

醋化股份(603968)

报告日期: 2023年03月20日

## 深耕生命科学, 植物生科锦上添花

### ——公司签订对外投资框架协议点评

#### 事件:

- 公司公告拟现金收购江苏宝灵化工 73.53%股份。

#### 点评:

- 公司当前现金流充裕, 现金收购提升资金运营效率**  
根据武汉光谷联合产权交易所数据, 宝灵化工 21 年营业收入 2.16 亿元, 净利润 1847 万元, 根据江苏万隆资产评估有限公司 21 年对宝灵化工权益市场价值评估值为 2.75 亿元, 以此测算收购对价约 2 亿。公司在手现金约 10 亿, 收购将有助于提高公司资金利用效率, 增厚公司业绩。
- 协同效应明显, 农药业务有望成为新增长点**  
宝灵化工和公司同处南通经济技术开发区, 主要产品为甲霜灵、丙溴磷、毒死蜱等杀菌剂和杀虫剂。其中甲霜灵和毒死蜱获中国石油和化学工业协会科技进步二等奖, 丙溴磷获科技进步三等奖。本次收购完成后, 将延伸和完善公司农药中间体产业链, 打造公司新增长点。
- 安赛蜜业务稳定投产, 23 年预计贡献业绩增量**  
根据公司投资者问答, 公司安赛蜜项目目前已经投产且正常运行。当前安赛蜜市场最新均价为 5.7 万元/吨, 较年初已回调 15%, 处于历史中枢附近, 我们预计未来产品价格将逐步企稳。考虑到公司具备双乙烯酮-三氧化硫连续化生产技术的自主知识产权, 且下游客户与山梨酸钾存在高度重叠, 叠加安赛蜜市场前景良好, 我们预计公司顺利切入安赛蜜市场助力公司再成长。
- 发展加速, 股价底部安全边际高, 继续强烈推荐**  
公司是食品防腐剂行业龙头, 新项目安赛蜜和固雅木等投产, 驱动收入和利润快速增长。公司 22 年底股权激励落地, 此次收购宝灵化工, 资本运作明显加速。考虑到山梨酸钾价格下滑, 下调 2022-2024 年归母净利润至 4.03、4.64、5.66 亿元, 同比增速分别为 131.32%、15.36%、21.82%, 对应当前股价 PE 分别为 10、9、7 倍。公司当前估值较低, 维持“买入”评级。
- 风险提示**  
安赛蜜产品投产不及预期、安全生产风险、交易存在不确定性、第三方市场价值评估存在不确定性

#### 投资评级: 买入(维持)

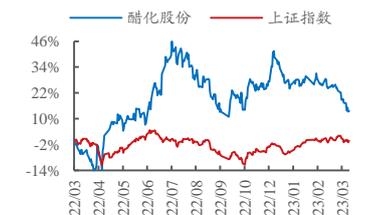
分析师: 李辉  
执业证书号: S1230521120003  
lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 陈海波  
chenhaibo@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 19.68
总市值(百万元)	4,119.32
总股本(百万股)	209.31

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《冉冉升起的食物添加剂龙头——醋化股份深度报告》  
2022.12.02

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,999	3,398	3,769	4,079
(+/-) (%)	23.73%	13.31%	10.92%	8.22%
归母净利润	174	403	464	566
(+/-) (%)	-29.69%	131.32%	15.36%	21.82%
每股收益(元)	0.83	1.92	2.22	2.70
P/E	23.67	10.23	8.87	7.28

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,846	1,879	2,563	2,770
现金	282	472	1,182	1,640
交易性金融资产	692	592	372	172
应收账款	486	571	696	677
其它应收款	1	5	2	6
预付账款	71	80	86	92
存货	191	147	214	171
其他	122	12	12	12
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2,784	2,888	3,647	3,934
<b>流动负债</b>	726	510	845	606
短期借款	70	80	90	90
应付款项	524	274	587	337
预收账款	0	0	0	0
其他	132	157	168	179
<b>非流动负债</b>	268	288	248	208
长期借款	200	220	180	140
其他	68	68	68	68
<b>负债合计</b>	994	798	1,093	814
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,790	2,090	2,555	3,120
<b>负债和股东权益</b>	2,784	2,888	3,647	3,934

### 现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	165	357	699	491
净利润	174	403	464	566
折旧摊销	75	86	97	108
财务费用	9	13	13	11
投资损失	(31)	20	(10)	(10)
营运资金变动	(76)	(179)	117	(203)
其它	14	15	18	20
<b>投资活动现金流</b>	(623)	(82)	54	18
资本支出	(189)	(162)	(176)	(192)
长期投资	(38)	100	220	200
其他	(397)	(20)	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	(151)	(85)	(43)	(51)
短期借款	(238)	10	10	0
长期借款	200	20	(40)	(40)
其他	(114)	(115)	(13)	(11)
<b>现金净增加额</b>	(614)	190	710	458

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2999	3398	3769	4079
营业成本	2585	2660	2869	3081
营业税金及附加	12	18	20	21
营业费用	25	34	38	41
管理费用	112	136	188	163
研发费用	88	102	113	122
财务费用	15	(41)	5	(7)
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	(20)	10	10
其他经营收益	19	18	18	18
<b>营业利润</b>	203	478	551	670
营业外收支	(2)	(5)	(5)	(5)
<b>利润总额</b>	202	474	546	666
所得税	28	71	82	100
<b>净利润</b>	174	403	464	566
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	174	403	464	566
EBITDA	264	561	665	786
EPS (最新摊薄)	0.83	1.92	2.22	2.70

### 主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.73%	13.31%	10.92%	8.22%
营业利润	-32.43%	135.18%	15.20%	21.63%
归属母公司净利润	-29.69%	131.32%	15.36%	21.82%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.80%	21.73%	23.89%	24.47%
净利率	5.80%	11.85%	12.32%	13.87%
ROE	9.73%	19.26%	18.18%	18.13%
ROIC	7.83%	16.78%	17.02%	17.13%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.71%	27.63%	29.96%	20.68%
净负债比率	55.54%	38.18%	42.77%	26.07%
流动比率	2.54	3.68	3.03	4.57
速动比率	2.13	3.21	2.66	4.12
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.16	1.20	1.15	1.08
应收账款周转率	10.02	10.12	10.23	10.24
应付账款周转率	10.06	10.00	10.00	10.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.83	1.92	2.22	2.70
每股经营现金	0.79	1.71	3.34	2.34
每股净资产	8.55	9.99	12.20	14.91
<b>估值比率</b>				
P/E	23.67	10.23	8.87	7.28
P/B	2.30	1.97	1.61	1.32
EV/EBITDA	14.51	7.07	4.84	3.47

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>