

金禾实业 (002597.SZ)

增持 (维持)

甜味剂市场竞争加剧，短期业绩有所承压

事件：公司发布 2025 年年报，报告期内实现营业收入 49.11 亿元，同比下降 7.39%，归母净利润 3.47 亿元，同比下降 37.66%，扣非净利润 2.77 亿元，同比下降 40.7%；同时公司发布 2026 年一季度业绩预告，报告期内公司实现归母净利润 0.9~1.1 亿元，同比下降 62.8%~54.58%。

□ 食品添加剂收入同比下滑明显，大宗化学品业务继续承压。报告期内，公司食品添加剂收入 22.8 亿元，同比下降 17.16%，毛利率 30.37%，同比提高 3.22 pct；大宗化学品收入 17.2 亿元，同比增长 3.38%，毛利率 1.89%，同比下降 3.5 pct；专用化学品收入 4.7 亿元，同比增长 0.03%，毛利率 9.30%，同比下降 2.59 pct；日化香料收入 1.7 亿元，同比增长 2.3%，毛利率 25%，同比下降 5.0 pct。2025 年公司食品添加剂受市场库存周期及下游需求波动影响，二、三季度市场需求相对不足，销售出库进度放缓，全年公司食品制造业销量 3.33 万吨，同比下降 22.4%。

□ 全年食品添加剂价格总体上涨，2026Q1 甜味剂利润下滑。2025 年三氯蔗糖、乙基麦芽酚、甲基麦芽酚市场均价分别为 20.3 万、7.9 万、10.1 万元/吨，同比分别上涨 36.4%、10.7%、15.8%；安赛蜜市场均价 3.6 万元/吨，同比下跌 2.4%；其中四季度甜味剂市场较弱，三氯蔗糖、安赛蜜市场均价环比三季度分别下跌 43.9%、6.1%。2026 年一季度，公司利润同比下滑，主要受核心甜味剂产品利润下滑影响，该部分产品仍面临市场供需失衡及竞争加剧压力，虽然销量同比增长，但市场价格承压，行业整体利润空间收窄；大宗化学品板块表现相对稳健，部分产品价格上涨带动销量提升，同比有所改善。

□ 重点投资项目整体推进有序，深化产业链一体化布局。公司定远循环经济产业园二期项目于 2024 年 6 月投产后，2025 年全年保持稳定运行，该项目不仅提升了公司基础原料保障能力，也为电子化学品和先进材料方向提供了更强的底层支撑。在电子化学品及新能源材料方向，公司多个项目已从建设阶段进入试生产、客户送样和导入阶段。年产 8 万吨电子级双氧水项目于 2025 年 2 月投产，主要供应光伏、显示面板等行业客户；年产 7.1 万吨湿电子化学品升级项目于第二季度起陆续投产，包括电子级钠碱、电子级钾碱、电子级盐酸等产品；年产 1 万吨双氯磺酰亚胺酸 (LIFSI 前驱体) 项目于 7 月投产，当年即实现较高产能负荷运行，鉴于市场需求旺盛，公司已规划 2026 年进行扩产。年产 20 万吨合成氨粉煤气化项目于 2025 年 12 月建设完成；马来西亚生产基地项目完成选址确认和投资备案等前期工作。

□ 维持“增持”投资评级。由于甜味剂市场面临供需失衡及竞争加剧压力，我们调整盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.19 亿、6.51 亿、8.24 亿元，EPS 分别为 0.91、1.15、1.45 元，当前股价对应 PE 分别为 25、20、16 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游需求不及预期、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5303	4911	5506	6208	7155
同比增长	-0%	-7%	12%	13%	15%

周期/化工

目标估值：NA

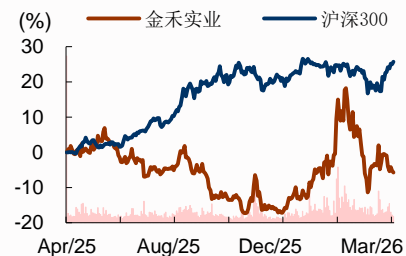
当前股价：22.59 元

基础数据

总股本 (百万股)	568
已上市流通股 (百万股)	567
总市值 (十亿元)	12.8
流通市值 (十亿元)	12.8
每股净资产 (MRQ)	13.7
ROE (TTM)	4.4
资产负债率	23.9%
主要股东	安徽金瑞投资集团有限公司
主要股东持股比例	44.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	8	-1
相对表现	-9	4	-26



相关报告

- 《金禾实业 (002597) — 上半年业绩同比大幅增长，食品添加剂价格上涨》2025-08-30
- 《金禾实业 (002597) — 食品添加剂产品价格上涨，一季度业绩同比大幅提升》2025-04-20
- 《金禾实业 (002597) — 受益于食品添加剂价格上涨，三季度业绩环比大幅增长》2024-11-01

周锋 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

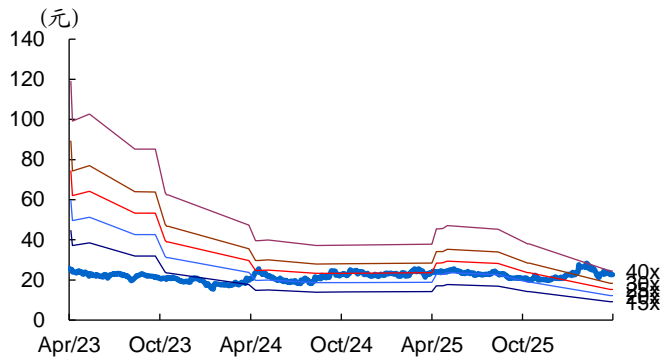
曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	657	447	653	812	1020
同比增长	-18%	-32%	46%	24%	26%
归母净利润(百万元)	557	347	519	651	824
同比增长	-21%	-38%	50%	25%	26%
每股收益(元)	0.98	0.61	0.91	1.15	1.45
PE	23.1	37.0	24.7	19.7	15.6
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

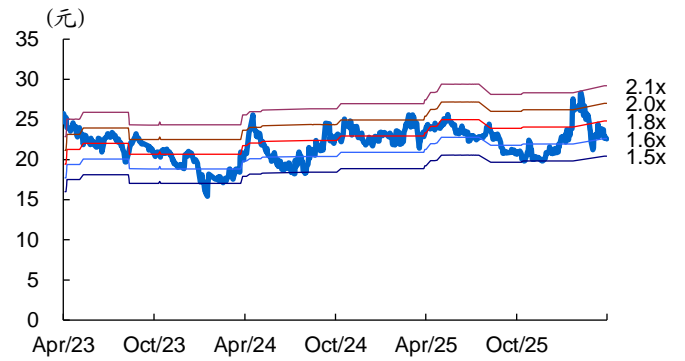
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 金禾实业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 金禾实业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4710	4583	5118	5950	6958
现金	1995	1057	1363	1883	2469
交易性投资	771	1161	1161	1161	1161
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	542	619	673	758	874
其它应收款	6	5	6	7	8
存货	609	819	884	980	1110
其他	787	922	1031	1161	1336
非流动资产	5176	5672	5502	5353	5222
长期股权投资	33	97	97	97	97
固定资产	3925	3776	3636	3513	3405
无形资产商誉	277	270	243	219	197
其他	940	1529	1527	1525	1523
资产总计	9886	10255	10620	11304	12180
流动负债	1253	1479	1438	1554	1711
短期借款	140	12	200	200	200
应付账款	585	801	874	968	1097
预收账款	37	65	71	79	90
其他	491	600	293	307	325
长期负债	1032	971	971	971	971
长期借款	888	837	837	837	837
其他	144	134	134	134	134
负债合计	2285	2450	2409	2525	2682
股本	570	568	568	568	568
资本公积金	218	528	528	528	528
留存收益	6811	6708	7113	7681	8401
少数股东权益	2	2	2	2	2
归属于母公司所有者权益	7599	7804	8209	8777	9497
负债及权益合计	9886	10255	10620	11304	12180

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	750	561	729	780	862
净利润	557	347	519	651	824
折旧摊销	414	492	489	469	451
财务费用	21	48	23	18	14
投资收益	(81)	(71)	(161)	(161)	(161)
营运资金变动	(164)	(247)	(142)	(200)	(270)
其它	3	(8)	2	3	5
投资活动现金流	(1634)	(974)	(158)	(158)	(158)
资本支出	(1133)	(974)	(319)	(319)	(319)
其他投资	(501)	(0)	161	161	161
筹资活动现金流	148	(301)	(266)	(101)	(118)
借款变动	249	(148)	(129)	0	0
普通股增加	(0)	(2)	0	0	0
资本公积增加	8	310	0	0	0
股利分配	(114)	(473)	(114)	(83)	(104)
其他	6	12	(23)	(18)	(14)
现金净增加额	(736)	(713)	305	521	586

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5303	4911	5506	6208	7155
营业成本	4285	4061	4429	4908	5560
营业税金及附加	45	47	53	60	69
营业费用	46	43	49	55	63
管理费用	174	183	205	231	267
研发费用	238	233	231	261	301
财务费用	(12)	(22)	23	18	14
资产减值损失	(16)	(80)	(24)	(24)	(24)
公允价值变动收益	(7)	55	55	55	55
其他收益	72	36	36	36	36
投资收益	81	71	71	71	71
营业利润	657	447	653	812	1020
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	18	45	45	45	45
利润总额	641	403	609	769	976
所得税	84	56	91	117	152
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	557	347	519	651	824

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-0%	-7%	12%	13%	15%
营业利润	-18%	-32%	46%	24%	26%
归母净利润	-21%	-38%	50%	25%	26%
获利能力					
毛利率	19.2%	17.3%	19.6%	20.9%	22.3%
净利率	10.5%	7.1%	9.4%	10.5%	11.5%
ROE	7.6%	4.5%	6.5%	7.7%	9.0%
ROIC	6.5%	4.0%	6.2%	7.2%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	23.1%	23.9%	22.7%	22.3%	22.0%
净负债比率	12.5%	11.4%	9.8%	9.2%	8.5%
流动比率	3.8	3.1	3.6	3.8	4.1
速动比率	3.3	2.5	2.9	3.2	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	6.2	5.7	5.2	5.3	5.3
应收账款周转率	9.9	8.5	8.5	8.7	8.8
应付账款周转率	5.1	5.9	5.3	5.3	5.4
每股资料(元)					
EPS	0.98	0.61	0.91	1.15	1.45
每股经营净现金	1.32	0.99	1.28	1.37	1.52
每股净资产	13.37	13.73	14.44	15.44	16.71
每股股利	0.83	0.20	0.15	0.18	0.23
估值比率					
PE	23.1	37.0	24.7	19.7	15.6
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.4	15.5	11.9	10.7	9.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。