

2022年01月05日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

59

金禾实业 (002597.SZ)

Buy 买进

业绩符合预期，代糖产品量价齐升

结论与建议：

公司发布 2021 年业绩预告，2021 年预计实现归母净利润 9.3-11.5 亿元，yoy+29-60%，扣非归母净利润 8.0-10.4 亿元，yoy+40-83%；其中 Q4 预计实现归母净利润 2.2-4.4 亿元，yoy+17-135%，qoq-21-+59%，扣非净利润 2.1-4.5 亿元，yoy+64-258%，qoq-7-+102%，业绩符合预期。

“控糖”潮流愈演愈烈，代糖产业发展速度加快，公司作为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，维持“买进”评级。

■ **甜味剂量价齐升，公司业绩持续增长：**公司业绩增长主要受益于主营产品量价齐升。21 年 8 月起甜味剂价格大幅上涨，Q4 公司主营产品三氯蔗糖均价达 44.37 万元/吨，yoy+111%，安赛蜜均价 9.34 万元/吨，yoy+56%。同时公司 5000 吨三氯蔗糖项目上半年建设完成，下半年产能持续释放，巩固公司在甜味剂领域的行业地位，2021 年量价双升局面下，公司业绩持续增长。

■ **全球代糖龙头，一体化优势明显：**在全球减糖、低糖化大趋势下，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，龙头优势明显。除此之外，公司在定远建设循环经济产业园，一期 2018 包括 2 万吨糠醛、5000 吨甲乙基麦芽酚、8 万吨氯化亚砷项目，目前已建成并逐步释放产能。二期还有 3 万吨安赛蜜原料双乙烯酮、3 万吨山梨酸钾、木薯原料-乙醇-2 万吨巴豆醛的一体化产能，建成后公司一体化优势将进一步扩大，龙头地位更加稳固。

■ **代糖市场前景广阔，公司发展长期看好：**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。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。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。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，行业市占率进一步提高。

■ **盈利预测：**我们维持盈利预期，预计公司 21/22/23 年实现净利润 11.1/12.8/15.0 亿元，yoy+54%/+16%/+18%，折合 EPS 为 1.97/2.28/2.68 元，目前股价对应的 PE 为 24/21/18 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，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；

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2022/1/4)	47.40
深证成指(2022/1/4)	14791.31
股价 12 个月高/低	54.19/28.08
总发行股数(百万)	560.91
A 股数(百万)	559.48
A 市值(亿元)	265.19
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司 (44.66%)
每股净值(元)	9.27
股价/账面净值	5.12
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.1 17.6 34.7

近期评等

2021.10.29	买入	33.75
2021.6.29	买入	43.71

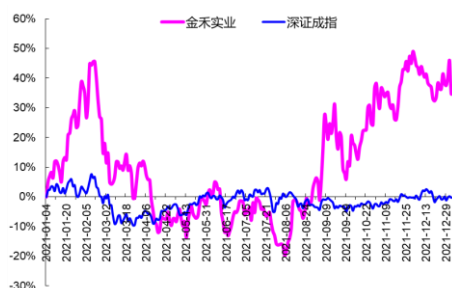
产品组合

食品添加剂	50%
大宗化工原料	39%
功能性化工中间体原料	5%
电	3%
贸易	3%

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



年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	809	719	1,107	1,280	1,504
同比增减	%	-11.28%	-11.16%	54.11%	15.63%	17.43%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.45	1.28	1.97	2.28	2.68
同比增减	%	-11.28%	-11.50%	54.11%	15.63%	17.43%
A 股市盈率(P/E)	X	32.61	36.85	23.91	20.68	17.61
股利 (DPS)	RMB 元	0.54	0.45	0.45	0.45	0.45
股息率 (Yield)	%	1.14%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%

【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）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3972	3666	4898	5664	6636
经营成本	2729	2674	3338	3845	4484
研发费用	137	120	153	173	199
营业税金及附加	32	25	34	39	46
销售费用	131	54	72	83	97
管理费用	86	122	163	188	220
财务费用	-19	-3	24	28	32
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	1289	1491	1749
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	1280	1480	1738
所得税	129	112	172	199	234
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	809	719	1107	1280	1504

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	1480	2389	3685
应收账款	220	295	443	465	489
存货	373	340	357	364	401
流动资产合计	4000	4102	5183	6186	7610
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	351	368	405
非流动资产合计	2149	2896	3245	3402	3619
资产总计	6149	6998	8428	9587	11229
流动负债合计	1125	1502	1631	1752	1877
非流动负债合计	543	549	995	1005	1018
负债合计	1667	2051	2626	2757	2895
少数股东权益	0	1	1	2	2
股东权益合计	4482	4947	5802	6830	8334
负债及股东权益合计	6149	6998	8428	9587	11229

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	1292	1421	1706
投资活动产生的现金流量净额	-1237	-872	-829	-414	-331
筹资活动产生的现金流量净额	-337	-125	-123	-98	-78
现金及现金等价物净增加额	-657	-19	341	909	1296

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i @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i @。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。