

维生素景气回升，业绩大幅增长

核心观点

- 业绩大幅增长：**公司披露 2024 年年报，报告期内公司实现营业收入 216.10 亿元，同比增长 42.95%；实现归母净利 58.69 亿元，同比增长 117.01%。公司收入与利润均大幅增长的主要原因是，2024 年公司营养品业务中的维生素 A、维生素 E 等主要产品行业景气度大幅回升，价格明显上涨，拉动公司营养品板块毛利率达到 43.18%，比 2023 年提升 13.27 个百分点。同时，蛋氨酸 30 万吨项目顺利达产，加上其他维生素与氨基酸产品的增长，使公司整体销量也获得明显提升。
- 维生素持续向中国转移：**过去几年维生素虽景气度较低，但中国份额持续提升，到 2024 年中国产量已占到约 86%。2024 年海外企业因资金、原料供给、战略调整等因素影响，产量下降，叠加巴斯夫德国工厂爆炸，使维生素行业走出低迷，龙头企业盈利大幅改善。展望未来，预计国内维生素份额还将持续提升，且维生素作为技术壁垒较高的精细化工产品，还有望维持较高回报率。
- 新项目驱动持续发展：**公司开始尝试与上游石化企业合作的形式来发展业务，如蛋氨酸新项目、尼龙新材料项目等。公司发挥自身技术优势，获得石化企业原料稳定配套、项目建设便利等好处，实现双赢发展。2025 年，与中石化合作的 18 万吨蛋氨酸项目即将投产，后续其他新项目也在有序推进之中，有望推动公司持续增长。

盈利预测与投资建议

- 结合市场情况与公司项目进度，我们调整了公司维生素等产品的价格预测与部分产品销量预测。我们调整公司 2025-2026 年每股收益 EPS 预测为 2.04、2.05 元（原预测 1.39、1.54 元），并添加 2027 年预测为 2.26 元。按照可比公司 25 年平均 PE 为 14 倍，对应目标价为 28.56 元。由于行业景气度明显回升，公司作为行业龙头企业显著受益，上调到买入评级。

风险提示

- 产品需求下滑；产品价格下滑；新项目进度不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,117	21,610	23,641	24,826	26,496
同比增长(%)	-5.1%	43.0%	9.4%	5.0%	6.7%
营业利润(百万元)	3,260	6,973	7,449	7,468	8,251
同比增长(%)	-24.4%	113.9%	6.8%	0.3%	10.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,704	5,869	6,271	6,295	6,957
同比增长(%)	-25.3%	117.0%	6.9%	0.4%	10.5%
每股收益(元)	0.88	1.91	2.04	2.05	2.26
毛利率(%)	33.0%	41.8%	41.1%	39.7%	40.6%
净利率(%)	17.9%	27.2%	26.5%	25.4%	26.3%
净资产收益率(%)	11.2%	21.7%	19.6%	17.2%	17.1%
市盈率	24.5	11.3	10.6	10.5	9.5
市净率	2.7	2.3	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（上调）

股价（2025年04月18日）	21.54 元
目标价格	28.56 元
52 周最高价/最低价	24.77/16.75 元
总股本/流通 A 股（万股）	307,342/303,701
A 股市值（百万元）	66,202
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025 年 04 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.01	-1.96	-0.74	28.06
相对表现%	3.42	3.91	0.3	22.38
沪深 300%	0.59	-5.87	-1.04	5.68



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莺	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

维生素景气下滑拖累业绩，在建项目保障公司成长	2024-04-24
VA 价格下滑拖累业绩，长期看好公司成长	2023-04-26

表 1：可比公司估值（截止到 2025 年 4 月 18 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
浙江医药	0.45	1.48	1.60	1.70	29.61	8.97	8.29	7.76
花园生物	0.35	0.57	0.88	1.05	40.58	25.24	16.36	13.62
安迪苏	0.02	0.45	0.59	0.67	488.72	21.22	16.15	14.21
圣泉集团	0.93	1.03	1.46	1.75	26.36	23.97	16.87	14.04
扬农化工	3.85	2.96	3.52	4.12	12.68	16.50	13.86	11.83
万华化学	5.36	4.15	5.24	6.26	10.27	13.25	10.49	8.79
调整后平均						19.00	14.00	12.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,543	7,937	13,797	18,116	23,116
应收票据、账款及款项融资	2,931	4,470	4,317	4,534	4,839
预付账款	209	163	179	188	200
存货	4,319	4,090	4,525	4,868	5,117
其他	383	262	283	296	313
流动资产合计	12,386	16,922	23,101	28,002	33,586
长期股权投资	697	865	865	865	865
固定资产	21,860	21,916	21,183	20,600	19,635
在建工程	1,622	572	804	532	576
无形资产	2,408	2,483	2,425	2,367	2,310
其他	184	231	40	30	19
非流动资产合计	26,770	26,067	25,318	24,394	23,405
资产总计	39,156	42,989	48,419	52,396	56,991
短期借款	1,236	1,163	1,163	1,163	1,163
应付票据及应付账款	2,280	1,845	2,041	2,196	2,309
其他	2,606	3,902	3,924	3,937	3,955
流动负债合计	6,122	6,909	7,128	7,296	7,426
长期借款	6,822	5,327	5,327	5,327	5,327
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,293	1,307	1,029	1,029	1,029
非流动负债合计	8,114	6,634	6,357	6,357	6,357
负债合计	14,237	13,544	13,484	13,652	13,783
少数股东权益	115	121	151	174	199
实收资本（或股本）	3,091	3,073	3,073	3,073	3,073
资本公积	3,113	3,133	3,133	3,133	3,133
留存收益	18,436	22,921	28,578	32,364	36,803
其他	165	198	0	0	0
股东权益合计	24,920	29,446	34,934	38,744	43,208
负债和股东权益总计	39,156	42,989	48,419	52,396	56,991

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,725	5,897	6,301	6,318	6,982
折旧摊销	1,687	2,162	1,666	1,734	1,800
财务费用	65	178	277	226	179
投资损失	(83)	(77)	(77)	(77)	(77)
营运资金变动	72	(1,368)	(223)	(521)	(569)
其它	652	282	(219)	121	129
经营活动现金流	5,119	7,073	7,725	7,801	8,444
资本支出	(4,158)	(1,220)	(1,037)	(811)	(811)
长期投资	(265)	(168)	0	0	0
其他	545	(2,386)	64	64	64
投资活动现金流	(3,878)	(3,774)	(973)	(747)	(747)
债权融资	521	(593)	0	0	0
股权融资	0	2	0	0	0
其他	(2,574)	(1,671)	(891)	(2,734)	(2,697)
筹资活动现金流	(2,053)	(2,263)	(891)	(2,734)	(2,697)
汇率变动影响	106	39	-0	-0	-0
现金净增加额	(705)	1,075	5,861	4,319	5,000

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,117	21,610	23,641	24,826	26,496
营业成本	10,131	12,582	13,919	14,976	15,742
销售费用	158	190	208	219	233
管理费用	551	596	652	685	731
研发费用	888	1,036	1,134	1,190	1,270
财务费用	65	178	277	226	179
资产、信用减值损失	227	137	61	108	115
公允价值变动收益	30	(14)	(14)	(14)	(14)
投资净收益	83	77	77	77	77
其他	52	19	(5)	(19)	(38)
营业利润	3,260	6,973	7,449	7,468	8,251
营业外收入	8	5	5	5	5
营业外支出	15	34	34	34	34
利润总额	3,254	6,944	7,420	7,439	8,222
所得税	528	1,047	1,118	1,121	1,239
净利润	2,725	5,897	6,301	6,318	6,982
少数股东损益	21	28	30	23	25
归属于母公司净利润	2,704	5,869	6,271	6,295	6,957
每股收益（元）	0.88	1.91	2.04	2.05	2.26

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-5.1%	43.0%	9.4%	5.0%	6.7%
营业利润	-24.4%	113.9%	6.8%	0.3%	10.5%
归属于母公司净利润	-25.3%	117.0%	6.9%	0.4%	10.5%
获利能力					
毛利率	33.0%	41.8%	41.1%	39.7%	40.6%
净利率	17.9%	27.2%	26.5%	25.4%	26.3%
ROE	11.2%	21.7%	19.6%	17.2%	17.1%
ROIC	8.2%	16.7%	15.9%	14.3%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	36.4%	31.5%	27.8%	26.1%	24.2%
净负债率	20.4%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.02	2.45	3.24	3.84	4.52
速动比率	1.28	1.84	2.57	3.12	3.77
营运能力					
应收账款周转率	6.1	7.0	6.1	5.9	6.0
存货周转率	2.3	2.9	3.1	3.0	2.9
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.88	1.91	2.04	2.05	2.26
每股经营现金流	1.66	2.30	2.51	2.54	2.75
每股净资产	8.07	9.54	11.32	12.55	13.99
估值比率					
市盈率	24.5	11.3	10.6	10.5	9.5
市净率	2.7	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.4	7.2	7.2	7.1	6.6
EV/EBIT	20.2	9.4	8.7	8.7	8.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。