

市场价格 (人民币): 38.23 元

## 公司业绩符合预期, 看好公司成长性

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.49
已上市流通 A 股(亿股)	21.21
总市值(亿元)	821.43
年内股价最高最低(元)	45.04/24.51
沪深 300 指数	5095
中小板综	12260



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,621	10,314	13,192	14,302	16,203
营业收入增长率	-12.23%	35.34%	27.9%	8.4%	13.3%
归母净利润(百万元)	2,169	3,564	4,074	4,398	4,864
归母净利润增长率	-29.56%	64.33%	14.31%	7.95%	10.6%
摊薄每股收益(元)	1.009	1.659	1.895	2.047	2.264
每股经营性现金流净额	0.95	1.46	1.76	1.99	2.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.87%	18.43%	17.41%	15.82%	14.89%
P/E	23.05	20.31	20.32	18.81	17.01
P/B	2.97	3.74	3.54	2.98	2.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2020 业绩, 营业收入为 103.14 亿元, 同比增长 35.34%, 归母净利润为 35.64 亿, 同比增长 64.33%。

## 经营分析

- 公司 2020 业绩符合预期, 多产品价格上行助力公司业绩向好: 报告期内, 公司 2020 业绩同比增长 35.34%, 我们分析下来价格的贡献大于量的贡献, 具体来说, 2020, 50 万 IU/g 的 VA 粉国内市场均价在 392.91 元/kg, 同比上涨 9.9%; 50% 的 VE 粉国内市场均价在 64.87 元/Kg, 同比上涨 42.43%; 50 万 IU/g 的 VD3 国内市场均价在 177.33 元/Kg, 同比下降 22.91%; 2% 的生物素国内市场均价在 183.08 元/Kg, 同比增长 173.66%; 蛋氨酸国内市场均价在 20.21 元/Kg, 同比上涨 9.44%; 其中 VE, 生物素, VA 贡献了主要业绩增量。
- VE 竞争格局得到极大优化, 生物发酵助推产业布局: 帝斯曼收购能特后使得 VE 行业竞争格局得到极大优化, 我们认为 VE 价格中枢有望长期维持在较高的水位线。同时, 公司也在积极布局生物发酵工艺, 黑龙江生物发酵项目(一期)的落地将助推公司在该领域的产业布局。
- 完善产业链助推周期属性弱化, 打造未来的一体化方案解决商: 营养品板块品类不断丰富, 公司有望打造一体化方案解决商; 香精香料业务收入稳定增长, 产品应用覆盖各大领域, 公司在高市占率下有望保持量价齐升; 新材料板块布局稳步推进, 产能释放贡献业绩增量。公司目前拥有 1.5 万吨/年的 PPS 及 1000 吨/年的 PPA 产能, 未来计划新增 1.5 万吨/年的 PPS 及 9000 吨/年的 PPA 产能, 随着产能的逐步释放, 该板块有望成为公司新的利润增长点。

## 投资建议

- 公司是精细化工龙头之一, 在很多产品具备很强的市场地位及定价权, 我们预计, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 40.74 亿元、43.98 亿元、48.64 亿, 对应 EPS 分别为 1.76、1.99、2.37, 给予 2022 年 20 倍 PE, 目标价为 39.80 元。

## 风险提示

产品价格下跌; 新项目进度不及预期; 需求下滑

## 相关报告

1. 《公司业绩符合预期, 看好公司长期成长性-公司业绩符合预期, 看好...》, 2020.10.30
2. 《公司业绩符合预期, 看好公司长期成长性-公司业绩符合预期, 看好...》, 2020.8.28
3. 《公司业绩超预期, 行业高景气度助力公司向好-公司业绩超预期, 行...》, 2020.4.29
4. 《公司业绩超预期, 看好公司成长性-公司业绩超预期, 看好公司成长...》, 2020.4.12

陈屹

联系人  
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002  
yangyirong@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,683</b>	<b>7,621</b>	<b>10,314</b>	<b>13,192</b>	<b>14,302</b>	<b>16,203</b>	货币资金	2,611	3,422	4,928	4,648	5,024	8,103
增长率		-12.2%	35.3%	27.9%	8.4%	13.3%	应收账款	2,265	2,187	2,737	3,688	4,009	4,542
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,049</b>	<b>-4,018</b>	<b>-4,727</b>	<b>-6,326</b>	<b>-6,812</b>	<b>-7,895</b>	存货	1,446	2,033	3,117	3,466	3,770	4,434
%销售收入	46.6%	52.7%	45.8%	48.0%	47.6%	48.7%	其他流动资产	4,356	4,929	2,746	3,827	5,054	5,571
<b>毛利</b>	<b>4,635</b>	<b>3,603</b>	<b>5,587</b>	<b>6,866</b>	<b>7,490</b>	<b>8,308</b>	流动资产	10,678	12,571	13,528	15,630	17,858	22,650
%销售收入	53.4%	47.3%	54.2%	52.0%	52.4%	51.3%	%总资产	48.7%	44.1%	43.8%	45.6%	47.6%	53.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-144</b>	<b>-97</b>	<b>-115</b>	<b>-198</b>	<b>-215</b>	<b>-243</b>	长期投资	283	306	366	366	366	366
%销售收入	1.7%	1.3%	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	8,869	13,873	15,240	16,738	17,666	17,872
<b>销售费用</b>	<b>-252</b>	<b>-232</b>	<b>-313</b>	<b>-396</b>	<b>-429</b>	<b>-486</b>	%总资产	40.4%	48.7%	49.3%	48.9%	47.1%	42.0%
%销售收入	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	1,246	1,319	1,420	1,508	1,594	1,679
<b>管理费用</b>	<b>-351</b>	<b>-375</b>	<b>-423</b>	<b>-567</b>	<b>-615</b>	<b>-697</b>	非流动资产	11,257	15,931	17,369	18,612	19,627	19,917
%销售收入	4.0%	4.9%	4.1%	4.3%	4.3%	4.3%	%总资产	51.3%	55.9%	56.2%	54.4%	52.4%	46.8%
<b>研发费用</b>	<b>-457</b>	<b>-434</b>	<b>-546</b>	<b>-660</b>	<b>-715</b>	<b>-810</b>	<b>资产总计</b>	<b>21,935</b>	<b>28,502</b>	<b>30,897</b>	<b>34,242</b>	<b>37,485</b>	<b>42,567</b>
%销售收入	5.3%	5.7%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	2,533	3,889	3,639	3,252	1,816	1,500
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3,431</b>	<b>2,465</b>	<b>4,191</b>	<b>5,045</b>	<b>5,516</b>	<b>6,072</b>	应付款项	1,499	2,393	2,091	2,565	2,781	3,200
%销售收入	39.5%	32.3%	40.6%	38.2%	38.6%	37.5%	其他流动负债	536	492	653	820	885	1,001
<b>财务费用</b>	<b>-24</b>	<b>-159</b>	<b>-305</b>	<b>-393</b>	<b>-463</b>	<b>-450</b>	流动负债	4,567	6,774	6,383	6,637	5,482	5,701
%销售收入	0.3%	2.1%	3.0%	3.0%	3.2%	2.8%	长期贷款	388	3,898	4,137	4,137	4,137	4,137
<b>资产减值损失</b>	<b>-10</b>	<b>37</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	765	929	973	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>5,720</b>	<b>11,601</b>	<b>11,493</b>	<b>10,774</b>	<b>9,619</b>	<b>9,838</b>
<b>投资收益</b>	<b>169</b>	<b>177</b>	<b>160</b>	<b>140</b>	<b>120</b>	<b>100</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,170</b>	<b>16,848</b>	<b>19,336</b>	<b>23,400</b>	<b>27,798</b>	<b>32,662</b>
%税前利润	4.6%	6.9%	3.9%	2.9%	2.3%	1.7%	其中：股本	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149
<b>营业利润</b>	<b>3,630</b>	<b>2,567</b>	<b>4,164</b>	<b>4,793</b>	<b>5,174</b>	<b>5,722</b>	未分配利润	8,621	9,177	11,515	15,589	19,987	24,850
营业利润率	41.8%	33.7%	40.4%	36.3%	36.2%	35.3%	少数股东权益	45	52	68	68	68	68
<b>营业外收支</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>-54</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>21,935</b>	<b>28,502</b>	<b>30,897</b>	<b>34,242</b>	<b>37,485</b>	<b>42,567</b>
<b>税前利润</b>	<b>3,640</b>	<b>2,569</b>	<b>4,110</b>	<b>4,793</b>	<b>5,174</b>	<b>5,722</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	41.9%	33.7%	39.8%	36.3%	36.2%	35.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-541</b>	<b>-392</b>	<b>-533</b>	<b>-719</b>	<b>-776</b>	<b>-858</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.9%	15.3%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.433	1.009	1.659	1.896	2.047	2.264
<b>净利润</b>	<b>3,098</b>	<b>2,177</b>	<b>3,577</b>	<b>4,074</b>	<b>4,398</b>	<b>4,864</b>	每股净资产	7.526	7.841	8.999	10.891	12.937	15.201
少数股东损益	20	8	13	0	0	0	每股经营现金净流	1.704	0.953	1.455	1.758	1.987	2.371
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,079</b>	<b>2,169</b>	<b>3,564</b>	<b>4,074</b>	<b>4,398</b>	<b>4,864</b>	每股股利	0.700	0.700	0.500	0.700	0.700	0.700
净利率	35.5%	28.5%	34.6%	30.9%	30.7%	30.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	19.04%	12.87%	18.43%	17.41%	15.82%	14.89%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	14.04%	7.61%	11.53%	11.90%	11.73%	11.43%
净利润	3,098	2,177	3,577	4,074	4,398	4,864	投入资本收益率	15.25%	8.43%	13.37%	13.90%	13.86%	13.45%
少数股东损益	20	8	13	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	468	543	853	1,118	1,188	1,212	主营业务收入增长率	39.27%	-12.23%	35.34%	27.90%	8.42%	13.29%
非经营收益	-63	33	231	247	235	197	EBIT 增长率	53.14%	-28.15%	70.00%	20.39%	9.34%	10.07%
营运资金变动	157	-704	-1,535	-1,661	-1,551	-1,178	净利润增长率	80.64%	-29.56%	64.33%	14.31%	7.96%	10.59%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,660</b>	<b>2,048</b>	<b>3,127</b>	<b>3,778</b>	<b>4,269</b>	<b>5,095</b>	总资产增长率	20.64%	29.94%	8.40%	10.83%	9.47%	13.56%
资本开支	-4,888	-4,533	-2,297	-2,425	-2,203	-1,503	<b>资产管理能力</b>						
投资	-49	-12	-92	-80	-20	0	应收账款周转天数	71.4	78.3	61.8	75.0	76.0	76.0
其他	-3,311	182	2,195	140	120	100	存货周转天数	135.2	158.0	198.8	200.0	202.0	205.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-8,249</b>	<b>-4,363</b>	<b>-194</b>	<b>-2,365</b>	<b>-2,103</b>	<b>-1,403</b>	应付账款周转天数	82.0	122.0	120.2	95.0	96.0	95.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	224.9	372.1	492.4	376.6	332.8	275.9
债权募资	609	4,853	-62	-1,260	-1,436	-316	<b>偿债能力</b>						
其他	-847	-1,779	-1,412	-431	-355	-297	净负债/股东权益	1.91%	17.54%	10.29%	8.05%	0.27%	-10.14%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-238</b>	<b>3,074</b>	<b>-1,473</b>	<b>-1,692</b>	<b>-1,791</b>	<b>-613</b>	EBIT 利息保障倍数	141.6	15.5	13.8	12.8	11.9	13.5
<b>现金净流量</b>	<b>-4,826</b>	<b>759</b>	<b>1,460</b>	<b>-279</b>	<b>376</b>	<b>3,078</b>	资产负债率	26.08%	40.70%	37.20%	31.46%	25.66%	23.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	2	14	41
增持	0	3	4	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.60	1.67	1.48	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-22	增持	22.28	23.60~23.60
2	2020-02-28	增持	25.94	30.68~30.68
3	2020-04-12	增持	27.58	37.06~37.06
4	2020-04-29	增持	26.82	36.84~36.84
5	2020-08-28	增持	32.40	36.84~36.84
6	2020-10-30	增持	29.32	36.86~36.86

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402