2022 年 10 月 18 日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

金禾实业（002597.SZ）三季报点评：定远二期项目落地，甜味剂行业持续景气

事件

金禾实业发布三季报。2022 年前三季度公司实现营收 55.3 亿元，同比增长 37.5%，归母净利润 13.3 亿元，同比增长 86.8%，扣非归母净利润 13.4 亿元，同比增长 126.4%。

点评

出口增长拉动公司三氯蔗糖量价齐升。公司 2022 年前三季度业绩大幅增长，主要因为公司 2021 年投产的年产 5000 吨三氯蔗糖产线于 2022 年实现满产，叠加三氯蔗糖行业景气向上，主要产品量价齐升。2022 年 1-8 月，我国三氯蔗糖累计出口量为 10016.39 吨，同比增长 51%。出口增长拉动下三氯蔗糖价格大幅提升。2022 年 1-9 月我国三氯蔗糖主流市场均价为 40.25 万元/吨，同比增长 83.9%。

无糖饮料市场高速增长，甜味剂行业景气向上。甜味剂主要用于饮料、餐桌调味品等领域。国内方面，据《2021 中国无糖饮料市场趋势洞察报告》，2014-2020 年，我国无糖饮料市场规模由 16.6 亿元增长到 117.8 亿元，年均复合增长率达 38.6%。国外方面，各国纷纷对含糖饮料征收糖税以应对日益严重的肥胖问题。随着“减糖降糖”理念的推广，无糖饮料市场渗透率有望持续提升，拉动甜味剂需求提升。

公司纵向、横向协同发力，完善产业布局。纵向方面，公司氯化亚砜二期 4 万吨项目于 2022 年上半年顺利投产，3 万吨 DMF 项目顺利推进。未来公司持续提升三氯蔗糖主要原料自供率，将平滑原料价格波动。**横向方面，**公司年产 1000 吨阿洛酮糖项目顺利投产，甜味剂品类有所扩充。此外，公司医药中间体项目推进顺利，有望打开公司第二成长曲线。

定远二期项目落地，公司规模持续扩张。10 月 10 日公司发布公告，拟与定远县人民政府签订《金禾实业定远县二期项目投资协议书》，在定远盐化工业园实施“生物—化学合成研发生产一体化综合循环利用项目”，规划用地约 200 亩，总投资约 99 亿元。公司将打造面向食品饮料、日化香料等下游领域的一体化循环经济产业基地，持续巩固公司在食品添加剂领域的优势地位。公司中长期成长有望加速，未来业绩可期。

投资建议

我们维持之前报告中的盈利预测。基于 10 月 18 日收盘价 39.00 元，我们预期 2022/2023/2024 年公司 EPS 分别为 3.20/3.54/4.02 元，对应 PE 分别 12.19/11.00/9.71 倍。结合行业高景气和公司未来产能产量释放，看好公司发展，维持“推荐”评级。

风险提示

产能建设进度不达预期、原料价格异常波动、安全环保政策变动等。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5845.32	7363.76	8128.15	9013.69
增长率（%）	59.44	25.98	10.38	10.89
归母净利润	1177.10	1795.06	1988.21	2253.55
增长率（%）	63.82	52.50	10.76	13.35
EPS（元/股）	2.10	3.20	3.54	4.02
市盈率（P/E）	24.45	12.19	11.00	9.71
市净率（P/B）	4.93	3.06	2.54	2.12

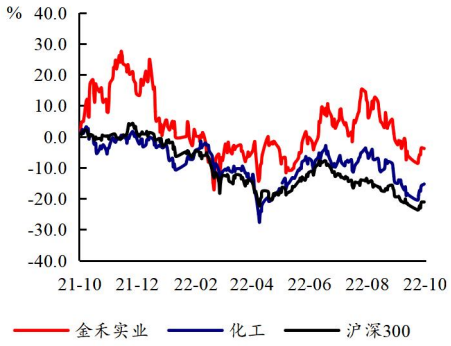
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价为 2022 年 10 月 18 日收盘价 39.00 元

评级	推荐（维持）

报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	560.91
流通 A 股/B 股(百万股)	560.91/0.00
资产负债率(%)	33.90
每股净资产(元)	8.94
市净率(倍)	4.34
净资产收益率(加权)	4.16
12 个月内最高/最低价	52.42/34.06

相关研究

《【化工】金禾实业（002597.SZ）：甜味剂龙头扩大布局，无糖理念拉动需求_20220927》2022.09.27

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	**5845.32**	**7363.76**	**8128.15**	**9013.69**
%同比增速	59.44%	25.98%	10.38%	10.89%
营业成本	4198.64	4919.72	5424.17	5962.36
毛利	1646.68	2444.04	2703.98	3051.32
%营业收入	28.17%	33.19%	33.27%	33.85%
税金及附加	33.35	50.59	52.70	57.26
%营业收入	0.57%	0.69%	0.65%	0.64%
销售费用	68.84	85.74	99.68	106.09
%营业收入	1.18%	1.16%	1.23%	1.18%
管理费用	149.62	173.01	197.77	218.91
%营业收入	2.56%	2.35%	2.43%	2.43%
研发费用	182.87	258.32	282.93	316.24
%营业收入	3.13%	3.51%	3.48%	3.51%
财务费用	22.89	-13.68	-15.12	-16.85
%营业收入	0.39%	-0.19%	-0.19%	-0.19%
资产减值损失	-7.87	0.95	1.64	1.72
信用减值损失	-15.63	0.00	0.00	0.00
其他收益	40.87	61.16	64.76	71.37
投资收益	119.04	118.26	139.31	156.09
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	49.49	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	9.93	8.48	10.84	11.48
营业利润	**1384.94**	**2078.89**	**2302.58**	**2610.32**
%营业收入	23.69%	28.23%	28.33%	28.96%
营业外收支	-21.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	**1363.84**	**2078.89**	**2302.58**	**2610.32**
%营业收入	23.33%	28.23%	28.33%	28.96%
所得税费用	187.39	283.83	314.37	356.76
净利润	1176.45	1795.06	1988.21	2253.55
%营业收入	20.13%	24.38%	24.46%	25.00%
归属于母公司的净利润	**1177.10**	**1795.06**	**1988.21**	**2253.55**
%同比增速	63.82%	52.50%	10.76%	13.35%
少数股东损益	-0.65	0.00	0.00	0.00
EPS（元/股）	2.10	3.20	3.54	4.02

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1985	2992	3504	5032
交易性金融资产	1269	1269	1269	1269
应收账款及应收票据	505	464	633	576
存货	506	632	600	737
预付账款	109	124	138	152
其他流动资产	1120	1287	1403	1539
流动资产合计	5494	6769	7548	9305
长期股权投资	20	20	20	20
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2400	2823	3285	3743
无形资产	120	128	136	143
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	13	13	13	13
其他非流动资产	800	932	973	968
资产总计	8848	10687	11977	14195
短期借款	176	176	176	176
应付票据及应付账款	**1090**	**1567**	**1333**	**1815**
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	112	160	171	185
应交税费	148	165	178	204
其他流动负债	254	248	276	290
流动负债合计	1779	2316	2134	2670
长期借款	630	630	630	630
应付债券	507	507	507	507
递延所得税负债	25	25	25	25
其他非流动负债	65	65	65	65
负债合计	3007	3543	3361	3898
归属于母公司的所有者权益	5841	7144	8615	10297
少数股东权益	**0**	**0**	**0**	**0**
股东权益	5841	7144	8616	10297
负债及股东权益	8848	10687	11977	14195

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	**885**	**2057**	**1520**	**2532**
投资	-196	0	0	0
资本性支出	-693	-607	-554	-503
其他	149	118	139	156
投资活动现金流净额	**-740**	**-488**	**-414**	**-346**
债权融资	-296	0	0	0
股权融资	0	-149	0	0
银行贷款增加（减少）	876	0	0	0
筹资成本	-283	-409	-594	-658
其他	-68	-4	0	0
筹资活动现金流净额	**229**	**-562**	**-594**	**-658**
现金净流量	**368**	**1007**	**512**	**1528**

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.10	3.20	3.54	4.02
BVPS	10.41	12.74	15.36	18.36
PE	24.45	12.19	11.00	9.71
PEG	0.38	0.23	1.02	0.73
PB	4.93	3.06	2.54	2.12
EV/EBITDA	18.19	10.19	9.01	7.35
ROE	20%	25%	23%	22%
ROIC	15%	20%	18%	18%

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021 年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司　研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层　　邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼　　邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层　　邮编：518046

公司网址：http://www.easec.com.cn/