

金禾实业 (002597.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

基本面触底，静待拐点

业绩简评

4月26日，公司发布2022年年度报告以及2023年1季报，公司2022年实现营收72.5亿元，同比+24.04%；归母净利润16.95亿元，同比+44%；公司2023年1季度实现营收13.84亿元，同比-27.1%；归母净利润2.45亿元，同比增长-44.49%；业绩符合预期。

经营分析

公司精细化工业业务价格下降，基础化工业务价格有所。分业务来看，2022年公司食品制造业务实现营业收入45.58亿元，同比+50.47%，销量3.55万吨，平均价格12.83万元/吨，下半年产品均价较上半年下降；基础化工业务实现收入22.69亿元，同比-3.47%，销量129.12万吨，价格0.18万元/吨，下半年产品均价较上半年下降。从费用来看，2022年度公司销售费用5337.2万元，同比-22.48%；管理费用1.79亿元，同比+19.79%，主要系本期职工薪酬以及确认股权激励费用增加所致。本期财务费用-1500.3万元，主要系本期汇兑收益增加所致。本期研发费用2.42亿元，同比+32.53%，主要原因是研发直接投入的物料消耗增加。

公司产品价格处于历史底部位置。当前，公司三氯蔗糖产品价格17万元/吨，安赛蜜价格5.5万元/吨，麦芽酚价格6.5万元/吨，当前价格处于历史底部位置，我们认为，伴随着公司产品价格的触底，公司基本面触底。

新项目投资为公司带来新一轮成长。2022年10月份，公司在定远盐化工工业园拟投资建设：基于合成生物学技术和绿色化学合成技术，满足美好生活和先进制造需求，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，规划用地约2000亩，总投资约99亿元。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司产品价格下行，我们修正公司2023-2024年归母净利润预测分别为11.82(-30.5%)、13.76(-29.6%)亿元，引入2025年净利润17.23亿元，EPS分别为2.11、2.45和3.07元，当前市值对应PE分别为17.53X、16.05X和12.02X，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格下行风险，原材料价格大幅波动风险，新项目进度不达预期，产品竞争格局恶化风险。

基础化工组

分析师：王明辉 (执业S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

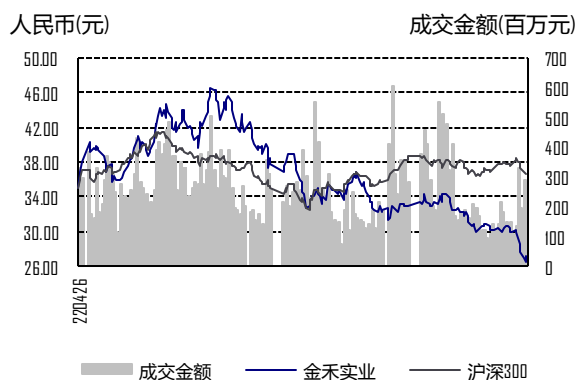
分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.18元

相关报告：

- 《资本开支落地，奠定中长期成长-【国金化工】金禾实业点评》，2022.10.11
- 《甜味剂产品需求稳定，业绩稳健增长-【国金化工】金禾实业点评》，2022.8.26
- 《业绩同比大幅增长，经营步入新台阶-【国金化工】金禾实业点评》，2022.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,845	7,250	5,509	5,867	6,134
营业收入增长率	59.44%	24.04%	-24.01%	6.49%	4.55%
归母净利润(百万元)	1,177	1,695	1,182	1,376	1,723
归母净利润增长率	63.82%	44.00%	-30.28%	16.48%	25.17%
摊薄每股收益(元)	2.099	3.022	2.107	2.454	3.071
每股经营性现金流净额	1.54	3.75	2.24	3.17	3.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.15%	24.10%	15.22%	16.03%	17.90%
P/E	24.47	10.76	17.53	15.05	12.02
P/B	4.93	2.59	2.67	2.41	2.15

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,666	5,845	7,250	5,509	5,867	6,134
增长率	59.4%	24.0%	-24.0%	6.5%	4.6%	
主营业务成本	-2,674	-4,199	-4,701	-3,836	-3,926	-3,794
%销售收入	72.9%	71.8%	64.8%	69.6%	66.9%	61.8%
毛利	992	1,647	2,550	1,674	1,941	2,340
%销售收入	27.1%	28.2%	35.2%	30.4%	33.1%	38.2%
营业税金及附加	-25	-33	-63	-33	-35	-37
%销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-54	-69	-53	-66	-70	-74
%销售收入	1.5%	1.2%	0.7%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-122	-150	-179	-143	-153	-159
%销售收入	3.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-120	-183	-242	-176	-188	-196
%销售收入	3.3%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	671	1,212	2,012	1,255	1,495	1,874
%销售收入	18.3%	20.7%	27.7%	22.8%	25.5%	30.6%
财务费用	3	-23	15	-24	-42	-28
%销售收入	-0.1%	0.4%	-0.2%	0.4%	0.7%	0.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	93	49	-136	0	0	0
投资收益	51	119	68	70	70	70
%税前利润	6.1%	8.7%	3.5%	5.2%	4.5%	3.6%
营业利润	840	1,385	1,948	1,341	1,562	1,956
营业利润率	22.9%	23.7%	26.9%	24.3%	26.6%	31.9%
营业外收支	-9	-21	-25	1	1	1
税前利润	830	1,364	1,922	1,342	1,563	1,957
利润率	22.7%	23.3%	26.5%	24.4%	26.6%	31.9%
所得税	-112	-187	-228	-160	-186	-233
所得税率	13.5%	13.7%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
净利润	719	1,176	1,695	1,183	1,377	1,724
少数股东损益	0	-1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	719	1,177	1,695	1,182	1,376	1,723
净利率	19.6%	20.1%	23.4%	21.4%	23.5%	28.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	719	1,176	1,695	1,183	1,377	1,724
少数股东损益	0	-1	0	1	1	1
非现金支出	269	321	356	374	448	535
非经营收益	-129	-135	103	13	13	-1
营运资金变动	125	-501	-53	-314	-63	-44
经营活动现金净流	983	861	2,101	1,256	1,776	2,214
资本开支	-860	-693	-712	-817	-1,194	-1,194
投资	-98	-196	132	26	-5	-5
其他	86	149	61	70	70	70
投资活动现金净流	-872	-740	-519	-721	-1,129	-1,129
股权募资	1	0	171	21	0	0
债权募资	190	580	172	47	30	-416
其他	-332	-357	-660	-538	-635	-759
筹资活动现金净流	-141	223	-317	-470	-605	-1,176
现金净流量	-30	344	1,265	65	42	-91

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,139	1,985	2,360	2,425	2,467	2,376
应收款项	788	1,381	1,443	1,541	1,641	1,716
存货	340	506	627	631	645	624
其他流动资产	1,835	1,622	2,288	2,316	2,320	2,314
流动资产	4,102	5,494	6,718	6,913	7,073	7,029
%总资产	58.6%	62.1%	65.0%	63.2%	59.7%	56.4%
长期投资	234	325	278	251	256	261
固定资产	2,460	2,734	2,830	3,370	4,037	4,621
%总资产	35.1%	30.9%	27.4%	30.8%	34.1%	37.1%
无形资产	170	166	295	377	457	534
非流动资产	2,896	3,354	3,622	4,020	4,772	5,437
%总资产	41.4%	37.9%	35.0%	36.8%	40.3%	43.6%
资产总计	6,998	8,848	10,341	10,932	11,845	12,466
短期借款	292	242	959	764	794	378
应付款项	951	1,099	986	1,071	1,096	1,059
其他流动负债	260	439	582	314	344	384
流动负债	1,502	1,779	2,527	2,149	2,234	1,822
长期贷款	0	630	616	616	616	616
其他长期负债	549	597	162	401	401	401
负债	2,051	3,007	3,305	3,166	3,252	2,839
普通股股东权益	4,946	5,841	7,034	7,763	8,589	9,623
其中：股本	561	561	561	561	561	561
未分配利润	3,425	4,382	5,716	6,425	7,251	8,285
少数股东权益	1	0	2	3	4	5
负债股东权益合计	6,998	8,848	10,341	10,932	11,845	12,466

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.281	2.099	3.022	2.107	2.454	3.071
每股净资产	8.818	10.413	12.539	13.840	15.313	17.155
每股经营现金净流	1.753	1.536	3.745	2.239	3.166	3.947
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.843	0.982	1.229
回报率						
净资产收益率	14.53%	20.15%	24.10%	15.22%	16.03%	17.90%
总资产收益率	10.27%	13.30%	16.39%	10.81%	11.62%	13.82%
投入资本收益率	10.11%	14.43%	20.59%	12.09%	13.17%	15.54%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.69%	59.44%	24.04%	-24.01%	6.49%	4.55%
EBIT 增长率	-21.78%	80.64%	66.00%	-37.62%	19.10%	25.36%
净利润增长率	-11.16%	63.82%	44.00%	-30.28%	16.48%	25.17%
总资产增长率	13.80%	26.43%	16.87%	5.72%	8.34%	5.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.7	25.0	31.2	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	48.7	36.8	44.0	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	51.8	38.7	37.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	175.1	149.8	138.5	191.5	196.5	198.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.15%	-32.10%	-35.51%	-35.50%	-32.22%	-32.14%
EBIT 利息保障倍数	-239.1	52.9	-134.1	53.0	35.3	66.1
资产负债率	29.31%	33.98%	31.96%	28.96%	27.45%	22.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-12	买入	42.41	25.00~55.00
2	2021-10-26	买入	45.80	30.00~60.00
3	2021-10-29	买入	43.71	N/A
4	2022-01-07	买入	44.44	N/A
5	2022-03-22	买入	40.11	N/A
6	2022-04-28	买入	37.33	N/A
7	2022-08-26	买入	45.28	N/A
8	2022-10-11	买入	36.92	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402