

醋化股份(603968)

报告日期: 2022年12月02日

冉冉升起食品添加剂龙头

——醋化股份深度报告

投资要点

□ 醋酸及吡啶衍生物细分龙头，公司业绩持续高质量增长

公司前身为成立于1959年的南通醋酸化工厂，实际控制人为公司管理层成员六名自然人。公司以双乙烯酮和吡啶为“母核”，深耕高附加值精细化工产业。经过多次扩建，公司已形成四大系列多个产品，目前主要应用于食品和饲料添加剂、医药及农药中间体、以及颜（染）料中间体三个领域。受益于产品下游需求稳定增长，公司上市以来营收和净利润年复合增速分别为15.8%和20.8%。公司经营现金流充裕且常年维持较高比例分红，公司持续保持高质量增长。

□ 山梨酸钾需求平稳增长，原材料价格下跌盈利反转

山梨酸及山梨酸钾是国际粮农组织和卫生组织推荐的高效安全的防腐保鲜剂，因其低毒、高效和广谱，具备良好的发展前景。根据国际市场咨询机构P&S Intelligence发布的研究报告显示，全球山梨酸钾市场预计将从2020年的3.64亿美元增长到2030年的5.76亿美元，年复合增长率为4.7%。公司是我国山梨酸（钾）市场的龙头企业，行业产能占比约27%，且作为负责人起草了多项国家、行业和企业标准，确立了公司主要产品在行业中的技术引导地位。2021年受多个因素影响导致原材料价格大幅上涨公司利润空间压缩，2022年原材料价格下降，叠加下游需求稳定，公司盈利能力快速回升。

□ 食品添加剂业务再添新员，安赛蜜助力公司再成长

新型高倍甜味剂因其不参与新陈代谢、不增加热量，能够替代蔗糖有效地缓解人体对糖的摄入，市场前景良好，其中安赛蜜从价甜比、安全性和易用性等几个维度具备综合竞争优势。随着传统甜味剂逐步退出市场，安赛蜜的市场容量将快速扩大，预测在中性情况下，以安赛蜜和三氯蔗糖为代表的新型甜味剂仍有翻倍的空间。当前安赛蜜行业为寡头垄断格局，金禾实业占据约60%左右产能。公司技术领先，预计产品收率在行业中存在比较优势，叠加与公司传统产品存在客户协同，稳定的合作关系有助公司快速切入新市场。

□ 联手DWC公司，进军亚洲固雅木市场

公司与DWC公司共同投资成立合资公司，拟打造目前亚洲独家生产固雅木的生产基地。合资工厂将商业化生产固雅木木材，利用醋化股份原材料等优势生产销售优质改性木材，初期设计产能为每年16万立方米。

□ 盈利预测与估值

公司是食品防腐剂行业龙头，格局稳定盈利稳定增长。随着公司新项目安赛蜜和固雅木等投产，推动公司收入和利润保持快速增长。预计2022-2024年公司营业收入分别为34.89、38.11、46.78亿元，同比增速分别为16.34%、9.22%、22.74%，归母净利润分别为4.23、5.23、6.28亿元，同比增速分别为143.05%、23.63%、20.02%，对应当前股价PE分别为11、9、7倍。参照可比公司估值，首次覆盖，并给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格上涨超预期、安赛蜜产品投产不及预期、安全生产风险

投资评级：买入(首次)

分析师：李辉

执业证书号：S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥22.05
总市值(百万元)	4,508.78
总股本(百万股)	204.48

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,999	3,489	3,811	4,678
(+/-) (%)	23.73%	16.34%	9.22%	22.74%
归母净利润	174	423	523	628
(+/-) (%)	-29.69%	143.05%	23.63%	20.02%
每股收益(元)	0.85	2.07	2.56	3.07
P/E	25.90	10.66	8.62	7.18

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 34.89、38.11、46.78 亿元, 同比增速分别为 16.34%、9.22%、22.74%, 归母净利润分别为 4.23、5.23、6.28 亿元, 同比增速分别为 143.05%、23.63%、20.02%。
- 2) **估值指标:** 我们选取从事食品饲料添加剂业务的华康股份、百龙创园、三元生物和金禾实业作为可比公司, 2022-2024 年同行业平均 PE 分别为 21、16、12 倍, 预计公司 2022-2024 年 PE 分别为 11、9、7 倍, 综合行业平均情况和公司的高成长性, 我们给予公司 2023 年 13 倍 PE 估值。
- 3) **目标价格:** 33.28 元, 对应当前股价有 51% 的空间。
- 4) **投资评级:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) **原材料价格假设:** 预计未来醋酸、巴豆醛等原材料价格相对稳定
- 2) **产品售价假设:** 预计山梨酸价格稳定, 安赛蜜价格略有下降
- 3) **安赛蜜项目进度:** 预计公司产品四季度进入试生产阶段, 并且产品销售顺利

● 我们与市场的观点的差异

市场担心随着公司产能投产, 安赛蜜价格将大幅下跌, 导致该产品无法为公司贡献利润。我们认为: 1、公司具备双乙烯酮-三氧化硫连续化生产技术的自主知识产权, 产品收率高于行业平均水平, 下游客户与山梨酸钾存在一定重叠, 具备较强的成本优势和客户渠道优势; 2、安赛蜜行业集中度较高, 市场前景良好, 价格大幅下跌概率并不高; 3、即使不考虑这产品的业绩贡献, 公司当前的估值处于历史低位。市场并没有给予公司安赛蜜业务估值, 投产后一旦价格好于市场预期, 股价有较大上行空间。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 醋酸等原材料价格持续下跌超预期; 2) 安赛蜜产品投产和销售顺利;

● 风险提示

- 1) 公司安赛蜜项目试生产不顺利, 产销量或价格低于预期; 2) 原材料价格大幅上升, 影响公司盈利能力; 3) 安全生产风险, 影响公司正常生产经营

正文目录

1 公司简介：醋酸及吡啶衍生物细分龙头，公司业绩持续高质量增长	5
1.1 公司管理层成员核心控股，精磨细琢铸就醋酸及吡啶衍生物龙头	5
1.2 以双乙烯酮和吡啶为“母核”，深耕高附加值精细化工产业	6
1.3 经营现金流充裕叠加稳定高分红，公司业绩持续高质量增长	7
2 山梨酸钾：下游需求平稳增长，原材料价格下跌盈利反转	9
2.1 山梨酸钾低毒、高效、广谱，防腐剂产品中优势明显	9
2.2 山梨酸钾顺应新发展趋势，预计未来全球市场稳健增长	10
2.3 公司具备产品和技术优势，原材料下跌盈利反转	10
3 安赛蜜：食品添加剂业务再添新员，安赛蜜助力公司再成长	12
3.1 新型高倍甜味剂市场前景良好，安赛蜜具备综合竞争优势	12
3.2 潜在替换市场空间广泛，安赛蜜市场空间预计保持较快增长	13
3.3 安赛蜜行业寡头垄断，醋化股份收率具备优势	14
4 固雅木：联手 DWC 公司，进军亚洲固雅木市场	16
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 业务拆分与盈利预测	18
5.2 估值分析及投资建议	19
6 风险提示	20

图表目录

图 1: 醋酸及吡啶衍生物细分龙头, 安赛蜜项目投产助力公司迈上新台阶	5
图 2: 公司实际控制人为公司管理层成员六名自然人	6
图 3: 以双乙烯酮和吡啶为“母核”, 深耕高附加值精细化工产业	6
图 4: 2016-2021 年公司营收结构	7
图 5: 2016-2021 年公司毛利占比情况	7
图 6: 公司 2015 年-2022 年 Q3 营收及增速	8
图 7: 公司 2015 年-2022 年 Q3 归母净利润及增速	8
图 8: 公司 2015 年-2022 年 Q3 资产负债率和 ROE 情况	8
图 9: 公司 2015 年-2022 年 Q3 综合毛利率和净利率情况	8
图 10: 公司盈利长期保持高质量增长, 分红稳定	9
图 11: 公司资产投入迅猛扩张, 预计未来将有较大产能释放	9
图 12: 全球防腐剂市场规模及增长预测	10
图 13: 全球山梨酸钾市场规模及增长预测	10
图 14: 中国主要山梨酸钾企业产能及相对占比	11
图 15: 山梨酸钾制备流程	11
图 16: 醋酸原材料价格 2022 年出现明显回落	12
图 17: 山梨酸钾产品毛利率受原材料价格影响明显	12
图 18: 中国 2021 年醋酸行业市场竞争格局 (单位: 万吨)	12
图 19: 2017-2021 年中国醋酸产能	12
图 20: 安赛蜜需求增长较快	14
图 21: 中性预测下替代逻辑推动新型甜味剂需求翻倍	14
图 22: 当前金禾实业全球产能占比约 63%	14
图 23: 金禾实业安赛蜜价格毛利维持较高水平	14
图 24: 双乙烯酮占据安赛蜜成本比例为 29%	15
图 25: 安赛蜜价格逐年攀升, 中长期看价格将维持稳健增长	15
图 26: 氨基磺酸-三氧化硫法具有反应条件温和、产品收率高、纯度高的特征	15
图 27: 全行业氨基磺酸--二乙烯酮法收率稳步上行, 醋化股份收率仍具优势	15
图 28: 醋化新增 1.5 万吨安赛蜜产能完全释放后预计驱动公司净利润增长超 89%	16
图 29: 乙酰化处理使固雅木各项性能大大优于其所取材的天然树种	17
表 1: 公司主要产品可分为四大系列, 并主要应用于食品和饲料的防腐、医药及农药的生产、颜(染)料的生产三个领域	7
表 2: 山梨酸盐是世界公认的具有发展前景的防腐剂	9
表 3: 公司山梨酸钾产品的竞争优势	11
表 4: 安赛蜜较其它增甜物质有显著的优势	13
表 5: 固雅木在多个维度上相比传统木材具有显著优势	16
表 6: 公司与 DWC 公司签订合资经营合同共同出资设立合资公司	17
表 7: 公司业务拆分 (单位: 百万元, %)	18
表 8: 可比公司估值表	19
表附录: 三大报表预测值	21

1 公司简介：醋酸及吡啶衍生物细分龙头，公司业绩持续高质量增长

1.1 公司管理层成员核心控股，精磨细琢铸就醋酸及吡啶衍生物龙头

醋酸及吡啶衍生物细分龙头，安赛蜜项目投产助力公司迈上新台阶。公司前身为成立于1959年的南通醋酸化工厂，并于2001年由国有持股主体精华集团作为主发起人联合9位自然人共同发起设立南通醋酸化工股份有限公司。公司于2015年5月在A股主板挂牌上市，主要从事以醋酸衍生物、吡啶衍生物为主体的高端专用精细化学品的研发、生产和销售。经过多次扩建，公司已形成四大系列多个产品，目前主要应用于食品和饲料的防腐，医药及农药的生产，颜（染）料的生产三个领域。公司是全国15个精细化工基地之一，也是国家火炬计划化工新材料骨干企业，同时是国内双乙烯酮衍生产物规模最大，品种最齐全的生产厂家。2020年4月，公司开始筹划投资建设1.5万吨安赛蜜项目，随着项目开始试生产并逐步达产，公司未来发展有望迈上新台阶。

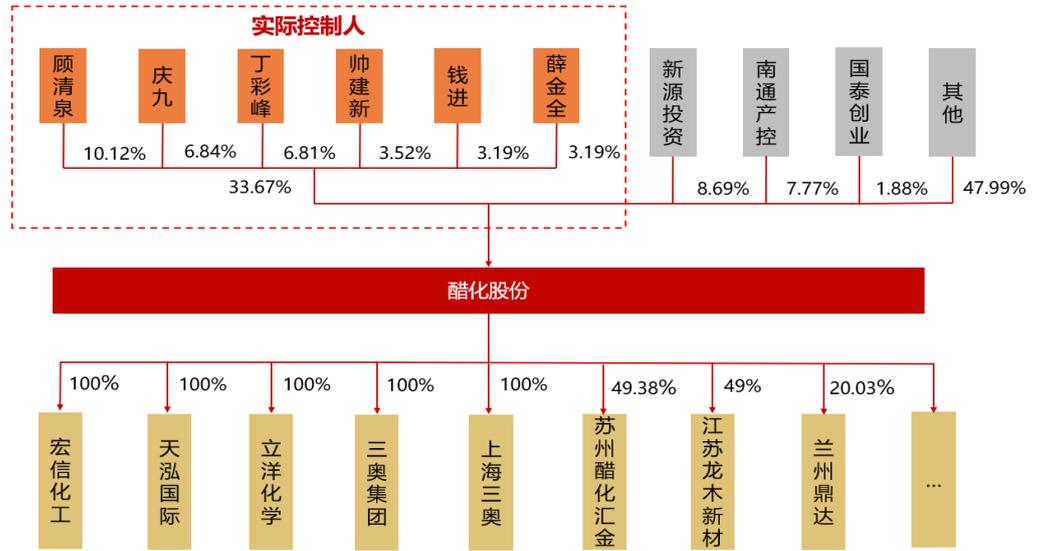
图1：醋酸及吡啶衍生物细分龙头，安赛蜜项目投产助力公司迈上新台阶



资料来源：醋化股份招股说明书、公司公告、浙商证券研究所

公司实际控制人为公司管理层成员，从业二十余年行业经验丰富。公司控股股东、实际控制人为公司管理层成员六名自然人：顾清泉(董事)、丁彩峰(副董事长、总经理)、庆九(董事长)、帅建新(副总经理)、钱进(副总经理)、薛金全(副总经理)，均系公司改制之前员工，六人为一致行动人。截至2022年第三季度，该六名自然人合计持有公司6934万股股份，占总股本的33.67%。此外，南通国资委旗下的新源投资、南通产控和国泰创投分别持有公司8.69%、7.77%和1.88%的股权。目前，公司旗下有五家全资控股子公司，分别为立洋化学、天泓贸易、三奥集团、宏信化工和上海三奥，以及多家参股公司，其中江苏龙木新材有限公司系与钻石木中国有限公司(DWC公司)合资设立，主要从事固雅木木材的生产。

图2: 公司实际控制人为公司管理层成员六名自然人

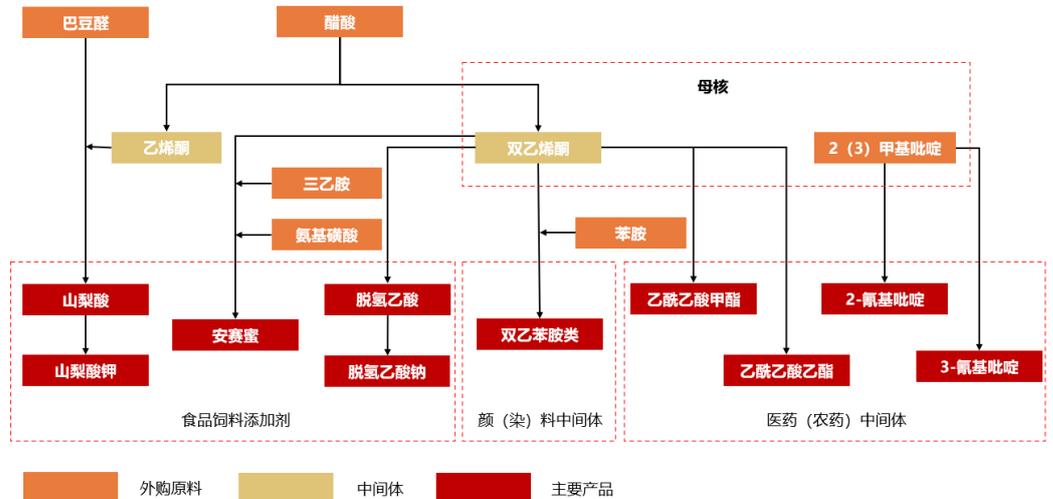


资料来源: Wind、浙商证券研究所 注: 截至 2022 年三季度

1.2 以双乙烯酮和吡啶为“母核”，深耕高附加值精细化工产业

深耕多种醋酸衍生物、吡啶衍生物等高端精细化工产品。公司以双乙烯酮和吡啶为“母核”，积极发展双乙烯酮和吡啶的下游产品，目前，公司是行业内少数具备能生产多种醋酸衍生物、吡啶衍生物高端精细化工产品生产能力的厂家，能够生产 40 多种产品。公司主要产品可分为四大系列，具体可分为：1) 基本有机化工产品（双乙烯酮、乙烯酮）；2) 医药和农药中间体（乙酰乙酸甲/乙酯）；3) 食品和饲料添加剂（山梨酸钾、脱氢乙酸钠等）；4) 颜料和染料中间体（乙酰乙酰苯胺类产品），并主要应用于食品和饲料的防腐、医药及农药的生产、颜（染）料的生产三个领域。此外，公司应客户需求还经营部分其他有机化学产品销售（包括部分贸易业务）。

图3: 以双乙烯酮和吡啶为“母核”，深耕高附加值精细化工产业



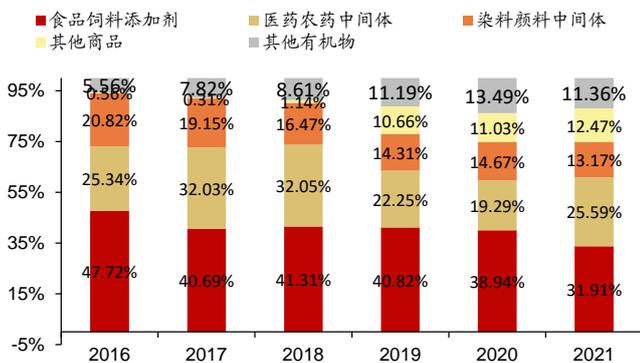
资料来源: 醋化股份招股说明书、公司公告、浙商证券研究所

表1: 公司主要产品可分为四大系列, 并主要应用于食品和饲料的防腐、医药及农药的生产、颜(染)料的生产三个领域

类别	主要产品名称	用途介绍	2021年已有产能(吨)	2021年产量(吨)	2021年营收(单位: 亿)	2021年营收占比	毛利率
食品、饲料添加剂	山梨酸(钾)	广泛应用于食品、饮料、化妆品、医疗保健品以及烟草行业的防腐剂与保鲜剂。	32000	22563.2	9.57	31.91%	21.96%
	脱氧乙酸(钠)	广泛应用于肉类、鱼类、蔬菜类、水果类、饮料类、糕点等的防腐保鲜。	4750	2947.85			
医药、农药中间体	乙酰乙酸甲酯	主要应用于合成维生素, 合成维生素E、β-胡萝卜素的中间体; 医药领域主要应用于头孢类抗生素, 心血管扩张类药物, 以及合成抗癫痫类药物; 农药领域主要应用杀虫剂和除草剂, 如二嗪磷。	34000	39273.4	7.67	25.59%	11.09%
	乙酰乙酸乙酯	广泛应用于医药、染料、农药等领域, 也用于食品添加剂和香精香料中。	-	-			
	氰基吡啶	在农药领域主要应用于合成除草剂、杀菌剂、杀虫剂; 在医药领域用于合成烟酰胺。	-	-			
颜(染)料中间体	乙酰乙酰苯胺类产品	用于颜料、色素及有机合成	19000	16298.2	3.95	13.17%	14.02%
基本有机化工产品	双乙烯酮	主要用于生产医药、农药中间体的主要合成物	51448	55944.56	3.41	11.36%	11.16%

资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

图4: 2016-2021年公司营收结构



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图5: 2016-2021年公司毛利占比情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.3 经营现金流充裕叠加稳定高分红, 公司业绩持续高质量增长

受益于产品下游需求稳定增长, 公司营收和净利润呈持续增长态势。公司上市以来不断推进产品拓展和技术转型升级, 叠加与国内外重点客户建立了稳定的合作关系, 2015-2021年, 公司的营业收入从12.42亿元提升至29.99亿元, 增长141.55%, CAGR为15.83%; 归母净利润从0.99亿元提升至3.23亿元, 增长226.26%, CAGR为20.78%。其中, 公司2021年净利润出现-30%的下滑, 主要系主要原材料冰醋酸的价格持续高位运行影响。随着

冰醋酸成本下行及下游需求景气，公司 2022 年三季度实现营收 27.80 亿元，同比增长 31.42%；实现归母净利润 3.23 亿元，同比大幅增长 226.65%。

图6：公司 2015 年-2022 年 Q3 营收及增速



资料来源：iFind、浙商证券研究所

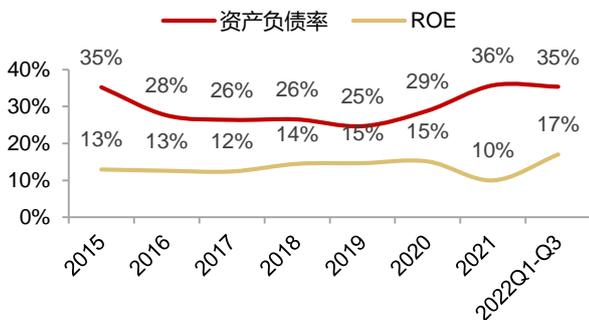
图7：公司 2015 年-2022 年 Q3 归母净利润及增速



资料来源：iFind、浙商证券研究所

除 21 年受原料大幅涨价外公司盈利能力持续稳定运行。尽管公司的资产负债率较低，常年低于 40%，但除 2021 年外，公司历年 ROE 均维持 12% 以上水平，且呈现稳步提升态势。其中 2021 年主要系原材料价格大幅上升导致公司的毛利率和净利率下滑，两者分别从 2020 年的 22% 和 10% 下降至 14% 和 6%。2022 年随着原材料价格的下降和下游市场需求稳定，公司的盈利能力迅速回升，前三季度综合毛利率和净利率为 21% 和 12%，恢复往年的盈利水平，前三季度 ROE 达 17%，超过往年全年水平。

图8：公司 2015 年-2022 年 Q3 资产负债率和 ROE 情况



资料来源：iFind、浙商证券研究所

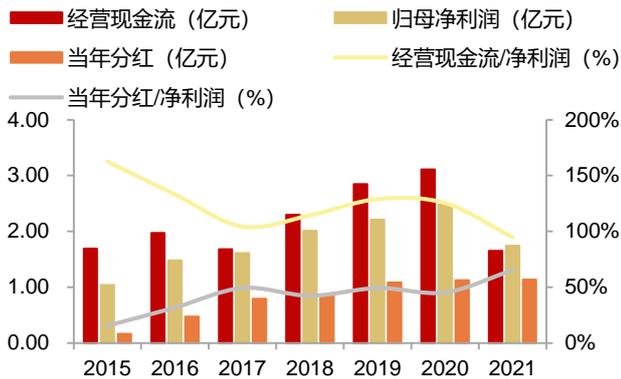
图9：公司 2015 年-2022 年 Q3 综合毛利率和净利率情况



资料来源：iFind、浙商证券研究所

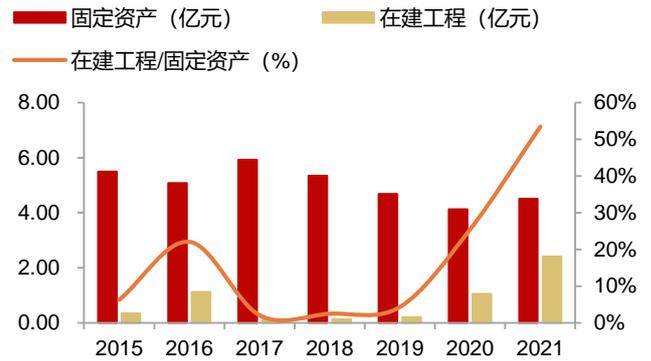
经营现金流充裕持续高分红，在建工程占比提升助力未来发展。公司经营性现金流和归母净利润自 2015 年到 2020 始终保持较高增速的增长态势，且公司经营现金流占归母净利润比例始终高于 100%，盈利质量较高。此外，公司股利分红稳定，2017 年到 2021 年净利润分红比例基本稳定在 50% 左右，且 2021 年并未受到利润下滑的影响，当年度分红 1.14 亿元，分红比例达到 65%。在产业布局方面，2020 年开始，公司在建工程比例快速上升，其中 2021 年安赛蜜项目投入 1.9 亿元，公司资产投入迅猛扩张，预计未来几年随着产能逐步释放，公司业绩有望实现较快增长。

图10: 公司盈利长期保持高质量增长, 分红稳定



资料来源: iFind、浙商证券研究所

图11: 公司资产投入迅猛扩张, 预计未来将有较大产能释放



资料来源: iFind、浙商证券研究所

我们认为, 公司食品防腐剂业务行业格局和盈利稳定增长, 随着新项目安赛蜜和固雅木等投产, 推动公司收入和利润保持快速增长。

2 山梨酸钾: 下游需求平稳增长, 原材料价格下跌盈利反转

2.1 山梨酸钾低毒、高效、广谱, 防腐剂产品中优势明显

山梨酸盐是世界公认的具有发展前景的防腐剂。食品防腐剂是食品添加剂的主要门类, 主要是苯甲酸盐、丙酸盐类、对羟基苯甲酸酯类和山梨酸盐四大类。苯甲酸盐是国际上广为使用的食品防腐剂, 历史久远, 数量大宗, 但它具有不良口味和叠加中毒现象, 尽管还在使用却有逐步淘汰的趋势; 丙酸及丙酸盐主要用于面包及糕点等食品防腐, 对于饲料、粮食也有较好的防腐效果; 对羟基苯甲酸酯类抗菌性能强、毒性较低, 是国外通用的防腐剂; 山梨酸及山梨酸钾是国际粮农组织和卫生组织推荐的高效安全的防腐保鲜剂, 它的防腐效果明显高于苯甲酸类, 是苯甲酸盐的 5~10; 产品毒性低, 是苯甲酸盐的 1/4, 与食盐相当; 不改变食品特性, 参与人体的新陈, 代谢, 产生二氧化碳和水; 使用范围广泛, 在医药、烟草、造纸、化妆品、牙膏、饲料等行业均有很大应用。

表2: 山梨酸盐是世界公认的具有发展前景的防腐剂

类别	代表产品	特征	主要应用领域	市场前景
酸性防腐剂	苯甲酸及其盐类	苯甲酸钠的水溶性好, 在碱性介质中无杀菌和抑菌作用; 广泛使用, 数量大宗	碳酸饮料、淀粉制品、酱类、蜜饯、酒类和调味料等	有逐步淘汰的趋势
	山梨酸及其盐类	参与人体新陈代谢作用, 最后被氧化成水和二氧化碳, 不会在人体内蓄积; 防腐效果明显, 产品毒性低, 使用范围广泛	碳酸饮料、淀粉制品、酱类、蜜饯、酒类、调味料、肉类制品和鱼干制品等	世界公认具有发展前景
	丙酸及其盐类	能与水混溶, 溶于乙醇、氯仿和乙醚; 对饲料、粮食也有好的防腐效果	豆类制品、面包、糕点、生湿面制品等	--
酯类防腐剂	对羟基苯甲酸酯	易溶于醇、醚和丙酮, 极微溶于水; 抗菌性能强, 毒性低	肉制品、调味品、腌制品、饮料、糖果和啤酒等	--
无机盐防腐剂	二氧化硫、亚硝酸盐和亚硫酸盐	三者均有毒性, 但在一定限量内不会对人体产生危害,	肉类食品的腌制	--

资料来源: 醋化股份招股说明书、浙商证券研究所

2.2 山梨酸钾顺应新发展趋势，预计未来全球市场稳健增长

未来十年全球山梨酸钾市场预计保持5%左右年复合增长。现代社会工作时间的增加要求食品生产厂家提供方便消费和更长保质期的食品。因此，食品防腐剂在食品和饮料行业中的作用越来越重要。根据国际市场研究机构 Markets and Markets 的预测，全球食品防腐剂市场预计将从2021年的33亿美元增长到2026年的40.3亿美元，年复合增长率为4.1%。此外，为了提高食品防腐安全水平以及保证人们生命健康，食品防腐剂的发展呈现新的趋势：1) 由毒性较低的产品替代毒性较高的产品；2) 由单向防腐向广谱防腐方向发展。山梨酸钾因其低毒性和广谱抗菌性，具备良好的发展潜力。当前山梨酸钾的消费市场主要集中在欧美区域。根据润普食品招股说明书，美国人均山梨酸钾耗量约为60g/年，而中国人均山梨酸钾耗量约为10g/年，国内山梨酸钾市场具备良好的发展潜力。根据国际市场咨询机构 P&S Intelligence 发布的研究报告显示，全球山梨酸钾市场预计将从2020年的3.6亿美元增长到2030年的5.8亿美元，年复合增长率为4.7%。

图12：全球防腐剂市场规模及增长预测



资料来源：润普食品招股说明书、Markets and Markets、浙商证券研究所

图13：全球山梨酸钾市场规模及增长预测



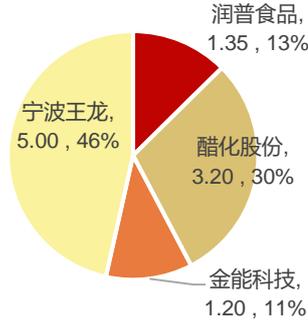
资料来源：润普食品招股说明书、P&S Intelligence、浙商证券研究所

2.3 公司具备产品和技术优势，原材料下跌盈利反转

山梨酸钾产能行业集中度较高，国内企业寡头垄断。从市场格局来看，全球山梨酸钾的产能主要分布在中国，且行业集中度较高，主要生产企业包括润普食品、宁波王龙、醋化股份和金能科技。根据瑞普食品公司公告和中经市场研究网，四家企业对应的年理论产能分别1.35万吨、5.0万吨、3.2万吨和1.2万吨，合计10.75万吨，国外方面，生产企业主要有日本大赛璐、德国 Nutrinova 等，规模均为几千吨，产品主要供应本国市场。

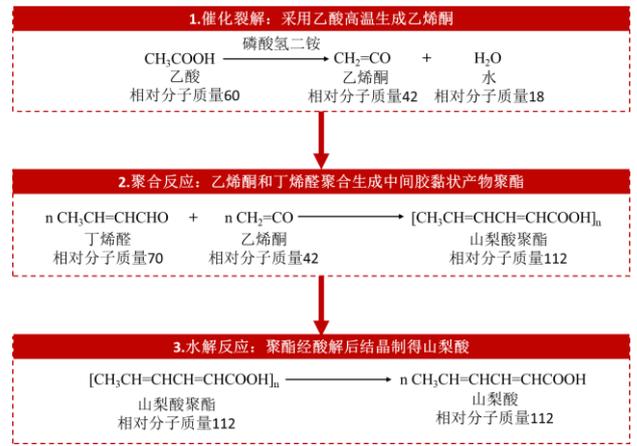
公司行业生产经验丰富，山梨酸钾产品优势明显。醋化股份是我国山梨酸钾市场的龙头企业，也是国内最早研发生产山梨酸钾的公司。公司以乙烯酮为母核，凭借多年的技术开发，山梨酸钾产品质量始终处于国内领先地位，生产的山梨酸钾通过了 UKAS、FAMI-QS 和 CGMP 认证，并被认定为“江苏省高新技术产品”和“国家重点新产品”，具备较高的安全性和稳定性。此外，公司作为负责人牵头起草了山梨酸、山梨酸钾的国家标准及多项行业、企业执行标准，确立了公司主要产品在行业中的技术引导地位。

图14: 中国主要山梨酸钾企业产能及相对占比



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图15: 山梨酸钾制备流程



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

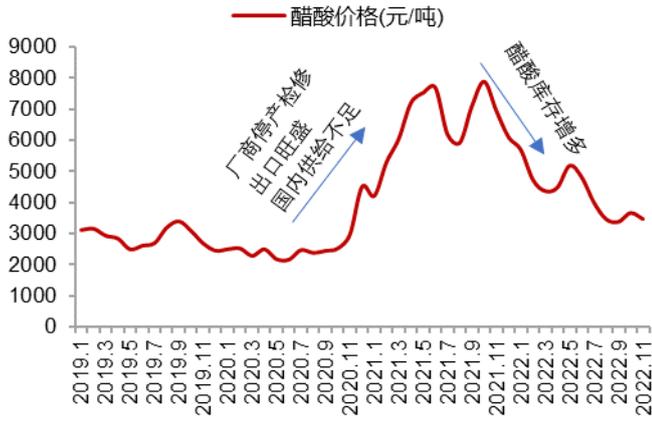
表3: 公司山梨酸钾产品的竞争优势

产品	产品质量	行业地位	获奖情况	研发现状
山梨酸钾	溶液通过 0.8μm 滤膜无可见杂质热稳定性在 105℃, 90min 无颜色变化, 粒径均匀内控指标: 透光度≥90%	公司牵头起草了山梨酸钾 (GB 13736-2008) 的国家标准	江苏省高新技术产品 国家重点新产品 通过了 UKAS、FAMI-QS 和 CGMP 认证	在现有联产工艺的基础上进行工艺改进, 缩短工艺流程节能降耗, 进行球状山梨酸钾和超细化粉状山梨酸钾开发

资料来源: 醋化股份招股说明书、浙商证券研究所

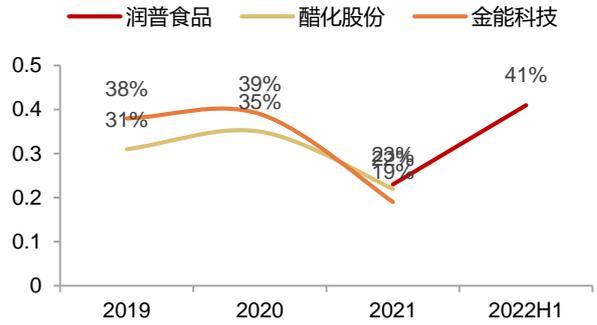
2021 年受原材料价格影响公司利润空间压缩, 2022 年原材料价格下降下游需求稳定公司盈利能力回升。山梨酸钾的主要原材料为醋酸、氢氧化钾、丁烯醛, 根据润普食品公司公告, 原材料成本占比约 75%, 其价格波动对企业盈利能力影响较大。2021 受醋酸厂家停产和检修影响, 加之国外装置开工率降低, 国内冰醋酸出口同比大幅增加, 导致国内冰醋酸货源紧张, 冰醋酸价格从三季度开始大幅攀升, 由 1 月初的最低 3700 元/吨波动上升至 10 月中上旬的 9200 元/吨。虽然各家企业及时调整策略, 但由于原材料增长幅度大, 醋化股份和金能科技等主要企业相关产品毛利率均出现较大下滑 (瑞普食品毛利率提升主要系山梨酸开始自产所致, 但提升后毛利率仍与醋化股份和金能科技相当)。随着冰醋酸价格回归正常, 叠加下游市场需求较好, 山梨酸钾产品盈利能力迅速回升。

图16: 醋酸原材料价格 2022 年出现明显回落



资料来源: 百川赢孚、浙商证券研究所

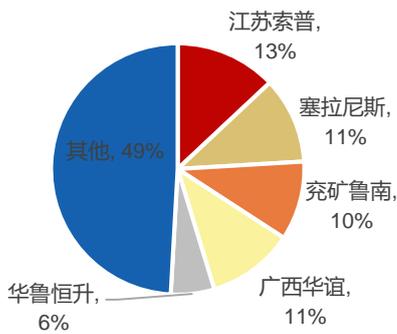
图17: 山梨酸钾产品毛利率受原材料价格影响明显



资料来源: Wind、浙商证券研究所 注: 醋化股份为食品饲料添加剂毛利率, 金能科技 2021 年为精化产品毛利率, 2022H1 仅润普食品披露山梨酸钾毛利率

醋酸行业在建产能稳步提升, 未来醋酸价格预计相对稳定。醋酸国内产能较为集中, 2021 年前五大醋酸厂家总产能占到国内总产能的接近一半, 主要生产厂家包括江苏索普、塞拉尼斯、兖矿鲁南、广西华谊和华鲁恒升, 五家厂家对应的产能分别为 140 万吨、120 万吨、110 万吨、120 万吨、60 万吨, 合计 550 万吨, 占比约 51%。2017 年到 2021 年国内醋酸产能从 855 万吨提升至 1081 万吨, 年复合增速 4.8%。随着华鲁恒升为代表的醋酸主要生产厂家的扩产计划陆续推进, 预计 2023 年和 2024 年国内醋酸产能增长至 1161 万吨和 1241 万吨, 平均增速为 7.0%, 高于前五年增速, 醋酸行业产能的增加使得未来醋酸价格难以重现去年醋酸价格大涨的情形。

图18: 中国 2021 年醋酸行业市场竞争格局 (单位: 万吨)



资料来源: 百川赢孚、浙商证券研究所

图19: 2017-2021 年中国醋酸产能



资料来源: 百川赢孚、浙商证券研究所 注: 2023 和 2024 年为百川盈孚预测数据

3 安赛蜜: 食品添加剂业务再添新员, 安赛蜜助力公司再成长

3.1 新型高倍甜味剂市场前景良好, 安赛蜜具备综合竞争优势

新型高倍甜味剂市场前景良好, 安赛蜜具备较强综合优势。甜味剂是指满足人们对食品甜味需求的食品添加剂。甜味剂种类较多, 一般可分为人工合成甜味剂、天然甜味剂和糖醇类甜味剂。其中人工合成甜味剂, 也叫高倍甜味剂, 包括糖精、甜蜜素、阿巴斯甜、

安赛蜜、三氯蔗糖等，因其不参与新陈代谢、不增加热量，能够替代蔗糖有效地缓解人体对糖的摄入，市场前景良好。在人工合成甜味剂中，综合价甜比、安全性和易用性几个角度，安赛蜜作为一种重要的新型甜味剂，对其他甜味剂尤其是糖精、甜蜜素等传统甜味剂，有显著的替代趋势。从价甜比角度看，四代甜味剂安赛蜜仅仅次于糖精和纽甜。但是从安全性的角度看，糖精有致肿瘤的风险，我国已经禁止糖精在婴幼儿食品中使用，并采取了用量限制，因此糖精使用市场有限。从易用性角度看，纽甜虽然价甜比高，但是甜度过高，用量不好控制，往往只能用于饲料，市场空间也有限。综合来看，安赛蜜是目前甜味剂市场的最优选择之一。

表4：安赛蜜较其它增甜物质有显著的优势

类别	甜味剂	易用性	安全性	价格 元/kg	甜度 倍数	价甜比 元/甜度	
人工合成甜味剂	一代甜味剂	糖精	我国禁止婴幼儿食品使用，采取用量限制	安全性不好，有致肿瘤的风险	50	300-500	0.13
	二代甜味剂	甜蜜素	多国禁止，我国采取用量限制	安全性不好，有引发多种疾病风险	20	30-50	0.5
	三代甜味剂	阿斯巴甜	多用于复配，不能用于烘焙食品，苯丙酮尿患者不可使用	安全性受到质疑	150	200	0.75
	四代甜味剂	安赛蜜	多用于复配	安全，对人体和动物安全无害	70	200	0.35
	五代甜味剂	三氯蔗糖	多用于复配	安全性较好	400	600	0.67
	六代甜味剂	纽甜	甜度过高，用量不好控制，多用于饲料	安全性较好	350	6000	0.06
天然甜味剂	蔗糖	-	安全，使用时产生大量热量	5.9	1	5.9	
	甜菊糖苷	使用较少	安全性受到一定质疑	100	200	0.5	
糖醇类甜味剂	赤藓糖醇	多用于复配	安全无毒	14	0.6-0.7	20	

资料来源：金禾实业招股说明书，浙商证券研究所

3.2 潜在替换市场空间广泛，安赛蜜市场空间预计保持较快增长

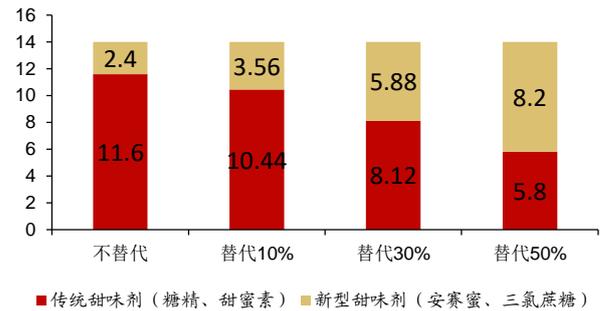
全球安赛蜜等新型甜味剂替代空间广阔，预计未来需求保持较快增长。根据观研报告网统计，安赛蜜2015年到2019年CAGR为9.87%。以2019年为基准年，新型甜味剂（安赛蜜、三氯蔗糖）当年需求为2.4万吨，传统甜味剂2019年需求为11.6万吨。在暂不考虑甜味剂市场对成品糖的替代作用、成分构造的替代性以及甜味剂行业的内生增长的情况下，从行业内部产品更替的角度，预测在中性情况下，以安赛蜜和三氯蔗糖为代表的新型甜味剂仍有翻倍的空间。而安赛蜜由于本身价格较低，安全性较好，有望逐步替代包括蔗糖、糖精、甜蜜素等中低端传统甜味剂。随着传统甜味剂逐步退出市场，安赛蜜的市场容量将快速扩大。根据醋化股份公司公告，2020年安赛蜜的全球需求量约为3万吨，每年以5%-10%的速度增长，具有良好的市场发展前景。

图20: 安赛蜜需求增长较快



资料来源: 观研报告网、浙商证券研究所注: 单位为万吨

图21: 中性预测下替代逻辑推动新型甜味剂需求翻倍

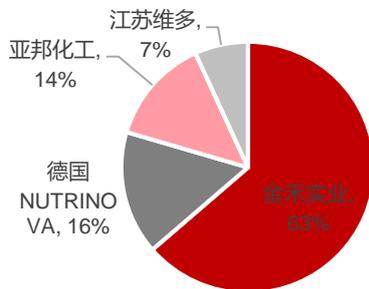


资料来源: 观研报告网、公司公告、浙商证券研究所注: 单位为万吨

3.3 安赛蜜行业寡头垄断，醋化股份收率具备优势

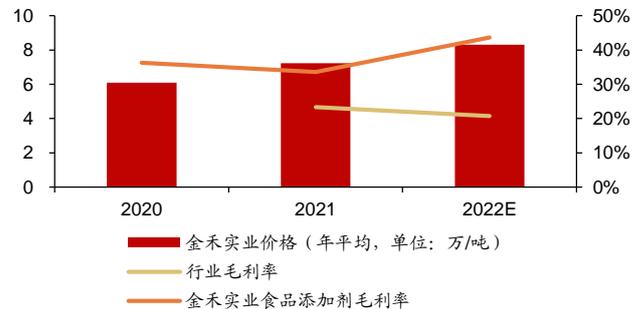
安赛蜜行业为寡头垄断格局，金禾实业盈利能力较强。目前安赛蜜全球总产能约为22000吨，其中超过80%的产能集中在中国。有赖于成本优势，预计未来安赛蜜主要产能将会进一步集中在中国地区。目前金禾实业产能达14000吨，约占全球产能63%。随着醋化股份15000吨安赛蜜投产，预计未来全球安赛蜜市场仍将呈现头部企业寡头垄断的格局。受益于行业竞争格局良好，金禾实业的安赛蜜价格和毛利率都维持在较高水平，盈利能力高于行业平均水平。

图22: 当前金禾实业全球产能占比约63%



资料来源: 公司公告、百川盈孚、浙商证券研究所

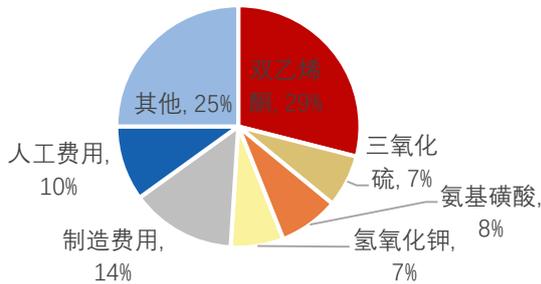
图23: 金禾实业安赛蜜价格毛利维持较高水平



资料来源: 百川盈孚、Wind、浙商证券研究所

双乙烯酮成本占比较高，三氧化硫限制安赛蜜大幅扩产。氨基磺酸-三氧化硫法具有反应条件温和、产品收率高、纯度高的特征，是目前国内外企业制备安赛蜜普遍采用的工业化生产方法。从安赛蜜成本构成结构看，双乙烯酮占据安赛蜜成本比例为29%，显著高于其他原材料占比，预计具备自主生产双乙烯酮能力企业有助力降低安赛蜜成本。另一方面，三氧化硫作为原材料在氨基磺酸-三氧化硫法制备安赛蜜中应用较多，随着环保与安全生产理念的不断普及，三氧化硫自带的危化品属性预计将限制相关企业后续的安赛蜜扩产速度与规模，行业未来扩产步伐将显著趋缓。这将有利于已布局企业维持安赛蜜产品的高价格和高毛利。安赛蜜价格从2012年的3万元/吨价格一路上涨到2022年8万元/吨价格，价格涨幅近300%，价格上升趋势明显，反映了安赛蜜市场的高景气度。中长期看，安赛蜜市场有望保持良好发展前景，价格预计维持较高水平。

图24: 双乙烯酮占据安赛蜜成本比例为 29%



资料来源: 华经产业研究院、浙商证券研究所

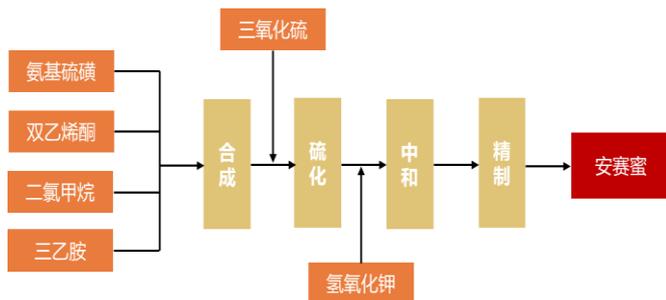
图25: 安赛蜜价格逐年攀升, 中长期看价格将维持稳健增长



资料来源: 华经产业研究院、浙商证券研究所

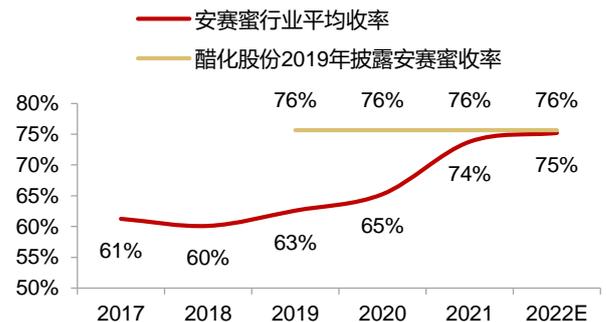
公司技术领先确保成本优势, 稳定客户资源助力新产品投产。目前行业内制备安赛蜜主要采用间歇技术, 收率普遍较低, 且主要企业提高安赛蜜收率依靠的合成反应器设计及控制技术, 中和反应控制技术都属于非专利技术。根据公司环境影响报告书披露, 醋化股份 15000 吨安赛蜜产线将采用连续工艺, 预计产品收率较间歇工艺会提高约 15%。此外, 醋化股份提高安赛蜜收率依靠的主要技术双乙烯酮-三氧化硫连续化生产技术具有自主知识产权, 有利于在行业内形成竞争优势。公司 2019 年 11 月披露的以氨基磺酸计, 安赛蜜总收率 75.67%, 比 2018 年行业收率水平高出 15.57%。即使假设醋化股份安赛蜜产线收率不变, 2021 年公司安赛蜜收率仍高于行业平均水平。此外, 公司新拓展的安赛蜜产品与此前产品存在客户协同, 经过长期的业务合作, 公司与国内外重点客户建立了稳定的合作关系, 深受下游行业重点客户及国际大型公司的认同, 为本公司进一步开拓市场创造了有利条件。

图26: 氨基磺酸-三氧化硫法具有反应条件温和、产品收率高、纯度高的特征



资料来源: 金禾实业招股说明书、浙商证券研究所

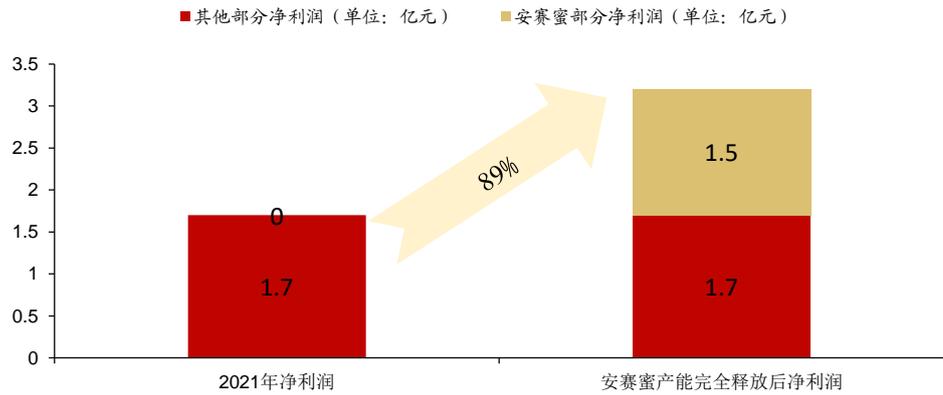
图27: 全行业氨基磺酸--二乙烯酮法收率稳步上行, 醋化股份收率仍具优势



资料来源: 环境影响报告书、金禾实业招股说明书、百川盈孚、浙商证券研究所

醋化新增 1.5 万吨安赛蜜产能完全释放后预计驱动公司净利润增长超 89%。取最新一年行业平均数据, 安赛蜜均价在 7.5 万元/吨左右, 成本在 5.9 万元/吨左右。综合考虑醋化股份 1.5 万吨项目的技术优势、原材料成本优势和规模优势, 保守估计醋化新增 1.5 万吨安赛蜜产能完全释放后将给公司增厚毛利润超 2.4 亿元/年。依照营业成本的 10% 计算其他成本, 1.5 万吨安赛蜜完全投产后公司净利润预计将较 2021 年的 1.7 亿元增长超 89%。

图28: 醋化新增 1.5 万吨安赛蜜产能完全释放后预计驱动公司净利润增长超 89%



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所注: 其他成本按照安赛蜜营业成本的 10%计算

4 固雅木: 联手 DWC 公司, 进军亚洲固雅木市场

固雅木在多个维度上相比传统木材具有显著优势。固雅木是一种新型环保材料, 利用获得 FSC 认证的可持续循环种植的软木树种, 通过清洁的制造技术, 转变成具有类似高性能硬木或者更好的特性的木材, 制作过程中产生的物料并可重复回收利用。相对于生长缓慢的硬木 (一般来自不可持续发展的资源)、用有毒的化学药品处理过的防腐木以及塑料、钢铁和混凝土等不可再生的碳密集材料, 固雅木具有无可比拟的绿色环保优势有赖于固雅木在包括尺寸稳定性, 杰出耐久性以及完美上色性等一系列指标上的优良表现, 固雅木的应用场景正在不断延伸, 在窗框、桥梁和市政工程建筑等领域的应用都取得了一些进展。

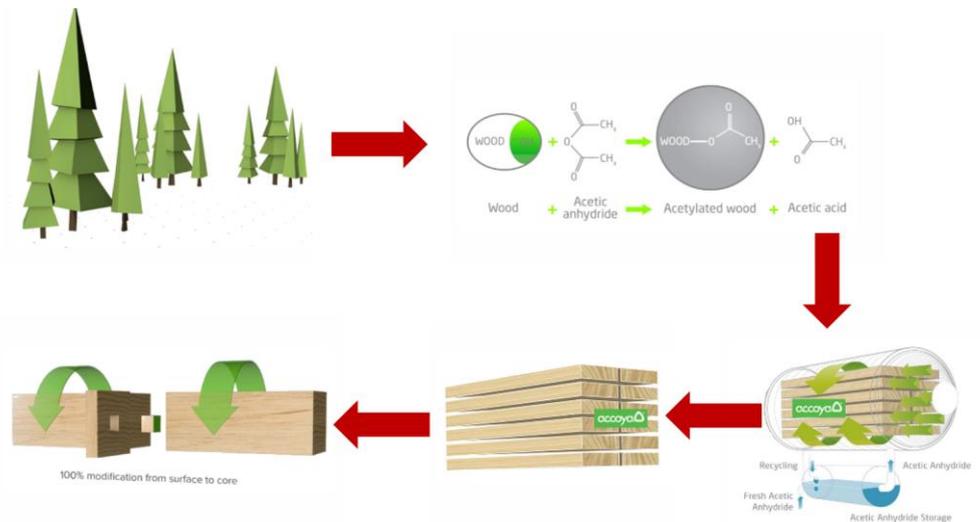
表5: 固雅木在多个维度上相比传统木材具有显著优势

名称	主要优势	优势特征	应用场景
固雅木	尺寸稳定性	膨胀和收缩较其他木材减少 75% 以上, 有效降低维护成本	窗框, 百叶和门; 外墙板, 壁板和建筑护栏; 门廊和户外地板; 甲板 and 游船码头; 户外家具和设备; 桥梁和市政工程建筑
	杰出耐久性	地上使用寿命达 50 年, 水下使用寿命达 25 年, 1 级耐久性, 超过柚木	
	完美上色	表明涂层使用寿命延长 2 倍, 易于涂装	
	天然绝缘	相较于其他硬木和软木, 绝缘性能更佳	
	易于机械加工	易于机械和加工	
	防虫蛀	各类昆虫都无法消化, 包括白蚁	
	完全改性	由表及里的改性, 贯穿所有横截面, 品质稳定可测	
	天然美感	乙酰化处理不以牺牲木材的天然美感为妥协	
	可再生	取材于通过 FSC, PEFC 认证和其他区域认证的农场, 可自然再生	
	保留木材的强度和硬度	强度/重量比率高	
无毒无害	避免了普通化学处理的危害, 可重复利用、回收再利用和直接焚烧		
赤脚无灼伤	吸收热量少, 用做户外地板时, 更少开裂		

资料来源: Diamondwood 官网, 浙商证券研究所

乙酰化处理使固雅木各项性能大大优于其所取材的天然树种。木材通过和醋酸酐（稀释后为醋酸）发生化学反应完成乙酰化。乙酰化处理有效地将木材中的羟基自由基转化成乙酰基，该过程大大降低了木材的吸水性，同时增强了固雅木的尺寸稳定性和超强的耐久性。乙酰基存在于各种天然木材中，这意味着乙酰化处理没有在木材中增加任何异物，但改变了木材的化学结构，从而造就了一个全新的最终产品：其各项性能大大优于其所取材的天然树种。固雅木是百分百的完全改性，贯穿木材的所有横截面。然而，相比之下，所有处理方式只是在木材里注入化学品（如油、氨水或金属混合物）以部分提升木材的耐久性，但尺寸稳定性没有任何改变。

图29： 乙酰化处理使固雅木各项性能大大优于其所取材的天然树种



资料来源：Diamondwood 官网、浙商证券研究所

醋化股份与 DWC 公司强强联手或打开亚洲固雅木市场。钻石木中国有限公司（Diamond Wood China Limited，以下称“DWC 公司”）拥有 Accsys Technologies PLC 的全资子公司 Titan Wood Limited 在中国生产及销售固雅木的独家技术授权，可在中国生产和销售固雅木木材。但目前 DWC 公司只能进口少量固雅木在中国和东盟市场销售，远不能完全满足目前市场对固雅木的需求。醋化股份与 DWC 公司共同投资成立合资公司，拟打造目前亚洲独家生产固雅木的生产基地，初期设计产能为每年 16 万立方米，并视市场情况最终扩大产能到 48 万立方米。合资工厂将商业化生产固雅木木材，利用醋化股份原材料等优势生产销售优质改性木材。合资公司生产的固雅木木材将供应给中国和亚洲其他国家的需求量较大的木材产品生产商，这些生产商在门窗、地板和户外家具市场均占据主导地位。

表6： 公司与 DWC 公司签订合资经营合同共同出资设立合资公司

公司名称	设计产能		出资情况	投资目的
	初期	远期		
江苏龙木新材料有限公司	16 万立方米	48 万立方米	DWC 出资 1122 万欧元，占比 51%，醋化股份出资 1078 万欧元，占比 49%	预计建成亚洲独家生产固雅木的生产基地，生产的固雅木木材将供应给中国和亚洲其他国家的需求量较大的木材产品生产商

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 业务拆分与盈利预测

公司以双乙烯酮和吡啶为“母核”，深耕高附加值精细化工产业，产品主要应用于三大领域，具体可分为：1) 食品和饲料添加剂（山梨酸钾、脱氢乙酸钠等）；2) 医药和农药中间体（乙酰乙酸甲/乙酯，氰基吡啶类）；3) 颜料和染料中间体（乙酰乙酰苯胺类产品）。我们综合行业和公司过去几年经营情况，做出以下关键假设：

(1) 食品饲料添加剂：公司核心业务，21年营收占比超30%，毛利占比约50%。作为公司业绩基石，公司食品饲料添加剂业务立足山梨酸（钾）等食品防腐剂，同时不断向高倍甜味剂（安赛蜜）方向扩展。

山梨酸（钾）：未来十年全球山梨酸钾市场空间有望持续提升，且该行业竞争格局稳定，公司作为龙头企业，具备较强的竞争优势，预计盈利稳定增长。

安赛蜜：当前安赛蜜潜在替换市场空间广泛，未来有望实现较快增长，公司基于“双乙烯酮母核”，拓展安赛蜜产品矩阵，未来有望通过技术及客户资源优势顺利切入新市场。

公司食品饲料添加剂业务受益于山梨酸（钾）稳步发展，叠加安赛蜜项目逐步达产，预计22-24年公司食品饲料添加剂业务收入分别为12.30、14.35、15.74亿元，同比增速分别为28%、17%、10%，毛利率随着原材料价格下降及产品结构变化整体较21年有所提升，分别为31%、35%、32%。

(2) 医药农药中间体：公司乙酰乙酸甲（乙）酯和氰基吡啶主要用于合成医药、农药产品，随着下游农药、医药新产品的开发带来相应中间体产品需求稳步增长，预计2022-2024年颜（染）料中间体业务收入分别为8.96、9.65、10.51亿元，同比增速分别为17%、8%、9%，受益于原材料价格下降，预计毛利率较21年回升，分别为22%、20%、21%。

(3) 颜（染）料中间体：公司乙酰乙酰苯胺类产品是用于合成有机颜料的中间体，考虑下游需求和公司产能规划，预计2022-2024年颜（染）料中间体业务收入分别为4.30、4.30、4.30亿元，同比增速分别为9%、0%、0%。受益于原材料价格下降，预计毛利率回升到21%左右水平。

(4) 其他有机化学品：主要用于生产医药、农药中间体的主要合成物，该业务发展较平稳，预计2022-2024年其他有机化学品业务收入分别为3.86、4.25、4.67亿元，同比增速分别为13%、10%、10%。受益于原材料价格下降，预计毛利率回升到21%左右水平。

(5) 贸易：非公司核心业务，预计未来几年营收规模和毛利率保持相对稳定。

(6) 其他：当前营收较小，预计24年固雅木项目投产带来其他业务营收提升。

表7：公司业务拆分（单位：百万元，%）

项目	2021A	2022E	2023E	2024E	
合计	营业收入	2999	3489	3811	4678
	YOY (%)	24%	16%	9%	23%
	营业成本	2585	2719	2910	3607
	毛利率 (%)	14%	22%	24%	23%
食品饲料添加剂	营业收入	957	1230	1435	1574

	YOY (%)	1%	28%	17%	10%
	营业成本	747	854	936	1065
	毛利率 (%)	22%	31%	35%	32%
	营业收入	767	896	965	1051
医药农药中间体	YOY (%)	64%	17%	8%	9%
	营业成本	682	698	768	834
	毛利率 (%)	11%	22%	20%	21%
颜(染)料中间体	营业收入	395	430	430	430
	YOY (%)	11%	9%	0%	0%
	营业成本	340	341	341	341
其他有机化学品	毛利率 (%)	14%	21%	21%	21%
	营业收入	341	386	425	467
	YOY (%)	4%	13%	10%	10%
贸易	营业成本	303	305	335	369
	毛利率 (%)	11%	21%	21%	21%
	营业收入	374	374	374	374
其他	YOY (%)	40%	0%	0%	0%
	营业成本	351	351	351	351
	毛利率 (%)	6%	6%	6%	6%
其他	营业收入	165	173	182	782
	YOY (%)	165%	5%	5%	330%
	营业成本	162	170	179	647
	毛利率 (%)	2%	2%	2%	17%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

综上,我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 34.89、38.11、46.78 亿元,同比增速分别为 16%、9%、23%,毛利率分别为 22%、24%和 23%。

5.2 估值分析及投资建议

首次覆盖并给予“买入”评级。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 34.89、38.11、46.78 亿元,同比增速分别为 16.34%、9.22%、22.74%,归母净利润分别为 4.23、5.23、6.28 亿元,同比增速分别为 143.05%、23.63%、20.02%,对应当前股价 PE 分别为 11、9、7 倍。我们选取从事食品饲料添加剂业务的华康股份、百龙创园、三元生物和金禾实业作为可比公司,2022-2024 年同行业平均 PE 分别为 21、16、12 倍。综合行业平均情况和公司的成长性,我们基于审慎原则,给予公司 2023 年 13 倍 PE,对应市值 68 亿元,目标价 33.28 元,对应当前股价有 51%的空间。首次覆盖,给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	2022/12/1 总市值(亿元)	PE 估值					PB
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
605077.SH	华康股份	67	22	28	20	15	12	2.6
605016.SH	百龙创园	41	43	40	22	14	10	3.2
301206.SZ	三元生物	78	34	15	32	26	18	1.7
002597.SZ	金禾实业	199	28	17	11	9	8	3.0
	平均值		32	25	21	16	12	2.6
603968.SH	醋化股份	45	18	26	11	9	7	2.2

资料来源: Wind、浙商证券研究所

6 风险提示

原材料价格上涨超预期。公司主营的精细化工产品耗用的原材料为各类有机化工和无机化工原料，如果原材料市场价格大幅上涨的情况下，但公司产品售价的滞后调整，将会对公司盈利水平构成影响。

安赛蜜产品投产不及预期。尽管公司安赛蜜产品具有良好的发展前景，且公司具备较强的竞争优势，但如果国家宏观经济政策或市场状况发生较大的变化，或者公司的组织模式、管理制度和技术水平未能跟上公司内外环境的变化，导致产品不能按计划投放市场，将对公司未来业绩增长产生不利影响。

安全生产风险。公司生产所需部分原料、半成品为危险化学品。在运输、储存、生产环节均存在发生危险化学品事故的风险。如果出现操作不当以及自然灾害等原因而造成意外安全事故，会影响生产经营的正常进行。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,846	1,905	2,619	3,064
现金	282	594	1,243	1,819
交易性金融资产	692	592	372	172
应收账款	486	458	670	702
其它应收款	1	5	2	7
预付账款	71	82	87	108
存货	191	139	210	222
其他	122	34	34	34
非流动资产	938	1,009	1,084	1,164
金额资产类	48	48	48	48
长期投资	54	54	54	54
固定资产	451	557	647	726
无形资产	91	89	86	84
在建工程	241	209	196	198
其他	53	53	53	53
资产总计	2,784	2,914	3,703	4,228
流动负债	726	516	822	759
短期借款	70	80	90	90
应付款项	524	291	582	500
预收账款	0	0	0	0
其他	132	144	150	168
非流动负债	268	288	248	208
长期借款	200	220	180	140
其他	68	68	68	68
负债合计	994	803	1,069	966
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,790	2,111	2,634	3,261
负债和股东权益	2,784	2,914	3,703	4,228

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	165	432	619	584
净利润	174	423	523	628
折旧摊销	75	86	97	108
财务费用	9	12	12	10
投资损失	(31)	(22)	(23)	(29)
营运资金变动	(76)	(77)	(2)	(148)
其它	14	10	13	15
投资活动现金流	(623)	(35)	72	42
资本支出	(189)	(157)	(171)	(187)
长期投资	(38)	100	220	200
其他	(397)	22	23	29
筹资活动现金流	(151)	(84)	(42)	(50)
短期借款	(238)	10	10	0
长期借款	200	20	(40)	(40)
其他	(114)	(114)	(12)	(10)
现金净增加额	(614)	312	649	575

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,999	3,489	3,811	4,678
营业成本	2,585	2,719	2,910	3,607
营业税金及附加	12	17	15	19
营业费用	25	35	36	42
管理费用	112	140	149	180
研发费用	88	103	112	138
财务费用	15	7	3	(9)
资产减值损失	(1)	(2)	(4)	(5)
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
投资净收益	31	22	23	29
其他经营收益	19	17	19	23
营业利润	203	498	615	738
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	202	498	615	738
所得税	28	75	92	111
净利润	174	423	523	628
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	174	423	523	628
EBITDA	264	587	714	833
EPS (最新摊薄)	0.85	2.07	2.56	3.07

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	23.73%	16.34%	9.22%	22.74%
营业利润	-32.43%	144.62%	23.63%	20.02%
归属母公司净利润	-29.69%	143.05%	23.63%	20.02%
获利能力				
毛利率	13.80%	22.07%	23.64%	22.89%
净利率	5.80%	12.12%	13.72%	13.42%
ROE	9.73%	20.04%	19.86%	19.25%
ROIC	7.83%	17.56%	17.96%	17.59%
偿债能力				
资产负债率	35.71%	27.57%	28.88%	22.86%
净负债比率	55.54%	38.07%	40.60%	29.63%
流动比率	2.54	3.69	3.19	4.04
速动比率	2.13	3.20	2.78	3.56
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.22	1.15	1.18
应收账款周转率	10.02	10.12	10.23	10.21
应付账款周转率	10.06	10.00	10.00	10.00
每股指标(元)				
每股收益	0.85	2.07	2.56	3.07
每股经营现金	0.81	2.11	3.03	2.85
每股净资产	8.75	10.32	12.88	15.95
估值比率				
P/E	25.90	10.66	8.62	7.18
P/B	2.52	2.14	1.71	1.38
EV/EBITDA	14.51	7.21	4.98	3.52

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>