

2023年2月15日

润普食品——国内丙酸钙和山梨酸钾的主要生产商

——北交所新股申购策略报告之五十三

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

联系人

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
(8621)23297818

本期投资提示:

- 基本面：深耕食品添加剂产业，向上开拓原料产线。**公司 2004 年成立，总部位于江苏连云港。发展至今，公司已形成了以山梨酸钾、丙酸钙等防腐类食品添加剂为主、以磷酸氢二钾和柠檬酸钾等其他类食品添加剂为辅的产品体系，其中核心产品山梨酸钾和丙酸钙均为世界卫生组织和联合国粮农组织共同推荐的安全高效防腐类食品添加剂。目前公司已于 2020 年投产一条 6,500 吨/年山梨酸生产线，开始自主生产山梨酸，进一步缓解成本端压力。**满足客户多样化需求，生产、贸易业务双管齐下。**为满足客户对不同产品的需求，公司从事三聚磷酸钠和酸式焦磷酸钠等产品的贸易业务，即公司向供应商采购部分产品再销售给客户，赚取买卖差价，贸易业务是公司自产业务和受托加工业务的有益补充，有利于公司更好地满足客户多样化需求，增强客户粘性。2019 年、2020 年、2021 年、2022Q1 公司贸易业务收入占各期主营业务收入比例分别为 34.85%、30.69%、26.78%和 33.34%。**聚焦技术创新，新型生产工艺解决行业痛点。**丙酸钙和山梨酸钾是公司主营业务产品。但丙酸钙的浓缩结晶工序不连续，单位能耗较高且效率较低，该问题令该行业普遍饱受困扰。**公司通过工艺创新实现了丙酸钙连续蒸发结晶，克服了丙酸钙生产过程间歇性的缺点，降低了单位能耗和产品成本。**同时公司通过工艺创新使山梨酸钾的干燥工序热交换效率有了明显提高，提升了山梨酸钾产品的生产效率。**营收增速迅猛，盈利能力稳中有进。**2022 年实现营收 6.48 亿元，近 3 年 CAGR 为+25.93%；2022 年实现归母净利润为 7357.38 万元，近 3 年 CAGR 为+65.69%；2022 年毛利率 19.91%，较 2021 年上升 3.02pct；净利率 11.36%，较 2021 年上升 3.26pct。
- 发行方案：**本次新股发行采用直接定价，发行价格 8.5 元/股，较底价上浮 124.9%。初始发行规模 2000 万股，占发行后总股份的 22.68%。发行后预计可流通比例为 33.48%，老股占可流通比例为 36.65%，老股占比较高。4 家机构投资者参与战略配售，包括 3 家私募，1 家投资公司。网上顶格申购量 95 万股，需冻结资金 807.5 万元，顶格门槛偏低。
- 行业情况：业内产品分布分散，细分领域产品集中度较高。**目前有 2400 多种食品添加剂被我国允许使用，由于不同食品添加剂的原料、制作工艺等方面差异较大，导致行业内鲜有厂商可以同时专注于生产较多类别的产品，所以食品添加剂的行业格局总体较为分散，但是部分细分品种、细分行业出现了集中度较高的情况。**政策和需求利好不断释放，行业发展欣欣向荣。**我国食品添加剂行业近年来受到政府支持力度的不断加大、下游市场消费者也在对食品添加剂接受度逐渐提升，市场对食品添加剂需求不断上涨，随着经济发展水平的不断提高，消费理念的不断升级，消费者对食品的可口性和安全性的关注度也会逐渐提升，食品添加剂行业发展前景良好、市场广阔。
- 申购分析意见：参与。**
- 风险因素：**1) 原材料价格波动的风险；2) 贸易业务收入及毛利率下滑的风险；3) 供应商集中的风险；4) 环保风险。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 国内丙酸钙和山梨酸钾的主要生产商.....	4
2. 发行方案：发行后可流通比例偏高，顶格申购门槛偏低	5
3. 行业情况：需求端旺盛，细分领域期待“单项王者”	6
4. 竞争优势：工艺制程、客户资源、质量管理.....	6
5. 主要风险：原材料价格波动、贸易业务收入及毛利率下滑、供应商集中、环保等	7
6. 可比公司：体量偏小，毛利率处行业中游	7
7. 申购分析意见：参与	8

图表目录

图 1: 公司 2021 主营构成 (按产品)	4
图 2: 公司 2021 主营构成 (按销售区域)	4
表 1: 募投 100%达成的产能情况	5
表 2: 润普食品重要发行要素一览	5
表 3: 润普食品可比公司收入结构	7
表 4: 润普食品可比公司财务对比	7
表 5: 可比上市公司情况	8

1. 国内丙酸钙和山梨酸钾的主要生产商

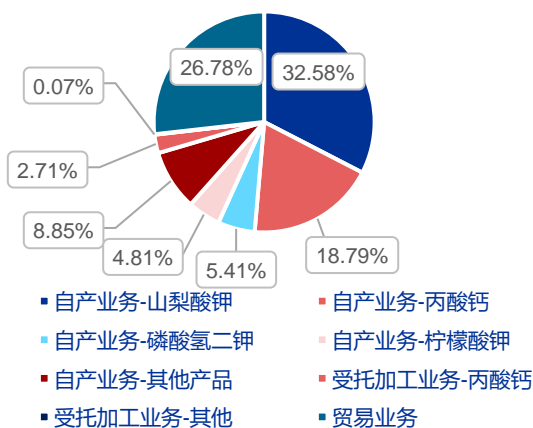
深耕食品添加剂产业，向上开拓原料产线。公司 2004 年成立，总部位于江苏连云港。发展至今，公司已形成了以山梨酸钾、丙酸钙等防腐类食品添加剂为主、以磷酸氢二钾和柠檬酸钾等其他类食品添加剂为辅的产品体系，其中**核心产品山梨酸钾和丙酸钙均为世界卫生组织和联合国粮农组织共同推荐的安全高效防腐类食品添加剂**。目前公司已于 2020 年投产一条 6,500 吨/年山梨酸生产线，开始自主生产山梨酸，进一步缓解成本端压力。

满足客户多样化需求，生产、贸易业务双管齐下。为满足客户对不同产品的需求，公司从事三聚磷酸钠和酸式焦磷酸钠等产品的贸易业务，即公司向供应商采购部分产品再销售给客户，赚取买卖差价，贸易业务是公司自产业务和受托加工业务的有益补充，有利于公司更好地满足客户多样化需求，增强客户粘性。2019 年、2020 年、2021 年、2022Q21 公司贸易业务收入占各期主营业务收入比例分别为 34.85%、30.69%、26.78%和 33.34%。

聚焦技术创新，新型生产工艺解决行业痛点。丙酸钙和山梨酸钾是公司主营业务产品。但丙酸钙的浓缩结晶工序不连续，单位能耗较高且效率较低，该问题令该行业普遍饱受困扰。**公司通过工艺创新实现了丙酸钙连续蒸发结晶，克服了丙酸钙生产过程间歇性的缺点**，降低了单位能耗和产品成本。同时公司通过工艺创新使山梨酸钾的干燥工序热交换效率有了明显提高，提升了山梨酸钾产品的生产效率。

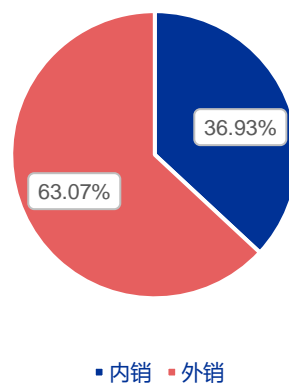
营收增速迅猛，盈利能力稳中有进。2022 年实现营收 6.48 亿元，近 3 年 CAGR 为+25.93%；2022 年实现归母净利润为 7357.38 万元，近 3 年 CAGR 为+65.69%；2022 年毛利率 19.91%，较 2021 年上升 3.02pct；净利率 11.36%，较 2021 年上升 3.26pct。

图 1：公司 2021 主营构成（按产品）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2021 主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投扩建产能，扩大业务规模。募集资金主要投向 8.6 万吨/年食品添加剂项目（二期）和偿还银行贷款。通过本项目的实施，公司将新增 6,500 吨/年的山梨酸生产能力，能够更好的确保山梨酸供应的及时性及质量稳定性，保障公司核心产品山梨酸钾的生产，促进公司进一步开拓市场订单，扩大公司业务规模。

表 1: 募投 100%达成的产能情况

项目名称	建设期	原产能 (吨/年)	100%达产预计产能 (吨/年)
8.6 万吨/年食品添加剂项目（二期）	1.5 年	6,500	13,000

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例偏高，顶格申购门槛偏低

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 8.5 元/股，较底价上浮 124.9%。初始发行规模 2000 万股，占发行后总股份的 22.68%。发行后预计可流通比例为 33.48%，老股占可流通比例为 36.65%，老股占比较高。

(2) 4 家机构投资者参与战略配售，包括 3 家私募，1 家投资公司。网上顶格申购量 95 万股，需冻结资金 807.5 万元，顶格门槛偏低。

表 2: 润普食品重要发行要素一览

基本信息	股票代码	836422.BJ	所属申万一级行业	食品饮料
	股票简称	润普食品	发行代码	889366
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	8.50
	募集金额 (万元)	17,000	主承销商	中泰证券
	初始发行股份数量 (万股)	2000.00	占发行后总股本比例	22.68%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购限制	路演日	2023.2.16	申购日	2023/2/17
	申购款退回日	2023.2.22	网上最高申购量 (万股)	95.00
基本面信息(2022 年)	总收入 (万元)	64,785.20	净利润 (万元)	7,357.38
	毛利率%	16.89	加权 ROE%	29.18
	收入增长率%	21.45	归母净利润增长率%	70.32
股本信息	发行前总股本 (万股)	6,818.85	发行前限售股 (万股)	5,766.35
	发行后预计可流通比例	33.48%	老股占可流通股本比例	35.65%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	10.19	发行底价/PE 水平	3.78 元/4.53 倍
	发行后 2022EPS (元)	0.83	发行 PE (LYR) (倍)	10.19
	停牌前 60 天交易均价	12.92	停牌收盘价 (元)	14.50

资料来源：wind,公司公告,申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2.发行 PE (TTM) 按发行后股本计算，不考虑超

额配售股份数；3.发行 PE (LYR) 按 2022 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

3.行业情况：需求端旺盛，细分领域期待“单项王者”

食品添加剂是化学合成或天然的为改善食品的色香味、延长食品的保质期、增加食物营养的物质。食品添加剂上游主要为生产丙酸、乙酸和磷酸等基础化工原料的基础化工行业，下游最主要的应用领域为食品和饮料行业，另外饲料、医药、农业、烟草和日化等行业也是食品添加剂的应用领域。

业内产品分布分散，细分领域产品集中度较高。我国目前有 2400 多种食品添加剂被允许使用，由于不同食品添加剂的原料、制作工艺等方面差异较大，导致行业内鲜有厂商可以同时专注于生产较多类别的产品，食品添加剂行业呈现总体分散，中小企业众多，部分细分品种、细分行业集中度较高的市场格局。

格局政策和需求利好不断释放，行业发展欣欣向荣。根据中国食品添加剂和配料协会数据统计，2015-2021 年我国食品添加剂主要品种总产量从 996 万吨增长到 1,484.07 万吨，CAGR 达 6.87%；销售额从 978 亿元增长到 1,399.23 亿元，CAGR 为 6.15%。随着经济发展水平提升，消费理念升级，市场对食品添加剂需求不断上涨，消费者对食品的可口性和安全性的关注度也不断提升，将进一步推动食品添加剂行业发展。

4.竞争优势：工艺制程、客户资源、质量管理

(1) 工艺制程优势。公司是国内防腐类食品添加剂的主要生产商之一，被认定为省级高新技术企业，并设立了省级工程技术研究中心。经过多年积累，公司在丙酸钙和山梨酸钾的生产方面积累了较强的工艺制程优势。同行业传统的山梨酸钾干燥工序热交换效率较低，公司通过工艺创新，增强了热风与物料的融合度，热交换效率得到了较大提升，提升了山梨酸钾产品的生产效率，工艺创新后山梨酸钾日产量在传统工艺基础上提升了 25%-30%。

(2) 客户资源优势。食品添加剂行业具有一定客户壁垒，终端客户在确定供应商之前会经过长期考察，出于食品安全等方面考虑，一旦选定就不会轻易更换供应商。公司重视客户的开拓和维护，凭借稳定的产品供应能力和优良的产品质量，已与巴斯夫（中国）、伊士曼和嘉吉公司等知名企业建立了良好的合作关系，并积累了丰富的客户资源。

(3) 质量管理优势。发行人所处细分行业为食品及饲料添加剂制造行业，其产品质量直接关系到人民群众生命健康安全。经过多年的发展积累，公司建立了质

量控制、质量保证和质量改进等一系列质量管理体系，形成了完备的质量管理体系，贯穿原材料采购、生产和销售全流程业务体系，并在实际运行中得到执行，保证产品质量优良稳定。

5. 主要风险：原材料价格波动、贸易业务收入及毛利率下滑、供应商集中、环保等

- (1) 原材料价格波动风险；
- (2) 贸易业务收入及毛利率下滑相关风险；
- (3) 供应商集中风险；
- (4) 环保风险。

6. 可比公司：体量偏小，毛利率处行业中游

表 3：润普食品可比公司收入结构

代码	简称	2021 收入结构
603968.SH	醋化股份	食品添加剂:33.77%, 医药农药中间体:27.08%, 颜(染)料中间体:13.93%, 贸易:13.19%, 其他有机化合物:12.02%
301220.SZ	亚香股份	天然香料:50.78%, 凉味剂:31.05%, 合成香料:18.17%
605077.SH	华康股份	晶体糖醇产品:71.65%, 液体糖、醇及其他产品:28.35%
603079.SH	圣达生物	维生素:52.14%, 生物保鲜剂:34.81%, 其他:13.05%
002597.SZ	金禾实业	食品添加剂:51.82%, 大宗化工原料:36.49%, 功能性化工中间体原料:3.73%, 电:2.6%, 贸易:1.89%, 医药中间体:1.89%, 其他:1.58%
836422.BJ	润普食品	自产业务:67.61%, 贸易业务:25.7%, 其他:4.02%, 受托加工业务:2.66%

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 4：润普食品可比公司财务对比

代码	简称	2021 年收入 (百万元)	2021 年归母净利润 (百万元)	2021 年收入增长率 (%)	2021 年扣非归母净利润增长率 (%)	毛利率 (%)	研发支出占比 (%)	应收账款周天数
603968.SH	醋化股份	2,999.29	174.06	23.73	-29.69	13.80	2.94	43.66
301220.SZ	亚香股份	621.03	91.42	8.05	16.93	33.95	5.57	104.16
605077.SH	华康股份	1,594.02	236.71	20.79	-22.94	23.03	5.28	40.13
603079.SH	圣达生物	789.73	75.76	-8.95	-61.63	28.93	5.02	56.21

002597.SZ	金禾实业	5,845.32	1,177.10	59.44	63.82	28.17	3.13	24.65
836422.BJ	润普食品	533.44	43.20	30.57	61.18	16.89	2.21	35.78

资料来源: wind,申万宏源研究

7. 申购分析意见: 参与

国内食品添加剂产业分散, 具备品牌优势的企业不多, 公司掌握食品添加剂生产的关键技术, 并且不断拓宽产品线, 在食品饮料领域积累了良好口碑。募投技改升级扩充产能。综合博弈面因素(发行价格、募资额、流通盘大小等), 首日破发概率较低, 但有一定抛压。

表 5: 可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
603968.SH	醋化股份	45.5	11.43
301220.SZ	亚香股份	37.9	29.05
605077.SH	华康股份	69.1	22.46
603079.SH	圣达生物	24.3	42.13
002597.SZ	金禾实业	190.2	10.59
均值			23.13
中值			22.46
836422.BJ	润普食品	9.9	13.44

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 股价为 2023/2/14 收盘价格。

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。