

天新药业(603235)

报告日期: 2023年05月21日

# 冬去春来, 蓄势待发

## ——天新药业深度报告

### 投资要点

#### □ B族维生素单体龙头, 多元布局厚积薄发

公司深耕维生素多年, 先后实现维生素 B1、维生素 B6、叶酸 (B9)、维生素 D3、生物素 (B7) 的工业化生产。公司当前具备 7000 吨 VB1、6500 吨 VB6、500 吨叶酸、90 吨生物素 (折纯) 产能, 其中 VB1、VB6 产品市占率全球领先, 此外叶酸、生物素也位于行业第一梯队。据公司公告, 公司在巩固现有产品市场地位的同时, 拟布局 VA、VB5、胆固醇、25-羟基维生素 D3 等产品, 还拟在宁夏建设 VE。公司立足于 B 族维生素单体, 持续拓展产品品类, 我们认为公司有望成为国际一流的维生素平台企业。

#### □ 主要产品库存逐渐去化, 价格有望见底回升

受能耗双控、海运费影响, 21Q4 海外客户超买, 该阶段维生素出口维持高位。22 年受下游持续去库存影响, 全年维生素出口预计 29.9 万吨, 较 21 年减少 2.4 万吨, 维生素出口需求不振, 多种维生素价格持续下行。根据博亚和讯, VB6、VB1、生物素 22 全年价格降幅达 20.36%、33.24%、43.45%。22 年在 VB6、VB1 价格持续下行背景下, 部分缺乏成本优势的企业已处于亏损状态, 我们认为 VB1、VB6、生物素产品价格已处于历史底部, 部分亏损企业后续或将退出, 落后产能逐步出清, 叠加下游客户库存逐渐去化, 上述产品价格有望见底回升。

#### □ 纵向深耕+横向拓展, 向维生素一流企业迈进

公司践行纵向深耕+横向拓展发展战略, 一方面持续纵向延伸产业价值链, 实现部分原材料自产, 降低生产成本。以 VB1 为例, 公司先后实现盐酸乙脒、ABL 自产, 得益于一体化及产能规模优势, 在部分企业亏损时, 公司 22H1VB1 仍有 41.87% 的毛利率。公司拟在宁夏建设 GBL 扩建项目, 进一步向 VB1 上游延伸, 提高 VB1 竞争力。另一方面公司积极开拓布局新维生素单体, 拟建设 6000 吨 (折纯 1000 吨) VA、7000 吨 VB5 以及 350 吨胆固醇、6 吨 25-羟基维生素 D3 项目。公司深耕维生素领域多年, 现有产品产能规模及生产成本均做到行业领先, 随着上述新产品新产能逐渐落地, 国际一流维生素平台企业已然在望。

#### □ 盈利预测与估值

B 族维生素龙头, 现有产品产能及成本均做到行业领先, 产品价格上涨弹性极大, 此外新产品新产能逐渐落地, 进一步打开公司成长空间。预计 23-25 年公司营收 24.39/26.50/31.95 亿元, 归母净利润 6.47/7.51/9.27 亿元, EPS 为 1.48/1.72/2.12, 对应 PE 为 19.52/16.80/13.62, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

#### □ 风险提示

维生素价格波动风险; 新产能释放不及预期风险; 原材料价格波动风险。

### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2304.79	2439.18	2649.72	3194.88
(+/-) (%)	-8.63%	5.83%	8.63%	20.57%
归母净利润	622.12	646.71	751.46	926.89
(+/-) (%)	-16.37%	3.95%	16.20%	23.35%
每股收益(元)	1.42	1.48	1.72	2.12
P/E	20.29	19.52	16.80	13.62

资料来源: 浙商证券研究所

### 投资评级: 买入(首次)

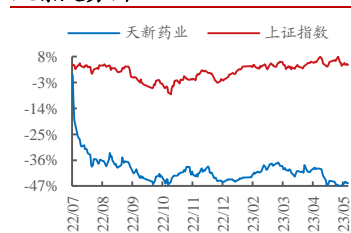
分析师: 李辉  
 执业证书号: S1230521120003  
 lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 沈国琼  
 shenguoqiong@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 28.83
总市值(百万元)	12,621.20
总股本(百万股)	437.78

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测：我们预计 23-25 年公司营业收入为 24.39/26.50/31.95 亿元，同比增速分别为 5.83%、8.63%、20.57%；归母净利润为 6.47/7.51/9.27 亿元，同比增速分别为 3.95%、16.20%、23.35%。
- 2) 估值指标：我们选取新和成、亿帆医药、浙江医药等上市公司作为可比公司，当前可比公司 2023 年平均 PE 为 21.64 倍。公司为细分维生素单体龙头，在建产能丰富，且医药领域占比较高，给与公司 23 年 23 倍估值，首次覆盖，给与“买入”评级。
- 3) 目标价格：33.97，对应当前股价有 18%的空间。
- 4) 投资评级：首次覆盖，给与买入评级。

### ● 关键假设

- 1)产品价格假设：预计未来 VB1、VB6 价格上行、生物素价格保持稳定
- 2)新产品新项目假设：预计 24、25 年公司 VB5、胆固醇及 25-羟基维生素 D3、VA 等陆续投产

### ● 我们与市场的观点的差异

市场担心维生素需求持续低迷，VB1、VB6、生物素等产品价格持续下行，使得公司业绩下滑。我们认为：随着海外前期超买库存逐渐去化，维生素出口有望回暖，产品价格有望上行。当前价格下，部分企业出现亏损，公司凭借产能规模及持续一体化布局，不断提升产品竞争力，仍保持较强盈利能力。此外公司积极布局新维生素单体，新产品新产能有望打开公司新成长空间，并提高抵御单产品价格波动风险能力。

### ● 股价上涨的催化因素

维生素 B1、维生素 B6、生物素等产品价格上涨  
公司维生素 B5、维生素 A、维生素 E 等新产品建设进度及投放市场超预期

### ● 风险提示

维生素价格波动风险；新产能释放不及预期风险；原材料价格波动风险。

## 正文目录

<b>1 B族维生素单体龙头，多元布局厚积薄发</b>	<b>5</b>
1.1 维生素 B 族龙头，多产品布局打造维生素平台企业	5
1.2 搭建员工持股平台，激发公司发展活力	5
1.3 新产能持续放量，提升公司抗周期能力	5
<b>2 维生素 B 行业：价格处于历史低位，静待需求反转</b>	<b>7</b>
2.1 维生素 B6：行业格局高度集中，库存去化价格有望上行	7
2.2 维生素 B1：供需稳步增长，出口回暖有望带动价格回升	8
2.3 生物素：需求快速增长，具备成本优势企业将脱颖而出	9
<b>3 纵向深耕+横向拓展，向维生素一流企业迈进</b>	<b>11</b>
3.1 规模化及一体化优势，铸就 B 族维生素绝对龙头	11
3.2 横向拓展新品类维生素，打造全球维生素平台型企业	12
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>14</b>
4.1 盈利预测	14
4.2 估值	15
<b>5 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

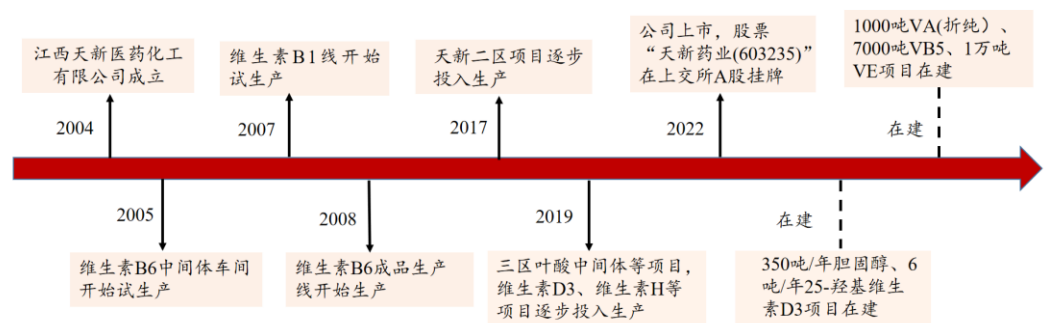
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	5
图 3: 公司营业收入情况 (亿元, %) .....	6
图 4: 公司净利润情况 (亿元, %) .....	6
图 5: 22 年 B 族维生素贡献营收 85.93%(亿元).....	6
图 6: 22 年 B 族维生素贡献毛利 95% (亿元) .....	6
图 7: 公司产品盈利能力较强 (%) .....	6
图 8: 受维生素价格波动, 公司主要产品毛利率有所下行 (%) .....	6
图 9: 公司在建工程持续增加 (亿元) .....	7
图 10: 公司研发费用持续大幅增加 (亿元, %) .....	7
图 11: 维生素 B6 出口为需求主力 (吨, %) .....	7
图 12: 维生素 B6 月度出口数据 (吨) .....	7
图 13: 22 年天新药业维生素 B6 市场占比超过 60% .....	8
图 14: 维生素 B6 价格处于历年低位 (元/千克) .....	8
图 15: 维生素 B1 下游医药和食品领域占比达 70%.....	9
图 16: 维生素 B1 产量及出口情况 (吨, %) .....	9
图 17: 22 年天新药业维生素 B1 市场占比约 48.7% .....	9
图 18: 维生素 B1 价格处于历年低位 (元/千克) .....	9
图 19: 生物素下游饲料添加剂占比达 74%.....	10
图 20: 生物素产量及出口情况 (吨, %) .....	10
图 21: 22 年天新药业生物素市场占比约 27.3%.....	10
图 22: 生物素价格处于历年低位 (元/千克) .....	10
图 23: 维生素 B1 产业链.....	11
图 24: 维生素 B5 供给高度集中, 亿帆医药为行业龙头.....	13
图 25: 向市场规模更大的 VA、VE 拓展(亿元).....	13
图 26: 22 年全球 VA 需求约 2.5 万吨 (吨) .....	13
图 27: 22 年全球 VE 需求约 7.6 万吨 (吨) .....	13
图 28: 公司以新工艺制备 25-羟基胆固醇, 大大节约纯化成本.....	14
表 1: 天新药业毛利率高于维生素行业均值.....	12
表 2: 公司募投项目主要拓展维生素 A、维生素 B5、维生素 D3 产品.....	12
表 3: 盈利预测核心假设.....	15
表 4: 可比公司估值情况.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	18

## 1 B族维生素单体龙头，多元布局厚积薄发

### 1.1 维生素 B 族龙头，多产品布局打造维生素平台企业

公司自 2004 年成立以来就致力于单体维生素的研发、生产和销售，公司深耕维生素多年，先后实现维生素 B1、维生素 B6、叶酸（B9）、维生素 D3、生物素（B7）的工业化生产。公司当前具备 7000 吨维生素 B1、6500 吨维生素 B6、500 吨叶酸、90 吨生物素（折纯）产能，其中 VB1、VB6、叶酸产品市占率全球领先。2022 年 7 月公司成功在上交所上市，拟通过募投项目布局维生素 A、维生素 B5、胆固醇、25-羟基维生素 D3 等产品，还拟在宁夏建设维生素 E。公司立足于 B 族维生素单体，持续拓展产品品类，我们认为公司有望成为国际一流的维生素平台企业。

图1：公司发展历程

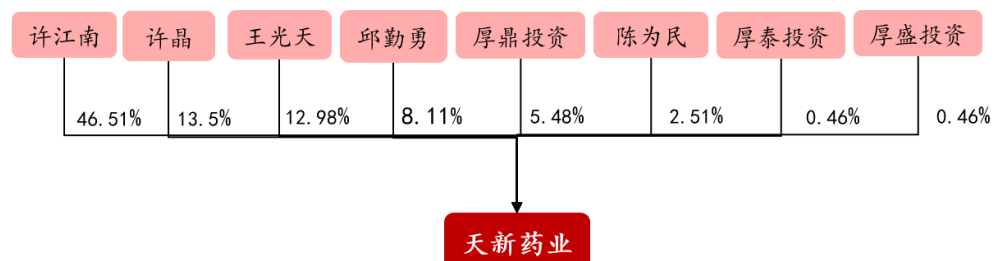


资料来源：公司官网，公司招股说明书，浙商证券研究所

### 1.2 搭建员工持股平台，激发公司发展活力

2004 年公司由许江南、王天光、邱勤勇、浙江天新共同出资成立，当前公司实际控制人为许江南和许晶，直接持有公司 60.01% 的股份，通过持股平台（厚鼎投资、厚盛投资、厚泰投资）间接持有 3.97% 的股份，合计持有 63.98%。2018 年公司向陈为民、厚鼎投资、厚盛投资、厚泰投资定向发行新股 3,898 万股，进行股权激励。公司当前股权集中度较高，且通过搭建员工持股平台实施股权激励，有助于激发公司内生动力。

图2：公司股权结构图

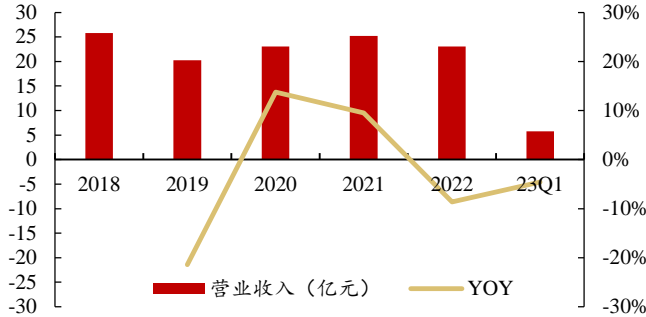


资料来源：Wind，浙商证券研究所（截至 2023 年 5 月 21 日）

### 1.3 新产能持续放量，提升公司抗周期能力

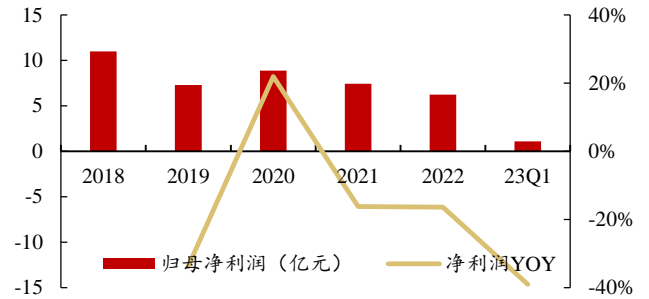
新产品以及新产能的持续放量，提高公司抵御单产品价格波动能力。18 年至今维生素价格持续回落，公司销量提升收入平稳但盈利持续下行。23Q1 公司维生素实现净利润 1.09 亿元，同比降低 39.04%，环比增长 53.10%。

图3: 公司营业收入情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

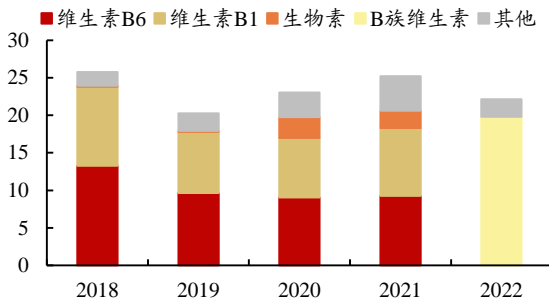
图4: 公司净利润情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

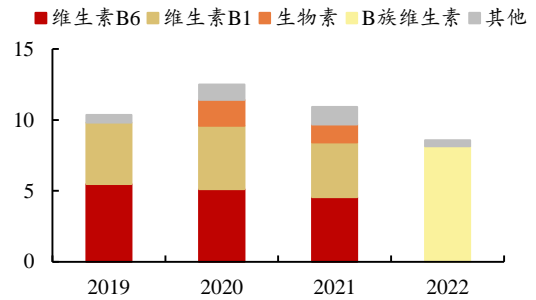
B族维生素为公司主要盈利来源。2020 年以前维生素 B6 和维生素 B1 为公司贡献了 90% 以上的营收及利润，2020 年公司生物素（VH）投放市场，当期为公司贡献了约 14.5%（1.81 亿元）毛利。2022H1，维生素 B6\维生素 B1\生物素分别实现毛利 1.97/1.90/0.55 亿元，2022 全年公司 VB6\VB1\生物素\叶酸等 B 族维生素贡献了 85.93% 的营收以及 95% 的毛利。

图5: 22 年 B 族维生素贡献营收 85.93%(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

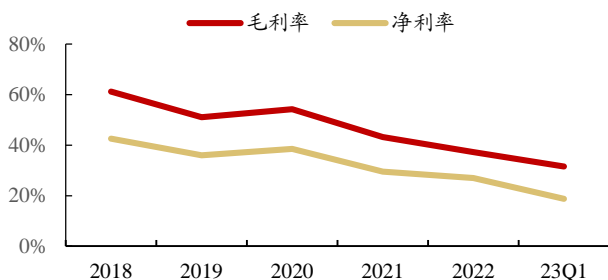
图6: 22 年 B 族维生素贡献毛利 95% (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

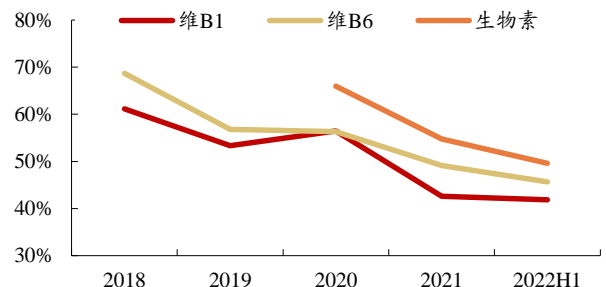
受维生素价格影响，公司盈利能力持续下行。我们认为随着国内外库存去化，维生素需求有望改善，产品价格企稳回升带动公司盈利能力改善。23 年 Q1 公司毛利率为 31.51%，环比提升 2.09 PCT。

图7: 公司产品盈利能力较强 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 受维生素价格波动，公司主要产品毛利率有所下行 (%)

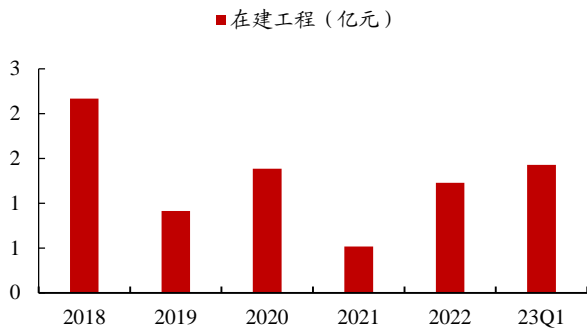


资料来源: Wind, 浙商证券研究所



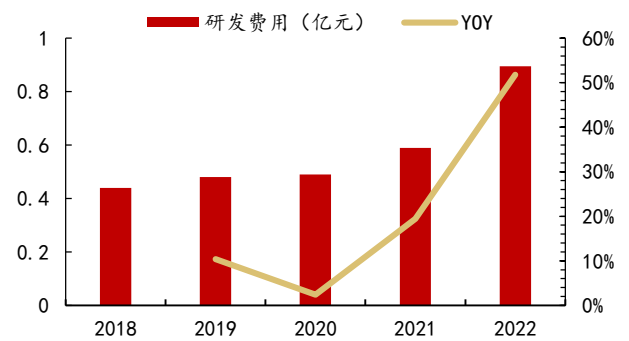
公司现金流状况良好，在建工程大幅增加。根据 Wind，2022 年公司经营现金流、筹资现金流、投资现金流分别为 6.07 亿元、11.62 亿元、-4.55 亿元，公司筹资现金流大幅增加主要系 IPO 募得资金净额 16.15 亿元。公司当前现金流充裕，23Q1 在建工程为 1.43 亿元，较 22 年同期大幅增加 76.33%。随着公司募投项目以及维生素 E 项目逐渐落地，公司盈利有望再上一个台阶。

图9：公司在建工程持续增加（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：公司研发费用持续大幅增加（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

研发投入持续增加，厚积薄发成长可期。近年来公司研发投入持续增加，2021 年研发费用 0.59 亿元，同比增加 19.4%，2022 年研发费用 0.89 亿元，同比增幅为 51.79%。公司以子公司上海博纳赛恩和公司技术中心为依托，一方面对现有产品工艺进行升级优化，降低成本；另一方面不断开发维生素新产品，丰富公司产品品类。

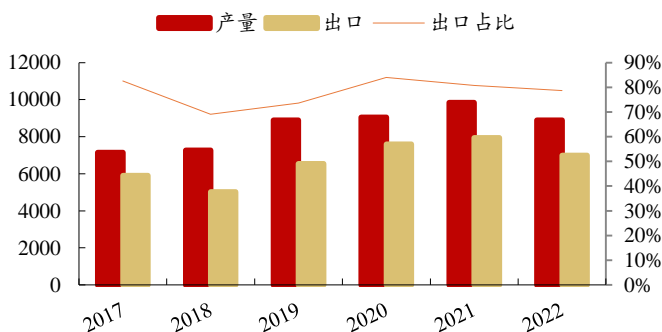
我们认为随着下游库存去化维生素需求回暖，产品价格有望上行，公司作为行业龙头涨价业绩弹性大。

## 2 维生素 B 行业：价格处于历史低位，静待需求反转

### 2.1 维生素 B6：行业格局高度集中，库存去化价格有望上行

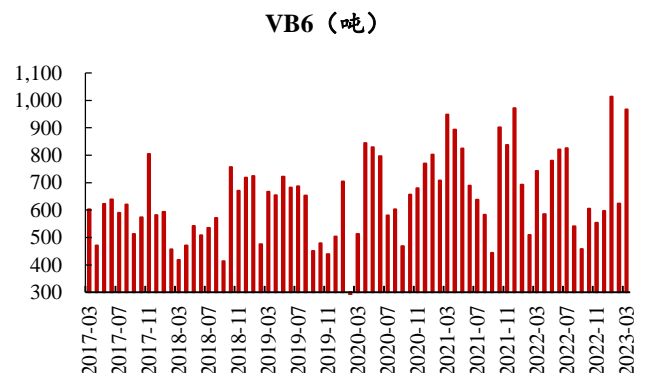
维生素 B6 食品医药应用领域占比持续提升。维生素 B6 主要用于原料药、饲料添加剂和食品添加剂，近年来随着生活水平的不断提高，维生素 B6 在食品、医药领域的应用不断得到拓展，市场占比持续提升。根据博亚和讯，当前维生素 B6 饲料领域约占 65%，食品和医药领域合计占比 35%。

图11：维生素 B6 出口为需求主力（吨，%）



资料来源：招股说明书，博亚和讯，浙商证券研究所

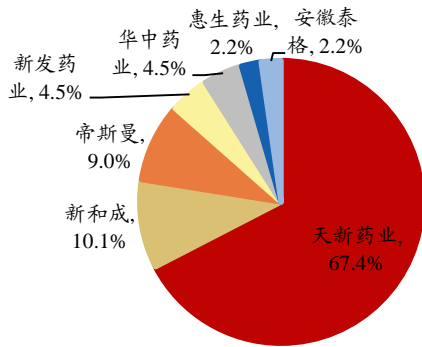
图12：维生素 B6 月度出口数据（吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

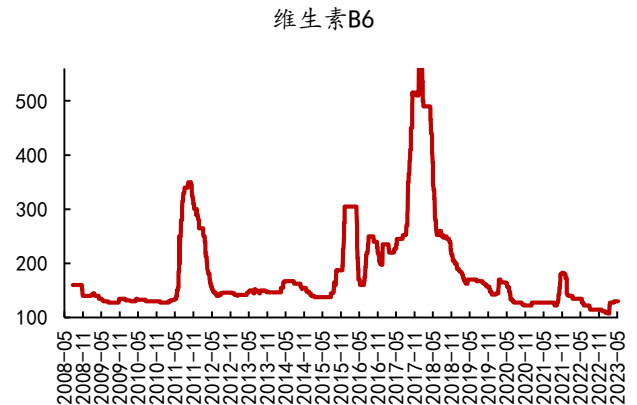
**维生素 B6 产量逐渐增加，出口为需求主力。**根据博亚和讯，近年来维生素 B6 产量持续增长，由 2017 年的 7150 吨增加至 2021 年的 9850 吨，维生素 B6 以出口为主，近年出口消化了约 70%-80% 的产量，出口由 17 年的 5900 吨增加到 21 年的 7950 吨。受能耗双控和海运运费影响，21Q4 到 22 年初维生素 B6 出口维持高位，受前期海外客户超买影响，2022 年维生素 B6 整体出口有所下降，预计 22 年出口 7000 吨。随着下游客户库存逐渐消化，海外补库需求有望带动维生素 B6 需求回升。

图 13: 22 年天新药业维生素 B6 市场占比超过 60%



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所

图 14: 维生素 B6 价格处于历年低位 (元/千克)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**维生素 B6 供给高度集中，天新药业为行业龙头。**根据博亚和讯，2022 年全球维生素 B6 产能约 19700 吨，其中天新药业以 6500 吨居行业龙头，新和成 22 年投产 6000 吨居行业第二，维生素 B6 供给高度集中，前两者产能占比超过 60%。2022 年全球维生素 B6 产量约 8900 吨，其中天新药业、新和成、帝斯曼占比分别为 67.4%、10.1%、9.0%，天新药业市场占比领先，为维生素 B6 行业龙头企业。

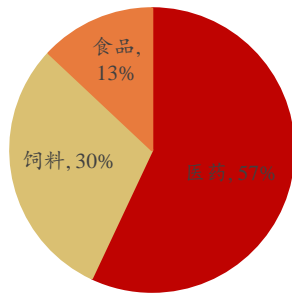
**产品价格处于历史低位，部分企业已处于亏损状态。**维生素 B6 价格波动较大，2016 年受厂家停产、减产等影响，维生素 B6 供应阶段性紧张，产品价格大幅上行。2017 年下半年环保督查趋严，上游原料供应受限，维生素 B6 产量阶段性下降，叠加海外需求旺盛，产品价格大幅上涨，一度达 560 元/千克。16 年以来因价格上涨，计划进入维生素 B6 行业企业较多，但随着产品价格大幅下跌，部分拟建项目已暂停或者延缓，近年新进入者仅安徽泰格和新和成。当前维生素 B6 价格为 130 元/千克，已处于近 15 年低位，部分厂家已处于亏损状态。根据广济医药公告，其子公司惠生药业 21 年亏损 2837 万元，22 年亏损 1 千万元。我们认为在常年盈利不佳的情况下，部分落后产能或将逐步退出，供给端有望优化，叠加下游客户库存逐渐去化，采购量逐步恢复，未来维生素 B6 价格有望上行。

## 2.2 维生素 B1: 供需稳步增长，出口回暖有望带动价格回升

**维生素 B1 医药及食品领域占比达 70%。**维生素 B1 在饲料、食品及医药领域均有应用，与大多数维生素不同，维生素 B1 在医药及食品领域占比更高。根据博亚和讯，当前维生素 B1 医药领域约占 57%、食品占比 13%、饲料占比 30%。

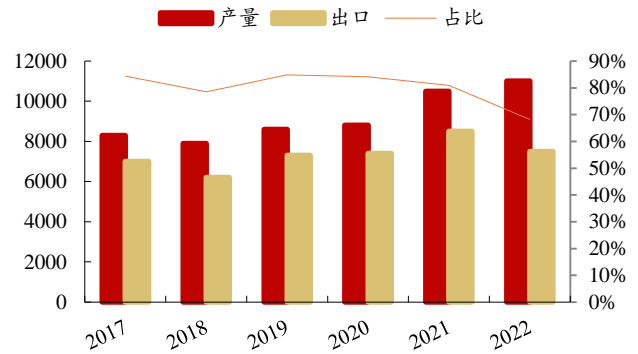


图15: 维生素 B1 下游医药和食品领域占比达 70%



资料来源: 招股说明书, 博亚和讯, 浙商证券研究所

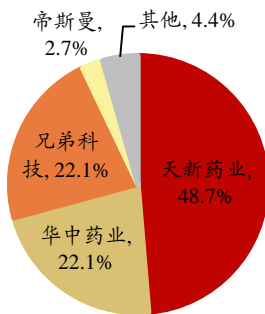
图16: 维生素 B1 产量及出口情况 (吨, %)



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所

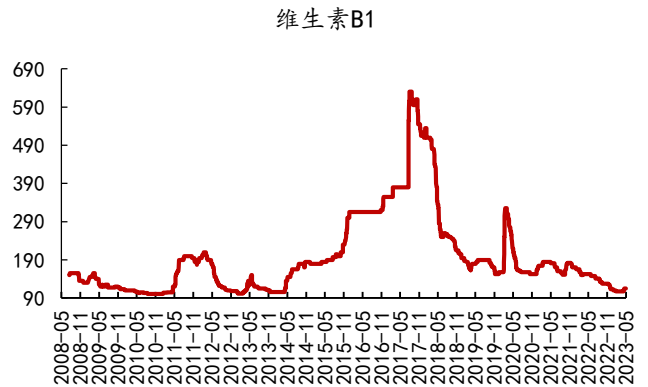
**维生素 B1 供给格局稳定, 近年产量需求稳步增长。**根据博亚和讯, 维生素 B1 产量由 18 年的 7900 吨增加至 2021 年的 10500 吨, 维生素 B1 需求依然以出口为主, 近年出口稳步增长, 由 18 年的 6200 吨增加至 21 年的 8500 吨。维生素 B1 供需格局稳定, 主要供应商为天新药业、华中药业、兄弟科技和帝斯曼。2022 年维生素 B1 产量 11000 吨, 其中天新药业、华中药业、兄弟科技、帝斯曼占比分别为 48.7%、22.1%、22.1%、2.7%, 行业格局高度集中且稳定。受前期超买影响, 22 年海外出口有所回落, 预计 22 年出口 7500 吨。随着下游客户逐渐去库, 预计 23 年需求有望逐渐修复。

图17: 22 年天新药业维生素 B1 市场占比约 48.7%



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所

图18: 维生素 B1 价格处于历年低位 (元/千克)



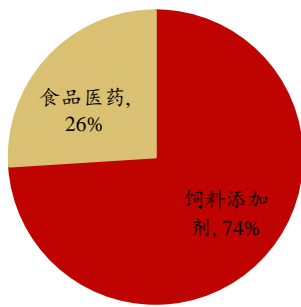
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**产品价格历史低位, 后续扩建项目或将暂缓。**当前维生素 B1 产能超过 1.6 万吨, 近年产能增长主要系现有维生素 B1 厂家产能扩建, 2021 年天新药业技改完成, 产能增至 7000 吨。此外受 15-18 年 VB1 价格高位吸引, 根据环评, 新乡瑞诺、内蒙古天奈药业、山东华辰生物等均有上马维生素 B1 项目的计划。当前维生素 B1 价格为 107.5 元/千克, 部分缺乏成本优势的企业已开始出现亏损, 根据兄弟科技年报, 其维生素 B1 子公司 22 年亏损 4323 万元。我们认为在当前部分企业已出现亏损情况下, 部分小产能存在退出的可能, 此外行业外新进入者项目也将暂缓, 随着行业格局逐渐优化, 叠加下游客户逐渐去库, 维生素 B1 盈利有望修复。

### 2.3 生物素: 需求快速增长, 具备成本优势企业将脱颖而出

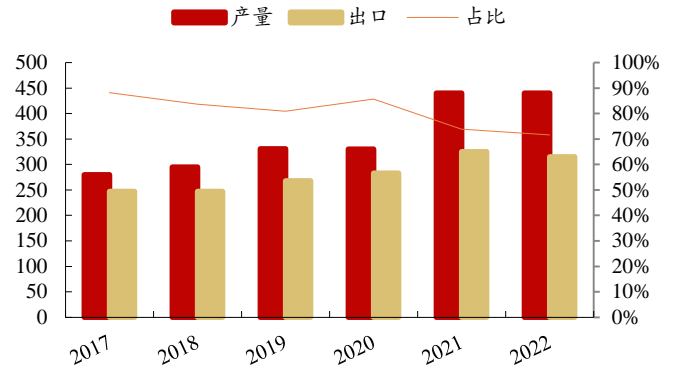
生物素饲料添加剂应用占比达 74%。生物素又名辅酶 R、维生素 H，是一种水溶性 B 族维生素。生物素是重要的饲料添加剂，对畜禽生长发育过程中的很多因素，如增重、饲料转化、产肉、肉的品质、皮毛、产蛋等都有影响，一般每公斤饲料所需添加 0.15μg 的生物素，饲料添加剂领域是生物素最大应用领域，根据博亚和讯，其占比达到 74%。此外生物素还可用于医药卫生、营养强化剂、化妆保健品以及饮料等方面，食品医药应用占比约 26%。

图19: 生物素下游饲料添加剂占比达 74%



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

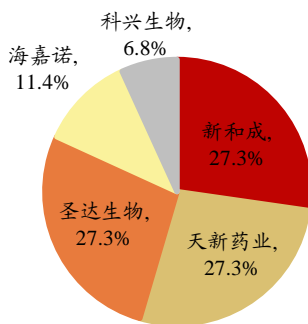
图20: 生物素产量及出口情况 (吨, %)



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所

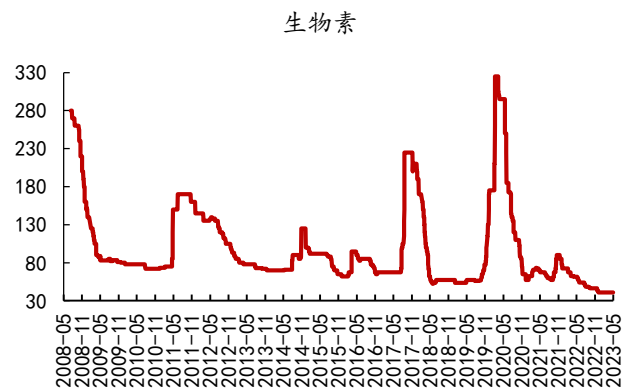
19 年以来生物素产量及需求快速增加。2019-2021 年生物素产量及需求快速增加，产量由 18 年的 295 吨增加至 21 年的 440 吨，3 年产量增幅达 49%；需求方面出口和国内消耗都大幅增加，18-21 年出口由 247 吨增加至 325 吨，增幅达 32%，国内消耗由 40 吨增加至 85 吨，增幅达 113%。据博亚和讯，近 3 年生物素用量增速快，主要为同期种畜禽、幼畜禽以及反刍动物饲料产量增幅大、我国发酵类氨基酸产量快速增长以及海外超买等多方面因素共同导致。

图21: 22 年天新药业生物素市场占比约 27.3%



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所

图22: 生物素价格处于历年低位 (元/千克)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

供应格局较为分散，价格低位下具备成本优势企业有望脱颖而出。根据博亚和讯，当前全球生物素产能超过 600 吨（折纯），主要生物素厂家有圣达生物、新和成、天新药业、海嘉诺等企业，供应较为分散。预计 2022 年我国生物素产量 440 吨，其中圣达生物、新和成、天新药业产量均约 120 吨，占比约 27.3%。近年来在生物素需求快速增长背景下，现有厂家纷纷扩建产能以提高市场份额，天新药业拟进行 300 吨生物素技改项目、圣达生物拟扩建 100 吨生物素，此外花园生物拟新建 200 吨生物素。若上述产能全部落地，未来几年新增产

能将超过 500 吨。当前生物素价格 41 元/千克，处于历史低位，未来生物素新产能投放节奏或将放缓。当前生物素供给较为分散，价格低位下具备成本优势的企业有望脱颖而出。

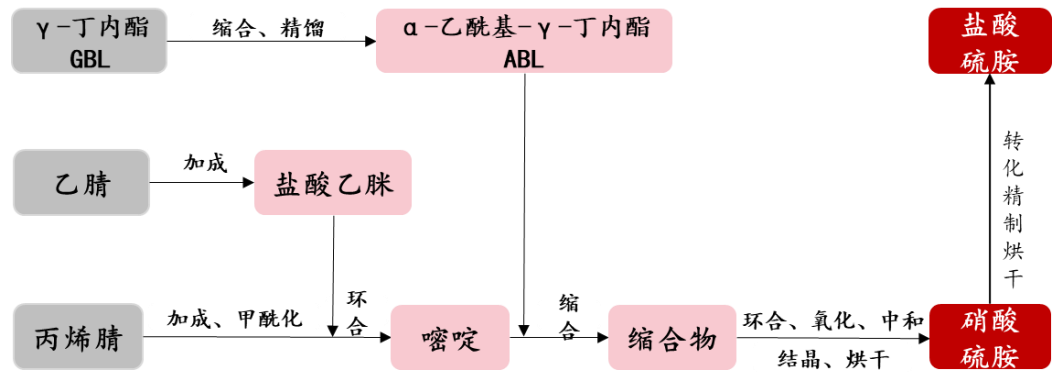
### 3 纵向深耕+横向拓展，向维生素一流企业迈进

#### 3.1 规模化及一体化优势，铸就 B 族维生素绝对龙头

公司 VB6、VB1、叶酸全球第一，生物素全球前三，B 族维生素龙头企业。根据博亚和讯，公司 22 年 VB6、VB1、叶酸产量分别约 6000 吨、5500 吨、750 吨，市场占比分别达 67.4%、48.7%、33.3%，为全球第一大供应商。2020 年公司投产 90 吨（折纯）生物素，产能居全球第三，据博亚和讯统计，22 年公司生物素产量约 120 吨，市场占比约 27.3%，与新和成、圣达生物并列第一。此外根据环评，公司拟进行 300 吨生物素技改项目，届时公司产能将增至 300 吨，跃居全球首位。

产业链持续纵向延伸，巩固公司成本优势。公司在扩张产能之余，持续纵向延伸产业价值链，实现部分上游原材料自产，降低生产成本。维生素 B1 主要原材料包括 ABL、丙烯腈、盐酸乙脒、乙腈、GBL，上述 5 类原材料占维生素 B1 直接材料比重超过 65%，为优化生产成本，公司近年持续向上游延伸，2019 年实现盐酸乙脒自产，2021 年下半年实现 ABL 自产。得益于盐酸乙脒的自产，2020 年公司维生素 B1 毛利率较 19 年提升 3.18 pct，21 年以来维生素 B1 价格持续下行，当前维生素 B1 价格为 107.5 元/千克，部分缺乏成本优势的企业已开始亏损，而公司凭借产能规模及一体化优势，22 年上半年维生素 B1 产品仍有 41.87% 的毛利率。此外公司拟在宁夏建设 GBL 产能扩建项目，进一步向维生素 B1 上游延伸，提高公司维生素 B1 竞争力。

图23： 维生素 B1 产业链



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

医药及食品级认证产品多，产品经济效益更优。维生素主要应用领域是饲料、食品及医药，食品、医药级产品由于质量管理要求较高，一般定价水平和产品经济效益相对饲料级产品更高。公司生产场地通过了 FDA 认证，且 VB6、VB1 取得了 FDA 的 DMF（药物主控文件）备案、欧洲药品监督管理局授予的 CEP（欧洲药典适用性证书），全球取得上述产品 CEP 证书的企业不超过三家。根据招股说明书，21 年公司药品及医药中间体 VB1 毛利率较普通产品高约 10%，公司获得医药及食品级认证较多，21 年公司医药级 VB1 占 VB1 收入约 36%。公司医药及食品维生素产品占比较高，赋予公司较高的盈利能力。

**表1: 天新药业毛利率高于维生素行业均值**

	2018	2019	2020	2021	2022H1	主要产品
天新药业	61.3%	51.1%	54.3%	43.3%	41.6%	维生素 B1、维生素 B6、生物素
新和成	53.4%	47.3%	54.2%	44.5%	39.8%	营养品 (VE、VA、蛋氨酸、VD3、生物素等)、香精香料、高分子材料和原料药等产品
圣达生物	33.6%	37.1%	54.6%	28.9%	25.8%	生物素、乳酸链球菌素、叶酸、纳他霉素
兄弟科技	23.2%	29.3%	24.5%	13.8%	28.2%	维生素产品 (维生素 K3、VB1、VB3、VB5)、皮革化学品
花园生物	67.7%	69.7%	60.4%	68.7%	69.4%	胆固醇、维生素 D3、25-羟基维生素 D3
广济药业	56.8%	46.5%	40.63%	36.0%	24.2%	维生素 B2、维生素 B6、制剂产品
均值	46.9%	46.0%	46.8%	38.4%	37.5%	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**产能规模、一体化及产品结构优势，赋予公司高于行业平均的盈利能力。**我们选取了维生素行业主要上市公司进行比较，2018年以来天新药业盈利能力始终高于行业平均水平，一方面是由于各家维生素产品类别与竞争格局有所差异，另一方面则得益于公司自身的成本优势。公司持续对生产工艺进行技改，不断提高产品收率，同时积极向上游延伸，降低生产成本。公司在成本做到行业领先的同时，有序扩张自身产能以放大自身成本优势，当前维生素 B1、维生素 B6 产能全球第一，生物素产能全球第三。

### 3.2 横向拓展新品类维生素，打造全球维生素平台型企业

**借助募投项目丰富维生素单体品类，向维生素平台型企业迈进。**公司当前维生素 B6、维生素 B1、生物素产能全球领先，公司在巩固现有产品市场地位的同时，借助募投项目向维生素 A、维生素 B5、维生素 D3 等品种横向拓展，拟建设 6000 吨（折纯 1000 吨）维生素 A、7000 吨维生素 B5 以及 350 吨胆固醇、6 吨 25-羟基维生素 D3 项目。公司深耕维生素领域多年，现有产品产能规模及生产成本均做到行业领先，随着上述项目逐渐落地，国际一流维生素平台企业已然在望。

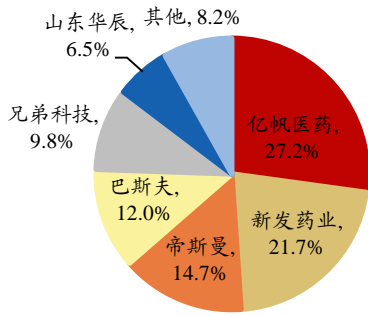
**表2: 公司募投项目主要拓展维生素 A、维生素 B5、维生素 D3 产品**

产品	主要应用	22 年市场情况	主要生产企业	建设规模
维生素 A	维护正常视觉功能、维护上皮组织细胞的健康、维持骨骼正常生长发育、促进生长与生殖	全球产能 46000 吨 全球需求 25000 吨 (50 万 IU)	帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、新和成、浙江医药、金达威	6000 吨 (折纯 1000 吨)
维生素 B5	包括泛酸、泛酸钙、泛醇等化学形式，具制造抗体功能，在维护头发、皮肤及血液健康方面扮演重要角色	全球产能 40000 吨 全球需求 20000 吨	亿帆医药、新发药业、帝斯曼、巴斯夫、兄弟科技、山东华辰	7000 吨
25-羟基 D3	用于促进小肠粘膜细胞对钙和磷的吸收，活性维生素 D3 可绕过肝脏直接起作用的维生素 D3 活性代谢物		帝斯曼、花园生物、科兴生物	6 吨 (折纯)

资料来源: 招股说明书, 博亚和讯, 浙商证券研究所

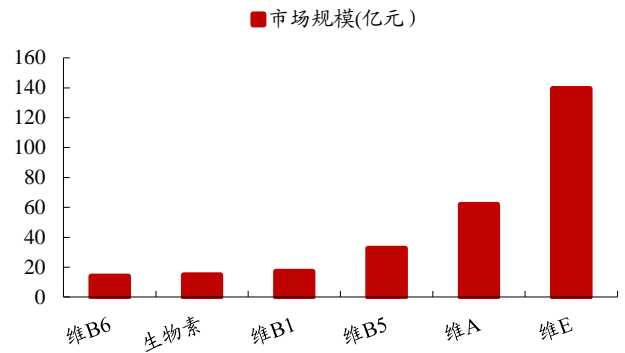
**布局维生素 B5，B 族维生素单体再添一员。**根据博亚和讯，2022 年维生素 B5 全球产能、需求分别约 40000 吨、20000 吨，维生素 B5 行业供给高度集中，亿帆医药、新发药业为主要生产商，22 年两者市场占比达 48.9%。当前天新药业、新和成、华恒生物均计划进入维生素 B5 生产，未来维生素 B5 市场竞争加剧，具有一体化与规模化生产企业将脱颖而出。维生素 B5 具有制造抗体功能，可维护头发、皮肤以及血液健康，其下游需求以动物饲料为主，与天新现有产品重合度较高，可享受客户协同优势。此外公司规划产能为 7000 吨，投产后产能居现有企业前三，有望为公司带来规模优势。

图24: 维生素 B5 供给高度集中, 亿帆医药为行业龙头



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所 (截至到 22 年)

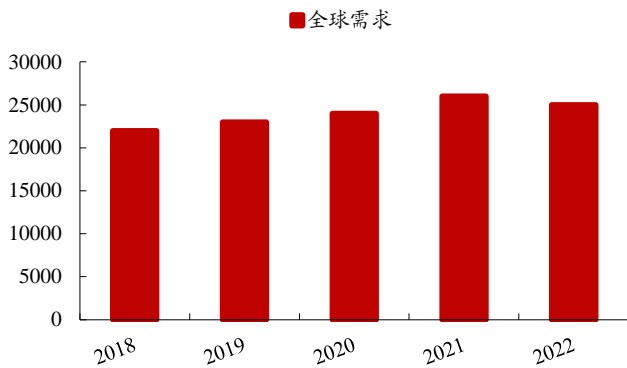
图25: 向市场规模更大的 VA、VE 拓展(亿元)



资料来源: 博亚和讯, Wind, 浙商证券研究所(截至到 22 年)

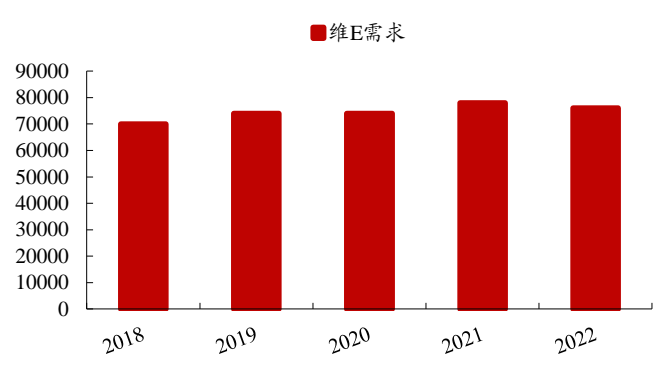
**突破 VA 及关键中间体柠檬醛生产技术, 向市场规模更大维生素单体突破。**根据博亚和讯, 22 年全球维生素 A 需求约 2.5 万吨, 按照近年平均价格 247 元/千克计算, 全球维生素 A 市场规模约 62 亿元, 是公司现有产品维生素 B1 市场规模的 3.6 倍, 维生素 B6 的 4.4 倍。公司当前已实现从柠檬醛制备到维生素 A 生产的全产业链布局, 拟新建 6000 吨 (折纯 1000 吨) 维生素 A 生产线。我们认为公司布局维生素 A, 一方面向市场规模更大的维生素单体布局, 丰富公司产品线; 另一方面维生素 A 关键中间体柠檬醛是薄荷醇、维生素 E、紫罗兰酮系香料、柠檬香精等的重要中间体, 应用领域较广泛, 有助于公司未来产品业务延伸。

图26: 22 年全球 VA 需求约 2.5 万吨 (吨)



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所

图27: 22 年全球 VE 需求约 7.6 万吨 (吨)



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所

**宁夏落子维生素 E, 配套热电项目提高公司竞争力。**根据博亚和讯, 22 年全球维生素 E 需求约 7.6 万吨, 按照近年产品均价 90 元/千克计算, 当前全球维生素 E 市场规模约 139 亿元, 是市场规模最大的维生素品类之一。公司此前公告拟在宁夏建设 1 万吨生育酚醋酸酯 (维生素 E) 生产线, 丰富公司产品品类, 提升客户配套能力。公司选择在宁夏布局维生素 E, 根据宁东能源公布, 其工业用电、蒸汽仅 0.45 元/度, 149 元/吨, 低于江浙地区 0.88 元/度, 183 元/吨。若按照海嘉诺环评, 单吨 VE 消耗 8.64 吨蒸汽, 1950 度电计算, 宁夏单吨 VE 在能耗成本上有 1130 元的优势, 此外公司配套热电项目自供蒸汽, 有望进一步降低公司 VE 生产成本, 提高公司竞争力。

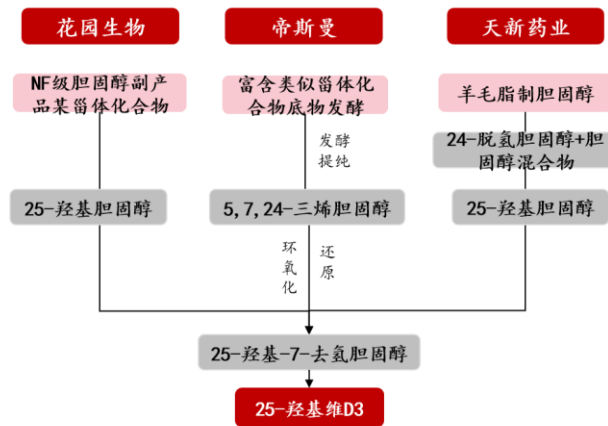
**25-羟基 VD3 活性更强、技术壁垒高, 当前全球仅 2 家具备大规模生产能力。**根据博亚和讯 22 年全球维生素 D3 需求约 6200 吨, 其中花园生物、天新药业、新和成等为主要供应



商。维生素 D3 用于促进小肠粘膜细胞对钙和磷的吸收，广泛应用于饲料、食品和医药保健品领域，而 25-羟基维生素 D3 是维生素 D3 的活性代谢物，具有更强的生理活性，而且不需要经过肝脏代谢，可作为维生素 D3 的替代产品，近年来应用比例越来越大。由于 25-羟基 VD3 分子结构的特殊性，其工艺生产具有很高的技术难度，当前全球仅花园生物和帝斯曼能大规模生产。

**公司自创以混合物作为反应原料，大幅节约纯化成本。**当前主流 25-羟基 VD3 生产企业为帝斯曼和花园生物。帝斯曼通过生物发酵获得原料 5,7,24-三烯胆固醇，然后通过环氧化、还原工艺等化学合成方法获得 25-羟基-7-去氢胆固醇。该工艺原料来源及 5,7,24-三烯胆固醇的分离提纯比较困难，导致 25-羟基维生素 D3 产品的生产成本比较高。花园生物以羊毛脂生产 NF 级胆固醇过程中获得的复合胆固醇为原料，从中分离出甾体化合物，并以其进行化学合成得到高纯度的 25-羟基胆固醇，花园生物采用分馏萃取生产工艺，具有流程简单、成本低、收率高的特点。经过多年产品研发，天新药业已创立了基于胆固醇和 25-羟基维生素 D3 有竞争力的工艺路线。根据国家专利局，天新药业已实现从羊毛脂制备胆固醇，并创造性的使用 24-脱氢胆固醇(或衍生物)+胆固醇(或衍生物)的混合物料作为起始原料制备 25-羟基胆固醇，大大节约纯化成本，并且制备收率也与现有技术相当。公司拟新建年产 350 吨胆固醇和年产 6 吨（折纯）25-羟基维生素 D3，进一步丰富公司维生素单体，助力公司迈向维生素平台企业。

图28：公司以新工艺制备 25-羟基胆固醇，大大节约纯化成本



资料来源：花园生物公告，国家专利局，公司公告，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**B族维生素：VB1**，公司当前具备 7000 吨维生素 B1，产品市占率全球领先，随着下游客户库存去化，维生素出口回暖，公司销量有望增加，预计 23-25 公司 VB1 销量 5600、6000、7000 吨。产品价格方面，落后产能逐步退出，出口边际好转，价格有望上行，预计 23-25VB1 价格为 140、145、150 元/千克。**VB6**，公司当前维生素 B6 产能 6500 吨，产能全球领先，随着下游库存去化，出口回暖，公司销量有望增加，预计 23-25 公司 VB6 销量 6400、6500、6500 吨。产品价格方面，落后产能退出，出口边际好转，价格有望上行，预计 23-25VB6 价格为 150、160、165 元/千克。**生物素**，公司当前生物素产能 90 吨（折纯），位于行业第一梯队，基本处于满产满销状态，预计 23-25 公司销量 110、110、110 吨。当前价格处于历史低位，考虑到供应格局较为分散，预计 23-25 维持低位 1700 元/千克。



公司当前在建维生素 B5 项目（一期 2000 吨，二期 5000 吨），现有 VB1、VB6 产品量价齐升叠加持续拓展新维生素单体，公司 B 族维生素板块营收及利润有望增加，预计 23-25 年该板块收入增速分别为 5.7%、8.2%、15.3%，毛利率为 42.8%、45.4%、47.1%。

**其他维生素：**公司以 B 族维生素为基础，持续拓展新单体，丰富公司产品线，拟新建 6000 吨（折纯 1000 吨）维生素 A 生产线，350 吨胆固醇和年产 6 吨（折纯）25-羟基维生素 D3 以及在宁夏建设 1 万吨生育酚醋酸酯（维生素 E）生产线，新产品新产能放量有望快速带动公司其他维生素收入利润快速增加，预计该板块 23-25 年收入增速分别为 10.0%、16.1%、69.6%，毛利率为 15.0%、17.6%、23.5%。

表3：盈利预测核心假设

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>总营收</b>	2,522.4	2,304.79	2,439.18	2,649.72	3,194.88
增速	9.50%	-8.63%	5.83%	8.63%	20.57%
毛利率	37.23%	38.78%	41.21%	42.48%	37.23%
<b>B 族维生素</b>					
营收（百万元）	2204.46	1,980.49	2,092.43	2,263.27	2,608.76
增速		-10.2%	5.7%	8.2%	15.3%
毛利率	46.2%	41.1%	42.8%	45.4%	47.1%
<b>VB1</b>					
营收（百万元）	902.94	798	784	870	1050
增速		-11.6%	-1.8%	11.0%	20.7%
毛利率	42.60%	36%	35%	36%	38%
<b>VB6</b>					
营收（百万元）	927.46	825	960	1040	1073
增速		-11.1%	16.4%	8.3%	3.1%
毛利率	49.13%	45%	50%	55%	58%
<b>生物素</b>					
营收（百万元）	231.22	201	187	187	187
增速		-13.2%	-6.8%	0.0%	0.0%
毛利率	54.77%	50%	45%	45%	45%
<b>其他 B 族维生素</b>					
营收（百万元）	142.84	156.72	161.4	166.3	299.3
增速		9.7%	3.0%	3.0%	74.7%
毛利率	36.16%	35.75%	35%	35%	41%
<b>其他维生素</b>					
营收（百万元）	404.85	224.54	246.99	286.69	486.36
增速		-44.5%	10.0%	16.1%	69.6%
毛利率	29.2%	13.0%	15.0%	17.6%	23.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.2 估值

公司为国内维生素 B 族龙头企业，VB1、VB6 产能全球第一，生物素、叶酸产能位于行业第一梯队。未来在巩固现有产品市场地位的同时，一方面持续拓展维生素新品类单体，当前在建 VA、VE、VB5 以及胆固醇和 25-羟基维生素 D3 新产能。另一方面持续纵向延伸产业价值链，实现部分上游原材料自产，降低生产成本。基于此我们选取新和成（VA、VE 等）、亿帆医药（医药 VB5 等）、浙江医药（VE、VA 等）等维生素上市公司作为可比公司，当前可比公司 2023 年平均 PE 为 21.64 倍。公司为细分维生素单体龙头，在建产能丰富，且

VB6、VB1 取得 FDA 及 CEP 认证，医药领域占比较高，估值更偏向亿帆医药。基于此给予公司 23 年 23 倍估值，首次覆盖，给与“买入”评级。

表4：可比公司估值情况

股票代码	简称	20230521					EPS (元)				PE (倍)			
		收盘价(元)		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
002001	新和成	16.46	1.17	1.37	1.61	2.23	14.05	12.05	10.20	7.37				
002019	亿帆医药	15.29	0.16	0.35	0.44	0.60	98.15	43.39	34.78	25.61				
002626	金达威	19.84	0.42	1.10	1.29	-	47.09	18.01	15.34	-				
600216	浙江医药	11.57	0.56	0.88	1.20	-	20.68	13.09	9.68	-				
	平均						44.99	21.64	17.50	16.49				
603235	天新药业	28.83	1.42	1.48	1.72	2.12	20.29	19.52	16.80	13.62				

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：新和成、天新药业为浙商证券预测，其他为万得一致预期）

## 5 风险提示

- 1.维生素价格波动风险：公司维生素收入占比较高，因此维生素产品价格波动对公司业绩影响较大，若维生素需求不振，产品价格持续下行，公司业绩存在下滑的风险。
- 2.新品类维生素单体产能释放不及预期：公司拟布局维生素 A、维生素 E、维生素 B5 等新产品，倘若新增产能无法如期投放或者释放，对公司未来收入及业绩会造成一定影响。
- 3.原材料价格波动风险：虽然公司实现部分上游原材料自产，但仍需要外采大量原材料，若原材料价格大幅波动，会对公司生产节奏产生一定影响；此外若公司无法完全将上游原材料涨价压力传导到下游，公司毛利率将有所下降。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3166	3556	4029	4701
现金	2070	2628	3002	3467
交易性金融资产	230	77	102	136
应收账款	340	345	399	468
其它应收款	2	3	3	3
预付账款	12	13	15	16
存货	471	459	476	575
其他	42	31	33	35
<b>非流动资产</b>	1514	1814	2111	2394
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1180	1268	1381	1511
无形资产	110	121	136	143
在建工程	83	266	413	530
其他	141	159	181	210
<b>资产总计</b>	4680	5370	6140	7095
<b>流动负债</b>	311	373	370	406
短期借款	0	0	0	0
应付款项	109	144	133	158
预收账款	0	0	0	0
其他	203	228	237	249
<b>非流动负债</b>	311	292	314	306
长期借款	0	0	0	0
其他	311	292	314	306
<b>负债合计</b>	622	665	684	712
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4058	4705	5456	6383
<b>负债和股东权益</b>	4680	5370	6140	7095

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	607	750	747	841
净利润	622	647	751	927
折旧摊销	126	87	97	109
财务费用	(91)	(35)	(42)	(48)
投资损失	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(17)	42	(42)	(42)
其它	(27)	16	(11)	(99)
<b>投资活动现金流</b>	(455)	(232)	(417)	(421)
资本支出	(131)	(373)	(377)	(380)
长期投资	(0)	0	(0)	(0)
其他	(324)	141	(41)	(41)
<b>筹资活动现金流</b>	1162	40	43	46
短期借款	(300)	0	0	0
长期借款	(26)	0	0	0
其他	1489	40	43	46
<b>现金净增加额</b>	1314	559	373	466

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2305	2439	2650	3195
营业成本	1447	1493	1558	1838
营业税金及附加	22	23	25	30
营业费用	31	29	32	40
管理费用	144	146	159	192
研发费用	89	95	103	125
财务费用	(91)	(35)	(42)	(48)
资产减值损失	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	4	0	0	0
投资净收益	7	7	7	7
其他经营收益	53	65	59	59
<b>营业利润</b>	726	759	880	1085
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	726	759	880	1085
所得税	104	112	129	158
<b>净利润</b>	622	647	751	927
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	622	647	751	927
EBITDA	820	811	935	1146
EPS (最新摊薄)	1.42	1.48	1.72	2.12

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.63%	5.83%	8.63%	20.57%
营业利润	-17.23%	4.57%	15.99%	23.25%
归属母公司净利润	-16.37%	3.95%	16.20%	23.35%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.23%	38.78%	41.21%	42.48%
净利率	26.99%	26.51%	28.36%	29.01%
ROE	20.85%	14.76%	14.79%	15.66%
ROIC	14.65%	13.08%	13.08%	13.85%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.29%	12.38%	11.14%	10.03%
净负债比率	0.55%	1.29%	1.43%	1.02%
流动比率	10.18	9.54	10.90	11.57
速动比率	8.66	8.30	9.61	10.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.49	0.46	0.48
应收账款周转率	7.79	9.16	9.01	9.39
应付账款周转率	14.49	12.56	12.65	14.03
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.42	1.48	1.72	2.12
每股经营现金	1.39	1.71	1.71	1.92
每股净资产	9.27	10.75	12.46	14.58
<b>估值比率</b>				
P/E	20.29	19.52	16.80	13.62
P/B	3.11	2.68	2.31	1.98
EV/EBITDA	12.75	12.25	10.19	7.88

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>