

2024年09月24日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

27

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/9/23)	22.53		
深证成指(2024/9/23)	8083.38		
股价 12 个月高/低	26.58/15.2		
总发行股数(百万)	569.98		
A 股数(百万)	566.68		
A 市值(亿元)	127.67		
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司 (43.95%)		
每股净值(元)	12.78		
股价/账面净值	1.76		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	18.6	13.2	-3.5

### 近期评等

2024.01.25	区间操作	18.40
2024.08.30	买进	20.82

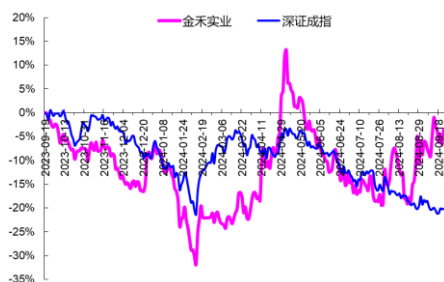
### 产品组合

食品添加剂	54.1%
大宗化工原料	34.0%
功能性化工中间体原料	4.4%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.62%
一般法人	46.19%

### 股价相对大盘走势



## 金禾实业 (002597.SZ)

Buy 买进

### 三氯蔗糖再发涨价函，供需格局正在改善

事件：9月23日，公司发布涨价函，再次上调主要甜味剂产品三氯蔗糖价格。

结论与建议：甜味剂价格经历了近两年的景气下行，价格已经跌破成本线，8月以来三氯蔗糖涨价函频发，价格开始修复，叠加多家公司停车挺价，三氯蔗糖供需格局逐渐改善。公司是甜味剂行业龙头，三氯蔗糖产能行业领先，看好公司盈利反弹，维持“买进”评级。

■ **多次涨价落地，三氯蔗糖挺价见效：**8月以来，公司多次发布三氯蔗糖涨价函。8月28日，公司首发涨价函，将三氯蔗糖价格从10万元/吨调到15万元/吨，产业多家公司也跟随涨价。9月11日，公司再次发布涨价函，将三氯蔗糖价格提高至20万元/吨。9月23日，公司再次涨价，三氯蔗糖涨价至21万元/吨。目前三氯蔗糖价格较涨价前已经提高11万元/吨，MOM+110%，产品盈利水平得到修复。三氯蔗糖涨价成功，主要是前期跌破成本价，且行业供给集中度较高，生产企业联合后在议价和停车两月保价两方面达成一致。价格上涨期间，下游买涨不买跌，信心得到提振，库存去化也更加顺利。目前据百川盈孚，三氯蔗糖工厂库存从8月23日的823吨左右降至9月20日的541吨左右，前期库存得到消化。公司目前拥有三氯蔗糖产能1.3万吨，产能全球领先。产品价格上涨落地，行业供需格局改善，看好公司三氯蔗糖盈利回升。

■ **涨价提振信心，看好安赛蜜涨价：**三氯蔗糖价格上涨也提振了其他甜味剂信心，目前公司另一核心产品安赛蜜价格也有上涨趋势。9月11日，公司也提高了安赛蜜价格，从3.4万元提升至3.9万元/吨。此前公司在4月和7月两次提高麦芽酚价格，也已经实现落地。根据百川盈孚，当前安赛蜜工厂库存较上月也环比下降11%，后续我们看好安赛蜜复制麦芽酚、三氯蔗糖涨价路径，提升利润空间。公司安赛蜜产能1.4万吨，国内市占率达37.8%，后续有望充分受益于安赛蜜的利润修复。

■ **出口向好，甜味剂行业信心：**目前甜味剂出口依然向好，2024年前8个月三氯蔗糖累计出口1.21万吨，yoy+21%，安赛蜜出口1.29万吨，yoy+30%。海外需求依然维持强劲，国内库存逐步消化，看好甜味剂行业景气反转。

■ **定远二期稳步推进，打开成长空间：**公司“定远二期项目第一阶段”主要项目工程设的工作已经完成，包括年产60万吨硫酸、年产6万吨离子膜烧碱、年产6万吨离子膜钾碱、15万吨双氧水等主体项目建设，并陆续进入试生产状态。定远二期项目总投资99亿元，预计2027年建设完成，建成后将助力公司营收业绩再上一个新台阶。

■ **盈利预测：**我们上修盈利预测，预计公司2024/2025/2026年分别实现净利润6.9/8.5/10.2亿元（前值6.4/8.0/9.6亿元），yoy-3%/+24%/+21%，

折合 EPS 为 1.20/1.49/1.79 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 19/15/13 倍, 估值合理, 甜味剂低点已过, 业绩风险也已经释放, 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		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,695	704	686	848	1,023
同比增减	%	44.00%	-58.46%	-2.63%	23.66%	20.66%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.02	1.24	1.20	1.49	1.79
同比增减	%	44.00%	-59.12%	-2.62%	23.66%	20.66%
A 股市盈率(P/E)	X	7.46	18.24	18.73	15.15	12.55
股利 (DPS)	RMB 元	0.8	0.2	0.3	0.4	0.6
股息率 (Yield)	%	3.55%	0.89%	1.33%	1.78%	2.66%

### 【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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7250	5311	5350	6441	7563
经营成本	4701	4065	4131	4936	5753
研发费用	242	235	232	274	315
营业税金及附加	63	49	50	60	70
销售费用	53	45	45	54	64
管理费用	179	250	252	303	356
财务费用	-15	-10	-10	-12	-14
资产减值损失	-38	-22	-13	-12	-12
投资收益	68	49	52	54	57
营业利润	1948	798	781	965	1163
营业外收入	1	4	4	4	5
营业外支出	26	7	7	7	8
利润总额	1922	795	774	957	1155
所得税	228	91	88	109	132
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	1695	704	686	848	1023

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2360	2336	2566	2903	3370
应收账款	733	533	586	645	709
存货	627	784	862	948	1043
流动资产合计	6718	5084	6130	6775	7579
长期股权投资	19	15	16	17	17
固定资产	2751	2729	2866	3009	3160
在建工程	79	944	991	1041	1093
非流动资产合计	3622	4629	4945	5209	5492
资产总计	10341	9712	11075	11984	13071
流动负债合计	2527	1994	1875	1940	2009
非流动负债合计	778	577	677	796	936
负债合计	3305	2571	2552	2735	2945
少数股东权益	2	2	2	2	3
股东权益合计	7036	7141	7827	8675	9699
负债及股东权益合计	10341	9712	10379	11411	12644

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	2155	1234	1357	1561	1795
投资活动产生的现金流量净额	-519	255	153	183	220
筹资活动产生的现金流量净额	-346	-1422	-1279	-1407	-1548
现金及现金等价物净增加额	1319	65	231	337	467

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)有限公司相信用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j @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j @。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。