

金禾实业 (002597.SZ)

强烈推荐 (维持)

上半年业绩同比大幅增长, 甜味剂市场需求旺盛

事件: 公司发布 2022 年中报, 报告期内实现营业收入 36 亿元, 同比增长 45.5%, 归母净利润 8.54 亿元, 同比增长 94.3%, 扣非净利润 8.8 亿元, 同比增长 138.8%; 其中二季度单季实现营业收入 17 亿元, 同比增长 27.3%, 归母净利润 4.12 亿元, 同比增长 79.7%, 符合预期。

- 食品添加剂产品量价齐升, 推动业绩大幅增长。2022 年上半年公司食品添加剂实现收入 22.2 亿元, 同比上涨 85.2%, 毛利率 43.6%, 同比提高 14.6 pct, 公司根据市场及成本情况, 适时对产品价格进行了不同幅度的调整, 同时公司年产 8000 吨三氯蔗糖处于满产状态, 三氯蔗糖产量及销售价格均有不同幅度提升。大宗化学品实现收入 10.5 亿元, 同比增长 13.0%, 毛利率 22.4%, 同比下降 2.8 pct, 上游原材料价格上涨导致毛利率小幅下降。公司积极构建循环经济、整合产业链, 将大宗化学品用于生产甜味剂和工业产品, 实现原材料的稳定供应, 降低成本和提高能源的再利用。
- 甜味剂产品市场需求旺盛, 新产品不断放量。甜味剂行业经过多年发展, 形成了以公司为龙头的竞争格局, 在全球低糖、减糖化大趋势下, 代糖市场空间广阔。目前公司安赛蜜全球市占率超过 60%, 三氯蔗糖全球市占率超过 50%, 具有较强的市场话语权, 近期因海外需求旺盛, 安赛蜜和三氯蔗糖价格逐步上涨。阿洛酮糖代糖甜度是蔗糖的 70% 左右, 可替代烘焙类食品用糖, 2022 年 6 月公司年产 1500 吨的阿洛酮糖项目正式投料开车, 未来发展前景看好。公司甲基麦芽酚 5000 吨/年新产能今年 3 月开始进入试生产状态, 目前已达标达产, 进一步提升公司行业龙头地位。
- 打造定远循环经济产业园, 打开成长空间。2022 年 6 月公司氯化亚砷二期 4 万吨/年产能建成投产, 为公司三氯蔗糖及后续发展提供了原料保障; 目前, 公司正积极推进年产 3 万吨 DMF 项目建设和设备调试工作, 全力推进定远二期项目的建设规划和相关产品生产工艺技术的论证工作。报告期内, 公司持续加大研发投入, 一方面围绕现有生产工艺技术, 降低生产成本, 提高产品综合竞争力; 另一方面, 基于公司战略发展目标方向, 积极拓展技术的研发和项目的储备工作, 为公司后期发展及定远基地二期项目落地打下基础。
- 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 17.34 亿、19.18 亿、20.9 亿元, EPS 分别为 3.09、3.42、3.73 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.6、13.2、12.2 倍, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期、原材料价格波动、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3666	5845	7383	7962	8386
同比增长	-8%	59%	26%	8%	5%
营业利润(百万元)	840	1385	2040	2257	2459
同比增长	-11%	65%	47%	11%	9%
归母净利润(百万元)	719	1177	1734	1918	2090
同比增长	-11%	64%	47%	11%	9%
每股收益(元)	1.28	2.10	3.09	3.42	3.73
PE	35.3	21.6	14.6	13.2	12.2
PB	5.1	4.3	3.9	3.2	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

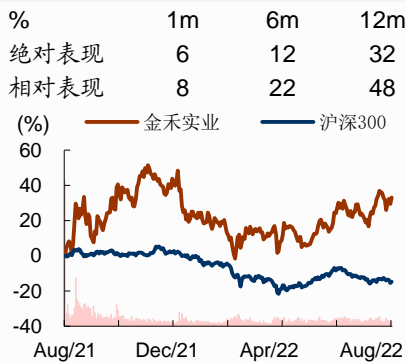
敬请阅读末页的重要说明

周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 45.28 元

基础数据

总股本 (万股)	56092
已上市流通股 (万股)	55939
总市值 (亿元)	254
流通市值 (亿元)	253
每股净资产 (MRQ)	11.1
ROE (TTM)	25.7
资产负债率	37.0%
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司
主要股东持股比例	44.66%

股价表现

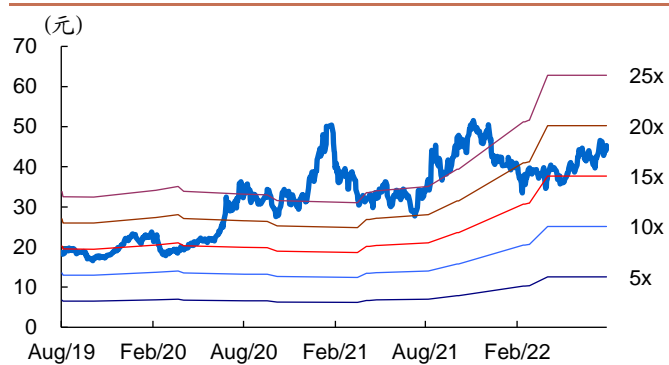


相关报告

- 《金禾实业 (002597) 一、二季度业绩符合预期, 进一步拓展甜味剂品种》2022-07-08
- 《金禾实业 (002597) 一、高成长持续, 一季度业绩超预期》2022-03-23
- 《金禾实业 (002597) 一、全年业绩符合预期, 拓展新产品新项目完善产业链》2022-03-22

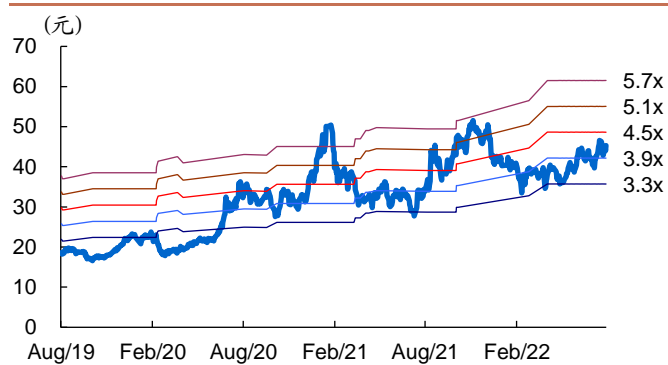
周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 金禾实业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 金禾实业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4102	5494	5561	6569	7725
现金	1139	1985	1548	2350	3360
交易性投资	880	1269	1269	1269	1269
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	295	505	614	662	697
其它应收款	20	20	25	27	28
存货	340	506	587	626	650
其他	1427	1209	1519	1636	1721
非流动资产	2896	3354	3924	4411	4829
长期股权投资	4	20	20	20	20
固定资产	1759	2400	2991	3497	3930
无形资产商誉	119	122	110	99	89
其他	1014	813	804	797	791
资产总计	6998	8848	9485	10981	12554
流动负债	1502	1779	1766	1865	1925
短期借款	291	176	0	0	0
应付账款	942	1090	1286	1371	1422
预收账款	73	132	156	166	172
其他	196	382	325	328	330
长期负债	549	1227	1227	1227	1227
长期借款	0	630	630	630	630
其他	549	597	597	597	597
负债合计	2051	3007	2993	3092	3152
股本	561	561	561	561	561
资本公积金	579	522	522	522	522
留存收益	3806	4758	5410	6808	8322
少数股东权益	1	0	(1)	(2)	(3)
归属于母公司所有者权益	4946	5841	6493	7891	9405
负债及权益合计	6998	8848	9485	10981	12554

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	994	885	1656	2083	2339
净利润	719	1176	1733	1917	2088
折旧摊销	269	321	369	451	522
财务费用	(1)	25	36	27	20
投资收益	(51)	(119)	(209)	(209)	(209)
营运资金变动	46	(522)	(282)	(110)	(87)
其它	12	4	10	6	5
投资活动现金流	(872)	(740)	(733)	(733)	(733)
资本支出	(860)	(703)	(943)	(943)	(943)
其他投资	(12)	(37)	209	209	209
筹资活动现金流	(125)	229	(1360)	(548)	(596)
借款变动	480	1597	(242)	0	0
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	58	(57)	0	0	0
股利分配	(661)	(1329)	(1083)	(520)	(575)
其他	(4)	18	(36)	(27)	(20)
现金净增加额	(3)	374	(437)	802	1010

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3666	5845	7383	7962	8386
营业成本	2674	4199	4954	5281	5479
营业税金及附加	25	33	42	45	48
营业费用	54	69	87	94	99
管理费用	122	150	189	204	215
研发费用	120	183	231	249	262
财务费用	(3)	23	36	27	20
资产减值损失	(11)	(14)	(14)	(14)	(14)
公允价值变动收益	93	49	49	49	49
其他收益	33	41	41	41	41
投资收益	51	119	119	119	119
营业利润	840	1385	2040	2257	2459
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	10	22	22	22	22
利润总额	830	1364	2019	2236	2437
所得税	112	187	286	319	349
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	719	1177	1734	1918	2090

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-8%	59%	26%	8%	5%
营业利润	-11%	65%	47%	11%	9%
归母净利润	-11%	64%	47%	11%	9%
获利能力					
毛利率	27.1%	28.2%	32.9%	33.7%	34.7%
净利率	19.6%	20.1%	23.5%	24.1%	24.9%
ROE	15.2%	21.8%	28.1%	26.7%	24.2%
ROIC	14.6%	20.0%	25.5%	24.8%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	29.3%	34.0%	31.6%	28.2%	25.1%
净负债比率	4.2%	9.9%	6.6%	5.7%	5.0%
流动比率	2.7	3.1	3.1	3.5	4.0
速动比率	2.5	2.8	2.8	3.2	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
存货周转率	7.5	9.9	9.1	8.7	8.6
应收账款周转率	14.2	14.6	13.2	12.5	12.3
应付账款周转率	3.2	4.1	4.2	4.0	3.9
每股资料(元)					
EPS	1.28	2.10	3.09	3.42	3.73
每股经营净现金	1.77	1.58	2.95	3.71	4.17
每股净资产	8.82	10.41	11.57	14.07	16.77
每股股利	1.09	1.93	0.93	1.03	1.12
估值比率					
PE	35.3	21.6	14.6	13.2	12.2
PB	5.1	4.3	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	21.9	14.0	9.8	8.8	8.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职于中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。