

业绩符合预期，看好新消费趋势下甜味剂高景气

核心观点

- 业绩增长符合预期：**公司发布 21 年业绩预告，预计 21 年实现归母净利润 9.3-11.5 亿元，同比增长 29.43%-60.05%，扣非后归母净利润 7.98-10.42 亿元，同比增长 39.99%-82.8%。其中 21Q4 归母净利润 2.2-4.4 亿元，环比增长-18.5%-63%。扣非后归母净利润 2.08-4.5 亿元，环比增长-5%-100%。在原材料价格大幅上涨的背景下，公司基础化工品充分体现价格弹性，精细化工业品量价齐升，展现经营韧性。
- 甜味剂价格大幅上涨：**三氯蔗糖、安赛蜜价格从 21 年 8 月上半旬启动，目前三氯蔗糖、安赛蜜价格分别涨至 48 万/吨、8.8 万/吨，备考 21 上半年价格分别为 20.5 万/吨、6 万/吨，涨幅明显。且产品价格上涨幅度已高于前期原材料上涨幅度，使得公司 21Q3 毛利率已开始出现拐头向上趋势。我们认为价格上涨原因已从前期单纯的原材料推涨演进至供需收紧。尤其是三氯蔗糖作为当前最主流的人工高倍甜味剂品种，全球需求持续增长，今年我国 1-11 月累计出口量同比增长 30%；而供给方面除公司新的 5000 吨投产逐步提升外无新增产能。安赛蜜行业格局相对稳固，同行新产能可靠性待观察。在供需紧张的预期下，公司议价能力充分显现，有助于来年长单价格的提升。而原材料成本端有望迎来缓解，定远基地糠醛、氯化亚砷上游原材料配套项目落地还将进一步提升成本优势。整体而言，公司 22 年将迎来量利齐升。
- 景气高点还是爆发拐点：**在甜味剂价格大幅涨价的背景下，若以传统周期投资的视角看，景气高位难以得到高估值，市场对此也有担忧和分歧。但我们认为虽然价格拉涨，但背后的原因也并非单纯短期的供需错配，而是长期需求爆发的向上拐点的到来。近十年间可口可乐饮料产品序列中低糖/无糖产品的占比从 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；我国无糖饮料市场规模 14-21 年翻了 7 倍以上，CAGR 达到 35%。在健康饮食的新消费趋势下，公司甜味剂正进入新的成长性赛道。

盈利预测与投资建议

- 由于甜味剂价格中枢大幅提升，我们预测公司 21-23 年归母净利润分别为 10.57、18.72、22.04 亿元（原 21-22 年归母净利润分别为 11.57 和 14.16 亿元），按照可比公司 22 年 17 倍市盈率，给以目标价 56.78 元并维持买入评级。

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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,972	3,666	5,386	6,846	7,397
同比增长(%)	-3.9%	-7.7%	46.9%	27.1%	8.0%
营业利润(百万元)	940	840	1,236	2,184	2,570
同比增长(%)	-11.6%	-10.7%	47.2%	76.8%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	809	719	1,057	1,872	2,204
同比增长(%)	-11.3%	-11.2%	47.2%	77.0%	17.7%
每股收益(元)	1.44	1.28	1.89	3.34	3.93
毛利率(%)	31.3%	27.1%	31.5%	40.3%	43.1%
净利率(%)	20.4%	19.6%	19.6%	27.3%	29.8%
净资产收益率(%)	19.3%	15.2%	20.1%	29.8%	28.6%
市盈率	29.4	33.1	22.5	12.7	10.8
市净率	5.3	4.8	4.3	3.4	2.8

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（2022年01月19日）	42.46 元
目标价格	56.78 元
52 周最高价/最低价	54.19/28.08 元
总股本/流通 A 股（万股）	56,091/55,949
A 股市值（百万元）	23,816
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2022 年 01 月 20 日

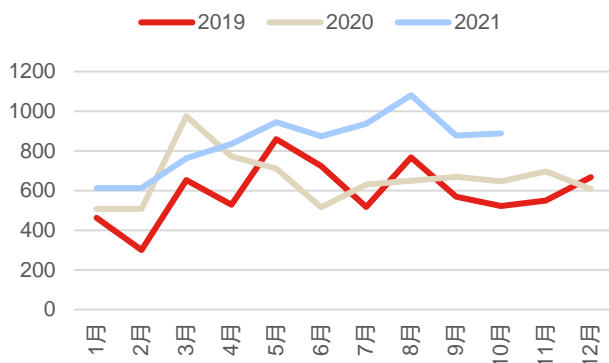
股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.88	-8.81	-1.26	7.31
相对表现	4.12	-14.89	6.42	26.78
沪深 300	-1.24	6.08	-7.68	-19.47



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

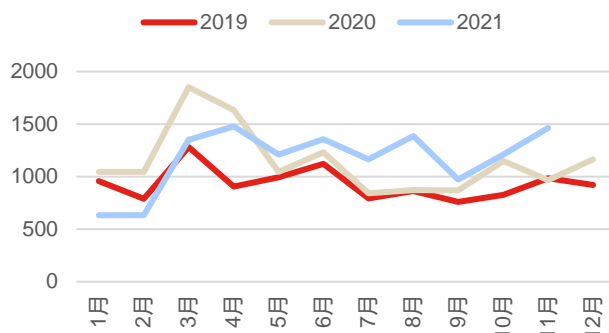
联系人	
顾雪莺	guxueying@orientsec.com.cn

图 1：我国三氯蔗糖月度出口量（吨）



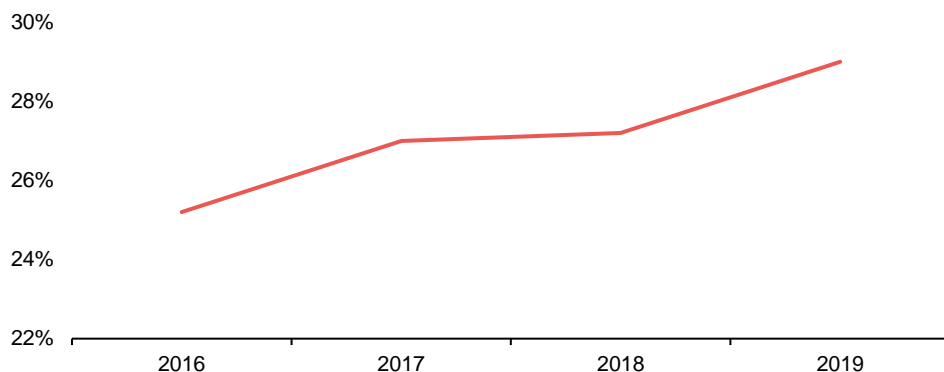
数据来源：百川盈孚，东方证券研究所

图 2：我国安赛蜜月度出口量（吨）



数据来源：百川盈孚，东方证券研究所

图 3：可口可乐低卡/零卡产品销量占比



数据来源：可口可乐 Annual Review，东方证券研究所

公司主营产品甜味剂价格中枢大幅提升，故更新盈利预测，具体如下：

表 1：核心假设变动分析表（产品价格为含税价格）

关键参数	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
三聚氰胺价格（元/吨）	5600	5600		11000	9400	9400
变动幅度				96.4%	67.9%	
硝酸价格（元/吨）	1500	1500		2400	1850	1850
变动幅度				60.0%	23.3%	
甲醛价格（元/吨）	1100	1100		1250	1180	1180
变动幅度				13.6%	7.3%	
液氨价格（元/吨）	2800	2900		3600	3700	3700
变动幅度				28.6%	27.6%	
浓硫酸价格（元/吨）	350	350		770	800	800
变动幅度				120.0%	128.6%	
新戊二醇价格（元/吨）	9000	9000		16000	15000	15000
变动幅度				77.8%	66.7%	
季戊四醇价格（元/吨）	9200	9500		16000	14500	14500

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。

变动幅度			73.9%	52.6%	
双氧水价格（元/吨）	1000	1000	1040	800	800
变动幅度			4.0%	-20.0%	
碳铵价格（元/吨）	600	600	600	600	600
变动幅度			0.0%	0.0%	
甲基麦芽酚价格（元/吨）	100000	100000	110000	120000	120000
变动幅度			10.0%	20.0%	
乙基麦芽酚价格（元/吨）	90000	90000	105000	90000	90000
变动幅度			16.7%	0.0%	
安赛蜜价格（元/吨）	60000	60000	70000	65000	62000
变动幅度			16.7%	8.3%	
三氯蔗糖价格（元/吨）	205000	205000	240000	380000	380000
变动幅度			17.1%	85.4%	
甲基麦芽酚销量（吨）	1725	2000	1500	1800	2400
变动幅度			-13.0%	-10.0%	
乙基麦芽酚销量（吨）	5000	7000	3600	6300	7000
变动幅度			-28.0%	-10.0%	
安赛蜜销量（吨）	12000	12000	12000	12000	12000
变动幅度			0.0%	0.0%	
三氯蔗糖销量（吨）	6800	8800	6800	8800	10000
变动幅度			0.0%	0.0%	
三氯蔗糖成本（元/吨）	92000	82000	160000	148000	130000
变动幅度			73.9%	80.5%	
销售费用率	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
变动幅度			0.00%	0.00%	
管理费用率	1.90%	1.88%	2.00%	1.90%	1.88%
变动幅度			0.10%	0.02%	
研发费用率	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%
变动幅度			0.00%	0.00%	
财务费用率	0.20%	-0.02%	0.20%	0.15%	-0.07%
变动幅度			0.00%	0.17%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）

主营业务	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
基础化工品						
销售收入	1,713	1,726		2,442	2,180	2,180
变动幅度				42.5%	26.3%	
毛利率	24.70%	24.70%		29.07%	18.78%	19.18%
变动幅度				4.4%	-5.9%	
精细化工品						
销售收入	2,450	3,002		2,680	4,357	4,850

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。

变动幅度			9.4%	45.1%	
毛利率	50.00%	52.00%	35.4%	53.0%	56.0%
变动幅度			-14.6%	1.0%	
其他业务					
销售收入	321	349	264	310	367
变动幅度			-17.7%	-11.2%	
毛利率	17.70%	21.40%	14.96%	14.33%	13.68%
变动幅度			-2.7%	-7.1%	
销售收入合计	4,484	5,078	5,386	6,846	7,397
变动幅度			20.1%	34.8%	
综合毛利率	38.00%	40.60%	31.52%	40.33%	43.07%
变动幅度			-6.5%	-0.3%	

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）

财务指标	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,484	5,078		5,386	6,846	7,397
变动幅度				20.1%	34.8%	
营业利润	1,349	1,651		1,236	2,184	2,570
变动幅度				-8.4%	32.3%	
归属母公司净利润	1,157	1,416		1,057	1,872	2,204
变动幅度				-8.6%	32.2%	
每股收益（元）	2.06	2.53		1.89	3.34	3.93
变动幅度				-8.5%	31.9%	
毛利率(%)	38.0%	40.6%		31.5%	40.3%	43.1%
变动幅度				-6.5%	-0.3%	
净利率(%)	25.8%	27.9%		19.6%	27.3%	29.8%
变动幅度				-6.2%	-0.6%	

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 4：可比公司估值（截至 2022/1/19）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
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
保龄宝	0.13	0.45	0.63	0.82	98.36	29.52	20.98	16.07
调整后平均					31.39	21.72	17.39	14.44

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,776	1,139	2,381	3,983	5,608	营业收入	3,972	3,666	5,386	6,846	7,397
应收票据及应收账款	739	768	366	509	526	营业成本	2,729	2,674	3,688	4,085	4,211
预付账款	65	66	93	121	130	营业税金及附加	32	25	40	49	54
存货	373	340	469	520	536	营业费用	131	54	167	212	229
其他	1,047	1,789	1,824	1,818	1,826	管理费用及研发费用	222	242	291	363	391
流动资产合计	4,000	4,102	5,134	6,951	8,625	财务费用	(19)	(3)	11	10	(5)
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值损失	17	11	12	11	5
固定资产	1,774	1,759	2,090	2,051	1,834	公允价值变动收益	6	93	8	8	8
在建工程	53	701	326	222	187	投资净收益	29	51	30	30	30
无形资产	102	117	113	108	103	其他	45	33	20	30	20
其他	216	314	45	38	32	营业利润	940	840	1,236	2,184	2,570
非流动资产合计	2,149	2,896	2,577	2,424	2,159	营业外收入	6	1	3	2	3
资产总计	6,149	6,998	7,711	9,375	10,785	营业外支出	8	10	9	10	9
短期借款	100	291	196	243	220	利润总额	937	830	1,230	2,177	2,563
应付票据及应付账款	716	942	1,134	1,348	1,342	所得税	129	112	172	305	359
其他	308	269	330	303	322	净利润	808	719	1,057	1,872	2,204
流动负债合计	1,125	1,502	1,660	1,894	1,884	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	1	0	0	0	0	归属于母公司净利润	809	719	1,057	1,872	2,204
应付债券	499	483	480	480	480	每股收益 (元)	1.44	1.28	1.89	3.34	3.93
其他	43	65	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	543	549	480	480	480		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,667	2,051	2,140	2,374	2,364	成长能力					
少数股东权益	0	1	1	1	1	营业收入	-3.9%	-7.7%	46.9%	27.1%	8.0%
股本	559	561	561	561	561	营业利润	-11.6%	-10.7%	47.2%	76.8%	17.7%
资本公积	366	436	471	471	471	归属于母公司净利润	-11.3%	-11.2%	47.2%	77.0%	17.7%
留存收益	3,366	3,783	4,538	5,967	7,388	获利能力					
其他	192	165	0	0	0	毛利率	31.3%	27.1%	31.5%	40.3%	43.1%
股东权益合计	4,482	4,947	5,571	7,000	8,421	净利率	20.4%	19.6%	19.6%	27.3%	29.8%
负债和股东权益总计	6,149	6,998	7,711	9,375	10,785	ROE	19.3%	15.2%	20.1%	29.8%	28.6%
现金流量表						ROIC	16.5%	13.4%	17.9%	27.0%	26.2%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	808	719	1,057	1,872	2,204	资产负债率	27.1%	29.3%	27.8%	25.3%	21.9%
折旧摊销	212	251	440	569	664	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(19)	(3)	11	10	(5)	流动比率	3.56	2.73	3.09	3.67	4.58
投资损失	(29)	(51)	(30)	(30)	(30)	速动比率	3.22	2.50	2.81	3.39	4.29
营运资金变动	275	(627)	453	(39)	(41)	营运能力					
其它	(341)	705	177	3	(3)	应收账款周转率	19.3	13.4	15.2	14.6	13.3
经营活动现金流	906	994	2,109	2,385	2,790	存货周转率	7.8	7.5	9.1	8.2	7.9
资本支出	(517)	(886)	(387)	(415)	(401)	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7
长期投资	93	(1)	0	(0)	0	每股指标 (元)					
其他	(812)	15	(103)	38	38	每股收益	1.44	1.28	1.89	3.34	3.93
投资活动现金流	(1,237)	(872)	(489)	(377)	(363)	每股经营现金流	1.62	1.77	3.76	4.25	4.97
债权融资	30	(17)	(3)	(0)	0	每股净资产	7.99	8.82	9.93	12.48	15.01
股权融资	(45)	72	35	0	0	估值比率					
其他	(322)	(181)	(409)	(405)	(802)	市盈率	29.4	33.1	22.5	12.7	10.8
筹资活动现金流	(337)	(125)	(378)	(405)	(802)	市净率	5.3	4.8	4.3	3.4	2.8
汇率变动影响	10	(16)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	19.7	20.5	13.2	8.1	6.9
现金净增加额	(657)	(19)	1,242	1,602	1,625	EV/EBIT	24.3	26.7	17.9	10.2	8.7

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