

公司研究 | 点评报告 | 金禾实业 (002597.SZ)

Q2 短期业绩承压，三氯蔗糖价格坚挺

报告要点

公司发布 2025 年半年报，实现收入 24.4 亿元（同比-3.7%），实现归属净利润 3.3 亿元（同比+35.3%），实现归属扣非净利润 3.4 亿元（同比+35.5%）。其中 Q2 单季度实现收入 11.4 亿元（同比-13.8%，环比-12.2%），归属净利润 0.9 亿元（同比-21.7%，环比-61.9%），实现归属扣非净利润 1.1 亿元（同比-13.9%，环比-51.2%）。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王呈

SAC: S0490525040004

Q2 短期业绩承压，三氯蔗糖价格坚挺

事件描述

公司发布 2025 年半年报，实现收入 24.4 亿元（同比-3.7%），实现归属净利润 3.3 亿元（同比+35.3%），实现归属扣非净利润 3.4 亿元（同比+35.5%）。其中 Q2 单季度实现收入 11.4 亿元（同比-13.8%，环比-12.2%），归属净利润 0.9 亿元（同比-21.7%，环比-61.9%），实现归属扣非净利润 1.1 亿元（同比-13.9%，环比-51.2%）。

事件评论

- **甜味剂出口同环比下滑，静待库存消化。**2025H1，金禾实业食品添加剂板块实现收入 11.8 亿元（同比-12.1%），实现毛利率 45.2%（同比+18.1pct），收入有所下滑，毛利率大幅增长，主要由于行业控量提价，三氯蔗糖、麦芽酚价格上涨，但是销量减少。其中，2025Q2 三氯蔗糖、安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚均价分别为 25.0、3.8、10.0、8.2 万元/吨，同比+126.8%、+1.2%、+10.5%、+12.9%，环比+0.1%、+1.6%、持平、+3.6%。Q2 三氯蔗糖、安赛蜜出口量分别为 3327、4026 吨，同比-16.1%、-13.3%，环比-23.6%、-6.0%。2025Q2 行业开工率为 41.3%，环比 Q1 有所下行，或由于行业主要公司去库存为主，实际销售有所减少。
- **或由于代糖整体去库，公司 2025Q2 毛利率有所下降。**2025Q2 公司实现毛利率 20.0%（同比-0.2pct，环比-9.9pct），实现销售净利率 8.1%（同比-0.8pct，环比-10.5pct）。
- **展望 2025Q3**，前期由于库存较多，三氯蔗糖实际成交价格并不高，但是厂商降低负荷持续挺价，发布调价函报价在 18.5 万元/吨，由于经销商仍有足量前期低价货源，跟涨节奏略有拖累，不过在厂商带动下整体交投重心也有上行尝试，目前贸易商成交价格在 17-18 万元/吨。
- **2025H1 公司重点项目建设取得突破性进展，为未来发展奠定了坚实基础。**定远二期作为公司战略布局的重要载体，多个重点项目相继取得实质性成果。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；此外，年产 7.1 万吨湿电子化学品项目已完成备案手续，正在积极推进相关审批工作，预计将为公司打开新的增长空间。在合成生物学领域，公司持续加大研发投入，深化产学研协同创新，重点聚焦甜味剂、香料等核心业务的菌株改造、工艺优化及规模化生产稳定性技术。2025H1 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、瓦伦西亚橘烯，已实现产业化并成功推向市场。
- 公司甜味剂格局集中，需求稳步增长，向上弹性大，定远二期带来成长。预计 2025-2027 年业绩为 9.3、13.6、17.2 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

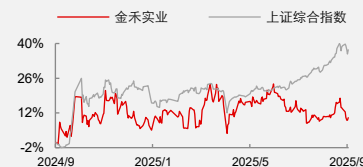
- 1、环保治理风险；
- 2、项目建设不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	22.76
总股本(万股)	56,832
流通A股/B股(万股)	56,682/0
每股净资产(元)	13.22
近12月最高/最低价(元)	27.88/21.00

注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《业绩同环比大幅提升，甜味剂高景气有望持续》2025-05-07
- 《甜味剂景气上行，分红大幅提升》2025-04-22
- 《Q3 环比增长，三氯蔗糖洗牌结束，景气触底回升》2024-11-07


 更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、环保治理风险：公司生产过程主要为化学合成过程，产品品种较多，在生产过程中涉及到诸多环保风险。随着国家经济增长模式的转变和可持续发展战略的全面实施，环境保护力度不断加强，环保政策日益完善，环境污染治理标准将会日趋严格。
- 2、项目建设不及预期的风险：公司启动定远二期项目，存在项目建设不及预期的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5303	5709	6629	7134	货币资金	1995	2504	3413	4843
营业成本	4285	4237	4602	4667	交易性金融资产	771	771	771	771
毛利	1018	1471	2027	2467	应收账款	542	579	672	724
%营业收入	19%	26%	31%	35%	存货	609	667	728	725
营业税金及附加	45	50	58	62	预付账款	68	73	75	77
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	725	844	902	933
销售费用	46	48	56	61	流动资产合计	4710	5438	6562	8074
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	33	41	50	61
管理费用	174	207	245	257	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	4%	4%	4%	固定资产合计	3925	4363	4801	5216
研发费用	238	244	290	311	无形资产	276	305	323	344
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	2	2	2	2
财务费用	-12	0	0	0	递延所得税资产	30	30	30	30
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	910	793	622	368
加: 资产减值损失	-12	0	0	0	资产总计	9886	10973	12390	14095
信用减值损失	-4	0	0	0	短期贷款	140	0	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0	应付款项	540	565	621	620
投资收益	81	70	85	93	预收账款	0	0	0	0
营业利润	657	1064	1550	1962	应付职工薪酬	119	133	141	142
%营业收入	12%	19%	23%	27%	应交税费	51	95	96	102
营业外收支	-16	0	0	0	其他流动负债	403	614	610	592
利润总额	641	1064	1550	1962	流动负债合计	1253	1407	1467	1457
%营业收入	12%	19%	23%	27%	长期借款	888	888	888	888
所得税费用	84	131	193	246	应付债券	0	0	0	0
净利润	557	933	1357	1716	递延所得税负债	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	557	933	1357	1716	其他非流动负债	143	143	143	143
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	2285	2439	2499	2489
EPS (元)	1.01	1.64	2.39	3.02	归属于母公司所有者权益	7599	8532	9889	11604
					少数股东权益	2	2	2	2
现金流量表 (百万元)					股东权益	7601	8534	9890	11606
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	9886	10973	12390	14095
经营活动现金流净额	750	1494	1757	2250					
取得投资收益收回现金	71	70	85	93	基本指标				
长期股权投资	-18	-8	-9	-10		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1132	-908	-923	-902	每股收益	1.01	1.64	2.39	3.02
其他	-555	0	0	0	每股经营现金流	1.32	2.63	3.09	3.96
投资活动现金流净额	-1634	-845	-848	-819	市盈率	22.53	13.87	9.53	7.54
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.71	1.52	1.31	1.11
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.98	7.79	5.27	3.68
银行贷款增加(减少)	1370	-140	0	0	总资产收益率	5.6%	8.5%	11.0%	12.2%
筹资成本	-149	0	0	0	净资产收益率	7.3%	10.9%	13.7%	14.8%
其他	-1073	0	0	0	净利率	10.5%	16.3%	20.5%	24.1%
筹资活动现金流净额	148	-140	0	0	资产负债率	23.1%	22.2%	20.2%	17.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-724	509	909	1431	总资产周转率	0.54	0.52	0.54	0.51

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。