

新和成 (002001): 产业纵深布局，成长逐季提速

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。2024 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 68%、20%、7%和 5%；境内和境外的收入占比为 55%和 45%。

入选理由:

1、增长逐季提速，后续有望继续向好。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，过往业绩曲线一浪更比一浪高，呈波浪形不断向上增长。受新增产能持续释放以及生猪价格持续下滑等影响，营养产品价格出现不同程度的下跌，致公司 2023 年营收与扣非后净利润分别同比下降 27.12%和 5.13%，分别为 151.17 亿元和 26.14 亿元，双双下降。得益于营养产品的量价齐升，2024 年前三季度公司营收 157.82 亿元，扣非后净利润 38.82 亿元，分别同比增长 43.31%和 99.03%。其中，三季度营收 59.37 亿元，扣非后净利润 17.25 亿元，分别同比增长 65.21%和 199.77%，增长逐季提速。考虑到一体化优势、四大业务协同发展以及维生素价格有望继续保持强势，预计公司业绩有望继续向好。以下是近四个季度公司业绩表现：

表一：公司 2023Y4Q-2024Y3Q 的营收和净利润同比数据

| (百万) | 22年4季 / 23年4季 | 23年1季 / 24年1季 | 23年2季 / 24年2季 | 23年3季 / 24年3季 | 评价 |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|
| 营收 | 4024 / 4104 | 3612 / 4499 | 3806 / 5346 | 3594 / 5937 | 增长逐季提速 |
| 净利润 | 659 / 6636 | 586 / 857 | 788 / 1230 | 575 / 1725 | 增长逐季提速 |

2、技术壁垒高、需求具有刚性，且呈现寡头垄断格局。维生素和氨基酸是生物必需有机化合物，其在调节生理机能、催化代谢的过程中起着十分重要的作用。比如使用蛋氨酸（氨基酸中的一种）可以提高饲料的转化率，促进动物体内其它营养成分的吸收，降低死亡率，同时节省成本（据测算，若每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸，约可节约总生产成本 23%）。不过，大部分维生素和氨基酸不能在人体内或动物体内自行合成或合成量不足，需要通过食物来摄取这类物质，因此市场需求具有刚性。同时，维生素和氨基酸化学合成步骤长而繁杂、原料高毒，对生产设备、工艺控制、运营管理有较高要求，即具有较高的技术壁垒，因而行业处于寡头垄断格局。

目前维生素 A 全球产能大约为 4.39 万吨，产能集中在帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、新和成产能占比达 81%，其中，新和成维生素 A 产能全球占比约 18.22%，位列第二（仅次于巴斯夫的 32.8%）；全球维生素

E（粉）产能约为 26 万吨，帝斯曼、巴斯夫、新和成、浙江医药产能占比达 80%，其中，新和成维生素 E 产能全球占比约 23.08%，与帝斯曼并列第一，处于寡头垄断格局。

3、维生素价格有望维持强势，助力未来二、三个季度业绩继续向上。VA、VE 以及蛋氨酸价格变化可从供需两个方向分析。VA、VE 以及蛋氨酸下游最大应用领域均为动物饲料（平均在 70%左右），其价格走势与生猪价格变动具有较高的相关性。生猪价格 2024 年上半年有一波反弹，带动维生素价格逐步走强。但 8 月中旬后，生猪价格拐头单边下跌，目前已抹掉年初的涨幅，后续生猪价格是继续向下还是拐头向上，暂时难以判断，需密切关注生猪价格的走势。

供给端看，由于 VA、VE 以及蛋氨酸行业处于寡头龙头的格局，供给相对集中，其价格受政策变动、设备事故、极端环境等因素影响较大。如 2024 年 7 月底巴斯夫工厂火灾，叠加国内供应商装置集中检修，使得三季度营养产品价格快速上涨。据 Wind 数据，2024 三季度 VA(50 万 IU/g)、VE(50%)、固态蛋氨酸市场均价分别为 194.0、125.3、21.0 元/公斤，较二季度分别上涨 124.5%、78.4%、4.3%。2024 年均价（截至 10 月 24 日）VA、VE、固态蛋氨酸市场均价分别为 127.1、90.5、21.6 元/公斤，较 2023 年均价分别上涨 52.0%、29%、14.6%，上涨明显，助新和成业绩大幅增长。

近日，巴斯夫复产宣布推迟复产，预计将于 2025 年 4 月初重新开始生产 VA，在 2025 年 7 月初重新开始生产 VE 和类胡萝卜素产品，一方面有望为维生素价格上涨提供支撑，另一方面有助于国产维生素销量的持续增长，如 2024 年 9 月我国维生素 E 出口同比增长 41.4%，为公司未来二、三个季度业绩增长夯实基础。

4、产业链纵深布局，拓展成长空间并提升抗风险能力。公司自研柠檬醛工艺，首创自活化超临界反应技术，大规模稳定生产柠檬醛、通过重排反应工艺以全新路线打通芳樟醇与柠檬醛产业链，打破德国巴斯夫和荷兰帝斯曼两大巨头的技术垄断，成为维生素 A 企业中除巴斯夫外唯一自有柠檬醛产能的企业，且其柠檬醛和芳樟醇产品在成本上相较于巴斯夫分别降低 13.4%和 16.9%，成本优势更明显，并实现维生素产业链的纵向布局。

同时，公司以 VA 中间体柠檬醛与 VE 中间体芳樟醇不断延伸发展香精香料业务；以柠檬醛中间体异戊烯醇延伸发展原料药业务；以蛋氨酸中间体氰化氢、硫化氢和 VE 中间体异佛尔酮发展新材料业务，实现营养品、香精香料、新材料和原料药四大板块协同发展的格局。一方面将强化公司一体化优势，提升市场竞争力，增厚利润，2024 年前三季度公司毛利率为 39.54%，较业务结构相似的安迪苏高 9 个百分点可佐证。另一方面有助于拓展成长空间，提升抗风险能力。

5、蛋氨酸产能持续扩张，将成为全球第三大供应商。蛋氨酸下游 90%用于饲料，是动物饲料里必不可少的添加剂，可以帮助动物快速生长，增加瘦肉量和缩短饲养周期，有望节省约 40%的饲料需求，目前全球市场规模在 300 亿元左右。2024 年初蛋氨酸行业 CR4 达到 73.2%，集中度持续上升，后续行业定价逻辑有望从低价竞争转向寡头垄断定价，有助于头部企业盈利的改善。

新和成现有蛋氨酸（固体）产能 30 万吨/年，是国内第二大蛋氨酸生产企业（第一为安迪苏），同时，公司与中石化成立合资公司建设 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置预计 2024 年底投产，并在现有山东固体蛋氨酸装置基础上进行改造、预计提升产能 7 万吨/年，达到 37 万吨/年固体蛋氨酸产能，所有项目建成后，公司也将成为全球第三大蛋氨酸供应商，占全球总产能（现有+在建）的 18.8%，竞争力有望进一步提升。

6、香精香料盈利能力强、增长稳健，仍处于持续扩张中。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，2023 年公司该业务毛利率达 50.51%，明显高于第一大业务营养品的 29.91%。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。2017-2023 年，公司香料香精业务收入从 13.34 亿元增长到 32.74 亿元，2024 年上半年营收为 19.24 亿元，同比增长 17.94%，持续保持稳健增长，收入占比为 19.55%，为公司第二大业务。

2019 年以来，公司香精香料产能处于持续扩张中，目前其产能已超 3 万吨，2024 年 7-8 月又分别公布《年产 8000 吨合成香料项目》和《年产 4000 吨合成香料项目》建设项目，同时，公司也将以柠檬醛系列、芳樟醇系列、叶醇系列为主的产品结构，逐步多元化，不断推出一体化、系列化、协同化的香料新品种，实现产品的功能化和差异化，有望助香精香料业务继续保持稳健增长。

7、新材料成长提速，关注国产替代的机会。新材料方面：公司重点发展高性能聚合物及关键中间体，适度发展材料下游应用，主要产品包括聚苯硫醚（PPS）、高温尼龙（PPA）、HDI、IPDA 等，下游主要应用范围包括汽车、电子电器、环保、工业应用等领域。2024 年上半年新材料板块贡献营收 7.22 亿元，同比增长 24.89%，较 2023 年 3.09% 的增速有所提升。

目前公司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，成为能够稳定生产纤维级、注塑级、挤出级、涂料级 PPS 的企业，同时在开发新的全产业链材料项目。不过，聚苯硫醚（PPS）行业集中度较高，全球产能主要集中在日本。我国在聚苯硫醚（PPS）领域技术上仍是国际巨头存在差距，未来主要看技术上能否持续取得突破，从而取得国产替代的机会。

8、关于估值。我们的数据平台运用市场大数据和其专属处理程序预期新和成 2024 年每股收益大约在 1.68 元，截至 2024 年 12 月 31 日，公司股价收于 21.97 元，PE 为 13 倍，低于过往中位的 18 倍。数据平台运用市场环境和普遍预期判断未来三年公司业绩将维持增长态势，预计 2025/26 年的 EPS 分别为 1.53/1.88 元。最近三年，新和成的股价大部分时间都是在上一年的每股盈利的 13-26 倍之间滑动，以 13 倍左右的 PE 来看，处在 PE 活动的底部区域，有较好的折返空间。基于 2024 年 3 季度的数据资料和预测因素，我们的数据平台估值判断显示新和成的当前内在价值约在 28 元上下，股价在此之下当参考为合理买入区域。公司的估值会随着未来经营的变化出现或正或负的调整，需要对公司季报和相关重大信息密切关注。

9、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，是成长性较好、稳定性和预测性一般的公司，目前（2024-12-31）股价处于股票估值网 JW4 点股价图谱的 A 点位置。更详细的介绍，请登录股票估值网（www.gupiaoguzhi.cn），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
- 4、是否出现贸易战的风险。

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 660 亿元）
价值股

表二：公司过往和预期数据

| 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 关键指标 |
|---------|-------|---------|---------|---------|--------|-----------------------|--------------|------------|
| 45.33 | 24.20 | 35.67 | 46.35 | 37.83 | 19.93 | 粗体数据 为预测数据 | | 股价 - 高 |
| 13.12 | 13.70 | 21.00 | 25.03 | 17.50 | 14.93 | | | 股价 - 低 |
| 20-10 | 27-16 | 22-13 | 23-16 | 26-15 | 23-18 | | | 高 - 低PE |
| 6.5-3.3 | 6.7-4 | 7.3-4.4 | 6.5-4.4 | 5.8-3.4 | 4-3.1 | | | 高 - 低PS |
| | | | | | | | | |
| 1.34 | 0.90 | 1.59 | 1.62 | 1.16 | 0.85 | 1.68 | 1.98 | 每股收益 (元) |
| 7.00 | 5.00 | 7.00 | 7.00 | 5.00 | 4.50 | 6.71 | 7.90 | 每10股分红 (元) |
| 8,683 | 7,660 | 10,314 | 14,917 | 15,934 | 15,117 | 20861 | 24616 | 营业收入 (百万) |
| 2,889 | 1,935 | 3,410 | 4,180 | 3,587 | 2,614 | 5,184 | 6,107 | 净利润 (百万) |
| 53.4% | 47.6% | 54.2% | 44.4% | 36.9% | 33.0% | 40.3% | 39.7% | 毛利润率 |
| 33.3% | 25.3% | 33.1% | 28.0% | 22.5% | 17.3% | 24.9% | 24.8% | 净利润率 |
| 2,149 | 2,149 | 2,149 | 2,578 | 3,091 | 3,091 | 3,091 | 3,091 | 总股本 (百万) |

资本结构 (亿)：总负债139.4 (流动60, 长期79.4)；总资产415.3。流通股：30.5亿股。(24/9/30)

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