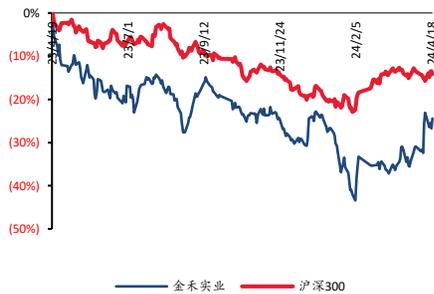


23年业绩承压，定远二期项目进展顺利

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	5.7/5.7
总市值/流通(亿元)	122.2/122.2
12个月内最高/最低价(元)	29.33/15.33

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522120001

研究助理：周冰莹

E-MAIL: zhoubingying@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190123020025

事件：公司发布2023年年报，2023年公司实现营收53.11亿元，同比-26.75%；归母净利润7.04亿元，同比-58.46%。

代糖市场价格回落，23年公司业绩承压。2023年公司业绩不佳，主要原因是2023年三氯蔗糖、安赛蜜、麦芽酚等价格下跌至低位，导致公司主营的甜味剂产品销售价格和收入下降。具体分业务来看，(1)**食品添加剂：**2023年食品添加剂营收为28.90亿元，同比-36.60%，占主营业务收入比重为54.40%。毛利率为32.76%，同比-15.01pct。(2)**大宗化学品：**2023年大宗化学品营收为17.71亿元，同比-13.73%，占主营业务收入比重为33.35%，毛利率为10.21%，同比-4.35pct。

甜味剂仍在底部区间，静待行业复苏。根据百川盈孚数据，2023年主要甜味剂品类价格均大幅下跌，甲基麦芽酚均价为8.3万元/吨，同比下降26%；乙基麦芽酚均价为6.5万元/吨，同比下降27%；三氯蔗糖均价为16.7万元/吨，同比下降56%；安赛蜜均价为4.8万元/吨，同比下降35%。随着国内外相关控糖政策和措施的推进，对甜味剂的需求将大幅上涨，预计甜味剂的市场将保持增长势头。2024年4月以来，麦芽酚主流企业发布涨价函，大幅上调甲乙基麦芽酚价格，甲基麦芽酚上调至9.5万元/吨，乙基麦芽酚上调至7.5万元/吨。公司盈利有望逐步修复。

定远二期项目进展顺利，完善产业布局提升核心竞争力。公司定远二期项目第一阶段投产在即，公司已完成了“定远二期项目第一阶段”主要项目工程建设的工作，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、15万吨双氧水等主体项目，预计在2024年4月份陆续达到试生产条件。项目建设完成后将助力公司业绩增长。另外，公司积极开发新型甜味剂产品，2023年公司完成了D-阿洛酮糖-3-差向异构酶的申报工作，并于2024年2月29日成功获批作为食品工业用酶制剂新品种。公司完成了生物合成创新平台的论证和工业化设计工作，满足公司未来多种生物合成产品的产业化落地，助力公司在合成生物学领域的快速发展。

盈利预测及投资建议：由于2023年甜味剂市场价格大幅下跌，公司主营业务甜味剂营收出现下滑，导致业绩暂时性承压。随着麦芽酚价格上涨，甜味剂市场景气修复，以及公司定远二期项目逐步落地，公司业绩有望修复。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为

8.05 亿、9.89 亿、11.89 亿，对应当前 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、研发不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,311	6,056	6,840	7,665
营业收入增长率(%)	-26.75%	14.02%	12.95%	12.06%
归母净利（百万元）	704	805	989	1,189
净利润增长率(%)	-58.46%	14.32%	22.89%	20.18%
摊薄每股收益（元）	1.27	1.41	1.74	2.09
市盈率（PE）	17.25	15.18	12.35	10.28

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,360	2,336	2,981	3,966	5,174
应收和预付款项	864	591	673	759	850
存货	627	784	884	987	1,092
其他流动资产	2,867	1,374	1,397	1,424	1,456
流动资产合计	6,718	5,084	5,935	7,136	8,572
长期股权投资	19	15	13	11	8
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,751	2,729	2,504	2,262	1,999
在建工程	79	944	1,124	1,282	1,424
无形资产开发支出	267	263	262	261	260
长期待摊费用	26	21	18	15	12
其他非流动资产	7,200	5,739	6,706	8,005	9,549
资产总计	10,341	9,712	10,627	11,836	13,251
短期借款	204	180	190	200	210
应付和预收款项	928	1,091	1,232	1,374	1,521
长期借款	616	426	446	466	486
其他负债	1,557	873	927	975	1,024
负债合计	3,305	2,571	2,796	3,015	3,241
股本	561	570	570	570	570
资本公积	359	734	734	734	734
留存收益	6,075	6,338	7,141	8,130	9,319
归母公司股东权益	7,034	7,140	7,830	8,819	10,008
少数股东权益	2	2	2	2	2
股东权益合计	7,036	7,141	7,831	8,821	10,010
负债和股东权益	10,341	9,712	10,627	11,836	13,251

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	2,155	1,234	1,312	1,509	1,730
投资性现金流	-519	255	-555	-526	-523
融资性现金流	-346	-1,422	-110	2	1
现金增加额	1,319	65	645	985	1,208

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,250	5,311	6,056	6,840	7,665
营业成本	4,701	4,065	4,588	5,118	5,666
营业税金及附加	63	49	55	62	70
销售费用	53	45	56	57	66
管理费用	179	250	273	308	345
财务费用	-15	-10	-6	-14	-27
资产减值损失	-38	-22	-2	-2	-3
投资收益	68	49	55	63	70
公允价值变动	-136	16	0	0	0
营业利润	1,948	798	935	1,137	1,360
其他非经营损益	-25	-3	-16	-15	-11
利润总额	1,922	795	918	1,122	1,349
所得税	228	91	113	133	160
净利润	1,695	704	805	989	1,189
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1,695	704	805	989	1,189

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	35.17%	23.47%	24.23%	25.18%	26.08%
销售净利率	23.38%	13.26%	13.29%	14.46%	15.51%
销售收入增长率	24.04%	-26.75%	14.02%	12.95%	12.06%
EBIT 增长率	62.74%	-63.90%	26.30%	21.51%	19.28%
净利润增长率	44.00%	-58.46%	14.32%	22.89%	20.18%
ROE	24.10%	9.86%	10.28%	11.22%	11.88%
ROA	16.39%	7.25%	7.58%	8.36%	8.97%
ROIC	20.48%	7.95%	9.12%	9.98%	10.58%
EPS (X)	3.05	1.27	1.41	1.74	2.09
PE (X)	10.66	17.25	15.18	12.35	10.28
PB (X)	2.59	1.75	1.56	1.39	1.22
PS (X)	2.51	2.35	2.02	1.79	1.59
EV/EBITDA (X)	7.40	10.26	6.91	5.41	4.12

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。