

外需回暖及内需新场景有望带动甜味剂底部复苏

核心观点

- **三氯蔗糖出口量有所回暖，外需出现积极信号。**市场前期对三氯蔗糖景气预期较低，主要是因为 24 下半年至 25 上半年行业进行过一轮减产协同，但价格的大幅拉升难敌内外需求疲软导致出货受阻，最终带来挺价协同的崩塌。目前三氯蔗糖价格又回到了历史谷底，百川盈孚统计的行业毛利普遍转负，行业深陷泥潭但向下空间也相对有限。对于出口依赖度较大的三氯蔗糖而言，25 年全年出口量同比下滑 19% 是需求疲软的真实写照。然而，25 年 11、12 月三氯蔗糖月度出口量明显环比提升，两个月合计出口量也同比改善；我们推测在前期低出口量背景下，海外库存也得到了一定去化，外需已出现回暖信号。
- **三氯蔗糖内需新场景有望为公司带来蓝海增量空间。**26 年 1 月 6 日农业农村部发布公告第 982 号文，公司自主申报的新饲料添加剂三氯蔗糖获批。且由于新饲料添加剂的监测期为 5 年，监测期内不再受理其他生产申请和进口登记申请，标志着公司为 5 年法规保护期内国内唯一具备合法生产及销售资质的企业，公司核心产品迎来新的内需蓝海。三氯蔗糖主要用于提供甜味的诱食剂，改善饲料适口性；此次获批适用范围为断奶仔猪，饲料中添加量为 150mg/kg。我们依据断奶仔猪体重 7.5kg，转入育肥阶段体重 30kg，料肉比 1.45，我国 25 年生猪出栏量月 7.2 亿头测算，我国断奶仔猪饲料需求量超过 2300 万吨。按照添加标准，国内仔猪饲料三氯蔗糖总需求上限可超过 3500 吨，占百川盈孚统计的我国 22、23 年三氯蔗糖表观消费量 60% 以上。即使考虑到未来渗透率逐渐爬升的过程，这一空间也不容小觑，且在 5 年保护期内这是公司能够独享的蓝海市场空间。而未来随着传统的食品饮料领域复苏，我们认为三氯蔗糖景气度有望在需求侧得到较好的提振。

盈利预测与投资建议

- 由于三氯蔗糖价格 25 年出现了较大波动，同时基础化工品硫磺、硫酸价格又出现了较大上涨，我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 5.92、8.18、8.70 亿元（原 25-26 年归母净利润为 12.73、14.94 亿元），按照可比公司 26 年 20 倍市盈率，给以目标价 28.80 元并维持买入评级。

风险提示

- 产品和原材料价格波动；需求不及预期；市场空间、价格假设等测算相关风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,311	5,303	5,412	6,436	6,628
同比增长(%)	-26.7%	-0.1%	2.1%	18.9%	3.0%
营业利润(百万元)	798	657	692	955	1,012
同比增长(%)	-59.1%	-17.6%	5.4%	37.9%	6.0%
归属母公司净利润(百万元)	704	557	592	818	870
同比增长(%)	-58.5%	-20.9%	6.3%	38.3%	6.3%
每股收益(元)	1.24	0.98	1.04	1.44	1.53
毛利率(%)	23.5%	19.2%	21.2%	23.0%	23.4%
净利率(%)	13.3%	10.5%	10.9%	12.7%	13.1%
净资产收益率(%)	9.9%	7.6%	7.5%	9.6%	9.4%
市盈率	19.2	24.3	22.9	16.6	15.6
市净率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年02月10日）	26.22元
目标价格	28.80元
52周最高价/最低价	26.22/19.68元
总股本/流通A股（万股）	56,832/56,682
A股市值（百万元）	14,901
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年02月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	12.44	25.76	27.34	14.44
相对表现%	11.06	26.49	26.72	-6.66
沪深300%	1.38	-0.73	0.62	21.1



证券分析师

万里扬 执业证书编号：S0860519090003
wanliyang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

甜味剂供给格局有望持续优化 2025-02-10

表 1: 可比公司估值 (截至 2026/2/10)

可比公司	最新 价格	每股收益 (元)				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华鲁恒升	36.84	1.84	1.68	2.07	2.39	20.04	21.99	17.83	15.44
安迪苏	10.00	0.39	0.44	0.50	0.59	25.58	22.68	19.86	17.09
新和成	29.95	1.91	2.16	2.34	2.57	15.68	13.86	12.79	11.65
安琪酵母	43.74	1.53	1.82	2.16	2.47	28.66	24.04	20.25	17.68
百龙创园	24.92	0.58	0.87	1.09	1.41	42.62	28.64	22.91	17.72
凯盛新材	25.09	0.12	0.33	0.43	0.56	230.16	76.82	58.91	44.76
调整后平均						29.23	24.34	20.21	16.98

数据来源: Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,336	1,995	3,378	3,659	4,337	营业收入	5,311	5,303	5,412	6,436	6,628
应收票据、账款及款项融资	1,052	887	548	654	672	营业成本	4,065	4,285	4,266	4,957	5,076
预付账款	58	68	64	79	80	销售费用	45	46	46	55	56
存货	784	609	714	767	818	管理费用	250	174	206	228	243
其他	855	1,151	871	889	881	研发费用	235	238	260	299	313
流动资产合计	5,084	4,710	5,576	6,048	6,788	财务费用	(10)	(12)	26	15	10
长期股权投资	15	33	35	35	35	资产、信用减值损失	19	16	3	13	3
固定资产	2,729	3,925	3,903	4,038	4,211	公允价值变动收益	16	(7)	5	5	5
在建工程	944	179	391	397	300	投资净收益	49	81	66	65	71
无形资产	263	276	262	248	234	其他	25	27	15	14	10
其他	677	763	615	661	689	营业利润	798	657	692	955	1,012
非流动资产合计	4,629	5,176	5,206	5,379	5,469	营业外收入	4	2	1	1	1
资产总计	9,712	9,886	10,782	11,427	12,257	营业外支出	7	18	19	18	19
短期借款	180	140	160	150	155	利润总额	795	641	674	937	994
应付票据及应付账款	1,091	585	864	840	944	所得税	91	84	83	119	124
其他	722	528	503	483	498	净利润	704	557	592	818	870
流动负债合计	1,994	1,253	1,526	1,473	1,597	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	426	888	888	888	888	归属于母公司净利润	704	557	592	818	870
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.24	0.98	1.04	1.44	1.53
其他	151	144	150	148	148						
非流动负债合计	577	1,032	1,038	1,036	1,035	主要财务比率					
负债合计	2,571	2,285	2,564	2,509	2,633		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	2	2	2	2	成长能力					
实收资本(或股本)	570	570	568	568	568	营业收入	-26.7%	-0.1%	2.1%	18.9%	3.0%
资本公积	210	218	743	743	743	营业利润	-59.1%	-17.6%	5.4%	37.9%	6.0%
留存收益	6,338	6,785	6,904	7,604	8,310	归属于母公司净利润	-58.5%	-20.9%	6.3%	38.3%	6.3%
其他	21	26	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,141	7,601	8,218	8,918	9,624	毛利率	23.5%	19.2%	21.2%	23.0%	23.4%
负债和股东权益总计	9,712	9,886	10,782	11,427	12,257	净利率	13.3%	10.5%	10.9%	12.7%	13.1%
						ROE	9.9%	7.6%	7.5%	9.6%	9.4%
						ROIC	8.4%	6.6%	6.9%	8.7%	8.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	26.5%	23.1%	23.8%	22.0%	21.5%
净利润	704	557	592	818	870	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	332	394	426	475	540	流动比率	2.55	3.76	3.65	4.11	4.25
财务费用	(10)	(12)	26	15	10	速动比率	2.15	3.26	3.17	3.57	3.72
投资损失	(49)	(81)	(66)	(65)	(71)	营运能力					
营运资金变动	585	(294)	594	(235)	48	应收账款周转率	7.9	9.1	9.2	9.9	9.2
其它	(328)	187	163	(60)	(21)	存货周转率	5.6	6.0	6.3	6.5	6.2
经营活动现金流	1,234	750	1,734	949	1,377	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
资本支出	(1,144)	(806)	(602)	(602)	(602)	每股指标(元)					
长期投资	(195)	61	(41)	20	(10)	每股收益	1.24	0.98	1.04	1.44	1.53
其他	1,593	(889)	347	57	82	每股经营现金流	2.16	1.32	3.05	1.67	2.42
投资活动现金流	255	(1,634)	(297)	(525)	(530)	每股净资产	12.56	13.37	14.46	15.69	16.93
债权融资	(650)	376	(100)	0	0	估值比率					
股权融资	(16)	8	524	0	0	市盈率	19.2	24.3	22.9	16.6	15.6
其他	(756)	(236)	(478)	(144)	(169)	市净率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
筹资活动现金流	(1,422)	148	(54)	(144)	(169)	EV/EBITDA	11.1	11.9	10.8	8.6	7.9
汇率变动影响	(2)	12	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.7	19.2	17.3	12.8	12.1
现金净增加额	65	(724)	1,383	281	678						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。