

2025 年 09 月 11 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

三氯蔗糖景气度回升，代糖龙头业绩回归

—金禾实业（002597.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：高铭谦 S1050124080006

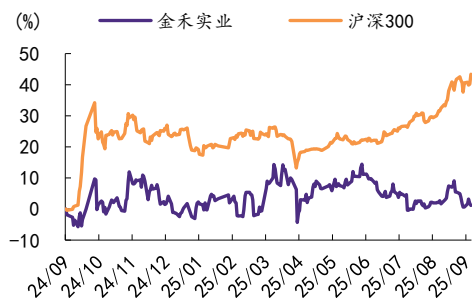
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2025-09-11

当前股价（元）	22.74
总市值（亿元）	129
总股本（百万股）	568
流通股本（百万股）	567
52 周价格范围（元）	21.79-26.41
日均成交额（百万元）	197.05

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

金禾实业发布 2025 半年度业绩报告：公司 2025 年上半年实现营业收入总收入 24.44 亿元，同比下降 3.73%；实现归母净利润 3.34 亿元，同比增长 35.29%。其中 2025 年第二季度单季度实现营业收入 11.42 亿元，同比下降 13.78%、环比下降 12.22%，实现归母净利润 0.92 亿元，同比下降 21.70%、环比下降 61.85%。

投资要点

三氯蔗糖景气度回升，代糖龙头业绩回归

甜味剂行业在经历前几年的激烈价格战后，进入“反内卷”的协同稳价新阶段，公司作为代糖龙头，盈利能力迎来拐点。公司三氯蔗糖产能占国内总产能约 37%，随着行业主要参与者形成默契，通过联合检修、限产等方式主动优化供给格局，三氯蔗糖价格从 2024 年上半年的约 12 万元/吨低位，快速修复至 25H1 的 23 万元/吨，同比增长近一倍。三氯蔗糖价格的大幅反弹直接推动公司食品添加剂业务毛利率同比提升 18.1 个百分点至 45.20%，是上半年公司业绩高增的最主要原因。公司在安赛蜜市场同样具备 1.4 万吨产能，属于龙头企业之一。目前安赛蜜价格仍在约 3.7 万元/吨的历史底部徘徊。若未来价格能向历史中枢回归，有望为公司带来与三氯蔗糖接近的利润弹性，是公司潜在的增长点

费用率优化，现金流大幅改善

2025 年上半年，公司销售\管理\财务\研发费用率较去年同期变化分别为-0.11pct\ -0.76pct\ -0.49pct\ +0.54pct，整体小幅减少。其中财务费用变化主要系本期存款利息收入增加所致；现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 1.37 亿元，同比下滑 5.83，保持健康；投资活动产生的现金流量净流出为 0.29 亿元，同比收窄 96.42%，主要系本期收回投资到账现金增加所致。

新兴业务布局加速落地

上半年公司战略性布局的多个重点项目突破实现。在电子化学品领域，公司正构建完整的高纯化学品产品体系，覆盖泛

半导体领域基础清洗与蚀刻环节。上半年 8 万吨电子级双氧水项目投产，标志公司正式切入半导体材料赛道，7.1 万吨湿电子化学品项目完成备案。在新能源材料领域，公司 1 万吨双氟磺酰亚胺锂的关键前驱体装置建成，电解液添加剂进入中试阶段。合成氨技改项目稳步推进中。产能涵盖液氨 10.18 万吨、氢气 6.64 万 kNm^3 、一氧化碳 1.6 万 kNm^3 。项目建成后将强化公司“原料-产品-高附加值应用”产业链协同，为下游装置提供核心原料支撑。合成生物学方面，高效甜菊糖苷合成菌株研发实现突破，酶改制甜菊糖苷项目实现 1200 吨/年产能落地，成本较传统工艺显著降低。萜类香料产业化推进顺利。

■ 盈利预测

公司是代糖龙头，随着甜味剂景气度回升业绩逐步释放，看好后续安赛蜜行业的景气度修复。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.48、12.65、15.55 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.3、10.2、8.3 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；行业与市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；主营产品价格大幅波动超预期；核心技术人员流失、技术泄密的风险；汇率及贸易风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,303	5,842	6,420	6,998
增长率（%）	-0.1%	10.2%	9.9%	9.0%
归母净利润（百万元）	557	1,048	1,265	1,555
增长率（%）	-20.9%	88.2%	20.8%	22.9%
摊薄每股收益（元）	0.98	1.84	2.23	2.74
ROE（%）	7.3%	12.5%	13.6%	14.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	5,303	5,842	6,420	6,998
现金及现金等价物	1,995	2,931	4,008	5,283	营业成本	4,285	4,266	4,569	4,794
应收款	548	604	663	723	营业税金及附加	45	49	54	59
存货	609	613	657	689	销售费用	46	51	56	61
其他流动资产	1,558	1,613	1,672	1,730	管理费用	174	192	211	230
流动资产合计	4,710	5,761	6,999	8,425	财务费用	-12	-37	-67	-102
非流动资产：					研发费用	238	262	288	314
金融类资产	1,020	1,020	1,020	1,020	费用合计	446	468	488	502
固定资产	3,925	3,771	3,563	3,342	资产减值损失	-12	5	5	5
在建工程	179	72	29	11	公允价值变动	-7	10	10	10
无形资产	276	262	248	235	投资收益	81	81	81	81
长期股权投资	33	33	33	33	营业利润	657	1,222	1,473	1,806
其他非流动资产	763	763	763	763	加：营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	5,176	4,900	4,635	4,385	减：营业外支出	18	18	18	18
资产总计	9,886	10,661	11,635	12,810	利润总额	641	1,206	1,456	1,790
流动负债：					所得税费用	84	158	191	235
短期借款	140	140	140	140	净利润	557	1,048	1,265	1,555
应付账款、票据	585	589	631	663	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	491	491	491	491	归母净利润	557	1,048	1,265	1,555
流动负债合计	1,253	1,261	1,307	1,342					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	888	888	888	888	成长性				
其他非流动负债	144	144	144	144	营业收入增长率	-0.1%	10.2%	9.9%	9.0%
非流动负债合计	1,032	1,032	1,032	1,032	归母净利润增长率	-20.9%	88.2%	20.8%	22.9%
负债合计	2,285	2,293	2,339	2,374	盈利能力				
所有者权益					毛利率	19.2%	27.0%	28.8%	31.5%
股本	570	568	568	568	四项费用/营收	8.4%	8.0%	7.6%	7.2%
股东权益	7,601	8,369	9,296	10,436	净利率	10.5%	17.9%	19.7%	22.2%
负债和所有者权益	9,886	10,661	11,635	12,810	ROE	7.3%	12.5%	13.6%	14.9%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	23.1%	21.5%	20.1%	18.5%
净利润	557	1048	1265	1555	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5
折旧摊销	404	275	264	250	应收账款周转率	9.7	9.7	9.7	9.7
公允价值变动	-7	10	10	10	存货周转率	7.0	7.0	7.0	7.0
营运资金变动	-204	-107	-116	-116	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	750	1226	1424	1700	EPS	0.98	1.84	2.23	2.74
投资活动现金净流量	-1634	262	251	238	P/E	23.3	12.3	10.2	8.3
筹资活动现金净流量	1820	-280	-338	-416	P/S	2.4	2.2	2.0	1.8
现金流量净额	936	1,208	1,337	1,522	P/B	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。