

金禾实业(002597.SZ)2022年报及2023年一季报点评： 2023Q1短期承压，定远二期驱动公司成长

评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)
S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)
S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)
S0350121080058
tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
金禾实业	-14.7%	-22.0%	-30.1%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7250	6981	8908	10410
增长率(%)	24	-4	28	17
归母净利润 (百万元)	1695	1081	1458	1858
增长率(%)	44	-36	35	27
摊薄每股收益 (元)	3.02	1.93	2.60	3.31
ROE(%)	24	14	15	16
P/E	10.66	13.39	9.93	7.79
P/B	2.59	1.82	1.54	1.28
P/S	2.51	2.07	1.62	1.39
EV/EBITDA	7.40	8.11	6.92	4.70

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——金禾实业 (002597) 事件点评: 2022年业绩高增, 看好公司中长期成长 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-01-06

《——金禾实业 (002597) 季报点评: Q3业绩高速增长, 定远二期打开中长期成长 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-10-18

《——金禾实业 (002597) 事件点评: 定远二期项目落地, 助力公司中长期高成长 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-10-12

事件：2023年4月27日，金禾实业发布2022年年报：2022年公司实现营业收入72.50亿元，同比增长24.04%；实现归属于上市公司股东的净利润16.95亿元，同比增长44.00%；加权平均净资产收益率为27.03%，同比增加4.94个百分点。销售毛利率35.17%，同比增加7.00个百分点；销售净利率23.37%，同比增加3.25个百分点。

其中，2022年Q4实现营收17.22亿元，同比-5.69%，环比-10.68%；实现归母净利润3.62亿元，同比-21.84%，环比-24.32%；ROE为5.30%，同比减少2.99个百分点，环比减少2.16个百分点。销售毛利率37.23%，同比增加5.25个百分点，环比增加3.44个百分点；销售净利率21.05%，同比减少4.34个百分点，环比减少3.77个百分点。

同时，公司发布2023年一季报，2023Q1单季度，公司实现营收13.84亿元，同比-27.10%，环比-19.66%；实现归母净利润2.45亿元，同比-44.49%，环比-32.33%；ROE为3.43%，同比下滑3.88个百分点，环比下滑1.87个百分点。销售毛利率达27.30%，同比下滑6.96个百分点，环比下滑9.94个百分点；销售净利率达17.74%，同比下滑5.54个百分点，环比下滑3.31个百分点。

点评：

新项目持续落地，量价齐升助2022年业绩高增

2022年，公司新产能陆续投放，年产3万吨DMF及配套甲胺项目、氯化亚砷二期年产4万吨项目顺利投产，年产5000吨甲乙基麦芽酚项目也于2022年3月开始进入试生产，同时年产1000吨阿洛酮糖中试项目也于2022年建设投产。随着新产能相继落地，公司产品销量高速增长，其中食品添加剂销量达3.55万吨，同比+13.78%。同时，公司主要产品三氯蔗糖2022年市场均价达38.29万元/吨，同比+40.86%。销量价格双增背景下，带动公司业绩提升，2022年公司实现营业收入72.50亿元，同比增长24.04%；实现归母净利润16.95亿元，同比增长44.00%。

分业务板块来看，2022年食品添加剂实现营业收入45.58亿元，同比增长50.47%；毛利率达47.77%，同比增加14.20个百分点。大宗化学品实现营业收入20.53亿元，同比下滑3.72%；毛利率达14.56%，同比下滑10.38个百分点。

期间费用方面，2022年公司销售/管理/财务费用率分别为0.74%/5.81%/-0.21%，同比-0.44/+0.13/-0.60pct，财务费用率下滑，主要系本期汇率波动产生汇兑收益增加。2022年，公司经营活动产生的现金流量净额达21.55亿元，同比增加143.55%，主要系本年度销售规模较上年增加所致。

产品价格下滑致短期承压，看好三氯蔗糖景气底部回升

2023年一季度，公司实现归母净利润2.45亿元，同比-1.97亿元，环比-1.17亿元；其中实现毛利润3.78亿元，同比-2.73亿元，环比-2.64亿元。一季度毛利润同环比下滑，主要由于公司三氯蔗糖等产品价格下行，据Wind，2023Q1三氯蔗糖均价达22.8万元/吨，同比-47.52%，环比-28.08%；安赛蜜均价达6.0万元/吨，同比-27.63%，环比-14.20%。同时，公允价值变动净收益达0.27亿元，同比+0.57亿元，环比+0.75亿元，主要系本期持有的金融资产公允价值上涨所致；投资净收益达0.11亿元，同比+0.01亿元，环比-0.12亿元，环比下滑或由于联营合营企业盈利减少所致。期间费用方面，2023Q1公司销售/管理/财务费用率分别为0.70%/8.26%/0.51%，同比-0.23/+3.99/+0.45pct，环比-0.06/-0.35/-2.11pct，管理费用率同比大幅上行，主要由于2022年11月公司实施完成了第二期核心员工持股计划以及2022年限制性股票激励计划，本季度合计确认2179.62万元的股份支付费用所致。展望未来，目前三氯蔗糖价格已经筑底，随着饮料旺季到来，需求有望逐步修复。据百川资讯，2023年3月三氯蔗糖出口量达1395.70吨，环比+51.6%，我们看好三氯蔗糖景气底部回升，并带动公司盈利逐步修复。

定远二期积极推进，公司新一轮成长再启

2022年，公司与定远县人民政府签订《金禾实业定远县二期项目投资协议书》，拟投资99亿元在定远盐化工业园实施“生物—化学合成研发生产一体化综合循环利用项目”。本项目将基于合成生物学技术和绿色化学合成技术，面向食品饮料、日化香料以及高端制造等下游领域，同时拟将项目打造成集科研、生产和资源综合利用于一体的循环经济产业基地。截至目前，公司定远二期项目积极推进，定远二期年产15万吨双氧水项目、年产6万吨离子膜烧碱及6万吨离子膜钾碱项目、年产10万吨氯化亚砷及6万吨氯磺酸项目、年产60万吨硫磺制酸项目已进行环评公示，后续项目也积极推进中。随着定远二期建设工作的有序开展，公司有望开启新一轮成长。

持续加大研发投入，公司工艺水平及竞争优势不断提升

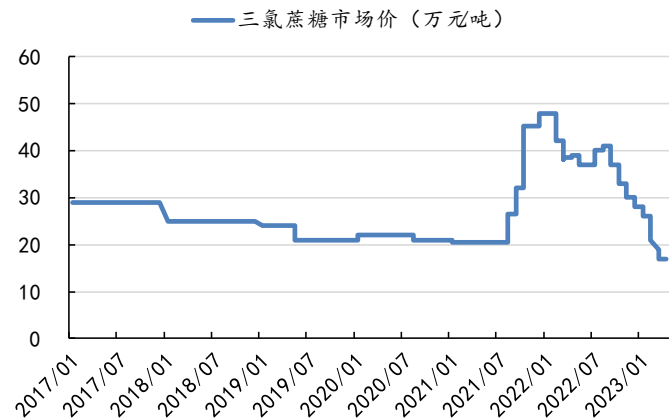
公司近年持续加大研发投入，2022年公司研发费用达2.42亿元，同比+32.53%。公司目前已建成金禾研究所（合肥）、金禾本部研发中心（滁州）以及南京食品添加剂及配料的应用研发基地，形成前端研发、项目落地、产品应用三位一体的研发平台，致力于为公司客户提供一体化的应用解决方案。公司开发了一系列具有国际领先水平的核心技术，三氯蔗糖、安赛蜜及甲、乙基麦芽酚单位产能生产成本和生产收率均处于行业领先水平，同时，产品的品质、稳定性和生产过程中的环境友好性显著提升，巩固了公司在食品添加剂领域的市场份额。

图表：金禾实业分产品经营数据

指标		2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2022	2021	2022H2同比	2022H2环比
食品添加剂	营业收入 (亿元)	23.38	22.20	18.3	11.99	45.58	30.29	27.73%	5.28%
	营业成本 (亿元)	11.28	12.52	11.61	8.51	23.81	20.12	-2.81%	-9.89%
	毛利润 (亿元)	12.09	9.68	6.69	3.48	21.77	10.17	80.73%	24.91%
	毛利率 (%)	51.73%	43.60%	36.56%	29.00%	47.77%	33.57%	15.17%	8.13%
大宗化学品	营业收入 (亿元)	10.02	10.52	12.02	9.31	20.54	21.33	-16.64%	-4.71%
	营业成本 (亿元)	9.38	8.16	9.05	6.96	17.54	16.01	3.68%	14.97%
	毛利润 (亿元)	0.64	2.35	2.98	2.34	2.99	5.32	-78.62%	-72.94%
	毛利率 (%)	6.36%	22.39%	24.79%	25.19%	14.56%	24.94%	-18.43%	-16.03%
整体	总营收 (亿元)	36.50	36.00	33.71	24.744	72.51	58.45	8.28%	1.38%
	总营业成本 (亿元)	23.58	23.43	23.72	18.26	47.01	41.99	-0.61%	0.62%
	销售毛利润 (亿元)	12.92	12.57	9.98	6.48	25.50	16.46	29.49%	2.80%
	毛利率 (%)	35.41%	34.92%	29.61%	26.19%	35.17%	28.17%	5.80%	0.49%
	销售净利润 (亿元)	8.41	8.54	7.37	4.39	16.95	11.76	14.10%	-1.49%
	净利率 (%)	23.04%	23.71%	21.86%	17.73%	23.37%	20.13%	1.18%	-0.67%

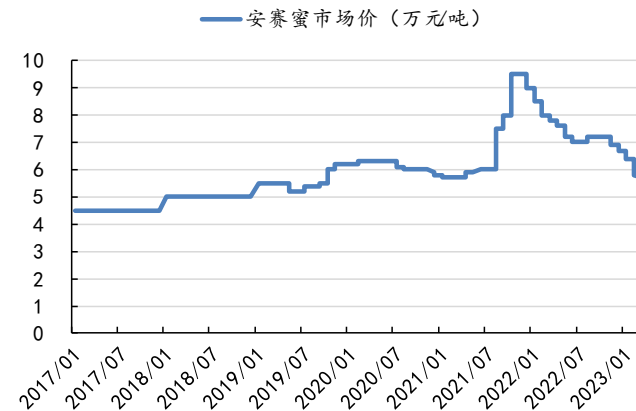
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：三氯蔗糖价格情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：安赛蜜价格情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：主要产品价格情况

产品价格 (万元/吨)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
三氯蔗糖	20.6	20.5	24.2	43.4	43.5	37.9	39.9	31.8	22.8	17.0
安赛蜜	5.7	5.9	6.8	9.2	8.3	7.4	7.1	7.0	6.0	5.5
乙基麦芽酚	8.8	8.8	9.5	15.5	9.9	9.3	8.5	8.0	7.2	6.4

资料来源：wind，国海证券研究所（注：2023Q2均价统计截至2023年4月27日）

- 盈利预测和投资评级：综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.81、14.58、18.58亿元，对应PE分别13、10、8倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、下游客户订单波动、原材料价格波动、环保政策变动。

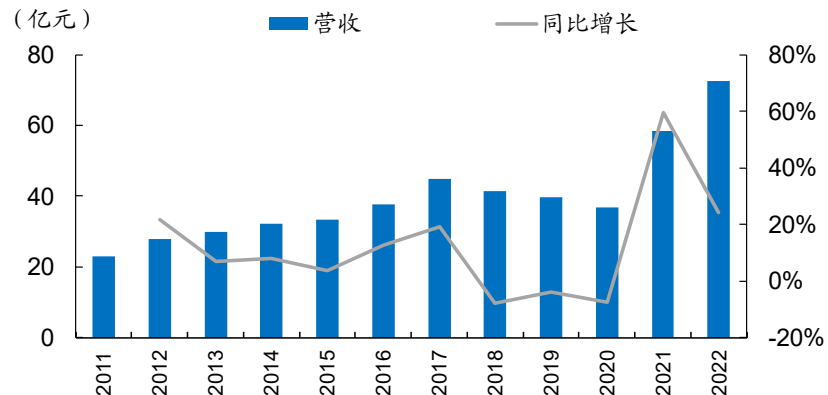
图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,250.50	6,980.89	8,908.13	10,409.86
增长率(%)	24.04	-3.72	27.61	16.86
归母净利润（百万元）	1,695.01	1,080.86	1,457.62	1,857.95
增长率(%)	44.00	-36.23	34.86	27.46
摊薄每股收益（元）	3.02	1.93	2.60	3.31
ROE(%)	24.10	13.60	15.50	16.49
P/E	10.66	13.39	9.93	7.79
P/B	2.59	1.82	1.54	1.28
P/S	2.51	2.07	1.62	1.39
EV/EBITDA	7.40	8.11	6.92	4.70

资料来源：wind，国海证券研究所

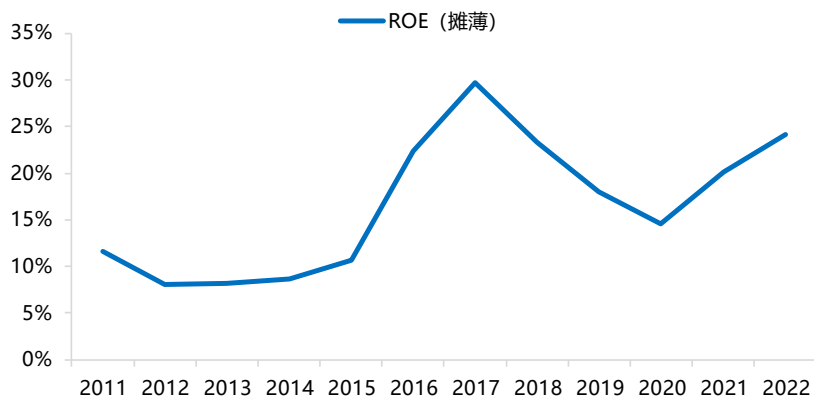
2022年营收同比上升24.04%

图表：2022年营收同比上升24.04%



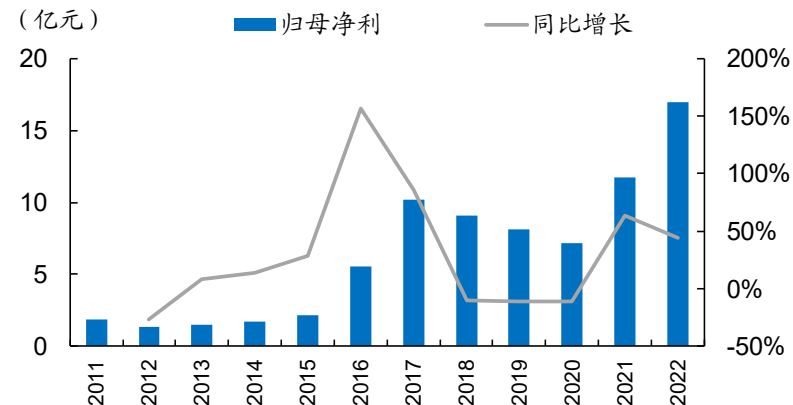
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年净资产收益率上升



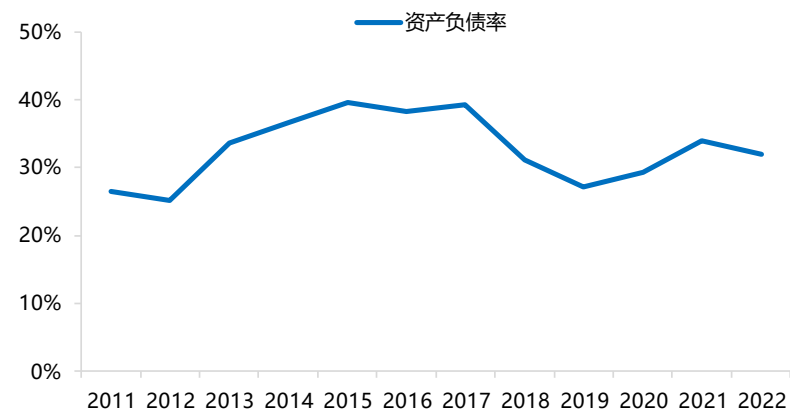
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比上升44.00%



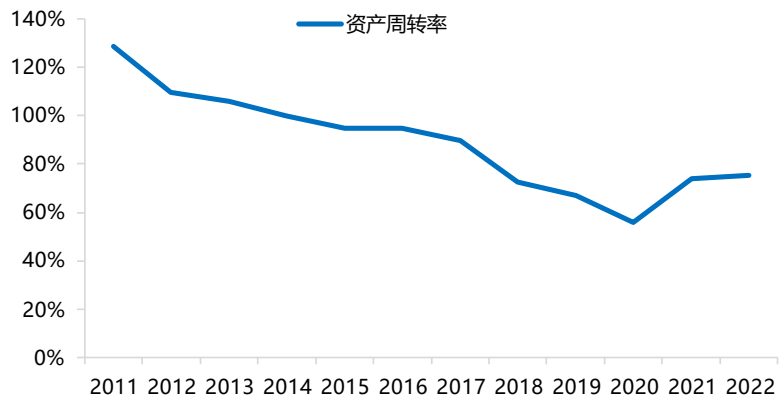
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年资产负债率下滑



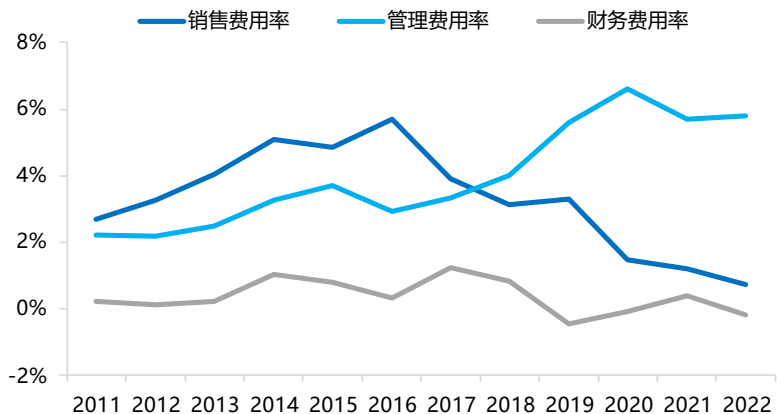
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年资产周转率上升



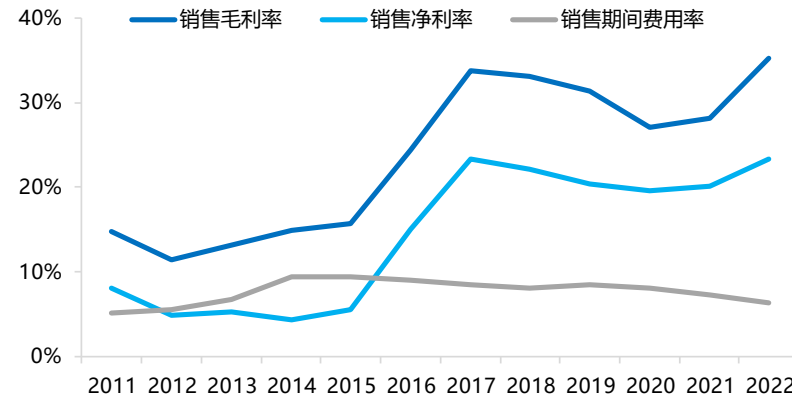
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年期间费用率略下行



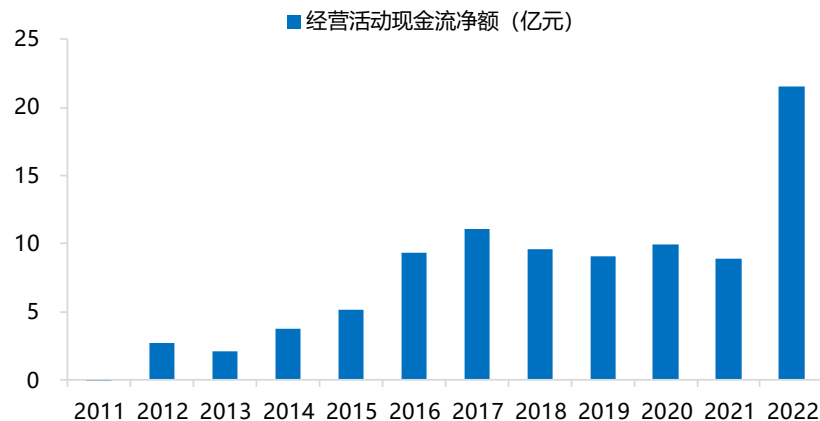
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率上升



资料来源：wind，国海证券研究所

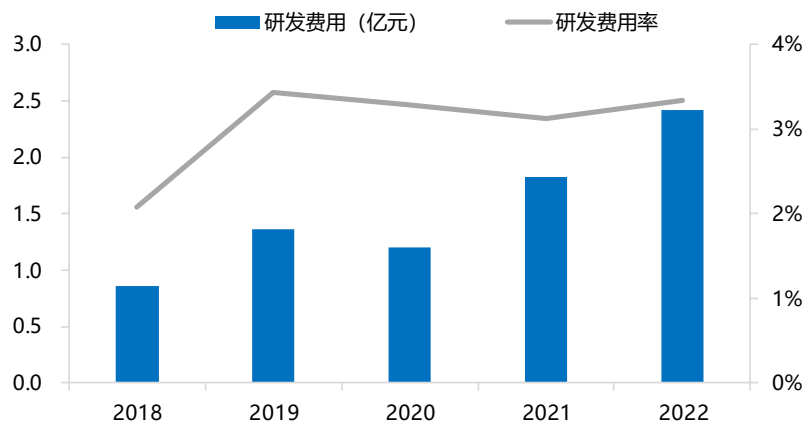
图表：2022年经营活动现金流净额21.55亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

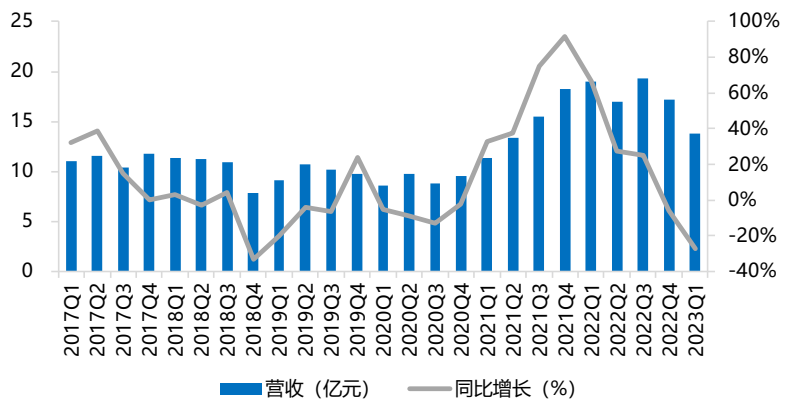
2022年研发费用持续增长

图表：2022年研发费用达2.42亿元



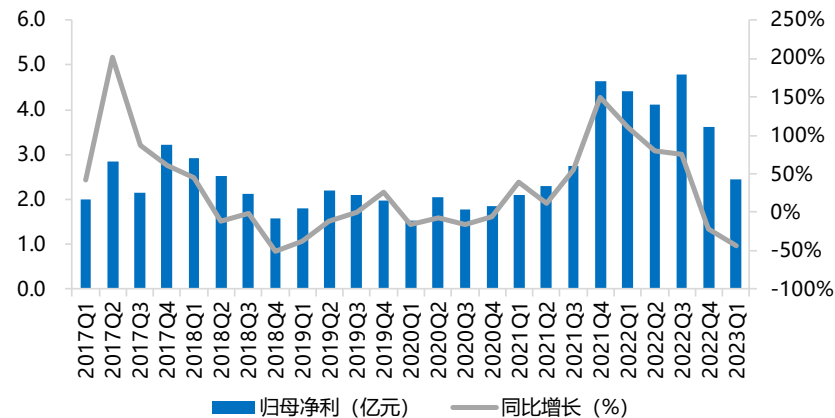
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1营收同比下滑27.10%



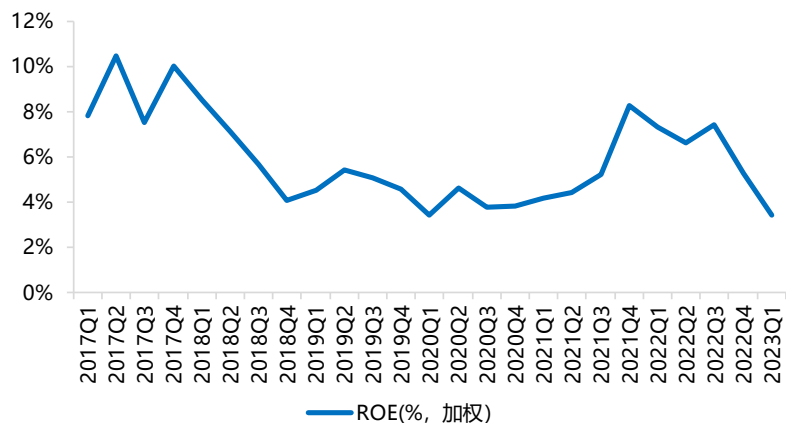
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1归母净利润同比下滑44.49%



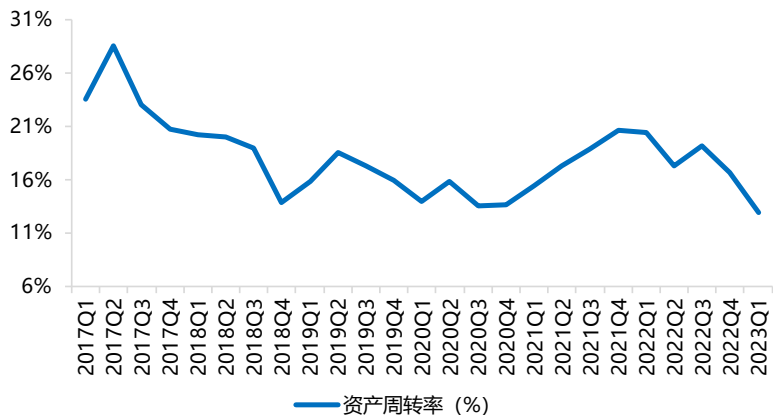
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度净资产收益率



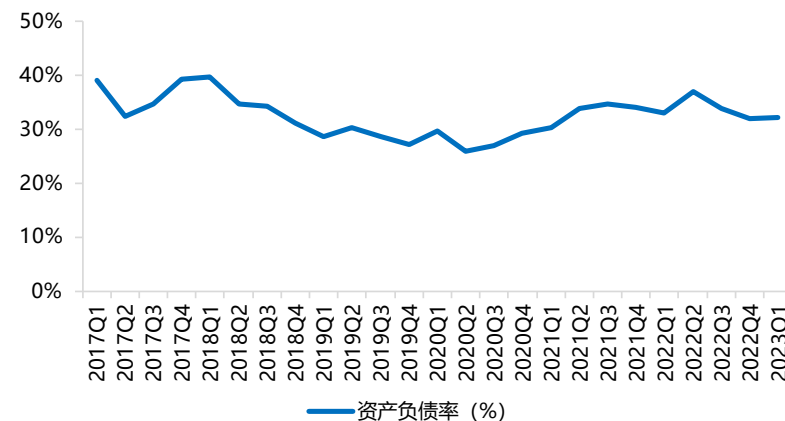
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



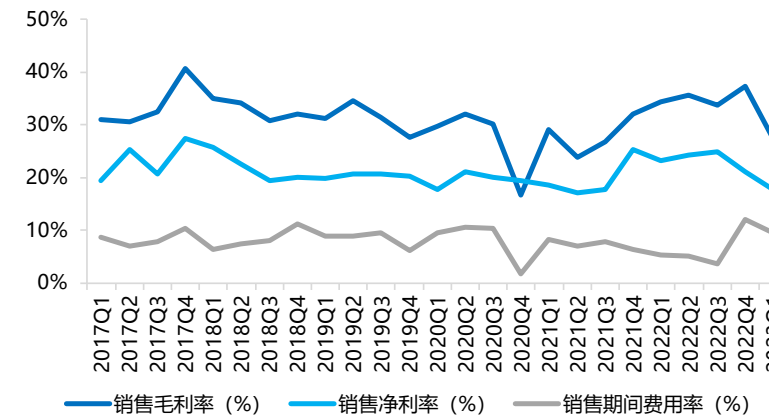
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

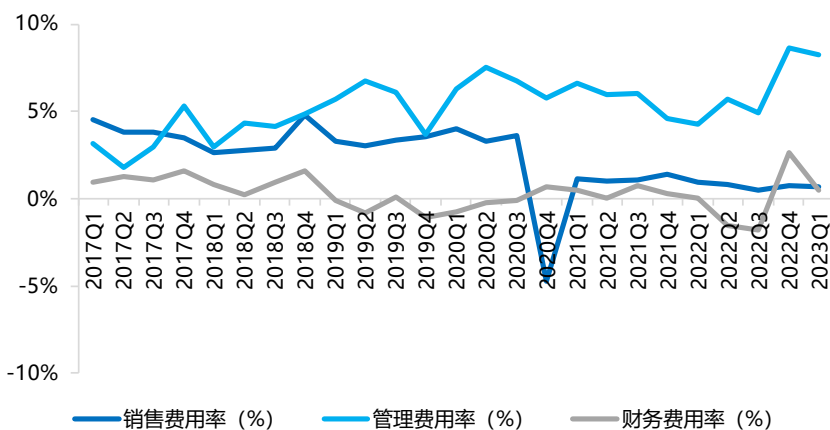
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

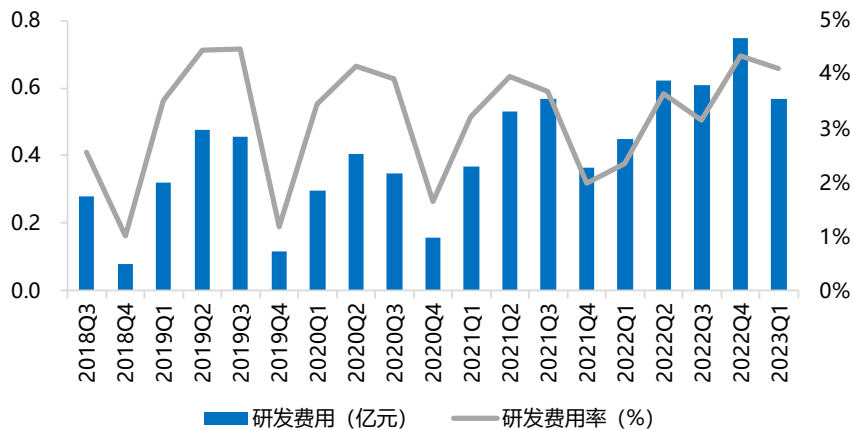
2023Q1期间费用率环比下行

图表：季度期间费用率



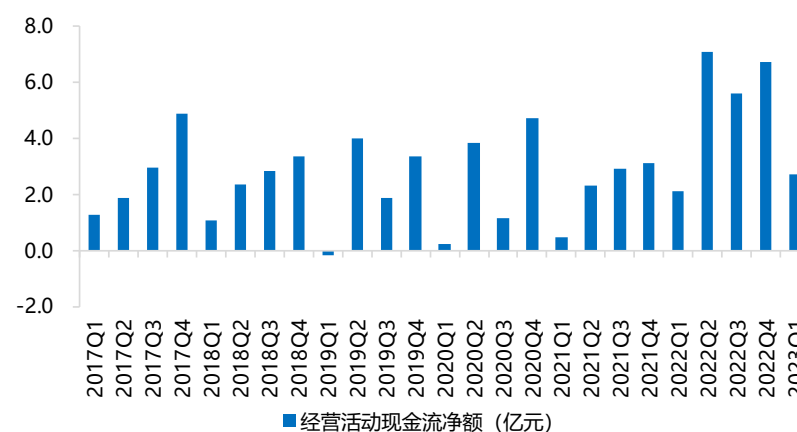
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1研发费用环比下滑



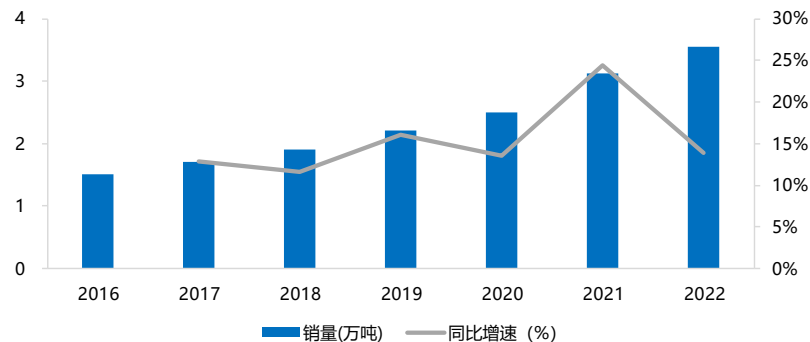
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1经营活动现金流净额2.70亿元



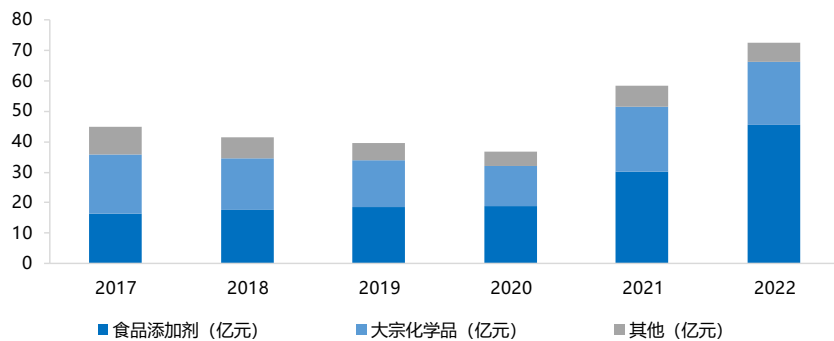
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年食品添加剂销量同比上升



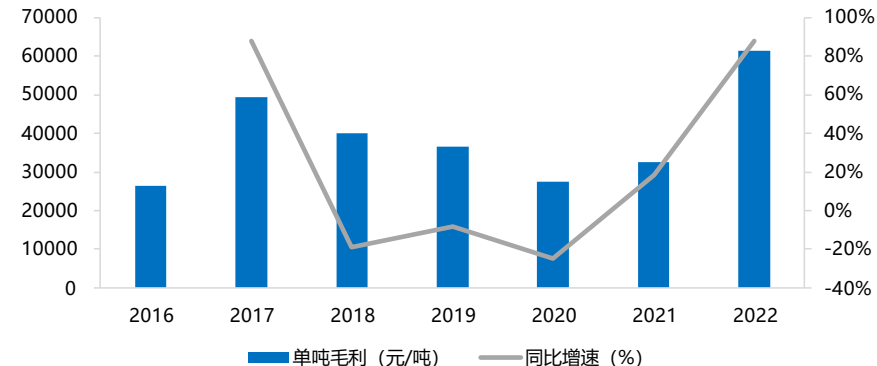
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



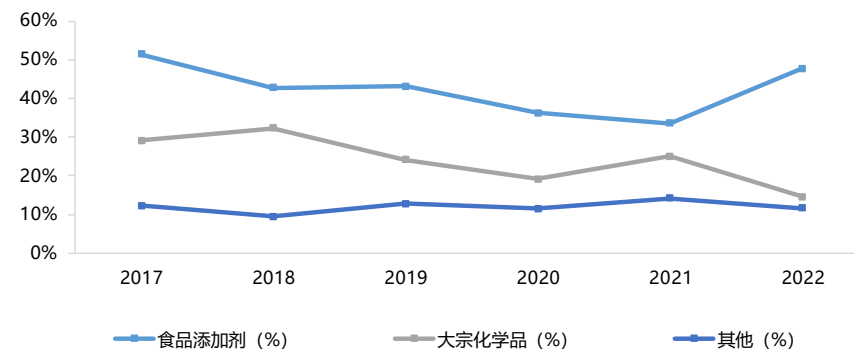
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年食品添加剂单吨毛利上升



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



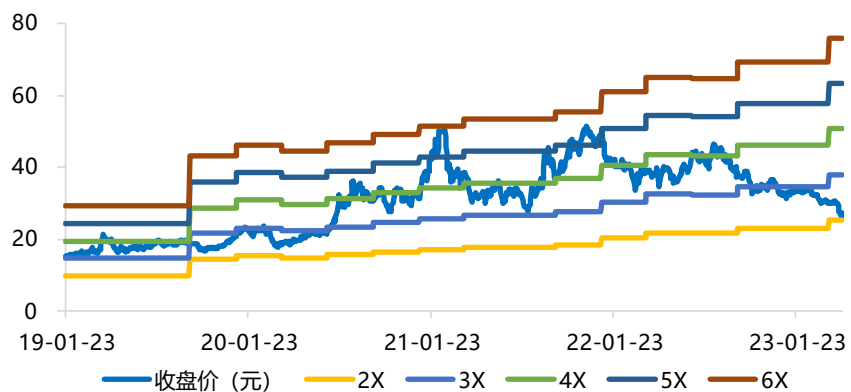
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



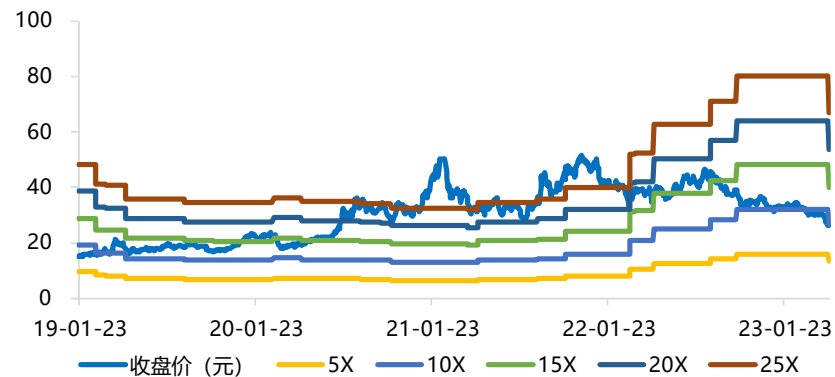
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

金禾实业盈利预测表

证券代码： 002597

股价： 25.80

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230428

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4073	4422	3592	5760	营业收入	7250	6981	8908	10410	每股指标				
应收款项	733	144	1127	420	营业成本	4701	5363	6848	7790	EPS	3.05	1.93	2.60	3.31
存货净额	627	380	1053	614	营业税金及附加	63	35	45	57	BVPS	12.54	14.17	16.77	20.08
其他流动资产	1285	1454	1748	1848	销售费用	53	77	98	115	估值				
流动资产合计	6718	6400	7520	8642	管理费用	179	147	187	219	P/E	10.7	13.4	9.9	7.8
固定资产	2751	4089	4749	5422	财务费用	-15	-51	-11	-4	P/B	2.6	1.8	1.5	1.3
在建工程	79	195	277	264	其他费用/(-收入)	242	205	279	326	P/S	2.5	2.1	1.6	1.4
无形资产及其他	774	871	961	1072	营业利润	1948	1228	1656	2111	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	19	25	32	36	营业外净收支	-25	0	0	0	盈利能力				
资产总计	10341	11580	13538	15435	利润总额	1922	1228	1656	2111	ROE	24%	14%	15%	16%
短期借款	204	161	117	97	所得税费用	228	147	199	253	毛利率	35%	23%	23%	25%
应付款项	928	1335	1713	1653	净利润	1695	1081	1457	1857	期间费率	3%	2%	3%	3%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	-1	-1	销售净利率	23%	15%	16%	18%
其他流动负债	1395	1356	1522	1642	归属于母公司净利润	1695	1081	1458	1858	成长能力				
流动负债合计	2527	2851	3352	3392	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	24%	-4%	28%	17%
长期借款及应付债券	616	616	616	616	经营活动现金流	2155	2513	446	3387	利润增长率	44%	-36%	35%	27%
其他长期负债	162	162	162	162	净利润	1695	1081	1458	1858	营运能力				
长期负债合计	778	778	778	778	少数股东权益	0	0	-1	-1	总资产周转率	0.70	0.60	0.66	0.67
负债合计	3305	3629	4130	4170	折旧摊销	356	400	517	548	应收账款周转率	9.90	48.54	7.90	24.79
股本	561	561	561	561	公允价值变动	136	88	0	0	存货周转率	11.56	18.35	8.46	16.95
股东权益	7035	7951	9408	11265	营运资金变动	-53	993	-1405	1105	偿债能力				
负债和股东权益总计	10341	11580	13538	15435	投资活动现金流	-519	-1852	-1215	-1184	资产负债率	32%	31%	31%	27%
					资本支出	-712	-1947	-1340	-1314	流动比	2.66	2.24	2.24	2.55
					长期投资	132	82	-7	-4	速动比	2.18	1.91	1.74	2.17
					其他	61	14	131	134					
					筹资活动现金流	-346	-227	-60	-35					
					债务融资	172	-44	-44	-20					
					权益融资	171	0	0	0					
					其它	-689	-183	-17	-16					
					现金净增加额	1319	435	-830	2168					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，化工行业研究助理。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597