

牛磺酸拐点在即，保健品业务值得期待 买入（首次）

2020年03月29日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,005	1,370	2,043	2,310
同比（%）	7.8%	36.2%	49.2%	13.1%
归母净利润（百万元）	179	88	300	402
同比（%）	34.1%	-50.5%	239.5%	34.0%
每股收益（元/股）	0.61	0.30	1.02	1.37
P/E（倍）	18.42	37.17	10.95	8.17

投资要点

■ **垂直一体化，牛磺酸行业的机动生产商。**公司是全球最大的牛磺酸供应商，公司产品全球市占率高达50%，80%以上用于出口。近年来，公司逐步补齐环氧乙烷、聚羧酸减水剂、牛磺酸泡腾片，构筑起垂直一体化的产业链。另一方面，公司装置规模大，物料消耗低，拥有较大的机动产能，是行业格局的主导者。

■ **高弹性是公司牛磺酸业务的重要特点。**牛磺酸属于小品种含硫氨基酸，体内无法合成，需求刚性、添加微量。目前全球牛磺酸产能主要集中在国内，只有4家企业涉足其中，公司产能、产量占据绝对优势。公司目前的市值接近34亿，牛磺酸的价格波动10元/Kg，对应的净利润波动接近3亿元，弹性较大。

■ **保健品的前景值得期待。**保健品业务的运营主体是永安康健，永安康健的业务分为三块，首先是自主研发的保健食品，其次是进口品牌代理，比如SUMMIT的氨糖类产品，加拿大健美生（Jamieson）的产品。公司的发展思路相对清晰，依托健美生的强势品牌及现有的营销网络，实现永安康健与健美生的优势互补，带动永安康健品牌的传播。

■ **公司2019年实施股权激励计划，充分调动员工积极性。**19年2月开始，公司先后分两次，制定并实施回购股份计划，用于后期员工持股计划或股权激励，其中第一期计划已实施完毕，第二期计划仍在进行。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为0.88亿元、3.00亿元和4.02亿元，EPS分别为0.30、1.02和1.37元，PE为37X、11X和8X。考虑到公司牛磺酸业务赛道优、弹性大，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**牛磺酸价格大幅波动；保健品推广不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.16
一年最低/最高价	7.89/13.95
市净率(倍)	2.05
流通A股市值(百万元)	2722.32

基础数据

每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	12.58
总股本(百万股)	294.68
流通A股(百万股)	243.94

相关研究

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 公司计划实施员工持股或股权激励	4
1.2. 补齐产业链和进军保健品是公司的两大发展方略	5
1.2.1. 稳定牛磺酸市占率，垂直一体化发展	5
1.2.2. 进军保健品，开辟新的利润增长点	5
1.2.3. 其他外延业务	6
1.3. 公司历史业绩波动较大，未来有望改善	6
2. 牛磺酸业务高弹性	7
2.1. 牛磺酸是小品种含硫氨基酸	7
2.1.1. 牛磺酸是典型的寡头垄断的供给格局	9
2.1.2. 三废处理具有较高的技术壁垒	11
2.1.3. 国内市场尚未激活，需要关注饲料剔抗	12
2.1.4. 牛磺酸的价格基本触底	13
2.2. 减亏可能是未来环氧业务的重要目标	13
3. 依托健美生额品牌和渠道整合已有保健品业务	14
3.1. 永安康健的 OEM 产品已有一定的规模	14
3.1.1. 牛磺酸泡腾片等待拿到健字号批文，即可同步销售	15
3.2. 公司是健美生在华业务独家代理	15
3.3. 依托健美生的渠道和品牌实现永安康健的协同	16
4. 盈利预测与估值	16
4.1. 基本假设	16
4.2. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2019 年三季报)	5
图 2: 公司主要板块的营收构成 (亿元)	7
图 3: 公司主要板块的毛利率 (%)	7
图 4: 牛磺酸的功能汇总	9
图 5: 2018 年国内牛磺酸的下游消费构成 (%)	10
图 6: 2018 年国内的牛磺酸产能分布 (%)	10
图 7: 公司与江阴华昌的毛利率对比 (%)	11
图 8: 乙醇胺法和环氧乙烷法工艺的区别	11
图 9: 牛磺酸的价格基本触底 (元/Kg)	13
图 10: 不同类型的功能饮料的主要区别	15
表 1: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	16
表 2: 可比公司估值表 (参考 2020 年 3 月 27 日收盘价)	17

1. 公司简介

永安药业（002365），总部位于湖北潜江。

公司前身为成立于 01 年 5 月的永安有限，06 年，永安有限整体变更为股份有限公司，2010 年 3 月深交所上市。

公司的传统业务为牛磺酸，公司是全球最大的牛磺酸供应商，全球市占率高达 50%，公司产品的 80% 以上用于出口。在生产规模和生产技术上均遥遥领先同类竞争对手，是经营牛磺酸的唯一一家上市公司。

上市后，公司的业务进行适度延伸。一方面，逐步补齐环氧乙烷、聚羧酸减水剂、牛磺酸泡腾片，逐步构建起一个相对完善的产业链条。另一方面，公司正积极向保健食品业务转型。牛磺酸在国外广泛地应用于功能性饮料、婴幼儿奶粉、药品、宠物食品和饲料等领域。

1.1. 公司计划实施员工持股或股权激励

公司实际控制人为陈勇，其直接持有上市公司 21.54% 的股份，控股公司黄冈永安药业（陈勇持股 60.08%）持有上市公司 3.57%，合计持有公司 23.68% 股权。

公司的激励相对到位。

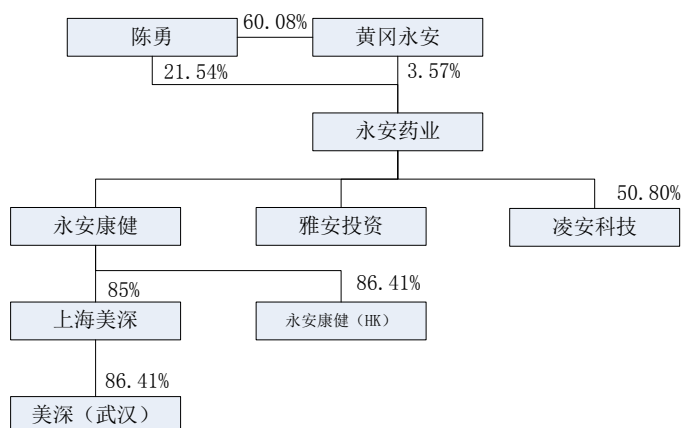
10 年 3 月公司上市时，公司的大多数管理层和核心技术骨干都持有上市公司股份。

17 年 1 月，公司推出股权激励方案，向 143 名激励对象授予限制性股票 945.5 万股。

19 年 2 月，公司公告，计划以不超过 15.70 元的回购价格，不低于 2500 万，不超过 5000 万的金额，以集中竞价交易方式回购公司的部分社会公众股，回购股份用于公司后期员工持股计划或股权激励。19 年 9 月，回购股份方案实施完毕，成交金额 49,992,848.77 元（不含手续费），回购股份 5,038,557.00 股，均价 9.92 元。

19 年 8 月，公司启动二期回购方案，计划以不超过 10.00 元的回购价格，不低于 2500 万，不超过 5000 万的金额，以集中竞价交易方式回购公司的部分社会公众股，回购股份用于公司后期员工持股计划或股权激励。

图 1：公司股权结构（截至 2019 年三季度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 补齐产业链和进军保健品是公司的两大发展方略

上市之初，公司的业务局限在牛磺酸的生产，产能只有 1.4 万吨，基本没有产业链的概念。

上市后，公司一方面进行产业链的垂直整合，以寻求上游原材料自给自足、供应稳定，中游实现产能扩张，稳定市占率，同时阻止潜在的进入者。

另一方面，公司也在逐步向保健品产业发展，实现牛磺酸产业的延伸，开辟新的利润增长点。

1.2.1. 稳定牛磺酸市占率，垂直一体化发展

上市之初，公司的业务局限在牛磺酸的生产，产能只有 1.4 万吨。经过多年的扩展，目前公司的牛磺酸有效产能 5.8 万吨，公司产品的 80% 以上用于出口。

公司的牛磺酸工艺为环氧乙烷法工艺，但是“十二五”之前，环氧乙烷供求紧张，中石化独家垄断了上游原材料的供给，使得公司生产经营活动深受限制。上市后，公司首先试图建设环氧乙烷装置，投资建设了 4 万吨的环氧乙烷装置，但是由于对环氧乙烷的产业格局理解出现偏差，装置盈利能力较低。

为了改善环氧乙烷盈利能力弱的问题，18 年 11 月公司斥资 3140 万元，收购凌安科技 50.8% 的股份，凌安科技主要从事聚羧酸减水剂业务，现有 5 万吨聚羧酸减水剂单体以及 3 万吨聚羧酸减水剂生产能力。扩建的 11.2 万吨/年低碳环氧衍生精细化工新材料项目 19 年二季度进入试生产。

牛磺酸在国外广泛地应用于功能性饮料、婴幼儿奶粉、药品、宠物食品和饲料等领域。公司利用 IPO 资金，投资 1 亿元，建设了 5 亿片牛磺酸泡腾片/口含片的产能。

1.2.2. 进军保健品，开辟新的利润增长点

牛磺酸是人体内重要的氨基酸之一，功能性饮料是其重要的下游应用领域。沿着相关领域向下游进行业务延伸有一定的必然性。

全资子公司永安康健是公司保健品业务的运营平台，全资子公司永安康健前身为 07 年 9 月成立的武汉雅安药业有限公司，13 年 1 月进行工商变更为永安康健。

公司利用募投项目的资金投资 1 亿元，建设 5 亿片牛磺酸食品泡腾片、口含片（3 亿片牛磺酸泡腾片和 2 亿片牛磺酸口含片）的产能。

公司也注意到保健品的推广关键在于“品牌运营”，引进及运营国外知名保健品牌，借其知名度和已有渠道，把其做大做强的同时，协同促进自身业务的发展是一种不错的经营模式。

14 年，公司成功引入美国 SUMMIT 品牌，SUMMIT 被称为“氨糖之父”，其氨糖类在国内尚属新品，需求十分旺盛。

14 年 12 月，永安康健投资设立上海美深投资管理有限公司，15 年 1 月，上海美深增次扩股，注册资本增加到 3000 万元，股东结构变更为永安康健持股 85%，自然人张喆持股 15%。通过增资扩股，上海美深取得上海荷乐盛典公司的经营权，该经营权包括加拿大健美生公司（Jamieson）在中国大陆的独家代理权（5 年期限，2019 年到期，可续约）以及相关的营销网络，包括天猫旗舰店、京东旗舰店等全网线上销售渠道，40 余家线下经销商，以及 100 余家与高端超市合营的销售网点如华润 Ole'、BLT 精品超市、Mannings（万宁）等。

为了进一步加强与健美生的业务合作，18 年 5 月永安康健与盈美加、雅安投资等各方共同出资设立美深（武汉）贸易有限公司，整合运营健美生产品的各项业务，推进其产品在中国境内的销售。

公司的保健品业务的发展思路相对清晰，依托健美生的强势品牌形象及现有的营销网络，实现永安康健与健美生的联合。同时，整合永安康健现有产品，缩短自有品牌开发周期，实现优势互补，带动永安康健品牌的传播。

1.2.3. 其他外延业务

除了保健品产业外，公司也在健康产业有布局，健康产业的运营主体是雅安投资。雅安投资主要关注中成药、保健品等投资项目，为进一步发展储备资源。

15 年 6 月，公司宣布出资 1 亿元设立全资子公司武汉雅安投资管理有限公司。

18 年 12 月，公司出资人民币 3000 万元收购浙江双子 20% 股权，为公司布局智能制造等相关领域打好基础。

1.3. 公司历史业绩波动较大，未来有望改善

公司是细分领域的龙头，上市后也一直聚焦主业，营收波动的驱动因素主要是产能

扩张和价格波动。

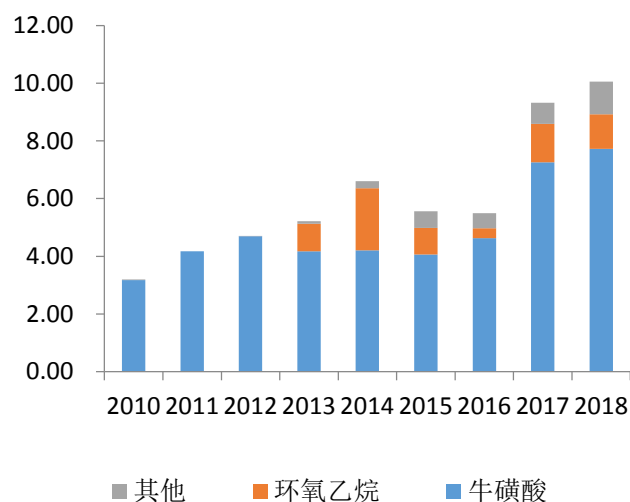
13年6月，4万吨的环氧乙烷投产，收入规模略有增加，但是由于环氧乙烷景气下行，增收不增利。

2018年9月，公司利用自有资金建设的3万吨牛磺酸投产，收入再上台阶。

牛磺酸业务的毛利基本平稳，自2017年后，保持在40%左右。而环氧乙烷的毛利率波动较大，随着公司收购凌安科技，进军聚羧酸减水剂业务，预计该业务可以逐步扭亏。

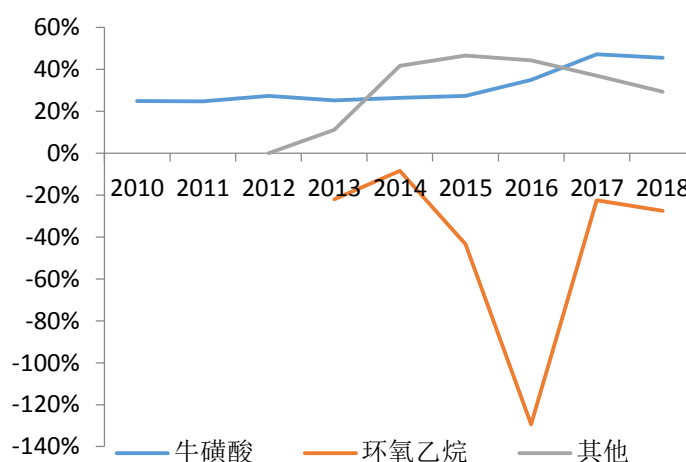
公司的资产负债率一直比较低，2019年三季报的资产负债率为12.58%。公司虽然体量较小，但是上市后一直聚焦主业，并没有做横向多元业务扩张。

图2：公司主要板块的营收构成（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：公司主要板块的毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 牛磺酸业务高弹性

牛磺酸属于小品种含硫非蛋白类氨基酸，是人体类最重要的氨基酸之一。

需求刚性、添加微量，下游成本不敏感是这个行业另一个特点。

行业格局较好，目前全球牛磺酸产业集中在中国，只有4家企业涉足其中，永安药业产能全球最大，是行业的机动生产商和价格主导者。

目前公司的市值接近34亿，牛磺酸的价格波动10元/Kg，为公司带来的净利润波动就是接近3亿元，弹性较大。

2.1. 牛磺酸是小品种含硫氨基酸

牛磺酸，化学名为2-氨基乙磺酸，是一种无臭、微酸味的白色针状晶体或粉末，是一种含硫非蛋白类氨基酸，是人体类最重要的氨基酸之一。

牛磺酸在人和动物胆汁中与胆酸结合，以结合形式存在。而在脑、卵巢、心脏、肝、乳汁、松果、垂体、视网膜、肾上腺等组织中，以游离形式存在。牛磺酸不参与体内蛋白的生物合成，但它却与胱氨酸、半胱氨酸的代谢密切相关。由于人体合成牛磺酸的半胱氨酸亚硫酸羧酶（CSAD）活性较低，主要依靠摄取食物中的牛磺酸来满足机体需要。

牛磺酸不仅存在于胆汁中，也广泛存在于所有动物的组织、细胞内，在哺乳类组织细胞中，特别是神经、肌肉和腺体中的含量较高，海洋生物含量最高。

牛磺酸是人体内具有多种生理功能的氨基酸，在人体内起重要作用。能促进婴幼儿大脑发育及对钙、脂肪和纤维素的吸收。能维持婴幼儿视网膜生理机能，保持和增强视力。能调节神经传导系统。能在人体内脂质和磷质代谢中及对心脏、肝脏、内分泌机能中起重要的生理和药理作用。能促进体内代谢，增强体质，解除疲劳。

牛磺酸这些独特生理、药理功能决定了它在食品添加剂和营养保健品、医药行业以及宠物食品及饲料行业具有广泛的应用领域和市场。根据相关研究报告，牛磺酸用量在饮料行业约占 45%、宠物食品行业约占 30%、保健食品领域约占 14%、饲料行业约占 8%，药品及其他领域用量相对较小。

食品添加剂和营养保健品是牛磺酸最重要的下游应用领域。牛磺酸是人体内具有多种生理功能的氨基酸，在人体内起重要作用。与其他氨基酸最大不同之处在于，牛磺酸并不直接参与合成蛋白质而是游离于细胞外。所以，牛磺酸具有排除体内毒素、提高细胞膜稳定性、调节神经传递质的产生以及细胞间的钙含量等作用。作为一种优良的膳食添加剂，牛磺酸广泛应用于食品和饮料行业中。目前在西方发达国家使用牛磺酸的保健食品超 1,000 种。美国、日本等国 99% 的牛磺酸用于食品添加剂，并规定在婴幼儿食品中必须添加牛磺酸。

宠物食品及饲料行业是牛磺酸的重要应用领域。由于猫体内不具备合成牛磺酸的功能，如果食物中缺乏牛磺酸，或其体内合成牛磺酸障碍造成血液中牛磺酸含量降低，都会影响视网膜细胞的功能。导致视网膜退化而失明。为了维持正常的视觉功能，保持视力，就需要足够的牛磺酸。自然界中，猫通过食物链老鼠、鱼长期摄取其营养后合成牛磺酸，但家养宠物猫的自然进食受到限制，只有在猫的宠物食品中添加牛磺酸，才能保证猫眼的夜视功能完好。

展望未来，随着饲料限抗的要求提升，牛磺酸在饲料产业的需求有可能会大幅度提升。我国世界最大的饲料生产国。长期以来，在饲料生产过程中过度使用抗生素已经导致耐药菌的严重污染，日益成为公共健康的重大威胁。全球多个国家已经出台相应政策，限制或禁止在饲料领域使用抗生素。我国国家卫计委等 14 个部门联合制定了《遏制细菌耐药性国家行动计划（2016-2020）》，强调加强对抗菌药物的管理，应对细菌耐药带来的风险挑战。牛磺酸具有提高机体免疫力的功能，已经逐步在饲料添加剂中使用，随着全球禁用抗生素政策的深化，牛磺酸作为健康的氨基酸，其对抗生素的替代预期使得该行业具有极大的发展空间。

在医药应用领域，牛磺酸也有广泛应用。牛磺酸可以保护淋巴细胞并可促进其增殖、产生抗体的作用，可以促进巨噬细胞产生白细胞介素-1,增强中性粒细胞的吞噬杀菌功能，可以提高人体的非特异性免疫功能。

图 4：牛磺酸的功能汇总

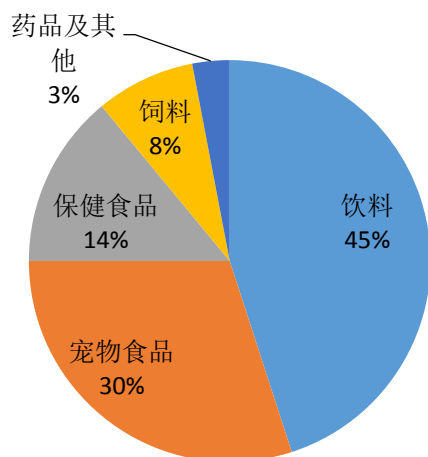
序号	功能	功能说明
1	促进婴幼儿脑组织和智力发育	牛磺酸在脑内的含量丰富、分布广泛，能明显促进神经系统的生长发育和细胞增殖、分化，且呈剂量依赖性，在脑神经细胞发育过程中起重要作用。研究表明：如果牛磺酸补充不足，将会使幼儿生长发育缓慢、智力发育迟缓。牛磺酸与幼儿、胎儿的中枢神经及视网膜等的发育有密切的关系。
2	提高神经传导和视觉机能	猫以及夜行猫头鹰之所以要捕食老鼠，其主要原因是老鼠体内含有丰富的牛磺酸，多食可保持其锐利的视觉。婴幼儿如果缺乏牛磺酸，会发生视网膜功能紊乱。
3	防止心血管病	牛磺酸在循环系统中可抑制血小板凝集，降低血脂，保持人体正常血压和防止动脉硬化。对心肌细胞有保护作用，可抗心律失常；对降低血液中胆固醇含量有特殊疗效。
4	影响脂类的吸收	肝脏中牛磺酸的作用是与胆汁酸结合形成牛磺胆酸，牛磺胆酸对消化道中脂类的吸收是必需的。牛磺胆酸能增加脂质和胆固醇的溶解性，解除胆汁阻塞，降低某些游离胆汁酸的细胞毒性，抑制胆固醇结石的形成，增加胆汁流量等。
5	善内分泌状态，增强人体免疫	牛磺酸能促进垂体激素分泌，活化胰腺功能，从而改善机体内分泌系统的状态，对机体代谢形成有益的调节，并具有促进有机体免疫力的增强和抗疲劳的作用。
6	影响糖代谢	牛磺酸可与胰岛素受体结合，促进细胞摄取和利用葡萄糖，加速糖酵解，降低血糖浓度。研究表明，牛磺酸具有一定的降血糖作用，且不依赖于增加胰岛素的释放。
7	抑制白内障的发生发展	牛磺酸具有调节晶体渗透压和抗氧化等重要作用，在白内障发生发展过程中，晶状体中山梨酸含量增加，晶体渗透压增加，而作为调节渗透压的重要物质牛磺酸浓度则明显降低，抗氧化作用减弱，晶体中的蛋白质发生过度氧化，从而引起或加重白内障的发生。补充牛磺酸可抑制白内障的发生发展。
8	改善记忆的功能	在牛磺酸与脑发育关系的动物实验研究中发现，牛磺酸可促进大白鼠的学习与记忆能力。补充适量牛磺酸不仅可以提高学习记忆速度，而且还可以提高学习记忆的准确性，并且对神经系统的抗衰老也有一定作用。
9	维持正常生殖功能	正常的生殖功能需要用牛磺酸来维持。有资料证实，猫饲料中牛磺酸含量低于0.101%时，其生殖功能不良率增高，幼仔存活率下降。含0.105%以上时，才能维持正常的生殖功能。
10	其他功能	牛磺酸还具有防治缺铁性贫血有明显效果，促进肠道对铁的吸收、增加红细胞膜的稳定性；牛磺酸还是人体肠道内双歧菌的促生因子，优化肠道内细菌群结构；能够促进急性肝炎恢复正常；对四氯化碳中毒有保护作用，并能抑制由此所引起的血清谷丙转氨酶的升高。对肾毒性有保护作用，还具有抗氧化、延缓衰老等作用。

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

2.1.1. 牛磺酸是典型的寡头垄断的供给格局

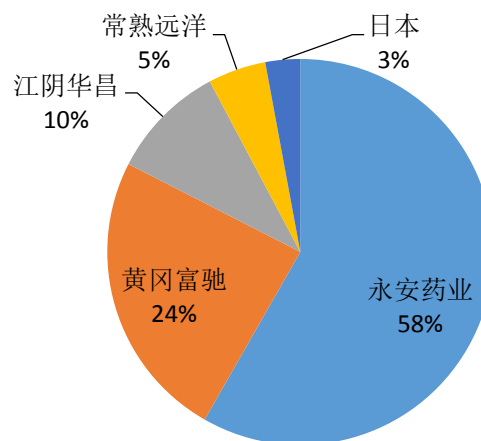
根据公司公告披露的数据，2017 年牛磺酸全年需求量约为 6 万吨。牛磺酸在功能性饮料、宠物食品等领域快速发展，叠加饲料行业抗生素替代的需求，以及未来在保健品、奶粉领域进一步扩大使用的情况下，预计牛磺酸产品将长期保持供求紧平衡的状态。

图 5：2018 年国内牛磺酸的下游消费构成（%）



数据来源：中国化工信息中心，东吴证券研究所

图 6：2018 年国内的牛磺酸产能分布（%）



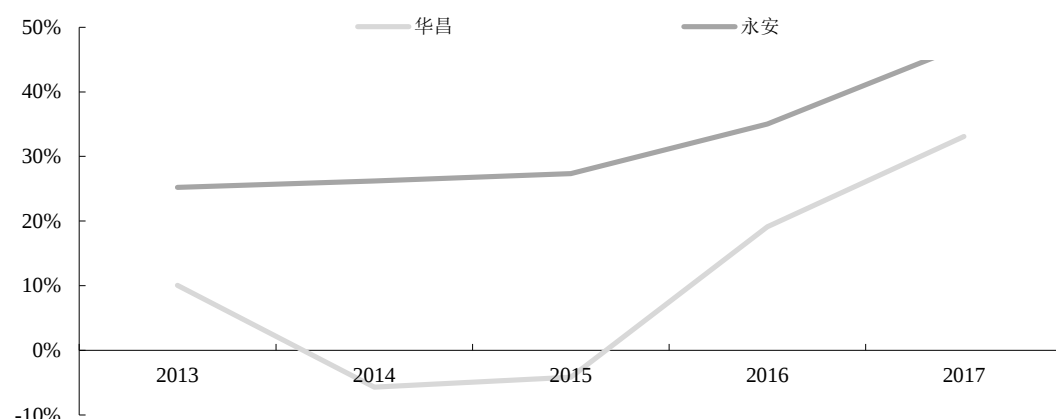
数据来源：CNKI，东吴证券研究所

牛磺酸的工业化生产始于日本，由于缺乏产业竞争力，目前只有 Taisho 的装置维持生产，产量大约 2000-3000 吨。

上世纪 90 年代后期，国内的牛磺酸实现产业化，早期的牛磺酸生产基本都是乙醇胺法。进入 21 世纪后，国内一度有七八家企业涉足其间。随着环保趋严和技术升级，不少企业均已停产或转产。目前的产能主要集中在潜江永安、黄冈富驰、江阴华昌、常熟远洋等企业，其中只有永安药业和黄冈富驰的装置经过了药品 GMP 认证，供给格局呈现典型的寡头状态。

产能扩张方面，一方面，因为江苏省一直在进行化工园区的综合整治，江阴华昌和常熟远洋装置规模偏小，运行不稳，基本没有扩张可能。另一方面，永安药业的产能较大，经济性较好。从工艺路线，环保水平，装置规模，产品质量等角度看，其他企业都无法和永安药业抗衡。目前，永安药业是行业内实际的领导者，在面对竞争者时，或将采取扩张产量的策略，以压低产品价格，压缩进入者的利润。因此，潜在进入者需要审慎评估进入该行业所面临的风险。

图 7：公司与江阴华昌的毛利率对比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1.2. 三废处理具有较高的技术壁垒

牛磺酸，又名牛胆酸、牛胆碱、牛胆素。牛磺酸于 1827 年首先从牛胆汁中分离出来，早期生产牛磺酸多数从动物脏器中提取分离而成。1950 年以后，世界各国相继开始进行人工合成牛磺酸的研究和开发。目前，国内外多数生产厂家都采用乙醇胺法生产，该方法原料易得，合成工艺简单，设备投资少。乙醇胺法进一步细分又可以分为酯化法和氯化法。

传统的牛磺酸生产技术为乙醇胺法，公司 01 年开始研发环氧乙烷法工艺，是国内率先在该领域取得突破的企业之一。环氧乙烷法装置规模更大、物料消耗更低，三废排放更少。凭借工艺的突破，公司从诸多企业中脱颖而出，成为全球最大的牛磺酸生产企业。

环氧乙烷法工艺以环氧乙烷（占原料成本的 40%以上）、硫酸和亚硫酸氢钠为主要原料，经过加成、中和、结晶等反应最终合成为牛磺酸成品。按照工艺，生产 1 吨牛磺酸产品需消耗 0.5 吨环氧乙烷。

图 8：乙醇胺法和环氧乙烷法工艺的区别

项目	环氧乙烷法工艺	乙醇胺法工艺
生产成本	原料成本约占 60%	原料成本约占 85%
产品收率	收率超过 80% 以上	收率在 65% 左右
生产周期	30 小时	52 小时
产能	一条生产线可产 5000t/a	一条生产线产 800t/a
生产效率	自动化程度高，人均生产 50t/a	自动化程度低，人均生产 15t/a
环保成本	结晶母液闭路循环，无废液排出，产生的废物排放量较大 废渣主要成份为硫酸钠，经再次加工可作工业原料出售，实现清洁化生产	

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

牛磺酸工艺废水含有的硫酸盐、磺酸基团和氨基集团，使得废水处理难度较大。常规的水解酸化工艺无法完全脱除硫酸盐和磺酸基团，剩余的硫酸盐和磺酸基团会在厌氧中进一步被还原，导致进入 A/O 池的废水含有较高浓度的硫单质或硫离子，对 A/O 系统的硝化菌等微生物具有毒害作用。氨基在厌氧微生物降解作用下断链形成铵盐，从而引起废水氨氮浓度的上升。永安医药拥有比较先进的牛磺酸工艺废水治理解决方案，并且已经申请了发明专利，具有一定的壁垒。

永安药业有一定的洞察力。在其他企业还采用乙醇胺法制造牛磺酸时，公司就开始布局环氧乙烷法工艺。并且装置规模也在不断升级，从原先的单套装置 6000 吨，发展到现在单套装置规模 3 万吨。

产品方面，为解决以往产品存在的受潮易结块、难以长途运输和长期贮存的缺陷。公司于 06 年开发了球形颗粒牛磺酸新品种，成功解决了上述难题。

随着供给侧改革的深入以及环保综合整治的推进，中小企业生产经营受到较大冲击，存在产能退出的潜在的可能。不仅如此，牛磺酸具有酸性，腐蚀性较强，其精制生产线一旦停工较久，复产难度较大。

2.1.3. 国内市场尚未激活，需要关注饲料剔抗

由于国内对牛磺酸的使用限于医药，而对于其营养性氨基酸的特质认识不够，因此膳食补充剂领域没有得到发展，国内的婴幼儿奶粉也不要求强制添加牛磺酸。

专家估计，中国目前牛磺酸需求在 5000 吨左右，即人均不到 4 克/年，远低于欧美日等发达国家的 50 克/年。从这个角度看，中国市场是牛磺酸最有潜力的区域。我们认为，可能的机遇集中在下述领域。

运动饮料的需求激增。魔爪饮料（Monster）2015 年被可口可乐参股之后，开始借助可口可乐的渠道大范围铺货，对牛磺酸需求较大。2016 年年底中国红牛商标授权到期，魔爪抓住机遇，开始布局中国市场。

二胎放开，国内奶粉市场存在一定的增长潜力。修订后的食品法明确规定婴幼儿奶粉的配方将由备案制改为注册制。作为一种重要的添加剂，牛磺酸含量或将成为婴幼儿奶粉销售的一大卖点。

宠物行业迎来黄金发展期。随着人口老龄化与经济条件持续提高，我国大中城市的家庭喂养宠物的占比将持续提高，宠物食品需求相应增加。

最后，随着饲料限抗的要求提升，牛磺酸在饲料产业的需求有可能会大幅度提升。我国世界最大的饲料生产国。长期以来，在饲料生产过程中过度使用抗生素已经导致耐药菌的严重污染，日益成为公共健康的重大威胁。全球多个国家已经出台相应政策，限制或禁止在饲料领域使用抗生素。牛磺酸具有提高机体免疫力的功能，已经逐步在饲料添加剂中使用，随着全球禁用抗生素政策的深化，牛磺酸作为健康的氨基酸，其对抗生

素的替代预期使得该行业具有极大的发展空间。

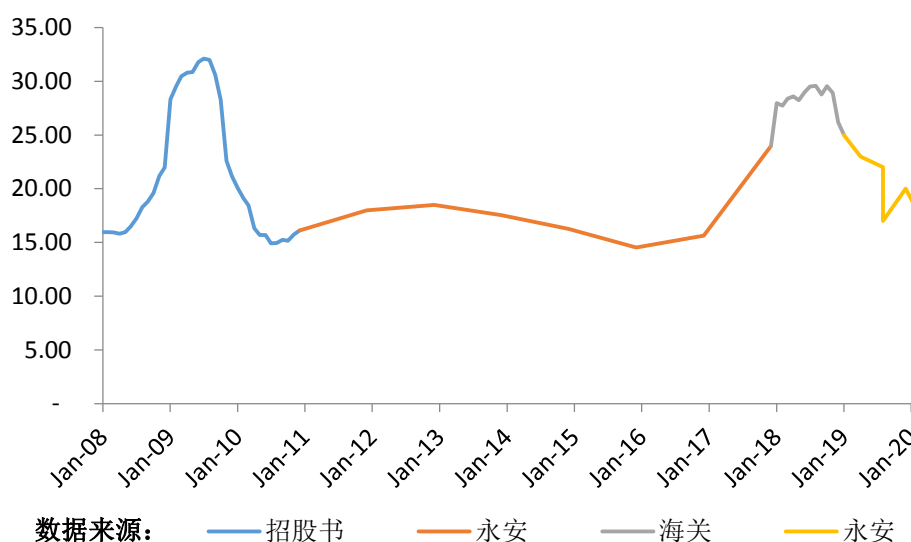
2.1.4. 牛磺酸的价格基本触底

2017 年部分因为环保综合整治，部分因为行业有产能退出，牛磺酸的价格步入上行通道。

2018 年 9 月份，永安药业自有资金建设的 3 万吨牛磺酸食品添加剂项目达到预定可使用状态。由于产能增加较大，市场格局需要重新划分，价格开始回落。

站在目前的时点，由于牛磺酸可以提高人体的非特异性免疫功能，在目前海外新冠肺炎肆虐的背景下，需求放量。同时，短期行业没有新进入者，存量产能因为地理位置、环保综合治理水平等原因还存在生变的可能，预计牛磺酸产品价格基本见底，存在回升可能。

图 9：牛磺酸的价格基本触底（元/Kg）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 减亏可能是未来环氧业务的重要目标

利用募集资金，公司投资建设了 4 万吨环氧乙烷装置，产线 13 年 7 月投产，14 年 5 月增加乙醇工艺路线并投产成功。装置的原料可以根据市场情况在乙醇和乙烯之间进行切换。目前开工较低，盈利较差，产品基本以自用为主。

环氧乙烷的原料为乙烯，原料的稀缺性使得国内的环氧乙烷产业发展畸形。市场基本是中石化一家独大，价格虚高，公司的原材料严重受制于人，盈利也受到一定程度的侵蚀。但是，一旦有其他企业涉足其间，价格波动可能会比较大。

不过，经过审慎评估，我们仍然认为，公司发展相关业务仍有一定的必要性。

环氧乙烷属易燃、易爆物品，不易大规模存储和囤积。发达国家，已经明确禁止环氧乙烷的公路运输，只能管道运输。由于历史原因，国内还没有禁止其公路运输，但是

从监管趋势看，环氧乙烷的管道运输可能是产业发展方向。

减水剂是环氧乙烷的下游应用分支之一，目前景气度较好。公司控股的湖北凌安目前正在推进建设 11.2 万吨/年低碳环氧衍生精细化工新材料项目。随着项目达产，预计环氧乙烷装置扭亏有一定的可能。

3. 依托健美生额品牌和渠道整合已有保健品业务

保健品业务的运营主体是永安康健。具体业务大约可以分为三类。

首先是自主研发的保健食品，比如泡腾片、咀嚼片等产品的销售。

其次是美国 SUMMIT 的氨糖类产品的在华独家代理。公司代理美国 SUMMIT 品牌产品 11 款，SUMMIT 是美国知名膳食营养补充剂品牌，由王小曾 94 年创立。公司的核心产品为氨糖类产品，曾经为世界奥运多届冠军及好莱坞明星量身定制高端产品。其氨糖类产品在国内外尚属新品，需求十分旺盛。

最后是加拿大健美生公司（Jamieson）的在华独家代理。健美生是加拿大第一保健食品品牌，是世界前三的维生素矿物质、草本营养素等膳食补充剂和营养食品制造商。

公司的发展思路相对清晰，依托健美生的强势品牌形象及现有的营销网络，实现永安康健与健美生的联合。同时，整合永安康健现有产品，缩短自有品牌开发周期，实现优势互补，带动永安康健品牌的传播。

3.1. 永安康健的 OEM 产品已有一定的规模

保健品子公司永安康健 2013 年底获得保健食品 GMP 证书，2014 年正式开始销售运营，在天猫和京东都有专卖店。

永安康健 OEM 产品开发设计新产品 146 个，拿到国产及进口保健品备案凭证 17 个，新增加 15 款商标。其中，永安康健牌易加泡腾片、永安康健牌牛磺酸粉、思涌牛磺酸咀嚼片都是公司有一定特色的产品。

目前永安康健的线上销售主要是依托“天猫”、“京东”、“淘宝”、“亚马逊”等网上商务平台，业务刚刚起步。线下销售还处于渠道构建阶段。进口代理方面，主要是依托天猫国际、京东、唯品会等渠道。针对健美生产品海关清关时间较长，公司正在保税区、自贸区等地建立仓库，加快通关速度，库存商品存放在保税区，客户下单立即可以发货。

由于永安康健进入营养保健品销售领域时间较短，缺乏引领品牌发展的拳头产品，品牌知名度、知晓度、美誉度不高。构建市场板块，打通销售渠道，提升品牌形象，是摆在目前的紧迫任务。

针对这个问题，公司通过各种形式，积极向国内市场引入国外医疗保健领域优质产品和先进技术，丰富产品类别，提高公司品牌在消费者市场知名度，以实现自有品牌与

进口品牌的优势整合。

3.1.1. 牛磺酸泡腾片等待拿到健字号批文，即可同步销售

公司投资建设的 5 亿片泡腾片产能的产线已经建好，牛磺酸泡腾片、口含片的设计产量分别为 3 亿片/年、2 亿片/年。

牛磺酸泡腾片是把牛磺酸、肌醇、维生素 B1、B2、B6、烟酰胺等上述各种功效成分融入泡腾片产品之中，使这些有效成分相互配合，协同作用，促进人体新陈代谢，并调节神经系统功能，从而取得提神醒脑、补充体力、抗疲劳的功效。

目前市场上类似产品仅有 VC 泡腾片和牛磺酸饮料（红牛、力保健等）。其中，牛磺酸泡腾片功效与 VC 泡腾片不同，不存在直接竞争关系。牛磺酸泡腾片与牛磺酸饮料功效相仿，但泡腾片在价格和携带方便性上具有先天的优势。

图 10：不同类型的功能饮料的主要区别

产品形式	主要产品	价格（元）	使用状态
运动饮料	佳得乐（600ml）	4	液体，开瓶即食，开瓶后保质期短、不宜随身携带
营养素饮料	脉动（600ml）	3	
	尖叫（550ml）	4	
	红牛（250ml）	6.5	
公司产品	牛磺酸泡腾片（2.6g/片）	0.5	固体，泡食或直接食用，便于携带
	牛磺酸口含片（2.3g/片）	0.3	

数据来源：中国饮料工业协会，东吴证券研究所

公司开发的牛磺酸食品泡腾片和口含片已经获得潜江市卫生局核发的（鄂）卫食证字（2008）第 4290051391 号的《食品卫生许可证》。目前，牛磺酸泡腾片在内的 13 个保健品批文正在申请中。待获得“蓝帽子”批文，即可同步上线销售。

3.2. 公司是健美生在华业务独家代理

健美生于 1922 年由 Claire Edwin Jamieson 创立，其生产达到药企标准。经过 90 多年的发展，目前已经成长为加拿大第一、世界前三的膳食补充剂品牌，在世界 50 多个国家及地区销售。

健美生共有 350 多款产品，1200 多种单品，涉及人体八大系统的各个器官及各个年龄层，包括孕妇的所有人群，都有相对应的产品。

健美生公司主要销售区域在加拿大和欧洲，健美生在加拿大的市场占有率高达 26.9%，其中维生素 B、C、A、D，钙类保健食品，以及矿物质类保健食品在加拿大市场占有率均第一。其中，维生素产品市场占有率均在 40% 以上。

由于健美生一直是家族企业，海外扩张不积极，业务主要集中在加拿大和欧洲。14

年初，私募股权公司 CCMP Capital Advisors 收购了健美生，自此公司海外战略转向积极。

健美生产品进入中国市场有 10 余年历史，拥有 40 余家线下经销商，以及 100 余家与高端超市合营的销售网点。具有一定的品牌知名度和影响力，积累了相当的忠实顾客群体。

3.3. 依托健美生的渠道和品牌实现永安康健的协同

依托健美生的强势品牌形象及现有的营销网络，实现永安康健与健美生的联合。同时，整合永安康健现有产品，缩短自有品牌开发周期，快速提升永安康健品牌曝光率和销售，实现优势互补，降低运营风险。

15 年 1 月，公司增资控股上海美深，取得上海荷乐盛典的控制权。上海荷乐盛典拥有全网渠道，线下拥有 40 余家经销商、100 多家高端合作商超，可带来品牌与渠道协同。

4. 盈利预测与估值

4.1. 基本假设

假设牛磺酸 2020 和 2021 年的产量稳定在 4.5 万吨左右，价格在 20~30 元/千克区间逐年略有提升。

假设环氧乙烷 2020 年收入覆盖成本，2021 年略有毛利。

表 1：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
牛磺酸	营业收入	772.00	576.00	1170.00	1350.00
	毛利	351.00	177.77	572.65	752.65
环氧乙烷	营业收入	120.00	153.00	168.30	185.13
	毛利	-33.00	-7.65	0.00	9.26
聚羧酸(51%)	营业收入	0.00	476.45	524.10	576.51
	毛利	0.00	76.23	94.34	115.30
其他	营业收入	113.00	164.30	180.73	198.80
	毛利	33.00	66.64	64.31	69.81

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

4.2. 盈利预测与估值

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.88 亿元、3.00 亿元和 4.02 亿元，EPS 分别为 0.30、1.02 和 1.37 元，PE 为 37X、11X 和 8X。

公司是牛磺酸的龙头企业，有较强的话语权。上市后一直聚焦主业，致力于提升牛磺酸生产的工艺水平和三废治理。目前的宏观背景下，公司的业务底部态势明显，盈利对产品的价格变化的弹性较大。首次评级，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表（参考 2020 年 3 月 27 日收盘价）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
永安药业	32.89	11.16	0.61	0.30	1.02	18.42	37.17	10.95	2.04
新和成	554.35	25.8	1.43	1.11	1.44	18.04	23.24	17.92	3.28
浙江医药	179.13	18.56	0.38	0.61	0.93	49.14	30.66	20.03	2.29
兄弟科技	49.61	5.5	0.02	0.05	0.38	227.40	114.16	14.35	2.28

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

保健品市场拓展难度大，或存在新产品推广不及预期的风险。目前我国保健品行业发展仍有诸多不确定因素，公司产品的推进进度受限于行业和公司自身战略，推进进度也存在不及预期的风险。

牛磺酸的价格大幅波动。牛磺酸的价格受市场供给格局和下游市场开拓进度的影响，且牛磺酸价格对公司业绩影响较大，牛磺酸的价格大幅波动对公司业绩带来一定的风险。

永安药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	767	1,173	1,387	1,473	营业收入	1,005	1,370	2,043	2,310
现金	23	274	409	462	减:营业成本	655	1,057	1,312	1,363
应收账款	130	242	313	315	营业税金及附加	10	14	20	23
存货	97	177	169	189	营业费用	65	77	121	134
其他流动资产	516	480	496	507	管理费用	597	132	197	237
非流动资产	1,162	1,565	1,824	1,878	财务费用	-11	-3	7	-4
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-5	3	0	0
固定资产	989	1,072	1,254	1,383	加:投资净收益	16	15	15	15
在建工程	29	351	430	358	其他收益	6	5	5	5
无形资产	89	86	84	82	营业利润	212	114	406	577
其他非流动资产	56	56	56	56	加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
资产总计	1,929	2,738	3,211	3,351	利润总额	212	114	406	577
流动负债	275	1,011	1,160	846	减:所得税费用	33	11	53	92
短期借款	2	499	756	307	少数股东损益	0	14	53	82
应付账款	142	164	216	179	归属母公司净利润	179	88	300	402
其他流动负债	130	347	188	359	EBIT	211	125	433	596
非流动负债	48	48	48	48	EBITDA	291	212	538	721
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	48	48	48	48	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	323	1,059	1,209	894	每股收益(元)	0.61	0.30	1.02	1.37
少数股东权益	26	40	93	175	每股净资产(元)	5.36	5.56	6.48	7.74
					发行在外股份(百万股)	295	295	295	295
归属母公司股东权益	1,580	1,639	1,909	2,282	ROIC(%)	11.2%	5.2%	14.1%	19.2%
负债和股东权益	1,929	2,738	3,211	3,351	ROE(%)	11.1%	6.1%	17.6%	19.7%
					毛利率(%)	34.8%	22.9%	35.8%	41.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	17.8%	6.5%	14.7%	17.4%
经营活动现金流	314	253	263	692	资产负债率(%)	16.7%	38.7%	37.6%	26.7%
投资活动现金流	-409	-472	-349	-165	收入增长率(%)	7.8%	36.2%	49.2%	13.1%
筹资活动现金流	-16	470	220	-474	净利润增长率(%)	34.1%	-50.5%	239.5%	34.0%
现金净增加额	-109	251	135	53	P/E	18.42	37.17	10.95	8.17
折旧和摊销	80	87	105	125	P/B	2.08	2.01	1.72	1.44
资本开支	269	403	259	54	EV/EBITDA	11.24	16.67	6.89	4.56
营运资本变动	37	84	-187	101					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>