

天新药业（603235.SH）

维生素景气有望继续上行，新项目有序推进，看好公司成长性

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,305	1,882	2,547	3,071	3,534
增长率 yoy（%）	-8.6	-18.3	35.3	20.6	15.1
归母净利润（百万元）	622	476	757	920	1,130
增长率 yoy（%）	-16.4	-23.5	59.0	21.6	22.8
ROE（%）	15.3	11.2	15.9	16.6	17.3
EPS 最新摊薄（元）	1.42	1.09	1.73	2.10	2.58
P/E（倍）	18.9	24.7	15.5	12.8	10.4
P/B（倍）	2.9	2.8	2.5	2.1	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 08 月 30 日，天新药业发布 2024 年半年度报告，公司 2024 上半年营业收入为 10.67 亿元，同比减少 4.81%；归母净利润 3.45 亿元，同比增加 4.61%；扣非净利润 3.29 亿元，同比增加 3.73%。对应公司 2Q24 营业总收入为 5.72 亿元，同比上升 5.47%，环比上升 15.70%；归母净利润 1.98 亿元，同比下降 10.72%，环比上升 33.93%。

点评：1H24 公司盈利同比改善，维生素市场景气恢复。1H24 公司总体销售毛利率为 42.06%，较 2023 年同期上升 5.08pcts。2024 上半年公司财务费用同比增加 12.58%；销售费用同比增加 7.59%；研发费用同比增加 17.25%。2024 上半年公司净利率为 32.36%，较 2023 年同期上升 2.91pcts。1H24 公司盈利同比有所提升，主要原因是维生素行业需求温和复苏，供给端持续整合分化，市场景气度有所恢复，同时公司原材料价格整体平稳，部分维生素产品市场价格同比提升，并实现了维生素 B5 产品的规模量产。

1H24 公司经营活动产生的现金流量净额同比下降。2024 上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.95 亿元，同比减少 51.36%，主要因为 1H24 销售商品提供劳务及收到的政府补助现金流入减少、购买原材料及支付的税费现金支出增加。投资性活动产生的现金流量净额为-3.16 亿元，同比减少 1185.30%，主要因为购建固定资产现金支出增加及赎回理财产品现金流入减少。筹资活动产生的现金流量净额为-2.61 亿元，同比减少 39.43%，主要原因是股份回购及归还银行借款现金支出增加。期末现金及现金等价物余额为 19.61 亿元，同比减少 17.02%。应收账款 2.78 亿元，同比增加 11.34%，应收账款周转率略有下降，从 2023 年同期的 4.41 次变为 4.22 次。存货周转率下降，从 2023 年同期的 1.63 次变为 1.30 次。

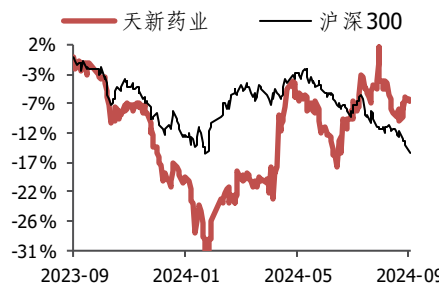
VB1 及 VB6 价格持续回升，1H24 公司维生素板块毛利率改善。1H24 公司 VB 板块实现营业收入 8.91 亿元、同比降低 9.13%，毛利率 48.24%、同比上升 8.37pcts；其他维生素（维生素 D3、抗坏血酸棕榈酸酯、维生素 E 粉等）实现营业收入 1.10 亿元、同比增长 48.93%，毛利率 11.76%、同比上升 0.25pcts。2024 上半年 VB1 及 VB6 市场价格企稳回升，驱动公司 VB 板块业绩成长。根据 ifind 数据，VB1/VB6/生物素/叶酸 1H24 市场均价分别为 160.79/145.31/34.54/182.47 元 / 千 克 ， 同 比 变 动

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2024 年 9 月 11 日收盘价（元）	26.33
总市值（百万元）	11,526.75
流通市值（百万元）	3,872.23
总股本（百万股）	437.78
流通股本（百万股）	147.07
近 3 月日均成交额（百万元）	24.91

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

相关研究

1、《B 族维生素价格反弹，1Q24 公司盈利同比改善，看好公司产品规划及长期发展》2024-05-31

43.73%/15.34%/-18.21%/-10.17%；2Q24 市场均价分别为 170.56/147.5/34/182.5 元/千克，环比变动 13.87%/3.26%/-3.27%/0.03%。同时，公司推动降本提质，通过了叶酸的药品 GMP 符合性检查，为相关产品的高端应用延伸提供支持。我们认为，维生素行业景气上行，行业需求向好，公司主要产品价格上涨态势有望延续，有望进一步驱动公司盈利能力提升。

VB5 产品实现规模量产，多项目有序推进，优化公司产品结构。公司坚持产业链延伸战略，打造产品矩阵，扩充维生素产品线。1H24 公司在建项目主要包括年产 7000 吨维生素 B5 项目、年产 1000 吨维生素 A 项目、年产 6.677 万吨精细化工项目。其中，公司加快储备产品投放，1H24 实现 VB5 产品的规模化量产，VB5 建设项目一期 3000 吨产能已达到预定可使用状态；VA 建设项目一期 500 吨产能预计于 2024 年底达到预定可使用状态；宁夏精细化工项目预计于 2026 年完成建设。我们认为，公司在建项目投产后，有望进一步丰富、优化产品结构，增加业绩增长点，公司的盈利能力、抗风险能力和行业地位也有望进一步提升。

投资建议：预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 25.47、30.71、35.34 亿元，实现归母净利润分别为 7.57、9.20、11.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.73、2.10、2.58 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 15.5、12.8、10.4。我们基于以下几个方面：1) 维生素行业景气恢复，行业需求向好，公司主要维生素产品价格有望持续上涨，利好公司业绩；2) 公司在建项目稳步推进，有利于产业链的延伸及产品结构优化，加速公司成长。我们看好维生素景气上行及公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业波动风险；新建项目进展不及预期；原材料和能源价格波动风险；宏观经济波动风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3166	3121	4453	4954	5967
现金	2070	2308	3123	3766	4334
应收票据及应收账款	340	281	560	454	712
其他应收款	2	2	3	3	4
预付账款	12	22	24	32	32
存货	471	479	714	670	855
其他流动资产	272	30	30	30	30
非流动资产	1514	1969	2247	2428	2560
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1180	1175	1477	1677	1817
无形资产	110	192	212	236	264
其他非流动资产	223	601	558	515	479
资产总计	4680	5090	6700	7382	8527
流动负债	311	461	1524	1409	1579
短期借款	0	100	1124	995	1139
应付票据及应付账款	109	138	172	188	208
其他流动负债	203	223	228	226	232
非流动负债	311	396	400	401	401
长期借款	0	0	4	5	5
其他非流动负债	311	396	396	396	396
负债合计	622	857	1924	1810	1979
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	438	438	438	438	438
资本公积	1977	1987	1987	1987	1987
留存收益	1643	1808	2383	3027	3734
归属母公司股东权益	4058	4233	4776	5572	6548
负债和股东权益	4680	5090	6700	7382	8527

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	607	729	370	1210	832
净利润	622	476	757	920	1130
折旧摊销	126	137	125	158	187
财务费用	-91	-102	-38	-29	-73
投资损失	-7	-2	-4	-3	-4
营运资金变动	-56	70	-475	156	-418
其他经营现金流	12	151	4	8	10
投资活动现金流	-455	-303	-400	-337	-315
资本支出	260	536	403	339	320
长期投资	-1	0	0	0	0
其他投资现金流	-194	232	4	3	5
筹资活动现金流	1162	-216	-179	-102	-93
短期借款	-300	100	1024	-129	143
长期借款	-26	0	4	1	0
普通股增加	44	0	0	0	0
资本公积增加	1483	10	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-326	-1207	25	-236
现金净增加额	1377	238	-209	772	424

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2305	1882	2547	3071	3534
营业成本	1447	1162	1459	1693	1865
营业税金及附加	22	20	25	30	35
销售费用	31	33	34	42	51
管理费用	144	136	143	181	221
研发费用	89	112	91	121	153
财务费用	-91	-102	-38	-29	-73
资产和信用减值损失	-1	-9	-4	-8	-11
其他收益	53	48	61	55	54
公允价值变动收益	4	0	0	0	1
投资净收益	7	2	4	3	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	726	562	892	1083	1329
营业外收入	3	6	3	3	4
营业外支出	3	3	4	4	4
利润总额	726	565	891	1082	1329
所得税	104	89	134	162	200
净利润	622	476	757	920	1130
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	622	476	757	920	1130
EBITDA	842	630	987	1217	1476
EPS (元/股)	1.42	1.09	1.73	2.10	2.58

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.6	-18.3	35.3	20.6	15.1
营业利润 (%)	-17.2	-22.5	58.7	21.3	22.8
归属母公司净利润 (%)	-16.4	-23.5	59.0	21.6	22.8
获利能力					
毛利率 (%)	37.2	38.3	42.7	44.9	47.2
净利率 (%)	27.0	25.3	29.7	30.0	32.0
ROE (%)	15.3	11.2	15.9	16.6	17.3
ROIC (%)	14.1	8.8	11.6	13.0	13.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.3	16.8	28.7	24.5	23.2
净负债比率 (%)	-43.4	-42.9	-33.6	-42.7	-42.9
流动比率	10.2	6.8	2.9	3.5	3.8
速动比率	8.5	5.6	2.4	3.0	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	7.8	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	14.5	9.9	9.9	9.9	9.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.42	1.09	1.73	2.10	2.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.39	1.67	0.84	2.76	1.90
每股净资产 (最新摊薄)	9.27	9.67	10.90	12.70	14.90
估值比率					
P/E	18.9	24.7	15.5	12.8	10.4
P/B	2.9	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.6	15.8	10.3	7.7	6.1

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686