仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业深度

10 月食品添加剂和甜味剂月报：景气修复仍集中于少数品种

化学原料

维持 强于大市

杨晖

yanghui1@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

申起昊

shenqihao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030008

发布日期： 2026 年 10 月 21 日

核心观点

行业结构性修复，配方升级与饲料精细化支撑长期需求

9 月 VD3 月内均价上涨 25.39%，麦芽酚价格修复，安赛蜜开工回升并去库；三氯蔗糖库存略增，维生素整体指数仍回落。生猪养殖持续亏损，上游饲料添加剂需求承压。整体看行业具备结构性景气修复机会，优势企业盈利有望逐步改善。减糖趋势、风味升级与饲料精细化有望持续拉动需求，支撑行业中长期发展。

VD3 与麦芽酚修复，养殖亏损制约普涨

减糖趋势深化，应用需求拓展

中长期看，减糖与健康消费有望持续拉动行业需求。低糖、无糖食品的应用场景不断拓展，有望带动甜味剂和功能性糖醇需求增长。食品风味升级有利于麦芽酚等产品需求释放。营养强化为维生素提供增长空间。饲料精细化及低蛋白日粮推广，则有望提升氨基酸需求。多元应用共同支撑行业长期成长。

9 月麦芽酚涨价与安赛蜜去库

甲基、乙基麦芽酚月内均价环比上涨 4.08%、2.39%；安赛蜜与三氯蔗糖均价持平，同比方向分化。9 月 25 日安赛蜜库存较 8 月 28 日下降 7.36%，三氯蔗糖增加 1.45%。风味添加剂景气有所回升，三氯蔗糖上行仍受库存约束。

9 月 VD3 领涨且行情分化

9 月 1—24 日 VD3、VE 月内均价分别上涨 25.39%、7.46%，12 个重点维生素仍有 7 个均价下降，整体指数下降 6.65%。蛋氨酸均价环比下降 15.35%，近期报价略升；VE 最新价较 8 月底回落，当前修复以单品行情为主，普遍涨价基础仍偏弱。

9 月养殖亏损制约上游需求

自繁自养、外购仔猪 9 月利润均值分别约为-199.53、-99.36 元/头；牧原、温氏上半年猪业务毛利率分别为-4.51%、-9.00%，9 月售价同比均下降约两成。养殖亏损约束补栏和备货，氨基酸配方替代仍有结构性需求，上游盈利或继续分化。

相关行业与标的

食品添加剂及甜味剂行业具备结构性景气修复机会，优势企业盈利有望逐步改善。中长期看，减糖配方、风味升级与饲料精细化有望持续拉动需求。细分方向重点关注维生素、高倍甜味剂及功能性糖醇，优选具备技术、成本和客户优势的企业。相关公司为营养品龙头新和成、三氯蔗糖龙头金禾实业、维生素 D3 一体化龙头花园生物、维生素头部企业浙江医药和天新药业，以及赤藓糖醇弹性标的三元生物、功能性糖醇企业华康股份等。

市场表现



相关研究报告

25.03.26	【中信建投基础化工】:溴素：海外供给扰动，关注价格上行
22.08.25	【中信建投基础化工】化学原料:熔盐储能：传统化工企业有望受益熔盐储能发展，打开盈利增长新区间

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

一、本月重点：配方升级支撑长期需求，景气修复仍有分化.....1
二、本月新闻：食品配料准入推进，新应用仍待放量.....1
2.1 新品受理与许可换版推进.....1
2.2 公司推进新应用，订单周期影响价格传导.....1
三、麦芽酚与 VD3 上涨，蛋氨酸月内均价回落.....2
3.1 甜味剂价格持稳，麦芽酚月内均价上行.....2
3.2 VD3 涨幅突出，维生素价格指数仍回落.....3
3.3 蛋氨酸均价回落，赖氨酸保持稳定.....5
四、安赛蜜开工回升并去库，三氯蔗糖库存略增.....6
五、营养品出口表现分化，国内饲料产量增长.....7
六、生猪养殖亏损延续，月末压力加大.....8
七、相关行业与标的.....11
八、风险提示.....13

仅供内部参考，请勿外传！

一、本月重点：配方升级支撑长期需求，景气修复仍有分化

减糖配方、风味升级与饲料精细化提供长期需求，景气修复有望先在优势品种中展开。高倍甜味剂和香料的合成收率、环保处理及客户认证抬高新增有效供给门槛；饲料配方降本与蛋白原料替代为氨基酸提供需求空间。赤藓糖醇、淀粉糖及部分维生素仍面临扩产消化，行业供给约束存在差异。9 月麦芽酚涨价、安赛蜜去库，技术、成本和客户基础较好的企业有望率先受益，全面上行仍受到新增供给与养殖盈利压力限制。

本月安赛蜜供需表现相对更好，三氯蔗糖仍受库存约束。三氯蔗糖与安赛蜜 9 月 1—25 日月内均价分别为 9.50、6.20 万元/吨，环比持平，同比分别下降 43.51%、上涨 73.49%。安赛蜜开工回升并去库，三氯蔗糖开工下降而库存略增；前者价格韧性较强，后者景气回升仍取决于库存压力缓解。

本月 VD3 领涨，维生素修复仍以少数品种为主。VD3、VE 截至 9 月 24 日的月内均价环比分别上涨 25.39%、7.46%，12 个重点维生素仍有 7 个均价下降，整体价格指数下降 6.65%。蛋氨酸月内均价环比下降 15.35%，最新报价略高于 8 月底，近期修复幅度有限，广泛涨价行情的基础仍偏弱。

9 月生猪养殖亏损延续，上游饲料添加剂需求承压。自繁自养、外购仔猪 5 次有效周度观察利润均值分别为-199.53、-99.36 元/头；8 月维生素出口量同比下降 3.22%，国内饲料产量增长 2.49%。养殖亏损可能压制主动备货，新增供给限制普遍涨价；VD3、麦芽酚及去库较好的安赛蜜有望先行修复，氨基酸配方替代需求仍有支撑，行业景气预计继续分化。

二、本月新闻：食品配料准入推进，新应用仍待放量

2.1 新品受理与许可换版推进

本月功能性配料新品申请增加，长期应用空间继续拓展。国家卫生健康委政务服务平台公布 9 月 11 日食品添加剂新品种受理情况，列示两项 2'-岩藻糖基乳糖申请，受理编号为 2026 年第 0054 号、第 0053 号。当前进展为申请受理，正式应用仍取决于后续审评批准；功能性配料有望逐步丰富食品配方，短期收入贡献仍处于前期导入阶段。（来源：国家卫生健康委）

本月饼干生产许可细则换版发布，终端合规要求进一步细化。市场监管总局 9 月 29 日发布《饼干生产许可审查细则（2026 版）》，公告成文日期为 9 月 9 日，明确自 2027 年 1 月 1 日起施行。标准换版推动终端客户适配，高标准配料供应商有望在质量与合规竞争中受益，短期影响主要体现为客户规范升级。（来源：市场监管总局 2026 年第 29 号公告）

2.2 公司推进新应用，订单周期影响价格传导

本月金禾实业推进新应用，成熟产品仍是经营基础。公司 9 月 17 日交流表示，三氯蔗糖饲料添加剂新领域取得资质进展，市场导入正在推进，未披露实际成交量；酶改甜菊糖苷已稳定投产并产生经济效益，圆柚酮、红没药醇完成产业化转化与市场导入。新品有望拓展长期收入来源，近期盈利仍主要受核心甜味剂和麦芽酚产销影响。（来源：金禾实业公告）

仅供内部参考，请勿外传！

本月新和成披露订单结构，报价修复向盈利传导存在时间差。公司 9 月 3 日交流介绍，蛋氨酸海外客户主要采用季单、月单，国内以月单和现货为主，合资液体蛋氨酸装置运行稳定；上半年香精香料毛利受部分产品降价与原料成本上升影响，山东新项目仍在筹备与内部审批。不同订单周期决定价格兑现节奏，近期报价修复对公司盈利的影响预计分产品逐步体现。（来源：新和成公告）

三、麦芽酚与 VD3 上涨，蛋氨酸月内均价回落

3.1 甜味剂价格持稳，麦芽酚月内均价上行

安赛蜜与麦芽酚去库改善，三氯蔗糖仍受库存约束。上半年金禾食品添加剂收入增长 14.94%，同时推进三氯蔗糖、安赛蜜工艺提效，存量装置仍有增供空间。9 月安赛蜜开工回升、库存较 8 月底下降 7.36%，三氯蔗糖开工下降而库存增加 1.45%，供需表现继续分化。甲乙基麦芽酚均价环比分别上涨 4.08%、2.39%，麦芽酚库存下降 6.92%，去库配合报价修复，安赛蜜与风味添加剂景气相对更强。

糖醇与淀粉糖仍处供给消化阶段，需求扩展尚未带动普遍涨价。上半年保龄宝减糖甜味剂等核心产品销量增长，华康舟山新产线持续释放，液体低毛利产品销售占比提升，供给竞争加大。赤藓糖醇仍承受前期扩产后的存量竞争，9 月均价环比持平；麦芽糖浆、麦芽糊精及果葡糖浆分别下降 2.89%、2.20%、0.79%，山梨醇小幅上涨 0.63%。需求增长与扩产并行，盈利修复仍以成本和产品结构改善为主。

本月甲乙基麦芽酚价格上涨，甜味剂与淀粉糖仍有分化。三氯蔗糖、安赛蜜和赤藓糖醇月内均价环比持平，甲基及乙基麦芽酚分别上涨 4.08%、2.39%；麦芽糖浆和麦芽糊精下降 2.89%、2.20%。同比看，三氯蔗糖均价下降 43.51%，安赛蜜上涨 73.49%。风味添加剂修复较为突出，淀粉糖供需仍偏宽松，板块景气尚未普遍回升。

图表 1：甜味剂与风味添加剂价格

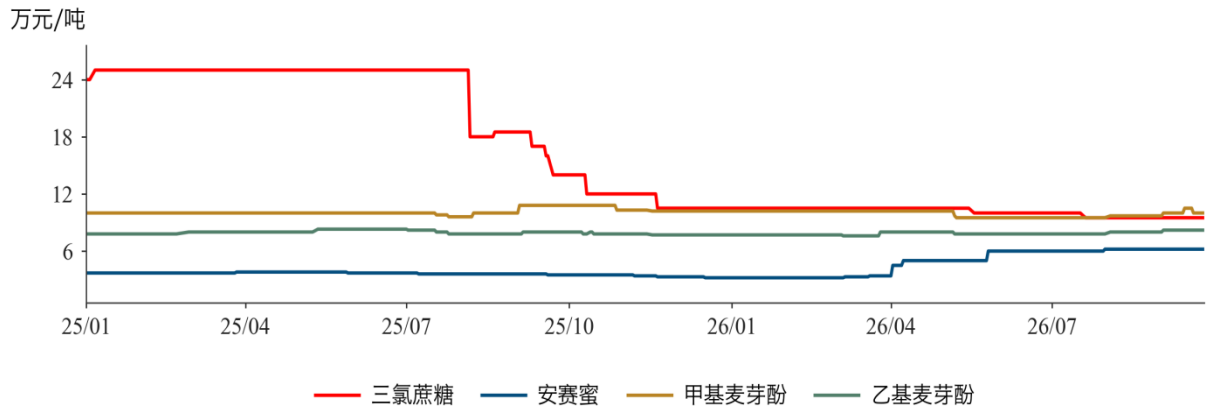
产品	单位	9 月均价	均价环比	均价同比	最新价格
三氯蔗糖	万元/吨	9.50	+0.00%	-43.51%	9.50
安赛蜜	万元/吨	6.20	+0.00%	+73.49%	6.20
甲基麦芽酚	万元/吨	10.10	+4.08%	-5.79%	10.00
乙基麦芽酚	万元/吨	8.19	+2.39%	+2.93%	8.20
赤藓糖醇	万元/吨	1.00	+0.00%	-4.76%	1.00
麦芽糖浆	元/吨	2,566.65	-2.89%	+0.16%	2,448.00
麦芽糊精	元/吨	3,777.96	-2.20%	-0.19%	3,688.00
果葡糖浆	元/吨	2,584.39	-0.79%	+0.12%	2,561.00
山梨醇	元/吨	2,792.48	+0.63%	+5.33%	2,816.00

资料来源：百川盈孚，中信建投证券。注：截至 9 月 25 日；均价同比与去年 9 月 1—25 日有效报价均值比较。

仅供内部参考，请勿外传！

本月麦芽酚景气有所修复，安赛蜜价格韧性强于三氯蔗糖。甲基麦芽酚月内均价 10.10 万元/吨，环比上涨 4.08%、同比下降 5.79%；乙基麦芽酚为 8.19 万元/吨，环比上涨 2.39%、同比上涨 2.93%。三氯蔗糖、安赛蜜均价环比持平，同比则分别下降 43.51%、上涨 73.49%。短期涨价与库存消化有利于麦芽酚盈利修复，甜味剂的上行弹性仍有产品差异。

图表 2：三氯蔗糖 安赛蜜与麦芽酚价格



资料来源：百川盈孚，中信建投证券。

3.2 VD3 涨幅突出，维生素价格指数仍回落

维生素供给增量与需求分化并存，9 月修复仍集中在少数品种。上半年浙江医药 VA、VE 产量提升，亿帆 VB6 项目进入试生产，泛酸钙新产线完成安装，供给释放压力尚存。需求端，年初以来饲料生产温和增长，1—8 月累计产量同比增加 1.71%，8 月维生素出口则同比下降 3.22%。9 月 VD3 均价环比上涨 25.39%，整体价格指数仍下降 6.65%，12 个重点品种中 7 个下跌，扩产与海外销售偏弱限制普遍涨价。

仅供内部参考，请勿外传！

本月 VD3 涨幅突出，维生素整体仍处于分化行情。12 个重点维生素中 4 个月内均价环比上涨、7 个下降、1 个持平；根据博亚和讯数据，VD3 上涨 25.39%，VA、VE 分别上涨 4.36%、7.46%，叶酸下降 21.93%，VK3 下降 15.93%。维生素价格指数月内观察均值 84.25 点，环比下降 6.65%，当前上涨尚未覆盖大多数品种，整体景气略有回升仍偏缓慢。

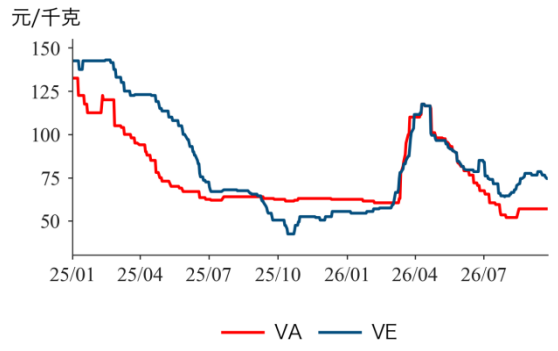
图表 3：重点维生素价格（元/千克，国产）

产品	规格	9 月均价	均价环比	均价同比	最新价	较 8 月底
VA	50 万 IU/g	57.00	+4.36%	-10.24%	57.00	+0.00%
VE	50%	76.63	+7.46%	+28.43%	74.50	-3.87%
VD3	50 万 IU/g	162.24	+25.39%	-28.42%	226.50	+76.26%
VB1	98%	217.37	-7.27%	-8.97%	210.00	-8.70%
VB2	80%	75.00	+0.00%	+1.35%	75.00	+0.00%
VB6	98%	97.84	-3.29%	-22.52%	97.50	-0.51%
VC	99%	19.68	+1.32%	+0.94%	20.00	+5.26%
VK3	MSB96%	76.26	-15.93%	+8.95%	70.00	-22.22%
泛酸钙	98%	37.13	-3.73%	-8.32%	36.50	-2.67%
叶酸	98%	256.05	-21.93%	+3.46%	242.50	-18.49%
肌醇	98%	35.13	-7.20%	+35.12%	31.50	-13.70%
生物素	2%	27.21	-4.52%	-2.82%	27.00	-1.82%

资料来源：博亚和讯、中国饲料工业协会（VK3），中信建投证券。注：截至 9 月 24 日；均价同比与去年 9 月 1—24 日有效报价均值比较。

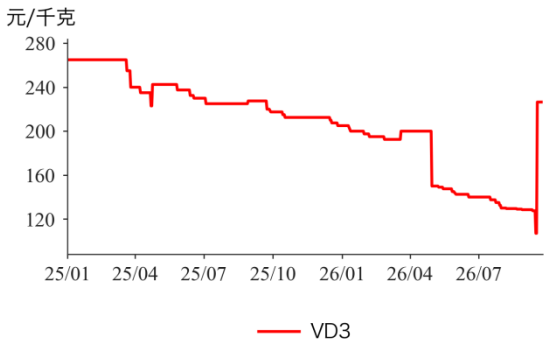
本月 VD3 价格显著上涨，VA 与 VE 修复节奏较弱。VD3 最新价 226.50 元/千克，较 8 月底上涨 76.26%，月内均价同比仍下降 28.42%；VA 月内均价 57.00 元/千克，环比上涨 4.36%，最新价与 8 月底持平。VE 月内均价 76.63 元/千克，环比上涨 7.46%，最新价较 8 月底下降 3.87%。VD3 近期价格弹性最强，VA 和 VE 的涨价持续性仍弱于月内平均表现。

图表 4：VA 与 VE 价格



资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：VA 为 50 万 IU/g、VE 为 50%，国产报价。

图表 5：VD3 价格



资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：VD3 为 50 万 IU/g，国产报价。

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 蛋氨酸均价回落，赖氨酸保持稳定

氨基酸需求有配方替代支撑，新增供给仍压制普遍提价。上半年新和成蛋氨酸量价齐升，宁波液体装置稳定运行；梅花吉林 60 万吨/年赖氨酸项目达产达效，供给竞争加强。养殖企业持续推进低蛋白日粮与豆粕替代，为氨基酸用量提供结构性支撑，但 9 月养殖亏损仍可能压制主动备货。9 月蛋氨酸均价环比下降 15.35%、赖氨酸下降 0.18%，蛋氨酸近期报价小幅回升，全面上行的基础仍偏弱。

本月蛋氨酸均价回落，赖氨酸景气仍偏弱。99%国产蛋氨酸截至 9 月 24 日的月内均价 22.68 元/千克，环比下降 15.35%、同比上涨 3.30%，最新报价较 8 月底上涨 0.43%；70%国产赖氨酸均价 4.29 元/千克，环比下降 0.18%、同比下降 11.12%。蛋氨酸近期小幅回升，赖氨酸仍在低位运行，氨基酸行情预计以弱势分化为主。

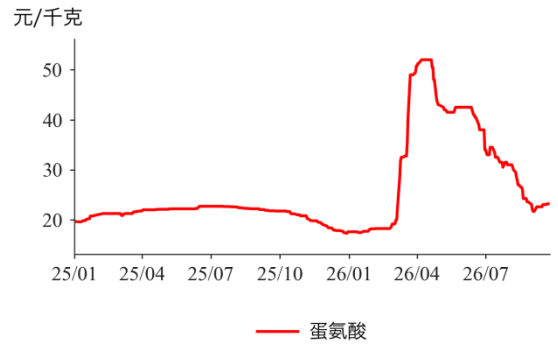
图表 6：重点氨基酸价格（元/千克）

产品	规格	9 月均价	均价环比	均价同比	最新价
蛋氨酸	99% 国产	22.68	-15.35%	+3.30%	23.20
赖氨酸	70% 国产	4.29	-0.18%	-11.12%	4.30

资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：截至 9 月 24 日；均价同比与去年 9 月 1—24 日有效报价均值比较。

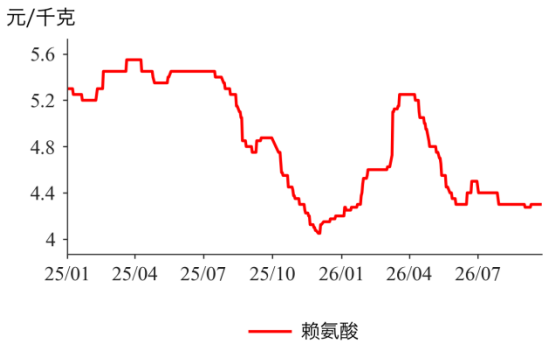
本月蛋氨酸近期报价小幅修复，月内均价仍低于 8 月水平。截至 9 月 24 日，蛋氨酸最新报价 23.20 元/千克，月内均价 22.68 元/千克仍低于 8 月 26.79 元/千克；赖氨酸最新价 4.30 元/千克与 8 月底持平，月内均价 4.29 元/千克也接近 8 月。蛋氨酸已出现局部修复迹象，新增供给与下游盈利压力仍限制氨基酸整体上行空间。

图表 7：蛋氨酸价格



资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：蛋氨酸 99%，国产报价。

图表 8：赖氨酸价格



资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：赖氨酸 70%，国产报价。

仅供内部参考，请勿外传！

四、安赛蜜开工回升并去库，三氯蔗糖库存略增

本月安赛蜜开工回升并去库，供需改善较三氯蔗糖更明显。9 月 25 日，安赛蜜库存 592 吨，较 8 月 28 日下降 7.36%，开工率提高 4.9 个百分点至 45.0%；三氯蔗糖库存 700 吨，增加 1.45%，开工率下降 13.5 个百分点至 64.6%。麦芽酚库存 390 吨，下降 6.92%，乙基麦芽酚开工率提高 2.4 个百分点。安赛蜜与麦芽酚去库有利于景气修复，三氯蔗糖库存消化仍偏慢。

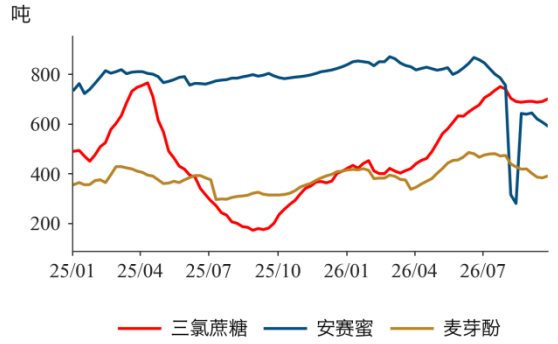
图表 9：甜味剂库存与开工率

品种	最新库存 吨	较 8 月底	最新开工率	较 8 月底
三氯蔗糖	700	+1.45%	64.6%	-13.5 个百分点
安赛蜜	592	-7.36%	45.0%	+4.9 个百分点
麦芽酚	390	-6.92%	65.1%	+2.4 个百分点

资料来源：百川盈孚，中信建投证券。注：9 月 25 日较 8 月 28 日；麦芽酚库存与乙基麦芽酚开工分别统计，赤藓糖醇库存零值未用于判断。

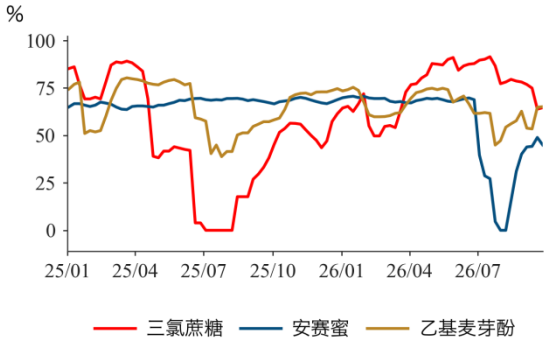
本月安赛蜜与三氯蔗糖库存方向分化，价格上行基础存在差别。9 月 25 日安赛蜜库存较 8 月 28 日减少 47 吨至 592 吨，开工率升至 45.0%；三氯蔗糖库存增加 10 吨至 700 吨，开工率降至 64.6%。安赛蜜在供给恢复的同时去库，供需韧性较强；三氯蔗糖减产尚未带来去库，库存对报价的约束预计仍将延续。

图表 10：工厂库存



资料来源：百川盈孚，中信建投证券。

图表 11：周度开工率



资料来源：百川盈孚，中信建投证券。

仅供内部参考，请勿外传！

五、营养品出口表现分化，国内饲料产量增长

8 月维生素出口回落，甲硫氨酸出口环比回升。维生素出口 3.48 万吨，环比下降 4.10%、同比下降 3.22%。三氯蔗糖出口 1357 吨，环比下降 3.55%；甲硫氨酸出口 2.78 万吨，环比增长 48.19%。

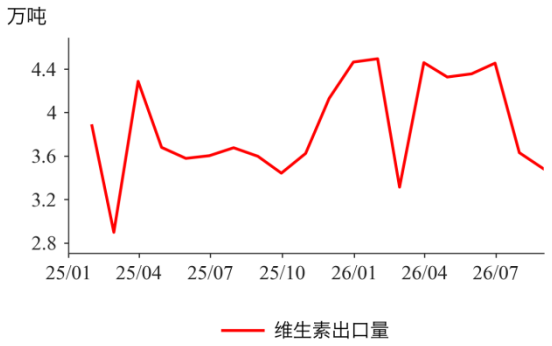
图表 12：重点维生素、甜味剂及蛋氨酸出口（吨）

品种	8 月出口 吨	环比	同比
VA	465	-7.00%	-24.56%
VB1	757	-23.18%	+25.35%
VB2	411	+0.56%	+21.57%
VB6	648	-18.48%	+11.61%
VC	15,914	-1.66%	-0.69%
VE	9,024	-6.17%	-17.40%
三氯蔗糖	1,357	-3.55%	+55.91%
安赛蜜*	1,045	-27.06%	-13.35%
赤藓糖醇*	5,407	+3.48%	+2.51%
甲硫氨酸（固体蛋氨酸）	27,836	+48.19%	+34.21%
液体蛋氨酸*	48,450	-5.11%	-8.11%

*资料来源：海关总署，中信建投证券。注：*为相关税号。液体蛋氨酸以 29309090（其他有机硫化合物）代理，含其他产品。*

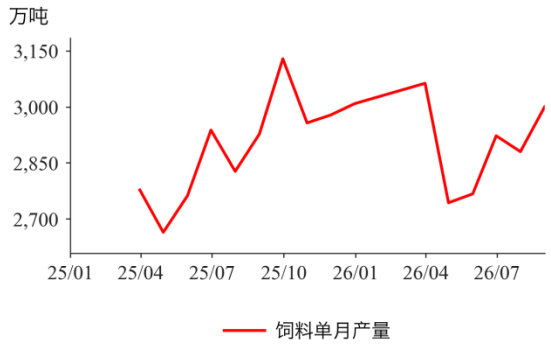
8 月国内饲料生产增长，维生素需求的国内外表现分化。据国家统计局数据，8 月国内饲料产量 3000 万吨，环比增长 4.17%、同比增长 2.49%，1—8 月累计 22323.5 万吨，同比增长 1.71%；据海关数据，8 月同期维生素出口量同比下降 3.22%。国内饲料生产为添加剂需求提供总量支撑，海外主要维生素减量与养殖端盈利压力并存，需求驱动的普遍涨价空间仍有限。

图表 13：维生素出口量



资料来源：海关总署，中信建投证券。注：截至 2026 年 8 月；现有同口径序列仅含数量。

图表 14：饲料单月产量



资料来源：国家统计局，中信建投证券。注：1—2 月合并值未绘作单月，图形仅连接有效月度观察。

仅供内部参考，请勿外传！

六、生猪养殖亏损延续，月末压力加大

生猪养殖是饲料添加剂的重要下游，盈利状况影响全产业链的利润分配。维生素和氨基酸经饲料配方进入养殖环节，养殖企业承担饲料采购成本；持续亏损会削弱补栏、备货和承受涨价的能力，上游的提价空间也随之受限。配方降本可增加氨基酸替代蛋白原料的用量，因而需求结构仍有差别，饲料添加剂盈利修复有望先在具有成本或供给优势的品种中体现。

本月生猪养殖利润持续为负，月末亏损进一步扩大。自繁自养、外购仔猪 5 次有效周度观察均值分别为-199.53、-99.36 元/头，较 8 月下降 3.25、26.14 元/头；9 月 30 日分别为-251.91、-174.61 元/头。外购仔猪亏损较去年 9 月收窄，自繁自养亏损加深，两种模式本月均承压，养殖环节短期恢复盈利的难度仍较大。

图表 15：生猪养殖利润月度观察（元/头）

养殖模式	9 月观察均值	环比变化	同比变化	9 月 30 日	较 8 月末变化
自繁自养	-199.53	-3.25	-192.26	-251.91	-84.60
外购仔猪	-99.36	-26.14	+81.65	-174.61	-135.86

资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：行业模型利润，与公司财务利润不同；9 月、8 月、上年 9 月分别为 5、4、4 次有效周度观察的简单均值；同比、环比为绝对金额增减。8 月末为 8 月 28 日。

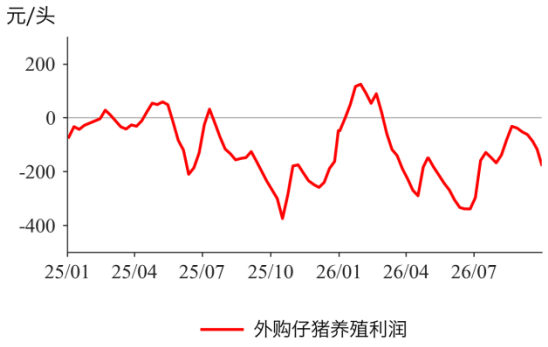
本月两种养殖模式月末压力均加大，行业盈利修复仍需时间。自繁自养 9 月利润均值较去年同期下降 192.26 元/头，外购仔猪提高 81.65 元/头；9 月 30 日较 8 月 28 日分别减少 84.60、135.86 元/头。同比表现虽有差异，环比和月末变化均偏弱，养殖企业成本控制压力持续，上游饲料添加剂需求短期仍难获得全面拉动。

图表 16：自繁自养生猪养殖利润（元/头）



资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：截至 2026 年 9 月 30 日；曲线连接有效观测点。

图表 17：外购仔猪养殖利润（元/头）



资料来源：博亚和讯，中信建投证券。注：截至 2026 年 9 月 30 日；曲线连接有效观测点。

仅供内部参考，请勿外传！

本月牧原与温氏售价同比均下降约两成，低猪价继续压制盈利。牧原、温氏 9 月销售均价分别为 10.36、10.75 元/公斤，上半年猪业务毛利率分别为-4.51%、-9.00%。温氏 9 月交流披露 8 月肉猪养殖综合成本低于 12 元/公斤，表明企业仍在持续降本。在销售价格偏弱的背景下，成本改善有利于减亏，养殖利润修复仍取决于猪价与成本的共同改善。

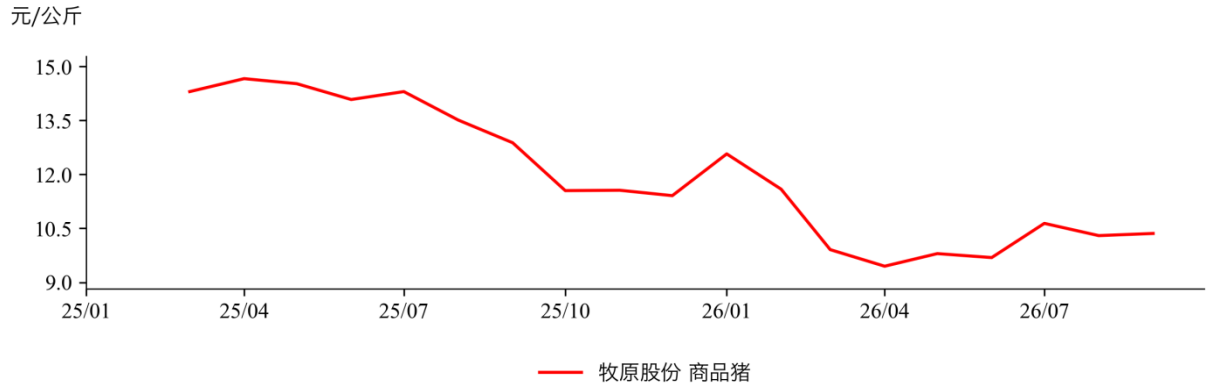
图表 18：主要生猪企业盈利与销售价格观察

公司	2026H1 猪业务毛利率	9 月售价 元/公斤	售价环比	售价同比
牧原股份	-4.51%	10.36	+0.58%	-19.57%
温氏股份	-9.00%	10.75	-1.01%	-18.44%

资料来源：牧原股份、温氏股份 2026 年半年度报告及 9 月销售简报，中信建投证券。注：毛利率为上半年；售价为 9 月商品猪/毛猪均价，销售简报未经审计；牧原环比依公告月表计算。温氏披露的成本为 8 月上界，未用于计算 9 月利润。

牧原商品猪售价仍处低位，养殖盈利持续受到压制。2025 年 9 月牧原销售均价 12.88 元/公斤，2026 年 9 月为 10.36 元/公斤，同比下降 19.57%；年内 4 月均价最低为 9.45 元/公斤，此后虽有回升，9 月仍低于年初 12.57 元/公斤。企业降本有利于减亏，猪价低位运行继续制约盈利修复和上游饲料添加剂提价。

图表 19：牧原月度商品猪销售均价（元/公斤）

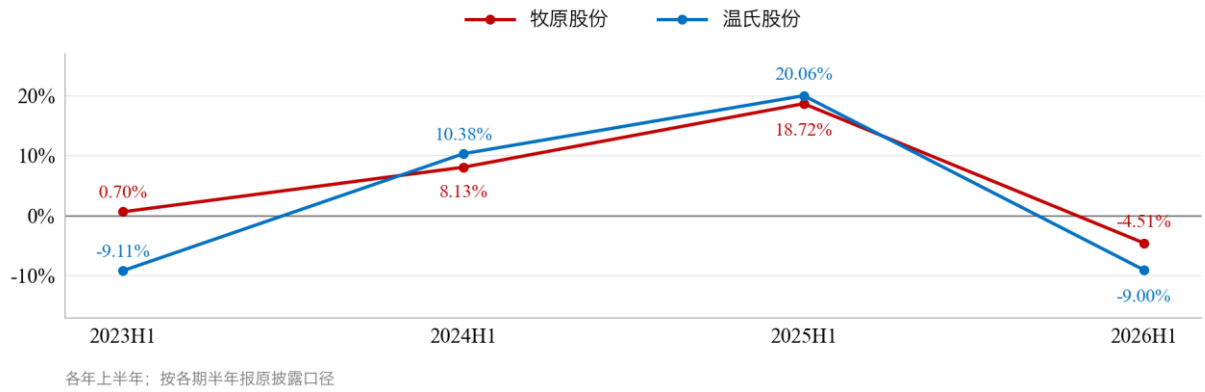


资料来源：牧原股份月度销售公告，中信建投证券。注：2025 年 1—2 月合并披露，未拆成单月曲线；月度销售数据未经审计。

仅供内部参考，请勿外传！

猪企业务毛利率在 2024—2025 年上半年改善，2026 年上半年均转负：牧原为-4.51%，温氏为-9.00%。按各期披露观察，养殖盈利由修复转向承压。终端主动备货和对添加剂涨价的承受能力仍受约束，上游普遍提价的需求基础偏弱。

图表 20：牧原与温氏猪业务上半年毛利率（%）



资料来源：牧原股份、温氏股份 2023—2026 年半年度报告，中信建投证券。注：图列各年上半年原披露值；牧原为生猪业务（含商品猪、仔猪及种猪），温氏为肉猪类养殖，均非公司整体毛利率。牧原 2026 年调整生猪保险费用补助列报并追溯 2025 年，温氏 2025 年发生同一控制下企业合并；历史数值未统一追溯，跨期比较存在口径差异。

本月养殖亏损约束上游备货，氨基酸配方替代仍提供结构性需求。牧原半年报披露利用发酵氨基酸降低豆粕用量，温氏 9 月交流披露 2026 年猪料豆粕用量约 4%。降本需求可推动饲料配方中氨基酸替代蛋白原料，缓冲养殖盈利压力对其需求的影响；维生素需求则更多取决于养殖规模和必要添加量，上游景气预计继续分化。

仅供内部参考，请勿外传！

七、相关行业与标的

减糖配方、风味升级与饲料精细化有望持续拓展需求空间，优势企业盈利有望逐步改善，中短期看行业具备结构性景气修复机会。细分方向重点关注维生素、高倍甜味剂及功能性糖醇，优选具备技术壁垒、成本优势与客户基础的企业。围绕营养强化、减糖替代与产业链配套，相关公司为蛋氨酸及维生素等营养品龙头新和成、三氯蔗糖龙头企业金禾实业、维生素 D3 一体化龙头企业花园生物、维生素头部企业浙江医药及天新药业、赤藓糖醇弹性标的三元生物、功能性糖醇企业华康股份等。

1、新和成（002001.SZ）：公司是一家主要从事营养品、香精香料、高分子材料、原料药生产和销售的国家级高新技术企业。公司专注于精细化工，坚持创新驱动发展和在市场竞争中成长的理念，以“化工+”和“生物+”两大核心技术平台不断发展各类功能性化学品，为全球 100 多个国家和地区的客户提供产品和应用解决方案。营养品方面，公司是全球维生素和蛋氨酸的双龙头企业，拥有 VA（50 万 IU）产能 10000 吨、VE 油产能 20000 吨、蛋氨酸产能 30 万吨，此外公司与镇海炼化合作的 18 万吨蛋氨酸产能也已于 2025 年投产。香精香料方面，公司凭借关键中间体优势在香精香料业务上拥有广阔的发展空间，在保持高盈利的状态下具有长期的成长性。高分子材料方面，公司 PPS 打破了海外的垄断，助力国内从进口转向出口，成为了公司未来最具成长性的业务之一。长期来看，公司持续拓展边界，从草铵膦到 IPDA、HDI 再到己二腈、PA66，长期成长动力充沛。

2、金禾实业（002597.SZ）：公司前身为来安县化肥厂，成立于 1974 年，2006 年以后进入食品添加剂行业，现为全球安赛蜜、三氯蔗糖和甲乙基麦芽酚的主要生产企业，产能规模居行业前列。需求端，减糖趋势及低糖、无糖食品饮料应用拓展，为高倍甜味剂提供中长期需求支撑。公司是国内唯一一家同时拥有安赛蜜和三氯蔗糖并实现稳定量产的生产企业公司，依托成熟工艺、一体化产业链及规模化生产体系，持续提升产品收率、降低单耗，巩固成本与稳定供应优势，对食用蔗糖和前三代代糖形成替代。当前三氯蔗糖、安赛蜜盈利处于历史相对低位，在反内卷的宏观背景和较高集中度的行业背景下，产品提价及盈利改善的潜力较大。

3、花园生物（300401.SZ）：花园生物是全球销量领先的 VD3 生产企业，拥有 VD3 产能 3600 吨。此外，公司是除帝斯曼外唯一能够规模化生产 25-羟基 VD3 产品的企业，且生产工艺与荷兰帝斯曼的生物发酵法相比，具有较大的竞争优势，目前公司 25-羟基 VD3 产品的设计产能为年产 100 吨（粉），金西科技园将扩产至年产 1200 吨（粉）。公司可转债包含骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、年产 6000 吨 VA 粉和 20000 吨 VE 粉项目、年产 5000 吨 VB6 项目、年产 200 吨生物素项目和高端仿制药品研发等具体项目。项目储备丰富，长期成长动力充足。

4、浙江医药（600216.SH）：浙江医药是我国重要的原料药和制剂生产企业，是国家维生素重要的生产基地，维生素和类维生素产品涵盖合成 VE、VA、天然 VE、维生素 H(生物素)、VD3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、叶黄素和番茄红素，其中 VA（50 万 IU）产能 5000 吨、VE 油产能 20000 吨。

5、天新药业（603235.SH）：天新药业是全球领先的维生素生产厂商，在 VB6、VB1 和叶酸领域已占据了全球领先的行业地位，拥有 VB6 产能 6500 吨、VB1 产能 7000 吨、叶酸（折纯）产能 1000 吨、生物素产能 90 吨、VD3（折纯）产能 45 吨。公司正在有序推进年产 300 吨维生素 H 技改项目。此外，公司募投项目规划 VA（折纯）产能 1000 吨、VB5 产能 7000 吨和 25-羟基 VD3（折纯）产能 6 吨，长期成长性较强。

仅供内部参考，请勿外传！

6、三元生物（301206.SZ）：公司成立于 2007 年，是国内较早开始工业化生产赤藓糖醇的企业，自成立以来专注深耕赤藓糖醇产品十余年，先后攻克菌种选育、配方优化、发酵控制、结晶提取等多个环节的工艺难题，逐步发展成为世界赤藓糖醇行业内产能最大、产销量最多、产品质量领先的龙头企业。公司是国内赤藓糖醇龙头，海外客户包括莎罗雅、HhoyaB.V、美国 TIH、ADM 等知名品牌，近年来随着国内代糖理念盛行，代糖饮料蓬勃发展，公司国内业务占比逐年提升，下游客户包括元气森林、农夫山泉等知名品牌。

7、华康股份（605077.SH）：浙江华康药业股份有限公司成立于 1962 年，专注于功能性糖醇领域近 40 年，目前主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖产品研发、生产、销售的高新技术企业。公司在功能性糖醇行业内拥有良好口碑，已与玛氏箭牌、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、娃哈哈、蒙牛等国内外知名食品饮料行业企业建立良好的长期合作关系，产品销往国内市场及欧洲、美洲、亚洲等全球主要国家和地区。2025 年晶体糖醇产品实际产量 19.22 万吨。目前已发展成为全球主要的木糖醇和晶体山梨糖醇生产企业之一。

仅供内部参考，请勿外传！

八、风险提示

（1）终端需求恢复不及预期风险：若食品饮料客户配方升级和新品放量慢于预期，或养殖持续亏损导致补栏、饲料采购和主动备货收缩，甜味剂、维生素及氨基酸需求可能弱于预期，库存去化与价格修复进度将受到影响。

（2）新增供给及复产超预期风险：若甜味剂、维生素和氨基酸新增装置投产、产能爬坡或停产装置复产快于需求增长，行业供需可能进一步宽松。龙头技改增产和竞争加剧也可能削弱局部品种涨价的持续性，压低企业盈利。

（3）报价向业绩传导不及预期风险：市场报价与企业实际成交价存在差异，季单、月单、客户库存及产品结构都会影响价格兑现节奏。若高价订单成交不足或终端抵触涨价，现货报价修复可能难以同步转化为销售收入和毛利率改善。

（4）原料成本及生产经营风险：玉米、糖类原料、化工中间体和能源价格波动可能抬升生产成本，产品价格传导不畅将压缩加工利润；装置检修、环保整改或安全生产事件也可能影响有效产量与稳定交付，增加经营波动。

（5）产品准入及质量风险：食品与饲料添加剂的应用范围、质量标准和监管要求可能调整，新品申请受理、客户验证和正式商业化之间存在时间差。若审批或客户导入进度低于预期，或出现质量问题，相关产品销量、新业务拓展及企业声誉可能受到影响。

（6）海外需求及贸易环境风险：海外客户去库存、贸易限制或进口标准变化可能影响维生素、氨基酸等产品出口与订单结构；汇率及国际运输成本波动也可能改变出口竞争力和结算收益，进而影响企业盈利。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

杨晖

杨晖 中信建投研究所所长助理 石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，10 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

申起昊

石化能源及化工团队行业分析师，厦门大学材料科学与工程学士、经济学辅修双学士，兰州大学金融硕士。曾先后就职于国联证券总部研究所、华创证券总部研究所，从事基础化工行业研究，擅长产业趋势研究、价值股挖掘。工作地上海。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk