

新和成（002001.SZ）

技术与产业协同效应显著的综合精细化工龙头

优于大市

核心观点

由校办工厂起家，新和成发展为全球化综合性精细化工龙头公司。1999年新和成由中学校办工厂新昌县合成化工厂发起设立，目前新和成已成长为维生素、香精香料、蛋氨酸、高分子材料、原料药五大产业协同发展的全球化、综合性精细化工龙头公司。

维生素与香精香料产业链相辅相成。新和成布局香精香料产业主要是基于产业链协同发展思路，香精香料与维生素产业链存在多个共用中间体，技术协同效应显著，香精香料业务是新和成维生素产业链的延伸与有机补充。例如，芳樟醇既是香精香料板块的主要产品，又是VE生产的主要中间体；柠檬醛也可作为香精香料的外销产品，又可用作自产VA的原材料。

蛋氨酸是承前启后的大单品，新和成已成为全球蛋氨酸行业龙头。承前：维生素与蛋氨酸的下游客户群体高度重叠，两个产品具有较强的产业协同效应，且蛋氨酸市场规模较大，技术门槛高，我国曾长期依赖进口，是此前亟需国产化的营养品大单品。启后：蛋氨酸的关键技术是硫化与氰化工艺，新和成将蛋氨酸领域积累的氰化技术有机迁移到新材料领域，尼龙66的关键原料己二腈、IPDI的原料IPN的生产也需氰化工艺，新和成的蛋氨酸与新材料业务存在很强的技术协同效应。预计到2025年底，新和成的蛋氨酸产能将达到55万吨/年，将成为全球第三大蛋氨酸生产企业。

新材料重点布局己二腈，打开长期成长空间。新和成的新材料主要产品包括PPS、PPA、HDI、IPDA、IPDI等，未来将重点发展“己二腈-尼龙66”产业链。新和成布局的新材料均为我国进口依赖度较高的材料，因进口价格较高及供应链不稳定等原因下游应用场景受限，若新和成解决相关新材料的国产化问题，价格降至下游可接受的水平，新材料的需求空间则有望打开。新和成布局新材料业务的优势是新材料与公司现有业务的技术协同性显著，未来有望实现低成本生产。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们预计2025-2027年公司归母净利润为62.96/66.12/71.35亿元（原值为64.89/70.86/76.19亿元），摊薄EPS为2.05/2.15/2.32元，当前股价对应PE为10.4/9.9/9.2x。综合绝对及相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在24.92-28.70元之间，2025年EPS对应动态市盈率为12-14X，相对于公司目前股价（21.27元）有17.16%-34.93%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业与市场竞争风险，材料价格波动风险，汇率及贸易风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,117	21,610	23,700	25,900	27,800
(+/-%)	-5.1%	43.0%	9.7%	9.3%	7.3%
归母净利润(百万元)	2704	5869	6296	6612	7135
(+/-%)	-25.3%	117.0%	7.3%	5.0%	7.9%
每股收益(元)	0.87	1.91	2.05	2.15	2.32
EBIT Margin	21.3%	32.2%	31.4%	29.9%	29.8%
净资产收益率(ROE)	10.9%	20.0%	19.0%	17.8%	17.3%
市盈率(PE)	24.3	11.1	10.4	9.9	9.2
EV/EBITDA	16.2	8.6	8.0	7.7	7.2
市净率(PB)	2.65	2.23	1.97	1.76	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	24.92 - 28.70 元
收盘价	21.31 元
总市值/流通市值	65495/64719 百万元
52 周最高价/最低价	25.00/18.50 元
近 3 个月日均成交额	423.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《新和成（002001.SZ）2025 年一季报点评-营养品板块景气度提升，公司一季度归母净利润创历史新高》——2025-04-29

《新和成（002001.SZ）-蛋氨酸维生素量价齐升，香精香料、新材料稳健发展》——2025-04-16

《新和成（002001.SZ）2024 年半年报点评-营养品量价齐升，香精香料、新材料稳健发展》——2024-08-23

内容目录

公司概况：由校办工厂起家的全球化综合性精细化工龙头	6
维生素与香料香精：相辅相成的两大产业	11
维生素：新和成是全球综合性维生素龙头企业	11
香精香料：维生素产业链的延伸，新和成是国内最大香料企业	19
蛋氨酸：承前启后的大单品，新和成已成为全球蛋氨酸行业龙头	23
新和成已成长为全球蛋氨酸行业领导者，是蛋氨酸全品类生产商	24
需求端：全球蛋氨酸需求量仍有较大的增长潜力	30
新材料：重点布局己二腈，打开长期成长空间	34
PPS 与 PPA：性能优异的特种工程塑料	35
尼龙 66：新和成致力于解决关键原料己二腈国产化问题	37
ADI：新材料产业链的进一步延伸，有望逐步替代 TDI	43
盈利预测	48
假设前提	48
估值与投资建议	50
投资建议：维持“优于大市”评级	53
风险提示	53
附表：财务预测与估值	55

图表目录

图 1: 新和成发展历程	6
图 2: 新和成总市值与归母净利润	7
图 3: 2024 年新和成营收构成	7
图 4: 2024 年新和成毛利构成	7
图 5: 新和成股权结构及参控股公司示意图	8
图 6: 新和成研发支出	10
图 7: 新和成与化工行业上市公司研发支出占比	10
图 8: 新和成与化工行业公司毛利率	10
图 9: 新和成与化工行业公司 ROE	10
图 10: 全球维生素应用结构占比	12
图 11: 维生素饲料添加剂应用结构（按维生素品种）	12
图 12: 维生素在饲料中的应用结构（按饲料品种）	12
图 13: 全球及中国维生素行业产值（原料药）	12
图 14: 2024 年中国维生素出口数量分布	13
图 15: 2024 年中国维生素出口金额分布	13
图 16: 2024 年中国维生素出口区域分布（按金额）	13
图 17: 2024 年全球维生素出口数量（按国家）	13
图 18: VA、VE、VC 市场竞争格局（以产能计）	14
图 19: VA、VE 市场价格复盘	16
图 20: 新和成维生素、香精香料产业链示意图	17
图 21: 柠檬醛下游应用	18
图 22: 全球柠檬醛产能分布	18
图 23: 山东新和成维生素有限公司营业收入及净利润	19
图 24: 全球香精香料行业市场规模	20
图 25: 中国香精香料行业市场规模	20
图 26: 香精香料产业链	21
图 27: 新和成香精香料业务营收及毛利率	23
图 28: 新和成与其他香精香料企业毛利率对比	23
图 29: 20 种氨基酸分类	24
图 30: 使用蛋氨酸可降低鸡肉生产成本	24
图 31: 新和成蛋氨酸生产工艺	27
图 32: 中国固体蛋氨酸进出口量	28
图 33: 中国蛋氨酸全球产能占比	28
图 34: 蛋氨酸价格复盘	29
图 35: 全球固体蛋氨酸产能分布	30
图 36: 全球液体蛋氨酸产能分布	30
图 37: 全球蛋氨酸需求量	30

图 38: 中国蛋氨酸需求量	30
图 39: 蛋氨酸下游消费结构	31
图 40: 安迪苏产品应用领域（收入占比）	31
图 41: 全球各地区人均肉类产量（千克/人）	31
图 42: 全球人口分布	31
图 43: 全球猪肉、禽肉消费量	32
图 44: 全球主要国家和地区人均 GDP	32
图 45: 全球各地区牛奶人均生产总值指数（2014-16 年=100）	32
图 46: 中国大豆进口量及进口依赖度	32
图 47: 蛋氨酸与豆粕价格	33
图 48: 蛋氨酸价格、价差	33
图 49: 山东新和成氨基酸有限公司营收及净利润	34
图 50: 新和成与其他公司氨基酸类业务毛利率对比	34
图 51: 新和成新材料产业链	34
图 52: 常用普通塑料、工程塑料及特种工程塑料示意图	35
图 53: 2023 年中国特种工程塑料消费情况	35
图 54: 2024 年 PPS 下游需求领域	36
图 55: PPS 价格走势	36
图 56: 2024 年尼龙 6 与尼龙 66 下游消费结构	38
图 57: 尼龙 6 与尼龙 66 价格走势	38
图 58: 中国尼龙 66 切片进口数量	39
图 59: 中国尼龙 66 盐进口数量	39
图 60: 中国未列名腈基化合物进口数量	39
图 61: 中国己二胺进口数量	39
图 62: 己二腈产业链	40
图 63: ADI 产品结构	43
图 64: HDI 下游消费结构	43
图 65: 中国 HDI 进出口数量	45
图 66: HDI 市场价格	45
图 67: IPDI 行业格局	45
图 68: IPDI 市场价格	45
图 69: IPDA 下游应用	47

表1: 新和成四大基地简介	8
表2: 新和成增持、回购、员工持股计划简介	9
表3: 13 种维生素简介	11
表4: 中国维生素产量、进出口情况	13
表5: 新和成、巴斯夫、万华化学柠檬醛-香精香料产业产能布局 (吨/年)	18
表6: 香料香精品种繁多	20
表7: 新和成主要香精香料产品简介	21
表8: 2022 年中国轻工业香料行业十强企业	22
表9: 常见蛋氨酸简介	25
表10: 固体蛋氨酸和液体蛋氨酸优缺点对比	26
表11: 全球蛋氨酸生产企业产能及供需平衡表 (单位: 万吨/年, 万吨)	29
表12: 全球主要 PPS 生产企业产能统计	36
表13: 常见耐高温尼龙 (PPA) 简介	37
表14: 中国尼龙 66 行业市场规模	38
表15: 三种制备己二腈的工艺路线对比分析	41
表16: 国内己二腈、尼龙 66 拟建设产能统计	42
表17: 异氰酸酯分类	43
表18: HDI 现有及规划产能	44
表19: 新和成新能源材料和环保新材料项目 (HA 项目) 产品方案 (吨/年)	46
表20: 新和成盈利拆分 (单位: 万元)	49
表21: 公司盈利预测假设条件	50
表22: 资本成本假设	50
表23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	51
表24: 同类公司估值比较	52

公司概况：由校办工厂起家的全球化综合性精细化工龙头

由校办工厂起家，新和成发展为全球化综合性精细化工龙头公司。1999年，新和成由中学校办工厂新昌县合成化工厂发起设立，新和成也寓意“创新、人和、竞成”。2004年，公司成为国内中小企业板第一股在深交所成功上市，股票代码“002001.SZ”，彼时的主营业务为维生素。2007年，新和成进军香精香料产业，并于次年启动山东基地建设，子公司山东新和成药业于2009年成功试车投产。2012年，公司进军高分子材料产业，并于2013年生产出PPS，2014年生产出PPA。2013年，新和成进军氨基酸产业，30万吨/年固体蛋氨酸项目启动建设。2017年，新和成进军生物发酵产业，并于次年启动建设黑龙江基地。2021年，新和成生命健康产业园建成，不断拓展在人类营养品领域应用的广度与深度。2023年，30万吨/年固体蛋氨酸项目全部建设完成，携手中石化镇海炼化建设18万吨/年液体蛋氨酸项目。2024年，天津新和成材料科技有限公司成立，布局“己二腈-己二胺-尼龙66”产业链。目前，新和成已成长为维生素、香精香料、蛋氨酸、高分子材料、原料药五大产业协同发展的全球化综合性精细化工龙头公司。

坚持产业与技术协同发展思路，新和成致力于解决关键化学品的国产化。新和成坚定不移地走市场化道路，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。新和成成立初期致力于解决维生素E、维生素A的国产化，后依托维生素产业链的中间体发展香精香料产业，维生素与香精香料技术协同效应显著，目前新和成是具有全球影响力的综合性维生素龙头企业、中国最大的合成香料生产企业。蛋氨酸是技术壁垒最高的氨基酸，我国曾长期依赖进口，蛋氨酸与新和成的维生素产品客户高度重合，产业协同效应显著，目前新和成已成为全球第三大蛋氨酸生产企业。依托蛋氨酸的氰化技术积累，未来新和成将重点发展己二腈，致力于解决尼龙66产业链中的卡脖子环节。

图1：新和成发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

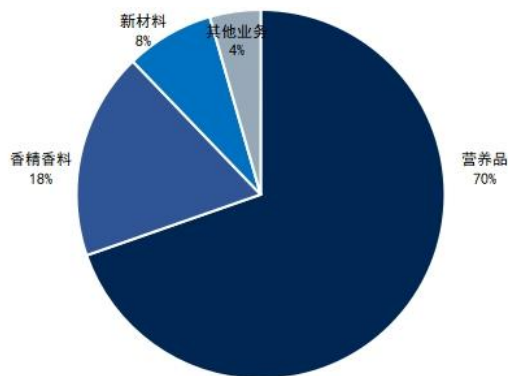
新和成实现了业绩与市场价值的全方位增长。从2004年到2024年，新和成上市20年间实现营收、利润与资产规模的全方位增长——营业收入从11.56亿元至216.09亿元，净利润由0.73亿元至58.97亿元，总资产从15.97亿元至429.89亿元，净资产从7.29亿元至294.45亿元，四大核心指标分别实现18倍、80倍、26倍、39倍的增长。截至2025年6月25日，新和成总市值660.17亿元，较2004年上市首日的28.54亿元增长23倍。新和成每做一个新产品，进入一个新领域，营收和利润水平便上一个新台阶。

图2: 新和成总市值与归母净利润



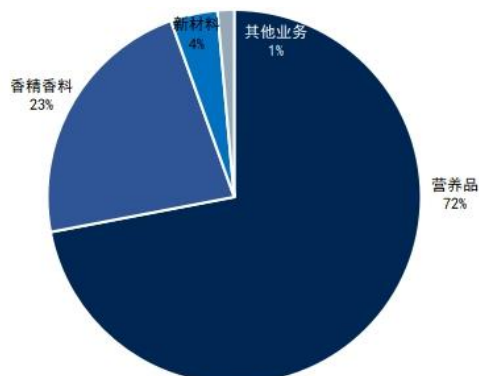
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2024 年新和成营收构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

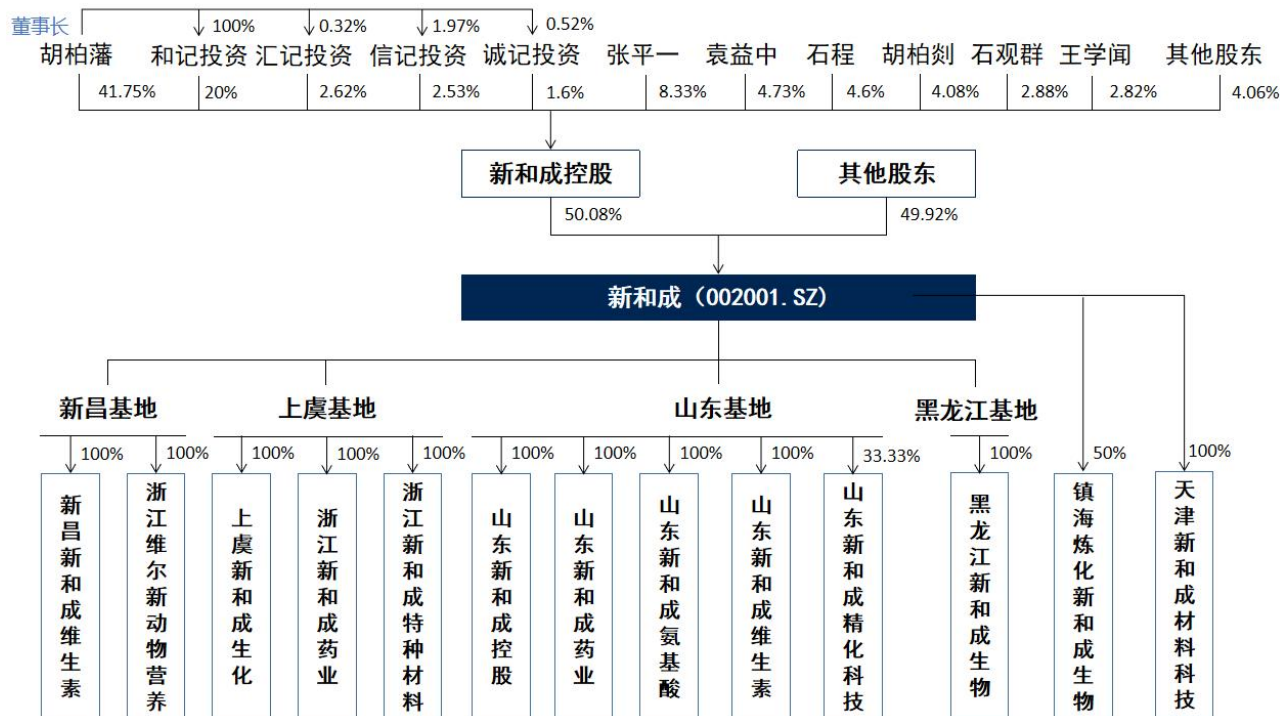
图4: 2024 年新和成毛利构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新和成股权结构: 新和成的第一大股东为新和成控股集团有限公司, 持股比例 50.08%, 实际控制人为胡柏藩先生, 持股穿透持股比例为 31.41%。胡柏藩先生毕业后进入新昌县一所中学教化学, 1988 年创立公司前身校办工厂新昌县合成化工厂, 从最简单的回收废酒精开始创业, 随后相继成功开发诺氟沙星原料乙氧甲叉、维生素 E、维生素 A 等产品。胡柏藩先生于 1988 年至 1999 年担任新昌县合成化工厂厂长, 2004 年新和成上市至今始终担任公司董事长。

图5：新和成股权结构及参控股公司示意图



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

新和成拥有 4 大生产基地：目前新和成拥有浙江新昌、浙江上虞、山东潍坊、黑龙江绥化 4 个现代化生产基地、20 余家参控股子公司。新昌基地主要从事人类营养、动物营养、高端原料药等领域产品的生产和应用研究。上虞基地主要从事维生素系列、斑蝥黄、虾青素、生物素、聚苯硫醚 PPS、高温尼龙 PPA、长玻纤 (LFT) 等产品的生产与销售。山东基地主要从事维生素、香精香料、蛋氨酸、高端新材料等产品的生产和销售。黑龙江基地是新和成生物发酵生产基地，建成辅酶 Q10、维生素 C、维生素 B12、淀粉糖、山梨醇等绿色、智能现代化生产线。

表1：新和成四大基地简介

基地	简介
新昌基地	新昌基地是新和成大健康产业核心制造基地，旗下拥有新昌新和成维生素有限公司、浙江维尔新动物营养保健品有限公司，主要从事人类营养、动物营养、高端原料药等领域产品的生产和应用研究。
上虞基地	上虞基地位于杭州湾上虞经济技术开发区，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、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)、PPS 纤维、长玻纤 (LFT) 等高端材料的生产与销售。
山东基地	山东生产基地位于山东省潍坊市滨海经济技术开发区，现有山东新和成控股有限公司、山东新和成药业有限公司、山东新和成氨基酸有限公司、山东新和成维生素有限公司、山东新和成精化科技有限公司等多家分子公司，主要从事香精香料、高端营养品、新材料等产品的生产和销售。基地坚持“一体化、系列化、协同化”发展思路，充分发挥科研创新优势，建成国内第一条完全拥有自主知识产权的蛋氨酸一体化生产装置，成为国内香料行业十强的单体香料生产基地。
黑龙江基地	黑龙江生产基地位于黑龙江省绥化经济技术开发区，是新和成生物发酵生产基地和农业产业化国家重点龙头企业。基地立足玉米原料优势，依托生物发酵技术优势和精细化工产业基础，建成辅酶 Q10、维生素 C、维生素 B12、淀粉糖、山梨醇等绿色、智能现代化生产线。

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

老师文化是新和成特色企业精神文化。新和成从一家校办工厂成长为全球性综合性精细化工龙头企业，与企业价值体系中的“老师文化”密不可分。“贤者为师，能者为师，谦虚做人，精心育人”的老师文化，是学习文化、自律文化、担当文化，也是精心育人文化。新和成重视文化建设，拥有完善的培训体系，公司学习、实践氛围浓厚，倡导员工终身学习；新和成搭建了各类平台来培养具备核心竞争能力的人才队伍，也注重对员工的全方位培养；此外新和成也注重对员工职业道德与社会责任培养。新和成将“老师文化”融入创业领域，员工认可度与获得感高，持续迸发出强劲的发展活力。

股权激励制度完善，员工对公司长期价值高度认可。2004 年上市以来，新和成多次进行股权回购、推出员工持股计划，公司经营团队也多次主动增持公司股份，彰显出公司内部员工对公司长期价值的高度认可。

表2: 新和成增持、回购、员工持股计划简介

类型	时间	主要内容
增持	2012 年	胡柏藩、胡柏剡购入新和成的股票合计 454.13 万股，约占公司总股本的 0.63%。公司经营层计划增持不超过公司总股本 1% 的股份。
	2017 年	胡柏藩先生通过控制的合伙企业受让了新和成集团其他部分股东转让的股权，间接控制的新和成集团股权比例增加了 14.74%。
	2022 年	新和成控股累计增持 1907.82 万股，占公司总股本的 0.62%，累计增持金额 3.88 亿元。
	2023 年	新和成控股累计增持 1786.99 万股，占公司总股本的 0.58%，累计增持金额人民币 3 亿元。
	2025 年	公司董事、董事会秘书石观群先生增持公司股份 20 万股，占公司总股本 0.0065%。
回购	2021 年	累计回购公司股票 1749 万股，占公司总股本的 0.5657%，累计交易金额为 5 亿元。
	2025 年	本次回购金额区间为 3 亿元-6 亿元。
员工持股计划	2015 年	第一期员工持股计划，2015 年 11 月 9 日完成购买 2023 万股，均价为 14.59 元/股，锁定期 12 个月，2018 年 5 月 29 日全部出售完毕。
	2019 年	第二期员工持股计划，2019 年 5 月 7 日完成购买 1187 万股，占公司当时总股本的比例为 0.55%，锁定期为 12 个月，2020 年 7 月 22 日全部出售完毕。
	2021 年	第三期员工持股计划，2021 年 2 月 26 日完成购买 844 万股，占公司当时总股本的 0.39%，成交金额为 3.04 亿元，于 2023 年 11 月 10 日届满。
	2023 年	第四期员工持股计划，2023 年 9 月 25 日完成购买 2953 万股，占公司当时总股本的 0.9553%，成交总金额 4.79 亿元，2025 年 6 月 26 日终止。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

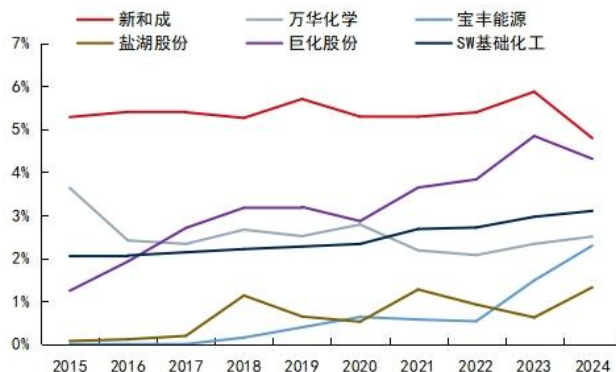
新和成高度重视研发投入。新和成坚持“需求导向、内联外合”的研发理念，连续多年研发投入占营业收入比重超 5%，搭建了从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用开发的创新研发体系，以化工行业共性、关键性、前瞻性技术开发为重点，开发和掌握一批对经济发展具有战略影响的关键技术，促进产业的转型升级。2024 年，新和成研发投入首次突破 10 亿元，研发支出总额占营业收入比例在基础化工行业上市公司中名列前茅。

图6: 新和成研发支出



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

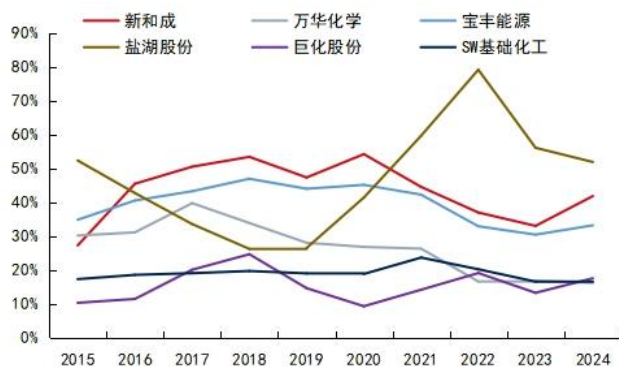
图7: 新和成与化工行业上市公司研发支出占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新和成盈利水平突出, 净资产收益率高。截至 2025 年一季度, 新和成上市以来累计实现净利润 379.62 亿元, 累计现金分红 155.02 亿元, 平均分红率 40.84%。2024 年, 新和成的销售毛利率达 41.78%, 销售净利率 27.29%, 销售期间费用率仅 9.26%, 净资产收益率 (ROE, 摊薄) 达 20.01%, 各项关键财务指标均在基础化工行业上市公司中处于优秀水平。

图8: 新和成与化工行业公司毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 新和成与化工行业公司 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

维生素与香料香精：相辅相成的两大产业

维生素：新和成是全球综合性维生素龙头企业

维生素对生物生长发育至关重要，中国是全球最大维生素生产国

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”。目前被世界公认的维生素有 13 种，新和成可以生产其中的 8 种，分别为 VA、VE、VC、VB5、VB6、VB12、VD3、VH，而 VB1、VB2、VB3、VB9、VK 没有生产。

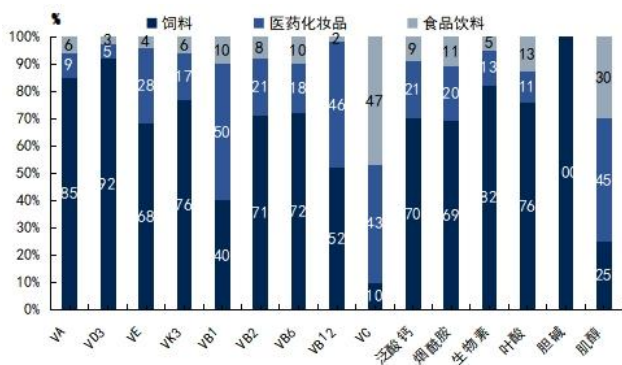
表3: 13 种维生素简介

品种	别名	功效	缺乏症状	2024 年均价（元/吨）
VA	视黄醇、类胡萝卜素	防止夜盲症和视力减退；抗呼吸系统感染	夜盲症、干眼症、视神经萎缩等	125
VB1	硫胺	促进生长；维持心脏、神经及消化系统正常功能	神经炎、脚气病等	179
VB2	核黄素	促进发育和细胞再生	脂溢性皮炎、口腔炎等	96
VB3	烟酰胺/烟酸	参与脂肪酸代谢；协助抗体合成	失眠、口腔溃疡、癞皮病	42
VB5	泛酸钙	参与脂肪、糖类能量转化；协助中枢神经系统的发育	皮肤感觉异常	55
VB6	吡哆醇	参与抗体合成、胃酸的制造、脂肪与蛋白质利用、维持钠/钾平衡	肌肉痉挛、过敏性湿疹	154
VB7	生物素、VH	是人体内多种酶的辅酶，参与脂肪酸和碳水化合物代谢，促进蛋白质的合成	皮炎、肠炎	33
VB9	叶酸	保证蛋白质与 DNA 的合成	出生缺陷、心血管疾病	197
VB12	钴胺素	造血不可缺少的物质	恶性贫血	104
VE	生育酚	维持生殖机能；抗氧化、抗衰老	不育症、习惯性流产	96
VC	抗坏血酸	促进胶原原的生物合成，利于伤口愈合；促进酪氨酸、色氨酸代谢；增强免疫力	坏血症	26
VD3	胆钙化醇	提高肌体对钙、磷的吸收，促进生长和骨骼钙化	佝偻病、软骨病、骨质疏松症	142
VK	甲萘醌	促进血液正常凝固	凝血功能障碍	94

资料来源：博亚和讯、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

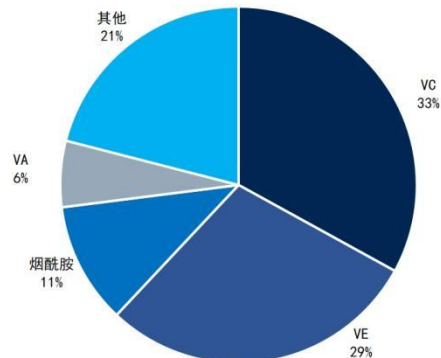
维生素的应用领域主要包括饲料、医药化妆品和食品饮料。在全球维生素应用构成中，80%的维生素作为饲料添加剂用于饲料畜牧行业，其余 12%用于医药化妆品，8%用于食品饮料，其中 85%的 VA 和 68%的 VE 被用于生产饲料。在饲料配方中维生素饲料添加剂不可或缺，也是最昂贵的重要原料，具有一定的需求刚性，在饲用维生素中，VC、VE、烟酰胺（VB5）、VA 四个品种占饲用维生素总量的 79%。在饲料的应用结构中，猪料添加维生素用量约占 52%、肉禽和蛋禽料各占 12%、水产料占 23%。在配合饲料中维生素添加比例一般为 0.05%~0.1%，占产品成本的比重约为 2%~5%，下游一般对维生素的价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

图10: 全球维生素应用结构占比



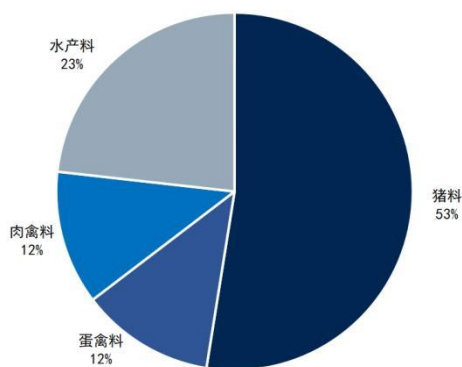
资料来源: 顾君华,《维生素饲料添加剂的发展沿革》[J]. 饲料工业, 2019, 40(12):1-8, 国信证券经济研究所整理

图11: 维生素饲料添加剂应用结构 (按维生素品种)



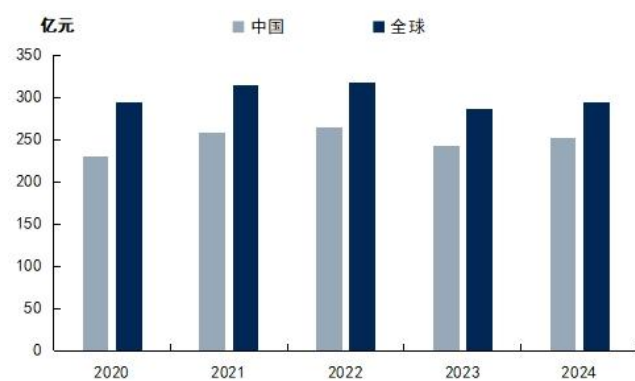
资料来源: 顾君华,《维生素饲料添加剂的发展沿革》[J]. 饲料工业, 2019, 40(12):1-8, 国信证券经济研究所整理

图12: 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13: 全球及中国维生素行业产值 (原料药)



资料来源: 博亚和讯、海关总署, 国信证券经济研究所整理并测算
产值=出口金额/出口量*产量, 仅供参考

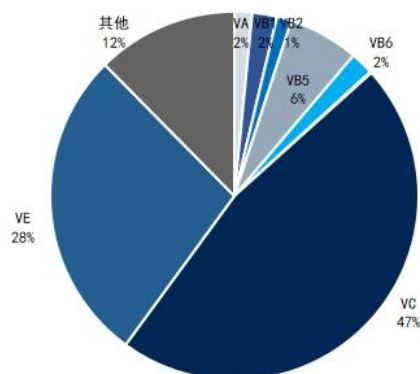
中国是全球最大维生素生产国, VE、VC 占比较大。据博亚和讯, 2024 年全球维生素产量约 48.89 万吨, 中国作为维生素的最大生产国, 2024 年中国维生素产量约为 42 万吨, 占全球产量的 85.9%。据海关总署, 2024 年中国维生素出口量达 40.81 万吨, 出口金额 245.28 亿元, 其中 VE、VC 的出口数量和出口金额占比较大, VE、VC 出口量分别为 11.24、19.06 万吨, 占比分别为 47%、28%; 出口金额分别为 88.13、43.96 亿元, 占比分别为 36%、18%。根据以上数据测算, 2024 年全球维生素原料药行业产值约 293.88 亿元, 其中中国产值 252.45 亿元, 近些年来全球维生素原料药行业产值维持在 300 亿元左右, 而中国的产值则持续提升, 中国在维生素原料药市场已占据绝大部分市场份额。

表4: 中国维生素产量、进出口情况

年份	产量（万吨）	出口量（万吨）	进口量（万吨）	表观消费量（万吨）	产量全球占比	出口金额（亿元）
2020	35.9	35.21	1.21	1.90	78.40%	225.49
2021	40.4	37.37	0.70	3.73	81.80%	238.11
2022	40.8	34.19	0.62	7.23	83.40%	221.49
2023	43.4	34.59	0.72	9.53	84.40%	192.97
2024	42	40.81	0.63	1.82	85.90%	245.28

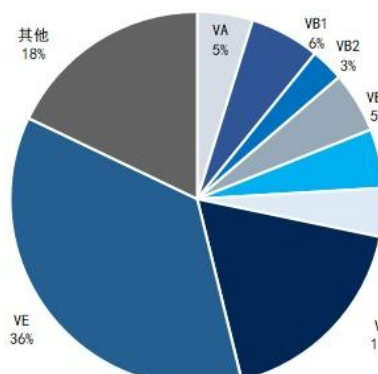
资料来源：新和成年报、博亚和讯、海关总署、TradeMap，国信证券经济研究所整理

图14: 2024 年中国维生素出口数量分布



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

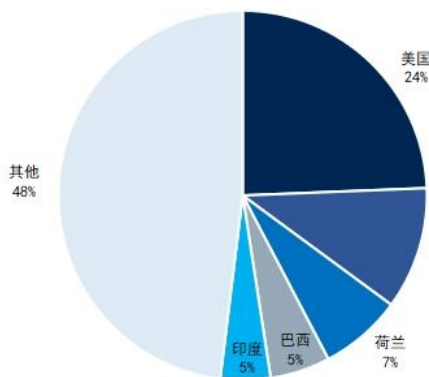
图15: 2024 年中国维生素出口金额分布



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

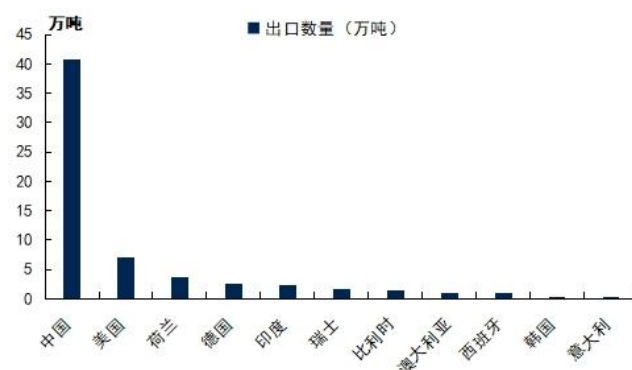
从维生素全球贸易看，2024 年全球维生素出口数量前五的国家分别为中国、美国、荷兰、德国、印度，进口数量前五的国家分别为美国、荷兰、德国、比利时、巴西。2024 年中国维生素出口金额 245.28 亿元，其中出口到美国、德国、荷兰分别为 59.76、26.26、17.74 亿元，占比分别为 24%、11%、7%，海外维生素需求主要可以分为直接饲用及终端成品加工，中国在全球维生素原料药贸易中扮演着极其重要的地位。

图16: 2024 年中国维生素出口区域分布（按金额）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图17: 2024 年全球维生素出口数量（按国家）



资料来源：Trade Map，国信证券经济研究所整理

新和成是综合性维生素龙头公司

目前被世界公认的维生素有 13 种，新和成可以生产其中的 8 种，分别为 VA、VE、VC、VB5、VB6、VB12、VD3、VH，而 VB1、VB2、VB3、VB9、VK（已规划）没有生产。新和成既生产 VE、VC 等大品种维生素，也生产如 VH 这小品种维生素，且在多个维生素中产能靠前，因此新和成是一家综合性维生素龙头公司。维生素因市场规模、生产工艺、下游客群的不同导致市场竞争格局存在较大差异，整体呈现出供大于求的行业格局，其中 VE 行业集中度较高，VC 市场竞争相对激烈。

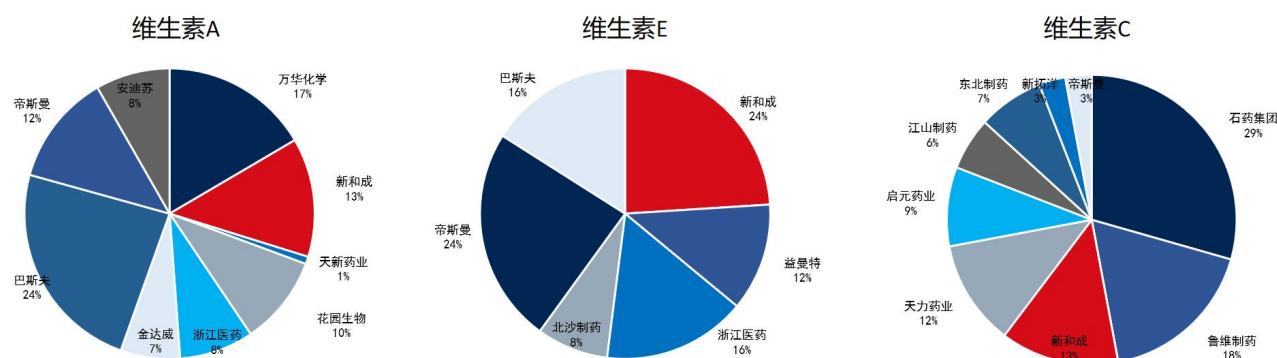
维生素 A：目前全球 VA 产能合计约 6.04 万吨/年，年需求量约 3 万余吨，VA 生产企业主要包括国外的巴斯夫、帝斯曼、安迪苏和国内的新和成、万华化学、浙江医药等，其中巴斯夫产能 1.44 万吨/年，占比约 24%，万华化学产能 1 万吨/年，占比约 17%，新和成产能 8000 吨/年，占比约 13%，前三家企业产能占比约 54%。2025 年以来国内多个 VA 项目投产，市场竞争日益激烈。2025 年 3 月，万华化学自主研发的 VA 全产业链项目正式投产，产能约 1 万吨/年，配套 4.8 万吨/年柠檬醛装置；花园生物年产 6000 吨维生素 A 粉项目已于 2025 年上半年开始生产；天新药业 2022 年 IPO 时规划了年产 1000 吨 VA 项目，目前已建成 500 吨/年产能。规划产能方面，新发药业规划有 1 万吨/年 VA 项目。

维生素 E：目前全球 VE（油）产能合计约 12.5 万吨/年，年需求量约 8 万吨。VE（油）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，其中新和成与帝斯曼产能均为 3 万吨/年，占比约 24%，巴斯夫和浙江医药产能均为 2 万吨/年，占比约 16%，益曼特产能 1.5 万吨/年，占比约 12%，行业前 5 家企业产能占比达 92%，市场集中度较高。规划产能方面，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。

维生素 C：VC 主要由生物发酵法生产，技术壁垒较低，行业产能相对过剩。目前全球 VC 产能约 34 万吨/年，年需求量约 24 万吨。VC 产能主要集中在中国，海外仅帝斯曼在苏格兰保留了约 1 万吨/年产能。产能前三的企业分别为石药集团、鲁维制药、新和成，分别为 10、6、4.5 万吨/年，占比分别为 29%、18%、18%。

除 VA、VE、VC 外，新和成还拥有 VB5 产能 2500 吨/年，VB6 产能 6000 吨/年，VB12（1%含量）产能 3000 吨/年，VD3 产能 2000 吨/年，VH 产能 400 吨/年，另规划建设 5000 吨/年 VK3 产能。因此，新和成是一家综合性维生素原料药供应商，丰富的产品线使得新和成可以为客户提供维生素一揽子解决方案，客户认可度高。

图18: VA、VE、VC 市场竞争格局（以产能计）



资料来源：百川盈孚、各公司公告，国信证券经济研究所整理

注：产能不代表产量，实际市场份额请以各公司公告为准

VA、VE 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。VA、VE 的生产技术门槛较高，生产企业存在重合，价格具有一定的联动性，我们对 VA、VE 历史价格进行复盘：

2008 年，由于 VA 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，VA 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%。同年，安迪苏宣布退出 VE 市场，VE 价格应声而涨，价格从年初的 95 元/千克上涨至 6 月的 260 元/千克，涨幅 173.68%。

2014 年，受德国巴斯夫工厂柠檬醛生产线火灾影响，国内 VA 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，VA 价格在 4 个月内从 120 元/千克涨至 200 元/千克，涨幅 66.67%。同期 VE 新产能不断投放，行业供应过剩，市场价格持续下降。

2015 年底，国内环保政策趋严使得维生素供给大幅下降，同期帝斯曼停产检修，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；同期 VE 市场价格由 41 元/千克涨至 86.5 元/千克，涨幅 110.98%。

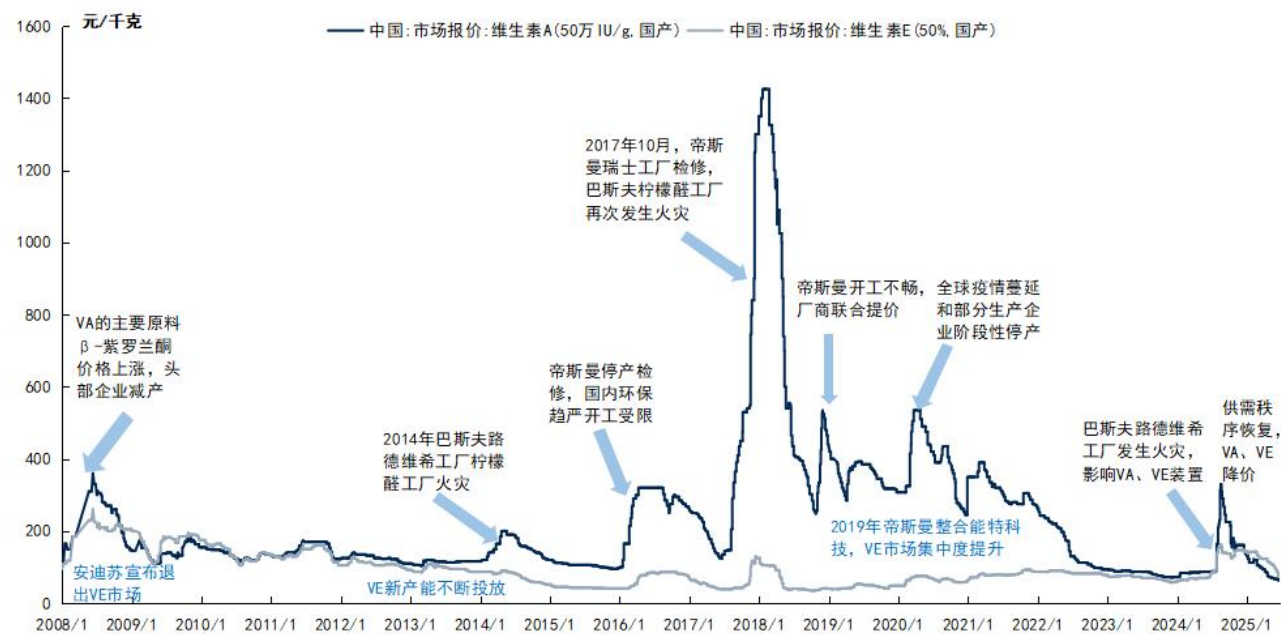
2017 年下半年，帝斯曼因事故停产检修，同期巴斯夫柠檬醛工厂发生火灾，VA 价格在半年内由 147.5 元/千克快速上涨至最高 1425 元/千克，涨幅达 866.10%；VE 市场价格由 39 元/千克涨至 130 元/千克，涨幅 233.33%。

2018 年下半年，受帝斯曼开工不畅影响，维生素厂家相继提价，VA 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；同期 VE 市场价格仅小幅上涨，2019 年 2 月，帝斯曼整合能特并成立合资公司益曼特，VE 行业集中度进一步提升，VE 市场价格呈现温和上涨趋势。

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，VA 价格在 4 个月内由 307.5 元/千克涨至 535 元/千克，涨幅达 74%；同期 VE 价格由 48.5 元/千克涨至 75.5 元/千克，涨幅 55.67%。

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，巴斯夫于 8 月 7 日宣布对部分 VA、VE 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，受此影响维生素价格快速上涨，8 月下旬 VA、VE 价格分别上涨至 330、162.5 元/千克，较 7 月 29 日价格分别上涨 264.64%、75.68%，随着国内企业提高产量、行业新产能投产以及巴斯夫复产预期，VA、VE 价格在高位维持一段时间后进入下行通道，截至 2025 年 6 月 30 日，VA、VE 市场价格已回落至 62.5、72.5 元/千克。

图19: VA、VE 市场价格复盘

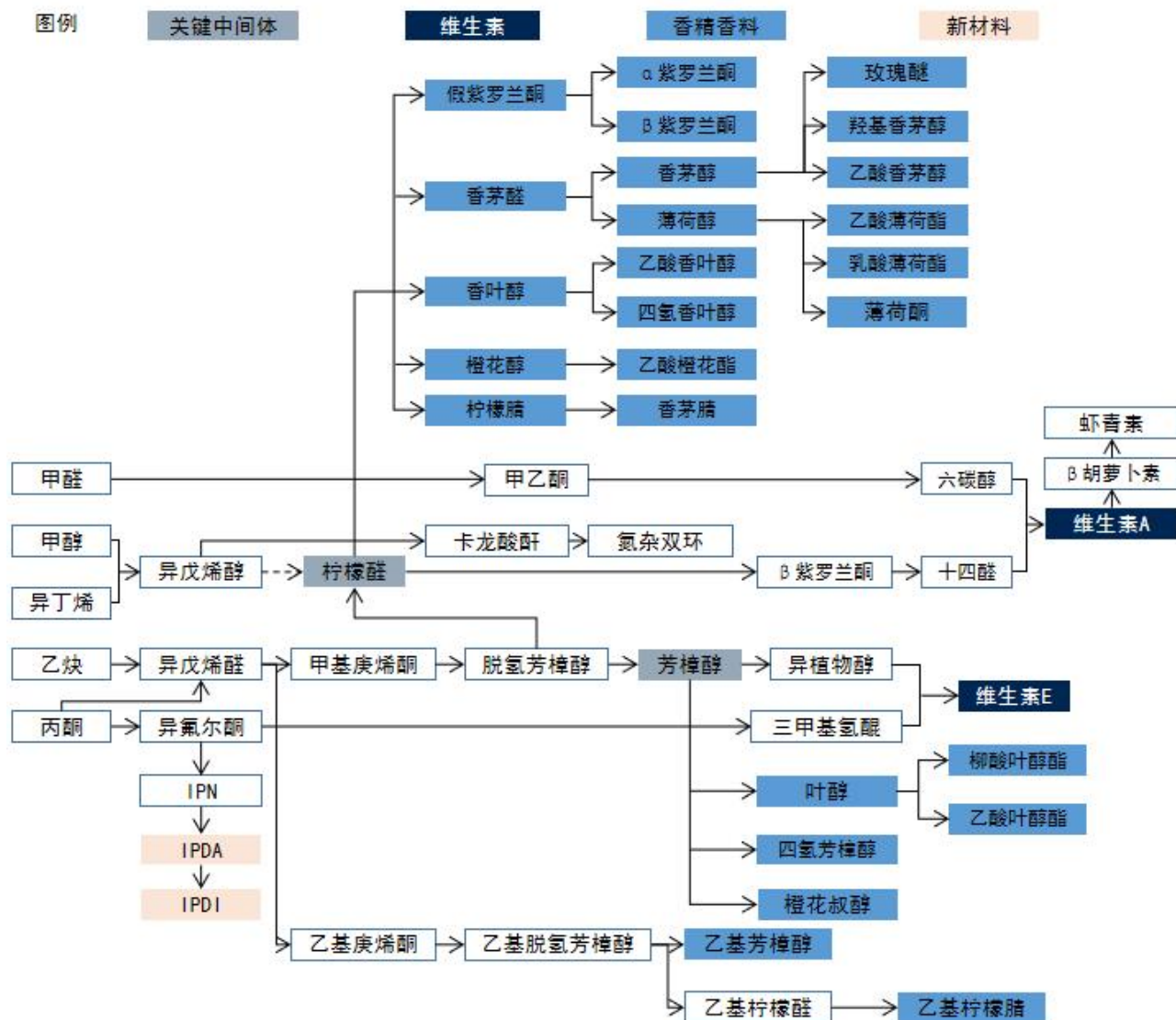


资料来源：博亚和讯、百川盈孚、公司公告，国信证券经济研究所整理

新和成关键原材料自给，维生素产业链完善

新和成以产品链为产品发展战略，由化工基础原料丙酮、乙炔等出发，经过系列反应，分别衍生出维生素 E、维生素 A、香精香料、新材料等系列产品，已形成了一个覆盖面宽、相关性强、技术及功能相辅相成的产品组合。

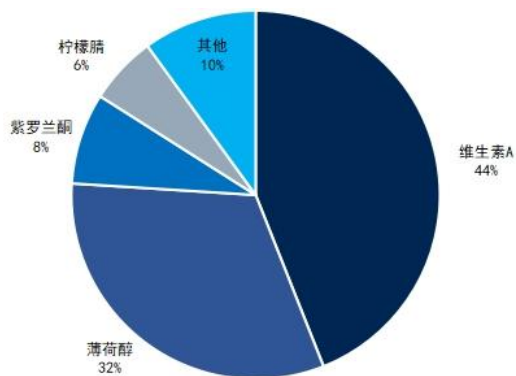
图20: 新和成维生素、香精香料产业链示意图



资料来源: 公司公告、招股说明书、环评公告, 国信证券经济研究所整理

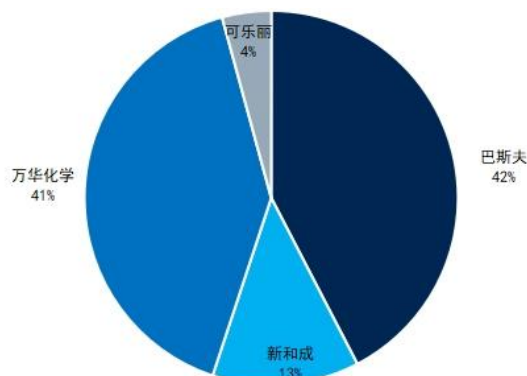
柠檬醛是新和成维生素及香精香料产业链中的关键中间体, 生产工艺难度大, 全球仅4家企业可以生产。柠檬醛的合成工艺极为复杂, 同时其生产过程中产生的三废处理难度也相当大, 在2024年以前, 全球仅巴斯夫(5万吨/年)、新和成(1.5万吨/年)、可乐丽(5000吨/年)三家企业具有生产能力, 市场高度集中。近些年来全球柠檬醛扩产加速, 2024年8月万华化学4.8万吨/年的柠檬醛装置投产; 巴斯夫计划将其柠檬醛的产能将提升至11.8万吨/年, 相关项目最早将于2026年陆续投产; 为应对市场竞争, 同时进一步延伸柠檬醛产业链, 新和成也计划在山东新和成药业有限公司新增年产柠檬醛1万吨生产能力, 项目配套建设香叶醇、橙花醇等多个香精香料产品。

图21: 柠檬醛下游应用



资料来源: 原料药情报局, 国信证券经济研究所整理

图22: 全球柠檬醛产能分布



资料来源: 原料药情报局、各公司公告, 国信证券经济研究所整理

新和成掌握 2 种柠檬醛生产工艺, 增加生产弹性。目前工业化的柠檬醛主要有 2 种工艺路线: 1) 新和成法: 由丙酮和乙炔, 通过多步反应生成脱氢芳樟醇, 再通过催化重排得到柠檬醛。2) 巴斯夫/万华法: 由异丁烯、甲醛合成得到甲基丁烯醛和异戊烯醇, 再进一步得到柠檬醛。新和成法是巴斯夫/万华法依托自身产业和技术积累开发的工艺路线, 新和成沿着脱氢芳樟醇进一步向下游拓展, 开发出维生素 E、芳樟醇系列香精香料, 充分挖掘出产业链中各环节的潜在价值, 丰富产品线同时降低各产品的生产成本, 具有独特的竞争优势。根据新和成此前公开专利《一种金属络合物催化剂及其制备方法及其应用、异戊烯醛的制备方法》及《年产 17000 吨合成香料、8209 吨 3-甲基-3-丁烯-1-醇、5650 吨异戊烯醛项目》环评公告, 新和成既保留了以脱氢芳樟醇为原料直接重排制备柠檬醛, 同时增加了新的柠檬醛生产方式, 增加生产弹性, 保持市场竞争优势。

表5: 新和成、巴斯夫、万华化学柠檬醛-香精香料产业产能布局 (吨/年)

	巴斯夫	新和成	万华化学
柠檬醛	50000	15000	48000 (投产)
维生素 A (50 万 IU 粉)	14400	8000	10000 (投产)
维生素 E (油)	20000	30000	20000 (环评)
香叶醇	5000	3000	10000 (环评)
香茅醇	15000	3000	15000 (环评)
芳樟醇	5000	10540	18000 (环评)
薄荷醇	10000	5000	1000 (环评)

资料来源: 各公司公告、环评公告、原料药情报局, 国信证券经济研究所整理

新和成的维生素业务利润率可观。山东新和成维生素有限公司是新和成维生素业务的主要子公司，2024 年该子公司实现营业收入 37.39 亿元，净利润 17.35 亿元，净利润率 46.40%，近三年平均净利润率达 41.87%，新和成的维生素业务保持了较高、平稳的盈利水平。

图23: 山东新和成维生素有限公司营业收入及净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

香精香料：维生素产业链的延伸，新和成是国内最大香料企业

根据我们前述分析，新和成布局香精香料产业主要是基于产业链协同发展思路，香精香料与维生素产业链存在多个共用中间体，技术协同效应显著，香精香料业务是新和成维生素产业链的延伸与有机补充。例如，芳樟醇既是香精香料板块的主要产品，又是 VE 生产的主要原材料；柠檬醛也可作为香精香料的外销产品，又可用作自产 VA 的原材料。

香料的定义：香料是一种能被嗅觉嗅出香气或被味觉尝出香味的物质。绝大多数香料在组成上是单一的，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。香料按来源分为天然香料和合成香料。

香精的定义：香精是由香料和相应辅料构成的具有特定香气和（或）香味的复杂混合物，一般不直接消费，而是用于加香产品后被消费。香精按用途分为食用香精、日化香精、烟草香精和其他香精。

目前，世界上香料品种约有 7000 种，数量众多，其中合成香料约 6000 多种，天然香料（国际市场有名录的）约 500 种。合成香精香料具备成本低、安全性好和产量大等优势，占据了全球香料市场 70%-90% 的市场份额。作为香料和相应辅料构成的复杂混合物，香精的品种数量则更为庞大。

表6: 香料香精品种繁多

分类	特点	全球年均用量	数量	品种举例
合成香料	大宗常用	5000 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	500-5000 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	1000 多种	草莓酸、丙位己内酯、硫磺唑等
	不常用或非普遍使用	几十公斤至几吨	5000 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、白兰香脂等

资料来源: 爱普股份招股书, 国信证券经济研究所整理

香精香料行业市场规模稳步增长。伴随着消费升级, 全球香精香料市场呈现稳步增长的势头, 据 Leffingwell&Associates 及艾媒咨询数据, 2015-2024 年十年间, 全球香精香料行业市场规模由 241 亿美元增长至 314 亿美元, CAGR 为 2.98%; 据中国香料香精化妆品工业协会及艾媒咨询数据, 2017-2024 年, 我国的香精香料市场规模从 370 亿元增长至 465 亿元, CAGR 为 3.32%。

图24: 全球香精香料行业市场规模



资料来源: Leffingwell&Associates、共研网, 国信证券经济研究所整理

图25: 中国香精香料行业市场规模

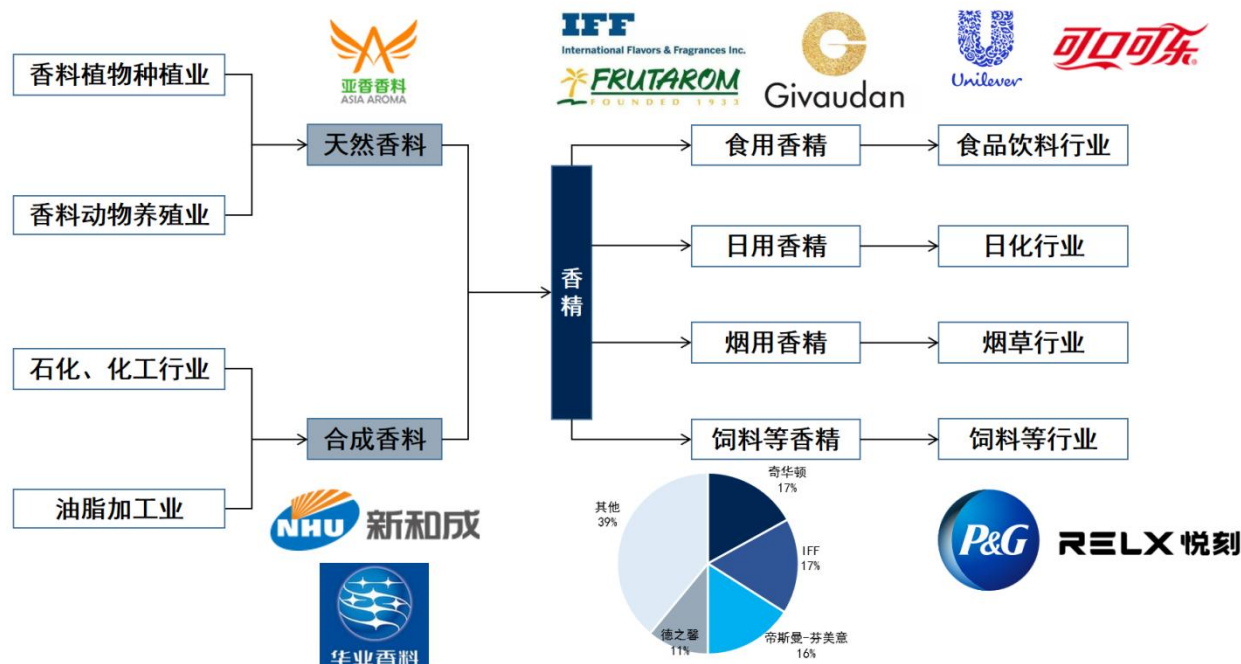


资料来源: 《香料香精行业“十四五”发展规划》、艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

新和成主要聚焦于合成香料业务

新和成香精香料业务的直接下游为香精行业, 根据应用领域的不同, 主要分为日化香精、食用香精、烟草香精等种类, 市场主要由奇华顿、IFF、德之馨、帝斯曼-芬美意等国际香精香料巨头主导。秉持“不与客户抢市场”理念, 目前新和成对自身香精香料的定位为香精香料原料供应商, 主要为国际香精香料巨头和日化企业提供原料。

图26: 香精香料产业链



资料来源：华业股份招股书、Symrise，国信证券经济研究所整理

新和成香精香料产品种类众多，与客户深度合作。新和成香精香料产品种类众多，可为客户提供复合香型所需的各类原材料，且产品质量良好，保障客户供应链的稳定。目前全球的香精市场主要由国际巨头主导，下游产业对国际巨头依赖较深，新和成通过为香精香料国际巨头奇华顿、芬美意、IFF、德之馨等公司提供大宗香精香料产品，迅速成长；同时与下游的日化企业如宝洁、花王、欧莱雅开展长期合作。

表7: 新和成主要香精香料产品简介

	产品名称	香气	应用
果香	柠檬醛	强烈的柠檬样香气	主要用于配制柠檬、柑橘和什锦水果型香精，是合成紫罗兰酮的主要原料
	香茅腈	有强烈的清新的柠檬香气	主要用于肥皂、洗涤剂 and 化妆品加香，用量 1%左右。弱碱性介质中花香性能稳定，IFRA 认为可以外用，但不作食用
	覆盆子酮	有甜润的、覆盆子酱似的果香香气	在食用香精中应用很广，常用于调配草莓、菠萝、桃子等果香型香精，用于果汁饮料、冰淇淋、口香糖等食用制品。在日化香精中可用于茉莉、栀子花、晚香玉等配方中。另外，有相当数量的覆盆子酮被用于昆虫引诱剂中
	甲基庚烯酮	强烈的脂肪气息、青柑橘样香气	少数用于日化香精中，主要用于皂用香精，也可用于配制香蕉、柑橘和浆果类食用香精。另外主要用于合成柠檬醛、芳樟醇等
花香	芳樟醇	令人愉快的花香香气	广泛用在功能香精和果味香精中，也是合成异植物醇，VE、VK 的原料
	四氢芳樟醇	显著的令人愉快的花香	对氧化作用稳定性比芳樟醇更强，可用于日化和食用香精
	香茅醇	具有清新的玫瑰样香气	广泛用于日化和食品香精中
	羟基香茅醛	有甜的铃兰和百合似的花香香气	广泛应用于铃兰、兰花、茉莉等许多日化香精配方中。也可用于柑橘、西瓜、樱桃等食用香精配方中
	二氢茉莉酮酸甲酯	具有强烈的花香，茉莉样香气	现广泛应用于化妆品和皂用香精配方，常用于茉莉、铃兰、素心兰、月下香和东方型香精中，能使香精产生优雅、圆和、逼真的天然样花香感。亦可用于食品
	铃兰吡喃	有温柔的花香，甜香，铃兰香气	用于配制香水香精，以及化妆品和香皂等日化香精。
	叶醇	强烈的新鲜的草香，青叶香气	用作各种花香型香精的前味剂，用于调合丁香、香叶天竺葵油、橡苔、薰衣草、薄荷等花精油，提供新鲜的头香
青香	乙酸叶醇酯	强烈的草青香香气	可用来作为激活花香，果香和薄荷香的食用和日化香精的头香

柳酸叶醇酯	有强烈、新鲜的青香，甜香香气	可用于高档香波，香皂的香精配方中，可带来花香和青香或起到修饰配方香气的效果
女贞醛	有强烈的青香和草香香气，并有柑橘香韵	可用于日化香精配方中，尤宜用于肥皂、合成洗涤剂、化妆品香精配方中。用作花香、青香、果香等香型香精中，可有效改善头香，增加香精的清新感和扩散性

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

新和成是国内最大的香料企业。根据中国轻工业联合会组织评选的 2022 年度中国轻工业香料行业十强企业榜单，山东新和成药业有限公司位列第一。新和成的芳樟醇系列、叶醇系列市场份额居世界第一；柠檬醛系列市场份额居世界第二，覆盆子酮为全国制造业单项冠军产品。

表8：2022 年中国轻工业香料行业十强企业

排名	公司	备注
1	山东新和成药业有限公司	2024 年营收 39.46 亿元，净利润 13.62 亿元
2	万香科技股份有限公司	2021 年营收 14.15 亿元，净利润 0.76 亿元。营收构成：合成香料 85.14%、天然香料 13.71%。
3	格林生物科技股份有限公司	2023 年营收 7.35 亿元，净利润 0.93 亿元。营收构成：生物源香料 59.62%、全合成系列 37.78%。
4	黄山科宏生物香料股份有限公司	2021 年营收 1.31 亿元，净利润 0.19 亿元。
5	滕州市悟通香料有限责任公司	
6	广州百花香料股份有限公司	
7	安徽丰乐香料有限责任公司	
8	桂林拓普香料有限公司	
9	山东吉田香料股份有限公司	2024 年营收 1.02 亿元，净利润 0.03 亿元。
10	河南省康源香料厂有限公司	

资料来源：中国轻工业联合会、中国香料香精化妆品工业协会、各公司公告，国信证券经济研究所整理

新和成的香精香料业务盈利水平较高。2015–2024 年十年间，新和成的香精香料业务营业收入从 9.47 亿元增长至 39.16 亿元，CAGR 达 17.09%，且毛利率维持了较高水平，近三年平均毛利率达 50.44%。新和成的香精香料业务主要由山东新和成药业有限公司开展，2015–2024 年山东新和成药业有限公司的营业收入从 14.17 亿元增长至 39.46 亿元，CAGR 为 12.05%，净利润由 1.97 亿元增长至 13.62 亿元，CAGR 为 23.96%，近三年平均净利润率达 33.67%。

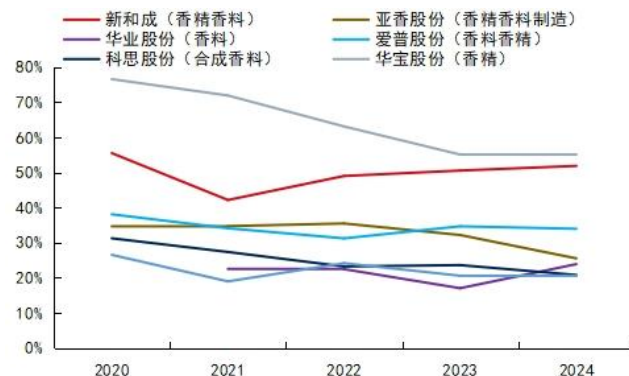
新和成的香精香料业务与维生素产业在原料方面形成了协同效应，成本优势显著；同时，新和成作为国内规模最大的香精香料生产商，产品的规模显著，这使得近三年新和成香精香料业务的毛利率达 50.44%，相比之下其他企业的香精香料相关业务毛利率大多低于 35%。

图27: 新和成香精香料业务营收及毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 新和成与其他香精香料企业毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

蛋氨酸：承前启后的大单品，新和成已成为全球蛋氨酸行业龙头

承前：在完善维生素、香精香料产业链的同时，沿着产业协同思路，新和成开始探索能助力公司长期成长的新产品。考虑维生素的下游主要为猪、家禽、水产的养殖，而蛋氨酸下游主要为家禽、猪、牛的养殖，维生素与蛋氨酸的下游客户群体高度重叠，两个产品具有较强的产业协同效应，且蛋氨酸市场规模较大，技术门槛高，我国曾长期依赖进口，是亟需国产化的营养品大单品。新和成在蛋氨酸上的布局最早可以追溯到2005年，2017年国内第一套真正拥有自主知识产权的规模化、绿色化、一体化蛋氨酸生产装置——山东新和成一期年产5万吨固体蛋氨酸装置实现稳运，此后新和成相继建设了10万吨/年、15万吨/年固体蛋氨酸装置，并推进7万吨/年固体蛋氨酸技改项目，与中石化合作建设18万吨/年液体蛋氨酸项目，预计到2025年底，新和成的蛋氨酸产能将达到55万吨/年（权益产能46万吨/年），新和成将成为全球第三大蛋氨酸生产企业。

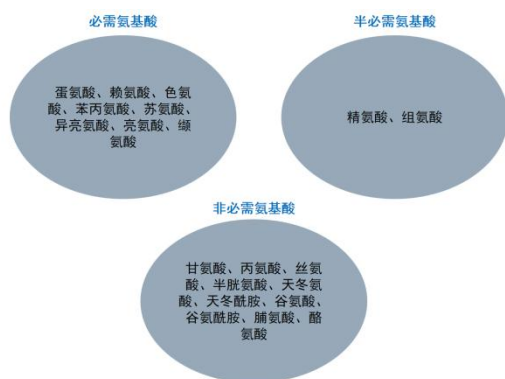
启后：蛋氨酸的关键技术是硫化和氰化工艺，新和成在蛋氨酸的研发与生产中积累了丰富的氰化工艺相关技术，并将其有机迁移到新材料领域，尼龙66的关键原料己二腈、IPDI的原料IPN的生产也需氰化工艺，新和成的蛋氨酸与新材料业务存在很强的技术协同效应。

新和成已成长为全球蛋氨酸行业领导者，是蛋氨酸全品类生产商

蛋氨酸是必需氨基酸中唯一含硫的氨基酸，也是应用最广的饲料氨基酸之一。氨基酸是生命有机体的重要组成部分，在生命体内物质代谢调控和信息传递方面扮演着重要角色。从生物体内分离获得的各类氨基酸有几百种，但组成蛋白质的氨基酸仅有 20 种，根据生物体是否能够合成，可将这 20 种蛋白质氨基酸分为必需氨基酸、半必需氨基酸和非必需氨基酸。必需氨基酸指动物体不能合成或合成速度远不适应机体的需要，必须由食物蛋白供给的氨基酸，必需氨基酸有 8 种，包括蛋氨酸、赖氨酸、苏氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、缬氨酸、色氨酸和苯丙氨酸。如缺乏必需氨基酸中任何一种，都会限制饲料蛋白质中其他氨基酸的利用。

限制性氨基酸是指天然饲料中含量较少，不能在动物体内合成，也不能被其他氨基酸所代替的且在动物的生长和生产中不能缺少的氨基酸，缺乏程度最高的称为第一限制性氨基酸，其次为第二、第三限制性氨基酸。目前在饲料工业中应用广泛的限制性氨基酸主要是蛋氨酸、赖氨酸，占饲料工业的 80% 以上，其次是苏氨酸、色氨酸、精氨酸、缬氨酸等。**蛋氨酸对禽类和高产奶牛是第一限制性氨基酸，对猪类是第二限制性氨基酸。**

图 29：20 种氨基酸分类



资料来源：安迪苏公告，国信证券经济研究所整理

图 30：使用蛋氨酸可降低鸡肉生产成本



资料来源：安迪苏公告，国信证券经济研究所整理

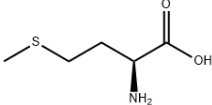
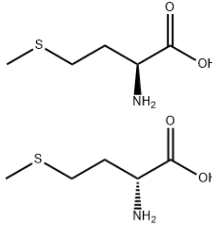
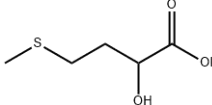
使用蛋氨酸可提高肉类生产效率。蛋氨酸是动物“必需氨基酸”之一，同时也是家禽生产第一“限制性氨基酸”。家禽无法自然合成蛋氨酸，必须通过采食摄取。在饲料中添加蛋氨酸，可以按照动物生理对氨基酸需求，均衡饲料配给，进而减少饲料成本，具有较高经济价值。目前国内禽类饲料的主流配方中，蛋氨酸添加量在 0.1%-0.3% 左右。根据安迪苏测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20% 蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元，与不使用蛋氨酸的成本相比降低 23%，能有效提高家禽生产效率。

液体蛋氨酸需求增速高于固体蛋氨酸

L-蛋氨酸、液体蛋氨酸与固体蛋氨酸的区分：生物界中各种蛋白质几乎都是由 L 型氨基酸所构成的，D 型氨基酸在自然界中较少存在。L-蛋氨酸是自然界中的动物和植物蛋白质中蛋氨酸的生物活性形式；D, L-蛋氨酸是由 50% 的 D-蛋氨酸和 50% 的 L-蛋氨酸组成的混合物，常被称为固体蛋氨酸，其通过化学合成而产生，D-蛋氨酸在动物体内可以被相应的酶转化为 L-蛋氨酸；D, L-羟基蛋氨酸通常又被称为**液体蛋氨酸**，属于蛋氨酸的前体物，可以通过动物体内的酶经过类似的途径转化为 L-蛋氨酸。据安迪苏公告，在接近或超过动物对氨基酸的生物需要量时，L-蛋氨酸、固体蛋氨酸和液体蛋氨酸的生物学功效没有差别。

D, L-蛋氨酸作为最常见的固体蛋氨酸，其产业化以及作为饲料添加剂使用已有数十年时间，1945 年安迪苏首次完成 DL-蛋氨酸的人工合成，并于 1950s 起在法国建设了固体蛋氨酸合成工厂。液体蛋氨酸也已在饲料行业中长期使用，1990 年安迪苏西班牙液体羟基蛋氨酸生产线建成投产。L-蛋氨酸的产业化进程相对较晚，2015 年希杰建成世界首个生物发酵 L-蛋氨酸工厂，2018 年开始供给饲料行业。

表9：常见蛋氨酸简介

	L-蛋氨酸	D, L-蛋氨酸（固蛋）	D, L-羟基蛋氨酸（液蛋）
常用名		蛋氨酸/固体蛋氨酸	液体蛋氨酸/羟基蛋氨酸
分子量	149.21	149.21	150.2
化学式	$C_5H_{11}NO_2S$	$C_5H_{11}NO_2S$	$C_5H_{10}O_3S$
结构图			
外观	白色结晶粉末	白色结晶粉末	琥珀色至深琥珀色液体
最小含量	99%	99%	88%
最大含水量	1%	1%	12%
生产工艺	生物发酵法	化学合成法	化学合成法
产业化时间	2010s	1950s	1990s
密度（g/m3）	0.6-0.75	0.6-0.75	1.23（20℃时）
pH 值	5.3-6.1（1%溶液）	5.3-6.1（1%溶液）	2.4

资料来源：新和成、安迪苏公告、chemical book，国信证券经济研究所整理

液蛋与固蛋性能对比：目前市场供应的蛋氨酸主要包括固体蛋氨酸和液体蛋氨酸，两者的市场渗透率分别为 60%与 40%左右（平均值，不同地区差异较大）。液体蛋氨酸通过使用专业喷撒系统给料，能够实现自动化控制，降低人工给料误差和风险，达到精准定量和均匀混合；同时液蛋可消除固体蛋氨酸在运输和储存中可能产生爆炸的风险，更加安全高效。因此规模较大、自动化程度较高的客户更倾向于使用液体蛋氨酸。液体蛋氨酸相比固体蛋氨酸的缺点在于液体蛋氨酸需要专门的喷淋装置，通常应用于规模饲料企业和规模化养殖场，此外液体蛋氨酸在低温时，黏度变大，流动性变差，不适合于低温使用。从市场价格看，液蛋一般含量为 88%，低于固蛋的 99%，且液蛋的生产成本比固蛋更具竞争力，因此液蛋售价一般比固蛋便宜一些。

液体蛋氨酸需求增速高于固体蛋氨酸。目前，在美国、墨西哥等国家，液体蛋氨酸的使用量占比超过 60%，随着中国、印度等发展中国家家禽行业逐步整合以及养殖工业化、自动化水平提升，预计未来液体蛋氨酸需求增长将高于固体蛋氨酸。

表10: 固体蛋氨酸和液体蛋氨酸优缺点对比

	固体蛋氨酸	液体蛋氨酸
优点	1、可添加到预混料或浓缩料中的量不受限制	1、无粉尘排放
	2、使预混料和浓缩料具有良好的流动性和稳定性	2、最小限度接触产品
	3、与所有预混料和浓缩料成分相融	3、可采用中型散货集装箱(IBC)和圆筒露天储存
		4、低 PH 值: 饲料酸化(具有与饲料中常有的其他有机酸类似的弱酸 PH 值)
缺点		5、存储体积小(密度大, 30m ³ 液体蛋氨酸相当于 60m ³ 固体蛋氨酸)
	1、粉尘排放	6、减少粉尘(改善低浓度饲料的添加特性)
	2、爆炸风险	1、低 PH 值: 必须谨慎选择与液体蛋氨酸直接接触的设备以免长期腐蚀
	3、吸入风险	2、必须掌握好温度以使液体蛋氨酸处于合适的黏度
主要应用场景	4、密度低, 存储空间大	
	5、需要室内储存空间	3、需要有皮肤和眼睛的保护措施
	6、需要特定的投资(如微计量系统)及设备的常规维护	
	7、操作时需要保护皮肤、眼睛和呼吸道	4、需要特定的投资(如液体喷涂设备)及常规设备维护
常见含量	99%	88%
最新参考价格	22.70 元/千克	17.80 元/千克

资料来源: 新和成、安迪苏公告、华经情报网, 国信证券经济研究所整理

新和成将跻身为全球第三大蛋氨酸生产企业, 也是目前全球为数不多可以同时生产固体和液体蛋氨酸的供应商。新和成自 2017 年建成第一条 5 万吨/年固体蛋氨酸产能后便持续扩产, 预计到 2025 年底, 新和成的蛋氨酸产能将达到 55 万吨/年(权益产能 46 万吨/年), 包括 37 万吨/年固体蛋氨酸和 18 万吨/年液体蛋氨酸产能。新和成是继安迪苏、住友化学后第三家可以同时生产固体和液体蛋氨酸的生产商, 目前新和成已成为全球第二大固体蛋氨酸供应商和第三大液体蛋氨酸供应商, 同时拥有两种形态的蛋氨酸可以积极响应不同客户的差异化需求, 因此新和成是一家全系列蛋氨酸产品的供应商。

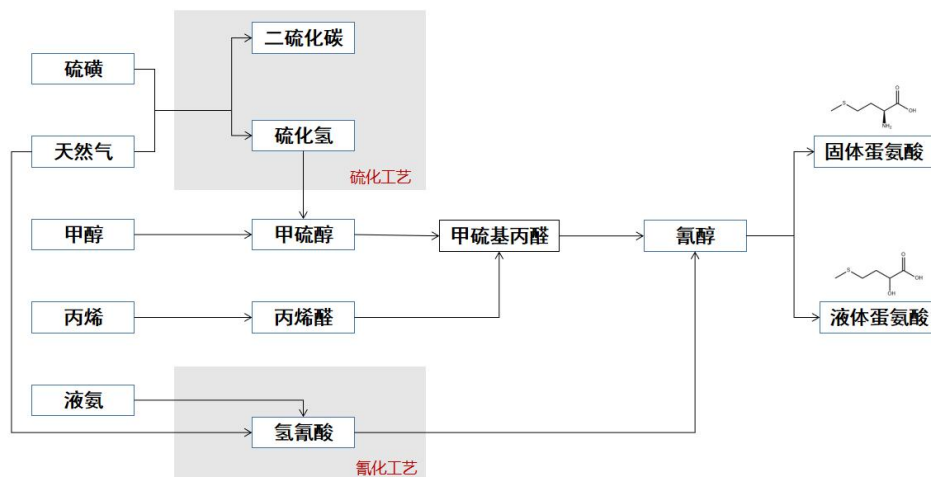
蛋氨酸行业具有较高的准入壁垒

蛋氨酸生产工艺技术门槛高, 硫化和氰化是两大核心工艺。蛋氨酸是必需氨基酸中唯一含硫的氨基酸, 目前全球蛋氨酸生产主要采用化学合成法, 固蛋与液蛋的重要中间体均为氰醇, 对氰醇进行酸化可生产液体蛋氨酸; 将氰醇经过一系列的皂化、中和、结晶会得到固体蛋氨酸, 固蛋和液蛋是不同的生产线。化学合成蛋氨酸的基本原料均为有毒有害化工原料, 如二硫化碳、甲硫醇、硫化氢均在《国家恶臭污染控制标准》规定的八大恶臭气体之列。氢氰酸、氰醇等氰化物属于剧毒的危险化学品, 此外合成蛋氨酸产生的废水也较难处理, 项目审批难度有逐渐趋严, 因此蛋氨酸整个生产流程受到环境保护及安全生产方面的严格监管。我们认为, 严苛的环境准入是制约蛋氨酸产能快速扩张的重要因素, 因此在相当长的时间内全球仅有少数几个厂商有能力安全、稳定地规模化生产蛋氨酸。

蛋氨酸固定资产投资大, 具有较高的资金壁垒。蛋氨酸属于资金密集型产业, 根据行业经验, 新建世界级规模化学合成蛋氨酸生产装置需要较大的初始资本投入, 并且至少需要 4 年时间进行许可、规划和建设工作, 如新和成的蛋氨酸装置于 2014 年小试、2016 年中试、2017 年建成第一条 5 万吨/年生产线, 到 2023 年产能达到 30 万吨/年。新和成年产 25 万吨蛋氨酸项目投资总额约为 53.70 亿元, 万吨投资

额达 2.15 亿元；18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置投资总额约为人民币 25.95 亿元，万吨投资额达 1.44 亿元。

图31：新和成蛋氨酸生产工艺



资料来源：新和成、安迪苏公告、环评公告，国信证券经济研究所整理

我国蛋氨酸产业的发展时间虽然较早，但是由于技术、设备等水平一直未能突破，国内饲料级别的蛋氨酸的生产在很长一段时间内未有突破。据渝三峡 A 公告，2010 年我国首套蛋氨酸生产装置——重庆紫光 1 万吨/年蛋氨酸项目投产，但因臭气扰民等问题于 2013 年 9 月停产。值得一提的是，2010 年前后，重庆、河北、山东、辽宁、安徽、福建、安徽等多省市均有相关企业公布了蛋氨酸的扩产计划，但后续均未有实质性进展。

蛋氨酸国产化进程加快推进。2013 年，安迪苏南京年产 14 万吨蛋氨酸（AT88）项目一期 7 万吨装置建成并试运行，是我国现稳定运行的投产时间最早的蛋氨酸生产装置。截至 2024 年，我国共有安迪苏、新和成、紫光化工、和邦生物 4 家蛋氨酸生产企业，国内产能分别为 35、30、10、7 万吨/年，合计 82 万吨/年。在建产能方面，安迪苏在泉州在建 15 万吨/年固蛋产能，新和成山东基地拟通过技改扩产 7 万吨/年，与中石化合资合作（新和成持股比例 50%）的年产 18 万吨液蛋项目在 2025 年年中已进入试生产阶段。此外，内蒙古灵圣作物科技有限公司年产 20 万吨蛋氨酸项目、湖北沂利泓年产 40 万吨蛋氨酸项目也已进入环评/项目备案/建设阶段，项目建设进展需进一步跟踪。

复盘蛋氨酸市场价格及供给端变化

2005 年时全球活跃生产的蛋氨酸供应商仅余四家，分别为安迪苏、赢创、住友和诺伟司，随着中小供应商退出蛋氨酸市场，使得蛋氨酸供应商的议价能力提高，氨基酸产品价格上升。2005 年至 2008 年，蛋氨酸价格持续上升，在 2008 年达到阶段高点。2008 年至 2010 年，受金融危机及全球市场影响，蛋氨酸价格存在小幅波动。2011 年开始，全球各大氨基酸供应商开始了新一轮的产能扩张期，蛋氨酸的市场价格受市场环境和供求关系的影响呈现下降趋势。

转折点出现在 2014 年，一季度家禽市场受“H7N9”流感影响下，进口厂商不看好当年二季度蛋氨酸市场需求，进而造成 4-7 月蛋氨酸进口量大幅降低，同期进口商检及通关时间较往常也大幅延迟，重庆紫光因环保问题未能复产、美国蛋氨酸中间体生产商因天气原因阶段性供应中断，蛋氨酸供应面持续缩紧，而从 3 月份

开始我国的家禽市场进入复苏回暖的阶段，供需错配使得蛋氨酸价格在 2014 年 10 月达到 115 元/千克的历史高位。蛋氨酸价格触顶后供给端秩序逐渐恢复，2014 年下半年宁夏紫光一期 5 万吨/年蛋氨酸项目建成投产，国内蛋氨酸进口量大幅增加，美国蛋氨酸原料工厂复产，蛋氨酸市场价格也开始进入下行通道。

中国企业主导新一轮蛋氨酸产能扩张。2015 年开始，全球蛋氨酸产能开启新一轮扩产周期，与前面几次不同的是本次扩产周期主要由中国企业主导，代表企业有紫光化工、新和成、安迪苏、和邦生物。

紫光化工：2016 年宁夏紫光二期 5 万吨/年蛋氨酸项目建成投产，总产能达到 10 万吨/年。

新和成：2017 年山东新和成一期 5 万吨/年蛋氨酸装置建成投产，2020 年 10 万吨/年蛋氨酸装置建成投产，2023 年 15 万吨/年蛋氨酸新产能建设完成。2025 年 6 月，新和成与中石化合资的 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目进入试生产阶段并产出合格产品。此外，山东新和成拟在现有年产 15（5+10）万吨蛋氨酸生产线的基础上进行改扩建 7 万吨/年产能。预计到 2025 年年底新和成将形成年产 55 万吨蛋氨酸生产规模。

安迪苏：安迪苏南京工厂一期年产 14 万吨液体蛋氨酸项目一期工程（7 万吨/年）于 2013 年建成试运行，二期工程（7 万吨/年）于 2016 年建成投产。2022 年安迪苏南京工厂二期年产 18 万吨液体蛋氨酸项目正式投产，加上一期项目后整体年产能达到 35 万吨/年。2025 年，安迪苏拟将南京液体蛋氨酸总体产能扩增至 38 万吨/年。此外，安迪苏拟在福建省泉州市新建 15 万吨/年固体蛋氨酸项目，工厂预计于 2027 年正式投入运营。

和邦生物：2021 年，和邦生物 7 万吨/年液体蛋氨酸建成投产。

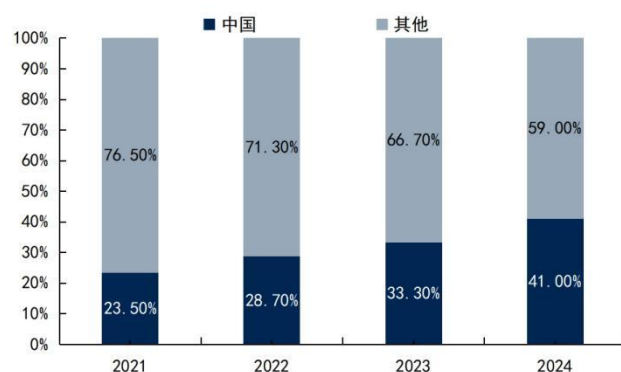
国内蛋氨酸企业的扩产节奏可以通过固蛋出口数据进行验证：从固体蛋氨酸的进出口数据看，2019 年以前我国固体蛋氨酸的年进口量呈上升趋势，而 2019 年开始固体蛋氨酸的进口量持续下降，同时 2019 年起我国固体蛋氨酸的年出口量逐年提升，2024 年中国出口蛋氨酸 38 万吨，同比增加 25.8%，进口 15.6 万吨，同比减少 8.8%。2024 年国内产量明显增加，进口减量，反映出国内固体蛋氨酸生产企业产能不断爬坡。

图32：中国固体蛋氨酸进出口量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

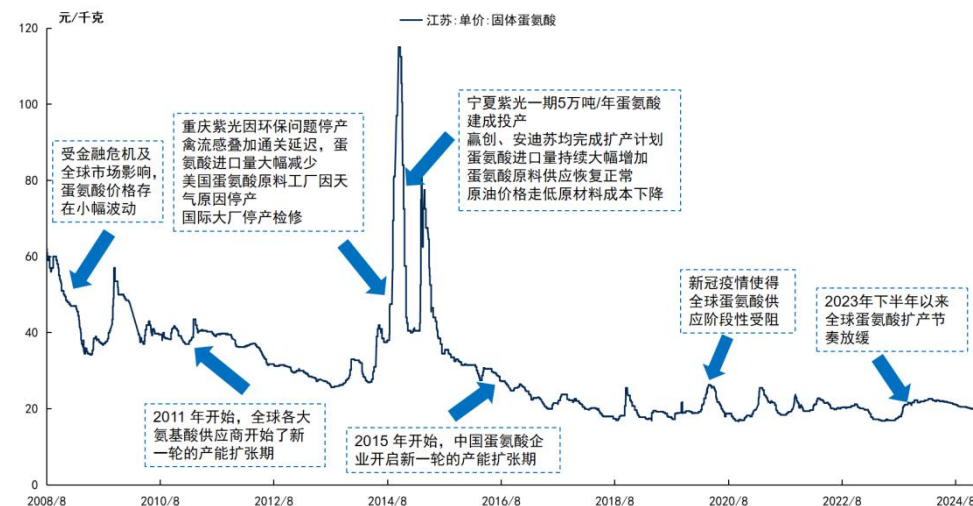
图33：中国蛋氨酸全球产能占比



资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理

国外厂商未来产能规划方面：2024 年赢创新加坡生产基地新增 4 万吨/年蛋氨酸产能，使该基地总产能增至 34 万吨/年；据住友化学 2023 年年报披露，其计划将爱媛县工厂的产能比 2018 财年末减少 3 成（约 7.5 万吨/年）；希杰从 2023 年下半年起，马来西亚工厂的蛋氨酸产量减少 30-40%。

图34: 蛋氨酸价格复盘



资料来源：公司公告、博亚和讯、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

当前蛋氨酸行业呈现典型的寡头垄断局面。据我们不完全统计，预计到 2025 年底全球蛋氨酸产能将达到 261.6 万吨，预计需求量为 178.86 万吨，行业整体呈供大于求格局，而在我们统计的 10 家蛋氨酸生产企业中，仅赢创、安迪苏、新和成 3 家企业产能超 50 万吨/年，行业 CR3 达 72%，呈现出寡头垄断行业格局，2025 年以来，头三家企业相继宣布提价，侧面反映出头三家企业在行业内极具定价权。

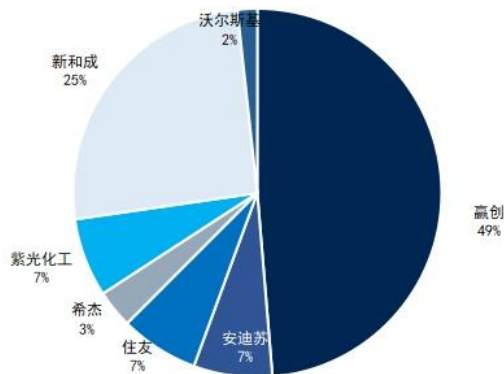
表11: 全球蛋氨酸生产企业产能及供需平衡表（单位：万吨/年，万吨）

年份	赢创	安迪苏	住友	诺伟司	希杰	紫光化工	新和成	和邦生物	沃尔斯基	内蒙古灵圣	产能合计	需求量
2014	50.5	34.7	15	32	3	5	0	0	2.5	0	142.7	102.30
2015	53	36.3	15	32	6	5	0	0	2.5	0	149.8	108.40
2016	53	37.7	15	32	8	10	0	0	2.5	0	158.2	114.90
2017	53	41.3	15	32	8	10	5	0	2.5	0	166.8	126.50
2018	58	41.3	25	32	8	10	5	0	2.5	0	181.8	133.80
2019	73	46.3	25	32	8	10	5	0	2.5	0	201.8	140.00
2020	73	46.3	25	32	8	10	15	0	2.5	0	211.8	145.07
2021	66.5	49.3	25	32	8	10	15	7	2.5	0	215.3	150.00
2022	66.5	67.3	25	32	8	10	15	7	2.5	0	233.3	155.50
2023	66.5	67.3	25	32	8	10	30	7	2.5	0	248.3	160.00
2024	70.5	62.3	17.5	32	4.8	10	30	7	2.5	0	236.6	170.00
2025E	70.5	62.3	17.5	32	4.8	10	55	7	2.5	0	261.6	178.86
2026E	70.5	65	17.5	32	4.8	10	55	7	2.5	10	274.3	188.18
2027E	70.5	80	17.5	32	4.8	10	55	7	2.5	10	289.3	197.98

资料来源：各公司公告、博亚和讯、百川盈孚、林宝网、饲料巴巴，国信证券经济研究所整理并预测

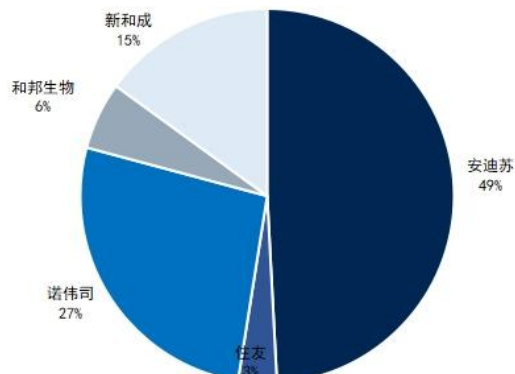
注：为保持数据连续性，安迪苏产能按液体蛋氨酸按 88%进行折算；2025-2027 年需求增速假设为 5.21%（2014-2024 需求量 CAGR）。

图35: 全球固体蛋氨酸产能分布



资料来源: 各公司公告、博亚和讯、百川盈孚、秣宝网、饲料巴巴, 国信证券经济研究所整理

图36: 全球液体蛋氨酸产能分布



资料来源: 各公司公告、博亚和讯、百川盈孚、秣宝网、饲料巴巴, 国信证券经济研究所整理

需求端: 全球蛋氨酸需求量仍有较大的增长潜力

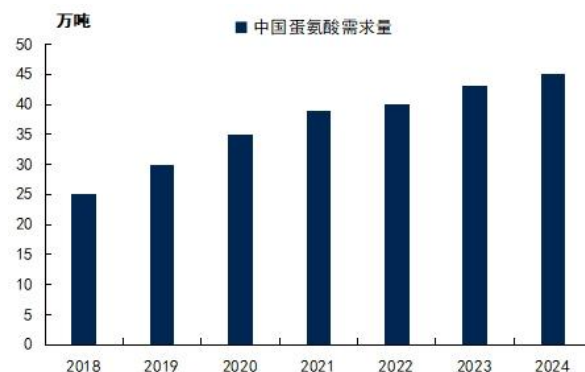
据新和成、安迪苏公告及博亚和讯, 2014-2024 年, 全球蛋氨酸需求量从 102.3 万吨增长至 170 万吨, 年均复合增速为 5.21%, 按此增速计算未来三年全球将每年新增 8 万吨以上的蛋氨酸需求量, 2027 年全球蛋氨酸需求量将比 2024 年多 28 万吨, 蛋氨酸的市场需求增量相当可观。此外, 中国的蛋氨酸需求增速显著高于全球整体水平, 2018-2024 年, 中国蛋氨酸需求量从 25 万吨增长至 45 万吨, 年均复合增速达 10.29%, 明显高于全球平均水平, 主要原因是中国人均 GDP 提升使得居民对于肉类的消费提升、低蛋白饲料的推广使得蛋氨酸添加比例提升等。

图37: 全球蛋氨酸需求量



资料来源: 公司公告、博亚和讯, 国信证券经济研究所整理并预测

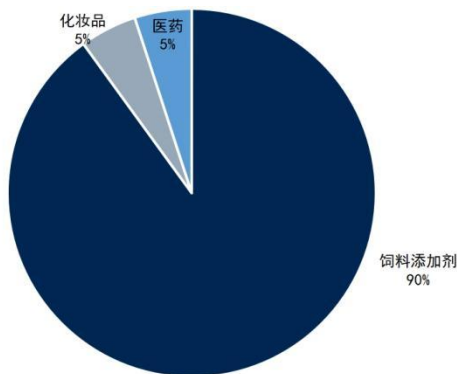
图38: 中国蛋氨酸需求量



资料来源: 公司公告、博亚和讯, 国信证券经济研究所整理

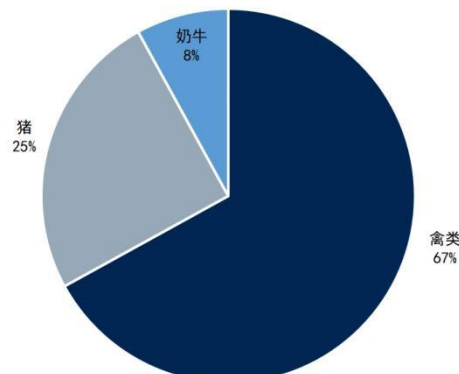
据百川盈孚, 蛋氨酸下游应用中, 饲料添加剂占比 90%, 化妆品和医药各占 5%, 因此养殖业是蛋氨酸最主要的需求领域。我们选取主营蛋氨酸的公司安迪苏分析, 安迪苏的主要产品包括蛋氨酸、维生素、酶制剂等动物营养添加剂, 按产品应用的动物品种为禽类、猪和奶牛, 占比分别约为 67%、25%、8%。

图39: 蛋氨酸下游消费结构



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

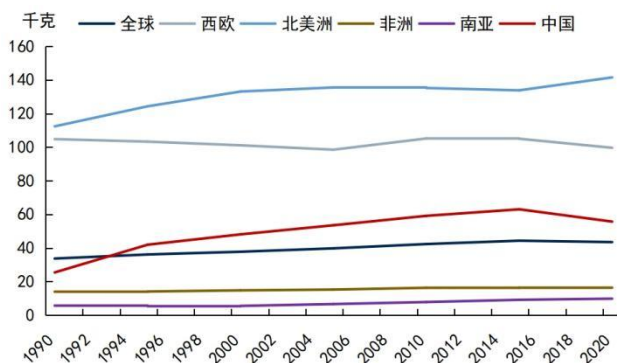
图40: 安迪苏产品应用领域 (收入占比)



资料来源: 安迪苏公告, 国信证券经济研究所整理

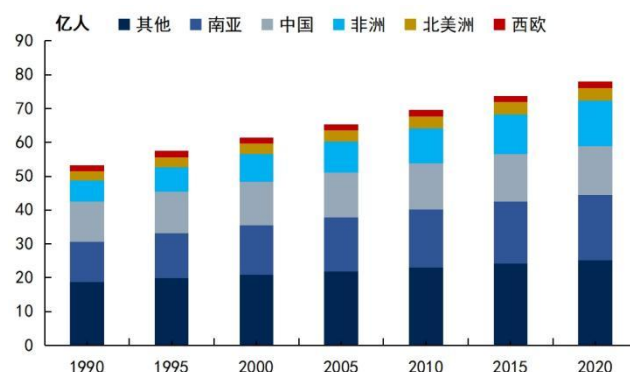
从全球人均肉类消费量角度分析, 全球蛋氨酸需求仍有较大的提升空间。据经合组织 OECD 数据, 全球猪肉消费量从 1990 年的 6286.32 万吨增长至 2022 年的 12070.67 万吨, 年均复合增速 2.06%。全球禽肉消费量从 1990 年的 2843.84 万吨增长至 2022 年的 13735.56 万吨, 年均复合增速 5.04%。据经合组织、联合国粮农组织数据, 2023 年发展中国家、发达国家、全球整体人均禽肉消费量分别为 7.85、20.94、10.23 千克, 发达国家人均禽肉消费量是发展中国家的 2.67 倍; 其中美国人均禽肉消费量达 35.74 千克, 远高于发达国家整体水平, 是非洲地区人均 3.99 千克的 8.96 倍。而从 1990 年以来全球人口分布变化情况看, 发展中国家人口占全球总人口的 80% 以上, 且人口增速高于发达国家。此外, 从人均 GDP 角度分析, 印度、非洲等国家和地区的人均 GDP 仅为欧美等发达国家的 3%-5%, 尚有较大的提升空间。因此, 综合全球猪禽消费量、人均禽肉消费量、全球人口分布及全球各地区 GDP 差距等客观现实, 我们认为全球猪禽肉消费量及牛奶消费量仍有较大提升空间, 从而对全球蛋氨酸需求提供有力支撑。我们认为中长期内全球蛋氨酸需求增速有望维持在 5%-6% 的水平。

图41: 全球各地区人均肉类产量 (千克/人)



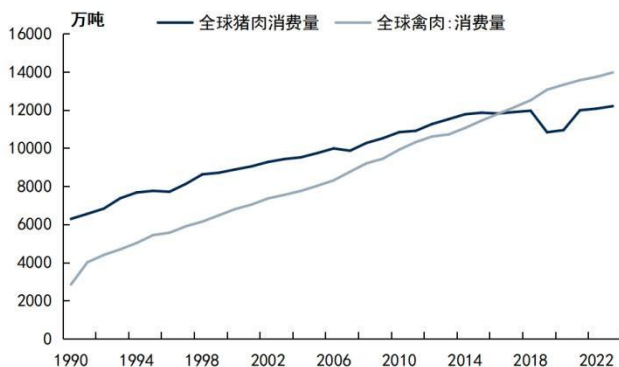
资料来源: 经合组织、联合国粮农组织, 国信证券经济研究所整理

图42: 全球人口分布



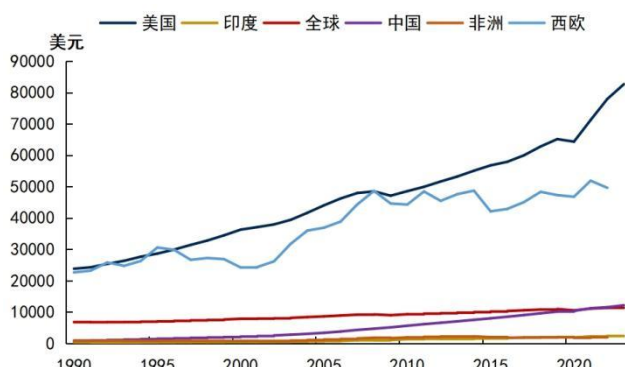
资料来源: 联合国粮农组织, 国信证券经济研究所整理

图43: 全球猪肉、禽肉消费量



资料来源: OECD, 国信证券经济研究所整理

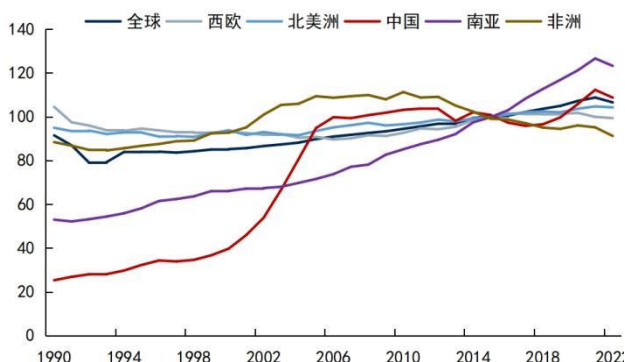
图44: 全球主要国家和地区人均 GDP



资料来源: 世界银行、联合国统计局, 国信证券经济研究所整理

豆粕减量替代政策推广为我国蛋氨酸市场带来边际需求增量。豆粕是畜禽养殖的主要蛋白来源，而我国大豆等蛋白饲料长期大量依赖进口，据国家统计局、美国农业部、汇易网数据，2023 年我国大豆表观需求量 12015 万吨，进口量 9941 万吨，进口依存度达 82.74%，成为影响整体粮食安全的风险因素，因此豆粕减量替代的实施具有保障国家粮食安全、降低成本、提升畜牧业竞争力、环保等重大意义。2023 年 4 月，农业农村部印发《饲用豆粕减量替代三年行动方案》，表示在确保畜禽生产效率保持稳定的前提下，力争饲料中豆粕用量占比每年下降 0.5 个百分点以上，到 2025 年饲料中豆粕用量占比从 2022 年的 14.5% 降至 13% 以下。在目前的实际操作中，通常采用菜籽粕、棉粕等杂粕替代部分豆粕，而这类杂粕中的氨基酸含量远低于豆粕，为保证氨基酸平衡，就需要在其中人为添加氨基酸。豆粕中蛋氨酸含量在 0.5%~0.7%，据中国饲料工业协会数据，2022 年全国工业饲料总产量达 30223.4 万吨，在此基础上豆粕用量占比降低 1.5% 对应 453.35 万吨豆粕减量，折算成蛋氨酸需求量为 2.27-3.17 万吨，对我国蛋氨酸市场带来边际需求增量。

图45: 全球各地区牛奶人均生产总值指数（2014-16 年=100）



资料来源: 联合国粮农组织, 国信证券经济研究所整理

图46: 中国大豆进口量及进口依赖度



资料来源: 国家统计局、美国农业部、汇易网, 国信证券经济研究所整理

2025 年以来蛋氨酸的盈利水平明显改善

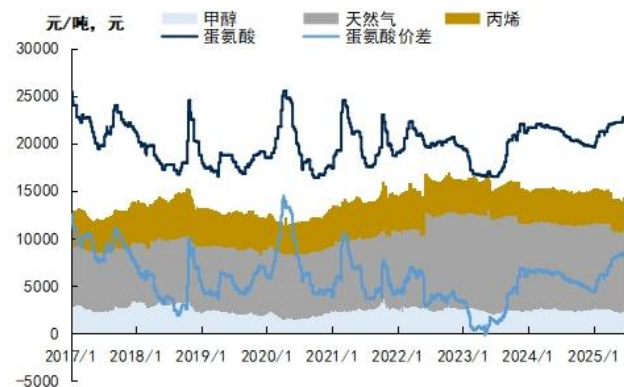
化学合成法生产蛋氨酸的主要原材料包括丙烯、硫、甲醇、氨及天然气等，丙烯和天然气合计占蛋氨酸产品成本的 25% 左右，据百川盈孚，生产 1 吨蛋氨酸需要消耗 0.5 吨丙烯、1 吨甲醇、2000 立方米天然气，根据产品的价格数据，我们可以通过计算产品价差形式去分析公司蛋氨酸产品的毛利率变化情况。2017 年以来，蛋氨酸生产中丙烯、甲醇的成本变化不大，而天然气成本则有明显提升，使得蛋氨酸生产成本较 2017 年有所提升。整体来看，蛋氨酸的价差走势与产品价格走势大致吻合，因此在原材料价格不发生大幅波动的前提下，分析蛋氨酸的盈利水平重点在于边际供需格局及替代品豆粕价格变化造成的产品价格波动。2025 年以来，豆粕价格持续上涨，蛋氨酸作为豆粕的替代品需求提升，同时原料端硫磺价格上涨推高蛋氨酸生产成本，蛋氨酸生产商相继宣布提价，蛋氨酸生产价差扩大，盈利水平持续改善。

图47：蛋氨酸与豆粕价格



资料来源：博亚和讯、汇易网，国信证券经济研究所整理

图48：蛋氨酸价格、价差

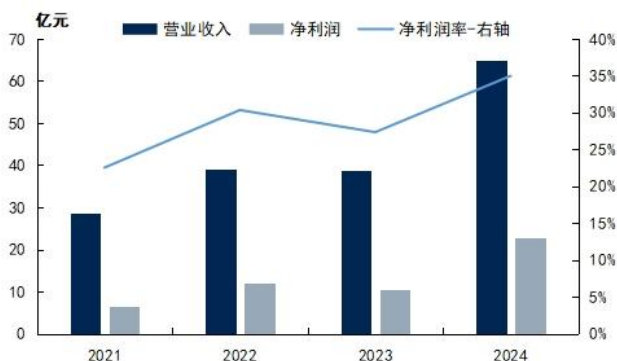


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

新和成的蛋氨酸业务实现了较高的盈利水平。随着新和成蛋氨酸产能不断扩张，子公司山东新和成氨基酸有限公司的营收及净利润大幅增长，2024 年，山东新和成氨基酸有限公司实现 64.83 亿元，净利润 22.67 亿元，净利润率达 34.97%，即便是在蛋氨酸价格相对低迷的 2023 年，山东新和成氨基酸有限公司的净利润率仍达到 27.33%，显示出新和成在蛋氨酸领域领先的成本优势。

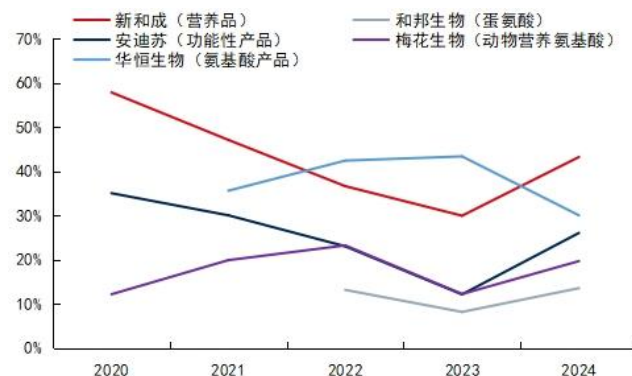
新和成的蛋氨酸业务与维生素产业在客户群体方面形成了协同效应，费用控制优势显著；同时，新和成作为国内规模最大、全球第三大蛋氨酸生产商，依托国内丰富的原料供应及人工、能源成本优势，蛋氨酸生产成本具有较强的竞争优势，使得新和成的营养品业务毛利率高于安迪苏、和邦生物蛋氨酸相关业务的毛利率，也高于从事其他公司氨基酸类业务的毛利率。

图49: 山东新和成氨基酸有限公司营收及净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 新和成与其他公司氨基酸类业务毛利率对比

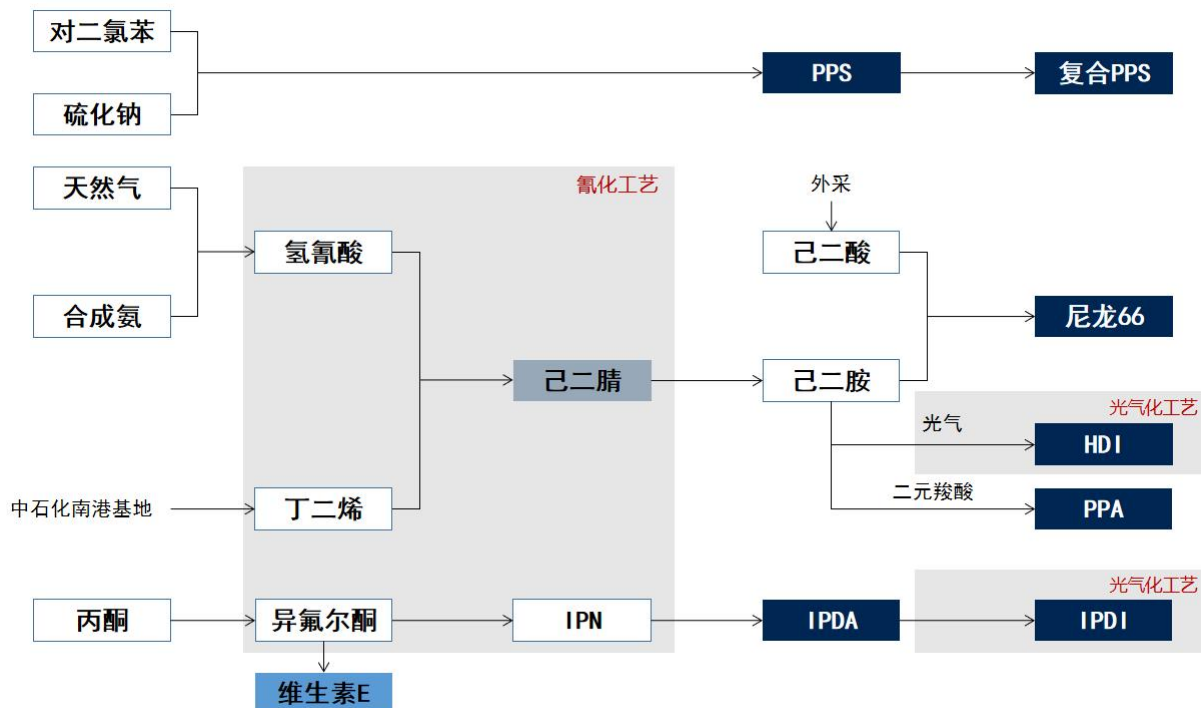


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新材料：重点布局己二腈，打开长期成长空间

新和成立足于精细化工行业，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、ADI等，下游主要应用范围包括汽车、电子电器、环保、工业应用等领域。新和成布局的新材料均为我国进口依赖度较高的材料，因进口价格较高及供应链不稳定等原因下游应用场景受限，若新和成解决相关新材料的国产化问题，价格降至下游可接受的水平，新材料的需求空间则有望打开。新和成布局新材料业务的优势是新材料与公司主要业务的技术协同性显著，未来有望实现低成本生产。

图51: 新和成新材料产业链



资料来源: 公司公告、环评公告, 国信证券经济研究所整理

PPS 与 PPA：性能优异的特种工程塑料

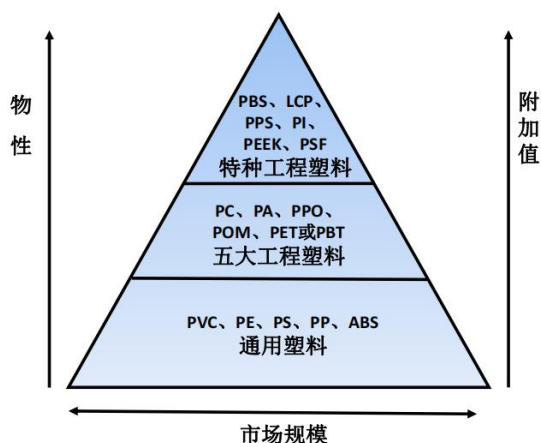
新和成 PPS 现有产能 2.2 万吨/年，整体报批产能 3 万吨/年，剩余 8000 吨/年产能将结合市场情况安排扩建计划，同时不断拓展 PPS 下游应用领域新场景的研发。

特种工程塑料大多在主链中引入芳香环，从而显著提高材料的短期耐热性（可达 250℃）、长期热稳定性（可达 150℃）、机械性能、耐化学性、耐辐射性以及阻燃性等。由于其优异的性能，特种工程塑料可以替代金属部件，被认为是工业中的轻质材料。特种工程塑料种类广泛，其中已经产业化的主要有 6 种产品，分别为聚苯硫醚 PPS、聚醚醚酮 PEEK、液晶聚合物 LCP、砜聚合物 PSF、聚酰亚胺 PI、特种尼龙 PPA 等。

据中国化信咨询，2023 年中国 6 类主要的特种工程塑料总产能达 24.2 万吨/年，产量为 8.5 万吨，平均开工率仅为 35%，产能利用率明显不足，主要原因是生产技术不稳定，产品同质化竞争严重。6 类主要的特种工程塑料总消费量约为 17.4 万吨，严重依赖进口。需求方面，中国特种工程塑料的市场需求预计将保持高速增长，2023-2028 年年复合增速约为 7.2%，2028 年消费量将达 24.6 万吨。主要依靠新能源汽车、电子电器、医疗器械、航空航天等高速发展领域驱动。

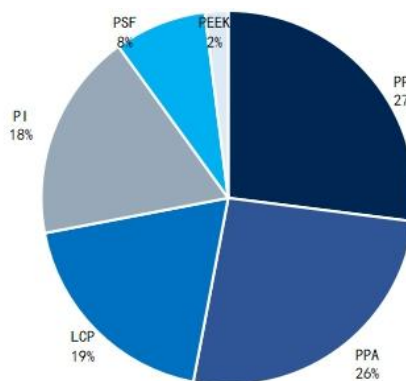
聚苯硫醚（PPS）是一种新型高性能热塑性树脂，分子主链由苯环和硫原子交替排列，大量的苯环赋予 PPS 以刚性，大量的硫醚又提供柔顺性。PPS 相比其他特种工程塑料最突出的性能是机械强度高、耐高温、耐化学腐蚀性能，因此在电子、汽车、机械及化工领域均有广泛应用。据中国化信咨询，2023 年中国 PPS 消费量约 4.7 万吨，是中国消费量最大的特种工程塑料，在 6 类特种工程塑料中占比约 27%。

图52：常用普通塑料、工程塑料及特种工程塑料示意图



资料来源：沃特股份招股书，国信证券经济研究所整理

图53：2023 年中国特种工程塑料消费情况

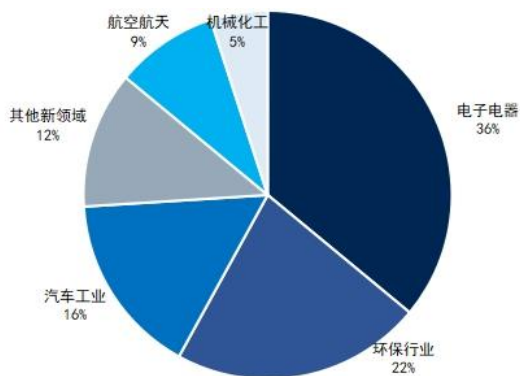


资料来源：中国化信咨询，国信证券经济研究所整理

PPS：新和成已发展成全球 PPS 龙头企业

从 PPS 下游应用看，电气和电子领域的需求占据了较大份额，占比 36%；环保领域占比 22%，PPS 主要用于制作除尘设备中的过滤袋，随着国家环保产业治理力度的加大，需求不断加大；汽车领域占比约 16%，PPS 在汽车中主要用于替代部分金属零部件，以实现汽车轻量化，随着新能源汽车渗透率不断提升，预计汽车领域对 PPS 的需求量将保持快速增长。PPS 作为较为高端的特种工程塑料，厂商具有较强的定价权，加之国内的反倾销政策，近年来 PPS 市场价格稳定运行，目前常规料市场价格约 5.4 万元/吨，高端料市场价格约 7.6 万元/吨。

图54: 2024 年 PPS 下游需求领域



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

图55: PPS 价格走势



资料来源: 中塑在线, 国信证券经济研究所整理

据隆众资讯, 2024 年全球 PPS 市场规模为 22.74 亿美元, 市场需求量在 15 万吨以上。据智研咨询, 2023 年我国聚苯硫醚产量为 8.9 万吨, 需求量为 8.9 万吨, 市场规模为 40.53 亿元。预计未来几年全球 PPS 市场将继续保持增长态势。

据我们不完全统计, 目前全球 PPS 产能约 22.73 万吨/年, 海外产能约 12.33 万吨/年, 占比 54.25%, 国内产能 10.40 万吨/年, 占比 45.75%。日韩、欧美等发达国家在 PPS 领域的发展历史较长, 目前日本在 PPS 领域具有先发优势, 日本东丽、DIC、吴羽在 PPS 品牌、产品质量及成本方面具有较强的竞争优势。中国 PPS 产业起步较晚, 但近年来产能发展迅速, 近几年打破了完全依赖进口的状况。目前国内 PPS 产品整体展现出“物美价廉、尖端产品市场容量小”的特点, PPS 行业存在高功能产品少、产能仍待扩大等问题。

表12: 全球主要 PPS 生产企业产能统计

公司	产能 (万吨/年)	备注
日本东丽	32600	5000 吨/年 在建
日本 DIC	23000	纯树脂 23000 吨/年, 改性 23000 吨/年
新和成	22000	报批产能 3 万吨/年
索尔维	20000	收购菲利普斯
日本吴羽	15700	由塞拉尼斯和宝理销售
塞拉尼斯	15000	
韩国 HDC	12000	原 SK 化学
内蒙古磐迅	10000	2019 年一期投产
新疆中泰新鑫	10000	一期 2020 年 5 月投产
滨化滨阳炼化	10000	2021 年 3 月投产, 2024 年滨州市的聚苯硫醚树脂产量 6900 吨
重庆聚狮	10000	一期投产
铜陵瑞嘉	10000	一期项目
山东明化	10000	
长治市霍家工业	10000	2022 年 5 月投产
中科兴业	10000	
日本东曹	5000	
珠海长先	2000	
合计	227300	

资料来源: 各公司官网、环评公告、政府官网、中国石油和化学工业联合会、艾邦高分子、成都惠恩精细化工有限责任公司, 国信证券经济研究所整理

新和成是全球 PPS 龙头企业。2008 年，新和成联合浙江大学开始研发高端 PPS 制造关键技术，2013 年建成第一套 5000 吨/年生产装置，2017 年新建第二套 10000 吨/年生产装置，2023 年第三套 7000 吨/年生产装置投产，2.2 万吨/年的总年产能排名全球第三、国内第一。新和成在与浙江大学联合研发成功 PPS 合成工艺后，又与闰土、东洋纺、恩骅力合作，打造从基础原料到高分子聚合物、再到改性加工、特种纤维的全产业链，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，培育了一大批国内 PPS 下游用户，也为新和成发展其他新材料奠定了坚实的客户基础。

PPA：己二腈实现突破后有望加速发展

高温尼龙（PPA）是一类性能优于普通尼龙的工程材料，可长期在 150℃以上使用，热变形温度可高达 280℃。具有较高的强度和硬度、柔性、延展性和耐冲击性优异；在 50%的相对湿度下保持 90%的特性；具有卓越的耐化学性，在汽车和飞机工作液中具有优良的工作性能。与传统的尼龙 6、尼龙 66 或尼龙 46 相比，其尺寸稳定性高，吸水量要少 33%，热膨胀系数低，与金属或金属合金类似。

据中国化信咨询，中国 PPA 产业目前面临的主要问题仍为产品同质化严重，均以 PA6T 以及 PA10T 为主，产品下游覆盖面较窄，仍需要大量进口弥补需求缺口。导致产品同质化严重的主要原因是原料二胺单体供应的问题，目前主要的 PPA 产品类型中，PA4T 的原料为丁二胺，丁二胺的生产由帝斯曼垄断；PA6T 的原料己二胺近些年实现国产化，未来能够实现稳定供应；PA9T 的原料为壬二胺，壬二胺的生产方法一直被可乐丽垄断。同时，国内企业 PPA 生产工艺技术差距明显，且存在产品批次不稳定等问题，相比国外产品的竞争能力存在较大不足。

表 13：常见耐高温尼龙（PPA）简介

品种	学名	熔点 (°C)	二元羧酸单体	二胺单体	生产企业	特点
PA46	聚己二酰丁二胺	295	己二酸	丁二胺	帝斯曼	结晶速度快，吸水率较高
PA4T	聚对苯二甲酰丁二胺	430	对苯二甲酸	丁二胺	帝斯曼	熔点大于分解温度，需共聚改性降低熔点
PA6T	聚对苯二甲酰己二胺	370	对苯二甲酸	己二胺	杜邦、索尔维、三井化学、艾曼斯、新和成	熔点大于分解温度，需共聚改性降低熔点；原料价格有优势。
PA9T	聚对苯二甲酰壬二胺	308	对苯二甲酸	壬二胺	可乐丽	易于熔体加工
PA10T	聚对苯二甲酰癸二胺	316	对苯二甲酸	癸二胺	金发科技、艾曼斯	原料癸二胺是一种生物基来源的化学品
PA12T	聚对苯二甲酰十二碳二胺	310	对苯二甲酸	十二碳二胺	河南君恒	十二碳二元胺制备困难，未来生物法有望实现突破

资料来源：郑天成等. 耐高温尼龙的结构、性能及发展现状[J]. 材料导报, 2023, 37 (S1): 549-552, 国信证券经济研究所整理

新和成以对苯二甲酸、间苯二甲酸、己二酸和己二胺为主要起始原料，经过熔融缩聚等反应制得无规共缩聚聚酰胺，产品具有耐温性好、强度高和使用广泛等特点。目前，新和成于 2014 年建成 PPA 产能 1000 吨/年（一期），二、三期合计 9000 吨/年因原料己二胺限制尚未建设，我们认为后续随着新和成“己二腈-己二胺-尼龙 66 产业链”的投建，此前制约 PPA 发展的原料问题有望得到解决，PPA 板块有着广阔的发展空间。

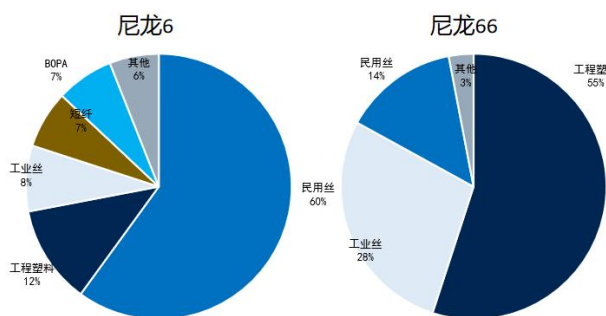
尼龙 66：新和成致力于解决关键原料己二腈国产化问题

新和成从 2017 年起组建“己二腈-尼龙 66”项目研发团队，不断优化提升技术，经小试、中试后最终确定产业化。天津新和成材料科技有限公司已于 2024 年 6 月正式成立，未来将依托中石化南港乙烯产业链的丁二烯供应进行生产，目前项目已取得海域权证、能评、主装置环评批复，待合法性报批手续完成后开工建设。

尼龙（Nylon）化学名为聚酰胺，简称 PA，是一种基于脂肪族或半芳香族聚酰胺化合物合成的热塑性丝状材料。20 世纪 50 年代开始，为取代金属满足下游工业品轻量化、低成本的需求，工业界逐步开发各类尼龙注塑制品，尼龙逐渐成为所有聚酰胺的总称。在各尼龙产品中，占主导地位的是 PA6 和 PA66，两者消费量约占尼龙总消费量的 90%，其他的尼龙产品被称为特种尼龙。

尼龙 6 是以己内酰胺为单体原料聚合而成，尼龙 66 则是以己二胺和己二酸为单体原料聚合而成。尼龙 6 主要用做尼龙纤维和工程塑料，尼龙 66 主要用做工程树脂及工业用丝。尼龙 66 由于具有比尼龙 6 更高的熔点和更好的机械性能，在汽车工业、仪器壳体以及其他需要抗冲击性和高强度要求的产品，如船用螺旋桨、齿轮、滑轮等领域具有更广泛的应用。尼龙 6 凭借轻质、耐磨、耐用、高弹性等特点，以及相比尼龙 66 更好的柔软性和吸湿性，在服装面料、箱包、轮胎帘子布、传送带、绳缆等产业方面广泛应用。尼龙 66 的技术门槛比尼龙 6 高，因此国产化进程晚于尼龙 6，尼龙 66 的市场价格也比尼龙 6 高 50%以上。由于较高的技术壁垒，我国的尼龙 66 长期依赖进口。

图56：2024 年尼龙 6 与尼龙 66 下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图57：尼龙 6 与尼龙 66 价格走势



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

表14：中国尼龙 66 行业市场规模

年份	消费量（万吨）	年度均价（万元/吨）	市场规模（亿元）
2015	46.5	1.82	84.57
2016	51.5	1.76	90.73
2017	56	2.30	129.08
2018	51	3.42	174.21
2019	48.4	2.66	128.76
2020	59.5	2.20	130.68
2021	60.3	3.96	238.76
2022	54.4	2.73	148.39
2023	65.2	2.03	132.22
2024	70.3	2.01	141.63

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

注：市场规模=消费量×年度均价

己二腈是尼龙 66 产业链中的卡脖子环节。己二腈，又名 1,4-二氰基丁烷，简称为 ADN。99.9%的己二腈用于制备己二胺，87%的己二胺用于生产尼龙 66%，10%的己二胺用于生产 HDI。己二腈作为尼龙 66 的重要原料，生产技术壁垒较高，是“己二腈-己二胺-尼龙 66”产业链中卡脖子的材料。20 世纪 70 年代，中石油辽阳分公司引进 2 万吨/年己二酸催化氨化法生产己二腈的技术，但 2002 年停产；2015

年，山东润兴化工采用丙烯腈电解法生产 10 万吨/年己二腈，在试生产时发生爆炸，项目停滞。2019 年 7 月，华峰集团建成 5 万吨/年己二腈规模化生产装置并顺利投产。因此 2002-2019 年间我国无己二腈工业化生产装置，所需己二腈全部依赖进口，国内尼龙 66 生产企业均需进口己二腈或己二胺或尼龙 66 盐作为原料进行生产。2022 年 11 月，英威达（上海）40 万吨/年己二腈项目投产（后扩产至 47 万吨/年），2023 年开始我国己二腈的进口数量开始大幅下降。

我国的尼龙 66 仍严重依赖进口。2024 年我国共进口尼龙 66 切片 16.63 万吨，进口金额 4.86 亿美元；进口尼龙 66 盐 3761.70 吨，折 3761.70 吨尼龙 66 切片；进口己二胺 4.25 万吨，假设 87%用于尼龙 66 生产，则可满足 7.25 万吨尼龙 66 切片生产（尼龙 66 的己二胺单耗约 0.51 吨/吨），进口金额 1.03 亿美元；己二腈进口没有单独的海关编码，其进口包含在 HS29269090（未列名腈基化合物）类别下，该类别下除己二腈外主要为菊酯类化合物，我国能够自给，因此“未列名腈基化合物”类别下的产品主要为己二腈。2024 年我国进口“未列名腈基化合物”8.45 万吨，进口金额 2.69 亿美元，假设该品类下全部为己二腈（折 9.08 万吨己二胺，假设 87%用于尼龙 66 生产），则最多可满足约 15.49 万吨尼龙 66 切片的的生产。根据以上数据及假设，2024 年我国尼龙 66 切片、尼龙 66 盐、己二腈、己二胺进口量折算成尼龙 66 切片量约为 24-40 万吨，相比 70.3 万吨的需求量，再考虑英威达已在国内建成 47 万吨/年己二腈装置，我国的尼龙 66 仍严重依赖进口。

图58: 中国尼龙 66 切片进口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图59: 中国尼龙 66 盐进口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图60: 中国未列名腈基化合物进口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

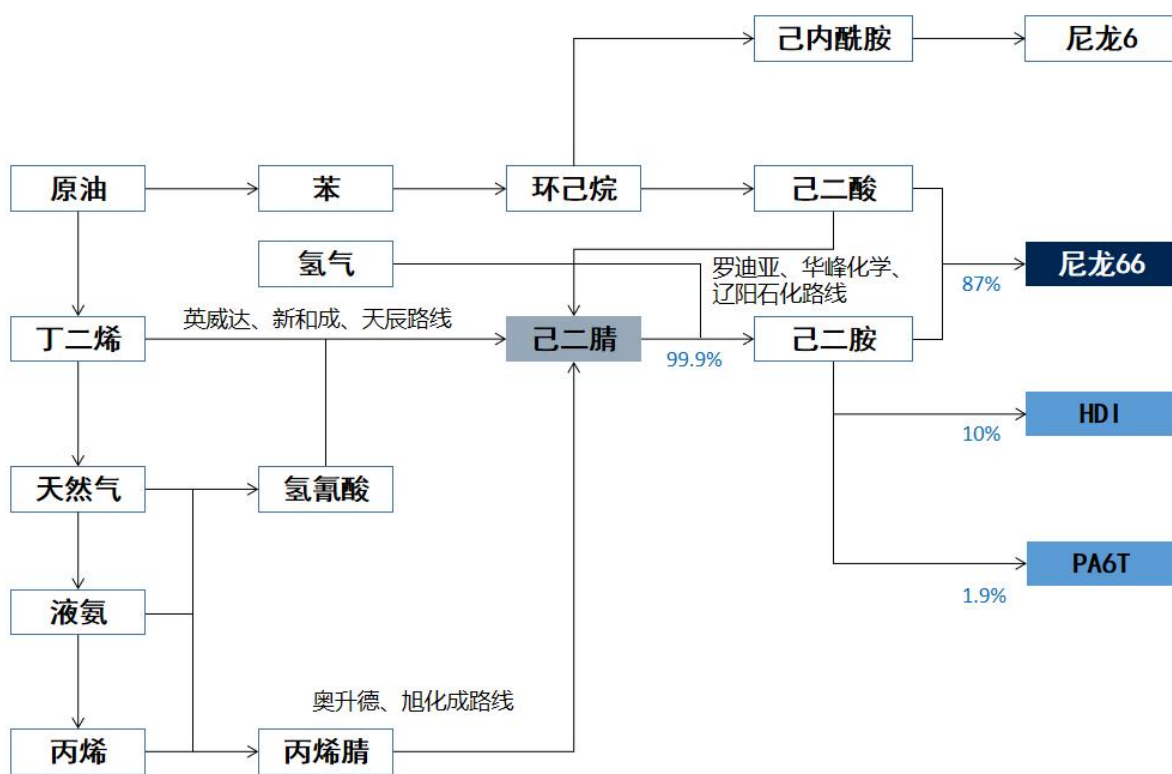
图61: 中国己二胺进口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

目前己二腈合成工艺路线主要分为丁二烯法、丙烯腈法和己二酸法。1) 丁二烯法是以丁二烯为原料，通过直接氰基化反应得到己二腈，采用该工艺的企业有英威达、新和成、天辰齐翔等。该方法原料成本低、能耗低、工艺路线短，且产品质量好、收率高，是最理想的工业化路线，适合大规模的工业化生产。该工艺生产的己二腈占世界总量的 65%~70%，是目前最先进的生产工艺。2) 丙烯腈法以丙烯腈为原料，采用电解加氢二聚生产己二腈，采用该工艺的企业有奥升德、旭化成等。丙烯腈二聚反应所需的能耗高，对设备投资高，且二氧化碳排放量大，有环保方面的压力。该工艺副反应较多，电解过程会生成丙腈、三聚物、2-甲基戊二腈等物质。另外，电解法不可避免地会产生氧气，工艺的安全性存在一定隐患。3) 己二酸法以己二酸为原料先经过氨化，然后进行脱水得到己二腈，采用该工艺的企业有罗地亚、华峰集团、辽阳石化等。己二酸工艺的缺点是副产物较多，产品质量一般，该方法很大程度上受到己二酸价格的影响。

图62: 己二腈产业链



资料来源：陈亚君, 己二腈工艺路线选择及产业化分析[J]. 现代化工, 2024, 44 (06) : 5-8, 国信证券经济研究所整理

新和成采用丁二烯法生产己二腈，具有成本优势。丙烯腈电解法的原料单耗和丙烯腈价格均较高，原料成本最高；己二酸氨化法原料价格较低但单耗较高，原料成本适中；丁二烯氰基化法原料价格适中而单耗最低，原料成本最低。我们按照卓创资讯提供的产品价格数据进行测算，丙烯腈电解法、己二酸氨化法、丁二烯氰基化法的参考原料成本分别为 12788、11013、8659 元/吨，再考虑丁二烯氰基化法的能耗最低，因此理论上丁二烯氰基化法生产己二腈的成本将显著低于另外两种工艺（假设原料全部外采，如原料可自给成本将进一步下降）。

奥升德将关闭中国己二胺工厂。2025 年 6 月 17 日，奥升德宣布将有序关闭其位于中国连云港的己二胺生产工厂，项目总投资 42 亿元，其中一期投资 12.9 亿元，该工厂于 2024 年 10 月 23 日正式投产，运营时间不足 8 个月。奥升德选择关停连云港己二胺工厂可能与其财务压力、业务重组、行业产能快速扩张、丙烯腈法生产成本较高等多方面原因有关。

表 15：三种制备己二腈的工艺路线对比分析

	丙烯腈电解法（无隔膜法）	丁二烯氰化法	己二酸氨化法
原料单耗/（吨/吨）	1.55	583kg 丁二烯、620kg 液氨、930m ³ 天然气	1.4~1.6（取 1.5）
原料价格（2025/6/24）	8250	丁二烯 9600 元/吨，液氨 2239 元/吨，天然气 1.8 元/方	7342 元/吨
原料成本	12788	8659	11013
能耗/（kW/h）	3000（较高）	200（较低）	一般
电力价格（元/kWh）	0.5	0.5	0.5
能耗成本	1500	100	
公用工程成本/（元/吨）	2735	1320	2218
原料+能耗+公用工程成本合计	17022.5	10078.98	>13231
工艺条件/℃	50~60	40~150	200~350
产品收率/%	90~92	85~90	84~96
生产规模	中小	大	中小
投资额	较高	高	较低
原料成本	较高	低	较高
产品质量	高	高	一般
环保	污染大	污染小	一般
代表公司	奥升德、旭化成	英威达、新和成、天辰齐翔	罗地亚、华峰集团、辽阳石化

资料来源：陈亚君, 己二腈工艺路线选择及产业化分析[J]. 现代化工, 2024, 44 (06) :5-8, 曾成等, 我国锦纶 66 产业发展现状及展望[J]. 高科技纤维与应用, 2022, 47 (06) :9-16, 国信证券经济研究所整理

己二腈的核心技术是氰化工艺，新和成在蛋氨酸项目中攻克了氰化工艺。丁二烯氰化法生产己二腈技术门槛高，原料氢氰酸剧毒，氰化工艺对安全管理有较高要求。蛋氨酸生产的核心技术是硫化工艺和氰化工艺，新和成自 2017 年以来实现蛋氨酸的稳定生产，掌握工业级氰化工艺，在蛋氨酸生产中氰化工艺的积累将与己二腈项目的氰化工艺形成较强的技术协同效应。

尼龙 66 产业链利润向丁二烯法己二腈环节集中。据卓创资讯，2025 年 5 月国内尼龙 66 月度均价约 16132 元/吨，己二酸月度均价约 7206 元/吨；据海关总署，2025 年 5 月我国己二胺进口均价约 18035 元/吨。按生产一吨尼龙 66 需要消耗 0.51 吨己二胺、0.65 吨己二酸，综合费用 3000 元/吨测算，2025 年 5 月外采己二胺、己二酸生产一吨尼龙 66 的毛利润约-750 元/吨；另据百川盈孚提供的尼龙 66 毛利润数据，2025 年 5 月第 4 周尼龙 66 的毛利润为-764 元/吨。因此外采己二胺、己二酸生产尼龙 66 的成本高于价格，此环节陷入亏损。百川盈孚提供的己二酸毛利润数据也为负值，说明己二酸环节也利润微薄或亏损。考虑己二腈生产己二胺环节的物料和加工费用较低，结合我们此前对己二腈成本的测算，可以发现目前尼龙 66 产业链的利润主要集中在“己二腈-己二胺”这一环节，且丁二烯法己二腈因成本最低，是产业链中利润最丰厚的环节。

据百川盈孚，截至 2025 年 6 月底，我国已建成尼龙 66 名义产能 134.4 万吨/年，名义产能最大的三家企业分别是英威达（上海）、神马股份、华峰集团，分别为 40、32、23 万吨/年，前三家企业名义产能占比超 70%，其中英威达（上海）建有 47 万吨/年丁二烯法己二腈产能（可满足约 94 万吨/年尼龙 66 生产），华峰集团建有 20 万吨/年己二酸法己二腈，神马股份计划建设 5 万吨/年丁二烯法己二腈产能。据我们不完全统计，目前国内已申报环评的尼龙 66 产能约 574 万吨/年，己二腈产能约 454 万吨/年，生产工艺涉及丁二烯法、丙烯腈法、己二酸法。**需要指出的是，当前“己二腈-己二胺-尼龙 66”产业链规划产能较大，而环评公告的产能并不代表后续实际建设的产能，现有公告环评公告的企业多为首次布局己二腈-尼龙 66 产业链，后续需关注新企业、丙烯腈及己二酸法企业的实际落地情况。**

表16: 国内己二腈、尼龙 66 拟建设产能统计

公司	己二腈规模(万吨/年)	生产工艺	尼龙 66 规模(万吨/年)	状态
天辰齐翔	30		20	一期 6 万吨/年尼龙 66 投产
旭阳郢城	10		20	环评
河南心连心	30		20	启动
山西恒力新材料			12	环评
安徽昊源化工			40	一期 4 万吨尼龙 66 投产
华鲁恒升	4.2		8	在建
鞍山中能精细化工	2	己二酸法	4	前期
山东聚合顺			50	一期 8 万吨尼龙 66 在建
湖北三宁	10		20	环评
福建福化古雷石化	40		40	启动
中石油辽阳石化	5		10	建设
江苏威名			6	环评
优纤科技			4	前期
上海洁达			12	启动
台湾嘉荣			4	前期
浙石化(荣盛)	25		50	启动
福建永荣	30	丁二烯法	60	一期 8 万吨尼龙 66 启动
四川玖源	50	丁二烯法	120	环评
新和成	40	丁二烯法	40	一期 10 万吨尼龙 66 启动
新南山化学			4	环评
东营威联化学有限公司			30	2022.12 开建
内蒙古乌海	10	丙烯腈法		启动
神马股份	5	丁二烯法		在建
山西润恒化工	10	丙烯腈法		1 万吨/年己二腈在建
南充联盛新材料	10	丙烯腈法		一期 3 万吨/年己二腈开工
辽宁兰麒	10	丙烯腈法		环评
中国化学惠州	40	丁二烯法		
中国化学岳阳	30	丁二烯法		可研完成
七彩化学	2			启动
河北富海润泽化工	30	丁二烯法		环评
新疆五家渠源投精化	5	丁二烯法		环评
陕西泰丰盛合、铂尊	1	丁二烯法		开建
茂名南海新材料	5			启动
中石化镇海炼化	20			启动
合计	454.2		574	

资料来源：各公司公告、环评公告，国信证券经济研究所整理

注：产能不代表产量，环评产能不代表将会实际投建，具体建设进度请以各公司公告为准

ADI：新材料产业链的进一步延伸，有望逐步替代 TDI

我国的 ADI 的产业化仍处于起步阶段。多异氰酸酯化合物是生产聚氨酯（PU）制品的关键原材料，其分子中含有两个或多个异氰酸酯官能团（—N=C=O）。按化学结构分类，异氰酸酯分为芳香族异氰酸酯及脂肪族（包括脂环族）异氰酸酯。芳香族异氰酸酯最主要品种为二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）、甲苯二异氰酸酯（TDI），因其采用价格低廉的甲苯为原料，发展很快，占主导地位，其他为特种芳香族异氰酸酯。将芳香族之外的异氰酸酯类产品统称为脂肪族二异氰酸酯（简称 ADI，包括脂环族化合物），ADI 主要品种包括六亚甲基二异氰酸酯（HDI）、异佛尔酮二异氰酸酯（IPDI）等。据中国化信咨询，最常用的二异氰酸酯是芳香族的 MDI 和 TDI 以及脂肪族的 HDI，它们占全球异氰酸酯总需求量的 99%；而 IPDI、HMDI、XDI、NDI、PDI 等小众产品的需求量仅占约 1%。目前，我国成功开发了以 MDI、TDI 为主体品种的二异氰酸酯生产技术，ADI 的产业化仍处于起步阶段。

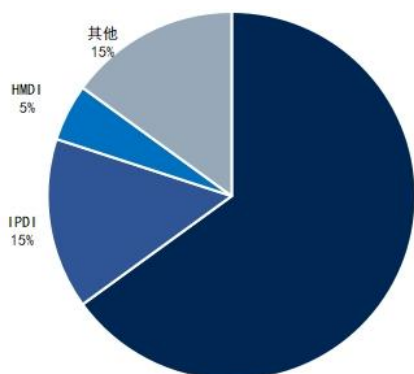
表17：异氰酸酯分类

分类	简称	中文名称	参考价格（元/吨）
芳香族	MDI	二苯基甲烷二异氰酸酯	17100
	TDI	甲苯二异氰酸酯	11150
	PPDI	对苯二异氰酸酯	
	NDI	萘二异氰酸酯	
	XDI	间苯二甲基异氰酸酯	
	TMXDI	四甲基苯二甲基二异氰酸酯	
脂肪族（ADI）	HDI	六亚甲基二异氰酸酯	24700
	IPDI	异佛尔酮二异氰酸酯	44500
	HMDI	氢化苯基甲烷二异氰酸酯	

资料来源：百川盈孚、ChemicalBook，国信证券经济研究所整理

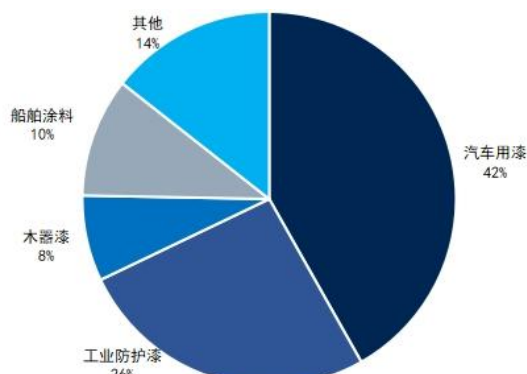
ADI 能克服芳香族异氰酸酯的缺点，发展潜力大。芳香族异氰酸酯（MDI、TDI 等）因含有芳香基团，容易氧化生成醌类物质，导致所制得的聚氨酯涂料等制品易泛黄、耐候性差。ADI 因能克服芳香族异氰酸酯的缺点而得到广泛关注，因 ADI 制品具有优良的机械性能、突出的化学稳定性和优秀的耐光耐候性，广泛应用于高档涂料、高档合成革、弹性体、胶黏剂、火箭推进剂等领域。在 ADI 系列产品结构中，HDI 是市场占比最大的产品，占比达到 65%；其次为 IPDI 和 HMDI，市场规模占比分别为 15%和 5%。全球 ADI 市场容量估计不低于 400 亿元，主要生产厂家包括科思创、巴斯夫、万华化学、拜耳、旭化成等。

图63：ADI 产品结构



资料来源：SheJiMa11，国信证券经济研究所整理

图64：HDI 下游消费结构



资料来源：SheJiMa11，国信证券经济研究所整理

HDI 具有优异的耐黄变性、化学稳定性、柔韧性能，主要用于高端涂料。与 MDI、TDI 等芳香族异氰酸酯相比，HDI 不含苯环等不饱和键，衍生聚氨酯具有优异的耐黄变特性，保色、保光、抗粉化、耐油、耐磨性能等优点。HDI 下游主要用于高端涂料中，其中汽车漆是 HDI 最大下游，占比为 41.8%，工业防护漆占比为 26.1%，船舶涂料占比 10.3%，木器漆占比 7.4%；除此之外，HDI 在航空航天、风电叶片等方面有广阔的发展前景。除高端涂料外，HDI 还用于生产胶粘剂、弹性体、交联剂、油墨等材料。从产品形态来看，HDI 由于单体毒性较大，一般将其制备成 HDI 类衍生物，主要包括 HDI 三聚体和 HDI 缩二脲，需求占比达到 90%，HDI 单体的占比仅为 10%。

新和成掌握光气化工艺，配套光气产能，未来己二胺也可自给。当前 HDI 的主流生产工艺是己二胺光气化法，主要是己二胺在氮气保护下光气化生成 HDI 单体。己二胺与己二胺的供应及危险的光气法反应是制约我国 HDI 产业发展的瓶颈，也是行业准入门槛。己二胺与己二胺的技术壁垒在前面已做详细介绍，光气法反应的危险性主要体现在：光气由氯气和一氧化碳反应制得，是一种剧毒气体，具有强烈的刺激性和腐蚀性。在生产过程中，光气的使用和处理需要严格的安全措施，包括密闭的设备系统和高效的废气处理设施等。光气被国际禁止化学武器公约组织列为第三类监控化学品，各国对光气控制极严，光气生产资质准入门槛较高，目前审批较难。新和成的维生素 B6 生产中涉及光气工艺，因此在新和成维生素公司建设有一氧化碳/光气合成装置，目前新和成维生素公司提供的一氧化碳/光气产量可以满足 HA 项目一期工程 HDI（3000 吨/年）、IPDI（1000 吨/年）的生产，后续二期、三期工程将配套光气合成装置。未来，随着新和成“己二胺-己二胺-尼龙 66 产业链”的投建，新和成 HDI 的另一个原料己二胺也可实现自给，产业与技术协同效应将使得新和成在 HDI 领域拥有强大的竞争优势。

表18: HDI 现有及规划产能

生产企业	现有产能（万吨/年）	规划项目
万华化学	20（含康睿）	宁波 10 万吨/年待建
科思创	19	
美瑞新材	10	2 期 20 万吨/年待建
东曹	3	含扩建
旭化成	2.2	
新和成	0.3	10 万吨/年待建
合计	54.5	40

资料来源：慧聪化工网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

由于具有极高的技术壁垒，HDI 行业进入难度大，市场集中度高。目前全球仅有万华化学、科思创、美瑞新材、新和成、东曹、旭化成 6 家 HDI 生产企业，行业集中度高。据慧聪化工网及各公司公告，目前全球 HDI 产能合计 54.5 万吨/年，其中中国企业产能合计 30.3 万吨/年，占比 55.6%，海外企业产能 24.2 万吨/年，占比 44.4%。万华化学、美瑞新材和新和成仍有共计 40 万吨待投产产能，预计未来中国企业的 HDI 总产能将达 70.3 万吨/年，将主导全球 HDI 市场，而新和成作为 HDI 全产业链企业，未来己二胺和光气可以自给，竞争优势显著。

图65: 中国 HDI 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66: HDI 市场价格



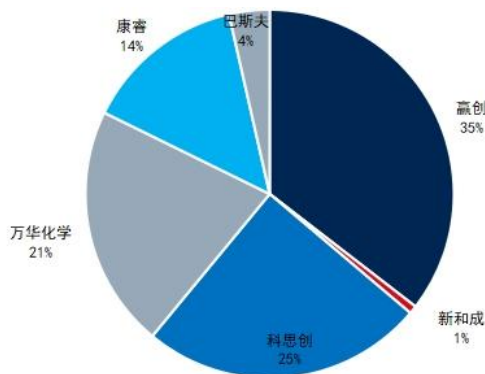
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

IPDI: 氰化与光气化技术、维生素 E 产业链的延伸

异佛尔酮二异氰酸酯（IPDI）是脂环族二异氰酸酯中的第二大产品，凭借可控反应活性、卓越耐候性、绿色环保性三大核心优势，已成为高端涂料、弹性体、胶黏剂等领域的重要原料，一般用于制造高端聚氨酯，如耐光耐候聚氨酯涂料、耐磨耐水解聚氨酯弹性体等，是“不泛黄”聚氨酯的主导原料。IPDI 主要应用于汽车面漆、火箭推进剂、防腐蚀涂料、光固化涂料和粘合剂等领域。此外，IPDI 还是固体火箭推进剂最理想的固化剂，长期被巴黎统筹委员会限制向中国出口，受国外技术和产品封锁，此前我国只能被迫采用性能较差的 TDI 固化体系。

坚持产业与技术协同，新和成打造“异佛尔酮-IPDA-IPDI”产业链。异佛尔酮是生产维生素 E 的重要中间体，沿着产业及技术协同的思路，依托氰化及光气化技术积累，新和成将异氟尔酮-维生素 E 产业链扩展至异氟尔酮-IPDA-IPDI 新材料产业链。由异氟尔酮（IPH）氰化制备异佛尔酮腈（IPN），IPN 经氢氨化制备异佛尔酮二胺（IPDA），IPDA 与光气反应生成 IPDI。“IPDA-IPDI”是新和成“异氟尔酮-维生素 E”产业链的延伸；“异氟尔酮-异佛尔酮腈-异佛尔酮二胺”与“丁二烯-己二腈-己二胺”产业链存在技术相通之处，均涉及氰化工艺；“异佛尔酮二胺-IPDI”与“己二胺-HDI”均涉及光气化工艺，且 IPDI 与 HDI 客户群体高度重合，存在很强的产业协同效应。因此，新和成布局 IPDA 与 IPDI 是在其原有产业链及技术积累上的延伸，综合竞争优势显著。

图67: IPDI 行业格局



资料来源: 慧聪化工网、各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图68: IPDI 市场价格



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

IPDI 属于寡头垄断产品，新和成与万华化学是行业新进入者。IPDI 由于生产技术壁垒较高，全球范围内仅有赢创（产能 5 万吨/年）、科思创（产能 3.5 万吨/年）、巴斯夫（产能 5000 吨/年）、康睿（产能 2 万吨/年）和万华化学（产能 3 万吨/年）、新和成（产能 1000 吨/年）六家企业具备 IPDI 的生产能力，合计产能约为 14.1 万吨/年。未来，万华化学与新和成均规划有 2 万吨/年的 IPDI 产能，万华化学与新和成是全球第二、第三家掌握“IP-IPN-IPDA-IPDI 全产业链”核心技术的企业，未来将共同推动 IPDI/IPDA 的国产化。

目前 IPDI 正在逐步取代 TDI 用来制造涂料。与 TDI 相比，IPDI 作为固化剂的黏结剂体系，能够使药浆保持更长适用期，同时以 IPDI 为固化剂制得的弹性体的断裂伸长率也更高。另外，IPDI 不含苯环结构，其毒性远低于 TDI，目前 IPDI 正在逐步取代 TDI 用来制造涂料。从 IPDI 下游应用领域来看，我国 IPDI 的应用主要集中在皮革、涂料、胶粘剂及油墨领域，其中在涂料领域主要是汽车涂料和木器涂料的应用。

表 19: 新和成新能源材料和环保新材料项目（HA 项目）产品方案（吨/年）

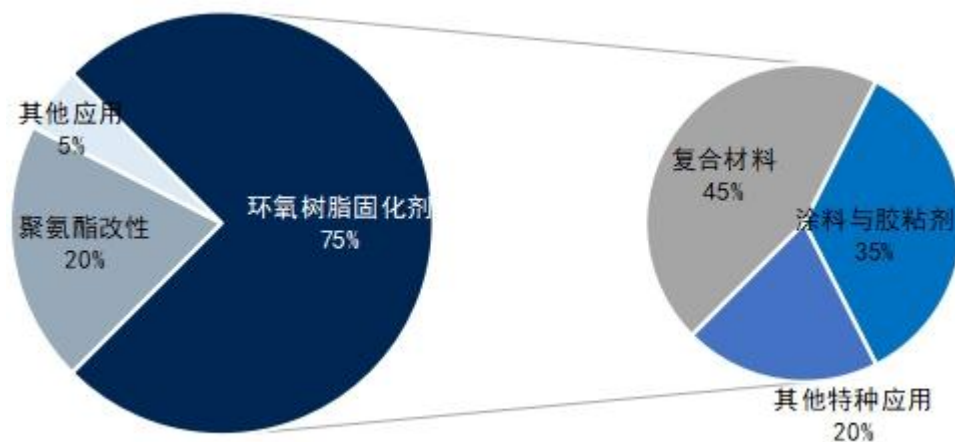
	一期	二期	三期	合计
IPDA	20000		20000	40000
IPDI	1000	20000		21000
HDI	3000	50000	50000	103000
缩二脲	1000	9000	10000	20000
HDI 三聚体	2000	41000	40000	83000

资料来源：山东新和成精化科技有限公司新能源材料和环保新材料项目（一期）环评公告，国信证券经济研究所整理

IPDA：环氧树脂固化剂的核心品种，新能源领域应用前景广阔

IPDA 是一种性能优异的环氧树脂改性固化剂。除用于生产 IPDI 外，异佛尔酮二胺（IPDA）因具有与环氧树脂相容性好、加热固化、色泽稳定、耐化学性好、收缩率小等特性，被广泛地应用于环氧树脂改性固化剂、聚氨酯扩链剂、以及促进剂等，近些年来受风电、新能源汽车、电子封装等行业驱动，全球 IPDA 需求增速达 6-8%。行业格局方面，作为 IPDI 的上游原料，IPDA 行业格局与 IPDI 相似，产能主要集中在巴斯夫、万华化学、赢创、新和成等公司，目前全球产能约 18 万吨/年。新和成在 HA 项目中规划了 4 万吨/年 IPDA 产能。

图69: IPDA 下游应用



资料来源：慧聪化工网，国信证券经济研究所整理

HMDI：高档光学材料，新和成布局 1500 吨/年产能

新和成拟在 HA 项目一期基础上，对现有车间内 HDI（3000 吨/年）和 IPDI（1000 吨/年）生产装置进行改造，新增年产氢化苯基甲烷二异氰酸酯（HMI）1500 吨的产能规模。HMI 即 HMDI，也被称为 H12MDI，在化学结构上与 MDI 相似，以环己基六元环取代苯环，属脂环族二异氰酸酯，用它制得的聚氨酯产品具有优异的光稳定性、耐候性、机械性能以及耐水解性和耐化学品性，特别适合于生产聚氨酯弹性体、水性聚氨酯、织物涂层和辐射固化聚氨酯-丙烯酸酯配涂料。在实际应用中，HMDI 则是制备透明装甲防弹玻璃、高速列车前挡玻璃、光学镜片、高档氨纶的关键单体。全球 HMDI 核心生产厂家包括万华化学、赢创、科思创等，其中万华化学现有 HMDI 产能 2 万吨/年，拟扩产至 4 万吨/年。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

营养品：1) 公司现有蛋氨酸产能 30 万吨/年，并计划技改扩产至 37 万吨/年，与中石化合资（新和成占比 50%）的 18 万吨/年液体蛋氨酸项目已于近期进入试生产阶段，我们预计未来三年新和成的蛋氨酸销量有望逐年提升。2025 年以来，受替代品豆粕价格上涨、生产成本提升等因素影响，蛋氨酸市场价格持续上涨，考虑未来三年行业产能扩张节奏，我们预计未来三年蛋氨酸的价格中枢有望较 2024 年有所抬升。2) 维生素板块，受行业新产能投放影响，新和成营收占比比较大的 VA、VE、VC、VB5 价格下行，我们预计后续市场价格将逐渐企稳，而 VB6、VB12、VD3 价格相对坚挺，价格中枢上移，新和成还计划新建 VK 产能，未来在维生素板块的话语权进一步增强，因此预计未来三年新和成维生素板块的盈利水平相较于 2024 年小幅下滑。2024 年新和成营养品业务实现营业收入 150.55 亿元，毛利率 43.18%，我们预计 2025-2027 年新和成营养品业务营收继续增长而毛利率小幅下降，预计营业收入分别为 165、180、190 亿元，毛利率分别为 42.00%、40.00%、40.00%。

香精香料：新和成是全国最大的合成香料生产企业，致力于为下游香精及终端客户提供一揽子香精香料解决方案，香精香料业务的盈利水平较为稳定，2024 年以来新和成相继公告了年产 17000 吨合成香料项目、年产 8000 吨合成香料项目、年产 4000 吨合成香料项目、年产 4500 吨系列醇产品联产项目、年产 10000 吨二氢茉莉酮酸甲酯扩建项目、年产 77815 吨合成香料项目等多个香料的新建/改扩建环评公告，预计未来将逐步进入建设阶段，香精香料板块的营收有望持续增长。考虑新和成及市场新进入者的建设进度，我们预计 2026 年以后新和成的香料业务市场供给将比 2024 年略微宽松，毛利率小幅下降。2024 年新和成的香精香料业务实现营业收入 39.16 亿元，毛利率 51.84%，我们预计 2025-2027 年新和成香精香料业务营业收入分别为 42、45、48 亿元，毛利率分别为 52.00%、50.00%、50.00%。

新材料：新和成原有新材料主要包括 PPS 树脂及改性材料、高温尼龙 PPA，2025 年 HA 项目一期 2 万吨/年 IPDA、3000 吨/年 HDI、1000 吨/年 IPDI 已经投产，考虑 HDI、IPDI 有逐渐替代 TDI 的趋势，预计未来三年新和成的新材料销量将持续提升，2025 年以来，受海外厂商不可抗力影响，IPDI 价格有所提升。未来，新和成将重点建设天津尼龙新材料项目，我们预计项目将于 2025 年年内进入建设阶段，2027 年一期项目投产，未来新和成将把新材料打造成公司下一个大的利润增长点。2024 年新和成新材料业务实现营业收入 17 亿元，毛利率 22%，我们预计 2025-2027 年新和成新材料业务营业收入分别为 20、24、30 亿元，毛利率分别为 25.00%、28.00%、28.00%。

基于以上假设条件，我们预计 2025-2027 年新和成的营业收入分别为 237、259、278 亿元，毛利率分别为 41.16%、39.62%、39.50%，对应毛利润分别为 97.54、102.62、109.80 亿元。

表20: 新和成盈利拆分 (单位: 万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营养品						
营业收入	1095182.80	986682.26	1505450.76	1650000.00	1800000.00	1900000.00
营业成本	694468.31	691566.69	855421.92	957000.00	1080000.00	1140000.00
毛利润	400714.49	295115.57	650028.84	693000.00	720000.00	760000.00
毛利率	36.59%	29.91%	43.18%	42.00%	40.00%	40.00%
香精香料						
营业收入	296708.07	327394.84	391622.22	420000.00	450000.00	480000.00
营业成本	151406.43	162016.05	188618.09	201600.00	225000.00	240000.00
毛利润	145301.64	165378.79	203004.14	218400.00	225000.00	240000.00
毛利率	48.97%	50.51%	51.84%	52.00%	50.00%	50.00%
新材料						
营业收入	116609.99	120150.92	167620.63	200000.00	240000.00	300000.00
营业成本		86829.46	130861.13	150000.00	172800.00	216000.00
毛利润		33321.47	36759.50	50000.00	67200.00	84000.00
毛利率		27.73%	21.93%	25.00%	28.00%	28.00%
其他业务						
营业收入	84897.58	77425.68	96265.61	100000.00	100000.00	100000.00
营业成本		72736.85	83225.50	86000.00	86000.00	86000.00
毛利润		4688.83	13040.12	14000.00	14000.00	14000.00
毛利率		6.06%	13.55%	14.00%	14.00%	14.00%
合计						
营业收入	1593398.44	1511653.70	2160959.22	2370000.00	2590000.00	2780000.00
营业成本	1004830.09	1013149.04	1258200.06	1394600.00	1563800.00	1682000.00
毛利润	588568.35	498504.66	902759.16	975400.00	1026200.00	1098000.00
毛利率	36.94%	32.98%	41.78%	41.16%	39.62%	39.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理并预测

估值与投资建议

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。

绝对估值：每股股价 24.92-29.65 元

2024 年新和成的管理费用率为 2.45%，我们预计 2025-2027 年管理费用率为 2.50%、2.50%、2.50%。

2024 年新和成的研发费用率为 4.79%，我们预计 2025-2027 年研发费用率为 5.00%、5.00%、5.00%。

2024 年新和成的销售费用率为 0.88%，我们预计 2025-2027 年研发费用率为 0.88%、0.88%、0.88%。

财务费用方面，公司目前账上现金储备丰厚，财务费用率大致维持稳定。

基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，未来三年估值假设条件见下表：

表21：公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	7.68%	-5.13%	42.95%	9.67%	9.28%	7.34%
营业成本/营业收入	63.06%	67.02%	58.22%	58.84%	60.38%	60.50%
管理费用/营业收入	2.90%	3.26%	2.45%	2.50%	2.50%	2.50%
研发费用/营业收入	5.39%	5.87%	4.79%	5.00%	5.00%	5.00%
销售费用/销售收入	0.77%	1.05%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
营业税及附加/营业收入	0.80%	1.10%	1.16%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	14.15%	16.23%	15.07%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	58.92%	67.80%	28.59%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

注：此处管理费用不含无形资产摊销；股利分配比率=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/税后利润

表22：资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.3	T	14.00%
无风险利率	2.00%	Ka	10.45%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.45
公司股价	21.27	Ke	11.42%
发行在外股数	3073	E/(D+E)	88.23%
股票市值(E)	65372	D/(D+E)	11.77%
债务总额(D)	8720	WACC	10.43%
Kd	3.50%	永续增长率	1.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

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23：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%	10.2%	10.43%	10.6%	10.8%
永续增长率变化	1.6%	29.65	28.84	28.07	27.33	26.63
	1.4%	29.25	28.46	27.72	27.00	26.32
	1.2%	28.86	28.10	27.38	26.68	26.01
	1.0%	28.50	27.76	27.05	26.37	25.72
	0.8%	28.15	27.43	26.74	26.08	25.45
	0.6%	27.81	27.11	26.44	25.80	25.18
	0.4%	27.49	26.81	26.15	25.53	24.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 237、259、278 亿元，归母净利润为 62.96、66.12、71.35 亿元，摊薄 EPS 为 2.05、2.15、2.32 元。采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 24.92-29.65 元，在 1%的永续增长率以及 10.43%的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 27.05 元。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，在成长股预测中存在失真现象，新和成上市以来实现了连续盈利，且行业格局和商业模式较为稳定，同时也兼具成长性。

相对估值：每股股价 24.60-28.70 元

我们选取万华化学、安迪苏、金发科技作为新和成的可比公司

选择理由如下：

1、万华化学（600309.SH）：万华化学是一家全球化运营的化工新材料公司，依托不断创新的核心技术、产业化装置及高效的运营模式，为客户提供更具竞争力的产品及解决方案。万华化学始终坚持以技术创新为第一核心竞争力，持续优化产业结构，业务涵盖聚氨酯、石化、精细化学品、新兴材料、未来产业五大产业集群。考虑到：（1）近年来万华化学成立了营养科技有限公司，布局维生素、香精香料产业，产品与新和成存在高度重合，目前万华化学已建成柠檬醛和维生素 A 生产装置，规划建设维生素 E、多个香精香料产品；（2）万华化学是全球聚氨酯行业龙头企业，聚氨酯及异氰酸酯产业布局完善，在 MDI、TDI、HDI、IPDI 产能均位居全球前列，新和成的 HDI、IPDI 新材料与万华化学存在重叠。故，我们选择万华化学作为新和成的可比公司之一。

与万华化学相比，新和成的维生素和香精香料产品线更加丰富，总体产能也大于万华化学，产品品牌及客户认可度高于万华化学；在异氰酸酯领域，万华化学的 HDI、IPDI 产能、品牌影响力、生产经验优于新和成。

2、安迪苏（600299.SH）：安迪苏现是中国中化旗下的成员公司，是一家具有 80 余年发展历史的全球化动物营养添加剂龙头企业，目前安迪苏已向全球 110 多个国家超过 4200 名客户提供创新动物营养添加剂解决方案。考虑到：1）安迪苏是全球蛋氨酸产能第二大、液体蛋氨酸产能第一的生产企业，而新和成将成为全球

第三大蛋氨酸生产企业，两家的蛋氨酸业务存在高度重叠，行业地位相似；2）安迪苏现有维生素 A 产能约 5000 吨/年（50 万 IU/g），并通过供应链管理向客户提供各类维生素产品，安迪苏的维生素业务与新和成存在重叠。

与安迪苏相比，新和成在蛋氨酸领域是追赶者角色，新和成在蛋氨酸产能、品牌和销售渠道建设、客户服务、特种蛋氨酸产品等方面均存在一定差距。在维生素领域，目前安迪苏仅有维生素 A 产能，而新和成可生产 8 种维生素，产品线比安迪苏丰富。新和成还拥有安迪苏未涉足的香精香料、新材料产业，产业集群比安迪苏更丰富。

3、金发科技（600143.SH）：金发科技是全球化工新材料行业产品种类最为齐全的企业之一，同时也是全球规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料生产企业。考虑到：新和成在新材料领域与金发科技存在业务重叠，金发科技可为客户提供 PPS、PPA 等改性特种工程塑料，且金发科技积极布局特种工程塑料树脂生产。

与金发科技相比，新和成在新材料领域的营收规模较小，产品线不如金发科技丰富；新和成主要布局 PPS、PPA、尼龙 66、ADI 等新材料树脂生产，而金发科技侧重对新材料进行改性。

表 24：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2025/6/30)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
600309.SH	万华化学	聚氨酯、营养品	53.26	4.15	4.45	5.37	17.19	12.20	10.10	1.77	1704
600299.SH	安迪苏	蛋氨酸、维生素	9.65	0.45	0.60	0.69	27.95	16.08	14.03	1.63	259
600143.SH	金发科技	改性塑料、新材料	10.31	0.31	0.54	0.73	27.63	19.16	14.12	1.51	272
平均值							24.26	15.81	12.75	1.64	
002001.SZ	新和成	营养品、香精香料、新材料	21.27	1.91	2.05	2.15	11.1	10.4	9.9	2.25	654

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相对估值方面，根据可比公司的平均 PE（2024 年）约 15.8 倍，我们预计新和成当前股价对应 2025 年预期 EPS 的 PE 为 10.4 倍，低于可比公司平均水平，略低于万华化学。

我们认为，在维生素领域新和成是国内维生素产品线最丰富、销售额最大的公司，在香精香料领域新和成是国内最大的合成香料生产企业，在蛋氨酸领域新和成是全球第三大蛋氨酸生产企业，在新材料领域新和成是全球第三大 PPS 生产企业，新和成已成长为具有全球影响力的综合性精细化工公司。新和成始终坚持一体化、系列化、协同化的发展战略，维生素、香精香料、蛋氨酸、新材料各业务之间技术和产业协同效应显著，各业务相辅相成、协同发展，使得新和成多个产品具有显著的成本优势，其他企业难以复制，新和成的综合竞争优势显著。

因此，我们认为新和成应当在现估值水平上享有一定的估值溢价，所以按照公司 2025 年 EPS 给予 12-14 倍 PE 来估值较合理，对应股价区间 24.60-28.70 元。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 62.96/66.12/71.35 亿元，摊薄 EPS 为 2.05/2.15/2.32 元，当前股价对应 PE 为 10.4/9.9/9.2x。综合绝对及相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 24.92-28.70 元之间，2025 年 EPS 对应动态市盈率为 12-14X，相对于公司目前股价（21.27 元）有 17.16%-34.93%的溢价空间。维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 24.92-28.70 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务有重叠的万华化学、安迪苏、金发科技的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑新和成的技术协同和产业协同效应显著，参考可比公司平均估值，最终给予公司 2025 年 12-14 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险以及可比公司标的选取不当的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 9.67%/9.28%/7.34%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 41.16%/39.62%/39.50%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受维生素、蛋氨酸的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司的维生素价格下行后趋稳，蛋氨酸市场价格相对稳定，若由于形势变化，后续维生素、蛋氨酸的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

生产经营风险

行业与市场竞争风险：新和成在国内和国际市场均面临着同行业的竞争，竞争对手新技术、新工艺的出现都将给市场带来一定的冲击；公司主营的维生素、香精香料、蛋氨酸、己二腈行业均有新进入者公布环评公告，若未来全部投建则会造成公司主营产品供过于求，使得产品价格下降、公司利润承压，也会对公司在家行业内的市场地位带来挑战。

原材料价格波动风险：新和成产品的原材料主要为丙烯、丙酮、异丁烯等化工原料，其采购价格与国际原油价格波动密切相关。公司根据原材料价格变动情况和预计的未来原材料价格走势，并结合公司品牌影响力、营销网络销售能力、同类产品市场价格等因素，制定及调整产品价格。通过调整措施，公司在一定程度上控制了原材料价格波动的风险，但若原材料价格出现大幅波动，仍可能对公司的盈利能力产生不利影响。

贸易风险：新和成成为全球一百多个国家和地区的客户提供服务。当前因全球地缘政治风险不确定性增加，受国际政治、经济形势的不稳定性带来的政治风险、贸易障碍以及汇率波动，均会对公司销售收入和盈利能力带来一定影响。

汇率波动风险：2024年新和成56%的营收来自海外，汇率的波动将对公司销售收入和盈利产生影响。公司外销业务主要以美元、欧元结算，汇率上升（即人民币升值）会提高以外币标价的外销产品的价格水平，降低其竞争力。同时，公司的应收外币款项会产生汇兑损失。未来，如果人民币大幅升值，公司外销产品市场竞争力将有所下降，同时产生汇兑损失，进而对公司经营业绩带来不利影响。

环境保护政策变化风险：新和成所处的化学医药制造行业，随着社会环保意识的增强，同时在生态文明建设及“碳达峰，碳中和”战略目标的推动下，节能减排、安全环保方面的政策要求进一步提高，新和成产品的生产工艺中涉及硫化、氰化、光气化等产生废气、危化品等环保要求较高的技术，若公司在生产中的排放物超标，则可能面临整改风险；若后续环境保护政策力度趋严，也可能对公司的生产经营造成影响。

技术不能持续进步风险：新和成始终将技术研发作为业务发展的最主要推动力量，并通过不断的研发和创新，提升技术实力。公司不断强化研发协作，建立有效的科研激励机制，引进研发和技术骨干，保持对外技术交流，增加研发投入。目前，公司产品性能及生产工艺在国际上都具备较强的竞争实力。未来，如果公司不能准确把握行业和技术发展趋势，或不能保持充足的研发投入和维持有效的创新机制，最终不能实现技术持续进步，公司的竞争力和盈利能力将会被削弱。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4543	7937	11000	14056	18286	营业收入	15117	21610	23700	25900	27800
应收款项	2741	4172	4545	4967	5332	营业成本	10131	12582	13946	15638	16820
存货净额	4319	4090	4564	4790	4756	营业税金及附加	167	251	237	259	278
其他流动资产	609	723	711	777	834	销售费用	158	190	209	228	245
流动资产合计	12386	16922	20820	24590	29208	管理费用	551	596	692	747	794
固定资产	23482	22488	22204	22754	23122	研发费用	888	1036	1185	1295	1390
无形资产及其他	2408	2483	2384	2284	2185	财务费用	65	178	76	8	(63)
投资性房地产	184	231	231	231	231	投资收益	83	77	0	0	0
长期股权投资	697	865	865	865	865	资产减值及公允价值变动	(201)	(96)	0	0	0
资产总计	39156	42989	46504	50725	55612	其他收入	(666)	(822)	(1185)	(1295)	(1390)
短期借款及交易性金融负债	2800	3628	3392	3200	3500	营业利润	3260	6973	7356	7725	8336
应付款项	2280	1845	1956	2211	2378	营业外净收支	(7)	(29)	0	0	0
其他流动负债	1042	1436	1270	1432	1541	利润总额	3254	6944	7356	7725	8336
流动负债合计	6122	6909	6618	6843	7419	所得税费用	528	1047	1030	1081	1167
长期借款及应付债券	6822	5327	5327	5327	5327	少数股东损益	21	28	30	32	34
其他长期负债	1293	1307	1317	1327	1337	归属于母公司净利润	2704	5869	6296	6612	7135
长期负债合计	8114	6634	6644	6654	6664	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	14237	13544	13263	13498	14083	净利润	2704	5869	6296	6612	7135
少数股东权益	115	121	139	157	178	资产减值准备	69	(90)	0	1	2
股东权益	24805	29325	33103	37070	41351	折旧摊销	1703	2221	2383	2548	2730
负债和股东权益总计	39156	42989	46504	50725	55612	公允价值变动损失	201	96	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	65	178	76	8	(63)
每股收益	0.87	1.91	2.05	2.15	2.32	营运资本变动	356	(1479)	(880)	(286)	(101)
每股红利	0.59	0.55	0.82	0.86	0.93	其它	(62)	110	18	18	19
每股净资产	8.03	9.54	10.77	12.06	13.45	经营活动现金流	4971	6726	7817	8893	9784
ROIC	8.17%	16.32%	16%	16%	16%	资本开支	0	(974)	(2000)	(3000)	(3000)
ROE	10.90%	20.01%	19%	18%	17%	其它投资现金流	547	172	1	0	0
毛利率	33%	42%	41%	40%	39%	投资活动现金流	283	(970)	(1999)	(3000)	(3000)
EBIT Margin	21%	32%	31%	30%	30%	权益性融资	106	2	0	0	0
EBITDA Margin	33%	42%	41%	40%	40%	负债净变化	1548	(1494)	0	0	0
收入增长	-5%	43%	10%	9%	7%	支付股利、利息	(1833)	(1678)	(2518)	(2645)	(2854)
净利润增长率	-25%	117%	7%	5%	8%	其它融资现金流	(5589)	3979	(236)	(192)	300
资产负债率	37%	32%	29%	27%	26%	融资活动现金流	(6054)	(2363)	(2754)	(2837)	(2554)
股息率	2.8%	2.6%	3.9%	4.0%	4.4%	现金净变动	(800)	3393	3063	3056	4230
P/E	24.3	11.1	10.4	9.9	9.2	货币资金的期初余额	5344	4543	7937	11000	14056
P/B	2.7	2.2	2.0	1.8	1.6	货币资金的期末余额	4543	7937	11000	14056	18286
EV/EBITDA	16.2	8.6	8.0	7.7	7.2	企业自由现金流	0	5674	5894	5912	6744
						权益自由现金流	0	8158	5593	5713	7098

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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.CSI）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 $\pm 10\%$ 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确观点
	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 $\pm 10\%$ 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中所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