金禾实业（002597）

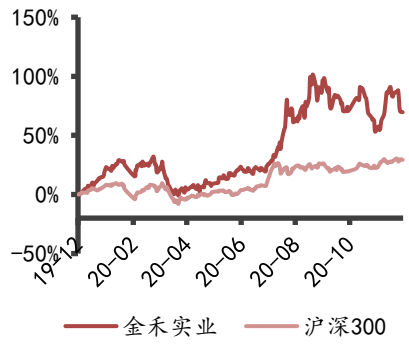
公司研究/深度报告

消费属性提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-11-30
收盘价（元）	31.50
近 12 个月最高/最低	39.50/17.92
总股本（百万股）	560.83
流通股本（百万股）	559.09
流通股比例（%）	99.7
总市值（亿元）	176.66
流通市值（亿元）	176.13

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

《金禾实业：三季度业绩略有下滑，弱周期属性将增强》2020.10.31

《金禾实业：食品添加剂板块稳步增长，消费属性持续增强》2020.8.28

《金禾实业：全球食品添加剂领军者》2020.8.18

主要观点：

周期、消费、成长，这些标签背后的本质是供需关系。当供过于求，且下游需求波动较大时，价格指标优先，价格波动较大，即为周期；**当供需紧平衡，且下游需求稳定性强时，量价稳定或增长，即为消费；**当供不应求时，销量指标优先，销量迅速增长，即为成长。**我们认为金禾实业的消费属性在逐渐提升，主要有以下 5 方面原因。**

➢ 原因 1：公司综合产品价格波动减弱

金禾的产品结构不断优化，弱周期产品比例不断提升。我们预计到 2021 年，公司弱周期的食品添加剂营收占比将提高到 60%左右，强周期的大宗化工原料营收占比下降到 25%左右；到 2025 年，强周期产品营收占比有望下降到 10%，公司整体实现向弱周期的转变。我们认为，历史上食品添加剂的价格波动与宏观经济的变化关联度低，主要受到供给端影响大。作为全球甜味剂龙头，金禾对于供给侧的领导力强，通过调控价格、提高市占率、多产品协同定价等策略有效降低供给侧周期的影响。

➢ 原因 2：公司对产品的定价能力不断增强

高市占率、低成本和多元化产品布局，有助于增强企业的市场定价权。**高市占率方面：**金禾在安赛蜜上的市场复盘充分说明了高市占率有利于企业获得定价优势。我们看到安赛蜜和三氯蔗糖领域，由于金禾的成本显著低于竞争者，形成成本威慑力，有望驱散其他产能扩张意愿。同时，金禾加速扩能，有望重演安赛蜜的发展路径，向寡头垄断定价格局演进；**低成本方面：**金禾的三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚的成本是全球最低的，有能力在边际产能的成本线附近获得较高的盈利能力，加上金禾产能调节弹性大，具备显著的定价能力；**多元化产品布局方面：**金禾是全球唯一一家同时生产安赛蜜和三氯蔗糖的企业，使得公司有条件实现“双定价”体系，即通过两种产品的协同定价提高对价格的调节能力，这也提升了金禾市场定价权。

➢ 原因 3：市场需求增速快、刚性强

无糖化、低糖化已成为全球范围内饮食的新标准。据我们华安化工测算，新型甜味剂（安赛蜜和三氯蔗糖）替代传统甜味剂（糖精和甜蜜素）30%市场份额可增加 2.2 万吨新型甜味剂需求，是现在消费量的 1.6 倍；如果我国考虑传统甜味剂致癌和引发多种疾病风险，禁止使用，则新型甜味剂替代有望全面替代，将创造约 7.3 万吨需求缺口。

➢ 原因 4：品牌业务发展壮大

金禾正在单品种明显的成本护城河的基础上打造自己的渠道优势。公司同时重视“B 端+C 端”的市场，逐渐形成品牌效应，有利于维持产品价格的稳定性。公司在甜味剂 2B 端获得了大量食品饮料公司的订单；同时利用自身渠道优势，布局 2C 业务进行品牌建设，巩固其市场地位。“B 端+C 端”两手抓的销售机制不仅减少了下游销售渠道的对外依赖，弱化产品降价压力，还提高了终端客户的黏性与终端消费市场偏好的

嗅觉，进一步维持产品价格的稳定性。

➢ **原因 5：有望进入解决方案提供商赛道**

布局定远项目，为成为食品添加剂解决方案提供商打下基础。当金禾的产品多样性提升，有望沿着海外食品配方企业的发展路径成长，例如，英国泰莱。复盘英国泰莱，2010 年以来，为了应对消费者日益增长的对健康食品添加剂的需求，英国泰莱陆续剥离制糖业务，将战略重心逐步由食品添加剂的供应转移到食品添加剂解决方案提供以及创新上，营收持续增长。2020 年前三季度，泰莱实现营收 225 亿元，同期，金禾营收 27 亿元，远低于英国泰莱。金禾进军食品解决方案领域，又背靠国内大市场，成长空间巨大。且英国泰莱的净利率远低于金禾的，因为成本较高。金禾在明显的成本优势下，有望在盈利水平上提升更大。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.96、10.86、13.26 亿元，同比增速为-1.6%、36.5%、22.1%。对应 PE 分别为 22.2、16.3 和 13.3 倍。维持“买入”评级。

风险提示

新商业模式开展不及预期的风险，新产品布局不及预期的风险，食品添加剂市场竞争加剧，循环经济产业园建设不及预期，下游大客户突破进展放缓。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3972	3993	4786	5815
收入同比	-3.9%	0.5%	19.9%	21.5%
归母净利润	809	796	1086	1326
净利润同比	-11.3%	-1.6%	36.5%	22.1%
毛利率（%）	31.3%	32.3%	35.4%	35.1%
ROE（%）	18.0%	15.1%	17.1%	17.2%
每股收益	1.44	1.42	1.94	2.36
P/E	15.68	22.20	16.26	13.32
P/B	2.83	3.35	2.78	2.30
EV/EBITDA	10.48	12.00	10.44	8.23

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 产品价格波动减弱 6
1.1 加大资本开支，提高弱周期产品占比 6
1.2 强周期化学品被进一步消耗 9
2 产品定价能力增强 11
2.1 行业集中度高带来的定价权提升 11
2.2 成本优势带来的定价权提升 16
3 市场需求钢性强 20
4 向品牌业务发展 27
5 有望向食品解决方案提供商转变 29
6 投资建议 33
7 风险提示 33

图表目录

图表 1 公司从 2014 年起加速拓展弱周期产品 7
图表 2 公司从 2014 年起加大弱周期产品资本开支 8
图表 3 金禾与竞争对手资本开支对比 9
图表 4 公司产品营收占比变化 10
图表 5 公司分业务毛利率变化 10
图表 6 全球安赛蜜现有产能情况 11
图表 7 全球安赛蜜历史产能变化情况 12
图表 8 安赛蜜全球产能集中度及价格变化 13
图表 9 全球安赛蜜新增产能情况 13
图表 10 全球三氯蔗糖现有产能情况 14
图表 11 全球三氯蔗糖历史产能变化情况 15
图表 12 三氯蔗糖全球产能集中度及价格变化 15
图表 13 全球三氯蔗糖新增产能情况 16
图表 14 公司应收账款和应付账款情况 16
图表 15 公司与竞争对手产品单耗对比 17
图表 16 公司各产品安全盈利 18
图表 17 公司产品成本与价格 18
图表 18 安赛蜜报价变化 19
图表 19 三氯蔗糖报价变化 19
图表 20 部分国家和地区成年人糖尿病人数（百万） 20
图表 21 全球无糖/低糖产品数量年复合增长率 20
图表 22 全球高倍甜味剂消费分布 21
图表 23 2018 年美国食糖和甜味剂零售额 21
图表 24 2018 年美国常规、无糖碳酸饮料市场份额 21
图表 25 无糖、低糖饮料在欧洲（含英国）和英国的市场份额 22
图表 26 我国甜味剂消费量及增速 22
图表 27 我国香精香料产量及增速 23
图表 28 甜味剂下游需求结构 23
图表 29 香精香料下游需求结构 24
图表 30 可口可乐无糖系列 24
图表 31 元气森林无糖系列 24
图表 32 消费者选择甜味剂的重要影响因素 25
图表 33 下游厂商选择甜味剂供应商的偏好因素 25
图表 34 2018 年全球食品饮料新品中排名前五位的甜味剂 25
图表 35 公司产品的销售模式 27
图表 36 主要代糖 C 端产品 28
图表 37 淘宝上架的爱乐甜产品 28
图表 38 公司定远项目 29
图表 39 泰莱公司主要 C 端产品 30
图表 40 英国泰莱的公司发展历程 30
图表 41 英国泰莱的产品发展历程 31
图表 42 英国泰莱营收及增速 31

图表 43 英国泰莱毛利率和净利率变化.....31
图表 44 英国泰莱净利润及增速.....32
图表 45 英国泰莱三氯蔗糖营收占比变化.....32

1 产品价格波动减弱

金禾实业的产品结构不断优化，弱周期产品比例不断提升。我们预计到 2021 年，公司弱周期的食品添加剂营收占比将提高到 60%左右，强周期的大宗化工原料营收占比下降到 25%左右；到 2025 年，强周期产品营收占比有望下降到 10%，公司整体实现向弱周期的转变。我们认为，历史上食品添加剂的价格波动与宏观经济的变化关联度低，主要受到供给端影响大。作为全球甜味剂龙头，金禾对于供给侧的领导力强，通过调控价格、提高市占率、多产品协同定价等策略有效降低供给侧周期的影响。

1.1 加大资本开支，提高弱周期产品占比

弱周期产品：指产品下游需求相对稳定，受宏观经济周期波动影响小。食品添加剂是弱周期产品代表，下游食品饮料领域的需求稳定。弱周期产品占比较高企业的营收波动小，经营稳定并有效提高公司的抗风险能力。**强周期产品：**指产品下游的需求变化快，与宏观经济环境高度正相关，其产品价格呈现较高频率的波动。强周期产品占比较高企业的营收波动大，企业经营的不确定性大。

金禾实业自成立起，产品结构不断优化，弱周期产品比例不断提升。金禾实业前身 1974 年成立，开始经营碳酸氢铵、液氨、尿素等强周期性产品；于 1997 年开始布局弱周期产品，发展乙基麦芽酚业务、2003 年发展甲基麦芽酚业务、2006 年发展安赛蜜业务、2015 年发展三氯蔗糖业务。近年来，公司新增产能及投资项目侧重于弱周期的食品添加剂产业链，弱周期产品数量逐步丰富和提高，强周期产品产能（华尔泰）开始剥离。目前，拥有食品添加剂和基础化工两条全产业链布局，实现核心原料自给，具备明显的成本优势。**我们认为，历史上食品添加剂的价格波动与宏观经济的变化关联度低，主要受到供给端影响大。作为全球甜味剂龙头，金禾对于供给侧的领导力强，通过调控价格、提高市占率、多产品协同定价等策略有效降低供给侧周期的影响。**

图表 1 公司从 2014 年起加速拓展弱周期产品

周期	产品	1997	2001	2003	2006	2007	2008	2010	2012	2014	2015	2017	2019	2020	2021	2022
弱周期	乙基麦芽酚	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	甲基麦芽酚			●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	安赛蜜				●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	吡啶盐								●	●	●	●	●	●	●	●
	三氯蔗糖										●	●	●	●	●	●
	糠醛											●	●	●	●	●
	氯化亚砜											●	●	●	●	●
	呋喃酮												●	●	●	●
	佳乐麝香												●	●	●	●
	2-甲基呋喃												●	●	●	●
	2-甲基四氢呋喃												●	●	●	●
	呋喃铵盐												●	●	●	●
	双乙烯酮													●	●	●
	山梨酸钾															●
强周期	碳酸氢铵	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	液氨	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	尿素	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	甲醇	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	甲醛		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	三聚氰胺			●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	硝酸				●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	新戊二醇					●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	季戊四醇						●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	硫酸							●	●	●	●	●	●	●	●	●
	双氧水									●	●	●	●	●	●	●
	4-氯乙酰乙酸乙酯															●
	工业酒精															●
	乙醛															●
	巴豆醛															●

资料来源：公司公告，华安证券研究所

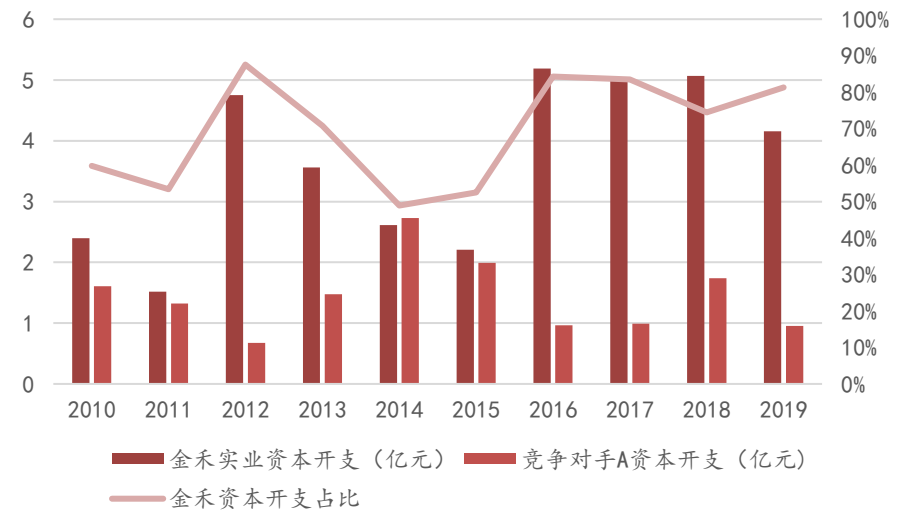
图表 2 公司从 2014 年起加大弱周期产品资本开支

周期分类	资金用途	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
弱周期	5000 吨安赛蜜工程	●	●								
	年产 1000 吨甲、乙基麦芽酚项目	●									
	500 吨三氯蔗糖项目					●	●				
	年产 1500 吨三氯蔗糖项目						●	●			
	年产 1500 吨三氯蔗糖后续配套项目							●			
	1000 吨/年甲乙基麦芽酚安全隐患整改项目							●			
	循环经济产业园一期项目								●	●	●
	三氯蔗糖技改扩建项目								●	●	●
强周期	年产 20 万吨硝酸铵钙项目	●	●								
	年产 3 万吨三聚氰胺项目	●									
	3 万吨/年三聚氰胺		●	●							
	60 万吨/年硫磺制酸		●	●							
	二氧化碳工程		●	●							
	合成氨改造工程		●	●	●						
	15 万吨/年硝酸		●	●							
	500 吨/日双氧水项目			●	●						
	新三聚氰胺工程			●							
	年产 20 万吨双氧水项目					●	●				
	氧化镁回收项目									●	●
	15000 吨氯甲烷新建项目									●	●

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司资本开支水平与甜味剂同业公司相比处于领先水平。可比公司 A 主要产品为天然甜味剂，与金禾安赛蜜和三氯蔗糖甜味剂处于同一赛道。2016 年以来，金禾的资本开支逐渐拉开与可比公司的差距。2016 到 2018 年，金禾购建固定资产等项目支付的现金都在 5 亿元以上，2019 年略有下降，也达到了 4.15 亿元；而可比公司购建固定资产等项目支付的现金都在 2 亿元以下。与同业的安赛蜜和三氯蔗糖企业相比，金禾由于存在成本优势，资本开支领先幅度或更大。我们预计未来甜味剂市场，随着新产能的不断投放，市占率不断提升，金禾的龙头地位将进一步巩固。

图表 3 金禾与竞争对手资本开支对比



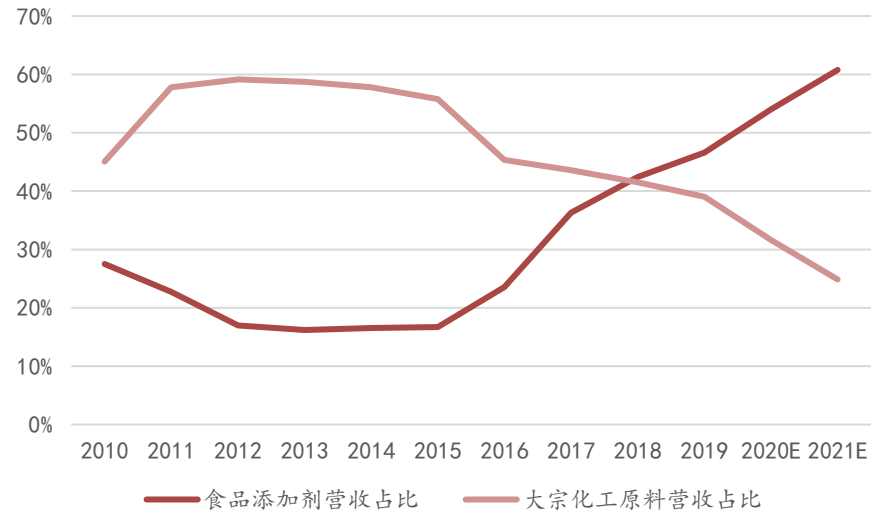
资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 强周期化学品被进一步消耗

随着 5000 吨/年的三氯蔗糖和 5000 吨/年的麦芽酚项目的投产，公司大宗化工品和中间体将进一步消耗。根据当地政府公布公司的环评报告中的数据进行测算，公司安赛蜜现有产能的双乙烯酮中间体年消耗量为 7440 吨，三氯蔗糖现有产能的氯化亚砜中间体年消耗量为 13680 吨，麦芽酚现有产能的糠醛中间体年消耗量为 3930 吨。新建产能投产后，公司氯化亚砜和糠醛年消耗量将分别上升到 30780 和 7780 吨，目前定远一期的相关中间体产能足以满足公司产品生产需要，继续利用一体化产业链保持产品的成本优势。公司定远一期和二期项目全部投产后，计划分别新增双乙烯酮、氯化亚砜、糠醛产能 30000、40000、10000 吨/年，为香精香料等弱周期产品未来的产能扩张打下基础。

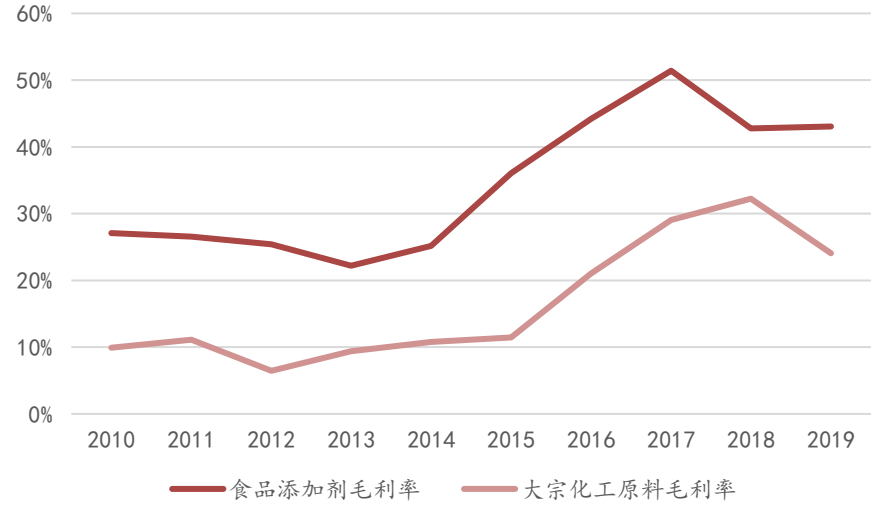
2017 年公司剥离子公司华尔泰化工，削减了基础化工业务，使公司强周期的大宗化工原料营收占比从 2011 年的 57.8%下降到 2019 年的 39.0%，而弱周期的食品添加剂营收占比从 2012 年的 17.0%上升到 2019 年的 46.6%。提升弱周期产品占比初见成效，2019 年，公司大宗化工原料毛利率出现下滑，而食品添加剂毛利率依旧维持在 43%的高毛利水平，较化工原料毛利率高 19 个百分点。未来几年公司主要的扩能计划都集中在食品添加剂，强周期产品比例将继续下降。此外，公司规划中的基础化工业务下游高附加值产品也在有序推进，也有助于公司强周期产品比例的下降。**我们预计到 2021 年，公司食品添加剂营收占比将提高到 60%左右，大宗化工原料营收占比下降到 25%左右；到 2025 年，强周期的大宗化工原料产品营收占比有望下降到 10%以下，公司整体实现向弱周期的转变。**

图表 4 公司产品营收占比变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 公司分业务毛利率变化



资料来源：wind，华安证券研究所

2 产品定价能力增强

高市占率、低成本和多元化产品布局，有助于增强企业的市场定价权。

高市占率方面：金禾在安赛蜜上的市场复盘充分说明了高市占率有利于企业获得定价优势。我们看到安赛蜜和三氯蔗糖领域，由于金禾的成本显著低于竞争者，形成成本威慑力，有望驱散其他产能扩张意愿。同时，金禾加速扩能，有望重演安赛蜜的发展路径，向寡头垄断定价格局演进。

低成本方面：金禾的三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚的成本是全球最低的，有能力在边际产能的成本线附近获得较高的盈利能力，加上金禾产能调节弹性大，具备显著的定价能力。

多元化产品布局方面：金禾是全球唯一一家同时生产安赛蜜和三氯蔗糖的企业，使得公司有条件实现“双定价”体系，即通过两种产品的协同定价提高对价格的调节能力，这也提升了金禾市场定价权。

2.1 行业集中度高带来的定价权提升

金禾已在安赛蜜寡头垄断格局中获得定价优势，并有望在三氯蔗糖等食品添加剂领域重演。

历史上，安赛蜜价格主要经历三个阶段，分别为“专利垄断”、“产能过剩”、“产能退出、集中度提升”。（1）2005 年以前德国 Nutrinova 垄断了安赛蜜的生产专利，国内基本没有安赛蜜产能。（2）2005 年到 2013 年，安赛蜜专利到期，国内企业纷纷进入这一领域，公司间竞争加剧，导致安赛蜜产能过剩，进而使得价格大幅下跌，行业盈利空间小。（3）2013 年至今，随着产能第二的苏州浩波因长期亏损和环评问题而破产，行业进入洗牌阶段，行业集中度正不断提高。与此同时，安赛蜜价格开始触底反弹。现在，安赛蜜已形成寡头垄断格局，CR3 和 CR5 分别为 88%、100%。其中，金禾实业公司产能为 12000 吨/年，是全球最大的，占比超过 50%。

图表 6 全球安赛蜜现有产能情况

生产厂家	产能（吨/年）	产能占比（%）	地域	备注
金禾实业	12000	57%	安徽	技术、成本优势明显
山东亚邦	3000（一期）	14%	山东	2019 年投产，规划 5000 吨，实际出货 3000 吨
德国 Nutrinova	3500	17%	德国	高端产品，价格较高
江苏维多	1500	7%	江苏	无原料配套，受到原料供给影响较大，生产成本偏高
江西北洋	1000	5%	江西	时开时停
合计	21000	100%		

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

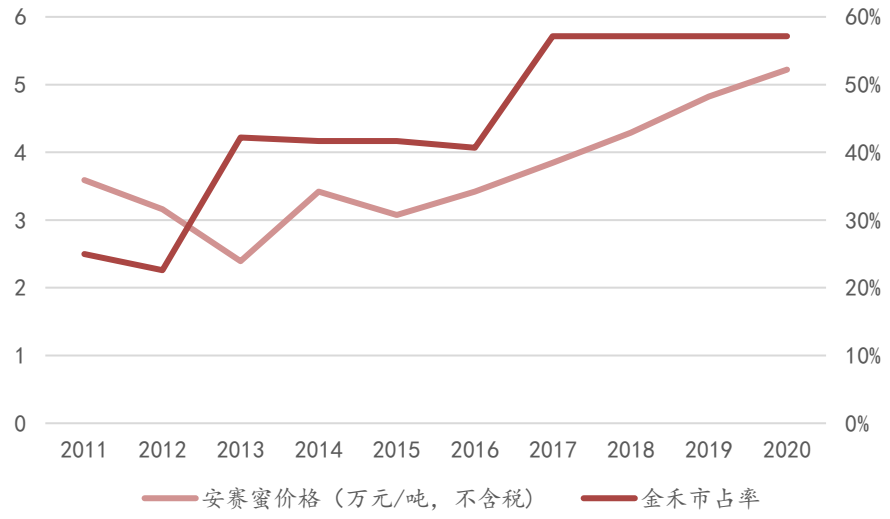
图表 7 全球安赛蜜历史产能变化情况

生产厂家	2000	2002	2006	2007	2008	2009	2012	2013	2014	2016	2017	2020	备注
金禾实业					1800	4000	4000	10000	10000	12000	12000	12000	
山东亚邦										3000	3000	3000	
德国 Nutrinova	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3500	3500	3500	
江苏维多		1000	1000	1000	1000	1000	1200	1200	1500	1500	1500	1500	
江西北洋							1000	1000	1000	1000	1000	1000	
苏州浩波	1000	1000	5500	5500	5500	5500	6000	6000	6000	6000	0	0	已破产
杭州三和						1000	1000	1000	1000	1000	0	0	不再生产
山东明辉				1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	0	0	不再生产
合计	4000	5000	9500	11000	12800	16000	17700	23700	24000	29500	21000	21000	
金禾市占率					14%	25%	23%	42%	42%	41%	57%	57%	
CR3	100%	100%	100%	91%	80%	78%	73%	80%	79%	73%	88%	88%	
CR5	100%	100%	100%	100%	100%	94%	89%	92%	92%	88%	100%	100%	

资料来源：公司公告，公司网站，环评报告，华安证券研究所

安赛蜜竞争格局趋于成熟，公司稳固的行业地位带来定价权的提升。公司安赛蜜产能市占率不断提高，从 12 年的 23%提高到 20 年的 57%。随着公司市占率的提升，安赛蜜价格也不断提高，扣税价格从 13 年的 2.39 万元/吨上涨到 20 年的 5.22 万元/吨。**从企业新建意愿看，由于行业准入壁垒高，原料双乙烯酮供给紧张，且安赛蜜上一代普及甜味剂产品，行业新进入的资本开支收缩，**仅有少数新进入者尝试突破。据我们分析，山东亚邦一期没有完全按计划达产，规模化进展缓慢，预计二期投产时间将会继续推迟。醋化股份计划新建 15000 吨安赛蜜产能，依托醋化股份的现有设备，固定资本开支有一定优势，但子公司南通宏信的项目规模化进展缓慢，对安赛蜜市场影响不大。该项目原定计划 2020 年 6 月投产，但行政备案时间晚于预定开工时间，目前仅处于土建阶段，距离全面投产还有至少一年的时间。我们认为，目前拟新建的安赛蜜产能同样规模化进展缓慢，对安赛蜜市场影响较小，供给侧将在较长时间内维持稳定。**同时，金禾的安赛蜜完全成本为 2.35 万元/吨，远低于竞争者，具备明显成本威慑力。**

图表 8 安赛蜜全球产能集中度及价格变化



资料来源：公司公告，公司网站，百川盈孚，华安证券研究所

图表 9 全球安赛蜜新增产能情况

企业	产能（吨）	地域	备注
山东亚邦	5000（二期）	山东	暂时没有投产计划
醋化股份	15000	江苏	建设时间预计 1 年，目前仍在土建阶段（部分进入安装）

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

三氯蔗糖正向寡头垄断格局演进，有望重演安赛蜜的发展路径。相比安赛蜜，三氯蔗糖目前的全球供给格局更分散，共有 14 家生产企业，CR3 和 CR5 分别为 73%、88%。全球产能排名前五分别是：英国泰莱（4500 吨）、金禾实业（4000 吨）、山东康宝（2700 吨）、吉安新琪安（1500 吨）、盐城捷康（800 吨），其余厂商大多经营效益较差或开工率较低。公司三氯蔗糖实际产量可达 4000 吨/年，居全球第二。虽然三氯蔗糖市场参与者相对较多，但是一部分公司承受着成本压力。长期来看，成本高于市场价格的产能将逐渐退出，三氯蔗糖的竞争结构有望复制安赛蜜行业的高集中度。市场中 40%的产能完全成本在当前价格下处于平衡或亏损状态。而我们测算得到金禾的完全成本仅有 14.6 万元/年，远低于行业平均水平。此外，金禾计划今年三氯蔗糖产能翻 1.25 倍，加上氯化亚砜原料配套和规模化生产，其成本有望进一步下降。产能扩张、成本下降、价格无下降空间，金禾在三氯蔗糖上体现巨大成长性。

图表 10 全球三氯蔗糖现有产能情况

生产厂家	产能（吨/年）	产能占比（%）	地域	备注
泰莱集团	4500	29.2%	美国	三氯蔗糖发明机构，新加坡 2500 吨产能于 2016 年搬迁至英国
金禾实业	4000	26.0%	安徽	设计产能为 3000 吨/年，实际产能可达 4000 吨/年
山东康宝	2700	17.5%	山东	
吉安新琪安	1500	9.7%	江西	环保问题
盐城捷康	800	5.2%	江苏	环保问题，2016 年 8 月受环保整顿处罚
常州科隆	500	3.2%	江苏	
山东三和维信	500	3.2%	山东	3000 吨新项目停工
福建科宏	300	1.9%	福建	1500 吨扩产前期准备
广业清怡	300	1.9%	广东	韶关二期 700 吨未建
湖北宏源	300	1.9%	湖北	
合计	15400			由于部分厂商存在环保问题，实际有效产能约 1.2 万吨/年

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

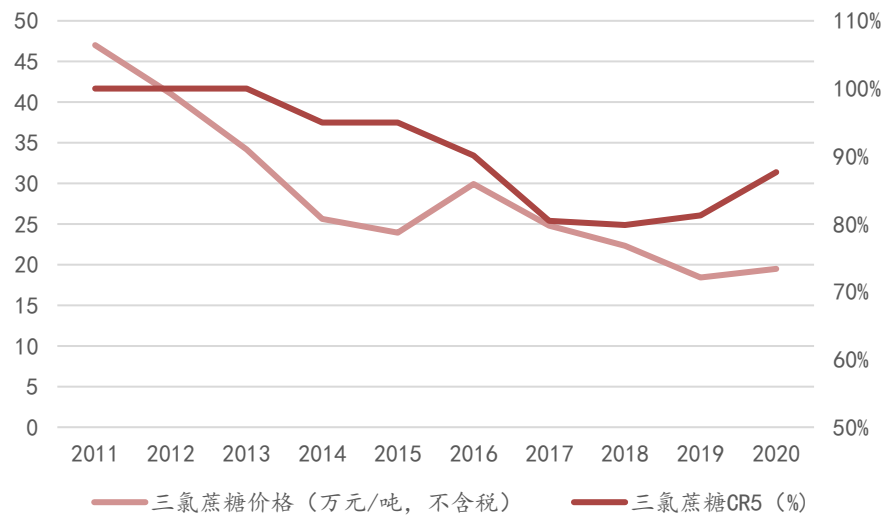
历史上，三氯蔗糖价格主要经历四个阶段，分别为“专利垄断”、“产能过剩”、“产能退出、集中度提升”、“产能二次扩张”。（1）2008 年以前，英国泰莱垄断了三氯蔗糖的生产专利，国内基本没有三氯蔗糖产能。（2）2008 年后，由于泰莱三氯蔗糖专利到期，高盈利驱动国内企业纷纷进入这一领域。产能的快速扩张导致三氯蔗糖价格一路下跌。（3）2015 至 2016 年，行业进入产能紧缩阶段。由于英国泰莱关闭新加坡 2500 吨产能，盐城捷康因为环保问题停产整顿，南通常海因连续超标排污开工率下降，行业供给大幅收缩，价格略有回升。（4）**2016 年以后，代糖行业景气度回升，行业集中度也有所提升，需求增加叠加经济复苏驱使国内企业有意愿进行第二轮产能扩张。但此时，金禾的定价策略保持稳定，将价格维持在竞争者“生存线”，形成成本威慑力，有望驱散其他产能扩张意愿。**例如，三和维信、福建科宏、广业清怡现有产能开工率保持较低水平，南通常海处于停产、设备出售的状态，加上新项目暂时停工或暂缓开工，公司稳价格策略成效明显。

图表 11 全球三氯蔗糖历史产能变化情况

生产厂家	2000	2004	2005	2006	2008	2010	2012	2013	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
金禾实业										500	2000	2000	3000	4000	9000
泰莱集团	1000	1000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	3500	3500	3500	3500	3500	4500	4500
山东康宝							400	400	400	2000	2700	2700	2700	2700	2700
吉安新琪安											1500	1500	1500	1500	1500
盐城捷康				100	100	300	300	800	800	800	800	800	800	800	800
南通常海											1000	1000	1000	0	0
常州科隆									500	500	500	500	500	500	500
山东三和维信							500	500	500	500	500	500	500	500	500
福建科宏					300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
广业清怡											300	300	300	300	300
湖北宏源											200	300	300	300	300
合计	1000	1000	2000	2100	2400	2600	3500	4000	6000	8100	13300	13400	14400	15400	20400
金禾市占率										6%	15%	15%	21%	26%	44%
CR3	100%	100%	100%	100%	100%	100%	83%	83%	80%	78%	62%	61%	64%	73%	79%
CR5	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	95%	90%	80%	80%	81%	88%	91%

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

图表 12 三氯蔗糖全球产能集中度及价格变化



资料来源：公司公告，环评报告，百川盈孚，华安证券研究所

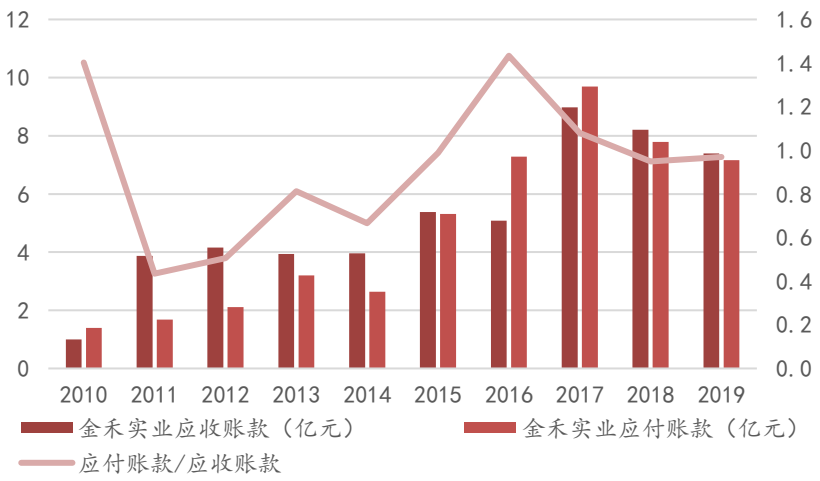
图表 13 全球三氯蔗糖新增产能情况

生产厂家	产能（吨/年）	地域	备注
金禾实业	5000	安徽	预计 2021 年投产，扩产后产能全球第一
新和成	2000（一期）	山东	尚未开始建设
	4000（二期）		尚未开始建设
三和维信	3000	山东	现有产能开工率低，新项目停工
福建科宏	1500	福建	现有产能开工率低，新项目未开工
广业清怡	700	广东	现有产能开工率低，韶关二期未建设

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

在产业链话语权上，公司应付账款与应收账款比值不断提高，话语权不断提高。应付账款与应收账款比值从 11 年的 0.4 提升到 16 年的 1.4，随后稳定在 1 左右。随着食品添加剂业务比例逐渐提高，公司在行业内的议价能力有望进一步提升。

图表 14 公司应收账款和应付账款情况



注：19 年应收款项融资计入应收账款

资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 成本优势带来的定价权提升

金禾的三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚的成本是全球最低的，有能力在边际产能的成本线附近获得较高的盈利能力，加上金禾产能调节弹性大，具备显著的定价能力。此外，金禾也是全球唯一一家同时生产安赛蜜和三氯蔗糖的企业，使得公司有条件实现“双定价”体系，即通过两种产品的协同定价提高对价格的调节能力，这也提升了金禾市场定价权。

安赛蜜方面，据我们华安化工测算，金禾的安赛蜜成本比竞争对手平均成本低 9110 元/吨；比竞争对手最低成本低 5151 元/吨，安全盈利区间巨大。公司安

赛蜜的成本优势主要是因为以醋酸作为生产安赛蜜的主要原料，而其竞争对手大多以双乙烯酮作为生产安赛蜜的主要原料，近年来双乙烯酮出现供给紧张的情况，价格上升进而带动安赛蜜生产成本上升，而公司以醋酸作为主要原料，维持了公司安赛蜜成本优势，在安赛蜜市场中掌握定价权。

三氯蔗糖方面，我们测算得到金禾的三氯蔗糖成本比竞争对手平均成本低37019 元/吨；比竞争对手最低成本低 34189 元/吨，安全盈利区间巨大。成本优势主要系其三氯蔗糖产品具有单耗优势，即虽然生产三氯蔗糖所需要的原材料种类相同，但金禾生产一吨三氯蔗糖所耗用的蔗糖、氯化亚砜、乙酸乙酯以及液碱分别为 3.13、8.55、0.23、1.35 吨，与其竞争对手相比明显较少，是成本优势的来源。此外，定远项目氯化亚砜产能投产后，金禾自产氯化亚砜，可以进一步降低成本，一体化产业链的形成也是成本优势的重要来源。公司今年将三氯蔗糖产品定价一再下降，目前降到 20 万元/吨所有，但其余竞争者因价格已触及生产成本并没有跟随降价的能力，依旧维持在 21~23 万元/吨的水平。公司在低价的情况下依旧保持可观的毛利率水平，牢牢掌握行业产品的定价权。

图表 15 公司与竞争对手产品单耗对比

安赛蜜主要原材料单耗对比			
（吨/吨）	金禾实业	竞争者 B	竞争者 C
醋酸	0.67	1.61	0.016
双乙烯酮	—	—	0.62
煤制甲醇	—	—	—
甲醇	—	0.31	0.31
磷酸氢二铵	0.031	0.036	—
三乙胺	0.0023	0.0023	0.033
二氯甲烷	0.0048	0.0048	0.072
氨基磺酸	0.71	0.71	0.69
48%氢氧化钾溶液	0.6	0.6	0.71
固体氢氧化钾	0.01	0.01	—
氧化镁	1.94	1.94	1.94

三氯蔗糖主要原材料单耗对比				
（吨/吨）	金禾实业	竞争者 D	竞争者 E	竞争者 F
蔗糖	3.13	3.63	3.85	3.85
DMF	0.20	0.080	0.20	0.20
氯气制氯化亚砜	—	—	—	—
氯化亚砜	8.55	10.58	11.45	11.45
煤制甲醇	—	—	—	—
甲醇	0.35	0.11	0.28	0.28
醋酐	0.93	0.37	0.93	0.93
环己烷	0.35	0.14	0.35	0.35
1,1,2-三氯乙烷	0.35	0.14	0.35	0.35
乙酸乙酯	0.23	0.35	0.87	0.87
乙酸丁酯	0.08	0.0030	0.01	0.01
液碱	1.35	2.15	5.36	5.36

注：按照收率 40%计算

资料来源：环评报告，华安证券研究所

图表 16 公司各产品安全盈利

主要产品	竞争对手平均成本-金禾成本（扣税，元/吨）	竞争对手最低成本-金禾成本（扣税，元/吨）
安赛蜜	9110	5151
三氯蔗糖	37019	34189
甲基麦芽酚	8987	2553
乙基麦芽酚	19893	7009

资料来源：环评报告，华安证券研究所

图表 17 公司产品成本与价格

产品	公司	完全成本（元/吨）	金禾最新报价（含税，元/吨）	单吨净利润（扣税，元/吨）
安赛蜜	金禾实业	23478	60000	29619
	竞争者 B	36547		16550
	竞争者 C	28629		24468
三氯蔗糖	金禾实业	144320	200000（低于市场价）	32671
	竞争者 D	180858		-3867
	竞争者 E	184650		-7659
	竞争者 F	178509		-1518

资料来源：百川盈孚，环评报告，华安证券研究所

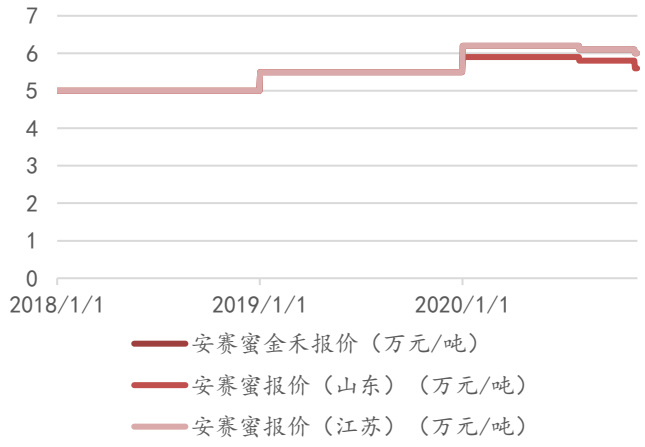
今年以来，公司食品添加剂产品报价与竞争对手出现分化，一方面体现公司行业地位稳固；另一方面也体现了公司的市场占领战略。

金禾处于产能成熟期的产品安赛蜜报价高于竞争对手，市场地位已经确立。2020 年，公司安赛蜜 Q2、Q3 的价格分别为 6.25 和 5.9 万元/吨；主要竞争对手山东亚邦 Q2、Q3 价格分别为 5.9、5.7 万元/吨。公司安赛蜜价格高于对手，一方面是因为公司通过前期市场积累，产品的市场认可度高，在价格更高的情况下依旧保持良好的销量和盈利水平，市场地位已经确立；另一方面是因为公司是全球最大的安赛蜜生产商，已经跨过了低价占领市场的阶段，可以随时根据需求情况报价充分掌控主动权。

金禾处于产能扩张期的产品三氯蔗糖、麦芽酚报价普遍低于其他竞争对手，通过低价策略占领市场，提高市占率，有望复制安赛蜜市场竞争格局。2020 年，公司三氯蔗糖 Q2、Q3 末报价分别为 22、20.5 万元/吨；而竞争对手广业清怡、三和维信、南通常海等公司主要竞争对手 Q2、Q3 报价一直维持在 23 万元/吨左右，高于公司报价，主要因为竞争对手若跟随金禾降价，根据成本测算会出现亏损的情况。公司乙基麦芽酚 Q2、Q3 报价分别为 9、9.5 万元/吨左右；主要竞争对手陕西天汉生物乙基麦芽酚报价一直保持在 10-11 万元/吨左右，高于公司报价。公司产品报价较低一方面因为公司的三氯蔗糖和麦芽酚的生产成本远低于竞争对手，成本优势使公司有更大的调价空间，在疫情导致需求减弱的环境下，低价促销可以占领市场，提高产品渗透率；另一方面因为公司三氯蔗糖和麦芽酚产品毛利率较高，为避免新进入者进入扰乱竞争格局，公司通过低价压缩对手的盈利空

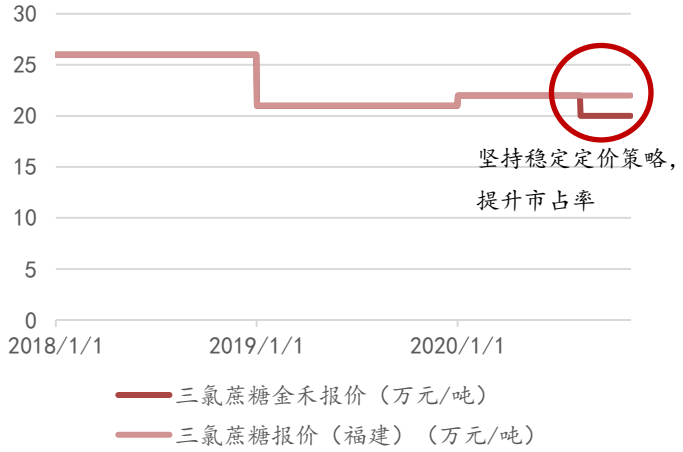
间，为公司新产能的投放后的销售提前占领市场。随着公司 5000 吨三氯蔗糖项目投产，规模效应进一步提升，公司生产成本进一步降低，带来新的业绩增量。

图表 18 安赛蜜报价变化



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 19 三氯蔗糖报价变化

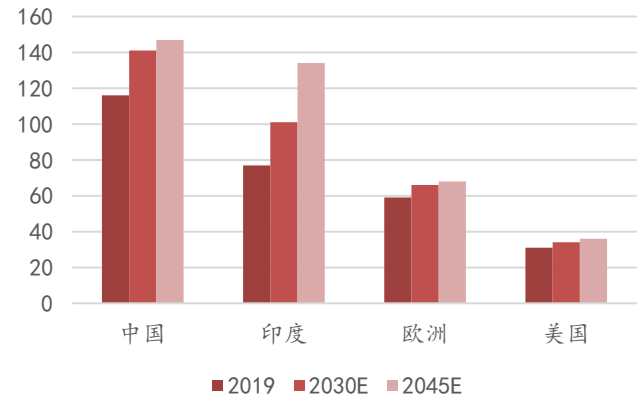


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

3 市场需求钢性强

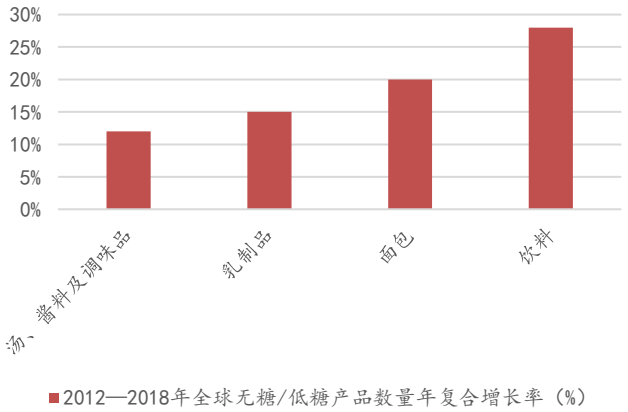
无糖化、低糖化已成为全球范围内饮食的新标准。糖给人带来满足感，也会威胁人类健康。世界卫生组织将糖列为导致癌症的三大因素之一，并证实了过度摄入糖类会增加患糖尿病、心脏病等疾病的风险。2019 年，中国患糖尿病的成年人人数达到了 1.16 亿，印度达到了 0.77 亿，欧洲达到了 0.59 亿，美国达到了 0.31 亿。预计到 2030 年和 2045 年，糖尿病患病人数仍将不断上涨，中国的患病人数将分别上涨至 1.41 亿和 1.47 亿，代糖需求人群不断扩大。全球许多国家和地区采取措施对居民摄糖量进行限制，如对含糖碳酸饮料征收消费税，帮助减少糖类消费量。据 Mintel 统计，无糖或低糖产品在全球范围内的数量有所上涨，其中饮料、面包行业增长率分别达 28%、20%，为甜味剂领域带来了较好的发展势头。

图表 20 部分国家和地区成年人糖尿病人数（百万）



资料来源：IDF，华安证券研究所

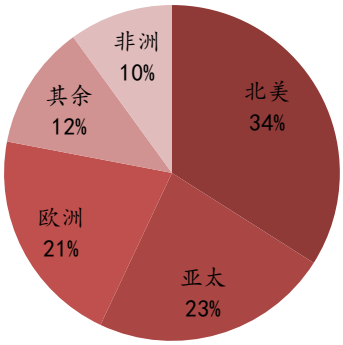
图表 21 全球无糖/低糖产品数量年复合增长率



资料来源：Mintel，华安证券研究所

下游无糖饮品逐渐成为市场消费主流，人工甜味剂未来市场空间较大。高倍甜味剂可以分为天然和人工合成两种，天然甜味剂包括甜菊糖等，人工合成甜味剂包括甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖等。在全球高倍甜味剂消费方面，北美地区是主要消费地区，占比达 34%，占比第二和第三的是亚太地区和欧洲地区，分别为 23%和 21%。人工甜味剂作为一种保留甜味却不产生热量的食品添加剂，被广泛应用于无糖饮品中。近年来，可口可乐无糖系列、元气森林无糖系列等饮品都受到了消费者的广泛关注和喜爱，引领了饮品市场无糖消费新趋势，促使人工甜味剂领域不断发展，市场空间不断增大。

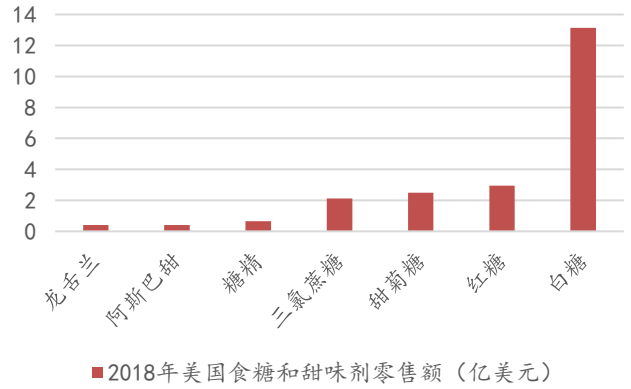
图表 22 全球高倍甜味剂消费分布



资料来源：Boroe，华安证券研究所

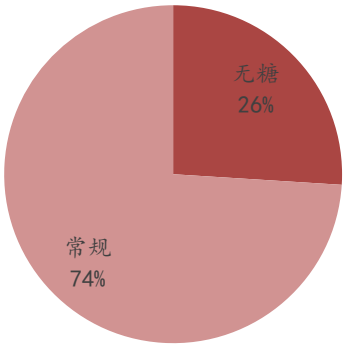
海外需求方面，甜味剂展现出较大的市场空间。2018 年美国食糖和甜味剂零售额中，排在前三位的都是天然甜味剂，人工甜味剂三氯蔗糖排在第四位，零售额为 2.13 亿元。美国饮料的市场份额中，常规碳酸饮料占比 74%，无糖碳酸饮料占比 26%，无糖比例不断提高。无糖、低糖饮料在欧洲和英国的市场份额逐年上涨，从 2011 年到 2017 年，在欧盟的市场份额由 21%小幅上升到 24%，在英国市场份额由 44%上升到 53%，表现出良好的发展势头。

图表 23 2018 年美国食糖和甜味剂零售额



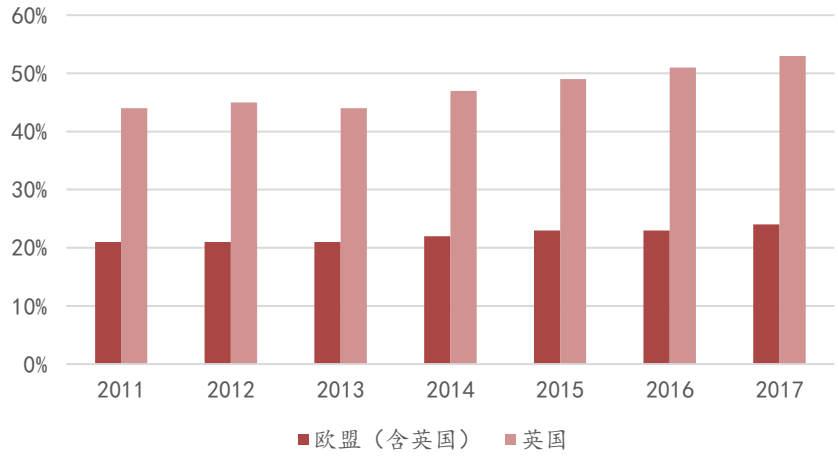
资料来源：Store Brands，Nielsen，华安证券研究所

图表 24 2018 年美国常规、无糖碳酸饮料市场份额



资料来源：Beverage Marketing Corporation，华安证券研究所

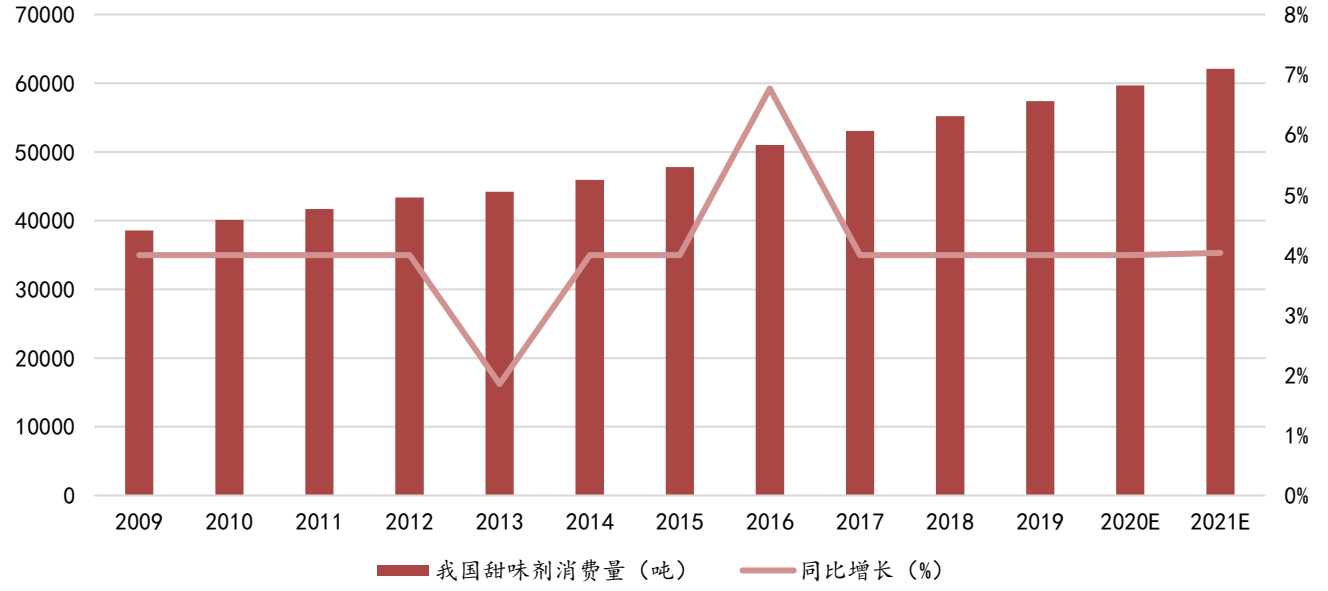
图表 25 无糖、低糖饮料在欧洲（含英国）和英国的市场份额



资料来源：Canadean，UNESDA，华安证券研究所

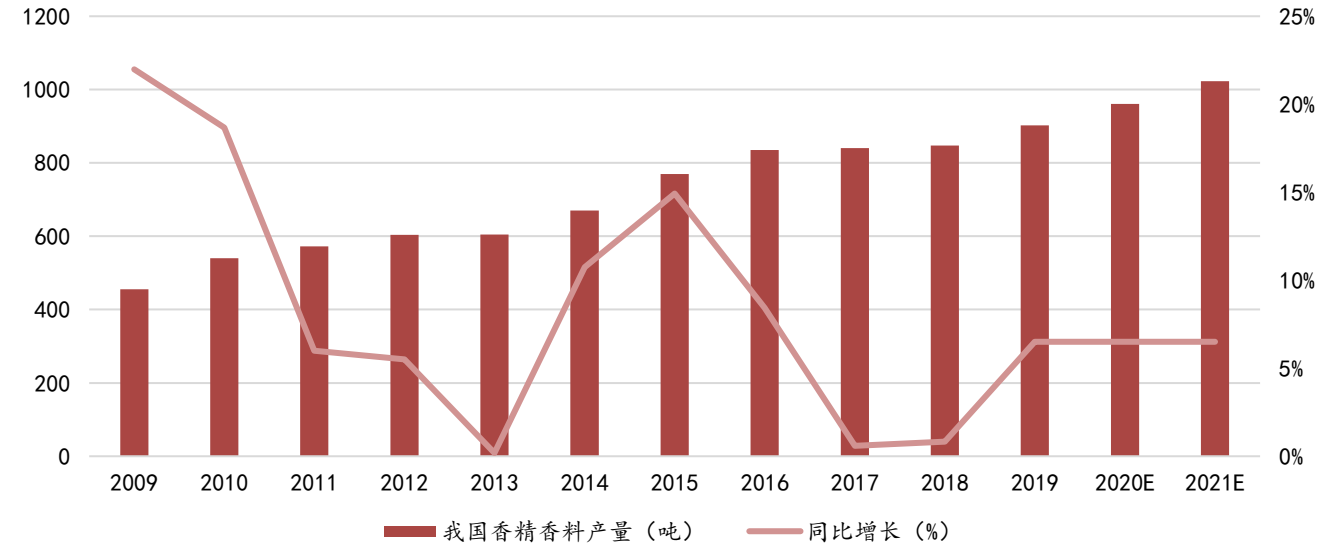
我国甜味剂和香精香料消费量和产量均逐年增长，未来市场前景广阔。2009 年以来，我国甜味剂消费量稳步提高，到 2019 年消费量达到 57401 吨，预计 2021 年甜味剂消费量将超过 62000 吨，年均增长率达到 4%，市场潜力较大。2009 年以来，我国香精香料行业保持增长态势，到 2019 年我国香精香料产量达到 902 吨，预计 2021 年香精香料产量将达到 1023 吨，同比增长率达到 6.5%，具有较大的市场空间。**据我们华安化工测算，新型甜味剂（安赛蜜和三氯蔗糖）替代传统甜味剂（糖精和甜蜜素）30%市场份额可增加 2.2 万吨新型甜味剂需求，是现在消费量的 1.6 倍；如果我国考虑传统甜味剂致癌和引发多种疾病风险，禁止使用，则新型甜味剂替代有望全面替代，将创造约 7.3 万吨需求缺口。**

图表 26 我国甜味剂消费量及增速



资料来源：IHS，华安证券研究所

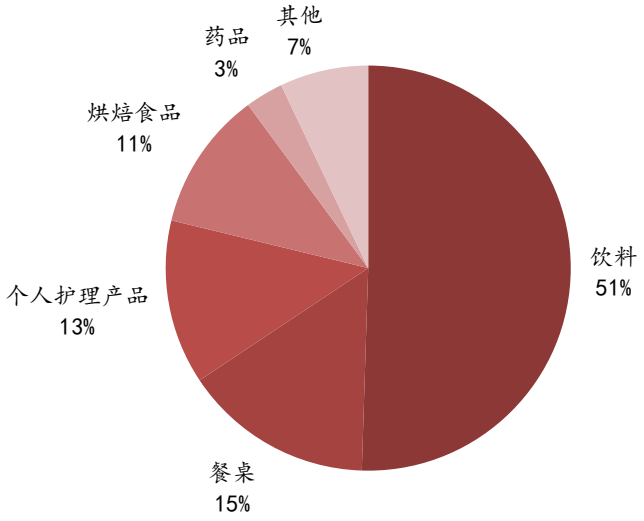
图表 27 我国香精香料产量及增速



资料来源：IHS，华安证券研究所

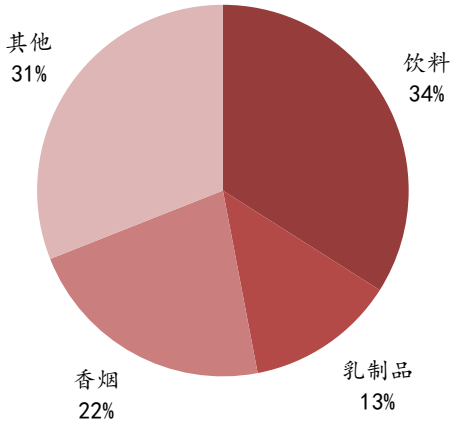
从下游消费结构来看，甜味剂和香精香料的消费属性更强，更接近产业链下游，具有弱周期属性。甜味剂和香精香料下游需求领域均是消费产品，甜味剂下游市场主要有：饮料、餐桌、个人护理产品、烘焙食品和药品，对应市场占比分别为：51%、15%、13%、11%、3%；香精香料下游市场主要有：饮料、乳制品和香烟，市场份额对应占比分别为 34%、13%、22%。甜味剂和香精香料下游直接与消费相关，消费属性明显强于大宗化工品，因此从下游应用的角度来说，甜味剂和香精香料等食品添加剂是具有弱周期属性的。

图表 28 甜味剂下游需求结构



资料来源：CNKI，华安证券研究所

图表 29 香精香料下游需求结构



资料来源：中经市场研究，华安证券研究所

图表 30 可口可乐无糖系列



资料来源：可口可乐公司官网，华安证券研究所

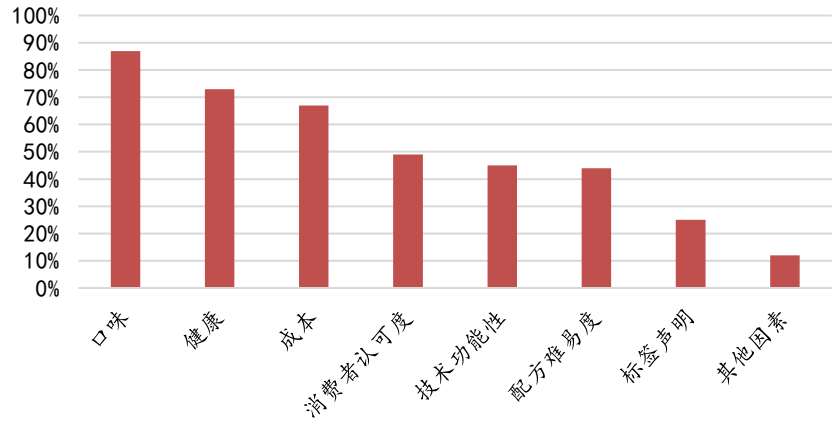
图表 31 元气森林无糖系列



资料来源：元气森林公司官网，华安证券研究所

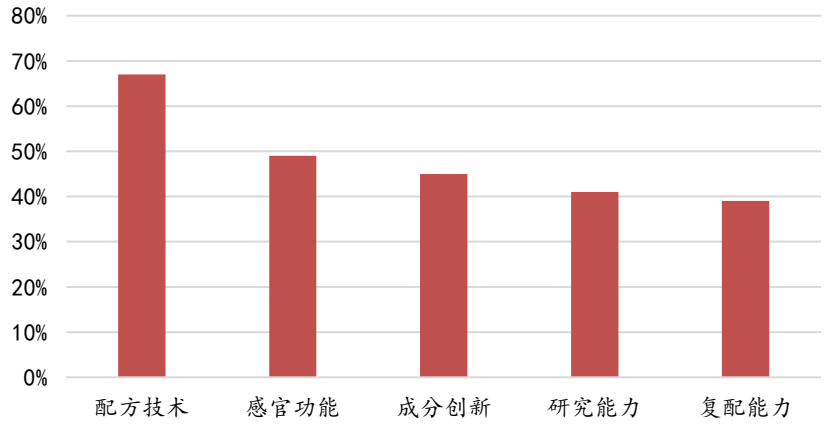
口味和配方技术是影响下游消费者和厂商选择人工调味剂的重要因素。根据泰莱公司官网，在影响消费者选择甜味剂的因素中，排在前三位的是口味、健康、成本，分别占比 87%、73%、67%，而预期的影响因素中，占比最多的是健康和成本，占比 42%和 41%。下游厂商在选择甜味剂供应商时，首先考虑的是配方技术，其次分别是感官功能、成分创新、研究能力、复配能力，预计未来在下游厂商对甜味剂的需求结构中，天然甜味剂、三氯蔗糖和安赛蜜选择占比将上升，替代其他甜味剂，逐渐成为人工甜味剂中的主流选择。从 2018 年全球食品饮料新品中甜味剂来看，三氯蔗糖和安赛蜜排名在前两位，展现出良好的发展前景。金禾实业代糖产品实现了零糖、零卡和零脂，同时保留了消费者喜欢的口感和甜度，能够较好的满足下游消费者和厂商的各方面需求。

图表 32 消费者选择甜味剂的重要影响因素



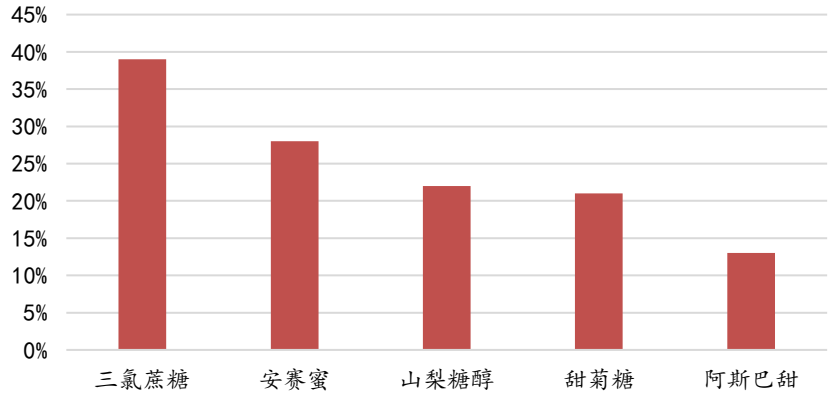
资料来源：泰莱官网，华安证券研究所

图表 33 下游厂商选择甜味剂供应商的偏好因素



资料来源：泰莱官网，华安证券研究所

图表 34 2018 年全球食品饮料新品中排名前五位的甜味剂



资料来源：Innova，华安证券研究所

公司作为全球唯一一家同时生产安赛蜜和三氯蔗糖的企业，未来下游厂商对三氯蔗糖和安赛蜜需求占比增加，将给公司带来较大的市场空间，各方面因素也将支撑公司产品需求。市场方面，代糖潜在市场空间巨大，公司作为行业供给龙头，对于市场将具有很强的支配力；政策方面，2019 年 7 月国家卫健委下达“三减三健”指导食品行业向无糖化发展；食品方面，大多数食品饮料巨头都开始布局无糖食品，例如可口可乐的无糖可乐销量呈上升趋势；生活方面，由于对抗糖尿病、肥胖症以及抗糖化的需求不断被人们重视，整个社会饮食趋势呈现出无糖化趋势。

4 向品牌业务发展

金禾正在单品种明显的成本护城河的基础上打造自己的渠道优势。公司同时重视“B 端+C 端”的市场，逐渐形成品牌效应，有利于维持产品价格的稳定性。针对不同产品的市场竞争形势，公司研究制定了相应的销售策略，根据客户及产品的定位，采取不同的销售模式。与基础化工产品采取直销为主、经销为辅的销售模式不同，公司食品添加剂产品采取了直销和经销商相结合的销售模式。在销售渠道方面，在既有的产品销售网络和渠道的布局情况下，公司充分挖掘终端客户。公司在甜味剂 2B 端获得了大量食品饮料公司的订单；同时利用自身渠道优势，布局 2C 业务进行品牌建设，巩固其市场地位。“B 端+C 端”两手抓的销售机制不仅减少了下游销售渠道的对外依赖，弱化产品降价压力，还提高了终端客户的黏性与终端消费市场偏好的嗅觉，进一步维持产品价格的稳定性。

图表 35 公司产品的销售模式

产品种类	销售模式	具体内容
食品添加剂	直销和经销商相结合的销售模式	将国内市场划分为八大区域，将国际市场划分为四大区域，区域经理在直接负责的区域内，将食品添加剂产品销售给终端用户，也可以发展经销商，协助其销售产品。随着公司生产规模的日益扩大，公司近年来从战略上逐步加大向终端用户直销的营销力度，公司直接向终端用户销售比例呈现明显上升趋势。
基础化工产品	直销为主、经销为辅的销售模式	对于工业生产用途的基础化工产品，如液氨、甲醇、甲醛、三聚氰胺、硝酸、新戊二醇等产品，采取直销为主、经销为辅的销售模式。该类产品的主要客户与公司所在地相距较近，区位优势明显，为客户实现低成本采购创造了有利的条件。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

“爱乐甜”是公司 2C 业务的重要产品，是直接面向消费者的的又一次创业。2018 年公司成立爱乐甜零售品牌，作为 2C 的代糖食品供应商出现在公众视角。目前，爱乐甜”营收和利润贡献的较小，但在高的无糖化需求下，我们认为其市场潜力是巨大的。公司从 2B 原料供应商扩展业务成为 2C 代糖产销售方。与 2B 产品相比，2C 的代糖产品作为终端消费品，单位甜度相对于蔗糖和甜味剂原材料有非常高的溢价，而且替代的市场空间是数百万吨的民用蔗糖市场，市场规模更大。此外，公司通过爱乐甜直面消费者，能够通过教育消费者和树立品牌逐渐掌握对代糖产品的定价权，提高甜味剂的附加值。

2C 代糖产品享受高溢价，品牌合作推广顺利。爱乐甜通过直接向 C 端客户提供代糖产品，木糖醇、三氯蔗糖等代替白砂糖以及蔗糖，针对特定人群，采用不同策略，应用于不同生活场景。在产品方面，代糖产品作为终端消费产品，相对于蔗糖和甜味剂原材料具有很高的溢价。与 2B 产品相比，2C 产品由于包装较小，且进行了复配，一般单位甜度价格要远高于 2B 产品，“爱乐甜”市场的打开，将为公司带来更高的盈利贡献。公司在 2C 业务的布局主要围绕自营、联合品牌以及借助优质渠道销售等渠道。（1）自营布局方面，主要针对年轻人，打造优质新媒体营销内容，例如微博、抖音以及哔哩哔哩等（2）品牌合作方面，与优质品牌合作推出联合品牌计划，例如与精品咖啡馆、酒店、餐饮和健身场所达成合作，提供代糖的散装小条包产品，培养客户使用代糖的意识，同时提高品牌知

名度。（3）新零售渠道方面，布局盒马生鲜，永辉超市等新零售平台，以提高在公众视野的曝光率。

图表 36 主要代糖 C 端产品

代糖产品	价格中枢（元/kg）	甜度倍数	单位甜度价格（元/kg）	主要成分	生产商
爱乐甜	90	1	90	赤藓糖醇、抗性糊精、甜菊糖、三氯蔗糖	金禾实业
昔日印象零卡糖	40	1	40	赤藓糖醇、罗汉果糖苷	盱眙益康堂食品有限公司
田园主义零卡糖	120	2.5	48	赤藓糖醇、甜菊糖苷、罗汉果糖苷	南阳田园主义食品有限公司
五岳花赤藓糖醇	40	0.7	57	赤藓糖醇	泰安鲁特综合加工厂旗下品牌
Splenda（善品糖）	359	8	45	葡萄糖、麦芽糖糊精、三氯蔗糖	Heartland Food products Group
Equal（怡口糖）	227	8	28	葡萄糖、麦芽糖糊精、阿斯巴甜、安赛蜜	Merisant
Equal（Yellow）	303	8	38	三氯蔗糖	Merisant
Truvia	364	8	45	甜菊糖、赤藓糖醇	可口可乐公司和嘉吉公司(Cargill)联合开发

资料来源：天猫，亚马逊，华安证券研究所

图表 37 淘宝上架的爱乐甜产品







资料来源：淘宝，华安证券研究所

5 有望向食品解决方案提供商转变

布局定远项目，为成为食品添加剂解决方案提供商打下基础。安徽定远盐化工业园为安徽省省级工业园区，是全省四大新型化工产业基地，并被国务院纳入国家级发展战略《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，定位为“皖江新材料产业基地”。安徽定远盐化工业园地理位置优越，来安县本部厂区相对较近，能保证公司原有技术人员互相支持、合理调节人力资源配置。盐化工业园现已配套齐全的蒸汽、道路、给排水等市政设施，提供土地及税收等优惠产业政策，有助于公司项目顺利推进。

公司定远项目一期项目建设用地约 450 亩，计划总投资 8-10 亿元，包括 2 万吨糠醛、4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃、1000 吨呋喃铵盐等、8 万吨氯化亚砜，配套生物质热电联装置、1500t/d 的污水处理厂及配套危废焚烧装置。2019 年，1 万吨糠醛、4 万吨氯化亚砜、生物质热电联装置顺利投产。定远项目将围绕糠醛等产品打通上下游产业链，实现横向、纵向一体化建设，进一步发挥协同作用。通过实现原料自给，打造食品添加剂龙头。当金禾的产品多样性提升，有望沿着海外食品配方企业的发展路径成长，例如，英国泰莱。

图表 38 公司定远项目

定远项目	产品	产能（吨/年）
一期	糠醛	2 万
	氯化亚砜	8 万
	佳乐麝香溶液	4500
	2-甲基呋喃	5000
	2-甲基四氢呋喃	3000
	呋喃铵盐	1000
二期	木薯制工业酒精	10 万
	谷元粉	4 万
	面粉	4 万
	酒精制乙醛	2 万
	乙醛制巴豆醛	2 万
	双乙烯酮	3 万
	山梨酸钾	3 万
	以硫磺为原料的系列化工产品	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

英国泰莱成功实现从产品供应商向解决方案提供商的战略转型，为金禾未来的发展指明了方向。英国泰莱公司于 1921 年成立于英国，是世界领先的食品添加剂和食品饮料解决方案的供应商。泰莱最初为制糖企业，20 世纪 70 年代逐步向商品交易、运输、工程和生物材料等领域多元化经营，在 2010 年剥离欧洲制糖业务后，将注意力集中在为食物和饮料加强口感、质地、营养和功能的添加剂创新上，而后随着解决方案业务的逐步扩大，泰莱于 2018 年将原有业务部门特种食品添加剂部重新命名为食品和饮料解决方案部，并在财报上单独披露，由此泰莱逐步从产品供应商转型为解决方案提供商。目前，泰莱有两大业务部门：食品和饮

料解决方案部以及主要产品部。每个业务部均由创新与商业发展团队和全球运营团队组成。其中，食品和饮料解决方案业务着重于为全球客户开发添加剂和解决方案，满足消费者对美味和健康食品的需求，是公司营收增长的主要来源。该业务不仅提供多元化和创新化的添加剂产品，还致力于利用自身技术知识为客户提供一系列解决方案。近年来，泰莱针对主要的市场趋势，分别定制了不同的食品添加剂解决方案。针对消费者对低糖和低卡路里食物的需求，泰莱提供一系列相应的甜味剂和纤维制品，在满足健康需求的同时不损伤食物的口感和质地。其次，泰莱提供一系列营养型、功能型、和消化耐受型的纤维组合，以满足客户对于富含纤维食物的需求。泰莱供应的淀粉具有长保质期和可替代脂肪的特点，同时保留了人们喜爱的质地和口感。此外，凭借着对添加剂和食品体系的深刻了解，泰莱创造了一系列定制的高功能添加剂混合物，确保产品在保质期内保持稳定和可口的质地。主要产品业务部则主要为相对更稳定的北美市场提供较大数量的食品原料和工业产品，特点为规模化生产和稳定的客户关系。在每个业务部门内，创新与商业发展团队负责新产品的开发，将消费者需求与前沿科技相结合为客户提供创新的添加剂和解决方案；与此同时，全球运营团队为客户提供高质量的产品，并负责原材料采购、制造、物流、和客户服务等运营方面的事宜。由此，泰莱得以兼顾产品和服务的差异化创新，以及市场地位的稳定。

图表 39 泰莱公司主要 C 端产品



纯甘蔗焦糖糖浆



无糖无卡香草糖浆



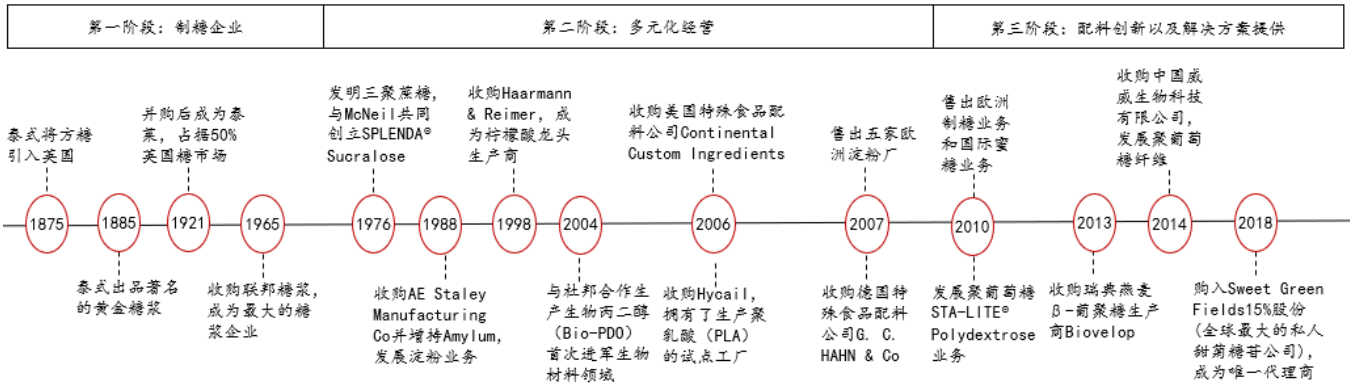
黄金糖浆



为冰淇淋企业提供解决方案

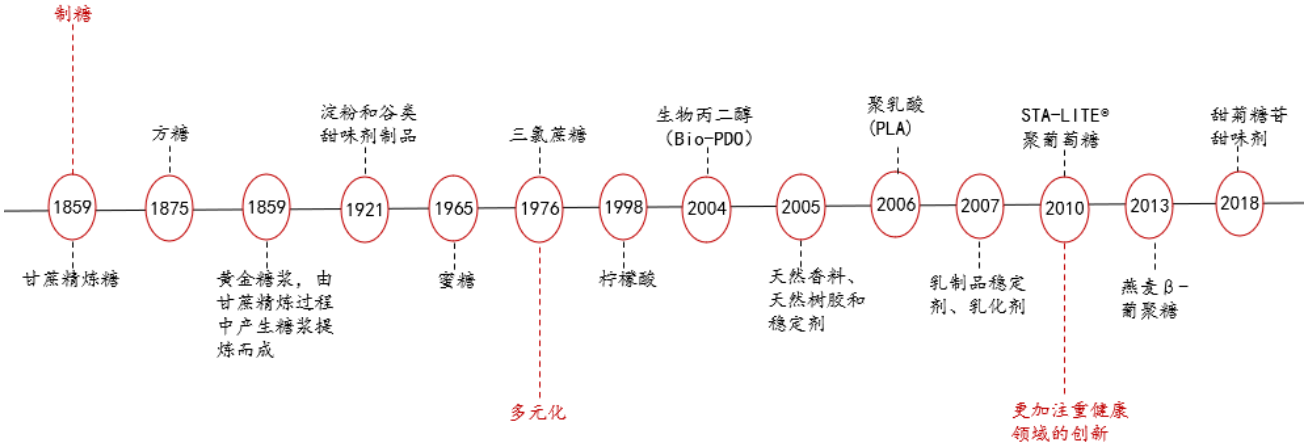
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 40 英国泰莱的公司发展历程



资料来源：wind，华安证券研究所

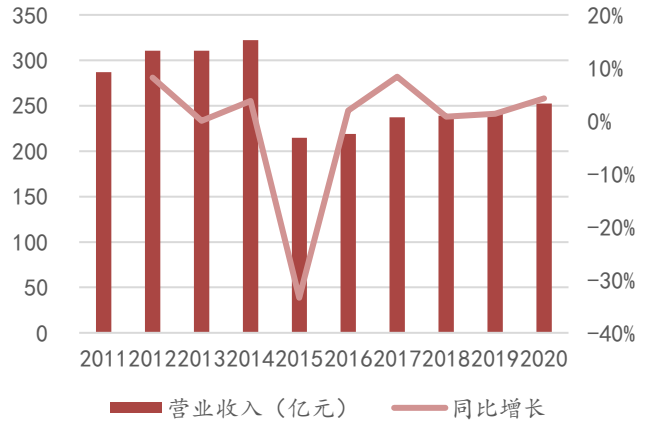
图表 41 英国泰莱的产品发展历程



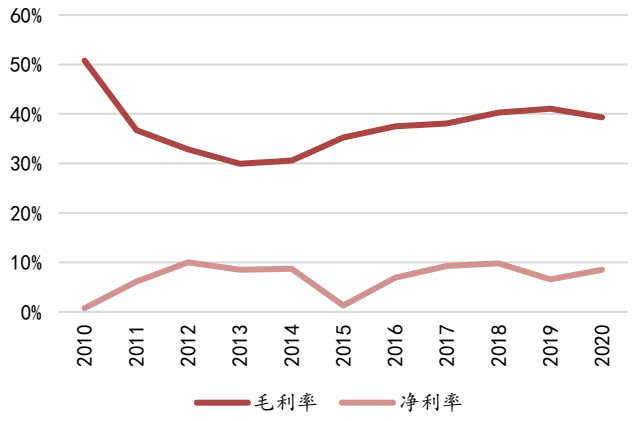
资料来源：wind，华安证券研究所

向解决方案提供商的战略转型有助于公司价值的提升。从 2016 年至今，英国泰莱均保持营收稳定增长，毛利率维持较高水平且波动不大。2010 年以来，为了应对消费者日益增长的对健康食品添加剂的需求，英国泰莱公司陆续剥离制糖业务，将战略重心逐步由食品添加剂的供应转移到食品添加剂解决方案提供以及创新上，营收持续增长。2020 年，泰莱实现营收 225.1 亿元。金禾 2019 年现在营收 39.7 亿元，远低于英国泰莱，金禾进军食品解决方案领域，又背靠国内大市场，成长空间巨大。且英国泰莱的净利率远低于金禾的，因为成本较高。金禾在明显的成本优势下，有望在盈利水平上提升更大。

图表 42 英国泰莱营收及增速



图表 43 英国泰莱毛利率和净利率变化

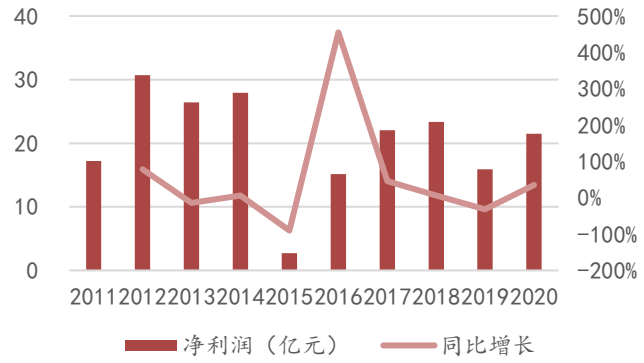


注：2015 年营收减少是由会计政策的变更导致，泰莱公司对合营企业的会计处理由购买法变更为权益法。历史汇率换算

资料来源：公司官网，华安证券研究所

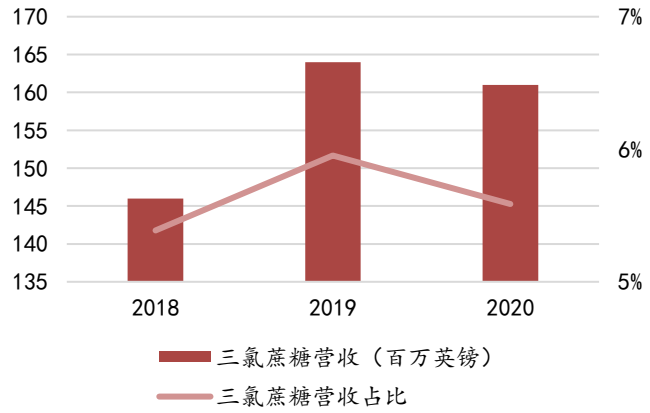
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 44 英国泰莱净利润及增速



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 45 英国泰莱三氯蔗糖营收占比变化



资料来源：公司官网，华安证券研究所

6 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.96、10.86、13.26 亿元，同比增速为-1.6%、36.5%、22.1%。对应 PE 分别为 22.2、16.3 和 13.3 倍。维持“买入”评级。

7 风险提示

新商业模式开展不及预期的风险，新产品布局不及预期的风险，食品添加剂市场竞争加剧，循环经济产业园建设不及预期，下游大客户突破进展放缓。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4000	4136	4963	6111
现金	1776	1572	2287	3306
应收账款	220	172	221	281
其他应收款	8	7	10	11
预付账款	65	74	82	98
存货	373	319	378	474
其他流动资产	1559	1991	1984	1941
非流动资产	2149	2792	3171	3611
长期投资	4	4	4	4
固定资产	1774	2366	2710	3175
无形资产	102	136	161	185
其他非流动资产	269	287	296	247
资产总计	6149	6928	8135	9722
流动负债	1125	1102	1220	1477
短期借款	100	0	0	0
应付账款	344	321	347	449
其他流动负债	681	782	873	1029
非流动负债	543	543	543	543
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	542	542	542	542
负债合计	1667	1645	1762	2020
少数股东权益	0	6	8	12
股本	559	559	559	559
资本公积	395	395	395	395
留存收益	3529	4324	5411	6737
归属母公司股东权益	4482	5278	6364	7690
负债和股东权益	6149	6928	8135	9722

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	906	1059	1425	1822
净利润	809	796	1086	1326
折旧摊销	235	479	293	326
财务费用	-18	37	35	35
投资损失	-29	0	0	0
营运资金变动	-109	-261	6	128
其他经营现金流	936	1065	1085	1205
投资活动现金流	-1237	-1124	-675	-769
资本支出	-415	-1124	-675	-769
长期投资	-901	0	0	0
其他投资现金流	79	0	0	0
筹资活动现金流	-337	-138	-35	-35
短期借款	-80	-100	0	0
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-240	-37	-35	-35
现金净增加额	-657	-203	715	1018

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3972	3993	4786	5815
营业成本	2729	2703	3093	3773
营业税金及附加	32	32	40	48
销售费用	131	140	167	204
管理费用	86	100	120	145
财务费用	-19	-13	-23	-49
资产减值损失	-13	-2	-2	-3
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	29	0	0	0
营业利润	940	932	1266	1546
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	937	932	1266	1546
所得税	129	130	177	216
净利润	808	801	1089	1330
少数股东损益	0	5	2	4
归属母公司净利润	809	796	1086	1326
EBITDA	1093	1377	1515	1798
EPS（元）	1.44	1.42	1.94	2.36

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-3.9%	0.5%	19.9%	21.5%
营业利润	-11.6%	-0.8%	35.8%	22.2%
归属于母公司净利润	-11.3%	-1.6%	36.5%	22.1%
获利能力				
毛利率（%）	31.3%	32.3%	35.4%	35.1%
净利率（%）	20.4%	19.9%	22.7%	22.8%
ROE（%）	18.0%	15.1%	17.1%	17.2%
ROIC（%）	14.6%	13.4%	15.3%	15.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	27.1%	23.7%	21.7%	20.8%
净负债比率（%）	37.2%	31.1%	27.7%	26.2%
流动比率	3.56	3.75	4.07	4.14
速动比率	3.17	3.40	3.69	3.75
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.58	0.59	0.60
应收账款周转率	18.04	23.18	21.64	20.72
应付账款周转率	7.94	8.43	8.91	8.41
每股指标（元）				
每股收益	1.44	1.42	1.94	2.36
每股经营现金流薄）	1.62	1.89	2.54	3.25
每股净资产	7.99	9.41	11.35	13.71
估值比率				
P/E	15.68	22.20	16.26	13.32
P/B	2.83	3.35	2.78	2.30
EV/EBITDA	10.48	12.00	10.44	8.23

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。