

新和成 (002001)

营养品业务构筑基本盘，香精香料、新材料提供发展动能

买入 (首次)

2025年07月16日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书: S0600525070005

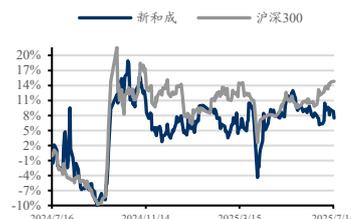
zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,117	21,610	21,709	23,260	24,684
同比 (%)	(5.13)	42.95	0.46	7.14	6.12
归母净利润 (百万元)	2,704	5,869	6,001	6,939	7,347
同比 (%)	(25.30)	117.01	2.25	15.63	5.89
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.88	1.91	1.95	2.26	2.39
P/E (现价&最新摊薄)	24.44	11.26	11.01	9.52	8.99

投资要点

- **新和成是国内精细化工领域的领先企业:** 公司多年秉持创新驱动发展,保持较高的研发投入,拥有浙江新昌、浙江上虞,山东潍坊,黑龙江绥化四大生产基地。公司以维生素、蛋氨酸等营养品业务为基石,发展香精香料、新材料业务,一体化产业链保障产品生产稳定性,提高产品竞争力。
- **维生素产品价格筑底,新和成规模&产业链一体化优势凸现:** 维生素行业供给极为集中,截止 2025H1,全球 VA 的 CR5=77%,VE 的 CR5=92%。截至 2025H1,公司 VA 产能 8000 吨,VE (按粉计) 产能 60000 吨,分别占全球产能的 13%, 23%。新和成作为维生素行业头部企业,打通整条产业链,实现柠檬醛、芳樟醇等关键中间体完全自产,已经成功达成中间体的降本工作,且能够与香精香料、新材料等产业链协同,一体化的优势使公司极具竞争力。
- **蛋氨酸景气上行,公司扩大产能贡献增量:** 全球蛋氨酸供给呈现寡头垄断格局,2024 年全球蛋氨酸 CR4 超 80%,后续新增产能较少,蛋氨酸景气度提高。经多年的技术攻关,2024 年我国蛋氨酸产能占全球产能的 34%,其中新和成拥有固体蛋氨酸产能 37 万吨,并与中石化镇海炼化合作建设 18 万吨液体蛋氨酸产能,成本优势显著。
- **新材料多板块协同布局,项目有序推进:** 公司使用营养品板块共同中间体联动生产多种新材料产品,既发挥技术优势,也节约生产成本。截至 2025H1,公司拥有 2.2 万吨 PPS 产能;新能源材料和环保新材料项目一期已投产,产品产能包括 IPDA 20000 吨、ADI 4000 吨、HDI 3000 吨;高端尼龙与光学项目持续推进。
- **香精香料盈利持续向好,兼具规模与技术优势:** 公司是国内最大的香精香料公司,规模优势显著,并发挥一体化产业链的成本优势,积极开拓香精香料业务,不断丰富产品种类,成为公司未来盈利的重要增长点。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司新项目开展情况,我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 60、69、73.5 亿元,同比增速分别 2%、16%、6%,按 2025 年 7 月 15 日收盘价计算,对应 PE 为 11.0、9.5、9.0 倍。考虑到公司固蛋项目改扩建完成,液蛋项目有序推进,新材料项目逐步投产,我们看好公司发展前景,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险;市场竞争加剧风险;新产能投放不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.50
一年最低/最高价	18.50/25.00
市净率(倍)	2.16
流通 A 股市值(百万元)	65,295.76
总市值(百万元)	66,078.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.96
资产负债率(% ,LF)	29.74
总股本(百万股)	3,073.42
流通 A 股(百万股)	3,037.01

相关研究

内容目录

1. 新和成：技术驱动、多元布局的精细化工龙头	5
1.1. 四大基地定位清晰，产品品类逐渐扩张	7
1.2. 营养品构建公司主要基本盘，香精香料、新材料业务快速发展	9
2. 维生素：VA、VE 价格筑底，公司规模&产业链一体化优势凸现	11
2.1. 维生素下游主要为饲料行业，维生素生产工艺壁垒高，市场集中度高	11
2.2. VA、VE 价格受供给端影响较大	15
3. 蛋氨酸：供需格局改善，价格回暖上升	18
3.1. 供给端：工艺高壁垒+环保高要求，市场集中度高	18
3.2. 需求端：全球需求稳步增长，国内增速较快	21
3.3. 蛋氨酸价格复盘：价格走出底部，偏稳运行	21
4. 新材料：多板块协同布局，业务规模不断扩大	23
4.1. PPS：特种工程塑料，发展前景广阔	23
4.1.1. 需求端：下游市场广泛，需求保持高增速	24
4.1.2. 供给端：行业快速发展，产能集中明显	24
4.1.3. PPS 发展曲折，新和成优势明显	25
4.2. PPA：耐高温尼龙，应用市场广阔	26
4.3. IPDA：应用广泛，产业链优势明显	27
4.4. PA66：己二腈国产化进行中，己二腈-己二胺-PA66 产业链一体化加快	28
5. 香精香料：盈利持续向好，规模与技术优势兼备	31
6. 盈利预测与投资建议	33
6.1. 关键假设与盈利预测	33
6.2. 估值与评级	34
7. 风险提示	34

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司“化工+”和“生物+”两大核心技术平台.....	6
图 3: 公司股权结构（截至 2025Q1）.....	6
图 4: 公司全球化分布.....	7
图 5: 公司四大生产基地.....	7
图 6: 主要维生素产品价格上涨&公司业绩支撑，驱动公司市值增长.....	9
图 7: 公司 2024 年各业务板块收入占比（%）.....	9
图 8: 公司 2024 年各业务板块毛利占比（%）.....	9
图 9: 公司研发费用情况（亿元，%）.....	10
图 10: 公司研发人员数量情况（人，%）.....	10
图 11: 公司毛利率、净利率情况（%）.....	10
图 12: 公司各业务板块毛利率（%）.....	10
图 13: 维生素分类.....	11
图 14: 2023 年维生素下游应用市场占比.....	11
图 15: 中国饲料产量（万吨）.....	12
图 16: 中国生猪出栏数同比变化（%）.....	12
图 17: 中国自繁自养生猪养殖利润（元/头）.....	12
图 18: 中国猪肉价格变化（元/公斤）.....	12
图 19: VA 价格变化（元/公斤）.....	16
图 20: VE 价格走势（元/公斤）.....	17
图 21: 我国 VA 月度进出口情况（吨）.....	17
图 22: 我国 VE 月度进出口情况（吨）.....	17
图 23: 2020 年我国饲料用蛋氨酸下游分布情况.....	18
图 24: 蛋氨酸有助于降低养殖成本.....	18
图 25: 海因法制备蛋氨酸.....	19
图 26: 氰醇法制备蛋氨酸.....	19
图 27: 我国蛋氨酸进出口情况（万吨）.....	20
图 28: 全球蛋氨酸需求量（万吨）.....	21
图 29: 2023 年液体蛋氨酸的市场渗透率.....	21
图 30: 我国江苏固体蛋氨酸价格走势（元/公斤）.....	22
图 31: 塑料金字塔示意图.....	23
图 32: 2024 年我国 PPS 下游市场分布（%）.....	23
图 33: 我国 PPS 需求量（万吨）.....	24
图 34: PPS 价格变动（元/吨）.....	24
图 35: 2016-2020 年我国 PPA 市场规模（亿元）.....	26
图 36: 2023 年全球 PPA 产能格局（%）.....	27
图 37: 2023 年我国 PPA 产能格局（%）.....	27
图 38: 新和成 HA 项目（新能源材料和环保新材料项目）、EJ 项目（高端尼龙和高端光学级材料项目）主要产业链.....	28
图 39: 己二胺应用领域.....	29
图 40: 我国己二腈消费量（万吨）.....	29
图 41: 2022 年尼龙 66 下游应用.....	30

图 42: 我国 PA66 价格 (元/吨)	30
图 43: 公司香精香料收入、毛利 (亿元)	31
图 44: 公司香精香料毛利率与同业对比情况.....	31
图 45: 巴斯夫与新和成芳樟醇合成路线的对比.....	32
表 1: 公司产品产能情况 (截至 2025H1)	8
表 2: VA 合成工艺对比	13
表 3: 全球柠檬醛产能格局 (截至 2025H1)	13
表 4: 全球 VA 产能格局 (截至 2025H1)	14
表 5: VE 合成工艺对比	14
表 6: 全球 VE (按粉计) 产能格局 (截至 2025H1)	15
表 7: 全球蛋氨酸产能格局 (截至 2024 年底)	20
表 8: PPS 合成工艺情况	24
表 9: 全球 PPS 产能格局 (截至 2023 年底)	25
表 10: PPA 应用领域.....	26
表 11: 己二腈合成工艺及各自优缺点.....	28
表 12: 我国企业己二腈产能情况.....	29
表 13: 新和成 PA66 产能扩张计划 (截至 2024 年底)	30
表 14: 公司盈利预测拆分.....	33
表 15: 可比上市公司相对估值 (参考 2025 年 7 月 15 日收盘价)	34

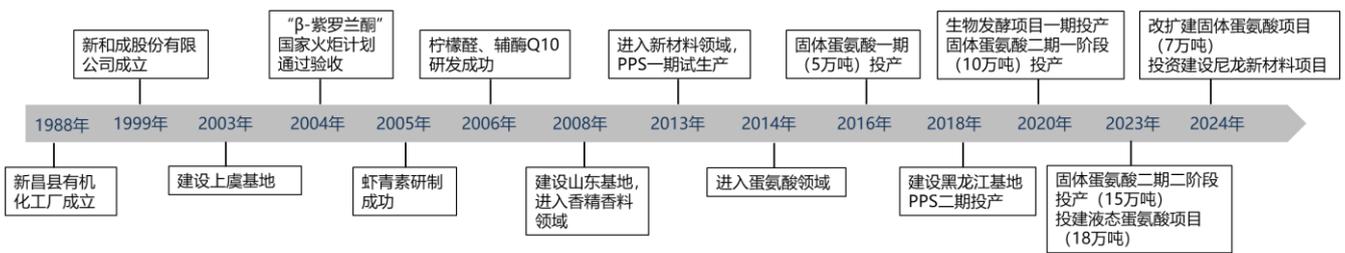
1. 新和成：技术驱动、多元布局的精细化工龙头

浙江新和成股份有限公司自 1988 年起步于校办企业，创始人胡柏藩曾任化学教师，在极其艰苦的条件下租用厂房，从回收废酒精这一简单业务起步，开启了新和成的创业征程。他把企业发展定位放在了取代进口产品的战略目标上，重视技术创新，相继成功研发并产业化异植物醇、香叶酯、芳香醇等多种关键原料，打破了国外的长期垄断。公司还陆续开发出 VE、VA、VD3、蛋氨酸和 PPS 等产品，进入多种关键产品产业链。

2002-2003 年，公司芳樟醇、香叶酯新产品通过国家火炬计划验收，启动上虞基地；2004 年，公司完成“β-紫罗兰酮”国家火炬计划验收，且成功上市；2006 年，VA 关键中间体柠檬醛研制成功，辅酶 Q10 研发成功；2008 年，公司启动山东基地，进入香精香料领域；2013-2015 年，公司开拓新材料业务，相继投产聚苯硫醚(PPS)、高温尼龙(PPA)；2016 年，公司蛋氨酸一期项目投产，进入蛋氨酸领域；2018 年，公司启动黑龙江基地，开展生物发酵项目；2023 年，公司蛋氨酸二期项目投产，拟与中石化合资 18 万吨液体蛋氨酸项目；2024 年，公司扩建固体蛋氨酸项目，并在天津投资尼龙新材料项目。

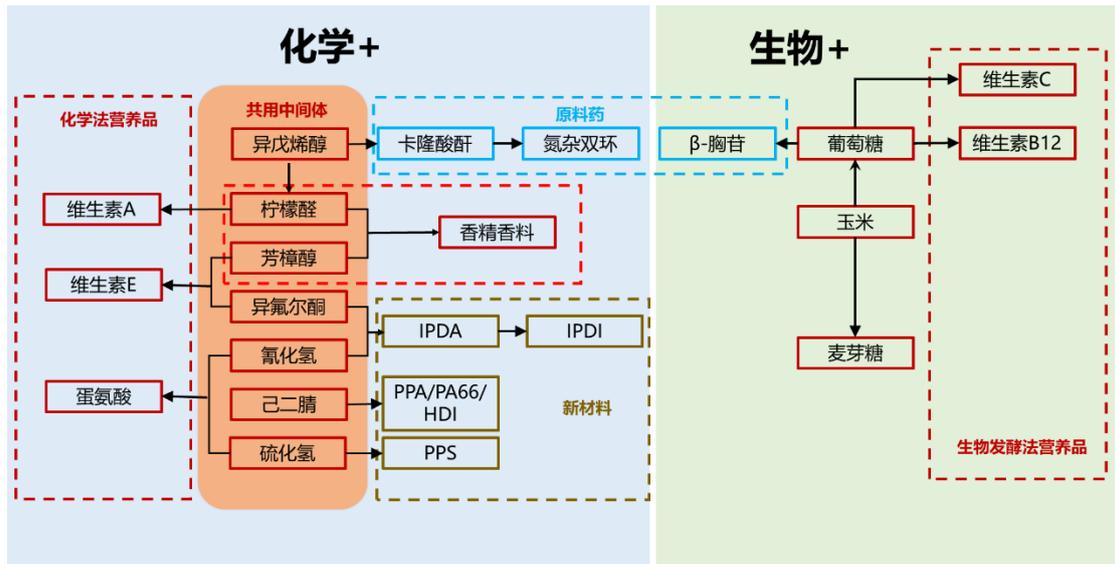
如今的新和成已成为精细化工领域的国际领先企业，以“化工+”和“生物+”两大核心技术平台，形成以营养品、香精香料、新材料为核心的多元化业务体系。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

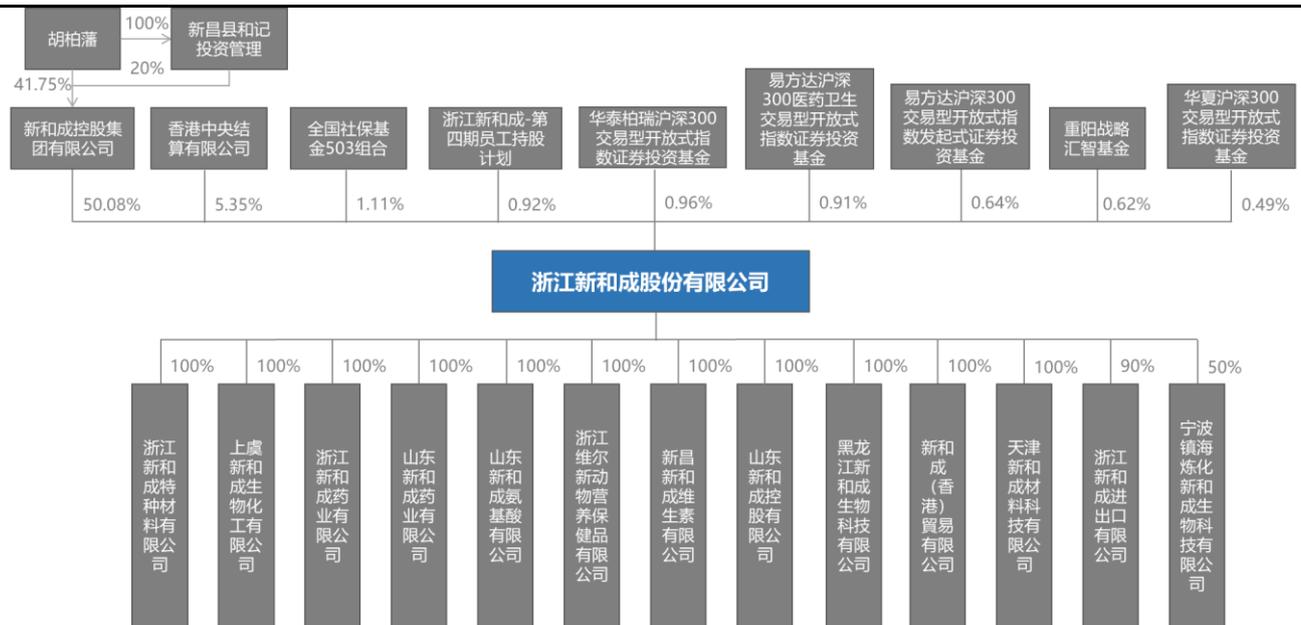
图2: 公司“化工+”和“生物+”两大核心技术平台



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司股权集中, 积极开展员工持股计划&股份回购。截至 2025Q1, 公司的实际控制人为胡柏藩先生, 持有公司约 31% 的股份, 其弟胡柏荆任公司副董事长。公司高管石观群、王学闻等均持有公司股份, 有利于公司经营效率的提升。同时, 全国社保基金、重阳战略汇智基金等机构投资者为公司前十大股东。公司已开展 4 期员工持股计划, 并于 2025 年 4 月推出股份回购计划, 拟回购 3-6 亿元, 用于未来股权激励或员工持股计划。

图3: 公司股权结构 (截至 2025Q1)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.1. 四大基地定位清晰，产品品类逐渐扩张

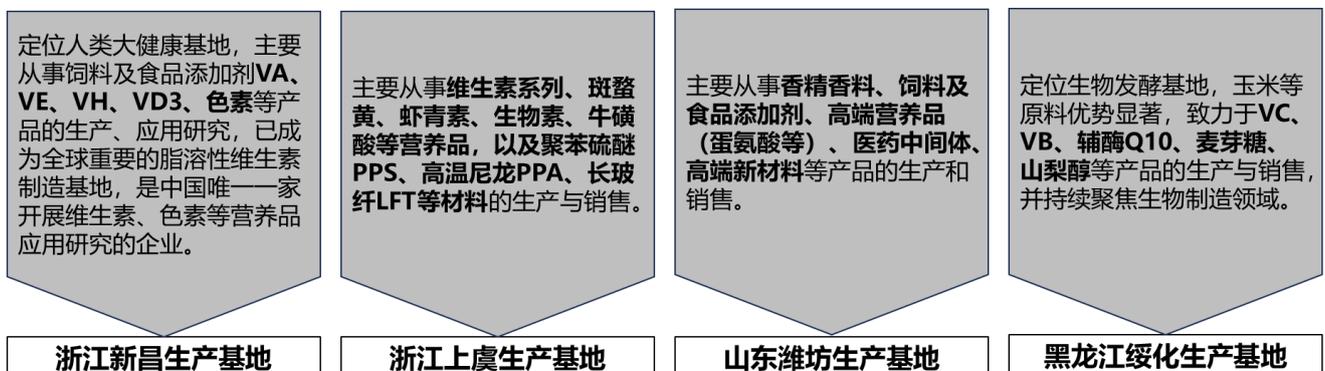
从生产基地分布来看，截至 2025H1，公司在浙江新昌、浙江上虞、山东潍坊、黑龙江绥化拥有四个现代化生产基地：1) 新昌生产基地主要从事大健康板块的饲料及食品添加剂 VA、VD3、色素类产品的生产；2) 上虞生产基地主要从事维生素、牛磺酸、生物素、PPS、PPA 等产品的生产；3) 山东生产基地主要从事香精香料、VE、蛋氨酸、医药中间体、高端新材料等产品的生产；4) 黑龙江生产基地定位生物发酵，主要从事山梨醇、VC、VB、辅酶 Q10 等产品的生产。

图4：公司全球化分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司四大生产基地



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从业务类别来看，公司目前主营业务涵盖营养品（VA、VE、蛋氨酸等）、香精香料（芳樟醇、柠檬醛等）、新材料（PPS、PPA 等）。

随着新项目不断推进，公司预计迎来新一轮高质量发展。公司各项目均有广阔发展前景：1) 营养品：截至 2025H1，公司拥有 VA 产能 8000 吨（以 50 万 IU 计），VE 产能 60000 吨（以 50%粉计）；公司固蛋装置已完成技改，产能增加；公司与中石化合资建设 18 万吨液蛋装置已进入试生产阶段，已产出合格产品。2) 香精香料：公司持续拓展产品品类，业务稳健增长。3) 新材料：PPS 现有产能 22000 吨；公司于 2025Q1 完成异佛尔酮二异氰酸酯（IPDI）一期项目的投产。

表1: 公司产品产能情况（截至 2025H1）

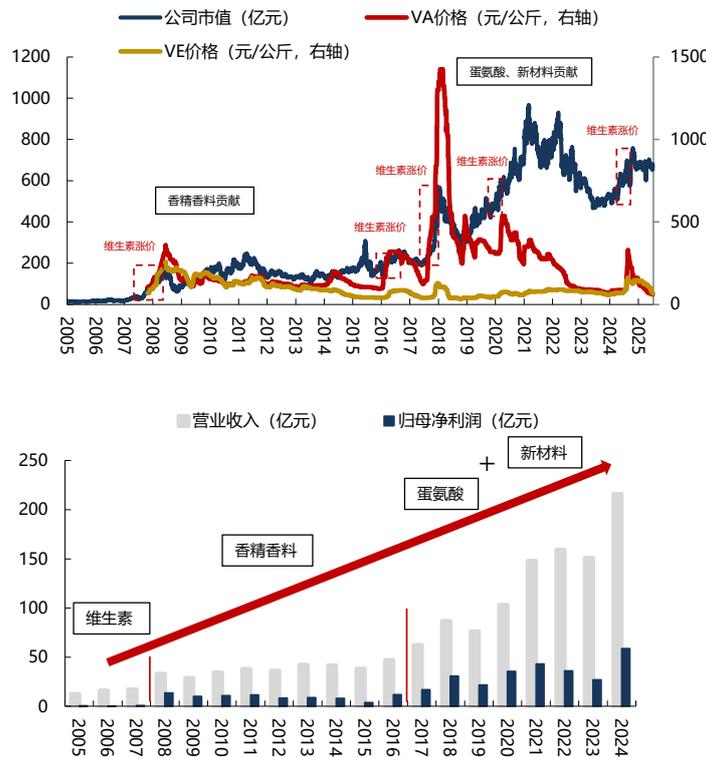
业务板块	产品	产能 (吨)	在建产能 (吨)	备注
营养品	VA	8000		
	VB5	2500		
	VB6	6000		
	VB12	3000		
	VC	45000		
	VD3	2000		
	VE	60000		
	蛋氨酸	150000+220000 (固蛋)	180000 (液蛋)	与中石化合资18万吨液蛋装置，已进入试生产阶段
	虾青素	500		
	牛磺酸	30000		
香精香料	辅酶Q10	300		
	芳樟醇	12000		
	柠檬醛	8000	5000	
	叶醇	1600		
	薄荷醇	5000		
其他	>10000			
新材料	PPS	22000		
	PPA	1000		中试阶段
	IPDA	20000		
	IPDI	1000		
	ADI	4000		
	HDI	3000		
	己二腈-己二胺		100000+ 400000	一期100000吨，二期400000吨
尼龙66		400000	尚在报批阶段，已取得海域权证、能评、主装置环评批复，待合法性手续完成后将开工建设	
其他	草铵膦		60000	仍处于报批阶段
	卡隆酸酐	500		
	氮杂双环	500		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 营养品构建公司主要基本盘，香精香料、新材料业务快速发展

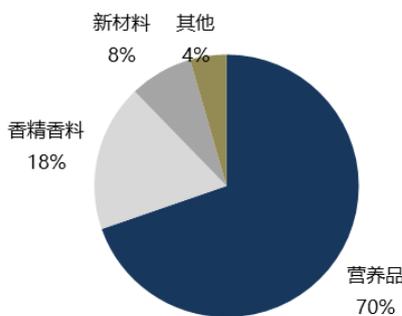
公司盈利能力大幅提升，营养品为公司业绩主要来源。2018年，受海外巴斯夫柠檬醛装置事故影响，维生素价格大幅攀升，公司业绩增长明显；2021年，营养品下游需求回升，叠加公司蛋氨酸二期项目贡献增量，公司营收达148亿元（同比+43%），归母净利润43亿元（同比+21%）；2022-2023年，营养品板块处于去库阶段，表现偏弱；2024年，受海外巨头装置影响，维生素价格大幅攀升，带动公司业绩明显增长。公司已发布2025年半年度业绩预告，由于营养品板块主要产品销售数量、销售价格较上年同期增长，实现经营业绩提升，公司在2025H1实现归母净利润33-37.5亿元，同比提升50%至70%。

图6：主要维生素价格上涨&公司业绩支撑，驱动公司市值增长



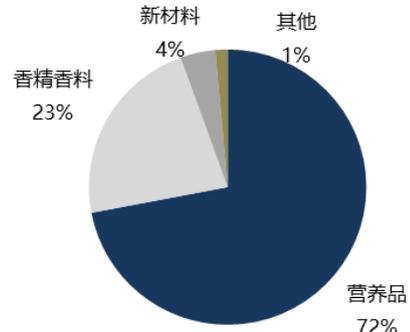
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司2024年各业务板块收入占比 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

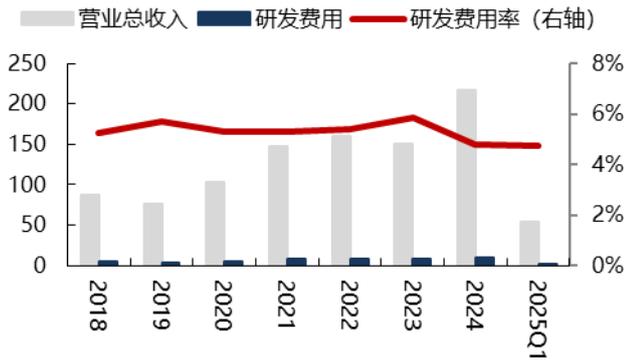
图8：公司2024年各业务板块毛利占比 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

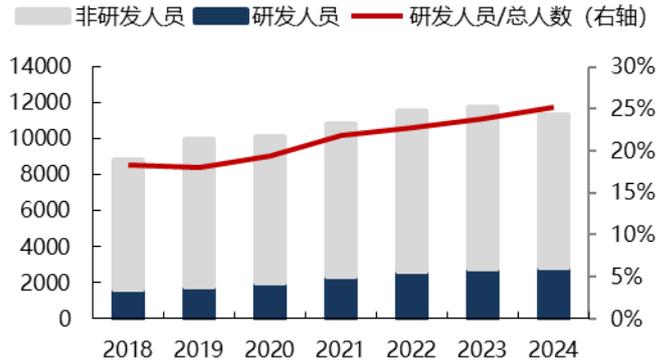
公司注重研发，推动公司利润率处于较高水平。研发方面，公司研发投入占营业收入比例常年高于 4.5%，先后与浙江大学、中科院、丹麦生物技术公司等国内外著名的高校及科研院所合作，拥有超临界反应实验室、浙江省首批外国专家工作站，建有国家级企业技术中心、国家级博士后工作站等，研发人员比例持续提升。利润率方面，2024 年，公司毛利率为 42%（同比+9pct）；销售净利率为 27%（同比+9pct）。其中，香精香料、营养品、新材料毛利率分别 52%、43%、22%。2025Q1，公司仍保持较高的利润率水平。

图9：公司研发费用情况（亿元，%）



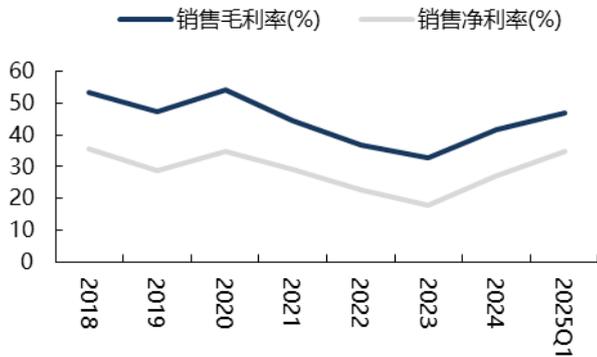
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司研发人员数量情况（人，%）



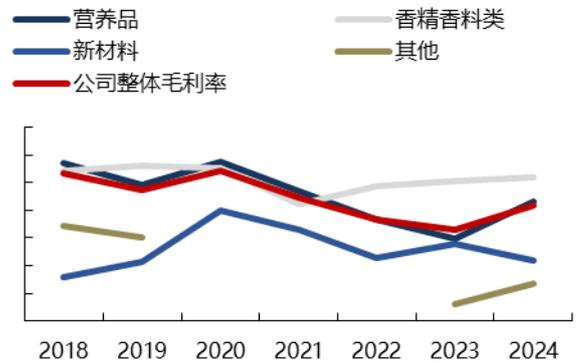
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：公司毛利率、净利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：公司各业务板块毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 维生素：VA、VE 价格筑底，公司规模&产业链一体化优势凸现

2.1. 维生素下游主要为饲料行业，维生素生产工艺壁垒高，市场集中度高

维生素类分为两类，水溶性和脂溶性两大类。水溶性维生素易溶于水而不易溶于非极性有机溶剂，吸收后体内储存很少；脂溶性维生素易溶于极性有机溶剂而不易溶于水，可随脂肪为人体吸收并在体内储积。

图13：维生素分类

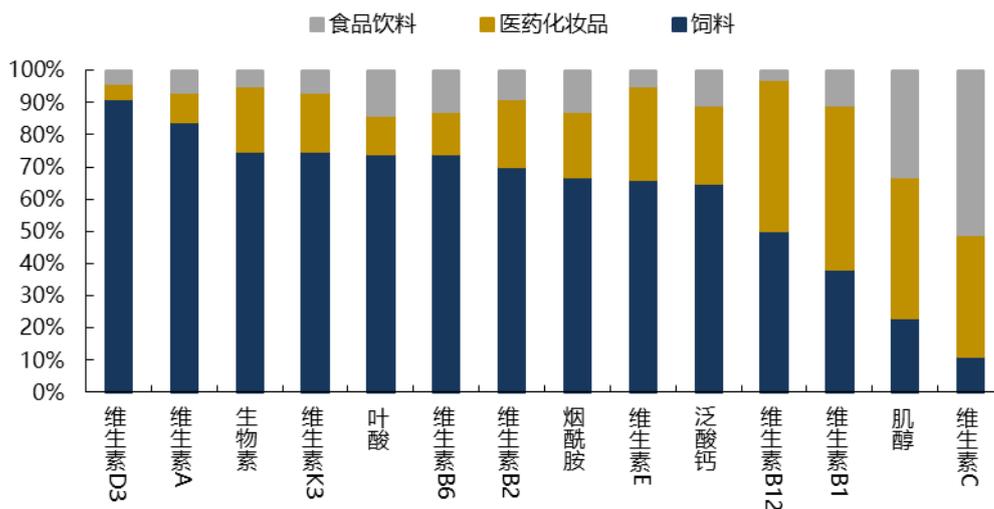
溶解性	维生素	别名	生理作用
脂溶	维生素A	视黄醇、视黄醛	防止夜盲症和视力减退；抗呼吸道感染
	维生素D3	胆钙化醇	提高肌体对钙、磷的吸收,促进生长和骨骼钙化
	维生素E	生育酚	维持生殖机能；抗氧化、抗衰老
	维生素K	甲萘醌	促进血液正常凝固
水溶	维生素C	抗坏血酸	促进胶原的生物合成,利于伤口愈合；促进酪氨酸、色氨酸代谢；增强免疫力
	维生素B1	硫胺素	促进生长；维持心脏、神经及消化系统正常功能
	维生素B2	核黄素	促进发育和细胞再生
	维生素B3	烟酸、烟酰胺	参与脂肪酸代谢；协助抗体合成
	维生素B5	泛酸钙	参与脂肪、糖类能量转化；协助中枢神经系统的发育
	维生素B6	吡哆醇、吡哆醛、吡哆胺	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
	维生素B7	生物素	是人体内多种酶的辅酶,参与脂肪酸和碳水化合物的代谢,促进蛋白质的合成
	维生素B9	叶酸	帮助蛋白质的代谢,促进红细胞的生成和成熟,参与核酸的合成
	维生素B12	钴胺素、羟基钴胺、甲基钴胺	促进红细胞的发育和成熟；维护神经系统健康；促进碳水化合物、脂肪和蛋白质的代谢

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：世界公认的维生素共计 13 种，标蓝底色为新和成可生产的 8 种维生素

维生素下游应用主要为饲料、医药和食品领域。饲料产业是 VA、VE 最主要的应用产业，2023 年的需求占比超过 60%，因此饲料行业对维生素行业的需求影响最为显著。

图14：2023 年维生素下游应用市场占比

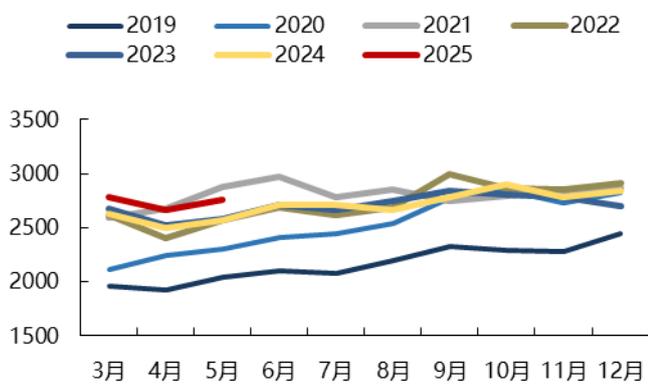


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

我国饲料总产量整体提升，2021-2024 年虽不同月份存在一定波动，但整体保持稳定。随着 2023 年疫情结束以来经济的缓慢复苏，居民对肉制品、蛋奶制品等畜牧产品的需求呈上升趋势，中国终端消费市场将在较长一段时间内推动饲料行业持续增长。我们预计未来国内饲料产量将保持相对稳定，并具备缓慢增长的潜力，市场或将加大对 VA 添加剂的需求。

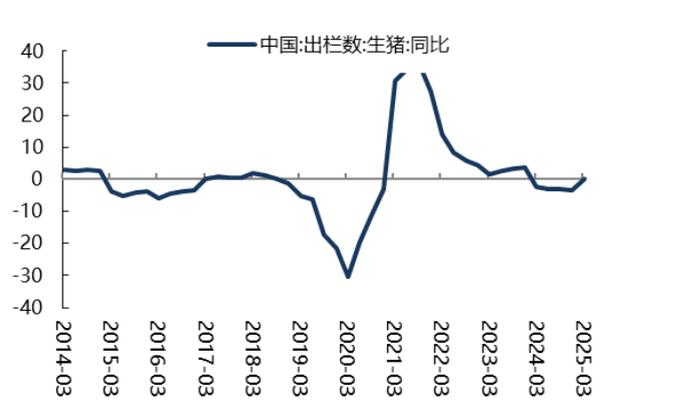
2025Q1 生猪出栏量恢复同比增长，主流猪企 2025 年计划提高生猪出栏量，有望带动 VA 需求。2024 年，我国生猪出栏量同比-3.3%，主要系生猪行业竞争加剧，部分猪企养殖利润长期受到压缩，对于产能扩张更为谨慎。2025Q1，生猪出栏量同比恢复正增长，且主流猪企计划在 2025 年提高生猪出栏量，预计我国猪肉产能将稳中有升，拉动 VA 的需求增长。

图15: 中国饲料产量(万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 中国生猪出栏数同比变化(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 中国自繁自养生猪养殖利润(元/头)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 中国猪肉价格变化(元/公斤)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

VA 的合成工艺相对复杂，工艺流程的环保成本大，技术门槛高，是资金和技术高度密集的产品。目前 VA 的合成路线主要有 Roche 法和 BASF 法两种工艺路线，Roche 路线应用企业主要有帝斯曼、新和成、金达威等，BASF 路线应用企业主要有巴斯夫、浙江医药、安迪苏等。

表2: VA 合成工艺对比

	应用企业	工艺流程	优点	缺点
Roche法 (C14+C6)	帝斯曼、 新和成 、 金达威	以β-紫罗兰酮为起始原料，经 六步反应合成VA醋酸酯	反应中间体结构清晰，不必 使用很特殊的原料	需要使用多达40种原辅材料， 反应步骤多
			技术成熟、收率稳定	由于使用无水盐酸，存在设备 腐蚀问题
BASF法 (C15+C5)	巴斯夫、浙江医药 、安迪苏	以β-紫罗兰酮为起始原料，与 乙炔经格氏反应，Witting反应 后，与C5醛缩合成VA醋酸酯	反应步骤少、工艺路线短、 原料品种少	需使用剧毒的光气
			成本低、收率高	部分反应条件苛刻，对设备要 求高

数据来源：《维生素 A 合成工艺评述》，东吴证券研究所

不论是 Roche 法还是 BASF 法，起始原料都是 β-紫罗兰酮，而柠檬醛是合成 β-紫罗兰酮的关键。柠檬醛的合成工艺复杂，对设备要求高，而且三废处理难度大，全球仅有巴斯夫、新和成、可乐丽、万华化学等少数企业可生产。

截至 2025H1，全球柠檬醛行业主要生产厂家为巴斯夫、可乐丽、新和成、万华化学四家。巴斯夫柠檬醛年产能 7.8 万吨左右，市场份额全球第一，其有柠檬醛 4 万吨的扩产计划，预计 2026 年投产，建成后柠檬醛年产能将增至 11.8 万吨。万华化学计划年产 4.8 万吨的柠檬醛-香精香料项目已于 2024Q3 投产，但其主要用于毛利率更高的香精香料，对 VA 产能格局的影响预计不大。新和成现有柠檬醛年产能 8000 吨，其柠檬醛不外销，不外购，全部为自用，用于 VA 与香精香料的生产。

与其它国内 VA 生产厂家不同，新和成具备规模化生产柠檬醛这一关键原料的能力，且通过技术创新，将柠檬醛生产成本降低了 13.4%。这种一体化的产业链优势使得新和成 VA 的生产不必依赖于外来采购，受外部影响小，这样既保障了自身的生产，相比于其它大多厂家又有原料的成本优势。

表3: 全球柠檬醛产能格局（截至 2025H1）

	年产能 (吨)	占比	扩产计划 (吨)
巴斯夫	78000	56%	40000 (2026年投产)
新和成	8000	6%	5000
可乐丽	5000	4%	-
万华化学	48000	35%	-
总计	139000	100%	-

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

VA 产能集中度高，CR5=77%，新增产能有限。截至 2025H1，全球 VA 产能约 6 万吨，其中，国外 VA 产能占比约 45%，集中于巴斯夫、帝斯曼；国内 VA 产能占比约 55%，产能集中于万华化学、新和成、花园生物、浙江医药、金达威。**新增产能方面**，天新药业计划 1000 吨 VA 产能。

表4: 全球 VA 产能格局 (截至 2025H1)

地区	企业	工厂所在地	产能 (吨)	占比	未来产能扩建 (吨)
国外	巴斯夫	德国	14400	24%	-
	帝斯曼	荷兰	7500	13%	-
	安迪苏	法国	5000	8%	-
国内	万华化学	山东	10000	17%	-
	新和成	浙江	8000	13%	-
	花园生物	浙江	6000	10%	-
	浙江医药	浙江	5000	8%	-
	金达威	福建	4000	7%	-
	天新药业	江西	-	-	1000
	总计	-	59900	100%	-

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

VE 合成工艺复杂，技术壁垒高，新和成采用异佛尔酮工艺，成功实现了主环三甲基氢醌和侧链异植物醇的国内首次产业化，摆脱间甲酚的进口限制，具备成本优势。全球工业合成 VE 以主环(三甲基氢醌)与侧链(异植物醇)经过烷基化-缩合反应得到，合成 VE 的主要壁垒也主要在于这两个中间体的合成。

表5: VE 合成工艺对比

合成主环-三甲基氢醌			
工艺	优点	缺点	代表公司
异佛尔酮法	路线选择率高，原料便宜、绿色且环保	需要加催化剂以及特定的助活剂，对设备要求高	新和成
间甲苯酚法	工艺流程短，产品收率高，成本低	1) 原料大部分依赖于进口，国内生产能力不足 2) 对设备要求高	浙江医药、帝斯曼
巴豆醛法	工艺流程简单	原料用量大，合成收率低，耗能较多	巴斯夫
对二甲苯法	原料易得，反应原理简单	对设备腐蚀性大，对操作人员专业要求高，大工业生产壁垒高	能特科技
对叔丁基苯酚法	反应简单，易操作，所需原料易得	对操作过程的把控要求高	能特科技
合成侧链-异植物醇			
工艺	优点	缺点	代表公司
假紫罗兰酮工艺	使用的原料比较低廉，反应路线常规，适合大规模化生产	设备要求较高，一些试剂如丙酮、乙炔和氢气的储存条件要求相对苛刻	金达威
芳樟醇工艺	各步反应主要转化率与收率高	1) 反应步骤多，需要很多辅料，产生多副产物 2) 乙炔+丙酮法中传统的乙炔生产需要电石，高能耗，高污染，反应介质是液氨，高压高风险 3) 异丁烯+甲醛+丙酮法中异丁烯源于石油化工，反应需要高温高压。异戊二烯法，环保与设备腐蚀严重	帝斯曼、 新和成 、浙江医药
法尼烯工艺	绿色环保，成本低	技术壁垒高，生物法合成异植物醇所产生的废水量大，三废处理成本高	能特科技

数据来源: 《合成维生素 E 技术现状与发展趋势》，东吴证券研究所

VE 供给呈现寡头垄断格局，CR5=92%。截至 2025H1，全球 VE（按粉计）产能约 26 万吨，其中国外 VE 产能占比约 40%，集中于巴斯夫、帝斯曼；国内 VE 产能占比约 60%，产能集中于新和成、浙江医药、益曼特（帝斯曼持股 75%）等。新增产能方面，花园生物规划 2 万吨 VE 产能，万华化学规划 2 万吨 VE 产能。

表6: 全球 VE（按粉计）产能格局（截至 2025H1）

地区	企业	工厂所在地	产能 (吨)	占比	未来产能扩建 (吨)
国外	帝斯曼	荷兰	60000	23%	-
	巴斯夫	德国	40000	15%	-
国内	新和成	山东	60000	23%	-
	浙江医药	浙江	50000	19%	-
	益曼特	湖北	30000	12%	-
	吉林北沙	吉林	20000	8%	-
	花园生物	浙江	-	-	20000
	万华化学	眉山	-	-	20000
	合计			260000	100%

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

2.2. VA、VE 价格受供给端影响较大

2014 年到 2025H1，VA 价格共经过了五轮明显上涨，对 VA 价格影响较大的因素往往集中在供给端：

第一轮价格明显上涨发生在 2016 年。巴斯夫位于德国路德维希港的化工厂区发生严重爆炸事故，这使得 VA 化工原料的供应减少，严重影响 VA 的生产。同时帝斯曼进行停产检修，这使 VA 的市场供应紧张，价格升高。

第二轮价格明显上涨发生于 2017 年底。2017 年 10 月，巴斯夫德国柠檬醛工厂因技术设备问题发生火灾，引起全球柠檬醛严重短缺，直至 2018 年 4 月才恢复供应。叠加海外帝斯曼停产检修，以及国内环保督查趋严，推动 VA 价格达到历史最高点。

第三轮价格明显上涨发生于 2018 年 10 月。帝斯曼瑞士工厂因废水处理系统菌种污染，于 2018 年 10 月宣布停产 2-3 个月，期间全面停止 VA 产品报价和订单签约。此外，国内 VA 龙头企业新和成、浙江医药等于 10 月起采取停报或限量供应策略。

第四轮价格明显上涨发生于 2020 年。疫情导致 VA 生产和运输受阻，渠道恐慌性补库存，推动 VA 价格上行。巴斯夫德国工厂 VA 质量问题，宣布 2020Q3 停止接单，导致全球 VA 供应缺口扩大。叠加国内厂商 7-8 月集中检修，推动 VA 价格保持高位。此外，生猪利润修复，部分推动 VA 价格升高。

第五轮价格明显上涨起始于 2024 年 8 月。巴斯夫德国工厂再次发生爆炸事故，事故装置为生产香料原料和用于维生素生产的前体，对 VA 的供应以及 VA 前体柠檬醛供应产生巨大影响，推动 VA 价格大幅上行，出口量攀升。

图19: VA 价格变化 (元/公斤)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2008 年至今, VE 价格大致经历了五轮周期性波动, 对 VE 价格影响较大的因素往往同样集中在供给端:

第一轮价格明显上涨发生在 2008 年。由于生产成本过高, 安迪苏退出市场, 行业由十余家企业减少至新和成、浙江医药、西南合成、帝斯曼和巴斯夫五家, VE 价格在 200-250 元/公斤波动。

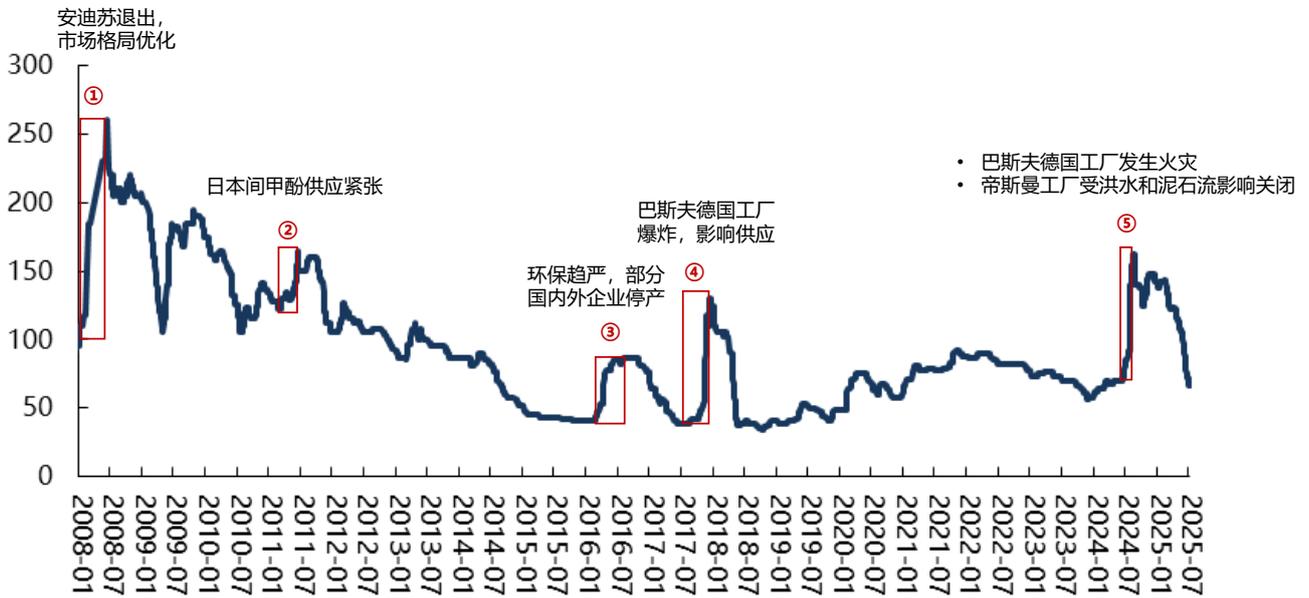
第二轮价格明显上涨发生在 2011 年。由于日本大地震, 日本三井公司间甲苯酚生产受到影响, 间甲酚供应紧张, VE 价格在 150-175 元/公斤区间震荡。

第三轮价格明显上涨发生在 2016 年初。由于环保趋严, 原料产能受到限制, 国内外多家厂商停产, VE 价格小幅上涨

第四轮价格明显上涨发生在 2017 年底。受巴斯夫工厂起火事件影响, VE 价格短期反弹。但随着生产恢复以及国内猪瘟, VE 价格回落至 40 元/公斤以下。

第五轮价格明显上涨发生在 2024 年 8 月。巴斯夫德国工厂发生爆炸, VE 供给缩减, 且复产进度较慢, 推动 VE 价格上升。此外, 2024 年 7 月起, 帝斯曼、新和成、浙江医药等企业同步进入检修期

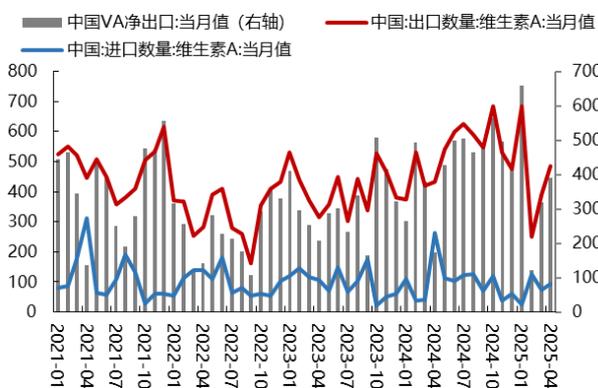
图20: VE 价格走势 (元/公斤)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

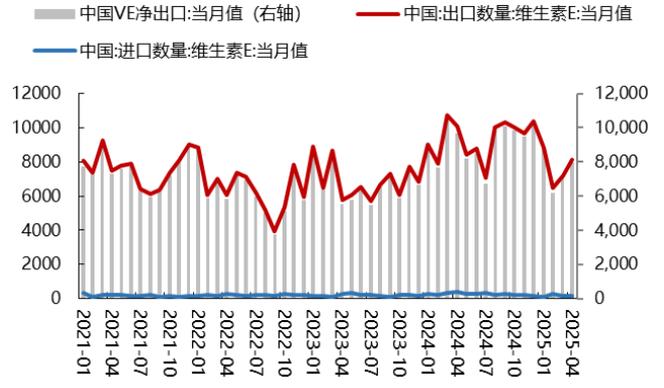
海外维生素企业陆续退出市场&发生爆炸事故, 有利于增强我国维生素企业行业话语权, 推动我国维生素产品出口。部分海外企业由于能源价格高企, 面临中国企业的竞争, 选择退出市场。以帝斯曼为例, 2023-2024年, 帝斯曼陆续关停VC、VB、VD3产能。2024年2月, 帝斯曼宣布剥离动物营养板块, 计划于2025H2完成, 核心目标聚焦香精香料、医疗材料等高毛利领域。从出口量来看, 2024年, 受海外巴斯夫德国工厂爆炸影响, 我国VA、VE出口量分别约0.6、11万吨, 创过去二十年新高。

图21: 我国VA月度进出口情况(吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 我国VE月度进出口情况(吨)



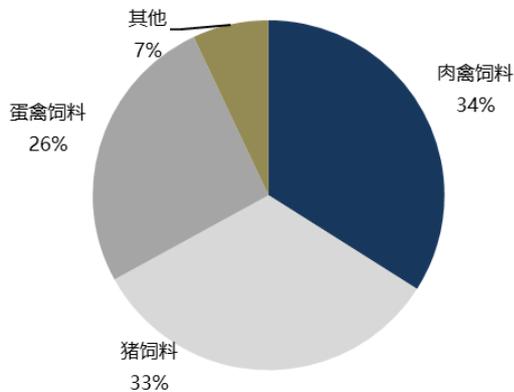
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 蛋氨酸：供需格局改善，价格回暖上升

蛋氨酸又称甲硫氨酸，是动物生长所需氨基酸中唯一含硫的必需氨基酸，可促进禽类、猪及反刍类动物生长，但其自身无法合成，需通过外部摄取。

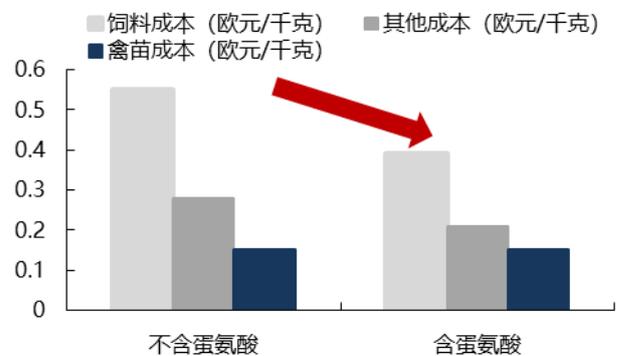
蛋氨酸主要用于饲料行业，其主要功效有：1) 提高养殖效益，可根据动物生理对氨基酸的需求，来均衡饲料配给，降低饲料成本。根据安迪苏集团 2015 年发布的测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20% 蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可综合节约生产成本约 0.22 欧元，占总生产成本约 23%，能有效提高家禽生产行业利润率。2) 促进生长发育，增加动物抗病能力，提高肉禽存活率和产肉量。3) 提高肉蛋品质，提高食品的营养价值和市场竞争力。

图23：2020年我国饲料用蛋氨酸下游分布情况



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图24：蛋氨酸有助于降低养殖成本



数据来源：Wind，东吴证券研究所

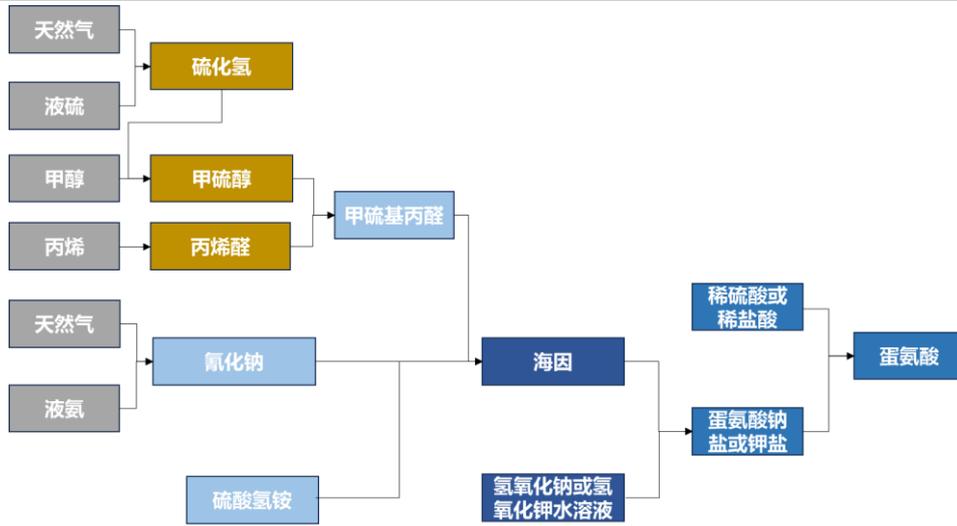
3.1. 供给端：工艺高壁垒+环保高要求，市场集中度高

蛋氨酸生产技术壁垒高。其生产工艺中需要用到多种易燃易爆的原料，安全生产的要求高，且生产工艺流程相当复杂。全球具备蛋氨酸生产能力的企业较少，国外企业主要为赢创、安迪苏、诺伟斯、住友、希杰等，国内企业主要是新和成、紫光、和邦等。

蛋氨酸的生产制备工艺的方法主要有生物酶拆分法、微生物发酵法和化学合成法（主流）。其中，生物酶拆分法的经济指标比较低，产生的污染排放量大；而微生物发酵法的生产工艺的收率比较低，欠缺工业大规模生产的价值。因此，目前生产蛋氨酸的主要生产制备工艺是化学合成法，化学合成法又可分为海因法和氰醇法。

赢创、安迪苏、紫光等多数厂商均采用海因法。海因法主要利用甲硫基丙醛与氰化钠、碳酸氢铵反应生成海因，随后在碱性条件下水解得到蛋氨酸盐，随后酸洗即可得到蛋氨酸产品。海因法工艺的优势：技术成熟、收率高、自动化程度高；副产物如硫酸钠、二氧化碳等均可在工艺过程中循环。

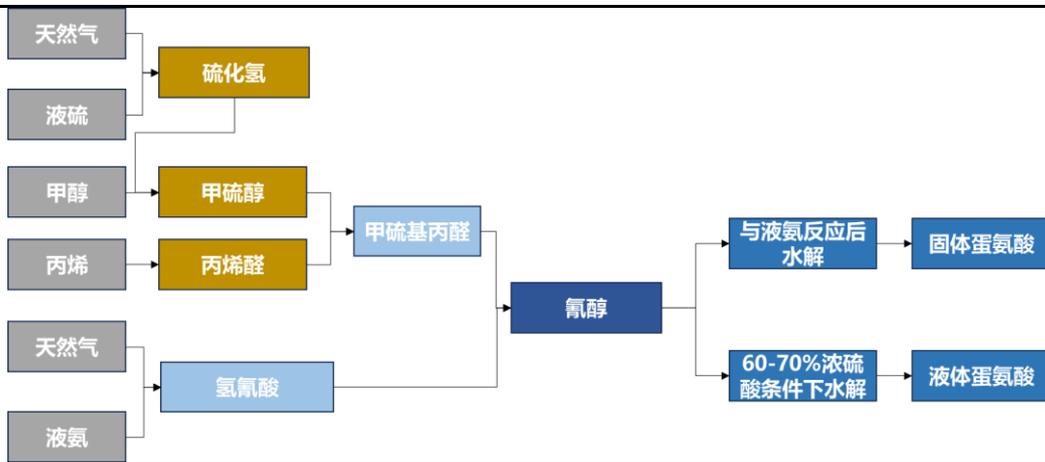
图25: 海因法制备蛋氨酸



数据来源:《蛋氨酸合成方法概述》, 东吴证券研究所

新和成采用氰醇法。氰醇法主要利用甲硫基丙醛与氢氰酸反应, 得到氰醇后, 在酸性条件下水解, 可得液体蛋氨酸。氰醇法工艺的优势: 工艺路线短、副产物少、更为清洁、收率高; 可生产固体蛋氨酸、液体蛋氨酸。

图26: 氰醇法制备蛋氨酸



数据来源:《蛋氨酸合成方法概述》, 东吴证券研究所

新和成蛋氨酸业务与维生素业务协同发展。公司可以发挥动物营养品板块产品间的协同效应, 借用维生素销售渠道, 缩短市场拓展期, 控制销售费用的增加。此外, 公司不断丰富产品品类, 提高产品综合竞争力, 营养品业务有望继续蓬勃发展。

蛋氨酸行业寡头垄断格局明显，截至 2024 年底，蛋氨酸行业 CR4 超 80%，新增产能有限。2024 年，全球蛋氨酸产能约为 263 万吨，其中，国外蛋氨酸产能占比约 66%，集中于赢创、诺伟司等，国内蛋氨酸产能占比约 34%，集中于安迪苏、新和成、宁夏紫光等。新增产能方面，国外无新增产能，国内安迪苏将扩建 1.5 万吨固蛋产能（预计 2027 年投产），新和成将扩建 18 万吨液蛋产能（与中石化镇海炼化合资建设，新和成持股 50%，2025H1 已进入试生产阶段）。

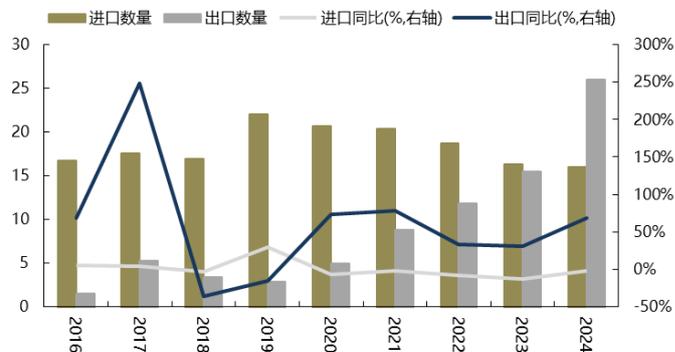
表7: 全球蛋氨酸产能格局（截至 2024 年底）

地区	企业	工厂所在地	固蛋产能 (吨)	液蛋产能 (吨)	在建产能 (吨)
国外	赢创	德国、美国、新加坡	800000		
	诺伟司	美国	320000		
	住友	日本	100000	140000	
	安迪苏	法国、西班牙	100000	200000	
	希杰	马来西亚	48000		
	沃尔斯基	波兰	25000		
国内	安迪苏	南京、泉州		350000	150000 (固蛋)， 预计2027年投产
	新和成	山东、浙江	370000		180000 (液蛋)， 2025H1已进入试生产阶段
	宁夏紫光	宁夏	110000		
	和邦生物	四川		70000	
	合计		1873000	760000	

数据来源：百川盈孚，公司公告，东吴证券研究所

近年来国内企业加大力度投产蛋氨酸，进出口格局有所变化。2010 年，宁夏紫光打破我国蛋氨酸完全依赖进口的局面，而后国内企业加速布局蛋氨酸生产，国外巨头也积极投资国内市场。新和成、安迪苏、和邦生物等企业先后完成蛋氨酸产线的布局与投产。受此影响，自 2018 年以来，我国蛋氨酸的进口依赖度整体降低，出口数量大幅增长。2024 年，我国蛋氨酸的进口量约 16 万吨（同比-2%）；出口量约 26 万吨（同比+69%）。

图27: 我国蛋氨酸进出口情况 (万吨)



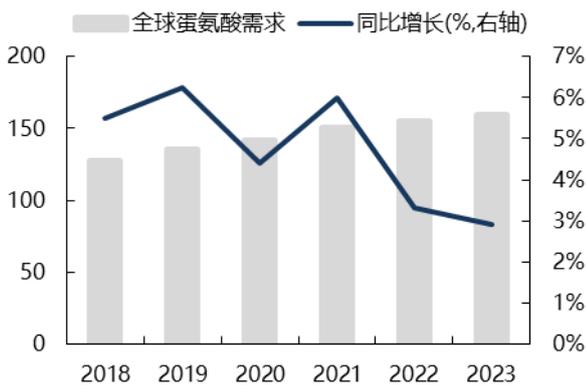
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 需求端：全球需求稳步增长，国内增速较快

全球蛋氨酸需求保持增长，国内增速快于国外增速。2023年，全球蛋氨酸需求量约为160万吨（同比+3%），其中国内需求43万吨（同比+7.5%），主要系我国豆粕减量替代政策推广，蛋氨酸在国内饲料添加剂内的渗透率提升。伴随下游市场逐步复苏，预计全球蛋氨酸需求仍将保持增长态势。

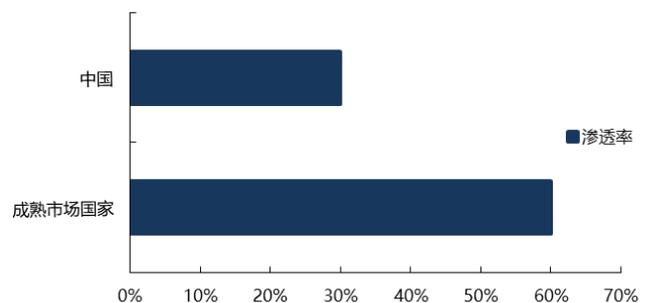
国外成熟养殖业多采用液体蛋氨酸，我国液体蛋氨酸渗透率较低。由于液体蛋氨酸使用专业喷撒系统给料，能够实现自动化控制，从而降低人工给料误差和风险，达到精准定量和均匀混合；同时消除固体蛋氨酸在运输和储存中可能产生爆炸的风险，更加安全高效。因而，规模较大、自动化程度较高的国外客户更倾向于使用液体蛋氨酸。随着中国等发展中国家家禽行业逐步整合以及养殖工业化、自动化水平提升，带动液体蛋氨酸需求增长。

图28：全球蛋氨酸需求量（万吨）



数据来源：智研咨询，公司公告，东吴证券研究所

图29：2023年液体蛋氨酸的市场渗透率



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

3.3. 蛋氨酸价格复盘：价格走出底部，偏稳运行

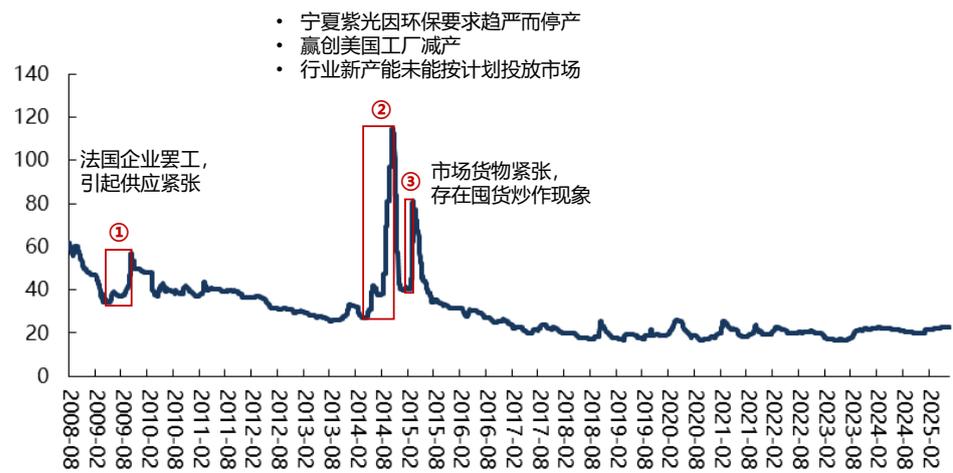
自2008年8月以来，蛋氨酸价格总体呈下降趋势，期间经历了大致三轮周期性波动，主要受供给端影响：

第一轮价格明显上涨发生在2009年。由于法国罢工等因素导致供应紧张，当时国内蛋氨酸主要依赖进口，带动价格上涨。

第二轮价格明显上涨发生在2014年下半年。国内宁夏紫光停产，国外赢创检修，并且2014年底，美国一家蛋氨酸中间体生产企业停产检修。

第三轮价格明显上涨发生在2015Q1。2015年春节后，进入新一轮蛋氨酸集中备货，受到港延迟影响，厂家提价，市场流通货源减少，市场担忧会重返2014年大幅上涨的情况，且存在市场囤货炒作现象，价格上涨明显。

图30：我国江苏固体蛋氨酸价格走势（元/公斤）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 新材料：多板块协同布局，业务规模不断扩大

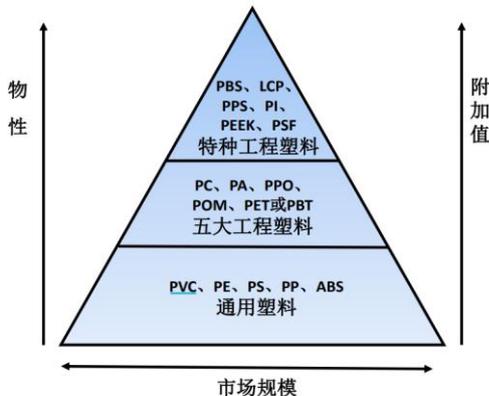
4.1. PPS：特种工程塑料，发展前景广阔

PPS 又称聚苯硫醚，是一种综合性能优异的特种工程塑料，它具有优良的耐高温、耐腐蚀、耐辐射、阻燃、均衡的物理机械性能和极好的尺寸稳定性以及优良的电性能等特点，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。同时，它还可用于制成各种功能性的薄膜、涂层和复合材料，在电子电器、航空航天、汽车运输等领域获得成功应用。

在高性能塑料金字塔中，聚苯硫醚位于高性能聚合物范畴，其硫原子与苯环交互整齐排列的化学结构，赋予分子高度稳定的化学键特性，具有耐高温、耐辐射、高阻燃、高尺寸稳定性、良好的耐溶剂和耐化学腐蚀性以及电性能优异等特性，是低空飞行领域不可或缺的重要材料。

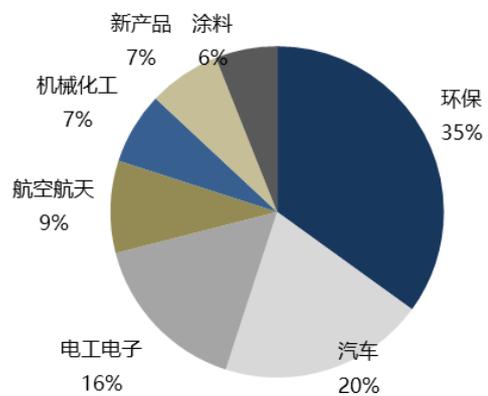
PPS 广泛应用于环保、汽车、电子、航空航天等领域。因其质轻和强度高，PPS 可用于制造汽车的多个部件，如引擎盖、燃油系统部件、电气连接器等；凭借其电绝缘性，PPS 能参与制造电路板等电子电气元件；除此之外，PPS 还可用于制造过滤材料和精密机械如阀门管道等。

图31：塑料金字塔示意图



数据来源：沃特股份招股说明书，东吴证券研究所

图32：2024年我国PPS下游市场分布（%）



数据来源：中研网，东吴证券研究所

4.1.1. 需求端：下游市场广泛，需求保持高增速

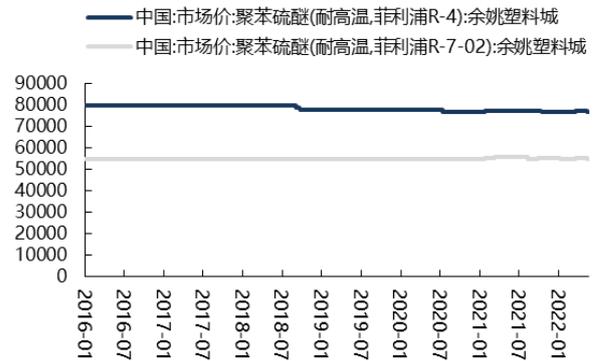
PPS 需求量保持高速增长，低空经济带来新机遇。自 2016 年以来，我国 PPS 需求量快速增长。2020 年受疫情影响，需求增速略有下降，但需求增长态势依然强劲。2022 年，我国 PPS 需求量约 7.9 万吨（同比+13%）。得益于其优良的特性，PPS 在众多材料中脱颖而出，并被广泛应用于新能源汽车、5G 技术两个领域。进入 2025 年，低空飞行技术逐步融入日常生活，让 PPS 作为高性能材料的价值逐渐显现。无论是无人机还是城市空中交通，乃至未来的自动化货运飞行器，PPS 都将在其中扮演关键角色。

图33：我国 PPS 需求量（万吨）



数据来源：商务部，华经研究院，东吴证券研究所

图34：PPS 价格变动（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.1.2. 供给端：行业快速发展，产能集中明显

PPS 有多种合成方法，目前可以工业化的方法主要是硫化钠法和硫磺法，新和成采用硫化钠法，是目前最成熟的工艺，它的优点是原料易得，产品质量好，收率高，而它的缺点是生产流程长，原料精制难度大。

表8：PPS 合成工艺情况

合成工艺	优点	缺点
Genvresse 法	简单	产率低（仅为50%-80%），产物分子量低，聚合物分子文化，交联度高，含较多二硫杂质，无定形，不易溶解
Macallum 法	成本低，产品PPS化学稳定性较好，力学性能较优良	分子量较低，易歧化交联，分子链中所含的-S-S-键高温易断裂，导致热稳定性较低
氧化聚合法	成本低，条件温和，收率接近100%，产物为直链结构的PPS，无副产物	由于产物分子量不够高，尚缺乏应用前景，仍停留在实验室阶段
硫化氢法	与其他硫源相比，硫化氢更加容易精制	对设备耐腐蚀性要求高，总反应流程长
硫磺法	采用硫磺做硫源，含量稳定，容易准确配料，所得产品质量较好，溶剂易于回收，三废较少，省去了硫化钠法的脱水步骤，降低了投资和生产成本	技术难度较大，工业生产中硫磺提纯问题不易解决，加上在反应过程中加入了金属、低价金属离子盐类、醛类及有机酸等还原剂及助剂，增加了反应的副产物
硫化钠法	原料易得，产品质量好，收率高	生产流程长，原料精制难度大，PPS 中含有微量的钠离子，且产品有直链型、半交联型和交联型三种，使得产品的耐湿性、电气特性和成型性能下降

数据来源：《聚苯硫醚的合成技术进展》，东吴证券研究所

PPS 产能高度集中在亚洲地区。2023 年全球 PPS 产能约 22.5 万吨，在建产能约 5.5 万吨。**分地区来看**，日本、中国、比利时、美国、韩国分别占比 42%、37%、9%、7%和 5%，亚洲地区占比接近 80%。**分厂商来看**，截至 2023 年，日本 DIC 是全球 PPS 第一大生产商，其产能占比约 20%。**新和成产能 2.2 万吨，占比 10%，PPS 产能国内第一。**

表9：全球 PPS 产能格局（截至 2023 年底）

国家	厂商	产能 (吨)	在建产能 (吨)	备注
日本	东丽	27600	5000	
	DIC	46000		纯树脂23000吨，包括改性等共46000吨
	吴羽	15700		
	东曹	5000		
中国	新和成	22000		报批产能30000吨
	重庆聚狮	10000	20000	
	滨阳燃化	10000		
	中泰化学	10000		
	磐迅科技	10000		
	铜陵瑞嘉	10000	20000	
	珠海长先	2000		新增环保装置，从5000吨调整为2000吨
	山东明化		10000	
	霍家工业	10000		
美国	塞拉尼斯	15000		
比利时	索尔维	20000		
韩国	HDC Polyall	12000		
合计		225300	55000	

数据来源：艾邦高分子，东吴证券研究所

4.1.3. PPS 发展曲折，新和成优势明显

国外 PPS 的研制起于 20 世纪 40 年代，到 20 世纪 70 年代实现工业化生产。国内在 21 世纪初，四川得阳特种新材料有限公司建成了国内首套千吨级聚苯硫醚 PPS 树脂生产线，又被迫在 2014 年停产，在 2010 年到 2020 年间，国内近 20 家 PPS 厂家的项目大多关停破产。同时，国外产品依靠成本优势不断在国内倾销，使得国内厂家利润被大幅挤压。为应对 PPS 的不正当竞争，2019 年 4 月 22 日，新和成代表国内聚苯硫醚产业正式向商务部提交反倾销调查申请，并于 2020 年 10 月通过认定，自此进口替代加速，国内 PPS 产业开始发展。

新和成是我国 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，截至 2024 年底，新和成 PPS 产能居国内第一。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。更值得关注的是新和成的“循环经济”布局——通过副产物资源化利用技术，每吨 PPS 生产能耗较行业均值下降 18%。在欧盟碳关税即将实施的背景下，这种绿色生产能力正转化为实质性竞争优势。

4.2. PPA：耐高温尼龙，应用市场广阔

PPA 即聚邻苯二甲酰胺，俗称耐高温尼龙。PPA 既有半结晶态，也有非结晶态。半结晶态的 PPA 树脂主要用于注塑加工，也用于其它熔融加工工艺；非结晶态的 PPA 主要用于要求阻隔性能的场所。PPA 具有普通尼龙的优良特性：强度、刚性等综合力学性能优异；耐油、耐有机溶剂、耐化学药品性能优良。此外，PPA 还具有普通尼龙所不具有的高熔点、高玻璃化转变温度、优异的阻燃性能以及优异的空间稳定性。因其优良的特性，PPA 广泛应用于电子电气、汽车甚至是军工、航空航天等领域。

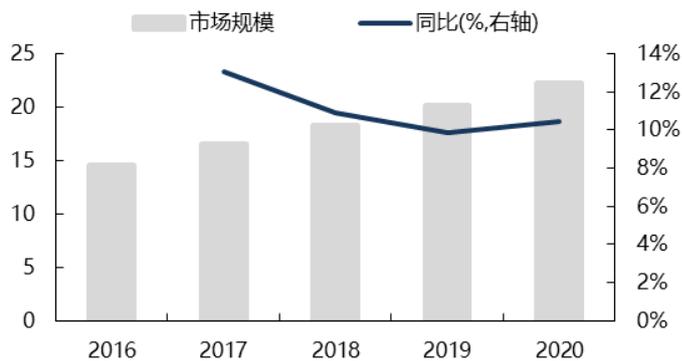
表10: PPA 应用领域

领域	具体运用	性质
汽车工业	发动机罩、气门杆、超级马达、汽车涡轮管、前灯反光器、皮带轮等	高强度、高刚性、高耐温、抗疲劳、抗振动、尺寸稳定
电子电气	断路器、SMT连接器、高温接插件	高强度、高模量、高流动性、低收缩性、电绝缘性
机械工业	轴承座、水泵配件、热水管道配件	耐高温、耐化学腐蚀、高强度、抗疲劳、耐热水
日用品	直发器隔热片、微波炉支架、吹风机风嘴	耐高温、耐化学腐蚀、抗疲劳、尺寸稳定性

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着汽车、电子电气等行业的快速发展，PPA 市场规模迅速增长。2016-2020 年我国 PPA 市场规模始终保持增长态势，复合增长率达 11%，预计未来 PPA 仍有较大发展潜力。

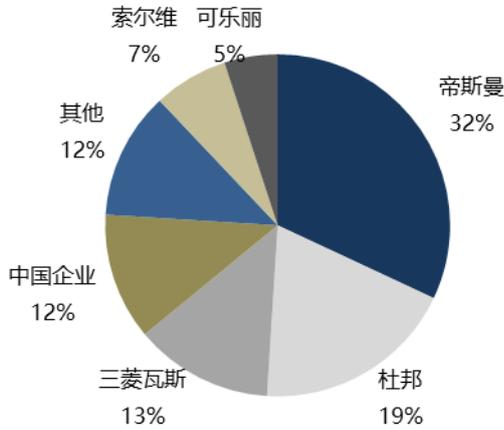
图35: 2016-2020 年我国 PPA 市场规模（亿元）



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

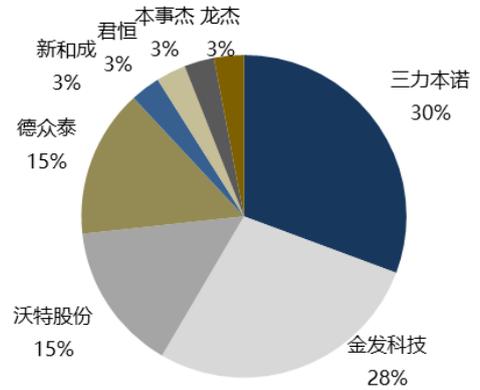
全球 PPA 产能集中于国外，国内企业奋起直追。帝斯曼和杜邦等国际领先企业率先攻克了相关技术难关，并成功合成了多种类型 PPA。根据华经情报网，2023 年全球 PPA 产能主要集中在国外，其中帝斯曼、杜邦、三菱瓦斯、索尔维以及可乐丽分别占比 32%，19%，13%，7%和 5%；新和成 PPA 年产量为 1000 吨，在我国的占比为 3%。

图36：2023 年全球 PPA 产能格局（%）



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

图37：2023 年我国 PPA 产能格局（%）



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

4.3. IPDA：应用广泛，产业链优势明显

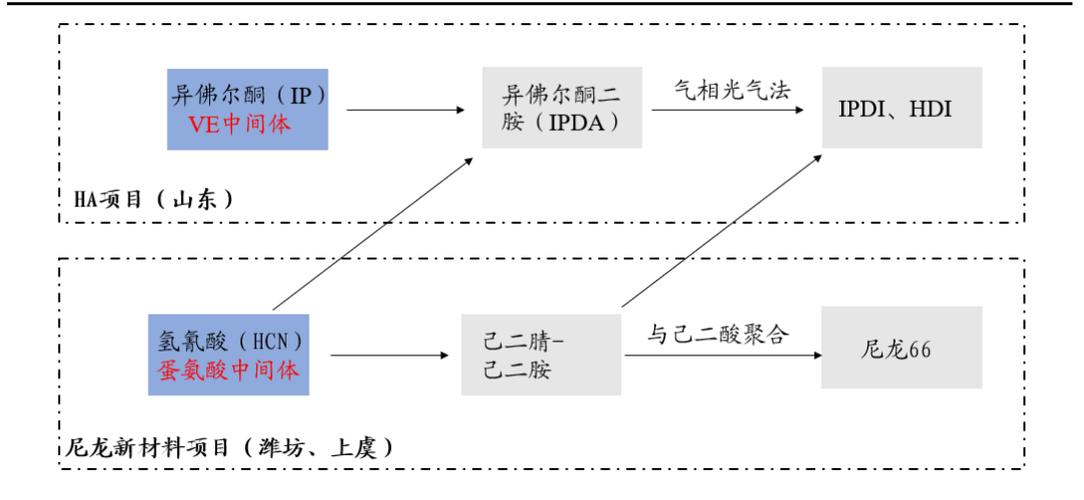
异佛尔酮二胺，简称 IPDA，是一种有机化合物，主要用作环氧树脂的固化剂，用于要求低色泽、低气味、高抗弯强度和优异耐化学性的环氧配方，适用于地坪涂料、铺路填料和混合料。

随着科技的快速发展和新材料的不断涌现，IPDA 在航空航天、新能源等领域的应用也在逐步拓展。航空航天领域对材料性能的要求极高，IPDA 凭借其独特的性能优势，正逐渐在这些领域崭露头角。新能源领域的发展也为 IPDA 提供了新的市场机遇，如太阳能电池板、风力发电设备等领域对高性能材料的需求不断增长，IPDA 的应用前景广阔。

全球的 IPDA 市场中，欧美地区的生产商长期占据市场的主导地位。IPDA 合成复杂，反应条件苛刻，对设备要求高，我国长期依赖进口。2011 年，宁波千衍新材料科技有限公司控股子公司铜陵市恒兴化工有限责任公司 1 万吨/年的装置顺利投产。万华化学于 2016 年实现大规模生产 IPDA，截至 2024 年 7 月，万华化学装置产能有 5 万吨，并计划扩产至 8 万吨。2024 年 5 月，新和成山东基地的 HA 项目中 IPDA 产能已到 2 万吨，其中试产品也已在客户间试销并得到认可。

新和成规划由 IPDA 进一步生产 IPDI，通过气相光气法实现。光气是剧毒气体，具有强烈的刺激性和腐蚀性。而新和成在前期的 VB6 的生产中，已建有一氧化碳/光气合成装置，掌握了成熟的光气工艺，能够为后续 HA 项目的 IPDI 生产提供强大支撑。

图38: 新和成 HA 项目（新能源材料和环保新材料项目）、EJ 项目（高端尼龙和高端光学级材料项目）主要产业链



数据来源：环境评价报告，公司公告，东吴证券研究所

4.4. PA66: 己二腈国产化进行中，己二腈-己二胺-PA66 产业链一体化加快

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。丁二烯法以丁二烯为原料，通过直接氰基化反应得到己二腈。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；丙烯腈法以丙烯腈为原料，采用电解加氢二聚生产己二腈；己二酸法以己二酸为原料先经过氯化，然后进行脱水得到己二腈。

新和成采用丁二烯法生产己二腈，由于前期在蛋氨酸项目中掌握了成熟的氰化工艺，生产稳定性高。

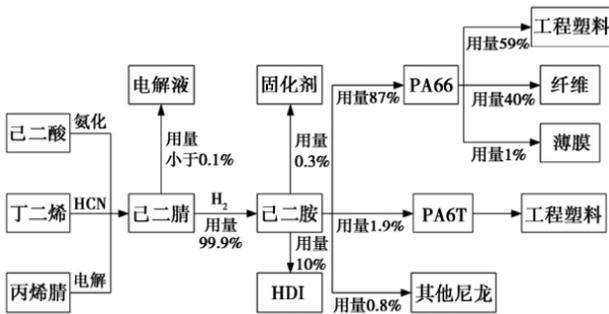
表11: 己二腈合成工艺及各自优缺点

合成工艺	优点	缺点	代表公司
丁二烯法	原料成本低、能耗低、工艺路线短，产品质量好、收率高	一次性投资大，技术门槛高，催化剂难；原料氢氰酸剧毒，对安全管理有较高要求	英威达、巴斯夫、天辰齐翔、 新和成
丙烯腈法	可以一步完成，产品质量好	所需能耗高，对设备投资高；二氧化碳排放量大，环保方面有压力；副反应较多；会产生氧气，存在安全隐患	奥升德、旭化成
己二酸法	工艺简单、设备投资低	副产物较多，产品质量一般；很大程度上受到己二酸价格的影响	重庆华峰

数据来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》，东吴证券研究所

己二腈主要应用于 PA66 的生产，我国 PA66 行业的快速成长推动己二腈需求迅速增长。2022 年，全球己二腈需求量约 155 万吨，其中我国己二腈需求约 38 万吨（同比+19%）。随着国内外 PA66 行业的迅速成长，对 PA66 的需求将进一步增加，从而拉动己二腈需求。

图39: 己二腈应用领域



数据来源:《己二腈工艺路线选择及产业化分析》，东吴证券研究所

图40: 我国己二腈消费量(万吨)



数据来源: 华经情报网, 东吴证券研究所

己二腈寡头垄断明显，产能高度集中在国外。由于合成己二腈的工艺存在较高技术壁垒，当前只有少数国外公司能实现己二腈大规模量产。根据艾邦高分子官网统计，2022 年全球己二腈产能总计约 264.3 万吨。其中英威达、奥升德、巴斯夫分别占比 53%、18%、11%，CR3 超过 80%。国内重庆华峰、神马股份、安徽曙光在内的多家国内企业都在积极拓展己二腈的产线。随着己二腈和 PA66 项目的逐步启动，国内己二腈的产能迎来快速增长。

表12: 我国企业己二腈产能情况

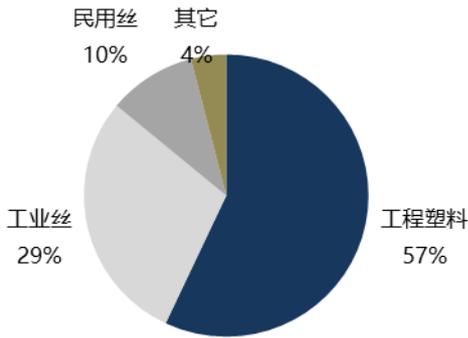
公司	工艺路线	产能(万吨)	投产时间/预计投产时间
英威达	丁二烯法	40	2022年11月已投产
天辰齐翔	丁二烯法	50	一期20万吨/年2022年已投产
神马股份	丁二烯法	20	一期5万吨/年2023年投产
河南峡光	己二酸法	5	预计2023年
华峰集团	己二酸法	30	一期、二期10万吨/年已投产，三期10万吨/年2022年竣工调试
三宁化工	己二酸法	10	2023年完工投产
古雷石化	丁二烯法	40	预计2025年
福建永荣	丁二烯法	30	预计2025年
富海润泽	丁二烯法	30	预计2024年
新和成	丁二烯法	10	山东在建10万吨/年项目，预计一期2025年，二期2028年；规划天津项目10+40万吨/年
安徽曙光	丁二烯法	10	-
工控新材料投资(茂名)有限公司	丁二烯法	5	与东华能源合作建设
山西润恒	丙烯腈无隔膜式电解二聚法	10	一期1万吨/年，二期扩产至10万吨/年，主体施工中
七彩化学	氨氧化法	2	预计2025年
南京诚志清洁能源	煤基己二腈法	0.3	与中科院合作，拟建3000吨/年工程示范装置
荣盛石化	丁二烯法	25	2022发布公告

数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

PA66 具备高强度性、抗高温阻力、化学阻力、高硬度和抗磨损等优势，相较于其它尼龙材料，它的熔点更高、润滑性优良，使其能够广泛应用于工程塑料、化纤等领域。

我国 PA66 长期受制于上游己二腈瓶颈，但随着国内己二腈工艺突破，国产化进程加速，同时受新能源汽车领域、工业纤维市场、户外运动市场内需驱动下，PA66 需求有望持续增长。同时，PA66 价格已有大幅下降，有望提升 PA66 性价比，带动需求上升。

图41：2022年尼龙66下游应用



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

图42：我国 PA66 价格（元/吨）



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

新和成高度重视“己二腈-己二胺-尼龙”产业链。早在 2021 年，公司就在上虞基地开始布局 25 万吨己二胺及 48 万吨尼龙新材料。2024 年，公司与天津经济技术开发区签署投资合作协议，投资百亿元，在天津南港布局己二腈，上游原材料丁二烯来自于中石化天津南港乙烯项目，具备成本优势。尼龙项目的实施，将进一步扩大新和成新材料业务规模。

表13：新和成 PA66 产能扩张计划（截至 2024 年底）

日期	地点	项目情况
2021.3	绍兴上虞	投资约51.9亿，分三期建设年产25万吨己二胺及48万吨高端尼龙新材料项目
2022.6	山东潍坊	投资约52亿，分二期建设年产20万吨尼龙66项目
2024.7	天津	投资约100亿，分二期建设“己二腈-己二胺-尼龙”产业链

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

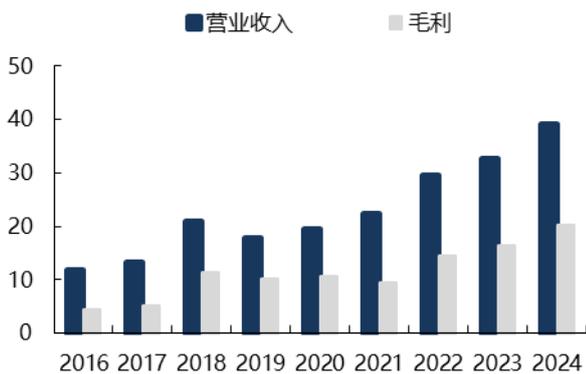
5. 香精香料：盈利持续向好，规模与技术优势兼备

新和成布局丰富的香精香料产品，新增产能稳步推进。新和成香精香料板块的营业收入稳步增长，已成为公司除营养品以外的最大收入来源。此外，香精香料收入及毛利贡献稳步增长，不具有明显周期性，发展未来可期。

产品类别方面，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。

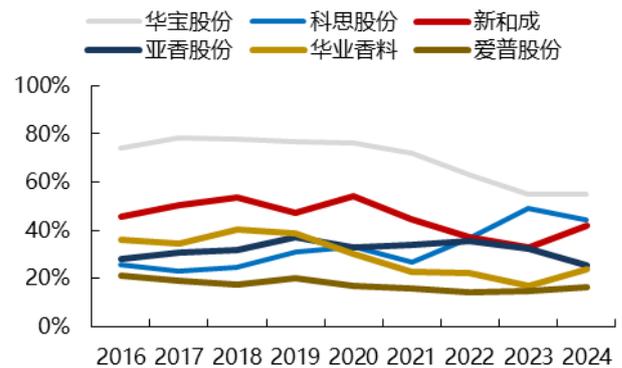
新项目进展方面，新和成山东基地的“8000吨合成香料项目”环境影响报告书于2024年7月已经得到批复，“年产4万吨香精香料项目（三期）”、“年产3.01万吨合成香料及中间体扩产技改项目（一期）”、“香料扩建及多功能车间项目（一期）”等项目已经陆续验收，5000吨/年薄荷醇项目正常生产、销售。预计未来新和成香精香料业务会进一步拓展，依靠技术的赋能，香精香料业务会继续做大做强，香精香料的潜力将会进一步释放。

图43：公司香精香料收入、毛利（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图44：公司香精香料毛利率与同业对比情况

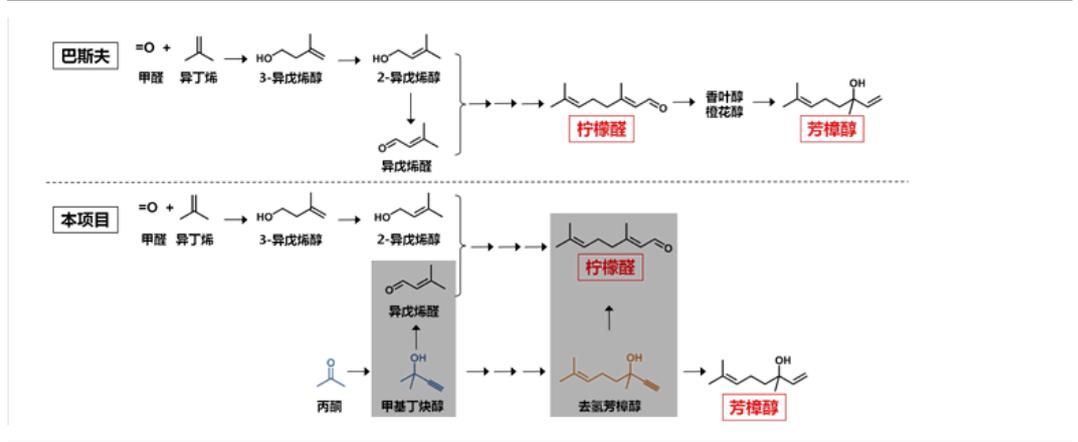


数据来源：Wind，东吴证券研究所

一体化产业链赋予公司成本优势，保障生产稳定性。香精香料产品具有品种多，行业集中度高的特点，公司香精香料业务主要围绕柠檬醛、芳樟醇系列展开，香精香料板块与维生素板块高度协同。例如：芳樟醇也是生产VE的主要原料；柠檬醛不仅是生产VA的重要原料，也可用于食用香精的生产。

此外，新和成具备技术优势。新和成不断进行技术研发，首创超临界反应技术，既缩短反应时间，且无需催化剂，无废水产生；改进重排工艺，引入炔醇化学中间体，创新性连接芳樟醇与柠檬醛的产业链；研发出选择性氢化技术，减少生产中副反应的发生，保证产品纯度。综合来看，与巴斯夫工艺相比，柠檬醛成本可下降13.4%，芳樟醇成本下降16.8%。

图45: 巴斯夫与新和成芳樟醇合成路线的对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 关键假设与盈利预测

- 营养品:** 1) 维生素产品在 2025H1 表现较弱, 其中 VA 价格逐渐磨底, VE 价格有所下滑, 主要系海外巴斯夫工厂复产, 以及国内企业新增 VA、VE 产能, 对供给端造成压力。基于各企业维生素成本线考虑, 我们预计后续 VA 价格下降幅度有限, VE 价格有望企稳。2) 蛋氨酸产品在 2025H1 表现较强, 主要系下游需求带动蛋氨酸需求量增长。此外, 公司与中石化合作的 18 万吨液蛋项目预计已在 2025H1 进入试生产阶段, 预计投产后将贡献投资收益。
- 香精香料:** 下游需求持续增长, 公司陆续新增香精香料产能, 且具有产业链一体化优势, 盈利有望快速增长。
- 新材料:** 公司主要产品为 PPS, 后续 HA 项目(新能源材料和环保新材料项目)、EJ 项目(高端尼龙和高端光学级材料项目)有序推进, 贡献公司未来业绩增量。

表14: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营养品	营业收入 (亿元)	98.7	150.5	138.5	145.4	152.7
	毛利率	30%	43%	39%	41%	41%
香精香料	营业收入 (亿元)	32.7	39.2	46.2	49.9	52.4
	毛利率	51%	52%	52%	53%	53%
新材料	营业收入 (亿元)	12.0	16.8	21.8	26.1	30.1
	毛利率	28%	22%	23%	24%	25%
其他	营业收入 (亿元)	7.7	9.6	10.6	11.1	11.7
	毛利率	6%	14%	10%	10%	10%
合计	营业收入 (亿元)	151.2	216.1	217.1	232.6	246.8
	毛利率	33%	42%	41%	42%	42%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别 217、233、247 亿元, 同比增速分别 0.5%、7%、6%; 归母净利润分别 60、69、73.5 亿元, 同比增速分别 2%、16%、6%。

6.2. 估值与评级

我们选取 3 家国内行业的代表企业作为可比公司：**浙江医药**是我国重要的原料药和制剂生产企业，主营产品 VA、VE、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等，产品产量居国际与国内前列；**花园生物**是全球 VD3 龙头，具备稀缺 VD3 上游羊毛脂胆固醇产能，成本优势显著；**安迪苏**是全球领先的动物营养添加剂生产企业，主营产品包括蛋氨酸、维生素、酶制剂等。

根据 Wind 一致预期与我们的预测，2025 年可比公司 PE 均值为 15 倍，公司 2025 年的 PE 值为 11 倍，公司估值水平低于可比公司。考虑到公司营养品板块成本优势显著，同时在营养品、香精香料、新材料板块均有新项目推进，我们看好公司成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

表15: 可比上市公司相对估值 (参考 2025 年 7 月 15 日收盘价)

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600216.SH	浙江医药	15.0	145	11.6	12.7	14.0	17.4	12.5	11.3	10.3	8.3	1.4	1.3	1.1	1.0
300401.SZ	花园生物	15.3	83	3.1	4.8	5.7	7.4	27.0	17.5	14.5	11.3	2.8	2.2	1.9	1.7
600299.SH	安迪苏	9.7	260	12.0	16.1	18.4	20.8	21.6	16.1	14.1	12.5	1.7	1.6	1.4	1.3
行业平均								20.3	15.0	13.0	10.7	1.9	1.7	1.5	1.3
002001.SZ	新和成*	21.5	661	58.7	60.0	69.4	73.5	11.3	11.0	9.5	9.0	2.3	2.0	1.8	1.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 标*为自行预测, 其他为 Wind 一致预期

7. 风险提示

宏观经济风险。公司主营产品 VA、VE、蛋氨酸、PPS、PA66 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。

市场竞争加剧风险。若国内外企业继续加大布局维生素、蛋氨酸等产品产能，行业竞争格局或将恶化，影响公司利润水平。

新产能投放不及预期风险。公司现有液蛋项目、新材料项目持续推进，若新产能投放不及预期，将影响公司业绩。

新和成三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,922	20,665	24,962	29,635	营业总收入	21,610	21,709	23,260	24,684
货币资金及交易性金融资产	7,937	11,328	15,151	19,202	营业成本(含金融类)	12,582	12,824	13,535	14,434
经营性应收款项	4,633	4,906	5,132	5,447	税金及附加	251	217	233	247
存货	4,090	4,169	4,400	4,692	销售费用	190	152	163	173
合同资产	0	0	0	0	管理费用	596	608	651	691
其他流动资产	261	263	279	294	研发费用	1,036	1,020	1,093	1,160
非流动资产	26,067	26,317	26,427	26,439	财务费用	178	130	91	47
长期股权投资	865	865	865	865	加:其他收益	268	261	279	296
固定资产及使用权资产	21,929	21,956	21,941	21,866	投资净收益	77	109	465	494
在建工程	572	750	875	963	公允价值变动	(14)	0	0	0
无形资产	2,483	2,483	2,483	2,483	减值损失	(137)	(20)	(20)	(20)
商誉	4	4	4	4	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	33	33	33	33	营业利润	6,973	7,109	8,221	8,705
其他非流动资产	181	226	226	226	营业外净收支	(29)	0	0	0
资产总计	42,989	46,983	51,388	56,074	利润总额	6,944	7,109	8,221	8,705
流动负债	6,909	7,540	7,734	7,959	减:所得税	1,047	1,066	1,233	1,306
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,628	4,208	4,208	4,208	净利润	5,897	6,043	6,988	7,399
经营性应付款项	1,845	1,881	1,985	2,117	减:少数股东损益	28	42	49	52
合同负债	237	238	255	271	归属母公司净利润	5,869	6,001	6,939	7,347
其他流动负债	1,199	1,213	1,285	1,363	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.91	1.95	2.26	2.39
非流动负债	6,634	6,621	6,621	6,621	EBIT	7,118	7,239	8,312	8,752
长期借款	5,327	5,327	5,327	5,327	EBITDA	9,352	9,014	10,182	10,720
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.78	40.93	41.81	41.53
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	27.16	27.64	29.83	29.77
其他非流动负债	1,304	1,290	1,290	1,290	收入增长率(%)	42.95	0.46	7.14	6.12
负债合计	13,544	14,161	14,354	14,580	归母净利润增长率(%)	117.01	2.25	15.63	5.89
归属母公司股东权益	29,325	32,659	36,822	41,230					
少数股东权益	121	163	212	264					
所有者权益合计	29,446	32,822	37,034	41,494					
负债和股东权益	42,989	46,983	51,388	56,074					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,073	7,650	8,352	8,715	每股净资产(元)	9.54	10.63	11.98	13.42
投资活动现金流	(3,774)	(1,931)	(1,532)	(1,504)	最新发行在外股份(百万股)	3,073	3,073	3,073	3,073
筹资活动现金流	(2,263)	(2,337)	(2,997)	(3,160)	ROIC(%)	16.57	15.24	15.89	15.24
现金净增加额	1,075	3,391	3,823	4,051	ROE-摊薄(%)	20.01	18.37	18.84	17.82
折旧和摊销	2,233	1,774	1,871	1,968	资产负债率(%)	31.50	30.14	27.93	26.00
资本开支	(1,527)	(1,998)	(1,998)	(1,998)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.26	11.01	9.52	8.99
营运资本变动	(1,444)	(302)	(280)	(397)	P/B(现价)	2.25	2.02	1.79	1.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>