

研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 陈云 S0350122060052
 chenyl7@ghzq.com.cn

短期业绩承压，甜味剂静待改善

——金禾实业（002597）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
金禾实业	14.0%	2.8%	-28.2%
沪深 300	-1.6%	6.4%	-14.2%

市场数据

市场数据	2024/04/16
当前价格(元)	20.87
52 周价格区间(元)	15.33-30.36
总市值(百万)	11,895.38
流通市值(百万)	11,826.59
总股本(万股)	56,997.51
流通股本(万股)	56,667.88
日均成交额(百万)	190.65
近一月换手(%)	1.24

相关报告

《金禾实业（002597）2023 年三季报点评：三季度业绩环比改善，定远二期项目稳步推进（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-11-03

《金禾实业（002597）事件点评：短期业绩承压，新项目新产品驱动成长（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-09-07

《金禾实业(002597.SZ)2022 年报及 2023 年一季报点评：2023Q1 短期承压，定远二期驱动公司成长（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》——

事件：

2024 年 4 月 16 日，金禾实业发布 2023 年报：2023 年公司实现营业收入 53.11 亿元，同比下降 26.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.04 亿元，同比减少 58.46%；加权平均净资产收益率为 10.03%，同比下降 17.00 个百分点。销售毛利率 23.47%，同比减少 11.70 个百分点；销售净利率 13.26%，同比减少 10.11 个百分点。

其中，公司 2023Q4 实现营收 12.18 亿元，同比-29.29%，环比-14.15%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比-61.20%，环比-12.24%；ROE 为 2.00%，同比下降 3.30 个百分点，环比下降 0.33 个百分点。销售毛利率 22.36%，同比下降 14.87 个百分点，环比下降 1.09 个百分点；销售净利率 11.55%，同比下降 9.50 个百分点，环比增加 0.26 个百分点。

投资要点：

■ 主营产品价格回落，公司业绩有所下滑

2023 年公司实现营业收入 53.11 亿元，同比下降 26.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.04 亿元，同比减少 58.46%。公司业绩下滑主要系两大板块食品添加剂及大宗化学品中主营产品大部分价格自高位回落所致。据百川盈孚：食品添加剂板块，主营产品安赛蜜、三氯蔗糖、乙基麦芽粉、甲基麦芽酚 2023 年均价分别为 4.82、16.72、6.51、8.3 万元/吨，同比分别下滑 35.30%、56.06%、26.85%、26.22%；大宗化学品板块，主营产品双氧水、三聚氰胺 2023 年均价分别为 980.31、7213.65 元/吨，同比分别+8.97%、-20.48%。随着产品售价下滑，2023 年，公司食品添加剂、大宗化学品板块毛利率分别下滑 15.01%、4.35%至 32.76%、10.21%。公司采取以量补价策略，且随着三氯蔗糖技改项目投产，2023 年，食品添加剂、大宗化学品销量分别为 4.11、143.80 万吨，同比分别+15.68%、+11.37%。

期间费用方面，2023 年公司销售/管理/财务费用率分别为 0.84%/4.71%/-0.18%，同比+0.10/+2.24/+0.02pct。其中，管理费用增加较多主要系本期摊销的股份支付费用增加所致。

2023-05-03

《金禾实业（002597）事件点评：2022 年业绩高速增长，看好公司中长期成长（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-01-06

《金禾实业（002597）三季报点评：Q3 业绩高速增长，定远二期打开中长期成长（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2022-10-18

■ 2023Q4 甜味剂景气度仍弱，近期麦芽酚价格提振

2023Q4，公司实现营收 12.18 亿元，同比-29.29%，环比-14.15%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比-61.20%，环比-12.24%。2023Q4，由于主营产品景气度仍较弱，公司归母净利润同环比均有所下滑。据百川盈孚，安赛蜜、三氯蔗糖、乙基麦芽粉、甲基麦芽酚 2023Q4 均价分别为 3.96、13.47、5.88、6.16 万元/吨，环比分别下滑 6.60%、9.26%、9.50%、26.95%。2024Q1，甜味剂景气度仍然较弱，安赛蜜、三氯蔗糖、乙基麦芽粉、甲基麦芽酚均价继续下滑至 3.80、12.50、5.70、6.00 万元/吨。在景气度持续低迷，行业亏损已久的背景下，4 月 10 日，麦芽酚主力生产企业发布涨价函，甲基麦芽酚提升至 9 万元/吨，乙基麦芽酚提至 7 万元/吨，随着行业供需格局加速改善，甜味剂价格有望得到有效提振。

■ 股票回购持续进行，彰显公司长远发展信心

2023 年 5 月 6 日，公司发布公告，公司拟以不低于人民币 1 亿元且不超过人民币 2 亿元的自有资金回购公司已发行的人民币普通股股票，用于员工持股计划或股权激励。2023 年 8 月 26 日，公司发布关于回购公司股份方案变更的公告，公司拟将正在实施的回购股份方案的资金总额增加至不低于人民币 2.5 亿元且不超过人民币 5.0 亿元。回购计划的实施以及回购总金额的调增，彰显出公司长远发展的信心。同时，回购股份用于员工持股计划或股权激励，将进一步建立和完善公司长期、有效的激励约束机制，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人员和业务骨干，有效地将公司、股东和员工利益紧密结合在一起，实现公司中长期发展目标。截至 2024 年 3 月 31 日，公司已回购股份 1151.95 万股，成交金额 2.45 亿元。

■ 盈利预测和投资评级

基于 2023 年表现，我们调整了公司盈利预期，预计公司 2024-2026 年营业收入分别 61.87、69.44、77.04 亿元，归母净利分别 8.00、10.29、12.12 亿元，对应的 PE 分别为 14.86、11.56 和 9.81 倍。考虑到公司为三氯蔗糖龙头，一体化优势显著，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；新产能扩张不及预期风险；行业竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5311	6187	6944	7704
增长率(%)	-27	17	12	11
归母净利润(百万元)	704	800	1029	1212
增长率(%)	-58	14	29	18
摊薄每股收益(元)	1.27	1.40	1.81	2.13
ROE(%)	10	10	12	12
P/E	17.25	14.86	11.56	9.81
P/B	1.75	1.50	1.36	1.22
P/S	2.35	1.92	1.71	1.54
EV/EBITDA	10.26	8.78	6.97	5.52

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1: 公司业绩分产品

指标		2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2022	2023	2023同比
食品添加剂	营业收入 (亿元)	22.20	23.38	15.09	13.81	45.58	28.90	-36.59%
	营业成本 (亿元)	12.52	11.28	9.96	9.47	23.81	19.43	-18.39%
	毛利润 (亿元)	9.68	12.09	5.13	4.34	21.77	9.47	-56.50%
	毛利率 (%)	43.60%	51.73%	34.00%	31.43%	47.77%	32.76%	-15.01%
大宗化学品	营业收入 (亿元)	10.52	10.01	8.54	9.17	20.53	17.71	-13.74%
	营业成本 (亿元)	8.16	9.38	7.84	8.07	17.54	15.91	-9.31%
	毛利润 (亿元)	2.35	0.63	0.70	1.10	2.99	1.81	-39.49%
	毛利率 (%)	22.39%	6.31%	8.20%	12.00%	14.56%	10.21%	-4.35%
整体	总营收 (亿元)	36.00	36.50	26.75	26.36	72.50	53.11	-26.74%
	总营业成本 (亿元)	23.43	23.58	20.33	20.32	47.01	40.65	-13.53%
	销售毛利润 (亿元)	12.57	12.92	6.42	6.04	25.49	16.46	-35.43%
	毛利率 (%)	34.92%	35.40%	24.00%	22.91%	35.16%	30.99%	-4.17%
	销售净利润 (亿元)	8.54	8.41	4.03	3.01	16.95	7.04	-58.47%
	净利率 (%)	23.71%	23.05%	15.07%	11.42%	23.37%	13.26%	-10.11%

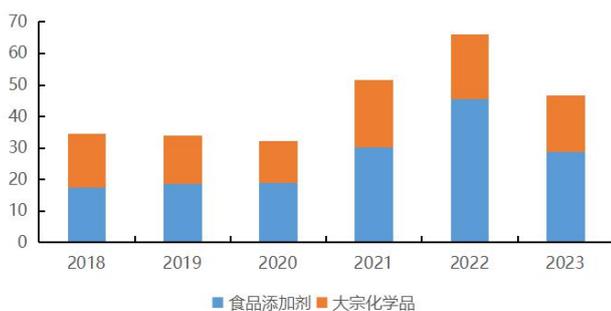
资料来源: wind, 国海证券研究所

表 2: 主要产品市场价格变化情况 (万元/吨)

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
安赛蜜	7.10	7.02	6.00	5.14	4.24	3.96	3.80
三氯蔗糖	39.91	31.42	22.48	16.25	14.85	13.47	12.50
麦芽酚乙基	8.50	8.00	7.12	6.55	6.50	5.88	5.70
麦芽酚甲基	11.00	11.00	9.75	9.00	8.32	6.16	6.00

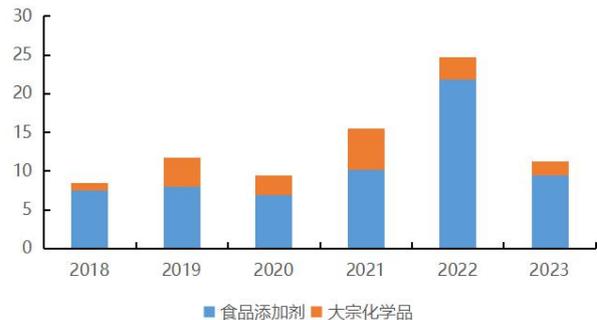
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: 公司主要产品营收情况 (亿元)



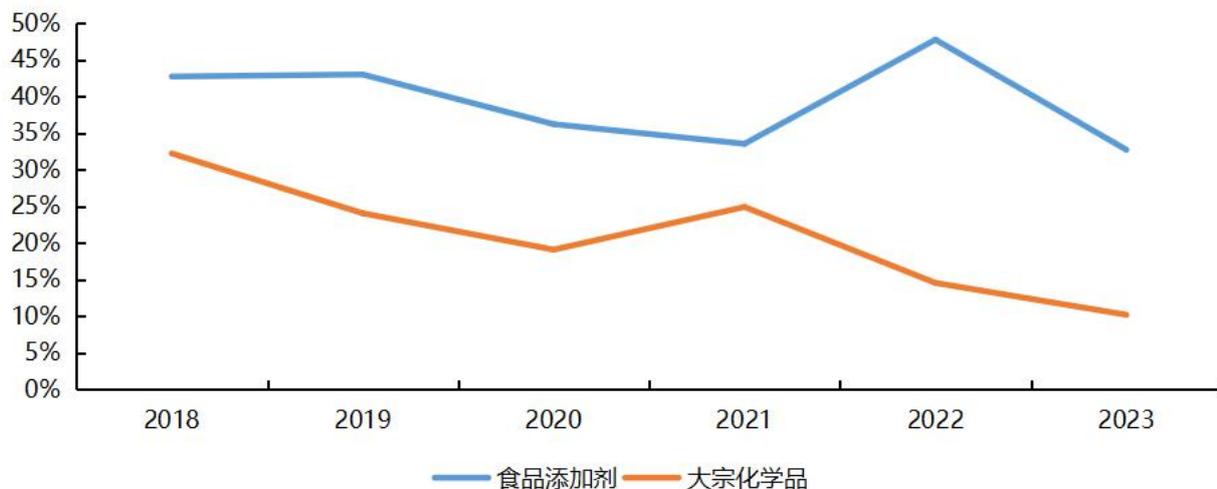
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 公司主要产品毛利情况 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

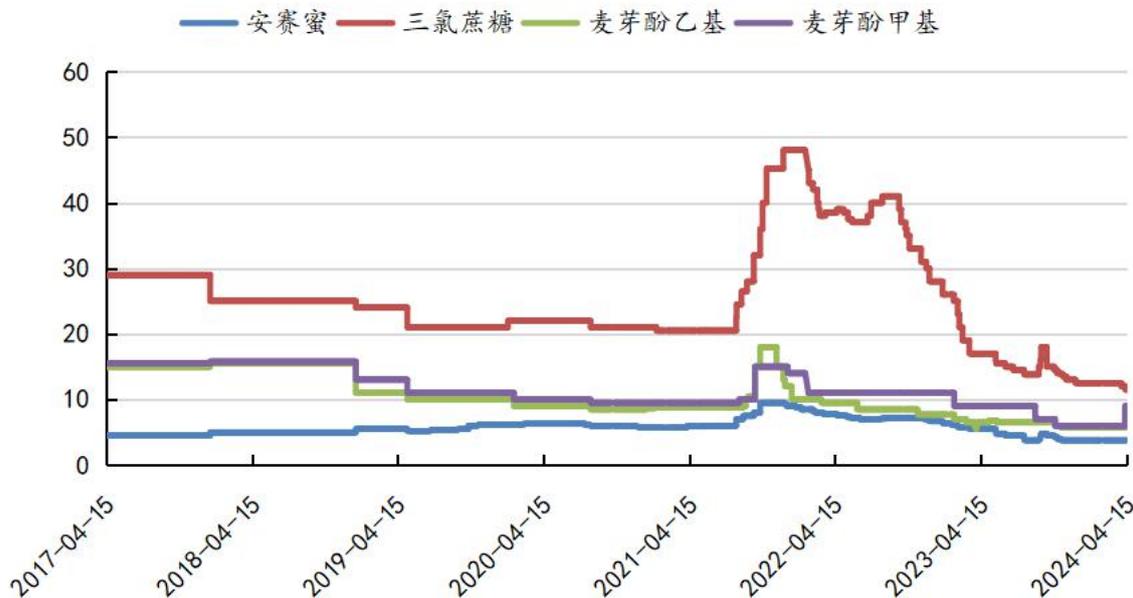
图 3: 公司主要产品毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、主要产品价格价差情况

图 4: 公司主要产品价格情况 (万元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

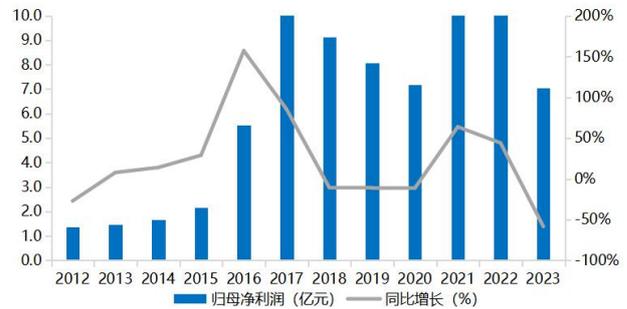
3、公司财务数据

图 5：2023 年营收同比下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年归母净利润同比下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年净资产收益率下降



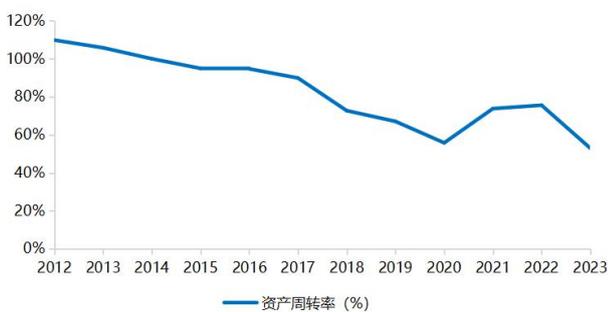
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年资产负债率下降



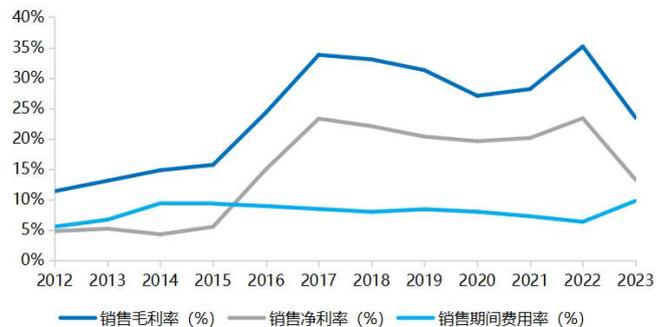
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年资产周转率为 52.97%



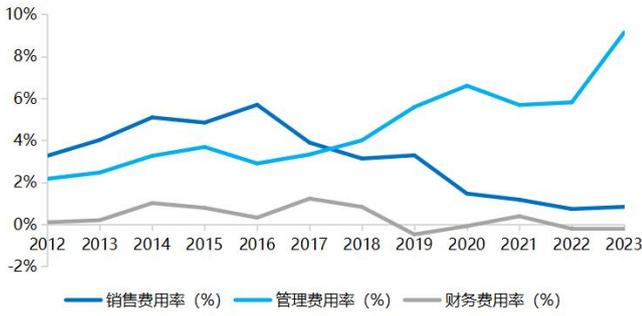
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年毛利率为 23.47%



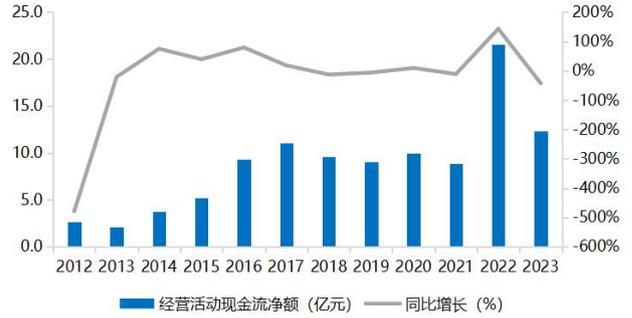
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 2023 年期间费用率



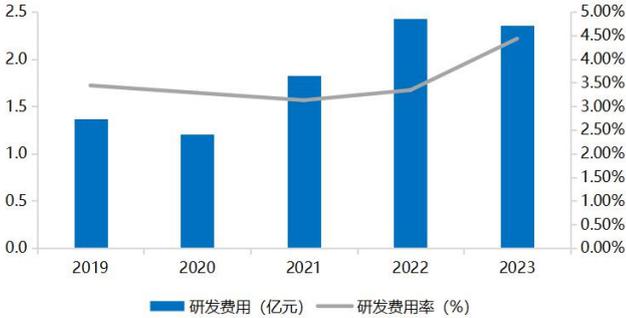
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年经营活动现金流净额 12.34 亿元



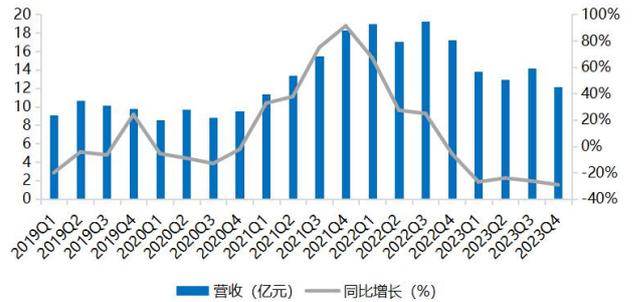
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年研发费用为 2.35 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023Q4 营收同比下降



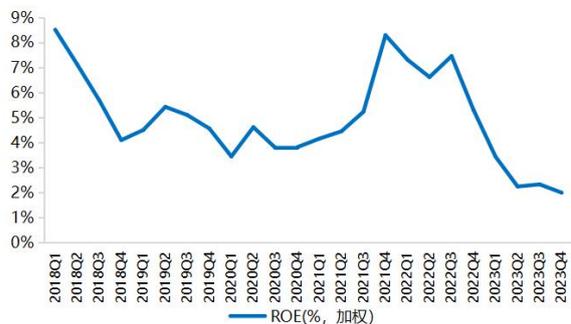
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023Q4 归母净利润同比下降



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率



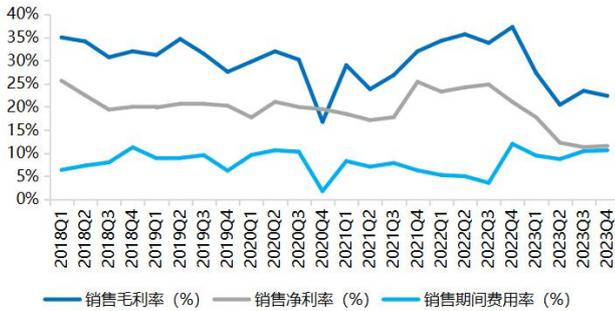
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率



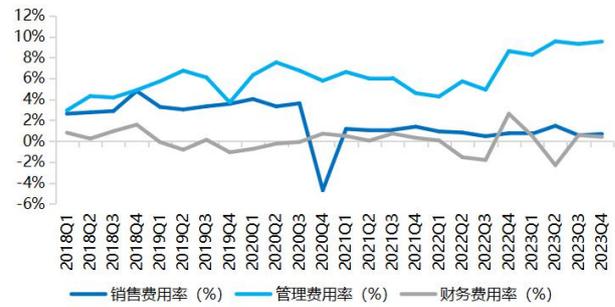
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度毛利率及净利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2023Q4 经营活动现金流净额 2.52 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

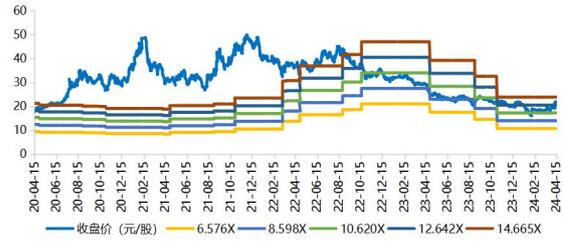
图 22: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 收盘价及 PE (TTM) (截至 2024/04/15)

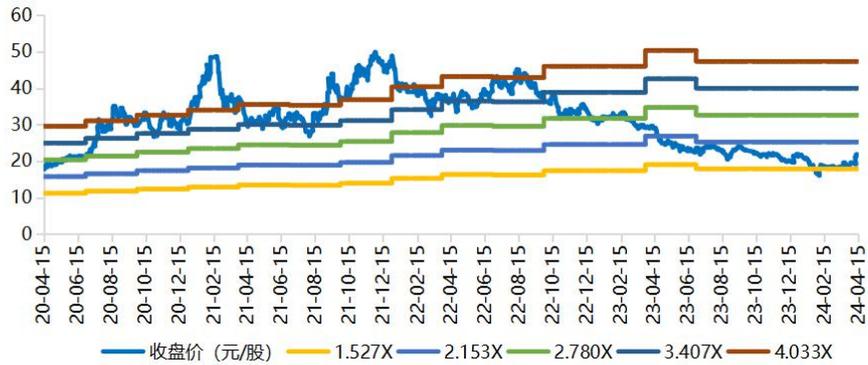
图 24: PE-BAND (截至 2024/04/15)



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: PB-BAND (截至 2024/04/15)



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

基于 2023 年表现, 我们调整了公司盈利预期, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别 61.87、69.44、77.04 亿元, 归母净利润分别 8.00、10.29、12.12 亿元, 对应的 PE 分别为 14.86、11.56 和 9.81 倍。考虑到公司为三氯蔗糖龙头, 一体化优势显著, 维持公司“买入”评级。

5、风险提示

宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；新产能扩张不及预期风险；行业竞争加剧风险。

附表：金禾实业盈利预测表

证券代码:	002597				股价:	20.87		投资评级:	买入		日期:	2024/04/16	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	10%	10%	12%	12%	EPS	1.27	1.40	1.81	2.13				
毛利率	23%	24%	25%	27%	BVPS	12.53	13.93	15.38	17.16				
期间费率	5%	5%	4%	4%	估值								
销售净利率	13%	13%	15%	16%	P/E	17.25	14.86	11.56	9.81				
成长能力					P/B	1.75	1.50	1.36	1.22				
收入增长率	-27%	17%	12%	11%	P/S	2.35	1.92	1.71	1.54				
利润增长率	-58%	14%	29%	18%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.55	0.58	0.59	0.60	营业收入	5311	6187	6944	7704				
应收账款周转率	9.97	10.14	11.06	12.17	营业成本	4065	4710	5183	5652				
存货周转率	6.78	9.74	9.25	8.77	营业税金及附加	49	57	65	71				
偿债能力					销售费用	45	56	57	63				
资产负债率	26%	25%	25%	24%	管理费用	250	260	292	308				
流动比	2.55	2.67	2.81	3.04	财务费用	-10	-26	-44	-41				
速动比	2.13	2.32	2.44	2.63	其他费用/(-收入)	235	260	299	331				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	798	910	1168	1376				
现金及现金等价物	3056	3564	4253	4880	营业外净收支	-3	-5	-4	-4				
应收款项	533	610	628	633	利润总额	795	905	1164	1372				
存货净额	784	635	751	878	所得税费用	91	104	135	159				
其他流动资产	712	841	877	1007	净利润	704	800	1029	1212				
流动资产合计	5084	5651	6509	7398	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	2729	3151	3323	3555	归属于母公司净利润	704	800	1029	1212				
在建工程	944	820	795	769	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	940	1011	1045	1097	经营活动现金流	1234	1169	1302	1338				
长期股权投资	15	15	15	15	净利润	704	800	1029	1212				
资产总计	9712	10647	11686	12834	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	180	180	175	200	折旧摊销	355	289	288	306				
应付款项	1091	1097	1248	1294	公允价值变动	-16	10	-45	-10				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	172	56	1	-187				
其他流动负债	722	841	891	940	投资活动现金流	255	-642	-449	-541				
流动负债合计	1994	2118	2314	2434	资本支出	-958	-691	-497	-594				
长期借款及应付债券	426	436	451	467	长期投资	1149	10	-45	-10				
其他长期负债	151	151	151	151	其他	64	39	94	62				
长期负债合计	577	587	602	618	筹资活动现金流	-1422	-10	-10	21				
负债合计	2571	2706	2917	3053	债务融资	-510	10	10	41				
股本	570	570	570	570	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	7141	7941	8770	9782	其它	-912	-19	-20	-20				
负债和股东权益总计	9712	10647	11686	12834	现金净增加额	65	518	644	617				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。