尔维	20000	收购菲利普斯
吴羽	15700	由塞拉尼斯和宝理销售
浙江新和成	22000	三期 7000 吨投产
塞拉尼斯	15000	-
东曹	5000	-
韩国 HDC	12000	原 SK 化学
滨化滨阳燃化	10000	2021 年 3 月投产
重庆聚狮	10000	一期投产
铜陵瑞嘉	10000	一期项目
山东明化	10000	即将投产
新疆中泰新鑫	10000	一期 2020 年 5 月 1 日投产
珠海长先	2000	新增环保装置，从 5000 吨调整为 2000 吨
长治市霍家工业	10000	2022 年 5 月投产
合计	207300	

资料来源：成都惠恩精细化工有限责任公司，山西证券研究所

高温尼龙是具备耐热特性的尼龙材料，新和成具备 1000 吨产能。高温尼龙是一种耐热聚酰胺，可长期在 150℃ 环境上使用。高温尼龙分为 PA4T、PA6T、PA9T、PA10T、PAMXD6、PA12T 等品种，因为化学结构中具备芳环结构，都不同程度地提高了热变形温度。与 PPS 类似，高温尼龙可用于电子电气和汽车等领域。新和成自 2014 年完成高温尼龙中试车间建设，目前建有 1000 吨高温尼龙 PA6T 产线。

表 10：全球高温尼龙产能情况

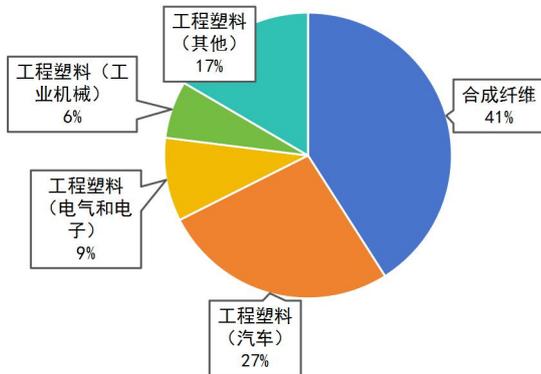
国家	公司名称	PPA 种类	商品名	产能（吨）
美国	杜邦 Dupont	PA6T	ZytelHTN	50000
比利时	索尔维 Solvay	PA6T、PAMXD6	Amodel, IXEF	20000
荷兰	帝斯曼 DSM	PA4T	ForTii	5000
瑞士	艾曼斯 EMS	PA6T、PA10T	GrivoryHT	10000
德国	巴斯夫 BASF	PA6T、PA9T	Ultramid	3000
	赢创 Evonik	PA6T、PA10T	Vestamid	5000
日本	可乐丽	PA9T	Genestar	10000
	三菱瓦斯	PAMXD6	Reny	3000
	三井化学	PA6T	Arlen	3000
	尤尼吉可	PA10T	XecoT	1000
中国	金发科技	PA6T、PA10T	Vicnyl	15000
	三力本诺	PA6T	SLHTPA	3000
	新和成	PA6T	NHU-PPA	1000
	惠生	PA10T	WISON	20000（在建）
	沃特	PA6T	-	10000（在建）

资料来源：《中国汽车新材料产业发展蓝皮书》，山西证券研究所

5.2 PA66：己二腈国产化加速，打造己二腈-己二胺-尼龙 66 一体化产能

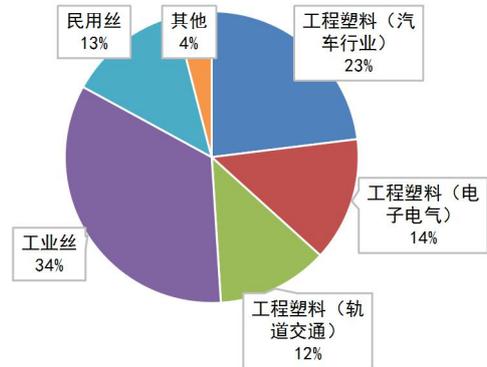
PA66：工程塑料重要品种，新能源车需求旺盛拉动消费增长。PA66 是通用工程塑料中的重要品种，因为具备较高的机械强度和硬度，可用作工程塑料，机械附件如齿轮、润滑轴承，代替金属材料做机器外壳、汽车发动机叶片等，也可用于制成合成纤维，是高端瑜伽服、速干服、弹力锦纶外衣、冲锋衣等民用服装的理想材料。在燃油车时代，PA66 在发动机周边部件、车身结构件和内外饰等领域应用广泛，发动机进气歧管、发动机支架、冷却系统部件等部件均可以 PA66 为原材料。在新能源车时代，PA66 在电池箱体、冷却系统、结构件、高压部件等多个领域得以应用。受国内己二腈进口替代、PA66 产能释放以及新能源车等下游领域需求增长，PA66 需求迎来高增长。2023 年国内 PA66 表观消费量约 52.4 万吨，同比增长 25%；出口量为 13 万吨，同比增长 10%，进口量为 19.1 万吨，同比下降 4%。

图 52：全球尼龙 66 消费结构



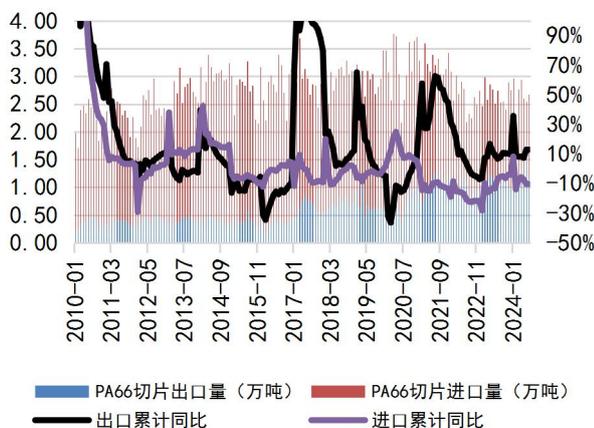
资料来源：HIS,《神马股份向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，山西证券研究所

图 53：中国尼龙 66 消费结构



资料来源：HIS,《神马股份向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，山西证券研究所

图 54：近年来国内 PA66 出口量显著增长



资料来源：Wind, 海关总署, 山西证券研究所

图 55：国内装置投产推动 PA66 表观消费量增长

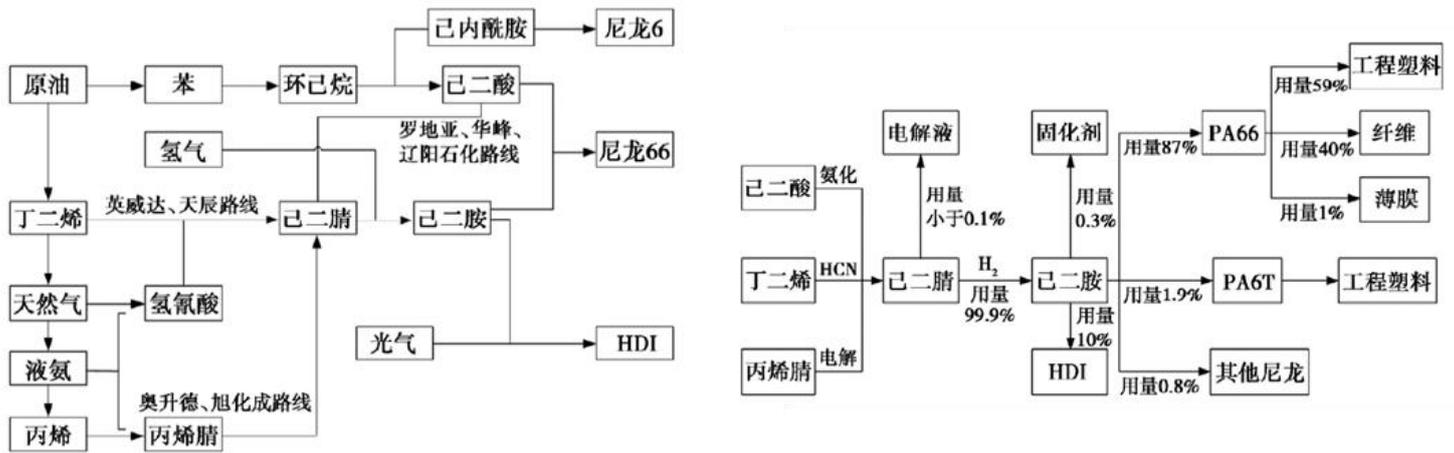


资料来源：百川盈孚, 山西证券研究所

己二腈：PA66 产业链核心材料，国产化浪潮已来。绝大部分己二腈用于生产己二胺。87%的己二胺用于生产 PA66，10%的己二胺用于生产 HDI，1.9%用于生产 PA6T。2022 年全球己二腈需求约 155 万吨，预计到 2027 年增长超过 185 万吨，复合增长率约 3.5%，其中中国需求约 38 万吨。2017-2022 年期间，国内己二腈需求复合增长率超过 6%。己二腈装置通常与己二胺及 PA66 配套，大部分己二腈装置用于本公司己二胺生产，仅有英威达、巴斯夫等企业部分

剩余己二腈外售。截止 2023 年 11 月，全球已投产己二腈产能约 240 万吨。2019 年以前，国内己二腈全部依赖进口，2019 年重庆华峰己二腈项目投产，2020 年生产己二腈约 3 万吨。2022 年国内己二腈产量约 10 万吨。

图 56：己二腈生产工艺及下游应用情况



资料来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》，山西证券研究所

新和成：实现己二胺和尼龙 66 的工艺突破，降低工艺风险性及能耗成本。根据环评报告，新和成的己二胺采用低压法连续加氢工艺，相较于国外部分企业采用的危险性较大的高压加氢工艺，大幅度降低了工艺的风险性；同时，优化了反应条件，在相对较低的低催化剂消耗下，提高了反应收率，降低能耗，提升产品质量，降低三废排放总量。此外，通过对尼龙聚合的配方和工艺等基础性关系研究，突破了连续合成技术、高温高粘体系新型熔融缩聚反应装备等工艺装备难题，开发出尼龙连续化合成工艺、新型后缩聚装备及多规格系列化产品，降低能耗和生产成本。

表 11：新和成尼龙 66 装置在工艺设备等方面具备一定优势

产品名称	新和成装置情况		国内同行业		对比情况（工艺、设备、自动化、安全设施等方面）
	生产工艺	主要生产设备	生产工艺	主要生产设备	
尼龙 66 树脂	成盐水溶液法，连续聚合	单线产能 3.5 万吨/年、4 万吨/年的连续聚合生产设备	英威达	成盐水溶液法，聚合连续聚合	生产工艺和国内同类企业相同；连续/间歇单套装置生产能力和国内企业基本相同；过程控制都采用 DCS 控制系统；都采用热量循环利用和蒸汽冷凝液循环利用。
			神马	成盐水溶液法，聚合连续聚合	

			华峰	成盐水溶液法， 聚合连续聚合	单线产能 3 万吨/ 年的连续聚合生产 设备	
	成盐水溶液 法，间歇聚 合	单线产能 2 万吨/ 年的 间歇生产设备	英威达	成盐水溶液法， 间歇聚合	单线产能 3 万吨/ 年的 间歇生产设备	
			华峰	成盐水溶液法， 间歇聚合	单线产能 2 万吨/ 年的 间歇生产设备	
尼龙 66 纤 维	成盐水溶 液 法聚合，直 接 熔融纺丝	单线产能 3 万吨/ 年的 连续聚合直纺	神马	聚合直纺	单线产能 2 万吨/ 年聚 合直纺	生产工艺优于英威达和亚东；单 套装置生产能力优于其他公司； 过程控制都采用 DCS 控制系统； 通过聚合的热量循环利用供给 纺丝环境控温，能量耦合程度 高。
			英威达	切片纺	单线 2 万吨/年切片 纺	
			亚东	切片纺	单线 2 万吨/年切片 纺	
高温 尼龙 6T	成盐水溶 液 法，连续聚 合	单线 0.01 万吨/年、 0.09 万吨/年、0.35 万吨 /年、 0.4 万吨/年的连续 聚合 生产设备	三力本 诺	成盐水溶液法， 间歇聚合	单线 0.3 万吨/年的 间 歇聚合生产设备	连续化生产工艺优于国内同等 企业；过程控制都采用 DCS 控 制系统；可以采用热量循环利用 和蒸汽冷凝液循环利用
尼龙 610	成盐水溶 液 法，间歇聚 合	单线产能 0.488 万 吨/年 间歇聚合设备	东辰和 广垠	成盐水溶液法， 间歇聚合	单线产能 0.5 万吨/ 年间歇聚合设备	生产工艺和国内企业相同；单套 装置生产能 力基本相同；过程控制都采用 DCS 控制系统
尼龙 612	成盐水溶 液 法，间歇聚 合	单线产能 0.5 万吨/ 年间 歇聚合设备	东辰和 广垠	成盐水溶液法， 间歇聚合	单线产能 0.5 万吨/ 年 间歇聚合设备	生产工艺和国内企业相同；单套 装置生产能 力基本相同；过程控制都采用 DCS 控制系统

资料来源：《浙江新和成尼龙材料有限公司年产 25 万吨己二胺及 48 万吨尼龙新材料产业一体化项目》，
山西证券研究所

新和成：布局尼龙 66 全产业链，于浙江投资 25 万吨己二胺及 48 万吨尼龙新材料，于天津南港百亿投资具备成本优势的己二腈。公司在浙江上虞基地投资建设年产 25 万吨己二胺及 48 万吨尼龙新材料，根据环评报告测算，项目达产后预计增收 145 亿元，实现利润 21 亿元。由于原辅料占己二腈制造成本的 60-70%，因此新和成在投资己二腈产能的过程中寻求与炼化企业合作以降低生产成本。根据公司《关于对外投资并签署〈投资合作协议〉的公告》，公司

与天津经济技术开发区签署投资合作协议，拟在天津南港工业区投资 100 亿元，该项目为中石化南港乙烯产业链下游项目。该项目采用丁二烯法制备己二腈，丁二烯法具备原料成本低、能耗低、工艺路线短、产品质量好、收率高等优势，英威达、巴斯夫、天辰齐翔等公司采用此工艺。项目一期建设 10 万吨/年己二腈-己二胺项目；待一期项目投产后，启动二期项目。二期项目拟投资约 70 亿元，规划建设 40 万吨/年己二腈-己二胺，并向下游材料端延伸建设 40 万吨/年尼龙 66 项目。

表 12：新和成浙江上虞基地尼龙 66 及己二胺产能布局情况

类别	产品名称	总年产量 (万吨)	一期 (万吨)	二期 (万吨)	三期 (万吨)	自用规模 (万吨)	商品规模 (万吨)	
主产品	己二胺	25	5	10	10	24.57	0.43	
	尼龙 66	尼龙 66 切片	35	7 (连续)	12 (连续) +2 (间歇)	12 (连续) +2 (间歇)		35
		尼龙 66 纤维	9	/	3	6	/	9
		尼龙 66/6 切片	1	1	/	/	/	1
	特种尼龙	耐高温尼龙 6T	2	0.8	1.2	/	/	2
		长链尼龙 610	0.488	0.488	/	/	/	0.488
		长链尼龙 612	0.5	0.5	/	/	/	0.5
		尼龙 D6	0.006	0.006	/	/	/	0.006
		尼龙 56	0.006	0.006	/	/	/	0.006
		小计	48	9.8	18.2	20	/	48
副产品	环己二胺	0.0597	0.01194	0.02388	0.02388	/	0.0597	
	双己撑三胺	0.263	0.0526	0.1052	0.1052	/	0.263	
	己二胺 (合格品)	0.865	0.173	0.346	0.346	/	0.865	

资料来源：《浙江新和成尼龙材料有限公司年产 25 万吨己二胺及 48 万吨尼龙新材料产业一体化项目》，山西证券研究所

6. 盈利预测及公司估值

我们对 2024-2026 年公司业绩做出如下预测：

营养品：2024 年以来由于海外产能受限以及海外需求回暖等因素影响，维生素 A、维生素 E 等产品价格大幅上升。展望 2025 年，由于巴斯夫路德希维港装置受限，海外维生素 A、E 等产品供应仍有赖于国内产能供应，我们预计维生素 A、E 等产品价格存支撑；蛋氨酸方面，假设公司液体蛋氨酸 2025 年投产，公司蛋氨酸整体产销量有望进一步增长。我们预测公司 2024-2026 年营养品营收分别为 148.0 亿元/170.2 亿元/192.3 亿元，同比增长 50.0%/15.0%/13.0%，毛利率分别为 42.0%/42.0%/42.0%。

香精香料：2024 年以来香精香料受海内外需求复苏影响，需求强劲。我们预测公司 2024-2026 年香精香料营收分别为 38.6 亿元/44.4 亿元/51.1 亿元，同比增长 18.0%/15.0%/15.0%。毛利率分别为 50.0%/50.0%/50.0%。

新材料：随着 PPS 等产能陆续投放，我们预计营收稳步增长，预测公司 2024-2026 年公司新材料板块营收分别为 15.0 亿元/18.0 亿元/20.7 亿元，同比增长 25.0%/20.0%/15.0%，毛利率分别为 28.0%/29.0%/30.0%。

表 13：新和成盈利预测

单位：亿元，%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	159.3	151.2	212.3	244.3	277.0
同比(%)	6.8%	-5.1%	40.4%	15.1%	13.4%
销售毛利	58.9	49.9	87.6	101.0	114.9
销售毛利率(%)	36.9%	33.0%	41.3%	41.3%	41.5%
营业成本/营业收入	63.1%	67.0%	58.7%	58.7%	58.5%
营养品					
收入	109.5	98.7	148.0	170.2	192.3
yoy	-1.6%	-9.9%	50.0%	15.0%	13.0%
成本	69.5	69.2	85.8	98.7	111.6
毛利	40.1	29.5	62.2	71.5	80.8
毛利率(%)	36.6%	29.9%	42.0%	42.0%	42.0%
业务收入比例(%)	68.7%	65.3%	69.7%	69.7%	69.4%
香精香料类					
收入	29.7	32.7	38.6	44.4	51.1
yoy	32.5%	10.3%	18.0%	15.0%	15.0%
成本	15.1	16.2	19.3	22.2	25.5
毛利	14.5	16.5	19.3	22.2	25.5

单位：亿元，%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率(%)	49.0%	50.5%	50.0%	50.0%	50.0%
业务收入比例(%)	18.6%	21.7%	18.2%	18.2%	18.4%
新材料					
收入	11.7	12.0	15.0	18.0	20.7
yoy	33.4%	3.1%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	9.0	8.7	10.8	12.8	14.5
毛利	2.6	3.3	4.2	5.2	6.2
毛利率(%)	22.6%	27.7%	28.0%	29.0%	30.0%
业务收入比例(%)	7.3%	8.0%	7.1%	7.4%	7.5%
其他收入					
收入	8.5	7.7	10.6	11.7	12.8
yoy	52.4%	-8.8%	37.0%	10.0%	10.0%
成本	6.9	7.3	8.7	9.6	10.5
毛利	1.6	0.5	1.9	2.1	2.3
毛利率(%)	19.1%	6.1%	18.0%	18.0%	18.0%
业务收入比例(%)	5.3%	5.1%	5.0%	4.8%	4.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

公司业务中维生素、蛋氨酸等产品占比较高，我们选取与公司业务相近的浙江医药、花园生物、安迪苏作为可比公司。我们预测 2024 年至 2026 年，公司分别实现营收 212.26/244.32/276.98 亿元，同比增长 40.4%/15.1%/13.4%；实现归母净利润 53.76/60.92/68.61 亿元，同比增长 98.8%/13.3%/12.6%，对应 EPS 分别为 1.75/1.98/2.23 元，PE 为 12.6/11.1/9.9 倍（根据 12 月 26 日收盘价），首次覆盖给予“买入-B”评级。

表 14：可比公司估值（2024 年 12 月 26 日数据）

可比公司	市值 (亿元)	股价 2024/12/26	每股收益 (EPS, 元)				市盈率 (PE, 倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
浙江医药	154.92	16.11	0.45	1.32	1.50	1.59	36.06	12.16	10.76	10.16
花园生物	80.87	14.88	0.35	0.64	0.85	1.00	42.04	23.07	17.41	14.92
安迪苏	309.22	11.53	0.02	0.48	0.56	0.64	592.77	23.93	20.47	18.00
平均	-	-	0.27	0.82	0.97	1.07	223.62	19.72	16.21	14.36
新和成	676.77	22.02	0.88	1.75	1.98	2.23	25.03	12.59	11.11	9.86

资料来源：Wind，可比公司数据为 Wind 一致盈利预期，山西证券研究所

7. 风险提示

- 1) **宏观经济风险。**维生素、蛋氨酸、PPS、己二腈等产品需求受全球宏观经济波动及消费水平影响较大，若需求不及预期，产品价格与销量会受到影响。
- 2) **竞争格局恶化风险。**维生素、蛋氨酸、己二腈等产品均存在现有和潜在的产能，产能的超预期释放或价格竞争策略可能导致行业竞争格局恶化，影响公司利润水平。
- 3) **新产能投放不及预期风险。**若公司新产能投放不及预期，将影响公司当期销量和业绩。
- 4) **环保安全风险。**维生素、蛋氨酸、己二腈生产中会使用到易燃易爆的化工品，若装置发生不可抗力的安全风险，将影响公司业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14111	12386	15937	18446	24107
现金	5344	4543	7073	8266	12873
应收票据及应收账款	2849	2599	3465	3515	4398
预付账款	222	209	397	301	490
存货	4145	4319	3992	5561	5248
其他流动资产	1552	715	1009	802	1098
非流动资产	24156	26770	27285	27117	26891
长期投资	433	697	1026	1356	1689
固定资产	16524	21860	21514	20815	20063
无形资产	1739	2408	2579	2777	3002
其他非流动资产	5462	1806	2166	2169	2138
资产总计	38268	39156	43221	45563	50998
流动负债	7969	6122	7540	6936	8565
短期借款	1846	1236	1236	1236	1236
应付票据及应付账款	2803	2280	3975	3215	4920
其他流动负债	3319	2606	2329	2486	2410
非流动负债	6637	8114	6750	5385	4021
长期借款	5274	6822	5457	4093	2729
其他非流动负债	1363	1293	1293	1293	1293
负债合计	14605	14237	14290	12322	12586
少数股东权益	87	115	142	175	215
股本	3091	3091	3091	3091	3091
资本公积	3613	3613	3613	3613	3613
留存收益	17268	18436	21433	24796	28527
归属母公司股东权益	23575	24805	28789	33065	38197
负债和股东权益	38268	39156	43221	45563	50998

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4361	5119	7578	5922	9302
净利润	3638	2725	5403	6125	6900
折旧摊销	1396	1711	1518	1587	1647
财务费用	44	65	188	247	286
投资损失	-129	-83	-125	-116	-113
营运资金变动	-1350	285	597	-1919	574
其他经营现金流	762	416	-3	-1	8
投资活动现金流	-3839	-3878	-1905	-1302	-1317
筹资活动现金流	-1270	-2053	-3143	-3427	-3379
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	0.88	1.75	1.98	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.67	2.47	1.93	3.03
每股净资产(最新摊薄)	7.67	8.07	9.37	10.76	12.43

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15934	15117	21226	24432	27698
营业成本	10048	10131	12467	14329	16213
营业税金及附加	127	167	217	249	283
营业费用	122	158	180	208	235
管理费用	505	551	616	709	803
研发费用	859	888	1159	1345	1539
财务费用	44	65	188	247	286
资产减值损失	-158	-227	-178	-247	-301
公允价值变动收益	-66	30	3	1	-8
投资净收益	129	83	125	116	113
营业利润	4313	3260	6349	7217	8144
营业外收入	5	8	7	8	7
营业外支出	80	15	54	53	50
利润总额	4238	3254	6302	7171	8100
所得税	600	528	899	1047	1200
税后利润	3638	2725	5403	6125	6900
少数股东损益	18	21	27	33	40
归属母公司净利润	3620	2704	5376	6092	6861
EBITDA	5934	5353	7924	8761	9618

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	-5.1	40.4	15.1	13.4
营业利润(%)	-15.2	-24.4	94.7	13.7	12.8
归属于母公司净利润(%)	-16.3	-25.3	98.8	13.3	12.6
获利能力					
毛利率(%)	36.9	33.0	41.3	41.3	41.5
净利率(%)	22.7	17.9	25.3	24.9	24.8
ROE(%)	15.4	10.9	18.7	18.4	18.0
ROIC(%)	11.3	8.6	14.5	15.0	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	38.2	36.4	33.1	27.0	24.7
流动比率	1.8	2.0	2.1	2.7	2.8
速动比率	1.2	1.2	1.5	1.8	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.4	5.5	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
估值比率					
P/E	18.7	25.0	12.6	11.1	9.9
P/B	2.9	2.7	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.3	13.9	8.8	7.7	6.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

