

食品饮料行业

浅析代糖行业发展空间

核心观点：

- **代糖行业持续成长，中长期核心产品存在较大增长空间。**(1) 行业趋势：全球代糖行业发展百余年，人工合成甜味剂已迭代六次，天然甜味剂趋势向上。根据观研天下，全球代糖市场规模超两百亿美元，由于不同类型的甜味剂在甜度、味质、稳定性和成本等方面存在明显差异，为达到最佳效果，企业多选择复配策略。(2) 重点产品：人工甜味剂中三氯蔗糖为“多边形战士”，稳定性强、性价比高，销量有望持续增长；天然甜味剂中阿洛酮糖得益于其独特的美拉德反应、口感优势等特性，正在持续渗透，海外市场广泛应用。(3) 市场空间：受到消费者健康意识提升、代糖成本较低以及“糖税”和“健康标签”的影响，全球代糖市场有望持续扩容。从渗透率角度看，我们认为全球代糖渗透率有望从10%~20%提升至35%以上；从人均糖消费量来看，参考世卫组织建议，理想状态下，我们认为当前蔗糖50%以上市场可被代糖替代，三氯蔗糖及阿洛酮糖均有较大增量潜力。
- **市场回顾：3月食品饮料板块跑赢大盘2.6pct。**(1) 行情回顾：3月食品饮料子行业分化，三级子行业中调味发酵品、肉制品、啤酒表现相对较好。(2) 陆港通：3月南向资金净买入较多个股为中粮家佳康等；净卖出较多个股为颐海国际、H&H国际控股、锅圈等。(3) 板块估值：食品饮料绝对/相对估值处于2010年以来低位。
- **基本面跟踪：社零同比显著改善，餐饮链景气度向好。**2026年1-2月社零同比+2.8%，较2025年12月+1.9pct，消费者信心指数底部逐月企稳回升。(1) 白酒：春节旺季后，3月茅台批价有所波动。根据今日酒价数据，从白酒价盘来看，3月前期茅台散飞批价整体回落，近期受茅台提价影响，3月31日散飞批价升至1630元/瓶。(2) 大众品：餐饮链景气度持续改善，速冻、调味品、连锁门店相对更优。(3) 成本：原材料结构分化，部分包材、农产品、油脂和坚果价格同比上升，生鲜乳价格下降幅度收窄。
- **投资建议：(1) 白酒：**板块历经四年调整期，2026年有望迎来新一轮发展周期。**核心推荐：**泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、贵州茅台、今世缘、古井贡酒。**(2) 大众品：**2025年部分子赛道已率先企稳，展望2026年，行业吨价有望温和上涨，看好新品、新渠道带来的个股机会。**核心推荐：**安井食品、天味食品、燕京啤酒、东鹏饮料、安琪酵母、新乳业、立高食品、盐津铺子、千禾味业、锅圈、万辰集团。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；消费力恢复不及预期；食品安全问题。

行业评级

买入

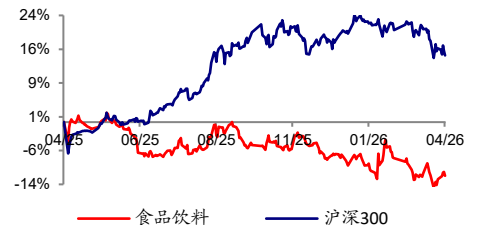
前次评级

买入

报告日期

2026-04-03

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执证号：S0260523120002



SFC CE No. BWC944



021-38003552

furong@gf.com.cn

分析师：

谌保罗



SAC 执证号：S0260525120001



0755-82298506



chenbaoluo@gf.com.cn

请注意，谌保罗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 食品饮料行业:2026 春糖会反 2026-03-29
馈—零食连锁
- 食品饮料行业:2026 春糖会反 2026-03-25
馈：行业磨底，期待改善
- 食品饮料行业一周聚焦:当前 2026-03-22
位置如何看盐津铺子？

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1460.00	2026/03/31	买入	1810.45	70.79	72.42	20.62	20.16	14.75	14.43	35.30	33.70
泸州老窖	000568.SZ	CNY	104.27	2025/10/31	买入	152.37	7.62	7.82	13.68	13.33	9.95	9.75	22.10	21.20
山西汾酒	600809.SH	CNY	141.70	2025/10/31	买入	210.02	10.05	10.50	14.10	13.50	10.24	9.84	30.90	29.50
舍得酒业	600702.SH	CNY	44.16	2026/03/27	买入	50.47	0.67	1.36	65.91	32.47	22.82	18.10	3.20	6.40
今世缘	603369.SH	CNY	26.14	2025/10/31	买入	49.65	2.16	2.31	12.10	11.32	9.30	8.47	15.80	15.30
古井贡酒	000596.SZ	CNY	106.46	2025/10/31	买入	179.13	8.53	9.24	12.48	11.52	8.39	7.73	16.70	16.60
安井食品	603345.SH	CNY	96.61	2026/03/31	买入	112.59	4.08	5.12	23.68	18.87	12.61	11.09	8.80	10.70
天味食品	603317.SH	CNY	12.60	2026/03/12	买入	14.94	0.54	0.60	23.33	21.00	17.00	16.22	12.50	13.90
燕京啤酒	000729.SZ	CNY	13.87	2026/04/03	买入	17.15	0.60	0.75	23.12	18.49	14.59	11.54	11.00	13.20
东鹏饮料	605499.SH	CNY	202.27	2026/04/01	买入	299.95	8.49	10.01	23.82	20.21	20.10	15.60	46.90	26.50
安琪酵母	600298.SH	CNY	40.67	2026/04/01	买入	42.17	1.78	2.11	22.85	19.27	11.71	10.75	12.80	13.70
新乳业	002946.SZ	CNY	17.80	2026/03/23	买入	22.00	0.85	1.00	20.94	17.80	10.01	9.46	18.80	20.10
立高食品	300973.SZ	CNY	31.90	2026/01/22	买入	58.73	1.90	2.35	16.79	13.57	7.84	6.77	13.40	15.70
盐津铺子	002847.SZ	CNY	58.38	2025/10/28	买入	94.16	3.07	3.77	19.02	15.49	13.48	11.17	40.50	41.40
千禾味业	603027.SH	CNY	9.29	2025/11/24	买入	10.40	0.32	0.42	29.03	22.12	20.68	16.83	10.50	13.20
锅圈	02517.HK	HKD	4.45	2026/03/13	增持	4.53	0.16	0.22	24.44	17.77	17.73	10.91	14.30	18.80
万辰集团	300972.SZ	CNY	195.84	2026/03/19	买入	247.38	7.03	12.37	27.86	15.83	10.44	7.14	90.70	75.40

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，天味食品、锅圈、万辰集团、新乳业、舍得酒业、安井食品、贵州茅台、安琪酵母、东鹏饮料、燕京啤酒已披露 2025 年年报

目录索引

一、月聚焦：浅析代糖行业发展空间	6
（一）代糖行业：持续迭代不断丰富，多以复配应用	6
（二）核心代糖产品分析：三氯蔗糖&阿洛酮糖	9
（三）如何看待未来代糖发展空间？	14
二、市场回顾：3月食品饮料板块跑赢大盘 2.6PCT	23
（一）行情回顾：3月板块跑赢大盘，子板块调味发酵品涨幅居前	23
（二）陆港通：3月南向资金净买入 614 亿港元	25
（三）板块估值：食品饮料绝对/相对估值处于 2010 年以来低位	26
三、基本面跟踪：茅台批价波动，餐饮链景气度改善	27
（一）白酒：需求分化，茅台批价有所波动	28
（二）大众品：春节备货错期，餐饮供应链和连锁业态较优	29
（三）原材料成本跟踪：2-3 月结构分化，部分包材、农产品等上行	30
四、投资建议	31
五、风险提示	32

图表索引

图 1: 全球代糖行业重大历史事件	7
图 2: 2020-2024 年全球及中国的代糖产品市场规模	8
图 3: 三氯蔗糖与蔗糖的分子结构相似	9
图 4: 近年来三氯蔗糖市场增速快于行业整体水平	11
图 5: 三氯蔗糖广泛应用于各种领域	11
图 6: D-阿洛酮糖与果糖的分子结构相似	12
图 7: 海外已广泛使用阿洛酮糖	13
图 8: 2024-2050E 各年龄段糖尿病患者数量	14
图 9: 2024-2050E 各年龄段糖尿病患病率	14
图 10: 蔗糖及常见人工甜味剂的相对甜度	15
图 11: 蔗糖及常见人工甜味剂的甜价比	15
图 12: 截至 2024 年 7 月, 国家层面是否对含糖饮料征税的情况一览	16
图 13: 新加坡 Nutri-Grade 饮料分级标识	18
图 14: 新加坡 Nutri-Grade 标识产生的效果	18
图 15: 上海“营养选择”标识饮料分级原则	18
图 16: 奈雪等饮料企业参与“营养标识”试点	18
图 17: 全球甜味剂的主要应用场景	19
图 18: 2025-2026 年主要甜味剂的市场份额变化	19
图 19: 全球糖的总消费量与全球总人口数的关系	20
图 20: 全球糖的总消费量近年来趋于平稳	20
图 21: 全球主要国家/地区糖(离心糖)消费总量	21
图 22: 全球主要国家/地区糖(离心糖)人均消费量	21
图 23: 百龙创园近年来营收及增速情况	22
图 24: 百龙创园近年来归母净利润及增速情况	22
图 25: 食品饮料板块 3 月下跌 2.9%, 跑赢大盘(%)	23
图 26: 3 月食品饮料行业各子板块行情(%)	24
图 27: 南向资金日度净成交额变化(亿港元)	25
图 28: 南向资金月度净成交额变化(亿港元)	25
图 29: 食品饮料 PE 估值位于 2010 年以来 13%分位数	26
图 30: 食品饮料行业相对沪深 300 PE 估值	26
图 31: 食品饮料 PB 估值位于 2010 年以来 8%分位数	27
图 32: 食品饮料行业相对沪深 300 PB 估值	27
图 33: 2026 年 1-2 月社零整体同比+2.8%, 环比提速	27
图 34: 2026 年 1-2 月城镇及乡村社零环比提速	27
图 35: 2026 年 1-2 月烟酒社零分项环比提速	28
图 36: 2025 年下半年消费者信心指数逐月企稳回升	28
图 37: 白酒批价跟踪: 散瓶飞天茅台价格环比回落(单位: 元/瓶)	28
图 38: 白酒批价跟踪: 3 月高端白酒价格保持平稳(单位: 元/瓶)	29
图 39: 12 月全国啤酒产量同比-8.7%	30
图 40: 12 月全国乳制品产量同比-1.8%	30

图 41: 12 月全国软饮料产量同比+1.1%	30
图 42: 2026 年 1-2 月社零餐饮分项环比提速	30
图 43: 食品饮料行业成本跟踪 1: 3 月部分包材价格同比走高	31
图 44: 食品饮料行业成本跟踪 2: 菜籽油、大豆油、白羽鸡、牛肉和多种坚果等价格同比上涨	31

表 1: 甜味剂的分类方式	6
表 2: 主要代糖特性对比	8
表 3: 蔗糖及人工甜味剂的稳定性、甜价比以及安全性对比	10
表 4: 三氯蔗糖主要厂家	11
表 5: 国内外主要阿洛酮糖生产企业产能情况	13
表 6: 单罐 330ml 可口可乐, 如果将蔗糖换为代糖的原料成本对比	15
表 7: 各国对含糖饮料征税后的效果统计	17
表 8: 新加坡 Nutri-Grade 的饮料分级标准	17
表 9: 理想情况下, 全球可替代蔗糖的代糖消耗量测算	21
表 10: 理想情况下, 三氯蔗糖潜在新增需求量测算 (万吨)	22
表 11: 理想情况下, 阿洛酮糖潜在新增需求量测算	22
表 12: 公司在建产能情况	23
表 13: 3 月食品饮料板块 Top20 权重股股价表现	24
表 14: 3 月食品饮料板块涨跌幅前十公司	25
表 15: 3 月港股食品饮料重点公司南向资金持股变化	25

一、月聚焦：浅析代糖行业发展空间

（一）代糖行业：持续迭代不断丰富，多以复配应用

1. 代糖分类：主要分为天然甜味剂和人工合成甜味剂

代糖，指赋予食品以甜味的物质，通常属于食品添加剂。根据科普中国公众号，甜味剂按照来源分类可分为天然甜味剂和人工合成甜味剂：（1）天然甜味剂：从天然植物或物质中提取，如甜菊糖苷、罗汉果甜苷、甘草甜素等；（2）人工合成甜味剂：通过化学合成方法得到，如阿斯巴甜、糖精钠、甜蜜素、安赛蜜、三氯蔗糖等。此外，甜味剂按照营养价值分类还可分为营养性甜味剂（提供一定的能量）和非营养性甜味剂（几乎不提供能量或提供的能量极少）。根据术语中国公众号，蔗糖、果糖和淀粉糖，在我国不列为食品添加剂，而视为食品原料。

表 1：甜味剂的分类方式

分类方式	种类	举例
按来源分类	天然甜味剂	从天然植物或物质中提取，如甜菊糖苷（从甜叶菊中提取）、罗汉果甜苷（从罗汉果中提取）、甘草甜素（从甘草中提取）等
	人工合成甜味剂	通过化学合成方法得到，如阿斯巴甜、糖精钠、甜蜜素、安赛蜜、三氯蔗糖
按营养价值分类	营养性甜味剂	提供一定的能量，如糖醇类甜味剂（包括木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇等）
	非营养性甜味剂	几乎不提供能量或提供的能量极少，如阿斯巴甜、三氯蔗糖、甜菊糖苷、罗汉果甜苷等

数据来源：科普中国公众号，广发证券发展研究中心

2. 代糖发展历史：多次迭代持续创新，天然甜味剂引领发展

回顾全球代糖发展历史，人工合成甜味剂一共历经六次迭代。第一代人工甜味剂是糖精，根据国家地理中文网，1879年，德裔俄国化学家康斯坦丁·法赫伯格研究煤焦油时意外发现了糖精，由于一战造成白糖紧缺，人工合成的糖精逐渐在全世界流行起来。但由于糖精带着一点苦涩的余味，人们寻找更好的替代品，1937年甜蜜素问世，并被应用在无糖可乐等产品中。而20世纪70年代，相关报告声明甜蜜素导致实验动物罹患癌症，随后甜蜜素在美国被禁用。随着化学合成技术的不断发展，人工合成甜味剂持续迭代，1965年阿斯巴甜（缺点是热稳定性差）被发现，1967年安赛蜜（口感有后苦味）被发现，1976年英国泰莱公司与伦敦大学共同研发了蔗糖的衍生物三氯蔗糖，成为第五代人工甜味剂，也被认为是非常具有竞争力的人工合成甜味剂。1993年，纽甜问世，甜度约为蔗糖的7000倍以上。

从人工合成甜味剂转向天然甜味剂，21世纪市场追求更健康的代糖。天然甜味剂具有代表性的包括甜菊糖苷、罗汉果甜苷、赤藓糖醇和阿洛酮糖：

（1）甜菊糖苷：根据Foodaily每日食品，甜菊糖的历史可追溯至数百年前南美当地的瓜拉尼人的使用，1931年两位法国科学家分离得出了甜菊糖苷，1970-80年代，日

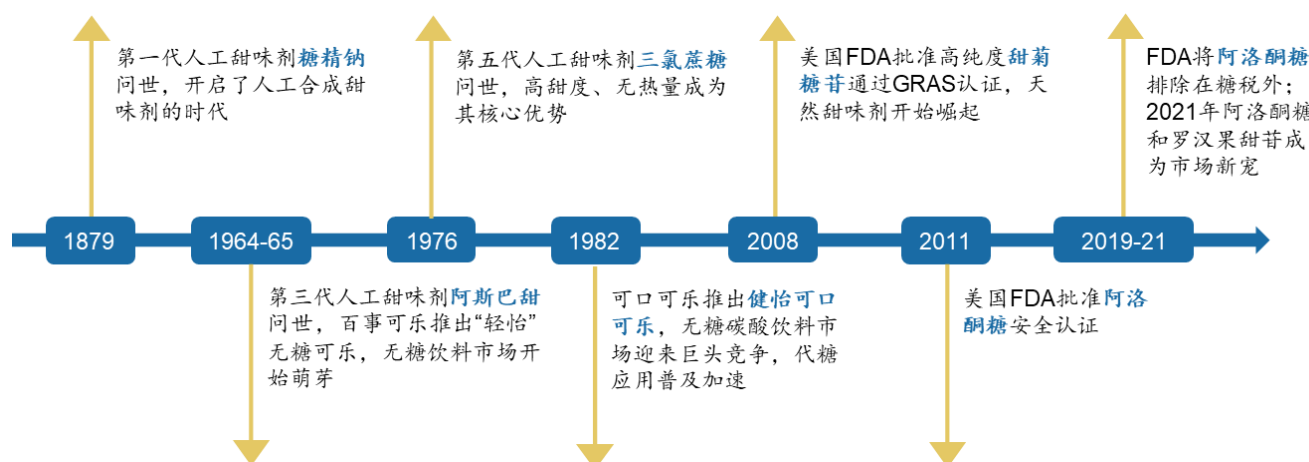
本开始使用甜菊糖作为食品饮料用甜味剂，2008年，高纯度甜菊糖苷和Reb A获得美国GRAS（一般安全认证）批准。

（2）罗汉果甜苷：1975年，罗汉果甜苷在实验室被发现，1995年美国FDA批准其为“膳食补充剂”，1996年罗汉果甜苷在中国通过审批。

（3）赤藓糖醇：1848年，苏格兰化学家约翰·斯腾豪斯研究地衣提炼染料时，无意中发现了赤藓糖醇，1990年，日本日研化学公司率先确立了发酵法生产赤藓糖醇的工业化技术，1997年赤藓糖醇获美国FDA安全食品配料GRAS认证。2007年赤藓糖醇获中国卫生部批准作为甜味剂使用。

（4）阿洛酮糖：阿洛酮糖天然存在于无花果、小麦等植物中，1943年，美国科学家Bates和Rise在研究糖类异构化反应时，首次在实验室中通过化学方法（碱性条件下处理D-果糖）合成了阿洛酮糖。1990年日本科学家Izumori团队开辟了生物法制备阿洛酮糖的先河。2011年8月，D-阿洛酮糖获得美国FDA的GRAS认证。2019年，FDA宣布将D-阿洛酮糖排除在“添加糖”“总糖”标签之外，D-阿洛酮糖的使用限制将在原有基础上进一步放宽。2025年，D-阿洛酮糖在中国作为新食品饮料获批。

图 1：全球代糖行业重大历史事件

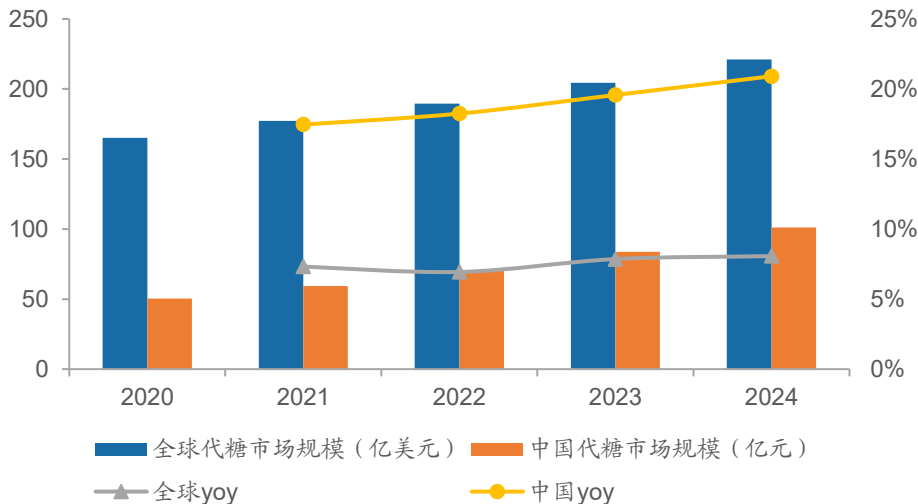


数据来源：农科基金公众号，广发证券发展研究中心

3. 代糖市场：全球市场超两百亿美元，多种代糖复配共同发展

全球代糖市场超两百亿美元规模，代糖种类多样，各自占有一定市场。根据观研天下，2024年全球代糖产品市场规模达到221亿美元，中国市场突破100亿人民币元，代糖几乎不参与代谢、不产生热量、不升高血糖，因此规模发展迅速。我们统计了各类主要代糖的全球市场规模，根据Research and Markets和Fortune Business Insights的数据，三氯蔗糖、甜蜜素的市场规模超过十亿美元，在人工合成甜味剂中体量较大，此外阿斯巴甜、安赛蜜、糖精钠等均占有一定市场。在天然甜味剂中，根据Research and Markets的数据，2025年甜菊糖苷市场规模达到十亿美元，赤藓糖醇、阿洛酮糖、罗汉果甜苷也为主要的天然甜味剂。

图 2：2020-2024年全球及中国的代糖产品市场规模



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

不同代糖特性各有差异，满足不同终端产品需求。全球代糖行业发展已超百年历史，代糖产品不断迭代，但每类代糖均占据一定市场，我们认为，这主要系各类代糖具有不同的理化性质，以适应多种食品加工场景。如三氯蔗糖耐高温，用途广泛；赤藓糖醇口感接近蔗糖，常用于饮料和代餐产品；糖醇类（如木糖醇）在口腔健康产品中应用广泛，能抑制龋齿形成；阿洛酮糖可以产生美拉德反应，能广泛应用于烘焙产品。代糖的多样性能灵活满足不同食品的配方需求，我们对于主要代糖的特性以及相对甜度等指标的梳理如下。

表 2：主要代糖特性对比

分类	名称	相对甜度	口感特性	稳定性
天然甜味剂	蔗糖	1.0	纯正	较低
	甜菊糖苷	250-450	甜味绵长、接近蔗糖、有甘草味和后苦味	高
	罗汉果甜苷	250	甜度高，有明显的甘草药味	高
	木糖醇	1.2	甜味清凉	中
	赤藓糖醇	0.6-0.7	甜味纯正、协调性好、入口有清凉感	高
	阿洛酮糖	0.7	甜味接近蔗糖、柔和细致	高
人工合成甜味剂	三氯蔗糖	400-800	甜味接近蔗糖、无明显不良后味	高
	安赛蜜	200-250	甜味强烈、有一定不良后味	高
	阿斯巴甜	180-220	甜味清爽纯正、无明显不良后味	中

数据来源：功能食品圈，《甜味剂在饮料中的应用研究》张东方，莱茵生物招股说明书，三元生物招股说明书，广发证券发展研究中心

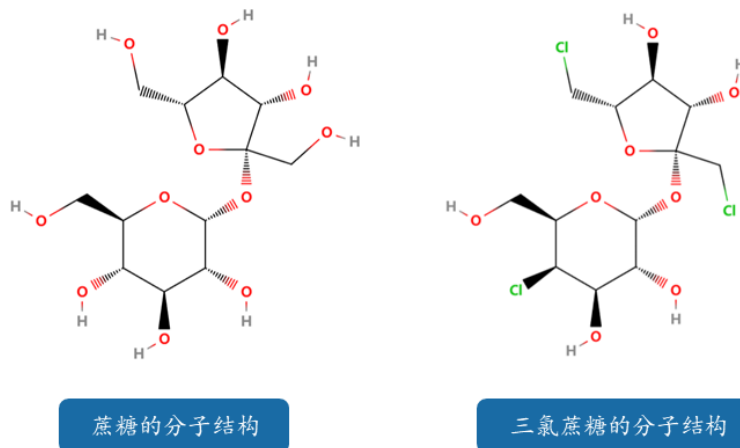
代糖应用场景丰富，多以复配为主。根据《甜味剂在饮料中的应用研究》（张东方等），以饮料为例，甜味剂广泛应用在无糖乳饮料、植物蛋白饮料、茶饮料及固体饮料等，由于不同类型的甜味剂在甜度、味质、稳定性和成本等方面存在明显差异，为达到最佳效果，许多饮料企业会采用复配策略，通过不同甜味剂之间的协同效应达到提高甜度、增加风味、提升稳定性、减少用量并降低成本的目的。当前常见的复配方式有3种：（1）单纯的人工甜味剂复配，成本低廉但口感相对较差；（2）以人工甜味剂为主，辅以少量天然甜味剂；（3）以天然甜味剂为主，并使用其他天然提取物作为辅助添加剂，符合健康食品需求。从我们统计的主流饮料来看，除白砂糖和果葡糖浆等糖外，常用的代糖有三氯蔗糖、安赛蜜、赤藓糖醇、阿斯巴甜等，新兴代糖D-阿洛酮糖逐步在饮品中推广使用。

（二）核心代糖产品分析：三氯蔗糖&阿洛酮糖

1. 三氯蔗糖：人工甜味剂中的“多边形战士”，市场稳步增长

三氯蔗糖口感及甜味特性接近蔗糖。根据洞察化学公众号，三氯蔗糖的分子式为 $C_{12}H_{19}Cl_3O_8$ ，三氯蔗糖由蔗糖的三个羟基被氯原子取代而成，因而其口感和甜味特性与蔗糖非常接近，没有苦味或金属味，也不会掩盖原有食物的风味，三氯蔗糖的口感较安赛蜜、甜蜜素等人工甜味剂更为纯正。三氯蔗糖出色的口感特性决定了其较好的应用前景。三氯蔗糖的甜度是蔗糖的600倍，由于其分子结构的改变，人体无法将三氯蔗糖分解或吸收，因此不会产生能量或影响血糖水平。

图 3：三氯蔗糖与蔗糖的分子结构相似



数据来源：洞察化学公众号，广发证券发展研究中心

三氯蔗糖拥有较强的稳定性和性价比，安全性较好。代糖能否广泛应用，除口感外，很大程度上取决于稳定性、性价比及安全性，我们认为，三氯蔗糖具备优势：

（1）**稳定性**：根据洞察化学公众号，三氯蔗糖具有很高的稳定性，可以耐受酸碱和高温的环境，适合用于各种食品和饮料的加工和保存，如果汁、冰淇淋、果酱、口香糖等。相较而言，阿斯巴甜热稳定性差，易分解。

（2）**性价比**：从甜价比（单位价格下实现相对于蔗糖的甜度倍数）角度看，人工甜味剂的甜价比显著高于蔗糖，其中，纽甜、糖精钠、三氯蔗糖、安赛蜜的甜价比相对较高，但由于纽甜的相对甜度过高，在食品中允许添加的限量较低，少许单独使用

时称量不方便，中小企业不好控制用量，应用相对局限。

(3) 安全性：相较而言，三氯蔗糖的安全性高，糖精钠和甜蜜素由于过去在动物实验中表明有致癌风险，全球使用量受到影响，此外苯丙酮尿症者不宜食用阿斯巴甜。

表 3：蔗糖及人工甜味剂的稳定性、甜价比以及安全性对比

名称	稳定性	相对甜度	成本价格/ (元/kg)	甜价比	安全性	毒理性研究
蔗糖	稳定	1.0	5.3-5.5	0.2	高	-
糖精钠	低	300-500	41-43	7.0-12.2	低	1970 年发现可导致动物膀胱癌，1997 年加拿大研究表明会导致雄性大鼠膀胱癌，2000 年，美国 NTP 将其从致癌物质名单中剔除，并签署总统令，规定使用不再需要警示标注。2015 年，中国国标要求饮料中不允许添加糖精钠
甜蜜素	相对稳定	30-40	11.8	2.5-3.4	中	1969 年美国报道有致癌性，FDA 撤销 GRAS 规定并全面禁用，1984 年 FDA 发表声明称“无证据表明甜蜜素属于致癌物质”，但美至今仍禁用
阿斯巴甜	酸性相对稳定，对碱、热不稳定	180-220	73-75	2.4-3.0	较高	经 16 年安全研究评估，1981 年 FDA 正式批准使用，苯丙酮尿症者不宜食用，使用需要标注
安赛蜜	稳定	200-250	34	5.9-7.4	高	研究表明其安全无毒，无致癌性无致畸变
三氯蔗糖	稳定	400-800	94-95	4.2-8.5	高	研究表明其无致畸性无致突变性无致癌性，安全性高
纽甜	稳定	7000-13000	360-400	17.5-36.1	高	-

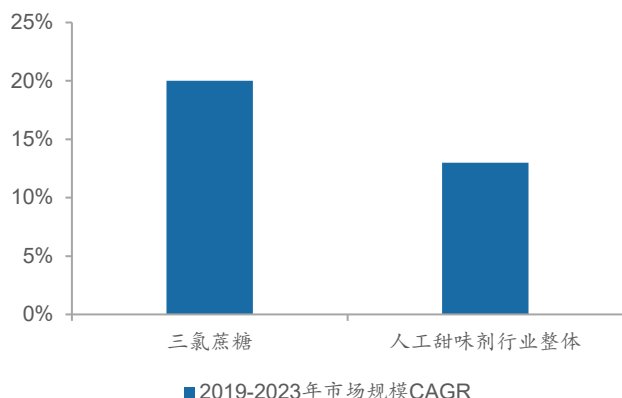
数据来源：FIEU 食品配料联盟，杭州维高，云糖网，中证网，化源网，鄂州政府网，市场监管科普河南公众号，wind，《甜味剂在饮料中的应用研究》张东方，广发证券发展研究中心

*成本价格可能存在波动，价格仅供参考

三氯蔗糖出色的特性使得其成为代糖的“多边形战士”，增速优于行业平均水平。

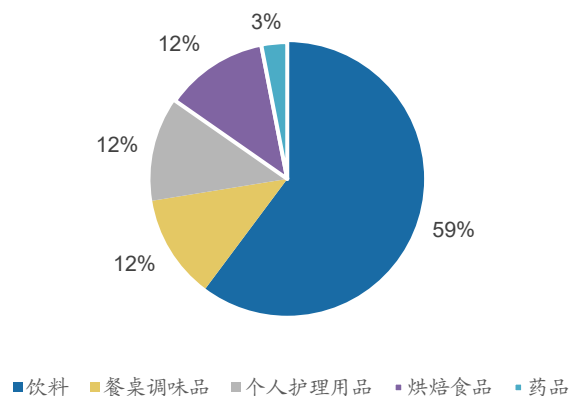
三氯蔗糖基于自身优势，广泛应用于终端消费品的各个领域，根据观研天下，其在饮料领域的应用占比达到59%。三氯蔗糖自产业化落地以来，依托良好的应用前景实现快速增长，2019-2023年中国三氯蔗糖市场规模CAGR约为20%，显著高于同期人工甜味剂行业（12%-14%）整体的增速水平，并预计2025-2030年，中国三氯蔗糖市场CAGR将保持在8.8%-12.3%左右。

图 4：近年来三氯蔗糖市场增速快于行业整体水平



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

图 5：三氯蔗糖广泛应用于各种领域



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

三氯蔗糖产能集中，因环保因素进入门槛高，呈现一超多强格局。根据观研天下，全球三氯蔗糖的名义产能超过3万吨，其中约90%来自中国。2021年生态环境部发布《环境保护综合名录（2021 年版）》，将三氯蔗糖列入“高污染”产品名录。受环保等因素制约，三氯蔗糖新建和扩大产能受到严格的监管和限制，准入壁垒高。同时三氯蔗糖生产过程中涉及大量化工环节，对环保和技术要求极高，也需要投入大量资金用于环保设施的建设和升级，从而形成了较高的资金壁垒和技术壁垒。全球生产企业主要包括金禾实业、康宝生化、科宏生物等公司。

表 4：三氯蔗糖主要厂家

核心厂家	公司特点
金禾实业	全球龙头。 全球领先的三氯蔗糖生产商，服务于可口可乐、百事可乐等食品饮料巨头。2026 年获批三氯蔗糖新饲料添加剂资质，享有 5 年法定监测保护期，巩固了独家经营优势。
康宝生化	优质生产企业。 2012 年成立的中国优质三氯蔗糖生产企业。
科宏生物	头部企业之一。 2003 年成立，全球最大的三氯蔗糖研发制造商之一，持续开发具备科技含量和价值的高倍甜味剂。
泰莱（Tate & Lyle, UK）	行业标准制定者。 三氯蔗糖的开创者，SPLENDA®品牌的原料供应商，高端市场和专利布局有影响力。

数据来源：金禾实业官网，金禾实业公众号，康宝生化官网，科宏生物官网，泰莱公众号，广发证券发展研究中心

2. 阿洛酮糖：天然甜味剂中的冉冉新星，海外需求正盛

阿洛酮糖作为天然代糖的特性优势突出。阿洛酮糖是在自然界中天然存在但含量极少的一种稀有单糖，是D-果糖的C-3差向异构体。其甜度为蔗糖的70%，但其热量却远低于蔗糖，对于肥胖以及糖尿病患者是一种理想的蔗糖代替物。具体而言，阿洛酮糖的优势如下。

（1）热稳定性：D-阿洛酮糖的热稳定性可达180℃，传统代糖在120℃以上就容易发生褐变，耐高温、耐酸，能够与蛋白质或氨基酸发生美拉德反应的特点使其适用于

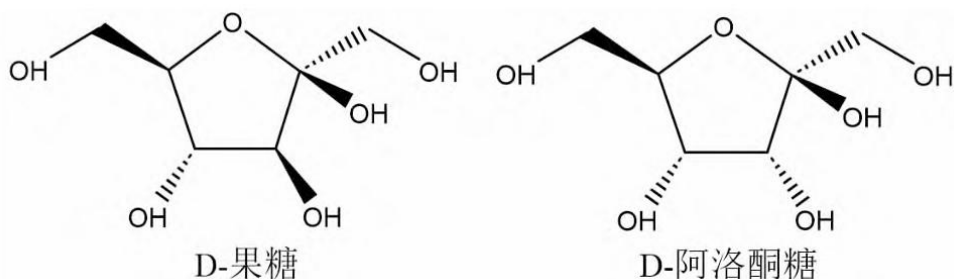
调味包、烘焙糕点等高温处理食品，可改善食品风味、色泽和口感。

(2) 口感优势: 相较于甜菊糖苷和罗汉果甜苷在口感上会呈现一定苦味，阿洛酮糖口感柔和细致，甜味温和细致，和蔗糖相似，食用期间与之后都没有不良口感。

(3) 安全性: D-阿洛酮糖尚未出现明确的安全性争议，其在国外多个国家被合规使用也能证明安全性。

(4) 使用量: D-阿洛酮糖在中国以新食品原料获批，不同于赤藓糖醇等食品添加剂，新食品原料仅有每日推荐食用量，并没有使用量的强制限制范围，可以更加广泛地使用在各个场景。

图 6: D-阿洛酮糖与果糖的分子结构相似



数据来源:《D-阿洛酮糖的安全性 生理功能及其在食品中的应用》杨雨婷等, 广发证券发展研究中心

D-阿洛酮糖2025年获批为新食品原料，国内市场有望拓开。2011年美国食品药品监督管理局批准D-阿洛酮糖作为食品添加剂，允许在各类食品中使用，2019年进一步明确规定D-阿洛酮糖不纳入食品标签中的“总糖”和“添加糖”范畴；去年10月修订澳新食品法典标准后，澳大利亚正式批准D-阿洛酮糖作为新型食品在部分食品中使用，并设定了添加量范围，此外，日本、韩国、加拿大等国也已经批准D-阿洛酮糖用于食品领域。阿洛酮糖在全球已广泛应用于饮料、乳制品、糖果、烘焙、功能性食品等多个领域，成为推动食品行业“减糖”创新的重要原料之一。2025年7月2日，中国卫健委公示D-阿洛酮糖纳入新食品原料，标志着D-阿洛酮糖可以在国内的普通食品中使用，有望逐步拓宽市场。

阿洛酮糖吨价较高，国内起步预计较慢，海外持续扩张。根据中大恒源数据，阿洛酮糖此前国际价格一度高达4-4.8万元/吨，随着国内生产企业陆续布局，当前价格已回落至2-2.4万元/吨左右。但相比之下，与阿洛酮糖甜度相近的赤藓糖醇价格约为1万元/吨。在国内而言，阿洛酮糖的价格体系较高，导致目前其应用范围受限，主要应用在价格相对不敏感的高端场景中。而在海外市场，消费者对于阿洛酮糖的认知已较为充分，尤其在美国，因而阿洛酮糖应用场景正不断扩张到烘焙、糖果、酸奶、餐桌代糖等各类领域，正在持续增长。

图 7：海外已广泛使用阿洛酮糖



数据来源：RxSugar 官网，轻食 online 公众号，广发证券发展研究中心

国内产能扩张存在过剩风险，率先抓住海外核心客户的企业保持领先优势。根据 FBIF 食品饮料创新公众号，据统计，若根据各公司产能披露信息顺利推进，预计 2026 年国内阿洛酮糖年产能超 10 万吨，国内产能短期或存在供过于求。根据百龙创园财报，当前中国规模较大的阿洛酮糖企业主要有百龙创园、三元生物、保龄宝、微元合成等，其中，百龙创园是国内最早布局阿洛酮糖产品的企业，2019 年首次实现了阿洛酮糖的量产销售，凭借先发优势与国外客户形成了稳定合作。我们认为，海外阿洛酮糖消费者教育较为成熟，市场持续增长，国内市场还在培育初期，有待持续观察，当前以海外市场为主的阿洛酮糖生产企业有望延续较好增长。

表 5：国内外主要阿洛酮糖生产企业产能情况

企业	2026 年产能统计情况
保龄宝	启动年产 2 万吨阿洛酮糖（二期）扩产项目，预计 2026 年 D-阿洛酮糖年产能将达到约 3 万吨
百龙创园	当前具备 1.5 万吨阿洛酮糖晶体生产能力，泰国大健康工厂计划建设近 2 万吨阿洛酮糖产能
金禾实业	目前已基本完成 9800 吨/年柔性产线的建设，实际产能达到 1 万吨/年
瑞芬生物	新建合成生物产业基地项目，年产赤藓糖醇 25000 吨、阿洛酮糖 5000 吨
三元生物	2025 年将 D-阿洛酮糖产能从 1 万吨扩产至 2 万吨
微元合成	一期智能化厂房已经实现规模化生产，年产能 1 万吨
中大恒源	2022 年，投资 1.6 亿布局智能化 D-阿洛酮糖生产线，年产能超 1 万吨
中粮集团	中粮生化（成都）二期项目包含阿洛酮糖产能，并宣布投资平凉工业园区，包含 1 万吨/年阿洛酮糖项目
泰莱	全球最早实现阿洛酮糖商业化生产企业之一，其技术核心是利用专有的酶，将玉米中的果糖异构化为阿洛酮糖
希杰	其印尼工厂初始产能 5000 吨/年，可以用于生产食品级 D-阿洛酮糖
松谷	D-阿洛酮糖技术的奠基者之一，采用酶法工艺将果糖转化为阿洛酮糖，天然提取 D-阿洛酮糖粉末

数据来源：FBIF 食品饮料创新，云糖网，广发证券发展研究中心

（三）如何看待未来代糖发展空间？

1. 减糖趋势下，供需两端助力代糖发展

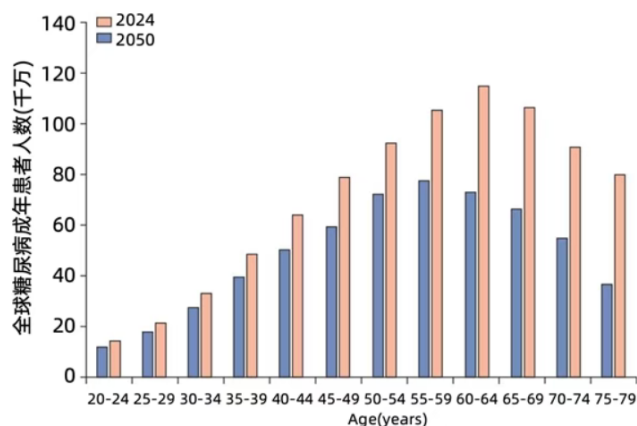
人类生来喜好甜食，是一种自然选择，并产生愉悦。根据人民网，人们天生爱吃甜主要有以下几点原因：（1）甜食可以快速提供能量。在食不果腹的年代，甜食自然是人们的最爱，这是几千年来基因进化的自然选择。（2）从自然因素分析，人们喜食甜食可能是人类从大自然中索取可食用物质的一种记忆积累。（3）甜味是生物进化中最基础的味觉之一。（4）压力成为人们想吃甜食的原因之一。在压力作用下，有一些激素（比如糖皮质激素）会被激活，一些研究表明，压力会刺激机体摄入更多的碳水化合物。正是因为人类对于糖的偏好，在过去，如何让食物更甜而非更健康曾经成为食品巨头一段时间依赖努力的方向。

全球食糖消费量持续上升，不利于人体健康，同时加剧医疗负担。近年来，全球含糖饮料、甜食和含糖乳制品的总体消费量持续增长，根据美国农业部(USDA)数据，2010-2025年，全球食糖消费量年均增幅为0.9%。添加糖摄入过多导致的健康问题在全球范围内日益突出，大量人群队列研究也表明，高糖饮食会增加肥胖、糖尿病、心脑血管等疾病的风险，对消费者的生活质量产生不利影响，并增加社会相关疾病的预防和医疗支出。

减糖消费趋势中，代糖既能满足甜味的获取，又不增加负担，代糖替代蔗糖势在必行。我们认为，代糖市场的持续增长来源于多方面：

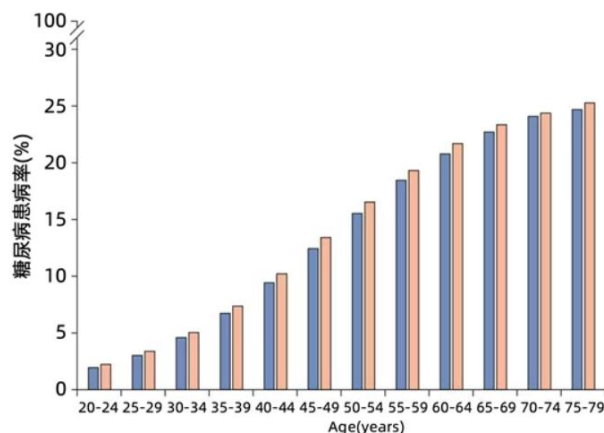
（1）需求端：消费者健康意识提升，自下而上对代糖的需求增加。根据《柳叶刀》发布的《国际糖尿病联盟全球糖尿病地图第11版》，研究估算显示，2024年全球20~79岁成人中，糖尿病患病率为11.11%，糖尿病患者突破5.89亿人，预计2050年全球糖尿病患者人数达到8.53亿人。糖尿病人对不易引起血糖大幅波动的甜味剂存在相对刚性的需求。除特殊健康需求的糖尿病患者外，大众控糖意识增强，根据2023年《中国消费者糖认知状况及控糖行为调查报告》，68%的消费者有控糖意愿，年轻人、体重焦虑人群的控糖意愿更加强烈。随着大众健康意识提升、大量减肥与体重管理人群追求低热量，大众主动减少糖分摄入，推动无糖、低糖食品饮料的需求上升。

图 8：2024-2050E各年龄段糖尿病患者数量



数据来源：医施界公众号，广发证券发展研究中心

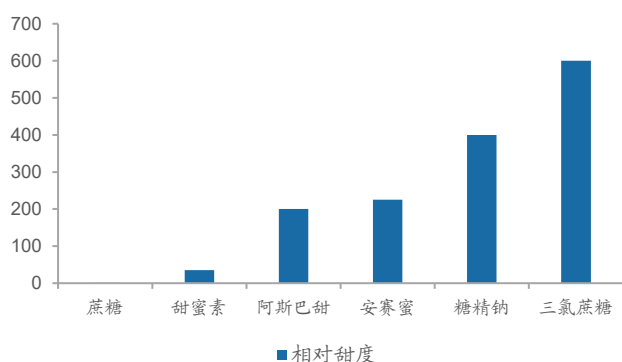
图 9：2024-2050E各年龄段糖尿病患病率



数据来源：医施界公众号，广发证券发展研究中心

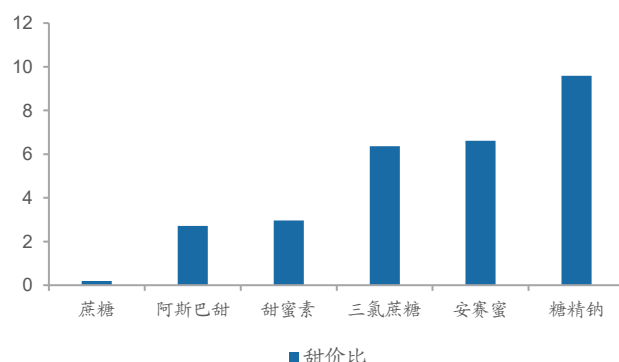
（2）供给端：高倍甜味剂甜价比高，代糖助力实现成本优化。从饮料企业的成本角度，一般而言，高倍甜味剂甜价比（单位价格下实现相对于蔗糖的甜度倍数）高于蔗糖，如常用的安赛蜜/三氯蔗糖，按最近的市价，两者甜价比6.6/6.4（甜度/元），相较于蔗糖的甜价比0.2（甜度/元），代糖具有显著成本优势。以无糖可乐为例，根据营养标签，单罐330ml的有糖可口可乐每百毫升含糖量为10.6克，单罐含糖约35克，如纯用蔗糖则单罐原料成本为0.189元，假设对应所需甜度全部用安赛蜜或三氯蔗糖替代，则单罐的原料成本降至0.005-0.006元，甜味剂的使用成本大幅下降。因此，企业有动力使用高倍甜味剂来实现产品成本优化。

图 10：蔗糖及常见人工甜味剂的相对甜度



数据来源：《甜味剂在饮料中的应用研究》张东方，市场监管科普河南公众号，广发证券发展研究中心

图 11：蔗糖及常见人工甜味剂的甜价比



数据来源：《甜味剂在饮料中的应用研究》张东方，市场监管科普河南公众号，云糖网，杭州维高，中证网，wind，广发证券发展研究中心

*市价可能存在波动，甜价比仅供参考

表 6：单罐330ml可口可乐，如果将蔗糖换为代糖的原料成本对比

	市价（元/吨）	甜度倍数	对应用量（克/罐）	原料成本（元/罐）
蔗糖	5400	1	35	0.189
安赛蜜	34000	225	0.16	0.005
三氯蔗糖	94500	600	0.06	0.006

数据来源：《甜味剂在饮料中的应用研究》张东方，杭州维高，云糖网，wind，广发证券发展研究中心

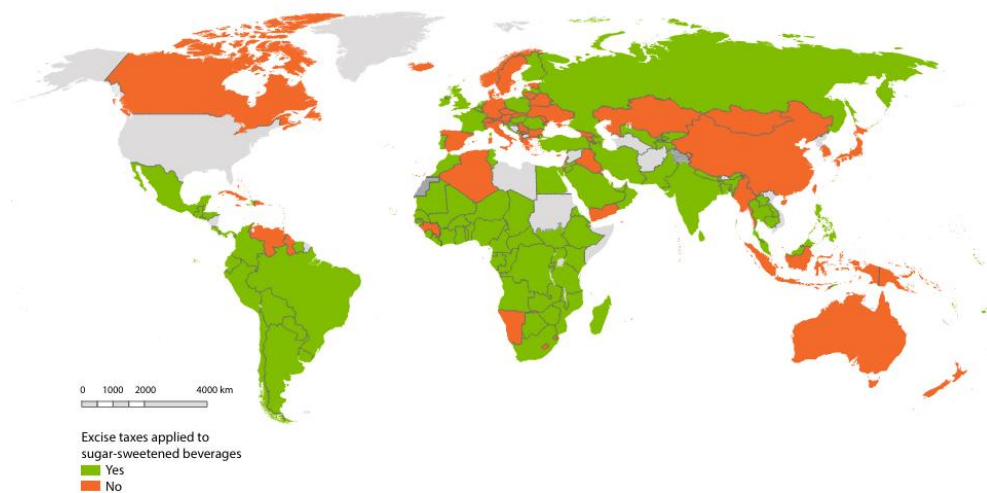
*市价可能存在波动，价格仅供参考

（3）政策端：全球多地执行“糖税”及“健康标签”，自上而下推动代糖替代蔗糖。根据世卫组织《2025年全球含糖饮料税使用报告》，截至2024年7月，超过116个国家已经在国家层面对含糖饮料征税。这一全球性潮流背后，是各国对含糖饮料与肥胖症、糖尿病等慢性疾病之间因果关系的共识日益明确。2022年，新加坡开始全面实施含糖饮料分级制Nutri-Grade，用类似“红绿灯”的标识，根据饮料中糖和饱和脂肪的含量，把饮料分成A、B、C、D等级，A和B级别对应相对健康，鼓励消费者选择；而C和D级则被建议限制选择。“糖税”及“健康标签”迫使饮料品牌推出更健康的产品，将配方中的蔗糖改为代糖，助推代糖需求提升。

2. 糖税及营养标识对促进代糖消费是否产生作用？

世卫组织持续建议对含糖饮料征税，中国尚未推出“糖税”政策。2016年，世卫组织在针对非传染性疾病的政策建议中增加了含糖饮料税，并将其确定为解决儿童肥胖问题的若干优先性政策措施之一。根据世界卫生组织公众号，2024年，世卫组织推出财政新指南，强烈建议实施对含糖饮料（SSBs）征税的政策；2025年7月，世卫组织发起“3by35”全球倡议，呼吁各国提高和重新设计针对烟草、酒精饮料和含糖饮料的税率，目标是到2035年将这三类产品的实际价格至少提高50%。到目前为止，中国为少数尚未推出“糖税”的国家。

图 12：截至2024年7月，国家层面是否对含糖饮料征税的情况一览



数据来源：世界卫生组织，广发证券发展研究中心

*绿色表示已征税，橙色表示未征税，浅灰色表示无法获得数据，深灰色表示不适用

从国际实践来看，含糖饮料税被证明在减少含糖饮料消费具有一定效果，并一定程度提升代糖饮料消费。根据中国税网，墨西哥在2014年征收含糖饮料税，第一年全国居民含糖饮料消费量下降5.5%，第二年下降9.7%。在英国，含糖饮料税采用分级征税机制，让糖含量与税率直接挂钩，成功倒逼企业调整配方、减少糖添加。在挪威，含糖饮料税征收标准提升，人造甜味剂饮料税征收持续减少，挪威已经成为欧洲范围内肥胖率最低的国家之一。在匈牙利，含糖饮料税促使40%的制造商通过减少或去除糖和其他成分来重新调配产品。在美国伯克利市，含糖饮料税使征收后前4月低收入地区含糖饮料销售额下降了21%，无糖饮料消费替代效应显著。

表 7：各国对含糖饮料征税后的效果统计

国家	对含糖饮料征税的最终效果
墨西哥	2014 年对含糖饮料征收 1.64 比索/升的税费，第一年全国居民含糖饮料消费量下降 5.5%，第二年下降 9.7%。
南非	2018 年启动“健康促进税”，将部分税收用于资助健康教育与营养干预项目。
英国	2018 年对软饮料行业征税，采用分级征税机制，让糖含量与税率直接挂钩，成功倒逼企业调整配方、减少糖添加； 2015-2019 年每 100ml 需征税的饮料的总糖含量下降了 43.7%，含糖饮料总销量下降 35.4%。
挪威	2018 年，挪威对非酒精饮料的税收提高了 42%至 4.75 克朗/升，其中，人造甜味剂饮料减半征收为 1.70 克朗/升，并在 2021 年将人造甜味剂饮料税率减少至 0.91 克朗/升，经过数年努力，如今的挪威已经成为欧洲范围内肥胖率最低的国家之一。
匈牙利	2011 年 9 月匈牙利征收公共卫生产品（含糖饮料、能量饮料等）税，对含糖量超过 8g/100ml 的饮料每升征收 7 匈牙利福林，对糖浆或浓缩糖浆每升征收 200 匈牙利福林，这促使 40%的制造商通过减少或去除糖和其他成分来重新调配产品。
美国伯克利市	2015 年美国伯克利市征收了最高税率（25%），致使前 4 月低收入地区含糖饮料销售额下降了 21%。

数据来源：中国税网，中国食品报融媒体，福田科技，《我国“糖税”法则设计研究》周郡茹，《世界部分国家“高糖、高油、高盐”食品征税及效果分析》黄秋敏等，广发证券发展研究中心

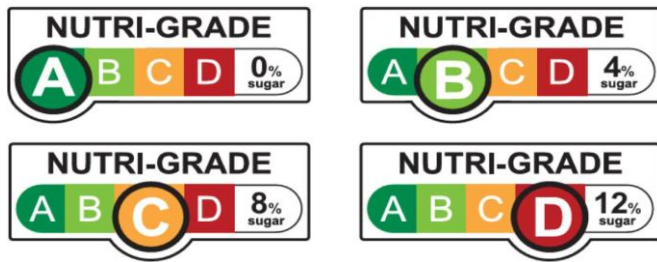
新加坡实施Nutri-Grade饮料分级制度，大幅降低饮料平均含糖量，助力代糖行业发展。新加坡的饮料分级是从2022年12月30日开始实施的，它将新加坡零售市场上的预包装饮料根据含糖量和饱和脂肪量的高低分为A、B、C、D四个级别。其中A、B两个级别的饮料中含糖量和饱和脂肪量相对较低，C、D级别的饮料中含糖量和饱和脂肪量相对较高，此外该标准还关心饮料是否使用非糖替代品，例如，0糖宣传但使用了代糖的元气森林获得了B级评定，东方树叶这类无糖茶获得了A级评定。根据新加坡卫生部的声明，总体而言，预包装饮料的平均含糖量从2017年的7.1%降至2023年9月的4.6%，同时，截至2023年9月，购买的饮料中有69%被评为“A”级或“B”级，高于2017年的37%。这表明Nutri-Grade标识推动了品牌商转向推出无糖、低糖的饮料，市场上预计出现越来越多的代糖饮料。此外，Nutri-Score标签系统于2017年在美国首次施行，目前也成为欧盟地区使用较为普遍的营养评级标签。

表 8：新加坡Nutri-Grade的饮料分级标准

	A	B	C	D
含糖量（克/100 毫升）	≤1	>1 至 5	>5 至 10	>10
饱和脂肪含量（克/100 毫升）	≤0.7	>0.7 至 1.2	>1.2 至 2.8	>2.8
使用非糖替代品	不得含有任何非糖替代品	可含有允许使用的非糖替代品		

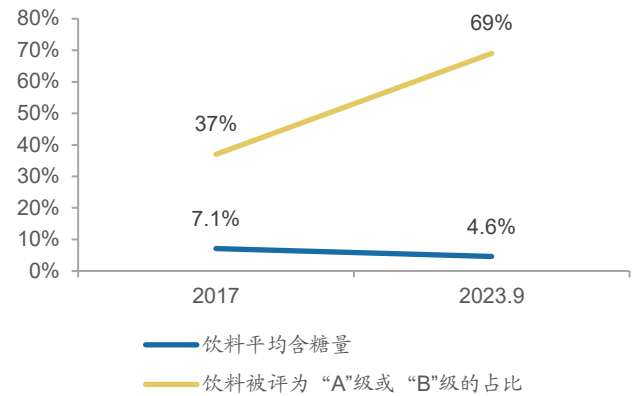
数据来源：FBIF 食品饮料创新公众号，广发证券发展研究中心

图 13: 新加坡Nutri-Grade饮料分级标识



数据来源: FBIF 食品饮料创新公众号, 广发证券发展研究中心

图 14: 新加坡Nutri-Grade标识产生的效果



数据来源: foodnavigator-asia, 广发证券发展研究中心

上海试行“营养选择”标识, 饮料企业迎合推出健康化产品。2024年3月, 上海市开始试行的“营养选择”标识是国内首次由官方机构推出的评价型FOP(Front-of-Pack), 该标识根据饮品中的非乳源性糖、饱和脂肪、反式脂肪、非糖甜味剂含量将其分为A、B、C、D四个等级, 类似于新加坡的Nutri-Grade分级标识。根据中国消费者报, 奈雪已在上海门店及点单小程序全面推行“营养选择”标识, 绝大部分现制茶饮及RTD产品等级为A、B级, 推荐级别较高, 健康属性明显, 部分商超反馈自从分级之后奈雪瓶装茶卖的更好了。我们认为, “营养标识”对消费者选购时的直接观感影响较大, A级和B级标识带来的正向影响有助于推动饮料企业的健康化转型。

图 15: 上海“营养选择”标识饮料分级原则



数据来源: 上海疾控, 广发证券发展研究中心

图 16: 奈雪等饮料企业参与“营养标识”试点



数据来源: 中国新闻周刊, 广发证券发展研究中心

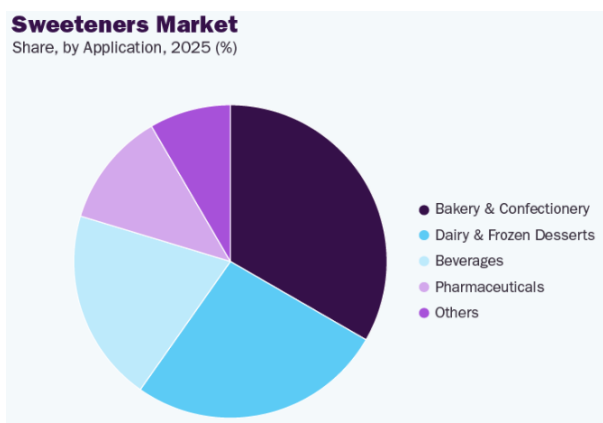
3. 中长期来看, 全球代糖市场具有较大提升空间

代糖的应用主要集中在四大场景。根据Grand View Research, 2025年全球甜味剂的应用场景主要在烘焙、乳品&冷冻甜食、饮料、医药等方向, 其中代糖在烘焙及糖果的应用场景占比33%, 主要得益于消费者对蛋糕、饼干、巧克力和糖果等产品口味、质地以及保质期的提升需求。代糖在乳品及冷冻甜食的应用场景占比约30%, 在饮料中的应用场景占比约为20%~30%。此外, 医药行业也呈现代糖的应用扩张的趋势, 主要得益于甜味剂在糖浆、咀嚼片、锭剂和儿科药物消费量的增长。

代糖行业的增长逻辑主要来自于对蔗糖的替代。根据前述分析, 食品饮料中甜味剂

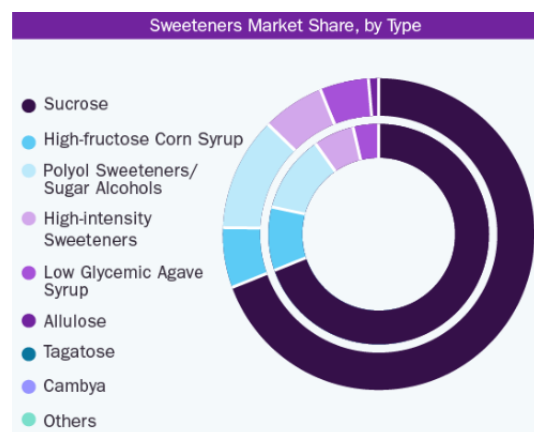
的添加主要以复配为主，虽然代糖产品持续不断在迭代，但新代糖并非完全取代旧代糖，而是满足更多的应用场景，逐步替代部分蔗糖和果葡糖浆等糖的市场份额，如2025年获批新食品原料的D-阿洛酮糖，其具有良好的美拉德反应，拓宽了烘焙的应用场景。根据Grand View Research，2025年蔗糖市场份额占整个甜味剂市场的一半以上，果葡糖浆以及糖醇类的甜味剂占比其次，人工合成甜味剂以及天然甜味剂仅占较小比重。我们认为，随着消费者对于健康意识的提升，以及代糖产品的不断丰富，代糖在各个消费场景上呈现逐步替代蔗糖的趋势。

图 17：全球甜味剂的主要应用场景



数据来源：Grand View Research，广发证券发展研究中心

图 18：2025-2026年主要甜味剂的市场份额变化



数据来源：Grand View Research，广发证券发展研究中心

*内圈为 2025 年，外圈为 2026 年预测情况

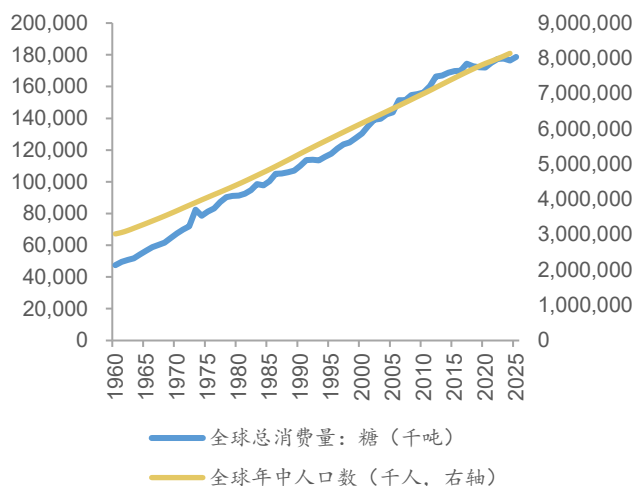
基于代糖逐步替代蔗糖的逻辑，我们对代糖行业替代空间进行了测算。

（1）从代糖渗透率水平看空间：

参考新加坡，全球代糖市场渗透率存在翻倍空间。根据美国农业部的数据，2025年全球糖的总消费量为1.79亿吨，我们发现近年来全球糖消费量趋于平稳，部分年份有所下滑，我们认为这与代糖替代存在一定相关性。基于新加坡卫生部的声明，在Nutri-Grade饮料分级制度下，2017年“A”级或“B”级数量占比仅为37%，2023年数量占比已跃升至69%。假设2017年纯无糖饮料（未加代糖）和代糖饮料各占比一半，则2017年代糖饮料在新加坡饮料中的渗透率约为18%，基于2023年“A”级或“B”级数量占比达到69%，由于Nutri-Grade饮料分级制度促使更多饮料推出代糖版，合理推断2023年代糖饮料渗透率提升至35%以上。

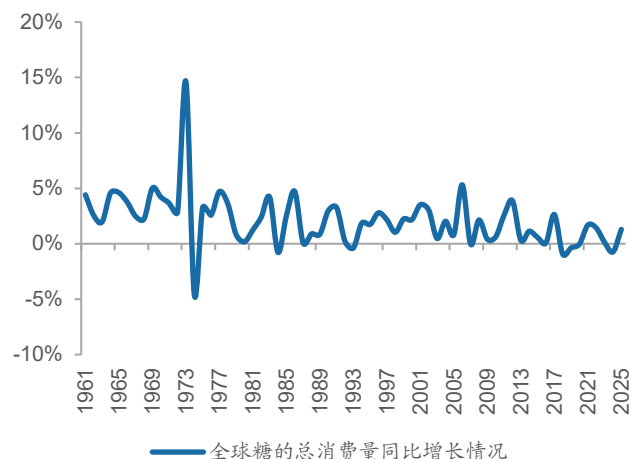
新加坡由于健康意识较高且政府政策推出较早，我们认为可以将新加坡的代糖市场情况作为中长期全球代糖行业发展的参考系。考虑到全球各国健康意识和发展阶段不一样，我们预计当前全球代糖渗透率在10%~20%的水平，参考新加坡，我们认为，在消费者健康意识提升及相应减糖少糖的政策助力情况下，中长期全球代糖渗透率有望达到35%以上的水平，渗透率预计存在翻倍空间。

图 19: 全球糖的总消费量与全球总人口数的关系



数据来源：wind，美国农业部，世界银行，广发证券发展研究中心

图 20: 全球糖的总消费量近年来趋于平稳



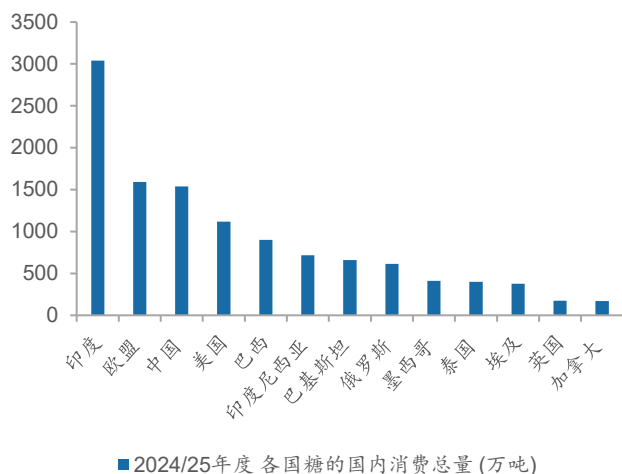
数据来源：wind，美国农业部，广发证券发展研究中心

（2）从糖的人均消费量角度看代糖替代空间：

主要国家/地区糖总消费量及人均消费量：根据美国农业部数据，2024/25年本国糖（离心糖 Centrifugal Sugar）消费量排名全球前五大的国家/地区分别为印度、欧盟、中国、美国和巴西，结合联合国人口司（UNPD）对各国人口数据的统计预测，我们列出了全球主要国家/地区糖的人均消费量情况，其中泰国、俄罗斯、巴西、加拿大、欧盟分列前五位，2024/25年人均糖消费量分别达到153/116/116/111/97 g/日，作为糖消费量大的美国人均糖消费量为89 g/日。由于泰国作为主要产糖地，部分蔗糖在本地加工为终端成品用于出口，预计泰国的实际人均糖消费量应比统计量（153g/日）要低一些。

主要糖消费大国的人均糖摄入量严重超标，全球人均糖消费量有较大替代空间。根据世界卫生组织建议，每日糖分摄入量控制在总摄入量的10%以下（大约50g），最好控制在5%（大约25g）。《中国居民膳食指南（2022）》也提出，成年人需要控制添加糖的摄入，每天不超过50g，最好控制在25g以下。基于世卫组织建议，主要国家/地区中，仅中国位于人均糖摄入的最高限制量以下，泰国、俄罗斯、巴西及加拿大等国家超过最高限制量的一倍以上，若按照世卫组织建议量，主要国家/地区的人均糖消费量均显著超标。综合来看，基于美国农业部和世界银行数据，2024年全球人均糖消费量为59.35 g/日，若按照世卫组织建议量25g/日，全球人均糖消费量预计可下降58%，下降的这部分市场有望主要被代糖替代。

图 21：全球主要国家/地区糖（离心糖）消费总量

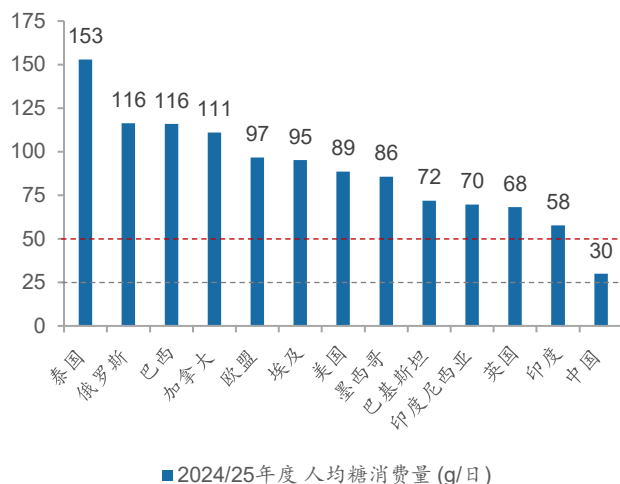


■ 2024/25年度各国糖的国内消费总量 (万吨)

数据来源：美国农业部，广发证券发展研究中心

*离心糖指从甘蔗或甜菜中提取的固体结晶糖，通常指蔗糖

图 22：全球主要国家/地区糖（离心糖）人均消费量



■ 2024/25年度人均糖消费量 (g/日)

数据来源：美国农业部，联合国人口司（UNPD），广发证券发展研究中心

*离心糖指从甘蔗或甜菜中提取的固体结晶糖，通常指蔗糖

我们对于甜味剂中的核心产品三氯蔗糖及阿洛酮糖在理想情况下的潜在市场空间进行了测算：

（1）假设代糖逐步替代蔗糖后，全球人均糖消费量回到25g/日，基于2024年全球总人口数81亿人，我们测算出代糖可替代的蔗糖消费量为1.02亿吨。

（2）以甜度贡献为计量方式，由于人工甜味剂多属于高倍甜味剂，从甜度贡献角度来看，人工甜味剂占比应高于天然甜味剂。其中，在人工甜味剂中，三氯蔗糖甜度较高，应用广泛，市场规模最大，预计有较高的甜度贡献比；在天然甜味剂中，阿洛酮糖甜度仅为蔗糖的0.7，远低于赤藓糖醇和甜菊糖苷，预计甜度贡献比较低。

（3）基于三氯蔗糖相对甜度600，阿洛酮糖相对甜度0.7，我们对于三氯蔗糖及阿洛酮糖的潜在新增需求量进行了敏感性分析测算，预计未来二者在消费量上均存在较大增长潜力。

表 9：理想情况下，全球可替代蔗糖的代糖消耗量测算

项目	数值
2024 年人均糖消费量	59.35（克/日）
世卫组织建议量	25（克/日）
可替代的人均糖消费量	34.35（克/日）
2024 年总人口数	81.42（亿人）
可替代蔗糖消费量	10208.00（万吨）

数据来源：美国农业部，世界银行，广发证券发展研究中心

表 10: 理想情况下, 三氯蔗糖潜在新增需求量测算 (万吨)

		三氯蔗糖在人工甜味剂中的甜度贡献占比				
		35%	40%	45%	50%	55%
人工甜味剂甜度贡献占比	60%	3.57	4.08	4.59	5.10	5.61
	65%	3.87	4.42	4.98	5.53	6.08
	70%	4.17	4.76	5.36	5.95	6.55
	75%	4.47	5.10	5.74	6.38	7.02
	80%	4.76	5.44	6.12	6.81	7.49

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 11: 理想情况下, 阿洛酮糖潜在新增需求量测算 (万吨)

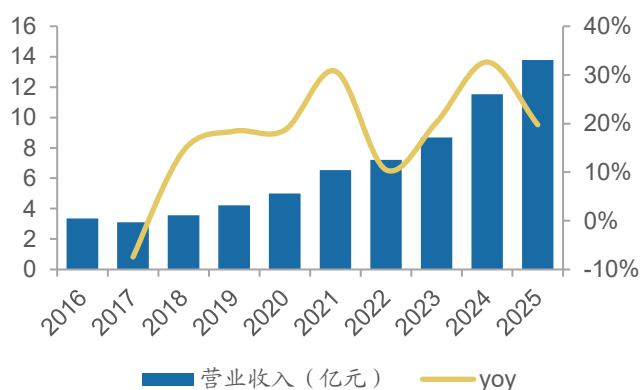
		阿洛酮糖在天然甜味剂中的甜度贡献占比				
		1%	2%	3%	4%	5%
天然甜味剂甜度贡献占比	20%	29.2	58.3	87.5	116.7	145.8
	25%	36.5	72.9	109.4	145.8	182.3
	30%	43.7	87.5	131.2	175.0	218.7
	35%	51.0	102.1	153.1	204.2	255.2
	40%	58.3	116.7	175.0	233.3	291.7

数据来源: 广发证券发展研究中心

4. 相关标的: 百龙创园: 重点布局膳食纤维及阿洛酮糖, 产能释放收入高增

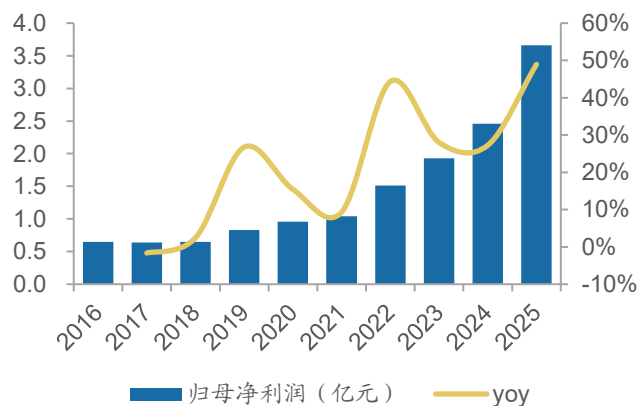
2025收入高增, 产品结构优化带动盈利能力提升。百龙创园以益生元、膳食纤维、健康甜味剂为主要产品, 根据公司2025年业绩快报公告, 2025年公司实现营业总收入13.79亿元, 同比+19.75%, 实现归母净利润3.66亿元, 同比+48.94%。2025年公司收入端实现较高增长, 且盈利能力提升, 主要系: (1) 公司产品结构优化, 膳食纤维系列中高毛利的抗性糊精销售占比进一步提升; (2) 产品成本优化, 公司依托研发技术, 推进生产工艺技术改造, 优化物料成本结构, 降低直接材料成本; (3) 产能利用率提高, 公司年产3万吨可溶性膳食纤维项目和年产1.5万吨结晶糖项目随着公司产品订单需求的增长, 产能利用率实现提升。

图 23: 百龙创园近年来营收及增速情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 百龙创园近年来归母净利润及增速情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

产能持续扩张推动收入增长, 泰国工厂加紧建设中, 聚焦海外市场。自2023年以来, 公司已有多个重要新建产能投产, 产能扩张聚焦于抗性糊精与阿洛酮糖两大市场需求旺盛的核心产品, 带动了公司自2023年以来收入端的快速增长。2023年10月, 公司发布《关于投资建设泰国生产基地的公告》, 2025年7月百龙创园泰国大健康新食品原料智慧工厂项目奠基, 预计将实现年产1.2万吨晶体阿洛酮糖、7000吨液体阿洛酮糖、2万吨抗性糊精和6000吨低聚果糖的生产规模。根据公司《关于投资建设泰国生产基地的公告》, 泰国具备明显的原材料成本优势, 公司在泰国生产还能够降低对美出口的关税水平, 提升公司的国际竞争力, 有望为公司带来收入端与盈利能力的双提升。

表 12: 公司在建产能情况

项目名称	拟投资额 (亿元)	产品	年产能 (吨)	建设进度
泰国大健康新食品原料智慧工厂项目	9.11	晶体阿洛酮糖	12000	在建
		液体阿洛酮糖	7000	
		抗性糊精	20000	
		低聚果糖	6000	
功能糖干燥扩产与综合提升项目	2.12	异麦芽酮糖	11000	在建
		低聚半乳糖	1800	
		乳果糖	200	

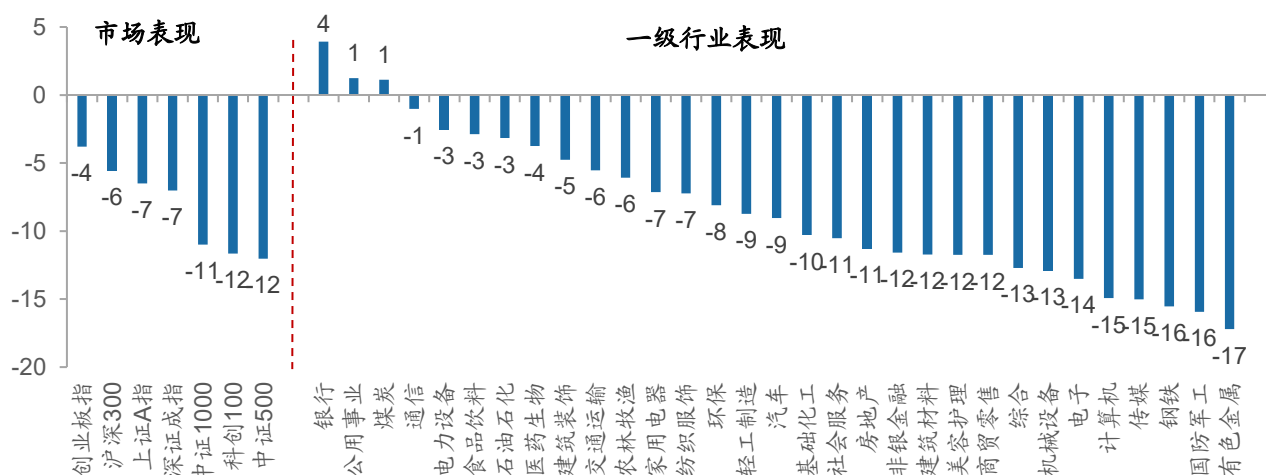
数据来源：公司公告 20231021，公司公告 20240830，百龙创园生物科技公众号，广发证券发展研究中心

二、市场回顾：3月食品饮料板块跑赢大盘 2.6pct

（一）行情回顾：3月板块跑赢大盘，子板块调味发酵品涨幅居前

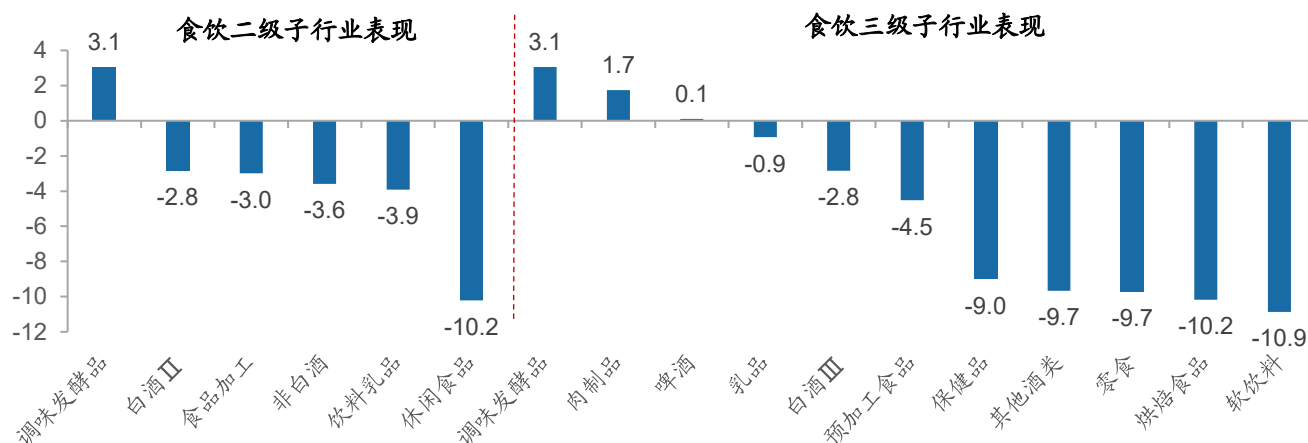
板块整体：2025年3月中万食品饮料板块下跌2.9%，跑赢沪深300指数2.6个百分点，在31个一级行业中排名第6。分子板块来看：3月食品饮料子行业分化，调味发酵品涨幅相对较好，三级子行业中调味发酵品、肉制品、啤酒表现相对较好，软饮料、烘焙食品、零食、其他酒类、保健品回调较多。

图 25: 食品饮料板块3月下跌2.9%，跑赢大盘（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 26：3月食品饮料行业各子板块行情（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

重点公司：3月食品饮料权重股表现分化，海天味业/双汇发展表现相对较好。3月食品饮料板块前20大权重股表现分化，海天味业、双汇发展、重庆啤酒涨幅靠前，其中海天味业上涨14.0%，双汇发展上涨8.1%。3月涨幅居前公司主要在海天味业、三元股份等，跌幅居前公司主要在紫燕食品、岩石股份等。

表 13：3月食品饮料板块Top20权重股股价表现

代码	公司	三级行业	市值（亿元）	区间涨跌幅%
600519.SH	贵州茅台	白酒III	18158	-0.3
000858.SZ	五粮液	白酒III	4009	-0.7
603288.SH	海天味业	调味发酵品III	2399	14.0
600809.SH	山西汾酒	白酒III	1745	-11.2
600887.SH	伊利股份	乳品	1667	1.0
000568.SZ	泸州老窖	白酒III	1541	-5.3
605499.SH	东鹏饮料	软饮料	1159	-15.0
000895.SZ	双汇发展	肉制品	984	8.1
600600.SH	青岛啤酒	啤酒	844	-1.0
002304.SZ	洋河股份	白酒III	764	-4.6
000596.SZ	古井贡酒	白酒III	544	-15.1
603156.SH	养元饮品	软饮料	378	-1.2
000729.SZ	燕京啤酒	啤酒	369	1.4
600298.SH	安琪酵母	调味发酵品III	351	-8.1
603369.SH	今世缘	白酒III	330	-15.2
603345.SH	安井食品	预加工食品	311	-2.8
600132.SH	重庆啤酒	啤酒	274	2.2
603198.SH	迎驾贡酒	白酒III	260	-14.5
002461.SZ	珠江啤酒	啤酒	207	-1.4
300146.SZ	汤臣倍健	保健品	186	-9.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

*市值截至 2026/3/31

表 14：3月食品饮料板块涨跌幅前十公司

3月食品饮料板块涨幅前十公司					3月食品饮料板块跌幅（或涨幅靠后）前十公司				
代码	公司	三级行业	市值 (亿元)	区间涨跌幅%	代码	公司	三级行业	市值 (亿元)	区间涨跌幅%
603288.SH	海天味业	调味发酵品III	2399	14.0	603057.SH	紫燕食品	熟食	101	-26.9
600429.SH	三元股份	乳品	88	11.8	600696.SH	岩石股份	白酒III	5	-23.0
600186.SH	莲花健康	调味发酵品III	127	9.7	300973.SZ	立高食品	烘焙食品	55	-22.9
000895.SZ	双汇发展	肉制品	984	8.1	002726.SZ	龙大美食	肉制品	36	-20.3
002840.SZ	华统股份	肉制品	86	7.9	603697.SH	有友食品	零食	42	-19.8
002329.SZ	皇氏集团	乳品	34	6.8	002570.SZ	贝因美	乳品	55	-18.0
600132.SH	重庆啤酒	啤酒	274	2.2	600238.SH	海南椰岛	其他酒类	21	-17.7
603777.SH	来伊份	零食	44	1.9	600882.SH	妙可蓝多	乳品	94	-17.6
600872.SH	中炬高新	调味发酵品III	148	1.8	603919.SH	金徽酒	白酒III	89	-17.5
600381.SH	青海春天	保健品	18	1.7	000799.SZ	酒鬼酒	白酒III	139	-16.5

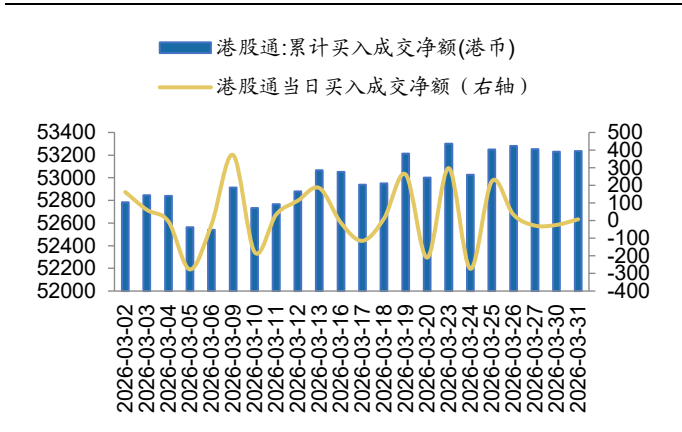
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

*市值截至 2026/3/31

（二）陆港通：3月南向资金净买入 614 亿港元

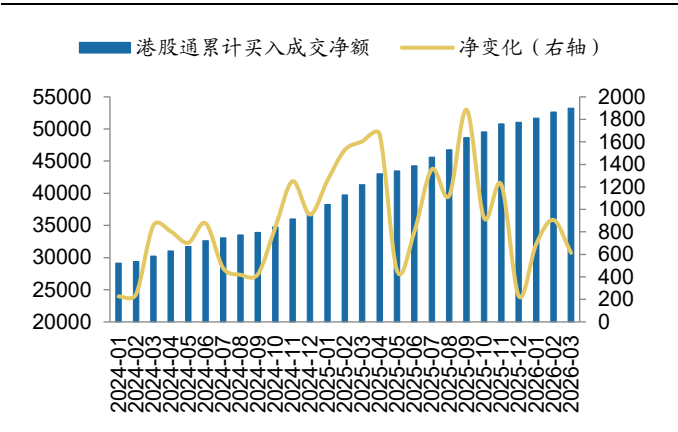
南向资金：3月南向资金买入中粮家佳康等。3月南向资金净买入614亿港元。3月南向资金净买入较多个股为中粮家佳康等；净卖出较多个股为颐海国际、H&H国际控股、锅圈。

图 27：南向资金日度净成交额变化（亿港元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 28：南向资金月度净成交额变化（亿港元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 15：3月港股食品饮料重点公司南向资金持股变化

代码	公司	三级行业（申万）	市值（亿港元）	南向资金持股占比%		
				月末	月初	Δ-%
01610.HK	中粮家佳康	肉制品	58	37.3	36.1	1.18
00506.HK	中国食品	软饮料	104	3.6	3.1	0.46
01117.HK	现代牧业	乳品	112	17.8	17.5	0.28
00322.HK	康师傅控股	软饮料	742	5.4	5.2	0.27
02319.HK	蒙牛乳业	乳品	677	17.4	17.2	0.20
09858.HK	优然牧业	乳品	167	27.4	27.2	0.17

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

06979.HK	珍酒李渡	白酒III	312	8.7	8.6	0.11
00291.HK	华润啤酒	啤酒	843	7.5	7.4	0.11
01876.HK	百威亚太	啤酒	972	1.5	1.4	0.10
09633.HK	农夫山泉	软饮料	5378	3.0	2.9	0.10
00546.HK	阜丰集团	调味发酵品III	171	8.5	8.4	0.08
00142.HK	第一太平	烘焙食品	236	2.8	2.7	0.07
00151.HK	中国旺旺	乳品	556	1.7	1.7	0.06
01458.HK	周黑鸭	熟食	31	7.7	7.6	0.03
01717.HK	澳优	乳品	33	0.7	0.7	0.00
09985.HK	卫龙美味	零食	231	6.9	6.9	-0.01
01115.HK	西藏水资源	软饮料	26	1.2	1.2	-0.01
01432.HK	中国圣牧	乳品	28	0.7	0.7	-0.01
01475.HK	日清食品	烘焙食品	75	0.0	0.1	-0.04
06186.HK	中国飞鹤	乳品	317	15.9	16.0	-0.11
00288.HK	万洲国际	肉制品	1342	5.9	6.1	-0.14
00168.HK	青岛啤酒股份	啤酒	836	46.8	46.9	-0.17
00345.HK	VITASOY INT'L	乳品	65	3.4	3.7	-0.31
02517.HK	锅圈	预加工食品	124	14.2	15.2	-1.01
01112.HK	H&H 国际控股	保健品	79	13.7	14.8	-1.14
01579.HK	颐海国际	调味发酵品III	176	21.5	22.9	-1.42

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

*市值截至 2026/3/31

（三）板块估值：食品饮料绝对/相对估值处于 2010 年以来低位

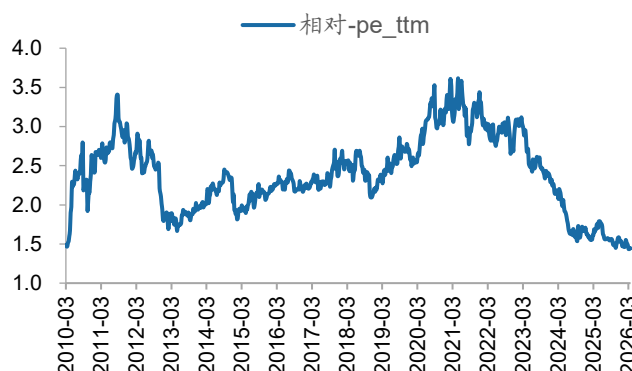
3月食品饮料板块相对和绝对估值均处于历史低位。截止3月27日，申万食品饮料板块PE（ttm）估值为20.09X，处于2010年以来13%分位；PB（lf）估值为3.64X，处于2010年以来8%分位，均低于历史估值中枢。从相对估值来看，截止3月27日，申万食品饮料板块PE/PB估值相对沪深300分别为1.4/2.5，当前PE/PB相对估值分别位于2010年以来0%/10%分位数。

图 29：食品饮料PE估值位于2010年以来13%分位数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30：食品饮料行业相对沪深300 PE估值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 31：食品饮料PB估值位于2010年以来8%分位数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：食品饮料行业相对沪深300 PB估值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、基本面跟踪：茅台批价波动，餐饮链景气度改善

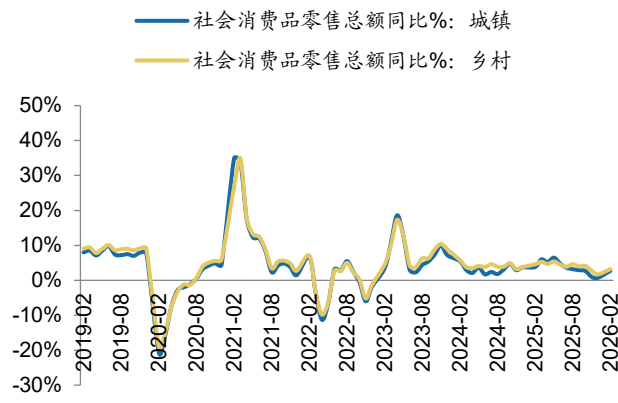
1-2月社零同比+2.8%，较12月+1.9pct。根据国家统计局，2026年1-2月社零整体同比+2.8%，增速较2025年12月提升了1.9pct。除汽车以外的消费品零售总额同比+3.7%。必选消费品中，粮油食品/饮料零售额2026年1-2月同比+10.2%（增速环比+6.3pct）、+6.0%（增速环比+4.3pct），烟酒零售额2026年1-2月同比+19.1%（增速环比+22.0pct）。2025年下半年以来消费者信心指数企稳回升。

图 33：2026年1-2月社零整体同比+2.8%，环比提速



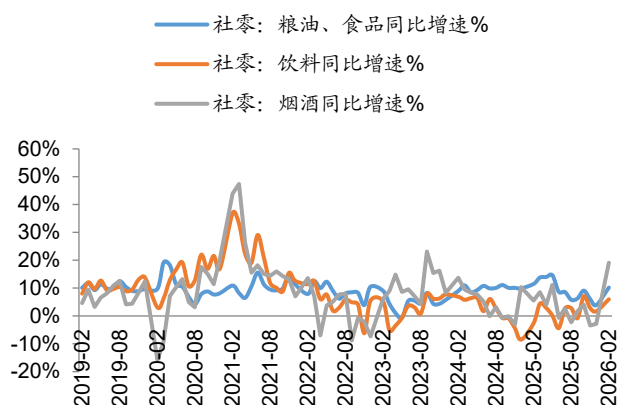
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 34：2026年1-2月城镇及乡村社零环比提速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 35：2026年1-2月烟酒社零分项环比提速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：2025年下半年消费者信心指数逐月企稳回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）白酒：需求分化，茅台批价有所波动

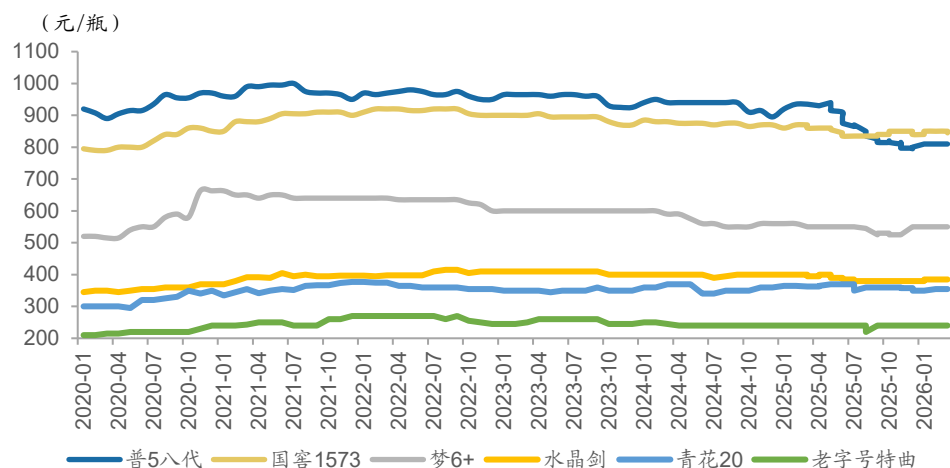
白酒：根据今日酒价公众号，春节旺季后，3月散飞批价呈回落趋势，受3月30日茅台提价影响，3月31日茅台散瓶价格回升至1630元/瓶，整箱价格在1720元/瓶。普五/国窖1573当前批价分别为810、845元/瓶，国窖1573批价环比小幅下降。从调整周期看，本轮飞天茅台价格调整已逼近2011-2015年，即最大跌幅56%，本轮调整期飞天茅台批价的调整幅度已达50%左右（其中散瓶约为48%，整箱约为56%），整体来看2025年对白酒而言是十年一遇的“出清年”，未来三年若人均收入保持3-4%的复合增速，茅台酒销量维持稳定，在供需关系的决定下，飞天茅台批价上涨，白酒行业新周期开启或有其必然性。

图 37：白酒批价跟踪：散瓶飞天茅台价格环比回落（单位：元/瓶）



数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

图 38：白酒批价跟踪：3月高端白酒价格保持平稳（单位：元/瓶）

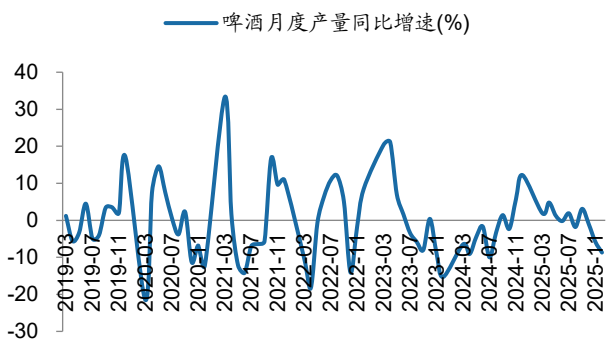


数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

（二）大众品：春节备货错期，餐饮供应链和连锁业态较优

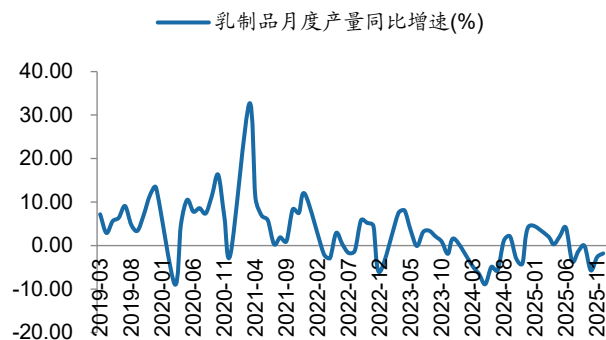
- 1. 啤酒：开门红表现分化，预计燕京领先。**销量方面，1月由于春节错期销量普遍增长，整体1+2月看春节啤酒消费需求预计持平，个股维度，部分啤酒企业如燕京动销领先；结构方面Q1在行业成本红利走弱的情况下结构诉求增强，仍需观察。
- 2. 乳品：春节动销平淡，低温奶好于整体。**从乳制品产量看，12月环比略有改善但整体延续此前趋势即整体景气度仍偏淡。春节常温白奶动销偏弱，高端白奶相对略好；低温奶品牌延续增长态势。
- 3. 饮料：关注头部品牌。**12月饮料行业产量同比+1.1%，2年CAGR视角下增速有所提速；饮料商品零售数据在11月降速后12月仍有降速，2年CAGR视角依然同比承压。建议关注头部品牌表现。
- 4. 餐饮供应链&调味品：春节旺季景气度持续改善。**整体来看，餐饮呈现“总量增长、增速放缓、结构优化”特点，行业呈现弱复苏态势。从餐饮供应链和调味品公司表现看，供给端呈现一定格局优化和价格竞争趋缓的现象，经销商备货开启叠加新品新渠道贡献，整体仍呈现稳中向好的趋势，后续重点关注需求侧弱复苏的趋势和弹性，优先关注安井食品、千禾味业的经营改善机会。
- 5. 零食&连锁&保健品：零食错期高增，量贩开店提速，保健品监管趋严。**1-2月零食动销在备货错期，新品/新渠道加持下动销亮眼，1-2月整体看开门红基本符合预期，部分礼盒超预期。连锁业态多数品牌2026年开店有望加速，且具备同店改善及新店面型调改等积极变化，重点关注改革的持续性。保健品方面，1-2月监管趋严，行业整顿朝着规范化方向发展，关注后续新渠道和新品的拓展节奏。

图 39：12月全国啤酒产量同比-8.7%



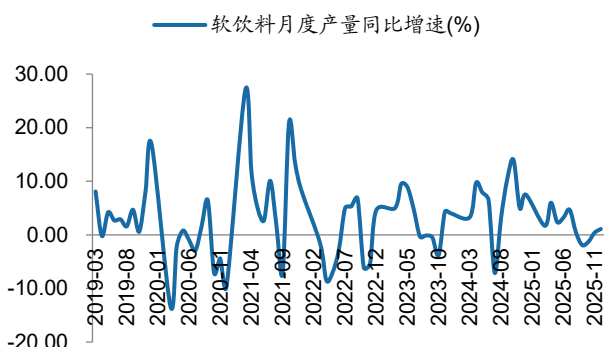
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 40：12月全国乳制品产量同比-1.8%



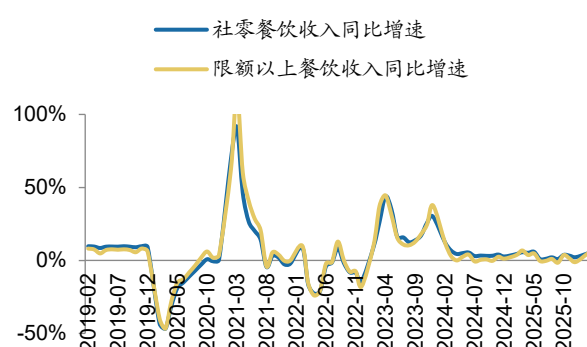
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 41：12月全国软饮料产量同比+1.1%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 42：2026年1-2月社零餐饮分项环比提速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（三）原材料成本跟踪：2-3月结构分化，部分包材、农产品等上行

2-3月部分包材、农产品、油脂等价格上行。（1）**包材**：根据Wind，2月玻璃/瓦楞纸价格同比下滑，3月铝材/瓦楞纸价格同比上行。（2）**农产品**：2-3月主要农产品价格表现分化，根据Wind，2月豆粕/大豆/白砂糖价格同比-13.3%/+7.2%/-11.9%，3月豆粕/白砂糖价格同比-4.3%/-11.0%。（3）**油脂面粉**：2-3月多项油脂原材料延续上行趋势，其中2月菜籽油/大豆油同比+12.5%/+0.5%，棕榈油价格同比下滑10.4%；3月菜籽油/大豆油同比+12.6%/+4.9%，棕榈油价格同比下滑0.6%。（4）**肉禽奶**：根据Wind，2/3月猪肉均价同比-17.1%/-21.4%，2月白羽鸡价格同比回升23.9%，牛肉价格同比回升5.3%。奶类方面，生鲜乳价格下降幅度明显收敛。

图 43：食品饮料行业成本跟踪1：3月部分包材价格同比走高

月度	玻璃	铝	瓦楞纸	豆粕	大豆	白砂糖	进口大麦
2024-01	20.9%	1.0%	-11.1%	-22.4%	-15.3%	14.1%	-31.2%
2024-02	17.4%	-1.5%	-10.0%	-25.2%	-17.2%	11.0%	-31.5%
2024-03	8.5%	2.4%	-9.7%	-14.5%	-14.3%	6.5%	-28.6%
2024-04	-11.7%	6.2%	-11.7%	-19.1%	-10.8%	-2.0%	-26.9%
2024-05	-24.2%	11.5%	-11.2%	-17.3%	-7.0%	-8.5%	-25.6%
2024-06	-17.0%	9.5%	-1.8%	-14.9%	-9.2%	-9.3%	-24.3%
2024-07	-20.3%	6.0%	-0.9%	-27.2%	-13.2%	-9.9%	-25.9%
2024-08	-30.8%	2.4%	-0.9%	-37.3%	-16.0%	-11.5%	-16.3%
2024-09	-41.1%	-0.2%	-6.1%	-34.7%	-15.7%	—	-16.9%
2024-10	-40.4%	7.2%	-9.6%	-29.5%	-16.1%	-13.2%	-14.4%
2024-11	-29.1%	8.4%	-5.9%	-26.6%	-19.3%	-12.3%	-14.3%
2024-12	-30.0%	5.3%	-0.2%	-26.1%	-19.1%	-6.8%	-10.0%
2025-01	-32.2%	4.0%	2.6%	-15.6%	-14.4%	-8.3%	-9.7%
2025-02	-32.2%	7.8%	-0.8%	6.5%	-10.1%	-7.7%	-10.4%
2025-03	-31.0%	6.9%	-6.5%	-0.8%	-8.8%	-7.2%	-10.6%
2025-04	-23.1%	-2.0%	-7.1%	2.5%	-7.2%	-6.8%	-6.9%
2025-05	-23.6%	-3.4%	-5.2%	-11.2%	-6.7%	-5.9%	-4.3%
2025-06	-27.3%	-0.5%	-2.7%	-12.0%	-3.5%	-7.1%	-1.3%
2025-07	-20.1%	4.9%	-4.2%	-7.2%	-2.4%	-6.6%	4.0%
2025-08	-14.0%	7.0%	-1.4%	2.3%	0.3%	-7.9%	4.2%
2025-09	-2.1%	5.3%	5.5%	-2.7%	-0.4%	—	3.6%
2025-10	-1.7%	1.4%	11.8%	-1.5%	3.9%	-11.7%	3.2%
2025-11	-17.9%	3.2%	14.4%	0.6%	7.7%	-8.9%	1.1%
2025-12	-18.2%	8.7%	7.6%	6.8%	9.3%	-11.3%	-0.6%
2026-01	-17.9%	18.9%	-4.7%	3.8%	6.7%	-10.9%	-1.3%
2026-02	-16.7%	12.6%	-3.1%	-13.3%	7.2%	-11.9%	3.4%
2026-03	未更新	16.2%	8.0%	-4.3%	未更新	-11.0%	未更新

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 44：食品饮料行业成本跟踪2：菜籽油、大豆油、白羽鸡、牛肉和多种坚果等价格同比上涨

月度	菜籽油	大豆油	棕榈油	猪肉	白羽鸡	牛肉	生鲜乳	葵花籽	去壳夏威夷果	去壳腰果	未去壳开心果
2024-01	-32.2%	-13.2%	-7.0%	-15.7%	-4.9%	-12.9%	-11.0%	-30.6%	-10.4%	5.0%	76.7%
2024-02	-28.9%	-19.0%	-6.9%	2.1%	-17.3%	-8.9%	-10.8%	-23.8%	-44.3%	4.9%	-8.9%
2024-03	-14.8%	-11.8%	3.4%	-2.0%	-26.0%	-6.3%	-11.3%	-19.6%	-79.8%	-8.6%	59.8%
2024-04	-8.6%	-8.8%	5.4%	5.1%	-24.9%	-8.2%	-12.0%	-14.8%	-15.1%	-2.7%	107.5%
2024-05	3.9%	2.7%	6.0%	7.7%	-19.1%	-14.3%	-12.7%	-5.6%	-11.5%	-16.0%	166.2%
2024-06	-1.7%	3.2%	6.1%	27.2%	-20.1%	-10.9%	-13.6%	8.0%	-16.4%	-8.1%	69.4%
2024-07	-13.6%	-5.8%	1.3%	29.6%	-12.2%	-7.4%	-13.9%	2.6%	19.9%	4.1%	200.7%
2024-08	-16.0%	-12.7%	1.6%	19.9%	-14.5%	-6.7%	-14.9%	-0.6%	16.7%	5.5%	62.0%
2024-09	-4.7%	-8.4%	9.0%	19.5%	-11.1%	3.4%	-15.9%	-2.8%	61.8%	6.3%	30.6%
2024-10	5.4%	-0.6%	26.5%	16.3%	0.0%	-1.1%	-16.0%	1.5%	39.9%	4.4%	106.7%
2024-11	6.9%	-0.7%	34.7%	17.6%	0.4%	3.8%	-15.6%	-2.6%	47.2%	11.9%	38.5%
2024-12	8.2%	-2.4%	41.5%	13.4%	2.3%	0.0%	-15.2%	-1.4%	19.9%	4.9%	32.0%
2025-01	8.7%	-0.3%	33.9%	13.4%	-6.9%	9.9%	-14.6%	-1.7%	21.5%	7.8%	75.8%
2025-02	12.0%	8.6%	34.4%	1.1%	-24.7%	11.6%	-14.0%	-5.5%	74.7%	3.5%	133.2%
2025-03	10.4%	4.2%	18.4%	3.2%	-7.3%	6.6%	-12.9%	-0.8%	—	30.6%	14.3%
2025-04	14.5%	3.4%	11.5%	1.2%	-5.4%	6.9%	-11.1%	-1.7%	7.9%	20.6%	41.6%
2025-05	8.7%	1.0%	8.8%	-0.6%	-4.3%	9.0%	-9.3%	-4.0%	-15.7%	27.9%	42.6%
2025-06	13.4%	2.5%	10.8%	-16.3%	-0.1%	8.7%	-7.7%	-0.8%	12.3%	17.3%	65.9%
2025-07	13.2%	6.3%	11.7%	-16.9%	-12.0%	12.1%	-6.2%	-5.0%	15.3%	23.0%	63.1%
2025-08	21.4%	12.8%	18.5%	-25.0%	-6.9%	14.9%	-5.6%	-2.9%	3.8%	13.5%	95.4%
2025-09	12.7%	6.0%	13.1%	-26.3%	-3.2%	18.4%	-3.4%	1.5%	13.2%	10.5%	14.1%
2025-10	6.7%	0.6%	-0.2%	-27.2%	-6.9%	17.2%	-3.0%	-7.6%	2.7%	4.6%	20.1%
2025-11	8.2%	0.0%	-14.0%	-24.8%	-6.9%	16.0%	-3.1%	-0.9%	6.8%	1.8%	30.7%
2025-12	9.7%	3.6%	-14.9%	-23.3%	-1.5%	13.7%	-2.8%	-0.3%	27.6%	6.5%	11.2%
2026-01	14.4%	5.2%	-9.9%	-18.9%	3.3%	9.8%	-2.8%	1.6%	0.7%	6.0%	21.7%
2026-02	12.5%	0.5%	-10.4%	-17.1%	23.9%	5.3%	-2.3%	10.5%	-47.3%	16.7%	97.7%
2026-03	12.6%	4.9%	-0.6%	-21.4%	未更新	未更新	未更新	未更新	未更新	未更新	未更新

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、投资建议

（1）白酒：板块历经四年调整期，2026 年有望迎来新一轮发展周期。核心推荐：泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、贵州茅台、今世缘、古井贡酒。（2）大众品：2025 年部分赛道已率先企稳，展望2026 年，行业吨价有望温和上涨，看好新品、新渠道带来的个股机会。核心推荐：安井食品、天味食品、燕京啤酒、东鹏饮料、安琪酵母、新乳业、立高食品、盐津铺子、千禾味业、锅圈、万辰集团。

五、风险提示

（一）宏观环境不及预期风险

如果宏观经济复苏不及预期，消费者消费能力将短期承压。另外，高端商务宴请等消费场景也将受到压制，从而影响对高端白酒需求。

（二）消费力恢复不及预期风险

由于行业中部分产品具备可选消费的属性，居民消费能力对需求有显著影响。若CPI下行或持续低位，则影响中档酒板块价格逻辑，从而影响公司收入和利润增长预期。

（三）食品安全风险

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，存在一定的食品安全风险。食品安全对食品饮料公司业绩和估值影响较大。

广发食品饮料研究小组

符 蓉：首席分析师，金融学硕士，8 年证券与基金投研经验。

郝 宇 新：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴 思 颖：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡 慧：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

廖 承 帅：资深分析师，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

殷 卓 龙：资深分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

周 源：高级分析师，理学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

湛 保 罗：高级分析师，金融学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与安井食品(02648)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与海天味业(03288)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。