

## 基础化工

2022年08月22日

# 华康股份 (605077)

## ——减糖浪潮兴起带动代糖需求高增，功能性糖醇龙头呼之欲出

报告原因：首次覆盖

### 增持 (首次评级)

市场数据：2022年08月19日

收盘价(元)	30.05
一年内最高/最低(元)	47.25/19.77
市净率	2.8
息率(分红/股价)	2.00
流通A股市值(百万元)	4573
上证指数/深证成指	3258.08/12358.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年06月30日

每股净资产(元)	10.85
资产负债率%	29.83
总股本/流通A股(百万)	228/152
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@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：

- **全球领先的功能性糖醇企业，持续丰富并优化产品结构。**公司最初以木糖醇起家，在成长道路上多次抓住代糖产品迭代机遇，产品线和产能持续扩张，并着重在高技术含量、高附加值的晶体糖醇领域发力。目前公司拥有木糖醇产能5万吨/年、山梨糖醇产能5万吨/年、麦芽糖醇产能1万吨/年（在建新增2万吨/年）、赤藓糖醇3万吨/年以及果葡糖浆10万吨/年，是全球主要的木糖醇、晶体山梨糖醇及晶体麦芽糖醇生产企业之一。此外，公司目前木糖醇原料木糖的自给率达70%-80%，行业最高。
- **无糖/低糖消费兴起推动代糖需求高增，打开甜味剂市场空间。**随着公众健康意识增强与消费升级，叠加海内外控糖、减糖政策助推，甜味剂替代成主流趋势，低糖/无糖饮料和食品逐渐成为消费潮流，各大企业纷纷发力无糖领域，带动代糖市场高速增长。糖醇类甜味剂优化了人工代糖的非健康因素，甜度更加接近蔗糖且口感清新，被广泛用于食品、饮料、医药、日化用品等领域，未来发展空间广阔。
- **持续完善全产业链布局，上游保障原料供应，中游加强产品研发和技术工艺改进，下游构筑渠道和客户壁垒。**公司自成立以来持续完善糖醇全产业链布局，先后成立全资子公司焦作华康和联营企业雅华生物，同时收购高密同利，不断扩大木糖产能以保障公司核心产品木糖醇原料的稳定供应，助力公司持续稳定盈利。同时公司构建相对完善的销售渠道，有效覆盖国内及欧洲、美洲、亚洲等世界主要市场，并通过子公司华康贸易开拓国内电商市场，成立禾甘品牌开拓C端市场。凭借过硬的产品质量和良好的口碑，公司与国内外众多的知名食品饮料行业企业建立了长期稳定合作关系。
- **内生外延布局新赛道，围绕大健康产品，打开未来成长空间。**公司参与宁波中药定增，认购851.8万股，权益变动后持股比例为20%。宁波中药主营业务天然植物提取物的生产工艺与甜味剂企业从甜叶菊、罗汉果中提取甜菊糖苷、罗汉果苷的工艺具有相通性，参与此次定增有利于公司整合资源，为未来布局新业务奠定基础。同时，公司与浙江定海工业园区签订投资协议，拟投建“200万吨玉米深加工健康食品配料项目”，以玉米为原料，生产淀粉糖/糖醇、膳食纤维、变性淀粉等系列精深加工产品，以及利用合成生物学绿色制造等先进技术生产阿洛酮糖、乳酸/聚乳酸、氨基酸等各种产品，进入更加广阔的领域拓展业务范围，打开未来成长空间。
- **盈利预测与估值：**国际领先的功能性糖醇企业，持续完善全产业链布局，丰富并优化产品结构，内生外延布局新赛道，开启新的成长。我们预计公司2022-2024年归母净利润为3.08、4.46、5.70亿元，对应EPS分别为1.35、1.95、2.49元，当前市值对应PE分别为22、15、12X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；产品价格大幅波动；行业竞争加剧。

#### 财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,594	950	2,121	2,515	2,788
同比增长率(%)	20.8	29.9	33.1	18.6	10.8
归母净利润(百万元)	237	142	308	446	570
同比增长率(%)	-22.9	22.7	30.0	44.9	27.9
每股收益(元/股)	1.45	0.62	1.35	1.95	2.49
毛利率(%)	23.0	20.9	22.6	26.0	28.7
ROE(%)	9.7	5.7	11.2	14.0	15.2
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

国际领先的功能性糖醇企业，持续完善全产业链布局，丰富并优化产品结构，内延外伸布局新赛道 开启新的成长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.08、4.46、5.70 亿元，对应 EPS 分别为 1.35、1.95、2.49 元，当前市值对应 PE 分别为 22、15、12X，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设点

我们认为在下游客户端需求持续增长的前提下，公司新产能释放节奏加速，未来 2-3 年的盈利增长点主要来自于木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇以及赤藓糖醇产销量的增长。同时，成本端主要原材料玉米淀粉价格出现回落，产品盈利能力将逐步增强。

主要产品销量假设：假设公司 2022-2024 年木糖醇销量为：4.50、4.80、5.00 万吨；山梨糖醇销量为：5.00、5.50、6.00 万吨；麦芽糖醇销量为：1.50、2.40、2.85 万吨；赤藓糖醇销量为：0.63、2.10、2.85 万吨；果葡糖浆销量为：8.00、6.80、6.80 万吨。

主要产品价格假设：假设公司 2022-2024 年木糖醇平均价格为：2.50、2.52、2.55 万元/吨；山梨糖醇平均价格为：0.87、0.88、0.89 万元/吨；麦芽糖醇平均价格为：1.11、1.12、1.14 万元/吨，赤藓糖醇平均价格为：1.25、1.28、1.30 万元/吨；果葡糖浆平均价格为：0.30、0.30、0.30 万元/吨。

### 有别于大众的认识

市场认为公司作为功能性糖醇龙头，下游食品饮料需求增长稳定，业绩难有爆发式增长，同时未来成长性不足。

我们认为随着人们消费观念的变化和健康意识的觉醒，代糖行业迎来快速发展，下游食品饮料公司不断推出低糖/无糖新品，打开了甜味剂的市场空间，尤其像元气森林这样的爆款产品也将不断出现。目前甜味剂产品中蔗糖和果葡糖浆的占比仍旧高达 90%，人工合成甜味剂、天然甜味剂以及糖醇的替代空间广阔。公司是全球木糖醇、晶体山梨糖醇、晶体麦芽糖醇主要供应商，在功能性糖醇方面持续扩能扩产，同时不断开发具有潜力的新品，业绩有望维持较高增速。同时，为了未来长期发展，公司正在浙江定海工业园布局第二基地，拟投建“200 万吨玉米深加工健康食品配料项目”，以玉米为原料生产淀粉糖/糖醇、膳食纤维、变性淀粉等系列精深加工产品，以及利用合成生物学绿色制造等先进技术生产阿洛酮糖、乳酸/聚乳酸、氨基酸等各种产品，切入空间更加广阔的领域，拓展自身业务范围，打开未来的成长空间。

### 股价表现的催化剂

1) 下游需求维持高增长，带动公司产品价格上涨；2) 下游行业出现类似“元气森林”的爆款产品；3) 新增产能释放节奏加速；4) 政府出台“糖税”等控糖、减糖政策。

### 核心假设风险

1) 原材料价格大幅上涨；2) 产品价格大幅波动；3) 行业竞争加剧。

## 目录

<b>1. 华康股份：国际领先的功能性糖醇企业</b>	<b>6</b>
1.1 立足木糖醇产业链，持续丰富产品线	6
1.2 公司业绩稳步增长，盈利能力有望加强	9
<b>2. 无糖/低糖消费趋势推动代糖需求高增，打开甜味剂市场空间</b>	<b>11</b>
2.1 无糖/低糖消费兴起，代糖市场规模快速增长	11
2.2 甜味剂产品迭代升级，天然代糖、糖醇更贴合健康需求	13
2.3 功能性糖醇应用领域广泛，市场需求广阔	14
<b>3. 全产业链布局优势显著，多赛道布局打开成长</b>	<b>18</b>
3.1 构建完整产业链，丰富优化产品结构，持续提升竞争力	18
3.2 长期稳定的优质客户有助于新产品、新产能的推广消化	18
3.3 内生外延布局新赛道，打开未来成长空间	19
<b>4. 盈利预测与估值分析</b>	<b>20</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司产业链一览 .....	8
图 3：禾甘品牌发展历程 .....	8
图 4：公司股权结构清晰（2022 年中报） .....	9
图 5：公司营业收入及增速 .....	9
图 6：公司归母净利润及增速 .....	9
图 7：海内外市场同步开发（亿元） .....	10
图 8：2016-1H2022 年公司销售利润率 .....	10
图 9：公司费用管控成效显著 .....	10
图 10：国内玉米淀粉出厂价（元/吨） .....	10
图 11：公司持续加大研发投入 .....	11
图 12：部分热销的无糖饮料 .....	11
图 13：国内传统含糖饮料市场规模 .....	12
图 14：国内无糖饮料市场规模 .....	12
图 15：甜味剂种类较多 .....	13
图 16：全球糖及甜味剂市场占比 .....	14
图 17：全球甜味剂使用变化趋势 .....	14
图 18：中国糖醇产量持续增长 .....	15
图 19：2020 年中国功能性糖醇产量细分结构占比 .....	15
图 20：全球木糖醇市场规模（亿美元） .....	15
图 21：2017 年全球木糖醇各应用领域占比 .....	15
图 22：国内休闲食品市场规模持续增长 .....	16
图 23：国内木糖醇产量及出口量（万吨） .....	16
图 24：全球山梨糖醇市场需求（万吨） .....	16
图 25：2018 年山梨糖醇各应用领域消费需求占比 .....	16
图 26：国内赤藓糖醇产量快速增长 .....	17
图 27：2021 年淘宝+天猫饮料品牌 TOP10（亿元） .....	17
图 28：膳食纤维市场情况及预测（万吨/亿元） .....	19
图：全球阿洛酮糖市场规模及预测（亿美元） .....	

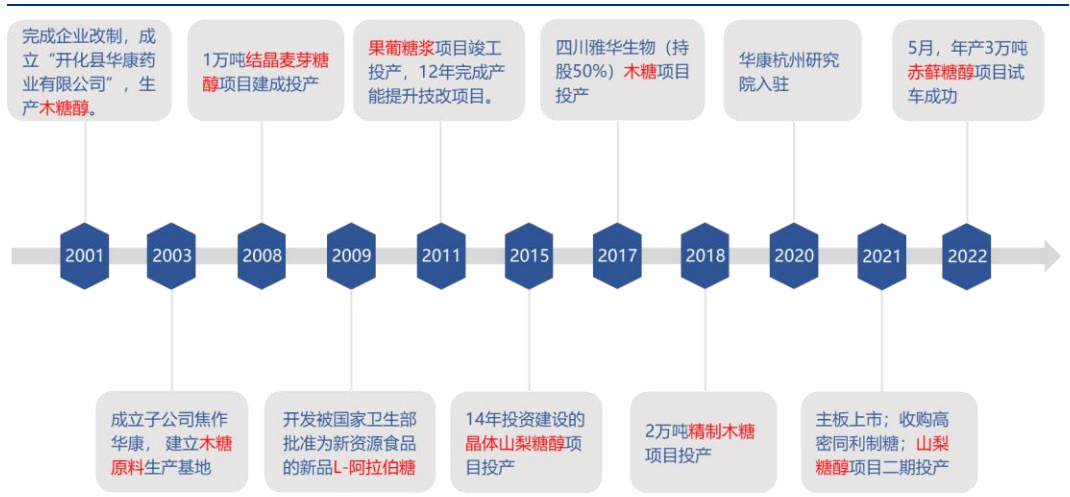
图 30：全球乳酸消费量及预测（万吨） .....	20
图 31：全球氨基酸市场情况及预测 .....	20
表 1：公司主要产品产能（万吨） .....	6
表 2：公司半纤维素制备木糖相关专利 .....	7
表 3：部分国家“糖税”政策 .....	12
表 4：国内“减糖”相关政策 .....	12
表 5：人工合成甜味剂产业发展历程 .....	13
表 6：各类甜味剂指标对比 .....	13
表 7：国内赤藓糖醇主要生产商产能（万吨） .....	17
表 8：公司控股参股子公司业务介绍 .....	18
表 9：公司主要客户及开始合作时间 .....	19
表 10：公司主营业务盈利预测 .....	20
表 11：可比公司估值 .....	21
表 12：合并利润表 .....	21
表 13：合并现金流量表 .....	22
表 14：合并资产负债表 .....	23

# 1. 华康股份：国际领先的功能性糖醇企业

## 1.1 立足木糖醇产业链，持续丰富产品线

公司是一家国际领先的功能性糖醇企业。华康股份成立于 2001 年，2007 年完成股份制改造，2021 年在上交所挂牌上市。公司是集研发、生产与销售为一体的现代化大型功能性糖醇生产企业，生产规模与综合实力位居行业前列，主要产品包括木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖，是全球主要的木糖醇、晶体山梨糖醇及晶体麦芽糖醇生产企业之一。公司产品广泛应用于食品、饮料、医药、日化等下游行业，具有较高的市场认可度。公司与国内外众多的知名食品饮料企业建立了良好的长期合作关系。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

表 1：公司主要产品产能（万吨）

分类	产品	产能	在建产能	备注
功能性糖醇	木糖醇	5		主要为晶体木糖醇
	山梨糖醇	5		主要为晶体山梨糖醇
	麦芽糖醇	1	2	副产 0.6 万吨液体糖醇，预计 2022 年 8 月投产
	赤藓糖醇	3		2022 年 5 月试车成功
淀粉糖	果葡糖浆	10		主要为 F55 型果葡糖浆

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**持续完善糖醇全产业链布局，推进产业整合保障原材料供应。**公司前身为浙江省开化日用化工厂，早在 1983 年便取得医药级木糖醇生产许可，并投建了木糖醇生产线，1987 年口服医药级木糖醇年产能为 700 吨。公司成立后，立足木糖醇产业链，在扩大产能的同时持续完善全产业链布局，2003 年成立焦作华康，建立木糖原料生产基地，以玉米芯为原料生产木糖，目前产能约 1.4 万吨；2016 年设立联营企业雅华生物（持股 50%），以半纤维素为原料生产木糖，扩大了木糖生产的原料来源，目前产能约 1.6 万吨；2021 年收购高

密同利进一步扩大木糖产能，其木糖产能约 1 万吨。同时公司建有利用色谱分离技术从木糖母液进一步提取木糖的生产线。公司当前木糖醇年产能 5 万吨，原料木糖的自给率达 70%-80% 以上，是全球木糖醇企业中自给率最高的。2022 年公司变更“年产 3 万吨木糖醇技改项目”募投项目，投建“年产 3 万吨 D-木糖绿色智能化提升改造项目”，进一步保证公司木糖醇原料的稳定供给，有效降低业务成本。

**半纤维素碱液制备木糖技术壁垒高，且更具环保和成本优势。**2010 年，全球最大的食品添加剂生产商丹尼斯克投资 3375 万美金在奥地利的工厂成功从粘胶纤维工业废水中提取食品级木糖，并实现规模化生产。与以玉米芯为原料的工艺相比，这种生产工艺成本较低，且工艺主要为物理过程，更加经济环保。为了扩大公司木糖生产的原料供应，提高产品的市场竞争力，公司与宜宾丝丽雅、宜宾雅泰生物合资组建四川雅华生物（公司持股 50%），以半纤维素废碱液为原料，成功研发食品级木糖生产工艺。该工艺主要通过低酸水解技术、膜分离技术、MVR 蒸发技术、色谱分离技术等一系列新型技术来制备结晶木糖，大幅节省能源消耗，整体成本较玉米芯为原料的生产工艺降低 30% 以上。值得一提的是，这种工艺的产能主要由生产线性能、半纤维素碱液供应量及质量等因素决定。尤其半纤维素碱液供应量及质量是关键，目前较难找到能够满足大规模生产木糖的原料源。公司半纤维素碱液由宜宾丝丽雅提供，它是全球最大的粘胶长丝生产企业之一，半纤维素碱液是其生产过程中的副产物，双方合作不仅实现了对相关副产物的循环经济再利用，有利于降低其环保处理负荷，并且实现了各方的互利共赢。除了雅华生物外，国内还有唐山三友化纤可以利用自身副产的半纤维素碱液来制备木糖，但其半纤维素碱液的供应有限且不稳定；另外圣泉集团全资子公司圣泉唐和唐 1.5 万吨木糖醇项目在今年上半年披露投产，其木糖的生产原料来自秸秆中的半纤维素。

**表 2：公司半纤维素制备木糖相关专利**

专利号	专利名称
ZL201210417195.0	一种溶解浆木片预水解液制备木糖的方法
ZL201611197899.6	一种木糖母液的处理方法
ZL201811473078.X	一种半纤维素连续水解制备木糖液的系统及其方法
ZL201822126285.X	一种木糖母液连续饱充除杂设备

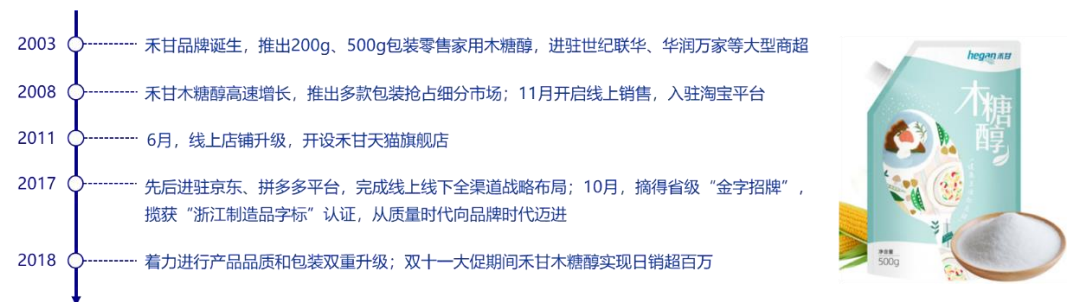
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**积极拓展产品线，优化产品结构，提升公司竞争力。**自 2008 年起公司不断丰富和优化产品结构，依靠创新促增长，先后投建了麦芽糖醇、果葡糖浆、山梨糖醇、赤藓糖醇等产品线，并在高技术含量、高附加值的晶体糖醇领域发力，不断提升高附加值产品产能。目前公司拥有木糖醇产能 5 万吨/年、山梨糖醇产能 5 万吨/年、麦芽糖醇产能 1 万吨/年（在建 2 万吨/年）、赤藓糖醇 3 万吨/年以及果葡糖浆 10 万吨/年，能够充分满足客户的多样性需求，同时多元化的布局发展能够避免单一产品价格变化导致业绩大幅波动的情况，有助于降低经营风险，支撑公司稳定健康发展。

**图 2：公司产业链一览**


资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

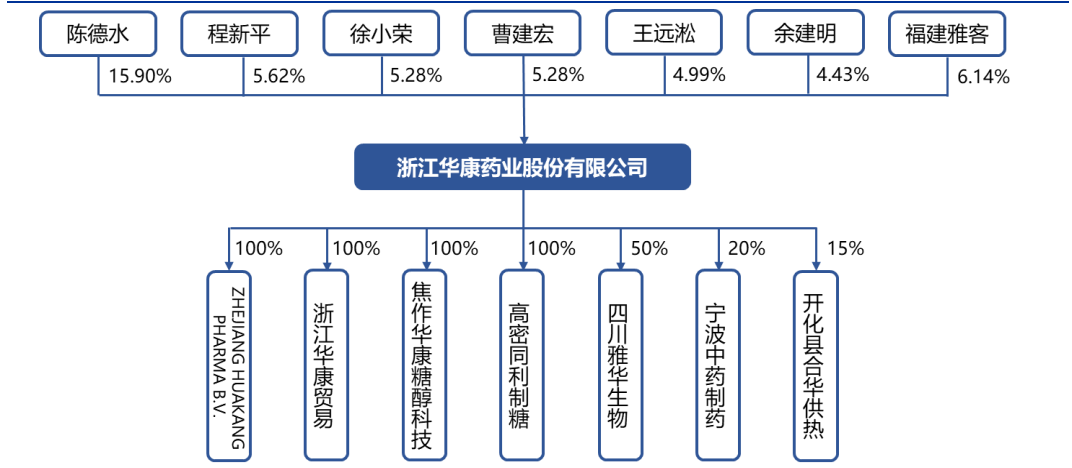
布局“线上+线下”双渠道战略，开拓糖醇 C 端市场，打造“禾甘”品牌。禾甘品牌成立于 2003 年，主要经营木糖醇、0 卡糖、阿拉伯糖等多种食糖代糖类产品的零售业务，是国内领先的甜味料品牌。多年来，依托公司在 B 端市场沉淀的技术、供应链、成本等优势，禾甘构建了覆盖全国各地区的资源、营销、物流体系，形成了线上线下一体化的售卖渠道，线上包含天猫、淘宝、京东、拼多多等电商平台，线下已入驻世纪联华、华润万家、永辉超市、永旺超市、欧尚、沃尔玛、盒马、苏果等大型商超。

**图 3：禾甘品牌发展历程**


资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司股权结构清晰，核心团队深耕行业，具有丰富的经验。陈德水、程新平、徐小荣、余建明分别直接持有公司股份 15.90%、5.62%、5.28%、4.43%，四人组成的经营团队为公司的实际控制人。公司核心经营管理团队具有大量生产操作及管理经验，陈德水在 1991 年进入开化华康药厂工作，历任技术员、糖醇分厂厂长、木糖醇车间副主任、厂长等；余建明在 1993 年加入开化华康药厂，历任财务科长、厂长助理等；程新平 1989 年就在开化华康药厂工作，历任技术员、技改科科长、副厂长等；徐小荣 1991 年加入开化华康药厂，历任技术员、质检科长、副厂长等。

图 4：公司股权结构清晰（2022 年中报）

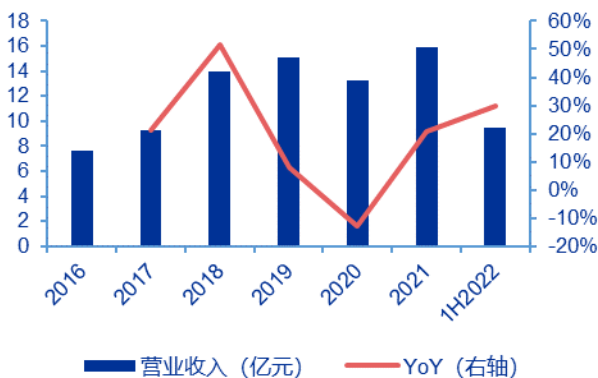


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 公司业绩稳步增长，盈利能力有望加强

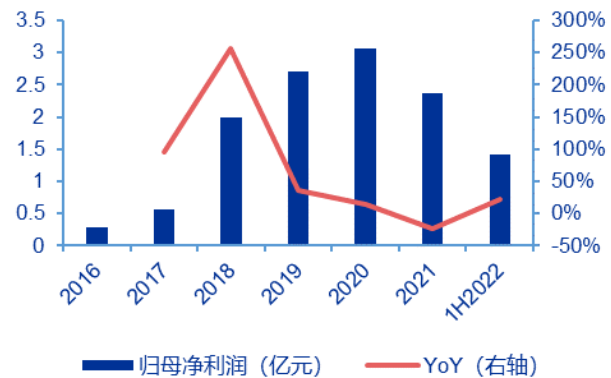
**公司营收稳步提升，盈利能力有望增强。**2020 年，受到疫情影响，公司营收同比下滑 12.7%至 13.20 亿元，但由于木糖醇主要原料木糖自制单位成本和采购均价均有所下降，加之出口退税率上升等原因，使得公司核心产品木糖醇毛利率进一步提高，同时公司调整产品结构，降低毛利率较低的果葡糖浆产品的收入占比，公司全年销售利润率创下新高，归母净利润同比增长 13.7%至 3.07 亿元。2021 年，为了克服疫情反复、国际海运费用、人民币兑美元上涨等困难，公司及时调整经营思路和营销策略，在稳定国际市场业务的前提下，充分挖掘国内市场，逐步提升内销业务占比，国内市场实现营收 9.27 亿元，同比增长 50.9% ,主营业务收入占比由 2020 年的 46.8%上升至 58.4%。得益于国内市场的开发，公司全年营收同比增长 20.8%至 15.94 亿元。但由于主要原料价格上涨导致产品毛利率大幅降低，加之海运费上涨以及美元兑人民币贬值等影响，全年归母净利润同比下滑 22.9%至 2.37 亿元。2022 年上半年，公司实现营收 9.50 亿元，同比增长 29.9%，实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 22.7%，盈利能力逐步恢复。随着 3 万吨赤藓糖醇项目在 5 月份试车成功，同时 2 万吨晶体麦芽糖醇预计在 8 月份建成投产，这些相对高附加值产品产能释放有望持续增强公司的盈利能力。

图 5：公司营业收入及增速

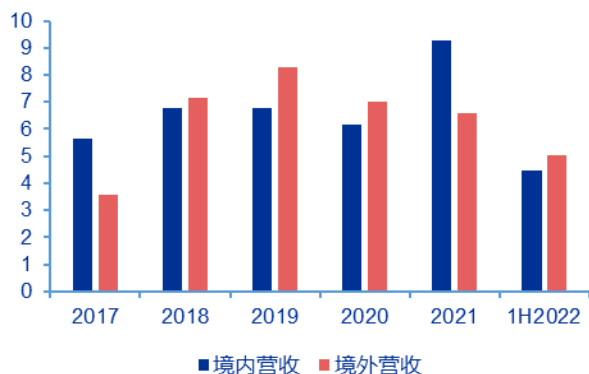


资料来源：Wind，申万宏源研究

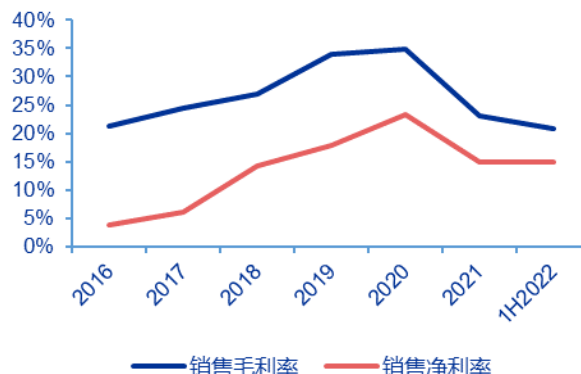
图 6：公司归母净利润及增速



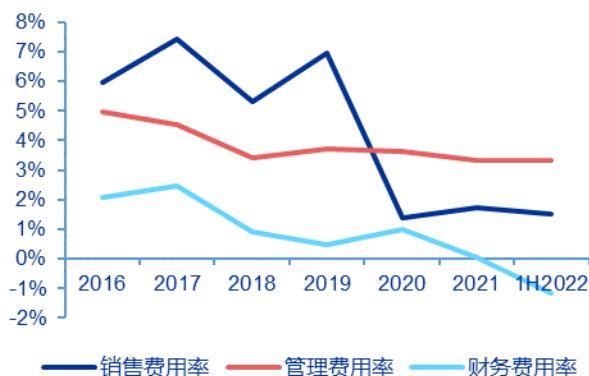
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 7：海内外市场同步开发（亿元）**


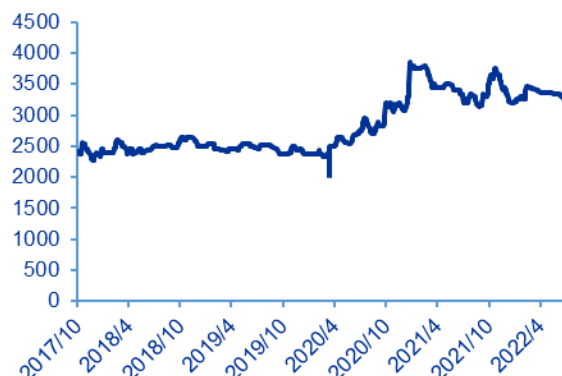
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 8：2016-1H2022 年公司销售利润率**


资料来源：Wind，申万宏源研究

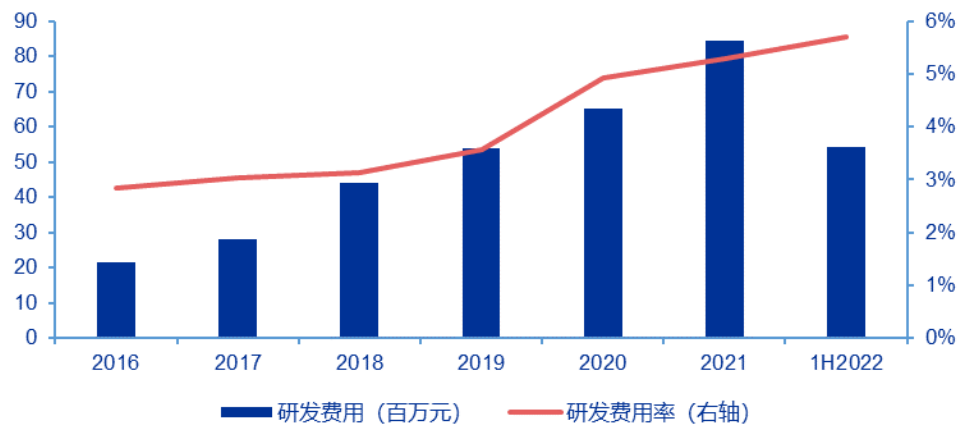
**图 9：公司费用管控成效显著**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 10：国内玉米淀粉出厂价（元/吨）**


资料来源：Wind，中国粮食信息网，申万宏源研究

**公司致力于功能性糖醇产品的研发、技术创新和工艺改进，多年来持续加大研发投入，取得了丰富的研发成果。**作为高新技术企业，公司一贯重视创新研发以及与高校和相关科研院所的产学研合作，2017 年成立了“华康-浙江工商大学糖醇应用研发中心”；2018 年成立了“浙江省博士后科研工作站”；2019 年公司被认定为国家企业技术中心；2020 年成立了主要以生产工艺研究、产品应用开发、基础与功能研究为三大方向的现代化糖醇研究院；2021 年，华康“功能性糖醇工程技术中心”被认定为省级工程技术中心，“功能性糖醇研究院”被认定为省级重点企业研究院。截至 2021 年 12 月 31 日，公司共获得授权专利 173 项，其中授权发明专利 29 项，授权实用新型 141 项，通过 PCT 申请途径获得日本授权专利 3 项。

**图 11：公司持续加大研发投入**


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. 无糖/低糖消费趋势推动代糖需求高增，打开甜味剂市场空间

### 2.1 无糖/低糖消费兴起，代糖市场规模快速增长

无糖/低糖饮料和食品持续热销，全球甜味剂市场规模迅速增长。随公众健康意识增强与消费升级，人们的饮食消费逐渐由温饱型向营养型、保健型转变，甜味剂替代成主流趋势，各大饮料巨头纷纷开始推出低糖、无糖新品。可口可乐旗下零度可乐 1Q2022 年全球销量同比增长 14%。2018 年国内品牌元气森林用“零糖、零脂、零卡”的苏打气泡水成功刺激国内饮料市场，无糖饮料在国内迎来快速发展阶段。《健康中国饮料食品减糖行动白皮书（2021）》显示，2014 年我国无糖饮料销售占比仅 1.25%，2014-2019 年复合增长率在 40%以上，无糖饮料市场份额占比从 2019 年的 2.85% 上升至 2021 年的 4.07%。根据《中国零糖饮食市场研究报告》，预计 2026 年我国无糖饮料市场可达 301 亿，增速快，空间大。无糖/低糖的消费趋势带动代糖市场高速增长。

**图 12：部分热销的无糖饮料**


资料来源：天猫，申万宏源研究

**图 13：国内传统含糖饮料市场规模**


资料来源：CNKI，艾瑞咨询，申万宏源研究

**图 14：国内无糖饮料市场规模**


资料来源：CNKI，艾瑞咨询，申万宏源研究

**海内外政策助推全球减糖、控糖趋势。**据世界银行统计，在上世纪二三十年代，丹麦、芬兰、挪威等国家率先开始征收糖税，截至目前全球已经有超过 50 个国家和地区制定了糖税制度。2019 年，国家卫健委发布《健康中国行动（2019-2030 年）》，鼓励全社会减盐、减油、减糖，提倡人均每日添加糖摄入量不高于 25g，同时倡导食品生产经营者使用食品安全标准允许使用的天然甜味物质和甜味剂取代蔗糖。2021 年，深圳发布《深圳经济特区健康条例》，鼓励全社会参与减盐、减油、减糖健康饮食行动，鼓励商店、超市开设低盐、低脂、低糖食品专柜等。

**表 3：部分国家“糖税”政策**

国家	时间	糖税政策
墨西哥	2014	对含糖饮料额外征税 10%
智利	2014	对含糖饮料征税，对无糖饮料减税
葡萄牙	2017	对含糖量低于 80g/L 的饮料征税 0.15 欧元，高于 80g/L 的征税 0.3 欧元
印度	2017	对果汁或果肉饮料征税 12%，对含糖碳酸饮料征税 40%
阿联酋	2017	对能量饮料和碳酸饮料分别征税 100%和 50%
法国	2017	对含糖饮料征收的固定 5 欧元/100L 改为累进制，含糖量越高税费越高
英国	2018	所有软饮料糖税分每 100mL 含糖 5g 以上或 8g 以上两档，最高税率 20%
南非	2018	对含糖量在 4mg/mL 以上的饮料征税 0.21 兰特/g

资料来源：三元生物招股书，申万宏源研究

**表 4：国内“减糖”相关政策**

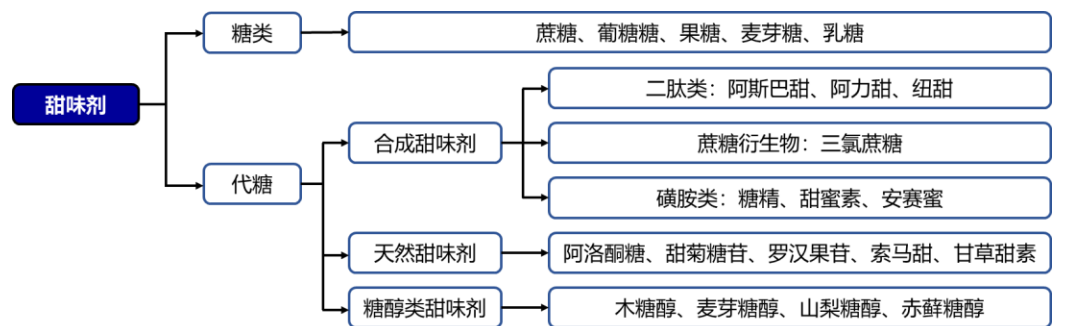
相关文件	时间	具体内容
《国民营养计划（2017-2030 年）》	2017.7	积极推进“三减三健”（减盐、减油、减糖）的全面健康生活方式
《健康口腔行动方案（2019-2025）》	2019.2	开展“减糖”专项行动，鼓励企业进行“低糖”或“无糖”的声明
《健康中国行动（2019-2030 年）》	2019.7	倡导人均每日添加糖摄入量不高于 25g
《深圳经济特区健康条例》	2021.1	鼓励全社会参与减盐、减油、减糖健康饮食行动，鼓励商店、超市开设低盐、低脂、低糖食品专柜等

资料来源：政府官网，申万宏源研究

## 2.2 甜味剂产品迭代升级，天然代糖、糖醇更贴合健康需求

甜味剂种类繁多，代糖产品不断迭代升级，口感和功能性各不相同。一般而言，我们说的糖指的是蔗糖，果糖、葡萄糖、麦芽糖等都是糖。代糖本质上不是糖，它们几乎不参与新陈代谢、不增加热量，是蔗糖的良好替代品。随着人们对健康饮食重视程度的提升，以及相关患病人群糖类食品控制需要，代糖产品逐步崛起。目前市场上的代糖产品主要分为三类，包括人工合成甜味剂、天然甜味剂以及糖醇类甜味剂。其中，人工合成甜味剂凭借较高的工业化水平和极高的甜度占据了大部分代糖市场，并且随着产品的迭代升级，安赛蜜、三氯蔗糖等新一代产品逐渐弥补了传统糖精、甜蜜素等产品在口感风味和安全性上的不足。天然甜味剂主要从天然植物中提取，是公认的安全性最高的代糖，以罗汉果苷为例，其甜度是蔗糖的 300 倍且甜味持续时间长，同时罗汉果作为药食同源的药材，还具有清热、镇咳、润肠等药用保健功效。糖醇类甜味剂包括木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇和赤藓糖醇等，主要以玉米芯、玉米淀粉等加工制得，优化了人工代糖的非健康因素，甜度更加接近蔗糖，且口感清新。

图 15：甜味剂种类较多



资料来源：CNKI，申万宏源研究

表 5：人工合成甜味剂产业发展历程

时间	产品	特征
第一代 1879 年	糖精	历史最悠久的甜味剂，安全性受质疑，西方国家已禁用，国内仅有 4 家生产商
第二代 1937 年	甜蜜素	具有价格优势，有致癌风险，世界 40 多个国家已禁用，我国目前仍允许使用
第三代 1965 年	阿斯巴甜	被认为是比较安全的甜味剂，被 90 多个国家和地区批准使用
第四代 1967 年	安赛蜜	不能被代谢，不产生热量，是公认的性价比高、安全性好的甜味剂，已在全球 100 多个国家使用
第五代 1976 年	三氯蔗糖	以蔗糖为原料的功能性甜味剂，具有较好的溶解性和稳定性，但价格较高
第六代 1993 年	纽甜	分别于 2002、2010 年通过美国、欧盟生产批准，国内于 2003 年批准

资料来源：《中国安赛蜜行业分析报告》，观研报告网，申万宏源研究

表 6：各类甜味剂指标对比

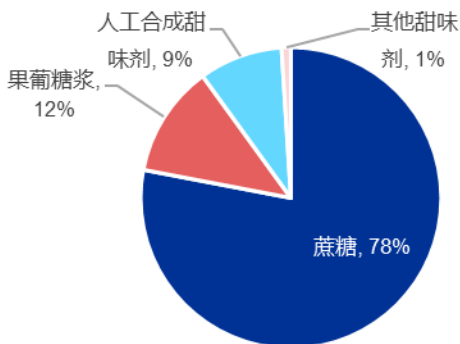
	甜味剂	甜度	口感	安全性	联合国建议日摄入量/g
天然糖	蔗糖	1	清甜	不适于肥胖人士和糖尿病患者	
	葡萄糖	80%	清甜、微酸	不适于肥胖人士和糖尿病患者	
人工代糖	糖精	500 倍	浓重苦味和金属味	过量服用会中毒，三级致癌物	2.5
	甜蜜素	40-60 倍	余味欠佳	过量食入危害肝脏及神经系统	
	阿斯巴甜	200 倍	纯正	存在安全隐患，苯丙酮尿症患者不宜食用	40

	安赛蜜	200 倍	后苦味	安全性好	15
	三氯蔗糖	600 倍	较纯正	安全性好	15
	纽甜	6000 倍	纯正	安全性好	15
糖醇+天然代糖	山梨糖醇	60%-70%	清凉感	安全性好	
	木糖醇	1.2 倍	微清凉感	具有抗龋齿功效	
	麦芽糖醇	75%-95%	柔和	安全性好	
	赤藓糖醇	70%-80%	纯正、微清凉感	安全性好	不设限制
	罗汉果苷	300 倍	罗汉果香	安全性好	
	甜菊糖苷	250-450 倍	苦涩味浓重	安全性尚未普遍承认	4
	甘草素	200-500 倍	特殊风味	安全性好	

资料来源：CNKI，《中国安赛蜜行业分析报告》，申万宏源研究

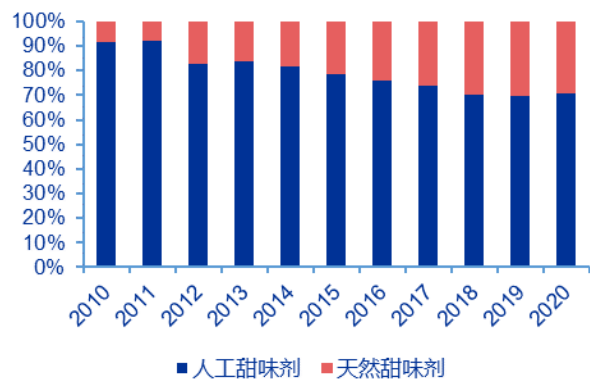
**糖醇和天然代糖更加贴合健康需求，有望逐步替代传统糖类以及人工合成代糖。**根据《健康中国饮料食品减糖行动白皮书（2021）》数据，全球主要的甜味剂市场仍旧以蔗糖为主，占比高达 78%，果葡糖浆占比 12%，人工合成甜味剂占比 9%。随着公众意识的增加和政策的助推，代糖产品将加速对蔗糖的替代。同时，随着人们对人工合成甜味剂的深入研究，发现它们在安全性上存在着隐患，因此人们对于甜味剂的来源及安全问题的关注度不断加强。糖醇类甜味剂和天然甜味剂优化了人工合成甜味剂的非健康因素，未来市场空间极为广阔。

图 16：全球糖及甜味剂市场占比



资料来源：《健康中国饮料食品减糖行动白皮书（2021）》，申万宏源研究

图 17：全球甜味剂使用变化趋势



资料来源：CNKI，英敏特，申万宏源研究

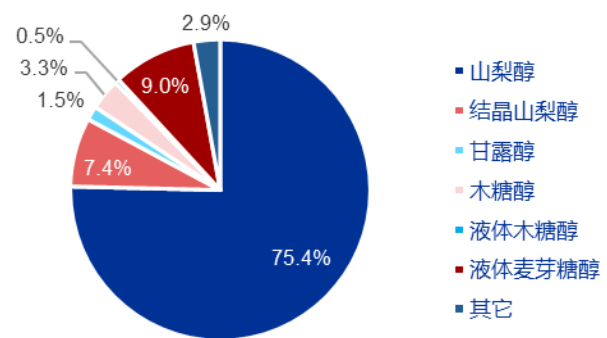
## 2.3 功能性糖醇应用领域广泛，市场需求广阔

**功能性糖醇下游应用领域广泛，拥有巨大的市场空间和广阔的发展前景。**糖醇是糖的醛基、酮基或半缩醛羟基被氢还原后得到的多元醇化合物。气候寒冷的北欧地区和俄罗斯等国很早就利用白桦树液制取“桦糖”代替白糖，其味清凉甜美胜于蔗糖，它的主要成分就是木糖醇。进入 20 世纪后，欧洲企业通过对淀粉进行深加工，开发高附加值产品，各功能性糖醇产品相继问世。20 世纪 70 年代后，随着功能性糖醇的大规模量产，其代糖以及健康保健等功效也被人们逐渐熟知，整个产业快速发展。20 世纪 80 年代后，功能性糖醇产品应用领域持续拓展，被广泛用于食品、饮料、医药、日化用品等领域，市场空间进一步扩大。进入 21 世纪后，随着以中国为代表的亚太地区功能性糖醇工业的迅速发展，逐

步取代欧洲成为全球最大的功能性糖醇产地。中国淀粉工业协会数据显示，2021 年国内糖醇产量约为 152.2 万吨，同比增长 10.7%。另外，随着对功能性糖醇功能的不断研究和开发，它们也开始应用于化工、蓄电池等行业，用于合成树脂、表面活性剂、化工醇、泡沫聚酯、蓄电池极板的制造，这也为功能性糖醇行业带来了新的发展机遇。跟据 Meticulous Research 预测，2022 年全球功能性糖醇产品市场规模预计可达 32.68 亿美元。

**图 18：中国糖醇产量持续增长**

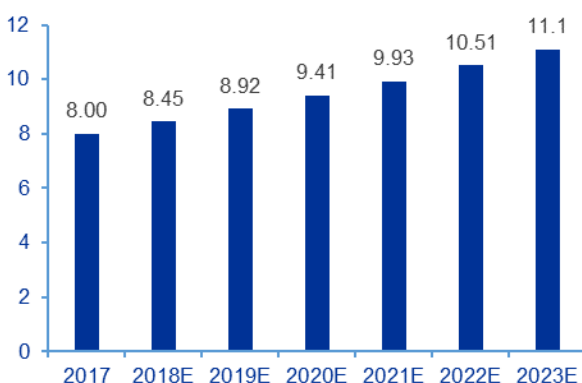

资料来源：中国淀粉工业协会，申万宏源研究

**图 19：2020 年中国功能性糖醇产量细分结构占比**


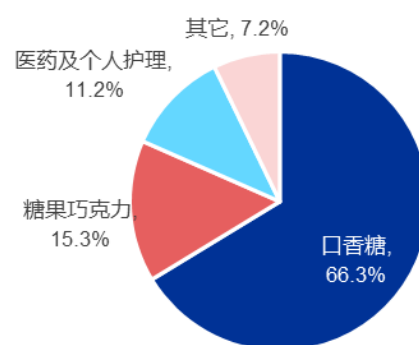
资料来源：中国淀粉工业协会，申万宏源研究

**木糖醇：最主流的功能性糖醇之一，主要用于生产口香糖等休闲食品。**木糖醇主要由富含多缩戊糖的农业废弃物生产，如玉米芯、麦秆、棉籽皮等。尽管木糖醇的售价高于蔗糖，但因其具有低热量、不致龋齿、低血糖反应等多种特性，可用于食品加工（烘烤加工、酸奶加工、糖果加工等）、医药（眼药水、护肝、止咳糖浆等）、日化（牙膏、润肤乳液等）以及国防（炸药乳化剂等）、塑料（添加剂、增塑剂、粘合剂等）、皮革、涂料等行业，需求量大。Imarc 数据显示，2017 年全球木糖醇市场规模为 8.00 亿美元，下游领域中口香糖占据绝对的主导地位，占比达 66.3%。预计 2018-2023 年的年均复合增长率约 5.60%，2023 年市场规模将达到 11.10 亿美元。当前国内木糖醇主要为出口，根据中国海关数据，2021 年出口量为 4.23 万吨，占总产量的 80%以上。

**公司拥有晶体木糖醇产能 5 万吨，是全球除丹尼斯克外主要的木糖醇生产商，目前原料木糖自给率达 70%-80%以上，成本优势显著。**

**图 20：全球木糖醇市场规模（亿美元）**


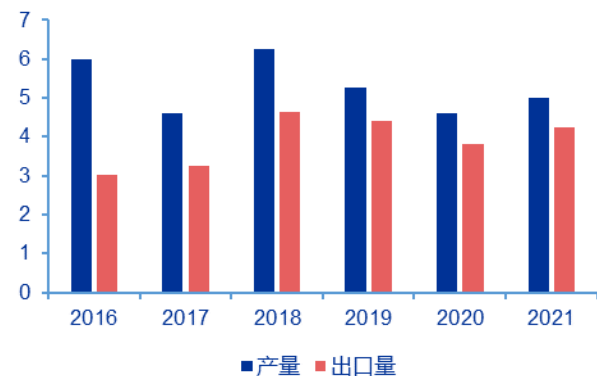
资料来源：Imarc，申万宏源研究

**图 21：2017 年全球木糖醇各应用领域占比**


资料来源：Imarc，申万宏源研究

**图 22：国内休闲食品市场规模持续增长**

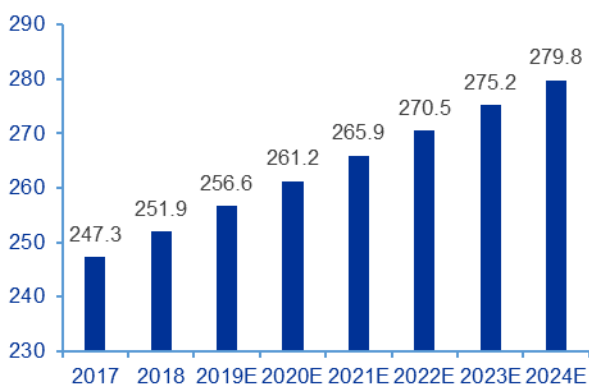

资料来源：Frost&amp;Sullivan，申万宏源研究

**图 23：国内木糖醇产量及出口量（万吨）**


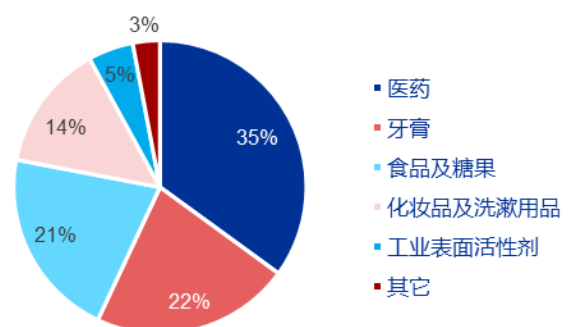
资料来源：观研报告网，中国海关，申万宏源研究

**山梨糖醇：市场规模最大的功能性糖醇，主要分为晶体和液体两大类。**山梨糖醇以食用葡萄糖为原料经加氢反应而得，有晶体和液体山梨糖醇之分，液体山梨糖醇为 50%-70% 的水溶液，生产工艺简单、成本低，约占整体市场的 90%，主要用于牙膏、洗涤产品、化妆品等日化行业以及水产品、食品加工业，同时还作为生产维生素 C 及化工醇的原料，晶体山梨糖醇对生产技术水平要求高、工艺较为复杂，主要用于食品生产及医药行业。随着食品、医药等行业需求的增加，预计晶体山梨糖醇的占比将逐渐提升。Imarc 数据显示，2018 年全球山梨糖醇市场需求达 251.90 万吨，预计到 2024 年将增长至 279.80 万吨。

公司现有晶体山梨糖醇产能 5 万吨，是全球主要的晶体山梨糖醇供应商之一，预计未来公司还将继续扩大产能以满足持续增长的市场需求。

**图 24：全球山梨糖醇市场需求（万吨）**


资料来源：Imarc，申万宏源研究

**图 25：2018 年山梨糖醇各应用领域消费需求占比**


资料来源：Imarc，申万宏源研究

**麦芽糖醇：较早应用于低热量甜味剂的功能性糖醇之一，同样分液体和晶体两类。**液体麦芽糖醇由麦芽糖经氢化还原制得，再经浓缩、结晶、离心、干燥等进一步工序可得到晶体产品。目前麦芽糖醇的市场消费以液体麦芽糖醇为主，晶体麦芽糖醇对于原料的纯度要求更高，生产工艺更为复杂，生产成本较高，但由于纯度高、不易染菌、可加工性强、酸热稳定性好、适合长途运输和保存、添加到产品中更能够发挥其独特功能性等特点，市

场需求呈现较快增长态势。凭借优异的口感和非结晶性，麦芽糖醇在食品、饮料中使用规模持续扩大。同时麦芽糖醇还有着良好的保湿性能，可以有效延长食品的保质期，提升化妆品的保湿效果，这使其在保鲜以及日化领域的需求也不断增长。

**公司现有晶体麦芽糖醇产能 1 万吨，为满足不断增长的销售需求，2021 年公司启动 2 万吨麦芽糖醇技改项目，预计在今年 8 月份建成投产。**

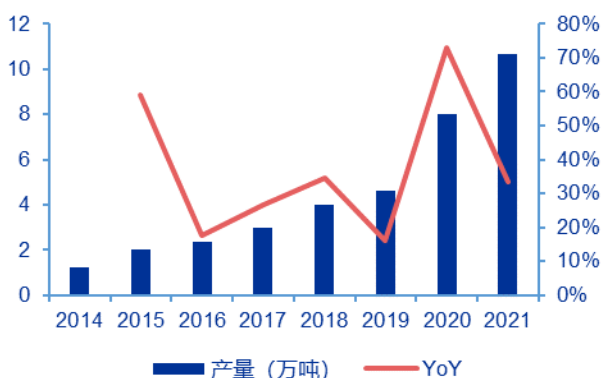
**赤藓糖醇：唯一利用生物技术生产的糖醇，元气森林引爆其市场需求，发展前景广阔。**

赤藓糖醇以葡萄糖为主要原料，经过解脂假丝酵母、丛梗孢酵母或类丝孢酵母发酵转化制得，可替代蔗糖应用于乳制品、糖果、焙烤食品、饮料等行业。2018 年，新锐品牌元气森林精准切入无糖赛道，推出无糖气泡水等新品，引爆了国内无糖饮料市场，其使用的代糖赤藓糖醇也进入大众的视野，受到市场的广泛关注，带动赤藓糖醇的需求高速增长。2021 年国内赤藓糖醇产量约 10.68 万吨，2017-2021 年年均复合增速达 37.8%。作为新一代代糖产品，赤藓糖醇未来发展前景广阔，据弗若斯特沙利文预测，2022 年全球赤藓糖醇总需求量约 17.3 万吨，2024 年将达到 23.8 万吨。火爆的需求也使得国内企业纷纷扩产，叠加行业新进入者，赤藓糖醇产能大幅增长，整体规模可达 40 万吨，远超市场的需求增长，导致赤藓糖醇价格出现大幅下跌，目前价格在 12000 元/吨上下。

**公司 3 万吨晶体赤藓糖醇产能项目于今年 5 月底完成试车，目前正在积极推进下游大客户的验证等相关工作，与中小客户也形成了一定规模的销售。**

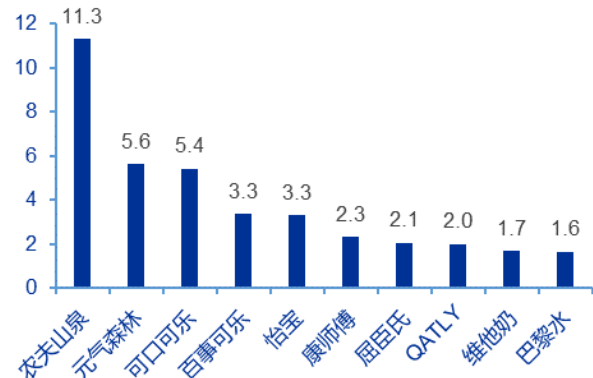
此外，功能性糖醇属于低倍甜味剂，公司研究院近年来也在关注和研究其与市场上主流的高倍甜味剂的复配，如 0 卡糖就是赤藓糖醇和甜菊糖苷、罗汉果苷复配而成。

图 26：国内赤藓糖醇产量快速增长



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

图 27：2021 年淘宝+天猫饮料品牌 TOP10 (亿元)



资料来源：《2022 无糖饮料行业研究报告》，申万宏源研究

表 7：国内赤藓糖醇主要生产商产能 (万吨)

企业	现有设计产能	规划产能	备注
三元生物	8.5	5	已陆续投产
保龄宝	3	3	建设中
山东福洋	3		
宁夏伊品	3		2022 年 1 月投产
齐鲁生物			

企业	现有设计产能	规划产能	备注
东晓生物	10		
玉峰实业	5	5	建设中
丰原药业		3	已完工，在等排污许可
华康股份	3		2022年5月试车成功

资料来源：各公司公告，百川资讯，申万宏源研究

### 3. 全产业链布局优势显著，多赛道布局打开成长

#### 3.1 构建完整产业链，丰富优化产品结构，持续提升竞争力

公司深耕功能性糖醇产业，逐步构建了完整的产业链，扩大产能规模的同时丰富优化产品结构，不断提升竞争力。公司自成立以来持续完善糖醇全产业链布局，先后成立全资子公司焦作华康和联营企业雅华生物，同时收购高密同利，以保障公司核心产品木糖醇原料木糖的稳定供应，有效降低生产成本。2022年公司变更“年产3万吨木糖醇技改项目”募投项目，投建“年产3万吨D-木糖绿色智能化提升改造项目”，进一步扩大木糖产能，助力公司稳定持续盈利。同时，公司依靠自身研发创新能力，多次抓住市场机遇，不断丰富和优化产品结构，先后投建了麦芽糖醇、果葡糖浆、山梨糖醇、赤藓糖醇等产品，并在高技术含量、高附加值的晶体糖醇领域发力，提升自身的竞争力。下游销售渠道方面，公司构建相对完善的销售渠道，确保公司产品有效覆盖国内及欧洲、美洲、亚洲等世界主要功能性糖醇消费市场，并通过子公司华康贸易开拓国内电商市场，从单一的B2B模式转为以B2B模式为主、B2C模式相结合的形式。

表 8：公司控股参股子公司业务介绍

控股参股子公司	主营业务
焦作市华康糖醇科技有限公司	以玉米芯为原料，从事木糖系列产品生产。
山东高密同利制糖有限公司	以玉米芯为原料，从事木糖系列产品生产。
四川雅华生物有限公司	以半纤维素为原料生产木糖，扩大了木糖生产的原料来源。
浙江华康贸易有限公司	作为华康股份的销售平台，为全球客户提供更好的增值服务。
ZHEJIANG HUAKANG PHARMA B.V	位于荷兰阿姆斯特丹，主要为欧洲市场客户提供服务。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### 3.2 长期稳定的优质客户有助于新产品、新产能的推广消化

公司与下游优质客户建立了长期稳定的合作关系，构筑起客户资源壁垒。功能性糖醇下游食品、饮料、医药、日化等行业都是国民经济的重要组成部分，这些行业内的客户多为规模庞大、综合实力雄厚的企业，他们对于功能性糖醇供应商的资金实力、产品品质、产品稳定性、订单响应时间、生产能力、研发实力等具有较高要求，同时这些大型客户订单量大、质量要求高，更换供应商可能面临较大的产品风险，因此更倾向于从已建立长期稳定合作关系的供应商处采购。公司是国内功能性糖醇行业的先行者，在行业内拥有良好的口碑和品牌影响力，与国内众多的外知名食品饮料行业企业建立了良好的长期合作关系。长期稳定的优质客户资源也给公司消化新产能、推广新产品提供了便利。

**表 9：公司主要客户及开始合作时间**

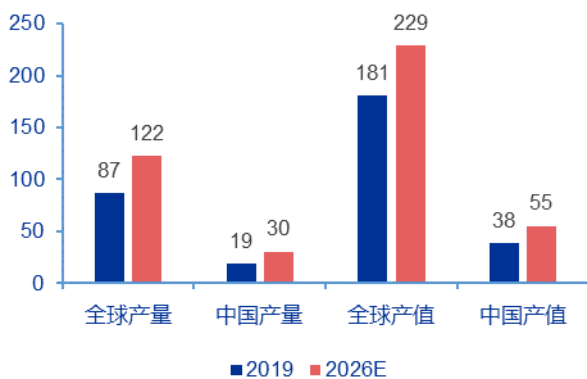
序号	客户名称	开始合作时间	序号	客户名称	开始合作时间
1	玛氏箭牌	2003	9	土耳其 CCC 公司	2001
2	亿滋	2003	10	好丽友	2007
3	太古可口可乐	2012	11	费列罗	2007
4	不凡帝	2005	12	Cloetta	2006
5	农夫山泉	2014	13	哇哈哈	2009
6	汕头麒丰	2016	14	ARCOR	2015
7	好时	2018	15	劲牌	2011
8	康师傅	2012			

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

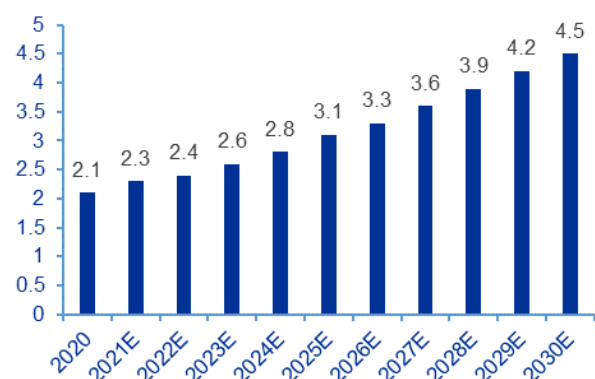
### 3.3 内生外延布局新赛道，打开未来成长空间

**参与宁波中药定增，拓宽涉足领域。**2022 年 6 月，宁波中药股份有限公司完成定增，公司认购 851.8 万股 权益变动后持股比例为 20%。宁波中药所处行业为生物医药制造业，主营业务为中药原料药、天然植物提取物及功能性食品、保健品的研发、生产、销售，拥有整套完整的提取、萃取、柱层析、浓缩、干燥等设备，主要产品包括银杏叶、千层塔、绿茶、生姜、越橘、人参茎叶等多种天然植物的提取物。天然植物提取物的生产与甜味剂企业从甜叶菊、罗汉果、甘草等植物中提取甜菊糖苷、罗汉果苷和甘草甜素具有相似性，公司参与此次定增有利于拓宽涉足领域，优化资源整合，为未来布局新业务奠定基础。

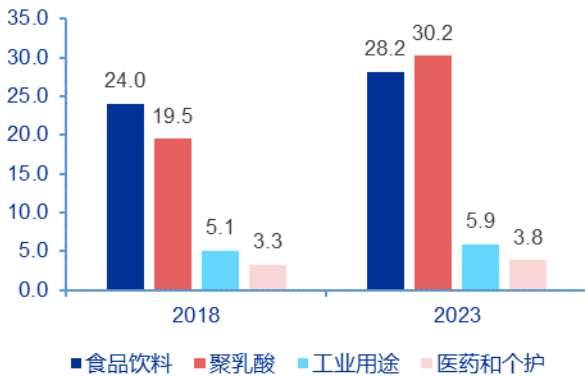
**布局健康食品配料领域，加码生物制造产业，进一步拓展公司业务范围，打开未来成长空间。**为了公司长期的发展，公司选址临近港口的浙江定海工业园区，准备建设第二基地。今年 7 月 23 日以及 8 月 11 日，公司与浙江定海工业园区管理委员会分别签订《项目投资框架协议》和《项目投资协议》，计划投资约 30 亿元投建“200 万吨玉米深加工健康食品配料项目”，主要以玉米为原料，生产淀粉糖/糖醇、膳食纤维、变性淀粉等系列精深加工产品，以及利用合成生物学绿色制造等先进技术生产阿洛酮糖、乳酸/聚乳酸、氨基酸等各种产品，拓展自身业务范围。项目整体分两期进行建设，一期计划投资约 15 亿元，形成 100 万吨玉米精深加工能力。同时公司计划成立子公司舟山华康来推进该项目。

**图 28：膳食纤维市场情况及预测（万吨/亿元）**


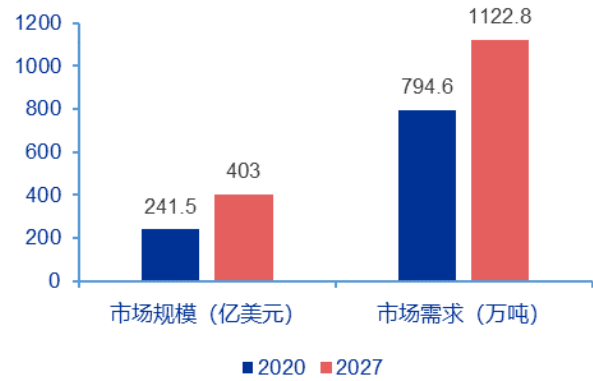
资料来源：中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会，申万宏源研究

**图 29：全球阿洛酮糖市场规模及预测（亿美元）**


资料来源：Transparency Market Research，申万宏源研究

**图 30：全球乳酸消费量及预测（万吨）**


资料来源：IHSMarkit，申万宏源研究

**图 31：全球氨基酸市场情况及预测**


资料来源：Grand view research，申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值分析

**关键假设：**我们认为在下游客户端需求持续增长的前提下，公司新产能释放节奏加速，未来 2-3 年的盈利增长点主要来自于木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇以及赤藓糖醇产销量的增长。同时，成本端主要原材料玉米淀粉价格出现回落，产品盈利能力将逐步增强。

**主要产品销量假设：**假设公司 2022-2024 年木糖醇销量为：4.50、4.80、5.00 万吨；山梨糖醇销量为：5.00、5.50、6.00 万吨；麦芽糖醇销量为：1.50、2.40、2.85 万吨；赤藓糖醇销量为：0.63、2.10、2.85 万吨；果葡糖浆销量为：8.00、6.80、6.80 万吨。

**主要产品价格假设：**假设公司 2022-2024 年木糖醇平均价格为：2.50、2.52、2.55 万元/吨；山梨糖醇平均价格为：0.87、0.88、0.89 万元/吨；麦芽糖醇平均价格为：1.11、1.12、1.14 万元/吨，赤藓糖醇平均价格为：1.25、1.28、1.30 万元/吨；果葡糖浆平均价格为：0.30、0.30、0.30 万元/吨。

**表 10：公司主营业务盈利预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1320	1594	2121	2515	2788
（+/-）	-12.7%	20.8%	33.1%	18.6%	10.8%
毛利率（%）	35.0%	23.0%	22.6%	26.0%	28.7%
<b>木糖醇</b>					
收入（百万元）	773	883	1124	1210	1273
销量（吨）	32200	35700	45000	48000	50000
均价（元/吨）	24000	24720	24967	25217	25469
毛利率（%）	40%	28%	27%	30%	32%
<b>山梨糖醇</b>					
收入（百万元）	178	296	435	483	532
销量（吨）	25480	39200	50000	55000	60000
均价（元/吨）	7000	7560	8694	8781	8869
毛利率（%）	41%	22%	25%	27%	30%
<b>麦芽糖醇</b>					
收入（百万元）					

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销量 (吨)	8000	9500	15000	24000	28500
均价 (元/吨)	10500	11025	11135	11247	11359
毛利率 (%)	38%	23%	20%	26%	30%
<b>果葡糖浆</b>					
收入 (百万元)	213	238	242	206	206
销量 (吨)	85000	85000	80000	68000	68000
均价 (元/吨)	2500	2800	3024	3024	3024
毛利率 (%)	10%	6%	6%	8%	9%
<b>赤藓糖醇</b>					
收入 (百万元)			79	268	371
销量 (吨)			6300	21000	28500
均价 (元/吨)			12500	12750	13005
毛利率 (%)			12%	20%	25%

资料来源：Wind，申万宏源研究

国际领先的功能性糖醇企业，持续完善全产业链布局，丰富并优化产品结构，内延外伸布局新赛道，开启新的成长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.08、4.46、5.70 亿元，对应 EPS 分别为 1.35、1.95、2.49 元。

#### 可比公司估值：

选取百龙创园、莱茵生物、晨光生物作为可比公司，百龙创园主要产品包括益生元系列、膳食纤维系列、其他淀粉糖（醇）系列和健康甜味剂系列；莱茵生物是国内植物提取行业龙头，产品包括天然甜味剂（甜叶菊提取物、罗汉果提取物）、工业大麻提取物、茶叶提取物等；晨光生物主营业务也属于天然植物提取物细分领域，主要系列产品包括天然色素、香辛料提取物和精油、营养及药用提取物、天然甜味剂、保健食品等。

可比公司 2022 年平均 PE 约 24X，华康股份 2022 年 PE 为 22X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值

公司代码	公司简称	市值	股价	归母净利润 (亿元)				PE			
		(亿元)	(2022/8/19)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
605016.SH	百龙创园	48.59	27.37	1.04	1.95	2.96	4.16	47	25	16	12
002166.SZ	莱茵生物	70.20	12.42	1.18	2.36	3.66	5.58	59	30	19	13
300138.SZ	晨光生物	80.88	15.18	3.52	4.56	5.70	7.09	23	18	14	11
	平均							43	24	17	12
605077.SH	华康股份	68.65	30.05	2.37	3.08	4.46	5.70	29	22	15	12

资料来源：Wind，申万宏源研究（百龙创园、莱茵生物、晨光生物为 Wind 一致预测）

表 12：合并利润表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	1320	1594	2121	2515	2788
其中：营业收入					

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
二、营业总成本	1012	1400	1870	2129	2280
其中：营业成本	858	1227	1641	1861	1988
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	9	8	11	13	14
销售费用	18	28	32	38	42
管理费用	48	53	68	78	84
研发费用	65	84	117	138	153
财务费用	13	1	2	1	0
加：其他收益	25	17	18	20	18
投资收益	22	51	62	74	89
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	2	-4	0	0	0
资产减值损失	0	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
三、营业利润	356	257	331	480	615
加：营业外收入	1	0	0	0	0
减：营业外支出	9	3	0	0	0
四、利润总额	349	254	331	480	615
减：所得税	41	17	23	35	45
五、净利润	307	237	308	446	570
持续经营净利润	307	237	308	446	570
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	307	237	308	446	570
六、其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0
七、综合收益总额	307	237	308	446	570
归属于母公司所有者的综合收益总额	307	237	308	446	570
八、基本每股收益	3.51	1.50	1.35	1.95	2.49
全面摊薄每股收益	1.34	1.04	1.35	1.95	2.49
当期发行在外总股数	87	163	228	228	228

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 13：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	307	237	308	446	570
加：折旧摊销减值	64	96	73	88	156
财务费用	15	6	2	1	0
非经营损失	-5	-55	-62	-74	-89
营运资本变动	-44	-29	44	-64	-54
其它	-1	9	0	0	0
经营活动现金流					

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本开支	253	360	572	680	652
其它投资现金流	-96	-895	62	74	89
投资活动现金流	-348	-1255	-510	-606	-563
吸收投资	0	1394	0	0	0
负债净变化	-2	-26	-32	-31	-31
支付股利、利息	61	120	2	1	0
其它融资现金流	0	-28	0	0	0
融资活动现金流	-64	1220	-34	-32	-31
净现金流	-79	228	-180	-242	-11

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 14：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	599	1803	1579	1401	1443
现金及等价物	249	1314	1134	892	881
应收款项	198	274	258	320	366
存货净额	151	200	172	174	182
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	15	15	15	15
长期投资	53	59	59	59	59
固定资产	704	989	1488	2081	2577
无形资产及其他资产	73	154	154	154	154
资产总计	1430	3004	3280	3694	4233
流动负债	379	456	455	455	455
短期借款	115	121	120	120	120
应付款项	252	270	270	270	270
其它流动负债	13	65	65	65	65
非流动负债	111	114	83	52	20
负债合计	490	570	538	506	475
股本	87	163	228	228	228
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	171	1470	1405	1405	1405
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	79	103	133	178	235
未分配利润	602	698	975	1377	1890
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	940	2434	2742	3188	3758
负债和股东权益合计	1430	3004	3280	3694	4233

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 5. 风险提示

**1) 原材料价格大幅上涨**：公司山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇、果葡糖浆等产品的主要原材料为淀粉，其价格大幅上涨将影响公司盈利能力。

**2) 产品价格大幅波动**：公司产品价格会受到宏观经济、下游需求等因素影响，若价格出现大幅波动或下降将影响公司业绩。

**3) 行业竞争加剧**：下游需求持续增长，行业产能大幅扩张将导致企业间竞争加剧，可能会对公司业绩和发展前景带来影响。

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.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

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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人作出邀请。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。