

# 金禾实业 (002597.SZ)

## 减糖趋势下看好公司持续成长，布局新产品实现横、纵向延伸

**事件：**公司发布2020年年报，2020年实现营业收入36.66亿元，同比下降7.69%，实现归母净利润7.19亿元，同比下降11.16%，折合EPS为1.28元/股，实现扣非后净利润5.70亿元，同比下降23.33%，公司拟10派4.5元。同时公司预计2021年一季度归母净利润为1.70~2.20亿元，同比增长11.88%~44.79%。

**1) 全球减糖、低糖化趋势下继续看好公司甜味剂业务：**2020年公司食品制造业务实现营业收入19.01亿元，同比增长2.73%，毛利率36.25%，同比下降6.79个百分点，2020年销售量2.51万吨，同比增加13.78%，销量提升主要得益于公司对于南美等海外薄弱地区市场的开拓，出口量也实现新高。

**2) 疫情及宏观经济增速下滑导致基础化工业务同比下滑：**2020年公司基础化工业务实现营业收入15.29亿元，同比下降15.93%，毛利率17.26%，同比下降4.97个百分点。基础化工收入下滑主要是由于在新冠疫情及宏观经济增速下滑的背景下，开工率和产品价格受到了较大的影响。

**3) 扩产提升三氯蔗糖、甲基麦芽酚等拳头产品竞争优势，积极布局新产品实现横、纵向延伸：**2020年公司顺利完成了5000吨三氯蔗糖项目建设，三氯蔗糖产能达到8000吨/年，居世界首位，我们看好公司凭借低成本竞争优势未来持续扩大在三氯蔗糖领域的市占率及定价权。5000吨甲基麦芽酚已获得环评批复，正在积极推进项目建设。4500吨佳乐麝香及1000吨吡喃铵盐是公司定远一期项目在日化香料和医药中间体领域的重要布局，目前已于2021年1月进入试生产阶段。

4) 公司2020年毛利率为27.06%，同比下滑4.22个百分点，净利率为19.60%，同比下滑0.75个百分点。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021~2023年的归母净利润分别为10.13、12.46及14.96亿元，分别对应20.9、17.0和14.1倍PE。公司作为国内稀缺的精细化工细分领域产业链一体化龙头，未来三氯蔗糖通过进一步的行业整合及成本持续下降未来盈利弹性大，定远项目产能的释放奠定了未来2-3年的成长空间，维持“买入”投资评级，继续推荐。

**风险提示：**宏观经济增速大幅低于预期、新增行业进入者风险、环保及安全事故影响。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,972	3,666	4,345	5,192	6,015
增长率 yoy (%)	-3.9	-7.7	18.5	19.5	15.9
归母净利润(百万元)	809	719	1,013	1,246	1,496
增长率 yoy (%)	-11.3	-11.2	40.9	23.1	20.1
EPS最新摊薄(元/股)	1.44	1.28	1.81	2.22	2.67
净资产收益率(%)	18.0	14.5	17.8	18.7	18.9
P/E(倍)	26.1	29.4	20.9	17.0	14.1
P/B(倍)	4.9	4.4	3.8	3.2	2.7

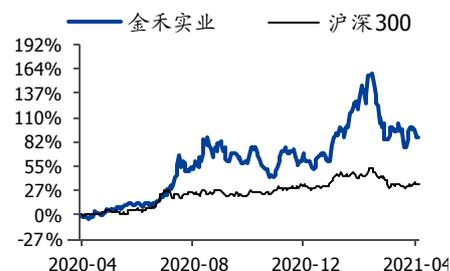
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月08日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
04月08日收盘价	37.70
总市值(百万元)	21,146.16
总股本(百万股)	560.91
其中自由流通股(%)	99.75
30日日均成交量(百万股)	3.68

#### 股价走势



#### 作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号：S0680518030010

邮箱：luoyating@gszq.com

#### 相关研究

1、《金禾实业(002597.SZ)：代糖市占率持续提升，继续看好公司快速成长》2020-11-02

2、《金禾实业(002597.SZ)：业绩环比改善，看好公司成为全球无糖零卡解决方案领导者》2020-08-28

3、《金禾实业(002597.SZ)：业绩符合预期，继续看好公司成长性》2020-04-28



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4000	4102	4747	5943	6957
现金	1776	1139	1663	2688	3590
应收票据及应收账款	220	295	316	415	431
其他应收款	8	20	13	27	19
预付账款	65	66	90	97	120
存货	373	340	425	476	555
其他流动资产	1559	2241	2241	2241	2241
<b>非流动资产</b>	2149	2896	2964	3054	3112
长期投资	4	4	6	7	9
固定资产	1774	1759	1928	2095	2200
无形资产	102	117	114	106	112
其他非流动资产	269	1015	917	845	791
<b>资产总计</b>	6149	6998	7712	8996	10069
<b>流动负债</b>	1125	1502	1537	1930	1855
短期借款	100	291	291	291	291
应付票据及应付账款	716	942	839	1257	1142
其他流动负债	308	269	406	382	423
<b>非流动负债</b>	543	549	462	379	286
长期借款	500	483	397	314	221
其他非流动负债	43	65	65	65	65
<b>负债合计</b>	1667	2051	1999	2310	2142
少数股东权益	0	1	6	8	10
股本	559	561	561	561	561
资本公积	395	471	471	471	471
留存收益	3366	3783	4476	5330	6319
归属母公司股东权益	4482	4946	5706	6679	7917
<b>负债和股东权益</b>	6149	6998	7712	8996	10069

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	906	994	1005	1675	1534
净利润	808	719	1018	1248	1498
折旧摊销	235	269	252	306	362
财务费用	-19	-3	7	-15	-50
投资损失	-29	-51	-61	-50	-48
营运资金变动	-169	107	-186	219	-189
其他经营现金流	80	-47	-24	-33	-39
<b>投资活动现金流</b>	-1237	-872	-235	-312	-334
资本支出	415	860	67	88	57
长期投资	-882	-98	-2	-2	-2
其他投资现金流	-1703	-110	-170	-226	-279
<b>筹资活动现金流</b>	-337	-125	-247	-337	-298
短期借款	-80	191	0	0	0
长期借款	31	-17	-86	-83	-93
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	-16	76	0	0	0
其他筹资现金流	-271	-378	-161	-255	-205
<b>现金净增加额</b>	-657	-19	524	1025	902

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3972	3666	4345	5192	6015
营业成本	2729	2674	2872	3380	3868
营业税金及附加	32	25	34	41	48
营业费用	131	54	109	114	144
管理费用	86	122	87	122	148
研发费用	137	120	139	182	205
财务费用	-19	-3	7	-15	-50
资产减值损失	-13	-4	0	0	0
其他收益	44	33	0	0	0
公允价值变动收益	6	93	24	33	39
投资净收益	29	51	61	50	48
资产处置收益	1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	940	840	1183	1450	1740
营业外收入	6	1	3	3	3
营业外支出	8	10	7	8	8
<b>利润总额</b>	937	830	1179	1445	1735
所得税	129	112	161	198	237
<b>净利润</b>	808	719	1018	1248	1498
少数股东损益	0	0	5	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	809	719	1013	1246	1496
EBITDA	1158	1115	1421	1715	2030
EPS (元)	1.44	1.28	1.81	2.22	2.67

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.9	-7.7	18.5	19.5	15.9
营业利润(%)	-11.6	-10.7	40.9	22.6	20.0
归属于母公司净利润(%)	-11.3	-11.2	40.9	23.1	20.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.3	27.1	33.9	34.9	35.7
净利率(%)	20.4	19.6	23.3	24.0	24.9
ROE(%)	18.0	14.5	17.8	18.7	18.9
ROIC(%)	15.5	12.7	15.4	16.4	16.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.1	29.3	25.9	25.7	21.3
净负债比率(%)	-25.4	-6.4	-14.5	-28.9	-36.9
流动比率	3.6	2.7	3.1	3.1	3.7
速动比率	2.6	1.6	1.9	2.1	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.6	14.2	14.2	14.2	14.2
应付账款周转率	3.6	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.44	1.28	1.81	2.22	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.77	1.79	2.99	2.74
每股净资产(最新摊薄)	7.71	8.56	9.92	11.65	13.86
<b>估值比率</b>					
P/E	26.1	29.4	20.9	17.0	14.1
P/B	4.9	4.4	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	16.5	17.9	13.7	10.7	8.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月08日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com