

华康股份(605077)

代糖隐形冠军，厚积薄发乘势而起

——华康股份深度报告

✍️：余剑秋 执业证书编号：S1230520080007
☎️：19946060282
✉️：zhongyechen@stocke.com.cn

报告导读

“无糖”之风已至，代糖龙头厚积薄发，扶摇而上正当时。

投资要点

□ 乘全球木糖醇崛起之东风，公司现为代糖隐形龙头

公司为全球第二大、全国第一大木糖醇生产企业。目前公司已形成以木糖醇为主、山梨糖醇+麦芽糖醇+果葡糖浆为辅、赤藓糖醇跑步跟上的灵活经营策略。2018年公司木糖醇产量约占同期国内的48%，占同期全球的19%，是木糖醇领域当之无愧的龙头企业。2017-2020年公司营业收入CAGR为13%，归母净利润CAGR为76%，乘行业崛起之东风，实现高速增长。

□ 代糖行业经历着怎样的时代性机遇？

国内无糖需求兴起，叠加国家政策及意见领袖催化，带动我国甜味剂步入糖醇替代糖浆阶段，代糖行业方兴未艾。回顾历史，全球甜味剂行业共经历了蔗糖、果葡糖浆、糖醇类的3次主要更新迭代。每次迭代都蕴含需求+甜价比的边际驱动，以及政策引领、意见领袖举旗站台催化。近些年，我国高增的无糖需求与技术升级下糖醇甜价比优化实现共振，又恰逢《健康中国2030》政策的出台以及“意见领袖”元气森林的横空出世，甜味剂行业正经历前所未有的时代性机遇。横向比较下，2019年我国木糖醇人均渗透率仅为美国同期的1/20，未来提升空间巨大。

□ 华康股份积累了怎样的优势禀赋？

1) 行业周期性的对抗能力。单品种甜味剂受供需关系影响具周期性，公司现有多条糖醇产线，不惧单品周期变动，并在历史上已完成多次成功的相机抉择。2) 技术研发能力。截至2020年中，公司共获授权发明专利20项，授权实用新型49项，并在半纤维素碱液制备木糖领域具行业领先的技术优势，通过技术手段实现降本提效。3) 把握行业大势的能力。2020年中公司捕捉到市场对赤藓糖醇产品的高需求，迅速开启产线布局，该预计于2022年5月前实现投产，投产后有望迅速增厚公司业绩。

□ 盈利预测及估值

公司主营业务为食品甜味剂制造，我们预计2021-2023年公司实现收入13.95/18.12/23.74亿元，同比增5.72%/29.89%/30.98%，预计实现归母净利润2.06/3.18/4.95亿元，同比增速为-32.94%/54.60%/55.49%，对应EPS为1.26/1.95/3.03元/股，对应PE为29/19/12倍。考虑到公司前景广阔且具备一定的竞争力，我们给予公司2023年16倍PE（对应2022年25倍），对应市值约70亿元，较当前市值仍有15%以上空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示：产品价格波动风险、疫情反复风险、市场竞争加剧风险等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1320	1395	1812	2374
(+/-)	-12.66%	5.72%	29.89%	30.98%
净利润	307	206	318	495
(+/-)	11.82%	-32.94%	54.60%	55.49%
每股收益(元)	1.88	1.26	1.95	3.03
P/E	-	29	19	12

评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥37.16

单季度业绩

元/股

3Q/2021

0.42

2Q/2021

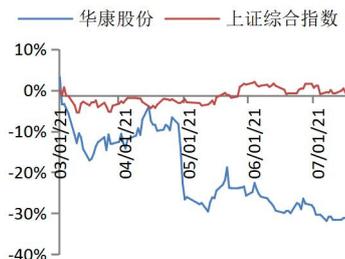
0.39

1Q/2021

0.44

4Q/2020

0.84



公司简介

公司为全球第二大、全国第一大木糖醇生产龙头。目前公司已形成以木糖醇为主、山梨糖醇+麦芽糖醇+果葡糖浆为辅、赤藓糖醇跑步跟上的灵活经营策略。

相关报告

联系人：钟烨晨

正文目录

1. 功能性糖醇隐形龙头，二十余年稳扎稳打.....	4
1.1. 乘木糖醇东风，打造功能性糖醇产能+技术.....	4
1.2. 财务质量稳扎稳打，糖醇量价齐升增厚利润.....	5
1.3. 股权结构清晰，高管深耕糖醇行业三十余年.....	7
2. 无糖需求高企铸就蓝海市场，优质甜味剂龙头尽享红利.....	9
2.1. 嗜甜为人类天性，甜食需求难以割舍.....	9
2.2. 无糖需求兴起，政策催化糖醇产业走向繁荣.....	9
2.3. 蔗糖果葡糖浆糖醇，甜味剂已完成3轮迭代.....	11
2.4. 需求+甜价比驱动，政策+意见领袖催化.....	12
2.5. 多线发展、技术积淀、把握大势是龙头诞生的必要条件.....	13
3. 产线布局全+研发积淀深，优质龙头有望扶摇而上.....	14
3.1. 敏锐商业嗅觉+明智商业决策，多次成功对抗行业周期性.....	14
3.2. 大客户长期稳定合作，强信任度背书订单可持续性.....	14
3.3. 研发禀赋积淀深，自主研发+产学研扩充技术实力.....	15
3.4. 自主品牌+参股新赛道，新曲线规划未雨绸缪.....	16
4. 盈利预测.....	18
4.1. 核心假设.....	18
4.2. 估值.....	20
4.3. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1: 2017~2020 年主营业务收入.....	5
图 2: 2017~2020 年 H1 各产品营业收入.....	5
图 3: 2017-2020 年归母净利润平稳增长.....	5
图 4: 2017-2020 年销售费用、管理费用及费率逐渐降低.....	5
图 5: 2017~2020 年各类糖醇产品产量.....	6
图 6: 2017~2020 年糖醇类产品毛利率稳中有升.....	6
图 7: 2017-2020 年境内、境外营收及毛利率稳中有增.....	6
图 8: 公司股权结构.....	7
图 9: 1992~2020 年我国超重率、肥胖率提升.....	9
图 10: 1980~2017 年中国成年人糖尿病患病率提升.....	9
图 11: 2012-2018 年全球无糖/低糖产品数复合增长率(按地区).....	10
图 12: 2012~2018 年全球无糖/低糖产品复合增长率(按产品).....	10
图 13: 2010~2020 年天然甜味剂市场份额逐步提升.....	10
图 14: 1990 年起美国糖尿病患病率激增.....	11
图 15: 2000-2010 年美国无糖口香糖市场需求爆发.....	11
图 16: 2009~2021 年木糖醇历史价格图.....	13
图 17: 2013~2017 年中国果葡糖浆产量稳定增长.....	14
图 18: 2005~2011 年果葡糖浆平均售价走高.....	14
图 19: 木糖醇主要大客户销售占比保持高位.....	15
图 20: 2017~2019 年糖醇产品产销率.....	15
图 21: 禾甘公众号.....	17
图 22: 禾甘天猫旗舰店.....	17
表 1: 华康股份发展历史.....	4
表 2: 公司大客户销售占比.....	6
表 3: 公司高管团队介绍.....	7
表 4: 木糖醇渗透率测算.....	12
表 5: 公司历年来技术认证成果.....	16
表 6: 禾甘品牌成长历程.....	16
表 7: 公司细分业务盈利预测.....	19
表 8: 可比公司估值.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1. 功能性糖醇隐形龙头，二十余年稳扎稳打

浙江华康药业股份有限公司成立于2001年，主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇等功能性糖醇和果葡糖浆等淀粉糖的研发、生产和销售。公司以雄厚的产品研发技术实力、完备的糖醇生产制备工艺、丰富的下游客户资源形成产销综合竞争力，是全球主要的木糖醇和晶体山梨糖醇生产企业，现已成为功能性糖醇行业的隐形龙头。

表 1：华康股份发展历史

时间	事件
1962	工厂成立，1983年首条木糖醇生产线投产。2001年完成企业改制。
2003	成立子公司焦作华康，建立木糖原料生产基地，负责木糖、木糖母液的生产。
2004	子公司华康贸易有限公司成立，负责食品添加剂产品的销售和进出口，包括负责开拓国内电商市场
2007	由华康有限以整体变更方式设立股份公司
2008	年产1万吨结晶麦芽糖醇项目投产
2011	果葡糖浆投产。2012年完成扩产技改项目
2015	山梨糖醇项目投产
2017	联营企业四川雅华生物木糖投产（持股比例为50%），主营业务为以半纤维素为主要原料生产木糖
2020	杭州研究院启用
2021	公司上交所主板上市
2022	赤藓糖醇项目试车

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.1. 乘木糖醇东风，打造功能性糖醇产能+技术

公司成立于2001年，2007年由华康有限通过改制重组，整体变更为华康股份有限公司。公司前身为浙江华康药业有限公司，来源于国企“浙江省开化日用化工厂”（1989年更名为“浙江省开化华康药厂”）。原厂于1983年取得医药级木糖醇生产许可，并建设投产第一条木糖醇生产线，1987年口服医药级木糖醇产能扩建至700吨/年。2001年，公司第一股东陈德水等人购买华康药厂净资产，出资设立华康药业有限公司，并保留“华康药业”商号以维护其市场认可度。故公司具备药品生产许可证，在功能性糖醇和淀粉糖产品的基础上，亦计划推进木糖醇原料药业务、并进行山梨糖醇原料药及麦芽糖醇药用辅料的发展规划。

2008年起，公司持续扩充功能性糖醇和淀粉糖产线，不断丰富产品结构。公司分别于2008、2011、2015年投产麦芽糖醇、果葡糖浆和山梨糖醇项目，并于2020年开始投建年产3万吨赤藓糖醇项目。兼顾完善与差异化的产品结构加强了生产协同效应，目前已形成以木糖醇为主、山梨糖醇+麦芽糖醇+果葡糖浆为辅、赤藓糖醇即将投产的灵活经营策略。

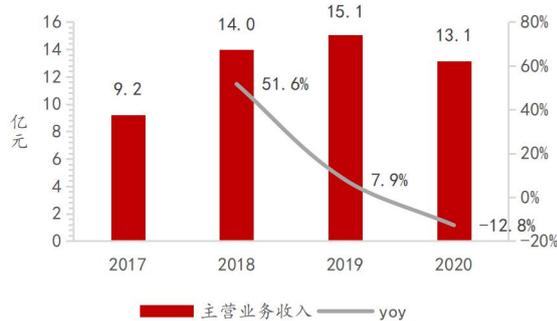
公司围绕糖醇、淀粉糖等产品开启全产业链布局，多年积淀厚积薄发，成长为国内第一、全球第二大木糖醇生产企业。出于木糖醇业务发展需要，公司于2003年成立全资子公司焦作华康，从事木糖、木糖母液的生产与销售。2004年，公司成立全资子公司华康贸易，主营销销售及进出口业务，目前亦负责开拓国内电商市场。2017年，公司成立联

营企业雅华生物，以工业副产品半纤维素碱液为原料生产木糖醇的主要原材料木糖，为主业降本提效。

1.2. 财务质量稳扎稳打，糖醇量价齐升增厚利润

受益于下游糖果食品的需求稳定增长，公司木糖醇营收持续增长，带动整体营收增长。公司整体营收从2017年的9.2亿元增长至2019年的15.1亿元，CAGR达28%。木糖醇营收从2017年的4.6亿元增长至2019年的9.3亿元，CAGR达42%，营收占比从17年的50%增至19年的62%。

图 1：2017~2020 年主营业务收入



资料来源：公司招股书，年报浙商证券研究所

图 2：2017~2020 年 H1 各产品营业收入



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司归母净利润稳步提升，从2017年的5592万元提升至2020年的3.07亿元，净利率从6.05%提升至23.28%，带动综合毛利率从17年的24.51%提升至20年的34.65%，其中功能性糖醇毛利率为41.35%，高于保龄宝糖醇类产品毛利率21%的水平。主要系高毛利产品木糖醇销售占比逐年提升，其毛利占比从2017年的60.7%提升至20年H1的77.3%。

图 3：2017-2020 年归母净利润平稳增长



资料来源：公司招股书，公司年报，浙商证券研究所

图 4：2017-2020 年销售费用、管理费用及费率逐渐降低



资料来源：公司招股书，公司年报，浙商证券研究所

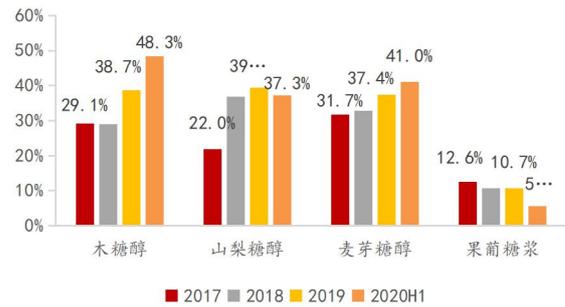
1) 完备的木糖醇生产技术保障供应能力，规模效益日益显著。公司具有多种木糖制备工艺，玉米芯制取/木糖母液提取/半纤维制备形成了多路技术储备，原材料木糖母液+玉米芯+半纤维素供应充足稳定加强原料保障。木糖醇方面规模效益渐显，产量从2017年的2.1万吨增长至2019年的3.4万吨。子公司焦作华康、联营公司雅华生物的工艺持续优化升级，制备能力迭代成熟。基于木糖生产单体最大工厂，从供应链源头为木糖醇生产原料木糖的稳定供应增强可控性。

图 5：2017~2020 年各类糖醇产品产量



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

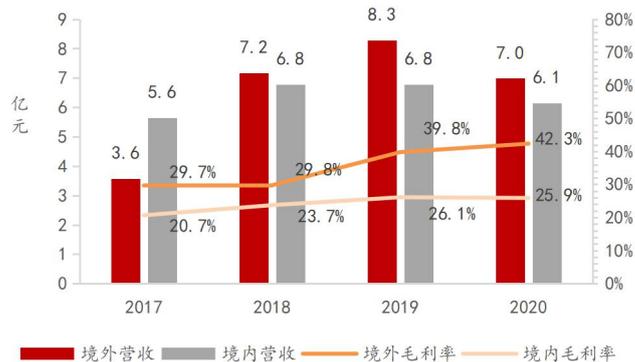
图 6：2017~2020 年糖醇类产品毛利率稳中有升



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

2) 卓越的成本控制能力和费用管控能力贡献持续稳定的盈利能力。在规模效益加持下，雅华生物木糖醇的自制成本从 2018 年的 1.87 万元/吨降至 2020 年的 1.36 万元/吨，推动公司的木糖醇毛利率从 2018 年的 28.99% 提升至 2020 年 H1 的 41.23%。山梨糖醇规模生产能力逐步强化，产量从 2017 年的 0.9 万吨增至 2019 年的 2.5 万吨，推动毛利率从 2017 年的 21.9% 提升至 20 年 H1 的 37.3%。随着扩产技改项目的陆续完成，山梨糖醇、麦芽糖醇均将进一步放量，毛利率有望进一步走高（2020H1 山梨糖醇/麦芽糖醇毛利率分别为 37.3%/40.9%）。**直销模式贡献高议价能力。**2017~2020 年公司直销营收占比均在 93% 以上，优质稳定的产品质量使得公司木糖醇、山梨糖醇等核心产品销售均价长期显著高于我国出口均价。同时也为以销定产、消化产能提供保障。虽然全球疫情恶化对销售产生一定影响，但 2020 年境外业务毛利率为 42.34%，仍显著高于境内业务的 25.9%。**费用管控方面**，18~20 年销售费用占营收比例均低于 7%（疫情期间降至 1.0%），销售费用率稳定保持在 3%~4%，与行业平均水平保持一致。

图 7：2017-2020 年境内、境外营收及毛利率稳中有增



资料来源：招股书，浙商证券研究所

表 2：公司大客户销售占比

公司	合作开始时间	2021H1 销售占比
玛氏箭牌	2003	40.07%
亿滋	2003	14.12%
不凡帝	2005	13.60%

好时	2018	2.59%
费列罗	2007	1.74%
太古可口可乐	2012	/
农夫山泉	2014	/
康师傅	2012	/
好丽友	2007	/

资料来源：招股书，浙商证券研究所

1.3. 股权结构清晰，高管深耕糖醇行业三十余年

公司经营团队核心成员均在公司前身开化华康药厂工作三十余年，一线生产、管理经验丰富，在公司发展中起到关键作用。第一股东陈德水自1991年进入开化华康，历任技术员、糖醇分厂长等，目前担任公司董事长、总经理；余建明1993年进入开化华康，曾任财务科长、厂长助理等，目前担任公司副董事长、财务负责人；程新平1989年进入开化华康，历任技术员、副厂长，目前担任公司董事、副总经理；徐小荣1991年进入开化华康，曾任技术员、质检科长等职务，目前担任公司董事。陈德水、程新平、徐小荣、余建明四名自然人组成的经营团队为公司控股股东及实际控制人，构成一致行动人。

图 8：公司股权结构



资料来源：招股书，浙商证券研究所

表 3：公司高管团队介绍

公司高管	简介
陈德水	1969年生，工商管理硕士，正高级工程师。1991年~2001年任开化华康糖醇分厂厂长、木糖醇车间副主任、副厂长、厂长；2001年~2007年任华康有限董事长；2007年至今任华康股份董事长、总经理，同时担任焦作华康董事，华康贸易董事长，欧洲华康董事，唐山华悦董事长、总经理，雅华生物董事、副董事长，兼任开化金悦执行董事。
余建明	1963年生，大专学历，1982年~1992年任开化化肥厂合成氨车间操作工、财务科会计。1993年~2001年任开化华康药厂财务科长、厂长助理；2001年~2007年任华康有限董事、财务负责人；2007年~2008年任华康股份董事、财务负责人；2009年至今任华康股份副董事长、财务负责人。同时担任焦作华康董事、华康贸易董事、唐山华悦董事、雅华生物董事；兼任开化金悦监事。
程新平	1967年生，工商管理硕士，高级工程师。1989年~2001年历任开化华康药厂技术员、车间主任、合资公司副总经理、技改科科长、副厂长；2001年~2007年任华康有限董事、副总

	经理；2007年~2011年任华康股份董事、副总经理。2012年至今，担任公司董事、常务副总经理。同时担任华康贸易董事、总经理、唐山华悦董事。
徐小荣	1967年生，本科学历，高级工程师。1991年~2001年历任华康药厂技术员、之间科长、厂长助理、副厂长；2001年~2007年历任华康有限董事、总经理、副总经理；2007年至今任华康股份董事。同时担任华康贸易董事，雅华生物董事、总经理。
曹建宏	1960年生，本科学历。1985年~2001年历任华康药厂班长、车间主任、科长、副厂长。2001年~2007年任华康有限董事、副总经理；2007年至今担任华康股份董事。同时担任华康贸易董事，雅华生物监事会主席。
杜勇锐	1950年生，工商管理硕士，曾任美国 BURROUGUS 电脑公司销售经理、苹果电脑公司中国区总经理、美的产业有限公司总经理、万达资讯科技控股有限公司 CEO 等。2008年至今，担任华康股份海外市场总监、董事。同时担任雅华生物董事，兼任美的产业有限公司董事、美的科技有限公司董事。
郭俊峰	1969年生，博士，教授级高级工程师。曾任东方通信股份有限公司副总裁、战略规划部总经理，中国普天信息产业集团公司总裁助理，韵升股份有限公司董事，华立科技股份有限公司董事。2018年至今担任华康股份独立董事。
许志国	1968年生，本科学历，注册会计师、注册税务师。曾任长兴化工技术科工程师、长兴金桥税务师事务所副所长，长兴北辰耐火材料贸易有限公司所在、执行董事、总经理。2018年至今担任华康股份独立董事。
冯凤琴	1964年生，博士。曾任杭州利民制药厂研发工程师，浙江大学讲师、教授、研究所所长，杭州龙宇生物科技执行董事、总经理，杭州盈泰食品执行董事、总经理，杭州康源食品执行董事、总经理。2018年至今担任华康股份独立董事。

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

2. 无糖需求高企铸就蓝海市场，优质甜味剂龙头尽享红利

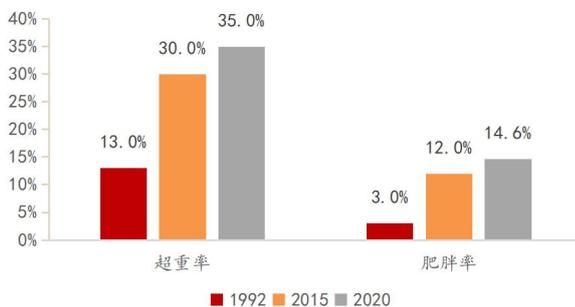
2.1. 嗜甜为人类天性，甜食需求难以割舍

嗜甜为人类天性，人类对甜食的需求具有持续性、不可替代性。按照进化心理学，人类曾经历绵延千年食物匮乏时期，吃足够多的热量足才能活命。而甜食的主要成分为碳水化合物，其进入胃里经消化即可变为葡萄糖供能，能迅速补充身体所需热量。经过自然选择，爱吃甜食的人活了下来，嗜甜写入了我们的基因，是我们的天性。

2.2. 无糖需求兴起，政策催化糖醇产业走向繁荣

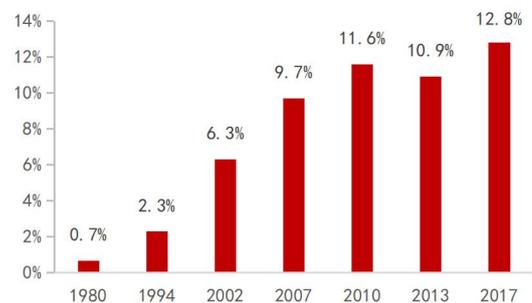
生活条件升级，嗜甜天性下糖尿病、肥胖等疾病增多，“无糖”需求兴起。近百年科学技术持续进步，人类的生活水平不断升级，嗜甜基因作祟、糖分摄入过量问题逐渐凸显，近些年肥胖、糖尿病等问题日趋严重。根据世界卫生组织的统计数据，2016 年全球成年人口超重率达 39%；《第五次国民体质监测公报》数据显示，2020 年我国成年人超重率、肥胖率分别为 35.0%和 14.6%，较 2014 年分别增长了 2.3 和 4.1 个百分点；根据中国糖业协会数据，我国成年人糖尿病患病率从 1980 年的 0.7%提升至 2017 年 12.8%。基于对个人健康的考虑，无糖需求开始兴起。

图 9：1992~2020 年我国超重率、肥胖率提升



资料来源：第五次国民体质监测公报，浙商证券研究所

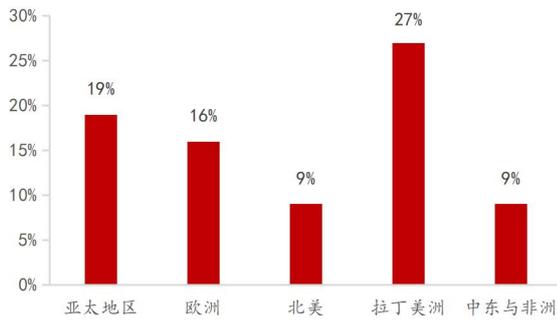
图 10：1980~2017 年中国成年人糖尿病患病率提升



资料来源：中国糖业协会，浙商证券研究所

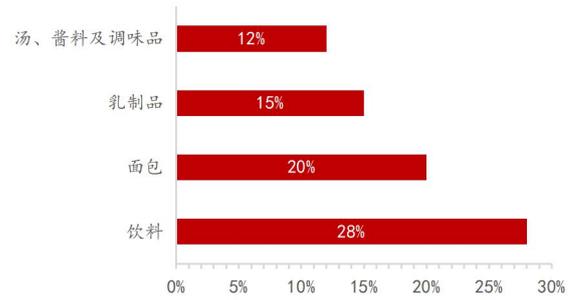
近年，在强势的需求推动下，全球范围内低糖/无糖类产品数量实现高增。一面是基因里无法割舍的嗜甜需求，一面是对健康的渴望，现如今的消费者不再愿意再做好口感与健康之间的选择题，而是二者皆要。也正因如此，全球范围内无糖/低糖类产品数量激增，各品牌商纷纷出品兼具口感和健康属性的新产品。根据 Mintel 研究统计，分地区看，2012-2018 年，拉丁美洲、亚太、欧洲地区低糖/无糖产品数量均实现双位数的年复合增长，分别为 27%、19%、16%；分产品类型看，全球范围内饮料为数量增速最高的无糖/低糖产品，增速高达 28%，面包、乳制品等紧随其后，增速分别为 20%、15%。

图 11: 2012-2018 年全球无糖/低糖产品数复合增长率(按地区)



资料来源: Mintel, 浙商证券研究所

图 12: 2012~2018 年全球无糖/低糖产品复合增长率(按产品)

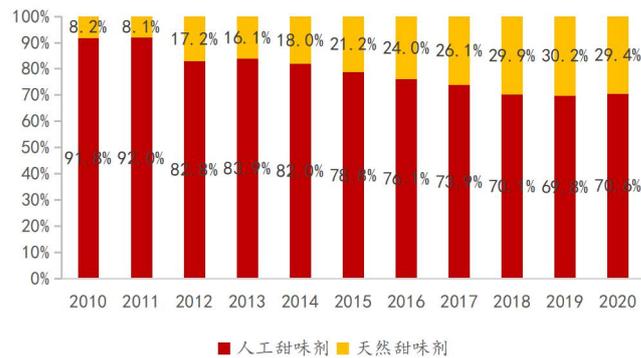


资料来源: Mintel, 浙商证券研究所

横向比较下,我国无糖化食品渗透率提升空间巨大,将成为全球无糖食品继续高增的重要助推器。以在欧美市场无糖化应用较广的糖果类食品为例,根据 2016 年 Euromonitor 调研数据,日本压片薄荷糖中约 94%为无糖,而中国仅 2%;德国浇注糖果里无糖产品占比约 35%,而中国仅 1.4%;口香糖产品中,英国和德国的无糖口香糖已占比高达 80%,而中国仅为 28%。

“天然”为主打,需求多元化、差异化。基于糖果、饮料等食品品类的差异,结合甜味剂品种的自身特性,品类和甜味剂之间存在阶段性的最适匹配,如木糖醇之于口香糖,亦如赤藓糖醇之于日常饮料。无糖类产品的增多给予了消费者更多的选择空间,但始终会以健康为第一要素。在人工合成甜味剂频繁爆出安全隐患的当下,消费者赋予“天然”产品更好的定位,以糖醇为代表的新型天然甜味剂,因为更符合健康需求,在市场上呈现出快速发展态势。根据英敏特数据显示,在 2010-2020 年的十年间,天然甜味剂的添加占比由 2010 年的 8.2%提升至 2020 年的 29.4%。

图 13: 2010~2020 年天然甜味剂市场份额逐步提升



资料来源: 英敏特、浙商证券研究所

全球范围内糖税、健康行动等政策相继出台,减糖化上升至国家战略层面。基于对人民健康的考虑,全球范围内已有 40 多个国家和地区相继出台糖税,推动食品及饮料企业做出无糖化、低糖化改革。我国也于 2016 年出台《“健康中国 2030”规划纲要》。国务院《关于实施健康中国行动的意见》明确指出,合理膳食行动是要针对全人群加强营养和膳食指导;重点鼓励全社会减盐、减油、减糖,自此“减糖”上升至国家战略。2019

年我国发改委发布《产业结构调整指导目录(2019年本)》，将“多元糖醇及生物法化工多元醇、功能性发酵制品的开发、生产、应用”列为鼓励类项目，配套产业政策支持，我国糖醇产业方兴未艾。

2.3. 蔗糖果葡糖浆糖醇，甜味剂已完成3轮迭代

历史上全球甜味剂行业经历过3个主要阶段：果葡糖浆替代蔗糖、糖醇类替代糖、糖醇类之间的替代。

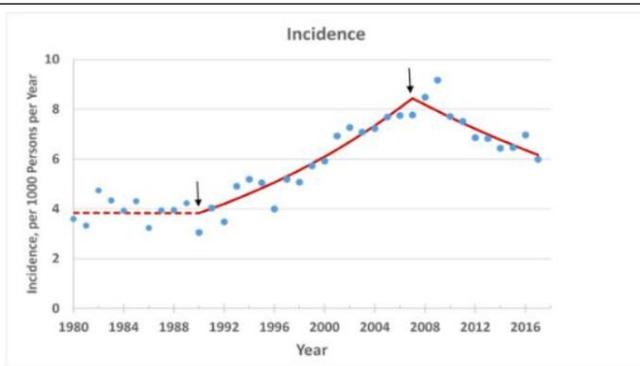
1.0 阶段：果葡糖浆替代蔗糖阶段。

受益技术升级，颠覆原始甜价比，20世纪80年代左右果葡糖浆开始替代蔗糖。果葡糖浆以玉米为主要原料，而蔗糖以甘蔗为主要原料。20世纪70年代开始，糖类消费大国美国甘蔗价格不断飙升，与此同时当地玉米大丰收价格低廉。加之，果葡糖浆生产工艺自1966年日本首先实现酶法工业化后多次升级，不断降本提效。最高峰时，受益政府给予玉米种植的补贴政策，果葡糖浆的甜价比一度接近蔗糖的2倍。在巨大的成本优势面前，20世纪80年代初可口可乐及百事可乐公司将自有产品中的蔗糖全部换为果葡糖浆。行业龙头调转船头后，剩余食品饮料公司也纷纷紧随其后。两大意见领袖可口可乐及百事可乐公司举旗换糖仅数年，美国果葡糖浆消费量就超越了蔗糖。

2.0 阶段：糖醇类甜味剂替代糖阶段。

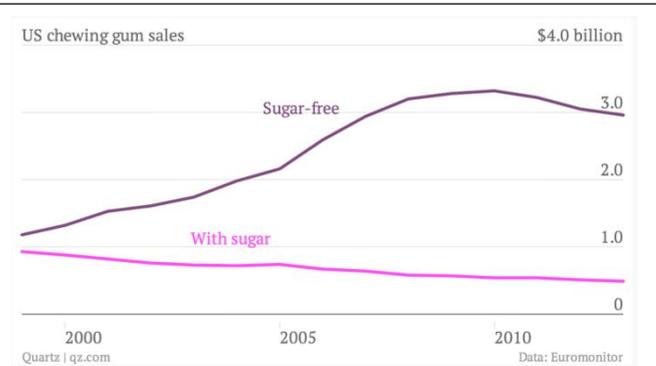
技术升级至大规模量产成为可能，叠加减糖相关健康需求层层兴起，21世纪初期全球进入糖醇替代阶段。糖醇类甜味剂不同于人工合成甜味剂及天然甜味剂，大多兼具有较为天然(本身在自然界存在)、低热量、低甜度、原料易获得、甜价比较高等特点。在糖醇类产品安全陆续得到各国食品安全认证后，世界各地通过技术改造及工艺升级，实现了木糖醇、山梨糖醇等产品的工业化大规模量产。以木糖醇为例，在1980年前全年主要产能以桦木蒸煮法为主，全球总产量始终在1万吨左右徘徊。之后我国迅速完成技术攻坚，改用效率更高的氢化法，2003年我国木糖醇总产量已达2.6万吨。供给端产能释放带来甜价比上升的同时，是以美国为主无糖口香糖需求市场的大规模爆发，其背后原因主要基于美国90年代开始高增的糖尿病患病率引发的无糖需求。1984年箭牌公司在美国推出了第一款无糖口香糖“益达”，自此口香糖的无糖化需求被引动，并在2000年左右实现销售额上对含糖口香糖的超越，并继续一路高歌猛进，在2009年左右增长至年销售额30多亿美元。后续经墨西哥、英国等超过20多个国家出台糖税政策催化，糖醇类甜味剂对糖的替代继续加剧。

图 14：1990 年起美国糖尿病患病率激增



资料来源：《国际糖尿病》，浙商证券研究所

图 15：2000-2010 年美国无糖口香糖市场需求爆发



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

3.0 阶段：甜味剂的替代升级阶段。

健康需求接连升级，配合生产工艺不断进步优化，甜味剂的升级替代时代已然到来。近5年来，以中国为主要代表的新兴消费市场与健康食品的关注日益提升，带动了整体无糖市场的新一轮需求升级。事实上早在2011年农夫山泉就曾超前推出“东方树叶”系列无糖饮品，但因当时需求端未觉醒，生未逢时遭遇冷待。然而当时间步入2018年，一面是中国消费者迸发的健康升级需求，一面是国家层面出台的《国民营养计划2017-2030》，元气森林气泡水一经上市，就以“0糖0脂0卡路里”收获人心，并迅速带动赤藓糖醇成为爆品。供给端也配合跟上，根据三元生物招股书数据，2009年时龙头企业保龄宝的收率约为40.5%+，2018-2020年三元生物赤藓糖醇综合收率约47.85%-49.50%，工艺提升带动产能释放，为下游需求市场的蓬勃发展保驾护航。

2.4. 需求+甜价比驱动，政策+意见领袖催化

基于上述对甜味剂行业历史发展的总结归纳，我们认为，甜味剂行业的更新换代一般需要2大驱动因素及2大催化剂。

2大驱动因素分别为：需求兴起、甜价比高。催化剂为：政策引领、意见领袖举旗站台。在1.0阶段，以技术升级+原料价格波动造就果葡糖浆甜价比优势、1970-80年代美国消费升级的需求大势为驱动因素，在大龙头两乐公司先行转换的催化下，果葡糖浆完成替代。在2.0阶段，以技术升级降低量产成本造就木糖醇甜价比优势、欧美市场无糖口香糖需求爆发为驱动因素，在大龙头箭牌公司先行推出无糖品牌、20余个国家出台糖税的催化下，木糖醇等糖醇类甜味剂开启对升糖产品的替代。在3.0阶段，以工艺升级提升收率造就新型糖醇甜价比优势、中国为代表的新兴市场健康升级需求为驱动因素，在意见领袖品牌元气森林气泡水以及国家政策的催化下，赤藓糖醇开启对其余甜味剂的升级替代。总结来看，需求升级是每一阶段大势更迭的必要因素，甜价比是大势之内品种抉择的重要因素，政策出台是大势更迭的放大器，意见领袖举旗站台是品种突围的加速器。

考虑到我国是现阶段全球重要的消费市场，我国健康相关政策短期内不会发生根本性转变，已经迸发出的健康升级消费需求不会立刻泯灭，我们认为，符合当下消费者“天然”、“健康”等需求、甜价比合适的糖醇类产品更易在目前的市场环境中脱颖而出。

从我国甜味剂行业目前的发展阶段来看，整体市场需求发展滞后于欧美国家。以存在运输半径的果葡糖浆为例，美国果葡糖浆的在1980-2000年附近，两大可乐公司甜味剂切换之时就已经爆发。而我国需求大于供给导致价格推升的时点在2010年之后，即两大可乐公司、蒙牛、伊利、农夫山泉等知名企业将果葡糖浆大量应用于食品及饮料产品之后。经我们粗略测算，以木糖醇产品为例，2019年我国人均木糖醇市场规模为每百人2.34美元，同期美国约为46.59美元/百人，相差20余倍。基于我国需求市场相较于欧美市场的滞后性，并考虑到品种本身健康属性，经横向对比下，我们认为以我国为主的新兴消费市场在木糖醇、赤藓糖醇等天然健康的品种上，渗透率提升空间巨大。

表 4：木糖醇渗透率测算

木糖醇相关指标	2019年数据
我国出口数量(吨)	43,935
我国进口数量(吨)	16
我国产量(吨)	52,700
我国需求量(吨)	8,782

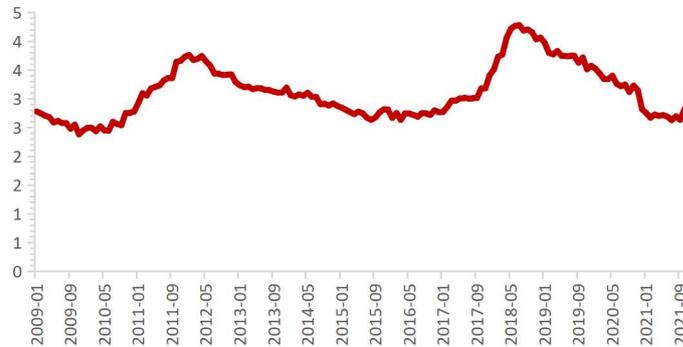
我国出口单价 (美元/吨)	3,730	
我国市场规模 (亿美元)	0.33	
2019年对比	北美	中国
木糖醇市场规模 (亿美元)	1.71	0.33
人口 (亿人)	3.67	14.1
人均木糖醇市场规模 (美元/百人)	46.59	2.34

资料来源：海关总署、中国淀粉工业协会、联合国、IMARC、中商产业研究院、华经情报网、浙商证券研究所

2.5. 多线发展、技术积淀、把握大势是龙头诞生的必要条件

长期来看，具备多品种生产能力、具备降本提效的技术积淀、积极把握新品种崛起的甜味剂制造企业更易脱颖而出。首先，从历史来看，果葡糖浆、木糖醇、山梨糖醇等甜味剂产品受供需关系影响存在一定周期性。具备多产品生产能力，在单产品遭遇周期低谷时能够迅速实现产能切换的企业更易度过难关。其次，甜味剂产品的价格一般由供需关系决定，能够通过技术提升、工艺改良提升收率的企业，将拥有更强的成本优势，攫取更高的利润，甚至逼退其余竞争者。再者，随着现代人生活水平与全球技术研发水平的同步提升，甜味剂行业仍是蓄势待发、欣欣向荣的新兴产业，未来仍将不断出现新兴甜味剂产品。我们认为，能够积极把握新品崛起大势、赶上时代浪潮的企业更值得被关注。

图 16：2009~2021 年木糖醇历史价格图



资料来源：WIND，浙商证券研究所

3. 产线布局全+研发积淀深，优质龙头有望扶摇而上

3.1. 敏锐商业嗅觉+明智商业决策，多次成功对抗行业周期性

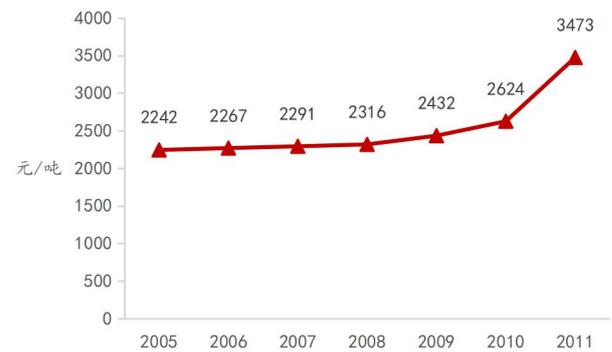
公司商业嗅觉敏锐，决策果断明智，历史上完成多次相机抉择，成功抵抗行业周期性。二十余年来我国糖醇单品市场经历多轮周期。1) 切入果葡糖浆产品：2008~2010年木糖醇市场受累全球金融危机持续低迷，与此同时随着可口可乐等下游饮料企业对果葡糖浆配料的大量应用，国内果葡糖浆市场需求爆发，2009年起果葡糖浆市场价格不断攀升。对此公司反应迅速，于2011年投建果葡糖浆产线，2012年完成果葡糖浆扩产技改项目，产量达10万吨。2) 糖醇类产品产线切换：2018年公司利用麦芽糖醇生产线部分设备，调整工艺生产参数，改为生产部分景气度较高的木糖醇产品。在果葡糖浆市场景气度较低的当下，公司也积极推动高毛利高需求的糖醇类产品，缩窄部分果葡糖浆产线通过技改转为木糖醇产线。3) 投产赤藓糖醇产线：2020年公司捕捉到市场对赤藓糖醇产品的高需求，迅速在年中开启产线布局，该产线预计于2022年5月前实现投产，投产后有望迅速增厚公司业绩。

图 17：2013~2017 年中国果葡糖浆产量稳定增长



资料来源：中国食品工业年鉴、浙商证券研究所

图 18：2005~2011 年果葡糖浆平均售价走高



资料来源：WIND、浙商证券研究所

3.2. 大客户长期稳定合作，强信任度背书订单可持续性

公司市场认可度高，与众多主要客户的合作关系保持长期稳定，可深入开发现有客户资源来消化新增产能。主要客户包括玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、哇哈哈、蒙牛，主要客户国内外食品饮料行业领先企业，品牌知名度高、业务规模大，在选择供应商时更注重供应商的综合实力，包括糖醇质量的稳定性和供货的可靠性，而非完全追求采购成本的最低化。公司与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝等客户保持合作近二十年，长期稳定的合作关系形成强信任度，有助于公司横向拓展供应的糖醇品类。丰富的客户资源为公司扩能产线订单的来源和可持续增长提供了保障。

公司有较强的产品竞争能力及品牌影响力，客户资源壁垒高筑。国外龙头重视产品质量、食品安全、和生产销售方面的资质认证，公司已通过 ISO 质量管理、食品安全、环境管理体系等多项认证，管理体系比肩国际一流水平。可口可乐、康师傅等公司主要大客户作为食品饮料品牌龙头，在行业内具有标杆和意见领袖作用，为公司的供应能力背书，形成供应商的品牌影响力。进入客户的合格供应商体系后之后，公司凭借高标准

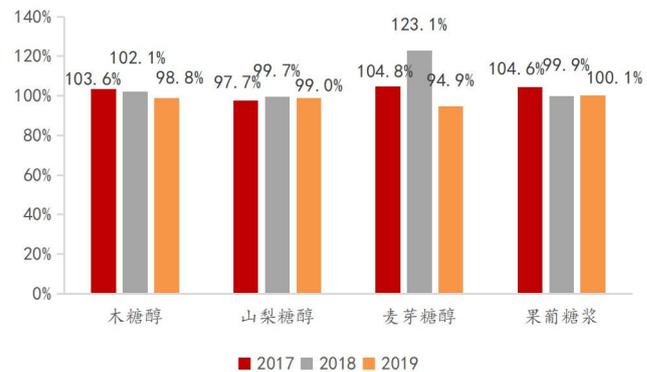
的糖醇质量、齐全的产品线及稳定及时的供货能力形成了高客户粘性，目前已成为多个国际主要客户的一供。2017、2018 年向玛氏箭牌销售的木糖醇产品 yoy 达到 88%和 40%。公司的主要国际客户有严格的供应商筛选机制和复杂的考察评估流程，对认证体系内的现有供应商有依赖性，引入新供应商的转换成本较高，故糖醇市场准入门槛较高，形成了客户资源壁垒。

图 19：木糖醇主要大客户销售占比保持高位



资料来源：招股书，浙商证券研究所

图 20：2017~2019 年糖醇产品产销率



资料来源：招股书，浙商证券研究所

3.3. 研发禀赋积淀深，自主研发+产学研扩充技术实力

公司注重长期研发创新投入，技术认证硕果累累，并造就公司深厚的行业地位和影响力。公司多年来致力于功能性糖醇产品的研发、技术创新和工艺改进，经过多年持续投入，获得多项国家级技术认证和政府奖励，包括 2019 年被评为国家企业技术中心和轻工业糖醇应用技术重点实验室，2021 年获衢州市政府杰出贡献奖等。2018-2021 年公司获木糖醇制造业单项冠军、2016-2017 年获食品添加剂行业十强企业，担任中国生物发酵产业协会副理事长单位，主导、参与起草制定木糖、木糖醇、麦芽糖醇、淀粉糖等 12 项国家标准和 4 项行业标准，实现专利产业化价值 35 亿元。值得一提的是，公司在半纤维素碱液制备木糖领域拥有行业领先的技术优势，通过技术手段实现了降本提效。公司已取得包括：“一种溶解浆木片预水解液制备木糖的方法”、“一种木糖母液的处理方法”等在内的多项专利技术，在自身实现原材料成本降低的同时，也实现了工业副产品的循环利用。

公司将自主研发和产学研联合相结合，赋能自主创新能力。公司技术中心包括研发中心、科技平台、检测中心多个部门，纵向覆盖技术创新、产品开发、基础应用多方面的研究。1) 研发中心与浙江大学、浙江工业大学、浙江工商大学、浙江科技学院等知名高校建立紧密的产学研战略合作关系和长期的人才培养计划，为公司工艺技术的可持续发展迭代注入力量。2) 科技平台搭载现代化的科研场所，建立浙江省博士后工作站、华康糖醇研究院等多个技术基地，整合内外部技术资源，以科研驱动糖醇产业发展，推动国内功能性糖醇行业产品质量的提高以及结构调整。3) 公司募投项目中的“功能性糖醇技术研发中心”（研究院）引进高精尖的检测设备和专业素质团队，检测中心通过国家认可委员会 CNAS 认证，试验检验能力达到国际认可标准。研究院提高产品质量检验效率，有助于新产品、新技术的研发效率飞跃，加速技术成果转化，为工艺优化升级提供技术支撑，加快新产品、新技术的产业化速度，夯实公司技术领先地位。

表 5：公司历年来技术认证成果

时间	技术认证成果
2005	被认定为浙江省级企业技术中心
2007	被评为国家火炬计划重点高新技术企业
2016	获评中国专利优秀奖浙江省专利优秀奖
2017	成立华康-浙江工商大学糖醇应用研发中心
2018	成立郑裕国院士专家工作站、浙江省博士后科研工作站
2018	入选浙江省专利战略推进项目、衢州市指导性科技项目
2019	获评中国轻工业联合会科学技术进步奖一等奖
2019	被认定为国家企业技术中心、中国轻工业糖醇应用技术重点实验室
2022	入选浙江省“尖兵”“领燕”研发攻关计划项目
其他	截至 2020 年 6 月，公司获得授权专利 69 项，其中授权发明专利 20 项，授权实用新型 49 项

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

3.4. 自主品牌+参股新赛道，新曲线规划未雨绸缪

华康自 2000 年开始培育自主品牌禾甘，B 端+C 端双轮驱动积累品牌势能。华康直营品牌禾甘主要经营木糖醇、0 卡糖、阿拉伯糖等多种食糖代糖，秉持“健康生活加点甜”的品牌初衷，致力于为消费者传递健康无糖的生活理念，将健康的甜味带进千家万户。

广阔的销售网络+线上线下结合的商业模式，瞄准长尾客户深耕细作。华康禾甘曾多次参加中国国际消费品博览会、义乌国际小商品博览会、春季糖酒会等大型展销会进行木糖醇等产品推介，以丰富的销售手段直接触达中小型 B 端、经销商和 C 端家庭消费者。瞄准家庭厨房、连锁烘焙店、奶茶店对健康烘焙原料的需求迭代新趋势，根据市场需求持续推出拉链包装、罐装、商务礼盒装、吸嘴袋装等多款包装产品，挖掘需求新增长点、抢占细分市场。经过二十年的发展，禾甘目前的销售网络已覆盖全国，数十家经销商入驻世纪华联、华润万家、永辉超市、沃尔玛、家乐福、大润发等大型连锁商超和盒马等新型零售商超，先后入驻天猫、京东、拼多多等平台，完成线下线上的全面布局和一体化的售卖渠道。

华康技术背书为直营品牌产品提供品质保障，规模效益打造高性价比产品。禾甘借助公司在 B 端沉淀多年积累的工艺技术和供应链、成本端的优势，以 GMP 认证制药级生产作为标准规范，整合覆盖全国的物流体系、营销网络等优质资源，展现出稳定可靠的产品供应能力，优良的产品品质受到消费者的信赖和认可，2016 年产品曾获“义博之星”奖项。禾甘借助华康丰富的糖醇产品资源，打造木糖醇、赤藓糖醇、阿木糖、阿拉伯糖在内的多层次产品矩阵，覆盖减脂戒糖和普通烹饪等不同需求特点。同时在华康的规模效益加持下，单品性价比高，价格普遍低于市场其他同类代糖，天猫旗舰店回头客数量超十万，多款热门产品月销 5000+。

表 6：禾甘品牌成长历程

时间	事件
2000	“禾甘”品牌成立
2003	推出 200g、500g 零售家用木糖醇

2008	推出 200g、300g、500g 拉链袋包装，500g 罐装木糖醇、156g 上午礼盒装木糖醇； 开启线上销售渠道，建立淘宝直销店
2011	线上商城店铺升级，开设禾甘天猫旗舰店
2017	入驻京东、拼多多平台，完善线上渠道布局
2017	揽获“浙江制造品字标”金字招牌认证，从“质量时代”转向“品牌时代”
2018	推出 500g、380g、180g 吸嘴袋包装木糖醇，进行产品品质和包装的双重升级

招股书，浙商证券研究所

禾甘借助新媒体营销渠道打造私域流量池，通过公众号分享低糖烘焙产品的真实场景体验，将代糖延伸至健身轻食、家庭料理、DIY 烘焙、饮品调味、烧烤蘸料等应用场景，主打告别肥胖、高血糖、长龋齿等卖点，融合都市人群减糖戒糖的健康饮食习惯，以健康烹饪的生活模式进行消费者教育，开拓代糖替代白砂糖的意识。借助禾甘天猫旗舰店渗透 C 端零售市场（粉丝数 4.8 万，综合体验 4.9 分，被收录于天猫“必逛好店集”），通过冠名综艺《阳光姐妹淘》、2018 年与薇娅等主播合作直播带货，将产品口碑转化积累为品牌势能，积极推进零售模式的优化升级。

图 21：禾甘公众号



资料来源：微信公众号，浙商证券研究所

图 22：禾甘天猫旗舰店



资料来源：天猫，浙商证券研究所

公司参与宁波中药定增，新赛道已有规划。宁波中药主营业务为中药原料药、天然植物提取物及功能性保健食品的研发、生产、销售，公司利用玉米芯原料提取木糖、生产木糖醇的生产过程类似于从天然植物提取食品添加剂，在天然添加剂赛道有内在禀赋，与宁波中药的天然色素、植物提取物工艺相关性较强，公司通过对外投资拓宽领域，未来 3-5 年将涉足天然健康新赛道，完成现有资源整合实现健康发展。

4. 盈利预测

4.1. 核心假设

公司业务主要可分为：木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆、以及即将新增的赤藓糖醇产品。

分产品来看：

根据公司公告，我们预计**木糖醇** 2021-2023 年产能分别为 35000/65000/65000 吨，考虑到新增产能未来逐步达产，预计产能利用率分别为 105%/60%/80%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到原材料价格以及公司订单合同签订的一般形式，我们预计 2021-2023 年木糖醇单价约为 1.94/2.33/2.37 万元/吨（其中 2021 年单价由木糖醇出口单价相较 2020 年变动情况估算），由此推算 2021-2023 年木糖醇预计实现收入 7.41/9.08/12.35 亿元。

根据公司公告，我们预计**山梨糖醇** 2021-2023 年产能分别为 50000/50000/50000 吨，考虑到新增产能未来逐步达产，预计产能利用率分别为 70%/85%/100%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到原材料价格以及公司订单合同签订的一般形式，我们预计 2021-2023 年木糖醇单价约为 0.76/0.91/0.93 万元/吨（其中 2021 年单价由山梨醇出口单价相较 2020 年变动情况估算），由此推算 2021-2023 年山梨糖醇预计实现收入 2.65/3.86/4.64 亿元。

我们预计**麦芽糖醇** 2021-2023 年产能分别为 10000/10000/10000 吨，预计产能利用率保持平稳分别为 75%/75%/75%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到原材料价格以及公司订单合同签订的一般形式，我们预计 2021-2023 年麦芽糖醇单价约为 1.00/1.20/1.22 万元/吨（其中 2021 年单价相较 2020 年保持稳定，理由为麦芽糖醇近年供需稳定），由此推算 2021-2023 年麦芽糖醇预计实现收入 0.75/0.9/0.92 亿元。

根据公司公告，我们预计**果葡糖浆** 2021-2023 年产能分别为 100000/70000/70000 吨，考虑到新增产能未来逐步达产，预计产能利用率分别为 101%/100%/100%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到原材料价格以及公司订单合同签订的一般形式，我们预计 2021-2023 年果葡糖浆单价约为 0.25/0.30/0.31 万元/吨（其中 2021 年单价相较 2020 年保持稳定，理由为果葡糖浆近年供需稳定），由此推算 2021-2023 年果葡糖浆预计实现收入 2.58/2.10/2.14 亿元。

根据公司公告，我们预计**赤藓糖醇** 2021-2023 年产能分别为 0/30000/30000 吨，考虑到新增产能未来逐步达产，预计产能利用率分别为 0%/30%/60%，考虑到公司是接订单代工生产，预计产销率分别为 100%/100%/100%，考虑到赤藓糖醇市场供需的紧平衡，结合现阶段市场情况，我们预计 2022-2023 年赤藓糖醇单价约为 1.80/1.75 万元/吨，由此推算 2021-2023 年赤藓糖醇预计实现收入 0/1.62/3.15 亿元。

公司其他收入分项以往年度相差不大，我们按过往 3 年平均值估算。

毛利率及费用率方面，考虑到后续公司新增产线为毛利率较高的单品，并将部分低毛利率单品进行落后产能淘汰，随着公司高毛利率单品产能的陆续释放，我们预计 2021-2023 年公司毛利率水平有所抬升约为 24%/28%/32%；结合公司商业模式特性以及

募投项目的落地，我们预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 1.40%/1.40%/1.40%，管理费用率分别为 3.05%/3.05%/3.05%，研发费用率分别为 3.88%/4.12%/4.31%。

表 7：公司细分业务盈利预测

产品名称	项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
木糖醇	产能(吨)	20,000	29,000	35,000	35,000	35,000	65,000	65,000
	产量(吨)	21,043	34,184	34,932	32,267	36,750	39,000	52,000
	销量(吨)	21,804	34,883	34,520	32,428	38,220	39,000	52,000
	产能利用率	105%	118%	100%	92%	105%	60%	80%
	产销率	104%	102%	99%	101%	104%	100%	100%
	单价(万元/吨)	2.13	2.63	2.72	2.30	1.94	2.33	2.37
	收入(万元)	46,356	91,627	93,926	74,580	74,149	90,795	123,481
	yoy		98%	3%	-21%	-1%	22%	36%
	山梨糖醇	产能(吨)	20,000	20,000	20,000	20,000	50,000	50,000
产量(吨)		9,175	20,494	25,166	27,550	35,000	42,500	50,000
销量(吨)		8,962	20,431	24,919	27,550	35,000	42,500	50,000
产能利用率		46%	102%	126%	138%	70%	85%	100%
产销率		98%	100%	99%	100%	100%	100%	100%
单价(万元/吨)		0.59	0.67	0.71	0.67	0.76	0.91	0.93
收入(万元)		5,309	13,774	17,657	18,549	26,511	38,630	46,356
yoy			159%	28%	5%	43%	46%	20%
麦芽糖醇		产能(吨)	10,000	3,000	10,000	10,000	10,000	10,000
	产量(吨)	6,210	3,147	8,181	7,504	7,500	7,500	7,500
	销量(吨)	6,505	3,873	7,761	7,504	7,500	7,500	7,500
	产能利用率	62%	105%	82%	75%	75%	75%	75%
	产销率	105%	123%	95%	100%	100%	100%	100%
	单价(万元/吨)	1.00	1.08	1.07	1.00	1.00	1.20	1.22
	收入(万元)	6,511	4,192	8,309	7,504	7,500	9,000	9,180
	yoy		-36%	98%	-10%	0%	20%	2%
	果葡糖浆	产能(吨)	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	70,000
产量(吨)		107,472	97,187	95,847	101,205	101,000	70,000	70,000
销量(吨)		112,410	97,077	95,694	103,330	103,020	70,000	70,000
产能利用率		107%	97%	96%	101%	101%	100%	100%
产销率		105%	100%	100%	102%	102%	100%	100%
单价(万元/吨)		0.23	0.25	0.26	0.25	0.25	0.30	0.31
收入(万元)		26,351	24,743	25,076	26,285	25,755	21,000	21,420
yoy			-6%	1%	5%	-2%	-18%	2%
赤藓糖醇		产能(吨)						30,000
	产量(吨)						9,000	18,000
	销量(吨)						9,000	18,000
	产能利用率						30%	60%
	产销率						100%	100%
	单价(万元/吨)						1.80	1.75
	收入(万元)						16,200	31,500
	yoy							

	yoy							94%
其他	收入(万元)	7,936	5,639	6,119	5,047	5,602	5,589	5,413
	yoy		-29%	9%	-18%	11%	0%	-3%
总收入(万元)		92,463	139,974	151,086	131,965	139,517	181,215	237,350
	yoy		51%	8%	-13%	6%	30%	31%

资料来源: WIND、浙商证券研究所。

注: 因公司 2020 年收入拆分有所修改, 表中 2020 年数据为结合中报、年报分项数据估算数据, 可能存在部分出入。估算数据中, 总收入与年报一致, 总产量、总销量数据与公司年报披露总量数据相差 3 吨以内, 符合合理性。

4.2. 估值

我们选取食品添加剂制造行业 4 家具代表性的企业作估值参考, 4 家公司 2021-2023 年预期平均 PE 分别为 28/20/16 倍。相较于行业平均估值, 华康股份仍有较大提升空间。考虑到华康股份是木糖醇生产龙头, 并将有高毛利单品产能持续落地, 可尽享行业红利, 我们给予华康股份行业平均估值, 给予其 2023 年 16 倍估值。

表 8: 可比公司估值

证券代码	上市公司	目前市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002286	保龄宝	46	0.50	1.62	2.22	2.84	93	29	21	16
301206	三元生物	160	2.33	5.27	8.05	9.99	69	30	20	16
300138	晨光生物	90	2.68	3.54	4.37	5.61	34	21	21	16
605016	百龙创园	35	0.96	1.04	1.73	2.31	37	34	20	15
平均值							58	28	20	16
605077	华康股份	60	3.07	2.06	3.18	4.94	20	29	19	12

资料来源: WIND、浙商证券研究所。市值数据为 2 月 28 日。

4.3. 投资建议

公司主营业务为食品甜味剂制造, 我们预计 2021-2023 年公司实现收入 13.95/18.12/23.74 亿元, 同比增 5.72%/29.89%/30.98%, 预计实现归母净利润 2.06/3.18/4.95 亿元, 同比增速为-32.94%/54.60%/55.49%, 对应 EPS 为 1.26/1.95/3.03 元/股, 对应 PE 为 29/19/12 倍。考虑到公司前景广阔且具备一定的竞争力, 我们给予公司 2023 年 16 倍 PE (对应 2022 年 25 倍), 对应市值约 70 亿元, 较当前市值仍有 15% 以上空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1、**产品价格波动风险。**公司主要产品为木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等，此类产品价格易受宏观经济、下游需求、市场竞争、主要原材料价格变化等因素的影响而发生波动。若公司主要产品价格未来出现大幅波动或下降，则可能对利润水平产生一定影响。
- 2、**疫情反复风险。**2020年初以来，全球多地爆发了新冠肺炎疫情，对国内及全球经济、贸易等造成不同程度的不利影响。现如今全球新冠肺炎疫情尚存在较大不确定性。如果本次新冠肺炎疫情在全球范围内进一步扩散或持续恶化，并对全球经济产生较大冲击进而导致甜味剂行业的市场需求下降，则会对公司生产经营产生不利影响。
- 3、**市场竞争加剧风险。**随着消费者健康意识的提高和代糖产品消费需求升级，糖醇行业景气度持续提升，正推动原有厂家扩充产能和吸引新投资者介入，这将使得糖醇行业的市场竞争趋于激烈。市场竞争的加剧可能导致糖醇及其复配产品价格下降、销售费用占比增加。如果公司不能够通过产能扩大和技术升级来适应行业的竞争发展态势，公司的行业地位和市场份额将面临着一定的风险，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	599	870	1147	1631	营业收入	1320	1395	1812	2374
现金	249	498	678	1047	营业成本	858	1056	1305	1614
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	9	10	13	17
应收账款	127	146	170	234	营业费用	18	19	25	33
其它应收款	9	3	6	10	管理费用	48	43	55	72
预付账款	15	10	14	20	研发费用	65	54	75	102
存货	151	163	215	267	财务费用	13	5	2	(3)
其他	48	50	63	54	资产减值损失	(2)	0	0	0
非流动资产	830	907	991	1093	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	22	23	23	23
长期投资	53	46	47	49	其他经营收益	25	0	0	0
固定资产	644	723	813	907	营业利润	356	232	360	560
无形资产	55	63	73	78	营业外收支	(8)	1	1	1
在建工程	60	63	49	50	利润总额	349	233	362	562
其他	18	12	9	9	所得税	41	27	43	67
资产总计	1430	1777	2138	2724	净利润	307	206	318	495
流动负债	379	460	499	587	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	103	150	131	128	归属母公司净利润	307	206	318	495
应付款项	195	232	283	357	EBITDA	419	287	421	626
预收账款	0	3	4	4	EPS (最新摊薄)	1.88	1.26	1.95	3.03
其他	82	75	81	99	主要财务比率				
非流动负债	111	96	99	102		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	51	51	51	51	成长能力				
其他	60	44	48	51	营业收入	-12.66%	5.72%	29.89%	30.98%
负债合计	490	556	598	689	营业利润	13.01%	-34.80%	55.18%	55.55%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	11.82%	-32.94%	54.60%	55.49%
归属母公司股东权益	940	1221	1540	2035	获利能力				
负债和股东权益	1430	1777	2138	2724	毛利率	34.97%	24.33%	28.00%	32.00%
					净利率	23.28%	14.76%	17.57%	20.86%
					ROE	37.82%	19.07%	23.07%	27.70%
					ROIC	28.13%	14.60%	18.49%	22.13%
					偿债能力				
					资产负债率	34.28%	31.28%	27.98%	25.30%
					净负债比率	33.85%	38.44%	31.85%	27.57%
					流动比率	1.58	1.89	2.30	2.78
					速动比率	1.18	1.54	1.87	2.32
					营运能力				
					总资产周转率	1.02	0.87	0.93	0.98
					应收账款周转率	10.70	10.35	11.56	11.89
					应付账款周转率	5.19	6.20	6.35	6.24
					每股指标(元)				
					每股收益	1.88	1.26	1.95	3.03
					每股经营现金	2.05	1.46	2.01	3.14
					每股净资产	10.75	7.48	9.44	12.47
					估值比率				
					P/E	-	29	19	12
					P/B	-	5	4	3
					EV/EBITDA	-	20	13	8

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	335	238	328	513
净利润	307	206	318	495
折旧摊销	66	50	58	67
财务费用	13	5	2	(3)
投资损失	(22)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	25	19	21	25
其它	(54)	(17)	(48)	(49)
投资活动现金流	(348)	(109)	(122)	(147)
资本支出	(215)	(125)	(129)	(156)
长期投资	(12)	7	(1)	(2)
其他	(121)	9	8	12
筹资活动现金流	(64)	120	(25)	2
短期借款	(38)	47	(19)	(3)
长期借款	24	0	0	0
其他	(49)	72	(7)	5
现金净增加额	(77)	249	180	369

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>