

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

买入

核心观点

受益三氯蔗糖涨价，1-9 月业绩同比高增。公司发布 2022 年 3 季度报告，2022 年 1-9 月实现营业收入 55.28 亿元，同比增长 37.54%；实现归母净利润 13.33 亿元，同比增长 86.79%。3 季度公司实现营业收入 19.28 亿元，同比增长 24.80%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增长 74.72%。1-9 月公司毛利率和净利率分别为 34.53%和 24.10%，同比上涨 8.09pct 和 6.36pct。2022 年 7-8 月，国内主要三氯蔗糖生产企业，包括山东康宝、金禾实业在内均有产能检修，行业供给短期减少，三氯蔗糖价格经历两轮涨价，从 37 万元/吨上涨至 41 万元/吨，并在 9 月维持高价水平。安赛蜜方面，3 季度行业少数企业检修，安赛蜜价格从 7.3 万元/吨小幅上涨至 7.5 万元/吨。

定远二期持续推进，打开公司成长空间。2022 年 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》，以子公司金轩科技为主体实施“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 2000 亩，总投资约 99 亿元。基于合成生物学技术和绿色化学合成技术，面向食品饮料、日化香料以及高端制造等下游领域建设循环经济产业基地。目前公司货币资金和交易性金融资产共有 38.39 亿元，自有资金充沛，大额资本开支将增强公司的成长能力和竞争力。

回购股份用于股权激励，公司长期发展信心十足。公司拟进行第二期员工持股计划，参与对象包括公司董事（不包括独立董事）、监事、高管、核心管理人员和骨干员工，总人数不超过 1,100 人，筹集资金总额上限为 1.2 亿元，购买回购股票的价格为 18 元/股，业绩考核目标为 2022 年-2024 年的年均净资产收益率不低于 18%。另外公司拟向 25 名激励对象授予 273.20 万股限制性股票，授予价格为 18 元/股，约占公司总股本的 0.49%，主要激励对象包括公司董事、高管、核心业务人员及管理骨干。业绩考核目标为 2022 年-2026 年公司平均净资产收益率不低于 18%。同时公司拟使用不低于 5000 万元（含）且不超过 1 亿元（含）的自由资金回购公司股份，回购价格不超过 60 元/股。本次持股计划和员工激励将公司中长期发展与员工利益绑定，员工积极性提升将有利推动项目建设与公司运营。

风险提示：疫情导致下游食品饮料需求收缩的风险；项目投产不及预期的风险；产品价格大幅波动的风险。

投资建议：预计公司 22-24 年归母净利润为 17.95/21.90/25.08 亿元，同比增速 52.5%/22.0%/14.6%；对应 EPS 为 3.2/3.9/4.5 元；当前股价对应 PE 为 12/10/9X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,666	5,845	7,267	8,016	8,381
(+/-%)	-7.7%	59.4%	24.3%	10.3%	4.5%
净利润(百万元)	719	1177	1794.82	2189.69	2508.35
(+/-%)	-11.2%	63.8%	52.5%	22.0%	14.6%
每股收益(元)	1.28	2.10	3.20	3.90	4.47
EBIT Margin	21.6%	23.9%	25.9%	27.9%	30.1%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	20.2%	25.4%	25.5%	24.3%
市盈率 (PE)	30.3	18.5	12.1	10.0	8.7
EV/EBITDA	22.6	14.6	12.0	10.3	9.2
市净率 (PB)	4.41	3.73	3.08	2.54	2.11

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

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：曹熠

021-60871329

caoyi1@guosen.com.cn

S0980522080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	38.85 元
总市值/流通市值	21795/21756 百万元
52 周最高价/最低价	54.19/32.61 元
近 3 个月日均成交额	251.25 百万元

市场走势



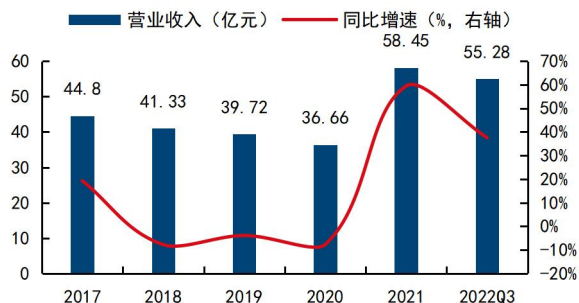
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金禾实业 (002597.SZ) - 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
- 《金禾实业 (002597.SZ) - 2021 年业绩同比高增，政策助推三氯蔗糖景气攀升》——2022-03-22

受益三氯蔗糖涨价，1-9月业绩同比高增。公司发布2022年3季度报告，2022年1-9月实现营业收入55.28亿元，同比增长37.54%；实现归母净利润13.33亿元，同比增长86.79%。3季度公司实现营业收入19.28亿元，同比增长24.80%；实现归母净利润4.79亿元，同比增长74.72%。1-9月公司毛利率和净利率分别为34.53%和24.10%，同比上涨8.09pct和6.36pct。2022年1-9月，公司5,000吨/年甲基麦芽酚项目、4万吨/年氯化亚砷和3万吨/年DMF（二甲基甲酰胺）建成投产，三氯蔗糖主要原材料配套进一步完善，构筑产业链成本优势。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

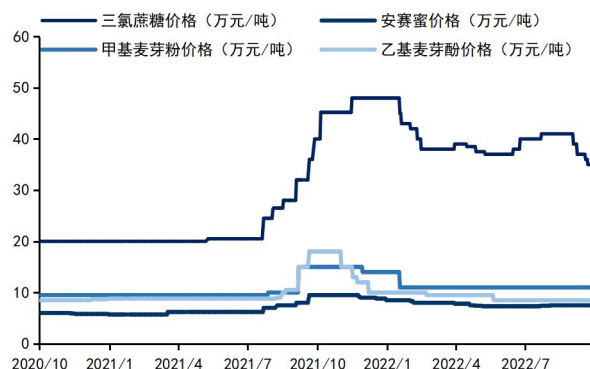
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

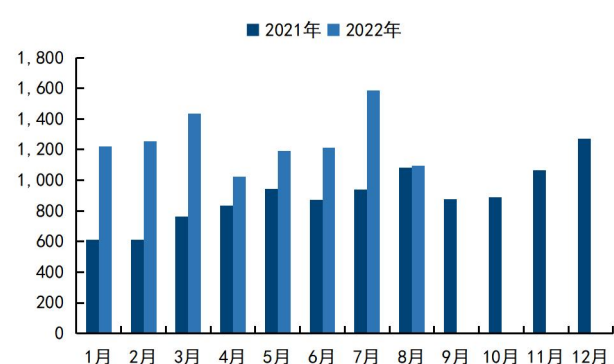
外需支撑强劲，三氯蔗糖价格维持高位。2022年3季度，受行业产能集中检修影响，三氯蔗糖价格环比有所上涨。7-8月，国内主要三氯蔗糖生产企业，包括山东康宝、金禾实业在内均有产能检修，行业供给短期减少，三氯蔗糖价格经历两轮涨价，从37万元/吨上涨至41万元/吨，并在9月维持高价水平。安赛蜜方面，3季度行业少数企业检修，安赛蜜价格从7.3万元/吨小幅上涨至7.5万元/吨。甲基麦芽酚和乙基麦芽酚价格分别保持11万元/吨和8.5万元/吨。截止10月17日，安赛蜜及甲基麦芽酚价格稳定，三氯蔗糖受原材料价格大幅下滑影响和国内外需求进入淡季影响，价格逐渐下降至35万元/吨。需求端，前3季度国内食品饮料需求低迷，海外订单需求支撑三氯蔗糖维持高景气度。根据海关总署统计数据，1-8月三氯蔗糖出口量合计10,016.39吨，同比增长50.38%，其中8月出口量为1,095.71吨，同比增长1.41%。安赛蜜1-8月出口量为10,810.67吨，同比增长3.13%，其中8月出口量为1,453.94吨，同比增长4.87%。

图3：甜味剂市场价格（万元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图4：三氯蔗糖出口量（万吨）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

定远二期持续推进，打开公司成长空间。2022 年 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》，以子公司金轩科技为主体实施“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 2000 亩，总投资约 99 亿元。基于合成生物学技术和绿色化学合成技术，面向食品饮料、日化香料以及高端制造等下游领域建设循环经济产业基地。该项目计划使用公司自筹资金，目前公司货币资金和交易性金融资产共有 38.39 亿元，自有资金充沛，公司在此前规划的定远二期项目规划的 10-12 亿投资规模基础上进行扩大投资，并修订了具体投资项目和政策安排，大额资本开支将增强公司的成长能力和竞争力。

表1：金禾实业循环经济产业园（定远项目）原规划

项目名称	产品	产能 (万吨/年)	规划投资额 (亿元)	备注
一期项目	糠醛	2	8.62	
	氯化亚砷	8		
	佳乐麝香溶液	0.45		
	2-甲基呋喃	0.5		
	2-甲基四氢呋喃	0.3		
	呋喃铵盐	0.1		
	工业酒精	10		
二期项目 (原规划)	谷元粉（中间产品）	4	10-12	原计划 2020 年开工建设，预计 2022 年投产
	面粉（中间产品）	4		
	乙醛（中间产品）	3		
	巴豆醛	2		
	双乙烯酮	3		
	山梨酸钾	3		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

回购股份用于股权激励，公司长期发展信心十足。2022 年 9 月 24 日，公司发布《第二期核心员工持股计划（草案）》，拟进行第二期员工持股计划，本次参与对象包括公司董事（不包括独立董事）、监事、高管、核心管理人员和骨干员工，总人数不超过 1,100 人，筹集资金总额上限为 1.2 亿元，购买回购股票的价格为 18 元/股。本次持股计划分 3 期解锁，解锁时点自公司公告股票过户至本员工持股计划名下之日起满 12 个月、24 个月、36 个月，锁定期最长 36 个月，每期解锁的标的股票比例分别为 20%、40 和 40%。业绩考核目标为 2022 年-2024 年的年均净资产收益率不低于 18%。公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向 25 名激励对象授予 273.20 万限制性股票，授予价格为 18 元/股，约占公司总股本的 0.49%，主要激励对象包括公司董事、高管、核心业务人员及管理骨干。业绩考核目标为 2022 年-2026 年公司平均净资产收益率不低于 18%。2022 年 10 月 10 日，公司发布公告，为用于实施员工持股计划和股权激励，公司拟使用不低于 5000 万元（含）且不超过 1 亿元（含）的自由资金回购公司股份，回购价格不超过 60 元/股。本次持股计划和员工激励将公司中长期发展与员工利益绑定，员工积极性提升将有利推动项目建设与公司运营。

投资建议：预计公司 22-24 年归母净利润为 17.95/21.90/25.08 亿元，同比增速 52.5%/22.0%/14.6%；对应 EPS 为 3.2/3.9/4.5 元；当前股价对应 PE 为 12/10/9X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1139	1985	4452	6135	7830	营业收入	3666	5845	7267	8016	8381
应收款项	316	525	597	659	689	营业成本	2674	4199	4877	5218	5274
存货净额	340	506	640	686	693	营业税金及附加	25	33	50	55	58
其他流动资产	1427	1209	1453	1363	1425	销售费用	54	69	218	240	251
流动资产合计	4102	5494	7943	9643	11437	管理费用	122	150	242	264	275
固定资产	2460	2734	2556	2363	2156	财务费用	(3)	23	(81)	(156)	(241)
无形资产及其他	117	120	96	72	48	投资收益	51	119	67	79	88
投资性房地产	314	480	480	480	480	资产减值及公允价值变动	96	57	58	70	62
长期股权投资	4	20	25	26	27	其他收入	(102)	(163)	0	0	0
资产总计	6998	8848	11101	12584	14147	营业利润	840	1385	2085	2544	2914
短期借款及交易性金融负债	292	242	210	210	210	营业外净收支	(9)	(21)	(11)	(14)	(15)
应付款项	942	1090	1345	1441	1456	利润总额	830	1364	2074	2530	2898
其他流动负债	268	448	562	604	612	所得税费用	112	187	280	342	391
流动负债合计	1502	1779	2117	2255	2278	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	483	1137	1827	1827	1827	归属于母公司净利润	719	1177	1795	2190	2508
其他长期负债	65	90	112	134	156						
长期负债合计	549	1227	1939	1961	1983	现金流量表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2051	3007	4056	4216	4261	净利润	719	1177	1795	2190	2508
少数股东权益	1	0	(0)	(1)	(2)	资产减值准备	(6)	13	1	(1)	(1)
股东权益	4946	5841	7078	8588	10318	折旧摊销	262	308	276	289	294
负债和股东权益总计	6998	8848	11134	12803	14576	公允价值变动损失	(96)	(57)	(58)	(70)	(62)
						财务费用	(3)	23	(81)	(156)	(241)
关键财务与估值指标	2019	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(704)	42	(59)	142	(55)
每股收益	1.28	2.10	3.20	3.90	4.47	其它	6	(13)	(2)	0	0
每股红利	0.55	0.50	0.99	1.21	1.39	经营活动现金流	181	1469	1954	2549	2685
每股净资产	8.82	10.41	12.62	15.31	18.39	资本开支	0	(645)	(17)	0	0
ROIC	15%	22%	27%	32%	41%	其它投资现金流	70	(389)	469	0	0
ROE	15%	20%	25%	25%	24%	投资活动现金流	69	(1049)	446	(1)	(1)
毛利率	27%	28%	33%	35%	37%	权益性融资	(16)	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	24%	26%	28%	30%	负债净变化	(1)	630	690	0	0
EBITDA Margin	29%	29%	30%	32%	34%	支付股利、利息	(310)	(283)	(557)	(680)	(779)
收入增长	-8%	59%	24%	10%	5%	其它融资现金流	(249)	(269)	(32)	0	0
净利润增长率	-11%	64%	52%	22%	15%	融资活动现金流	(887)	425	101	(680)	(779)
资产负债率	29%	34%	36%	33%	29%	现金净变动	(637)	846	2500	1868	1905
息率	1.4%	1.3%	2.6%	3.1%	3.6%	货币资金的期初余额	1776	1139	1985	4452	6135
P/E	30.3	18.5	12.1	10.0	8.7	货币资金的期末余额	1139	1985	4485	6320	8040
P/B	4.4	3.7	3.1	2.5	2.1	企业自由现金流	0	909	1826	2367	2421
EV/EBITDA	22.6	14.6	12.0	10.3	9.2	权益自由现金流	0	1269			

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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