

从新消费趋势看公司甜味剂的新机遇



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年09月18日)	34.1元
目标价格	43.47元
52周最高价/最低价	37.43/17.58元
总股本/流通A股(万股)	55,878/55,704
A股市值(百万元)	19,054
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年09月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.90	-7.84	49.04	66.18
相对表现	3.53	-6.27	31.91	45.03
沪深300	2.37	-1.57	17.13	21.15



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888*2504
wanliyong@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519090003

联系人 杨奇
021-63325888*7540
yangqi@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期, 成长动力充足: 2019-11-03

疫情推进了健康消费意识的觉醒, 减糖趋势迎来加速拐点, 金禾作为全球甜味剂龙头最为受益, 公司在 2C 端推出的爱乐甜代糖产品还有被市场所忽视的潜力。

核心观点

- **国内减糖趋势迎来加速拐点:** 无论是可口可乐低糖/无糖产品全球销量持续两位数增长, 还是国内无糖碳酸饮料销售额比重三年翻倍, 减糖消费已成为确定性趋势, 而疫情加速了这一生活方式的觉醒。今年现象级的事件就是元气森林无糖气泡水的爆发, 其母公司在一级市场最新估值也较去年翻了 3 倍以上, 还将自建工厂有望将产能扩大至当前数倍; 其余包括健力宝、雀巢, 甚至伊利、喜茶等龙头今年也纷纷推出相关竞品。气泡水的风口是全面减糖饮食趋势加速的缩影, 推动甜味剂需求加快增长, 这也是金禾近两月股价大涨的直接导火索, 背后是对其的赛道和成长性认同的回归。
- **公司 2B 和 2C 端的机遇和优势:** 作为甜味剂原料供应商, 公司成本优势和扩张能力已被广泛认可, 但去年起推出的 2C 端爱乐甜代糖产品业务却缺乏市场关注, 而这是公司直面消费者建立对甜味剂的定价权, 并拓展成为健康饮食解决方案提供商的又一次创业。以价甜比, 即不同甜味剂实现 1kg 蔗糖的甜度所需的成本为指标, 蔗糖价甜比为 6 元/kg, 高倍甜味剂原料例如三氯蔗糖、安赛蜜等价甜比在 0.3-0.7 元/kg 的区间; 而国内外最畅销的 2C 代糖产品价甜比在 40-50 元/kg 的中枢水平, 爱乐甜的价甜比则达到 90 元/kg, 相对竞品有最高的溢价, 且销量领先, 具有最强的议价能力。代糖产品在国内面对的是接近 500 万吨蔗糖民用消费的直接替代市场, 仅以 40 元/kg 的价格和 5% 的替代率, 对应就是百亿级的规模, 已超过目前全球高倍甜味剂原料市场规模的总和。

财务预测与投资建议

- 由于产品价格下跌, 我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 8.04、11.57 和 14.16 亿元, (原 20-21 年预测分别为 9.97、11.61 亿元)。按照可比公司 21 年 21 倍市盈率, 给予目标价为 43.47 元并维持买入评级。

风险提示

- 新产能投放不及预期; 产品和原材料价格波动; 终端市场开拓不及预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,133	3,972	3,738	4,484	5,078
同比增长(%)	-7.7%	-3.9%	-5.9%	20.0%	13.2%
营业利润(百万元)	1,063	940	939	1,348	1,650
同比增长(%)	-11.9%	-11.6%	-0.1%	43.7%	22.4%
归属母公司净利润(百万元)	912	809	804	1,157	1,416
同比增长(%)	-10.8%	-11.3%	-0.6%	43.9%	22.4%
每股收益(元)	1.63	1.45	1.44	2.07	2.53
毛利率(%)	33.0%	31.3%	33.0%	38.0%	40.6%
净利率(%)	22.1%	20.4%	21.5%	25.8%	27.9%
净资产收益率(%)	24.7%	19.3%	17.3%	22.0%	22.9%
市盈率	13.6	15.3	15.4	10.7	8.7
市净率	3.2	2.8	2.6	2.2	1.9

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,

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。

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声明。

目 录

1	本轮上涨原因分析	4
2	国内减糖趋势迎来加速	4
2.1	减糖消费的确定性趋势	5
2.2	从无糖气泡水现象看趋势加速	5
3	公司的机遇和优势	8
3.1	被忽视的 2C 端优势	8
3.2	作为 2B 供应商的优势	12
4	盈利预测及投资建议	13
4.1	盈利预测	13
4.2	投资建议	14
5	风险提示	14

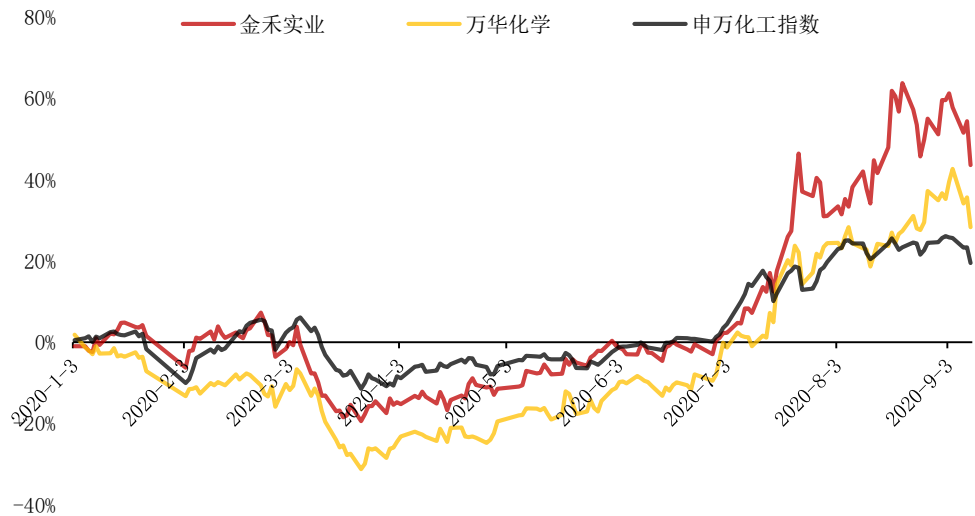
图表目录

图 1: 公司股价及相关指数相对年初涨幅.....	4
图 2: 可口可乐公司营收及增速.....	5
图 3: 可口可乐低卡/零卡产品销量占比.....	5
图 4: 保龄宝与公司股价相对年初涨幅.....	6
图 5: 2020 年无糖气泡水新产品形象.....	7
图 6: 国内外主流线上平台主要畅销代糖产品（搜索时间: 20200908）.....	9
图 7: 公司营收及增速.....	12
图 8: 公司归母净利润及增速.....	12
图 9: 全球安赛蜜供给格局（2020 年）.....	13
图 10: 全球三氯蔗糖供给格局（2020 年）.....	13
表 1: 元气森林融资及估值过程.....	6
表 2: 2020 年无糖气泡水新产品密集上市.....	7
表 3: 主要甜味剂原料线上平台价格比较（2B 端）.....	10
表 4: 主要代糖终端产品线上价格比较（2C 端）.....	10
表 5: 爱乐甜代表性线上/线下推广活动.....	11
表 6: 国内终端代糖产品空间测算.....	11
表 7: 可比公司估值（截至 2020/09/18）.....	14

1 本轮上涨原因分析

近两月公司股价出现大幅上涨，涨幅领先化工行业指数，且处于涨幅最高的前 5% 的分位。我们认为最根本的原因是市场对公司赛道和成长性认同的回归，实现了一定程度的估值修复。而其中最直接的驱动因素是国内以“元气森林”为代表的无糖气泡水所引发的现象级热潮，推动甜味剂在下游食品饮料中需求加速增长，即对甜味剂 2B 端增速出现向上拐点的预期；进一步，这是对金禾所处的赛道在以健康为核心的新消费业态中潜力的预期觉醒。但除此之外，我们认为以“爱乐甜”为载体的公司 2C 端产品蕴含着巨大动能，但并没有得到市场广泛关注；虽然这个板块刚起步体量较小，却是公司在现有优势基础上拓展能力圈的又一次创业。而且由于 2C 端产品直面消费者，能够树立品牌认可度和定价权，并且承担教育消费习惯的功能，尤其是相对于海外市场，国内代糖终端产品还处于萌芽阶段，不仅自身有个巨大的终端替代性市场，反过来对 2B 业务也能形成推动。整体而言，我们认为在甜味剂的赛道上，公司从产业链到终端产品的壁垒会愈加稳固，成长性会得到明显赋能，具体如下。

图 1：公司股价及相关指数相对年初涨幅



资料来源：Wind，东方证券研究所

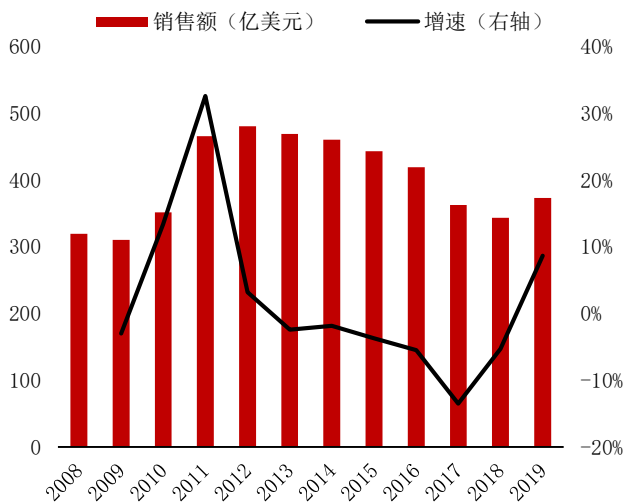
2 国内减糖趋势迎来加速

疫情加速了全民健康消费意识的提升，低糖饮食的生活方式是这一新消费趋势的重要组成。今年以元气森林代表的无糖气泡水爆发，各大厂商也纷纷抓住这一风口切入市场占位，我们认为这种现象级的趋势是全民低糖饮食加速觉醒的缩影。而这种趋势本身又是对消费者的教育，形成推进消费者主动选择减糖生活方式的闭环，那么无论是以食品饮料还是终端代糖产品为载体，我国甜味剂的需求将会迎来全面的加速增长期。

2.1 减糖消费的确定性趋势

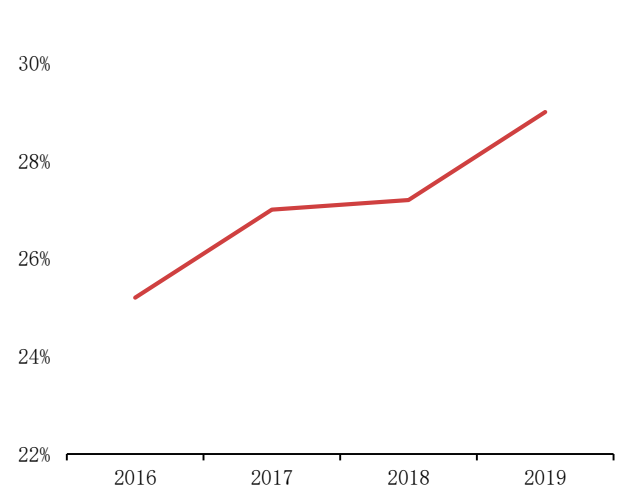
喜甜是人类走上食物链顶端过程中所养成的天性，保持甜味的同时实现低卡是顺人性而为且没有碳水带来的健康负担，直击痛点。全球低糖饮食确定性的趋势并非新鲜事，而饮料是糖最重要的下游行业，作为全球饮料届的风向标，近十年间可口可乐饮料产品序列中低糖/无糖产品的占比也从 10 年的 25% 提升到 19 年的 45%，低卡/零卡产品销量占比达到近 30%，其 20 个最畅销的品牌中有 18 个已经是低糖或无糖配方。可口可乐的零度可乐过去三年已连续实现两位数的增长，助推其整体销售额的触底回暖，国内无糖饮料 19 年销售额也同比增长超过 10%，远高于饮料整体增长率。其中无糖碳酸饮料和茶饮料的销售额在各自板块占比分别从 17 年的 2.2% 和 2.4% 增长至 19 年 6.2% 和 4.7%。

图 2：可口可乐公司营收及增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：可口可乐低卡/零卡产品销量占比



资料来源：可口可乐 Annual Review，东方证券研究所

2.2 从无糖气泡水现象看趋势加速

今年无糖气泡水的现象级事件是减糖消费趋势加速拐点的缩影。从比重来看，国内无糖饮料长期以来还是处于相对小众领域，至少市面上可选的无糖饮料品牌还是比较有限的。然而今年可以说是到了国内无糖饮料市场加速的拐点。核心就是新冠疫情加速了很多趋势的进程，对无糖食品而言，最直接的催化剂是疫情下，全民健康消费的观念被极大激发。首先，以元气森林无糖气泡水为代表的现象级爆款产品实现爆发式增长，其母公司在一级市场的估值也翻了几倍；第二，伊利、喜茶、网易等其他新玩家也进入无糖瓶装饮料这一赛道，资本的追捧出现了向上拐点。

元气森林无糖气泡水无疑是今年饮料届现象级的爆款单品。元气森林公司成立于 16 年，无糖茶饮燃茶是其当年推出的第一款产品，并于 18 年 5 月起推出无糖气泡水。从收入看，18 年公司整体销售额不足 2.6 亿；19 年达到近 10 亿，其中气泡水占比 65% 左右；20 上半年则已经超过 8 亿，其 5 月份单月销售额已经超过 18 年全年总额。今年天猫“618”元气森林超过维他奶、农夫山泉、可口可乐等成为饮品品牌销售额冠军，其气泡水产品也成为 20 上半年气泡水产品品牌销售额第二，市占率达到 24%，超过屈臣氏仅次于传统气泡水产品巴黎水。尤其是今年 7 月中旬，元气森林企业

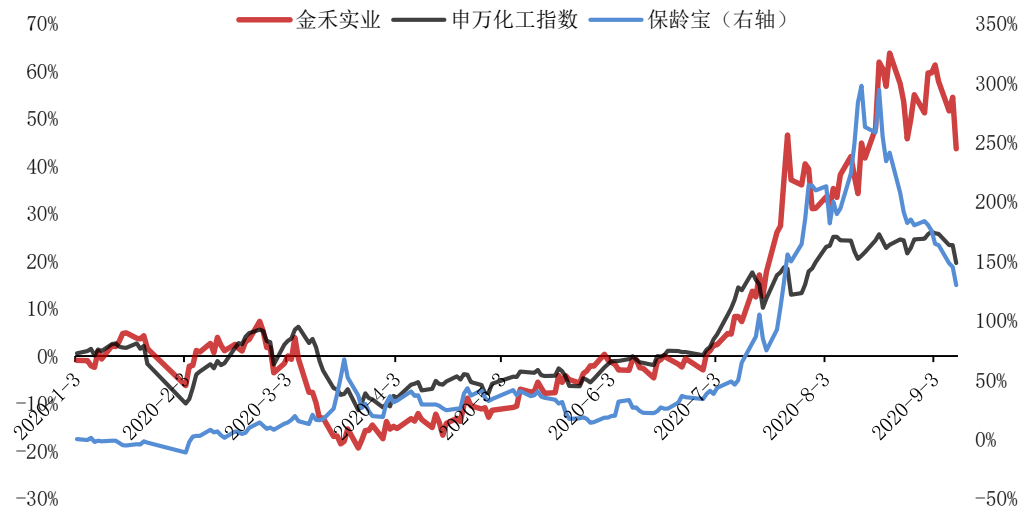
在一级市场的最新估值从去年的近 40 亿人民币升至 140 亿人民币。元气森林气泡水所使用的甜味剂为赤藓糖醇和三氯蔗糖，直接引发生产赤藓糖醇的上市公司保龄宝的股价大涨，也是金禾股价在 7 月中旬启动的导火索，背后则是对需求爆发的预期。

表 1：元气森林融资及估值过程

日期	融资轮次	估值（亿人民币）	投资方
2020 年 7 月中旬		140	红杉中国、元生资本
2019 年 10 月 31 日		37.5	龙湖资本、高榕资本、黑蚁资本
2019 年 3 月 8 日	B 轮	-	峰尚资本、千贤资本
2018 年 8 月 10 日	A 轮	-	光控众盈资本、共青城星创
2017 年 12 月 19 日	天使轮	-	挑战者资本

资料来源：36Kr，东方证券研究所

图 4：保龄宝与公司股价相对年初涨幅



资料来源：Wind，东方证券研究所

元气森林现象是这一波新消费风口的旗帜，而对于同行来说，无论是主动还是被动，如果在风口正起的时候错过布局的时机，不仅将错失新消费带来的增量市场，恐怕连自身传统版块也会被替代和蚕食。所以我们可以看到，大传统饮料厂商似乎“跟风”一般切入无糖气泡水领域，今年新产品密集推出。其中参与者不仅包括传统饮料的龙头健力宝、娃哈哈、雀巢，还有乳制品甚至街头饮料的代表企业伊利和喜茶跨界进入这一赛道。元气森林自己也在迭代新口味，而且无糖产品也延伸至乳制品领域，推出了北海牧场酸奶。今年 7 月其自建的安徽滁州工厂正式亮相，能够增加近 5 亿瓶产量，公司今年总产能已超过 10 亿瓶；滁州基地的二期将于今年启动，广东生产基地将于今年动土，位于天津的一个新工厂已经动土，预计将于 21 年上半年投产。从过去完全通过代工的轻资产运营模式参与到实体生产，元气对这一赛道的重视可见一斑。假设单一工厂规模均为 5 亿瓶左右

的规模，则工厂全部投产后元气森林年总产能将达到 25 亿瓶，假设 70%为气泡水则对应 18 亿瓶左右产量，单瓶 500 毫升的规格对应约 90 万吨，占当前国内碳酸饮料总产量 1800 万吨的 5%，再加上不断涌入的新玩家，以可口可乐产品组合为参照，国内碳酸饮料无糖产品的占比达到 30%以上并不遥远，按照传统碳酸饮料 11%左右的蔗糖添加量，对应 60 万吨以上的蔗糖替代需求。而这仅仅是国内碳酸饮料这一子板块，占国内蔗糖消费量不到 12%。除了饮料行业，我们判断未来将会有越来越多的企业参与进来。且由于生产上的壁垒相对来说并不高，各路玩家为抢占先机必然会在营销和渠道上做足文章，进一步强化对市场的教育，提升减糖生活方式的参与度和渗透率。

表 2：2020 年无糖气泡水新产品密集上市

公司	产品	上市时间	口味
伊利	伊然乳矿气泡水	2020 年 2 月	百香果、黄瓜
元气森林	苏打气泡水	2020 年 4 月	樱花白葡萄
健力宝	微泡水	2020 年 4 月	白桃樱桃、莫吉托
雀巢	优活气泡水	2020 年 6 月	冰极青柠、蓝莓黑加仑
网易严选	桃气啵啵水	2020 年 7 月	白桃
喜茶	喜小茶气泡水	2020 年 7 月	桃桃乌龙、西柚绿妍、葡萄绿妍
娃哈哈	生气啵啵	2020 年 8 月	青梅、白桃、西瓜

资料来源：互联网，东方证券研究所

图 5：2020 年无糖气泡水新产品形象



资料来源：互联网，东方证券研究所

3 公司的机遇和优势

金禾作为全球甜味剂的绝对龙头，对接了处于向上拐点的健康新消费业态。从甜味剂原料供应商的角度，公司拥有的优势和潜力被市场认可，也体现在这一波估值修复中。然而公司去年启动的 2C 端的代糖产品却很少得到市场的关注，通过这次再创业，公司从单纯 2B 的原料供应商拓展成为 2C 的健康饮食解决方案提供商，而且产品较市面上的同类畅销品有最高的溢价，且在国内的潜在市场规模可能高于所有高倍甜味剂原料的市场规模总和。

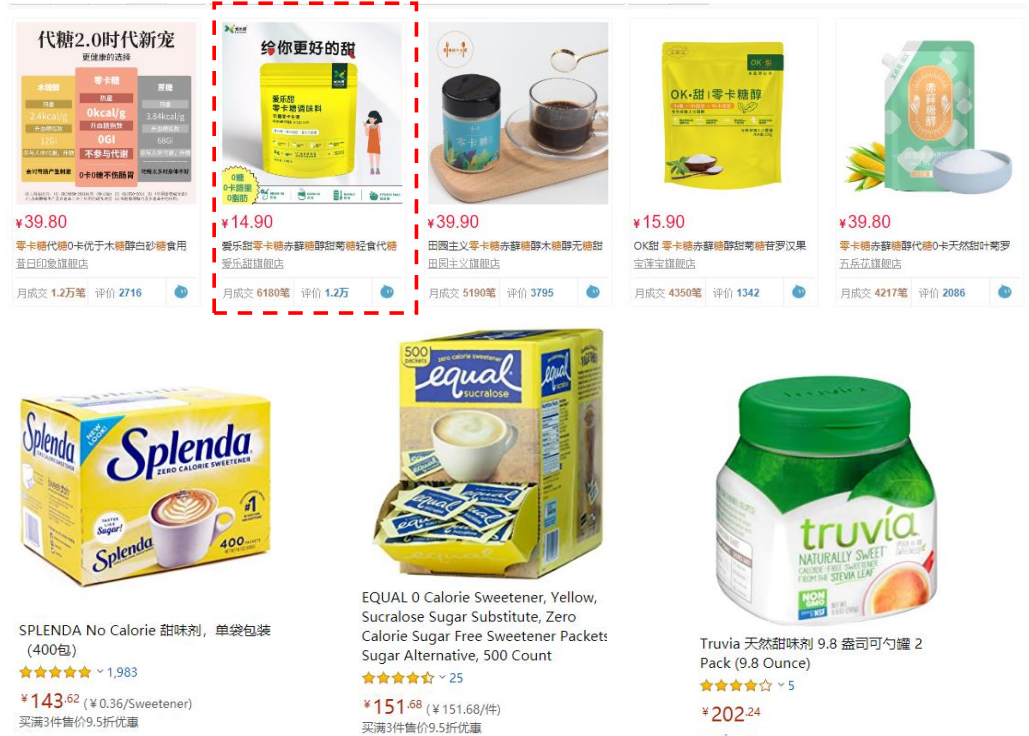
3.1 被忽视的 2C 端优势

长期以来，金禾被市场定位为食品添加剂领域的“隐形”冠军，主要原因是市场对公司赛道及核心竞争力的认知目前还是集中在 2B 端，公司去年针对 2C 端推出的代糖产品——爱乐甜则受关注程度低。爱乐甜作为公司拓展能力圈直面终端客户的又一次创业，虽然目前营收和利润贡献的体量较小，但我们认为其潜力是被市场所忽视的。第一，代糖产品作为终端消费品，单位甜度相对于蔗糖和甜味剂原材料有非常高的溢价，而且面对的是数百万吨的民用蔗糖的直接替代市场，市场价值的规模更大。第二，公司通过爱乐甜直面消费者，能够通过教育消费者和树立品牌逐渐掌握对代糖产品的定价权，提高甜味剂的附加值。而我们确实也发现，公司在最畅销的代糖产品中有最高的溢价，一方面最简单的理解是公司的产品确实好吃，另一方面是因为公司是国内唯一在线上线下平台对消费者进行教育和推广的企业，建立起了品牌溢价和传播能力。总的来说，通过爱乐甜，公司从单纯 2B 的原料供应商拓展成为 2C 的健康饮食解决方案提供商。

3.1.1 公司产品有最高的甜度溢价

按照添加量从高到低排序，爱乐甜的主要成分为赤藓糖醇、抗性糊精、甜菊糖、三氯蔗糖，其中赤藓糖醇、甜菊糖、三氯蔗糖是发挥甜味的成分，抗性糊精扮演的角色为填充剂，并可补充人体所需的膳食纤维。我们通过天猫和亚马逊两大电商平台列举了几款国内外销量靠前及是主流厂商生产的代糖产品，天猫平台我们以“零卡糖”为关键词搜索，按照销量倒序排列，爱乐甜 100g 包装销量排名第二，前五名中甚至还存在与其包装雷同的产品。从甜味剂的使用上看，国内畅销产品主要使用赤藓糖醇、甜菊糖、三氯蔗糖和罗汉果甜苷，其中赤藓糖醇从产品配料排序看添加量最大。国内销量排名靠前的几款产品中，仅爱乐甜中添加了三氯蔗糖，其余产品则多标榜纯天然来源。国外产品成分则以人造甜味剂三氯蔗糖、安赛蜜、阿斯巴甜等为主，也有甜菊糖等天然成分。

图 6：国内外主流线上平台主要畅销代糖产品（搜索时间：20200908）



资料来源：天猫，Amazon，东方证券研究所

首先，从配方成本角度看，我们以淘宝搜索而得的 1kg 装甜味剂原料作为供应 2B 客户的价格。以各甜味剂品种相对蔗糖的甜度比来看，换算成标准甜度，即价甜比的概念，三氯蔗糖、安赛蜜、甜菊糖这几种高倍甜味剂单位甜度价格在 0.3-0.4 之间，也就是说从价甜比的角度看使用成本基本是等价的。罗汉果甜苷略贵但也在同一个数量级。而赤藓糖醇作为甜度只有蔗糖 0.7 的甜味剂，单位甜度价格就显得非常之昂贵了，达到 35 元/kg 以上，是白糖的 6 倍，是前述几种高倍甜味剂的数十倍甚至百倍以上。所以仅从成本的角度考虑，由于赤藓糖醇的绝对添加量最大，国内代糖产品的原材料成本主要就由赤藓糖醇贡献。当然，以成本出发的价甜比只是影响下游配方使用的一个因素，终端消费者更加看重的是健康功效和包括口味等综合的感官体验，就能产生一定的溢价，在市面上主流 2C 端代糖产品价格上有明显体现。

表 3：主要甜味剂原料线上平台价格比较（2B 端）

甜味剂品类	价格中枢（元/kg）	甜度倍数	单位甜度价格（元/kg）	主要厂家
三氯蔗糖	230	600	0.38	金禾实业、三和维信
安赛蜜	60	200	0.30	金禾实业
甜菊糖	80	200	0.40	圣仁制药
罗汉果甜苷	200	300	0.67	瑞林生物、普瑞斯生物
赤藓糖醇	25	0.7	35.71	福田药业、三元生物
绵白糖	6	1	6.00	

资料来源：淘宝网，阿里巴巴，东方证券研究所

从代糖产品定价看，由于包装规格对产品零售价有一定影响，我们大致选取 500g 左右包装规格的产品进行比较。根据产品标签注明的相对于蔗糖的甜度倍数，又可以计算出代糖产品的价甜比。可以发现无论是国内还是国外主流产品，代糖产品单位甜度价格均数倍高于传统的食糖，这是第一个健康层面的溢价。欧美成熟市场产品根据亚马逊直接换算的人民币价格计算，单位甜度价格在 40 元/kg 左右，国内畅销产品除爱乐甜之外基本也在 50 元/kg 的水平。进一步我们可以看到，国内以赤藓糖醇为主成分的代糖竞品单位甜度相对于赤藓糖醇原料产生了 15 元/kg 左右的溢价；而 500g 包装的爱乐甜单位甜度价格达到 90 元/kg，是线上畅销的代糖产品的最高水平。结合配方的差异可以初步归结为三氯蔗糖对口味的提升，这是第二个感官层面的溢价。虽然口味等感官上的因素是极为主观且见仁见智的，但从销售量的客观数据看，金禾的爱乐甜在 2C 端还是具有很强定价权的。在口味之外，我们认为爱乐甜的议价能力以及我们看好的未来潜力还来自于两个方面，具体如下。

表 4：主要代糖终端产品线上价格比较（2C 端）

代糖产品	价格中枢（元/kg）	甜度倍数	单位甜度价格（元/kg）	主要成分
爱乐甜	90	1	90	赤藓糖醇、抗性糊精、甜菊糖、三氯蔗糖、
昔日印象零卡糖	40	1	40	赤藓糖醇、罗汉果甜苷
田园主义零卡糖	120	2.5	48	赤藓糖醇、甜菊糖苷、罗汉果甜苷
五岳花赤藓糖醇	40	0.7	57	赤藓糖醇
Splenda（善品糖）	359	8	45	葡萄糖、麦芽糖糊精、三氯蔗糖
Equal（怡口糖）	227	8	28	葡萄糖、麦芽糖糊精、阿斯巴甜、安赛蜜
Equal（Yellow）	303	8	38	三氯蔗糖
Truvia	364	8	45	甜菊糖、赤藓糖醇

资料来源：天猫，Amazon，东方证券研究所

3.1.2 公司独有的品牌传播力

首先，作为一款代糖产品，相比于国内畅销的竞品以成分名或者是公司品牌+零卡糖的命名方式，爱乐甜是少有的拥有独立品牌的产品，品牌名就具备了对产品效果的传播功能。且线上畅销单品所属品牌旗下产品品类分散，主要靠店铺内其他产品带流量，难以在代糖领域建立识别度。而爱乐甜专注于做代糖产品，识别度较高，这一点和欧美市场成熟的代糖品牌的思路一致。虽然随着产品线和销售区域的逐渐丰富，配方组合也会多样化，但 Splenda（善品糖）、Equal（怡口糖）和 Truvia 已基本分别成为以三氯蔗糖、阿斯巴甜和甜菊糖为主的拳头产品代名词。

第二，爱乐甜是国内唯一进行消费者教育的品牌。虽然金禾的基因是化学合成，但多年深耕甜味剂领域服务各大海内外客户，对行业需求的变化有很高的敏感性，往终端延伸具有一定的基础，关键就是建立起营销团队延伸能力圈。在营销上以年轻人团体为切入点，在小红书、微博、抖音等一线平台进行内容传播或者发起互动。例如在小红书上搜索“零卡糖”共有 8731 篇笔记，搜索“爱乐甜”有 2045 篇笔记；国内其他品牌的产品线比较杂搜索结果难有可比性，但搜索国外的“善品糖”和“怡口糖”，则仅有分别 319 和 702 篇笔记（搜索时间 2020 年 9 月 15 日），爱乐甜的传播效果可见一斑。公司还在中国传统节日在线上开展跨界的合作活动，比较有代表性的有丁香医生、九阳等，通过加大互动增强消费者对它的品牌认知度，通过营销投入将代糖打造成一种生活方式而非单纯的添加剂。长期以往，能够在消费建立起爱乐甜与代糖的紧密联系，品牌成为商品的代名词。

表 5：爱乐甜代表性线上/线下推广活动

时间	形式	合作方	主要内容
2020 年 8 月，七夕	线上	九阳轻养	无糖“红豆薏米麸皮粉”+“爱乐甜”
2020 年 6 月，端午	线下	丁香医生	上海番禺路“全民换糖计划”
2020 年 6 月	线下	ABC Cooking Studios	爱乐甜为店内美食制作提供辅料支持
2020 年 1 月，春节	线上	下厨房 APP	“新年甜·零负担——减糖年菜创意挑战”

资料来源：互联网，东方证券研究所

3.1.3 我国代糖产品规模潜力大

我国食糖年度消费总量在 1600 万吨，其中非工业的直接消费占 30%接近 500 万吨。不考虑人口增长等因素带来的需求缓慢增长，仅以静态视角看，我们认为这接近 500 万吨食糖直接消费都是 2C 端代糖产品所针对的替代领域。保守以市面上代糖产品平均 40 元/kg 蔗糖甜度当量即 4 万元/吨的水平测算，若实现替代对食糖直接需求 5%的替代，对应的是国内至少百亿级的规模，高于目前全球所有高倍甜味剂原料的市场规模总和，且在消费升级趋势下不断增长的全新兴市场。

表 6：国内终端代糖产品空间测算

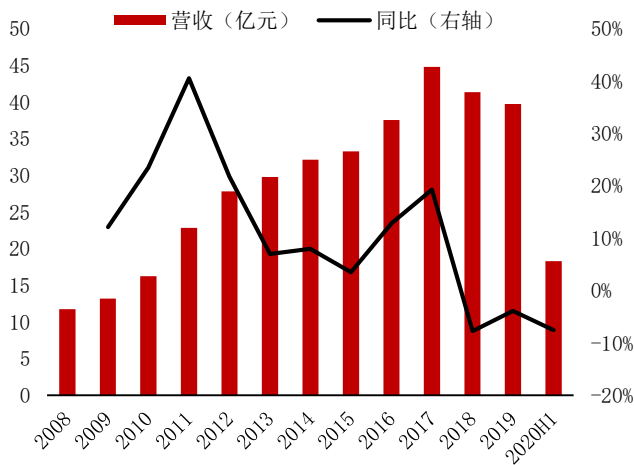
替代比例	0%	2%	5%	10%	15%
国内民用蔗糖终端消费（万吨）	500	500	500	500	500
代糖产品需求量（万吨）	0	10	25	50	75
代糖产品甜度价格（万元/吨）	4	4	4	4	4
代糖产品市场规模（亿元）	0	40	100	200	300

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

3.2 作为 2B 供应商的优势

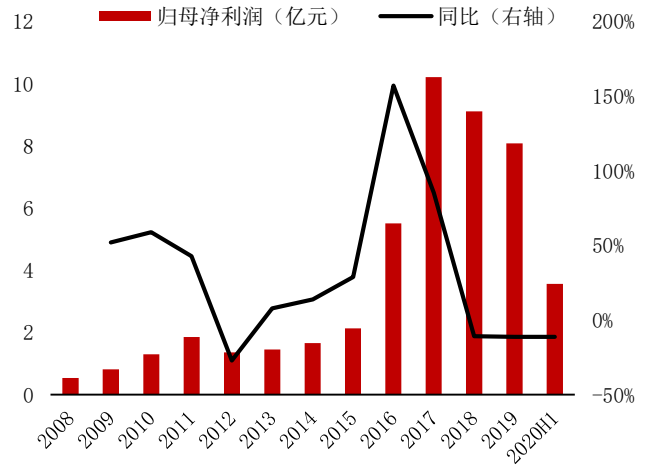
公司从县立小氮肥企业历经数十年间的多次再创业，从以煤化工为主的基础化工产品格局逐步拓展切入人工合成甜味剂和香料等精细化工领域，并成为行业龙头。食品添加剂主要包括甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖，以及香料甲乙基麦芽酚，其中安赛蜜和甲乙基麦芽酚规模为全球第一龙头，三氯蔗糖全球第二。但近两年由于公司参与洗牌及部分产能复产或新建预期等因素，食品添加剂价格下跌，同时基础化工产品从景气高位回归，公司业绩出现下滑，周期性的特征被市场放大，公司估值也低于历史中枢水平。

图 7：公司营收及增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

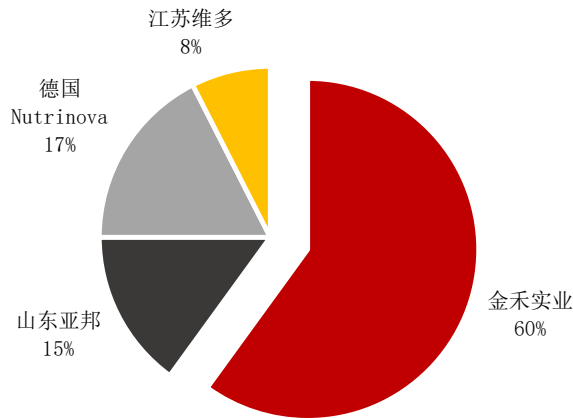
图 8：公司归母净利润及增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

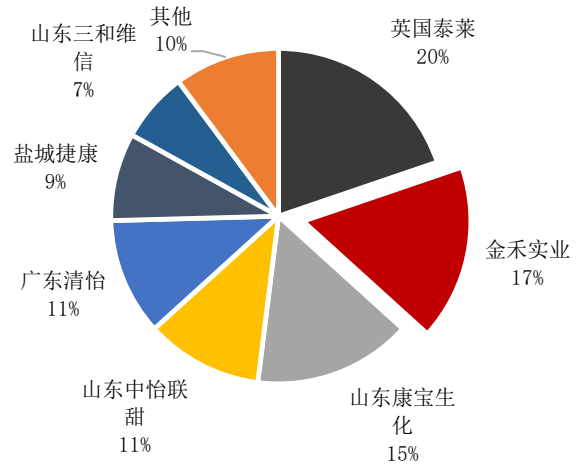
依据前文所述，食品添加剂贴近下游刚性需求，尤其是人工甜味剂在全球低糖饮食的大趋势下，是非常优质且空间广阔的成长性赛道。金禾作为国内食品添加剂尤其是甜味剂龙头，成本优势使其在生产端的核心竞争力。公司 06 年上马安赛蜜，15 年上马三氯蔗糖，经过多年的工艺开发和装置改进，收率不断提升并达到国内最高水平。例如三氯蔗糖 17 年收率 40% 左右，而 19 年 5000 吨新项目环评的收率可达到 55%。同时，公司起步于煤化工，拥有大化工的思维和基因，在精细化工领域做出了大化工常有的产业链和公用工程配套。例如公司在副产蒸汽回用上拥有类似于华鲁的梯次利用能力，近年来通过投建糠醛、氯化亚砷等基础化工品完善关键原料的自给能力以及新产品的横向延展能力，包括糠醛的下游味喃系列产品，这一点又类似于新和成构建产品树的过程。整体而言，金禾在工程化能力和创新发展上与市场公认的行业最优秀的企业属于同一梯队，在成本上的优势形成了对现有竞争对手和潜在进入者的威慑力。历过去行业景气波动和价格下行的洗牌，公司目前安赛蜜全球市占率达到第一，三氯蔗糖全球第二并将通过新产能的投放复制安赛蜜行业登顶之路。此外，公司 19 年还规划了 100 吨甜菊糖产能，进一步丰富甜味剂产品序列。且不同于传统从甜叶菊苷提取的工艺受制于农产品景气波动，公司开发了以尿苷二磷酸葡萄糖（UDPG）、蔗糖为原料的发酵工艺，填补了国内空白。总的来说，无论前文所述的新旧玩家谁能够最终胜出，且无论是以食品饮料还是终端代糖产品为载体，国内甜味剂需求蛋糕做大的趋势是确定性的，公司在需求增长的背景下最具有优势。

图 9：全球安赛蜜供给格局（2020 年）



资料来源：互联网，东方证券研究所

图 10：全球三氯蔗糖供给格局（2020 年）



资料来源：互联网，东方证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 5000 吨三氯蔗糖新项目假设今年底投产，20-22 年三氯蔗糖总销量为 3600、6800、8800 吨，价格维持 20.5 万元/吨（含税）。5000 吨甲乙基麦芽酚假设 21 年 Q3 投产，20-22 年麦芽酚总销量为 5100、6725、9000 吨，甲基麦芽酚价格维持 10 万元/吨（含税），乙基麦芽酚价格维持 9 万元/吨。此外 20-22 年安赛蜜价格维持 6 万元/吨（含税）。
- 2) 20-22 年双氧水价格为 980、1000、1000 元/吨，三聚氰胺价格为 5400、5600、5600 元/吨，硝酸价格为 1450、1500、1500 元/吨，液氨价格为 2600、2800、2900 元/吨，浓硫酸价格为 250、350、350 元/吨，甲醛价格为 1000、1100、1100 元/吨，新戊二醇价格为 8200、9000、9000 元/吨，季戊四醇价格为 8500、9200、9500 元/吨（均含税）。
- 3) 公司 20-22 年销售费用率为 3.10%、3.10%、3.10%，管理费用率为 2.00%、1.90%和 1.88%，研发费用率为 3.40%、3.40%、3.40%。公司 20-22 年的所得税率维持 14%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
基础化工品					
销售收入（百万元）	2,099.6	1,819.1	1,608.3	1,713.1	1,725.9
增长率	-12.1%	-13.4%	-11.6%	6.5%	0.7%
毛利率	27.0%	22.2%	21.3%	24.7%	24.7%
精细化工品					
销售收入（百万元）	1,770.9	1,870.6	1,829.1	2,450.2	3,002.4
增长率	8.1%	5.6%	-2.2%	34.0%	22.5%
毛利率	42.9%	43.1%	46.4%	50.0%	52.0%
其他					
销售收入（百万元）	262.2	282.2	300.9	321.0	349.4
增长率	-42.1%	7.6%	6.6%	6.7%	8.8%
毛利率	15.1%	11.2%	14.4%	17.7%	21.4%
合计	4,132.8	3,971.9	3,738.2	4,484.3	5,077.6
增长率	-7.7%	-3.9%	-5.9%	20.0%	13.2%
综合毛利率	33.0%	31.3%	33.0%	38.0%	40.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议

由于产品价格下跌，我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 8.04、11.57 和 14.16 亿元，（原 20-21 年预测分别为 9.97、11.61 亿元）。按照可比公司 21 年 21 倍市盈率，给予目标价为 43.47 元并维持买入评级。

表 7：可比公司估值（截至 2020/09/18）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
兄弟科技	0.05	0.28	0.38	0.45	125.10	21.71	16.00	13.51
华鲁恒升	1.51	1.29	1.70	2.02	17.30	20.30	15.36	12.93
安迪苏	0.37	0.57	0.65	0.76	36.95	23.94	20.91	17.96
新和成	1.01	1.94	2.20	2.50	31.28	16.31	14.36	12.64
安琪酵母	1.09	1.56	1.80	2.06	52.77	37.03	32.05	27.96
保龄宝	0.10	0.28	0.50	0.82	157.23	53.57	29.80	18.37
调整后平均					61.53	25.75	20.52	15.69

资料来源：Wind，东方证券研究所

5 风险提示

1. 新产能投放不及预期：新产能建设投产调试具有不确定性，公司新产品具有达产不及预期的风险。

2. 产品和原材料价格波动：公司化工产品因为供需变化具有一定的周期波动性，对产品盈利能力有较为明显的影响。
3. 终端市场开拓不及预期：公司 2C 端产品终端需求的打开依赖教育推广和渠道建设，若需求拓展不及预期将影响放量。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,976	1,776	2,325	3,140	4,242	营业收入	4,133	3,972	3,738	4,484	5,078
应收票据及应收账款	821	220	475	409	554	营业成本	2,767	2,729	2,505	2,779	3,017
预付账款	77	65	66	76	88	营业税金及附加	38	32	32	37	43
存货	311	373	342	379	412	营业费用	130	131	116	139	157
其他	656	1,567	1,212	1,391	1,303	管理费用及研发费用	166	222	202	238	268
流动资产合计	3,840	4,000	4,420	5,396	6,599	财务费用	35	(19)	1	9	(1)
长期股权投资	3	4	3	3	3	资产减值损失	17	17	2	2	0
固定资产	1,315	1,774	1,696	1,621	1,483	公允价值变动收益	9	6	8	8	8
在建工程	227	53	132	164	170	投资净收益	58	29	30	30	30
无形资产	91	102	98	95	91	其他	14	45	20	30	20
其他	218	216	93	65	71	营业利润	1,063	940	939	1,348	1,650
非流动资产合计	1,854	2,149	2,023	1,948	1,818	营业外收入	1	6	4	5	4
资产总计	5,695	6,149	6,442	7,344	8,417	营业外支出	7	8	8	8	8
短期借款	180	100	140	120	130	利润总额	1,058	937	934	1,345	1,646
应付票据及应付账款	779	716	681	743	814	所得税	146	129	131	188	230
其他	327	308	315	317	325	净利润	912	808	804	1,157	1,416
流动负债合计	1,287	1,125	1,136	1,180	1,269	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	1	1	1	1	1	归属于母公司净利润	912	809	804	1,157	1,416
应付债券	468	499	480	480	480	每股收益(元)	1.63	1.45	1.44	2.07	2.53
其他	19	43	0	0	0						
非流动负债合计	488	543	481	481	481	主要财务比率					
负债合计	1,775	1,667	1,617	1,661	1,749		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	559	559	559	559	559	营业收入	-7.7%	-3.9%	-5.9%	20.0%	13.2%
资本公积	411	366	395	395	395	营业利润	-11.9%	-11.6%	-0.1%	43.7%	22.4%
留存收益	2,753	3,366	3,867	4,725	5,710	归属于母公司净利润	-10.8%	-11.3%	-0.6%	43.9%	22.4%
其他	197	192	4	4	4	获利能力					
股东权益合计	3,920	4,482	4,825	5,683	6,668	毛利率	33.0%	31.3%	33.0%	38.0%	40.6%
负债和股东权益总计	5,695	6,149	6,442	7,344	8,417	净利率	22.1%	20.4%	21.5%	25.8%	27.9%
						ROE	24.7%	19.3%	17.3%	22.0%	22.9%
						ROIC	21.4%	16.5%	15.4%	19.9%	20.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	31.2%	27.1%	25.1%	22.6%	20.8%
净利润	912	808	804	1,157	1,416	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	199	212	396	465	543	流动比率	2.98	3.56	3.89	4.57	5.20
财务费用	35	(19)	1	9	(1)	速动比率	2.73	3.22	3.59	4.25	4.87
投资损失	(58)	(29)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	420	797	(254)	79	(113)	应收账款周转率	26.0	20.6	18.8	21.9	21.0
其它	(543)	(863)	(74)	(6)	(8)	存货周转率	8.7	7.8	7.0	7.6	7.5
经营活动现金流	963	906	843	1,675	1,808	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
资本支出	(392)	(517)	(387)	(415)	(401)	每股指标(元)					
长期投资	50	93	(46)	23	(12)	每股收益	1.63	1.45	1.44	2.07	2.53
其他	(61)	(812)	393	(138)	126	每股经营现金流	1.72	1.62	1.51	3.00	3.24
投资活动现金流	(402)	(1,237)	(40)	(530)	(286)	每股净资产	7.02	8.02	8.64	10.17	11.93
债权融资	26	30	(19)	(0)	0	估值比率					
股权融资	(100)	(45)	29	0	0	市盈率	13.6	15.3	15.4	10.7	8.7
其他	(532)	(322)	(263)	(329)	(420)	市净率	3.2	2.8	2.6	2.2	1.9
筹资活动现金流	(605)	(337)	(253)	(329)	(420)	EV/EBITDA	7.9	9.0	7.6	5.6	4.6
汇率变动影响	(12)	10	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.3	11.1	10.8	7.5	6.2
现金净增加额	(57)	(657)	549	815	1,102						

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

