

兄弟科技（002562.SZ）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年5月13日

**评级：买入（首次）**

市场价格：6.17

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

研究助理：王鹏

Email: wangpeng07@zts.com.cn

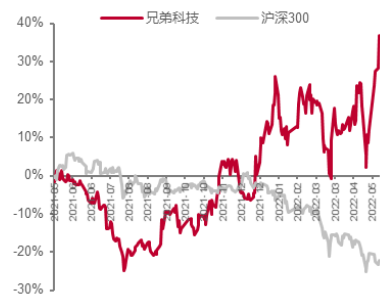
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,919	2,733	4,047	4,629	4,972
增长率 yoy%	53%	42%	48%	14%	7%
净利润（百万元）	28	28	510	779	887
增长率 yoy%	-36%	1%	1702%	53%	14%
每股收益（元）	0.03	0.03	0.48	0.73	0.83
每股现金流量	-0.03	-0.06	1.33	1.11	0.93
净资产收益率	1%	1%	15%	20%	19%
P/E	195.3	193.2	10.7	7.0	6.2
PEG		178.3	0.0	0.1	0.4
P/B	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2

备注：股价取自 2022/5/12

**基本状况**

总股本(百万股)	1,063
流通股本(百万股)	700
市价(元)	6.17
市值(百万元)	6,558
流通市值(百万元)	4,320

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

■ **事件：**公司于2022年4月27日发布2021年年报及2022年一季报，2021年实现营业收入27.33亿元，同比增长42.43%，实现归属母公司股东的净利润2833.26万元，同比上升1.08%。2022一季度实现营业收入8.79亿元，同比增长27.54%，实现归属母公司股东的净利润1.03亿元，同比增长826.02%。

■ **点评：**

■ **量、价、利齐发力，Q1业绩历史新高。**

Q1收入同比增长27.54%，净利润同比增长826.02%。销售毛利率27.72%，增长16.32个pct；销售净利率11.72%，增长10.12个pct。主要原因：一方面是“年产20000吨苯二酚、31100吨苯二酚衍生物建设项目一期工程”主要产品对苯二酚、邻苯二酚和香兰素及乙基香兰素同比产能、产量、销量和价格均有不同幅度的提升，项目效益逐步释放；另一方面由于原材料价格上涨、运费成本提高、环保减排等原因部分推动维生素产品价格冲高。展望后市，我们认为公司主要产品价格有望保持高位，一方面是以农产品为代表的下游需求旺盛，另一方面受铬盐等原材料涨价影响，叠加供给度提高、新增产能有限等因素，供需偏紧趋势延续，公司收朗盛CISA在原料端有稳定且相对低成本的优势，利润率有望保持。

■ **绝对营收大头——维生素价格景气有望保持。**

公司现有四大维生素品种，分别为3200吨/年维生素B1、13000吨/年维生素B3、3000吨/年维生素K3和5000吨/年维生素B5。

**维生素B1：**近年供应相对稳定，2020年公司维生素B1市场份额占到国内17%。目前价格已处于底部，随着下游需求复苏有望抬升。根据wind，2022年一季度维生素B1均价为163元/公斤，同比上涨4.89%。

**维生素B3：**供需格局相对稳定，由于百草枯在多国被相继禁用，维生素B3的关键原料3-甲基吡啶供应收缩，成本上升将传导终端价格。目前仍处于底部价格，一季度均价50元/公斤。

维生素 K3: 近年由于行业收购完成, 维生素 K3 供给集中度得到提高。由于主要原料重铬酸钠价格上涨, 维生素 K3 价格景气。根据 wind, 2022 年一季度维生素 K3 均价为 173 元/公斤, 同比上涨 166.84%。由于维生素 K3 扩产受到铬粉制约, 高价或保持。而公司收购朗盛 CISA 后保证了重铬酸钠的稳定供应, K3 产品盈利直接受益。

维生素 B5: 由于生产路线有含氟废水, 环保要求高, 具有成本优势且能稳定连续供应的厂家有限。根据 wind, 2022 年一季度维生素 B5 均价为 319.18 元/公斤, 同比大涨 323.69%。受原料涨价影响, 维生素 B5 高价格有望延续。

#### ■ 业绩拐点确立, 转型之路启程。

公司历经三十余年发展, 已成为全球维生素重要供应商, 产能位居行业前列。近年积极布局以香精香料为为代表的精细化工、以碘造影剂为代表的医药原料药, 企业步入产业转型升级之路。

公司精细化工项目主要是“年产 20000 吨苯二酚、31100 吨苯二酚衍生物项目”, 重点产品是对苯二酚、邻苯二酚的衍生物香兰素、乙基香兰素。项目分两期建成, 一期建设内容为 10000 吨苯二酚和 15015 吨苯二酚衍生物。2020 年年底一期项目投产, 经过 2021 年产能逐渐爬坡, 2021 年 10 月-2022 年 3 月主要产品对苯二酚及邻苯二酚、香兰素及乙基香兰素的平均产能释放率已分别达 74.19%、74.30%。对苯二酚已销往国内多家主流丙烯酸生产商, 香兰素及乙基香兰素已销往欧美主要食品及日化客户。

医药原料药项目是“年产 1,000 吨碘造影剂及其中间体建设项目”, 其中一期工程为年产 400 吨碘造影剂及其中间体。一期于 2020 年底投产, 目前碘造影剂中间体主要用户均已通过认证并实现商业化销售, 正在推进原料药报备审批工作, 预计 2023 年获批。如果获得 CDE 审评审批、欧洲 CEP 认证、美国 FDA 认证后, 公司原料药产品将可销售到全球各规范市场区域。

公司布局的精细化工和医药中间药等新产业不但可以与传统产业形成产业协同、市场协同, 而且附加值更高(行业毛利率平均在 40%以上)、竞争格局更好, 将助力公司业绩大增。

■ **盈利预测:** 基于维生素价格景气持续、香精香料产能释放及价格景气、碘造影剂市场顺利开拓的假设, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 5.1 亿元、7.79 亿元、8.87 亿元, EPS 分别为 0.48 元、0.73 元、0.83 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 维生素产品价格下滑、精细化工板块产能释放不及预期、原料大幅上涨、原料药审批及销售不及预期、研报使用信息数据更新不及时的风险。

## 内容目录

一、兄弟科技：转型升级中的维生素领军企业 .....	- 5 -
二、新建项目增业绩，转型升级正当时 .....	- 7 -
三、盈利预测及评级 .....	- 10 -
四、风险提示 .....	- 11 -

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2 公司产能投放时间线.....	- 5 -
图表 3 公司股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）.....	- 6 -
图表 4 公司营业收入及增速.....	- 6 -
图表 5 公司单季归母净利润及增速.....	- 6 -
图表 6 公司单季销售毛利率与净利率.....	- 7 -
图表 7 公司单季费用率.....	- 7 -
图表 8 苯二酚及衍生物项目进展.....	- 8 -
图表 9 香兰素主要生产企业及产能.....	- 9 -
图表 10 对苯二酚价格景气.....	- 9 -
图表 11 CDE 官网显示公司碘海醇原料药已申报.....	- 9 -
图表 12 碘海醇、碘克沙醇注射液入第五批集采名单.....	- 9 -
图表 13 碘造影剂的分类和区别.....	- 10 -
图表 14 营业预测拆分.....	- 10 -
图表 15 可比公司估值.....	- 11 -
图表 16 盈利预测.....	- 12 -

## 一、兄弟科技：转型升级中的维生素领军企业

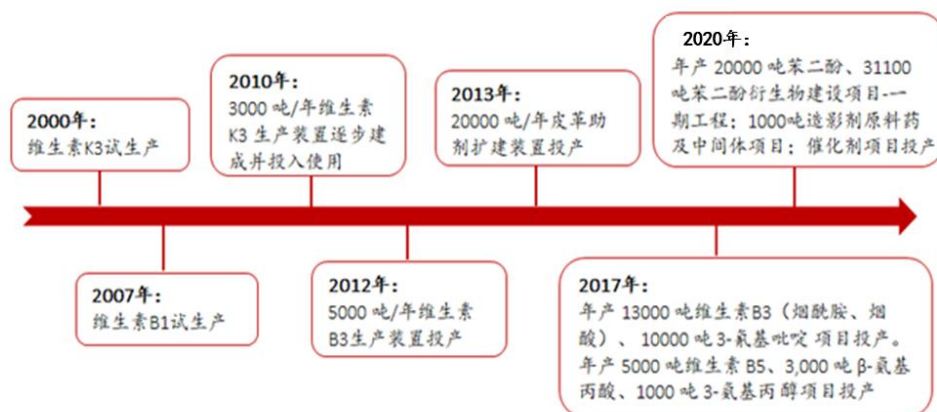
- 皮革化工起家，布局四大板块。**兄弟科技股份有限公司成立于1991年，总部位于浙江海宁市，前身为海宁市皮革化工厂。成立30年来，公司不断拓展新的业务板块与新产品，从最初的皮革化学品开始，到目前已形成了皮革化学品、维生素、香精香料、医药原料药四大产业板块。

图表 1 公司发展历程

年份	大事记
1991	海宁市皮革化工厂成立，注册资本30万元
1993	海宁市皮革化工厂出资设立科大皮革化工厂，注册资本70万元
1994	海宁市皮革化工厂更名为海宁兄弟实业发展有限公司，注册资本258万元
1996	兄弟实业、科大皮革化工厂改制
2001	科大皮革化工厂改制设立浙江兄弟化工有限公司，注册资本4000万元
2006	浙江兄弟化工有限公司增资，注册资本6000万元，并更名为兄弟科技集团有限公司
2007	兄弟科技集团有限公司整体变更设立兄弟科技股份有限公司
2011	兄弟科技股份有限公司在深交所上市
2012	转让兄弟制药100%股权给精华制药，交易对价997万元
2014	购回兄弟制药100%股权，交易对价1758万元
2016	1.6亿元收购兄弟维生素30%股权
2019	8305万欧元收购LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED 100%股权
2020	香精香料、碘造影剂等医药项目投产，进入产业转型升级期

资料来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

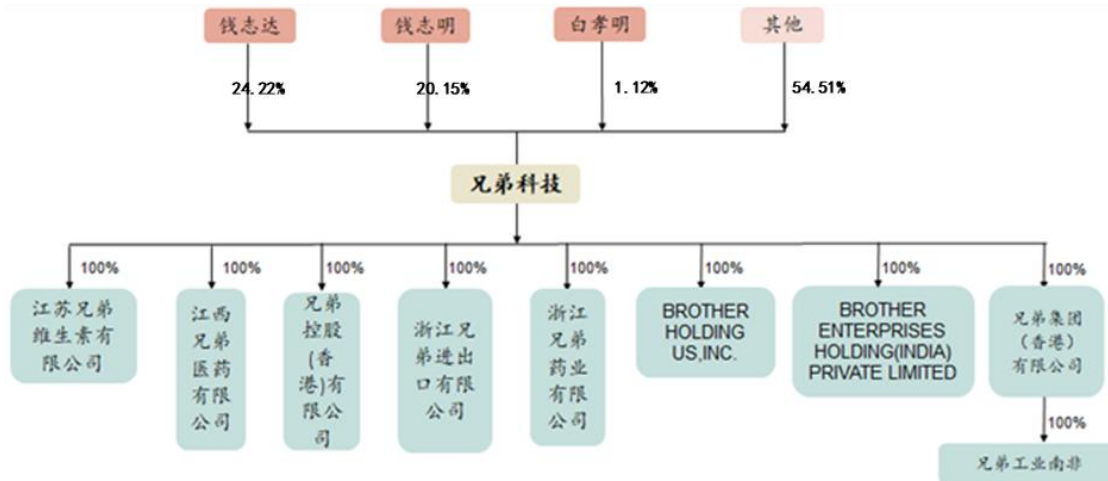
图表 2 公司产能投放时间线



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

- 实际控制人为钱志达、钱志明兄弟。实际控制人为钱志达、钱志明兄弟，下设八家全资子公司。根据 2021 年年报数据，钱志达任公司董事长、总裁，钱志明任公司副董事长，两人同时为公司实际控制人，分别持股 24.22%和 20.15%。

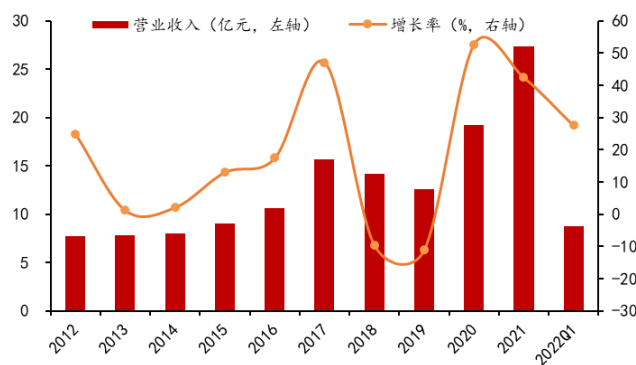
图表 3 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

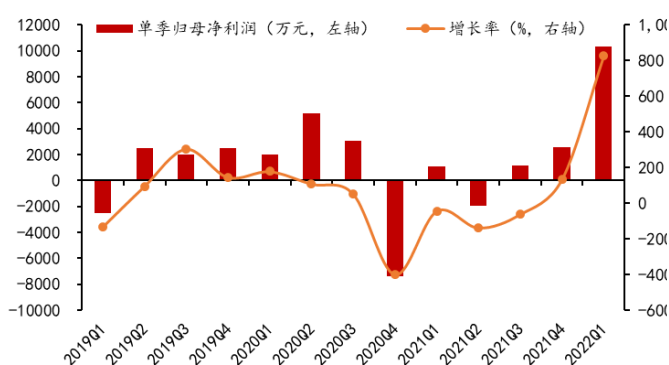
- 营收稳步增加, 2022Q1 归母刷新历史。上市以来, 公司皮革化学品和维生素业务不断发展, 营业收入总体保持上升态势。归母净利润方面, 从 2018Q3 到 2019Q1, 由于维生素价格整体下滑, 导致公司营收与净利润有较大幅下降; 2020Q4 由于新建项目投产后产能爬坡出现暂时亏损以及美元汇率、兰特汇率出现较大汇兑损失, 单季度出现较大亏损。2022Q1 受益于维生素 K3、B5 价格景气以及新建项目放量, 单季度净利润创历史新高。

图表 4 公司营业收入及增速



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5 公司单季归母净利润及增速

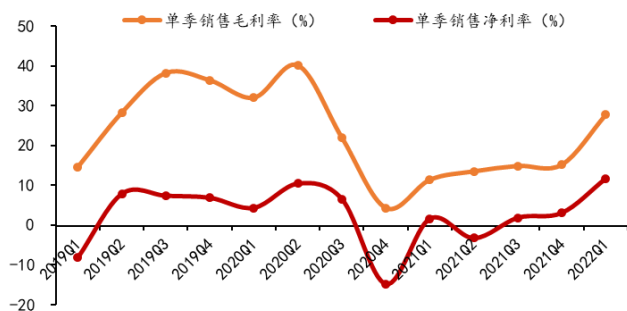


资料来源: Wind、中泰证券研究所

公司历史单季度的销售毛利率与净利率与维生素、皮革化学品景气度相关, 以及费用率控制良好。近年维生素、皮革行业经过洗牌重组后, 产能相对稳定, 在供给收缩、下游需求刚性的影响下, 部分产品价格景气,

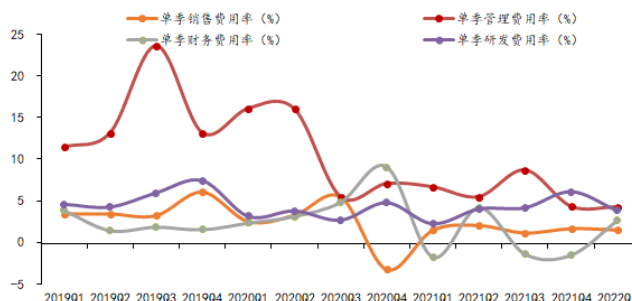
公司毛利率与净利率回升。同时，公司积极控制各项费用率，四项费用率之和由 2019Q1 的 23.3% 降低到 2022Q1 的 12.19%，其中管理费用率降低最多。

图表 6 公司单季销售毛利率与净利率



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7 公司单季费用率



资料来源: Wind、中泰证券研究所

## 二、新建项目增业绩，转型升级正当时

- **精细化工项目放量，业绩持续贡献。**“年产 20000 吨苯二酚、31000 吨苯二酚衍生物建设项目”一期工程于 2017 年开始建设，2020 年 10 月投产。经过 2021 年产能爬坡，2021 年 10 月-2022 年 3 月装置运行佳，主要产品对苯二酚及邻苯二酚、香兰素及乙基香兰素的平均产能释放率已分别达 74.19%、74.30%。对苯二酚已销往国内多家主流丙烯酸生产商，香兰素及乙基香兰素已销往欧美主要食品及日化客户。

**图表 8 苯二酚及衍生物项目进展**

时间	进展
2017年3月	拟公开发行A股可转债，募集资金7亿元用于建设苯二酚项目，一期工程总投资83160万元，拟以募集资金投入工程费用、设备购置等资本性支出70,000万元，剩余部分由公司自有资金投入。一期工程建设期为1.5年。
2017年11月	11月28日公开发行可转债募集资金70000万元，用于建设“年产20000吨苯二酚、31100吨苯二酚衍生物建设项目—一期工程”
2017年12月	项目土建工程约完成50%
2018年12月	由于项目装置系统复杂，自动化程度高，为确保试生产安全、顺利，计划强化单机调试及联动试车过程，因此预计达到使用状态时间延至9月底。截至期末一期土建工程约完成80%。
2019年12月	部分产品线处带料试产过程中，预计在2020年6月底可达到预定可使用状态。
2020年10月	一期项目正式建成投产，建成10000t/a苯二酚生产线一条，15015t/a苯二酚衍生物生产线及其配套设施，主要产品包括对苯二酚、邻苯二酚，香兰素及以及乙基香兰素。
2020年12月	对苯二酚已销往国内多家主流丙烯酸生产商、香兰素及乙基香兰素已销往欧美主要食品及日化客户。投产后由于产能处于爬坡阶段，导致产品单位成本较高，规模化效应尚未释放，项目出现暂时性亏损。
2022年3月	项目效益逐步体现，2021年10月-2022年3月主要产品对苯二酚及邻苯二酚、香兰素及乙基香兰素的平均产能释放率分别达74.19%、74.30%。
2022年4月	拟将 2020年度非公开发行募集资金余额中 38500 万元由原来的“年产 30000 吨天然香料建设项目—一期工程”调整为“年产20000 吨苯二酚、31100 吨苯二酚衍生物建设项目—二期工程”，主要包括10000t/a 苯二酚生产线一条、总产能为 11585t/a 苯二酚衍生物生产线及其配套设施

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

香兰素是重要的食用香料之一，具有浓烈的奶香气味，凭借增香和定香的作用，已广泛用于食品、日用化妆品、饲料。香兰素分为天然香兰素与合成香兰素两种产品。香兰素天然存在于香荚兰豆中，人类用香荚兰豆作为食用香料，已有数千年的历史，但从香荚兰豆中提取的天然香兰素含量低、价格昂贵。合成香兰素与天然结构完全相同，包括香兰素和乙基香兰素两种产品。目前香兰素和乙基香兰素是香料工业中最大的品种之一。香兰素是第一种人工合成的香精，也是世界上使用最广的食用香料之一，每年用于食品中的香兰素在万吨以上。中国是全球最大的香兰素生产国，产能规模大、生产技术先进、产品质量优并具有性价比优势，在全球市场中竞争力强。

对苯二酚及其烷基化物广泛用于单体贮运过程添加的阻聚剂，保证运输和储存的安全，同时也作为聚合物和涂料应用中的单体。我国对苯二酚发展较慢，企业规模小、技术工艺落后、能耗高、污染大、以低端产品生产为主。2015年后，随着环保趋严推动落后产能不断退出，新增产能较为先进，产品质量不断提高。但目前国内大型企业数量仍较少，集中度仍待提升。

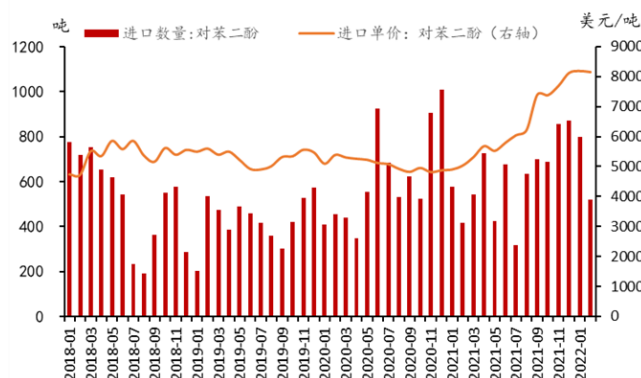


图表 9 香兰素主要生产企业及产能

企业	地点	产能	备注
中华化工	浙江嘉兴	10000	乙醛酸法, 另有乙基香兰素2000吨
索尔维(收购罗地亚)	比利时、法国	9000	乙醛酸法, 2011年收购罗地亚
宁波王龙	浙江宁波	5000	2021年最高法判定王龙侵犯中华化工技术秘密
辽宁世星药化	辽宁葫芦岛	3000	乙醛酸法
鲍利葛	挪威	3000	木质素法
兄弟科技	江西九江	3000	乙醛酸法
中国石油吉化	吉林吉林	2000	乙醛酸法, 另有乙基香兰素1000吨

资料来源: 各公司官网、cnki、中泰证券研究所

图表 10 对苯二酚价格景气



资料来源: wind、中泰证券研究所

- **医药原料药项目打开长远空间。**兄弟科技“年产 1,000 吨碘造影剂及其中间体建设项目“一期工程 400 吨碘造影剂及其中间体项目于 2020 年 10 月投产。截止目前碘造影剂中间体主要用户均已通过认证并实现商业化销售。正在推进原料药申报工作。在完成 CDE 审评审批、欧洲 CEP 认证、美国 FDA 认证后,即可将销售市场扩展到全球不同的规范市场区域。

2021 年 6 月,第五次国家集中采购文件中碘克沙醇注射液和碘海醇注射液被纳入,集采于 2021 年 10 月开始执行,制剂放量速度加快。原料药进入制剂端传统上需要花费大量的时间和金钱成本去建立销售体系,而集采是原料药最快进入制剂的手段,将有助于公司产品销售。

图表 11 CDE 官网显示公司碘海醇原料药已申报

登记号	品种名称	企业名称	企业地址	产品来源	包装规格	规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果	备注
Y20210001170	碘海醇	江西兄弟医药有限公司	江西省九江市彭泽县矾山工业园	境内生产	25kg/桶		2022-02-18	I	
Y20190002995	维生素B1	江苏兄弟维生素有限公司	盐城市大丰区海洋经济开发区南区纬二路南侧	国产	25kg/桶			A	国药准字H32025158
Y20190002974	硝酸硫胺	江苏兄弟维生素有限公司	盐城市大丰区海洋经济开发区南区纬二路南侧	国产	25kg/桶			A	国药准字H32024557

资料来源: CDE、中泰证券研究所

图表 12 碘海醇、碘克沙醇注射液入第五批集采名单

品种	剂型	规格	包装
16 碘海醇注射液	注射液	100ml:30g (I) *10瓶/盒	盒
	注射液	100ml:30g (I) *10瓶/盒	盒
	注射液	100ml:30g (I) *30瓶/箱	箱
17 碘海醇注射液	注射液	100ml:35g (I) *10瓶/盒	盒
	注射液	100ml:35g (I) *10瓶/盒	盒
	注射液	100ml:35g (I) *30瓶/盒	盒
18 碘克沙醇注射液	注射液	100ml:32g(I)*1瓶/盒	盒
	注射液	100ml:32g(I)*1瓶/盒	盒
	注射液	100ml:32g(I)*10瓶/盒	盒
	注射液	100ml:32g(I)*1瓶	瓶

资料来源: 国家组织药品联合采购办公室、中泰证券研究所

碘造影剂又称对比剂,用于增强影像观察效果而注入(或服用)到人体组织或器官的化学制品。主要包括优维显(碘普罗胺)、双北(碘海醇)、碘帕醇、碘佛醇、泛影葡胺、泛影酸钠、碘化油、碘宁(碘克沙醇)等。各种碘造影剂可以分为不同类别,根据临床表现非离子型次高渗或等渗对比剂具有较好的安全性。

图表 13 碘造影剂的分类和区别

分类	结构	通用名	分子量	碘含量	渗透压
第1代（高渗对比剂）	离子型单体	泛影葡胺	809	306	1530
第2代（次高渗对比剂）	非离子型单体	碘海醇	821	300、350	680、830
		碘帕醇	777	300、370	616、796
		碘普罗胺	791	300、370	590、770
		碘佛醇	807	320、350	710、790
		碘美普尔	777	400	726
第3代（等渗对比剂）	离子型二聚体	碘克酸	1270	320	600
	离子型二聚体	碘克沙醇	1550	320	290

资料来源：中华放射学杂志、中泰证券研究所

### 三、盈利预测及评级

#### ■ 假设：

- 1) **维生素板块：**受益于行业景气，基于供需格局判断维生素 K3、维生素 B5 价格有望保持，我们假设未来三年维生素 K3、维生素 B5 的价格分别为 180 元/千克、280 元/千克
- 2) **特种化学品板块：**保持稳定贡献，毛利率参考历史水平 17% 测算。
- 3) **精细化工板块及原料药板块：**苯二酚及衍生物自 2022 贡献收益，参考一季报开工负荷率为 74% 的水平，预计装置开工率为 80%；原料药及中间体预计 2023 年、2024 年开工率分别为 50%、75%。

图表 14 营业预测拆分

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>食品医药（维生素）</b>							
收入（百万元）	1063.4	918.2	1141.6	1701.3	1803.0	1909.0	1925.8
成本（百万元）	742.9	573.2	776.9	1409.2	1077.5	1036.3	1049.8
毛利（百万元）	320.5	345.0	364.7	292.1	725.5	872.7	876.0
毛利率（%）	30.1%	37.6%	31.9%	17.2%	40.2%	45.7%	45.5%
<b>特种化学品（皮革化学品+橡胶剂）</b>							
收入（百万元）	298.0	300.7	721.5	953.3	1177.2	1289.6	1385.0
成本（百万元）	295.3	283.2	638.5	902.2	976.6	1065.3	1141.6
毛利（百万元）	2.7	17.5	82.9	51.1	200.6	224.3	243.4
毛利率（%）	0.9%	5.8%	11.5%	5.4%	17.0%	17.4%	17.6%
<b>精细化工</b>							
收入（百万元）					882.4	936.5	959.4
成本（百万元）					458.0	471.8	481.9
毛利（百万元）					424.4	464.7	477.5
毛利率（%）					48.1%	49.6%	49.8%
<b>原料药</b>							
收入（百万元）					102.4	407.7	611.2
成本（百万元）					87.1	285.6	336.4
毛利（百万元）					15.3	122.1	274.8
毛利率（%）					14.9%	30.0%	45.0%
<b>其他主营业务</b>							
收入（百万元）	53.6	64.7	55.7	78.4	82.3	86.4	90.7
成本（百万元）	47.9	55.0	33.9	44.4	41.2	43.2	45.4
毛利（百万元）	5.6	9.7	21.8	34.0	41.2	43.2	45.4
毛利率（%）	10.5%	15.0%	39.2%	43.3%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>合计</b>							
收入（百万元）	1415.0	1283.5	1918.8	2733.0	4047.3	4629.2	4972.2
成本（百万元）	1086.1	911.4	1449.3	2355.8	2640.4	2902.2	3055.1
毛利（百万元）	328.9	372.2	469.5	377.2	1406.9	1727.1	1917.1
毛利率（%）	23.2%	29.0%	24.5%	13.8%	34.8%	37.3%	38.6%

资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 敏感性分析：**针对维生素 K3 的价格、精细化工板块的开工率：  
 维生素 K3 在 180 元/千克的基准假设价格上涨跌 10%，2022-2024 年的业绩相比基准假设业绩将上涨为 5.33 亿元、8.04 亿元、9.12 亿元或下降为 4.88 亿元、7.54 亿元、8.62 亿元；  
 精细化工板块的开工率在 80% 的基准假设上升降 10%，2022-2024 年的业绩相比基准假设业绩将上涨为 5.26 亿元、7.77 亿元、8.85 亿元或下降为 4.95 亿元、7.81 亿元、8.89 亿元。
- 预计 2022-2023 年归母净利润分别为 5.1 亿元、7.79 亿元、8.87 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.73 元、0.83 元，以 2022/4/29 日收盘价计算，对应 2022 年 PE 为 10.7 倍。我们选取了与公司业务领域相关的新和成、浙江医药、安迪苏、司太立、天宇股份作为可比公司；可比公司 2022 年平均 PE 为 16.57 倍，平均 PB 为 2.76。未来三年随着竞争格局良好的精细化工板块、原料药板块陆续释放业绩，较传统业务的毛利率有较大提升，公司估值存在低估。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表 15 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2022/5/12	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	
002001.SZ	新和成	687.40	43.24	51.12	59.70	67.60	18.56	13.45	11.51	10.17	3.00
600216.SH	浙江医药	127.30	10.45	13.36	16.13	19.07	15.77	9.53	7.89	6.68	1.41
600299.SH	安迪苏	250.76	14.72	17.18	19.55	22.12	22.45	14.60	12.83	11.34	1.78
603520.SH	司太立	118.17	3.24	4.94	6.68	8.59	49.19	23.93	17.68	13.76	5.25
300702.SZ	天宇股份	132.89	2.05	4.59	6.71	8.35	82.20	28.93	19.80	15.93	3.49
	平均						<b>37.63</b>	<b>18.09</b>	<b>13.94</b>	<b>11.57</b>	<b>2.98</b>
002562.SZ	兄弟科技	65.58	0.28	5.1	7.79	8.87	193.20	10.70	7.00	6.20	2.09

资料来源：Wind、中泰证券研究所

#### 四、风险提示

- 维生素产品价格下滑：**维生素产品受供需结构和原材料成本影响较大，存在价格下滑的风险。
- 精细化工板块产能释放不及预期：**对苯二酚及香兰素贡献公司成长空间，如产能不能稳定释放，将影响业绩增长。
- 原料大幅上涨：**如果原料大幅上涨，一旦维生素产品价格传导不畅，公司盈利将受影响。
- 原料药审批及销售不及预期：**造影剂原料药是公司未来增长点之一。如审批及销售不及预期，将影响公司成长性。
- 研报使用信息数据更新不及时的风险：**报告引用数据存在更新不及时风险。

图表 16 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	587	1,232	1,633	2,015	营业收入	2,733	4,047	4,629	4,972
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,356	2,640	2,902	3,055
应收账款	392	594	649	713	税金及附加	19	36	38	39
预付账款	31	40	44	46	销售费用	43	103	94	102
存货	790	986	985	1,172	管理费用	168	435	417	447
合同资产	0	0	0	0	研发费用	116	172	196	211
其他流动资产	279	200	214	222	财务费用	-8	43	27	27
流动资产合计	2,080	3,051	3,525	4,168	信用减值损失	-8	0	0	0
其他长期投资	6	6	6	6	资产减值损失	-23	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,041	3,147	3,303	3,503	投资收益	4	7	4	5
在建工程	219	319	319	219	其他收益	19	19	19	19
无形资产	139	139	143	142	营业利润	32	644	980	1,115
其他非流动资产	115	116	117	118	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	3,522	3,729	3,890	3,990	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	5,601	6,780	7,414	8,159	利润总额	26	638	974	1,109
短期借款	495	452	474	463	所得税	-2	128	195	222
应付票据	374	726	748	685	净利润	28	510	779	887
应付账款	520	792	879	935	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	1	18	18	11	归属母公司净利润	28	510	779	887
合同负债	28	73	83	89	NOPLAT	20	545	800	909
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.03	0.48	0.73	0.83
一年内到期的非流动负债	124	124	124	124					
其他流动负债	69	136	133	142	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,610	2,322	2,459	2,449	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	635	685	615	695	成长能力				
应付债券	242	242	242	242	营业收入增长率	42.4%	48.1%	14.4%	7.4%
其他非流动负债	119	119	119	119	EBIT增长率	-86.7%	3710.3%	46.8%	13.6%
非流动负债合计	996	1,046	976	1,056	归母公司净利润增长率	1.1%	1701.7%	52.6%	13.8%
负债合计	2,606	3,368	3,435	3,505	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,995	3,413	3,979	4,653	毛利率	13.8%	34.8%	37.3%	38.6%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	1.0%	12.6%	16.8%	17.8%
所有者权益合计	2,995	3,413	3,979	4,653	ROE	0.9%	15.0%	19.6%	19.1%
负债和股东权益	5,601	6,780	7,414	8,159	ROIC	0.6%	14.3%	18.9%	18.8%
					偿债能力				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	46.5%	49.7%	46.3%	43.0%
单位:百万元					债务权益比	53.9%	47.5%	39.6%	35.3%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.3	1.3	1.4	1.7
经营活动现金流	-69	1,411	1,175	994	速动比率	0.8	0.9	1.0	1.2
现金收益	310	872	1,135	1,260	营运能力				
存货影响	-97	-196	1	-187	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
经营性应收影响	-122	-211	-59	-67	应收账款周转天数	42	44	48	49
经营性应付影响	134	642	108	-14	应付账款周转天数	75	89	104	107
其他影响	-295	304	-11	2	存货周转天数	113	121	122	127
投资活动现金流	-204	-518	-485	-441	每股指标(元)				
资本支出	-364	-525	-489	-445	每股收益	0.03	0.48	0.73	0.83
股权投资	-2	0	0	0	每股经营现金流	-0.06	1.33	1.11	0.94
其他长期资产变化	162	7	4	4	每股净资产	2.82	3.21	3.74	4.38
融资活动现金流	157	-249	-288	-171	估值比率				
借款增加	148	7	-49	69	P/E	191	11	7	6
股利及利息支付	-28	-4,398	-6,292	-7,374	P/B	2	2	1	1
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	57	17	13	12
其他影响	37	4,142	6,053	7,134					

资料来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。