

2024年11月04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(2024/11/1)	22.95
深证成指(2024/11/1)	10455.50
股价 12 个月高/低	27.88/15.2
总发行股数(百万)	569.98
A 股数(百万)	566.68
A 市值(亿元)	130.05
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司 (43.95%)
每股净值(元)	13.09
股价/账面净值	1.75
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.6 14.5 6.3

### 近期评等

2024.08.30	买进	20.82
2024.09.24	买进	22.53

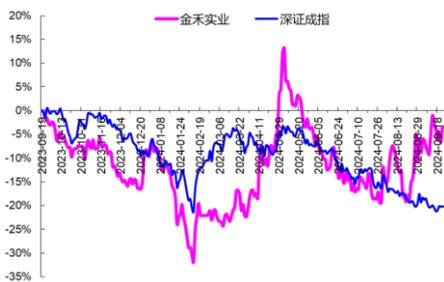
### 产品组合

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	11.0%
一般法人	46.0%

### 股价相对大盘走势



## 金禾实业 (002597.SZ)

Buy 买进

### 甜味剂低点已过，看好业绩持续修复

**事件1:** 公司发布2024年三季报，前三季度公司实现营业收入40.43亿元，yoy-1%；实现归母净利润4.09亿元，yoy-27%。Q3单季实现营收15.04亿元，yoy+6%，qoq+14%；实现归母净利润1.62亿元，yoy+1%，qoq+38%，扣非后归母净利润为1.27亿元，yoy-20%，qoq-1%，扣非净利润略低于预期。

**事件2:** 公司公告计划投资20亿元建设年产20万吨合成氨粉煤气化替代落后工艺项目。

**点评:** 甜味剂价格低点已过，公司业绩迎来修复。8月行业甜味剂价格触底，后行业集中挺价，三氯蔗糖价格开始修复。9月公司对另一主要产品安赛蜜发出涨价函。我们看好涨价落地，公司盈利将继续反弹，维持“买进”评级。

■ **Q3 营收业绩双增，毛利率仍待修复:** 公司 Q3 归母净利润同环比修复，扣非净利润环比微降。单季非经常性损益主要受公允价值变动影响，Q3 单季公司公允价值变动收益 3168 万元，同比增加 5368 万元，环比增加 4276 万。Q3 公司毛利率 19.52%，同比下降 3.92pcts，环比下降 0.62pct。我们认为主要是 8 月公司主营甜味剂产品价格触底，以及大宗商品价格弱势，定远新项目产能初步释放影响。

■ **甜味剂低点已过，看好涨价拉动盈利:** 甜味剂价格经历两年低谷后，在 8 月触底，跌破行业成本线。因此 8 月底行业内多家企业进行多次挺价，将三氯蔗糖价格从 10 万元/吨调到 21 万元/吨。9 月 11 日，公司又对另一核心产品安赛蜜进行提价，从 3.4 万元提升至 3.9 万元/吨。有三氯蔗糖涨价成功的前例，我们对此安赛蜜复制涨价路径持看好态度。受涨价影响，Q3 三氯蔗糖均价为 12.3 万元/吨 (yoy-13%，qoq+17%)；安赛蜜涨价较晚，季均价体现不明显，Q3 安赛蜜均价为 3.5 万元/吨 (yoy-17%，qoq-6%)。但展望 Q4，预计甜味剂价格依然修复上涨，11 月 4 日三氯蔗糖均价 21 万元/吨，安赛蜜均价 3.8 万元/吨，较 Q3 均价都有上涨。我们预计公司两大主营产品 Q4 盈利能力都有回升，公司业绩有望环比修复。

■ **新增煤气化产能升级，定远二期逐步投产:** 公司公告计划投资 20 亿元在来安化工园区建设年产 20 万吨合成氨粉煤气化项目替代落后的固定床气化项目，预计建设时间为 2 年。此次项目升级完成后，可实现产品液氨 10.18 万吨/年，氢气 6.64 万 kNm<sup>3</sup>/年，一氧化碳 1.6 万 kNm<sup>3</sup>/年，碳酸氢铵 20 万吨/年，根据谨慎性预测，正常年份年销售收入为 9.4 亿元。项目建成后将有助于公司资源的高效利用，降低生产成本，提升生产效率，增强产品市场竞争力。此前公司“定远二期项目第一阶段”主要项目已经进入试生产，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。定远二期项目的产能释放将助力公司业绩进一步增长。

■ **盈利预测:** 我们维持盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年分别实现净利润 6.41/7.96/9.64 亿元，yoy-9%/+24%/+21%，折合 EPS 为

1. 12/1.40/1.69 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 20/16/14 倍，估值合理，公司业绩低点已过，我们看好后续业绩回暖，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	641	796	964
同比增减	%	44.00%	-58.46%	-9.02%	24.21%	21.16%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.02	1.24	1.12	1.40	1.69
同比增减	%	44.00%	-59.12%	-9.02%	24.21%	21.16%
A 股市盈率(P/E)	X	7.59	18.58	20.42	16.44	13.57
股利 (DPS)	RMB 元	0.8	0.2	0.3	0.4	0.6
股息率 (Yield)	%	3.49%	0.87%	1.31%	1.74%	2.61%

**【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	5275	6327	7443
经营成本	4701	4065	4111	4892	5712
研发费用	242	235	229	269	310
营业税金及附加	63	49	49	59	69
销售费用	53	45	44	53	63
管理费用	179	250	248	298	351
财务费用	-15	-10	-10	-12	-14
资产减值损失	-38	-22	-17	-12	-12
投资收益	68	49	52	54	57
营业利润	1948	798	730	906	1096
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	723	898	1089
所得税	228	91	83	103	124
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	1695	704	641	796	964

**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	2615	2610	2592
非流动负债合计	778	577	677	796	936
负债合计	3305	2571	3293	3406	3528
少数股东权益	2	2	2	2	3
股东权益合计	7036	7141	7782	8578	9543
负债及股东权益合计	10341	9712	11075	11984	13071

**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。