

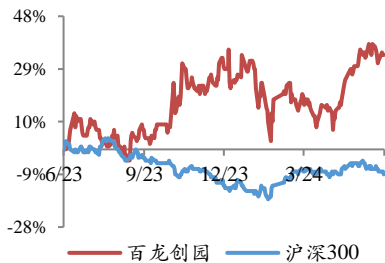
功能糖产能稳步提升，泰国基地打开成长空间

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-06-15

收盘价（元）	22.90
近 12 个月最高/最低（元）	31.15/21.27
总股本（百万股）	323
流通股本（百万股）	323
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	74
流通市值（亿元）	74

公司价格与沪深 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

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕功能糖及生物发酵行业，营收业绩不断高增

百龙创园是国内领先的糖类生物科技企业，也是全球行业内为数不多的具备多品种规模化生产能力的企业之一。公司上游为大宗品，主营益生元、膳食纤维、健康甜味剂和其他淀粉糖（醇），产品广泛应用于功能性食品、烘焙食品、乳制品、婴幼儿奶粉、功能性饮料、保健品等行业。公司积极践行国际化战略，2023 年投资建设了泰国生产基地项目，与国际客户加深产品及市场开发力度，不断提高自身产能与海外市场开拓能力。公司 2023 年实现营收 8.68 亿元，同比增长 20.28%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 28.02%；实现扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 24.56%。

● 膳食纤维系列表现突出，阿洛酮糖有望持续打开空间

公司膳食纤维贡献度不断提升，2023 年公司膳食纤维系列产品实现营业收入 4.44 亿元，同比增长 31.08%，贡献全年营收 51.15%，同比增长 4.22PCT。公司膳食纤维系列以聚葡萄糖和抗性糊精为主，公司是国内首家取得抗性糊精生产许可证的企业，国内首家具备工业化生产阿洛酮糖的企业。随着降糖需求不断提升，境外市场对阿洛酮糖需求的快速增长拉动健康甜味剂板块高增长，2023 年公司健康甜味剂系列产品实现收入 1.37 亿元，同比增长 44.91%，贡献全年营收 15.81%，同比增长 2.69PCT。

● 研发投入保持创新动能，三费管控合理

公司注重研发创新，产品品种丰富。目前公司基于四大产品格局已经推出了低聚木糖、低聚半乳糖、水苏糖等高端益生元产品及健康甜味剂新产品阿洛酮糖、异麦芽酮糖，正在研发其他高端产品。2023 年开发了无糖抗性糊精、高 DE 值抗性糊精等新品，主导制定《抗性糊精》行业标准、《D-阿洛酮糖》团体标准，主导修订多项行业标准。同时在青岛设立子公司，加强国际化布局及高端研发人员建设。公司三费管控合理，2023 年公司销售费用率为 3.04%，同比下降 0.35PCT；管理费用率为 2.46%，同比下降 0.39PCT。

● 海外布局泰国生产基地，产能稳增打开成长空间

公司为提升国际竞争力布局泰国生产基地，进一步提升国际竞争力。泰国具备明显的原材料成本优势，公司主要原材料为蔗糖、淀粉及淀粉深加工产品，泰国玉米淀粉价格和木薯淀粉价格折合人民币比国内低 15%-20%；其它糖质原料当地价格仅为国内的 70%左右。此外，泰国基地还能有效避免美国对中国出口商品加征的关税，进一步降低公司成本。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.72、3.57、4.60 亿元，同比增速为 41.1%、31.0%、28.9%。当前股价对应 PE 分别为 27、20、16 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 产品价格大幅波动；
- (3) 装置不可抗力的风险；
- (4) 审批政策变化风险；

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	868	1089	1350	1691
收入同比 (%)	20.3%	25.4%	24.0%	25.3%
归属母公司净利润	193	272	357	460
净利润同比 (%)	28.0%	41.1%	31.0%	28.9%
毛利率 (%)	32.7%	37.1%	39.1%	39.5%
ROE (%)	12.8%	15.3%	16.7%	17.7%
每股收益 (元)	0.78	0.84	1.10	1.42
P/E	36.40	26.57	20.28	15.73
P/B	4.68	4.07	3.39	2.79
EV/EBITDA	27.03	21.74	16.29	13.49

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 功能糖领先企业，业绩增长驶入快车道	4
1.1 深耕功能糖及发酵产业，营收业绩持续高增	4
1.2 主营产品增长显著，盈利水平不断提升	5
2 膳食纤维领跑者，阿洛酮糖有望高增	7
2.1 水溶性膳食纤维占据主要市场，未来行业空间较大	7
2.2 阿洛酮糖应用潜力巨大，公司有望迎来首轮政策红利	9
2.3 益生元市场稳步增长，盈利结构有望进一步优化	10
3 渠道壁垒高筑，泰国项目进一步打开空间	12
4 盈利预测与投资建议	13
5 风险提示	14

图表目录

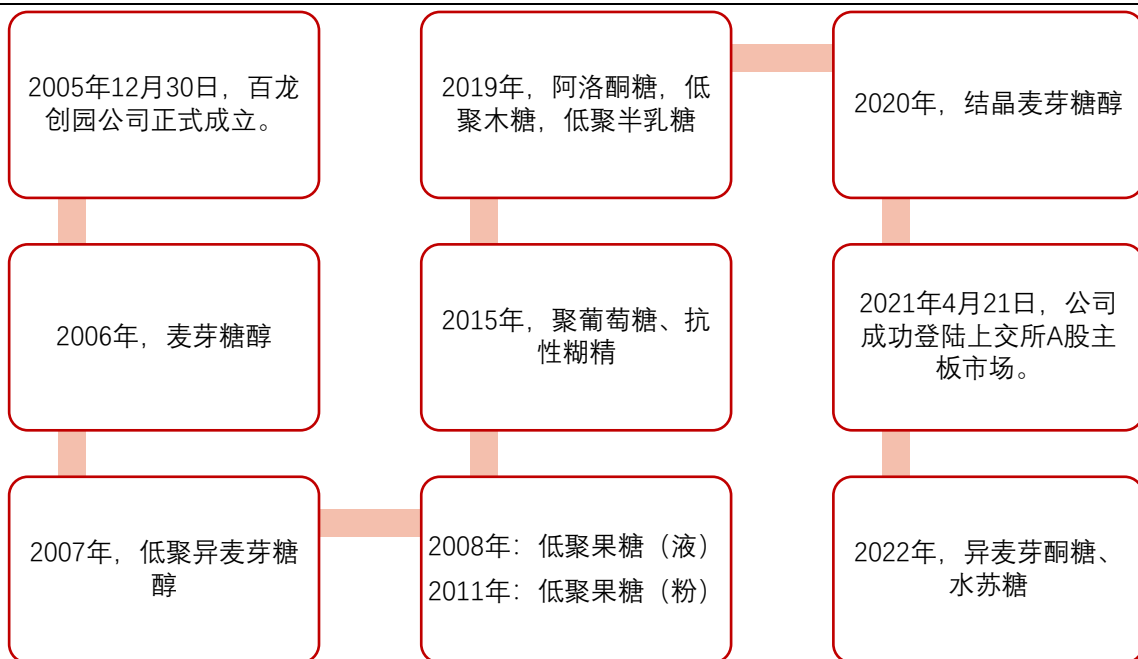
图表 1 公司发展历史悠久，产品结构完善	4
图表 2 公司产品品类多元	5
图表 3 公司分产品营收及毛利率	6
图表 4 公司盈利水平不断提升	6
图表 5 海外营收占比保持增长	6
图表 6 市场以水溶性膳食纤维为主	7
图表 7 水溶性膳食纤维 2026 年产量预测	7
图表 8 抗性糊精产能集中度较高	7
图表 9 抗性糊精和聚葡萄糖各具市场优势	8
图表 10 全球抗性糊精产能分布较为集中	9
图表 11 抗性糊精保持增长	9
图表 12 阿洛酮糖下游应用丰富	9
图表 13 阿洛酮糖产能情况	10
图表 14 阿洛酮糖市场预计维持较高增速	10
图表 15 益生元产品各具优势	11
图表 16 益生元产能分布情况	12
图表 17 全球益生元主要产品占比	12
图表 18 公司可定制化研发生产，加强客户绑定	12
图表 19 公司 2024 年新增产能情况	13
图表 20 公司业务拆分	14

1 功能糖领先企业，业绩增长驶入快车道

1.1 深耕功能糖及发酵产业，营收业绩持续高增

百龙创园公司成立于 2005 年 12 月 30 日，是集产、学、研于一体以生物工程为主导产业的高新技术企业。公司益生元系列产品、膳食纤维系列产品收入贡献占较大比例，行业发展前景广阔，是公司未来业务发展的重点，健康甜味剂系列产品得益于境外市场对阿洛酮糖产品快速增长的需求，是公司新的收入及利润的重要来源之一，其他淀粉糖（醇）产品是公司产品线以及满足不同客户需求的重要补充。公司连续多年被中国轻工业联合会评选为“中国轻工业百强企业”、“中国轻工业食品添加剂及配料行业十强企业”。公司致力于向烘焙、冰淇淋、乳制品、糖果、饮料等领域的食品企业提供优质的食品配料和食品制造解决方案，例如娃哈哈既向公司采购聚葡萄糖用于其娃哈哈乳酸菌饮料系列产品中，又采购低聚果糖用于娃哈哈 AD 钙奶中，还采购低聚异麦芽糖、麦芽糖醇产品用于八宝粥系列产品中。目前公司产品客户包括 Quest Nutrition、Halo Top、One Brands、General Mills、娃哈哈、农夫山泉、蒙牛、伊利等国内外大中型知名企业，覆盖了食品、饮料、乳制品、保健品、医药、动物营养及饲料等行业。

图表 1 公司发展历史悠久，产品结构完善



资料来源：公司官网、公司公告、华安证券研究所

作为全球主要益生元、膳食纤维和阿洛酮糖生产商之一，公司已有 70 余种不同规格型号的产品。2023 年，公司通过自主研发，又增加了复合益生元（纤维）、异麦芽酮糖醇两款十余种规格型号的产品，同时补充十余种抗性糊精、低聚木糖、低聚果糖规格型号，更加丰富了产品种类，以更好地满足不同客户多元化的需求。公司股权结构集中，实控人为窦宝德父子，合计持有公司 49.74% 的股份。窦宝德

先生担任公司董事长，窦光朋先生担任公司副总经理。郭恩元、青岛恩复、嘉兴恩复为一致行动人。

图表 2 公司产品品类多元

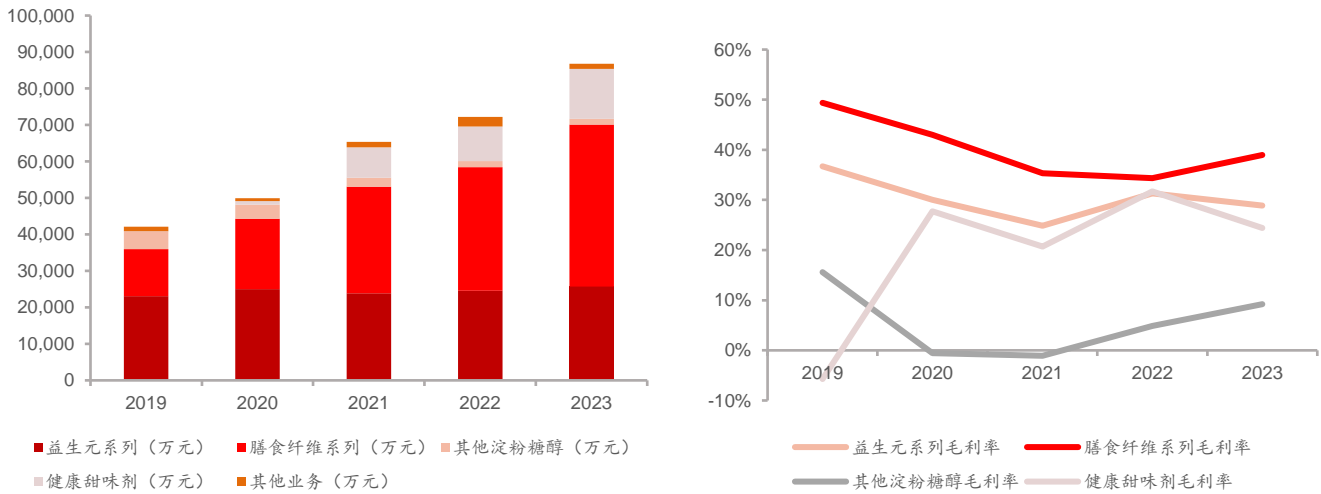
系列	产品	原料	简介
益生元	低聚异麦芽糖	精制淀粉、麦芽糖浆	人体摄入益生元后,体内有益菌菌群数量可增值 10-100 倍,抑制有害菌的生长繁殖,减少肠内腐败物质的生长和积累,促进肠道蠕动,清除肠道垃圾,防止和改善便秘、腹泻和痔疮。
	低聚果糖	蔗糖	
	低聚半乳糖	精制乳糖	
	低聚木糖	玉米芯	
膳食纤维	抗性糊精	淀粉	抗性糊精和聚葡萄糖为水溶性膳食纤维,是能够溶解于水中的纤维类型,具有黏性,能在肠道中大量吸收水分,使粪便保持柔软的状态。还能有效的使肠道中的益生菌活化,促进生长繁殖,创造肠道的健康状态。
	聚葡萄糖	精制葡萄糖、山梨醇	
其他淀粉糖醇	麦芽糖醇	精制淀粉/麦芽糖浆	主要是作为蔗糖替代品,应用于食品行业。
	麦芽糖浆	精制淀粉	
	果葡糖浆	精制淀粉	
	麦芽糊精	精制淀粉	
健康甜味剂	阿洛酮糖	淀粉/葡萄糖/果葡糖浆/果糖	阿洛酮糖是 D-果糖的 C-3 的差向异构体。甜度能达到蔗糖的 70%,且热量几乎为零。高温和酸性环境下均有较强的稳定性,可产生美拉德反应,具有更好的抗氧化能力,适合应用于烘焙产品。由玉米或甜菜中提取的果糖通过酶促差向异构化方法制成,属于天然产品,安全性高。

资料来源:招股书、优立格、七天生食、无糖空间、华安证券研究

1.2 主营产品增长显著,盈利水平不断提升

公司膳食纤维系列增长显著,阿洛酮糖迅速扩张。2018-2020 年益生元系列作为百龙创园的核心支柱,营收占比超过 50%。但随着市场对膳食纤维认可的提升,中外企业对抗性糊精和聚葡萄糖的需求得到提升。公司抓住机遇,不断提升终端膳食产品的渗透率,带动公司抗性糊精和聚葡萄糖在食品饮料客户销售持续增长。2023 公司益生元系列产品实现营业收入 2.57 亿元,同比增长 4.49%,贡献全年营收 29.61%,同比下降 4.47PCT;膳食纤维系列产品实现营业收入 4.44 亿元,同比增长 31.08%,贡献全年营收 51.15%,同比增长 4.22PCT。公司健康甜味剂产品以阿洛酮糖为主增长迅速。公司 2019 年推出阿洛酮糖,并于 2021 年推出晶体阿洛酮糖,海外市场的需求持续提升,2023 年健康甜味剂系列产品实现收入 1.37 亿元,同比增长 44.91%,贡献全年营收 15.81%,同比增长 2.69PCT,已成为公司重要的业务板块和收入利润来源。

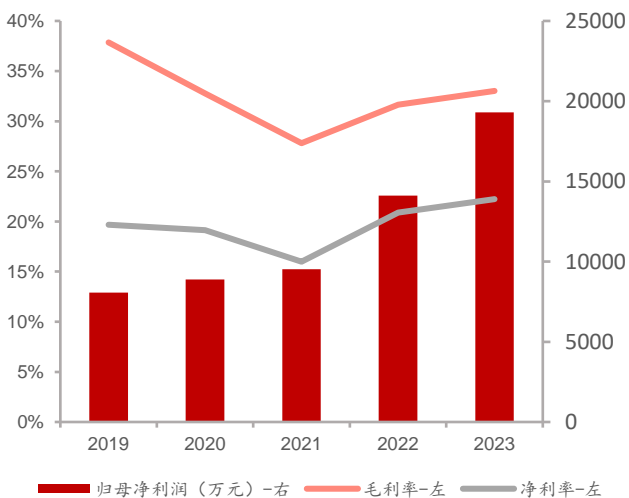
图表 3 公司分产品营收及毛利率



资料来源：公司公告、华安证券研究所

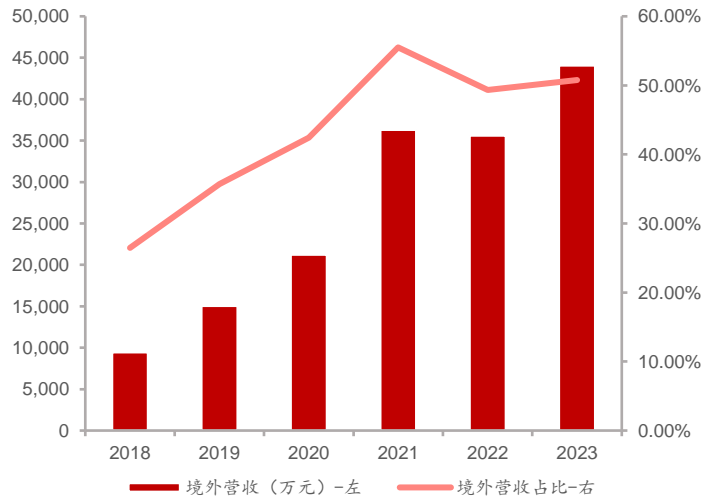
产品结构优化带来毛利率提升，期间费用率控制较好，盈利能力提升。 2019-2021 年由于受到产品上游原料的成本上升的影响，导致期间公司毛利率持续走低。2021 年以来，公司不断调节产能，推动产品结构优化，拓展高附加值产品品类，盈利能力不断提升。公司 2023 年实现营收 8.68 亿元，同比增长 20.28%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 28.02%；实现扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 24.56%。2024 年 Q1 实现营收 2.52 亿元，同比/环比增长 29.63% /17.55%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比/环比增长 20.47%/3.65%；实现扣非净利润 0.51 亿元，同比/环比增长 25.80%/21.43%。公司不断改善产品结构，在发展益生元和膳食纤维主营产品的时候，也在有序推进其他淀粉糖醇和甜味剂的产品发展。营业收入构成方面，近年来公司海外营收有所提升，2023 年境外营收占比为 50.75%，在 50% 左右波动。

图表 4 公司盈利水平不断提升



资料来源：公司年报、华安证券研究所

图表 5 海外营收占比保持增长



资料来源：公司年报、华安证券研究所

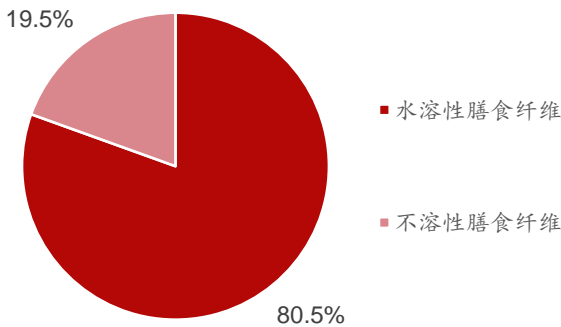
2 膳食纤维领跑者，阿洛酮糖有望高增

2.1 水溶性膳食纤维占据主要市场，未来行业空间较大

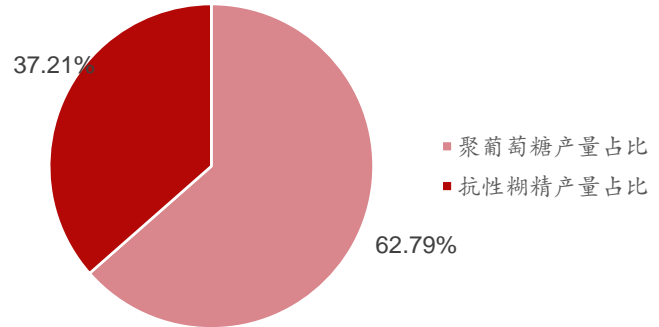
膳食纤维人均消费空间较大。世界卫生组织和各国营养学界对膳食纤维的摄入给出了统一的建议，即每人每天摄入量在 25g—35g 之间，其中美国糖尿病协会建议糖尿病患者可以适度提高到 45—55g。学术界还认为该类产品的应用范围为 3-100 岁男女老幼均适用。由于我国拥有约 14 亿的人口基数，膳食纤维产业有着巨大的经济价值。预计到 2026 年，我国膳食纤维行业总产值将达到 55.27 亿元，全球膳食纤维行业总产值将达到 229.13 亿元。

“年产 30000 吨产能可溶性膳食纤维项目”已投产，公司发展值得期待。公司在行业内耕耘多年，生产的膳食纤维系列产品已经获得客户的广泛认可。公司早在 2019 年膳食纤维系列产品产能利用率为 131.06%，已饱和，限制了公司发展。本次投产将大幅改善公司产能不足的问题，有利于进一步扩大生产规模，缓解客户需求，为继续完善产品矩阵，优化布局奠定基础。

图表 6 市场以水溶性膳食纤维为主



图表 7 水溶性膳食纤维 2026 年产量预测



资料来源：观研天下，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

膳食纤维市场整体增速明显。随着老龄人群需求日益增加，膳食纤维人均摄入量提升空间大，2024 年全球膳食纤维市场增速已达 7.36%。中国和北美是膳食纤维产品的两个重要生产地区，2023 年分别占有 45.5%和 25.02%的市场份额，预计未来几年中国地区将保持最快增速，其中抗性糊精增速将稍快于聚葡萄糖。

图表 8 抗性糊精产能集中度较高

公司	产能 (吨/年)	新增产能 (吨/年)	备注
松谷化学 & ADM	50000	-	松谷化学提供技术，ADM 负责生产，美国一家，中国天津一家 15000 吨

泰莱	40000	-	其中含 1 万吨可溶性玉米纤维。公告在斯洛伐克开设新产能，具体数字未披露
罗盖特	30000	-	-
百龙创园	9000	10000	2024 年 5 月已全面投产
保龄宝	5000	-	-
合计	139000	100000	-

资料来源：可研报告，公司环评，公司公告，华安证券研究所

膳食纤维是第七大营养元素，在大健康行业中的作用举足轻重。目前水溶性膳食纤维市场抗性糊精增速最快，聚葡萄糖应用量最大。抗性糊精的功效相对更好，可以通过改性适应不同产品，属于新兴市场，产品增速最快。聚葡萄糖目前占据主要市场，价格相对更低，具备基本功效，已经被各类食品饮料广泛添加。

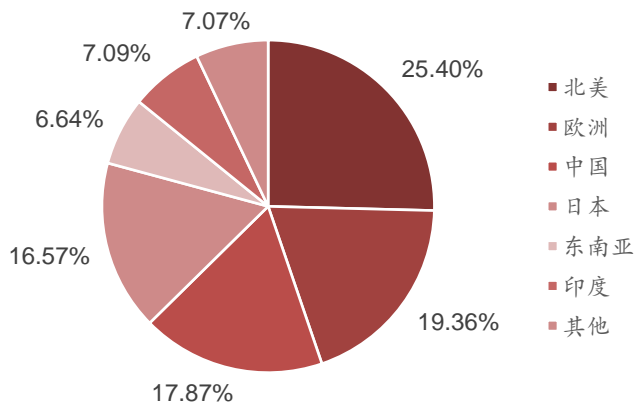
图表 9 抗性糊精和聚葡萄糖各具市场优势

	抗性糊精	聚葡萄糖
现状	耐高温，耐酸碱，糊精化反应可做很多调节，该环节决定产品性能。属于新兴市场，产品增速快。	生产工艺简单，价格低，市场应用量大。
原材料	玉米淀粉 0.32 万元/吨	葡萄糖 0.37 万元/吨
价格	玉米抗性糊精 2.1-2.7 万元/吨 有机木薯 2.8-4.5 万元/吨	0.69 万元/吨
类型	普通食品原料	食品添加剂
应用	性能佳，可改性，适应不同产品添加。	具备基本功效，各类食品饮料广泛添加。
性能	1.低分子，略有甜味，水溶液粘度低 2.不吸潮，在消化道中不能被小肠吸收，直接进入大肠，改善消化道激素的分泌和肠道内消化酶活性 3.耐酸、耐压、耐冷冻、耐储存，添加到食品中不会改变食品的品质 4.具有低吸湿性，可更好地用于固体饮料 5.具有抑制糖类的消化与吸收，降低血糖，降低血脂，增强微量元素吸收等作用	1.无甜度，粘性高，在低 PH 值下，稳定性更好 2.在肠道内吸水膨胀保持水分，刺激肠道蠕动增强便意 3.有助于改善产品风味、质构和口感 4.具有良好的溶解性和吸湿性，可以作为保湿剂，保持或延长产品的货架时间 5.血糖反应低，代谢不依赖胰岛素，有助于稳定血糖

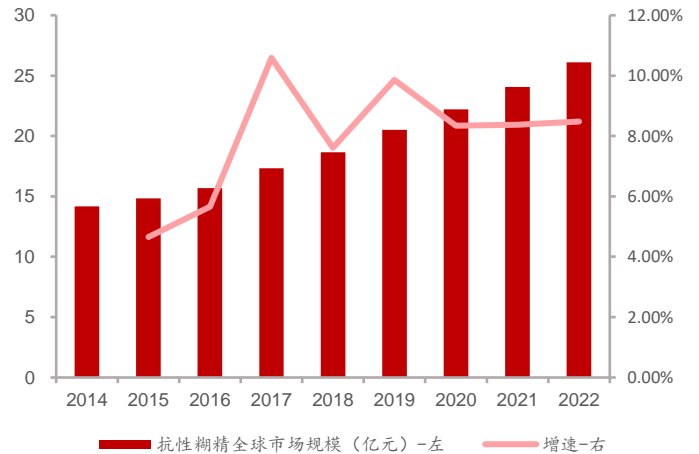
资料来源：艾瑞咨询，食研汇，招股说明书、华安证券研究所

抗性糊精行业产能集中度较高，公司名列前茅，新产能放量在即。抗性糊精的主要生产厂家为松谷化学、泰莱、罗盖特、百龙创园和保龄宝，产能集中度较高。从全球来看，产能与需求分布基本一致，主要市场集中在北美、欧洲、中国、日本。国内的抗性糊精企业仅两家。公司“年产 20000 吨功能糖干燥项目”已全面投产，该项目建成后年可生产 8,000 吨低聚果糖(粉体)，5,000 吨抗性糊精(粉体)，7,000 吨聚葡萄糖产品(粉体)，预计年可新增收入 3.75 亿元。

图表 10 全球抗性糊精产能分布较为集中



图表 11 抗性糊精保持增长



资料来源：观研天下，华安证券研究所

资料来源：观研天下，华安证券研究所

2.2 阿洛酮糖应用潜力巨大，公司有望迎来首轮政策红利

阿洛酮糖综合性能优异，市场认可度高。阿洛酮糖作为代糖，相比于其他代糖，安全性高，口感与蔗糖相近，甜度约为蔗糖的 70%，柔和细致，无副作用，且与蔗糖相比热量更低 (0.4cal/g)，高温和酸性条件下稳定性强，可产生美拉德反应，可应用于烘焙产品、调味品、低 pH 的饮料中，此外还具备降血糖血脂、抑制癌变、抗炎等生理功效。美国 FDA 宣布阿洛酮糖不在“添加糖”、“总糖”营养标签中标注，因此在这两项类目中不计算其添加量，为阿洛酮糖在食品中，特别是无糖、少糖产品中大量应用奠定了政策基础。

图表 12 阿洛酮糖下游应用丰富

烘焙食品			
商品图示			
商品名称	Enlightened Keto 经典芝士蛋糕	Enlightened Keto 无糖饼干	ZenoBars 素食营养棒
商品价格/规格	\$5.18/(160g/12 块)	\$9/(343g/12 块)	\$27/(540g/12 条)
糖果&巧克力			
商品图示			
商品名称	GATSBY 花生酱低卡巧克力杯	Fx Dream Defend 灵芝巧克力	Smart Sweets 可乐软糖
商品价格/规格	\$4.16/40g	\$20/(15 个*4.5g)	\$39.48/(1 袋*13g)
乳制品/冷冻甜点			
商品图示			
商品名称	Chobani 零糖酸奶	Killer creamery 零糖冰淇淋	Revel é 植物基酸奶冰棒
商品价格/规格	\$2/150g	\$9.19/56g	\$6.99/4 块巧克力棒
调味料			

商品图示				
商品名称	Parker's 枫糖浆	Gooley 巧克力榛子酱	Wok of Life 酱汁	Nativo Wellness 无糖番茄酱
商品价格/规格	\$10.99/8.5 盎司	\$9.99/10 盎司	\$12.99/14 盎司	\$31.18/13 盎司

资料来源：食研汇，亚马逊，华安证券研究所

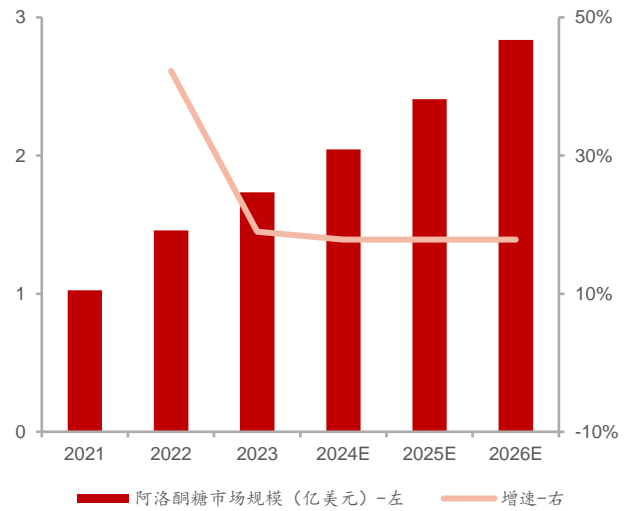
阿洛酮糖的产能主要集中在国内，百龙创园已经实现规模化量产。目前公司还有 5000 吨产能准备投向政策即将放开的中国市场和欧洲市场。随着全球阿洛酮糖市场的逐步放开，阿洛酮糖市场规模将持续增长。

图表 13 阿洛酮糖产能情况

公司	产能 (吨/年)	新建产能 (吨/年)	备注
百龙创园	3700	5000	产量 3700 吨。5000 吨 2024 年 5 月已全面投产。含晶体产能
保龄宝	7000	30000	产量 2500 吨左右，分期实现 3 万吨项目。含晶体产能
福洋生物	580	20000	新项目投产后达到 20000 吨，2022 年 5 月取得环评，建设期 1.5 年
三元生物	5000	15000	年产 5000 吨，含液体 3000 吨。计划先扩产至 10000 吨，根据市场情况再进一步扩产到 20000 吨
金禾实业	1000	9800	预计达到年产 9800 吨。2024 年 4 月 15 日首次公示环评
福宽生物	0	10000	2022 年 10 月开工
中大恒源	0	5000	2022 年 10 月环评。目前已建成，预计近期投产
吉林奥古	0	20000	2022 年 6 月环评，1 年建设期
中粮科技	0	0	正在推进产业化建设
华康生物	0	45600	舟山项目
合计	17280	160400	-

资料来源：公司公告，项目环评，华安证券研究所

图表 14 阿洛酮糖市场预计维持较高增速



资料来源：未来智库，中国冰激凌，华安证券研究所

2.3 益生元市场稳步增长，盈利结构有望进一步优化

益生元可催化益生菌生长，产品功能多样，可搭配使用。膳食补充剂主要包括益生元和膳食纤维。益生元主要是无生物活性的糖类物质，可以促进双歧杆菌等益生菌的增殖，抑制有害菌和致病菌。益生元主要包含五种产品，不同品种各有特点，可以搭配使用。公司产品包含其中四种益生元，可满足多种应用场景的需求。

图表 15 益生元产品各具优势

益生元	原料	价格 (万元/吨)	甜度	热量	益生菌增殖性	提高矿物质吸收	市场概述
低聚果糖	天然低聚果糖/菊苣/人工合成低聚果糖/蔗糖	较低 (0.55-3.0)	55 型: 蔗糖的 60% 95 型: 蔗糖的 30%	高 (7800J/g)	增殖双歧杆菌 10-100 倍	Ca、Mg、Fe	关注度最高的益生元, 百龙创园、保龄宝将其作为未来发展的核心方向; 泰莱收购量子高科, 在中国市场布局低聚果糖业务。进入壁垒较高, 离子交换/色谱分离核心技术决定高端产品。
低聚半乳糖	乳糖	较高 (5.7-6.0)	蔗糖的 20%-40%	低 (7.1J/g)	增殖双歧杆菌 10-100 倍, 对乳酸菌有增殖性	Ca、Mg	最适宜应用于婴幼儿营养品的益生元, 天然存在于人母乳中, 婴儿体内的双歧杆菌菌群的建立很大程度上依赖低聚半乳糖成分。
低聚木糖	玉米芯/甘蔗渣/麦麸等	较低 (3.24)	蔗糖的 50%	-	-	Ca、Mg	新兴益生元, 由于食用效果更明显受到关注, 而且生产成本低。
低聚异麦芽糖	淀粉	较低 (0.87)	蔗糖的 40%-50%	高 (2710J/g)	增殖 2-4 倍	-	低成本益生元, 在儿童饮料中较常见, 但效果不明显。在亚洲市场广泛应用, 欧美市场冷淡。
菊粉	菊芋 (以断链为主, 肠道改善方面效果较好)/菊苣 (以中链连为主, 流动性、颜色更好)	较低 (2.6-3.0)	短链菊粉: 蔗糖的 30%-50% 普通菊粉: 蔗糖的 10%-30% 长链菊粉: 几乎没有甜味	低 (6.3J/g)	-	Ca、Mg、Zn、Cu、Fe	深入肠道远端的益生元。因为双歧杆菌先消耗短链, 长链可以深入到肠道远端, 作用于致病菌、病毒等的聚集地, 但由于婴幼儿消化能力较弱, 不适用于长链益生元, 因此菊粉不适合添加在婴幼儿食品中。目前国内国内不大, 处于国内生产与进口并存的格局。

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

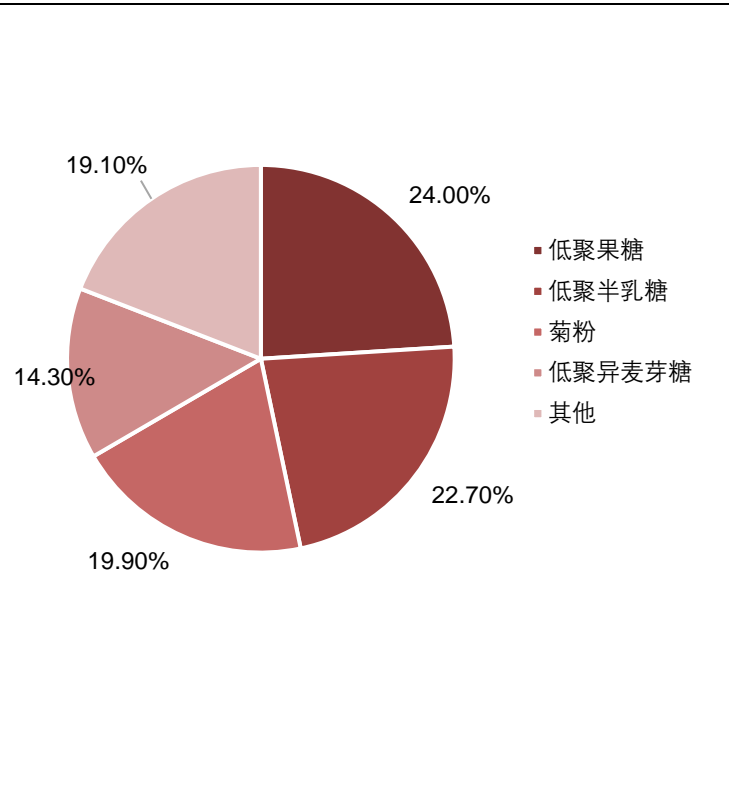
公司产品矩阵丰富。在益生元产品中, 低聚果糖和低聚半乳糖占据了近 50% 的市场, 整体益生元的产地相对集中, 主要在欧洲、中国和日本。公司能够生产低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖和低聚木糖等多个品种, 产品矩阵较为丰富。

图表 16 益生元产能分布情况

公司	国家	产品	产能 (吨)	备注
百龙创园	中国	低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖、低聚木糖	27500	2020 年销量分别为 4799 吨、14701 吨、313 吨、191 吨
荷兰皇家菲仕兰	荷兰	低聚半乳糖	-	全球最大。与 WCB 在澳大利亚的合资工厂产能为 15000 吨，其他工厂产能不详
保龄宝	中国	低聚异麦芽糖、低聚果糖	35000	2 万吨低聚异麦芽糖、1 万吨低聚果糖、0.5 万吨低聚半乳糖
量子高科 (被泰莱收购)	中国	低聚果糖、低聚半乳糖	33000	低聚果糖 2.5 万吨，低聚半乳糖 0.8 万吨

资料来源：公司公告，企业环评，华安证券研究所

图表 17 全球益生元主要产品占比



资料来源：观研天下，华安证券研究所

3 渠道壁垒高筑，泰国项目进一步打开空间

公司产品高度定制化，客户绑定牢固。公司主要产品可根据客户需求，定制特殊指标的产品，长期以来形成了稳定且牢固的客户绑定关系。抗性糊精壁垒较高，首先在于糊精化反应，公司创新工艺，提高了膳食纤维含量，解决了苦味大、易潮解、流动性差的弊病，同时高端产品涉及上百个技术参数，公司凭借研发实力和技术水平实现了多种定制化改造，牢牢绑定下游客户。

公司维持了较好的现金流水平，存货周转天数持续下降。2023 年公司净现比为 1.01，2024Q1 净现比为 0.54，维持了较好的现金流水平；2023 年存货周转天数为 98.54 天，2024Q1 存货周转天数为 82.81 天，在新产能不断落地的情况下存货周转天数持续下降的趋势，展现出市场对产品的强需求和公司的库存管理能力。

图表 18 公司可定制化研发生产，加强客户绑定

客户	定制产品	定制产品指标	普通产品指标
普贤公司	低聚果糖粉	低聚果糖含量 \geq 97%	低聚果糖含量 \geq 95%
无锡健特药业有限公司	IMO-900 液	固形物 \geq 77%	固形物 \geq 75%

汤臣倍健股份有限公司	颗粒抗性糊精	40目通过率 $\geq 90\%$, 120目通过率 $\leq 45\%$, 水分活度(Aw) ≤ 0.15	常规粉末, 无水分活度要求
加拿大健康配料	DP3-900粉	聚合度 ≥ 3 的糖的含量 $\geq 90\%$	常规国标 IMO900粉
美国 SMI 公司	玉米理想抗性糊精、木薯理想抗性糊精、有机木薯理想抗性糊精	水分活度 ≤ 0.85 , 膳食纤维 $\geq 85\%$	总纤维含量 $\geq 82\%$

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

公司产能有序落地, 进一步满足市场需求。2022年公司的产能已趋近饱和, 难以满足市场需求, 公司积极进行产能布局, 2023年, 公司“年产20000吨功能糖干燥项目”已全面投产, 该项目建成后年可生产8,000吨低聚果糖(粉体), 5,000吨抗性糊精(粉体), 7,000吨聚葡萄糖产品(粉体), 预计年可新增收入3.75亿元。公司在建的募投项目“年产30,000吨可溶性膳食纤维项目”和自有资金投资建设的“年产15,000吨结晶糖项目”已于2024年5月宣布全面投产。公司产能受限的情况有望解决, 进一步满足下游需求。

泰国工厂加速海外布局, 提升公司国际竞争力。另外公司计划投资4.52亿元在泰国建设功能糖生产基地, 其中阿洛酮糖生产线同时具备生产阿洛酮糖、结晶果糖、异麦芽酮糖等结晶糖产品; 抗性糊精生产线可联产低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖等益生元产品。泰国具备原材料成本优势, 公司主要原材料为蔗糖、淀粉及淀粉深加工产品, 泰国玉米淀粉价格和木薯淀粉价格折合人民币比国内低15%-20%; 其它糖质原料当地价格仅为国内的70%左右。此外, 泰国基地还能有效避免美国对中国出口商品加征的关税, 有利于公司更好发挥成本优势, 提升盈利水平。

图表 19 公司 2024 年新增产能情况

建设项目	具体产品	具体年产能 (吨)	投产时间
年产 20000 吨功能糖干燥项目	粉成品低聚果糖	8000	2023 年已投产
	粉成品低聚果糖	5000	
	粉成品低聚果糖	7000	
年产 30000 吨可溶性膳食纤维项目	抗性糊精 (液体)	7000	2024 年 5 月已投产
	抗性糊精 (粉体)	3000	
	聚葡萄糖	20000	
年产 15000 吨结晶糖项目	阿洛酮糖	5000	2024 年 5 月已投产
	结晶果糖	10000	

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.72、3.57、4.60 亿元，同比增速为 41.1%、31.0%、28.9%。公司益生元系列产品保持稳步增长，膳食纤维及健康甜味剂受益于市场的快速渗透，预计膳食纤维及健康甜味剂 2024-2026 年的收入增速分别为 40.5%、25.7%、28.5%和 29.8%、39.3%、27.9%。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 20 公司业务拆分

		2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (万元)	益生元系列	25418	25982	29483	34548
	膳食纤维系列	43979	61801	77663	99825
	健康甜味剂-阿洛酮糖	13258	17214	23985	30667
	其他淀粉糖	1330	1197	1077	1077
毛利润 (万元)	益生元系列	6492	5264	5943	6575
	膳食纤维系列	17522	30680	41645	54858
	健康甜味剂-阿洛酮糖	3321	3840	4455	4476
	其他淀粉糖	66	60	54	54
收入增速 (%)	益生元系列	3.3%	2.2%	13.5%	17.2%
	膳食纤维系列	29.8%	40.5%	25.7%	28.5%
	健康甜味剂-阿洛酮糖	40.0%	29.8%	39.3%	27.9%
	其他淀粉糖	-20.0%	-10.0%	-10.0%	0.0%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

5 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 产品价格大幅波动；
- (3) 装置不可抗力的风险；
- (4) 审批政策变化风险；

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
流动资产	774	950	1158	1079	
现金	176	198	376	82	
应收账款	167	253	264	381	
其他应收款	5	2	7	5	
预付账款	10	10	13	16	
存货	152	221	234	328	
其他流动资产	264	266	265	267	
非流动资产	980	1324	1716	2122	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	330	358	419	479	
无形资产	14	14	13	12	
其他非流动资产	636	952	1284	1630	
资产总计	1754	2274	2874	3201	
流动负债	242	89	332	199	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	187	42	254	123	
其他流动负债	55	47	79	76	
非流动负债	5	405	405	405	
长期借款	0	400	400	400	
其他非流动负债	5	5	5	5	
负债合计	246	494	737	603	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	249	323	323	323	
资本公积	509	434	434	434	
留存收益	751	1023	1380	1840	
归属母公司股东权	1508	1780	2137	2597	
负债和股东权益	1754	2274	2874	3201	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	195	0	612	154	
净利润	193	272	357	460	
折旧摊销	47	38	40	43	
财务费用	2	8	16	16	
投资损失	-8	-11	-14	-17	
营运资金变动	-48	-307	213	-348	
其他经营现金流	249	578	143	807	
投资活动现金流	-224	-370	-418	-432	
资本支出	-312	-381	-431	-448	
长期投资	80	0	0	0	
其他投资现金流	8	11	14	17	
筹资活动现金流	-34	392	-16	-16	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	400	0	0	
普通股增加	71	75	0	0	
资本公积增加	-71	-75	0	0	
其他筹资现金流	-34	-8	-16	-16	
现金净增加额	-63	22	178	-294	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
营业收入	868	1089	1350	1691	
营业成本	584	685	823	1023	
营业税金及附加	8	9	12	15	
销售费用	26	34	43	53	
管理费用	21	29	36	44	
财务费用	-6	4	11	7	
资产减值损失	0	1	1	1	
公允价值变动收益	3	0	0	0	
投资净收益	8	11	14	17	
营业利润	224	312	409	528	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	222	312	409	528	
所得税	29	40	52	68	
净利润	193	272	357	460	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	193	272	357	460	
EBITDA	255	342	446	560	
EPS (元)	0.78	0.84	1.10	1.42	

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	20.3%	25.4%	24.0%	25.3%
营业利润	26.7%	39.6%	31.1%	28.9%
归属于母公司净利	28.0%	41.1%	31.0%	28.9%
获利能力				
毛利率 (%)	32.7%	37.1%	39.1%	39.5%
净利率 (%)	22.2%	25.0%	26.4%	27.2%
ROE (%)	12.8%	15.3%	16.7%	17.7%
ROIC (%)	12.0%	12.2%	13.9%	15.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	14.0%	21.7%	25.6%	18.9%
净负债比率 (%)	16.3%	27.7%	34.5%	23.2%
流动比率	3.20	10.67	3.48	5.43
速动比率	2.49	7.97	2.71	3.65
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.54	0.52	0.56
应收账款周转率	5.46	5.18	5.23	5.25
应付账款周转率	4.33	5.97	5.55	5.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	0.84	1.10	1.42
每股经营现金流薄)	0.60	0.00	1.89	0.48
每股净资产	6.07	5.51	6.61	8.04
估值比率				
P/E	36.40	26.57	20.28	15.73
P/B	4.68	4.07	3.39	2.79
EV/EBITDA	27.03	21.74	16.29	13.49

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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。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。