

基础化工

2025年03月26日

金禾实业 (002597)

——主力品种良性竞争，副产品价格大幅上涨

买入(维持)

市场数据

2025年03月25日

收盘价(元)	26.39
一年内最高/最低(元)	26.64/18.28
市净率	2.0156
股息率(分红/股份)	0.73
流通A股市值(百万元)	14,962
上证指数/深证成指	3,369.98/10,649.08

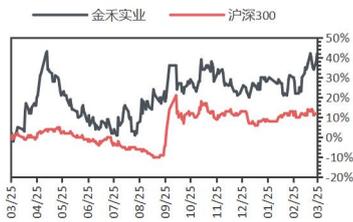
注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

基础数据

2024年09月30日

每股净资产(元)	13.09
资产负债率%	26.94
总股本/流通A股(百万)	570/567
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

韩家仑 13731128377
S0400523040002
hanjialun@cdzq.com

研报摘要:

- 主力产品有望长期良性竞争:** 公司主力产品三氯蔗糖经过多年行业震荡与洗牌，供给格局逐渐稳定，当前由四家国内企业主导。据百川盈孚统计，三氯蔗糖全球产能从2019年的1.9万吨增长至2024年的3.5万吨，三年累计增长达到83%。产能过剩背景下三氯蔗糖价格在过去两年大幅下跌至历史低位，除公司外行业普遍亏损。2024年8月底几大头部企业达成减产挺价协议，行业迎来拐点。从彼时至今，企业报价已从当初的10万元/吨经历数次涨价至25万元/吨。当前，四家头部企业已经建立了常态化的沟通协商机制，公司高管每月于几家企业进行深度对话。四家企业作为行业领军者，主动携手，以交流促合作，以合作谋发展，有望带动行业长期走在健康、可持续、利润合理的发展道路上。
- 副产品近期价格大幅上涨:** 双季戊四醇(DPE)作为精细化工领域的关键中间体，其价格自2024年10月以来一路攀升。从2024年10月的2万元/吨飙升至2025年3月的5.5万元/吨，涨幅达175%，高端报价甚至突破7万元/吨。双季戊四醇在高端涂料、PCB光固化油墨、航空润滑油等高附加值领域的应用需求呈现爆发式增长，同时其供给端受到产能收缩和技术壁垒的限制，叠加原材料成本上升，推动了产品价格的飙涨。双季戊四醇作为季戊四醇的副产品，本身产量就极为有限，其提取量仅为单季戊四醇的3%-5%。金禾实业现有3万吨的季戊四醇产能，其目前正积极拓展双季戊四醇及其下游环保增塑剂业务。
- 盈利预测:** 公司精细化工业务已经迎来周期反转，预计2024-2026年公司营业收入分别为55.77/69.15/76.07亿元，归母净利润为7.46/14.22/15.91亿元，EPS分别为1.31元、2.50元、2.79元，对应PE为17.9/9.3/8.3倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求修复不及预期；原材料价格继续下滑，公司产业链一体化优势丧失；行业非理性竞争，价格战再度开启。

财务数据及盈利预测

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,250.50	5,311.12	5,576.67	6,915.07	7,606.58
营业收入增长率(%)	24.04	-26.75	5.00	24.00	10.00
归母净利润(百万元)	1,695.01	704.16	731.29	1,405.76	1,581.44
归母净利润增长率(%)	44.00	-58.46	3.85	92.23	12.50
每股收益(元/股)	3.05	1.27	1.28	2.47	2.77
PE	7.72	18.54	18.36	9.55	8.49
PB	1.88	1.88	1.71	1.45	1.24
EV/EBITDA	6.11	11.44	11.19	6.93	5.11
ROE(%)	24.09	9.86	9.29	15.15	14.56

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

三大报表预测值

资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	6,718.43	5,083.97	5,249.18	6,061.58	7,147.14
货币资金	2,360.47	2,335.94	2,760.70	2,495.99	4,653.18
应收票据及应收账款	1,424.87	1,051.84	1,165.24	1,689.53	1,531.87
存货	627.41	783.55	318.62	998.40	515.23
非流动资产合计	3,622.41	4,628.51	4,799.88	5,684.91	5,984.62
长期股权投资	18.65	15.01	18.56	18.16	17.99
固定资产	2,751.09	2,729.40	2,865.16	3,173.84	3,418.33
在建工程	78.67	944.28	829.52	1,219.68	1,146.45
无形资产	266.81	263.25	294.03	371.10	365.69
资产合计	10,340.84	9,712.48	10,049.06	11,746.50	13,131.75
流动负债合计	2,527.39	1,993.53	1,776.54	2,275.98	2,212.40
短期借款	204.18	180.15	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	927.88	1,091.27	970.79	1,270.38	1,261.37
非流动负债合计	777.96	577.48	401.71	193.35	60.81
长期借款	616.25	426.25	426.25	426.25	426.25
应付债券	0.00	0.00	-161.08	-383.73	-511.64
负债合计	3,305.35	2,571.01	2,178.25	2,469.33	2,273.21
实收资本(或股本)	560.92	569.99	569.99	569.99	569.99
资本公积	358.88	734.33	734.33	734.33	734.33
留存收益	6,074.97	6,338.31	7,069.60	8,475.36	10,056.81
归属母公司股东权益合计	7,033.62	7,139.52	7,869.04	9,275.57	10,857.09
少数股东权益	1.88	1.94	1.77	1.59	1.45
负债和所有者权益总计	10,340.84	9,712.48	10,049.06	11,746.50	13,131.75

现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	2,155.23	1,233.79	962.93	720.79	2,507.03
净利润	1,694.60	704.23	731.11	1,405.59	1,581.30
折旧摊销	334.13	342.82	298.21	324.09	354.15
营运资本变动	1,569.00	-2,119.75	-296.39	1,576.55	-1,135.21
投资活动产生的现金流量净额	-519.03	254.74	-385.15	-971.02	-252.59
资本开支	713.65	961.29	346.87	1,100.46	520.74
投资变动	0.00	0.00	23.42	-145.28	-280.56
筹资活动产生的现金流量净额	-345.66	-1,421.63	-150.78	-12.40	-94.98
银行借款	820.43	606.39	426.25	426.25	426.25
现金及现金等价物净增加额	1,319.23	64.77	424.76	-264.71	2,157.18
期初货币资金	1,985.11	2,360.47	2,335.94	2,760.70	2,495.99
货币资金	2,360.47	2,335.94	2,760.70	2,495.99	4,653.18

利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,250.50	5,311.12	5,576.67	6,915.07	7,606.58
营业成本	4,700.56	4,064.71	4,405.57	4,840.55	5,324.61
营业税金及附加	63.08	49.33	44.05	59.67	65.46
销售费用	53.37	44.60	55.77	55.32	60.85
管理费用	179.23	250.20	156.15	193.62	212.98
研发费用	242.36	235.34	202.66	262.95	300.91
财务费用	-15.00	-9.76	-33.13	-37.58	-56.30
资产减值损失	-37.63	-21.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-135.53	16.36	-23.22	-47.46	-18.11
投资净收益	67.70	49.15	79.96	67.85	67.88
营业利润	1,947.92	797.57	850.38	1,609.67	1,805.59
营业外收支	-25.48	-2.61	-16.40	-14.83	-11.28
利润总额	1,922.44	794.96	833.98	1,594.83	1,794.31
减:所得税费用	227.84	90.73	102.87	189.25	213.01
净利润	1,694.60	704.23	731.11	1,405.59	1,581.30
少数股东损益	-0.41	0.07	-0.17	-0.18	-0.14
归属母公司净利润	1,695.01	704.16	731.29	1,405.76	1,581.44
EBITDA	2,315.86	1,194.26	1,147.83	1,931.86	2,161.39
EPS	3.05	1.27	1.28	2.47	2.77

主要财务比率表

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	24.04	-26.75	5.00	24.00	10.00
营业利润增长率	40.65	-59.06	6.62	89.29	12.17
归母净利润增长率	44.00	-58.46	3.85	92.23	12.50
盈利能力指标					
毛利率	35.17	23.47	21.00	30.00	30.00
净利率	23.37	13.26	13.11	20.33	20.79
ROE	24.09	9.86	9.29	15.15	14.56
ROIC	19.68	8.75	8.59	14.35	14.17
偿债能力					
资产负债率	31.96	26.47	21.68	21.02	17.31
净负债比率	0.47	0.36	0.28	0.27	0.21
流动比率	2.66	2.55	2.95	2.66	3.23
速动比率	2.18	2.06	2.59	2.05	2.82
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.55	0.55	0.59	0.58
应收账款周转率	5.09	5.05	4.79	4.09	4.97
存货周转率	11.56	6.78	17.50	6.93	14.76
每股指标					
EPS	3.05	1.27	1.28	2.47	2.77
每股经营性现金流	3.84	2.16	1.69	1.26	4.40
每股净资产	12.54	12.53	13.81	16.28	19.05
估值比率					
PE	7.72	18.54	18.36	9.55	8.49
PS	1.88	1.88	1.71	1.45	1.24
EVEBIT	7.14	16.04	15.11	8.33	6.11
EVEBITDA	6.11	11.44	11.19	6.93	5.11

资料来源: 恒生聚源, 财达研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
【行业指数评级】	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
【公司股票评级】	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。