

金禾实业 (002597.SZ)

2023年盈利承压，主营产品价格或将企稳回升

增持

核心观点

金禾实业为国内人工甜味剂龙头企业，市场份额位居全国前列。金禾实业成立于1974年，2011年在深交所上市。公司主营业务包括食品添加剂和传统化工产品。公司主营产品三氯蔗糖、安赛蜜和甲乙基麦芽酚产能位居全国前列。此外，公司投建的定远循环经济产业园项目，覆盖了甜味剂原料产品，建设了医药中间体和香精香料产能，基于合成生物学和绿色合成技术为业务拓展做好战略配置。

海外三氯蔗糖需求持续增长，或带动产品价格企稳回升。三氯蔗糖与安赛蜜实现工业化生产历史较长，就产品价格走势而言，历史中曾经历过供给端驱动以及需求端驱动产品价格的变化周期，2023年两种产品均处于价格下行周期。我们认为近期食品添加剂大厂将部分产品主动停产挺价标志着供给端的产能调整，需求端三氯蔗糖海外出口量同比持续增长，我们判断，金禾实业主营产品三氯蔗糖的供需格局或将改善，进而带动产品价格企稳回升。

公司主营产品价格下降，2023年营收及利润同比下滑。2024年4月15日，公司发布2023年年度报告，公告显示，公司实现营业收入53.11亿元，同比下滑26.75%；实现归母净利润7.04亿元，同比下滑58.46%；实现扣非后归母净利润6.08亿元，同比下滑64.75%。其中视频制造产品实现收入28.90亿元，同比下滑36.60%，基础化工实现营收19.42亿元，同比下滑14.43%。

定远二期部分项目顺利投产，新增产品规划赋予公司未来成长性。2023年，公司完成了“定远二期项目第一阶段”主要项目工程建设的工作，包括年产60万吨硫酸、年产6万吨离子膜烧碱、年产6万吨离子膜钾碱、15万吨双氧水等主体项目，预计在2024年4月份陆续达到试生产条件。此外，公司依托以阿洛酮糖装置为基础的合成生物学中试线，开展了非粮生物基材料原料化利用、益生元、膳食纤维、其他淀粉糖（醇）、部分功能性营养健康产品以及功能性日化香料产品生产的研究工作。完成了D-阿洛酮糖-3-差向异构酶的申报工作，并于2024年2月29日成功获批作为食品工业用酶制剂新品种。另外根据《安徽金禾实业股份有限公司10000吨/年生物绿色制造健康产业项目环境影响评价首次公示》显示，公司将建设10000吨/年生物绿色制造健康产业装置，达到年产9800吨阿洛酮糖、年产5吨圆柚酮、年产5吨檀香油、年产5吨罗汉果甜苷、年产5吨香紫苏醇、年产50吨红没药醇、年产5吨瓦伦西亚烯、年产10吨金合欢醇（反反式）、年产15吨柚皮苷、年产100吨新橙皮苷的生产能力。随着公司规划新品的不断落地，将赋予公司一定成长性，带来新的盈利增长点。

风险提示：甜味剂需求低迷的风险；原材料价格大幅波动的风险；供给侧产能调整无法持续的风险。

投资建议：

我们在2022年10月针对公司2022年三季报的点评报告中，对于公司2022-2024年给出了归母净利润为17.95/21.90/25.08亿元的预测，我们根据实际情况，下调了公司盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为：7.9/9.1/9.9亿元，下调评级为“增持”评级。

调整原因如下：彼时正处于我国“后疫情时代”的消费浪潮期间，受疫情因素影响，国内外消费者对于健康理念的重视程度加深，进而推动三氯蔗糖、

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林 联系人：张歆钰
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980520120002

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	20.87元
总市值/流通市值	11895/11827百万元
52周最高价/最低价	30.36/15.33元
近3个月日均成交额	94.74百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金禾实业 (002597.SZ) -1-9月业绩同比大幅增长，定远二期打开成长空间》——2022-10-18
- 《金禾实业 (002597.SZ) -代糖毛利持续提升，积极推进定远二期建设规划》——2022-08-26
- 《金禾实业 (002597.SZ) -2022H1 业绩同比大幅增长，三氯蔗糖高景气持续》——2022-07-08
- 《金禾实业 (002597.SZ) -1 季度业绩同比高增，三氯蔗糖出口大幅增长》——2022-05-03
- 《金禾实业 (002597.SZ) -1 季度业绩同比高增，三氯蔗糖出口大幅增长》——2022-04-29

赤藓糖醇等“低热量、低GI”食品添加剂需求的提升。在三氯蔗糖供给端，随着2021年末能耗双控政策趋严，原材料供给不足和生产企业开工率下滑，推动三氯蔗糖产品价格高涨。彼时我们对于产品供需格局判断过于乐观，高估了海内外需求增长的持续性以及政策对产品新增产能把控的严格性，2023年来，三氯蔗糖在需求增量有限且产能持续释放的背景下，价格持续下跌，2023年三氯蔗糖市场均价同比下滑57%，安赛蜜市场均价同比下滑35%，压缩了公司的盈利空间。

回溯公司2022-2023年的业绩真实情况：公司实现营收72.5/53.1亿元，同比增加24.0%/-26.7%；实现归母净利润17.0/7.0亿元，同比增加44.0%/-58.5%。

在当前时点下，随着三氯蔗糖产品出口量同比持续增长，且我们判断三氯蔗糖主要厂家或将主动调整供给产能，在此前提下，公司主营产品价格或将企稳回升，进而带动公司盈利同比上行。相比于2022年盈利预测，我们谨慎下调公司2024-2026年的营业收入至55.5/58.7/62.7亿元，公司归母净利润为7.9/9.1/9.9亿元，当前股价对应PE分别为15/13/12X，给予“增持”评级。

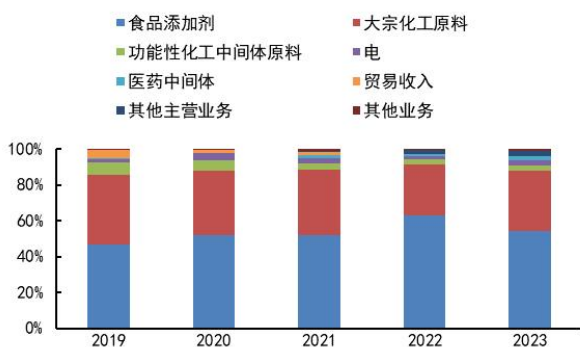
盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,250	5,311	5,547	5,868	6,265
(+/-%)	24.0%	-26.7%	4.4%	5.8%	6.8%
归母净利润(百万元)	1695	704	793	914	985
(+/-%)	44.0%	-58.5%	12.6%	15.3%	7.8%
每股收益(元)	3.02	1.24	1.39	1.60	1.73
EBIT Margin	27.7%	12.6%	14.9%	16.3%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	24.1%	9.9%	10.3%	11.0%	10.9%
市盈率 (PE)	6.9	16.9	15.0	13.0	12.1
EV/EBITDA	6.4	14.3	12.5	10.7	9.7
市净率 (PB)	1.66	1.67	1.55	1.43	1.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

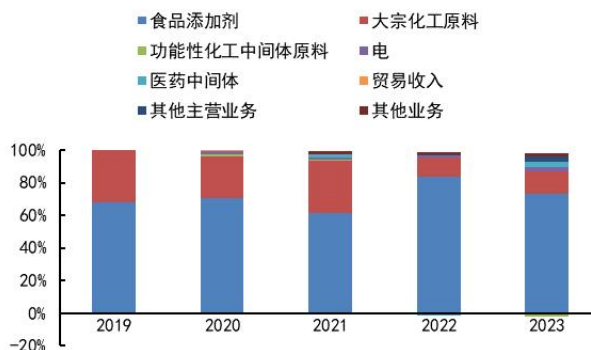
金禾实业为国内人工甜味剂龙头企业，市场份额位居全国前列。金禾实业成立于1974年，2011年在深交所上市。公司主营业务包括食品添加剂和传统化工产品。2023年，公司食品添加剂收入占比达到54%，毛利占比达到76%。根据百川盈孚，公司食品添加剂产品主要包括9500吨/年三氯蔗糖（国内市占率32.4%，位居国内第一）、14000吨/年安赛蜜（国内市占率41.8%，位居国内第二）和9000吨/年甲基麦芽酚（国内市占率41%，位居国内第一）。

图1: 金禾实业收入占比结构（单位：万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 金禾实业毛利占比结构（单位：万元）

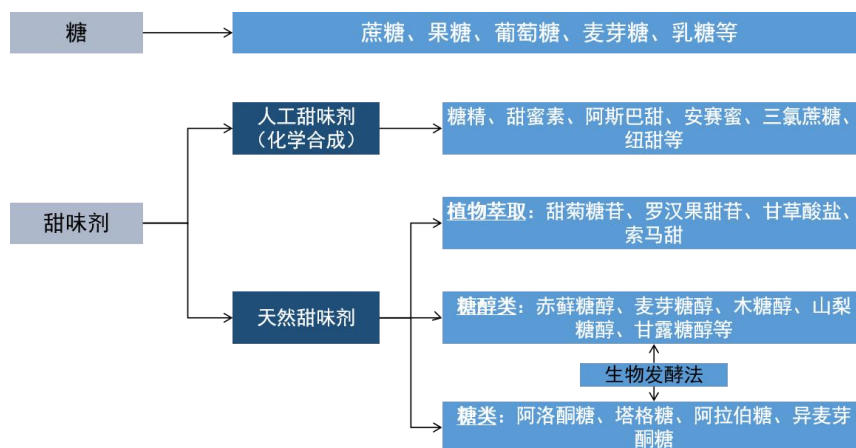


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司主营产品甜味剂是指赋予食品以甜味的食物添加剂，品种较多，具体可以分为功能性甜味剂和糖醇类甜味剂两大类。其中功能性甜味剂可以按照来源分类可以分为天然甜味剂和人工合成甜味剂。糖醇类甜味剂以市场应用范围广泛的木糖醇、赤藓糖醇为主。功能性甜味剂目前占据着甜味剂的主要市场，主要是因为甜度高、用量少、热值小，多不参与代谢过程。作为代糖物质，主要用于饮料、食品、酒类等，还可用于医药和日化等领域。目前中国甜味剂产量占全球的75%左右，中国是全球甜味剂出口大国。

人工甜味剂中安赛蜜是第四代人工甜味剂，化学名为乙酰磺胺酸钾，甜度约为蔗糖的200倍。安赛蜜在人体内不能被代谢，因此不产生热量，已被广泛的科学实验证明其安全性。1983年欧盟批准安赛蜜使用，1988年美国批准其使用，1992年我国批准使用安赛蜜，目前全球已有100多个国家正式批准安赛蜜用于食品、饮料、口腔保健、化妆品及药剂等领域中。三氯蔗糖是第五代人工甜味剂，又名三氯半乳糖、蔗糖素，甜度约为蔗糖的650倍。1976年首次被合成，我国于1997年开始允许其作为食品添加剂使用是以蔗糖为原料的功能性甜味剂，并具有较好的溶解性和稳定性，对涩味、苦味、酒味等味道有掩盖效果。

图3: 甜味剂分类



资料来源：CNKI，国信证券经济研究所整理

麦芽酚主要分为甲基麦芽酚和乙基麦芽酚，是一类光谱的的香味增效剂，具有增香、固香、增甜的作用。麦芽酚是白色晶状粉末，具有焦奶油硬糖的特殊味道，其稀释溶液可释放出草莓样芳香。甲基麦芽酚可用于生产医药中间体，包括吡啶盐和胃药泮托拉唑。乙基麦芽酚根据其特色可分为纯香型、焦香型、特醇型，常作为食品增香剂添加与烘焙食物、冰淇淋、化妆品、烟草、饮料和糖果中。

2023 年主营产品三氯蔗糖、安赛蜜处于价格下行周期，公司盈利能力受损。

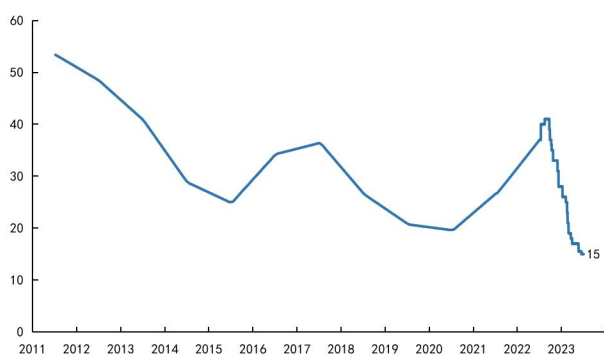
三氯蔗糖价格曾经历过几轮周期变化：2010 年由于国内企业生产工艺取得较大进展，大量国内民营资本投入，国内三氯蔗糖生产企业一度超过 10 家。由于下游市场主要集中在欧美发达国家，国内三氯蔗糖产品主要依赖渠道经销商出口，议价能力较弱，供给竞争加剧导致三氯蔗糖价格逐年回落。2014 年-2015 年国内多家企业由于安全事故和经营不善原因停产和终止新建项目。2016 年英国泰莱公司关闭新加坡工厂并搬迁至美国，行业供应出现缺口。2017 年由于环保督查原因三氯蔗糖产能收缩，价格一度涨至 60 万元/吨，高价再次引发企业产能扩张，三氯蔗糖价格再次回落。2021 年受原料氯化亚砷和 DMF 价格大幅上涨和国内外需求复苏的影响，三氯蔗糖价格从 2021 年 8 月起开始上行，叠加 2021 年末能耗双控政策趋严，原材料供给不足和生产企业开工率下滑，推动三氯蔗糖价格最高涨至 48 万元/吨。2022 年随着原料价格回落和进入行业淡季，三氯蔗糖价格在国内大厂停工检修叠加高温天气背景下价格小幅上涨。后续随着三氯蔗糖需求疲软以及海内外去库存的影响，三氯蔗糖价格回落至当前 11 万元/吨的历史低位。

安赛蜜方面，2005 年塞拉尼斯子公司 Nutrinova 的安赛蜜专利到期后，国内企业纷纷布局安赛蜜产能。2010 年后，国内产能快速扩张导致安赛蜜价格下滑，2012 年价格跌至最低 3.58 万元/吨，期间不断有小产能因为生产成本过高而退出。2015 年江苏浩波破产，产能维持低负荷生产。2016 年-2017 年受环保督察和生产安全等问题导致原料供应紧张，江苏天成、宁波王龙因事故停产导致双乙烯酮价格从 8000 元/吨上涨至 1.5 万元/吨，成本推动安赛蜜价格上涨至 4.61 万元/吨。随着江苏浩波和江西北洋等产能停产和需求的持续释放，安赛蜜供需格局显著好转，产品价格稳步上升至 2020 年均价 5.92 万元/吨。2021 年下半年，由于大宗原材料涨价，原料双乙烯酮价格大幅上涨，叠加能耗双控对生产企业开工的影响，安赛蜜价格从 6 万元/吨左右快速上涨至 9.5 万元/吨。2021 年末，随着原料价格

回落，安赛蜜价格从高位下滑。由于醋化股份新增产能已进入投料试车阶段，行业存在对新增产量的预期，叠加上半年国内疫情发酵，下游蜜饯等行业开工率处于低位，安赛蜜需求支撑不足，22 年价格均价回落至 6.4 万元/吨左右，目前价格仍在地位区间，为 3.8 万元/吨。

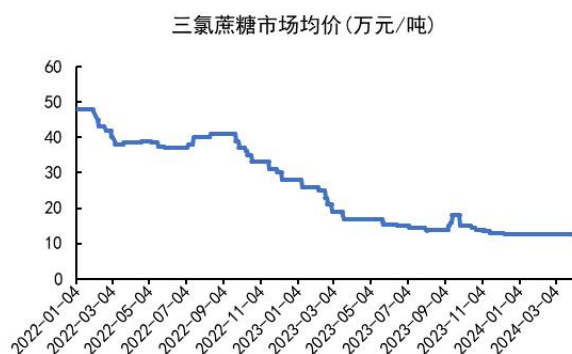
根据百川盈孚，2023 年三氯蔗糖的市场年均价格为 16.72 万元/吨，同比 2022 年下降 57.18%；2023 年安赛蜜市场年均价格为 4.82 万元/吨，同比 2022 年下滑 35.24%。公司主营产品价格下滑，影响了公司的盈利能力，公司 2023 年毛利率/净利率分别为 23%/13%，同比下滑 12pct/10pct。

图4: 三氯蔗糖年均价格（万元/吨）



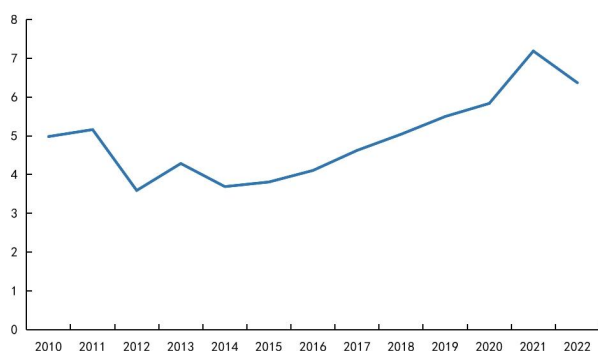
资料来源：中国产业信息网，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图5: 三氯蔗糖日度价格走势（万元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6: 安赛蜜年均价格（万元/吨）



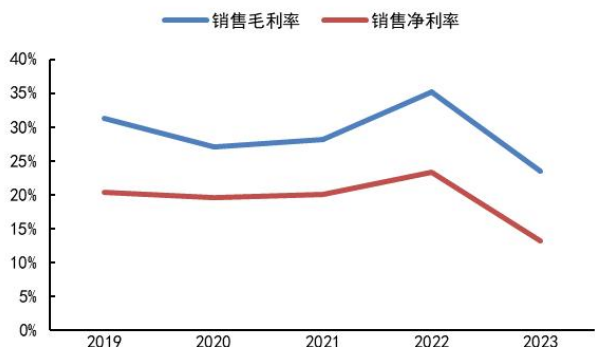
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图7: 安赛蜜日度价格（万元/吨）



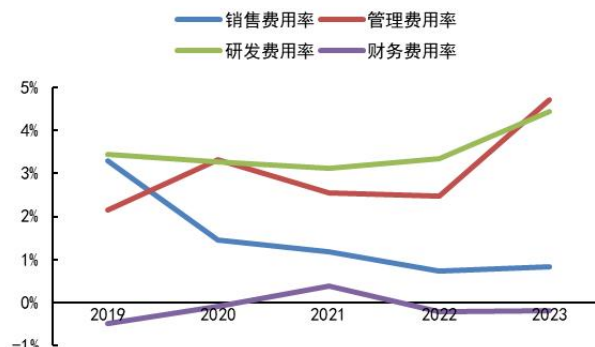
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8: 金禾实业毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

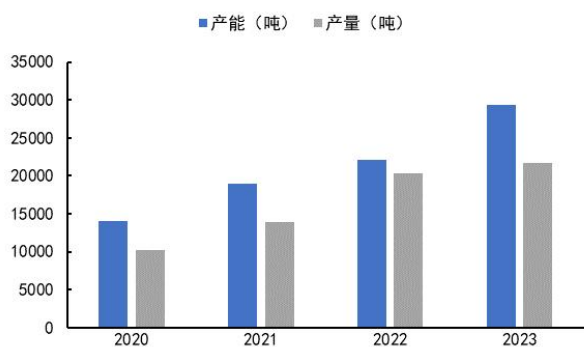
图9: 金禾实业期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

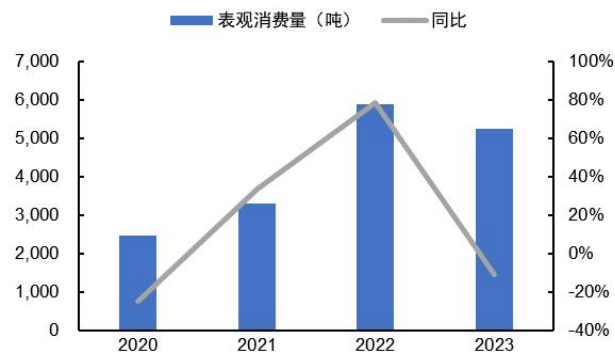
三氯蔗糖出口同比提升，海外市场需求或将持续增长。根据百川盈孚，2023年，我国三氯蔗糖新增有效产能7200吨，而2023年产量基本维持2022年同期水平。消费结构来看，随着国内“后疫情时代”的消费浪潮逐渐稳定，2023年我国三氯蔗糖的表观消费量为5235吨，同比减少10.9%，而海外需求呈现出逐年递增的态势，2023年，我国三氯蔗糖出口量达到1.64万吨，同比增加12.1%。虽然2023年海外需求增速出现了下滑，但就2024年1-2月出口数据来看，出口量达到3015吨，同比增长40.8%。我们认为随着海外对于肥胖、糖尿病的重视程度不断加深以及政策对于食用糖的管控力度不断增强，低热量甜味剂的海外需求将持续增长。此外，夏季是国内饮品市场的重要消费季节，国内市场或将随着夏季到来迎来需求增长，进而带动三氯蔗糖价格企稳回升。

图10: 我国三氯蔗糖产能产量情况



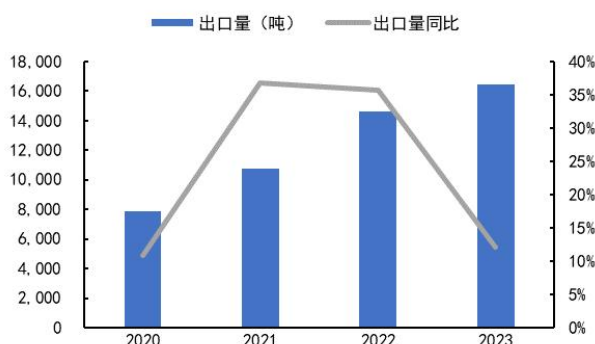
资料来源: 百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图11: 我国三氯蔗糖表观消费量



资料来源: 百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图12: 我国三氯蔗糖年度出口稳步提升



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

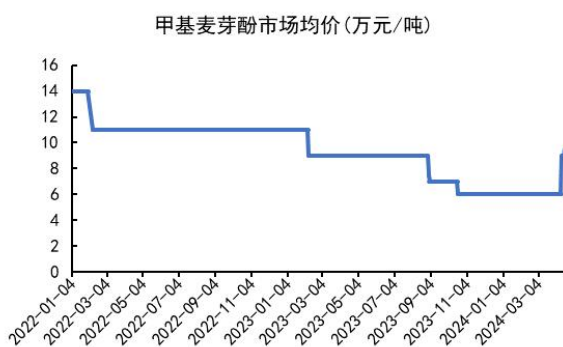
图13: 我国三氯蔗糖月度出口数据同比增加



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

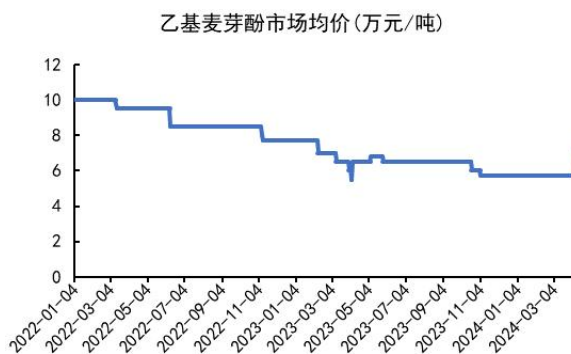
此外, 近期麦芽酚产品价格也迎来了调整。根据百川盈孚, 2024年4月10日起, 麦芽酚价格开始向上调整。此前麦芽酚的高库存导致市场难以反弹, 生产企业面临长期亏损情况, 近来主要生产大厂选择限产报价, 已将甲基麦芽酚装置停车, 并考虑将乙基麦芽酚装置停车提上日程。截止至2024年4月16日, 甲基麦芽酚市场价格达到9.5万元/吨, 乙基麦芽酚价格为7.5万元/吨, 较年初分别上涨58.3%/31.6%。主要生产厂家的主动限产挺价带来行业整体供需格局改善, 行业盈利大幅上行。若供给侧产能调整能够持续, 且产能调整能够影响到其他甜味剂产品, 则公司今年盈利能力将有较大改善。

图14: 甲基麦芽酚日度市场价格 (万元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

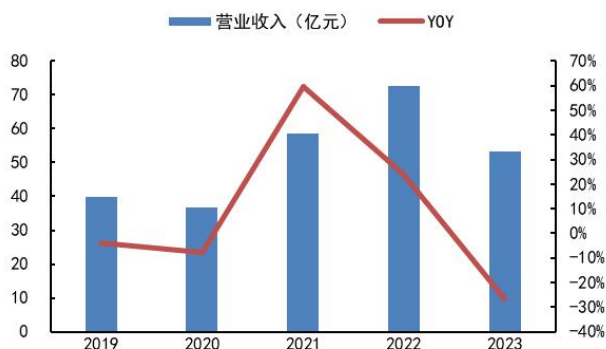
图15: 乙基麦芽酚日度市场价格 (万元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

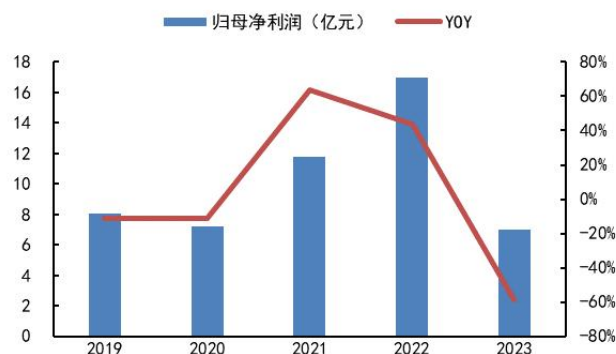
主营产品价格下降, 2023年公司营收及利润同比下滑。2024年4月15日, 公司发布2023年年度报告, 公告显示, 公司实现营业收入53.11亿元, 同比下滑26.75%; 实现归母净利润7.04亿元, 同比下滑58.46%; 实现扣非后归母净利润6.08亿元, 同比下滑64.75%。2023年, 公司食品添加剂收入占比达到54%, 毛利占比达到76%, 受甜味剂价格不断下滑所致, 食品制造产品实现收入28.90亿元, 同比下滑36.60%, 影响了公司营收及利润水平。

图16: 金禾实业营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 金禾实业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

定远二期部分项目顺利投产, 新增产品规划赋予公司未来成长性。根据公司年报, 2023年, 公司完成了“定远二期项目第一阶段”主要项目工程建设的工作, 包括年产60万吨硫酸、年产6万吨离子膜烧碱、年产6万吨离子膜钾碱、15万吨双氧水等主体项目, 预计在2024年4月份陆续达到试生产条件。此外, 公司依托以阿洛酮糖装置为基础的合成生物学中试线, 开展了非粮生物基材料原料化利用、益生元、膳食纤维、其他淀粉糖(醇)、部分功能性营养健康产品以及功能性日化香料产品生产的研究工作。完成了D-阿洛酮糖-3-差向异构酶的申报工作, 并于2024年2月29日成功获批作为食品工业用酶制剂新品种。

另外根据《安徽金禾实业股份有限公司10000吨/年生物绿色制造健康产业项目环境影响评价首次公示》显示, 公司将于来安县城东大街127号建设建设占地面积3011平方米的10000吨/年生物绿色制造健康产业装置, 购置种子罐、发酵罐、膜脱色过滤系统、磁悬浮空气压缩机组、再沸器、回收槽、精馏塔、成品罐等主要设备86台/套, 达到年产9800吨阿洛酮糖、年产5吨圆柚酮、年产5吨檀香油、年产5吨罗汉果甜苷、年产5吨香紫苏醇、年产50吨红没药醇、年产5吨瓦伦西亚烯、年产10吨金合欢醇(反反式)、年产15吨柚皮苷、年产100吨新橙皮苷的生产能力。随着公司规划新品的不断落地, 将赋予公司一定成长性, 带来新的盈利增长点。

投资建议:

我们在2022年10月针对公司2022年三季报的点评报告中, 对于公司2022-2024年给出了归母净利润为17.95/21.90/25.08亿元的预测, 我们根据实际情况, 下调了公司盈利预测, 预计公司2024-2026年归母净利润分别为: 7.9/9.1/9.9亿元, 下调评级为“增持”评级。

调整原因如下: 彼时正处于我国“后疫情时代”的消费浪潮期间, 受疫情因素影响, 国内外消费者对于健康理念的重视程度加深, 进而推动三氯蔗糖、赤藓糖醇等“低热量、低GI”食品添加剂需求的提升。在三氯蔗糖供给端, 随着2021年末能耗双控政策趋严, 原材料供给不足和生产企业开工率下滑, 推动三氯蔗糖产品价格高涨。彼时我们对于产品供需格局判断过于乐观, 高估了海内外需求增长的持续性以及政策对产品新增产能把控的严格性, 2023年来, 三氯蔗糖在需求增量有限且产能持续释放的背景下, 价格持续下跌, 2023年三氯蔗糖市场均价同比下滑57%, 安赛蜜市场均价同比下滑35%, 压缩了公司的盈利空间。

回溯公司2022-2023年的业绩真实情况: 公司实现营收72.5/53.1亿元, 同比增

加 24.0%/-26.7%；实现归母净利润 17.0/7.0 亿元，同比增加 44.0%/-58.5%。

在当前时点下，随着三氯蔗糖产品出口量同比持续增长，且我们判断三氯蔗糖主要厂家或将主动调整供给产能，在此前提下，公司主营产品价格或将企稳回升，进而带动公司盈利同比上行。相比于 2022 年盈利预测，我们谨慎下调公司 2024-2026 年的营业收入至 55.5/58.7/62.7 亿元，公司归母净利润为 7.9/9.1/9.9 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/12X，给予“增持”评级。

表1: 金禾实业业务拆分情况（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	5845.32	7250.50	5311.11	5546.96	5868.09	6264.91
总成本	4198.63	4700.56	4064.72	4177.42	4359.54	4639.41
营收 YOY	59.44%	24.04%	-26.75%	4.44%	5.79%	6.76%
成本/营收	71.83%	64.83%	76.53%	75.31%	74.29%	74.05%
毛利	1646.69	2549.94	1246.39	1369.54	1508.55	1625.51
毛利率	28.17%	35.17%	23.47%	24.69%	25.71%	25.95%
食品添加剂						
总营收	3029.08	4557.77	2889.52	3033.00	3213.00	3550.50
总成本	2012.22	2380.69	1942.81	1978.12	2059.85	2303.56
营收 YOY	59.32%	50.47%	-36.60%	4.97%	5.93%	10.50%
成本/营收	66.43%	52.23%	67.24%	65.22%	64.11%	64.88%
毛利	1016.86	2177.08	946.71	1054.88	1153.15	1246.94
毛利率	33.57%	47.77%	32.76%	34.78%	35.89%	35.12%
大宗化工原料及中间体						
总营收	2461.02	2351.93	2060.09	2167.72	2260.15	2300.78
总成本	1882.51	2075.06	1867.98	1958.61	2015.36	2041.07
营收 YOY	59.90%	-4.43%	-12.41%	5.22%	4.26%	1.80%
成本/营收	76.49%	88.23%	90.67%	90.35%	89.17%	88.71%
毛利	578.51	276.87	192.11	209.10	244.79	259.72
毛利率	23.51%	11.77%	9.33%	9.65%	10.83%	11.29%
其他业务						
总营收	355.22	340.80	361.50	346.25	394.94	413.63
总成本	303.90	244.81	253.93	240.69	284.33	294.78
营收 YOY	57.30%	-4.06%	6.07%	-4.22%	14.06%	4.73%
成本/营收	85.55%	71.83%	70.24%	69.51%	71.99%	71.27%
毛利	51.32	95.99	107.57	105.56	110.61	118.85
毛利率	14.45%	28.17%	29.76%	30.49%	28.01%	28.73%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测和整理

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5311	5547	5868	6265
营业成本	4065	4177	4360	4639
营业税金及附加	49	47	51	52
销售费用	45	43	46	51
管理费用	250	226	224	246
研发费用	235	229	234	236
财务费用	(10)	(13)	(14)	(20)
投资收益	49	57	69	56
资产减值	(5)	3	(1)	5
营业利润	798	897	1036	1122
利润总额	795	896	1033	1113
归属于母公司净利润	704	793	914	985
EPS	1.24	1.39	1.60	1.73
ROE	9.9%	10.3%	11.0%	10.9%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价EPS (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
605016.SH	百龙创园	买入	23.97	0.78	1.25	1.64	36.56	19.14	14.60	3.95
002597.SZ	金禾实业	增持	20.87	1.24	1.61	1.99	17.74	12.95	20.5	1.71
002286.SZ	保龄宝	无评级	5.15	0.15	-	-	55.78	-	-	0.96

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 4 月 16 日, 各公司数据均来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2360	2336	2353	2576	2953	营业收入	7250	5311	5547	5868	6265
应收款项	751	538	545	592	627	营业成本	4701	4065	4177	4360	4639
存货净额	627	784	703	706	796	营业税金及附加	63	49	47	51	52
其他流动资产	1267	707	865	986	846	销售费用	53	45	43	46	51
流动资产合计	6718	5084	5186	5581	5941	管理费用	179	250	226	224	246
固定资产	2830	3674	4137	4554	4958	研发费用	242	235	229	234	236
无形资产及其他	267	263	254	244	235	财务费用	(15)	(10)	(13)	(14)	(20)
投资性房地产	507	677	677	677	677	投资收益	68	49	57	69	56
长期股权投资	19	15	13	14	14	资产减值及公允价值变动	(173)	(5)	3	(1)	5
资产总计	10341	9712	10265	11069	11825	其他收入	(216)	(158)	(229)	(234)	(236)
短期借款及交易性金融负债	959	475	562	569	597	营业利润	1948	798	897	1036	1122
应付款项	928	1091	935	1083	1088	营业外净收支	(25)	(3)	(1)	(3)	(9)
其他流动负债	641	427	500	513	543	利润总额	1922	795	896	1033	1113
流动负债合计	2527	1994	1996	2165	2228	所得税费用	228	91	103	119	128
长期借款及应付债券	616	426	426	426	426	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	162	151	146	142	145	归属于母公司净利润	1695	704	793	914	985
长期负债合计	778	577	572	568	571	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3305	2571	2569	2733	2799	净利润	1695	704	793	914	985
少数股东权益	2	2	2	2	2	资产减值准备	31	(35)	8	3	3
股东权益	7034	7140	7695	8334	9024	折旧摊销	334	343	335	412	467
负债和股东权益总计	10341	9712	10265	11069	11825	公允价值变动损失	173	5	(3)	1	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	(15)	(10)	(13)	(14)	(20)
每股收益	3.02	1.24	1.39	1.60	1.73	营运资本变动	(299)	352	(166)	(12)	57
每股红利	0.73	0.87	0.42	0.48	0.52	其它	(31)	35	(8)	(3)	(3)
每股净资产	12.54	12.53	13.50	14.62	15.83	经营活动现金流	1903	1405	959	1315	1503
ROIC	28.05%	8.61%	10%	10%	11%	资本开支	0	(1133)	(794)	(824)	(860)
ROE	24.10%	9.86%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(444)	993	0	0	0
毛利率	35%	23%	25%	26%	26%	投资活动现金流	(443)	(137)	(791)	(825)	(859)
EBIT Margin	28%	13%	15%	16%	17%	权益性融资	29	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	19%	21%	23%	24%	负债净变化	(14)	(190)	0	0	0
收入增长	24%	-27%	4%	6%	7%	支付股利、利息	(407)	(497)	(238)	(274)	(295)
净利润增长率	44%	-58%	13%	15%	8%	其它融资现金流	(272)	82	87	7	28
资产负债率	32%	26%	25%	25%	24%	融资活动现金流	(1085)	(1292)	(151)	(267)	(267)
股息率	3.4%	4.2%	2.0%	2.3%	2.5%	现金净变动	375	(25)	17	223	377
P/E	6.9	16.9	15.0	13.0	12.1	货币资金的期初余额	1985	2360	2336	2353	2576
P/B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	2360	2336	2353	2576	2953
EV/EBITDA	6.4	14.3	12.5	10.7	9.7	企业自由现金流	0	153	105	421	585
						权益自由现金流	0	45	203	440	632

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032