

2025 年 04 月 18 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

28

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2025/4/17)	23.78
深证成指(2025/4/17)	9759.05
股价 12 个月高/低	27.88/18.64
总发行股数(百万)	569.98
A 股数(百万)	566.96
A 市值(亿元)	136.01
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司 (43.95%)
每股净值(元)	13.33
股价/账面净值	1.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.0 -0.4 15.9

近期评等

2024.08.30	买进	20.82
2024.09.24	买进	22.53
2024.11.04	买进	23.92

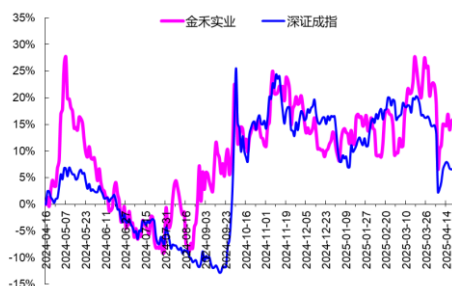
产品组合

食品添加剂	53.2%
大宗化工原料	35.1%
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	8.4%
一般法人	46.1%

股价相对大盘走势



金禾实业 (002597.SZ)

Buy 买进

Q1 业绩超预期增长，看好利润持续修复

事件1：公司发布2024年年报，公司实现营业收入53.03亿元，yoy-0.15%；实现归母净利润5.57亿元，yoy-21%，业绩低于预期。Q4单季实现营收12.60亿元，yoy+4%,qoq-16%；实现归母净利润1.48亿元，yoy+5%,qoq-9%。公司2024年利润分配方案为10派8.3元，分红比例大幅提高至88.58%，以2025年4月17日收盘价计，股息率达3.47%。

事件2：公司同时发布一季度业绩预告，2025年Q1单季预计实现归母净利润2.3至2.5亿元，yoy+78%至+94%,qoq+56%至+69%，业绩预告增长超预期。

点评：2025年Q1公司业绩预告超预期增长，我们认为主要是甜味剂价格低点已过，公司业绩明显修复。2024年年中行业甜味剂价格触底，但厂商集中挺价，三氯蔗糖、甲/乙基麦芽酚涨价逐步落地，价格较低点明显反弹。看好公司主营甜味剂业务业绩持续修复，定远项目产能充分释放，维持“买进”评级。

■ **甜味剂价格修复，涨价推动 25Q1 业绩反弹：**2025 年 Q1 甜味剂价格同比大幅修复，带动公司业绩增厚。2025 年 Q1 三氯蔗糖均价 25 万元/吨，yoy+78%，甲基麦芽酚均价 10 万元/吨，yoy+63%，乙基麦芽酚均价 7.9 万元/吨，yoy+25%。三氯蔗糖价格在 2024 年 8 月触底，跌破行业成本线。因此 2024 年 8 月开始行业内多家企业进行多次挺价，三氯蔗糖价格从 10 万元/吨低点涨至 24 年年底 24 万元/吨，2025 年 Q1 继续上涨至 25 万元/吨。甲基麦芽酚和乙基麦芽酚价格自 2024 年 4 月低点的 6 万元/吨和 5.7 万元/吨上涨至年末 10 万元/吨和 7.8 万元/吨，25 年 Q1 涨至 10 万元/吨和 8 万元/吨。目前来看，甜味剂价格仍在持续反弹，看好公司业绩维持修复态势。公司另一核心产品安赛蜜价格在 2024 年 9 月触底，目前价格自低点 3.4 万元提升至 3.8 万元/吨，25 年 Q1 安赛蜜均价 3.72 万元/吨，yoy-7%。看好后续公司安赛蜜等其他产品价格也复制三氯蔗糖等产品的涨价路径，实现公司利润的进一步修复。

■ **24 年业绩筑底，价格下降拖累毛利率：**2024 年甜味剂和大宗化学品价格处于底部区间，拖累公司业绩。2024 年公司主营产品三氯蔗糖 15.3 万元/吨，yoy-18%，安赛蜜均价 3.8 万元/吨，yoy-25%，甲基麦芽酚均价 7.5 万元/吨，yoy-12%，乙基麦芽酚均价 8.3 万元/吨，yoy+28%。分板块来看，公司食品添加剂版块实现营收 27.53 亿元，yoy-4.7%，版块毛利率同比下降 5.61pct 到 27.15%。大宗化学品版块实现营收 18.18 亿元 yoy+2.6%，版块毛利率同比下降 3.1pct 到 7.11%。2024 年公司综合毛利率 19.19%，同比下降 4.28pcts。2025 年来看，随着甜味剂价格回暖，定远新增项目步入正轨，公司毛利率料将回升。2024 年公司期间费用率维持合理水平，其中研发费用率同比增加 0.06pct 到 4.49%，销售费用率同比增加 0.03pct 到 0.87%，管理费用同比降低 1.43pct 到 3.28%，财务费用同比降低 1241 万元。

- **定远二期投产，布局高附加值新材料：**公司定远二期项目年产 60 万吨硫酸、6 万吨离子膜烧碱、6 万吨离子膜钾碱、15 万吨双氧水等核心装置在 2024 年顺利投产。后续公司将在精细化工、生物合成及新材料业务基础上，拓展高附加值的电子化学品、特种材料、功能性材料等产品和领域的布局。目前公司已经依托定远二期项目，建设了年产 8 万吨电子级双氧水项目，后续将持续拓展氢氧化钠、氢氧化钾等湿电子系列化学品。此外公司在新能源领域也有布局，年产 1 万吨新一代锂电池电解质前驱体项目已经完成全部审批手续。后续公司将打造“基础化工—高端材料—终端应用”的一体化产业生态，进一步丰富公司的产品结构，提升公司的综合实力。
- **盈利预测：**我们调整 2025/2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年分别实现净利润 8.65/10.61/11.92 亿元（2025/2026 原值 7.96/9.64 亿元），yoy+55%/+23%/+12%，折合 EPS 为 1.52/1.86/2.09 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 16/13/12 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		2023	2024E	2025E	2026E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	704	557	865	1,061	1,192
同比增减	%	-58.46%	-20.94%	55.32%	22.72%	12.29%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.24	0.98	1.52	1.86	2.09
同比增减	%	-59.12%	-20.94%	55.32%	22.72%	12.29%
A 股市盈率(P/E)	X	19.36	24.49	15.77	12.85	11.44
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.83	0.6	0.6	0.8
股息率 (Yield)	%	0.84%	3.47%	2.51%	2.51%	3.34%

【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）	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	5311	5303	6997	8386	9338
经营成本	4065	4285	5482	6530	7259
研发费用	235	238	308	361	394
营业税金及附加	49	45	59	70	78
销售费用	45	46	61	73	81
管理费用	250	174	230	275	306
财务费用	-10	-12	-16	-20	-22
资产减值损失	-22	-12	-8	-8	-8
投资收益	49	81	85	89	94
营业利润	798	657	1014	1241	1392
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	7	18	18	19	20
利润总额	795	641	995	1222	1372
所得税	91	84	131	160	180
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	704	557	865	1061	1192

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
货币资金	2336	1995	2182	2682	3467
应收账款	533	542	596	655	721
存货	784	609	670	737	810
流动资产合计	5084	4710	5443	6218	7304
长期股权投资	15	33	35	37	38
固定资产	2729	3925	4121	4327	4544
在建工程	944	179	188	198	208
非流动资产合计	4629	5176	5427	5694	5978
资产总计	9712	9886	10870	11912	13282
流动负债合计	1994	1253	1269	1333	1317
非流动负债合计	577	1032	1135	1052	1245
负债合计	2571	2285	2404	2385	2563
少数股东权益	2	2	2	2	3
股东权益合计	7141	7601	8466	9527	10719
负债及股东权益合计	9712	9886	10870	11912	13282

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	1234	750	975	1073	1180
投资活动产生的现金流量净额	255	-1634	-981	-784	-628
筹资活动产生的现金流量净额	-1422	148	192	211	233
现金及现金等价物净增加额	65	-724	187	500	785

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，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@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@，或代他人之户@买卖此份报告内描述之证@。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。