

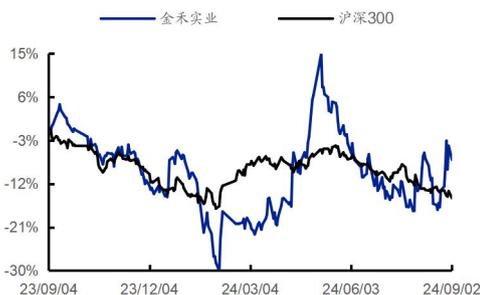
研究所:

证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
证券分析师: 陈云 S0350524070001
cheny17@ghzq.com.cn

上半年业绩承压, Q3 拐点有望显现

——金禾实业 (002597) 2024 年半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/09/02

表现	1M	3M	12M
金禾实业	7.6%	-3.5%	-3.3%
沪深 300	-3.5%	-8.8%	-13.9%

市场数据

2024/09/02

当前价格 (元)	21.28
52 周价格区间 (元)	15.33-26.80
总市值 (百万)	12,129.07
流通市值 (百万)	12,058.92
总股本 (万股)	56,997.51
流通股本 (万股)	56,667.88
日均成交额 (百万)	174.04
近一月换手 (%)	1.24

相关报告

《金禾实业 (002597) 2023 年年报点评报告: 短期业绩承压, 甜味剂静待改善 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2024-04-18

《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

事件:

2024 年 8 月 30 日, 金禾实业发布 2024 年中报: 2024 年上半年公司实现营业收入 25.38 亿元, 同比-5.10%; 实现归母净利润 2.47 亿元, 同比-38.74%; 扣非后归母净利润 2.50 亿元, 同比-23.07%; 经营活动现金流量净额 1.46 亿元, 同比-75.65%。

2024Q2 单季度, 公司实现营业收入 13.25 亿元, 同比+2.60%, 环比+9.18%; 实现归母净利润为 1.18 亿元, 同比-25.40%, 环比-8.74%; 扣非后归母净利润 1.29 亿元, 同比+0.94%, 环比+6.42%; 经营活动现金流净额为 1.37 亿元。销售毛利率为 20.15%, 同比-0.29 个 pct, 环比-0.91 个 pct。销售净利率为 8.90%, 同比-3.34 个 pct, 环比-1.75 个 pct。

投资要点:

■ 食品添加剂价格低迷, 上半年业绩承压

2024H1, 公司实现营业收入 25.38 亿元, 同比-5.10%; 实现归母净利润 2.47 亿元, 同比-38.74%。其中, 食品添加剂和大宗化学品分别实现营收 13.37 亿元、8.39 亿元, 环比分别-11.40%、-1.76%。食品添加剂板块主要受三氯蔗糖价格持续下跌拖累, 据百川盈孚, 2024H1, 三氯蔗糖均价 11.8 万元/吨, 环比继续下跌 2.4 万元/吨。受景气度下滑影响, 上半年食品添加剂板块毛利率 27.10%, 环比下降 6.90 个 pct。大宗化学品受益于成本下滑, 实现毛利率 11.98%, 环比上涨 3.78 个 pct。

2024 年 Q2 单季度, 实现归母净利润为 1.18 亿元, 同比-25.40%, 环比-8.74%。二季度, 公司主营产品甲基麦芽酚、乙基麦芽酚结束低迷, 开启涨价, 但三氯蔗糖售价进一步下滑, 拖累业绩。据百川盈孚, 2024Q2, 三氯蔗糖、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚均价分别为 11.0、9.1、7.3 万元/吨, 环比分别-1.5、+3.1、+1.6 万元/吨。受主营产品三氯蔗糖拖累, 公司盈利能力略有下滑, 销售毛利率环比-0.91 个 pct 至 20.15%。期间费用方面, 2024Q2, 公司销售/管理/财务费用率分别 0.88%/7.93%/-1.02%, 同比分别-0.58%/-1.62%/+1.28%, 整体波动不大。

《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》——
2023-05-03

■ 三氯蔗糖开启涨价，Q3 拐点有望显现

在当前三氯蔗糖价格已持续逼近甚至跌破行业生产成本的背景下，2024 年 8 月 28 日，公司发布调价函，25 公斤大包装三氯蔗糖售价 150 元/公斤。据百川盈孚，2024 年 8 月 28 日起，三氯蔗糖市场均价由 10 万元/吨上涨为 15 万元/吨。同时，据百川盈孚，主流大厂 9 月份开始集体停车长达两个月，后续再根据市场供需格局调整生产，集中检修下，三氯蔗糖挺价可持续性增强。公司当前拥有三氯蔗糖实际产能超万吨，将充分受益。另外，公司主营产品甲基麦芽酚、乙基麦芽酚自 4 月发布涨价函以来，景气度持续提升，据百川盈孚，2024Q3（截至 2024 年 8 月 30 日）二者均价分别为 9.7、7.6 万元/吨，环比分别上涨 0.6、0.3 万元/吨。在公司各产品景气度提升背景下，看好公司三季度业绩好转。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别 52.11、61.61、70.52 亿元，归母净利润分别 6.75、8.60、10.32 亿元，对应的 PE 分别为 18、14 和 12 倍。考虑到公司三季度业绩有望迎来拐点，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；新技术产业化进度的风险；核心技术人员流失、技术泄密的风险；行业竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5311	5211	6161	7052
增长率(%)	-27	-2	18	14
归母净利润（百万元）	704	675	860	1032
增长率(%)	-58	-4	27	20
摊薄每股收益（元）	1.24	1.18	1.51	1.81
ROE(%)	10	9	10	11
P/E	17.25	17.96	14.10	11.75
P/B	1.75	1.56	1.43	1.30
P/S	2.35	2.33	1.97	1.72
EV/EBITDA	10.26	9.72	7.65	6.06

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

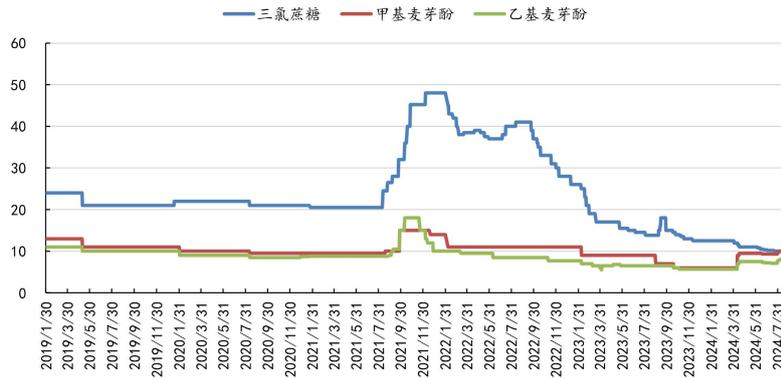
表 1: 金禾实业分产品经营数据

指标		2022	2023	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H1 同比
食品添加剂	营业收入 (亿元)	45.58	28.90	22.20	23.38	15.09	13.81	13.37	-11.40%
	毛利润 (亿元)	21.77	9.47	9.68	12.09	5.13	4.34	3.62	-29.43%
	毛利率 (%)	47.77%	32.76%	43.60%	51.73%	34.00%	31.43%	27.10%	-6.90%
大宗化学品	营业收入 (亿元)	20.53	17.71	10.52	10.01	8.54	9.17	8.39	-1.76%
	毛利润 (亿元)	2.99	1.81	2.35	0.63	0.70	1.10	1.01	44.29%
	毛利率 (%)	14.56%	10.21%	22.39%	6.31%	8.20%	12.00%	11.98%	3.78%
整体	总营收 (亿元)	72.50	53.11	36.00	36.50	26.75	26.36	25.38	-5.10%
	销售毛利润 (亿元)	25.49	16.46	12.57	12.92	6.42	6.04	5.22	-18.69%
	毛利率 (%)	35.16%	30.99%	34.92%	35.40%	24.00%	22.91%	20.58%	-3.42%
	销售净利润 (亿元)	16.95	7.04	8.54	8.41	4.03	3.01	2.47	-38.75%
	净利率 (%)	23.37%	13.26%	23.71%	23.05%	15.07%	11.42%	9.73%	-5.34%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、公司主要产品价格数据

图 1: 金禾实业主要产品价格 (万元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 2: 金禾实业主要产品季度价格 (万元/吨)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
三氯蔗糖	22.4	16.3	14.9	13.4	12.5	11.0	10.4
甲基麦芽酚	9.7	9.0	8.3	6.1	6.0	9.1	9.7
乙基麦芽酚	7.1	6.6	6.5	5.9	5.7	7.3	7.6

资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

注: 2024Q3 价格截至 2024 年 8 月 30 日

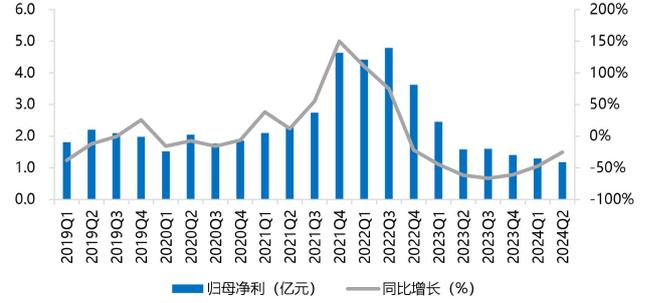
3、公司财务数据

图 2：季度营业收入



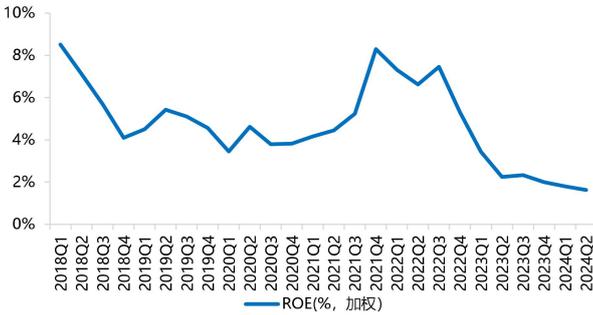
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：季度归母净利润



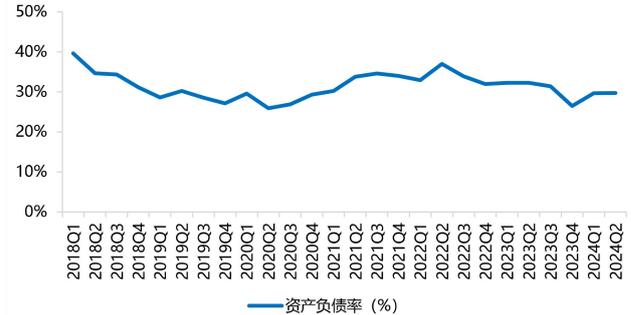
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：季度净资产收益率



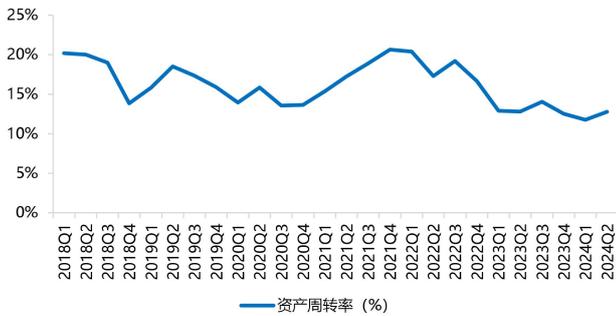
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：季度资产负债率



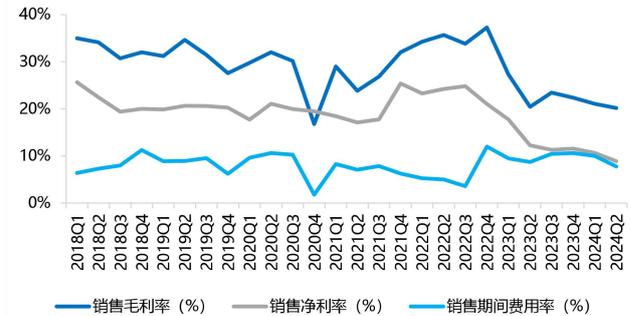
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：季度资产周转率



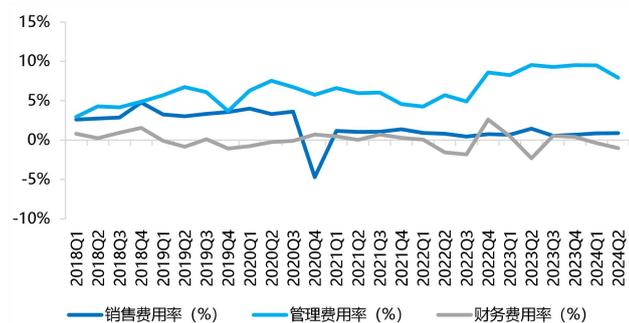
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：季度毛利率、净利率及期间费用率



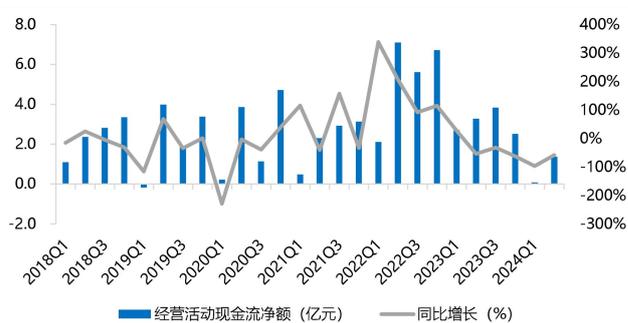
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8: 季度期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 2024 年 Q2 经营活动现金流净额 1.37 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

附表：金禾实业盈利预测表

证券代码:	002597		股价:	21.28	投资评级:	买入	日期:	2024/09/02	
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%	9%	10%	11%	EPS	1.27	1.18	1.51	1.81
毛利率	23%	23%	23%	23%	BVPS	12.53	13.67	14.86	16.39
期间费率	5%	5%	5%	4%	估值				
销售净利率	13%	13%	14%	15%	P/E	17.25	17.96	14.10	11.75
成长能力					P/B	1.75	1.56	1.43	1.30
收入增长率	-27%	-2%	18%	14%	P/S	2.35	2.33	1.97	1.72
利润增长率	-58%	-4%	27%	20%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.53	0.50	0.52	0.52	营业收入	5311	5211	6161	7052
应收账款周转率	8.39	9.86	10.81	10.67	营业成本	4065	4023	4744	5416
存货周转率	5.76	5.54	6.51	6.40	营业税金及附加	49	48	56	66
偿债能力					销售费用	45	43	51	60
资产负债率	26%	29%	33%	36%	管理费用	250	234	253	254
流动比	2.55	3.55	4.02	4.37	财务费用	-10	-19	-20	-23
速动比	2.06	3.04	3.50	3.86	其他费用/(-收入)	235	229	234	254
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	798	765	973	1168
现金及现金等价物	3056	4416	5879	7647	营业外净收支	-3	-2	-2	-2
应收款项	533	524	616	705	利润总额	795	763	971	1166
存货净额	784	668	790	903	所得税费用	91	88	111	134
其他流动资产	712	753	865	967	净利润	704	675	860	1032
流动资产合计	5084	6362	8150	10222	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	2729	2781	2780	2756	归属于母公司净利润	704	675	860	1032
在建工程	944	850	765	688	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	940	950	956	967	经营活动现金流	1234	984	1048	1355
长期股权投资	15	17	19	21	净利润	704	675	860	1032
资产总计	9712	10959	12669	14654	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	180	230	260	290	折旧摊销	355	304	317	331
应付款项	1091	983	1120	1339	公允价值变动	-16	0	0	0
合同负债	49	48	57	65	营运资金变动	172	34	-120	-20
其他流动负债	673	532	590	647	投资活动现金流	255	-419	-329	-343
流动负债合计	1994	1793	2027	2341	资本支出	-958	-252	-222	-222
长期借款及应付债券	426	1226	2026	2826	长期投资	1149	-172	-172	-182
其他长期负债	151	146	146	146	其他	64	5	65	61
长期负债合计	577	1372	2172	2972	筹资活动现金流	-1422	608	645	595
负债合计	2571	3165	4199	5313	债务融资	-510	700	830	830
股本	570	570	570	570	权益融资	0	46	0	0
股东权益	7141	7794	8470	9342	其它	-912	-138	-185	-235
负债和股东权益总计	9712	10959	12669	14654	现金净增加额	65	1178	1364	1608

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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，化工行业分析师，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，陈云，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。