

新和成 (002001.SZ)

蛋氨酸、维生素相继涨价，精细化工龙头竞争力凸显

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林 010-88005379
证券分析师： 王新航 0755-81981222

◆ 基础化工 · 化学制品

yanglin6@guosen.com.cn
wangxinhang@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980525080002

事项：

事项：据博亚和讯，截至3月12日，蛋氨酸、维生素E市场价分别为32.5、78元/千克，分别较年初上涨14.9%、22.5元/千克，涨幅分别为84.66%、40.54%。

国信化工观点：1) 蛋氨酸除中国、美国外的全球44%产能生产面临挑战，全球蛋氨酸产能约270万吨/年，其中欧洲59万吨/年(22%)，亚洲(除中国)60万吨/年(22%)产能面临原材料大幅涨价或短缺问题，目前赢创新加坡基地(34万吨/年)、日本住友化学(18万吨/年)已宣布不可抗力停产，欧洲产能生产面临同样挑战。VE(油)欧洲巴斯夫、帝斯曼产能合计5万吨，占全球的40%，生产亦受欧洲能源、原料成本上涨或短缺影响。

2) 海外原材料价格飙涨、供应中断短期内难以解决。蛋氨酸主要能源/原材料主要有天然气、甲醇、硫磺、合成氨、丙烯等，2月27日至3月11日布伦特原油现货价涨29%，ICE荷兰TTF天然气期货结算价涨56%，荷兰鹿特丹甲醇FOB现货价涨27%，西北欧合成氨CFR现货价涨8%；中国硫磺(固态)现货价涨14%，较2025年年初上涨194%。VA原材料甲醇、异丁烯，VE原材料乙炔、丙酮等价格亦大幅上涨。海外能源及原材料价格涨幅大于国内，中国蛋氨酸、VE产能的生产稳定性及成本优势将持续凸显。

3) 蛋氨酸、VE行业寡头垄断，企业挺价诉求强。蛋氨酸前三大企业产能合计占比约71%，VE行业仅6家企业，市场均高度集中，大企业有定价权，且下游具有刚需属性，在终端应用中成本占比不高，成本传导顺畅。

4) 预计欧洲、日本、新加坡原材料暴涨、短缺问题短时间内难以解决，若后续停产时间延长，下游可能出现恐慌性备货，考虑蛋氨酸和维生素的刚需属性及寡头垄断行业格局，蛋氨酸、VE价格有望进一步上涨，新和成是全球第三大蛋氨酸、第一大VE生产企业，将充分受益于此次全球蛋氨酸、维生素E的涨价行情。

评论：

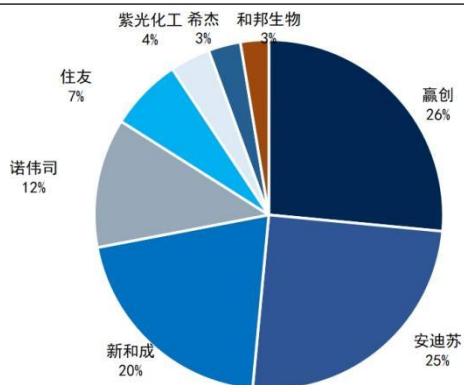
◆ 能源价格大幅推高成本，中国蛋氨酸竞争力凸显

蛋氨酸具有刚需属性，年均复合增速达5%。蛋氨酸对禽类和高产奶牛是第一限制性氨基酸，对猪类是第二限制性氨基酸。在饲料中添加蛋氨酸，可以有效提高家禽生产效率，因此蛋氨酸的需求具有刚需属性。据博亚和讯，2014-2024年全球蛋氨酸需求量从102.3万吨增长至170万吨，年均复合增速达5.21%。

欧洲、亚洲(除中国)产能占比超40%，能源及原材料依赖进口。据我们不完全统计，目前全球蛋氨酸产能约270万吨/年，从产能区域分布看，全球的蛋氨酸产能主要分布于中国、欧洲、美国及亚洲(除中国)，如赢创的蛋氨酸生产基地位于比利时、美国、新加坡，安迪苏的蛋氨酸生产基地位于法国、西班牙、中国，住友生产基地位于日本，希杰生产基地位于马来西亚。目前中国产能107万吨/年，占比约40%，欧洲产能合计约59万吨/年，占比22%，亚洲(除中国)产能60万吨/年，占比约22%，美国产能44万吨，占比约16%。欧洲、新加坡、日本、马来西亚的原油、天然气能源以及甲醇、硫磺、合成氨均依赖进口，海外能源及原材料价格涨幅大于国内，中国产能的生产稳定性及成本优势将持续凸显。

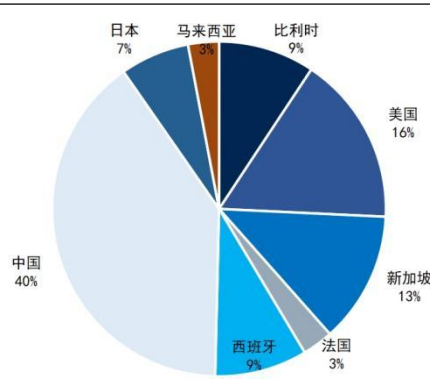
蛋氨酸原材料价格大幅上涨，生产成本显著提升。蛋氨酸生产所需的主要能源/原材料主要有天然气、甲醇、硫磺、合成氨、丙烯等。2026年2月28日，以色列和美国联合对伊朗发动军事打击，中东地缘局势持续升温，而中东是全球重要的原油、天然气以及甲醇、合成氨、硫磺等能源、化工品生产基地，受此地缘局势升温影响，产品价格大幅上涨，推高蛋氨酸生产成本。3月11日，布伦特原油现货价涨至91.74美元/桶，较2月27日上涨29.03%；ICE荷兰TTF天然气期货结算价49.99欧元/兆瓦时，较2月27日上涨56.42%；荷兰鹿特丹甲醇FOB现货价368欧元/吨，较2月27日上涨27.34%；西北欧合成氨CFR现货价725.01美元/吨，较2月27日上涨8.31%；西北欧丙烯FD现货价1030欧元/吨，较2月27日上涨14.44%；中国硫磺(固态)现货价4580元/吨，较2月27日上涨13.58%，较2025年年初上涨193.59%。

图1: 全球蛋氨酸产能分布（按公司）



资料来源：秣宝网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 全球蛋氨酸产能分布（按国家）



资料来源：秣宝网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

蛋氨酸行业集中度高，企业挺价诉求较强。目前全球蛋氨酸产能约270万吨/年，其中前三大企业赢创、安迪苏、新和成71、67、55万吨/年，合计占比约71%，呈现出一定的寡头垄断市场结构。据饲料巴巴，1月30日安迪苏液蛋提价10%，2月3日起新和成固蛋出口报价提升8%，2月27日安迪苏液蛋计划提价1元/公斤，3月6日赢创蛋氨酸报价上调10%，1月以来蛋氨酸行业前三大企业均有较强的挺价诉求。截至3月9日，国内固体蛋氨酸市场价2.4万元/吨，较2月27日上涨4850元/吨，涨幅25.33%，并超过2025年的最高价2.27万元/吨，仅比近五年最高价2.55万元/吨低1500元/吨。

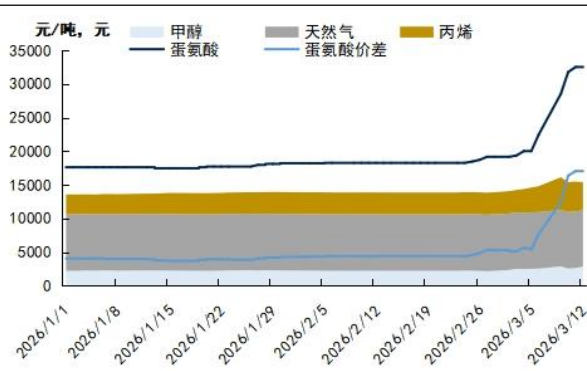
蛋氨酸在下游成本占比不高，成本可有效传导。目前国内禽类饲料的主流配方中，蛋氨酸添加量在0.1%-0.3%左右。据国家发改委数据，2026年2月我国肉鸡饲料平均价约3100元/吨，若按蛋氨酸添加比例0.2%计算，每吨肉鸡饲料需添加2千克蛋氨酸，成本约60多元，考虑涨价后边际成本增加约20元/吨饲料。蛋氨酸在饲料生产成本中占比较低，考虑蛋氨酸行业寡头垄断的市场结构，我们认为蛋氨酸厂商可有效将成本压力传导到下游，预计后续蛋氨酸价格仍有继续上涨空间。

图3: 2026年以来原油及天然气价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 2026年以来蛋氨酸价格、价差走势



资料来源：Wind、博亚和讯，国信证券经济研究所整理

◆ 能源价格大幅推高成本，中国维生素竞争力凸显

维生素具有刚需属性，在下游成本占比低。维生素对人和动物维持正常的生理功能至关重要，因此具有刚需属性。饲料的应用结构中，猪料添加维生素用量约占 52%、肉禽和蛋禽料各占 12%、水产料占 23%。在配合饲料中维生素添加比例一般为 0.05%~0.1%，占产品成本的比重约为 2%~5%，下游一般对维生素的价格变动的敏感性较低，涨价传导较为顺畅。

全球维生素 E 仅 6 家生产企业，市场集中度高。目前全球 VE（油）产能合计约 12.5 万吨/年，年需求量约 8 万吨，全球仅 6 家 VE 生产企业，前 5 家企业产能占比达 92%，市场集中度较高。从产能区域分布看，全球的维生素 E 产能主要分布在欧洲与中国，欧洲的帝斯曼、巴斯夫合计 VE（油）产能 5 万吨/年，占全球的 40%，剩余 4 家企业产能均位于中国，合计占比 60%。欧洲产能目前面临能源、原材料成本提升以及供应偏紧问题，维生素的开工率势必会受到一定影响。新和成 VE（油）产能 3 万吨/年、（折 50%粉 6 万吨/年），排名全球第一，生产负荷较高，将充分享受维生素涨价带来的利润增长。

海外基础化工品供应紧张，影响维生素等精细化工品稳定生产。维生素 E 的生产原料主要有乙炔、丙酮等基础原料以及甲苯、对二甲苯等溶剂、多种催化剂，因此对基础化工品的配套要求极高，某个原料的短缺都会对 VE 的生产稳定性造成不利影响。近期住友化学、三井化学、陶氏化学等多家海外化工企业相继宣布多种基础化工品的不可抗力，以维生素、蛋氨酸为代表的精细化工产业生产稳定性面临一定挑战，中国产能的生产稳定性及成本优势将持续凸显。

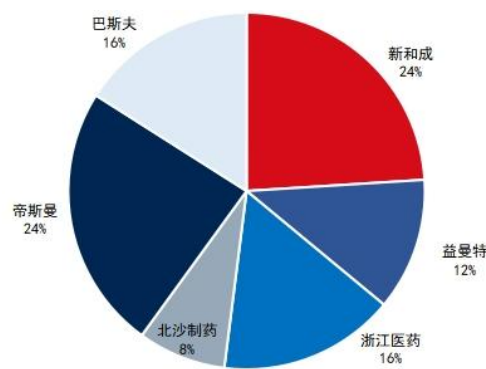
维生素 E 价格正快速上涨。据博亚和讯，截至 3 月 12 日，维生素 E（50%粉）、维生素 A 市场价分别为 78、63 元/千克，分别较年初上涨 22.5、0.5 元/千克，涨幅分别为 40.54%、0.8%。新和成目前拥有 VE 产能 3 万吨/年（油，折 6 万吨/年 50%粉）、VA 产能 8000 吨/年、VC 产能 4.5 万吨/年、VB5 产能 2500 吨/年，VB6 产能 6000 吨/年，VB12（1%含量）产能 3000 吨/年，VD3 产能 2000 吨/年，VH 产能 400 吨/年，VK3 产能 5000 吨/年，是一家综合性维生素原料药供应商，产能优势与成本优势显著。

图5：2026 年以来 VE、VA 价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：全球 VE 产能分布



资料来源：Wind、博亚和讯，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 67.92/72.48/77.37 亿元，对应 PE 为 17.8/16.7/15.6x。我们看好此轮蛋氨酸、维生素 E 大幅涨价将为新和成带来利润增厚，公司全球精细化工行业龙头地位将得到进一步巩固，坚定维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险；生产遭遇不可抗力风险；新进入者竞争加剧等市场风险等。

相关研究报告：

- 《新和成（002001.SZ）-液体蛋氨酸顺利投产，三季度业绩韧性十足》——2025-10-29
- 《新和成（002001.SZ）-营养品量价齐升，上半年业绩大幅增长》——2025-08-28
- 《新和成（002001.SZ）-技术与产业协同效应显著的综合精细化工龙头》——2025-07-02
- 《新和成（002001.SZ）2025年一季报点评-营养品板块景气度提升，公司一季度归母净利润创历史新高》——2025-04-29
- 《新和成（002001.SZ）-蛋氨酸维生素量价齐升，香精香料、新材料稳健发展》——2025-04-16

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 4543 | 7937 | 11000 | 14655 | 19238 | 营业收入 | 15117 | 21610 | 24200 | 26400 | 28300 |
| 应收款项 | 2741 | 4172 | 4641 | 5063 | 5427 | 营业成本 | 10131 | 12582 | 13822 | 15357 | 16585 |
| 存货净额 | 4319 | 4090 | 4518 | 4692 | 4681 | 营业税金及附加 | 167 | 251 | 242 | 264 | 283 |
| 其他流动资产 | 609 | 723 | 726 | 792 | 849 | 销售费用 | 158 | 190 | 213 | 232 | 249 |
| 流动资产合计 | 12386 | 16922 | 20886 | 25201 | 30195 | 管理费用 | 551 | 596 | 704 | 759 | 807 |
| 固定资产 | 23482 | 22488 | 22204 | 22754 | 23122 | 研发费用 | 888 | 1036 | 1210 | 1320 | 1415 |
| 无形资产及其他 | 2408 | 2483 | 2384 | 2284 | 2185 | 财务费用 | 65 | 178 | 73 | (1) | (79) |
| 投资性房地产 | 184 | 231 | 231 | 231 | 231 | 投资收益 | 83 | 77 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 697 | 865 | 865 | 865 | 865 | 资产减值及公允价值变动 | (201) | (96) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 39156 | 42989 | 46569 | 51336 | 56599 | 其他收入 | (666) | (822) | (1210) | (1320) | (1415) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2800 | 3628 | 3188 | 3200 | 3500 | 营业利润 | 3260 | 6973 | 7936 | 8468 | 9040 |
| 应付款项 | 2280 | 1845 | 1936 | 2165 | 2340 | 营业外净收支 | (7) | (29) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1042 | 1436 | 1260 | 1407 | 1519 | 利润总额 | 3254 | 6944 | 7936 | 8468 | 9040 |
| 流动负债合计 | 6122 | 6909 | 6384 | 6772 | 7360 | 所得税费用 | 528 | 1047 | 1111 | 1186 | 1266 |
| 长期借款及应付债券 | 6822 | 5327 | 5327 | 5327 | 5327 | 少数股东损益 | 21 | 28 | 32 | 35 | 37 |
| 其他长期负债 | 1293 | 1307 | 1317 | 1327 | 1337 | 归属于母公司净利润 | 2704 | 5869 | 6792 | 7248 | 7737 |
| 长期负债合计 | 8114 | 6634 | 6644 | 6654 | 6664 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 14237 | 13544 | 13029 | 13426 | 14024 | 净利润 | 2704 | 5869 | 6792 | 7248 | 7737 |
| 少数股东权益 | 115 | 121 | 140 | 161 | 183 | 资产减值准备 | 69 | (90) | 0 | 1 | 2 |
| 股东权益 | 24805 | 29325 | 33400 | 37749 | 42392 | 折旧摊销 | 1703 | 2221 | 2383 | 2548 | 2730 |
| 负债和股东权益总计 | 39156 | 42989 | 46569 | 51336 | 56599 | 公允价值变动损失 | 201 | 96 | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 65 | 178 | 73 | (1) | (79) |
| 每股收益 | 0.87 | 1.91 | 2.21 | 2.36 | 2.52 | 营运资本变动 | 356 | (1479) | (975) | (275) | (111) |
| 每股红利 | 0.59 | 0.55 | 0.88 | 0.94 | 1.01 | 其它 | (62) | 110 | 19 | 20 | 21 |
| 每股净资产 | 8.03 | 9.54 | 10.87 | 12.28 | 13.79 | 经营活动现金流 | 4971 | 6726 | 8220 | 9542 | 10378 |
| ROIC | 8.17% | 16.32% | 18% | 17% | 17% | 资本开支 | 0 | (974) | (2000) | (3000) | (3000) |
| ROE | 10.90% | 20.01% | 20% | 19% | 18% | 其它投资现金流 | 547 | 172 | 1 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 33% | 42% | 43% | 42% | 41% | 投资活动现金流 | 283 | (970) | (1999) | (3000) | (3000) |
| EBIT Margin | 21% | 32% | 33% | 32% | 32% | 权益性融资 | 106 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 33% | 42% | 43% | 42% | 41% | 负债净变化 | 1548 | (1494) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -5% | 43% | 12% | 9% | 7% | 支付股利、利息 | (1833) | (1678) | (2717) | (2899) | (3095) |
| 净利润增长率 | -25% | 117% | 16% | 7% | 7% | 其它融资现金流 | (5589) | 3979 | (440) | 12 | 300 |
| 资产负债率 | 37% | 32% | 28% | 26% | 25% | 融资活动现金流 | (6054) | (2363) | (3157) | (2887) | (2795) |
| 股息率 | 1.5% | 1.4% | 2.2% | 2.4% | 2.6% | 现金净变动 | (800) | 3393 | 3063 | 3655 | 4583 |
| P/E | 44.9 | 20.6 | 17.8 | 16.7 | 15.6 | 货币资金的期初余额 | 5344 | 4543 | 7937 | 11000 | 14655 |
| P/B | 4.9 | 4.1 | 3.6 | 3.2 | 2.8 | 货币资金的期末余额 | 4543 | 7937 | 11000 | 14655 | 19238 |
| EV/EBITDA | 27.6 | 14.6 | 12.9 | 12.2 | 11.5 | 企业自由现金流 | 0 | 5674 | 6295 | 6555 | 7325 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 8158 | 5793 | 6568 | 7693 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

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

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032