新和成 20260902

新和成：蛋氨酸三季度业绩预期差显著，新材料与尼龙项目驱动长期增长

摘要

- 蛋氨酸业务量价齐升，长协机制导致 2026Q3 业绩存在显著上行预期差。公司总产能 55 万吨位居全球第三，上半年山东固体蛋氨酸净利率达 41.71%，液体项目随市场开拓将释放利润弹性。
- 维生素板块处于历史底部，VA/VE 价格下行空间有限。受低库存及厂商挺价影响，VA 价格存在上行可能，VE 已出现反弹，叠加牛磺酸、藻油等品种涨价，营养品板块下半年有望迎来季度性修复。
- 香精香料业务受“剪刀差”影响短期承压，2027 年盈利有望反转。2026 年受高油价、低年单价挤压毛利，若 2027 年执行高定价且原油回落，将受益于“高售价、低成本”组合。
- 新材料板块 PPS 满产满销且具备出口日本的竞争力，产能将扩至 3 万吨。HA 项目（HDI、IPDA）中试线盈利出色，二期 IPDI 项目已启动土建，成为公司资本开支重点及利润增量来源。
- 天津尼龙 66 产业链项目总投资 100 亿，一期 14 万吨预计 2027H2 建成。公司凭借“原子经济性”优势，在行业低谷期仍有望实现 10%-20% 净利率，单吨盈利预计达 3,000 元以上。
- 公司估值处于底部区间，年化 60 亿利润对应 PE 不足 15 倍。短期看蛋氨酸与维生素边际修复，长期看尼龙 66 与新材料项目投产，具备高技术壁垒带来的超额收益能力。

Q&A

请介绍一下新和成公司的发展历程、主要业务板块以及各板块的产能和市场地位？

新和成最初是一家从事医药中间体生产的校办工厂，后发展成为化工企业
2000 年至 2010 年间，公司抓住了维生素 E 和维生素 A 的国产化机遇，通
游中间体延伸，构建了完整的维生素产业链，目前已成为全球四大维生素

人在草木间

一，部分维生素产品的体量在全球位居前两位。利用维生素中间体（如芳香醇、柠檬醛）的技术基础，公司逐步布局并发展了香精香料业务。近年来，公司业务重心进一步拓展至蛋氨酸和新材料领域。 在蛋氨酸方面，该产品已成为公司最大的单品。公司在山东拥有 30 万吨固体蛋氨酸产能，并通过技改增加了 7 万吨产能；此外，与中石化镇海炼化在浙江合资建设了 18 万吨液体蛋氨酸产能。公司总产能约 55 万吨，权益产能约 46 万吨，是全球第三大蛋氨酸生产企业。 在新材料领域，公司目前的核心产品是 PPS，现有 2.2 万吨产能处于满产满销状态，并计划通过三期、四期项目将总产能扩张至 3 万吨。未来公司的资本开支将主要集中在新材料板块，包括 PPS 新建项目、MMA 项目、IPDI、HDI 以及在天津规划的尼龙产业链项目。

新和成各主要业务板块的盈利能力表现如何？

公司各业务板块长期保持着较高的盈利水平。2026 年上半年，营养品业务（主要为蛋氨酸和维生素）实现收入 88 亿元，占公司总收入的 67%，毛利率为 46.87%。具体来看，尽管 2026 年上半年维生素 A 和维生素 E 价格处于底部区间，但负责维生素 E 业务的精华公司净利率仍达到 31%。同期，负责蛋氨酸业务的山东氨基酸公司净利率为 41.71%，这表明即使在市场底部，公司的传统营养品业务依然具备强大的盈利能力。 香精香料业务同样表现出色，2026 年上半年毛利率为 48.96%，对应的药业子公司净利率约为 33%。 新材料业务在 2026 年上半年的毛利率为 32%。 整体来看，公司的产品选择策略倾向于高盈利能力的产品，确保了其在化工行业中处于领先的盈利水平。

2026 年蛋氨酸市场的价格波动情况如何，这对公司业绩，特别是三季度业绩预期有何影响？

2026 年初，受 2 月底美伊冲突及原材料（天然气、硫磺、丙烯、甲醇）价格上涨影响，加之竞争对手赢创因原料供应问题宣布不可抗力，固体蛋氨酸价格从年初的 17.6 元/公斤，在 4 月份最高涨至 50-60 元/公斤，涨幅超过 200%。 尽管市场观察到的散单价格波动剧烈，但公司二季度的业绩并未完全体现出如此夸张的价格上涨。其核心原因在于公司的蛋氨酸销售，尤其是在海外市场，有相当一部分是按季度签订的长协订单。这些长协价格相对平稳，充当了价格波动的缓冲垫，导致二季度销售的货物并未完全按市场高价结算。 然而，这种长协机制也意味着业绩兑现有一定的滞后性。例如，在六、七月份执行的订单可能对应的是三、四月份签订的价格，这些订单的结算价格会更高。市场沟通显示，大型维生素企业 7 月份的销售均价实际上在上涨。因此，若从平滑周期看，预计公司三季度的蛋氨酸销售均价可能不低于二季度，这将为公司三季度的利润带来较大的预期差。

公司与镇海炼化合作的 18 万吨液体蛋氨酸项目在 2026 年上半年的利润表现不佳，主要原因是什么？

该项目在 2026 年上半年利润释放不理想，主要有两个原因。首先，市场层面上，赢创的不可抗力主要影响的是固体蛋氨酸，液体蛋氨酸市场的缺货程度相对较低。其次，从公司自身运营来看，该液体蛋氨酸项目投产时间不长，尚处于市场开拓阶段。为了拓展客户，公司在销售策略上可能采取了相对较低的价格，这在一定程度上影响了该业务板块的利润弹性。数据显示，公司约 37 万吨的固体蛋氨酸业务在上半年实现了约 20 亿元的利润，而液体蛋氨酸项目的盈利贡献则相对有限。

请分析新和成公司营养品板块的现状，特别是蛋氨酸和维生素业务的利润表现、市场价格、库存水平以及下半年的业绩预期？

营养品板块中，液体蛋氨酸业务的利润体量约为 2-3 亿元，这部分产能折纯为 18 万吨，约占总产能的一半，但贡献的利润不足固态蛋氨酸的 20%，这主要与前期开拓客户的策略有关，未来存在较大的利润释放弹性。 维生素业务自 2024 年以来市场预期持续偏悲观，主要受此前价格高位回落以及万华化学、天津药业等新增维生素 A 产能投产的影响，市场同时预期维生素 E 未来也可能面临停产压力。然而，目前维生素 A 和维生素 E 的价格已处于历史偏低区间，分别为 50 多元/公斤和 70 多元/公斤，进一步大幅下跌的可能性不大。展望 2026 年下半年，随着 10 月份后进入旺季，基于当前的低库存水平，维生素 A 价格存在上行可能，尤其是在厂商联合挺价的情况下。维生素 E 价格在近两周已出现反弹。因此，营养品板块有望迎来季度性的业绩修复。 此外，其他营养品也存在潜在的业绩增量。公司的 3 万吨牛磺酸产能，受全球部分产能检修影响，价格已从 16,000 多元/吨上涨至 30 多元/公斤（即超过 30,000 元/吨），将带来业绩弹性。中高端鱼油价格因市场对霍尔木兹海峡影响海外捕捞量的担忧而翻倍，公司布局的替代品藻油在 2026 年也预计有价格上行空间。 综合来看，蛋氨酸业务的业绩尚未完全兑现，而维生素、牛磺酸、藻油等产品在 2026 年下半年存在超预期的上行机会。因此，对公司下半年的整体预期偏乐观，业绩表现有望优于上半年。

新和成公司香精香料业务 2026 年业绩下滑的原因是什么？其独特的定价机制如何影响盈利能力，以及对 2027 年的业绩展望如何？

2026 年香精香料业务的业绩下滑，主要归因于其年单定价机制与原油价格波动形成的“剪刀差”效应。该业务的定价通常在每年第四季度完成，2025 年第四季度定价时参考的原油价格约为 60 多美元/桶。然而，进入 2026 年上半年，原油均价上涨至 80 多美元/桶，导致产品成本按较高的油价核算，而销售价格却是基于前一年的低油价制定的，从而压缩了毛利率，并对营收造成下滑压力。这种定价模式在油价下行周期中有利于保障和提升毛利率，但在油价上行周期中则会对其盈利能力构成挑战。 展望 2027 年，香精香料业务的业绩存在乐观预期。如果在 2026 年年底续签合同时，油价仍处于相对高位，公司将据此制定较高的产

品售价。若 2027 年原油价格因霍尔木兹海峡局势缓和等因素而回落，公司将受益于“高售价、低成本”的有利局面，盈利能力有望得到显著改善。

公司在香精香料业务上的长期战略规划是怎样的，该业务的核心竞争优势和盈利保障体现在哪些方面？

公司计划投入 1,300 万亩土地，大力度扩张香精香料产品线，这构成了其未来发展的重要战略。该业务的核心优势在于其强商誉属性和稳固的客户关系。一旦产品进入下游客户的供应链，由于客户自身的利润率较高，通常不会轻易更换供应商。特别是该业务超过一半的产品供给国际四大香精香料公司（IFF、德之馨、芬美意、奇华顿），这些头部客户历来不会对供应商过度压价，从而为公司提供了稳定的盈利保障。因此，扩大这项业务能够确保公司获得长期且稳定的现金流。

公司在新材料板块，特别是 PPS 和 HA 项目（HDI、IPDA）目前的运营状况和未来的扩产计划是怎样的？

在新材料板块，公司现有 2.2 万吨 PPS（聚苯硫醚）产能已基本实现满负荷生产，并且近年来处于量价齐升的状态。值得注意的是，尽管国内市场过去对海外 PPS 产品实施反倾销措施，但新和成的 PPS 产品凭借其强大的技术优势，已经成功销售至海外市场，例如日本，显示出其在全球范围内的竞争力。 HA（异氰酸酯）项目方面，一期项目的 HDI（六亚甲基二异氰酸酯）和 IPDA（异佛尔酮二异氰酸酯）中试线已实现满产满销，且盈利能力非常出色。目前，HA 项目二期工程的土建已经启动，计划将优先建设 IPDI（异佛尔酮二异氰酸酯）项目，这将进一步增厚公司的盈利。

公司在天津规划的尼龙产业链项目具体内容是什么，包括投资规模、产能规划和预计投产时间？面对当前尼龙 66 市场的低迷，该项目的盈利前景和可行性如何评估？

公司计划在天津分两期投资 100 亿元，建设己二腈、己二胺及下游的尼龙 66 产业链。一期项目投资 40 亿元，规划建设 10 万吨己二腈、10 万吨己二胺和 14 万吨尼龙 66，预计于 2027 年下半年建成。二期规划建设 40 万吨己二腈、己二胺和 40 万吨尼龙新材料。预计一期项目将在 2028 年开始贡献利润。 尽管当前尼龙 66 市场价格处于约 16,000-17,000 元/吨的低位，行业毛利甚至为负，市场对该项目的盈利能力存在担忧，但项目的可行性基于公司独特的成本控制能力和工艺优势。公司在项目规划时高度重视“原子经济性”，通过自有工艺实现行业领先的成本水平。参考蛋氨酸业务的先例，公司在 2023 年时其完全成本约为 11-12 元/公斤，远低于行业普遍的 16-17 元/公斤。公司内部评估认为，通过优化原子经济性，新项目有望实现 10%至 20%的净利润率。按当前 16,000-17,000 元/吨的价格计算，20%的净利润率意味着单吨盈利可达 3,000 多元，40 万吨产能合并盈利将达到十几亿元。相对于 100 亿元的总投资，投资回收期约为五到六年，这还是在未考虑周期性复苏因素、仅基于行业低点测算的结果，因此该项目具备商业

上的合理性。

新和成在选择新材料项目时展现出怎样的战略特点？这些特点如何构筑公司的核心壁垒？

公司在布局新材料业务时，展现出专注于攻克技术壁垒高、国产化率低、具有差异化优势的“硬骨头”产品的战略特点。例如，在公司进入蛋氨酸领域之前，国内除安迪苏（源于外资技术）外，其他厂商的产品成熟度普遍不高。在 PPS 领域，公司不仅实现了国产替代，产品竞争力更达到了出口日本的水平，而此前国内市场长期依赖对日、美产品的反倾销保护。目前正在推进的己二腈项目，其国产化率同样处于非常低的水平，国内虽有装置上马，但开工率普遍不高。 这种选品策略的核心是抓住国内多数企业无法生产的产品，从而获取超额收益。这一战略的成功实施，根植于公司强大的自主合成路线开发能力和对“原子经济性”的极致追求，这构成了其难以被其他企业复制的核心技术壁垒。

从估值角度分析，当前新和成的投资价值如何？未来几年的主要增长点和业绩驱动因素有哪些？

从估值来看，公司目前处于被低估的状态。以业绩底部测算，2025 年第四季度利润约为 14-15 亿元，考虑到四季度通常会集中计提费用，年化 60 亿元的利润是一个偏保守的估计。基于这一底部盈利水平，公司当前估值不到 15 倍市盈率。对于一家拥有高技术壁垒、能获取行业超额收益的公司而言，这一估值水平偏低，因为即使是壁垒不高的大宗商品类公司，在行业底部时也能获得 15 倍左右的估值。 未来几年的增长驱动因素清晰可见：

1. **边际修复**：香精香料业务有望在 2027 年迎来超预期的改善。与镇海炼化合资的 18 万吨液体蛋氨酸项目也存在释放利润的潜力。处于底部的维生素板块，一旦周期向上，也能带来业绩增量。
2. **长期增量**：到 2028 年，天津的尼龙 66 项目将逐步投产并贡献利润，为公司提供明确的长期增长性。

综上所述，公司在当前估值水平下，既有短期的边际修复潜力，也有明确的长期增长项目，具备较高的关注价值。