

# 募投产品相继落地，维生素细分龙头扬帆起航

## 兄弟科技(002562)

### 报告摘要:

#### ▶ 维生素 B1 复产，各类维生素底部反弹

B1: 2019 年全球维生素 B1 需求约 9000 吨，我国产量约为 8600 吨，其中出口 7137 吨。2018 年以来 B1 行业竞争加剧，产品价格由高点 600 元/kg，逐步探底至 152 元/kg。2020 年初受国内疫情影响，B1 海外报价快速上升至 300 元/kg。2020 年 3 月公司宣布江苏盐城基地将逐步复产，未来 B1 产量将逐步恢复甚至超越 18 年水平。目前，随着武汉华中药业等企业复产，B1 价格回落至 195 元/kg，但较 2019 年均价仍高出 16 元/kg。

B3: 2019 年全球 B3 需求约为 6.63 万吨，国内需求约 1.28 万吨。2017 年以来随着瑞邦生物、兄弟科技等企业产能陆续释放，维生素 B3 价格逐步由 77 元/kg 下跌至 30 元/kg 附近，导致大部分企业亏损，目前 B3 市场报价 54 元/kg，较 2019 年均价已上涨 10 元/kg。2020 年百草枯市场较弱，吡啶消耗受限，B3 原材料 3-甲基吡啶供应将会紧张，给 B3 价格带来支撑，公司预测 B3 今年价格稳中有升，同时公司自产 3-氰基吡啶，中间体供应得到有效保障。

B5: 2019 年全球泛酸钙需求量约 2.23 万吨，国内需求 3300 吨。2018 年下半年以来，行业内原材料紧缺造成供给不足，产品价格由 75 元/kg 上涨至 380 元/kg，目前小幅回落。2020 年，泛酸钙价格有望继续维持在 300 元/kg 以上。

K3: 2019 年 K3 全球需求约 6200 吨，国内需求约 1600 吨，兄弟科技市占率超过 35%。因皮革行业长期不景气，铬鞣剂的消耗减少，推动与铬鞣剂联产的 K3 供给量的减少和成本的提高，因前几年持续低价，行业压力大。2020 年受疫情影响，行业供给受限，K3 价格较为乐观，目前已经从低位 56 元/kg 反弹至 98 元/kg。

#### ▶ 朗盛南非铬化工并表，增厚公司业绩

2020 年 5 月 4 日公司宣布，兄弟 CISA 于 2020 年 5 月 1 日正式复产，届时兄弟 CISA 有望继续为公司贡献利润。兄弟 CISA 系公司于 2019 年 8 月 13 日以 6.6 亿元收购的 LANXESS CISA Proprietary Limited (朗盛 CISA)，朗盛 CISA 主要产品包括重铬酸钠、铬酸、铬鞣剂等，2018-2019Q2 公司净利润分别为 5190 万元和 1902 万元，且已于 2020 年 1 月 10 日完成交割。

#### ▶ 布局香精香料及医药中间体，投资进入收获期

公司 2017 年于江西基地投资建设的 2 万 t/a 苯二酚、3.11 万 t/a 苯二酚衍生物一期工程以及 1000t/a 造影剂项目已于 2019 年底开始试生产，预计 2020 年 2 季度开始会逐步对业绩产生贡献。预计香精香料一期以及碘造影剂项目全部建成后有望为公司分别带来 7.14、9.7 亿元营业收入和 0.91、1.29 亿元净利润。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	
目标价格:	
最新收盘价:	5.3
股票代码:	002562
52 周最高价/最低价:	6.62/4.17
总市值(亿)	47.81
自由流通市值(亿)	28.57
自由流通股数(百万)	539.10



#### 分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100007  
联系电话:

#### 联系人: 陈凯茜

邮箱: chenksq1@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话:

实习生冀裕、刘洁璇、辛俊松对报告基础数据的整理亦有贡献。

未来，公司香精香料以及碘造影剂项目产能逐步释放，公司将有望发展成为精细化工细分领域龙头，打开成长空间。

### 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 23.10/28.11/32.26 亿元，归母净利润分别为 2.32/3.01/3.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.26/0.33/0.40 元，目前股价 5.30 元，对应 PE 分别为 21/16/13 倍。可比公司 2020-2022 年平均 PE 分别为 16/14/13 倍，公司为国内维生素行业细分龙头，收购朗盛 CISA 打通维生素 K3、铬鞣剂产业链，各类维生素产品低位反弹，香精香料、碘造影剂等产品陆续进入收获期，未来业绩有望高增，且公司与同类企业相比具有较高的成长性，我们看好公司未来成长，首次覆盖给予公司 2020 年 25 倍 PE，对应目标价 6.50 元，给予“买入”评级。

### 风险提示

维生素价格下跌，兄弟 CISA 复产进度不及预期，香精香料、碘造影剂项目投产进度不及预期等风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,415	1,258	2,310	2,811	3,226
YoY (%)	-9.6%	-11.1%	83.7%	21.7%	14.8%
归母净利润(百万元)	22	44	232	301	363
YoY (%)	-94.6%	100.9%	430.3%	29.4%	20.8%
毛利率 (%)	23.2%	29.3%	33.8%	33.0%	34.3%
每股收益 (元)	0.02	0.05	0.26	0.33	0.40
ROE	1.0%	1.9%	9.1%	10.5%	11.1%
市盈率	219.13	109.09	20.57	15.89	13.16

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 皮革化学品起家，维生素细分行业龙头	5
2. 维生素细分龙头，量价齐升助业绩增长	7
2.1. 维生素 B1：盐城基地复产获批，产品涨价增厚业绩	8
2.2. 维生素 B3：3-甲基吡啶供应紧张，自供中间体工艺或将受益	10
2.3. 维生素 B5：产品价格脱离底部，市占率逐步提升	11
2.4. 维生素 K3：铬鞣剂联产工艺，价格有望走出低迷	12
3. 铬鞣剂：收购朗盛 CISA，打通维生素 K3 与铬鞣剂产业链	14
4. 布局香精香料及医药中间体，投资进入收获期	15
4.1. 香兰素建成投产，香精香料蓄势待发	15
4.2. 进军医疗领域，碘造影剂市场空间巨大	17
5. 盈利预测及投资建议	19
5.1. 盈利预测	19
5.2. 估值与投资建议	20
6. 风险提示	20

## 图表目录

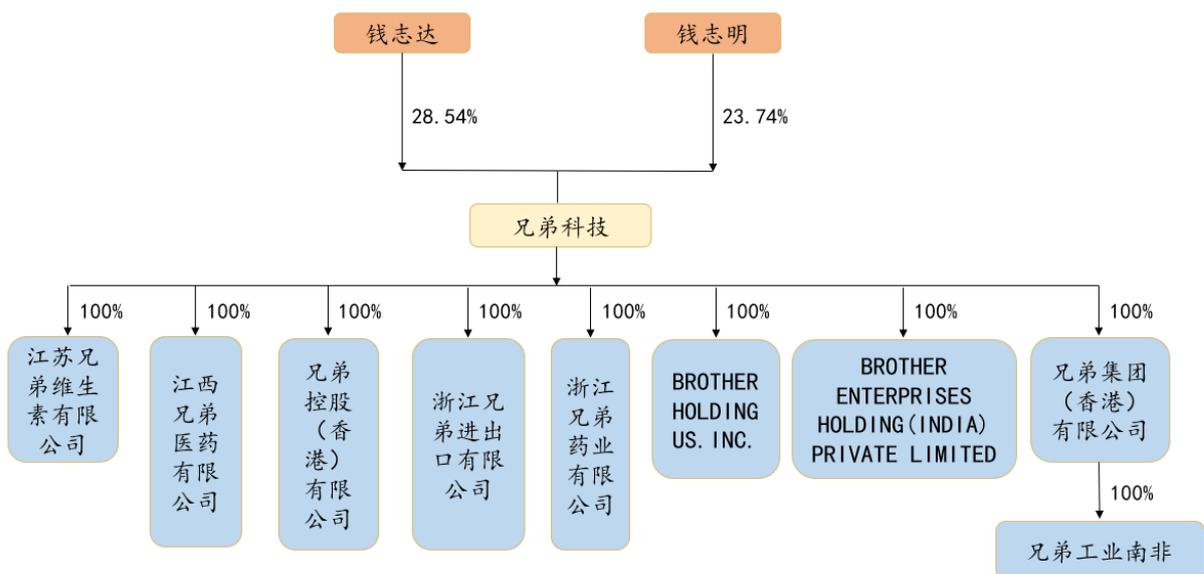
图 1 公司股权结构	5
图 2 2012-2019 年公司营业收入（百万元；%）	6
图 3 2012-2019 年公司归母净利润（百万元；%）	6
图 4 公司毛利率与净利率（%）	7
图 5 分产品营业收入与毛利率（百万元；%）	7
图 6 海外销售情况（百万元；%）	7
图 7 固定资产与在建工程（百万元）	7
图 8 维生素 B1 消费结构	8
图 9 我国维生素 B1 出口数量（吨）	8
图 10 全球维生素 B1 产能分布（吨）	9
图 11 2018 年全球维生素 B1 市场份额	9
图 12 维生素 B1 价格（元/kg）	9
图 13 维生素 B1 工艺流程	9
图 14 维生素 B3 消费结构	10
图 15 2019 年维生素 B3 市场份额	10
图 16 维生素 B3 价格（元/kg）	11
图 17 维生素 B5 消费结构	12
图 18 2018 年维生素 B5 市场份额	12
图 19 维生素 B5 价格（元/kg）	12
图 20 维生素 K3 消费结构	13
图 21 2018 年维生素 K3 市场份额	13
图 22 维生素 K3 价格（元/kg）	13
图 23 维生素 K3 与铬鞣剂联产工艺	14
图 24 2006-2018 全球香精香料销售规模（亿美元）	16
图 25 2005-2018 中国香精香料销售规模（亿元）	16
图 26 2018 年全球香精香料分地区市场规模	16
图 27 2013-2018 全球各地区香精香料规模增速（%）	16
图 28 香兰素合成工艺	16
图 29 全球造影剂市场规模（亿美元）	17
图 30 国内造影剂市场规模（亿元）	17
图 31 2017 年全球各类造影剂市场份额	18
图 32 2017 年国内各类造影剂市场份额	18

图 33 2017 年全球造影剂品种份额.....	18
图 34 2017 年国内造影剂品种份额.....	18

## 1. 皮革化学品起家，维生素细分行业龙头

兄弟科技股份有限公司成立于1991年，2011年于深交所上市，总部位于浙江海宁市，前身为海宁市皮革化工厂。公司主要从事维生素和皮革化学品等产品的研究、生产与销售。维生素产品主要包含维生素B1、B3、B5、K3等品种，皮革化学品主要包含铬鞣剂和皮革助剂。同时公司前期投建的香精香料、医药原药等产品也于2019年陆续完成试生产，预计2020年2季度起产品将会逐步投向市场。公司控股股东和实际控制人为钱志达和钱志明先生兄弟，分别持股比例为28.54%和23.74%。

图1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 公司主要产品产能一览表

	产品	现有产能 (t/a)	规划产能 (t/a)	备注
维生素	VB1	3200		2019 年 4 月停产，2020 年 3 月逐步复产。
	VB3 (烟酰胺/烟酸)	13000		VK3 的中间体
	VB5 (泛酸钙/泛醇)	5000		
	VK3	3000		市占率全球第一。
皮革化学品	铬鞣剂	45000		收购朗盛 CISA，未来中间体红矾钠供应得到有效保障。
	皮革助剂	28000		
香精香料	苯二酚	-	20000	试车中
	苯二酚衍生物 (香兰素等)	-	31100	
造影剂	-	-	1000	
其他	催化材料	2300		
	医药中间体	900		

资料来源：公司公告，华西证券研究所

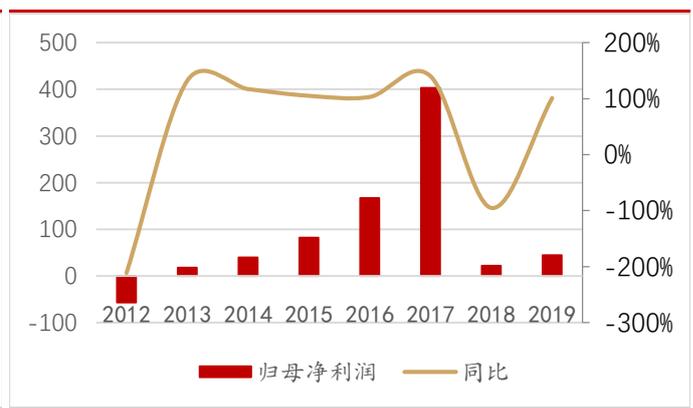
**稳健经营，多点布局：**公司上市以来，不断拓展维生素新产品，维生素类产品营收不断提高，2016-2017 期间，由于供给侧改革，相关行业小产能陆续退出，各类维生素价格飙升，公司的营收和净利润大幅上涨。2018 年起行业竞争格局加剧，各项产品价格不断回落至相对低位，2019 年由于江苏响水爆炸事故影响，江苏省内化工企业全面停业整顿，同时皮革产品毛利率逐步下滑，公司整体营收和利润出现了比较大的退坡。近期，公司发布 2019 年年报数据显示，2019 年实现营业收入 12.58 亿元，同比下滑 11.12%，归母净利润 4482.55 万元，同比增长 100.88%。

图 2 2012-2019 年公司营业收入（百万元；%）



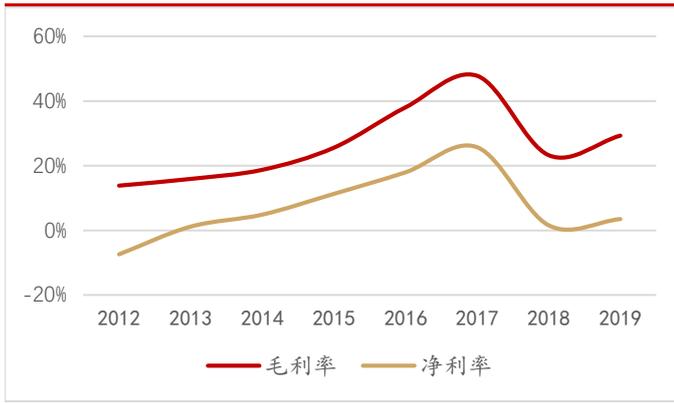
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 2012-2019 年公司归母净利润（百万元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 分产品营业收入与毛利率 (百万元; %)



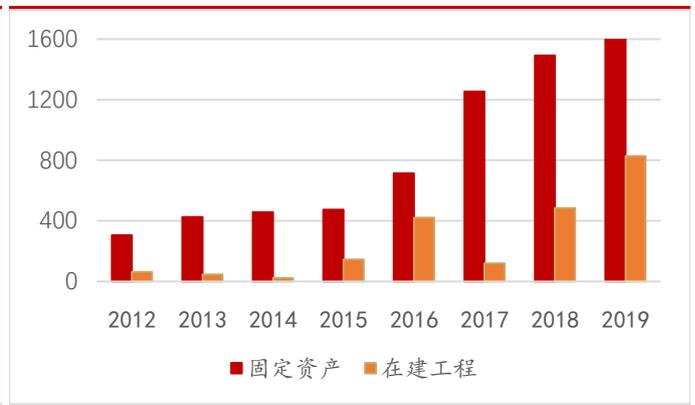
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 海外销售情况 (百万元; %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 固定资产与在建工程 (百万元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 维生素细分龙头，量价齐升助业绩增长

2020 年初以来受新冠疫情影响，维生素行业开工率下滑，同时生猪补栏进度加快，下游饲料行业需求增加，产品供需失衡，各类维生素产品价格均出现了不同程度的上涨，近期公司维生素 B1 基地获得复产批复，预计 2020 年各类维生素产品将进入量价齐升的阶段。

表 2 公司各类维生素价格变化与业绩弹性

产品	现价 (元/kg)	2019 年均价 (元/kg)	2020 年单位涨幅业绩弹性测算		
			单位涨幅 (元/kg)	业绩增量 (百万元)	EPS (元)
维生素 B1	195	179	10	15	0.017
维生素 B3	54	43	10	70	0.078
维生素 B5	325	320	10	15	0.017
维生素 K3	98	84	10	30	0.033

资料来源：博亚和讯，公司公告，华西证券研究所

## 2.1. 维生素 B1：盐城基地复产获批，产品上量增厚业绩

维生素 B1 又称硫胺素，也称抗神经炎素。维生素 B1 主要以盐的形式存在，一般以硝酸硫胺素、盐酸硫胺素较为常用。维生素 B1 在动物体内可促进能量代谢，维持神经组织和心肌的正常功能，对胃肠道起保护作用，增强食欲，促进动物生长发育并提高其免疫功能。维生素 B1 广泛用于饲料添加剂、食品添加剂、营养品和医药，公司生产的维生素 B1 包括维生素 B1-盐酸硫胺、维生素 B1-硝酸硫胺两种型号。

公司进入维生素 B1 市场较晚，但后发先至的竞争力突出，销量已跃居全球前三。根据卓创资讯信息显示，目前江西天新药业、湖北华中药业、兄弟科技、荷兰帝斯曼为维生素 B1 的四个主要生产厂家，合计拥有产能 1.57 万 t/a，CR4 大于 80%，行业集中度非常高。

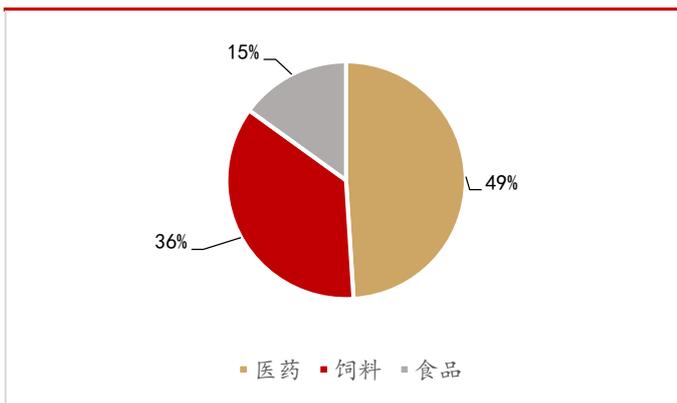
进出口：我国是维生素主要的生产国与出口国，根据博亚和讯以及海关总署数据显示，2019 年全球维生素 B1 需求约 9000 吨，我国产量约为 8600 吨，其中出口 7137 吨，出口占比 83%。

2019 年受江苏天嘉宜化工化学储罐发生爆炸事故影响，江苏全省化工装置进行了停工整治，公司江苏盐城基地与 2019 年 4 月起停工检修，根据 2020 年 3 月 14 日公司公告显示，目前公司盐城基地复产申请已经获批，公司未来维生素将陆续恢复维生素 B1 以及相关产品的生产。

根据 2019 年 6 月 7 日公司公告显示，公司维生素 B1 产能为 3200 吨，2018 年产量为 1199 吨，产能利用率 37.47%。考虑到复产后产能需要爬坡期，我们预计 2020 年公司维生素 B1 产量约 1500 吨，维生素 B1 单价上涨 10 元/kg，将增厚公司净利润约 1500 万元，EPS 增厚 0.017 元。

维生素 B1 的主要原料为乙酰丁内酯和盐酸乙胺，而乙酰丁内酯的主要原料为  $\gamma$ -丁内酯、醋酸乙酯、磷酸、甲苯，盐酸乙胺的主要原料为乙腈、甲醇、氯化氢，均为普通的基础化工原料，生产量大，供应充足。

图 8 维生素 B1 消费结构



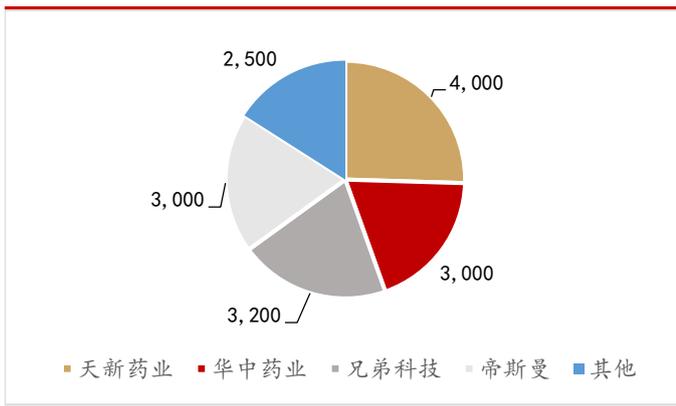
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 9 我国维生素 B1 出口数量（吨）



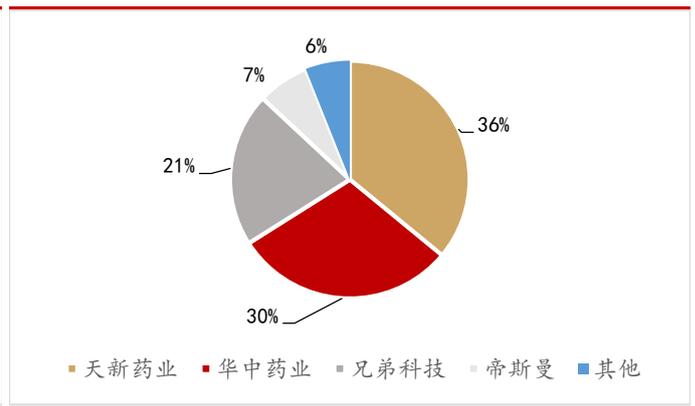
资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 10 全球维生素 B1 产能分布 (吨)



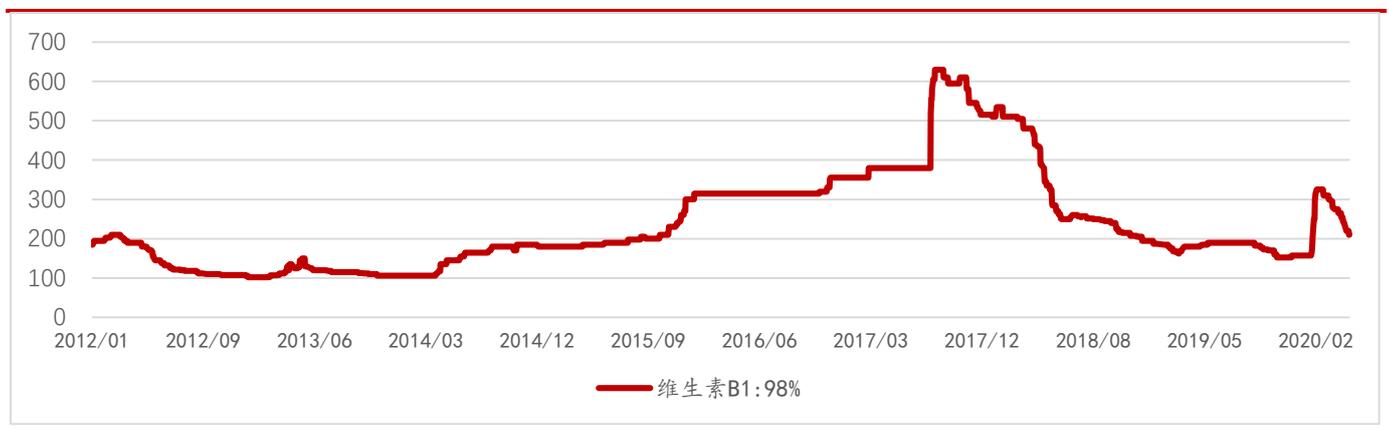
资料来源: 中国饲料信息网, 华西证券研究所

图 11 2018 年全球维生素 B1 市场份额



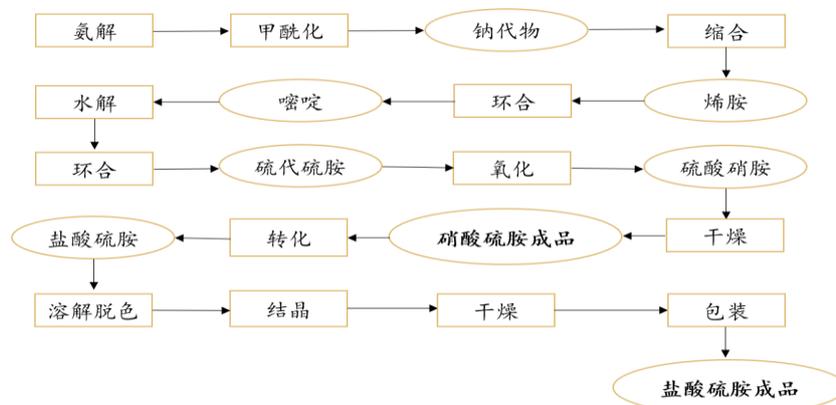
资料来源: 博亚和讯, 华西证券研究所

图 12 维生素 B1 价格 (元/kg)



资料来源: 博亚和讯, 华西证券研究所

图 13 维生素 B1 工艺流程



资料来源: 招股说明书, 华西证券研究所

## 2.2. 维生素 B3:3-甲基吡啶供应紧张，自供中间体工艺或将受益

维生素 B3 又称烟酰胺、烟酸、尼克酸，是公司维生素 K3 的主要原材料之一。医学上用于治疗糙皮病、口炎、舌炎、肝脏疾病及日光性皮炎；大剂量使用时可降低胆固醇和甘油三酯。维生素 B3 作为辅酶的成分之一，对生物体内代谢有着重要意义。维生素 B3 主要被用作饲料添加剂，部分被用于医药和食品中。

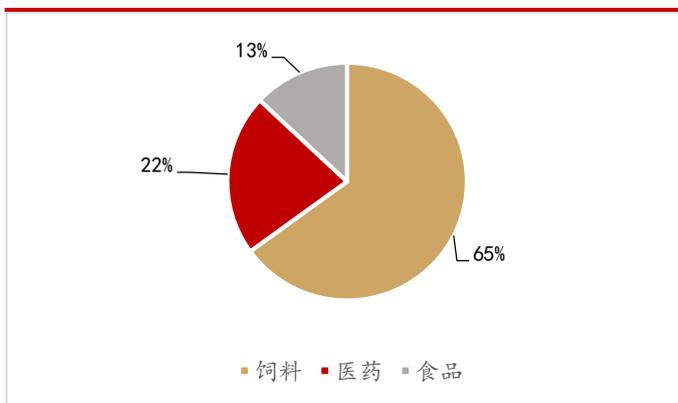
维生素 B3 生产工艺流程中，由  $\beta$ -甲基吡啶生成 3-氰基吡啶以及 3-氨基吡啶生成维生素 B3 的生产工艺技术均采用自主研发的方式取得，实现了中间体的自供。

根据博亚和讯信息显示，2019 年全球维生素 B3 需求约 6.63 万吨，其中国内需求 1.28 万吨，主要生产企业有瑞士龙沙集团、美国 Vertellus 公司、印度吉友联、兄弟科技、瑞邦生物、兰博生物等企业。

根据公司 2019 年 6 月 7 日公告显示，公司九江基地年产 13000 吨维生素 B3 项目（其中烟酰胺产能为 8000t/a，烟酸产能为 5000t/a）以及年产 10000 吨 3-氰基吡啶项目已于 2017 年下半年陆续投产。根据博亚和讯数据显示以及公司 2020 年 3 月 19 日公告显示，维生素 B3 目前报价在 54 元/kg 左右，2020 年百草枯市场较弱，吡啶消耗受限，维生素 B3 的原材料 3-甲基吡啶的供应将会紧张，给维生素 B3 价格带来支撑，公司预测维生素 B3 今年价格稳中有升。

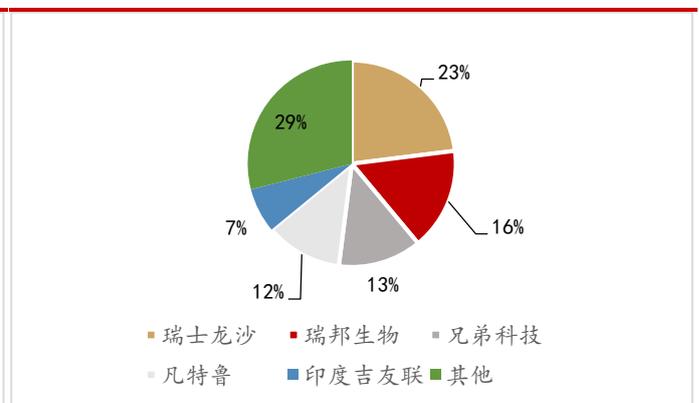
由于烟酰胺和烟酸价格差距不大，我们预计 2020 年公司维生素 B3 销量约 7000 吨，维生素 B3 价格每上涨 10 元/kg，将增厚公司净利润 7000 万元，EPS 增厚 0.078 元。

图 14 维生素 B3 消费结构



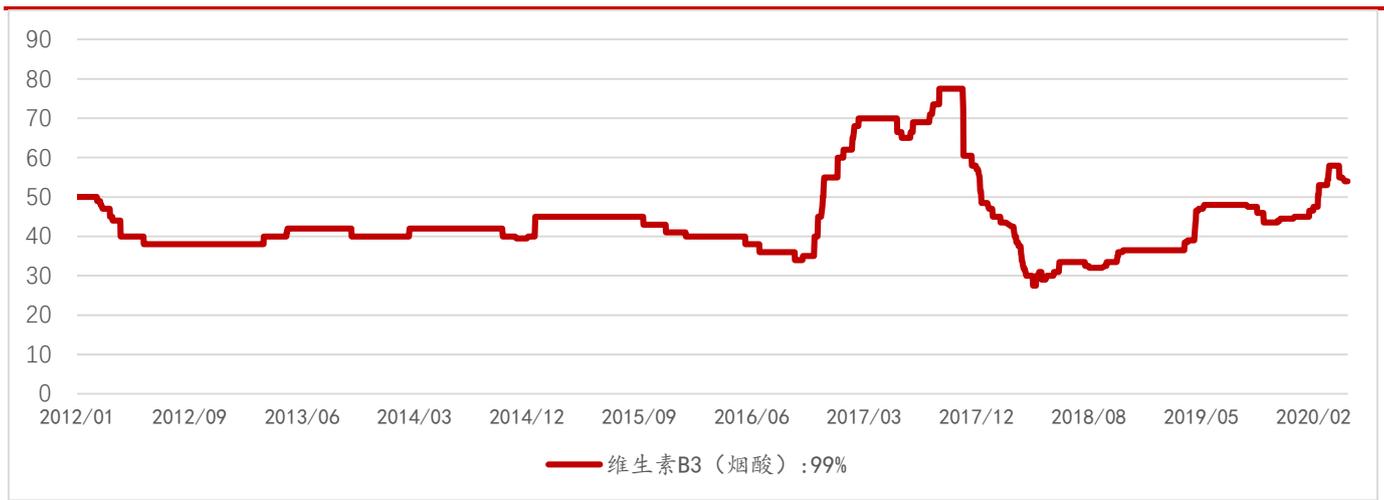
资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

图 15 2019 年维生素 B3 市场份额



资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

图 16 维生素 B3 价格（元/kg）



资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

### 2.3. 维生素 B5：产品价格脱离底部，市占率逐步提升

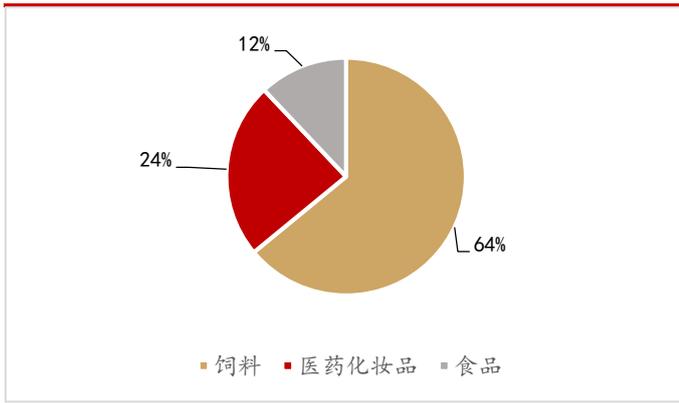
维生素 B5 是重要的 B 族维生素产品，包括 D-泛酸钙、D-泛醇，D-泛酸钙主要用于饲料添加剂、食品添加剂、医药原料药，D-泛醇主要用于化妆品、洗发护发用品。

根据博亚和讯信息显示，2019 年全球维生素 B5 需求约 2.23 万吨，其中国内需求 3300 吨，主要生产企业有亿帆医药（原浙江杭州鑫富药业）、新发药业、山东华辰、兄弟科技、帝斯曼、巴斯夫。

2018 年以来，国内新进产能陆续释放，维生素 B5 价格高位回落，2018 年下半年价格触及底部区间 65 元/kg，但随着 2019 年行业原材料紧缺，中间体限产等因素，维生素 B5 价格持续上涨，截止 2020 年 5 月 13 日，市场维生素报价 325 元/kg，维持在历史相对高位。

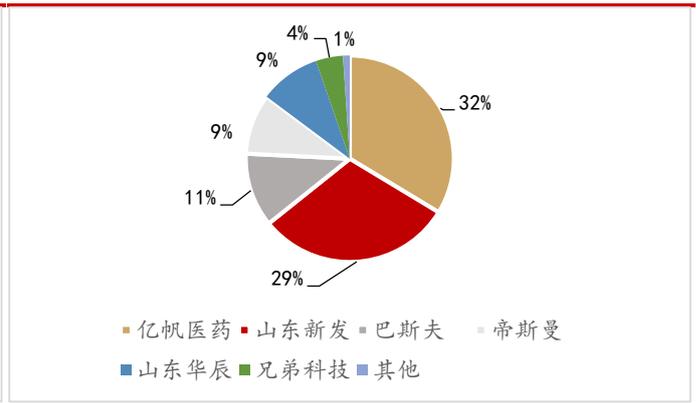
根据公司 2019 年 6 月 7 日公告显示，公司九江基地年产 5000 吨维生素 B5 以及年产 3000 吨重要中间体  $\beta$ -氨基丙酸项目已于 2017 年下半年投产，2018-2019 年度产能逐步提升。我们预计 2020 年公司维生素 B5 产量约 1500 吨，维生素 B5 价格每上涨 10 元/kg，将增厚公司净利润 1500 万元，EPS 增厚 0.017 元。

图 17 维生素 B5 消费结构



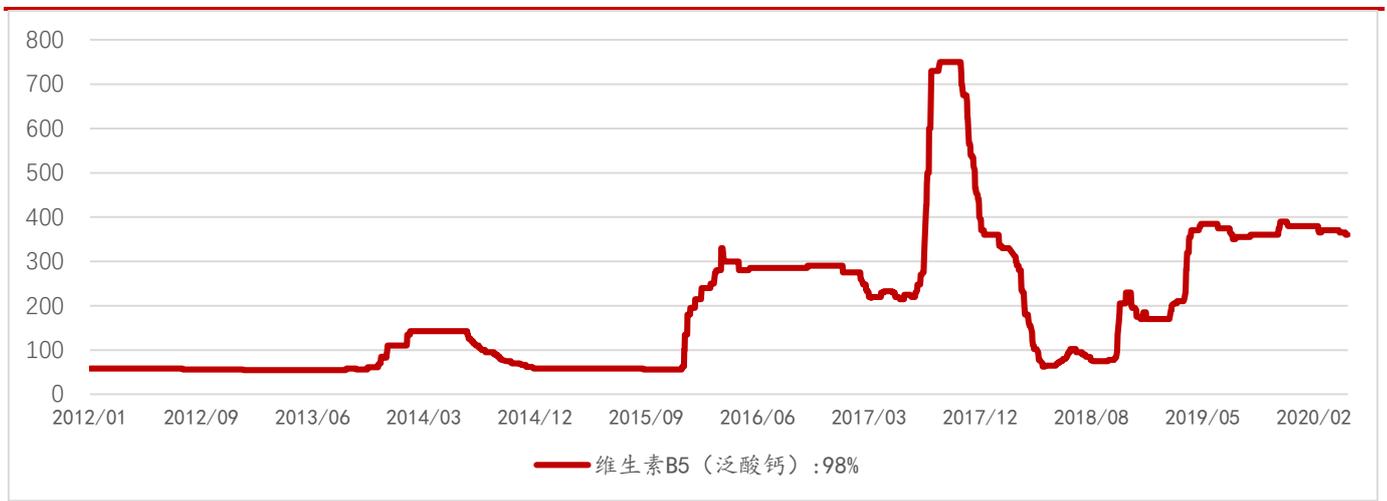
资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

图 18 2018 年维生素 B5 市场份额



资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

图 19 维生素 B5 价格（元/kg）



资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

## 2.4. 维生素 K3: 铬鞣剂联产工艺，价格有望走出低迷

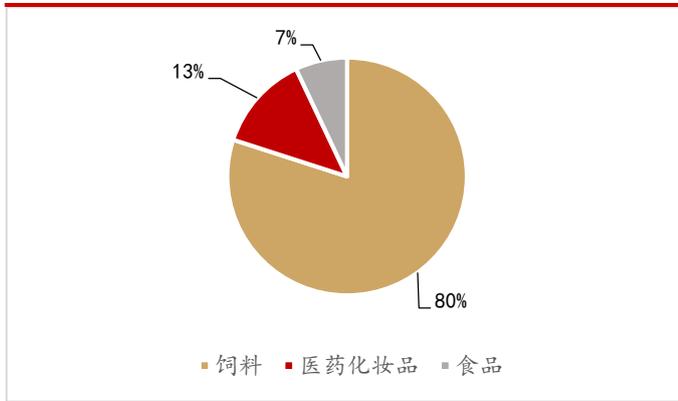
维生素 K3 是常用的饲料添加剂之一，主要用于人工养殖的水产动物和圈养的家禽类动物，添加于预混料中。维生素 K3 可治疗阻塞性黄疸、痘痂病及初生畜禽出血病，是畜禽生命活动中不可缺少的营养元素。公司生产的维生素 K3 包括 MSB（亚硫酸氢钠甲萘醌）、MNB（亚硫酸氢烟酰胺甲萘醌）两种型号。

根据博亚和讯信息显示，2019 年全球维生素 K3 需求约 6200 吨，国内需求 1600 吨，主要生产企业有兄弟科技、陆良和平、乌拉圭 Dinox、土耳其 Oxyvit、绵阳威尼达，CR5 为 84%，行业集中度较高。

因皮革行业长期不景气，铬鞣剂消耗减少，推动与铬鞣剂联产的维生素 K3 供给量的减少和成本的提高，因前几年持续低价，行业压力大。2020 年受疫情影响，行业供给受限，维生素 K3 价格较为乐观，目前已从低位 56 元/kg 反弹至 98 元/kg。

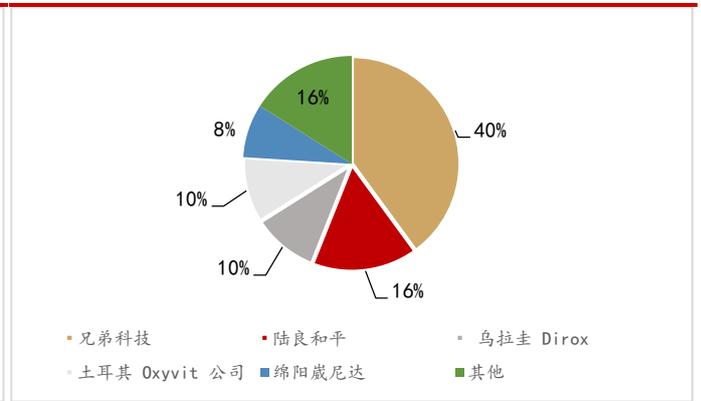
根据公司招股说明书以及 2019 年 8 月 24 日公告显示，公司拥有维生素 K3 产能 3000 吨，是全球最大的维生素 K3 供应商，我们预计 2020 年公司维生素 K3 销量为 3000 吨，维生素 K3 价格每上涨 10 元/kg，将增厚公司净利润 3000 万元，EPS 增厚 0.033 元。

图 20 维生素 K3 消费结构



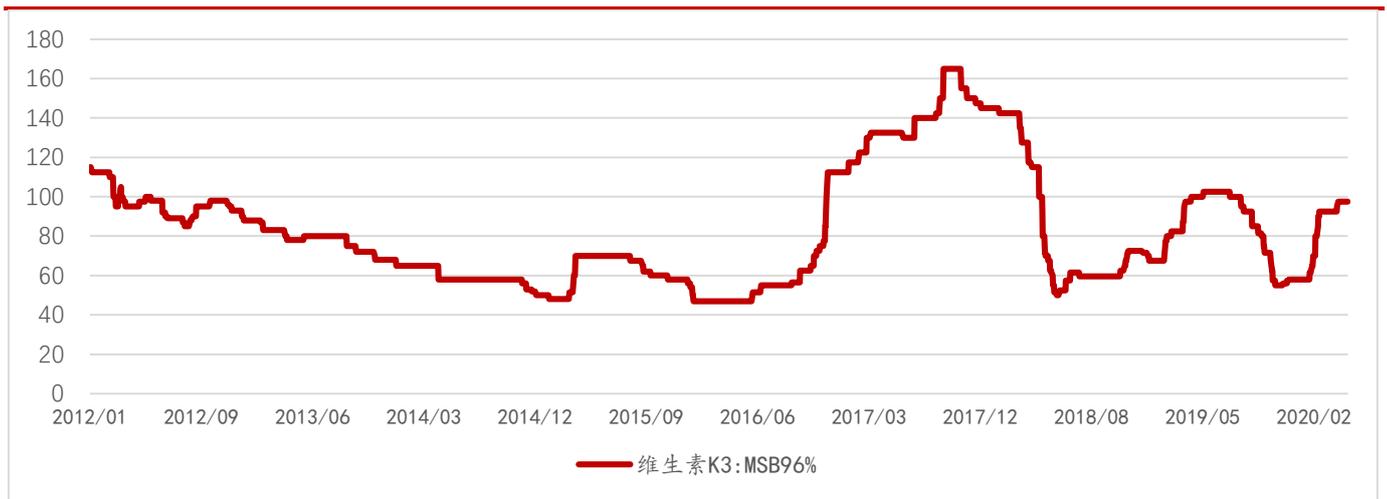
资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

图 21 2018 年维生素 K3 市场份额



资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

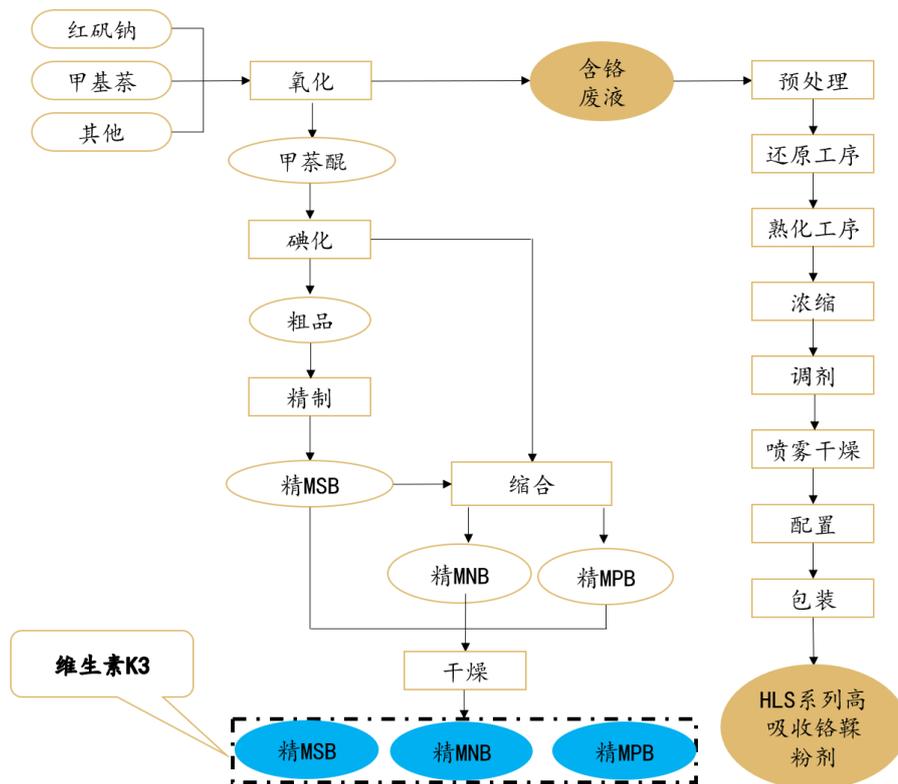
图 22 维生素 K3 价格（元/kg）



资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

维生素 K3 主要原料为红矾钠、甲基萘和烟酰胺，占产品生产成本 60% 左右，公司近期收购了南非的朗盛 CISA，实现了原料红矾钠自给，未来维生素 K3 的成本有望进一步降低。

图 23 维生素 K3 与铬鞣剂联产工艺



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

### 3. 铬鞣剂：收购朗盛 CISA，打通维生素 K3 与铬鞣剂产业链

公司于 2019 年 8 月 13 日宣布以 6.6 亿元收购 LANXESS CISA Proprietary Limited (朗盛 CISA)，朗盛 CISA 是行业内老牌的重铬酸钠（红矾钠）、铬鞣剂生产企业，产品质量全球领先，致力于服务高端领域客户。全球一半以上的铬矿产量在南非，朗盛 CISA 位于南非纽卡斯尔市，是全球唯一一家靠近铬盐核心原料“铬矿”最丰富的南非矿区附近的铬盐生产企业。

**打通产业链，实现原料自给：**公司是全球最大的维生素 K3 供应商及全球主要的铬鞣剂供应商，红矾钠是维生素 K3 和铬鞣剂的核心原材料。朗盛是铬鞣剂发明者（1921 年），有着 100 多年的铬盐生产与运营经验，朗盛 CISA 未来的主要产品包括重铬酸钠、铬酸及铬鞣剂。本次并购实现了公司主要产品的产业链整合，确保公司核心原材料红矾钠的长期稳定供应，提升了维生素 K3 和铬鞣剂产品的市场竞争力。

**增加下游辐射面，提高市占率：**目前，“兄弟”和“朗盛”两大品牌铬鞣剂分别位列中国与国际市场的前三位，通过此次并购，公司铬鞣剂国际市场占有率将有效提升。公司的兄弟品牌铬鞣剂聚焦中国和东南亚市场，以服务鞋面革和服装革客户为主；朗盛品牌铬鞣剂辐射欧洲、南美洲和非洲，以服务汽车革和沙发革客户为主；因此，本次并购丰富了公司现有铬鞣剂的产品结构和客户结构，全面提高公司铬鞣剂的全球市场占有率，进一步巩固公司铬鞣剂的市场领导地位。

**利用南非贸易优势及贸易政策风险转移：**朗盛南非铬化工大部分为出口业务，而南非出口增值税税率为零税率。同时，南非与众多国家与地区签订了关税协议，包括：南部非洲发展共同体（SADC）、南部非洲共同体—欧盟经济伙伴关系协定、欧洲自由贸易联盟与南部非洲关税同盟之间的自由贸易协定、南方共同市场（MERCOSUR）

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

与南部非洲关税同盟（SACU）之间的优惠贸易协定等。众多关税协议加大了南非出口南美、欧洲等地区的优势，将有利于兄弟科技积极应对目前及未来全球贸易政策的变化。

公司于 2020 年 5 月 4 日发布公告称，南非总统于 4 月 24 日再次发表全国电视讲话，确定了未来南非防疫路线分为五级防疫，在 4 月 30 日之后开始逐步恢复经济活动。5 月 1 日，南非正式将封锁等级由最严厉的第五级调低至第四级。根据相关部门要求，兄弟 CISA 已于 5 月 1 日起逐步、有序恢复生产，届时兄弟南非有望继续将公司贡献利润。

表 3 朗盛 CISA 财务数据

指标名称	货币单位	2019 年 1-6 月	2018 年
营业收入	百万兰特	584.70	1193.70
	折合人民币（百万元）	285.22	565.22
EBITDA	百万兰特	103.70	247.20
	折合人民币（百万元）	50.59	117.05
净利润	百万兰特	39.00	109.60
	折合人民币（百万元）	19.02	51.90

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4. 布局香精香料及医药中间体，投资进入收获期

### 4.1. 香兰素建成投产，香精香料蓄势待发

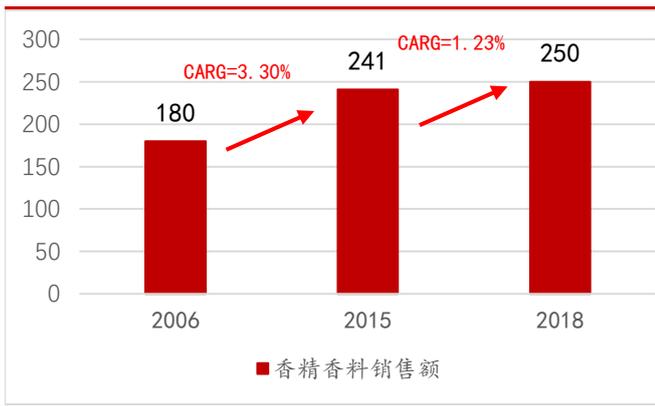
香兰素分为香兰素、乙基香兰素两种，是重要的食用香料之一，香兰素除在食品工业中得到广泛应用外，也作为饲料添加剂，在饲料中适当添加香兰素可以增进动物的食欲；在烟草与日化工业中广泛添加，用来起增香和定香作用。同时也有较大比例的香兰素用作医药中间体。乙基香兰素是一种合成香料，是食品添加剂行业中不可缺少的重要原料，广泛用于食品饮料以及日用化妆品中起增香和定香作用，另外乙基香兰素还可用于饲料添加剂、电镀行业的增亮剂、医药原料等。

香兰素和乙基香兰素是香料工业中最大的品种之一。20 世纪 90 年代以来，随着世界各国尤其是发达国家经济的发展，生活水平不断提高，人们对食品、日用品的品质要求也愈来愈高，促进了香料香精行业的强劲增长。全球香料香精 1990 年的销售额为 78 亿美元，2006 年为 180 亿美元，2015 年达到 241 亿美元，随后进入平稳发展期，截至 2018 年全球香精香料市场销售额为 250 亿美元。2005 年以来，我国香精香料行业规模伴随着我国经济进入飞速发展期。根据中国香料香精化妆品工业协会，国内香精香料行业市场销售额由 2005 年的 130 亿增长至 2018 年的 403 亿元，CARG 为 9.09%，相对于欧美等发达国家的成熟市场保持较快增速。

2017 年 3 月 20 日公司宣布启动年产 2 万吨苯二酚、3.11 万吨苯二酚衍生物项目建设工作。其中项目一期工程完成后将建成产能为 1 万 t/a 苯二酚生产线一条，总产能为 1.5 万 t/a 苯二酚衍生物生产线及其配套设施。产品主要包括邻苯二酚、对苯二酚、香兰素、乙基香兰素、对羟基苯甲醚等系列产品。

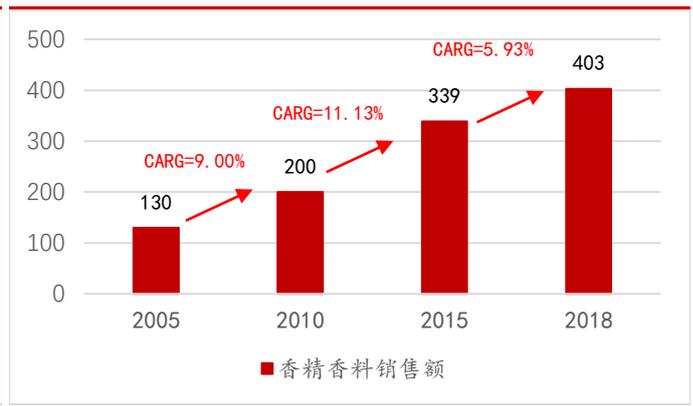
根据公司 2020 年 2 月 19 日公告，苯二酚及其衍生物项目已在 2019 年底开始试生产，预计 2020 年 2 季度开始会逐步对业绩产生贡献。

图 24 2006-2018 全球香精香料销售规模 (亿美元)



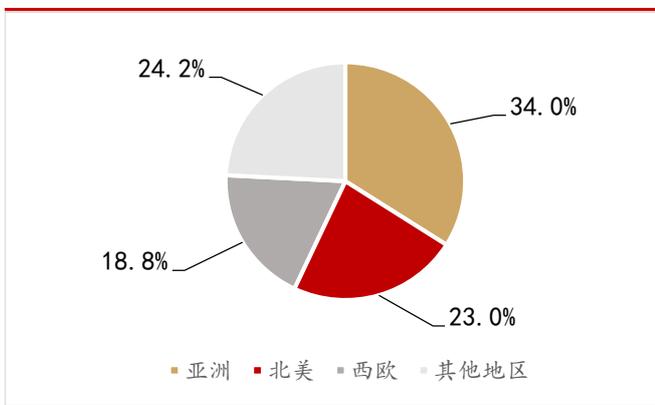
资料来源: Leffingwell, 前瞻经济学人, 华西证券研究所

图 25 2005-2018 中国香精香料销售规模 (亿元)



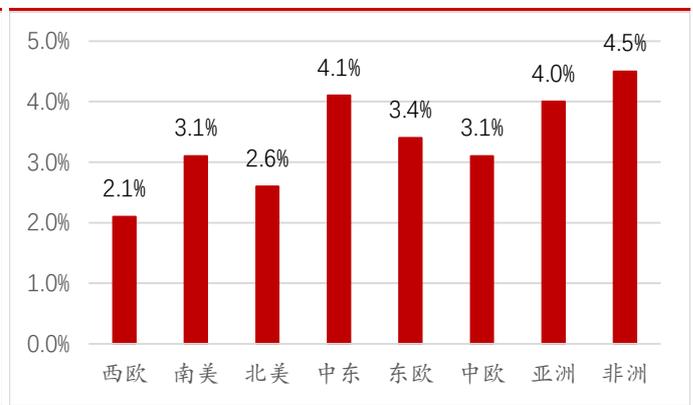
资料来源: 前瞻经济学人, 华西证券研究所

图 26 2018 年全球香精香料分地区市场规模



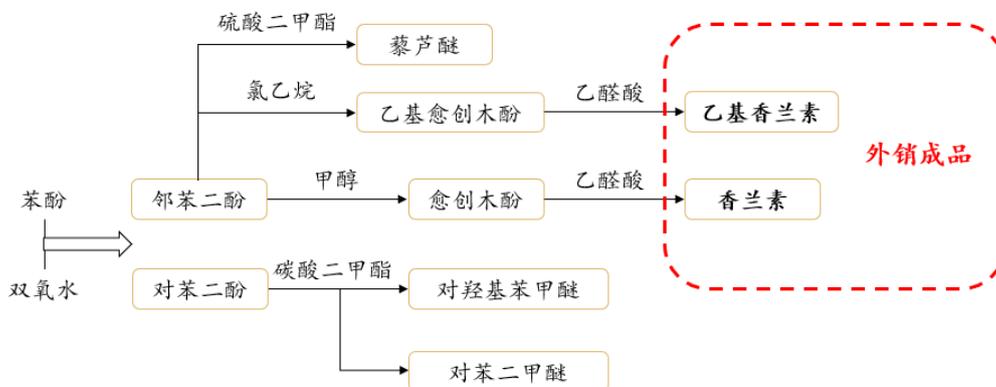
资料来源: Leffingwell, 前瞻经济学人, 华西证券研究所

图 27 2013-2018 全球各地区香精香料规模增速 (%)



资料来源: Leffingwell, 前瞻经济学人, 华西证券研究所

图 28 香兰素合成工艺



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

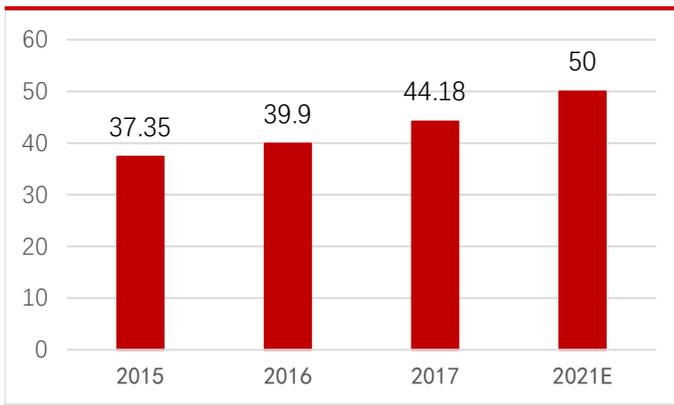
## 4.2. 进军医疗领域，碘造影剂市场空间巨大

造影剂又称为对比剂，一般在医学成像过程中使用，可增加受验者影像的对比度，以便能更清晰地观察到不同的器官、细胞组织类型或躯体腔隙。根据造影原理的不同，造影剂主要分为 X 射线造影剂、磁共振造影剂和超声造影剂。X 射线造影剂应用于 X 射线造影检查，可分为医用硫酸钡（又称“钡餐”）和碘造影剂两类。碘造影剂可用于多种器官和组织的造影，主要品种包括碘海醇、碘帕醇、碘普罗胺、碘佛醇、碘克沙醇。

根据 Newport Premium 的统计数据，2015-2017 年全球造影剂的市场规模分别为 37.35、39.90、44.18 亿美元，预计 2021 年将突破 50 亿美元。根据中国医药工业中心的统计，近年来国内造影剂市场也呈现出快速增长的趋势，2013 至 2017 年，由 68.16 亿元增长至 112.50 亿元，复合年均增长率为 13.35%，预计到 2021 年国内造影剂市场规模将突破 180 亿元。

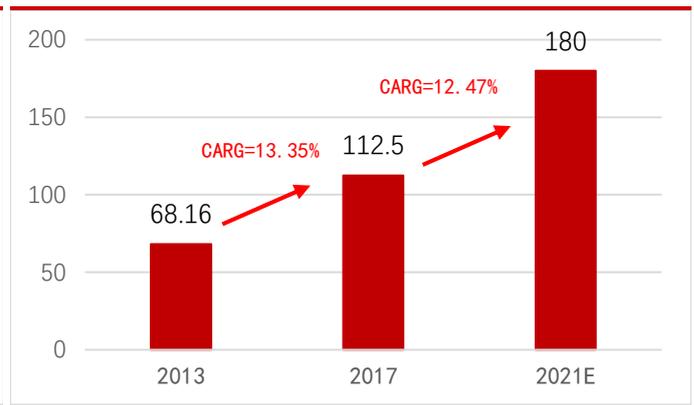
根据公司 2017 年 2 月 7 日公告显示，公司投资 3.2 亿元用于年产 1000 吨碘造影剂及其中间体项目的建设，该项目采用先进的碘造影剂合成与纯化技术，以 5-硝基间苯二甲酸为起始原料，通过系列合成及纯化工艺生产碘造影剂及其中间体产品。根据公司 2020 年 2 月 19 日公告，碘造影剂项目已在 2019 年底开始试生产，预计 2020 年 2 季度开始会逐步对业绩产生贡献。

图 29 全球造影剂市场规模（亿美元）



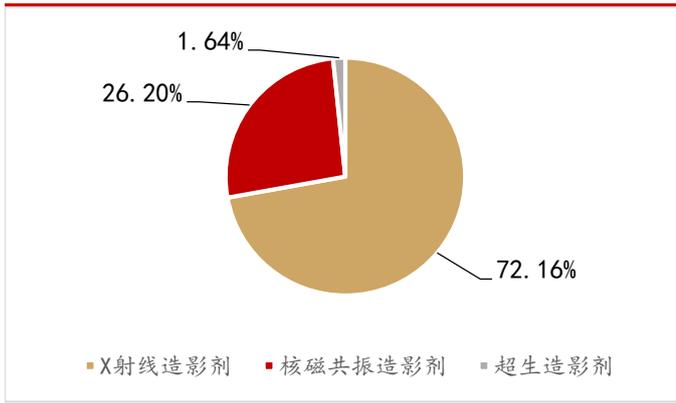
资料来源：Newport Premium，华西证券研究所

图 30 国内造影剂市场规模（亿元）



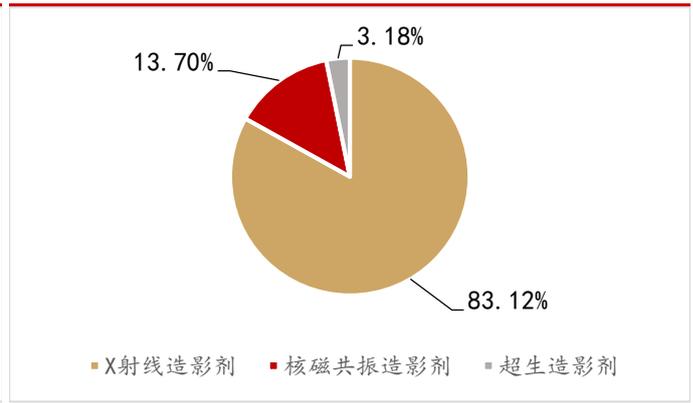
资料来源：Newport Premium，华西证券研究所

图 31 2017 年全球各类造影剂市场份额



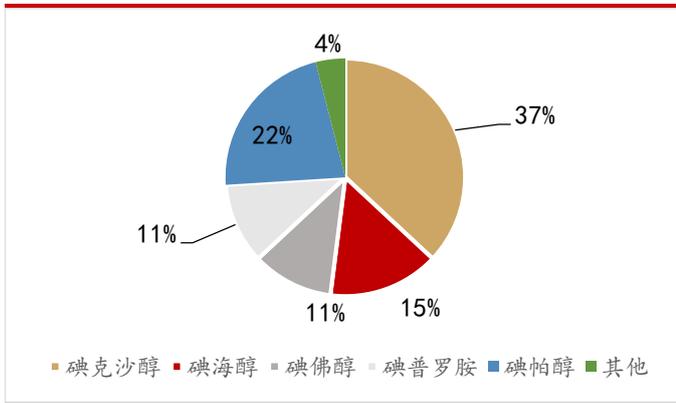
资料来源: Newport Premium, 华西证券研究所

图 32 2017 年国内各类造影剂市场份额



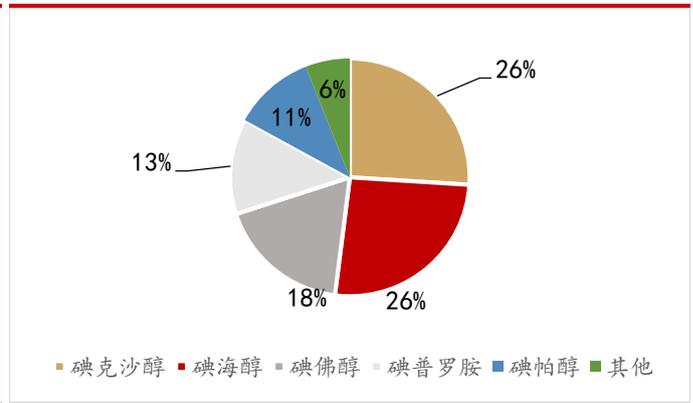
资料来源: 中国医药工业中心, 华西证券研究所

图 33 2017 年全球造影剂品种份额



资料来源: Newport Premium, 华西证券研究所

图 34 2017 年国内造影剂品种份额



资料来源: 内米网, 华西证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

关键假设：

1、2019-2021 年，维生素 B1 均价为 179、280、280 元/kg，销量约 300、1500、1300 吨；维生素 B3 均价为 43、53、47 元/kg，销量约 8500、7000、8500；维生素 B5 均价为 320、340、300 元/kg，销量约 1200、1200、1500 吨；维生素 K3 均价为 84、92、80 元/kg，销量约 2500、2500、3000 吨。

2、香精香料和碘造影剂于 2020 年 2 季度相继投产，由于处于产能爬坡期，2020-2022 年，产能利用率分别为 20%、40%、60%。

3、朗盛 CISA 并表，2020 年疫情影响据公告称停产时间为 21 天，我们保守估计全年影响 3 个月，销售收入、净利润相应向下调整。

表 4 主营业务拆分

		单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
维生素	收入	百万元	1,063.42	918.19	1,457.00	1,710.00	1,910.00
	成本	百万元	742.9	573.2	809.5	966	1,043.50
	毛利润	百万元	320.52	344.99	647.5	744	866.5
	毛利率	%	30.14%	37.57%	44.44%	43.51%	45.37%
皮革化学品	收入	百万元	298.04	300.67	723.75	862.38	862.38
	成本	百万元	295.31	283.18	619	734.62	734.62
	毛利润	百万元	2.73	17.49	104.75	127.76	127.76
	毛利率	%	0.92%	5.82%	14.47%	14.81%	14.81%
香精香料	收入	百万元			70	140	210
	成本	百万元			52	104	156
	毛利润	百万元			18	36	54
	毛利率	%			25.71%	25.71%	25.71%
碘造影剂	收入	百万元			9.7	48.5	194
	成本	百万元			7.1	35.5	142
	毛利润	百万元			2.6	13	52
	毛利率	%			26.80%	26.80%	26.80%
其他	收入	百万元	53.56	38.86	50	50	50
	成本	百万元	47.93	32.52	42	42	42
	毛利润	百万元	5.63	6.34	8	8	8
	毛利率	%	10.51%	16.31%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	收入	百万元	1,415.02	1,257.72	2,310.45	2,810.88	3,226.38
	成本	百万元	1,086.14	888.90	1,529.60	1,882.12	2,118.12
	毛利润	百万元	328.88	368.82	780.85	928.76	1108.26
	毛利率	%	23.24%	29.32%	33.80%	33.04%	34.35%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5.2. 估值与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 23.10/28.11/32.26 亿元，归母净利润分别为 2.32/3.01/3.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.26/0.33/0.40 元，目前股价 5.30 元，对应 PE 分别为 21/16/13 倍。我们选取行业可比公司浙江医药、圣达生物、安迪苏、新和成 4 家企业进行比较，2020-2022 年平均 PE 分别为 16/14/13 倍，公司为国内维生素行业细分龙头，收购朗盛 CISA 打通维生素 K3、铬鞣剂产业链，各类维生素产品低位反弹，香精香料、碘造影剂等产品陆续进入收获期，未来业绩有望高增，且公司目前市值不到 50 亿，与同类企业相比具有较高的成长性，我们看好公司未来成长，首次覆盖给予公司 2020 年 25 倍 PE，对应目标价 6.50 元，给予“买入”评级。

表 5 可比公司估值

公司名称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
	2020/5/13	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
浙江医药	154.9	0.36	1.25	1.5	1.86	37.59	11.77	9.77	8.62
圣达生物	43.37	0.42	2.27	2.39	2.42	94.83	16.38	15.54	15.33
安迪苏	301.45	0.37	0.53	0.61	0.71	29.89	21.13	18.56	15.81
新和成	536.31	1.01	1.79	2.06	2.44	23.05	13.58	11.93	10.24
均值		0.54	1.46	1.64	1.86	46.34	15.72	13.95	12.50
兄弟科技	47.81	0.05	0.26	0.33	0.40	109.09	20.57	15.89	13.16

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 6. 风险提示

**维生素价格下跌的风险：**受疫情影响，国内下游需求恢复缓慢，国外需求降低，导致维生素供需变差，价格下跌的风险。

**兄弟 CISA 复产不及预期：**根据相关部门要求，兄弟 CISA 已于 5 月 1 日起逐步、有序恢复生产，未来若海外疫情反复，仍有停工风险。

**香精香料、碘造影剂投产进度不及预期的风险：**2020 年 2 季度起，公司香精香料、碘造影剂相继投产，正式投产首年，有开工率不及预期，停工检修等风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,258	2,310	2,811	3,226	净利润	44	232	301	363
YoY (%)	-11.1%	83.7%	21.7%	14.8%	折旧和摊销	165	125	140	145
营业成本	889	1,530	1,882	2,118	营运资金变动	-316	33	55	24
营业税金及附加	12	15	21	23	经营活动现金流	-94	382	498	525
销售费用	52	91	98	120	资本开支	-535	-881	-804	-817
管理费用	188	274	309	369	投资	0	0	0	0
财务费用	27	38	52	66	投资活动现金流	-290	-843	-762	-766
资产减值损失	-8	-20	-25	-23	股权募资	0	0	0	0
投资收益	16	39	42	51	债务募资	887	176	296	342
营业利润	50	276	340	421	筹资活动现金流	630	127	237	268
营业外收支	-2	34	32	40	现金净流量	250	-334	-27	28
利润总额	47	310	372	461	<b>主要财务指标</b>				
所得税	4	77	72	97	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利润	44	232	301	363	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	44	232	301	363	营业收入增长率	-11.1%	83.7%	21.7%	14.8%
YoY (%)	100.9%	430.3%	29.4%	20.8%	净利润增长率	100.9%	430.3%	29.4%	20.8%
每股收益	0.05	0.26	0.33	0.40	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	29.3%	33.8%	33.0%	34.3%
货币资金	855	521	494	521	净利率	3.5%	10.1%	10.7%	11.3%
预付款项	28	36	49	53	总资产收益率 ROA	1.0%	4.5%	4.9%	5.1%
存货	367	555	714	792	净资产收益率 ROE	1.9%	9.1%	10.5%	11.1%
其他流动资产	380	637	743	827	<b>偿债能力</b>				
流动资产合计	1,630	1,749	2,000	2,193	流动比率	1.37	0.94	0.81	0.73
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	1.04	0.63	0.50	0.45
固定资产	1,689	2,149	2,524	2,922	现金比率	0.72	0.28	0.20	0.17
无形资产	113	109	104	100	资产负债率	46.2%	50.9%	53.3%	53.9%
非流动资产合计	2,680	3,467	4,162	4,883	<b>经营效率</b>				
资产合计	4,310	5,216	6,163	7,076	总资产周转率	0.29	0.44	0.46	0.46
短期借款	350	527	823	1,165	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	738	1,179	1,488	1,660	每股收益	0.05	0.26	0.33	0.40
其他流动负债	102	147	172	190	每股净资产	2.57	2.84	3.19	3.61
流动负债合计	1,190	1,852	2,483	3,015	每股经营现金流	-0.10	0.42	0.55	0.58
长期借款	341	341	341	341	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	461	461	461	461	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	803	803	803	803	PE	109.09	20.57	15.89	13.16
负债合计	1,993	2,655	3,286	3,818	PB	1.90	1.87	1.66	1.47
股本	902	902	902	902					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,317	2,561	2,877	3,259					
负债和股东权益合计	4,310	5,216	6,163	7,076					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工行业研究助理，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。