

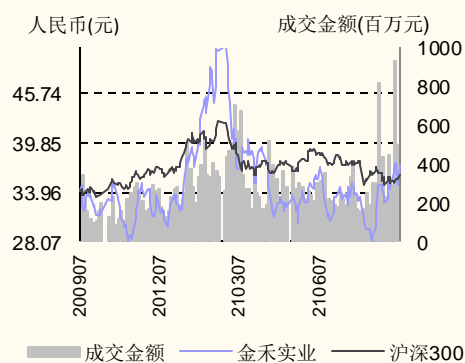
金禾实业 (002597.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 40.82 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.61
已上市流通 A 股(亿股)	5.59
总市值(亿元)	208.15
年内股价最高最低(元)	51.24/28.07
沪深 300 指数	4934
深证成指	14547



相关报告

- 1.《二季度业绩环比增长, 转让爱乐甜部分股权-【国金化工】金禾实业...》, 2021.8.31
- 2.《三氯蔗糖王者归来, 公司回购显示发展信心-【国金化工】金禾实业...》, 2021.8.12
- 5.《金禾实业公司深度更新报告-产业链优势明显, 长期看好公司成长》, 2021.4.9

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

减糖成为饮料行业发展重点, 三氯蔗糖王者风采显现
大幅提升公司盈利

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,972	3,666	4,382	5,518	6,198
营业收入增长率	-3.89%	-7.69%	19.52%	25.92%	12.32%
归母净利润(百万元)	809	719	927	1,192	1,369
归母净利润增长率	-11.28%	-11.16%	29.07%	28.48%	14.87%
摊薄每股收益(元)	1.447	1.281	1.653	2.124	2.440
每股经营性现金流净额	1.57	1.75	1.85	2.73	3.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.04%	14.53%	16.99%	18.97%	18.95%
P/E	15.62	25.32	21.89	17.04	14.83
P/B	2.82	3.68	3.72	3.23	2.81

来源: 公司公告、国金证券研究所

公司简评

- 首届中国饮品健康论坛发布《健康中国饮料食品减糖行动白皮书 (2021)》, 减糖成为饮料行业发展重点。高糖摄入是导致糖尿病的主要原因, 2019 年全球糖尿病患者达 4.63 亿人创历史最高值, 而城市人群的游离糖摄入有 42.1% 来自于含糖饮料和乳饮料, “减糖”成为饮料行业发展重点。饮料行业减糖趋势下, 9 月 3 日首届中国饮品健康论坛发布《健康中国饮料食品减糖行动白皮书 (2021)》, 倡导推进饮料行业减糖, 并预测我国 “0 糖” 饮料市场规模将在 2027 年达到 276.6 亿元, 预计未来数年将保持两位数的增长。
- 全球多地区和企业响应减糖政策, 中国迎接减糖大时代。2015 年世界卫生组织在《成人和儿童糖摄入量指南》中建议把成人和儿童游离糖摄入量控制在每天总能量摄入 10% 以下, 最好限制 5% 以下; 2019 年国务院印发健康中国行动意见, 鼓励全社会减盐减油减糖; 2021 年 1 月《深圳经济特区健康条例》倡导全社会参与减糖健康饮食行动。此外, 国外几十个国家地区征收 “糖税”, 中国未来有望推行糖税。减糖趋势下, 各饮料行业积极响应, 百事公司宣布减糖目标为 2025 年全球 2/3 饮料产品提供的能量每 12 盎司小于 100 卡; 元气森林 2020 年销售增长 309%, 中国迎来减糖大时代。
- 金禾实业三氯蔗糖行业洗牌完成, 减糖趋势下预计明年三氯蔗糖量价齐升大幅提升公司盈利。三氯蔗糖目前国内供应量约 1.3 万吨/年, 经历长达 4 年的行业洗牌出清, 叠加疫情加速小产能淘汰后, 目前国内主要企业仅剩 4-5 家, 2021 年公司在国内市占率 55% 左右。三氯蔗糖行业于今年 8 月结束洗牌阶段, 叠加主要原料 DMF 及氯化亚砷成本涨价推动, 目前三氯蔗糖价格从 20 万元/吨上涨至 27 万元/吨, 我们预计 2022 年三氯蔗糖市场平均价 23 万元/吨, 相比 2021 年均价 20 万元/吨上涨 15%。根据海关数据, 二季度三氯蔗糖总出口量为 2654 吨, 环比提升 33.57%, 减糖趋势下预计公司三氯蔗糖销量继续大幅增长, 金禾实业新上年产 5000 吨三氯蔗糖装置带来成本进一步降低, 预计三氯蔗糖单个业务 2022 年给公司带来约 4 亿元净利润。

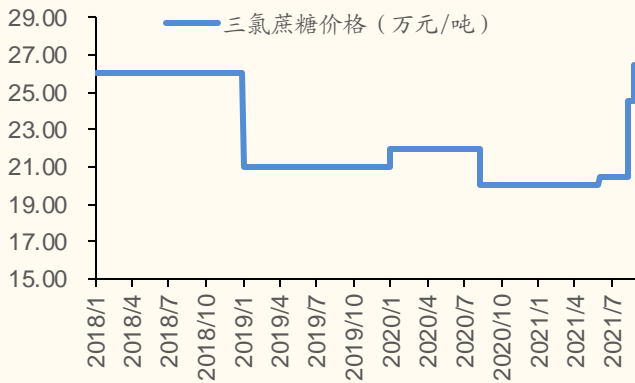
投资建议

- 看好公司未来凭借成本优势继续延伸产业链, 业绩成长确定性强。我们前期业绩测算已经考虑三氯蔗糖量价齐升, 维持预测公司 2021-2023 年净利润 9.27/11.92/13.69 亿元, 我们认为减糖趋势下公司作为甜味剂龙头具备估值溢价, 上调公司目标 PE 至 25 倍, 维持 “买入” 评级。

风险提示

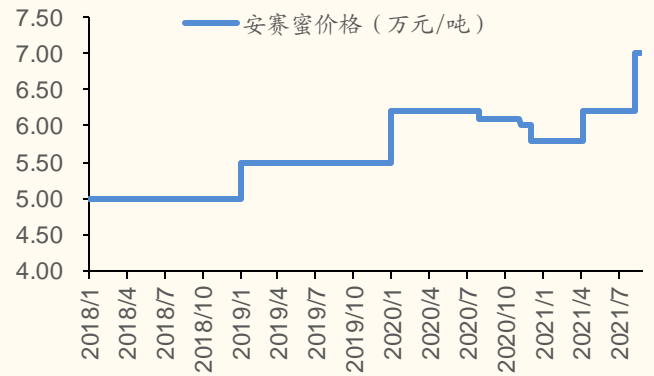
产品价格下跌、新建产能投放进度不及预期、产品销量不及预期

图表 1: 三氯蔗糖价格上涨



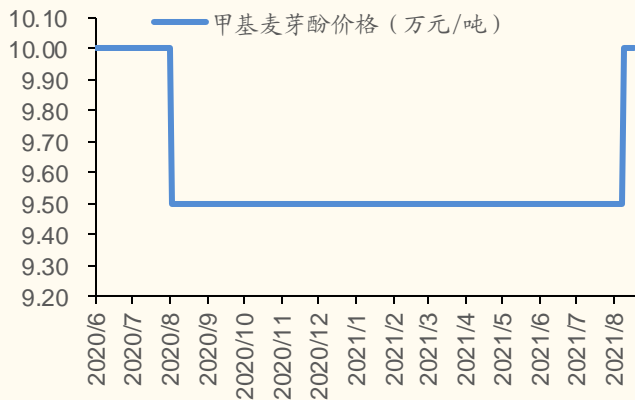
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 2: 金禾实业安赛蜜价格处于高位



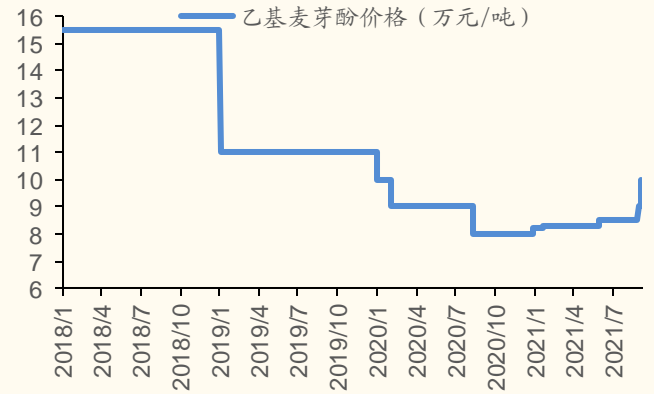
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 3: 甲基麦芽酚价格上涨



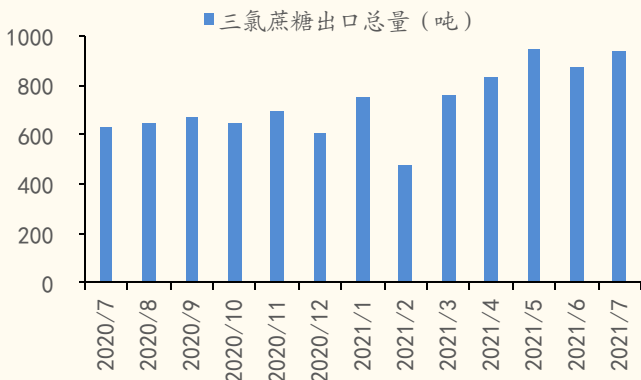
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 4: 乙基麦芽酚价格上涨



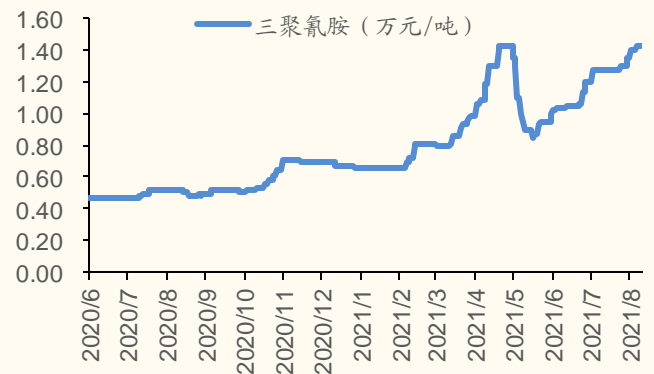
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 5: 三氯蔗糖二季度出口量环比上涨



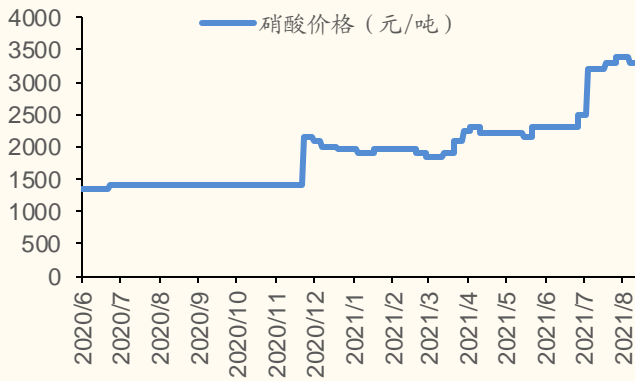
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 6: 三聚氰胺价格上涨



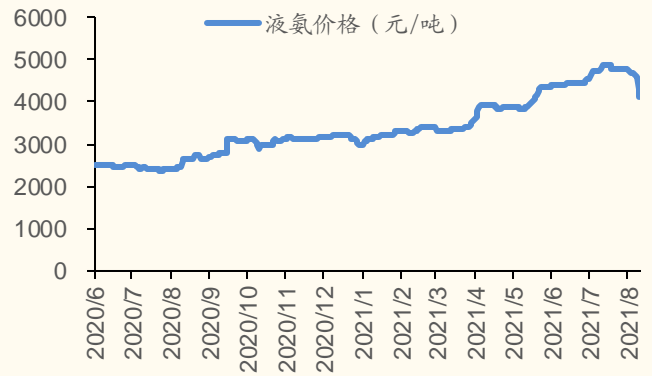
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 7: 硝酸价格持续上涨



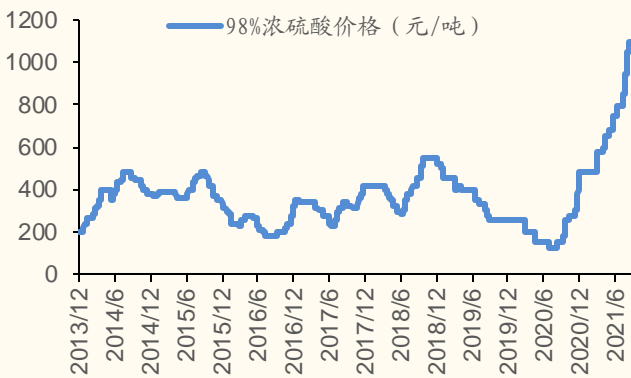
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 8: 液氨价格持续上涨



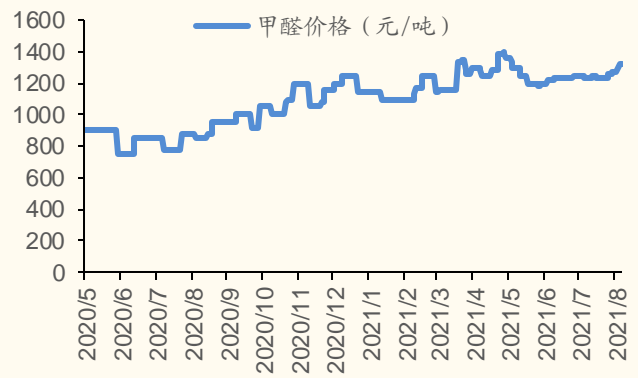
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 浓硫酸价格持续上涨



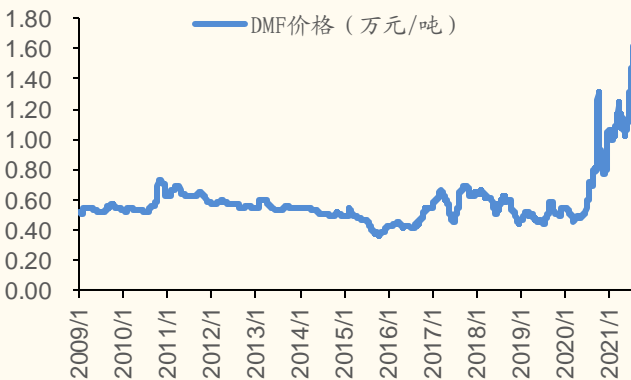
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 甲醛价格处于高位



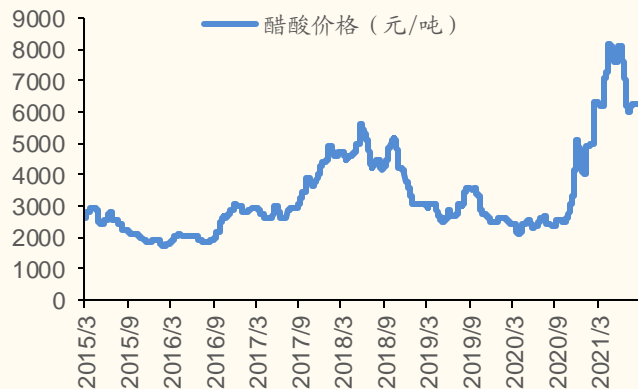
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 11: DMF 价格持续上涨



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 12: 醋酸价格处于历史高位



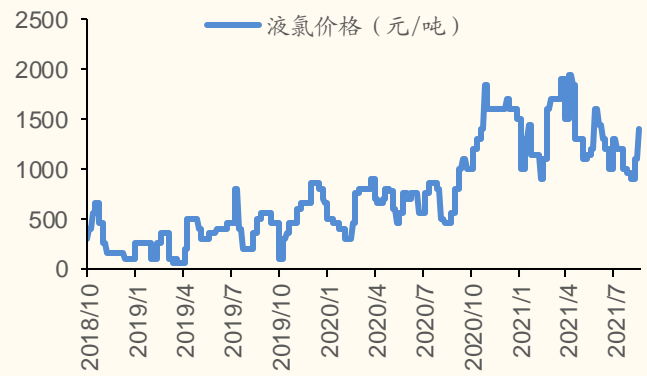
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 硫磺价格持续上涨



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表 14: 液氯价格二季度环比上升



来源: 百川盈孚, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,133	3,972	3,666	4,382	5,518	6,198	货币资金	1,976	1,776	1,139	1,553	1,947	2,627
增长率		-3.9%	-7.7%	19.5%	25.9%	12.3%	应收款项	831	747	788	1,034	1,342	1,494
主营业务成本	-2,767	-2,729	-2,674	-2,892	-3,620	-4,060	存货	311	373	340	349	446	501
%销售收入	67.0%	68.7%	72.9%	66.0%	65.6%	65.5%	其他流动资产	723	1,105	1,835	1,526	1,494	1,483
毛利	1,366	1,243	992	1,490	1,898	2,138	流动资产	3,840	4,000	4,102	4,462	5,230	6,104
%销售收入	33.0%	31.3%	27.1%	34.0%	34.4%	34.5%	%总资产	67.4%	65.1%	58.6%	59.4%	62.2%	65.2%
营业税金及附加	-38	-32	-25	-28	-39	-43	长期投资	96	127	234	266	312	362
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,542	1,828	2,460	2,621	2,685	2,700
销售费用	-130	-131	-54	-123	-166	-192	%总资产	27.1%	29.7%	35.1%	34.9%	31.9%	28.8%
%销售收入	3.1%	3.3%	1.5%	2.8%	3.0%	3.1%	无形资产	129	155	170	164	179	203
管理费用	-80	-86	-122	-110	-138	-155	非流动资产	1,854	2,149	2,896	3,051	3,175	3,264
%销售收入	1.9%	2.2%	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	32.6%	34.9%	41.4%	40.6%	37.8%	34.8%
研发费用	-86	-137	-120	-153	-188	-205	资产总计	5,695	6,149	6,998	7,513	8,405	9,368
%销售收入	2.1%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%	短期借款	181	101	292	660	464	236
息税前利润 (EBIT)	1,033	858	671	1,076	1,368	1,543	应付款项	783	722	951	671	932	1,159
%销售收入	25.0%	21.6%	18.3%	24.6%	24.8%	24.9%	其他流动负债	323	302	260	239	246	267
财务费用	-35	19	3	-25	-22	3	流动负债	1,287	1,125	1,502	1,570	1,641	1,662
%销售收入	0.8%	-0.5%	-0.1%	0.6%	0.4%	0.0%	长期贷款	1	1	0	0	0	0
资产减值损失	-17	17	11	0	0	0	其他长期负债	487	542	549	483	483	483
公允价值变动收益	9	6	93	-39	-39	-39	负债	1,775	1,667	2,051	2,053	2,124	2,145
投资收益	58	29	51	60	70	75	普通股股东权益	3,920	4,482	4,946	5,458	6,280	7,222
%税前利润	5.5%	3.1%	6.1%	5.6%	5.1%	4.7%	其中：股本	559	559	561	569	569	569
营业利润	1,063	940	840	1,072	1,377	1,582	未分配利润	2,395	3,007	3,425	4,068	4,889	5,831
营业利润率	25.7%	23.7%	22.9%	24.5%	25.0%	25.5%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
营业外收支	-6	-3	-9	0	0	0	负债股东权益合计	5,695	6,149	6,998	7,513	8,405	9,368
税前利润	1,058	937	830	1,072	1,377	1,582	比率分析						
利润率	25.6%	23.6%	22.7%	24.5%	25.0%	25.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-146	-129	-112	-145	-186	-214	每股指标						
所得税率	13.8%	13.7%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	每股收益	1.631	1.447	1.281	1.653	2.124	2.440
净利润	912	808	719	927	1,192	1,369	每股净资产	7.015	8.021	8.818	9.731	11.196	12.876
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.724	1.567	1.746	1.847	2.731	3.379
归属于母公司的净利润	912	809	719	927	1,192	1,369	每股股利	0.360	0.540	0.450	0.500	0.650	0.750
净利率	22.1%	20.4%	19.6%	21.2%	21.6%	22.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.26%	18.04%	14.53%	16.99%	18.97%	18.95%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	16.01%	13.15%	10.27%	12.34%	14.18%	14.61%
净利润	912	808	719	927	1,192	1,369	投入资本收益率	19.48%	14.54%	10.11%	14.09%	16.38%	16.81%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	225	222	266	345	441	491	主营业务收入增长率	-7.75%	-3.89%	-7.69%	19.52%	25.92%	12.32%
非经营收益	-29	-46	-129	25	27	8	EBIT增长率	-10.81%	-16.94%	-21.78%	60.34%	27.21%	12.78%
营运资金变动	-144	-109	125	-247	-106	54	净利润增长率	-10.83%	-11.28%	-11.16%	29.07%	28.48%	14.87%
经营活动现金净流	963	876	980	1,051	1,554	1,922	总资产增长率	0.37%	7.98%	13.80%	7.35%	11.88%	11.46%
资本开支	-507	-415	-860	-479	-520	-530	资产管理能力						
投资	24	-901	-98	-72	-85	-89	应收账款周转天数	14.0	17.7	25.7	30.0	29.0	28.2
其他	81	79	86	60	70	75	存货周转天数	41.1	45.7	48.7	44.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-402	-1,237	-872	-492	-535	-544	应付账款周转天数	43.8	40.0	51.8	40.0	42.0	45.0
股权募资	0	1	1	-108	0	0	固定资产周转天数	116.1	163.1	175.1	201.6	151.0	126.5
债权募资	-209	-81	190	321	-197	-228	偿债能力						
其他	-409	-246	-332	-359	-428	-471	净负债/股东权益	-39.96%	-47.42%	-25.15%	-23.62%	-29.94%	-38.59%
筹资活动现金净流	-618	-327	-141	-145	-625	-699	EBIT利息保障倍数	29.9	-45.4	-239.1	42.8	61.0	-590.7
现金净流量	-57	-687	-33	414	394	680	资产负债率	31.17%	27.11%	29.31%	27.33%	25.27%	22.90%

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
买入	8	14	19	38	91
增持	1	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.11	1.07	1.05	1.05	1.00

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-27	买入	20.45	N/A
2	2020-08-28	买入	34.24	N/A
3	2020-11-01	买入	28.45	N/A
4	2021-04-09	买入	37.70	25.00 ~ 55.00
5	2021-04-15	买入	32.38	25.00 ~ 55.00
6	2021-06-17	买入	30.99	25.00 ~ 50.00
7	2021-08-12	买入	31.48	25.00 ~ 50.00
8	2021-08-31	买入	36.19	N/A

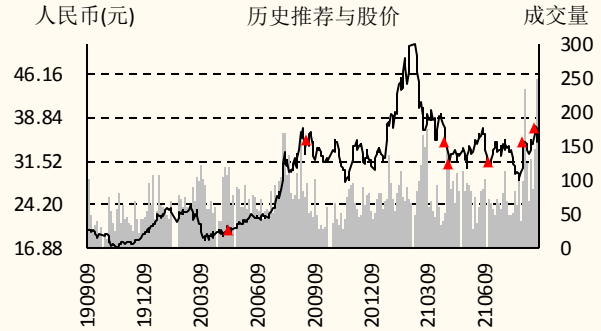
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402