

金禾实业 (002597.SZ)

受益于食品添加剂价格上涨，三季度业绩环比大幅增长

事件：公司发布2024年三季报，报告期内实现营业收入40.43亿元，同比下降1.24%，归母净利润4.09亿元，同比下降27.39%，扣非净利润3.77亿元，同比下降21.91%；其中三季度单季实现收入15.04亿元，同比增长6.04%，环比增长13.54%，归母净利润1.62亿元，同比增长1.17%，环比增长37.51%。

□ 前三季度产品跌价导致业绩下滑，拥有较强的成本和规模优势。面对食品添加剂价格下跌和大宗商品市场低迷的形势，公司通过产业链一体化循环经济产业布局，以及成本领先和市占率领先战略，积极应对挑战。2024年前三季度公司综合毛利率20.19%，同比下降3.61 pct，其中三季度单季毛利率19.5%，同比下降3.9 pct，环比下降0.6 pct。公司甜味剂和香精香料等产品的产能规模均处于全球领先地位，部分大宗化学品的产能规模在华东区域也占有较大的份额，具有突出的规模优势。

□ 核心产品价格同比下跌明显，近期三氯蔗糖价格大幅上涨。2024年前三季度安赛蜜、三氯蔗糖、甲基麦芽酚市场均价分别为3.7万、12.2万、8.3万、6.9万元/吨，同比分别下跌28.1%、31.7%、8.1%，乙基麦芽酚市场均价6.9万元/吨，同比上涨2.5%。从单季度看，2024Q3安赛蜜市场均价环比下跌5.4%，三氯蔗糖、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚市场均价环比分别上涨18.0%、7.3%、6.1%。当前国内三氯蔗糖市场价21万元/吨，较8月底上涨110%，安赛蜜市场价3.9万元/吨，较9月初上涨14.7%，有助于公司业绩改善。

□ 定远二期部分项目试生产，持续推进工艺攻关。报告期内，公司定远二期第一阶段中的年产60万吨硫磺制酸、年产6万吨离子膜烧碱、年产6万吨离子膜钾碱、年产15万吨双氧水及配套辅助设施工程项目已完成建设并投产。公司开展三氯蔗糖生产技术攻关增效活动，提升三氯蔗糖收率，保持装置高效平稳运行，日产量创历史新高，成本优势行业领先。在乙基麦芽酚品质提升、季戊四醇分离工艺等方面进行了工艺技术研究，进一步提升装置运行效率和生产稳定性，降低生产成本。

□ 维持“增持”投资评级。由于近期三氯蔗糖和安赛蜜价格上涨，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为7.05亿、9.31亿、11.62亿元，EPS分别为1.24、1.63、2.04元，当前股价对应PE分别为19、14、11倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游需求不及预期、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7250	5311	5624	6623	7396
同比增长	24%	-27%	6%	18%	12%
营业利润(百万元)	1948	798	796	1054	1317
同比增长	41%	-59%	-0%	32%	25%
归母净利润(百万元)	1695	704	705	931	1162
同比增长	44%	-58%	0%	32%	25%
每股收益(元)	2.97	1.24	1.24	1.63	2.04
PE	7.7	18.6	18.6	14.1	11.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (维持)

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：22.99元

基础数据

总股本(百万股)	570
已上市流通股(百万股)	567
总市值(十亿元)	13.1
流通市值(十亿元)	13.0
每股净资产(MRQ)	13.1
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	26.9%
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司
主要股东持股比例	43.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-4	8
相对表现	4	-12	-1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《金禾实业(002597)——食品添加剂跌价业绩有所承压，近期三氯蔗糖大幅提价》2024-09-01
- 《金禾实业(002597)——一季度业绩环比逐步企稳，甜味剂价格有望底部反弹》2024-04-30
- 《金禾实业(002597)——食品添加剂价格基本触底，定远二期部分项目投产》2024-04-16

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司是国内食品添加剂优质企业.....	4
1、 公司主要从事产品简介.....	4
2、 经营发展较为稳健，近两年业绩有所承压	4
3、 三季度产品价格企稳反弹，经营业绩环比改善	5
二、 公司核心竞争力强，部分产品价格反弹.....	7
1、 产业链布局完善，工艺技术优势明显.....	7
2、 核心产品价格触底反弹，三氯蔗糖大幅提价.....	8
三、 公司食品添加剂产品集中度高，竞争格局稳定.....	9
四、 风险提示	10

图表目录

图 1: 近几年公司营业收入及增速.....	5
图 2: 近几年公司归母净利润及增速	5
图 3: 近几年公司净资产收益率	5
图 4: 近几年公司投入资本回报率.....	5
图 5: 近几年公司毛利率和净利率情况	5
图 6: 近几年公司期间费用率情况.....	5
图 7: 近几年安赛蜜价格走势.....	8
图 8: 近几年三氯蔗糖价格走势	8
图 9: 近几年甲基麦芽酚价格走势.....	9
图 10: 近几年乙基麦芽酚价格走势.....	9
图 11: 安赛蜜产能产量及产能利用率	9
图 12: 安赛蜜表观消费量及出口量.....	9
图 13: 三氯蔗糖产能产量及产能利用率	10
图 14: 三氯蔗糖表观消费量及出口量	10
图 15: 麦芽酚产能产量及产能利用率	10
图 16: 国内麦芽酚行业月度开工率.....	10
图 17: 金禾实业历史 PE Band	11
图 18: 金禾实业历史 PB Band	11

表 1: 公司主要产品简介及用途	4
表 2: 单季度经营业绩回顾	6
表 3: 公司主要业务收入构成及毛利率	6
表 4: 公司主要食品添加剂市场价格变化	8
附: 财务预测表	12

一、公司是国内食品添加剂优质企业

1、公司主要从事产品简介

报告期内，公司主要从事食品添加剂、日化香料、大宗化学品、功能性化工品及中间体的研发、生产和销售，主要产品包括甜味剂、香料、大宗化学品、医药中间体、功能性化工品及中间体等。公司依托大宗化学品为主要原材料，打造了垂直一体化的循环经济产业布局，产业链不断向下游纵向延伸拓展，构建多元发展、多极支撑的战略和产业体系，形成了面向食品饮料、日用消费以及高端制造等领域的产业平台，致力于满足人类美好生活和先进制造需求。

表 1: 公司主要产品简介及用途

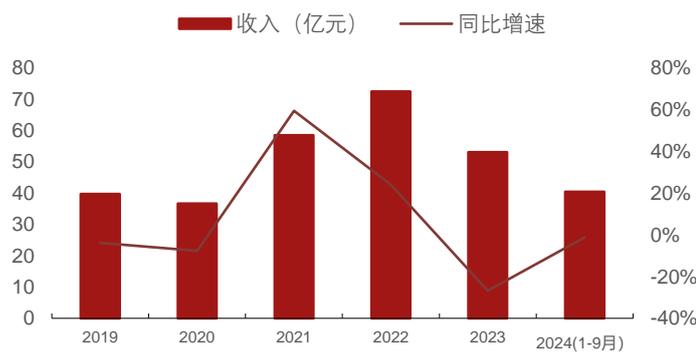
产品类别	主要产品	简介及用途
甜味剂	安赛蜜、三氯蔗糖	安赛蜜和三氯蔗糖属于第四代、第五代高倍甜味剂，具有无能量、甜度高、口感纯正、安全性高等特点。近年来，在全球减糖、低糖大趋势下，安赛蜜和三氯蔗糖以安全性高、口感纯正、甜度高等特点，在食品饮料、调味品等领域得到广泛应用。
香精香料	甲、乙基麦芽酚、甲基环戊烯醇酮（MCP）及佳乐麝香溶液	甲、乙基麦芽酚及 MCP 是安全无毒、下游用途广、效果好的食品及日化添加剂，因甲基麦芽酚熔点较高，可应用于烘焙制品上，甲基麦芽酚在医药中间体制造中也有较多应用。佳乐麝香溶液是安全无毒日化香料，有强烈而持久的麝香香气，并伴有木香香调，其透发力及扩散性极佳，留香持久，用于调配调制香料及香精，应用领域包括日化用品、烟草添加剂等，广泛用于化妆品、皂用香精等领域。
大宗化学品	液氨、双氧水、三聚氰胺、甲醛、硫酸、硝酸、双乙烯酮、氯化亚砷等	公司大宗化学品主要为生产精细化工产品的原材料，旨在构建循环经济并整合其价值链，以实现原材料的稳定供应、降低成本和能源再利用，部分大宗化学品在华东区域甚至在全国范围内，产能及市场占有率均达到领先地位。
功能性化工品及中间体	季戊四醇、双季戊四醇、糠醛、二甲胺等	化工行业中重要的功能性化工品或中间体，可用于生产高档涂料、树脂、高级润滑剂、增塑剂、表面活性剂、可降解材料等。
医药中间体	呋喃铵盐、乙酰乙酸甲酯、吡啶盐酸盐等产品	呋喃铵盐是精制头孢呋辛原料药或制剂；乙酰乙酸甲酯主要用于医药工业、杀虫剂、除草剂的中间体，广泛用于农药、医药、染料等；吡啶盐酸盐是新一代胃药泮托拉唑的重要中间体原料。

资料来源：公司公告、招商证券

2、经营发展较为稳健，近两年业绩有所承压

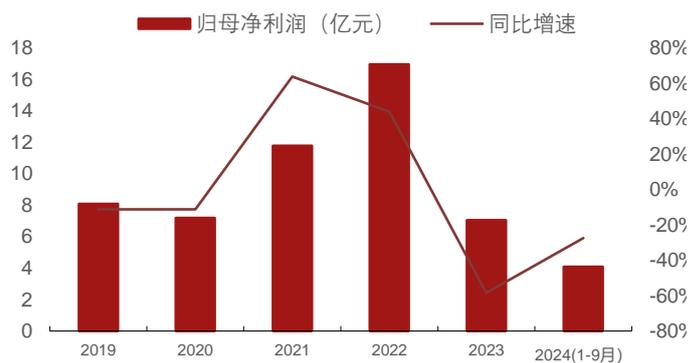
公司所处行业景气度较低迷，近两年整体业绩承压。2022 年四季度以来，公司甜味剂所处行业面临新增产能较多，下游市场需求不足的压力，同时大宗化学品自 2021 年四季度开始进入景气下行周期，公司业绩持续承压。2023 年公司营业收入 53.11 亿元，同比下降 26.75%，归母净利润 7.04 亿元，同比下降 58.46%，扣非净利润 6.08 亿元，同比下降 64.75%。2024 年前三季度公司食品添加剂产品竞争激烈，价格跌至底部水平，公司营业收入 40.43 亿元，同比下降 1.24%，归母净利润 4.09 亿元，同比下降 27.39%，扣非净利润 3.77 亿元，同比下降 21.91%，随着近期三氯蔗糖产品大幅提价，公司业绩有望逐步改善。

图 1: 近几年公司营业收入及增速



资料来源: Wind、招商证券

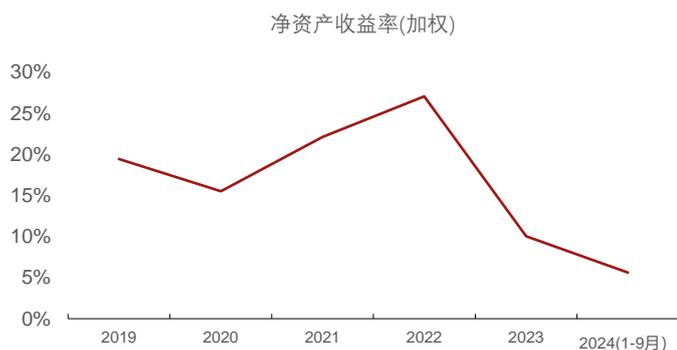
图 2: 近几年公司归母净利润及增速



资料来源: Wind、招商证券

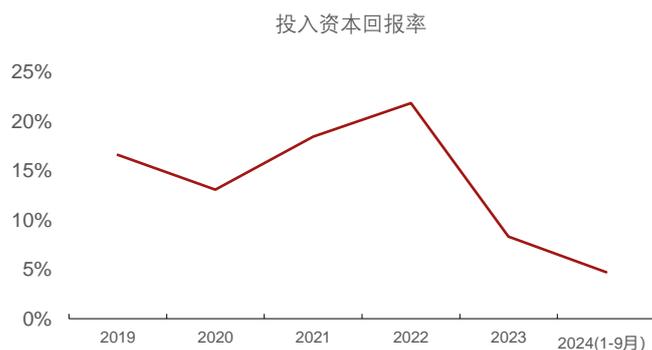
公司净资产收益率和盈利能力下降，费用率较 2022 年有所提升。2024 年前三季度公司净资产收益率 5.61%，投入资本回报率 4.71%，毛利率 20.19%，净利率 10.12%，近两年下降明显。2024 年前三季度公司期间费用率 9.09%，同比有所下降，相较 2022 年公司费用总额降低，但是收入降幅较大，导致费用率提升。

图 3: 近几年公司净资产收益率



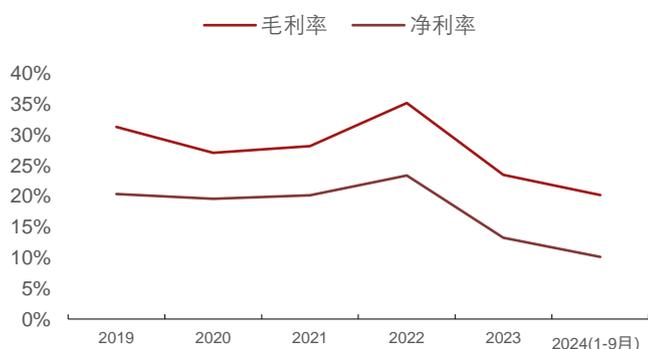
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 近几年公司投入资本回报率



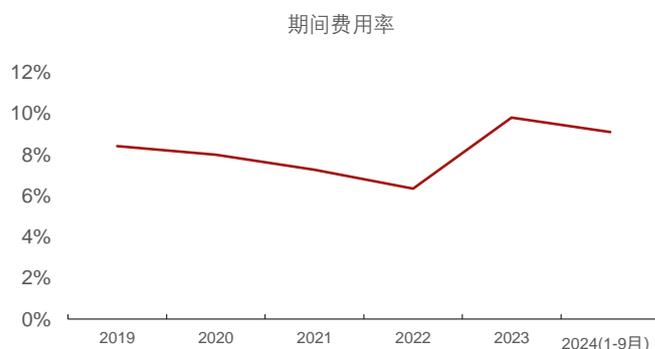
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 近几年公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 近几年公司期间费用率情况



资料来源: Wind、招商证券

3、三季度产品价格企稳反弹，经营业绩环比改善

单季度业绩连续下降后企稳向好，毛利率回调至底部。2024 年三季度单季实现

收入 15.04 亿元，同比增长 6.04%，环比增长 13.54%，归母净利润 1.62 亿元，同比增长 1.17%，环比增长 37.51%。2024Q3 公司综合毛利率 19.5%，环比下降 0.6 pct，净利率 10.8%，环比提高 1.9 pct。

表 2: 单季度经营业绩回顾

(百万元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业收入	1384	1291	1419	1218	1213	1325	1504
营业毛利	378	264	333	272	256	267	294
营业费用	10	19	8	8	11	12	10
管理费用	58	65	68	59	67	44	56
研发费用	57	58	64	57	48	61	71
财务费用	7	-30	8	5	-4	-14	6
营业利润	291	170	176	160	150	140	183
归母净利润	245	158	160	141	129	118	162
EPS (元)	0.44	0.28	0.29	0.25	0.23	0.21	0.28
主要比率							
毛利率	27.3%	20.4%	23.4%	22.4%	21.1%	20.1%	19.5%
营业费用率	0.7%	1.5%	0.5%	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%
管理费用率	4.2%	5.1%	4.8%	4.8%	5.5%	3.3%	3.7%
研发费用率	4.1%	4.5%	4.5%	4.7%	4.0%	4.6%	4.7%
财务费用率	0.5%	-2.3%	0.6%	0.4%	-0.4%	-1.0%	0.4%
营业利润率	21.1%	13.2%	12.4%	13.2%	12.4%	10.6%	12.2%
有效税率	15.6%	7.2%	7.8%	12.2%	11.1%	13.2%	8.5%
净利率	17.7%	12.2%	11.3%	11.5%	10.6%	8.9%	10.8%
YoY							
收入	-27.1%	-24.2%	-26.4%	-29.3%	-12.3%	2.6%	6.0%
归母净利润	-44.5%	-61.6%	-66.5%	-61.2%	-47.3%	-25.4%	1.17%

资料来源: Wind、招商证券

分不同业务看，2024 年上半年公司食品添加剂实现收入 13.37 亿元，同比下降 11.34%，毛利率 27.10%，同比下降 6.89 pct；大宗化学品实现收入 8.39 亿元，同比下降 1.71%，毛利率 11.98%，同比提高 3.78 pct。近几年食品添加剂价格下降，盈利能力下降明显，公司以量补价降低整体经营压力。大宗化学品自 2021 年四季度开始景气度下降，盈利水平和盈利能力大幅下滑，今年上半年同比小幅回升。

表 3: 公司主要业务收入构成及毛利率

	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
食品添加剂					
收入 (百万元)	3029	4558	2890	1509	1337
成本 (百万元)	2012	2381	1943	996	975
毛利 (百万元)	1017	2177	947	513	362
毛利率 (%)	33.6%	47.8%	32.8%	34.0%	27.1%
业务收入比例 (%)	51.8%	62.9%	54.4%	56.4%	52.7%
大宗化学品					
收入 (百万元)	2133	2053	1771	854	839
成本 (百万元)	1601	1754	1591	784	739
毛利 (百万元)	532	299	181	70	101
毛利率 (%)	24.9%	14.6%	10.2%	8.2%	12.0%
业务收入比例 (%)	36.5%	28.3%	33.4%	31.9%	33.1%

资料来源：Wind、招商证券

二、公司核心竞争力强，部分产品价格反弹

1、产业链布局完善，工艺技术优势明显

（1）创新研发和工艺技术优势

公司目前已建成金禾研究院（合肥）、金禾绿碳、金禾本部研发中心（滁州）以及上海健康食品应用研发中心，形成前端研发、中试放大、项目落地、产品应用的一体化研发平台。通过完善构筑从研究所创新到工程化的创新平台，及不断改良自身工艺技术、流程及设备，公司在食品添加剂生产技术领域积累了丰富的经验，开发了一系列具有国际领先水平的核心技术，三氯蔗糖、安赛蜜、甲、乙基麦芽酚及佳乐麝香生产成本和生产收率均处于行业领先水平。公司持续加大研发投入，在推动核心技术攻坚、重要战略产品布局方面取得关键突破，展现了公司强大和快速的产品线拓展能力，为实现产品多元化和产业化夯实基础。

（2）完善的产业布局提升核心竞争力

公司围绕主营业务，在以煤炭、硫磺、工业盐等石化原料以及非粮生物基材料作为生产的核心原材料为基础，深化以合成氨、硫酸、氯碱化工为起点产业链布局，按照产业协同、循环经济的思路，不断丰富、筑牢产业链中的食品饮料、日用消费、高端电子化学和新能源新材料产品的产业基础，提高效率和利润。公司基于在精细化工合成方面的经验优势，依托完善的产业链布局，以市场和价值为导向，搭建和打造完善的生物-化学合成新兴产业平台，持续围绕美好生活和先进制造两大产业方向，横向布局营养健康配料、香精香料以及高性能材料产品格局，拓展市场，增强公司抗风险能力。

（3）产品品牌与质量优势

作为细分行业的领跑者，公司一直注重品牌的树立和维护，全方位提升研发技术、产品质量、销售服务及需求响应能力，致力打造良好的品牌形象。公司“京达”商标被国家市场监督管理总局认定为中国驰名商标，在香料行业已经树立起良好的品牌形象。公司采用行业匹配的高标准管理模式对产品的质量进行系统的管控和提升。

（4）突出的规模优势

截至报告期末，公司甜味剂和香精香料等主要产品的产能规模均处于全球领先地位，部分大宗化学品的产能规模在华东区域也占有较大的份额，公司具有突出的规模优势。在原材料采购方面，公司对上游原材料大规模的采购可争取到更为有利的商业条件，从而有效降低成本。在产品生产过程中，大规模生产有利于发挥规模效应，能够有效降低单位产成品的原材料成本与能源成本，具有突出的经济性与环保性，从而增强盈利能力。在市场开拓过程中，规模优势凸显公司良好的履约能力和品牌知名度，从而增强获取订单的能力。

（5）优质高端客户优势

公司产品面向全球市场，客户分布广泛，成功开拓了国内外众多优质高端客户资源，主要客户已涵盖市场上众多饮料、调味品、健康食品、功能性食品等领域的

知名食品饮料制造企业。经过多年合作,公司与下游客户形成了稳固的伙伴关系,公司产品客户覆盖率正在获得持续提升,具有良好的市场知名度和品牌信誉度,为公司长期可持续发展提供了坚实的保障。

2、核心产品价格触底反弹,三氯蔗糖大幅提价

三季度安赛蜜和三氯蔗糖提价,4月份麦芽酚价格大幅提价后稳中向好。2021年底公司甜味剂产品安赛蜜、三氯蔗糖市场价分别达到9.5万元、48万元/吨,近两年一直处于景气下行阶段,2024年三季度安赛蜜和三氯蔗糖提价,当前国内三氯蔗糖市场价21万元/吨,较8月底上涨110%,安赛蜜市场价3.9万元/吨,较9月初上涨14.7%。2024年4月香精香料产品甲基麦芽酚、乙基麦芽酚景气度开始回升,当前甲基麦芽酚、乙基麦芽酚市场价分别为10.2万元、8.2万元/吨,较3月底分别上涨43.9%、70.0%。

表 4: 公司主要食品添加剂市场价格变化

单位: 万元/吨	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
安赛蜜	7.1	7.0	6.0	5.1	4.2	4.0	3.8	3.7	3.5
三氯蔗糖	39.9	31.4	22.5	16.3	14.9	13.5	12.5	11.0	13.0
甲基麦芽酚	11.0	11.0	9.8	9.0	8.3	6.2	6.0	9.1	9.8
乙基麦芽酚	8.5	8.0	7.1	6.6	6.5	5.9	5.7	7.2	7.7

资料来源: Wind 资讯、招商证券

图 7: 近几年安赛蜜价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 8: 近几年三氯蔗糖价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 9：近几年甲基麦芽酚价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：近几年乙基麦芽酚价格走势

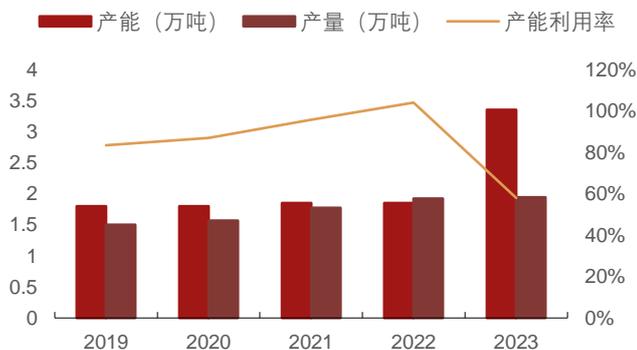


资料来源：百川盈孚、招商证券

三、公司食品添加剂产品集中度高，竞争格局稳定

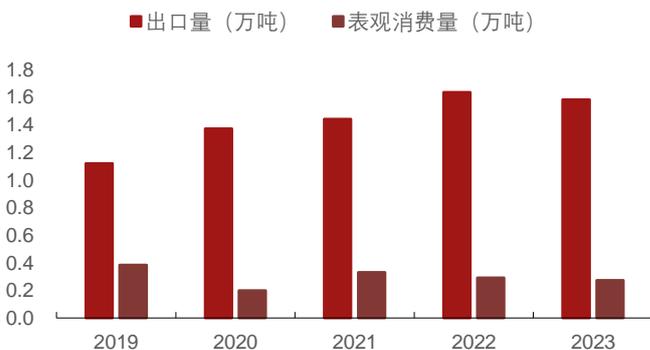
安赛蜜新增产能导致供需压力加大，海外市场需求总体稳步增长。2023 年我国安赛蜜产能 3.35 万吨/年，同比增长 81.1%，主要是醋化股份新产能投产，产量 1.94 万吨，同比增长 0.96%，2019-2022 年我国安赛蜜行业新增产能较少，行业产能利用率不断提高，但 2023 年由于新产能投产及下游需求不足，产能利用率下降。目前国内安赛蜜有效生产企业仅 4 家，具有较高的集中度，金禾实业是行业双龙头之一。我国安赛蜜主要用于出口，2023 年国内安赛蜜需求量 0.27 万吨，同比下降 5.8%，出口量 1.58 万吨，同比下降 3.3%，但自 2019 年以来年均复合增速 9.0%。2024 年 1-10 月国内安赛蜜产量 1.6 万吨，同比下降 3.55%，1-9 月出口量为 1.41 万吨，同比增长 24.3%。

图 11：安赛蜜产能产量及产能利用率



资料来源：百川盈孚、招商证券

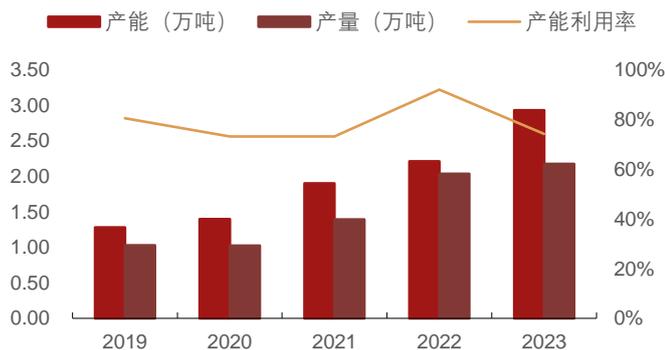
图 12：安赛蜜表观消费量及出口量



资料来源：百川盈孚、招商证券

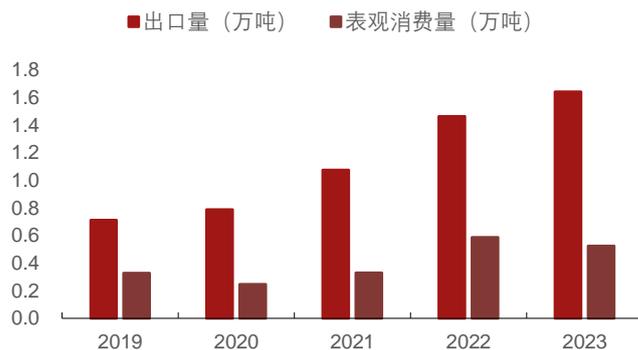
三氯蔗糖是具有更好前景的甜味剂，海外市场需求增长较快。2023 年我国三氯蔗糖产能 2.93 万吨/年，同比增长 32.6%，产量 2.17 万吨，同比增长 6.85%，2022 年行业产能利用率超过 90%，2023 年由于新产能投产及下游需求不足，产能利用率下降。目前国内三氯蔗糖生产企业有 7 家，其中金禾实业、山东康宝和福建科宏是前三大生产企业，具有较强市场话语权。我国三氯蔗糖主要用于出口，2023 年国内三氯蔗糖需求量 0.52 万吨，同比下降 10.9%，出口量 1.64 万吨，同比增长 12.1%，但自 2019 年以来年均复合增速 23.2%，海外市场需求旺盛。2024 年 1-10 月国内三氯蔗糖产量 1.60 万吨，同比下降 6.56%，1-9 月出口量为 1.37 万吨，同比增长 18.8%。

图 13: 三氯蔗糖产能产量及产能利用率



资料来源: 百川盈孚、招商证券

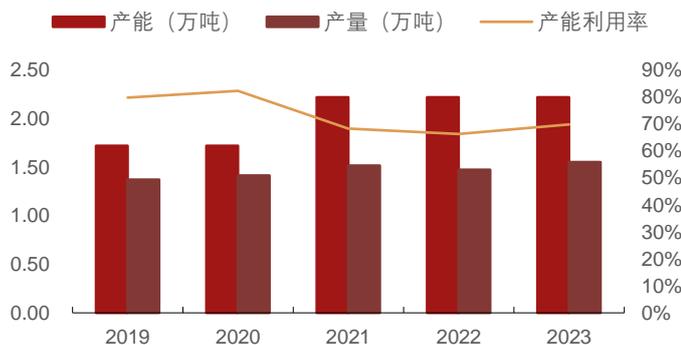
图 14: 三氯蔗糖表观消费量及出口量



资料来源: 百川盈孚、招商证券

麦芽酚行业产能基本平稳, 公司具有较强市场影响力。2023 年我国麦芽酚产能 2.22 万吨/年, 近三年维持平稳, 产量 1.55 万吨, 同比增长 5.42%, 行业产能利用率约 70%, 截至 2024 年 9 月行业开工率 62.7%。目前国内麦芽酚生产企业有 6 家, 其中金禾实业作为行业龙头具有较强的市场影响力。

图 15: 麦芽酚产能产量及产能利用率



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 16: 国内麦芽酚行业月度开工率

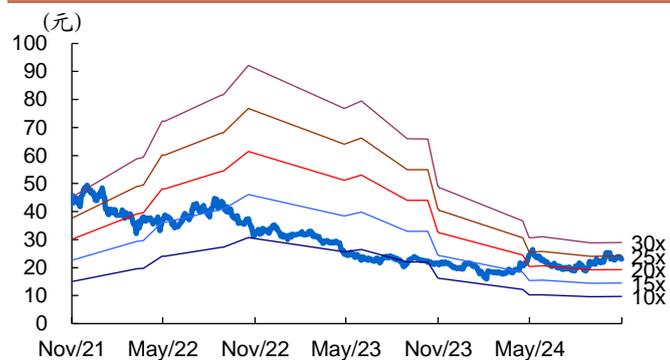


资料来源: 百川盈孚、招商证券

四、风险提示

- 1、下游需求不及预期。**公司主要从事食品添加剂、日化香料和大宗化学品的生产和销售, 产品主要应用于食品饮料、医药、农药、轻工、染料、农业、环保等领域。如果下游客户对公司食品添加剂、大宗化学品的需求不及预期, 将导致公司产品销售价格或销售数量承压, 公司业绩将可能受到不利影响。
- 2、产品价格下跌。**受市场波动等因素影响, 大宗化学品存在价格下跌的风险; 同时行业新竞争者陆续释放产能, 会导致供需失去平衡, 市场竞争进一步加剧, 产品价格存在下跌风险, 从而影响公司的整体盈利水平。
- 3、新项目投产不及预期。**新项目投产时间受到审批、工程建设、设备购置进度、调试等多方面因素影响, 如果投产不及预期会影响公司业绩。

图 17: 金禾实业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 18: 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6718	5084	5538	6598	7784
现金	2360	2336	2689	3397	4323
交易性投资	1713	720	720	720	720
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	733	533	544	640	715
其它应收款	18	5	5	6	7
存货	627	784	831	954	1038
其他	1267	707	749	881	981
非流动资产	3622	4629	4577	4532	4492
长期股权投资	19	15	15	15	15
固定资产	2751	2729	2709	2691	2676
无形资产商誉	269	265	239	215	193
其他	584	1619	1615	1611	1609
资产总计	10341	9712	10116	11131	12277
流动负债	2527	1994	1806	2003	2136
短期借款	204	180	200	200	200
应付账款	928	1091	1169	1343	1461
预收账款	67	49	53	61	66
其他	1329	673	385	399	409
长期负债	778	577	577	577	577
长期借款	616	426	426	426	426
其他	162	151	151	151	151
负债合计	3305	2571	2384	2580	2713
股本	561	570	570	570	570
资本公积金	378	210	210	210	210
留存收益	6095	6359	6950	7768	8781
少数股东权益	2	2	2	2	2
归属于母公司所有者权益	7034	7140	7730	8548	9561
负债及权益合计	10341	9712	10116	11131	12277

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2155	1234	928	996	1243
净利润	1695	704	705	931	1162
折旧摊销	355	354	359	353	348
财务费用	45	56	(2)	(12)	(20)
投资收益	(68)	(49)	(120)	(120)	(120)
营运资金变动	161	180	(14)	(161)	(130)
其它	(32)	(12)	1	5	4
投资活动现金流	(519)	255	(188)	(188)	(188)
资本支出	(714)	(961)	(308)	(308)	(308)
其他投资	195	1216	120	120	120
筹资活动现金流	(346)	(1422)	(387)	(101)	(129)
借款变动	559	(814)	(275)	0	0
普通股增加	0	9	0	0	0
资本公积增加	(144)	(168)	0	0	0
股利分配	(365)	(449)	(114)	(113)	(149)
其他	(396)	(1)	2	12	20
现金净增加额	1291	67	354	708	926

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7250	5311	5624	6623	7396
营业成本	4701	4065	4354	5002	5441
营业税金及附加	63	49	52	62	69
营业费用	53	45	47	56	62
管理费用	179	250	242	285	318
研发费用	242	235	236	278	311
财务费用	(15)	(10)	(2)	(12)	(20)
资产减值损失	(54)	(19)	(19)	(19)	(19)
公允价值变动收益	(136)	16	(18)	(18)	(18)
其他收益	43	74	74	74	74
投资收益	68	49	64	64	64
营业利润	1948	798	796	1054	1317
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	26	7	7	7	7
利润总额	1922	795	793	1051	1314
所得税	228	91	89	120	152
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1695	704	705	931	1162

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	24%	-27%	6%	18%	12%
营业利润	41%	-59%	-0%	32%	25%
归母净利润	44%	-58%	0%	32%	25%
获利能力					
毛利率	35.2%	23.5%	22.6%	24.5%	26.4%
净利率	23.4%	13.3%	12.5%	14.1%	15.7%
ROE	26.3%	9.9%	9.5%	11.4%	12.8%
ROIC	22.1%	8.3%	8.5%	10.4%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	26.5%	23.6%	23.2%	22.1%
净负债比率	15.2%	9.3%	6.2%	5.6%	5.1%
流动比率	2.7	2.6	3.1	3.3	3.6
速动比率	2.4	2.2	2.6	2.8	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	8.3	5.8	5.4	5.6	5.5
应收账款周转率	11.7	8.4	10.4	11.2	10.9
应付账款周转率	4.7	4.0	3.9	4.0	3.9
每股资料(元)					
EPS	2.97	1.24	1.24	1.63	2.04
每股经营净现金	3.78	2.16	1.63	1.75	2.18
每股净资产	12.34	12.53	13.56	15.00	16.77
每股股利	0.79	0.20	0.20	0.26	0.33
估值比率					
PE	7.7	18.6	18.6	14.1	11.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.7	11.5	11.1	9.2	7.8

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。

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。