

基础化工

2025 年 08 月 31 日

金禾实业 (002597)

——甜味剂协同减产提价，大宗化学品板块承压，定远二期逐步投产

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 08 月 29 日

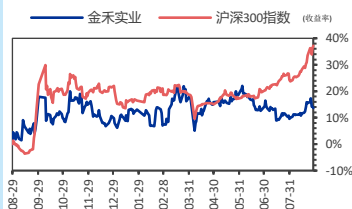
收盘价 (元)	23.49
一年内最高/最低 (元)	27.88/20.82
市净率	1.8
股息率% (分红/股价)	3.53
流通 A 股市值 (百万元)	13,315
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	13.22
资产负债率%	25.93
总股本/流通 A 股 (百万)	568/567
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《金禾实业 (002597) 点评：协同减产提价持续奏效，成本端环比优化显著，25Q1 业绩同环比高增》2025/05/05

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。**25H1 公司实现营业收入 24.44 亿元 (yoy-4%)，归母净利润为 3.34 亿元 (yoy+35%)，扣非后归母净利润为 3.38 亿元 (yoy+35%)。其中 25Q2 公司实现营业收入为 11.42 亿元 (yoy-14%，QoQ-12%)，归母净利润为 0.92 亿元 (yoy-22%，QoQ-62%)，扣非后归母净利润为 1.11 亿元 (yoy-14%，QoQ-51%)，毛利率 19.97% (yoy-0.18pct，QoQ-9.91pct)，净利率 8.08% (yoy-0.82pct，QoQ-10.51pct)。25H1 业绩承压主要受需求疲软叠加甜味剂协同减产导致出货量减少以及大宗化学品盈利能力大幅降低所致。
- **三氯蔗糖协同减产提价，但受消费需求疲软影响，目前行业由份额驱动转向盈利驱动，后续价格仍值得期待。**25H1 公司食品添加剂、大宗化学品分别实现毛利润 5.31 (yoy+47%)、0.08 (yoy-92%) 亿元，分别实现毛利率 45.20% (yoy+18.10pct)、0.84% (yoy-11.14pct)。根据百川盈孚数据，25H1 国内三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚均价分别为 24.97、3.73、10.00、8.01 万元/吨，同比变化+107.91%、-0.67%、+32.81%、+23.85%，三氯蔗糖在协同减产的效应下价格回升。25Q2 国内三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚均价分别为 25.00、3.76、10.00、8.16 万元/吨，环比变化+0.22%、+1.57%、+0%、+3.86%。根据海关数据显示，25H1 国内三氯蔗糖出口量 7681 吨 (yoy-19%)，其中 25Q2 三氯蔗糖出口量 2828 吨 (yoy-39%，QoQ-35%)，需求受消费疲软的影响。当前三氯蔗糖行业仍处周期底部，厂商协同减产提价体现行业由份额驱动转向盈利驱动，三氯蔗糖涨价持续性值得期待，且安赛蜜亦有望复刻提价之路。公司当前拥有三氯蔗糖年产能 1.3 万吨，安赛蜜 1.4 万吨，麦芽酚 1 万吨，涨价弹性或为公司后续业绩带来修复。基础化工方面，根据百川盈孚数据，25Q2 公司基础化工品价格环比持稳，双氧水/液氨/甲醛均价为 621/2486/1088 元/吨，环比 25Q1 分别变化+3%/-1%/-2%。
- **定远二期逐步投产，拓展新能源材料和泛半导体材料等新兴领域，合成生物学与生物质能源协同发展。**根据公司 25 年中报，定远二期多个重点项目陆续投产，年产 8 万吨电子级双氧水项目已顺利完成试车并正式投入试生产；年产 7.1 万吨湿电子化学品项目已完成备案手续；年产 20 万吨合成氨粉煤气化替代落后工艺项目于 2024 年底开工，预计 2025 年底具备试生产条件；金禾绿碳小规模工业化生产装置工程进度已达 70%，主要产品包括 50 吨/年佳乐麝香、183 吨/年原醇、50 吨/年乙酸原酯、50 吨/年丁酸原酯、50 吨/年开司米酮。此外，公司依托产业链协同优势，完成了年产 1 万吨新一代锂盐双氟磺酰亚胺锂的关键前驱体生产装置的建设，标志着公司在新能源电池材料领域迈出关键一步。1H25 年公司高效甜菊糖苷合成菌株研发取得突破，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；在萜类香料项目中，圆柚酮、瓦伦西亚烯等已实现产业化并成功推向市场。在生物质能源领域，纤维素乙醇千吨级中试项目顺利完成第一阶段目标，展现了公司在生物质利用领域的巨大潜力和广阔前景。
- **投资分析意见：**公司作为三氯蔗糖和安赛蜜全球主要生产企业，随着规模扩大以及工艺的优化，成本进一步降低，拓展新能源材料和泛半导体材料，投建生物—化学合成研发生产一体化综合循环利用项目打开未来成长空间。考虑到协同减产以及短期消费端疲软对于销量的影响，我们下调公司三氯蔗糖的销量假设，2025-27 年分别为 0.49、0.62、0.79 万吨 (原值均为 0.90 万吨)，同时上调公司大宗化学品的平均成本，对应 2025-27 年归母净利润预测为 7.53、10.06、12.43 亿元 (原值为 12.13、14.76、17.03 亿元)，对应的 EPS 为 1.33、1.77、2.19 元/股，当前股价对应的 PE 为 18X、13X、11X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**甜味剂行业竞争加剧导致产品价格下跌；基础化工品价格下跌；定远基地新项目建设不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,303	2,444	4,715	5,414	6,097
同比增长率 (%)	-0.2	-3.7	-11.1	14.8	12.6
归母净利润 (百万元)	557	334	753	1,006	1,243
同比增长率 (%)	-20.9	35.3	35.3	33.6	23.6
每股收益 (元/股)	1.01	0.61	1.33	1.77	2.19
毛利率 (%)	19.2	25.2	24.9	28.7	30.7
ROE (%)	7.3	4.4	9.0	10.8	11.8
市盈率	24		18	13	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,311	5,303	4,715	5,414	6,097
其中：营业收入	5,311	5,303	4,715	5,414	6,097
减：营业成本	4,065	4,285	3,539	3,858	4,226
减：税金及附加	49	45	40	45	51
主营业务利润	1,197	973	1,136	1,511	1,820
减：销售费用	45	46	42	49	55
减：管理费用	250	174	165	182	204
减：研发费用	235	238	179	189	213
减：财务费用	-10	-12	5	-2	-12
经营性利润	677	527	745	1,093	1,360
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	3	-4	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-22	-12	0	0	0
加：投资收益及其他	123	153	110	50	60
营业利润	798	657	855	1,142	1,419
加：营业外净收入	-3	-16	2	10	4
利润总额	795	641	857	1,152	1,423
减：所得税	91	84	104	146	180
净利润	704	557	753	1,006	1,243
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	704	557	753	1,006	1,243

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。