# 新和成（002001）：维生素龙头地位稳固，多业务协同驱动新成长

**公司概况：**

浙江新和成股份有限公司成立于 1999 年，前身为新昌县合成化工厂，2004 年上市。公司为国内精细化工龙头，目前拥有营养品、香精香料、高分子新材料、原料药四大业务板块，以及浙江新昌、浙江上虞、山东潍坊、黑龙江绥化四大生产基地。其中，营养品包括：维生素 E、维生素 A、维生素 C、蛋氨酸、维生素 D3、生物素、辅酶 Q10、类胡萝卜素等，主要应用于饲料添加剂和食品、饮料、保健食品等的营养强化；香精香料包括：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、女贞醛等，广泛应用于个人护理、化妆和食品领域；高分子新材料包括：聚苯硫醚（PPS）、高温尼龙（PPA）等，主要应用于电子电气、汽车、环保等领域；原料药：主要产品集中在维生素、抗生素系列，包括盐酸莫西沙星、维生素 A、维生素 D3 等，主要用于药物活性成分加工生产药物制剂。公司已成为国内最大的维生素生产企业，并与帝斯曼、巴斯夫等并列为世界四大维生素生产企业之一；公司是全国大型的香精香料生产企业，也是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。2022 年上半年公司营养品、香精香料、新材料和其他产品的收入占比为 70%、19%、7%和 4%；境内和境外的收入占比为 49%和 51%。

**买入理由：**

**1、短期业绩承压，盈利能力回暖可期。**公司主要生产维生素产品，由于受维生素价格波动影响，公司过往业绩表现有波浪状起伏，但依靠产能持续扩张和不断切入新产品领域，公司过往业绩曲线一浪更比一浪高，呈波浪形不断向上增长。2010-2021 年公司营收从 34.45 亿元增长到 147.98 亿元，年复合增长 14%，扣非后净利润从 10.06 亿元增长到 41.48 亿元，年复合增长 13%。2022 年前三季度公司实现营收 119.1 亿元，同比增长 12%；实现扣非后净利润 29.28 亿元，同比下降 9%。公司业绩短期承压，主要是由于下游饲料市场需求低迷，公司营养添加剂（主要是维生素）产品价格下跌，同时部分原辅材料价格上涨致成本承压。受天然气短缺影响，欧洲维生素面临减产风险，叠加国内养殖端利润回升，维生素价格有望自底部上行，公司盈利能力也将随之回暖。以下是近四个季度公司业绩表现：

**表一：公司2021Y4Q-2022Y3Q的营收和净利润同比数据**

| （百万） | 20年4季 / 21年4季 | 21年1季 / 22年1季 | 21年2季 / 22年2季 | 21年3季 / 22年3季 | 评价 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营收 | 2841 / 4184 | 3790 / 4308 | 3550 / 3907 | 3274 / 3695 | 持续同比正增长 |
| 净利润 | 609 / 921 | 1091 / 1143 | 1189 / 951 | 948 / 833 | 短期承压波动 |

**2、海外供给收紧+下游养殖业利润回升，行业景气度或迎来修复。**2022 年以来，受疫情及全球通胀影响，养殖业需求不振，饲料添加剂景气下滑，维生素 A 和维生素 E 价格承压。截止 11 月底，维生素 A 均价为 100.88 元/kg，同比下降 67%；维生素 E 均价为 81.88 元/kg，同比下降 11%，均处于历史底部位置。供给端来看，全球维生素行业呈现寡头垄断格局，其中欧洲是全球维生素最重要的生产基地之一，维生素 A 和维生素 E 的产量占比分别达到 52.6%和 36.4%。俄乌冲突持续背景下，欧洲天然气短缺问题仍然存在，化工品成本抬升导致维生素供给承压。11 月 21 日维生素巨头帝斯曼宣布从 2023 年 1 月起停止瑞士锡瑟尔恩工厂的维生素 A 生产，停产不少于两个月，其名义产能为 5600 吨/年，约占全球产能的 15%；共用配套公用工程的维生素 E50 生产也将受到严重影响，其名义产能为 18000 吨/年，约占全球产能的 13%。由于维生素历史价格主要随供给波动，且波动幅度巨大，预计随着欧洲维生素供给端收紧，或将再次点燃维生素景气周期。需求端来看，维生素主要的下游应用是饲料添加剂，2022 年下半年以来，生猪养殖利润开始


Copyright 本报告的版权属于深圳中股投资信息有限公司，所有内容未经允许不得抄袭复制、转载和传播，违者必究。

扭亏为盈，国内自繁自养生猪养殖利润到达除非洲猪瘟时期以外的最高区间，生猪养殖或将迎来扩产周期。三季度生猪存栏量逐月上升，小中大猪的 10 月存栏量较 6 月分别提升 5.52%、3.34%、6.16%，维生素需求持续向好。预计在供给收缩和需求回暖的双重利好下，后续维生素景气度修复可期。

**3、维生素 A 呈现寡头垄断格局，公司核心原料自给优势突出。**维生素 A 由于涉及原料种类多、反应条件要求高等复杂的技术特点，行业进入壁垒较高，近十年来全球尚无新增的生产企业，产能集中度高且格局稳定。目前全球共有 6 家维生素 A 生产企业，分别是新和成产能 10000 吨/年、帝斯曼 7500 吨/年、巴斯夫 7500 吨/年、、浙江医药 5600 吨/年、安迪苏 5000 吨/年、金达威 3700 吨/年，其中新和成以 25.5%的市场占有率排名全球第一。柠檬醛是维生素 A 生产的核心中间体产品，受技术壁垒影响供应长期紧张，而其稳定供给对于维生素 A 的生产与价格至关重要。2011 年以来，多次出现巴斯夫的柠檬醛生产受限导致维生素 A 价格大幅波动的情况，目前全球仅有巴斯夫、新和成与日本可乐丽（Kuraray）拥有柠檬醛产能。新和成现有柠檬醛产能 8000 吨/年，也是维生素 A 企业中除巴斯夫外唯一自有柠檬醛产能的企业，其柠檬醛产能全部为自用，主要用于维生素 A 与香精香料的生产。柠檬醛自给保证了新和成的维生素 A 原料供应，在降低生产成本的同时平抑原料价格波动的影响，市场竞争优势突出。

**4、维生素 E 价格中枢缓步上行，开辟中间体新路线打造成本优势。**维生素 E 的市场格局与维生素 A 类似，因行业准入壁垒较高，产能高度集中且格局稳定。全球维生素 E 主要厂商中，新和成、帝斯曼、能特科技的产能均为 3 万吨/年，巴斯夫、浙江医药的产能为 2 万吨/年，行业前五名的市占率合计达 86.67%。2019 年能特科技与帝斯曼组建合资公司益曼特，对维生素 E 业务进行了整合，在其长时间停产技改影响下，行业供给格局得到改善，维生素 E 价格开始走出底部空间。2021 年 1 月商务部裁定美国、欧洲、日本的进口维生素 E 生产原料间甲酚倾销成立并对相关产品征收反倾销税，同时国外间甲酚产量下降导致维生素 E 生产成本提升，推动维生素 E 价格上行。多重因素作用下，维生素 E 价格从 2019 年初的约 40 元/kg 缓慢上行至 2022 年 11 月的 83 元/kg，同时欧洲供给端仍受能源危机冲击，维生素 E 价格中枢或将持续上行。目前大多数维生素 E 厂商均采用间甲酚法生产维生素 E 的关键中间体三甲基氢醌，而近年来间甲酚进口价格走高致其成本压力增大。新和成则开辟了低成本、高效的氧代异佛尔酮法自产中间体三甲基氢醌，减轻了进口依赖和原料价格上涨的压力，具有显著的成本优势。

**5、国产替代进程加快，公司蛋氨酸产能冲击全球前三甲。**蛋氨酸是蛋白质合成的必要物质，但畜禽自身无法生成，只能通过外界摄入，所以是饲料中必不可少的添加剂，需求呈现刚性特征。近年来我国养殖业的快速发展对蛋氨酸产生了巨大需求，但国内消费长期依赖进口，国内蛋氨酸进口量从 2005 年的 7 万吨增长至 2019 年的 22 万吨，年复合增长率为 8.52%。随着新和成、重庆紫光等国产企业相继迈入蛋氨酸行业，国产替代的步伐加快，我国蛋氨酸进口量也从 2019 年的 22 万吨下降至 2021 年的 18 万吨。目前全球蛋氨酸供给呈现寡头垄断格局，赢创、安迪苏、诺伟司、住友为前四大生产商，2020 年产能合计约 172 万吨，市占率合计达 80.19%。新和成现有蛋氨酸产能 15 万吨，包括一期 5 万吨/年项目正常生产、二期 25 万吨/年项目中的 10 万吨/年装置现已投产，全球排名暂列第五。据公司公告，氨基酸二期项目中剩余的 15 万吨/年装置预计将于 2023 年 6 月份建成，投产后公司氨基酸产能将达到 30 万吨/年，再加上公司拥有关键原料氢氰酸的生产线和运行成本最低的海因法生产技术，未来有望超越产能 25 万吨/年的诺伟司和住友，成为全球第三大氨基酸生产企业。

**6、香精香料与维生素业务高度协同，产品种类不断丰富。**香精香料对终端产品的香型属性影响巨大，同时供应格局为垄断局面，两个因素共同导致供应商对下游具有较强议价权，加之产品生产成本低，因而毛利水平较高。由于香精香料与维生素生产工艺较为相近，同时生产维生素过程中的各类中间体本身亦可作为香精香料产品，公司借助维生素基本盘切入香精香料业务。公司维生素业务为香精香料业务提供技术支持，香精香料业务则为维生素业务保障了原料供应，二者紧密协同、相互成就。2017-2021 年，公司香料香精业务收入从 13.34 亿元增长到 22.39 亿元，年复合增长 14%。芳樟醇与柠檬醛两大系列产品是公司两类重要的大宗香料，产品技术达到国际领先水平，全球销量分别位居世界第一、第二位，目前公司产业化生产了两大系列共 16 种香料。其中，芳樟醇系列产品（包括芳樟醇、四氢芳樟醇、乙酸芳樟酯）是维


Copyright 本报告的版权属于深圳中股投资信息有限公司，所有内容未经允许不得抄袭复制、转载和传播，违者必究。

生素 E 生产原料，柠檬醛系列产品（包括柠檬醛、紫罗兰酮、甲基紫罗兰酮、香叶醇、香茅醛、橙花醇）是维生素 A 的生产原料，两个系列产品亦均可作为香精香料直接外售，为公司贡献了可观利润增量。此外，公司 5000 吨/年薄荷醇项目已于今年 9 月建设完成并进行工艺段试车，后续放量可期。

**7、PPS、PPA 需求稳步上升，国内产能仍有提升空间。**新材料布局方面，PPS（聚苯硫醚）属于特种工程塑料，附加值高，广泛应用于新能源汽车、航空航天、医药等领域，国内需求量从 2015 年的 2.05 万吨增长至 2020 年的 6.35 万吨，年复合增长率达 25%。2021 年全球 PPS 产能为 22.73 万吨，主要生产厂家集中在日本、中国和美国。其中，日本是最大的生产国，约占全球总产能的 45%以上；而中国是近几年 PPS 产业发展最快的国家，已成长为全球第二大生产国，并且当前 85%的 PPS 在建产能集中在中国，提升空间仍大。公司作为国内 PPS 龙头企业，现有 PPS 产能 1.5 万吨/年，并有 7000 吨/年 PPS 三期项目在建，预计于 2022 年下半年投产，投产后公司有望迈入 PPS 新材料行业头部序列。PPA（高温尼龙）具有高强度、高硬度、优异的耐高温性和耐化学性，广泛应用于汽车制造、电子电气、机械工程等领域，近年来需求稳步上升。国内高温尼龙企业起步时间晚，数量仍然较少，生产规模较小，品类相对单一，且产品性能稳定性不足。公司总投资 3.3 亿元规划建设 1 万吨/年 PPA 产能，目前一期 0.1 万吨/年 PPA 项目已建成，后续二、三期 0.9 万吨/年 PPA 项目将根据中试研发市场开拓逐步推进。

**8、尼龙 66 具备广阔成长空间，公司突破“卡脖子”原料己二腈。**尼龙 66 下游需求主要集中在工程塑料（应用于汽车、电子电气和轨道交通）、工业丝（应用于轮胎帘子布、汽车气囊丝、工业输送带）、民用丝（应用于服装、包装带）等，市场空间广阔。受国内市场需求旺盛的驱动，国际尼龙 66 生产巨头英威达、索尔维等不断加大在我国的产能布局，国内尼龙 66 消费快速增长。据卓创资讯，2020 年我国尼龙 66 表观消费量为 59.24 万吨，同比增长 23.44%。但由于我国尼龙 66 的生产长期受制于上游原料己二腈瓶颈，国内尼龙 66 市场生产与需求实际上均受到一定的抑制。己二腈生产难度大、技术壁垒高，是我国少数几个完全被“卡脖子”的化工中间体材料，长期被国外垄断。2011-2021 年，我国己二腈进口量从 14.58 万吨增长至 27.19 万吨，年复合增长 6%。在高度集中的产能分布叠加高进口依存度情况下，一旦英威达或奥升德出现供应波动，引发己二腈产品价格暴涨，国内尼龙 66 即遭受严重冲击，己二腈国产化需求迫切。公司结合自身使用氰化氢的经验，于山东基地成功打通收率高、成本低的丁二烯法工艺，实现己二腈的制备，现已进入中试阶段，未来有望成为一大成长亮点。

**9、氮杂双环项目投料试车，具备异戊烯醇产业链协同优势。**2021 年 11 月，辉瑞宣布其研发的口服抗新冠药物帕罗韦德（Paxlovid）可将轻度或中度新冠患者的住院或死亡风险降低约 89%，该药物组合被写入《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》。帕罗韦德为奈玛特韦（Nirmatrelvir，PF 07321332）与利托那韦（Ritonavir）的组合复方制剂。其中，奈玛特韦作为新冠病毒的主要蛋白酶——3CL 蛋白酶抑制剂，可抑制 SARS-CoV-2 蛋白复制，其药物分子可分为三个片段：氮杂双环片段、内酰胺环片段与 3-甲基-L-缬氨酸片段，最关键的为氮杂双环片段。氮杂双环由卡龙酸酐经过胺化、还原步骤得到，并可进一步合成 SM2，合成路径具有高技术壁垒。卡龙酸酐由卡龙酸合成得到，而卡龙酸主要有两类合成工艺：异戊烯醇法与菊酸乙酯法。目前公司年产 500 吨卡龙酸酐与 500 吨氮杂双环的原料药项目已投料试车，并与公司原有异戊烯醇产业链布局形成协同效应，进一步扩大公司生产成本优势。

**10、顺应生物发酵技术发展大势，打造“生物+化工”大平台。**生物发酵工业是指利用玉米、小麦、薯类等生物原料，通过生物发酵和化学合成等方法合成化工产品。不同于传统工业制造高耗能高污染的特点，生物发酵技术具有反应条件温和、技术绿色环保、资源可再生、产品低成本等优势，契合碳中和大趋势。2018 年公司在黑龙江绥化建设生物发酵基地，借助当地玉米资源丰富、价格低等优势发展生物发酵产业，投资建设 36 亿元的生物发酵基地项目。一期项目已于 2020 年 10 月投产，包括叶红素产能 500 吨/年、己糖酸（维生素 C 系类）3 万吨/年、淀粉乳折纯 14.67 万吨/年、葡萄糖折纯 15.51 万吨/年、山梨醇 6 万吨/年，满负荷的生产为公司未来在生物领域布局打下了坚实的基础。公司追加投资 10 亿元建设二期项目，包括葡萄糖折纯 15.51 万吨/年、山梨醇 6 万吨/年、己糖酸 3 万吨/年、麦芽糖浆 4333 吨/年、核黄素（维生素 B2）3000 吨/年、钴胺素（维生素 B12）3000 吨/年，预计于 2022 年底前投产，将进一步丰富营养品种


Copyright 本报告的版权属于深圳中股投资信息有限公司，所有内容未经允许不得抄袭复制、转载和传播，违者必究。

类并助力未来业绩增长。

**11、关于估值。**市场预期新和成 2022 年每股收益大约在 1.27 元，以写作日（2022 年 12 月 30 日）收盘价 25.35 元计算，对应 PE 约为 20 倍。公司未来成长确定性较高，市场预期新和成 2023/24 两年的 EPS 分别为：1.56/1.88 元。过往来看，新和成的股价大部分时间都是在上一年每股盈利的 12-30 倍之间滑动，20 倍左右的 PE 处在中位，上移空间较大。

**12、**新和成在股票估值网股票评级系统中被归为价值股，成长性评级为四星，安全性评级为三星，是成长性较强、稳定性和预测性一般的公司，目前（2022-12-30）股价处于股票估值网 JW4 点股价图谱的 B 点位置。更详细的介绍，请登录股票估值网（www.gupiaoguzhi.com），阅读根据最新季报更新的最新一期及过往的新和成个股报告。

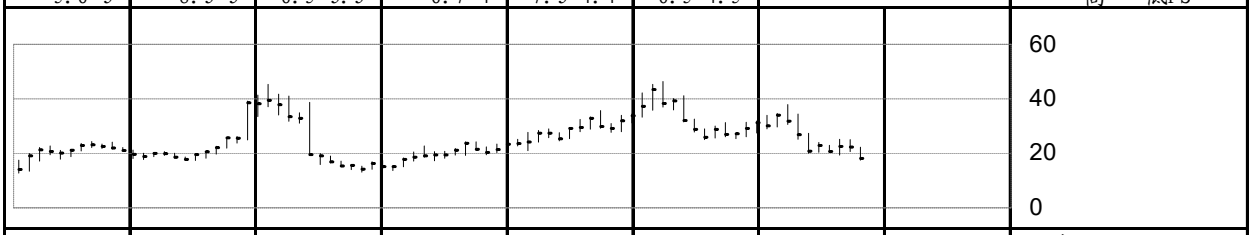
**风险提示:**

1、维生素价格下降风险;
2、新厂商进入或现有厂商扩产，行业竞争加剧风险;
3、新产品市场拓展不及预期风险。

**风格归属:**

大盘股（总股本/流通股本：30.91 亿/30.55 亿，按本文写作时推算总市值 784 亿元）
价值股

**表二：公司过往和预期数据**

| 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 关键指标 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 24.30 | 41.40 | 45.33 | 24.20 | 35.67 | 46.35 | 粗体数据为预测数据 | | 股价 - 高 |
| 12.72 | 17.36 | 13.12 | 13.70 | 21.00 | 25.03 | | | 股价 - 低 |
| 23-12 | 32-12 | 20-10 | 27-16 | 22-13 | 23-16 | | | 高 - 低PE |
| 5.6-3 | 8.3-3 | 6.5-3.3 | 6.7-4 | 7.3-4.4 | 6.5-4.5 | | | 高 - 低PS |
|  | | | | | | | | 60<br>40<br>20<br>0 |
| 1.05 | 1.30 | 1.34 | 0.90 | 1.59 | 1.61 | **1.27** | **1.56** | 每股收益（元） |
| 6.00 | 7.00 | 7.00 | 5.00 | 7.00 | 7.00 | **7.00** | **8.00** | 每10股分红（元） |
| 4,696 | 6,235 | 8,683 | 7,660 | 10,314 | 14,798 | **15909** | **18830** | 营业收入（百万） |
| 1,148 | 1,646 | 2,889 | 1,935 | 3,410 | 4,148 | **3,938** | **4,837** | 净利润（百万） |
| 45.4% | 50.5% | 53.4% | 47.6% | 54.2% | 44.5% | **41.6%** | **42.2%** | 毛利润率 |
| 24.4% | 26.4% | 33.3% | 25.3% | 33.1% | 28.0% | **24.8%** | **25.7%** | 净利润率 |
| 1,089 | 1,264 | 2,149 | 2,149 | 2,149 | 2,578 | **3,091** | **3,091** | 总股本（百万） |

资本结构（亿）：总负债151.9（流动81.8，长期70）；总资产382.5。流通股：30.5亿股。（22/9/30）

董秘：石观群 ； 电话：0575-86017157 ； 传真：0575-86125377 ； 电邮：sgq@cnhu.com


Copyright 本报告的版权属于深圳中股投资信息有限公司，所有内容未经允许不得抄袭复制、转载和传播，违者必究。