

## 盈利底部企稳，2020 年拐点向上

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年营业收入 12.58 亿元，同比下降 11%，归母净利润 0.44 亿元，同比上涨 100%。公司拟定增募资不超 12 亿用于建设 3 万吨天然香料项目、兄弟科技研究院、偿还贷款；计划以自有资金 2.9 亿建设年产 1.3 万吨维生素 B3、3000 吨香料及中间体建设项目。
- **公司盈利底部企稳。** 2019 年公司维生素产品价格基本底部企稳，其中 VB3 均价 43 元/kg，同比+22.86%，VK3 均价 84 元/kg，同比-2.32%，因为新进入者产能释放低预期，VB5 价格强势，均价 313 元/kg，同比+99%，维生素业务毛利率 37.57%，较 18 年增加 7.43 个百分点，不过受响水事件影响，子公司兄弟维生素停产拖累业绩。江西基地苯二酚及衍生物一期项目、碘造影剂项目、催化材料和医药原料药项目加快推进，在建工程 8.29 亿，同比+70%。
- **维生素景气周期，公司迎来向上拐点。** 全球疫情导致维生素或原料供应的不确定性增加，并且各个国家进展不同，拉长了整个不确定周期，而维生素下游饲料需求相对刚性，维生素本身在下游添加量小、成本比重低，加上维生素行业普遍是寡头竞争格局，维生素开启一轮具备持续性的涨价行情。2020 年公司各维生素均有明显上涨，当前价格及同比涨幅：VB1(275 元/kg，+53%)、VB3(58 元/kg，+51%)、VB5(370 元/kg，+16%)、VK3(92.5 元/kg，-5%)，考虑到子公司兄弟维生素复产、江西基地项目投产，公司迎来向上拐点。
- **新项目开始落地，未来成长空间大。** 苯二酚及衍生物一期项目包括 1 万吨苯二酚、1.5 万吨苯二酚衍生物（含 3000 吨香兰素、2500 吨乙基香兰素等），香兰素作为全球大宗香料品种，市场前景好。碘造影剂产能 1000 吨，打开公司新的业务领域。同时公司计划定增建设 3 万吨天然香料，打造完整松节油产业链。未来在医药和香料领域不断布局，未来成长空间大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 归母净利润分别 2.51、3.38、4.07 亿元，维生素景气下迎来业绩拐点，同时香料、造影剂年内有望贡献增量，未来医药、香料业务持续布局，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游饲料需求下滑；项目推进不及预期；维生素价格大幅下滑。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1257.72	2304.45	2947.50	3344.39
增长率	-11.12%	83.23%	27.90%	13.47%
归属母公司净利润(百万元)	43.83	251.23	338.46	407.23
增长率	100.88%	473.26%	34.72%	20.32%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.28	0.38	0.45
净资产收益率 ROE	1.89%	10.29%	12.40%	13.27%
PE	123	22	16	13
PB	2.33	2.21	1.98	1.76

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杨林  
 执业证号: S1250518100002  
 电话: 010-57631191  
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
 执业证号: S1250517070002  
 电话: 0755-23614278  
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春  
 执业证号: S1250519080005  
 电话: 021-58351839  
 邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
 电话: 010-58251919  
 邮箱: xuéc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.02
流通 A 股(亿股)	5.39
52 周内股价区间(元)	4.17-6.62
总市值(亿元)	54.03
总资产(亿元)	37.03
每股净资产(元)	2.41

### 相关研究

1. 兄弟科技 (002562): 业绩拐点显现，成长启动元年 (2020-03-16)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1257.72	2304.45	2947.50	3344.39	净利润	43.83	251.23	338.46	407.23
营业成本	888.90	1575.12	2045.23	2298.02	折旧与摊销	165.18	127.90	156.01	179.06
营业税金及附加	11.90	23.04	29.47	33.44	财务费用	27.01	46.16	47.24	44.94
销售费用	52.10	80.66	103.16	117.05	资产减值损失	-7.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	188.39	313.41	353.70	401.33	经营营运资本变动	132.40	-65.03	37.00	5.40
财务费用	27.01	46.16	47.24	44.94	其他	-454.82	-17.23	-20.77	-20.08
资产减值损失	-7.99	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-94.41</b>	<b>343.04</b>	<b>557.94</b>	<b>616.56</b>
投资收益	16.17	20.00	20.00	20.00	资本支出	-531.96	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	242.21	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	9.50	9.50	9.50	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-289.75</b>	<b>-280.00</b>	<b>-280.00</b>	<b>-280.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>49.70</b>	<b>295.57</b>	<b>398.19</b>	<b>479.10</b>	短期借款	350.43	-350.43	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.26	0.00	0.00	0.00	长期借款	340.47	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>47.44</b>	<b>295.57</b>	<b>398.19</b>	<b>479.10</b>	股权融资	135.58	0.00	0.00	0.00
所得税	3.62	44.34	59.73	71.86	支付股利	0.00	-8.77	-50.25	-67.69
净利润	43.83	251.23	338.46	407.23	其他	-196.19	-204.45	-47.24	-44.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>630.30</b>	<b>-563.65</b>	<b>-97.48</b>	<b>-112.63</b>
归属母公司股东净利润	43.83	251.23	338.46	407.23	<b>现金流量净额</b>	<b>249.60</b>	<b>-500.61</b>	<b>180.45</b>	<b>223.93</b>
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	855.10	354.49	534.94	758.87	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	239.01	414.44	531.67	605.44	销售收入增长率	-11.12%	83.23%	27.90%	13.47%
存货	366.87	647.32	842.12	946.52	营业利润增长率	-29.30%	494.65%	34.72%	20.32%
其他流动资产	168.87	237.13	303.30	344.14	净利润增长率	100.88%	473.26%	34.72%	20.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.20%	94.15%	28.07%	16.90%
投资性房地产	6.74	6.74	6.74	6.74	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2438.09	2621.01	2775.83	2907.60	毛利率	29.32%	31.65%	30.61%	31.29%
无形资产和开发支出	113.08	102.34	91.60	80.86	三费率	21.27%	19.10%	17.10%	16.84%
其他非流动资产	122.18	122.09	122.01	121.93	净利率	3.48%	10.90%	11.48%	12.18%
<b>资产总计</b>	<b>4309.94</b>	<b>4505.55</b>	<b>5208.20</b>	<b>5772.09</b>	ROE	1.89%	10.29%	12.40%	13.27%
短期借款	350.43	0.00	0.00	0.00	ROA	1.02%	5.58%	6.50%	7.06%
应付和预收款项	792.10	1247.84	1658.08	1880.17	ROIC	2.93%	10.44%	12.46%	13.91%
长期借款	341.47	341.47	341.47	341.47	EBITDA/销售收入	19.23%	20.38%	20.40%	21.02%
其他负债	509.05	475.31	479.50	481.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1993.04</b>	<b>2064.62</b>	<b>2479.05</b>	<b>2703.40</b>	总资产周转率	0.32	0.52	0.61	0.61
股本	902.03	902.03	902.03	902.03	固定资产周转率	0.79	1.22	1.32	1.36
资本公积	694.10	694.10	694.10	694.10	应收账款周转率	6.13	7.92	6.99	6.61
留存收益	632.33	874.80	1163.02	1502.56	存货周转率	2.69	3.10	2.74	2.56
归属母公司股东权益	2316.90	2440.93	2729.15	3068.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2316.90</b>	<b>2440.93</b>	<b>2729.15</b>	<b>3068.69</b>	资产负债率	46.24%	45.82%	47.60%	46.84%
负债和股东权益合计	4309.94	4505.55	5208.20	5772.09	带息债务/总负债	55.85%	36.94%	30.76%	28.21%
					流动比率	1.37	1.31	1.32	1.40
					速动比率	1.06	0.80	0.82	0.90
					股利支付率	0.00%	3.49%	14.85%	16.62%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	241.89	469.63	601.43	703.10	每股收益	0.05	0.28	0.38	0.45
PE	123.29	21.51	15.96	13.27	每股净资产	2.57	2.71	3.03	3.40
PB	2.33	2.21	1.98	1.76	每股经营现金	-0.10	0.38	0.62	0.68
PS	4.30	2.34	1.83	1.62	每股股利	0.00	0.01	0.06	0.08
EV/EBITDA	22.98	12.07	9.13	7.49					
股息率	0.00%	0.16%	0.93%	1.25%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn