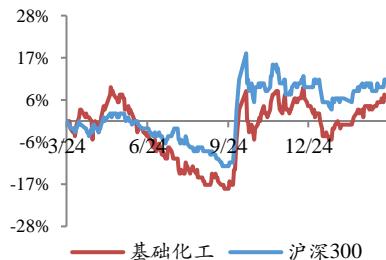


代糖行业格局向好，产品价格有望开启向上周期

行业评级：增持

报告日期：2025-03-17

行业指数与沪深 300 走势比较


分析师：王强峰

执业证书号: S0010522110002

电话: 13621792701

邮箱: wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号: S0010524080003

电话: 17321190296

邮箱: liutq@hazq.com

主要观点：

- 事件描述

2月16日，金禾实业、科宏生物、康宝生化和新琪安科技等四家三氯蔗糖主力生产企业召开三氯蔗糖峰会，巩固联盟，共谋协同发展。据百川，3月10日起三氯蔗糖主力生产企业集体封盘不报，三氯蔗糖贸易商低位惜售，部分报价已上涨0.5-0.8万元/吨，多数有跟随封单操作。3月13日三氯蔗糖最新价格维持在25万元/吨，同比+100%，较年初+4.17%；2024年9月金禾实业发布调价函，安赛蜜价格从3.4万元/吨提高至3.9万元/吨，而后略有下降，3月14日安赛蜜价格为3.7万元/吨，同比-2.63%，较年初保持一致。

- 三氯蔗糖厂商协同发展，安赛蜜有望复刻三氯蔗糖涨价逻辑

三氯蔗糖市场高度集中于金禾实业(1.3万吨)、科宏生物(0.8万吨)、康宝生化(0.8万吨)和新琪安科技(0.3万吨)四家主力企业中，CR4为91.95%。据百川，截至2025年3月，我国三氯蔗糖产能约有3.48万吨，较2020年的1.54万吨+126%。2021年受能耗双控及原材料大涨影响，三氯蔗糖的投资热情增加，开启扩产大周期，而后由于过高的供给和库存致三氯蔗糖价格自2021年最高位48万元/吨下滑至2024年7月最低位10万元/吨，下跌79.17%。2024年下半年，业内厂商控制生产计划，全年产量为19928吨，同比-73.62%，金禾实业5个月内提价6次，2025年3月市场均价已达到25万元/吨，较2024年7月的10万元/吨+150%。2025年2月厂家开工率降幅明显，从1月的74.1%降至62.6%，后续主力厂商或均有限产意愿，供给端将收紧。安赛蜜市场高度集中在金禾实业(1.4万吨)和醋化股份(1.5万吨)之中，合计占国内总产能的95%，具有良好的协同基础，低价竞争格局结束，后续价格有望上涨。

	产能 (万吨)		总市值 (亿元)	市盈率 PE (TTM)	市净率 PB
	三氯蔗糖	安赛蜜			
金禾实业	1.3	1.4	144.9	26.35	1.94
醋化股份	-	1.5	22.73	-17.9	1.22

- 代糖替代空间广阔，需求稳健增长，未来或将维持供需紧平衡

受居民健康和安全意识提高以及厂商重视的甜价比(三氯蔗糖为3.25；安赛蜜为3.3；阿斯巴甜为2.5；糖醇类不足0.1；天然甜味剂不足1)影响，三氯蔗糖和安赛蜜等人工甜味剂的替代作用备受重视。据中商情报网统计，2023年三氯蔗糖和安赛蜜分别占全球人工甜味剂市场的11.4%和12.7%，约7成市场仍被甜蜜素、阿斯巴甜和糖

精占领，替代空间广阔。从下游来看，三氯蔗糖约 59%应用于饮料行业，随着低糖、零糖概念的兴起有望带动无糖饮料市场翻番，据艾媒咨询，2023 年中国无糖饮料市场规模为 401.6 亿元，预计 2028 年市场规模达 815.6 亿元，三氯蔗糖的消费量或将快速增长。海外方面，中国是代糖的最大生产国和出口国，三氯蔗糖和安赛蜜出口量持续增长，据百川，2024 年出口量为 18715.4 吨，同比+14.02%；安赛蜜出口量为 19389.92 吨，同比+22.61%。传统甜味剂替代、下游无糖饮料市场扩张以及海外需求稳健增长或将巩固代糖供需紧平衡状态。

● 投资建议

产品价格有望抬升，行业内公司业绩带来进一步改善，建议关注金禾实业、醋化股份等公司。

● 风险提示

- (1) 原材料价格大幅波动风险；
- (2) 国际贸易风险；
- (3) 相关政策变动风险；
- (4) 安全生产风险。

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。