

金禾实业 (002597.SZ)

一季度业绩短期承压，定远二期打开成长空间

事件：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季度报，2022 年实现收入 72.5 亿元，同比增长 24.0%，归母净利润 16.95 亿元，同比增长 44.0%，扣非净利润 17.26 亿元，同比增长 73.5%；2023 年一季度实现收入 13.8 亿元，同比下降 27.1%，环比下降 19.6%，归母净利润 2.45 亿元，同比下降 44.5%，环比下降 32.3%。

□ 全年食品添加剂产品量价齐升，推动业绩大幅增长。2022 年公司食品添加剂实现收入 45.6 亿元，同比增长 50.5%，毛利率 47.8%，同比提高 14.2 pct，公司年产 8000 吨三氯蔗糖处于满产状态，产量稳步提升，销售价格同比大幅上涨，安赛蜜市场价稳中有升，甲基麦芽酚市场价总体有所下滑；大宗化学品实现收入 20.5 亿元，同比下降 3.7%，毛利率 14.6%，同比下降 10.4 pct，主要受上游原材料价格大幅上涨影响毛利率下降明显。公司积极构建循环经济、整合产业链，将大宗化学品用于生产甜味剂和工业产品，实现原材料的稳定供应，降低成本和提高能源的再利用。

□ 一季度食品添加剂产品价格下滑，业绩有所承压。2023 年一季度公司综合毛利率 27.3%，同比下降 8.4 pct，环比下降 9.9 pct，主要受食品添加剂价格下跌影响。一季度安赛蜜、三氯蔗糖、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚市场均价分别为 6 万、22.5 万、9.8 万、7.1 万元/吨，同比分别下跌 27.8%、47.8%、19.1%、27.9%，环比 2022Q4 分别下跌 14.5%、28.5%、11.4%、11.0%，二季度以来食品添加剂价格基本企稳。公司是全球甜味剂龙头企业，安赛蜜全球市占率超过 60%，三氯蔗糖全球市占率超过 50%，部分产品采取长协定价，具有较强的市场话语权，在全球低糖、减糖化大趋势下，代糖市场空间广阔。

□ 持续拓展新产品新项目，打开公司未来成长空间。报告期内，公司年产 1000 吨阿洛酮糖中试项目投产，向合成生物学领域进一步拓展；年产 3 万吨 DMF 以及 4 万吨氯化亚砷二期项目投产，进一步完善三氯蔗糖产业链；年产 5000 吨甲基麦芽酚项目达标达产。公司定远二期项目拟投资 99 亿元建设“生物—化学合成研发生产一体化综合循环利用项目”，打造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的，集科研、生产和资源综合利用于一体的循环经济产业基地，未来成长空间广阔。

□ 给予“增持”投资评级。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.3 亿、12.1 亿、13.6 亿元，EPS 分别为 1.83、2.16、2.43 元，当前股价对应 PE 分别为 14.8、12.6、11.2 倍，给予“增持”评级。

□ 风险提示：下游需求不及预期、原材料价格波动、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5845	7250	6212	6706	7269
同比增长	59%	24%	-14%	8%	8%
营业利润(百万元)	1385	1948	1188	1398	1567
同比增长	65%	41%	-39%	18%	12%
归母净利润(百万元)	1177	1695	1028	1212	1361
同比增长	64%	44%	-39%	18%	12%
每股收益(元)	2.10	3.02	1.83	2.16	2.43
PE	13.0	9.0	14.8	12.6	11.2
PB	2.6	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

增持 (下调)

周期/化工

目标估值：NA

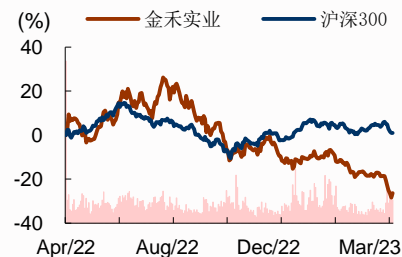
当前股价：27.18 元

基础数据

总股本 (万股)	56092
已上市流通股 (万股)	55716
总市值 (亿元)	152
流通市值 (亿元)	151
每股净资产 (MRQ)	12.9
ROE (TTM)	20.7
资产负债率	32.3%
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司
主要股东持股比例	44.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-24	-21
相对表现	-10	-32	-26



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《金禾实业 (002597) 一拟签订项目投资协议书，大幅提升未来成长空间》2022-10-11
- 《金禾实业 (002597) 一上半年业绩同比大幅增长，甜味剂市场需求旺盛》2022-08-26
- 《金禾实业 (002597) 一二季度业绩符合预期，进一步拓展甜味剂品种》2022-07-08

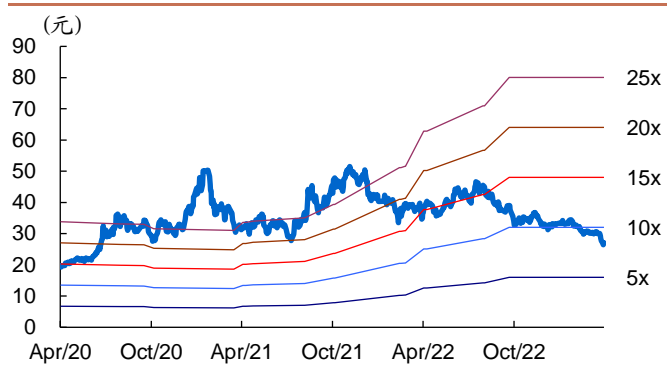
周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

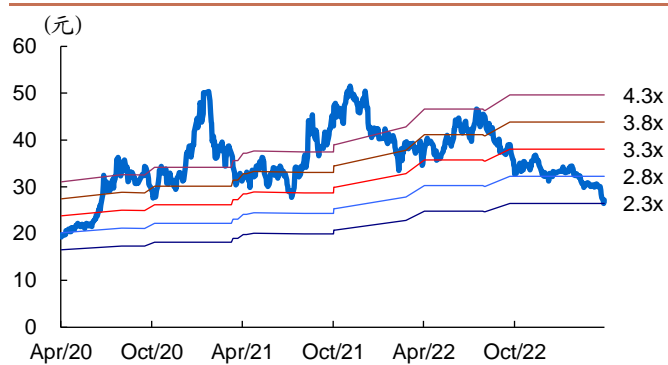
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 金禾实业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 金禾实业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5494	6718	6031	6740	7593
现金	1985	2360	1977	2514	3165
交易性投资	1269	1713	1713	1713	1713
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	505	733	611	660	715
其它应收款	20	18	15	16	18
存货	506	627	612	649	696
其他	1209	1267	1103	1188	1287
非流动资产	3354	3622	3918	4176	4402
长期股权投资	20	19	19	19	19
固定资产	2400	2751	3079	3365	3617
无形资产商誉	122	269	242	218	196
其他	813	584	579	575	571
资产总计	8848	10341	9949	10916	11995
流动负债	1779	2527	1557	1620	1702
短期借款	176	204	0	0	0
应付账款	1090	928	917	972	1043
预收账款	132	67	66	70	75
其他	382	1329	573	578	584
长期负债	1227	778	778	778	778
长期借款	630	616	616	616	616
其他	597	162	162	162	162
负债合计	3007	3305	2335	2398	2480
股本	561	561	561	561	561
资本公积金	522	378	378	378	378
留存收益	4758	6095	6674	7578	8575
少数股东权益	0	2	2	1	1
归属于母公司所有者权益	5841	7034	7613	8517	9514
负债及权益合计	8848	10341	9949	10916	11995

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	885	2155	1586	1378	1542
净利润	1176	1695	1028	1212	1361
折旧摊销	320	355	376	414	446
财务费用	25	45	48	19	14
投资收益	(119)	(68)	(160)	(160)	(160)
营运资金变动	(521)	161	295	(110)	(122)
其它	4	(32)	(2)	4	4
投资活动现金流	(740)	(519)	(514)	(514)	(514)
资本支出	(703)	(714)	(674)	(674)	(674)
其他投资	(37)	195	160	160	160
筹资活动现金流	229	(346)	(1456)	(327)	(378)
借款变动	520	559	(959)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(57)	(144)	0	0	0
股利分配	(252)	(365)	(449)	(308)	(364)
其他	18	(396)	(48)	(19)	(14)
现金净增加额	374	1291	(384)	537	651

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5845	7250	6212	6706	7269
营业成本	4199	4701	4648	4925	5281
营业税金及附加	33	63	54	58	63
营业费用	69	53	46	49	54
管理费用	150	179	154	166	180
研发费用	183	242	208	224	243
财务费用	23	(15)	48	19	14
资产减值损失	(14)	(54)	(27)	(27)	(27)
公允价值变动收益	49	(136)	49	49	49
其他收益	41	43	43	43	43
投资收益	119	68	68	68	68
营业利润	1385	1948	1188	1398	1567
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	22	26	26	26	26
利润总额	1364	1922	1162	1372	1542
所得税	187	228	134	160	181
少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	1177	1695	1028	1212	1361

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	59%	24%	-14%	8%	8%
营业利润	65%	41%	-39%	18%	12%
归母净利润	64%	44%	-39%	18%	12%
获利能力					
毛利率	28.2%	35.2%	25.2%	26.6%	27.3%
净利率	20.1%	23.4%	16.6%	18.1%	18.7%
ROE	21.8%	26.3%	14.0%	15.0%	15.1%
ROIC	20.0%	22.1%	12.9%	14.3%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	34.0%	32.0%	23.5%	22.0%	20.7%
净负债比率	9.9%	15.2%	6.2%	5.6%	5.1%
流动比率	3.1	2.7	3.9	4.2	4.5
速动比率	2.8	2.4	3.5	3.8	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
存货周转率	9.9	8.3	7.5	7.8	7.9
应收账款周转率	14.6	11.7	9.2	10.6	10.6
应付账款周转率	4.1	4.7	5.0	5.2	5.2
每股资料(元)					
EPS	2.10	3.02	1.83	2.16	2.43
每股经营净现金	1.58	3.84	2.83	2.46	2.75
每股净资产	10.41	12.54	13.57	15.18	16.96
每股股利	0.65	0.80	0.55	0.65	0.73
估值比率					
PE	13.0	9.0	14.8	12.6	11.2
PB	2.6	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.1	6.9	9.7	8.5	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。