

2023年07月17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(2023/7/17)	23.70		
深证成指(2023/7/17)	11080.32		
股价 12 个月高/低	45.6/21.74		
总发行股数(百万)	560.93		
A 股数(百万)	557.17		
A 市值(亿元)	132.05		
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司 (44.66%)		
每股净值(元)	11.89		
股价/账面净值	1.99		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	4.1	-16.5	-42.6

近期评等

2022.09.26	买进	38.87
2023.01.10	买进	32.60

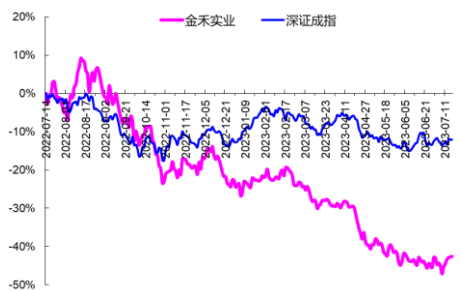
产品组合

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)

Trading Buy 区间操作

代糖景气弱勢，静待触底反弹

事件：公司发布2023年半年度业绩预告，2023年H1预计实现归母净利润3.85-4.25亿元，yoy-50.21%至-54.90%，业绩略低于预期。Q2单季度实现归母净利润1.40~1.80亿元，yoy-56.36%至-66.07%，qoq-26.73%至-43.04%。

结论与建议：2023年以来，代糖价格下行，拖累公司业绩，叠加2022年高基期，公司业绩同比下滑明显。目前代糖产品价格已在底部，静待后续景气回暖，给予“区间操作”评级。

■ **景气弱势，业绩下滑：**公司主营产品代糖景气下行，安赛蜜和三氯蔗糖价格下滑幅度较大。据百川盈孚，23Q2 安赛蜜均价为 5.5 万元/吨

(yoy-26%，qoq-8%)，三氯蔗糖均价为 17 万元/吨 (yoy-55%，qoq-25%)，甲基麦芽酚均价为 9 万元/吨 (yoy-18%，qoq-8%)，乙基麦芽酚均价为 6.6 万元/吨 (yoy-29%，qoq-8%)。主营产品价格下滑影响公司业绩，叠加 2022 年高基期，公司业绩下滑明显。此外，公司第二期核心员工持股计划以及 2022 年限制性股票激励计划上半年确认股份支付费用约 0.44 亿元，也影响了公司盈利。

■ **海内外需求弱势，静待代糖景气复苏：**23H1 受海外去库存及终端需求偏弱等影响，代糖产品景气整体承压。2023 年 1-5 月，三氯蔗糖出口 6016 吨，yoy-1.76%，安赛蜜出口 5902 吨，yoy-4.40%。目前来看，代糖价格已在底部区间，7 月 17 日安赛蜜均价为 4.5 万元/吨(较 Q2 均价下滑 18%)，三氯蔗糖均价 14.5 万元/吨 (较 Q2 均价下滑 15%)，甲基麦芽酚均价 9 万元/吨 (较 Q2 均价持平)，乙基麦芽酚均价 6.5 万元/吨 (较 Q2 均价下滑 1%)，静待主营产品景气复苏。

■ **成长动力充足，一体化优势明显：**公司后续成长动力充足，2023 年 1000 吨的阿洛酮糖装置投产贡献业绩。此外公司投资 99 亿元，规划建设定远二期项目，其中包括年产 60 万吨硫酸、年产 20 万吨高纯度氯化亚砷(首期 10 万吨)、年产 6 万吨氯磺酸、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、6 万吨产能的山梨酸钾项目(首期 3 万吨)、1 万吨三氯蔗糖等，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：**考虑到代糖景气仍弱，我们下调盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年实现净利润 8.83/10.81/13.64 亿元(前值 13.55/14.60/18.28 亿元)，yoy-48%/+22%/+26%，折合 EPS 为 1.57/1.93/2.43 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 15/12/10 倍，估值合理，给予“区间操作”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		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,177	1,695	883	1,081	1,364
同比增减	%	63.82%	44.00%	-47.92%	22.43%	26.23%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.10	3.02	1.57	1.93	2.43
同比增减	%	63.82%	44.00%	-47.92%	22.43%	26.23%
A 股市盈率(P/E)	X	11.29	7.84	15.06	12.30	9.75
股利 (DPS)	RMB 元	0.65	0.8	0.7	0.8	1
股息率 (Yield)	%	2.74%	3.38%	2.95%	3.38%	4.22%

【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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5845	7250	5969	6596	7975
经营成本	4199	4701	4440	4795	5749
研发费用	183	242	196	212	251
营业税金及附加	33	63	52	57	69
销售费用	69	53	44	49	59
管理费用	150	179	162	179	217
财务费用	23	-15	12	14	17
资产减值损失	-8	-38	-23	-23	-23
投资收益	119	68	71	75	78
营业利润	1385	1948	1029	1255	1578
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	22	26	27	29	30
利润总额	1364	1922	1001	1226	1547
所得税	187	228	119	145	183
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	1177	1695	883	1081	1364

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1985	2360	2448	2613	2783
应收账款	505	733	879	967	1064
存货	506	627	816	897	987
流动资产合计	5494	6718	8294	8914	9580
长期股权投资	20	19	20	21	22
固定资产	2400	2751	2806	2946	3094
在建工程	334	79	90	95	100
非流动资产合计	3354	3622	3832	4074	4282
资产总计	8848	10341	12126	12988	13862
流动负债合计	1779	2527	3683	3299	2611
非流动负债合计	1227	778	917	1082	1279
负债合计	3007	3305	4600	4381	3890
少数股东权益	0	2	2	2	3
股东权益合计	5841	7035	7526	8607	9971
负债及股东权益合计	8848	10341	12126	12988	13862

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	885	2155	970	1067	1440
投资活动产生的现金流量净额	-740	-519	-467	-280	-336
筹资活动产生的现金流量净额	229	-346	-415	-622	-933
现金及现金等价物净增加额	368	1319	88	164	171

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。