

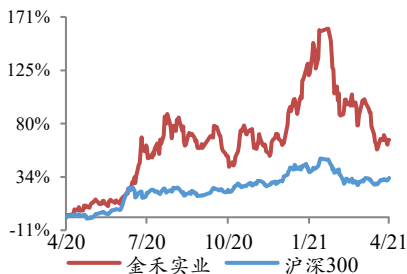
## 一季度业绩符合预期，安赛蜜提价

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-04-30

收盘价(元)	33.04
近12个月最高/最低(元)	51.94/20.24
总股本(百万股)	561
流通股本(百万股)	559
流通股比例(%)	99.75
总市值(亿元)	185
流通市值(亿元)	185

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

### 相关报告

1. 专利布局完善，“337调查”胜诉概率大 2021-04-18

2. 20年提升定价力，21年驱逐小产能 2021-04-09

3. 深圳健康条例催化减糖新消费 2021-01-05

### 主要观点：

#### ● 事件描述：

4月30日，金禾实业发布2021年一季报。据公告，2021Q1公司实现营业收入11.37亿元，同比增长32.62%，环比增长19.19%；归母净利润2.10亿元，同比增长38.34%，环比增长13.36%；扣非后归母净利润1.98亿元，同比增长48.95%，环比增长57.35%；加权平均ROE为4.16%，同比增长0.75个百分点；经营活动现金流净额为0.48亿元，同比增加115.56%。

#### ● 一季度实际业绩接近预告上限，盈利能力同比环比均有改善

2021Q1，公司实现毛利润3.29亿元，同比增长0.74亿元，环比增长1.69亿元，盈利能力同比环比均有改善。公司财务费用0.06亿元，同比增加186.59%，主要是利息收入减少以及贷款支付利息增加所致；管理费用0.39亿元，同比增加56%，主要是新增行政管理以及专业服务费用的增加所致；销售费用0.13亿元，同比下降61.63%，由于执行新收入准则，将运输费用作为合同履行成本计入营业成本所致；研发费用0.37亿元，同比增长23.33%。公司经营活动净现金流0.48亿元，同比增加115.56%；投资活动净现金流为-4.64亿元，同比减少389.07%，主要是本期工程设备款及购买理财金额增加所致；筹资活动净现金流为3.29亿元，同比增加584.23%，主要是本期取得的长期借款增加所致；净现比0.23，同比增长0.08；存货周转天数为40.82天，同比减少15.15天，经营效率有所提升。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为4.13亿元，同比增加380.23%。

#### ● 原材料价格上涨导致成本提高，Q1在不涨价情况下加速产能出清

据我们测算，由于原材料价格上涨，2021Q1公司安赛蜜单吨完全成本相比2020年上涨3850元/吨至2.8万元/吨左右，但是公司2021Q1安赛蜜价格依旧处在较低水平。2021Q1公司三氯蔗糖单吨完全成本相比2020年上涨1万元/吨至15.5万元/吨左右；甲基麦芽酚单吨完全成本相比2020年上涨6000元/吨至8.6元/吨左右；乙基麦芽酚单吨完全成本相比2020年上涨3000元/吨至5.8万元/吨左右。在这种情况下，公司依旧保持良好的盈利状况，一方面是因为大宗化学品涨价抵消了食品添加剂原材料价格涨价的影响；另一方面由于三氯蔗糖成本已逼近竞对的现金成本，竞对开工率下降，预计公司产能出清将加速，三氯蔗糖市占率也将进一步提升。

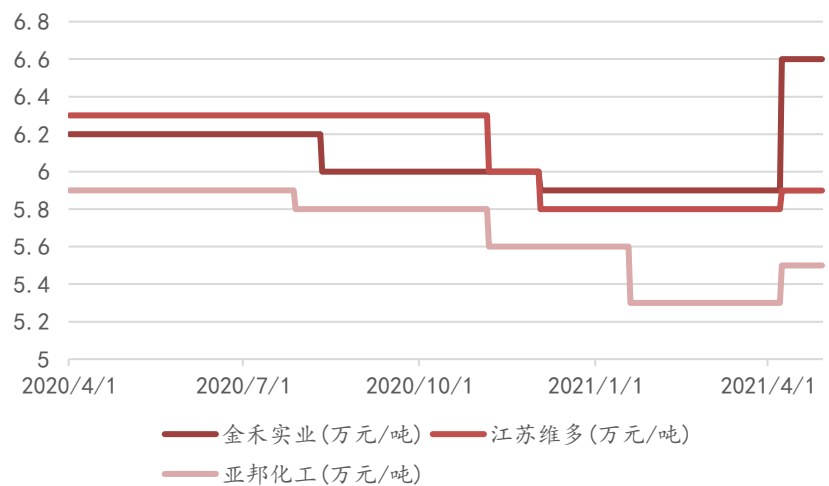
#### ● 4月份公司安赛蜜开始提价，盈利能力继续提升

安赛蜜方面，公司4月份上调了安赛蜜报价，报价范围从年初的5.8-6万元/吨上调至6.5-7万元/吨。一方面是因为近期原辅料价格快速

上涨导致公司产品成本上升；另一方面，报价上调符合此前我们对于产品定价能力的判断，即公司产能市占率提高，带来定价权的提升。据测算，2021年4月安赛蜜单吨成本继续上涨，与Q1相比单吨完全成本上涨2300元/吨左右，正是提高产品价格最好的时点。预计2021年，公司安赛蜜产品价格将稳步提升。在不考虑成本提高的情况下，本次提价将贡献公司全年净利润约0.77亿元。

三氯蔗糖和麦芽酚方面，公司报价与年初基本保持不变。三氯蔗糖价格保持在为20万元/吨，甲基麦芽酚价格保持在9.5万元/吨，乙基麦芽酚价格保持在8.3万元/吨。公司5000吨三氯蔗糖项目投产进一步降低公司生产成本，带来新的业绩增量。我们预计，随着三氯蔗糖市占率提升，公司议价能力提高后，三氯蔗糖将参照安赛蜜的涨价逻辑，通过量价齐升的方式贡献增量业绩。

图表 1 安赛蜜价格变动情况



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

### ● 投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为10.07、13.04、14.97亿元，同比增速为40.2%、29.4%、14.8%。对应PE分别为18.40、14.22、12.38倍。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

疫情影响海外食品添加剂需求，国际关系变化影响公司产品出口，产品产能提升进度不达预期，食品添加剂技术扩散的风险。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3666	5211	6013	6454
收入同比 (%)	-7.7%	42.1%	15.4%	7.3%
归属母公司净利润	719	1007	1304	1497
净利润同比 (%)	-11.2%	40.2%	29.4%	14.8%
毛利率 (%)	27.1%	32.7%	35.2%	36.3%
ROE (%)	14.5%	16.9%	18.0%	17.1%
每股收益 (元)	1.29	1.80	2.32	2.67
P/E	25.32	18.40	14.22	12.38
P/B	3.68	3.11	2.55	2.12
EV/EBITDA	18.96	10.71	9.59	8.13

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4102	4173	5052	5984	<b>营业收入</b>	3666	5211	6013	6454
现金	1139	804	1692	2498	营业成本	2674	3508	3896	4110
应收账款	295	306	390	439	营业税金及附加	25	42	46	48
其他应收款	20	17	22	27	销售费用	54	182	210	226
预付账款	66	90	97	103	管理费用	122	156	180	194
存货	340	440	505	524	财务费用	-3	12	-4	-29
其他流动资产	2241	2516	2347	2393	资产减值损失	-4	-2	-2	-2
<b>非流动资产</b>	2896	3755	4356	5059	公允价值变动收益	-93	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	51	0	0	0
固定资产	1759	2345	2688	2993	<b>营业利润</b>	840	1167	1509	1732
无形资产	117	157	178	204	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1015	1249	1485	1858	营业外支出	10	0	0	0
<b>资产总计</b>	6998	7928	9408	11042	<b>利润总额</b>	830	1167	1509	1732
<b>流动负债</b>	1502	1425	1602	1740	所得税	112	160	206	235
短期借款	291	0	0	0	<b>净利润</b>	719	1007	1303	1496
应付账款	415	437	527	568	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	796	988	1076	1172	<b>归属母公司净利润</b>	719	1007	1304	1497
<b>非流动负债</b>	549	549	549	549	EBITDA	940	1701	1807	2031
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.29	1.80	2.32	2.67
其他非流动负债	549	549	549	549					
<b>负债合计</b>	2051	1973	2151	2289					
少数股东权益	1	1	1	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	561	561	561	561	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	471	471	471	471	<b>成长能力</b>				
留存收益	3914	4921	6225	7721	营业收入	-7.7%	42.1%	15.4%	7.3%
归属母公司股东权	4946	5953	7257	8753	营业利润	-10.7%	38.9%	29.3%	14.8%
<b>负债和股东权益</b>	6998	7928	9408	11042	归属于母公司净利	-11.2%	40.2%	29.4%	14.8%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	27.1%	32.7%	35.2%	36.3%
					净利率 (%)	19.6%	19.3%	21.7%	23.2%
					ROE (%)	14.5%	16.9%	18.0%	17.1%
					ROIC (%)	10.1%	15.3%	16.4%	15.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	29.3%	24.9%	22.9%	20.7%
					净负债比率 (%)	41.5%	33.1%	29.6%	26.1%
					流动比率	2.73	2.93	3.15	3.44
					速动比率	2.46	2.56	2.78	3.08
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.66	0.64	0.58
					应收账款周转率	12.41	17.04	15.41	14.69
					应付账款周转率	6.44	8.04	7.40	7.23
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.29	1.80	2.32	2.67
					每股经营现金流	1.77	2.53	3.32	3.43
					每股净资产	8.82	10.61	12.94	15.61
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.32	18.40	14.22	12.38
					P/B	3.68	3.11	2.55	2.12
					EV/EBITDA	18.96	10.71	9.59	8.13

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

**联系人：**曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。