

2021年6月29日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

43

公司基本资讯

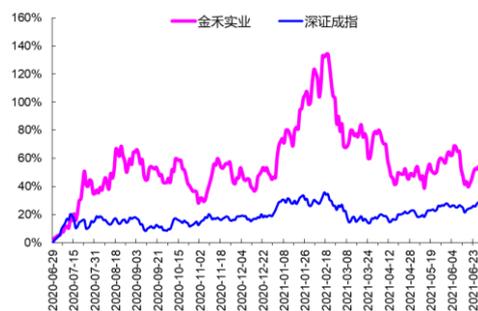
產業別	食品饮料		
A 股价(2021/6/28)	33.75		
深证成指(2021/6/28)	15150.17		
股價 12 個月高/低	53.62/21.74		
總發行股數(百萬)	560.91		
A 股數(百萬)	559.48		
A 市值(億元)	188.82		
主要股東	安徽金瑞投资集团有限公司 (44.66%)		
每股淨值(元)	8.49		
股價/賬面淨值	3.97		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.4	-14.4	54.2

近期评等
产品组合

食品添加剂	52.4%
大宗化工原料	36.3%
功能性化工中间体原料	5.8%
其他	4.0%
医药中间体	1.5%

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
健康意识觉醒，代糖产业龙头崛起
结论与建议：

公司发布 2021 年半年度业绩预告，2021H1 实现归母净利润 4.30-4.80 亿元，yoy+21%-35%；Q2 实现归母净利润 2.20-2.70 亿元，yoy+7%-32%，qoq+5%-29%。

疫情催化了公众健康意识的觉醒，“控糖”正成为新一代潮流，代糖产业发展速度加快，甜味剂领域将迎来进一步成长。公司是全球甜味剂产业龙头，拥有全球最大的安赛蜜和三氯蔗糖产能，定价能力强，产业链齐全，未来成长有望提速。首次覆盖给予“买进”评级。

■ **健康意识觉醒，代糖市场前景广阔：**随着消费者生活水平的提高，健康饮食理念越来越深入人心。而糖分摄入过量导致的糖尿病、心血管疾病、肥胖、龋齿等问题逐渐被重视，“控糖”正在成为新潮流。海外多个国家已经征收糖税，我国也在政策层面上不断鼓励低糖饮食。2019 年，国务院发布《健康中国行动计划》，鼓励消费者减少蔗糖摄入量，倡导食品生产经营者使用食品安全标准允许使用的天然甜味物质和甜味剂取代蔗糖。2021 年，《深圳经济特区健康条例》鼓励生产低盐、低油、低糖、无糖食品。低糖理念的流行和减糖政策的实施将为代糖市场带来广阔的成长空间。当前全球甜味剂市场达 400 亿美元，蔗糖和果糖、葡萄糖占比达 90%，人工合成甜味剂仅占 9%，未来代糖产品有望加速替代，进一步提高行业市占率。

■ **主营产品优势明显，新一代甜味剂正在崛起：**人工甜味剂既能带来甜味，又不产生热量，目前在食品饮料、个人护理、医药制造等行业有广泛应用。但传统甜味剂糖精、甜蜜素、阿斯巴甜等在风味和安全性上有所欠缺，逐渐被新一代甜味剂取代。公司主营产品安赛蜜、三氯蔗糖属于第四、第五代甜味剂，安全性高、甜味纯正，两者甜度分别为蔗糖的 200 倍和 650 倍，价格分别为 6.2 和 22 万元/吨，价甜比相对蔗糖更低，对于食品饮料厂商来说成本优势更明显。2019 年，全球人工甜味剂市场中三氯蔗糖、阿斯巴甜及安赛蜜分别占比 24%、24%及 12%，三氯蔗糖后来居上，以微弱的优势位列第一，未来安赛蜜和三氯蔗糖的市占率有望进一步提高。公司作为全球领先的安赛蜜和三氯蔗糖甜味剂产品的研发、生产、销售企业，基于产品成本的不断优化，产能的不断释放，奠定了公司行业地位的基础。公司目前拥有安赛蜜产能 1.2 万吨，三氯蔗糖产能 0.8 万吨，两项产品产能均为全球第一，国内市占率分别达 77%和 41%，定价权优势明显。

■ **全产业链布局，高筑成本护城河：**公司拥有食品添加剂、大宗化工原料、功能性化工品及中间体等多个版块。其中食品添加剂版块的安赛蜜、三氯蔗糖和甲、乙基麦芽酚，产能均为全球龙头。公司大宗化工原料产业链为甜味剂和香精香料产品提供原料，全产业链布局使得公司在成本控制、抗风险能力方便具备协同优势。公司还在定远投资建设循环经济产业园，针对公司现有化工产品上游原料的开发，实现产业链的垂直一体化整合，提高综合竞争能力。定远项目包括 3 万吨双乙烯酮、8 万吨氯化亚砷和 2 万吨糠醛，分别对应安赛蜜、三氯蔗糖和甲乙基麦芽酚上游原料，投产后进一步降低生产成本。此外，定远一期项目 4500 吨佳乐麝香溶液、1000 吨咪喃铵盐等 2020 年已建设完成，21 年将逐步放量，定远二期项目包括从乙醇到巴豆醛的一体化产能和 3 万吨山梨酸钾以及其上游原料产能，将进一步丰富公司主营产品，为公司成长保驾护航。

■ **盈利预测：**我们预计公司 21/22/23 年实现净利润 10/12/14 亿元，yoy+45%/+16%/+18%，折合 EPS 为 1.86/2.16/2.54 元，目前股价对应的 PE 为 18/16/13 倍。鉴于公司主营产品景气度高，业绩有保障，未来成长

空间大，維持“買進”評級。

■ **風險提示：** 1、公司產品價格不及預期； 2、新產能釋放不及預期；

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	809	719	1,042	1,209	1,425
同比增減	%	-11.28%	-11.16%	45.06%	15.99%	17.84%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.45	1.28	1.86	2.16	2.54
同比增減	%	-11.28%	-11.50%	45.06%	15.99%	17.84%
A 股市盈率(P/E)	X	23.32	26.35	18.16	15.66	13.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.54	0.45	0.45	0.45	0.45
股息率 (Yield)	%	1.60%	1.33%	1.33%	1.33%	1.33%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3972	3666	4563	5289	6213
经营成本	2729	2674	3109	3587	4190
研发费用	137	120	142	162	186
营业税金及附加	32	25	31	36	43
销售费用	131	54	67	78	91
管理费用	86	122	152	176	206
财务费用	-19	-3	22	26	30
资产减值损失	-13	-4	-4	-4	-4
投资收益	29	51	54	56	59
营业利润	940	840	1214	1408	1658
营业外收入	6	1	1	1	1
营业外支出	8	10	10	11	11
利润总额	937	830	1205	1397	1647
所得税	129	112	162	188	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	809	719	1042	1209	1425

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1776	1139	1257	2095	3313
应收账款	220	295	325	341	358
存货	373	340	357	364	401
流动资产合计	4000	4102	4667	5589	6923
长期股权投资	4	4	5	5	5
固定资产	1774	1759	2498	2623	2754
在建工程	53	701	736	773	850
非流动资产合计	2149	2896	3681	3846	4074
资产总计	6149	6998	8348	9435	10997
流动负债合计	1125	1502	1631	1752	1877
非流动负债合计	543	549	980	989	1001
负债合计	1667	2051	2611	2741	2878
少数股东权益	0	1	1	1	2
股东权益合计	4482	4947	5737	6694	8119
负债及股东权益合计	6149	6998	8348	9435	10997

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	906	994	1093	1367	1640
投资活动产生的现金流量净额	-1237	-872	-837	-419	-335
筹资活动产生的现金流量净额	-337	-125	-138	-110	-88
现金及现金等价物净增加额	-657	-19	118	838	1217

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。