

2023年01月10日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

40.3

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2023/1/10)	32.60		
深证成指(2023/1/10)	11506.79		
股价 12 个月高/低	47.16/30.85		
总发行股数(百万)	560.92		
A 股数(百万)	557.16		
A 市值(亿元)	181.63		
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司 (44.66%)		
每股净值(元)	11.58		
股价/账面净值	2.82		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-11.3	-16.4	-23.1

### 近期评等

2022.08.26	买进	45.28
2022.09.26	买进	38.87

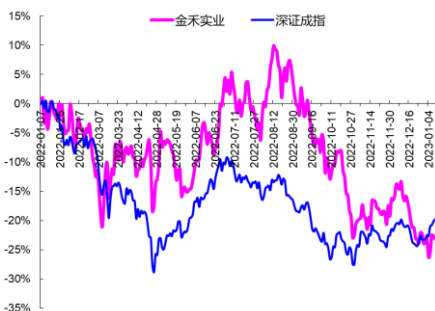
### 产品组合

食品添加剂	62.2%
大宗化工原料	29.4%
功能性化工中间体原料	3.5%
其他	2.7%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.0%
一般法人	47.5%

### 股价相对大盘走势



## 金禾实业 (002597.SZ)

Buy 买进

### 业绩符合预期，消费复苏代糖有望回暖

事件：公司发布2022年业绩预告，预计2022年实现归母净利润16.55亿元至17.70亿元，yoy+40.60%至50.37%，其中Q4单季度归母净利润约3.22亿元至4.37亿元，yoy-5.66%至-30.46%，qoq-8.66%至-32.67%。

结论与建议：公司业绩符合预期，疫情感染人数下降，食品饮料消费有望复苏，拉动代糖需求。公司作为全球甜味剂产业龙头，安赛蜜和三氯蔗糖两项产品产能均为全球第一，龙头优势明显，拥有配套化工材料产能，产业链齐全，未来成长有望提速，维持“买进”评级。

■ **产品量价齐升，全年业绩增长明显：**2022年公司业绩增长，主要受益于主营产品量价齐升。受到大宗原料、能源价格波动的影响，公司主要食品添加剂产品和大宗化学品生产成本相较于上年同期有一定上涨，公司适时对相关产品的价格进行了不同幅度的调整。2022年三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚的均价分别为38.05/7.45/11.25/8.9万元/吨，yoy+38.57%/+7.19%/-16.43%/+2.55%，主营产品三氯蔗糖和安赛蜜价格上浮。此外，公司年产5000吨三氯蔗糖项目2021年投产，2022贡献业绩，价格上升叠加新产能放量，公司享受量价齐升红利。

■ **Q4 淡季价格下滑，看好消费复苏：**Q4单季来看，公司业绩同比环比均有下滑。Q4是食品饮料消费淡季，需求有所下滑，同时疫情感染人数快速增长影响消费，食品添加剂价格下滑。2022年Q4单季，三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚的均价分别为31.42/7.02/11.00/8.00万元/吨，yoy-29.22%/-24.83%/-25.87%/-48.27%，

qoq-21.27%/-1.13%/0.00%/-5.86%。此外，11月4日公司5000吨/年三氯蔗糖装置因安全事故停产，12月28日已完全修复并于近日开车。后续来看，随着感染人数下降，食品饮料消费有望复苏，代糖需求也将得到修复。

■ **氯化亚砷投产，原料保障能力提升：**公司氯化亚砷二期年产4万吨项目6月份建设完毕，并一次性开车成功，产出合格产品，公司氯化亚砷产能达8万吨，为公司核心产品三氯蔗糖以及后续进一步的发展提供了原料保障，降低了产品成本。2023年1月4日，公司5000吨/年三氯蔗糖产线技改环评受理，技改完成后将提高三氯蔗糖收率、降低原料能耗，三氯蔗糖生产成本将进一步降低。公司持续优化生产技术、生产工艺，提升生产效率，降低生产成本。后续看，公司年产3万吨DMF项目行政审批工作正在推进，建成投产后能进一步降低三氯蔗糖的生产成本，提升原料供应能力。

■ **成长动力充足，一体化优势明显：**公司后续成长动力充足，2022年，公司5000吨甲乙基麦芽酚、4500吨佳乐麝香溶液、1000吨咪喃铵盐、4万吨氯化亚砷项目均已投产，1000吨阿洛酮糖项目也已投料开车，后续有望为公司贡献利润。此外公司规划了定远二期项目，计划投资99亿元

建设新的生产基地。定远二期项目将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，打造一个集科研、生产和资源综合利用于一体的循环经济产业基地，保障公司长期成长。

- **盈利预测：**考虑到当前代糖产品价格有所下滑，我们下修 2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022/2023/2024 年分别实现净利润 17.41/18.44/21.88 亿元，yoy+47.87%/+5.94%/+18.63%（前值 17.41/18.77 亿元，yoy+47.87%/+7.81%），折合 EPS 为 3.10/3.29/3.90 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 11/10/8 倍，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023E	2024E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	719	1,177	1,741	1,844	2,188
同比增减	%	-11.16%	63.82%	47.87%	5.94%	18.63%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.28	2.10	3.10	3.29	3.90
同比增减	%	-11.50%	63.82%	47.87%	5.94%	18.63%
A 股市盈率(P/E)	X	25.45	15.53	10.51	9.92	8.36
股利 (DPS)	RMB 元	0.45	0.65	0.95	1	1.2
股息率 (Yield)	%	1.38%	1.99%	2.91%	3.07%	3.68%

### 【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3666	5845	7535	8560	9751
经营成本	2674	4199	5114	5953	6670
研发费用	120	183	231	257	287
营业税金及附加	25	33	43	49	56
销售费用	54	69	89	101	115
管理费用	122	150	193	219	250
财务费用	-3	23	30	34	38
资产减值损失	-4	-8	-8	-8	-8
投资收益	51	119	125	131	138
营业利润	840	1385	2040	2161	2560
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	10	22	23	24	25
利润总额	830	1364	2017	2137	2535
所得税	112	187	277	294	348
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属于母公司股东权益	719	1177	1741	1844	2188

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1139	1985	2562	3831	5216
应收账款	295	505	606	667	734
存货	340	506	516	567	624
流动资产合计	4102	5494	6855	8600	10520
长期股权投资	4	20	21	22	23
固定资产	1759	2400	2520	2646	2778
在建工程	701	334	351	368	387
非流动资产合计	2896	3354	3500	3656	3821
资产总计	6998	8848	10354	12257	14341
流动负债合计	1502	1779	2078	2132	2021
非流动负债合计	549	1227	1227	1231	1239
负债合计	2051	3007	3305	3364	3260
少数股东权益	1	0	0	0	1
股东权益合计	4947	5841	7049	8893	11081
负债及股东权益合计	6998	8848	10354	12257	14341

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	994	885	991	1090	1417
投资活动产生的现金流量净额	-872	-740	-666	-200	-599
筹资活动产生的现金流量净额	-125	229	252	378	567
现金及现金等价物净增加额	-19	368	577	1269	1385

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。