

金禾实业 (002597.SZ)

三氯蔗糖行业领先企业之一，随产品价格上行，公司业绩开始改善，静待新产能逐步放量

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,311	5,303	6,542	7,184	7,952
增长率 yoy (%)	-26.7	-0.1	23.4	9.8	10.7
归母净利润 (百万元)	704	557	1,060	1,485	1,670
增长率 yoy (%)	-58.5	-20.9	90.4	40.0	12.4
ROE (%)	9.9	7.3	12.9	15.9	15.7
EPS 最新摊薄 (元)	1.24	0.98	1.87	2.61	2.94
P/E (倍)	19.5	24.7	13.0	9.3	8.2
P/B (倍)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

点评：公司居三氯蔗糖行业前列，龙头优势凸显。甜味剂作为食品添加剂的重要组成部分，伴随全球健康消费趋势深化，需求进入新阶段。人工甜味剂凭借稳定性和高性价比，在食品工业中维持基础地位；天然甜味剂凭借其健康属性和可持续优势，加速从细分市场向主流市场渗透，行业呈现多元化发展格局。三氯蔗糖作为主流高倍人工甜味剂之一，因其高甜度、无热量、热稳定性好等特性，在全球范围内广泛应用，受益于“减糖”趋势持续放量，市场需求稳步增长，具备规模优势和工艺壁垒的企业有望持续受益。公司依托多年的技术积累，通过持续研发创新和产业链整合，在多个细分领域建立了显著的竞争优势。食品添加剂板块，公司主要产品包括三氯蔗糖、安赛蜜、甲乙基麦芽酚，产能和市场占有率均处于全球领先地位；同时，凭借合成生物学技术公司在天然甜味剂领域加快突破，截至 2024 年，酶改甜菊糖产能已扩至 1200 吨/年，并获得 FDA-GRAS 认证，成功进入各大健康食品饮料企业供应链。

业绩方面，2024 年公司盈利有所承压，1Q25 业绩出现明显改善。公司 2024 年营业收入为 53.03 亿元，同比下降 0.15%；归母净利润为 5.57 亿元，同比下跌 20.94%；销售净利率为 10.50%，较去年同期下跌 2.76pcts，我们认为业绩下滑的主要原因是三氯蔗糖和安赛蜜价格下跌导致食品添加剂业务收入下降。1Q25 公司营业收入为 13.01 亿元，同比上涨 7.24%，环比上涨 3.23%；归母净利润为 2.42 亿元，同比上涨 87.30%，环比上涨 63.96%；销售净利率上升至 18.59%，业绩明显发生改善，我们认为主要是由于食品添加剂板块相关产品价格回升。

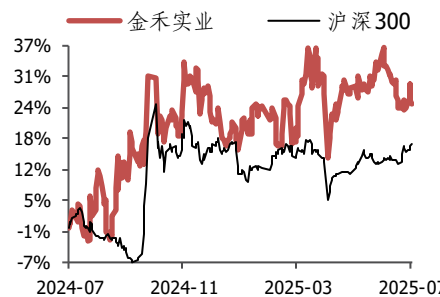
三氯蔗糖提价效应逐步兑现，利好公司业绩提升。根据云南糖网信息，2024 年 8 月至 2025 年初，公司对核心产品三氯蔗糖实施多轮提价，产品售价由每吨 10 万元快速提升至 25 万元，累计涨幅达 150%。公司 2025 年 4 月 30 日投资者活动记录表中表示，尽管价格于去年下半年即开始上调，但由于长协订单的执行节奏、合同签署与发货节奏，以及收入确认的时间点存在差异，加之 2024 年 9-10 月期间公司生产装置处于检修状态，固定成本摊销增加等因素综合影响，价格上涨带来的业绩贡献在 2025 年一季度才开始逐步体现。

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 7 月 4 日收盘价 (元)	23.45
总市值 (百万元)	13,327.10
流通市值 (百万元)	13,291.90
总股本 (百万股)	568.32
流通股本 (百万股)	566.82
近 3 月日均成交额 (百万元)	183.40

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

根据中国财经网,截至 2024 年,公司在全球三氯蔗糖市场的占有率超过 55%,行业 CR4 (前四大企业市场集中度) 已超过 95%,市场格局高度集中。公司依托在生产工艺、质量控制和成本管控方面的多年积累,持续巩固在全球三氯蔗糖行业中的领先地位。我们认为,随着新一轮价格中枢的上移,以及公司技术优化和规模化运营带来的成本优势,未来三氯蔗糖业务有望为公司盈利能力的持续提升提供有力支撑。

创新体系加速成型,研发转化与知识产权成果显著。2024 年,公司持续强化研发体系建设,聚焦“平台研发-中试验证-产业落地”全流程协同,加快创新成果产业化落地。公司成功取得安徽省首张“一址两用”食品生产许可证,显著压缩新产品上市周期,降低研发转化成本与风险。合成生物创新中心团队组建完成,覆盖分子构建、发酵优化、分离纯化等核心环节,形成合成生物技术的系统化能力。公司在甜味剂、香味剂领域持续取得突破,D-阿洛酮糖关键酶种获批为工业用新品种,三氯蔗糖实现药用备案,葡萄糖基甜菊糖苷和圆柚酮等产品加快向食品、饲料、驱蚊等高附加值应用渗透。

同时,公司持续强化专利布局与知识产权保护,全年新增授权专利 41 件,其中发明专利占比超八成,累计专利数达 321 件。安赛蜜“337 调查”维权结果落地,彰显公司在国际市场上的法律应对与专利运营能力。此外,公司的内部合规体系建设同步推进,通过保密制度、数据权限控制等手段提升技术防护水平。我们认为,公司创新能力已步入高质量发展阶段,技术平台与转化机制协同优化,有望为其构筑长期竞争护城河、拓展全球高端市场奠定坚实基础。

技术创新驱动产品竞争力持续增强。公司持续深耕食品添加剂与香精香料两大核心业务,通过工艺优化和技术改造,进一步提升产品品质与生产效率,巩固在三氯蔗糖、安赛蜜等细分品类的领先地位,并加快高端香料产品升级迭代,拓展高附加值市场空间。

2024 年,公司在技术研发上实现持续投入和创新突破,特别是三氯蔗糖全流程碱解工艺、安赛蜜中和新工艺等项目的成功应用,显著提升了其产品品质和市场竞争力。三氯蔗糖全流程碱解工艺优化了糖类杂质的转化,可以提升生产收率并实现原料的高效循环利用,同时降低“三废”排放;安赛蜜的新工艺可以稳定产品收率,减少杂质含量,提升整体产品质量。此外,公司在乙基麦芽酚和麦芽酚格氏生产工艺方面的创新,进一步提高了生产效率和安全性。我们认为,这些技术进展不仅可以提高产品的综合竞争力,还有望推动公司在食品添加剂和香精香料领域的市场扩展,成为公司持续增长的核心驱动力。

构建合成生物创新平台,推动产业链多元协同。公司持续推进生物合成领域的战略布局,聚焦“平台+产品”的发展模式,致力于打造综合性合成生物创新平台。依托阿洛酮糖合成生物学中试线,公司已掌握涵盖分子构建、发酵优化、分离纯化等核心产业化技术,具备较强的研发转化能力。目前,公司正围绕非粮生物基原料利用、益生元、膳食纤维、淀粉糖(醇)、功能性营养健康产品及功能性日化香料等方向开展产品布局,相关项目已积累丰富的技术储备,并具备规模化推进的基础。

合成生物平台与公司现有食品添加剂、功能糖及香精香料业务在原料、工艺和市场应用方面具有天然协同效应,不仅有望提升原料综合利用效率、降低成本,还将丰富产品组合、拓展健康消费市场空间。公司依靠合成生物平台

的技术协同效应，未来有望围绕功能糖、健康食品、功能性香料等方向加快产品孵化与应用落地，推动传统制造向绿色、高效、可持续方向转型，构建更具韧性和竞争力的产业体系。我们认为，随着技术平台能力的不断完善，公司在合成生物赛道的布局有望带来新一轮成长动能，增强中长期核心竞争力。

夯实一体化产业根基，推进高端材料与绿色化转型。2024 年，公司持续围绕“基础化工-高端材料-终端应用”构建一体化产业生态，加快泛半导体材料和湿电子化学品的产业化布局，依托现有制造能力和客户基础，持续完善产品体系，打造新的业务增长点。截至 2024 年，公司重点项目定远二期顺利实现 60 万吨硫酸、6 万吨烧碱/钾碱、15 万吨双氧水等核心装置投产，为新能源及泛半导体材料提供了稳定的原料支撑；年产 8 万吨电子级双氧水项目建设完成，新一代锂电电解质前驱体项目也已完成全部审批并快速推进，体现出公司在战略新材料领域的前瞻布局与高效落地能力；公司加快精细化工技术平台建设，金绿碳科技进入试生产阶段，在香料、凉味剂等高附加值日化原料方面实现技术突破，并获得客户初步认可；2024 年底，公司启动年产 20 万吨合成氨粉煤气化项目，采用先进航天炉技术，替代传统落后工艺，推动基础化工业务向绿色低碳与高端化方向转型升级。我们认为，公司一体化运营优势不断显现，产业延伸与高端转型齐头并进，利好未来业绩增长和长期价值提升。

全球市场布局加快，销售体系转型成效初显。2024 年，公司持续推进全球化战略，优化销售组织架构，基础化工与精细化工两大事业部设立完成，推动营销体系专业化、服务模式差异化。公司成功拓展了东南亚、非洲等新兴市场，提升产品国际渗透率，巩固全球市场份额。在功能性食品添加剂及日化香料等高附加值领域，公司产品进入国内外核心客户供应链，其中佳乐麝香实现国际香料巨头体系全面准入，验证公司技术实力与产品竞争力。

此外，公司加速数字化营销升级，CRM 系统成功上线，销售流程及客户管理效率明显提升，助力营销端由渠道驱动向客户需求导向转变。我们认为，公司全球市场拓展能力持续增强，销售体系日趋成熟，将为其多元化产品实现跨区域渗透与业绩增长提供支撑。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 65.42/71.84/79.52 亿元，实现归母净利润分别为 10.60/14.85/16.70 亿元，对应 EPS 分别为 1.87/2.61/2.94 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 13.0X、9.3X、8.2X。我们基于以下几个方面：1) 核心产品工艺持续优化，带动公司食品添加剂与香精香料产品综合竞争力不断提升，叠加三氯蔗糖等核心产品涨价趋势，利好业绩提升；2) 公司一体化运营优势不断显现，加快泛半导体材料和湿电子化学品的产业化布局，产业延伸与高端转型齐头并进，利好未来业绩增长和长期价值提升；3) 合成生物平台持续推进，健康食品等新兴业务具备增长潜力；4) 全球销售体系优化叠加数字化管理提升效率，有助于扩大公司的全球市场份额。我们看好公司核心产品价格上行及新产能投放，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：主要原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；新业务不及预期；环保合规风险；产能利用不足风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5084	4710	5905	5803	8336
现金	2336	1995	2461	2961	4511
应收票据及应收账款	533	542	891	621	1086
其他应收款	5	6	7	8	9
预付账款	58	68	88	83	106
存货	784	609	968	640	1134
其他流动资产	1369	1490	1490	1490	1490
非流动资产	4629	5176	5510	5421	5380
长期股权投资	15	33	31	28	26
固定资产	2729	3925	4176	4074	4009
无形资产	263	276	295	316	343
其他非流动资产	1621	942	1008	1002	1001
资产总计	9712	9886	11415	11224	13715
流动负债	1994	1253	2295	1157	2500
短期借款	180	140	223	140	140
应付票据及应付账款	1091	585	1539	506	1815
其他流动负债	722	528	533	512	545
非流动负债	577	1032	911	701	502
长期借款	426	888	766	556	357
其他非流动负债	151	144	144	144	144
负债合计	2571	2285	3206	1858	3002
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	570	570	570	570	570
资本公积	734	770	770	770	770
留存收益	6338	6785	7425	8289	9196
归属母公司股东权益	7140	7599	8207	9365	10712
负债和股东权益	9712	9886	11415	11224	13715

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1234	750	1701	1472	2460
净利润	704	557	1060	1485	1669
折旧摊销	354	414	460	518	559
财务费用	-10	-12	-27	-54	-99
投资损失	-49	-81	-79	-69	-70
营运资金变动	-1	-230	239	-463	352
其他经营现金流	236	102	48	56	48
投资活动现金流	255	-1634	-732	-380	-461
资本支出	961	1133	796	432	519
长期投资	1149	-573	2	2	2
其他投资现金流	67	72	62	49	56
筹资活动现金流	-1422	148	-586	-510	-449
短期借款	-24	-40	83	-83	0
长期借款	-190	461	-121	-210	-199
普通股增加	9	0	0	0	0
资本公积增加	375	36	0	0	0
其他筹资现金流	-1592	-309	-548	-217	-250
现金净增加额	65	-724	383	583	1550

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5311	5303	6542	7184	7952
营业成本	4065	4285	4853	4949	5460
营业税金及附加	49	45	52	62	68
销售费用	45	46	59	60	69
管理费用	250	174	213	246	292
研发费用	235	238	252	289	334
财务费用	-10	-12	-27	-54	-99
资产和信用减值损失	-19	-16	-30	-36	-35
其他收益	74	72	58	62	66
公允价值变动收益	16	-7	-20	-20	-14
投资净收益	49	81	79	69	70
资产处置收益	0	0	2	1	1
营业利润	798	657	1228	1707	1917
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	7	18	18	17	15
利润总额	795	641	1212	1691	1904
所得税	91	84	152	207	235
净利润	704	557	1060	1485	1669
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	704	557	1060	1485	1670
EBITDA	1135	1055	1652	2169	2383
EPS (元/股)	1.24	0.98	1.87	2.61	2.94

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-26.7	-0.1	23.4	9.8	10.7
营业利润 (%)	-59.1	-17.6	87.0	38.9	12.3
归属母公司净利润 (%)	-58.5	-20.9	90.4	40.0	12.4
获利能力					
毛利率 (%)	23.5	19.2	25.8	31.1	31.3
净利率 (%)	13.3	10.5	16.2	20.7	21.0
ROE (%)	9.9	7.3	12.9	15.9	15.7
ROIC (%)	8.5	6.2	11.0	14.0	13.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.5	23.1	28.1	16.6	21.9
净负债比率 (%)	-18.1	-8.1	-13.9	-20.8	-34.6
流动比率	2.6	3.8	2.6	5.0	3.3
速动比率	2.1	2.9	2.0	4.1	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	8.4	9.9	9.1	9.5	9.3
应付账款周转率	7.1	7.3	7.2	7.5	8.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.24	0.98	1.87	2.61	2.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.17	1.32	2.99	2.59	4.33
每股净资产 (最新摊薄)	12.56	13.37	14.40	16.40	18.72
估值比率					
P/E	19.5	24.7	13.0	9.3	8.2
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.4	11.8	7.2	5.1	3.9

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686