

22 年业绩高增，需求有望迎来持续复苏

核心观点

- 22 年利润实现同比高增：**金禾实业发布 22 年业绩预告，预计 22 年实现归母净利润 16.55-17.70 亿元（中值 17.13 亿），同比增长 40.60%-50.37%（中值 45.49%）；其中 22Q4 实现归母净利润 3.22-4.37 亿（中值 3.80 亿），同比-30.60%至-5.82%（中值-18.21%），环比-32.78%至-8.77%（中值-20.77%）。从全年维度而言，公司实现同比利润大增创近年历史新高，主要来源于量价齐升及公司内部挖潜优化。公司 21 年投产的 5000 吨三氯蔗糖项目已达到预期效益，公司三氯蔗糖产品较上年同期在产销量以及销售价格方面均有不同幅度的提升；受到大宗原料、能源价格波动的影响，公司主要食品添加剂产品和大宗化学品生产成本相较于上年同期有一定上涨，公司适时对相关产品的价格进行了不同幅度的调整；公司围绕产业链通过持续的生产技术、生产工艺的优化，提升了生产效率、降低了生产成本。22Q4 利润同比和环比下滑我们认为主要来源于两个方面。一是 Q4 为饮料等相对淡季，需求季节性走弱，且疫情防控逐渐放开后初期感染人数大增，影响物流和终端需求；二是公司基础化工板块产品价格疲软下行，整体与中国化工产品价格指数（CCPI）趋势一致，而原材料煤炭价格则相对坚挺，侵蚀了基础化工板块利润。
- 需求有望触底回升：**从公开的出口数据看，公司主力产品三氯蔗糖的全国出口量在 22 年 1-7 月同比增长显著，但 8、9 月度出口量出现环比下滑，引发市场对海外衰退拖累需求的担忧。但我们认为衣食住行四大需求调链条中，“食”产业链的韧性最强，且海外疫情管控政策并未发生大的变化，故实际需求理应较为稳定。而 10、11 月度出口量再次出现环比和同比双增长也验证我们的判断，今年 1-11 月我国三氯蔗糖累计出口量依旧实现 42%的同比增速，海外需求较为坚挺。而国内需求有望在疫情管控放开及感染高峰冲击回归常态后，在终端消费回暖的背景下迎来反弹，我们看好公司食品添加剂板块的回暖。另一方面，公司基础化工板块也有望在地产政策放松带动周期品复苏的背景下迎来触底反弹。

盈利预测与投资建议

- 由于产品和原材料价格波动导致产品盈利各有变化，我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 17.15、20.36、22.47 亿元（原 22-23 年归母净利润为 18.72、22.04 亿元），按照可比公司 23 年 14 倍市盈率，给以目标价 50.82 并维持买入评级。

风险提示

- 原材料和价格波动风险；新产能释放不达预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,666	5,845	7,073	7,323	7,723
同比增长(%)	-7.7%	59.4%	21.0%	3.5%	5.5%
营业利润(百万元)	840	1,385	2,009	2,386	2,629
同比增长(%)	-10.7%	64.9%	45.1%	18.8%	10.2%
归属母公司净利润(百万元)	719	1,177	1,715	2,036	2,247
同比增长(%)	-11.2%	63.8%	45.7%	18.8%	10.3%
每股收益(元)	1.28	2.10	3.06	3.63	4.01
毛利率(%)	27.1%	28.2%	37.1%	38.8%	40.4%
净利率(%)	19.6%	20.1%	24.2%	27.8%	29.1%
净资产收益率(%)	15.2%	21.8%	26.4%	25.8%	23.8%
市盈率	25.4	15.5	10.7	9.0	8.1
市净率	3.7	3.1	2.6	2.1	1.8

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（维持）

股价（2023年01月10日）	32.6元
目标价格	50.82元
52周最高价/最低价	47.16/30.85元
总股本/流通A股（万股）	56,092/55,716
A股市值（百万元）	18,286
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2023年01月11日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.06	-11.32	-11.7	-23.85
相对表现	-3.39	-11.8	-19.67	-6.79
沪深300	3.33	0.48	7.97	-17.06



证券分析师

万里扬 021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

相关报告

业绩符合预期，看好新消费趋势下甜味剂 2022-01-20
高景气
如何理解爱乐甜的潜力与优势 2021-01-12

表 1：可比公司估值（截至 2023/1/10）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
华鲁恒升	0.85	3.42	3.50	3.75	36.85	9.17	8.98	8.37
安迪苏	0.50	0.69	0.79	0.89	24.60	17.97	15.76	13.88
新和成	1.38	1.74	2.00	2.30	22.28	17.66	15.43	13.38
安琪酵母	1.65	1.67	2.01	2.38	32.70	32.18	26.85	22.58
莱茵生物	0.16	0.32	0.49	0.72	63.60	32.07	20.83	14.02
醋化股份	0.85	2.09	2.48	2.89	25.99	10.58	8.92	7.67
调整后平均					20.97	17.29	13.62	10.58

数据来源：朝阳永续，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						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,139	1,985	4,581	5,727	7,363	营业收入	3,666	5,845	7,073	7,323	7,723
应收票据及应收账款	768	1,361	591	622	651	营业成本	2,674	4,199	4,452	4,481	4,601
预付账款	66	109	130	136	143	营业税金及附加	25	33	44	44	47
存货	340	506	536	540	554	营业费用	54	69	78	81	85
其他	1,789	1,532	1,350	1,444	1,399	管理费用及研发费用	242	332	382	386	416
流动资产合计	4,102	5,494	7,188	8,469	10,110	财务费用	(3)	23	38	34	19
长期股权投资	4	20	12	16	14	资产减值损失	11	24	35	(2)	5
固定资产	1,759	2,400	2,490	2,592	2,651	公允价值变动收益	93	49	(90)	15	10
在建工程	701	334	418	485	504	投资净收益	51	119	30	30	30
无形资产	117	120	115	109	104	其他	33	51	25	40	40
其他	314	480	59	48	39	营业利润	840	1,385	2,009	2,386	2,629
非流动资产合计	2,896	3,354	3,093	3,250	3,310	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	6,998	8,848	10,281	11,719	13,421	营业外支出	10	22	16	19	17
短期借款	291	176	234	205	219	利润总额	830	1,364	1,994	2,368	2,613
应付票据及应付账款	942	1,090	1,362	1,267	1,354	所得税	112	187	279	332	366
其他	269	514	439	496	479	净利润	719	1,176	1,715	2,036	2,247
流动负债合计	1,502	1,779	2,035	1,968	2,052	少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
长期借款	0	630	630	630	630	归属于母公司净利润	719	1,177	1,715	2,036	2,247
应付债券	483	507	480	480	480	每股收益(元)	1.28	2.10	3.06	3.63	4.01
其他	65	90	1	1	1						
非流动负债合计	549	1,227	1,111	1,111	1,111	主要财务比率					
负债合计	2,051	3,007	3,146	3,079	3,164		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1	0	0	0	0	成长能力					
股本	561	561	561	561	561	营业收入	-7.7%	59.4%	21.0%	3.5%	5.5%
资本公积	436	380	482	482	482	营业利润	-10.7%	64.9%	45.1%	18.8%	10.2%
留存收益	3,783	4,741	6,091	7,597	9,213	归属于母公司净利润	-11.2%	63.8%	45.7%	18.8%	10.3%
其他	165	159	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,947	5,841	7,135	8,640	10,257	毛利率	27.1%	28.2%	37.1%	38.8%	40.4%
负债和股东权益总计	6,998	8,848	10,281	11,719	13,421	净利率	19.6%	20.1%	24.2%	27.8%	29.1%
						ROE	15.2%	21.8%	26.4%	25.8%	23.8%
						ROIC	13.4%	18.8%	22.4%	22.5%	21.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	29.3%	34.0%	30.6%	26.3%	23.6%
净利润	719	1,176	1,715	2,036	2,247	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	251	279	341	399	460	流动比率	2.73	3.09	3.53	4.30	4.93
财务费用	(3)	23	38	34	19	速动比率	2.50	2.80	3.26	4.02	4.65
投资损失	(51)	(119)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(641)	151	905	(90)	21	应收账款周转率	13.7	13.7	12.0	11.0	11.1
其它	719	(626)	430	(17)	(5)	存货周转率	7.5	9.8	8.3	8.1	8.2
经营活动现金流	994	885	3,398	2,331	2,712	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
资本支出	(886)	(526)	(502)	(552)	(522)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(15)	8	(4)	2	每股收益	1.28	2.10	3.06	3.63	4.01
其他	15	(198)	(6)	(52)	89	每股经营现金流	1.77	1.58	6.06	4.16	4.83
投资活动现金流	(872)	(740)	(501)	(608)	(432)	每股净资产	8.82	10.41	12.72	15.40	18.29
债权融资	(17)	719	(59)	16	(8)	估值比率					
股权融资	72	(57)	103	0	0	市盈率	25.4	15.5	10.7	9.0	8.1
其他	(181)	(433)	(345)	(593)	(635)	市净率	3.7	3.1	2.6	2.1	1.8
筹资活动现金流	(125)	229	(302)	(577)	(644)	EV/EBITDA	14.5	9.4	6.6	5.6	5.1
汇率变动影响	(16)	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.8	11.2	7.7	6.5	6.0
现金净增加额	(19)	368	2,596	1,146	1,636						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。