

投资评级 优于大市 维持

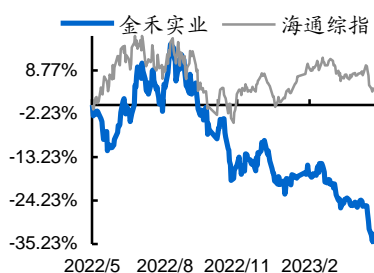
甜味剂产品价格下跌导致净利润下降，启动定远二期项目助力持续发展

股票数据

04月28日收盘价(元)	25.80
52周股价波动(元)	25.53-47.16
总股本/流通A股(百万股)	561/557
总市值/流通市值(百万元)	14472/14375

相关研究

《2022年前三季度归母净利润大幅提升，投建定远二期助力长远发展》2022.10.21

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.7	-20.5	-22.0
相对涨幅 (%)	-15.5	-19.5	-18.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 张翠翠

Tel: (021) 23214397

Email: zcc11726@haitong.com

证书: S0850517110003

投资要点:

- 受三氯蔗糖等产品价格影响，公司一季度归母净利润有所下降。**2022公司实现营业收入72.5亿元，同比增长24.04%，归母净利润16.95亿元，同比增长44.00%。其中食品制造产品实现营业收入45.58亿元，同比增长50.47%，基础化工实现营业收入22.69亿元，同比下降3.47%。2023年一季度公司实现营业收入13.84亿元，同比减少27.10%，归母净利润2.45亿元，同比减少44.49%，扣非后归母净利润1.97亿元，同比减少56.5%。根据公司公告，2023年春节后三氯蔗糖的价格快速调整，主要是春节假期物流和下游生产的影响，导致供给端库存增加，叠加下游客户采购的观望态度。
- 公司食品添加剂产品仍处于国内领先水平，成本优势明显。**公司主营业务主要包括食品添加剂以及基础化工产品。食品添加剂产品主要包括甜味剂和香料产品，甜味剂是第四代、第五代高倍甜味剂安赛蜜和三氯蔗糖，香料产品为甲、乙基麦芽酚、甲基环戊烯醇酮(MCP)及佳乐麝香溶液。公司食品添加剂产品单位产能生产成本和生产收率均处于行业领先水平，同时公司通过自产核心关键原材料，并通过副产品的循环使用，不断强化成本竞争优势。
- 公司启动定远二期项目，同时布局其他功能糖产品。**定远二期项目目前主要是产业链基础设施和产品的配套，目前主要规划和建设年产60万吨硫酸、年产10万吨高纯度氯化亚砷、年产6万吨氯磺酸、年产6万吨离子膜烧碱、年产6万吨离子膜钾碱、15万吨双氧水等项目，同时公司正在布局和规划6万吨/年产能的山梨酸钾项目，计划首期产能为3万吨/年。此外，2022年公司完成了年产1000吨阿洛酮糖中试项目建设并投产，进一步拓展其他功能糖产品。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2023-2025年归母净利润为11.05亿元、13.71亿元和16.81亿元，EPS为1.97元、2.44和3.00元。参考同行业公司，我们认为合理估值为2023年PE 15-18倍，合理价值区间为29.55-35.46元，维持优于大市评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期；新建项目进展不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5845	7250	6083	6719	7404
(+/-)YoY(%)	59.4%	24.0%	-16.1%	10.5%	10.2%
净利润(百万元)	1177	1695	1105	1371	1681
(+/-)YoY(%)	63.8%	44.0%	-34.8%	24.0%	22.7%
全面摊薄EPS(元)	2.10	3.02	1.97	2.44	3.00
毛利率(%)	28.2%	35.2%	26.6%	29.1%	31.5%
净资产收益率(%)	20.2%	24.1%	13.6%	14.4%	15.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 金禾实业分业务盈利预测

项目		2022	2023E	2024E	2025E
食品制造	销售收入 (百万元)	4557.77	3357.63	3917.24	4524.41
	销售成本 (百万元)	2380.69	2148.89	2428.69	2714.65
	毛利率	47.77%	36.00%	38.00%	40.00%
大宗化学品	销售收入 (百万元)	2269.11	2304.79	2350.89	2397.91
	销售成本 (百万元)	1989.47	1959.07	1951.24	1942.30
	毛利率	12.32%	15.00%	17.00%	19.00%
贸易	销售收入 (百万元)	0.18	20.00	30.00	40.00
	销售成本 (百万元)	0.15	19.00	28.50	38.00
	毛利率	14.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	销售收入 (百万元)	381.89	400.99	421.04	442.09
	销售成本 (百万元)	327.01	340.84	357.88	375.78
	毛利率	14.37%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	销售收入 (百万元)	7250.50	6083.41	6719.16	7404.41
	销售成本 (百万元)	4700.56	4467.80	4766.31	5070.73
	毛利率	35.17%	26.56%	29.06%	31.52%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600309.SH	万华化学	92.18	5.17	6.54	8.03	18	14	11
002286.SZ	保龄宝	8.55	0.36	0.98	1.17	24	9	7
605016.SH	百龙创园	27.64	0.85	1.22	1.85	33	23	15
600299.SH	安迪苏	8.15	0.46	0.55	0.62	18	15	13
	平均值					23	15	12

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价, 每股收益均为 wind 一致预期 (注: 公司 2022 年阿洛酮糖中试项目建设并投产, 与百龙创园的产品一致, 因此选百龙创园作为可比公司)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	7250	6083	6719	7404
每股收益	3.02	1.97	2.44	3.00	营业成本	4701	4468	4766	5071
每股净资产	12.54	14.51	16.95	19.95	毛利率%	35.2%	26.6%	29.1%	31.5%
每股经营现金流	3.84	3.54	2.20	4.38	营业税金及附加	63	44	53	56
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	53	58	57	67
P/E	8.54	13.09	10.56	8.61	营业费用率%	0.7%	1.0%	0.8%	0.9%
P/B	2.06	1.78	1.52	1.29	管理费用	179	153	168	185
P/S	2.00	2.38	2.15	1.95	管理费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	7.40	7.74	6.31	4.47	EBIT	2001	1218	1511	1846
股息率%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-15	-15	-29	-33
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
毛利率	35.2%	26.6%	29.1%	31.5%	资产减值损失	-38	-7	-7	-7
净利润率	23.4%	18.2%	20.4%	22.7%	投资收益	68	90	81	100
净资产收益率	24.1%	13.6%	14.4%	15.0%	营业利润	1948	1291	1587	1946
资产回报率	16.4%	9.6%	10.6%	11.2%	营业外收支	-25	-24	-24	-24
投资回报率	20.5%	10.9%	11.8%	12.5%	利润总额	1922	1267	1563	1922
盈利增长 (%)					EBITDA	2357	1623	1938	2321
营业收入增长率	24.0%	-16.1%	10.5%	10.2%	所得税	228	162	193	241
EBIT 增长率	62.7%	-39.1%	24.0%	22.2%	有效所得税率%	11.9%	12.8%	12.3%	12.6%
净利润增长率	44.0%	-34.8%	24.0%	22.7%	少数股东损益	0	0	0	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1695	1105	1371	1681
资产负债率	32.0%	29.5%	26.7%	25.5%					
流动比率	2.66	2.82	3.11	3.35	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.18	2.47	2.62	3.02	货币资金	2360	3511	3948	5843
现金比率	0.93	1.33	1.47	1.92	应收账款及应收票据	733	537	628	782
经营效率指标					存货	627	351	731	397
应收账款周转天数	30.73	38.00	32.00	35.00	其它流动资产	2998	3032	3033	3167
存货周转天数	43.39	39.83	41.61	40.72	流动资产合计	6718	7430	8340	10188
总资产周转率	0.76	0.56	0.55	0.53	长期股权投资	19	26	29	34
固定资产周转率	2.82	2.09	2.10	2.17	固定资产	2751	3060	3347	3486
					在建工程	79	179	279	229
					无形资产	267	341	452	545
					非流动资产合计	3622	4124	4631	4826
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	10341	11554	12971	15014
净利润	1695	1105	1371	1681	短期借款	204	224	324	374
少数股东损益	0	0	0	-1	应付票据及应付账款	928	1112	999	1281
非现金支出	410	427	450	497	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	103	-51	-37	-54	其它流动负债	1395	1300	1359	1389
营运资金变动	-53	502	-551	334	流动负债合计	2527	2636	2682	3045
经营活动现金流	2155	1984	1232	2458	长期借款	616	616	616	616
资产	-712	-916	-949	-682	其它长期负债	162	162	162	162
投资	132	-7	-3	-5	非流动负债合计	778	778	778	778
其他	61	90	81	100	负债总计	3305	3414	3460	3823
投资活动现金流	-519	-833	-871	-587	实收资本	561	561	561	561
债权募资	172	20	100	50	归属于母公司所有者权益	7034	8139	9510	11191
股权募资	171	0	0	0	少数股东权益	2	1	1	0
其他	-689	-21	-23	-26	负债和所有者权益合计	10341	11554	12971	15014
融资活动现金流	-346	-1	77	24					
现金净流量	1319	1150	438	1895					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,皇马科技,和远气体,华光新材,利安隆,合盛硅业,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。