

# 面向新兴需求的化学品标杆企业

华泰研究

2026年1月05日 | 中国内地

深度研究

化学制品

投资评级(上调):

买入

目标价(人民币):

38.24

新和成是全球营养品和香精香料领先企业,蛋氨酸/维生素/PPS等多产品销售额全球前五,并具备一体化/规模化和技术优势。公司基于人类/动物营养、香精香料及特种工程材料等新兴需求增量,前瞻布局,并筑牢技术根基。伴随蛋氨酸/香精香料全球份额提升和生物制造/新材料破局,公司迈入新成长周期。我们认为市场过度关注维生素周期波动的影响,对蛋氨酸/香精香料等成长潜力和公司全球竞争优势,以及新兴业务成长性投资价值有所忽视。考虑蛋氨酸/香精香料等持续放量,我们略微上调25-27年归母净利润预测,上调目标价至38.24元(上调49%),上调至“买入”评级。

## 营养品需求前景广阔,公司蛋氨酸率先脱颖而出

受益于降本增效需求下,养殖领域渗透率提升和豆粕替代需求,据博亚和讯,19-24年全球蛋氨酸需求量CAGR约5%。由于海因法和氰醇法等技术壁垒高企,全球产能集中度高、新进入者有限,我们预计25-27年产能CR3/CR5保持65%/80%以上,卖方话语权较强,叠加成本及扩产效率差异,公司27年将提升至45.1万吨/年产能(权益,折固,跃居全球前3)。维生素方面,伴随海外供给逐步恢复,主要产品价格已逐步回归理性,公司依托一体化和规模优势,景气底部盈利仍可观测,静待新一轮周期弹性。除此二者之外,公司布局的辅酶Q10、新型氨基酸等其他营养品亦将面向新兴需求。

## 香精香料:需求稳步增长,产业链转移趋势下公司迎份额提升机遇

香精香料下游洗护/餐饮等需求相对刚性,且保持温和增长,全球香精香料行业长期被国际巨头主导,2024年全球销售额CR4约59%,国内企业中的销售额前五合计占比不足3%,伴随跨国企业在中国及亚太地区培育产业链以及国内企业技术和产品力提升,未来国内企业全球份额提升空间广阔。公司07-24年香精香料营收CAGR达23%,系2024年全球销售额前十唯一上榜的国内企业,未来依托产业链延伸及生物制造技术,有望迎新成长。

## 生物制造和新材料进入兑现期,投资价值显现

公司依托黑龙江基地布局生物基营养品、保健品、食/饲添加剂等,作为化学合成的协同工艺,在AI、测序、编辑、放大、筛选等技术的进步下,公司依托生物制造技术平台有望掘金蓝海市场。新材料方面,PPS等特种工程塑料已具备全球竞争优势,我们认为,伴随公司自主技术的己二腈-尼龙66产业链放量,有望助力国产化浪潮,HA系列/PPA等产品亦有看点。得益于持续的技术积累及有纪律性的资本开支,公司盈利能力和现金流持续改善,17-24年平均分红率(累计分红/累计归母净利)约44%。伴随营养品/香精香料/新材料/生物制造多元并举,未来盈利有望再上台阶。

## 我们与市场观点不同之处

我们认为市场过度关注维生素的周期波动,导致公司估值水平偏低,近年蛋氨酸/香精香料等业务持续成长,维生素盈利占比已逐步下降,且公司蛋氨酸/香精香料市场份额和毛利率等整体处于行业前列,但估值水平却存在一定折价,未来有望重估。市场对生物制造和新材料业务的成长潜力亦有忽视。

## 盈利预测与估值

我们预计公司25-27年归母净利润67/74/81亿元(上调3%/2%/1%),同比增15%/9%/10%,考虑蛋氨酸/香精香料竞争优势和新业务成长性,给予26年16xPE(可比公司Wind一致预期均值16xPE,前次基于25年12xPE vs 可比公司15xPE),目标价38.24元(上调49%),上调至“买入”评级。

风险提示:新项目/新技术进展不及预期;需求不及预期;竞争格局恶化。

庄汀洲 研究员  
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com  
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

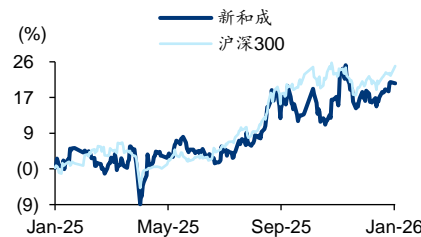
张雄 研究员  
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com  
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

杨泽鹏\* 研究员  
SAC No. S0570525070014 yangzepeng@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

## 基本数据

收盘价(人民币 截至1月5日)	25.12
市值(人民币百万)	77,204
6个月平均日成交额(人民币百万)	602.10
52周价格范围(人民币)	19.55-26.05

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	21,610	23,876	26,355	28,882
+/-%	42.95	10.49	10.38	9.59
归属母公司净利润(百万)	5,869	6,733	7,350	8,106
+/-%	117.01	14.73	9.16	10.29
EPS(最新摊薄)	1.91	2.19	2.39	2.64
ROE(%)	20.03	19.87	18.80	17.99
PE(倍)	13.16	11.47	10.50	9.52
PB(倍)	2.63	2.28	1.97	1.71
EV EBITDA(倍)	8.51	8.04	6.95	5.83
股息率(%)	2.79	2.79	2.79	2.79

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	12,386	16,922	19,456	24,378	31,078
现金	4,543	7,937	9,341	13,242	19,033
应收账款	2,483	3,654	3,926	4,441	4,728
其他应收账款	142.06	225.52	251.99	275.10	302.53
预付账款	209.27	163.22	314.29	344.57	377.47
存货	4,319	4,090	4,276	5,046	5,175
其他流动资产	689.05	853.19	1,347	1,030	1,462
<b>非流动资产</b>	26,770	26,067	26,934	26,158	25,534
长期投资	697.15	865.26	943.26	1,021	1,099
固定投资	21,860	21,916	21,627	20,821	19,995
无形资产	2,408	2,483	2,523	2,560	2,596
其他非流动资产	1,806	802.78	1,841	1,755	1,844
<b>资产总计</b>	39,156	42,989	46,390	50,536	56,612
<b>流动负债</b>	6,122	6,909	6,830	6,889	8,089
短期借款	1,236	1,163	1,200	1,600	1,600
应付账款	1,931	1,686	2,258	2,704	2,918
其他流动负债	2,956	4,061	3,372	2,585	3,571
<b>非流动负债</b>	8,114	6,634	5,500	4,351	3,232
长期借款	6,822	5,327	4,320	3,172	2,053
其他非流动负债	1,293	1,307	1,179	1,179	1,179
<b>负债合计</b>	14,237	13,544	12,329	11,240	11,321
少数股东权益	115.05	120.55	154.39	191.32	232.05
股本	3,091	3,073	3,073	3,073	3,073
资本公积	3,613	3,133	3,133	3,133	3,133
留存公积	18,436	22,921	27,526	32,750	38,734
归属母公司股东权益	24,805	29,325	33,906	39,105	45,059
<b>负债和股东权益</b>	39,156	42,989	46,390	50,536	56,612

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	5,119	7,073	8,067	7,474	9,775
净利润	2,725	5,897	6,767	7,386	8,147
折旧摊销	1,712	2,233	1,416	1,561	1,610
财务费用	65.45	178.05	106.17	50.72	(107.18)
投资损失	(83.05)	(77.27)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营运资金变动	285.32	(1,489)	133.59	(1,350)	299.18
其他经营现金	414.50	331.45	(195.84)	(14.73)	(14.22)
<b>投资活动现金</b>	(3,878)	(3,774)	(2,050)	(605.51)	(806.23)
资本支出	(4,446)	(1,600)	(1,633)	(1,005)	(905.00)
长期投资	(237.51)	(152.17)	(78.00)	(78.00)	(78.00)
其他投资现金	805.34	(2,022)	(339.74)	477.49	176.77
<b>筹资活动现金</b>	(2,053)	(2,263)	(4,612)	(2,968)	(3,177)
短期借款	(610.69)	(73.18)	37.49	400.00	0.00
长期借款	1,548	(1,494)	(1,007)	(1,148)	(1,119)
普通股增加	0.00	(17.49)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.25	(480.83)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,991)	(197.13)	(3,643)	(2,219)	(2,058)
现金净增加额	(705.27)	1,075	1,404	3,901	5,791

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	15,117	21,610	23,876	26,355	28,882
营业成本	10,131	12,582	13,804	15,381	16,864
营业税金及附加	166.73	250.75	179.07	184.48	231.05
营业费用	158.32	190.30	191.00	210.84	231.05
管理费用	551.07	595.89	668.51	737.93	808.69
财务费用	65.45	178.05	106.17	50.72	(107.18)
资产减值损失	(230.60)	(81.96)	(167.13)	(184.48)	(202.17)
公允价值变动收益	29.93	(13.60)	15.00	20.00	20.00
投资净收益	83.05	77.27	160.00	160.00	160.00
<b>营业利润</b>	3,260	6,973	7,974	8,705	9,630
营业外收入	7.93	5.47	9.00	10.00	10.00
营业外支出	14.50	34.49	22.00	25.00	55.00
<b>利润总额</b>	3,254	6,944	7,961	8,690	9,585
所得税	528.13	1,047	1,194	1,303	1,438
<b>净利润</b>	2,725	5,897	6,767	7,386	8,147
少数股东损益	21.17	28.32	33.83	36.93	40.73
归属母公司净利润	2,704	5,869	6,733	7,350	8,106
EBITDA	5,152	9,333	9,412	10,223	11,001
EPS (人民币, 基本)	0.87	1.91	2.19	2.39	2.64

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(5.13)	42.95	10.49	10.38	9.59
营业利润	(24.41)	113.88	14.36	9.17	10.62
归属母公司净利润	(25.30)	117.01	14.73	9.16	10.29
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	32.98	41.78	42.18	41.64	41.61
净利率	18.03	27.29	28.34	28.03	28.21
ROE	10.94	20.03	19.87	18.80	17.99
ROIC	9.63	19.86	22.31	23.59	26.46
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	36.36	31.50	26.58	22.24	20.00
净负债比率 (%)	24.65	6.98	(5.00)	(16.21)	(29.35)
流动比率	2.02	2.45	2.85	3.54	3.84
速动比率	1.27	1.83	2.17	2.74	3.15
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.39	0.53	0.53	0.54	0.54
应收账款周转率	6.10	7.04	6.30	6.30	6.30
应付账款周转率	4.93	6.96	7.00	6.20	6.00
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.91	2.19	2.39	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.67	2.30	2.62	2.43	3.18
每股净资产(最新摊薄)	8.07	9.54	11.03	12.72	14.66
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	28.55	13.16	11.47	10.50	9.52
PB (倍)	3.11	2.63	2.28	1.97	1.71
EV EBITDA (倍)	16.17	8.51	8.04	6.95	5.83

## 正文目录

<b>上市二十余年稳健发展，“多箭齐发”迈入新成长周期</b> .....	<b>7</b>
蛋氨酸和香精香料成长潜力大，公司依托成本和规模优势将继续提升份额.....	7
合成生物和新材料助力开启成长新篇，且新兴业务有望助力估值重塑.....	7
股东回报良好，长期投资价值有望凸显.....	7
我们与市场观点不同之处.....	7
<b>营养品/香精香料为基，打造“生物+”和“化工+”平台</b> .....	<b>8</b>
蛋氨酸/维生素/香精香料等产能全球居前，品类和规模持续扩张.....	8
上市二十余年稳健发展，成长迈入新台阶.....	10
研发驱动成长，长期投资价值有望凸显.....	14
<b>营养品：蛋氨酸供需向好，维生素景气筑底</b> .....	<b>16</b>
蛋氨酸：需求稳步增长且竞争格局良好，公司全球份额持续提升.....	16
降本增效需求驱动养殖领域渗透率提升叠加豆粕减量替代，蛋氨酸需求前景广阔.....	16
蛋氨酸技术壁垒铸就高集中度，竞争格局优异支撑盈利中枢.....	19
全球蛋氨酸产能逐步向中国转移，公司依托成本和规模优势有望持续提升份额.....	21
维生素：周期弹性较大，格局良好和壁垒较高下底部利润仍可.....	24
<b>香精香料：国产化空间广阔，公司品类和规模快速扩张</b> .....	<b>27</b>
全球香精香料需求温和增长，产业链有望逐步转移国内企业充分受益.....	27
公司香精香料已具备全球竞争优势，品类和规模持续扩容迎接新一轮成长.....	29
<b>合成生物管线持续扩容，依托黑龙江基地打造生物制造平台</b> .....	<b>32</b>
生物制造引领化工发展新趋势，AI 技术驱动和国内制造优势助力产业变革.....	32
生物法氨基酸/维生素等持续布局，黑龙江生物制造基地雏形已现.....	35
<b>新材料：特种工程塑料持续发力，“化工+”平台助力国产化浪潮</b> .....	<b>39</b>
PPS：十年磨一剑跻身全球 PPS 领先企业，上下游一体化巩固竞争优势.....	40
高温尼龙：品类众多性能各异，公司依托产业链优势积极布局.....	41
异氰酸酯：依托光气化/氰氨化技术扩充产品线，ADI 系列产品前景向好.....	43
己二腈-尼龙 66：产业链国产化浪潮来袭，依托自主己二腈技术有望破局.....	44
<b>盈利预测和估值</b> .....	<b>47</b>
风险提示.....	50

## 图表目录

图表 1：新和成股权结构图和主要子公司情况（截至 25Q3 末）.....	8
图表 2：新和成主要业务板块和产品管线示意图（产能数据截至 2024 年末）.....	9
图表 3：新和成主要产品产能布局情况（截至 2024 年末）.....	10
图表 4：新和成营收增长情况（2004-9M25）.....	10
图表 5：新和成归母净利润增长情况（2004-9M25）.....	10
图表 6：新和成主要子公司营收贡献情况（2018-25H1）.....	11
图表 7：新和成主要子公司净利润贡献情况（2018-25H1）.....	11
图表 8：新和成营收和毛利结构变迁（2004-25H1）.....	11
图表 9：新和成股价复盘.....	12
图表 10：新和成国内外收入分布情况（2004-25H1）.....	12

图表 11: 新和成毛利率、净利率、ROE (加权) 和 ROIC 水平 .....	12
图表 12: 新和成与国内化工细分领域龙头企业人均创利水平 .....	13
图表 13: 新和成与国内化工细分领域龙头企业人均薪酬水平 .....	13
图表 14: 新和成与国内化工细分领域龙头企业毛利率水平 .....	13
图表 15: 新和成与国内化工细分领域龙头企业净利率水平 .....	13
图表 16: 新和成与国内化工细分领域龙头企业 ROE (加权) 水平 .....	13
图表 17: 新和成与国内化工细分领域龙头企业 ROIC 水平 .....	13
图表 18: 新和成资本开支和研发支出情况 .....	14
图表 19: 新和成技术人员占比不断提升 .....	14
图表 20: 新和成与国内化工细分领域龙头企业研发费用率水平 .....	14
图表 21: 新和成与国内化工细分领域龙头企业研发人员占比 .....	14
图表 22: 新和成分红率水平 (2004-2024) .....	14
图表 23: 新和成现金流情况 .....	14
图表 24: 新和成资产负债率情况 .....	15
图表 25: 新和成固定资产和在建工程情况 .....	15
图表 26: 新和成员工持股计划、股份增持和回购情况 .....	15
图表 27: 仔猪和生长育肥猪日粮氨基酸需求量 (%) .....	16
图表 28: 国内蛋氨酸下游应用结构 (2024) .....	16
图表 29: 饲料中添加蛋氨酸可节约养殖成本提高家禽行业利润率 .....	16
图表 30: 全球主要国家 (地区) 猪肉产量分布 .....	17
图表 31: 全球主要国家 (地区) 鸡肉产量分布 .....	17
图表 32: 中国制成的饲料添加剂出口地区分布 .....	17
图表 33: 中国制成的饲料添加剂出口国家分布 .....	17
图表 34: 我国饲料消费量及预测 .....	17
图表 35: 2018-2022 我国饲料消费结构 .....	17
图表 36: 我国能量饲料消费结构 .....	18
图表 37: 我国蛋白饲料消费结构 .....	18
图表 38: 国内大豆进口依赖度高 .....	18
图表 39: 国内转基因大豆进口来源国分布 (2024) .....	18
图表 40: 全球蛋氨酸需求及增速 .....	19
图表 41: 中国蛋氨酸需求量及增速 .....	19
图表 42: 蛋氨酸主流工艺海因法和氰醇法流程示意图 .....	19
图表 43: 大肠杆菌生物发酵法 L-蛋氨酸合成代谢路径示意图 .....	20
图表 44: 蛋氨酸单吨投资额较高 .....	20
图表 45: 全球蛋氨酸企业产能扩张情况 .....	21
图表 46: 全球蛋氨酸产能 CR3 和 CR5 较高 .....	21
图表 47: 全球蛋氨酸产能和需求情况及预测 .....	21
图表 48: 蛋氨酸价格价差走势 .....	21
图表 49: 中国蛋氨酸产能全球占比不断提升 .....	22
图表 50: 中国蛋氨酸进出口量变化 (2025 年截至 9 月末) .....	22
图表 51: 新和成蛋氨酸产能全球占比不断提升 .....	22
图表 52: 2021-25H1 年山东新和成氨基酸子公司盈利持续攀升 .....	22
图表 53: 新和成营养品板块毛利率与国内主要蛋氨酸企业相关业务板块毛利率水平 .....	23
图表 54: 全球维生素应用结构占比 .....	24
图表 55: 全球饲料产量及增速 .....	24

图表 56: 中国饲料产量及增速 .....	24
图表 57: 中国维生素产量占全球比重较高 .....	24
图表 58: 维生素 A 历史价格走势 .....	25
图表 59: 维生素 E 历史价格走势 .....	25
图表 60: 全球维生素 A 主要企业产能分布 (2024) .....	25
图表 61: 全球掌握柠檬醛中间体产能的企业较少 (截至 2024) .....	25
图表 62: 柠檬醛分子结构、主流合成工艺以及下游应用领域 .....	25
图表 63: 全球维生素 E 主要企业产能分布 .....	26
图表 64: 全球维生素 C 主要企业产能分布 .....	26
图表 65: 2020-2024 年山东新和成维生素子公司盈利情况 .....	26
图表 66: 新和成及国内部分维生素企业相关板块毛利率水平 .....	26
图表 67: 香精香料主要分类 .....	27
图表 68: 全球香精香料市场规模及预测 .....	27
图表 69: 中国香精香料市场规模及预测 .....	27
图表 70: 国内酒、饮料和精制茶制造业规上企业营业收入及增速 .....	28
图表 71: 国内烟草制品业规模以上工业企业营业收入及增速 .....	28
图表 72: 国内化妆品市场规模及预测 .....	28
图表 73: 国内香水市场规模及预测 .....	28
图表 74: 2013 年全球香精香料企业销售额 CR4 约 56% .....	28
图表 75: 2024 年全球香精香料企业销售额 CR4 约 59% .....	28
图表 76: 2024 年国内销售额前五香精香料企业占全球份额约 3% .....	29
图表 77: 中国香精香料行业企业累计注册数量 .....	29
图表 78: 部分海外香精香料龙头企业在华投资项目梳理 .....	29
图表 79: 新和成现有部分香精香料产品和产能情况 .....	29
图表 80: 新和成香精香料业务收入及增速 .....	30
图表 81: 新和成香精香料业务毛利和毛利率水平 .....	30
图表 82: 新和成香精香料毛利率与海外龙头企业综合毛利率水平 .....	30
图表 83: 新和成与国内香精香料部分上市企业毛利率水平 .....	30
图表 84: 新和成香精香料部分在建/规划项目和部分产品 (含中间体) 产能情况 .....	31
图表 85: 合成生物技术路径和优势简图 .....	32
图表 86: 世界主要经济体在合成生物制造领域的战略部署 .....	32
图表 87: 部分生物基化工品对 CO <sub>2</sub> 的减排效果 .....	33
图表 88: OECD 预计 2030 年全球 20% 化工品可由生物基产品替代 .....	33
图表 89: 生物发酵工艺路线示意图 .....	33
图表 90: 现代发酵放大工艺的流程示意图 .....	33
图表 91: 合成生物“设计-构建-测试-学习”示意图 .....	34
图表 92: 合成生物研究重大科技基础设施主要建设内容示意图 .....	34
图表 93: 合成生物相关产品及应用领域示意图 .....	34
图表 94: 合成生物生产化工品的成本下降和需求空间变化示意图 .....	35
图表 95: 缬氨酸价格走势和需求增长情况 .....	35
图表 96: 新和成部分合成生物相关产品对应专利情况 .....	35
图表 97: 部分氨基酸、维生素、农药及化工品的下游对于产品纯度要求存在差异 .....	36
图表 98: 几种主要的饲料氨基酸价格走势 .....	36
图表 99: 几种主要的饲料氨基酸全球市场规模对比 .....	36
图表 100: 全球 VDS 行业规模及预测 .....	37

图表 101: 全球 VDS 市场销售额分布 (2024)	37
图表 102: 全球辅酶 Q10 市场规模及预测 (GMIinsights 预测)	37
图表 103: 中国辅酶 Q10 出口量及增速情况	37
图表 104: 国内主要辅酶 Q10 企业及产能情况 (截至 2024 年末)	37
图表 105: 金达威辅酶 Q10 系列单价和毛利率水平	37
图表 106: 新和成黑龙江基地部分在建/规划项目情况	38
图表 107: 新和成黑龙江子公司 2023 年盈利情况	38
图表 108: 新和成新材料板块主要产品布局情况	39
图表 109: 新和成化工新材料产品包括多种工程塑料和高性能塑料	39
图表 110: 新和成其他业务 (含新材料) 收入及增速	39
图表 111: 新和成其他业务 (含新材料) 毛利和毛利率水平	39
图表 112: PPS 产业链示意图及国内下游应用结构 (2020 年)	40
图表 113: 全球 PPS 市场规模增长情况	40
图表 114: 中国 PPS 需求量和增长情况	40
图表 115: 全球 PPS 主要生产企业情况	41
图表 116: PPS 常年维持较高价格	41
图表 117: 新和成 PPS 业务发展历史梳理	41
图表 118: 部分高温尼龙材料性能特点	42
图表 119: 全球高温尼龙市场规模持续增长	42
图表 120: 全球高位尼龙产量及增速情况	42
图表 121: 中国高温尼龙市场规模及增速情况	43
图表 122: 全球代表性高温尼龙企业及产能 (2024)	43
图表 123: HA 系列部分产品产业链示意图	43
图表 124: 全球主要 HDI 企业及产能情况 (2024)	44
图表 125: 全球 HDI 需求量持续增长 (天天化工网预测)	44
图表 126: HDI 价格价差走势	44
图表 127: IPDI (IPDA 下游产品) 价格走势	44
图表 128: 己二腈-尼龙 66 产业链示意图	44
图表 129: 国内尼龙 66 供需情况	45
图表 130: 尼龙 66 价格价差走势	45
图表 131: 全球己二腈主要产能分布 (2024)	45
图表 132: 国内未列名腈基化合物进口情况	45
图表 133: 国内己二腈现有和部分新增产能规划情况 (2024)	46
图表 134: 国内尼龙 66 现有和部分新增产能规划情况 (2024)	46
图表 135: 公司营养品和新材料板块部分产品销量和单价假设	47
图表 136: 公司分业务盈利预测情况	48
图表 137: 新和成 PE-PB Band	49
图表 138: 新和成与香精香料、营养品、生物材料和化工新材料部分代表企业估值水平对比	49
图表 139: 可比公司估值表	50
图表 140: 新和成 PE-Bands	50
图表 141: 新和成 PB-Bands	50

## 上市二十余年稳健发展，“多箭齐发”迈入新成长周期

新和成以维生素业务崭露头角，目前业务版图已扩展至蛋氨酸、香精香料、新材料和生物制造领域。2024 年公司实现营收/归母净利润 216/58.7 亿元，均创历史新高，且近 20 年 CAGR 达 16%/24%。我们认为未来多业务齐头并进，有望步入新一轮高质量成长：**(1) 蛋氨酸**：受益于养殖渗透率提升且竞争格局优异，公司依托成本优势和新产能持续放量助力全球份额增长；**(2) 香精香料**：下游消费型需求稳步增长且中国企业渗透率提升，公司品类和规模快速扩张有望持续兑现；**(3) 新材料**：作为 PPS 等特种工程塑料破局者，未来依托产能扩张和己二腈-尼龙 66 等新品布局将继续助力国产化浪潮；**(4) 生物制造**：黑龙江基地生物法氨基酸/维生素等管线不断丰富，未来延伸至生物基香料、医药/化工中间体等领域有望进入蓝海市场；**(5) 维生素方面**，主要产品价格已逐步回归周期底部，公司具备成本和规模优势底部盈利较为夯实，静待价格修复。

### 蛋氨酸和香精香料成长潜力大，公司依托成本和规模优势将继续提升份额

**蛋氨酸方面**，受益于养殖企业降本增效和豆粕替代等需求，据博亚和讯，19-24 年全球蛋氨酸需求量 CAGR 约 5%。供给端由于技术壁垒较高，全球产能长期保持较高集中度，卖方话语权较强下有望保持较好盈利水平。新和成作为国内少数掌握固体蛋氨酸自主技术的企业，近年来产能规模持续扩张且成本优势较强，未来有望持续提升全球份额，远期而言，海外企业因成本竞争力不足等原因，全球供给有望持续转移国内，公司将充分受益。

**香精香料方面**，下游洗涤/日化/餐饮等需求相对刚性且保持温和增长，但全球份额长期被海外四家巨头企业主导，伴随技术和产品品质提升，未来国内企业份额提升空间广阔。据 QY Research，2024 年新和成全球销售额占比约 1.55%，系国内唯一上榜前十的企业，部分品类份额已占据全球前列。从公司项目规划来看，目前在建/规划新品类达数十种，且公司依托产业链一体化等优势毛利率水平领先于大部分同行企业，未来有望保持快速成长，我们预计 25-27 年公司香精香料营收增速有望保持 15% 左右较高水平(近五年 CAGR 约 17%)。

### 合成生物和新材料助力开启成长新篇，且新兴业务有望助力估值重塑

**合成生物方面**，近年来基因编辑技术提升、AI 技术进步、政策支持和中国企业制造业优势加持等背景下，合成生物产业步入较快发展周期，公司布局生物法氨基酸、维生素等产品较早，目前发酵法辅酶 Q10、L-色氨酸、L-丝氨酸、亮氨酸、VB2、VB12 等诸多产品已投产或在建，未来将延伸至香精香料等领域，助力公司开启合成生物蓝海市场。

**新材料方面**，公司目前较多专注于特种工程塑料领域，PPS、PPA 等由于技术壁垒较高，国产化率低，公司依托维生素、蛋氨酸等业务积累的硫化、氢氟化、光气化等技术，助力 PPS、PPA、HA 系列等产品顺利投产，未来产能规模将持续扩张，同时公司自主突破己二腈技术，未来己二腈-尼龙 66 产能释放有望贡献可观的盈利增量，并助力国产化浪潮。

### 股东回报良好，长期投资价值有望凸显

得益于蛋氨酸/香精香料等良好的盈利水平和一体化/规模化优势，公司盈利能力和现金流持续改善，17-24 年平均分红率(累计分红/累计归母净利润)约 44%，且多次实施员工持股/增持/回购等，未来伴随蛋氨酸/香精香料成长和生物制造/新材料发力，盈利提升下股东回报有望保持较好水平。同时由于市场过度关注维生素业务周期波动的影响，目前公司估值水平处于近五年较低位置，伴随蛋氨酸/香精香料增长和新兴业务发力，估值水平亦有望修复。

### 我们与市场观点不同之处

1、我们认为市场过度关注维生素的周期波动而导致公司估值水平偏低，近年蛋氨酸/香精香料等业务持续成长，维生素盈利占比已逐步下降，且公司蛋氨酸/香精香料盈利能力较行业企业具备竞争优势，但估值水平却存在一定折价，未来有望重估。

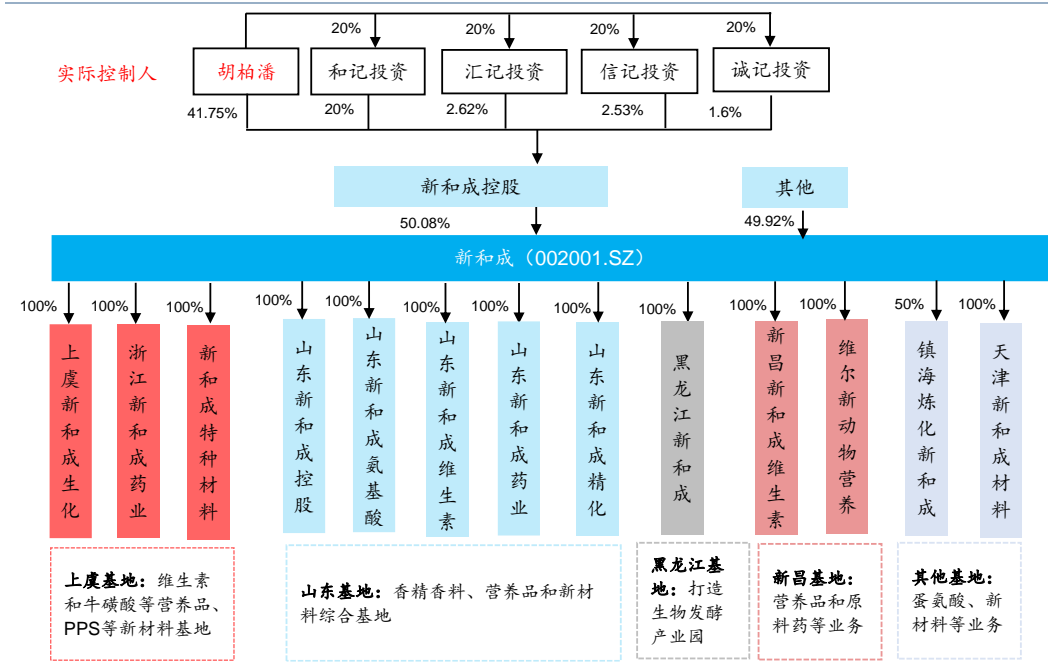
2、我们认为市场对公司生物制造和新材料业务的成长潜力和长期投资价值亦有所忽视。未来伴随高附加值的小品种氨基酸、高端氨基酸和维生素等合成生物新品放量和贡献业绩，叠加新材料业务盈利规模扩大，技术壁垒较高业务占比进一步提升下，公司估值水平亦有望得到进一步重塑。

## 营养品/香精香料为基，打造“生物+”和“化工+”平台

### 蛋氨酸/维生素/香精香料等产能全球居前，品类和规模持续扩张

浙江新和成股份有限公司（简称“新和成”、“公司”）成立于1999年，2004年在深交所上市。经过二十余年发展，公司成长为全球营养品和香精香料行业领先企业，拥有上虞、山东、新昌和黑龙江四大生产基地，主营业务包括营养品（蛋氨酸/维生素系列等）、香精香料（柠檬醛及下游/芳樟醇/叶醇系列等）、新材料（PPS/HA系列等）和原料药（卡龙酸酐/氮杂双环等）四大板块，其中蛋氨酸、VA/VE/VC、柠檬醛/叶醇/芳樟醇、PPS等多项产品产能规模居全球前列，且蛋氨酸、香精香料、PPS等产能将持续扩张，未来全球份额有望持续提升。同时公司依托黑龙江基地打造生物制造平台，围绕上虞/山东/天津等基地不断丰富化工新材料产品管线，逐步成长为“化工+”和“生物+”平台型企业。

图表1：新和成股权结构图和主要子公司情况（截至25Q3末）



注：主要子公司持股比例含间接控股  
资料来源：公司年报，华泰研究

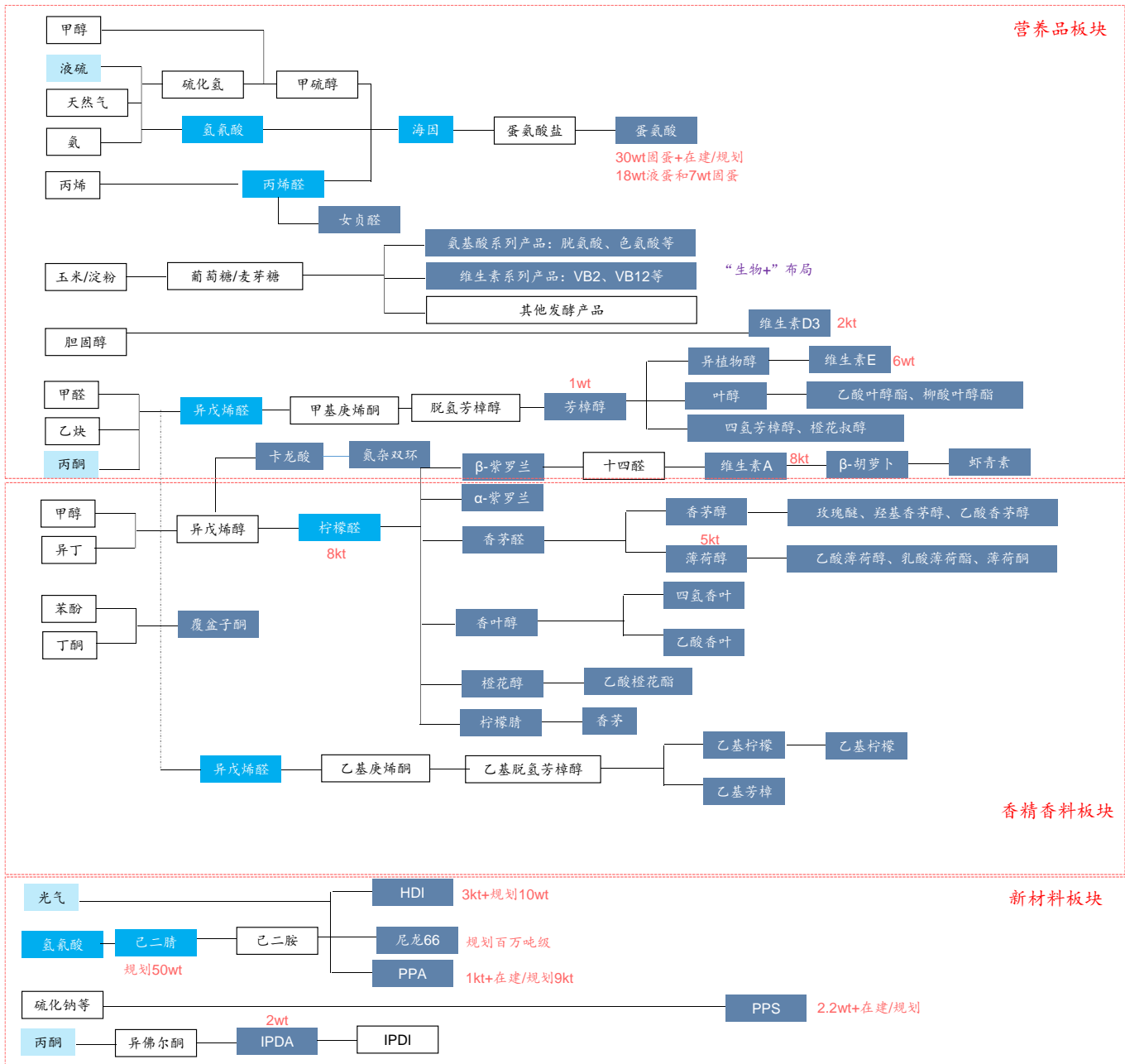
**(1) 营养品：**截至2024年末，公司固体蛋氨酸/维生素A/维生素E/维生素C年产能分别30/0.8/6/4.5万吨，居全球第4/第2/第1/第3，同时新建18万吨/年液体蛋氨酸项目（公司权益占比50%）规划25H2投产，未来伴随山东基地技改新增7万吨/年固体蛋氨酸产能投产，公司蛋氨酸产能将跃居全球第3。同时，公司黑龙江基地致力于生物营养品、保健品、食品（饲料）添加剂等产品的生产与销售，目前已实现辅酶Q10、VC系列、核黄素（VB2）、钴胺素（VB12）、L-丝氨酸、D-泛酸钙、L-胱氨酸、色氨酸等产品布局，并规划亮氨酸、L-酪氨酸等产线，未来有望延伸至生物基化学品和生物基香精香料等领域。

**(2) 香精香料：**截至2024年末，公司拥有数十种香精香料（含中间体）产能，其中柠檬醛系列产品、芳樟醇系列产品、叶醇系列产品等产能规模居全球前列。同时，公司香精香料业务在建项目包括年产17000吨合成香料、8209吨3-甲基-3-丁烯-1-醇、5650吨异戊烯醛项目；3.01万吨合成香料及中间体扩产技改项目；年产4000吨合成香料项目等，将新增数十种香精香料系列产品和中间体产能。

**(3) 新材料：**截至2024年末，公司拥有PPS/PPA/IPDA/ADI/HDI年产能2.2/0.1/2/0.4/0.3万吨，其中PPS产能全球第2，未来PPS、PPA、ADI、HDI等产能将继续扩张。同时，伴随己二腈自主技术突破，公司天津基地规划打造己二腈-尼龙66产业链集群，投资100亿元建设50万吨/年己二腈/己二胺及下游配套尼龙66产能。

**(4) 原料药：**截至2024年末，公司原料药包括500吨/年卡龙酸酐、120吨/年β-胸苷、500吨/年氮杂双环等，未来依托黑龙江基地将延伸至生物基原料药等领域。

图表2：新和成主要业务板块和产品管线示意图（产能数据截至 2024 年末）



资料来源: Wind, 公司年报, 华泰研究

图表3: 新和成主要产品产能布局情况 (截至 2024 年末)

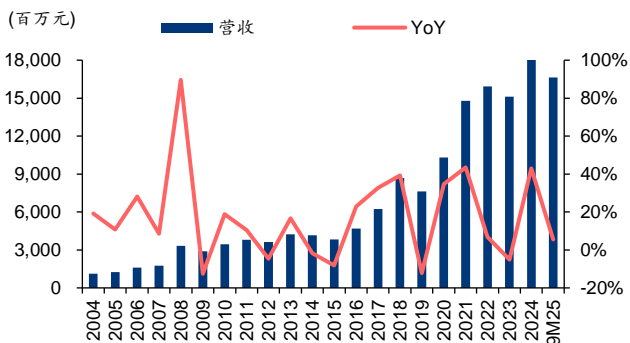
业务板块	主要产品	现有和在建/规划产能 (万吨/年)	下游应用领域	备注
营养品	蛋氨酸	30 万吨 (固蛋) + 在建 18 万吨液蛋 + 在建 7 万吨固蛋	养殖、医药	与中石化合资的 18 万吨液蛋预计 2025 试生产; 7 万吨固蛋为技改扩产, 预计 2027 年完成。目前产能全球第 4, 2027 年有望提升至全球第 3
	维生素系列	6 万吨 VE (50%粉)、0.8 万吨 VA、4.5 万吨 VC、0.2 万吨 VD3、0.25 万吨 VB5、0.6 万吨 VB6、0.3 万吨 VB12 等	养殖、医药、食品等添加剂	VA 和 VE 产能均全球前二
	黑龙江基地	VC、辅酶 Q10、维生素 B 族、丝氨酸、胱氨酸、色氨酸等	养殖、医药、食品等添加剂	致力于打造成为公司“生物+”基地
	其他	3 万吨牛磺酸、0.05 万吨虾青素、12 万吨山梨醇、0.05 万吨辅酶 Q10、0.012 万吨生物素等	养殖、医药、食品等添加剂	-
	新材料	PPS	2.2 万吨 + 在建 0.8 万吨	电子电气、汽车、航天、工业等
	PPA	0.1 万吨中试 + 在建 0.9 万吨		共规划 1 万吨产能
	HA 系列	2.7 万吨甲酮、2 万吨 IPDA、0.4 万吨 ADI、0.3 万吨 HDI		IPDA 和 ADI 已满产满销, HDI 存 10 万吨新产能规划
	尼龙新材料	规划天津基地 50 万吨己二腈/己二胺		规划投资 100 亿元, 分 2 期, 一期 10 万吨己二腈/己二胺; 二期 70 亿元, 40 万吨己二腈/己二胺和 40 万吨尼龙新材料
香精香料	芳樟醇	1 万吨芳樟醇、0.5 万吨薄荷醇、0.8 万吨柠檬醛、0.09 万吨香叶醇、0.16 万吨女贞醛、0.06 万吨覆盆子酮等	覆盖日化、食品和医药等各大领域	公司布局超过 30 种品类, 芳樟醇等产品市场份额全球前列
原料药	卡龙酸酐	0.05 万吨卡龙酸酐、0.012 万吨 β-胸苷、0.05 万吨氮杂双环等	药物中间体	-

资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 上市二十余年稳健发展, 成长迈入新台阶

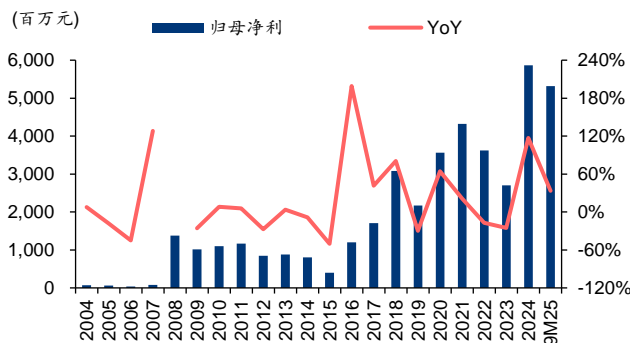
公司专注于精细化工, 坚持创新驱动发展和在市场竞争中成长的理念, 以“化工+”和“生物+”两大核心技术平台不断发展各类功能性化学品, 产品管线由早期相对单一的维生素业务延伸至香精香料、蛋氨酸、化工新材料、生物材料等领域。伴随品类和规模持续扩张, 公司经营规模不断提升, 受益于蛋氨酸、香精香料、新材料持续放量及维生素产品较为景气等因素, 2024 年公司实现营收/归母净利润 216/58.7 亿元, 同比增长 43%/117%, 且二十年 (2005-2024 年) CAGR 达 16%/24%, 且 9M25 延续增长态势, 实现营收/归母净利润 166/53 亿元, 同比增长 6%/33%, 主要系营养品板块主产品销售情况较好。

图表4: 新和成营收增长情况 (2004-9M25)



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

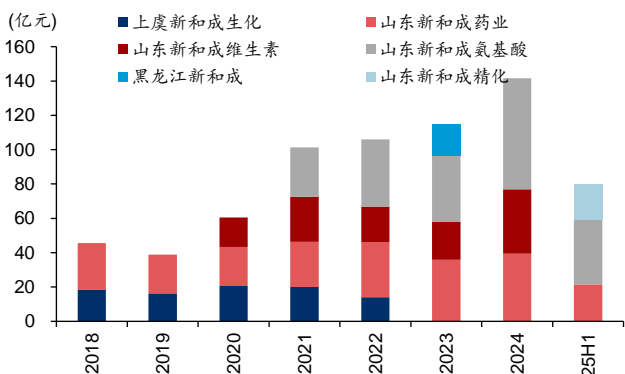
图表5: 新和成归母净利润增长情况 (2004-9M25)



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

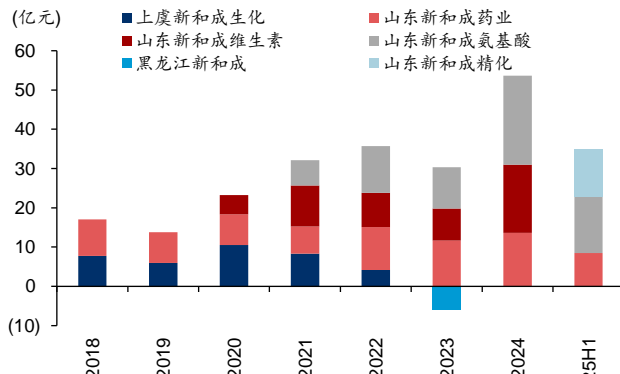
从子公司盈利贡献来看，2024 年山东新和成氨基酸/山东新和成药业/山东新和成维生素营收分别约 65/39/37 亿元，与公司总营收比值分别约 30%/18%/17%，净利润分别 22.7/13.6/17.4 亿元，与公司归母净利润比值分别约 39%/23%/30%，近年来子公司山东新和成氨基酸（主营蛋氨酸等产品）营收和净利润贡献显著提升，主要得益于蛋氨酸产能和产销规模增长及毛利率提升；子公司山东新和成药业（主营香精香料等）净利润稳步增长，主要得益于香精香料品类和规模扩张及毛利率提升；子公司山东新和成维生素盈利贡献相对稳健，其中 2024 年受益于维生素景气，利润贡献有所增长。

图表6：新和成主要子公司营收贡献情况（2018-25H1）



注：公司仅披露各年对公司净利润影响达 10% 以上参股公司的经营数据  
资料来源：公司公告，华泰研究

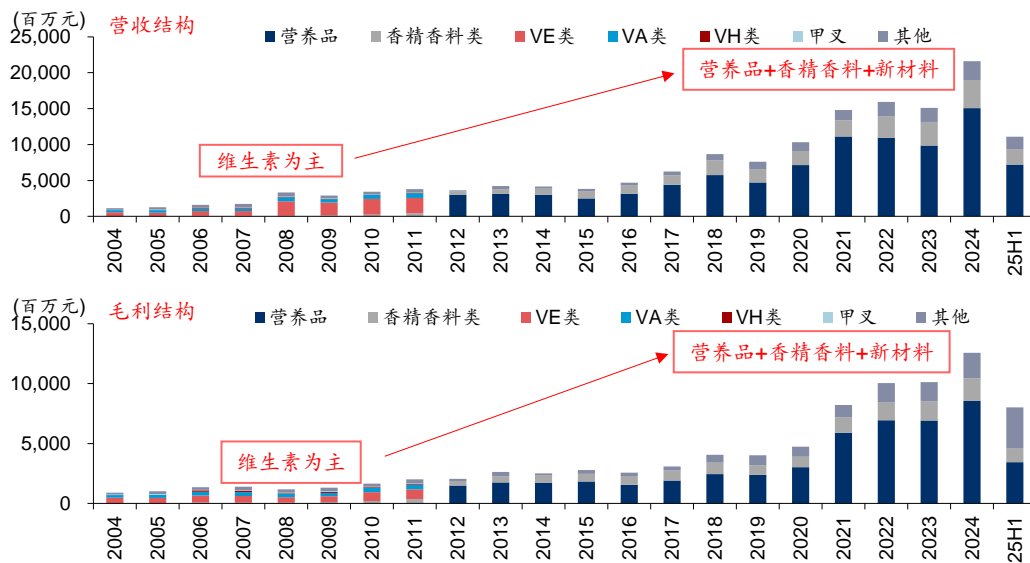
图表7：新和成主要子公司净利润贡献情况（2018-25H1）



注：公司仅披露各年对公司净利润影响达 10% 以上参股公司的经营数据  
资料来源：公司公告，华泰研究

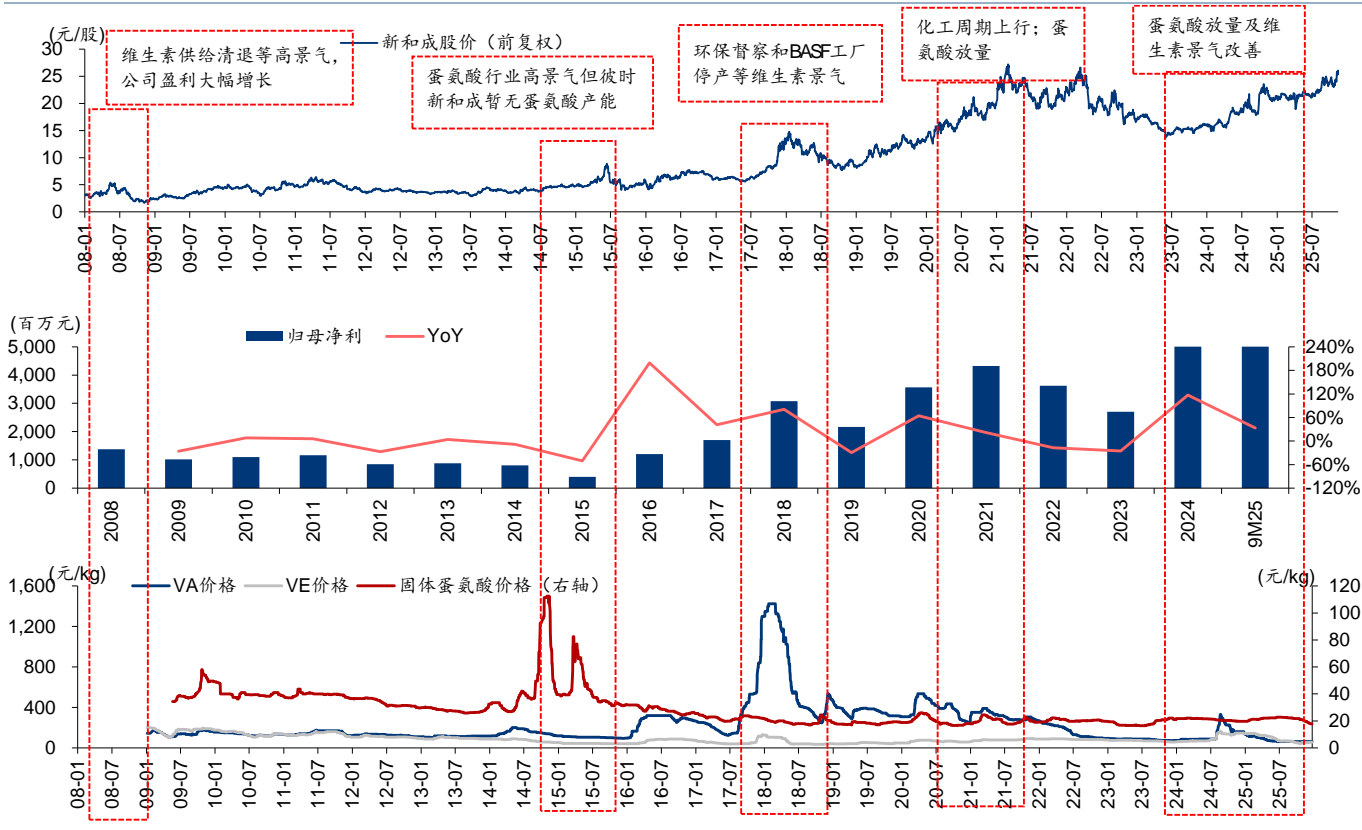
2017 年之前（尤其 2000s）维生素系列产品为公司主要盈利来源，因而盈利和股价走势受维生素行业景气波动影响较大，但伴随 2017 年以来蛋氨酸产能投产以及产能持续扩张，叠加一体化布局逐步完善，香精香料品类/规模扩张和毛利率改善和新材料放量等，公司多元化布局优势凸显，盈利稳健性受单一维生素品类的周期性波动影响显著降低，未来伴随公司依托“生物+”和“化工+”平台持续扩充产品管线和产能规模，蛋氨酸、香精香料、生物基材料和化工新材料盈利有望持续增长，公司有望迈入新成长周期。

图表8：新和成营收和毛利结构变迁（2004-25H1）



资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

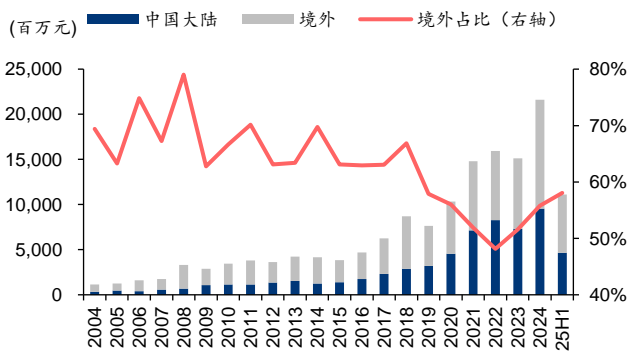
图表9：新和成股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

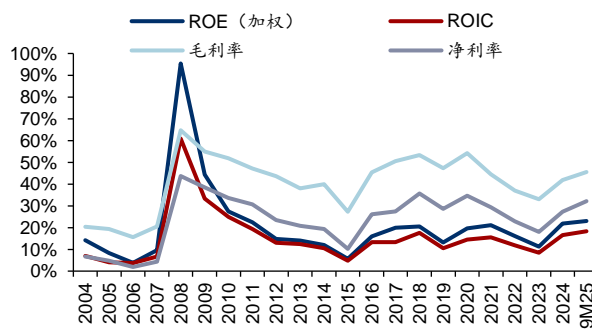
由于国内维生素出口为主，2017年之前公司境外占比较高，近年来伴随蛋氨酸等产品放量，公司境外收入占比有所下降，但整体仍维持45%以上水平。得益于香精香料、蛋氨酸和维生素等精细化学品较高的附加值和公司一体化/规模化优势等因素，公司毛利率、净利率和ROE等指标表现较为优异，2024年公司毛利率/净利率/ROE（加权）/ROIC分别为41.8%/27.3%/21.8%/16.5%，2017-2024年均值分别为45.1%/28.0%/17.9%/13.6%。相较于国内化工细分领域代表性龙头企业，公司毛利率和净利率等指标亦具备较强的竞争力。

图表10：新和成国内外收入分布情况（2004-25H1）



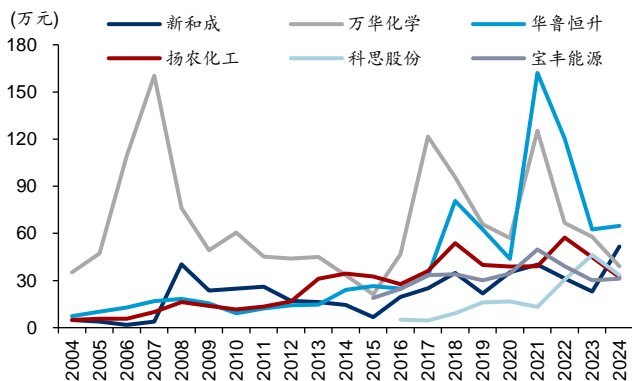
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表11：新和成毛利率、净利率、ROE（加权）和ROIC水平



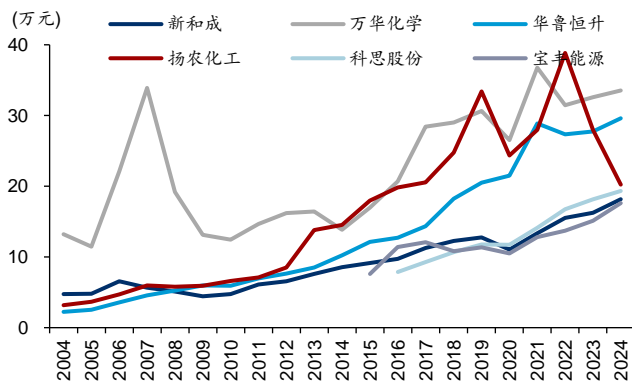
注：9M25的ROE（加权）和ROIC为年化数据  
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表12: 新和成与国内化工细分领域龙头企业人均创利水平



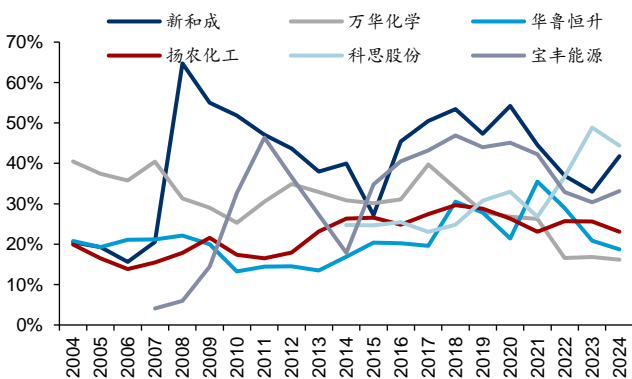
注: 万华化学为国内聚氨酯行业龙头企业; 华鲁恒升、宝丰能源为国内煤化工领域龙头企业; 扬农化工为国内农药领域龙头企业, 科思股份为国内美护原料龙头企业。(下同)  
资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表13: 新和成与国内化工细分领域龙头企业人均薪酬水平



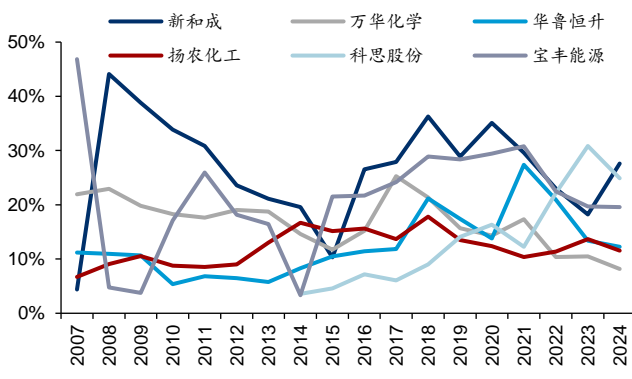
资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表14: 新和成与国内化工细分领域龙头企业毛利率水平



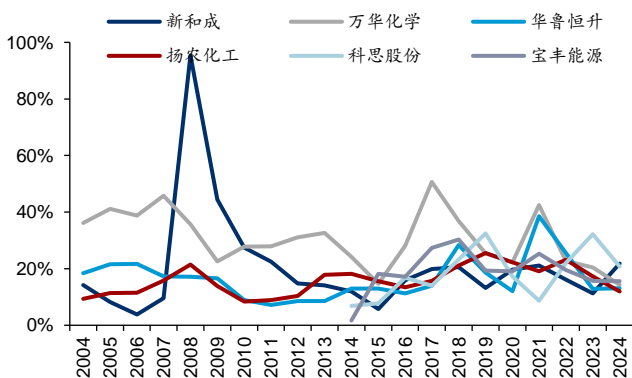
资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表15: 新和成与国内化工细分领域龙头企业净利率水平



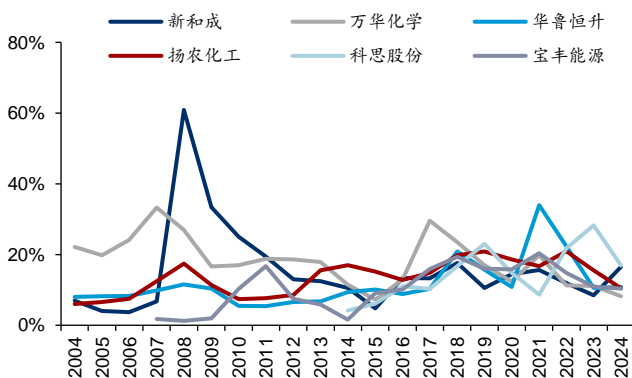
资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表16: 新和成与国内化工细分领域龙头企业ROE(加权)水平



资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表17: 新和成与国内化工细分领域龙头企业ROIC水平

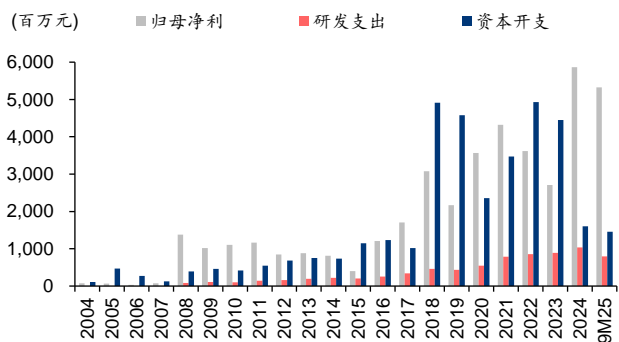


资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

### 研发驱动成长，长期投资价值有望凸显

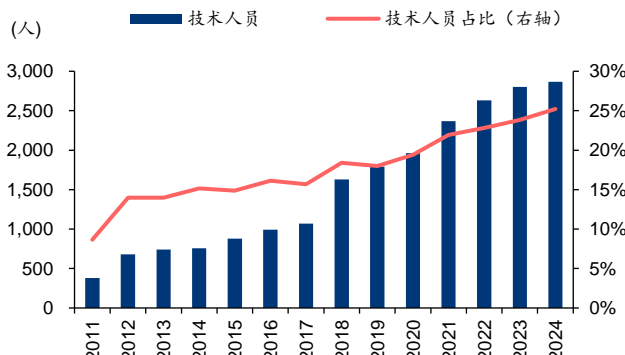
公司坚持以创新驱动发展，2018年以来公司研发费用率保持4.5%-6%的较高水平，技术人员占比和硕士及以上学历员工占比持续提升，相较于国内化工细分领域代表性龙头企业，公司技术人员占比和硕士及以上学历员工占比等指标亦处于第一梯队。

图表18: 新和成资本开支和研发支出情况



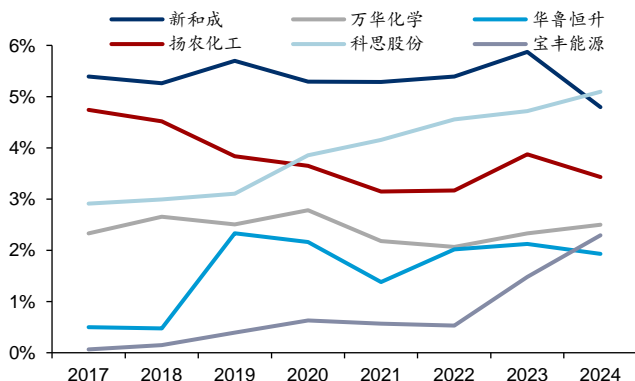
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表19: 新和成技术人员占比不断提升



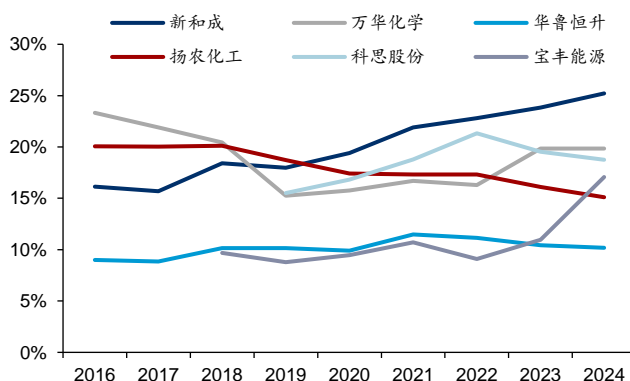
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表20: 新和成与国内化工细分领域龙头企业研发费用率水平



资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

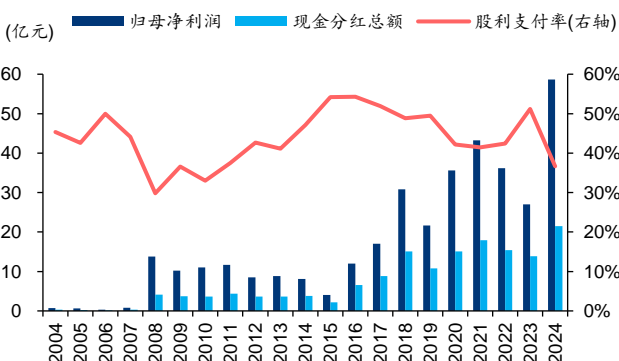
图表21: 新和成与国内化工细分领域龙头企业研发人员占比



资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

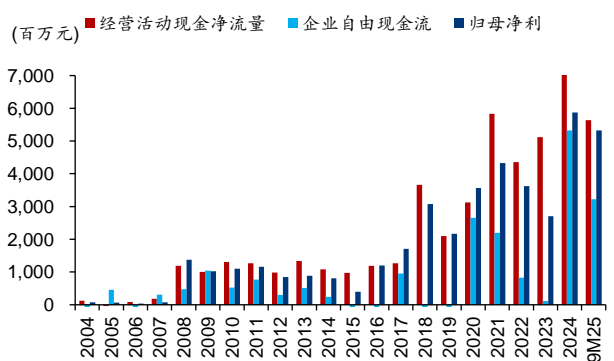
公司同时注重股东回报，近年来保持较高分红率水平，2017-2024年平均分红率（累计分红金额/累计归母净利润）约44%，2024年公司分红率约37%，对应期末股息率约3.19%。近年来伴随公司盈利规模攀升，现金流水平持续改善，负债率亦保持较低水平。

图表22: 新和成分红率水平 (2004-2024)



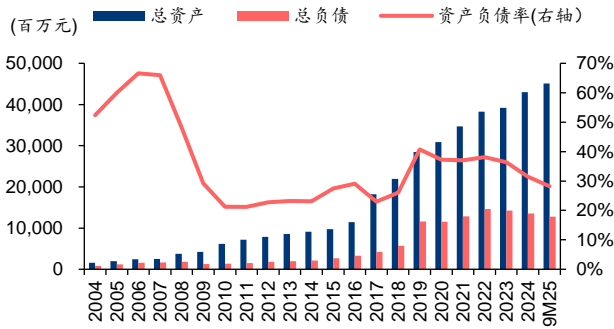
注: 2022-2024年分红金额按照期末市值对应股息率2.67%/2.65%/3.19%  
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表23: 新和成现金流情况



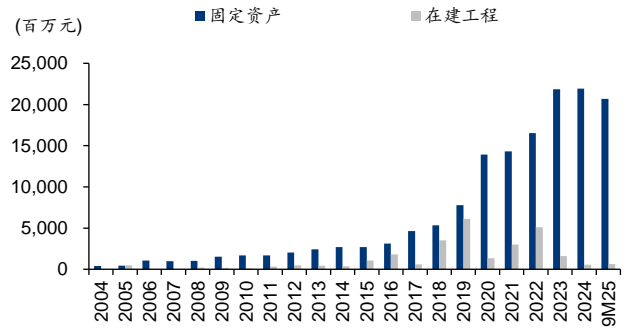
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表24: 新和成资产负债率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表25: 新和成固定资产和在建工程情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

此外, 公司近年多次实施员工持股计划、股份增持和回购等举措, 充分彰显管理层对公司长期发展的信心。未来伴随蛋氨酸、香精香料、生物基材料和化工新材料等业务持续贡献增量, 公司盈利规模、现金流和股东回报率有望持续提升, 长期投资价值持续凸显。

图表26: 新和成员工持股计划、股份增持和回购情况

项目	时间	简介
员工持股计划	2015年(第一期)	以二级市场购买的方式购买 2023 万股, 均价为 14.59 元/股, 2018 年 5 月出售完毕
	2019年(第二期)	累计购买 1186.5 万股, 占公司当时总股本的比例为 0.55%, 成交金额为 2.02 亿元, 成交均价约为 16.98 元/股, 2020 年月出售完毕
	2021年(第三期)	通过二级市场竞价交易方式购买公司股票共计 844 万股, 占公司当时总股本的 0.39%, 成交金额为 3.04 亿元, 成交均价约为 35.97 元/股, 存续期 2023 年 11 月 10 日届满
	2023年(第四期)	通过二级市场竞价交易购买公司股票 2952.8 万股, 占公司总股本的 0.9553%, 成交总金额 4.79 亿元(不含交易费用), 成交均价约为 16.24 元/股, 2025 年 6 月出售完毕
	2025(第五期)	参加人员总人数不超过 605 人, 其中, 董事(不包含独立董事)及高级管理人员 8 人, 资金来源为公司员工的合法薪酬、自筹资金和法律、行政法规允许的其他方式, 出资额不超过 26,115 万元, 并由控股股东以其自有资金按 1:1 的配资倍数提供不超过 26,115 万元的借款。股票来源为公司回购专用证券账户回购的公司股票和/或通过二级市场购买(包括但不限于大宗交易、集中竞价交易)等法律法规许可的方式获得的公司股票
股份增持	2012年	实际控制人计划在公告日后 12 个月内增持不超过公司总股本 1% 的股份, 不少于公司总股本 0.2% 的股份。最终胡柏藩、胡柏刚通过二级市场购入公司股票合计 454 万股, 约占总股本的 0.63%
	2017年	胡柏藩受让新和成集团其他部分股东转让的股权, 间接增持后, 胡柏藩先生直接或间接控制的新和成集团股权比例增加了 14.74% 至 68.50%。胡柏藩及其一致行动人胡柏刚直接所持上市公司的股份亦未发生变动
	2022年	控股股东拟增持股份的金额不低于人民币 3 亿元, 不超过人民币 6 亿元。新和成控股公司通过集中竞价方式累计增持公司股份 1907.8 万股, 占公司总股本的 0.62%, 累计增持金额 3.88 亿元(不含交易费用)
	2023年	控股股东拟增持股份的金额不低于人民币 2 亿元, 不超过人民币 3 亿元。最终累计增持公司股份 1787 万股, 占公司总股本 0.58%, 累计增持人民币 3 亿元(不含交易费用)
股份回购	2025年	公司董事、董事会秘书、副总裁、财务总监石观群先生通过二级市场竞价交易方式增持公司股份 20 万股, 占公司总股本的 0.0065%
	2021年	集中竞价累计回购公司股票 1748.6 万股, 占公司总股本的 0.5657%, 累计交易金额为 5 亿元(不含交易费用)。用于注销并减少注册资本
	2025年	拟回购金额区间为 3-6 亿元, 回购价格不超过人民币 32 元/股。截至 2025 年 6 月 30 日, 集中竞价交易方式回购 1430 万股, 占公司总股本的 0.4653%, 成交总金额为 3 亿元

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

## 营养品：蛋氨酸供需向好，维生素景气筑底

### 蛋氨酸：需求稳步增长且竞争格局良好，公司全球份额持续提升

降本增效需求驱动养殖领域渗透率提升叠加豆粕减量替代，蛋氨酸需求前景广阔

氨基酸在饲料中添加能更好地发挥饲料功效，可提升养殖效率，同时具备节约蛋白资源、提升氮利用效率和环保等功能，目前全球用量较大的品类主要包括赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸和缬氨酸等品种。更为关键的是，部分氨基酸是动物生长过程中的必需氨基酸，但不能由动物体自身合成（也称为限制性氨基酸），必须依靠饲料添加的方式提供动物生长所需的营养，例如仔猪生长过程的第 1-5 类限制性氨基酸分别为赖氨酸、蛋氨酸、苏氨酸、色氨酸、缬氨酸，蛋鸡生长过程的第 1-4 类限制性氨基酸为蛋氨酸、赖氨酸、色氨酸、苏氨酸。

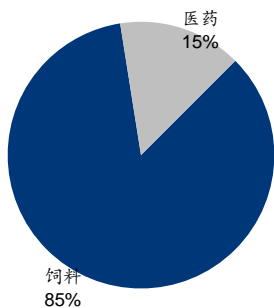
图表27：仔猪和生长育肥猪日粮氨基酸需求量（%）

项目	仔猪和生长育肥猪体重 (kg)						
	5-7	7-11	11-25	25-50	50-75	75-100	100-135
赖氨酸	1.50	1.35	1.23	0.98	0.85	0.73	0.61
蛋氨酸	0.43	0.39	0.36	0.28	0.24	0.21	0.18
苏氨酸	0.88	0.79	0.73	0.59	0.52	0.46	0.40
色氨酸	0.25	0.22	0.20	0.17	0.15	0.13	0.11
精氨酸	0.68	0.61	0.56	0.45	0.39	0.33	0.28
组氨酸	0.52	0.46	0.42	0.34	0.29	0.25	0.21
异亮氨酸	0.77	0.69	0.63	0.51	0.45	0.39	0.33
亮氨酸	1.50	1.35	1.23	0.99	0.85	0.73	0.61
苯丙氨酸	0.88	0.79	0.72	0.59	0.51	0.44	0.37
缬氨酸	0.95	0.86	0.78	0.64	0.55	0.48	0.41

注：数据主要根据回肠标准可消化氨基酸需要量和玉米-豆粕日粮中氨基酸含量计算得出(猪营养需要 2012 版本)  
资料来源：《改革开放 40 年以来猪氨基酸营养研究进展》(《中国科学》杂志社, 尹杰等, 2019 年), 华泰研究

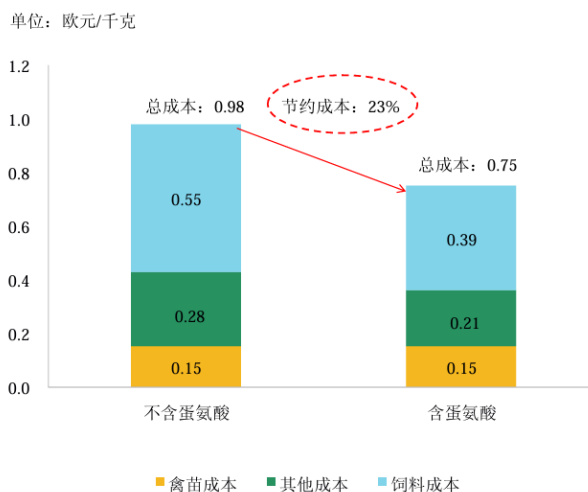
蛋氨酸作为仔猪、蛋鸡等动物体生长的必需/限制性氨基酸之一，下游主要应用于饲料添加剂和医药等领域，其中饲料领域占比约 85%。蛋氨酸的使用对于养殖企业提升养殖效率和降低生产成本等影响显著。据《蓝星新材：重大资产置换及发行股份并支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》（2015 年 7 月），在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元，占总生产成本约 23%，能有效提高家禽生产行业利润率。

图表28：国内蛋氨酸下游应用结构（2024）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表29：饲料中添加蛋氨酸可节约养殖成本提高家禽行业利润率

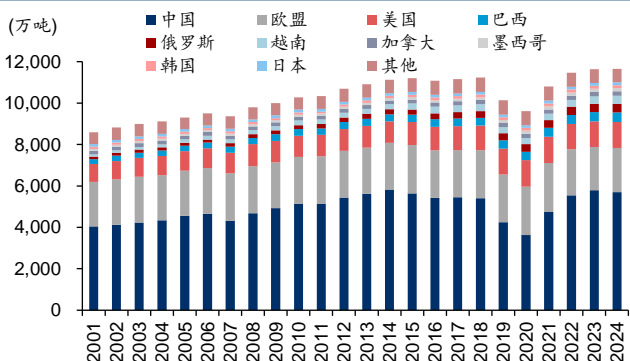


注：据《蓝星新材：重大资产置换及发行股份并支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元，占总生产成本约 23%

资料来源：《蓝星新材：重大资产置换及发行股份并支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》（2015 年 7 月），华泰研究

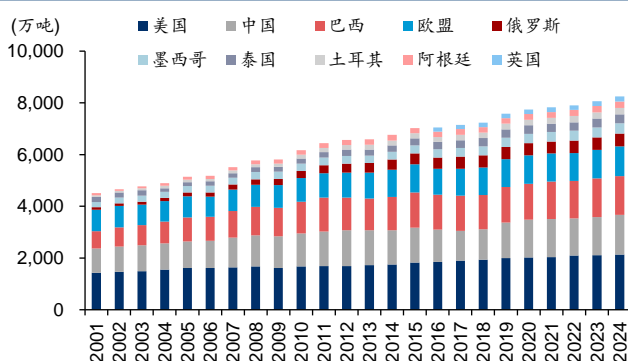
全球而言，蛋氨酸有望持续受益于全球猪肉产量的温和增长，以及鸡肉和鱼肉等产量的稳步提升，而中国蛋氨酸受益于国内养殖领域渗透率提升，以及通过直接出口或伴随下游养殖企业/饲料预混料企业出口等带动，亦持续贡献增量需求。

图表30: 全球主要国家(地区)猪肉产量分布



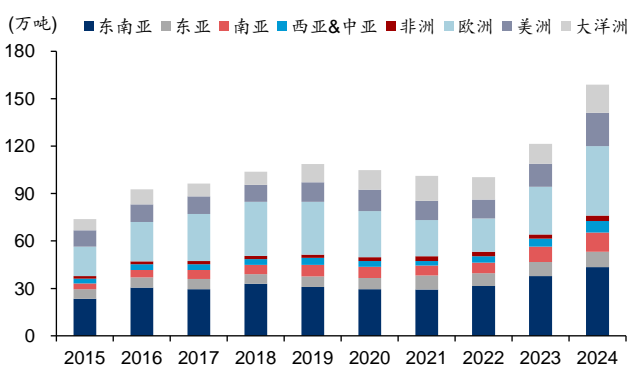
资料来源: Wind, 美国农业部, 华泰研究

图表31: 全球主要国家(地区)鸡肉产量分布



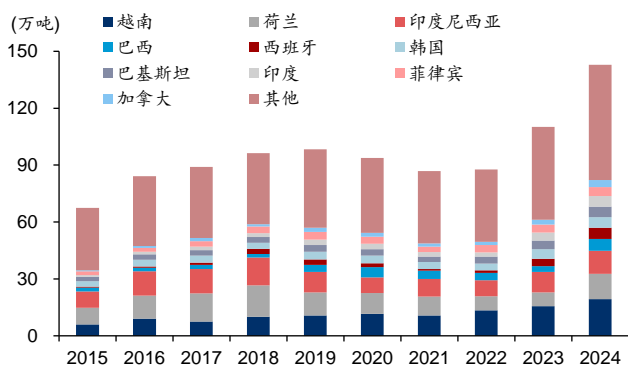
资料来源: Wind, 美国农业部, 华泰研究

图表32: 中国制成的饲料添加剂出口地区分布



资料来源: 海关总署, 华泰研究

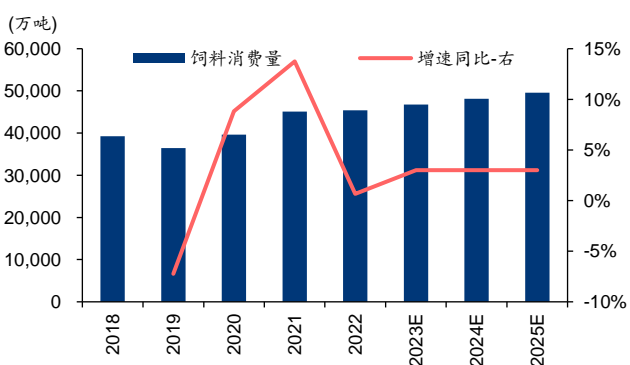
图表33: 中国制成的饲料添加剂出口国家分布



资料来源: 海关总署, 华泰研究

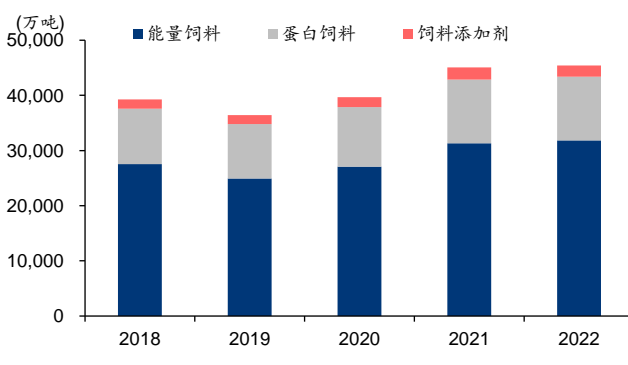
同时，据博亚和讯，2022年国内养殖业饲料消费量约4.54亿吨，19-22年CAGR约4%，受益于人均肉禽蛋消费量提升等因素，预计至25年将提升至4.96亿吨（博亚和讯），23-25年CAGR约3%。消费结构方面，18-22年能量/蛋白饲料消费平均占比约69%/25%，且较为稳定，其中2022年分别为3.2/1.2亿吨，占比70%/26%。我国能量饲料以玉米、小麦为主，2021年国内玉米类能量饲料消费量1.7亿吨，约占能量饲料消费量的55%，而蛋白饲料则以豆粕为主，2021年豆粕类蛋白饲料消费量约6900万吨，占蛋白饲料的比重达60%。

图表34: 我国饲料消费量及预测



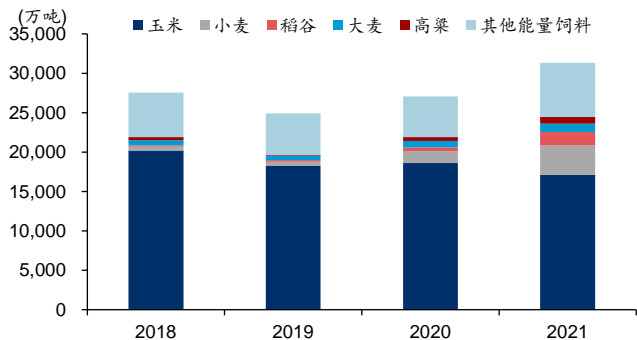
资料来源: 博亚和讯, 华泰研究

图表35: 2018-2022 我国饲料消费结构



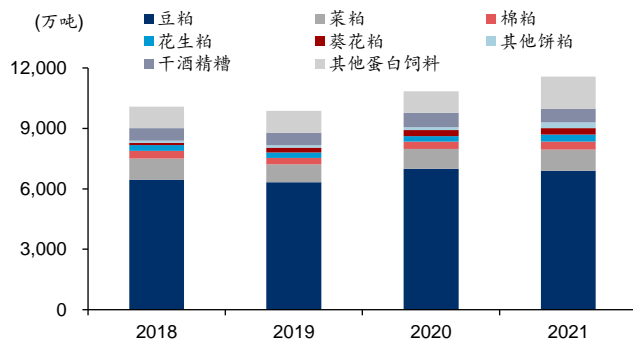
资料来源: 博亚和讯, 华泰研究

图表36: 我国能量饲料消费结构



资料来源: 博亚和讯, 华泰研究

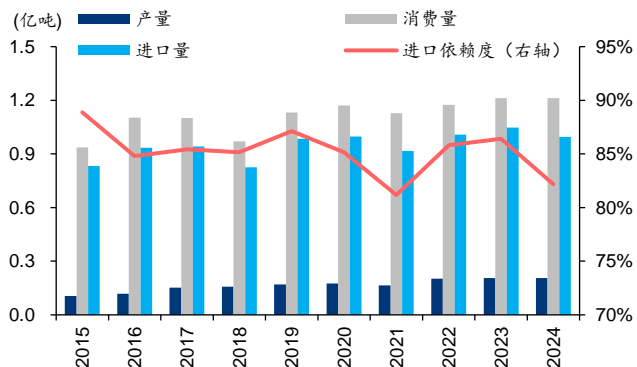
图表37: 我国蛋白饲料消费结构



资料来源: 博亚和讯, 华泰研究

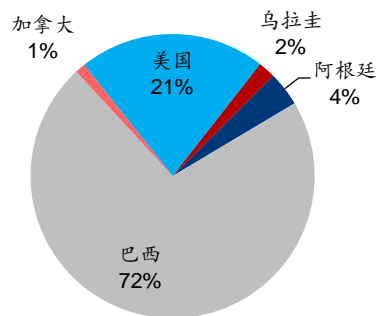
由于气候条件和土壤状况等原因, 我国用作能量饲料的玉米自给率高, 而用作蛋白饲料的豆粕的原料大豆进口依赖度居高不下。据汇易网, 15-24 年国内大豆进口依赖度维持 80% 以上, 且 2024 年进口自美国占比仍有 21%。由于大豆进口依赖度高, 我国饲料原料的结构性短缺成为亟待解决的重要课题。为应对外部供应的不确定性和保障粮食安全, 同时促进养殖行业降本增效等需求, 近年来我国农业农村部不断推进豆粕减量替代工作, 推广低蛋白质日粮饲料技术。据中国畜牧兽医报, 2022 年我国饲用豆粕在饲料消耗中的占比已下降至 14.5%(较 2017 年减少 3.3pct), 相当于节省豆粕 1400 万吨(折合大豆约 1800 万吨)。2023 年 4 月, 农业农村部发布《饲用豆粕减量替代三年行动方案》, 进一步明确豆粕减量替代的目标和路径, 23-25 年饲料中豆粕用量占比每年需下降 0.5pct 以上, 至 2025 年需下降至 13% 以下, 由于豆粕中氨基酸含量占比较高, 豆粕使用量的下降亦将促进饲料氨基酸需求的增长。

图表38: 国内大豆进口依赖度高



资料来源: Wind, 汇易网, 华泰研究

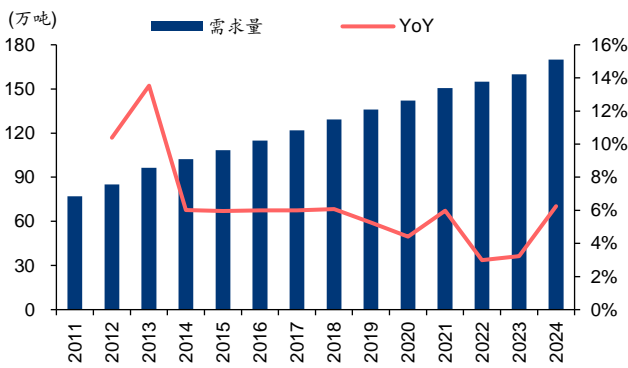
图表39: 国内转基因大豆进口来源国分布 (2024)



资料来源: 海关总署, 华泰研究

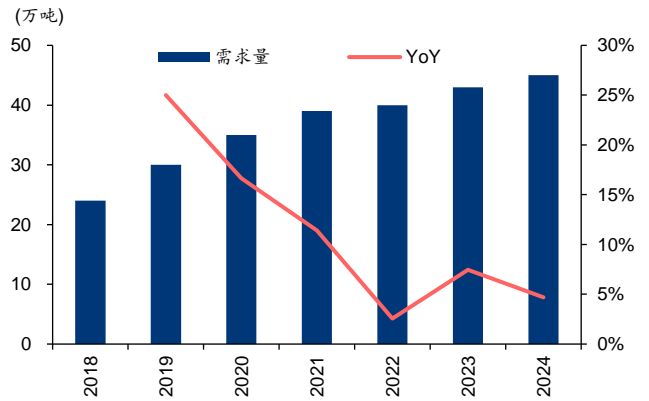
受益于降本增效需求下养殖领域使用渗透率的提升和豆粕替代需求增长, 近年来国内及全球蛋氨酸需求保持稳步增长态势, 据博亚和讯, 2024 年全球/中国蛋氨酸需求量分别约 170 万吨和 45 万吨, 同比增长 6.3%和 4.7%, 2019-2024 年 CAGR 分别约 4.7%和 11.0%。

图表40: 全球蛋氨酸需求及增速



资料来源: Wind, 博亚和讯, 华泰研究

图表41: 中国蛋氨酸需求量及增速

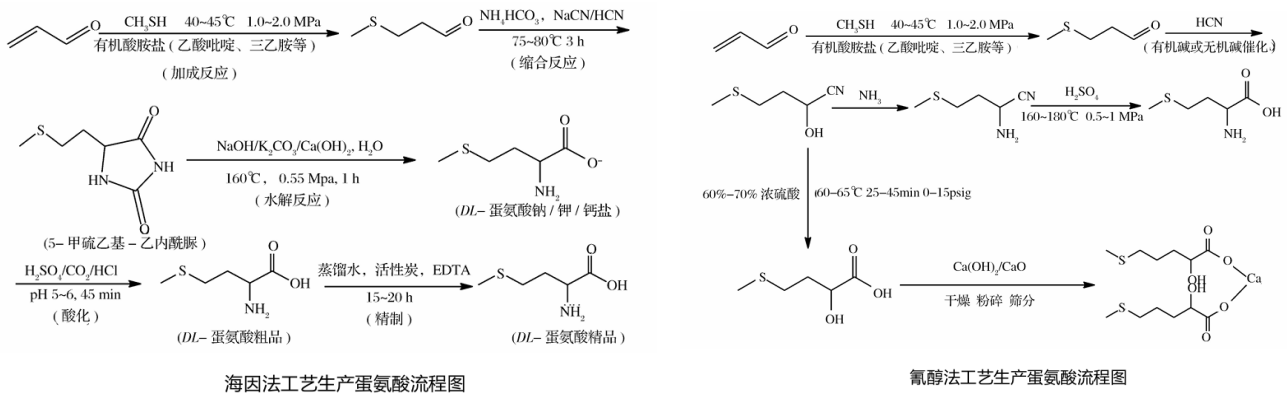


资料来源: Wind, 博亚和讯, 华泰研究

蛋氨酸技术壁垒铸就高集中度, 竞争格局优异支撑盈利中枢

目前全球蛋氨酸的主流生产工艺为化学法。化学法按原料分为丙烯醛法(丙烯醛法又分为海因法和氰醇法)、氨基内酯法、丙二酸酯法等, 目前全球主要的蛋氨酸生产企业均以丙烯醛法为基础, 其余方法在产品收率等方面与丙烯醛法有较大差距, 已基本废弃不用。丙烯醛法中, 海因法技术成熟、反应收率高、自动化程度高, 副产物如硫酸钠、二氧化碳、氨等均可在工艺过程中循环, 成为国外大多数蛋氨酸生产厂家普遍采用的生产方法(如赢创、新和成); 氰醇法蛋氨酸能够生产液体蛋氨酸, 以及生产液态羟基蛋氨酸、蛋氨酸羟基类似物钙盐, 同时也具备副产物少、收率高等特点, 近年来氰醇法工艺生产蛋氨酸的企业亦逐渐增多(如赢创、安迪苏和诺伟司等)。

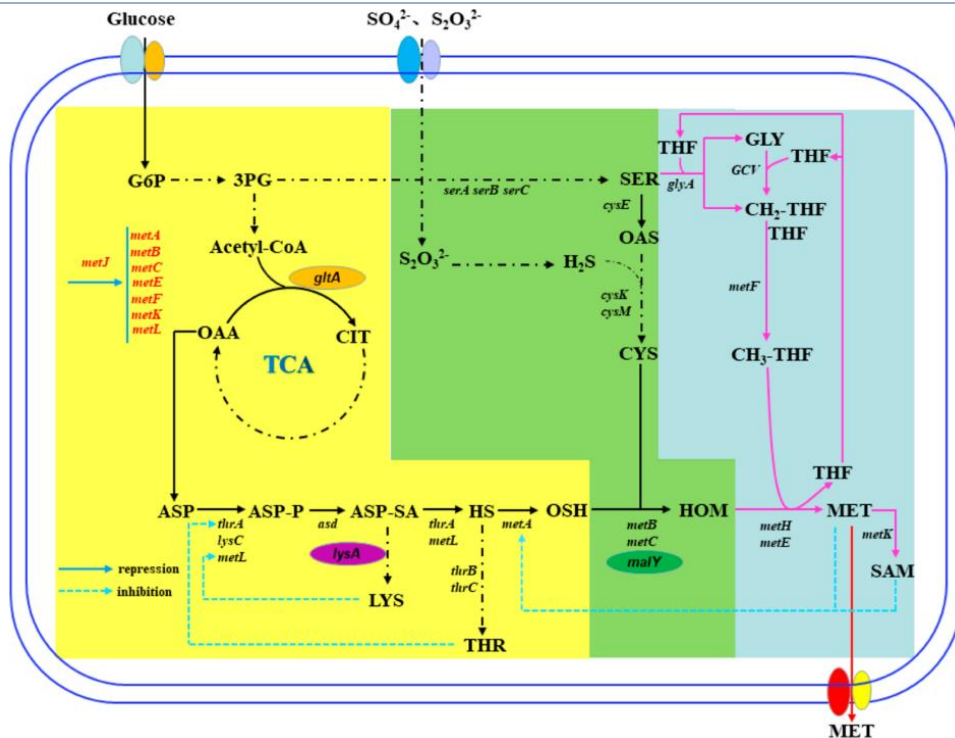
图表42: 蛋氨酸主流工艺海因法和氰醇法流程示意图



资料来源: 《蛋氨酸生产工艺研究进展》(党万利等, 食品与发酵工业, 2012 Vol.38 No.4), 华泰研究

近年来蛋氨酸生物合成法因绿色环保等优势也引起了行业的广泛关注, 据博亚和讯, 2023年全球蛋氨酸主流企业中, 仅希杰实现了生物发酵法的工业化生产, 但其利用谷氨酸棒状杆菌好氧发酵得到蛋氨酸收率仅约 12g/L 左右, 产物收率仍较低。而据郑裕国院士团队 2023 年发布的最新研究成果, 其研究团队成功实现了添加外源氨基酸发酵生产 L-蛋氨酸的技术, 在小试阶段可在 5L 的生物反应器中达到约 17.74g/L 的收率。另据华恒生物 2023 年 10 月公告, 公司拟与关联方优泽生物共同投资设立优华生物, 合资公司成立后将实施高丝族氨基酸相关产品的中试平台建设, 或助力生物发酵法蛋氨酸的产业化应用和推广。但阶段性而言, 生物合成法因成本高企等因素, 大规模应用的窗口或仍需等待, 我们预计化学合成法仍将是未来较长时间内蛋氨酸工业化生产的主流技术。

图表43：大肠杆菌生物发酵法L-蛋氨酸合成代谢途径示意图

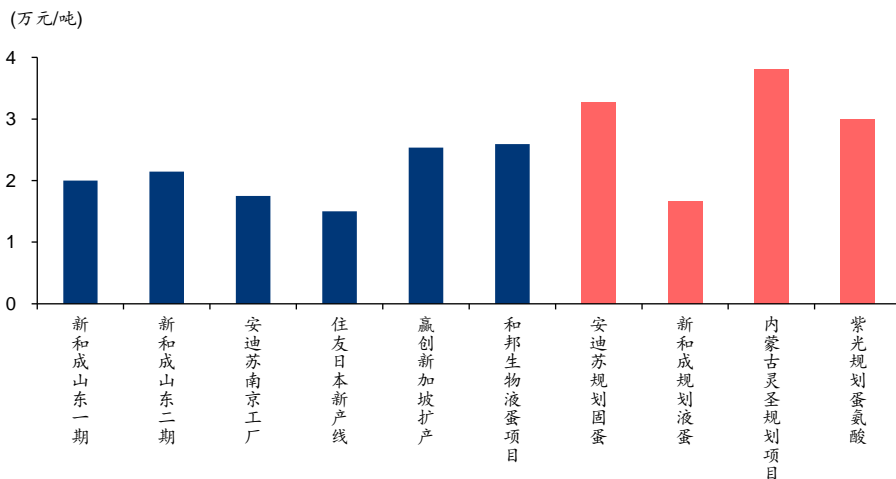


注：图中黄色背景代表O-琥珀酰-L-高丝氨酸合成模块；绿色背景代表L-半胱氨酸合成模块；蓝色背景代表5-甲基四氢叶酸合成模块。  
 英文缩写：G6P, 葡萄糖-6-磷酸；3PG, 3-磷酸甘油酸；OAA, 草酰乙酸；CIT, 柠檬酸；ASP, L-天冬氨酸；ASP-P, 天冬氨酸-4-磷酸；ASP-SA, 天冬氨酸半醛；HS, L-高丝氨酸；OSH, O-琥珀酰高丝氨酸；HOM, L-同型半胱氨酸；SER, L-丝氨酸；OAS, O-乙酰丝氨酸；CYS, 半胱氨酸；THF, 四氢叶酸；GLY, L-甘氨酸；CH2-THF, 5,10-甲基四氢叶酸；CH3-THF, 5-甲基四氢叶酸；LYS, L-赖氨酸；THR, L-苏氨酸；MET, L-甲硫氨酸；SAM, S-腺苷甲硫氨酸

资料来源：《High-Level Production of L-Methionine by Dynamic Deregulation of Metabolism with Engineered Nonauxotroph Escherichia coli》(Kun Niu 等, ACS Synthetic Biology, 2023 年), 华泰研究

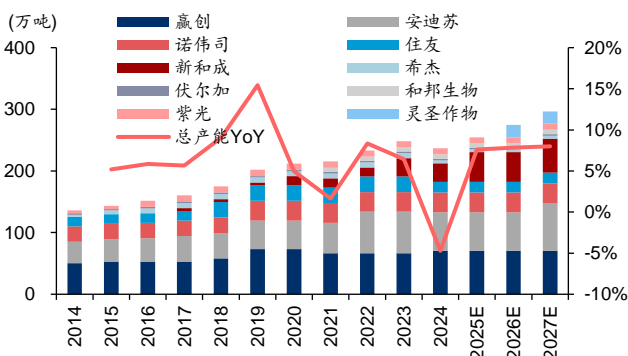
由于蛋氨酸化学合成工艺复杂，且主要起始原料为丙烯醛、硫化氢和氢氰酸，属于易燃易爆的危化品，安全生产的要求高，单吨投资额亦较大，因而目前全球具备蛋氨酸生产能力的企业为数不多，早期主要集中在赢创、住友和安迪苏等跨国企业手中，近年来新和成、宁夏紫光、和邦生物等少数企业逐步具备规模化能力，但整体而言全球蛋氨酸企业集中度保持较高水平。据我们统计，2024 年全球蛋氨酸产能约 236.7 万吨/年，CR3/CR5 分别约 70%/90%，而至 2027 年全球产能预计将增长至 300 万吨左右，行业新产能仍主要集中在现有企业手中，预计届时 CR3/CR5 分别约 68%/85%，仍将保持较高水平。

图表44：蛋氨酸单吨投资额较高



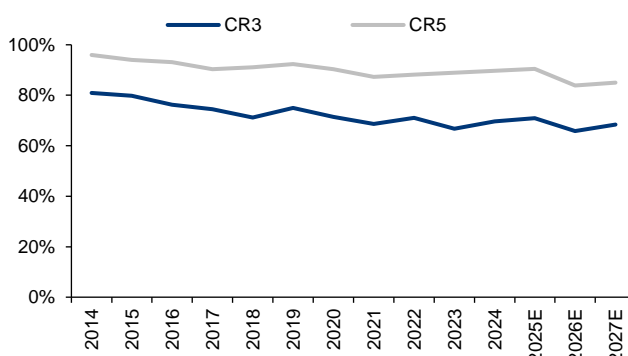
注：新和成山东一期 2017 年投产、二期 2023 年全面投产、液蛋项目规划 2025H2 投产；安迪苏南京工厂 2022 年投产、固蛋项目规划 2027 年投产；赢创新加坡项目 2019 年投产；和邦生物液蛋项目 2021 年试生产；内蒙古灵圣、紫光均规划 2025 试生产  
 资料来源：Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表45：全球蛋氨酸企业产能扩张情况



注：湖北沂利泓和万华化学亦存规划扩产计划，但投产时间等尚不确定，统计暂未纳入（下同）  
资料来源：Wind，博亚和讯，各公司公告，华泰研究预测

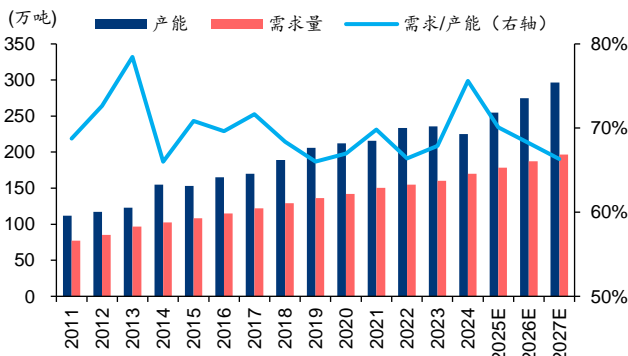
图表46：全球蛋氨酸产能 CR3 和 CR5 较高



注：2014-2024年 CR3 为赢创、安迪苏、诺伟司，2025-2027年 CR3 为赢创、安迪苏、新和成；2014-2019年 CR5 为赢创、安迪苏、诺伟司、住友、紫光，2020-2027年 CR5 为赢创、安迪苏、新和成、诺伟司、住友  
资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究预测

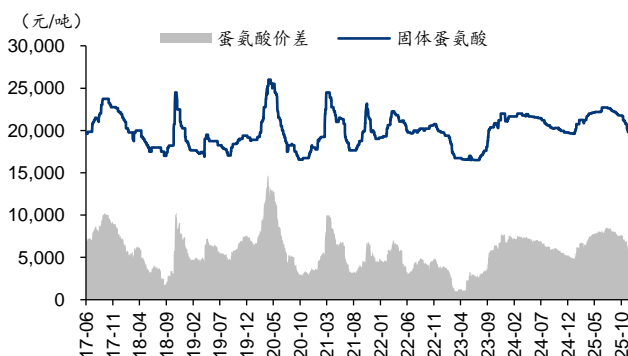
从全球供需数据看，2017 年以来全球氨基酸产能和需求量整体保持稳步增长态势，而行业开工率（以需求量/总产能计，下同）整体在 66%-76%，而受益于良好的竞争格局，产品价格价差相对稳定，主要以年内的淡旺季波动为主，且 2023 年以来受益于头部企业协同力度增强和原材料成本下降等因素，价格价差中枢有所抬升。展望 25E-27E，供给端新增产能预计主要集中在新和成和安迪苏，此外圣灵作物等少数新增企业规划扩产，但考虑新增产能投产的不确定性等因素，我们预计蛋氨酸竞争格局仍将保持较好，而需求端在养殖渗透率提升等助力下有望维持 5%左右的复合增速，由此我们预计 25E-27E 全球蛋氨酸行业开工率分别约 70%/68%/66%，仍将处于 2017 年以来 66%-76%的平均开工率区间内，我们预计 25E-27E 年均价中枢有望维持 20 元/kg（以固体蛋氨酸计，含税）的相对稳定水平，且考虑行业竞争格局良好和头部企业协同力度增强等因素，价格中枢存在一定上行概率。

图表47：全球蛋氨酸产能和需求情况及预测



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究预测

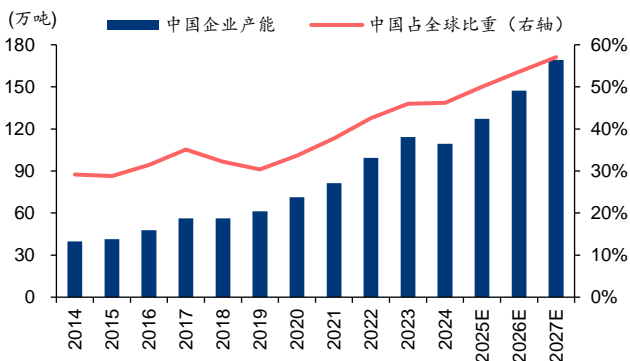
图表48：蛋氨酸价格价差走势



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

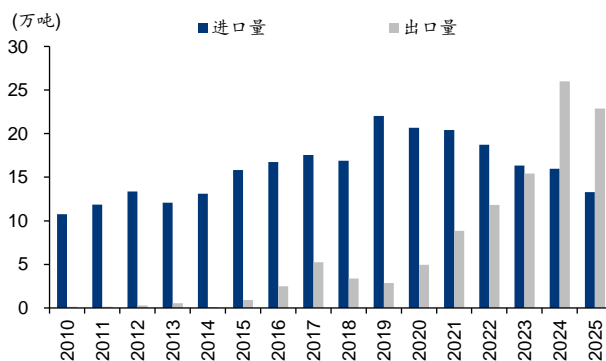
**全球蛋氨酸产能逐步向中国转移，公司依托成本和规模优势有望持续提升份额**  
近年来欧洲、日韩等企业由于能源和人工成本高企等因素，在蛋氨酸等化工材料领域少有扩产甚至存在逐步退出的趋势，而国内企业依托成本和性价比等全球竞争优势逐步凸显，全球份额持续增长，据我们统计，2024 年国内蛋氨酸产能约 109.3 万吨，全球占比约 46%，较 2014 年提升 17pct，且预计 2027 年中国蛋氨酸产能将提升至 170 万吨左右，全球占比将提升至 57%左右。伴随国产化能力的持续提升，近年中国蛋氨酸亦逐步由净进口转变为净出口。

图表49：中国蛋氨酸产能全球占比不断提升



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

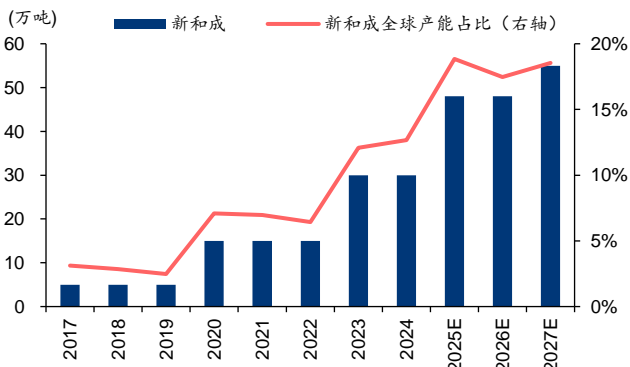
图表50：中国蛋氨酸进出口量变化（2025年截至9月末）



资料来源：海关总署，华泰研究

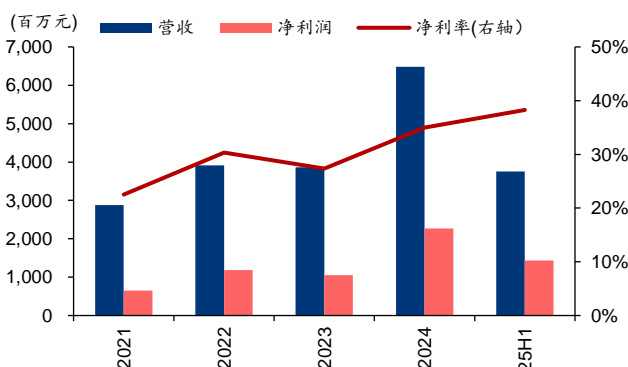
新和成作为国内率先掌握蛋氨酸规模化技术的头部企业之一（尤其是固体蛋氨酸生产技术，安迪苏、和邦生物等企业目前以液体蛋氨酸为主），依托技术和一体化、规模化能力，自2017年首期5万吨/年产线投产以来，产能规模持续扩张，2024年已达到30万吨/年，全球份额约13%，而未来伴随子公司18万吨/年液蛋项目投产叠加山东基地技改7万吨/年产能释放，预计2027年公司总产能将达到55万吨左右（名义产能，权益产能折固体蛋氨酸约45.1万吨/年），全球占比有望提升至19%左右，将跃居全球产能前三的企业之一。

图表51：新和成蛋氨酸产能全球占比不断提升



注：按照18万吨液蛋项目2025年投产，山东7万吨固蛋技改项目2027年投产  
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

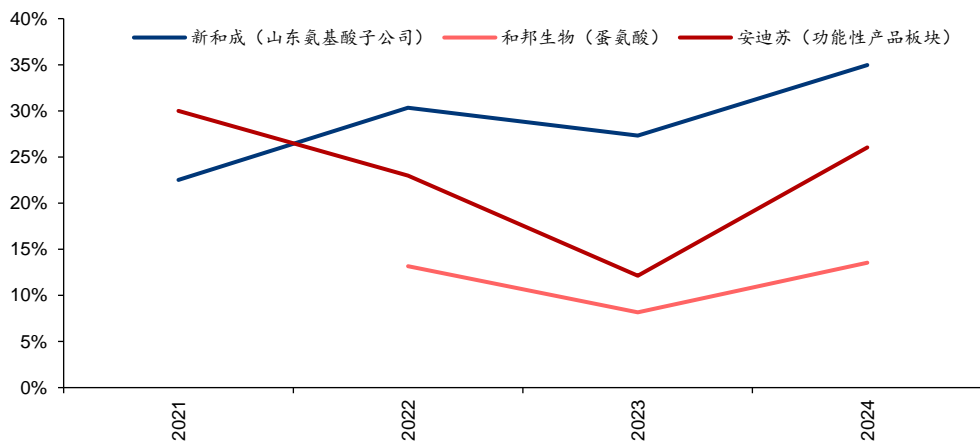
图表52：2021-25H1年山东新和成氨基酸子公司盈利持续攀升



资料来源：公司公告，华泰研究

受益于蛋氨酸持续放量和规模化助力降本等因素，子公司新和成氨基酸近年来盈利规模持续攀升，且净利率水平呈上升态势，2024 年贡献净利润约 22.7 亿元（与公司归母净利润比值约 40%），而 2021 年为 6.5 亿元（与当年公司归母净利润比值约 15%），同时 2024 年该子公司净利率达 35%，较 2021 年提升 12pct，且公司蛋氨酸相关业务毛利率水平亦处于国内企业前列，未来伴随产能和产销规模继续扩张，蛋氨酸业务有望继续贡献可观盈利增量。

图表53：新和成营养品板块毛利率与国内主要蛋氨酸企业相关业务板块毛利率水平



注：安迪苏功能性产品板块包括蛋氨酸、饲料级维生素等产品  
资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

## 维生素：周期弹性较大，格局良好和壁垒较高下底部利润仍可观

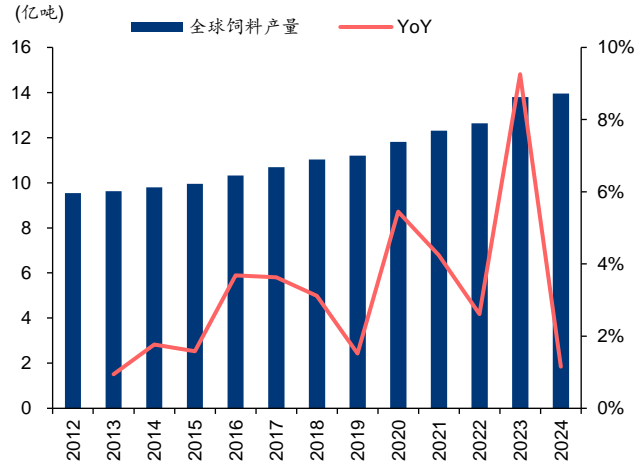
维生素品类较多，与氨基酸类似，维生素也是人和动物维持正常生理功能必需的一类微量有机物质，且大多数产品机体无法自主合成或合成效率较低，需从外界摄取，因而维生素下游主要用作养殖、医药和食品添加剂领域，尤其养殖领域整体占比较高，据博亚和讯，国内一般每吨饲料中需添加 200-300g 维生素添加剂。

图表54：全球维生素应用结构占比

维生素品种	规格	应用结构占比(%)		
		饲料	医药化妆品	食品饮料
VA	50万 IU/g	85	9	6
VD <sub>3</sub>	50万 IU/g	92	5	3
VE	50%	68	28	4
VK <sub>3</sub>	96%	76	17	6
VB <sub>1</sub>	99%	40	50	10
VB <sub>2</sub>	80%	71	21	8
VB <sub>6</sub>	98%	72	18	10
VB <sub>12</sub>	1%	52	46	2
VC	97%	10	43	47
泛酸钙	/	70	21	9
烟酰胺	99%	69	20	11
生物素	2%	82	13	5
叶酸	98%	76	11	13
胆碱	50%	100	/	/
肌醇	99%	25	45	30
合计(%)		80	12	8

资料来源：《维生素饲料添加剂的发展沿革》（顾君华，饲料工业，2019年第40卷第12期），华泰研究

图表55：全球饲料产量及增速



资料来源：奥奇特，华泰研究

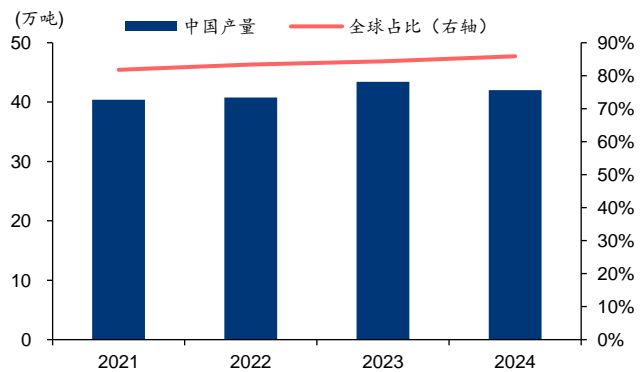
据奥奇特、国家统计局，2024年全球饲料产量约13.96亿吨，近年来保持温和增长态势，国内2024年饲料产量约3.16亿吨，自2021年以来整体波动较小，维生素下游需求增长步入相对温和的慢增长阶段。从供给端来看，中国是全球主要的维生素供给国，据新和成年报，2024年中国维生素产量约42万吨，全球占比约85.9%，且2021-2024年整体产量水平和全球份额水平变化不大。整体而言，我们预计全球维生素供需步入相对平稳的阶段。

图表56：中国饲料产量及增速



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表57：中国维生素产量占全球比重较高



资料来源：新和成年报，华泰研究

由于维生素占饲料成本比例较低，下游对维生素涨价敏感度不高，且考虑全国饲料加工企业数量较多，行业格局比较分散，议价能力较弱，维生素企业议价能力强，而维生素本身需求端相对刚性，因此往往具备较大的价格弹性。以维生素A为例，2008年以来其价格可在70-1425元/kg区间波动，价格弹性较大。

图表58: 维生素 A 历史价格走势



资料来源: Wind, 博亚和讯, 华泰研究

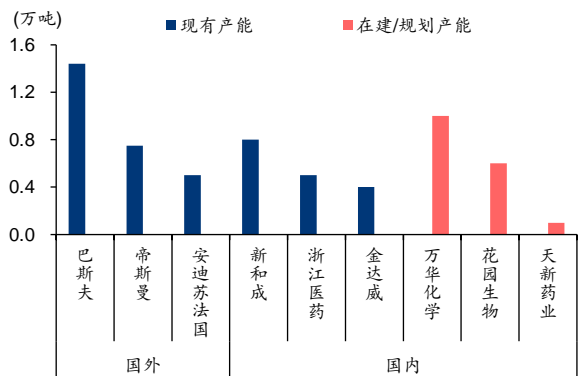
图表59: 维生素 E 历史价格走势



资料来源: Wind, 博亚和讯, 华泰研究

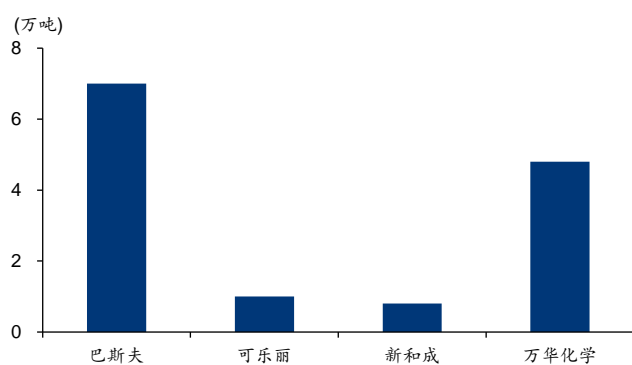
从供给端来看, 由于中间体和维生素产品本身技术壁垒较高, 全球维生素企业集中度较高, 海外产能主要集中在巴斯夫、帝斯曼等头部企业, 而国内多数企业通常只具备 2-3 种产品的技术能力, 因此竞争格局相对较好。以维生素 A 为例, 其生产所需的关键中间体柠檬醛生产技术为核心壁垒所在, 同时柠檬醛也是维生素 E 和部分香精香料产品的主要原料。柠檬醛生产壁垒高, 目前全球柠檬醛产能集中在巴斯夫、可乐丽、新和成和万华化学手中, 其中巴斯夫年产能约 7 万吨, 且在规模和技术等方面处于领先地位。

图表60: 全球维生素 A 主要企业产能分布 (2024)



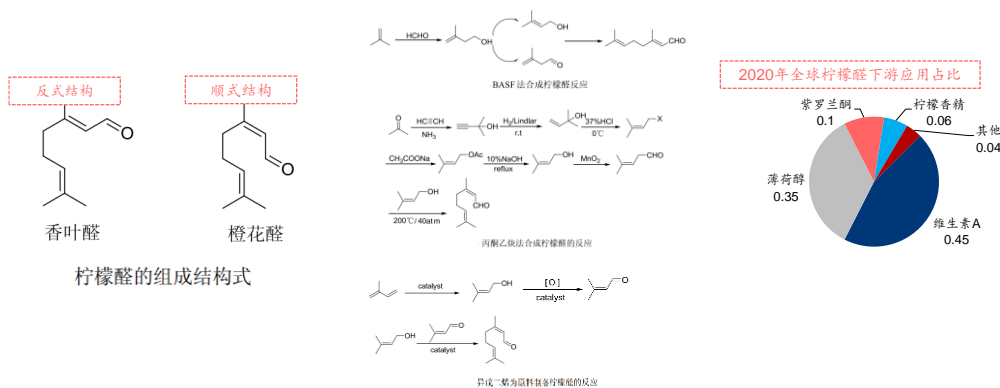
资料来源: Wind, 博亚和讯, 各公司公告, 华泰研究

图表61: 全球掌握柠檬醛中间体产能的企业较少 (截至 2024)



资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

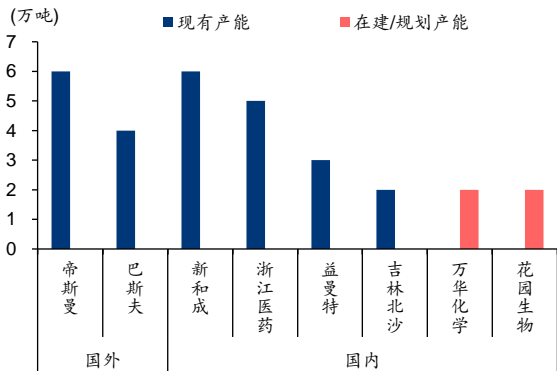
图表62: 柠檬醛分子结构、主流合成工艺以及下游应用领域



资料来源: 《基于异戊二烯合成柠檬醛的工艺研究》(蒋泉飞, 北京理工大学, 2016 年), 前瞻产业研究院, 华泰研究

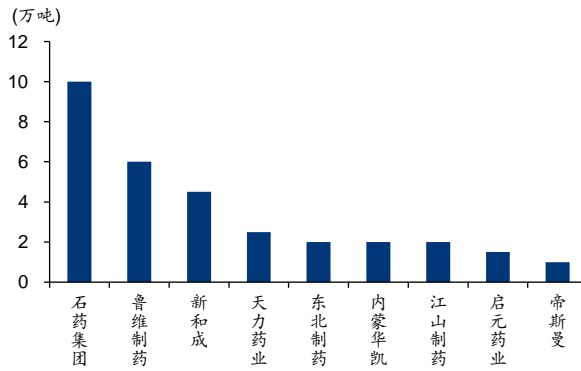
由于中间体和维生素产品本身生产难度较大等因素，VA、VC 和 VE 等产品全球玩家相对有限，良好的竞争格局和技术壁垒使得具备上游一体化和规模化优势的头部企业在周期底部仍具备可观的盈利水平，景气上行期则充分受益于涨价弹性。

图表63：全球维生素 E 主要企业产能分布



资料来源：Wind，博亚和讯，各公司公告，华泰研究

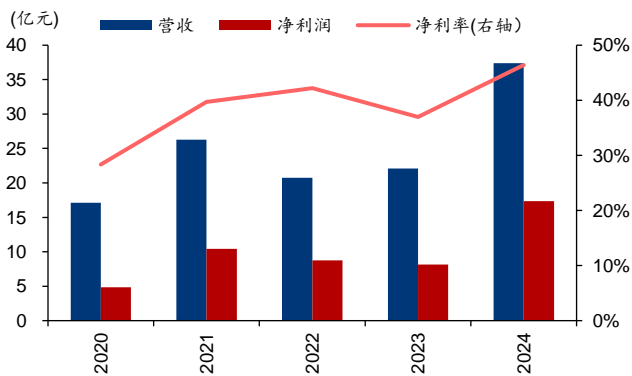
图表64：全球维生素 C 主要企业产能分布



资料来源：Wind，博亚和讯，各公司公告，华泰研究

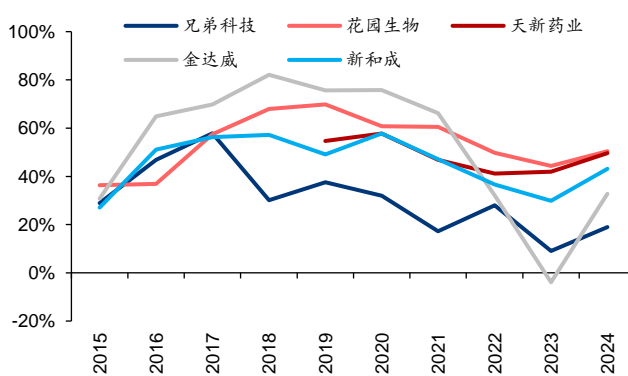
2024 年由于海外企业停产等影响维生素景气有所回升，但 25H1 以来伴随海外供给恢复等因素，目前代表性产品 VA 和 VE 等价格亦回落至 2008 年以来的较低位置，考虑到良好的竞争格局和相对稳定的供需前景，我们预计维生素价格下行空间有限，且未来若出现周期反转则将再度贡献涨价弹性。对于新和成而言，公司是全球少数具备上游中间体完整配套，且品类和规模方面整体领先的头部企业，2024 年维生素景气回暖下，山东新和成维生素贡献 17.4 亿净利润，净利率达 46%，而依托一体化和规模优势等，公司维生素业务在周期底部仍可保持可观盈利，如 2023 年诸多维生素产品景气低谷环境下，子公司山东新和成维生素全年仍贡献 8.2 亿净利润，净利率仍达到 37%。整体而言，目前价格水平下，公司维生素业务盈利下行风险已较小，而未来具备向上弹性，同时伴随蛋氨酸和香精香料等业务持续增长，维生素业务的周期波动对于公司盈利稳定性的影响预计将进一步降低。

图表65：2020-2024 年山东新和成维生素子公司盈利情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表66：新和成及国内部分维生素企业相关板块毛利率水平



注：新和成为营养品板块毛利率（含蛋氨酸和维生素等）、兄弟科技为维生素（2015-2019）或食品医药板块（2020-2024）毛利率、花园生物为维生素板块毛利率、天新药业为维生素 B 族业务板块毛利率、金达威为维生素 A 系列毛利率  
资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

## 香精香料：国产化空间广阔，公司品类和规模快速扩张

### 全球香精香料需求温和增长，产业链有望逐步转移国内企业充分受益

香精是用于调配香精的化合物或混合物，可分为日用化学品用香料、食用香料和烟草香料，香料则是利用天然和合成香料调配成的香气和谐、令人喜爱的混合物。香料香精种类可达数千种之多，被广泛应用于食品饮料、日化、烟草、制药等众多行业。

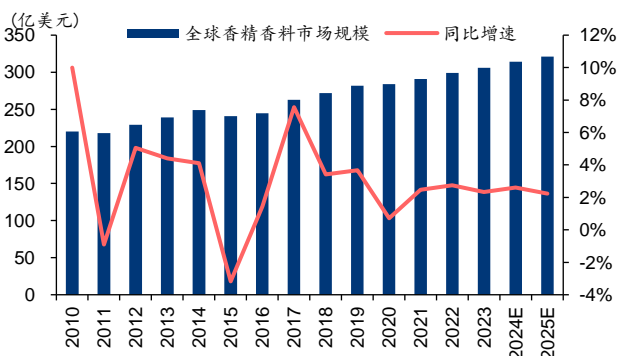
图表67：香精香料主要分类

项目	分类依据	分类		说明
香料	按来源	天然香料	植物性天然香料	从发香植物的花、果、叶、茎等组织中提取出来的香料。通常采用水蒸气蒸馏法、压榨法、浸提法、吸收法和超临界流体萃取法五种方法生产
			动物性天然香料	某些动物的生殖腺分泌物和病态分泌物中提取出来的含香物质。主要有麝香、灵猫香、海狸香和龙涎香四大品种
		合成香料	化学合成或用化学手段（工艺）从天然芳香原料中分离得到的香料，与天然产品中的物质在化学结构上完全一样	
香精	按用途	食用香精	食品用香精	专门用于人类各类食品加香的食用香精
			饲料用香精	专门用于各类动物饲料加香的食用香精
		日化香精		应用于化妆品（即美容和个人护理用品）、洗涤用品、口腔清洁用品等日用化学制品，如护肤品、护发品、香水、肥皂及合成洗涤剂
		烟草香精	表香香精	以挥发性香料混合物对各种原料烟叶经加湿、混合、切细、干燥后加香，目的是使制品的烟味或香气多样化，显出制品的特色，修正原料的不良性质，加强其良好性质
			加料香精	是调和烟味或发挥某种香味特殊性的水溶性混合物，可含多种不挥发成份（如糖、甘草、可可、巧克力、天然提取物等），大多在切细原料烟叶前使用
	其他香精		用于其他工业产品	
	按形态	液体香精		以液体形态出现的各类香精
		浆（膏）状香精		以浆膏形态出现的各类香精
固体（粉末）香精		以固体（或粉末）形态出现的各类香精		

资料来源：爱普股份招股说明书，华泰研究

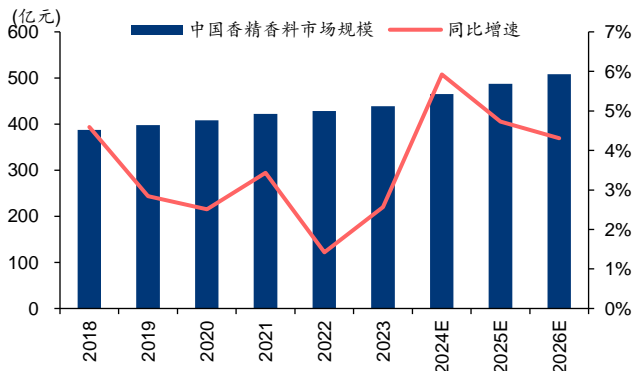
据 IAL、艾媒咨询，2023 年全球香精香料市场规模约 306 亿美元，19-23 年 CAGR 约 2.4%，且预计保持 2.4% 左右的 CAGR 增长至 2025 年的 321 亿美元左右，国内方面，2023 年香精香料市场规模约 439 亿元（同比+2.6%），受益于茶饮、烟草、化妆品和香水等下游市场的增长，预计 24-26 年有望保持 5% 左右的 CAGR 增长（艾媒咨询）。整体而言，由于洗涤用品与食品饮料等均属于非耐用消费品，受经济周期波动影响较小，香精香料下游需求较为刚性稳定，香精香料行业规模增长相对稳健。

图表68：全球香精香料市场规模及预测



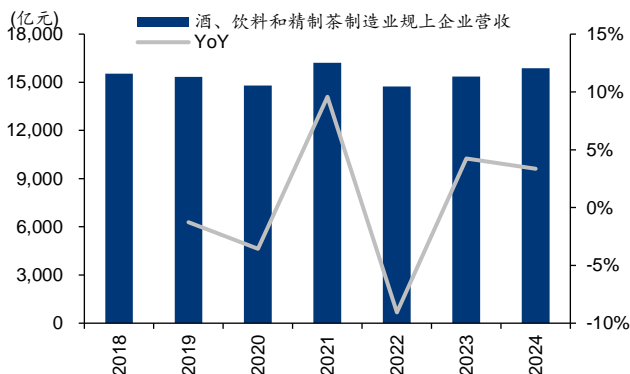
资料来源：IAL，艾媒咨询，华泰研究

图表69：中国香精香料市场规模及预测



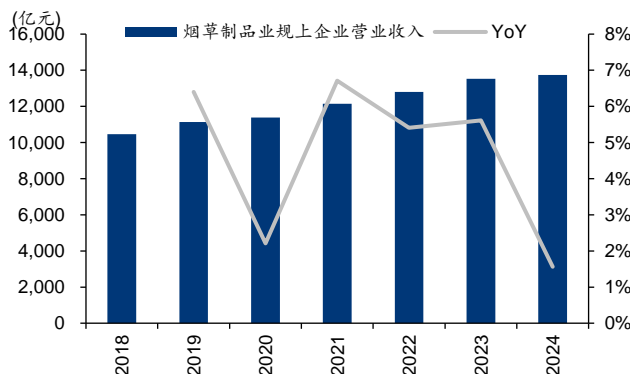
资料来源：IAL，艾媒咨询，华泰研究

图表70: 国内酒、饮料和精制茶制造业规模以上企业营业收入及增速



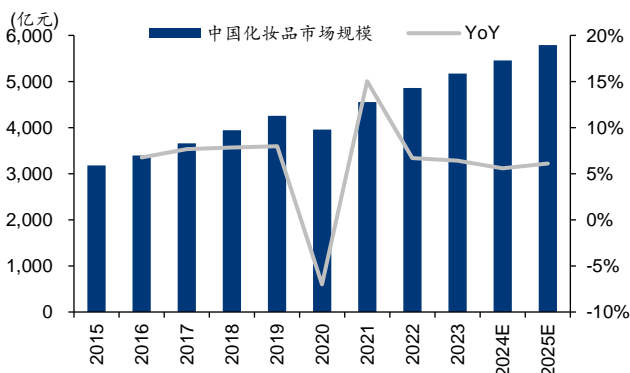
资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰研究

图表71: 国内烟草制品业规模以上工业企业营业收入及增速



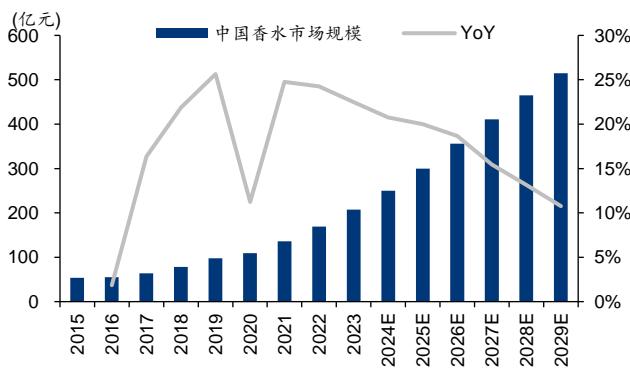
资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰研究

图表72: 国内化妆品市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 华泰研究

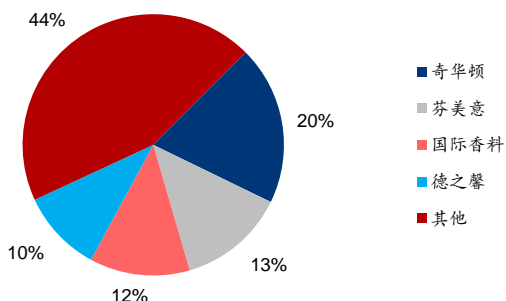
图表73: 国内香水市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 华泰研究

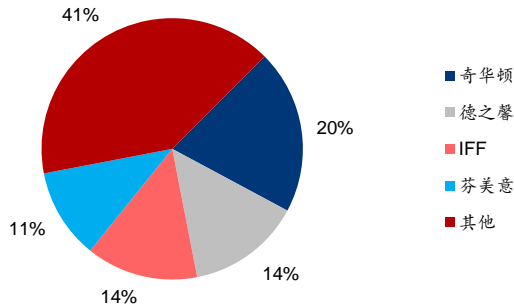
从竞争格局看, 目前全球香精香料行业基本被国际巨头垄断, 据 Leffingwell&Associates 和 QY Research 数据, 2013 年奇华顿、芬美意、国际香料和德之馨四家巨头企业占据全球香精香料销售额占比约 56%, 而 2024 年四家占比合计约 59%, 由于香精香料产品专用性强、用途特定, 合成路径较长且技术存在难度, 因此行业格局相对较为稳定。

图表74: 2013 年全球香精香料企业销售额 CR4 约 56%



资料来源: Leffingwell&Associates, 华泰研究

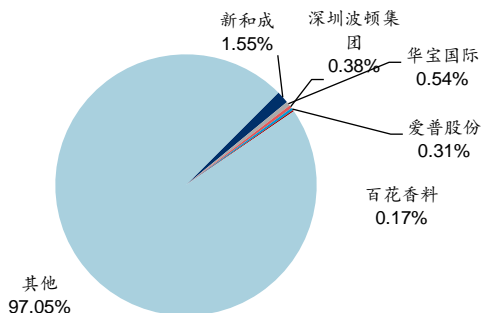
图表75: 2024 年全球香精香料企业销售额 CR4 约 59%



资料来源: QY Research, 华泰研究

同时, 据 QY Research, 2024 年全球香精香料销售额前十企业中, 国内企业仅新和成一家 (位列第 10 位, 占比约 1.55%), 销售额前九名的企业均为外资企业。除新和成外, 深圳波顿集团、华宝国际、爱普香料和百花香料四家国内企业亦上榜全球销售额榜单, 但占比均较低, 五家企业合计占比仅 2.95% 左右, 对于国内企业而言, 未来市场份额仍有可观的提升空间, 近年来海外巨头企业陆续在中国建设产能亦有望带动国内香精香料行业发展, 中国企业依托产业链一体化和成本竞争力等优势, 未来有望持续提升全球份额。

图表76: 2024 年国内销售额前五香精香料企业占全球份额约 3%



资料来源: QY Research, 华泰研究

图表77: 中国香精香料行业企业累计注册数量



资料来源: 艾媒咨询, 华泰研究

图表78: 部分海外香精香料龙头企业在华投资项目梳理

企业	地址	起始时间	项目内容
奇华顿	南通	2012 年	2015 年开业运营, 2019 年二期项目投产, 专注于食用香精生产
	常州	2016 年	总投资 1 亿瑞士法郎, 年产 38000 吨香精香料, 2020 年正式投产
德之馨	南通	2016 年	总投资达 1 亿美元, 拥有年产 4.5 万吨香精香料项目及技改资质
IFF	广州、张家港等	1990 年	在广州、张家港、云埔设有三座风味香精生产基地
芬美意	上海	2001 年	核心产品包括香精香料、食品添加剂、日用化学品
	张家港	2017 年	主要从事食品用香精香料的研发、生产及销售

资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

### 公司香精香料已具备全球竞争优势, 品类和规模持续扩容迎接新一轮成长

新和成自上市以来即从事少量香精香料生产, 并通过已有产品合成路径上的横向及纵向延伸, 逐步开发出越来越多新品种, 如覆盆子酮、薄荷醇、麦芽酚、香叶醇/酯、香兰素等, 目前已有产品种类达数十种, 且具备每隔 2-3 年便能成功研发出 3-4 种新产品的技术实力, 芳樟醇系列、叶醇系列、柠檬醛、覆盆子酮等领域已在国际上占有重要地位。

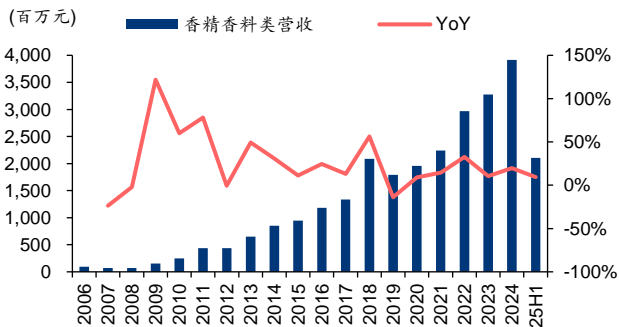
图表79: 新和成现有部分香精香料产品和产能情况

产品	产能 (吨/年)	备注	产品	产能 (吨/年)	备注
异植物醇	12000	VE 原料	紫罗兰酮	5000	柠檬醛下游, 香料
芳樟醇	10000	柠檬醛原料	甲基乙基麦芽酚	9000	食用香料
柠檬醛	8000	VA 原料	桂醛	3000	香料及医药中间体
乙酸芳樟酯	1000	芳樟醇下游香料	女贞醛	1600	丙烯醛下游, 香料
四氢芳樟醇	500	芳樟醇下游香料	苯乐戊醇	1000	有机中间体
叶醇 (酯)	900	食用香料	乙酸己酯	100	食用香精、医药中间体
覆盆子酮	600	食用香料	THF 衍生物	3000	
二氯茉莉酮酸甲酯	3000	环戊酮下游	香茅醇	2000	食用香料
异戊醛	6000	香料和 VE 原料	β-苯乙醇	10000	香料, 氯化苄等下游
环戊酮	3000	香料和医药中间体	桃醛	2000	香料, 可用于 VA 生产
异戊烯醇	3200	菊酯原料	柠檬醇	1000	柠檬醛下游, 皂用香料
柠檬醛衍生物	13700	柠檬醛下游产品	L-薄荷醇	10000	香茅醛下游, 大品种香料
薄荷醇	10000	香茅醛下游, 大品种香料	乙酸异戊酯	5000	食用香料
香兰素	5000	大品种香料	羟基香茅醛	2000	食用香精、香茅醛下游
铃兰吡喃	2000	个人护理产品	吐纳麝香	5000	香料

资料来源: 公司公告, 华泰研究

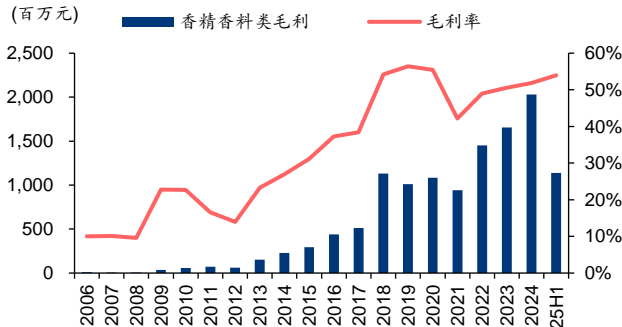
伴随品类丰富及规模的扩大，公司持续与全球顶尖的香精公司、日化品公司取得战略合作，不断拓宽香料香精市场。2024 年公司香精香料业务已实现营收 39.2 亿元，07-24 年 CAGR 达 23%，同时实现毛利 20.3 亿元，07-24 年 CAGR 达 35%，且伴随公司产业链一体化完善和品类、规模的持续扩张，成本下降和产品品质提升等驱动下，公司香精香料业务毛利率整体呈现不断抬升的态势，近五年（20-24 年）毛利率中枢达到 50%。

图表80：新和成香精香料业务收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

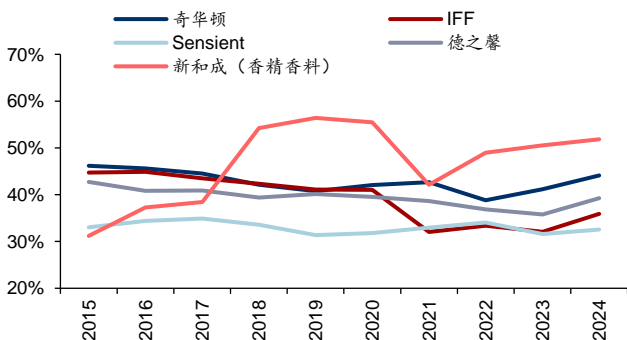
图表81：新和成香精香料业务毛利和毛利率水平



资料来源：公司公告，华泰研究

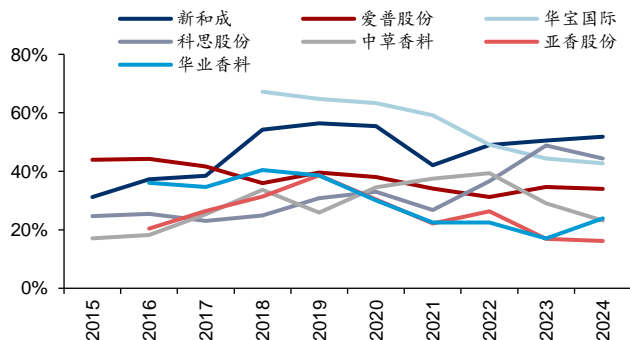
相较于海外香精香料业务龙头企业而言，新和成香精香料业务毛利率自 2018 年以来已整体具备领先优势，与国内香精香料部分上市公司相比，公司香精香料业务毛利率亦处于第一梯队。而根据公司公告和项目环评报告书等，公司香精香料业务板块处于持续快速扩容阶段，在建/规划（含部分已建）项目包括香料扩建及多功能车间项目；年产 17000 吨合成香料、8209 吨 3-甲基-3-丁烯-1-醇、5650 吨异戊烯醛项目；3.01 万吨合成香料及中间体扩产技改项目；系列醛产品联产项目；年产 4000 吨合成香料项目和年产 8000 吨合成香料项目等，未来将再新增数十种香精香料（含中间体）品类且整体产能规模将显著增长，考虑公司香精香料业务已具备较为成熟的销售渠道和盈利模式，并具备较强的一体化/规模化等优势，未来新项目有望持续贡献增量，助力公司香精香料业务迎来新一轮高质量成长。

图表82：新和成香精香料毛利率与海外龙头企业综合毛利率水平



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表83：新和成与国内香精香料部分上市企业毛利率水平



注：新和成为香精香料毛利率，华宝国际、科思股份、华业香料为综合毛利率，爱普股份为香料香精毛利率，中草香料、亚香股份为合成香料毛利率  
资料来源：Wind, 华泰研究

**图表84：新和成香精香料部分在建/规划项目和部分产品（含中间体）产能情况**

项目	产品	产能(吨/年)	备注	项目	产品	产能(吨/年)	备注	
	2-异戊烯醇	10160.49			覆盆子酮	2500	一期竣工验收	
	正己醇	500			乙酸芳樟酯	4000		
	异戊醇	1500		<b>3.01 万吨合成香料及中间体扩产技改项目</b>	四氢芳樟醇	3600		
	香茅醇	5000			女贞醛	2500		
	香茅醛	2000			环戊酮	7500		
	四氢香叶醇	500			二氢茉莉酮酸甲酯	5000		
	乙酸香茅酯	400			正戊醛	5000		
<b>香料扩建及多功能车间项目</b>	乙酸香叶酯	1000	竣工验收		<b>系列醛产品联产项目</b>	洋茉莉醛	2000	
	乙酸橙花酯	1000				大茴香醛	1000	
	铃兰吡喃	3000				藜芦醛	1000	竣工验收
	$\alpha/\beta$ -紫罗兰酮	2000				邻茴香醛	500	
	甜瓜醛	200				大茴香醇	2000	
	杨梅醛	500		大茴脑		1500		
	乙酸薄荷酯	250		30%高顺式二氢茉莉酮酸甲酯		500		
	乳酸薄荷酯	50		二氢茉莉酮酸甲酯烯酯		500		
	薄荷酮	300		60%高顺式二氢茉莉酮酸甲酯		200		
						异戊二醇	1000	
<b>年产17000吨合成香料、8209吨</b>	柠檬醛	10000		<b>年产4000吨合成香料项目</b>	去氢茉莉酮酸甲酯	300		
	香叶醇	1800			<b>年产8000吨合成香料项目</b>	OMC	3000	竣工验收
<b>3-甲基-3-丁烯-1-醇、5650吨异戊烯醇、5650吨异戊烯醇项目</b>	橙花醇	200		柠檬醛		5000		
	乙酸四氢芳樟酯	1000						
	乙酸乙基芳樟酯	1000						
	梨醇酯	1000						
	乙酸正己酯	1000						
	乙酸异戊酯	1000						
	3-甲基-3-丁烯-1-醇	8209						
	异戊烯醛	5650						

注：公司项目及主要产品实际建设和投产情况请以公司实际披露为准

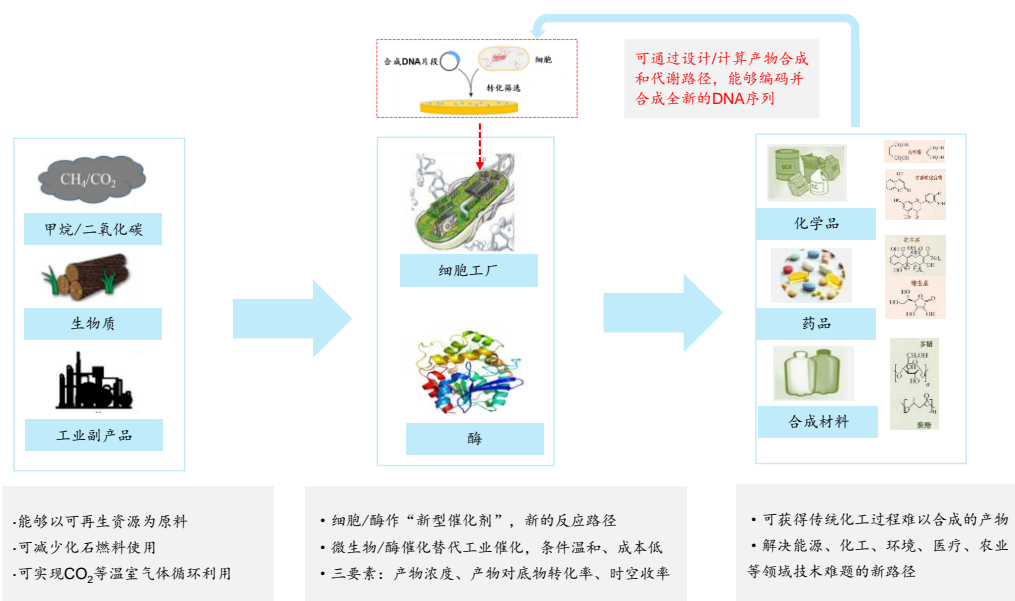
资料来源：公司公告和项目环评书，华泰研究

## 合成生物管线持续扩容，依托黑龙江基地打造生物制造平台

### 生物制造引领化工发展新趋势，AI 技术驱动和国内制造优势助力产业变革

合成生物技术以细胞代谢/酶催化替代传统化工过程，提供了化合物合成的新路径，集中解决了物质合成的三个重要问题：**(1) 生产过程利于碳中和**，通过微生物/酶催化以 CO<sub>2</sub>、生物质、工业副产物等为底物，减少化石燃料使用，具备显著的环保和循环经济等优势；**(2) 降低生产成本**，生物发酵/酶催化的反应环境，通常温度、压力等条件更加温和，有助于节能降耗；**(3) 实现特殊结构和功能化合物的从头合成**，依托微生物代谢途径，有望获得传统化工过程难以合成的产物，且可通过遗传、代谢等途径的分析、计算和重新设计，预测、编码以及重头合成指导新物质生产的全新 DNA，实现新物质、新基因的创造。

图表85：合成生物技术路径和优势简图



资料来源：《微生物细胞工厂生产化学品的研究进展-以几种典型小分子和大分子化学品为例》（郑煜堃等，2021年），华泰研究

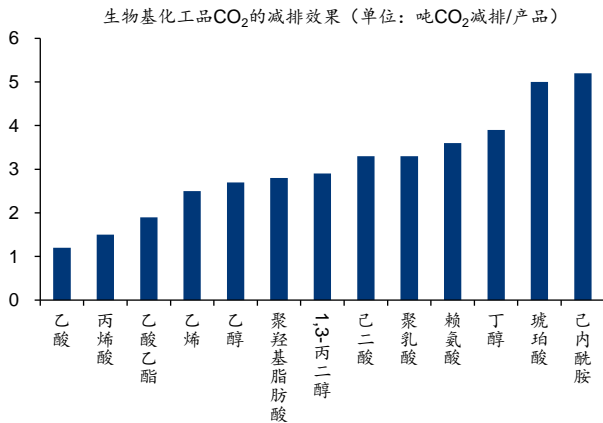
据 IEA Bioenergy，利用生物基化学品来替代传统石油化工品，二氧化碳减排效果良好，在监测的乙酸、丙烯酸、己内酰胺等 13 种物质中，每吨生物基化学品可减少 1.2-5.2t 的 CO<sub>2</sub> 排放，其中生物基己内酰胺单吨二氧化碳减排量可达到 5.2t。据经合组织（OECD）预计，全球有超过 4 亿美元的化工过程相关产品，在碳中和背景下，预计至 2030 年将至少有 20% 的石化产品可由生物基产品替代，而 2019 年替代率不到 5%，未来发展空间较大。

图表86：世界主要经济体在合成生物制造领域的战略部署

经济体	时间	部署/规划	主要内容
中国	2022 年	国家发改委《“十四五”生物经济发展规划》	我国首部生物经济的五年规划，明确了生物经济发展的具体任务、发展目标以及重点领域
	2021 年	《求是》杂志：习近平总书记重要文章《努力成为世界主要科学中心和创新高地》	以合成生物学、基因编辑等为代表的生命科学领域孕育新的变革，融合机器人、数字化、新材料的先进制造技术正在加速推进制造业向智能化、服务化、绿色化转型
	2019 年	国家科技部《关于支持建设国家合成生物技术创新中心的函》	聚焦于合成生物关键核心技术和重大应用方向，重点突破工业酶和核心菌种自主构建与工程化应用的技术瓶颈制约，引领构建未来生物制造新的技术路径
	2015 年	中国制造 2025	积极构建绿色制造体系，建设绿色工厂等
美国	2022 年	《关于推进生物技术和生物制造创新以实现可持续、安全和可靠的美国生物经济的行政命令》	将大力推动其生物技术和生物制造的发展
	2020 年	新建生物工业制造和设计生态系统	推动美国非医药类生物工业制造业的发展
	2016 年	敏捷生物铸造厂联盟计划	持续在生物化学品、生物燃料的生物制造领域投入巨资开展研发项目
	2015 年	《生物学工业化路线图：加速化学品的先进制造》	在未来十年（2015-2025 年），将通过生物学方法合成化工产品的能力逐步改善，提升到与传统化工方法相媲美的程度
欧盟	2019 年	《面向生物经济的欧洲化学工业路线图》	提出在 2030 年将生物基产品或可再生原料替代份额增加到 25% 的发展目标
英国	2018 年	《至 2030 年国家生物经济战略》	着力发展合成生物学研究的转化与应用，建立和完善合成生物技术产业创新网络式布局
日本	2019 年	《生物战略 2019》	提出到 2030 年建成“世界最先进的生物经济社会”，制定了《生物战略 2020》基本措施

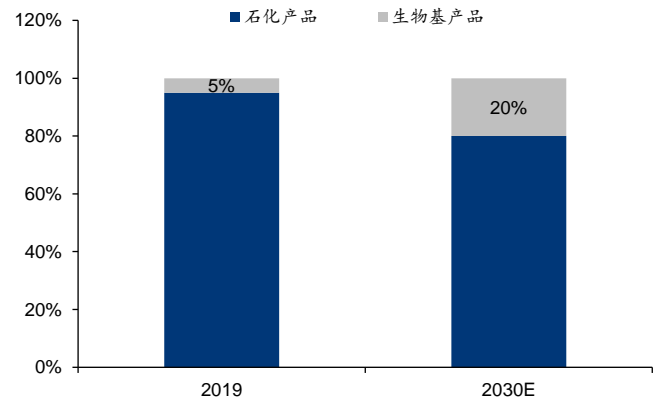
资料来源：《合成生物制造进展》（张媛媛等，2021 年 4 月），华恒生物招股说明书，华恒生物定增募集说明书，华泰研究

图表87：部分生物基化工品对 CO<sub>2</sub> 的减排效果



资料来源: IEA Bioenergy, 华泰研究

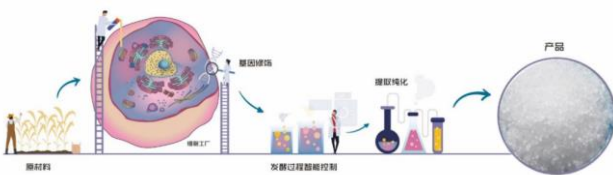
图表88：OECD 预计 2030 年全球 20%化工品可由生物基产品替代



注: 据 OECD 数据, 2019 年全球化工过程相关产品市场空间逾 4 万亿美元  
资料来源: OECD, 华泰研究

合成生物两大核心要素包括基因编辑和工程化能力, 其中工程化能力指采用先进的生物技术, 实现好氧发酵转厌氧发酵、发酵食品微生物群落的人工合成、构建自养型微生物发酵工厂、人工合成酶等一系列转变。产品工业化过程中, 由于细菌发酵生产过程与传统化工催化过程不同, 菌种生存的原料、氧气、搅拌速度、温度和压力, 以及产物分离技术等, 都需要工业化经验。同时需要借助小试-中试-工业化涉及各个方面条件的优化, 反馈至前端的代谢路径设计、改造和菌种培育等过程。由于目前全球合成生物产业处于发展初期, 我们认为中国企业依托全球制造业优势, 尤其在工程化能力方面较欧美、日韩等企业或具备更强的竞争力, 未来有望成为全球合成生物产业发展的领航者。

图表89：生物发酵工艺路线示意图



资料来源: 华恒生物招股说明书, 华泰研究

图表90：现代发酵放大工艺的流程示意图



资料来源: 《新一代发酵工程技术: 任务与挑战》(《食品与生物技术学报》, 2021 年 01 期, 周景文等), 华泰研究

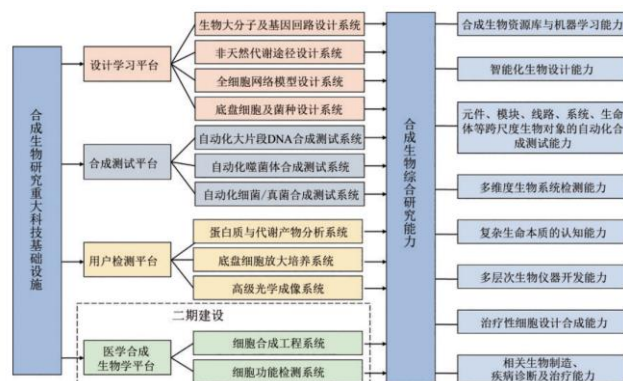
远期而言, 合成生物的本质是对于生物体内基因“转录-翻译-加工 (DNA-RNA-蛋白质)”过程的学习、计算和重构, 理论上借助对 DNA 结构中 A、G、C、T 四种碱基的重新组合、设计和重构, 同时借助 AI 辅助学习和计算, 能够构建“设计-构建-测试-学习”闭环, 大幅提升物质合成的准确性和效率以及降低成本, 伴随全球人工智能的发展有望驱动合成生物行业迈入新阶段。

图表91：合成生物“设计-构建-测试-学习”示意图



资料来源：Regenesis，华泰研究

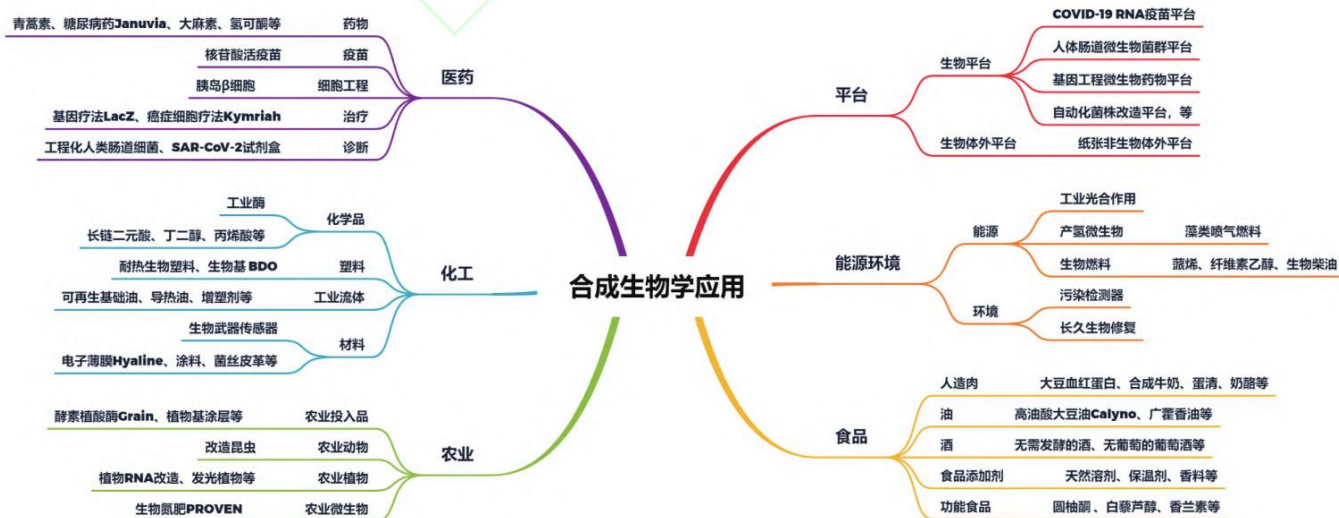
图表92：合成生物研究重大科技基础设施主要建设内容示意图



资料来源：《合成生物研究重大科技基础设施概述》（合成生物学，2022年第3卷第1期，张亭等），华泰研究

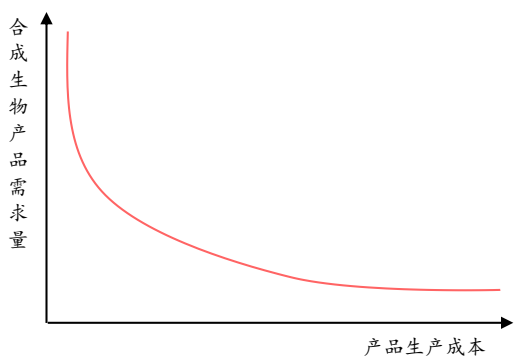
应用端而言，目前合成生物下游应用已拓展至医药、化工、农业、食品和能源环境等诸多领域，但目前多数领域技术壁垒仍较高，或相关领域产品市场空间较小，企业布局相关产品的成长性容易受到产品市场空间上限的限制。我们认为在目前全球合成生物产业仍处于发展初期的阶段，企业针对性地布局一些大单品（现有市场规模较大或潜在规模较大），或更有利于打开成长天花板，其中代表性产品包括（小品种）氨基酸，维生素，医药和原料药中间体等。以小品种氨基酸（缬氨酸）为例，其下游养殖领域使用需求天然存在，但早期受限于生产成本和价格的问题，缬氨酸全球使用量有限，但伴随行业企业不断降本和产能扩张，产品成本和价格下降驱动下，终端使用渗透率提升带来全球缬氨酸需求快速增长。

图表93：合成生物相关产品及应用领域示意图



资料来源：《全球合成生物学发展现状及对我国的启示》（《生物技术通报》，王晓梅等，2023，39(2)），华泰研究

图表94：合成生物生产化工品的成本下降和需求空间变化示意图



资料来源：华泰研究

图表95：缬氨酸价格走势和需求增长情况



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

### 生物法氨基酸/维生素等持续布局，黑龙江生物制造基地雏形已现

2017年，新和成于黑龙江绥化经济技术开发区注册成立黑龙江新和成生物科技有限公司，注册资本10亿元，秉承“技术领先，绿色发展”的理念，黑龙江基地致力于生物营养品、保健品、食品（饲料）添加剂等产品的生产与销售，并持续聚焦生物制造领域，不断延伸产业链，力争成为全球著名的生物制造公司。近年来公司与浙江大学、中科院、天津大学、江南大学、中国农业大学、浙江工业大学、丹麦CysBio生物技术公司等国内外著名研究院所及高校开展密切合作，共同开展化学前瞻性和应用领域研究，目前已拥有多项合成生物相关产品专利，其中《一种重组微生物、其制备方法及其在生产辅酶Q10中的应用》获第25届中国专利奖优秀奖。从专利情况看，目前公司合成生物相关专利包括多种氨基酸、维生素及原料药等产品或菌种，同时据公司2024年年报，未来公司亦将不断创新和丰富香料品种，并探索生物基产品，持续满足市场需求。

图表96：新和成部分合成生物相关产品对应专利情况

主要产品/菌种	专利名称	授权公布年份	授权公布号
辅酶 Q10	一种重组微生物、其制备方法及其在生产辅酶 Q10 中的应用	2020 年	CN109055417B
山梨糖/葡萄糖酸杆菌	一种提高氧化葡萄糖酸杆菌山梨糖产量和生产强度的方法	2020 年	CN 109628367 B
类球红细菌	一种类球红细菌的接合转移方法	2021 年	CN 111073883 B
古龙酸/氧化葡萄糖杆菌	一种氧化葡萄糖杆菌及其在生产古龙酸中的应用	2022 年	CN 112625955 B
VB12/粘着箭菌	一种粘着箭菌及其制备方法和在生产维生素 B12 中的应用	2022 年	CN 114231450 A
核黄素/枯草芽孢杆菌	一种枯草芽孢杆菌及其在生产核黄素中的应用	2023 年	CN 113249261 B
L-丝氨酸	一种提高 L-丝氨酸发酵单位的方法	2024 年	CN 118421721 A
VB12/粘着箭菌	一种表达突变型尿嘧啶原脱羧酶的重组菌	2024 年	CN 117568325 A
辅酶 Q10	产辅酶 Q10 基因工程菌及其应用	2024 年	CN 118406627 A
VB5	发酵生产维生素 B5 的工程菌及应用	2024 年	CN 119120516 A
DHA/裂殖壶菌	一种裂殖壶菌发酵法生产 DHA 的供氧控制方法	2024 年	CN 118562902 A
乳酸菌	固定化乳酸菌及其制备方法	2024 年	CN 118853651 A
D-泛酸	一种发酵法制备 D-泛酸的方法	2024 年	CN 116024278 B
D-泛酸钙	一种 D-泛酸钙的纯化方法	2024 年	CN 115925573 B
AA-2G	一种糖基转移酶融合酶变体及其在 AA-2G 制备中的应用	2024 年	CN 115960856 B
L-色氨酸	一种高纯度圆饼状 L-色氨酸晶体的制备方法及其产品	2024 年	CN 116283711 B
VB12/粘着箭菌	一种表达突变型西罗血红素合酶的重组菌	2024 年	CN 117603930 B
β-胡萝卜素	一种提高三孢布拉氏霉发酵生产 β-胡萝卜素的方法	2025 年	CN 119351509 A
2-酮基-L-古龙酸	一种发酵生产 2-酮基-L-古龙酸的方法	2025 年	CN 116218921 B

资料来源：公司专利说明书，国家专利局，华泰研究

考虑到目前合成生物技术发展仍处于相对早期，而多数产品应用于下游领域时，通常要求产品纯度较高，但氨基酸、维生素和农药等产品相对特殊，由于下游系养殖和农业等领域，下游对发酵副产品的要求往往不如工业化工品苛刻，例如氨基酸中含有的菌体蛋白和淀粉等杂质亦可被动物吸收，因此阶段性而言，在合成生物技术发展早期，氨基酸、维生素等对分离等技术要求相对更低的板块或成为合成生物领域更早孕育出工业化产品的领域。

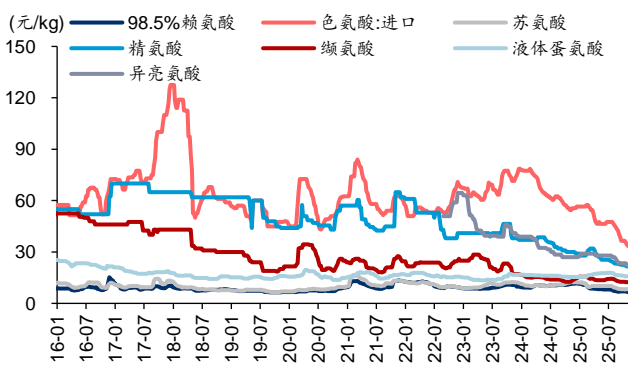
图表97：部分氨基酸、维生素、农药及化工品的下游对于产品纯度要求存在差异

分类	产品名称	实际纯度	下游应用领域	备注
氨基酸	赖氨酸 (98.5%)	70%-80%	养殖	杂质主要是发酵副产物
	赖氨酸 (70%)	50%-60%	养殖	杂质主要是发酵副产物
	苏氨酸 (99%)	98%-99%	养殖	杂质主要是发酵副产物
	蛋氨酸 (99%)	98%-99%	养殖、医药	-
	缬氨酸 (99%)	98%-99%	养殖、医药、食品添加剂	杂质主要是发酵副产物
维生素	维生素 A	50 万 IU/g	养殖、医药、食品添加剂	-
	维生素 E	50%	养殖、医药、食品添加剂	-
	维生素 B2	80%	养殖、医药、食品添加剂	-
	维生素 D3	50 万 IU/g	养殖、医药、食品添加剂	-
农药	阿维菌素精粉	实物 95%	农业	-
	吡虫啉原药	实物 96%	农业	-
	高效氯氟氰菊酯原药	实物 96%	农业	-
	多菌灵原药	实物 97%	农业	-
	啶菌酯原药	实物 98%	农业	-
工业用化工品	乙二醇	≥99.8%	化纤、防冻液	-
	工业丙烯酸	≥99.0%	涂料、树脂等	杂质为水分、醛类等
	工业丁二烯	≥99.0%	橡胶、树脂等	杂质为炔类、二聚物等
	PX	≥99.7%	化纤、溶剂等	杂质为芳烃等
	纯碱	≥99.5%	玻璃、洗涤、钠盐等	-

资料来源：Wind，百川盈孚，隆众资讯，钢联数据，十日讯，华泰研究

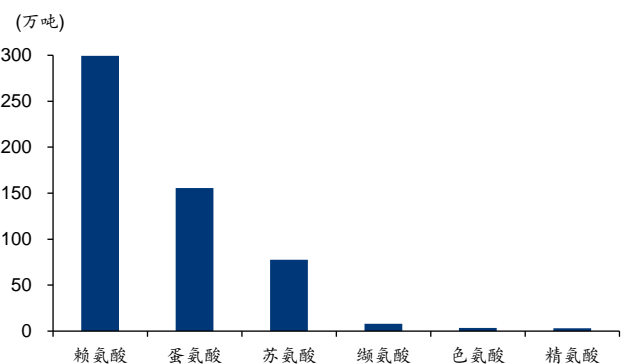
同时，对于缬氨酸、色氨酸、精氨酸、异亮氨酸、胱氨酸等一些品种的氨基酸，以及高档维生素等品种，由于传统化工法或者酶法等生产工艺成本高企，导致产品价格较高，限制了其作为饲料氨基酸配方的使用，导致目前产品市场规模显著低于赖氨酸、苏氨酸和蛋氨酸等成本和价格较低的品种。合成生物技术为降低氨基酸、维生素的生产成本和价格提供了新思路，若行业企业通过合成生物技术实现产品更低成本的生产，未来有望驱动小品种氨基酸和高档维生素等产品需求的快速扩张，进而打开市场增长的天花板。

图表98：几种主要的饲料氨基酸价格走势



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

图表99：几种主要的饲料氨基酸全球市场规模对比



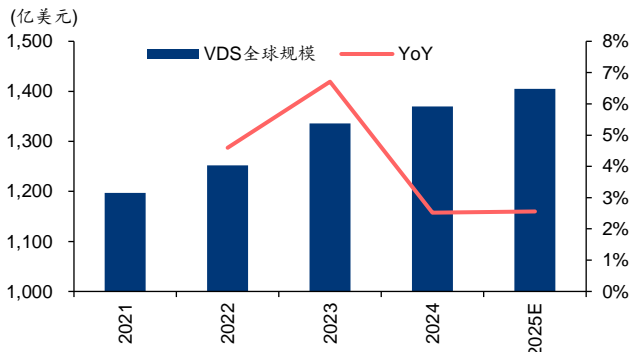
注：1) 赖氨酸和苏氨酸市场规模为博亚和讯 21 年全球需求量数据；2) 蛋氨酸为秣宝网 22 年全球需求量数据；3) 缬氨酸市场规模为中国生物发酵产业协会预测的 23 年全球需求量数据；4) 色氨酸和精氨酸市场规模为立木咨询预测的 23 年全球需求量数据

资料来源：博亚和讯，秣宝网，立木咨询，中国生物发酵产业协会，华泰研究

营养品方面，新和成在辅酶 Q10、高档氨基酸和维生素等领域亦持续发力。以辅酶 Q10 为例，公司目前已具备 500 吨/年产能，居国内前列。辅酶 Q10 是人体内的一种抗氧化剂，在人体能量代谢和抗氧化保护活动中起着至关重要的作用，是人体细胞中重要的“能量转换器”。美国 FDA 在 2004 年即建议心脑血管病人在服用“他汀”类药物的同时需每天补充辅酶 Q10 以减小该类药物对身体的损害，而美国心脏病医师协会亦建议全美 65 岁以上老人，无论是否有心脏病，都宜每天服用辅酶 Q10。辅酶 Q10 除了用于保健食品，还可应用于药品、化妆品等消费领域，应用场景较为丰富。

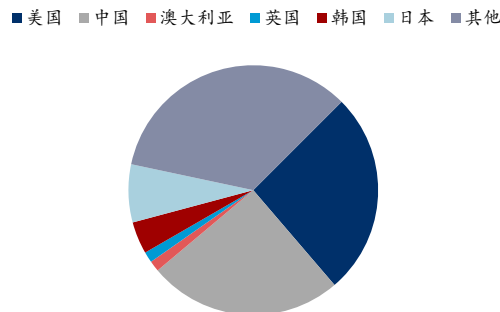
据金达威年报、Euromonitor，2024 年全球健康消费市场规模 3291 亿美元，其中 VDS（膳食营养补充剂）规模 1370 亿美元，同比+2.52%，美国和中国 VDS 占比分别约 26%和 25%，Euromonitor 预计 2025 年全球 VDS 市场规模将达 1405 亿美元，同比增长 3%。

图表100: 全球 VDS 行业规模及预测



资料来源: 金达威年报, Euromonitor, 华泰研究

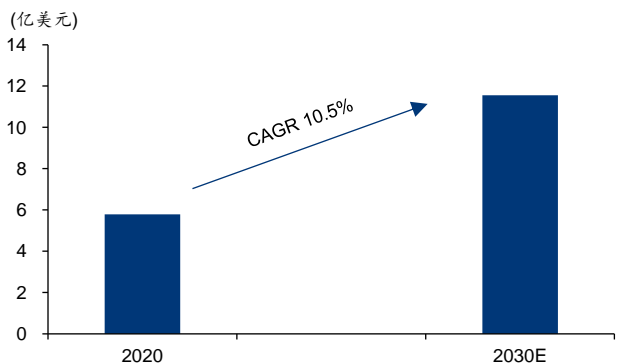
图表101: 全球 VDS 市场销售额分布 (2024)



资料来源: 金达威年报, Euromonitor, 华泰研究

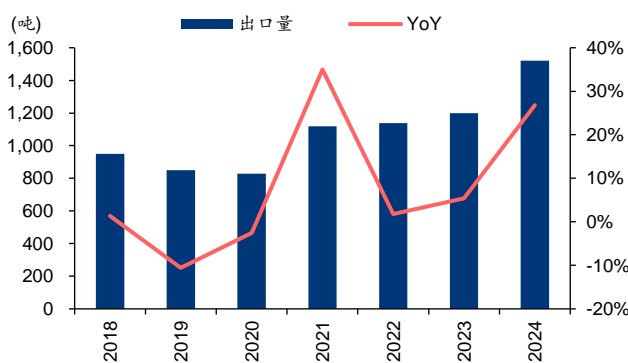
据 GMIinsights，2020 年全球辅酶 Q10 市场规模约 10 亿美元，预计 2030 年有望增长至 11.56 亿美元，CAGR 达 10.5%，而中国已成为全球辅酶 Q10 主要供给国家，据海关总署，2024 年国内辅酶 Q10 出口量达到 1520 吨，同比增长 27%。

图表102: 全球辅酶 Q10 市场规模及预测 (GMIinsights 预测)



资料来源: GMIinsights, 华泰研究

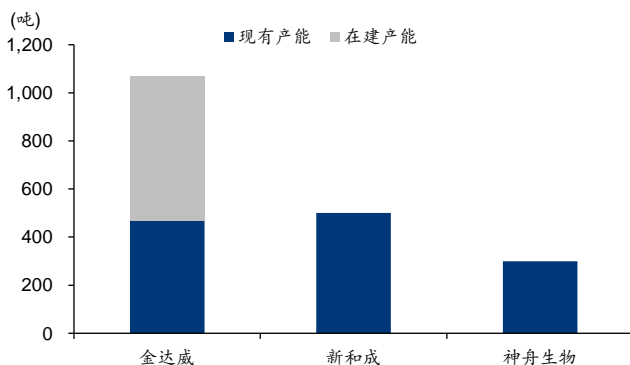
图表103: 中国辅酶 Q10 出口量及增速情况



资料来源: 海关总署, 华泰研究

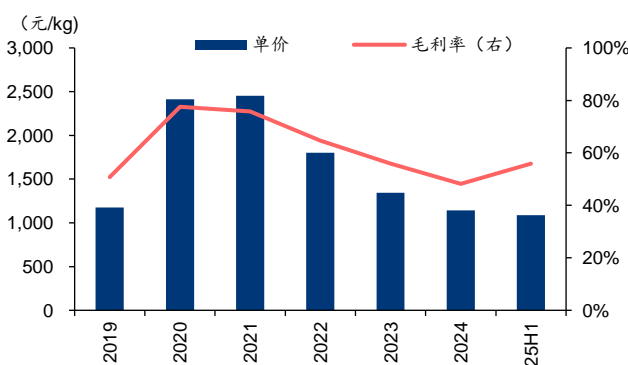
目前辅酶 Q10 主要存在茄尼醇半化学合成法和微生物发酵法两种生产技术，与化学合成法相比，微生物发酵法生产工艺更为安全、成熟，具备产品质量好，生产成本更低的优势，已成为辅酶 Q10 的主流生产工艺。但由于技术壁垒较高，目前辅酶 Q10 生产企业较少，产能主要集中在国内金达威、新和成等企业，因而产品具备较高的单价和毛利率水平。

图表104: 国内主要辅酶 Q10 企业及产能情况 (截至 2024 年末)



资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表105: 金达威辅酶 Q10 系列单价和毛利率水平



资料来源: 金达威年报, 华泰研究

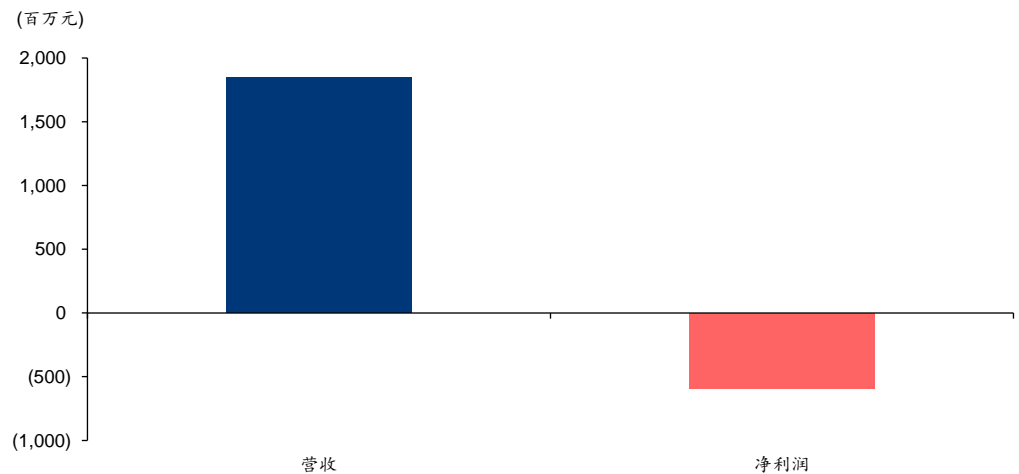
从新和成黑龙江基地部分项目环评报告来看，公司目前主要已投产，在建/规划布局的生物发酵产品亦主要集中在小品种氨基酸、高档氨基酸和维生素等领域，未来伴随公司菌种技术持续迭代和成本优化，以及品类和规模不断扩张等驱动，黑龙江基地有望逐步贡献正向盈利，同时生物制造版图的扩大亦有望助力公司估值水平的抬升。

图表106：新和成黑龙江基地部分在建/规划项目情况

项目	产品	产能 (万吨/年) 备注	项目	产品	产能 (万吨/年) 备注
一期项目	结晶葡萄糖	15.51	A4 项目	A4 (L-胱氨酸, 化学药品原料药)	0.4
	麦芽糖浆	0.5167		A2 发酵液 (用于生产 A4)	5.1
	叶红素 (辅酶 Q10)	0.05		TP 发酵液 (用于生产 A4)	0.95 竣工验收
	己糖酸 (VC 系列)	3		硫酸铵 (副产)	0.57
	山梨醇	6		硫磺 (副产)	0.0046
	蛋白粉 (副产)	1.17		A3A6 项目 (一期)	A3 (L-半胱氨酸盐酸盐一水物, 化学药品原料药)
胚芽 (副产)	1.83	A6 (色氨酸, 化学药品原料药)	0.7 (30%)		
饲料 (副产玉米浆等)	4.2175 竣工验收	F6 (泛醇, 维生素类原料药)	0.05		
二期项目	化肥 (副产硫酸钾)	4	A3A6 项目 (二期)	A3	0.5
	硫磺 (副产)	0.045		A6	0.25
	淀粉	3.9075	D 酯项目	DHA 成品油	0.5 (折纯)
	葡萄糖	7.755		A10	0.5
	麦芽糖浆	0.21655	A9	0.6	
	山梨醇	3	BC	0.001	
	VC 系列	3 (未建设)	A9、A10 及功能发酵制品项目	LC	0.001
	核黄素 (VB2)	0.3		AX	0.001
	钴胺素 (VB12)	0.15		V1	0.0015
	维生素及氨基酸系列产品项目	A2 (L-丝氨酸)	0.05	V2	0.01
F5 (D-泛酸钙)		0.25 竣工验收	H1	0.01	
菌丝蛋白 (副产)		0.28	A18 (亮氨酸)	0.1	
粗品氯化铵 (副产)		0.35	A18、A20 及异酸项目	A20 (L-酪氨酸)	0.3
		异酸 (D-异抗坏血酸)		1	

资料来源：公司公告和项目环评书，华泰研究

图表107：新和成黑龙江子公司 2023 年盈利情况



资料来源：公司公告，华泰研究

### 新材料：特种工程塑料持续发力，“化工+”平台助力国产化浪潮

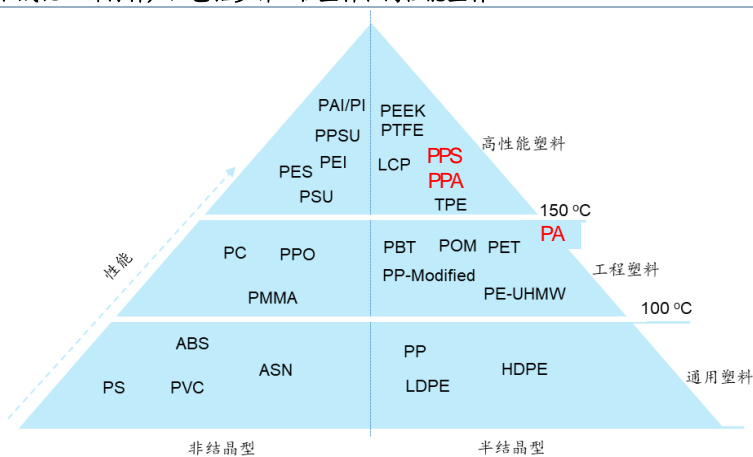
化工新材料领域，新和成重点发力国产化率较低的高性能特种工程塑料、聚合物和关键中间体，目前在 PPS（聚苯硫醚）领域已具备全球领先优势，同时 PPA（高温尼龙）、异氰酸酯系列（HDI、ADI 等）等产品不断成长，未来在天津基地规划 50 万吨级别己二腈/己二胺和下游尼龙 66 新材料等产品线，有望助力国产化进程。

图表108：新和成新材料板块主要产品布局情况

业务板块	主要产品	现有和在建/规划产能（万吨/年）	下游应用领域	备注
新材料	PPS	2.2 万吨+在建 0.8 万吨	电子电气、汽车、航天、工业等	国内龙头，率先突破国产化的企业之一，纤维级和膜级材料增速较快，目前 2.2 万吨/年产能满产满销
	PPA	0.1 万吨中试+在建 0.9 万吨		共规划 1 万吨产能
	HA 系列	2.7/2/0.4/0.3 万吨甲酮/IPDA/ADI/HDI 等		IPDA 和 ADI 满产满销，HDI 存 10 万吨新产能规划
	尼龙新材料	规划天津基地 50 万吨己二腈/己二胺		规划投资 100 亿元，分 2 期，一期 10 万吨己二腈/己二胺；二期 70 亿元，40 万吨己二腈/己二胺和 40 万吨尼龙新材料

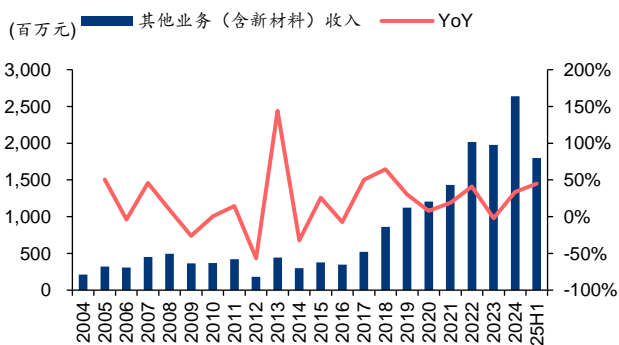
资料来源：公司公告，华泰研究

图表109：新和成化工新材料产品包括多种工程塑料和高性能塑料



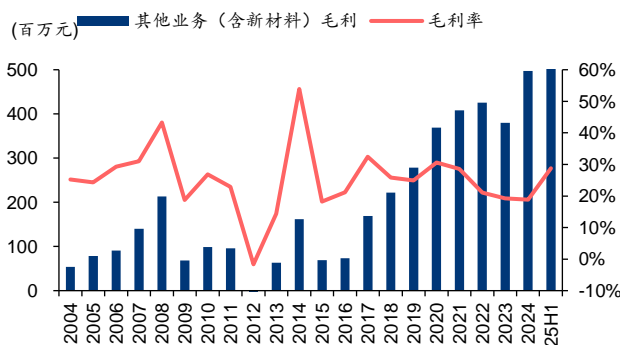
伴随公司 PPS、HA 系列等产品品质提升、下游导入和持续放量，近年来公司新材料业务收入和利润贡献亦较为可观，2024 年公司其他业务(含新材料)贡献营收/毛利 26.4/5.0 亿元，同比增长 34%/31%，且近十年 CAGR 达 24%/12%，未来伴随 PPS、PPA、HA 系列等产能扩张和产销增长，叠加己二腈-尼龙 66 等业务发展，公司新材料板块亦有望持续成长。

图表110：新和成其他业务（含新材料）收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表111：新和成其他业务（含新材料）毛利和毛利率水平

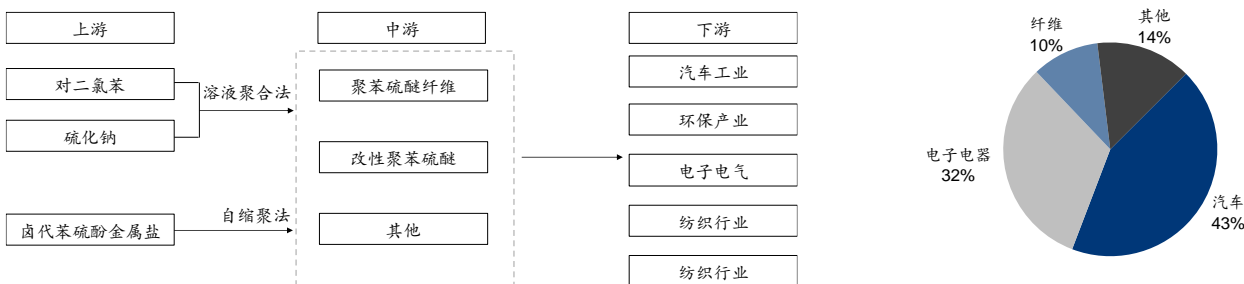


资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

**PPS：十年磨一剑跻身全球 PPS 领先企业，上下游一体化巩固竞争优势**

PPS（聚苯硫醚，又名聚亚苯基硫醚）具备耐高温、耐辐射、高阻燃、高尺寸稳定性、良好的耐溶剂和化学腐蚀等特性，被公认为是继 PC/PA/POM/PP0/PBT 之后的第六大特种工程塑料，也是八大宇航材料之一。因其优异的性能，PPS 被广泛用于汽车、电子电器、纤维、精密仪器、机械、薄膜、电力、航空等领域。聚苯硫醚主要生产工艺有熔融缩聚法和硫化钠法，熔融缩聚法以硫磺和对二碘苯等为原料，在引发剂作用下熔融聚合得到 PPS，由于原料对二碘苯生产工艺复杂和产物精制困难等原因，未得到广泛应用；硫化钠法以对二氯苯和硫化钠或硫化氢钠为原料，在极性有机溶剂中缩聚得到 PPS，是目前主流的工业化技术。

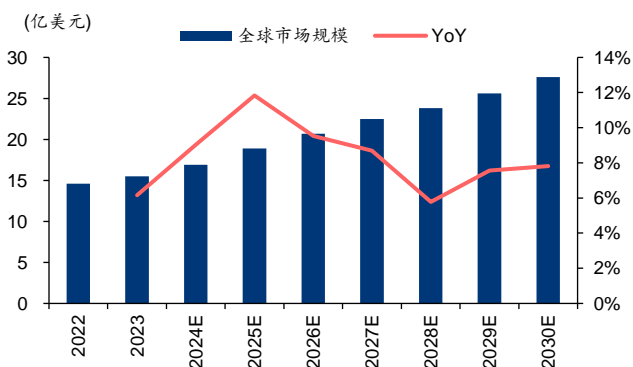
图表112：PPS 产业链示意图及国内下游应用结构（2020 年）



资料来源：中国石油和化学工业联合会，华泰研究

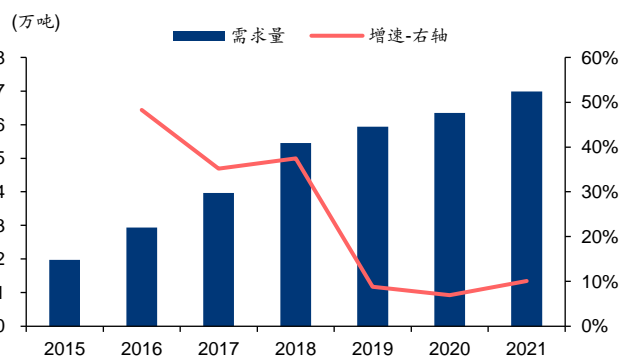
据中国石油和化学工业联合会、QY Research, 2023 年全球 PPS 市场规模约 15.5 亿美元，受益于下游汽车、电子电器和纤维等领域需求增长，预计 2030 年有望增长至 27.7 亿美元，24-30 年 CAGR 达 8%。国内方面，2021 年需求量近 7 万吨，16-21 年 CAGR 达到 23%，但由于生产技术壁垒较高和安全环保要求较高等因素，国内企业装置规模整体较小，且开工率提升难度较大，导致国内 PPS 供需不平衡，进口依赖度较高，海外企业主导下，PPS 市场价格常年维持较高水平。

图表113：全球 PPS 市场规模增长情况



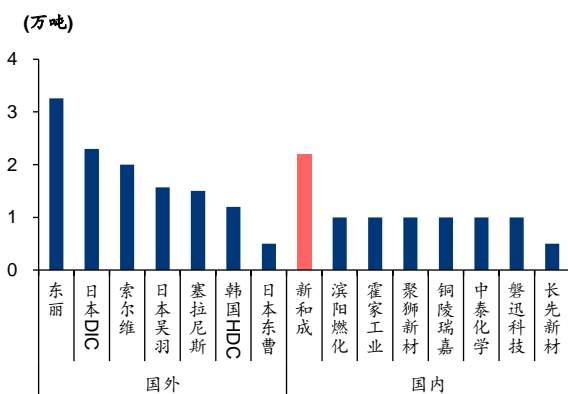
资料来源：中国石油和化学工业联合会，QY Research，华泰研究

图表114：中国 PPS 需求量和增长情况



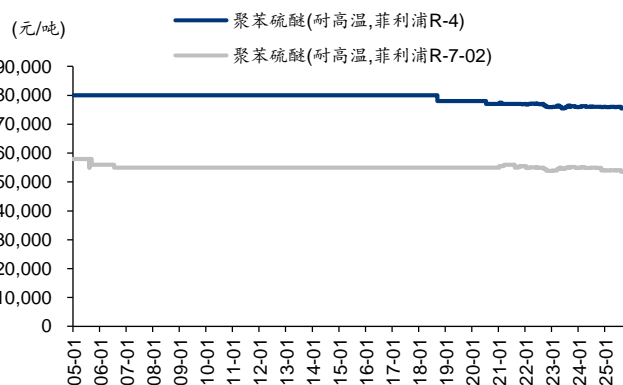
资料来源：中国石油和化学工业联合会，智研咨询，华泰研究

图表115: 全球 PPS 主要生产企业情况



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 各公司公告, 华泰研究

图表116: PPS 常年维持较高价格



资料来源: Wind, 华泰研究

新和成自 2007 年开启 PPS 研发项目, 十年磨一剑已成功跻身国内 PPS 龙头之一, 目前公司产能 2.2 万吨/年, 全球范围内产能规模仅次于日本东丽。从发展历史来看, 2007 年公司与浙江大学合作研究 PPS 技术; 2012 年公司启动 5000 吨/年 PPS 一期项目; 2013 年公司 PPS 项目试产成功; 2015 年与帝斯曼集团合资共同设立帝斯曼新和成工程塑料(浙江)有限公司, 主营 PPS 复合材料的全球销售业务; 2016 年 PPS 一期项目投产, 2017 年 6 月公司二期 10000 吨 PPS 生产线投料试生产, 公司 PPS 总产能达 1.5 万吨/年; 2023 年伴随公司第三套 7000 吨/年装置投产, 总产能达到 2.2 万吨/年, 同时未来仍有 8000 吨/年新产能规划。

图表117: 新和成 PPS 业务发展历史梳理

时间	公司动向
2007 年	与浙江大学合作研究 PPS 技术
2012 年	启动 5000 吨/年 PPS 一期项目
2013 年	PPS 项目试产成功
2015 年	与帝斯曼集团合资共同设立帝斯曼新和成工程塑料有限公司
2016 年	PPS 一期项目投产
2017 年	二期 10000 吨 PPS 生产线投料试生产, 总产能达到 1.5 万吨/年
2023 年	第三套 7000 吨/年生产装置投产, 总产能达到 2.2 万吨/年
2024 年	2.2 万吨/年产能满产满销, 成为国内唯一稳定生产纤维级、注塑级、挤出级、涂料级 PPS 的企业

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

据公司 2024 年年报, 目前公司 2.2 万吨/年 PPS 产能已实现满产满销, 且已打造了从基础原料到高分子聚合物、再到改性加工、到特种纤维的 PPS 全产业链, 成为国内唯一能够稳定生产纤维级、注塑级、挤出级、涂料级 PPS 的企业。未来伴随公司产能持续扩张及下游应用拓展, 有望持续助力 PPS 国产化进程, 同时为公司贡献更多的增量业绩。

### 高温尼龙: 品类众多性能各异, 公司依托产业链优势积极布局

尼龙又称聚酰胺, 是大分子主链上含有重复酰胺基团 (-NHCO-) 的一类热塑性树脂的总称。在电子电器、机械制造、汽车制造、电线电缆、薄膜制品等诸多领域广泛应用。伴随下游领域对塑料材料性能要求的提升, 近年来常规尼龙越来越难以满足各种苛刻的工况, 高温尼龙因其优异的耐热性、力学性能及化学稳定性等特点逐渐崭露头角, 市场需求持续增长。高温尼龙通过分子结构设计(如引入芳环、长链单体)可显著提升尼龙材料耐热性等性能, 通常可在 150 °C 以上长期使用, 短期耐温达 250~300 °C, 且热变形温度普遍超过 260 °C, 兼具良好的韧性、高温刚性、抗高温蠕变性、抗疲劳性等, 能够满足材料轻量化、耐高温、尺寸稳定等要求。常见的高温尼龙有脂肪族的聚己二酰丁二胺 (PA46) 和半芳香族的聚对苯二甲酰丁二胺 (PA4T)、聚对苯二甲酰己二胺 (PA6T)、聚对苯二甲酰壬二胺 (PA9T)、聚对苯二甲酰癸二胺 (PA10T)、聚对苯二甲酰十二碳二胺 (PA12T) 等, 其中 PA46、PA4T、PA6T、PA9T、PA10T 等目前已实现大规模商品化应用。

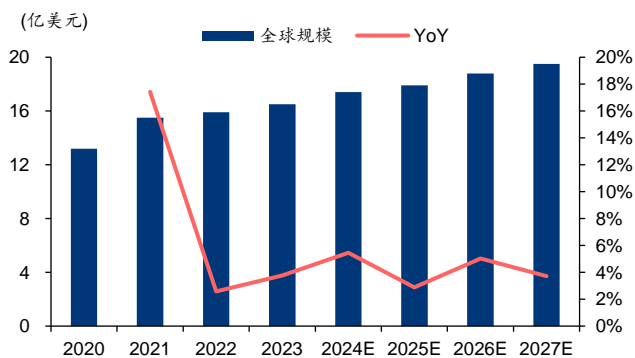
图表118：部分高温尼龙材料性能特点

产品名称	主要聚合单体	熔点 (°C)	特性	主要下游应用	部分生产企业
PA46	己二酸、丁二胺	295	具有高刚度和高温下的低蠕变、良好的韧性和疲劳行为、耐化学品性	电子电器、汽车行业、耐磨摩擦部件	帝斯曼
PA4T	对苯二甲酸、丁二胺	430	均聚物无法进行熔融加工	汽车、电子电器	帝斯曼
PA5T	戊二胺、对苯二甲酸	309	采用生物基原料戊二胺，满足环保和“双碳”需求，但吸水率偏高，且与 PA6T 相比，性能和价格仍待提升	共混改性、玻纤复材等	凯赛生物
PA6T	己二胺、对苯二甲酸	370	热变形温度高，流动性、耐焊接性好，吸水率低	生产电子电器零件、汽车核心部件、机械零件等	杜邦、索尔维、赢创、BASF、金发科技、浙江新和成
PA9T	壬二胺、对苯二甲酸	308	优异的强度、韧性、流动性、耐摩擦性、耐热性、耐化学腐蚀性、低吸水性，可快速成型，尺寸稳定性、成型速度等性能高于 PA66 与 PA46	电子零部件、汽车工业、纤维工业等	可乐丽、上海杰事杰、玉门博科材料
PA10T	癸二胺、对苯二甲酸	316	耐高温、抗冲击性、低吸水性等	电子电器、汽车轻量化、SMT 和 LED 等	上海杰事杰、金发科技
PA12T	十二碳二胺、对苯二甲酸	293	相比 PA5T, PA6T, PA9T 等，具有更长的碳链和更低的酰胺键密度，因此具有更低的吸水率、更高的冲击性能，熔体加工性好，单体制备难度高	尚未大规模工业化	君恒生物、德众泰(江门)

资料来源：《高温尼龙的合成与改性研究进展及产业发展现状》(施雨鸣，工程塑料应用，2025 年 6 月)，华泰研究

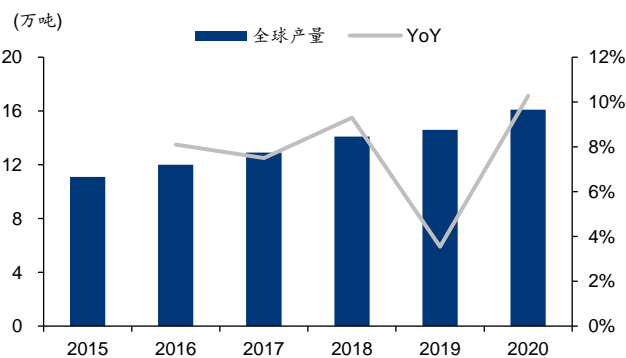
据 QY Research, 2023 年全球 PPA 市场规模约 16.5 亿美元, 预计 2027 年有望增长至 19.5 亿美元, 24-27 年 CAGR 约 4.3%, 而产业发展现状方面, 海外化工企业杜邦、索尔维、巴斯夫、三井化学、帝斯曼、可乐丽等目前仍占据 PA6T、PA9T 等主流高温尼龙的大部分市场, 其中可乐丽主导绝大部分 PA9T 的产能及市场, 帝斯曼作为全球主要的丁二胺生产企业, 凭借先发优势和专利布局保护等, 在 PA46 和 PA4T 生产和销售方面占据主导地位。国内在高温尼龙发展上起步较晚, 主要受限于单体二胺的工业化生产能力等因素, 目前高温尼龙产品进口依赖度较高。新和成目前已建成 1000 吨/年高温尼龙 PA6T 产线, 并规划扩产至 1 万吨/年规模, 未来依托公司在己二腈/己二胺等上游中间体环节配套优势, 有望逐步建立 PPA 产业链竞争优势。

图表119：全球高温尼龙市场规模持续增长



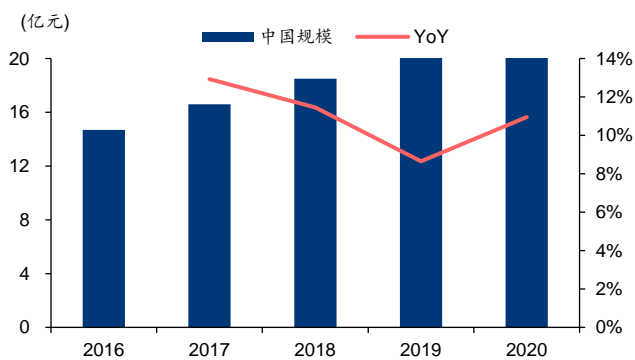
资料来源：QY Research，华泰研究

图表120：全球高位尼龙产量及增速情况



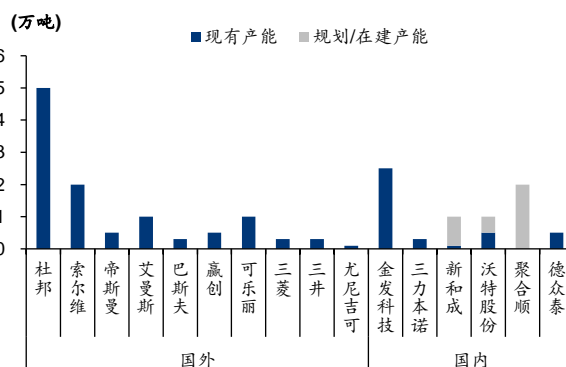
资料来源：华经产业研究院，华泰研究

图表121: 中国高温尼龙市场规模及增速情况



资料来源: QY Research, 华泰研究

图表122: 全球代表性高温尼龙企业及产能 (2024)

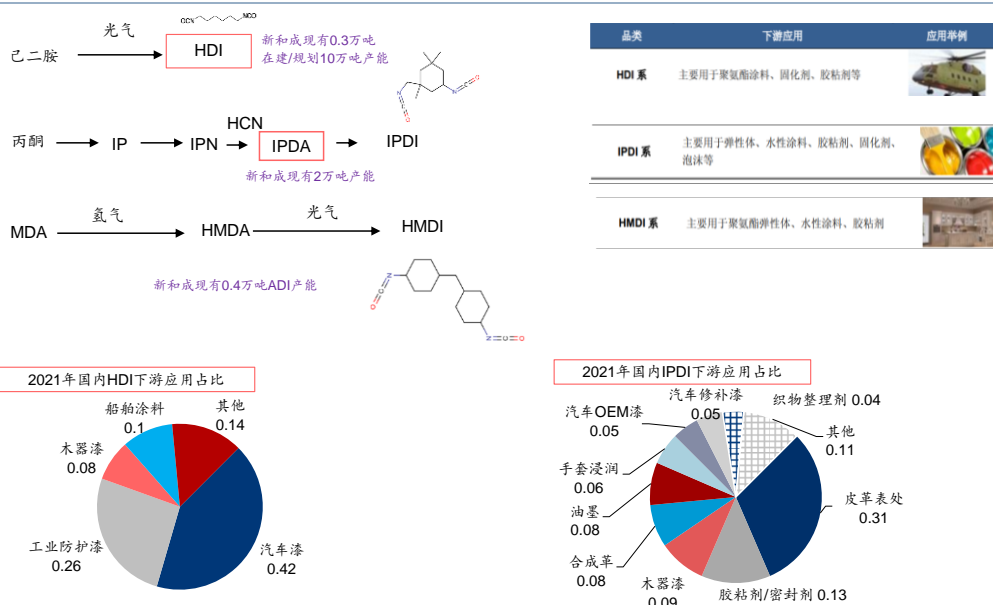


资料来源: 各公司公告, Wind, 华泰研究

### 异氰酸酯: 依托光气化/氢氰化技术扩充产品线, ADI 系列产品前景向好

公司目前 HA 系列产品已建成 2.7/2/0.4/0.3 万吨/年甲酮/IPDA/ADI/HDI 等, 主要依托公司维生素、蛋氨酸和香精香料等领域积累的光气化/氢氰化技术能力和上游己二胺等原材料配套优势, 且公司在 HDI、ADI 和 IPDA 产业链未来仍有扩产计划。ADI 是分子中不含有苯环、具有两个 N=C=O 官能团有机中间体, 由于分子内不饱和键含量较少, ADI 制备的聚氨酯材料具有极其优异的抗老化、耐黄变等性能, 在航天军工、高端装备、汽车等领域应用广泛。ADI 主要包括六亚甲基二异氰酸酯 (HDI)、异氰尿酸二异氰酸酯 (IPDI, IPDA 的下游产品)、二环己基甲烷-4,4'-二异氰酸酯 (HMDI) 等类型, 其中 HDI 是目前应用最广泛的品种, 占比约 2/3 左右。

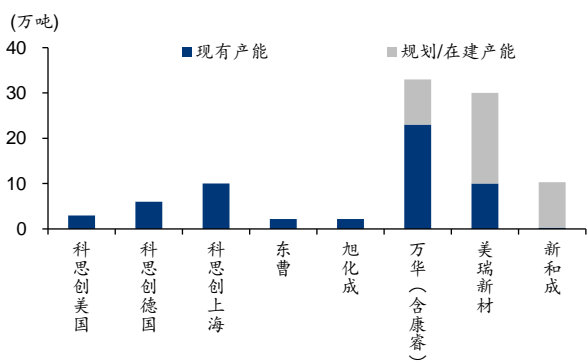
图表123: HA 系列部分产品产业链示意图



资料来源: 天天化工网, 华泰研究

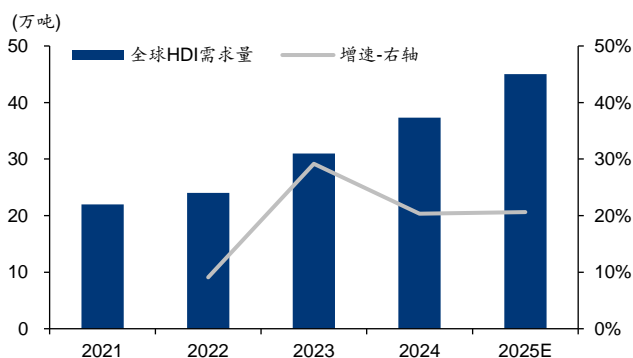
据天天化工网, 2021 年全球 HDI 需求量约 22 万吨 (其中国内约 8 万吨), 至 2025 年有望增长至 45 万吨左右, CAGR 达 20%。由于 HDI 较高的技术壁垒, 目前全球掌握 HDI 规模化技术的企业较少, 其中科思创和万华化学为全球主要的 HDI 生产企业, 2024 年总产能分别约 19 万吨和 23 万吨 (含并购的康睿化工产能)。新和成目前 HDI 产能 0.3 万吨/年, 未来具备 10 万吨级别的产能扩张计划。

图表124: 全球主要 HDI 企业及产能情况 (2024)



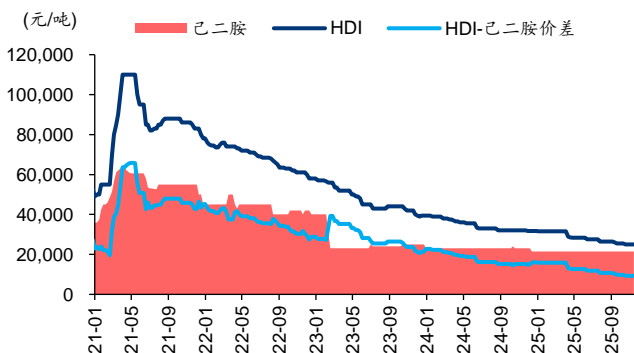
资料来源: 天天化工网, 各公司公告, 华泰研究

图表125: 全球 HDI 需求量持续增长 (天天化工网预测)



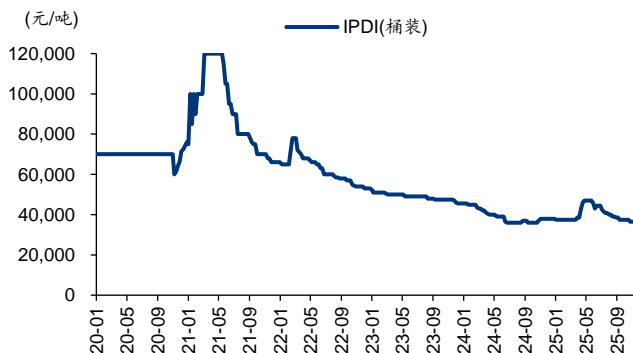
资料来源: 天天化工网, 华泰研究

图表126: HDI 价格价差走势



资料来源: 天天化工网, Wind, 华泰研究

图表127: IPDI (IPDA 下游产品) 价格走势

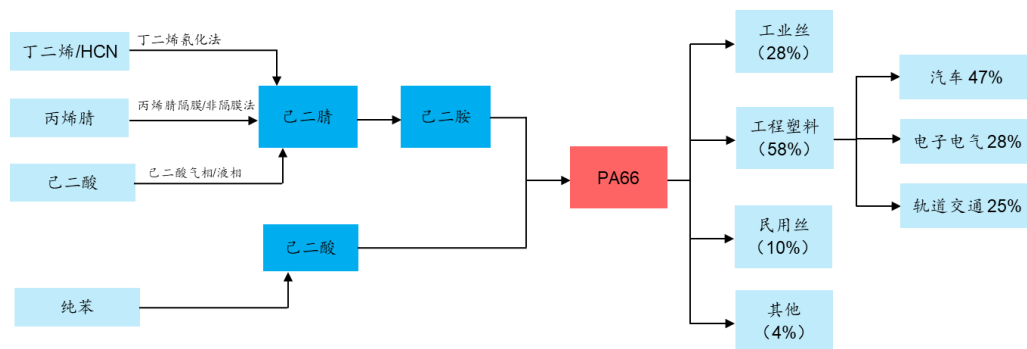


资料来源: 天天化工网, 华泰研究

### 己二腈-尼龙 66: 产业链国产化浪潮来袭, 依托自主己二腈技术有望破局

尼龙 66 (又称“聚酰胺 66”或 PA66), 由己二酸和己二胺聚合而成, 最早由 1938 年杜邦公司实现工业化生产。PA66 具有良好的耐热性、耐疲劳性、高强度和低热收缩率等特性, 广泛用于工程塑料、工业丝、民用丝和薄膜等领域。相较于尼龙 6, 尼龙 66 在耐磨、熔点和热变形温度等方面性能都更为优异, 因此尼龙 6 下游大多数用于民用纺织领域, 而尼龙 66 接近 60%应用于工程塑料领域, 例如尼龙 66 是实现汽车轻量化的重要材料, 同时广泛应用于下游轨道交通及电子电气领域。

图表128: 己二腈-尼龙 66 产业链示意图



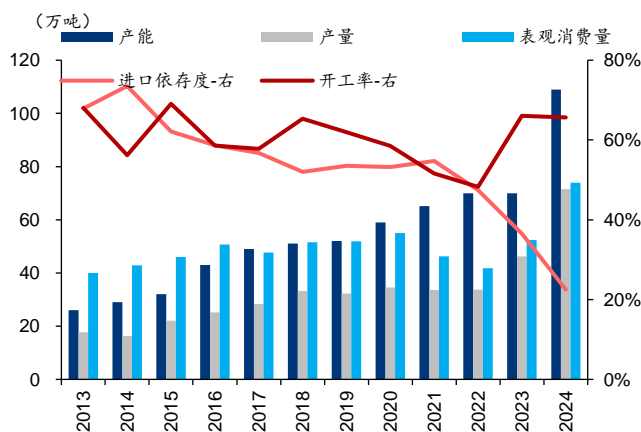
注: 图中百分比数据为国内 2021 年下游消费结构占比

资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 华泰研究

由于 PA66 的原材料己二腈长期被国外英威达、奥升德和索尔维等主导，早期全球 PA66 市场也主要以国外企业为主，英威达、奥升德和索尔维（聚酰胺业务被巴斯夫收购）长期占据 50% 以上份额，国内仅神马集团、华峰集团等具备一定产能。据百川盈孚，2020 年国内 PA66 年产能约 60 万吨，产量约 35 万吨，表观消费量约 55 万吨，进口量依存度达 53%。2022 年 8 月，中国化学公告子公司天辰齐翔新材料项目 20 万吨/年己二腈项目已顺利打通全流程并产出优级品，意味着国内首套自主技术的丁二烯法己二腈正式投产，叠加神马集团、华峰集团等具备产业链布局经验的企业争先发力，国内己二腈-尼龙 66 产业链进入国产替代窗口期，2024 年国内尼龙 66 产能约 109 万吨，产量和表观消费量分别达到 71 万吨和 74 万吨，进口依赖度下降至 23% 左右。

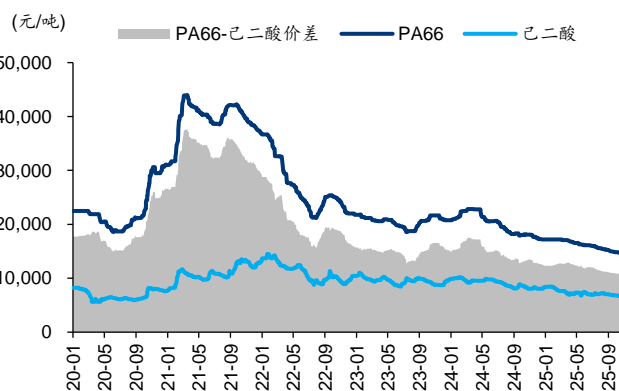
另据 IHS，2020 年海外（除中国）尼龙 6/尼龙 66 产量约为 345/247 万吨，其中己二腈技术未受限情形下海外尼龙 66 产量接近尼龙 6 产量的 3/4 水平，而据百川盈孚数据，2024 年国内尼龙 6/尼龙 66 产量分别 572/71 万吨，虽近年来己二腈-尼龙 66 产业链国产化进程已逐步推进，但受制于己二腈装置开工稳定性和产品品质等因素，目前国内尼龙 66 产量规模较尼龙 6 仍较低，考虑到尼龙 66 优异的性能优势，未来潜在需求增长空间仍较为广阔。

图表129: 国内尼龙 66 供需情况



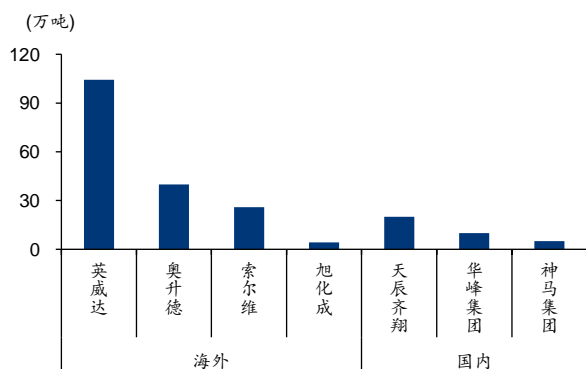
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表130: 尼龙 66 价格价差走势



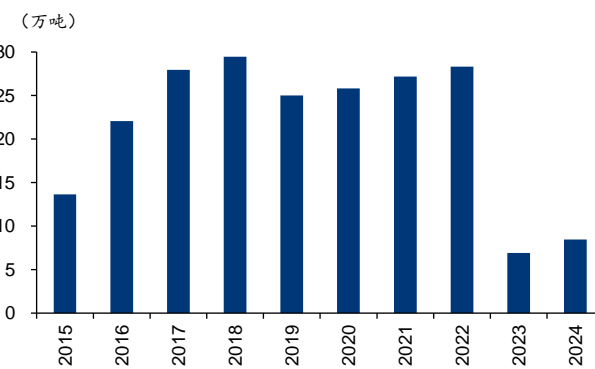
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表131: 全球己二腈主要产能分布 (2024)



资料来源: 各公司公告, 华经产业研究院, 华泰研究

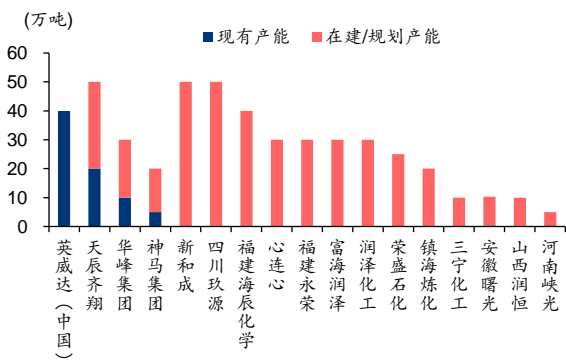
图表132: 国内未列名腈基化合物进口情况



资料来源: 海关总署, 华泰研究

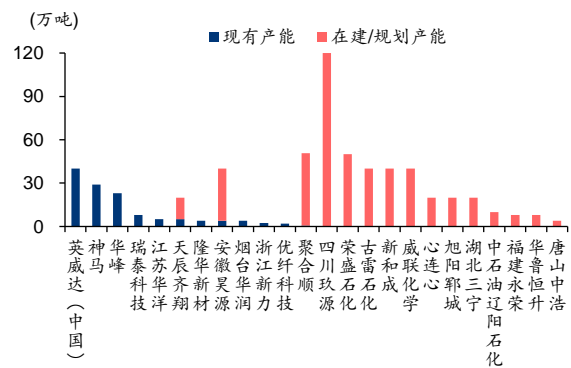
从技术来看，己二腈生产包括丁二烯法、己二酸法及丙烯腈法三种工艺路线，丁二烯法由于产品质量好、经济性优越成为全球主流生产工艺，但缺点是原料氢氰酸毒性较大，生产工艺流程较长，催化剂回收较难；己二酸法生产安全风险较小，但工艺路线长，生产成本较高，经济性一般；丙烯腈法投资较低流程较短，但原料价格较高且具有较强的毒性及腐蚀性，经济性较差。新和成基于蛋氨酸生产积累的氢氰化技术能力等延伸，逐步掌握丁二烯氢氰化法己二腈技术，据公司 2024 年年报，公司目前已完成己二腈中试产线的试车投产，同时目前已规划天津基地 50 万吨/年己二腈/己二胺和下游尼龙新材料项目和上虞 25 万吨/年己二胺、48 万吨/年尼龙材料等，未来有望助力己二腈-尼龙 66 产业链国产化和大规模应用进程。虽然国产化浪潮下国内规划/在建己二腈和尼龙 66 产能较多，但己二腈自主技术能力和规模化水平等或仍在一定时间内仍将成为行业新产能能否顺利投产和稳定运行的关键因素。

图表133：国内己二腈现有和部分新增产能规划情况（2024）



资料来源：各公司公告，华经产业研究院，华泰研究

图表134：国内尼龙 66 现有和部分新增产能规划情况（2024）



资料来源：隆众资讯，各公司公告，华泰研究

## 盈利预测和估值

### (一) 主要产品销量和价格假设/预测

由于公司未披露单一产品的产销和价格情况，我们对主要产品的销量和单价假设结合公司产品产能扩张情况和市场价格水平进行假设和预测：

**1、蛋氨酸：**2024 年公司固体蛋氨酸产能 30 万吨/年，据公司 2024 年报，25H2 新增的 18 万吨/年液体蛋氨酸产能规划投产（公司权益占比 50%），同时公司山东基地未来规划技改新增 7 万吨/年固体蛋氨酸产能假设在 2027 年左右释放，由此预计 25-27 年公司蛋氨酸权益年产能分别 38.1/38.1/45.1 万吨，由于公司具备成本和规模优势，近年蛋氨酸产能利用率保持较高水平（如根据山东氨基酸子公司收入和蛋氨酸市场均价情况，我们预计 2024 年销量约 34 万吨，产能利用率约 133%），因此考虑市场需求稳步增长，公司具备成本优势下伴随新产能释放，产销率有望维持较高水平，预计 25-27 年蛋氨酸销量分别 42/45/48 万吨，同比 24%/7%/7%，产能利用率约 110%/118%/106%。单价方面，考虑良好的供需格局和企业协同力度较强等因素，我们预计 25-27 年销售均价保持 1.9 万元/吨左右相对稳定。

**2、维生素：**公司大品种维生素产品（VA 和 VE 等）暂无大的新增产能规划，考虑到维生素需求进入温和增长周期，我们预计 25-27 年公司维生素产销量相对稳定，其中维生素 A 年销量维持 6000 吨左右，维生素 E 年销量维持 44000 吨左右。单价方面，25H2 以来伴随海外供给逐步恢复后，VA、VE 价格已回落至近十年相对低位区间，考虑到企业集中度较高等因素，在没有其他新增的意外供给扰动催化等假设下，预计 25-27 年 VA 价格维持 7.4 万元/吨左右，VE 价格回归理性，25-27 年分别 7.8/7.0/6.8 万元/吨，同比-10%/-10%/-3%。

**3、新材料 PPS：**据公司 2024 年报，2024 年 2.2 万吨/年 PPS 已实现满产满销，考虑到公司下游拓展顺利且国产替代需求良好，叠加新增产能有望逐步释放，我们预计 25-27 年销量分别 2.4/2.6/2.8 万吨，同比+9%/+8%/+8%。单价方面，由于国内外有效新增供给有限等因素，近年来 PPS 市场价整体稳定，考虑 25-27 年行业新增产能亦相对有限，叠加需求前景较好，我们预计 25-27 年均价维持 5.4 万元/吨左右。

图表135：公司营养品和新材料板块部分产品销量和单价假设

项目	产品	单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>销量</b>								
<b>营养品</b>	蛋氨酸	万吨/年	18	20	34	42	45	48
	yoy	%	29%	11%	70%	24%	7%	7%
	维生素 A	万吨/年	0.62	0.56	0.62	0.60	0.60	0.60
	yoy	%		-10%	11%	-3%	0%	0%
	维生素 E	万吨/年	4.4	4.1	4.35	4.4	4.4	4.4
	yoy	%		-7%	6%	1%	0%	0%
<b>新材料</b>	PPS	万吨/年	2	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8
	yoy	%	38%	5%	5%	9%	8%	8%
<b>单价</b>								
<b>营养品</b>	蛋氨酸	万元/吨	1.8	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9
	yoy	%		-9%	14%	4%	0%	0%
	维生素 A	万元/吨	13.6	7.2	11.5	7.4	7.4	7.4
	yoy	%		-50%	60%	-35%	0%	0%
	维生素 E	万元/吨	7.3	6.0	8.7	7.8	7.0	6.8
	yoy	%		5%	-17%	45%	-10%	-10%
<b>新材料</b>	PPS	万元/吨	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
	yoy	%			0%	0%	0%	0%

注：公司未单独披露单一产品的产销和价格情况，数据均为华泰研究预测（含历史期），具体产品产销数据以公司实际披露为准  
资料来源：公司公告，华泰研究预测

### (二) 分业务板块收入和毛利率假设/预测

**1、营养品：**结合前述对蛋氨酸和 VA、VE 等产销和价格假设，同时考虑黑龙江基地小品种氨基酸和维生素等亦有望贡献增量收入，综合预计 25-27 年板块营收 165/171/180 亿元，同比+9%/+4%/+6%，其中蛋氨酸贡献营收 81/87/93 亿元，同比+28%/+7%/+7%。毛利率方面，蛋氨酸供需格局较好且公司规模优势有望持续凸显，毛利率有望逐步提升，但考虑维生素价格或回归理性和黑龙江基地新产品投产早期摊销成本或较高等因素预计有所影响，整体而言预计 25-27 年板块毛利率分别 42.81%/42.26%/41.96%，同比-0.37/-0.55/-0.30pct。

**2、香精香料：**受益于品类和规模扩张及下游开拓顺利，近年公司香精香料收入快速增长，22-24 年增速分别达到 33%/10%/20%，近五年 CAGR 约 17%，考虑公司诸多新项目有望陆续释放，且下游稳步增长叠加中国企业全球份额提升空间潜力较大，我们预计 25-27 年有望保持较快增速，假设分别同比 15%/15%/15%至 45/52/60 亿元。毛利率方面，伴随公司品类和规模持续扩张，一体化和规模化助力下香精香料业务毛利率有望保持较高水平并略有抬升，假设 25-27 年分别为 53%/54%/54.5%，同比+1.16/+1.0/+0.5pct。

**3、其他：**伴随 PPS 等产品产销持续增长，叠加己二腈-尼龙 66 等产品有望逐步贡献增量，预计 25-27 年板块营收分别 29/41/49 亿元，同比+10%/+42%/+19%（其中 2026 年增速较快主要系假设己二腈等产品初步实现部分放量）。毛利率方面，伴随 PPS 等产品产销规模扩大，规模优势等助力下预计 25-27 年毛利率逐步改善，假设为 21.89%/23.52%/24.65%，同比+3.04/+1.63/+1.13pct。

### （三）期间费用率假设/预测

伴随公司产销规模增长及新产品拓展，我们预计公司销售和管理费用逐年增长，而费用率方面保持相对稳定，预计 25-27 年销售费用率、管理费用率分别稳定在 0.8%和 2.8%左右，研发费用率方面，考虑到公司不断扩张香精香料品类、合成生物材料和化工新材料等产品管线，25-27 年研发费用率有望保持 4.8%左右。

图表136：公司分业务盈利预测情况

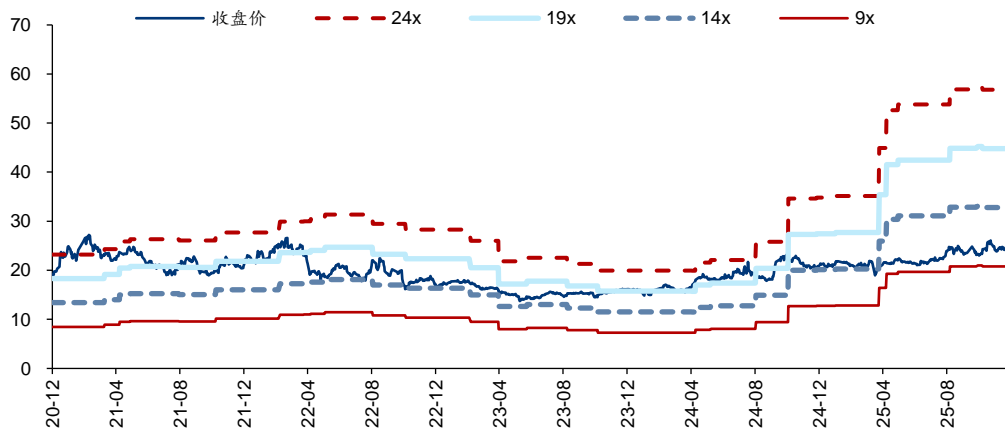
项目	业务板块	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	合计	15934	15117	21610	23876	26355	28882
	yoy	8%	-5%	43%	10%	10%	10%
	营养品	10952	9867	15055	16461	17052	18020
	yoy	-2%	-10%	53%	9%	4%	6%
	其中：蛋氨酸	3233	3253	6311	8108	8687	9266
	yoy	30%	1%	94%	28%	7%	7%
	香精香料	2967	3274	3916	4504	5179	5956
	yoy	33%	10%	20%	15%	15%	15%
	其他	2015	1976	2639	2911	4123	4905
	yoy	41%	-2%	34%	10%	42%	19%
毛利率	综合毛利率	36.94%	32.98%	41.78%	42.18%	41.64%	41.61%
	pct	-7.57	-3.96	8.80	0.41	-0.54	-0.03
	营养品	36.59%	29.91%	43.18%	42.81%	42.26%	41.96%
	pct	-10.45	-6.68	13.27	-0.37	-0.55	-0.30
	香精香料	48.97%	50.51%	51.84%	53.00%	54.00%	54.50%
	pct	6.85	1.54	1.32	1.16	1.00	0.50
	其他	21.12%	19.24%	18.84%	21.89%	23.52%	24.65%
	pct	-7.44	-1.88	-0.39	3.04	1.63	1.13
毛利（百万元）	合计	5886	4985	9028	10071	10974	12017
	yoy	-11%	-15%	81%	12%	9%	10%
	营养品	4007	2951	6500	7047	7207	7562
	占比	68%	59%	72%	70%	66%	63%
	香精香料	1453	1654	2030	2387	2797	3246
	占比	25%	33%	22%	24%	25%	27%
	其他	426	380	497	637	970	1209
	占比	7%	8%	6%	6%	9%	10%
期间费用率	销售费用率	0.77%	1.05%	0.88%	0.80%	0.80%	0.80%
	管理费用率	3.17%	3.65%	2.76%	2.80%	2.80%	2.80%
	研发费用率	5.39%	5.87%	4.79%	4.80%	4.80%	4.80%
	财务费用率	0.28%	0.43%	0.82%	0.44%	0.19%	-0.37%
	营业利润（百万元）	4313	3260	6973	7974	8705	9630
归母净利润（百万元）		3620	2704	5869	6733	7350	8106
	yoy	-16%	-25%	117%	15%	9%	10%
EPS（最新摊薄，元）		1.18	0.88	1.91	2.19	2.39	2.64

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 67/74/81 亿元（考虑公司蛋氨酸和香精香料等持续放量，较前值小幅变动+3%/+2%/+1%），同比增速分别为 15%/9%/10%，对应 EPS 分别为 2.19/2.39/2.64 元，在已经考虑维生素景气回落的情形下，依托蛋氨酸、香精香料等业务增量，公司业绩仍有望稳步上行。

估值方面，2022-2023 年伴随化工行业景气有所回落，公司估值中枢有所下移，而 2024 年以来受益于蛋氨酸、香精香料业绩增长和维生素景气改善等因素，公司业绩步入新台阶，但估值未有显著修复，且 2025 年以来估值仅在 10x 附近。我们认为市场过度关注维生素业务景气波动对于公司盈利和估值的影响，近年来伴随蛋氨酸和香精香料业务持续成长，叠加未来生物材料和化工新材料布局，即使考虑维生素景气回落，公司业绩仍有望稳健增长。且考虑公司蛋氨酸、香精香料等业务成本优势和毛利率等指标已整体居于国内外同类公司前列，但从 Wind/Bloomberg 一致预测来看，公司目前估值水平较国内外香精香料类、营养品类、生物材料类和新材料类公司整体均有一定折价，我们认为市场对公司价值存在一定的低估，伴随维生素景气波动的影响逐步弱化，叠加蛋氨酸/香精香料业务持续成长，以及合成生物产品和化工新材料贡献增量，公司盈利和估值水平均有望抬升。

图表137: 新和成 PE-PB Band



资料来源: Wind, 华泰研究

图表138: 新和成与香精香料、营养品、生物材料和化工新材料部分代表企业估值水平对比

业务类型	公司	最新收盘价 市值 (百万)		PE(x)			EV/EBITDA(x)		
		(当地币种)	(当地币种)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	新和成	25.12	77,204	11.5	10.5	9.5	8.0	7.0	5.8
香精香料类	科思股份	13.62	6,479	33	24	19	14	11	9
	亚香股份	37.79	4,262	20	14	11	13	10	8
	奇华顿	3,137.00	29,019	28	26	-	20	19	-
	IFF	68.03	17,422	18	16	-	13	13	-
	Sensient	93.44	3,970	33	29	-	19	17	-
营养品类	安迪苏	8.98	27,656	20	18	15	9	9	8
生物材料类	华恒生物	33.34	8,339	34	23	18	16	12	10
	凯赛生物	50.82	36,656	55	43	36	36	28	21
新材料类	巴斯夫	44.72	39,967	16	13	-	8	7	-
	金发科技	19.17	50,510	35	27	21	10	8	7
	美瑞新材	15.91	6,808	45	24	17	23	15	10

注: 表中上市公司估值均采用 Wind/Bloomberg 一致预测, 时间截至 2026 年 1 月 5 日

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

基于上述分析，我们调整可比公司的选取，将原可比公司金禾实业替换为安迪苏（原可比公司金禾实业的选择主要系其为国内甜味剂领域细分龙头，主要从细分领域领先地位和均属于精细化工领域的角度，而此次我们将其替换成安迪苏，安迪苏是国内营养品领域领先企业，在产品种类和盈利模式等方面更具有可比性）。且考虑到公司营养品和香精香料等业务毛利率较可比公司已具备较强的竞争力，结合可比公司 Wind 一致预期 2026 年 16xPE 的估值水平，给予公司 2026 年 16xPE（前次为 2025 年公司 12xPE vs. 可比公司平均 15xPE），上调目标价至 38.24 元（较前值上调 49%），上调至“买入”评级。

图表 139：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		1月5日	1月5日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
安迪苏	600299 CH	8.98	277	0.44	0.50	0.59	20	18	15
浙江医药	600216 CH	13.96	134	1.10	1.26	1.57	13	11	9
扬农化工	600486 CH	69.85	283	3.30	3.96	4.56	21	18	15
平均							18	16	13
新和成	002001 CH	25.12	772	2.19	2.39	2.64	11	11	10

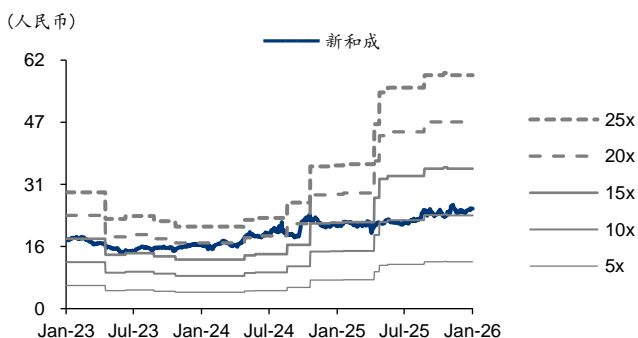
注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

### 风险提示

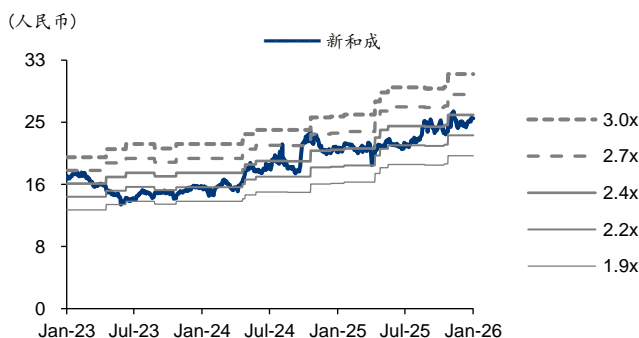
- 1) 新项目/新技术进展不及预期：**公司蛋氨酸、香精香料和生物材料/化工新材料等在建和规划项目较多，若未来新项目投产进度和产销释放进度不及预期，以及新技术拓展不及预期，或对公司盈利增长造成不确定性影响。
- 2) 需求不及预期：**公司产品下游应用包括养殖、化妆品、个护、电子、汽车等诸多领域，同时部分产品亦依赖出口，若未来下游需求放缓甚至下滑，或对公司盈利造成拖累。
- 3) 竞争格局恶化：**目前公司主营产品蛋氨酸、维生素、香精香料和部分化工新材料竞争格局相对较好，是支撑公司较高毛利率和净利率水平的重要因素，若未来产品新增竞争者较多或存量企业发起价格竞争等因素，或对公司产品价格和盈利造成不确定性影响。

图表 140：新和成 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表 141：新和成 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 庄汀洲、张雄、杨泽鹏, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄、杨泽鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司