

基础化工

报告日期：2024 年 05 月 22 日

供需优化，看好维生素景气上行

——维生素行业深度报告

投资要点

□ 养殖盈利有望修复，维生素需求边际向好

在饲料中添加维生素，可以对猪只的繁殖性能以及肉品质起到较为重要的作用。但是在猪养殖利润不佳时，我们认为大家倾向于减少维生素添加比例，侧重维持猪的繁殖性能，而对肉的品质重视程度下降。根据，2018 年以及 22 年、23 年猪养殖盈利都较为低迷，我们分析发现 2018 年以及 22 年、23 年维生素添加比例都较低，侧面验证在猪养殖利润不佳时，维生素添加量边际有所下滑。5 月 17 日，自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为-15 元/头、132 元/头，相较于 23 年同期分别增加 322 元/头、387 元/头，养殖利润逐渐修复，有望带动维生素需求向好。

□ 维生素价格长期低迷，行业格局有望优化

近 2 年维生素价格持续下行，维生素企业盈利能力纷纷下滑。国内浙江医药其生命营养品毛利率由 20 年的 44.05%降至 23 年的 31.26%；天新药业毛利率由 20 年的 54.38%降至 23 年的 38.27%；兄弟科技其 VB1 子公司兄弟维生素自 2019 年来利润显著下滑，23 年亏损约 3400 万元。此外全球维生素龙头之一帝斯曼其 23 年动物营养业务 EBITDA 为-3000 万欧元，较 22 年大幅减少 5.53 亿欧元。24 年 2 月 15 日，帝斯曼公告称，全球维生素长期低迷，动物市场维生素价格面临前所未有压力，公司拟剥离动物营养与保健业务，此前帝斯曼已于 23 年 6 月宣布关闭上海 VB6 工厂。价格长期低迷，帝斯曼拟剥离动物营养业务，后续维生素供给格局有望优化。

□ 看好行业复苏，重点推荐 VA\VE\VB1\VB6

维生素价格近 2 年长期低迷，行业龙头盈利大幅承压，部分企业已出现亏损情况。当前养殖利润有望回升进而带动维生素需求，我们看好后续维生素价格上行，其中我们重点推荐供给高度集中的 VA\VE\VB1\VB6。据百川盈孚及各公司公告，新和成、浙江医药、安迪苏以及金达威 VA 产能分别为 8000 吨、5600 吨、5000 吨、4000 吨，现有其他条件不变下，VA 价格若上涨 10 元/千克，各公司有望分别增厚利润 6018、4212、3761、3009 万元。其他品种方面，若 VE 上涨 10 元/千克，新和成、浙江医药利润有望分别增厚 4.51 亿元、3.76 亿元；VB1、VB6 若均上涨 10 元/千克，天新药业利润有望增厚约 1 亿元。推荐 VA\VE 龙头新和成以及 B 族维生素龙头天新药业，关注浙江医药、安迪苏、金达威等。

□ 风险提示

维生素需求恢复不及预期风险；环保安全风险；行业大幅扩产风险

行业评级：看好(维持)

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

相关报告

1 《聚酯大厂减产计划有序执

行，涤丝供应量环比收缩》

2024.05.19

2 《涤丝开工率及库存环比下

行，聚酯大厂计划减产》

2024.05.12

3 《盈利能力筑底回升，分化复

苏拐点确立》 2024.05.09

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 养殖盈利修复，维生素需求有望向好	4
1.1 维生素下游主要为饲料	4
1.2 猪及肉禽维生素消耗占比近 7 成，近年添加比例有所下滑	4
1.3 猪养殖利润有望修复，利好维生素需求	6
2 全球维生素长期低迷，行业格局有望优化	6
2.1 近年行业扩产+需求承压，维生素价格长期低迷	6
2.2 龙头盈利大幅承压，行业供给有望收缩	7
2.3 供需之外，竞争格局对价格影响同样重要	8
3 看好行业复苏，重点推荐 VA\VE\VB1\VB6	9
3.1 需求有望边际改善，看好供给格局较好的品种	9
3.2 细分龙头，业绩弹性大	9
4 风险提示	10

图表目录

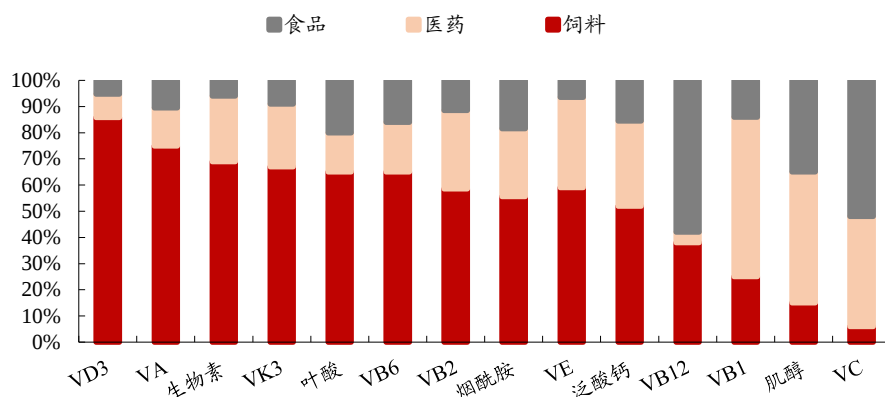
图 1: 2022 年不同维生素品种下游应用结构 (%)	4
图 2: 近年来我国饲料产量持续增加	4
图 3: 21 年以来我国饲料中维生素添加比例有所下滑	4
图 4: 2017-2022 年维生素在不同畜禽品种中消耗结构	5
图 5: 2023 年猪饲料产量同比增长 10.1% (万吨, %)	5
图 6: 2023 年肉禽饲料同比增长 6.6% (万吨, %)	5
图 7: 饲料中维生素添加量有所下滑 (万吨, %)	5
图 8: 自繁自养与外购仔猪养殖利润情况 (元/头)	6
图 9: 肉鸡养殖利润情况 (元/羽)	6
图 10: 近 2 年 VA 价格持续低迷 (元/千克)	7
图 11: 19 年以来 VE 价格稳步上涨 (元/千克)	7
图 12: 近 2 年 VB1 及 VB6 价格持续低迷 (元/千克)	7
图 13: VC 价格自 21 年下半年持续下跌 (元/千克)	7
图 14: 21 年后浙江医药生命营养毛利率持续下滑	8
图 15: 20 年后天新药业毛利率有所下滑	8
图 16: 兄弟科技维生素子公司收入及利润情况 (亿元)	8
图 17: 帝斯曼 23 年动物营养业务 EDITDA 为负 (百万欧元)	8
图 18: 2023 年维生素 A 供给格局	9
图 19: 2023 年维生素 E 供给格局	9
图 20: 2023 年维生素 B1 供给格局	9
图 21: 2023 年维生素 B6 供给格局	9
表 1: 预计 2023 年帝斯曼主要维生素产品产量占比情况 (吨, %)	8
表 2: 各公司维生素产品价格上涨 10 元/千克所对应利润弹性 (吨, 万元)	10

1 养殖盈利修复，维生素需求有望向好

1.1 维生素下游主要为饲料

多品种维生素下游应用饲料占比超 6 成。维生素下游应用主要为饲料、医药化妆品、食品饮料，除 VC、肌醇以及 VB1 等品种，维生素下游超过 60% 用于饲料添加剂，饲料产量以及饲料中维生素添加比例对国内维生素需求有较大影响。

图1：2022 年不同维生素品种下游应用结构（%）

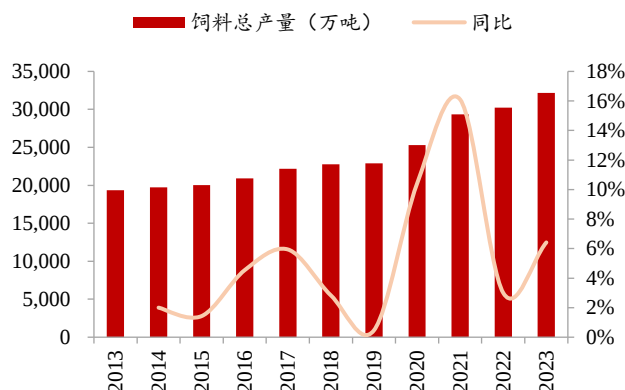


资料来源：博亚和讯，浙商证券研究所

1.2 猪及肉禽维生素消耗占比近 7 成，近年添加比例有所下滑

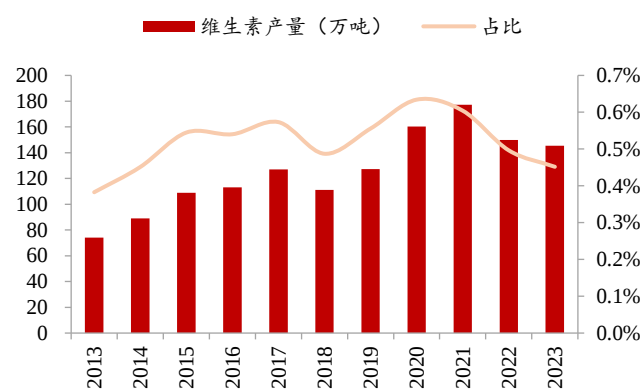
饲料总产量稳步增长，但近 2 年饲用维生素有所下滑。根据中国饲料工业协会，近年来我国饲料总产量持续稳步增长，由 2013 年的 19340 万吨增加至 2023 年的 32163 万吨，其中 22 年、23 年分别增长 3.0%、6.4%。2013 年以来，饲料添加剂维生素产量也持续增长，由 2013 年的 74 万吨增长至 2021 年 177 万吨，但 22 年、23 年产量分别下滑至 150 万吨、145 万吨。饲料总产量增长，但维生素产量下滑，我们认为主要系维生素添加比例下滑所致。

图2：近年来我国饲料产量持续增加



资料来源：中国饲料工业年鉴，浙商证券研究所

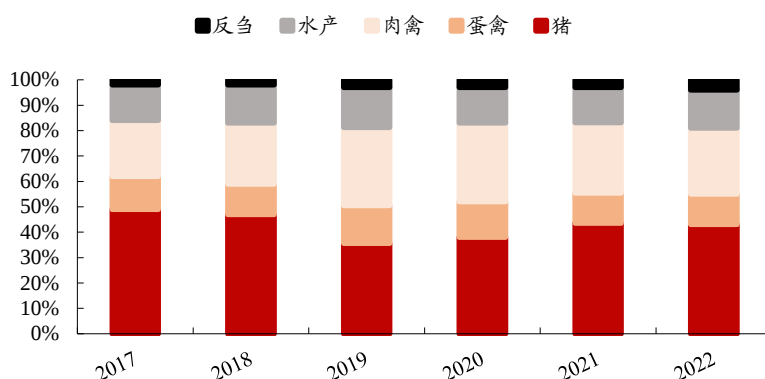
图3：21 年以来我国饲料中维生素添加比例有所下滑



资料来源：中国饲料工业年鉴，浙商证券研究所

22 年猪及肉禽维生素消耗占比近 7 成。据博亚和讯，2022 年维生素饲料领域消费中，猪、蛋禽、肉禽、水产、反刍占比分别为 43%、12%、26%、15%、4%，猪和肉禽为饲料维生素消耗主要领域，两者合计占比达 69%。

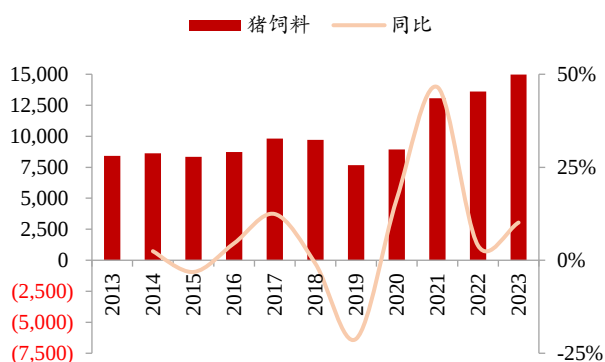
图4：2017-2022 年维生素在不同畜禽品种中消耗结构



资料来源：博亚和讯，浙商证券研究所

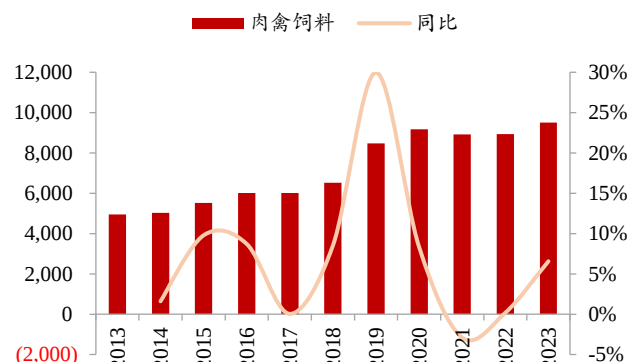
近2年猪和肉禽饲料产量有所增长，但饲料添加剂维生素量下滑，预计系添加量边际减少。据中国饲料工业协会，22年、23年猪饲料产量同比分别增加4.0%、10.1%，肉禽饲料产量同比分别增加0.2%、6.6%。饲用维生素消耗占比近7成的猪和肉禽饲料产量近2年持续增长，但维生素产量却有所下滑，我们认为主要系养殖利润不佳导致维生素添加比例下降所致。我们用维生素产量与猪和肉禽饲料总产量比值来衡量添加比例，发现2018年和近2年维生素添加比例较低。

图5：2023 年猪饲料产量同比增长 10.1%（万吨，%）



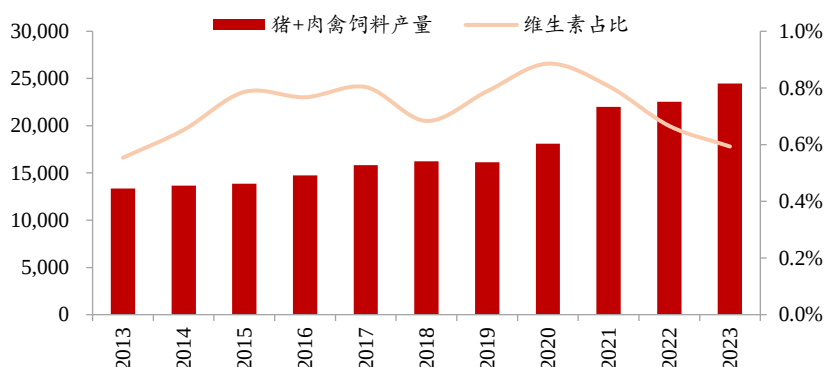
资料来源：中国饲料工业年鉴，浙商证券研究所

图6：2023 年肉禽饲料同比增长 6.6%（万吨，%）



资料来源：中国饲料工业年鉴，浙商证券研究所

图7：饲料中维生素添加量有所下滑（万吨，%）

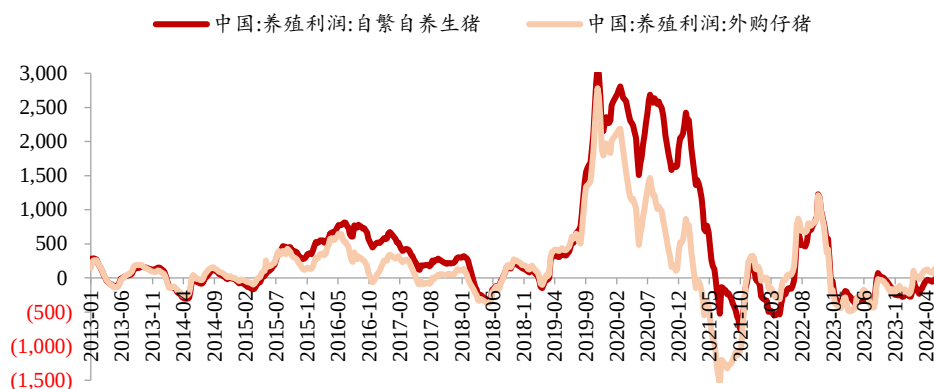


资料来源：中国饲料工业年鉴，浙商证券研究所

1.3 猪养殖利润有望修复，利好维生素需求

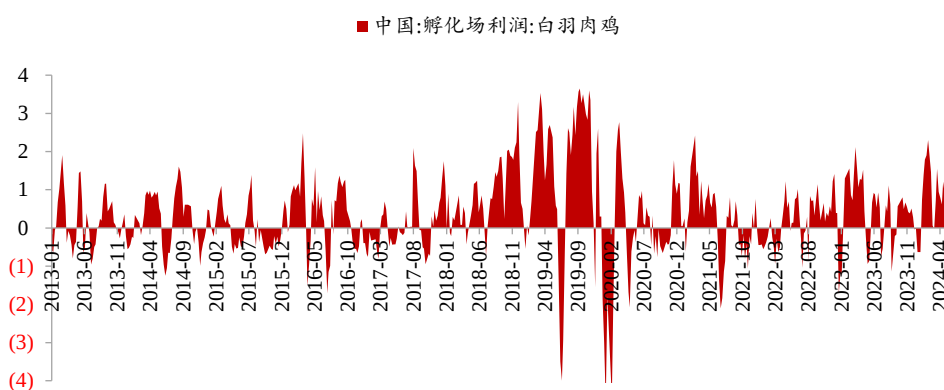
相较于肉禽，猪养殖利润波动幅度和周期更长。根据，我们发现相较于肉禽，猪的养殖利润波动幅度和周期都更长。在饲料中添加维生素，可以对猪只的繁殖性能以及肉质起到较为重要的作用。但是在猪养殖利润不佳时，我们认为大家倾向于减少维生素添加比例，侧重维持猪的繁殖性能，而对肉的品质重视程度下降。根据，2018年以及22年、23年猪养殖盈利都较为低迷，我们在上文图7中分析发现2018年以及22年、23年维生素添加比例都较低，侧面验证在猪养殖利润不佳时，维生素添加量边际有所下滑。

图8：自繁自养与外购仔猪养殖利润情况（元/头）



资料来源：， 浙商证券研究所

图9：肉鸡养殖利润情况（元/羽）



资料来源：， 浙商证券研究所

随着存栏量下降，生猪价格及盈利有望反弹。截止5月17日，自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为-15元/头、132元/头，相较于23年同期分别增加322元/头、387元/头，养殖利润逐渐修复，有望带动维生素需求向好。

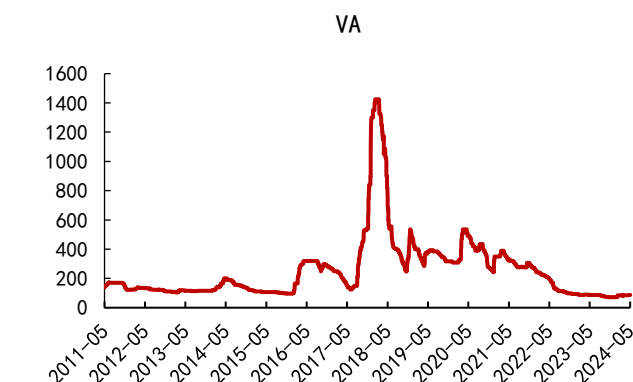
2 全球维生素长期低迷，行业格局有望优化

2.1 近年行业扩产+需求承压，维生素价格长期低迷

23年多品种维生素价格创历史新低。2018年之后维生素价格持续下跌，一方面系此前环保影响产能逐步恢复，另一方面也有行业新进入者产能扩张影响。22年、23年受海外去库以及维生素需求疲软影响，多品种维生素价格低位持续下跌，VA、VC、VB6价格一度跌至71.5

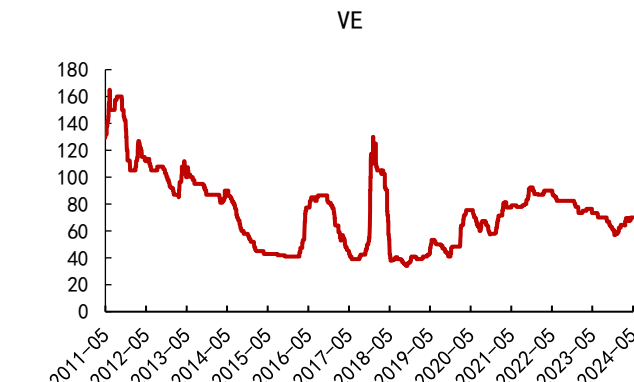
元/千克、19.0 元/千克、107.5 元/千克，创历史新低；VB1 价格跌至 107.5 元/千克，跌至 1% 的历史分位。而 VE 得益于近年行业无明显新增产能，相较于其他维生素品种景气较好。截至 5 月 22 日，VA、VE、VB1、VB6、VC 价格分别处于 1%、16%、13%、9%、6% 的历史分位，仍处于低位，看好后续价格修复。

图10：近 2 年 VA 价格持续低迷（元/千克）



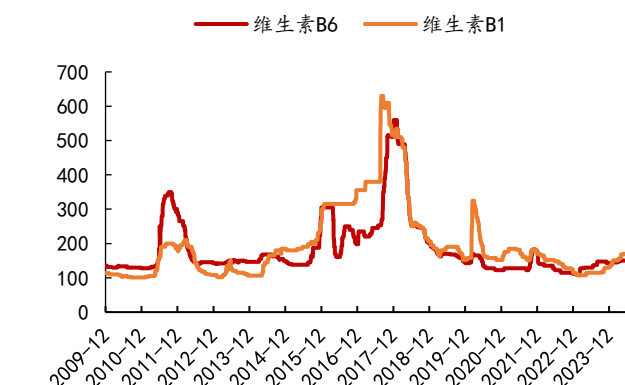
资料来源：， 浙商证券研究所

图11：19 年以来 VE 价格稳步上涨（元/千克）



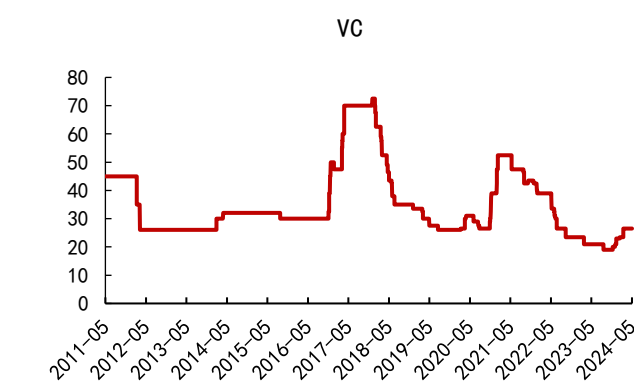
资料来源：， 浙商证券研究所

图12：近 2 年 VB1 及 VB6 价格持续低迷（元/千克）



资料来源：， 浙商证券研究所

图13：VC 价格自 21 年下半年持续下跌（元/千克）

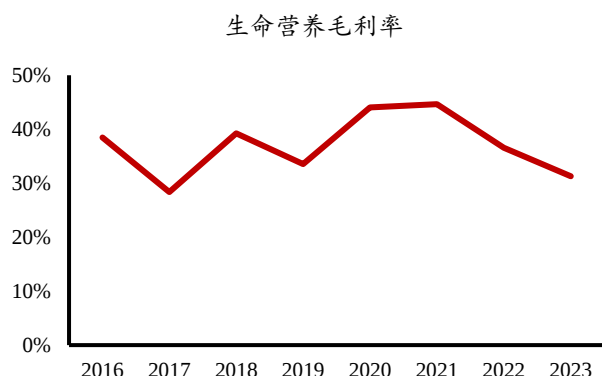


资料来源：， 浙商证券研究所

2.2 龙头盈利大幅承压，行业供给有望收缩

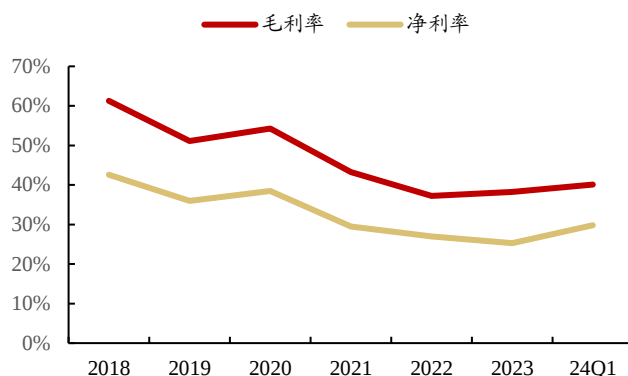
价格长期低迷，龙头盈利能力显著下行。近 2 年维生素价格持续下行，维生素企业盈利能力纷纷下滑。浙江医药为全球 VA、VE 龙头之一，其生命营养品毛利率由 2020 年的 44.05% 降至 2023 年的 31.26%；天新药业为全球 B 族维生素龙头，其毛利率由 2020 年的 54.28% 降至 2023 年的 38.27%；兄弟科技为国内主要维生素生产企业，其 VB1 子公司兄弟维生素自 2019 年来利润显著下滑，23 年亏损约 3400 万元。此外全球维生素龙头之一帝斯曼其 23 年动物营养业务 EBITDA 为 -3000 万欧元，较 22 年大幅减少 5.53 亿欧元。

图14： 21年后浙江医药生命营养毛利率持续下滑



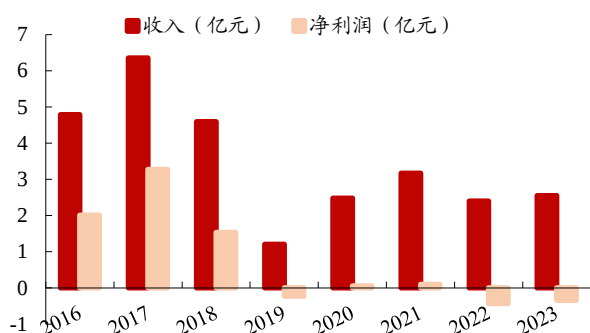
资料来源：， 浙商证券研究所

图15： 20年后天新药业毛利率有所下滑



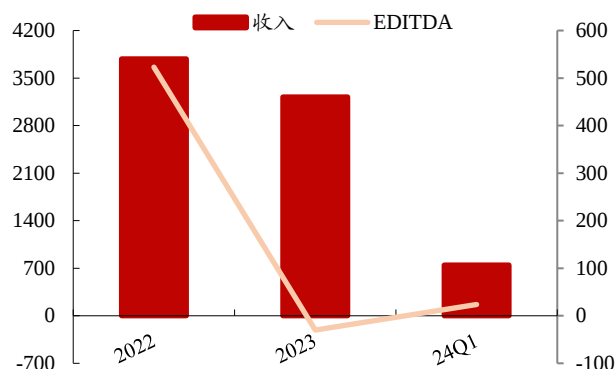
资料来源：， 浙商证券研究所

图16： 兄弟科技维生素子公司收入及利润情况（亿元）



资料来源：， 浙商证券研究所

图17： 帝斯曼 23 年动物营养业务 EDITDA 为负（百万欧元）



资料来源：帝斯曼公告，浙商证券研究所

帝斯曼退出维生素预计对行业影响较大。24 年 2 月 15 日，帝斯曼公告称，全球维生素长期低迷，动物市场维生素价格面临前所未有的压力，公司拟剥离动物营养与保健业务，此前帝斯曼已于 23 年 6 月宣布关闭上海 VB6 工厂。价格长期低迷，盈利显著承压，预计后续维生素行业供给有望收缩。

表1： 预计 2023 年帝斯曼主要维生素产品产量占比情况（吨，%）

	产量	行业产量	占比
VA	5600	30500	18.4%
VE	22000	82000	26.8%
VB1	300	11500	2.6%
VB2	1600	10400	15.4%
泛酸钙	2500	29000	8.6%

资料来源：博亚和讯，浙商证券研究所

2.3 供需之外，竞争格局对价格影响同样重要

由于维生素普遍产能过剩，市场对维生素价格预期悲观，而我们认为维生素竞争格局对价格影响同样重要。以 VE 为例，帝斯曼 2019 年收购能特后，行业产能没有任何退出的情况下，VE 价格从此前一度跌破 40 元/公斤最高涨至 80 元/公斤以上并保持高位运行至今。VB6 亦是如此，DSM 产能虽然关闭，名义产能依然过剩，VB6 价格从底部 100 元/公斤涨至目前 150

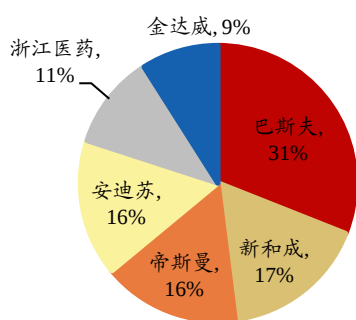
多元/公斤。由于单个维生素品种均为寡头垄断格局，某个企业的退出，竞争格局变化较大，往往对价格运行趋势有很大影响。

3 看好行业复苏，重点推荐 VA\VE\VB1\VB6

3.1 需求有望边际改善，看好供给格局较好的品种

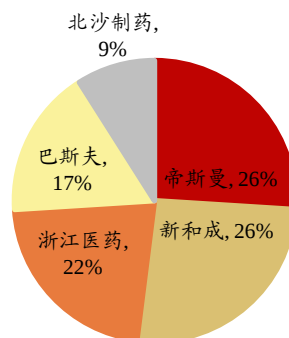
维生素价格近 2 年长期低迷，行业龙头盈利大幅承压，部分企业已出现亏损情况。当前养殖利润有望回升进而带动维生素需求，我们看好后续维生素价格上行，其中我们重点推荐供给高度集中的 VA\VE\VB1\VB6。根据百川盈孚，当前 VA\VE 供给高度集中，其中 VA 行业 CR5 达 91%，VE 行业 CR5 为 100%，此外帝斯曼 VA 产能占比 16%、VE 产能占比 26%，随着后续帝斯曼剥离动物营养业务，VA、VE 供给有边际缩减可能。根据博亚和讯，23 年 VB1 供给 CR3 超 90%，VB6 供给 CR2 超 70%，并且帝斯曼在 23 年 6 月宣布关闭其上海 VB6 工厂，行业竞争格局较好，看好后续价格上行。推荐 VA\VE 龙头新和成以及 B 族维生素龙头天新药业，关注浙江医药、安迪苏、金达威等。

图18: 2023 年维生素 A 供给格局



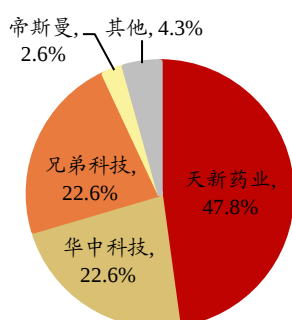
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (按名义产能)

图19: 2023 年维生素 E 供给格局



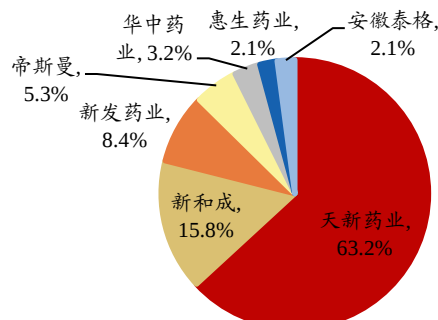
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (按名义产能)

图20: 2023 年维生素 B1 供给格局



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所 (按产量)

图21: 2023 年维生素 B6 供给格局



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所 (按产量)

3.2 细分龙头，业绩弹性大

细分龙头，业绩弹性大。据百川盈孚及各公司公告，新和成、浙江医药、安迪苏以及金达威 VA 产能分别为 8000 吨、5600 吨、5000 吨、4000 吨，现有其他条件不变下，VA 价格若上涨 10 元/千克，各公司有望分别增厚利润 6018、4212、3761、3009 万元。其他品种方

面，若 VE 上涨 10 元/千克，新和成、浙江医药利润有望分别增厚 4.51 亿元、3.76 亿元；VB1、VB6 若均上涨 10 元/千克，天新药业利润有望增厚约 1 亿元。

表2：各公司维生素产品价格上涨 10 元/千克所对应利润弹性（吨，万元）

	VA (50 万 IU)	弹性	VE (粉)	弹性	VB6	弹性	VB1	弹性
新和成	8000	6018	60000	45133	5000	3761		
浙江医药	5600	4212	50000	37611				
安迪苏	5000	3761						
金达威	4000	3009						
天新药业					6500	4889	7000	5265

资料来源：百川盈孚，各公司公告，浙商证券研究所

4 风险提示

1、维生素需求恢复不及预期风险

若养殖盈利修复不及预期，维生素需求仍疲软，将对维生素价格上涨形成阻力

2、环保安全问题

维生素属于精细化工行业，若部分企业环保安全不到位，可能面临装置停车风险，进而对公司利润产生影响。

3、行业产能大幅扩产风险

若现有厂家或行业新进入者大幅扩产，将对细分维生素品种供给造成较大影响，进而对维生素价格形成下行压力。

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>