

百龙创园 (605016)

证券研究报告

2025年04月15日

健康添加剂龙头，产能释放加速成长

功能糖领军企业，产能扩张带来高成长。公司成立于2005年，为国内功能性配料头部供应商，主营业务包括益生元、膳食纤维和健康甜味剂三大部分，下游客户分散且多元化，包括食品、饮料、乳制品、保健品等企业。公司为国内首家取得抗性糊精生产许可证以及首家具备阿洛酮糖工业化生产能力的企业，2019-2024年收入/归母净利润CAGR分别为22%/25%。

新兴行业发展潜力较大，技术壁垒为主要竞争要素。膳食纤维产业蓬勃发展：2023年全球/中国膳食纤维收入分别为5.14/1.29亿美元（同比+7.8%/+10.5%），预计2030年达到10.0/3.1亿美元，下游健康化需求旺盛，全球产能利用率保持高位，高端品抗性糊精技术壁垒高且格局集中，公司具备定制化生产能力，且多数指标居于行业前列；**阿洛酮糖市场潜力较大：**阿洛酮糖具备0卡、降血糖血脂等优点，据Global Info Research，2024年全球市场规模约为2亿美元，预计2030年达到5亿美元，25年阿洛酮糖国内审批有望落地，或将为公司打开新增量空间。

产能扩张带来业绩增量，下游需求稳定性较强。后续公司业绩增量或来源于三大方面：

①**高毛利产品占比提升，盈利水平持续优化。**1) 核心品类膳食纤维25年产能放量，高端品抗性糊精占比提升有望改善盈利水平；2) 原材料结晶果糖由外购转向自产，阿洛酮糖后续毛利率提升空间较大。

②**产能持续快速扩张，有望收入利润双高增。**1) 公司长期受产能限制，产销率保持高位运行，24年公司两大项目投产且调试完毕，或将带来产能翻倍；2) 泰国生产基地26年下半年投产，有望实现玉米/木薯淀粉成本下降15%-20%，国内外产能灵活调节；3) 提前储备其他高端品类产能，保证企业长期发展动力。

③**下游客户粘性较高，合作深化有望带来增量。**公司产品符合饮食健康化、无糖化大趋势，终端消费需求旺盛，下游客户分散且粘性较大，公司整体议价权较高，后续有望通过深化老客户合作以及拓展新客户带动增长。

盈利预测：我们认为，膳食纤维和功能糖市场顺应健康化趋势持续扩容，行业技术壁垒高且竞争格局较优，公司在β上行背景下有望通过两大项目放量实现收入利润较高增长，我们预计24-26年公司营业收入同比+33%/31%/27%至11.5/15.1/19.2亿元，归母净利润同比+30%/33%/30%至2.5/3.3/4.4亿元，对应PE分别为23X/17X/13X。根据相对估值法，我们给予公司25年25X估值，对应目标价为26元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期；结构升级不及预期；市场竞争加剧；上游成本波动；阿洛酮糖国内审批风险；食品安全风险；业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的24年年报为准。

投资评级

行业 基础化工/化学制品

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 17.46元

目标价格 26元

基本数据

A股总股本(百万股) 323.09

流通A股股本(百万股) 323.09

A股总市值(百万元) 5,641.09

流通A股市值(百万元) 5,641.09

每股净资产(元) 5.02

资产负债率(%) 15.89

一年内最高/最低(元) 31.15/14.54

作者

张潇倩 分析师
SAC执业证书编号：S1110524060003
zhangxiaojian@tfzq.com吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com马咏怡 联系人
mayongyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《百龙创园-首次覆盖报告:致力于膳食纤维和益生元产业，打造成为绿色健康食品世界级供应商!》 2021-08-12

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	721.89	868.26	1,151.66	1,512.99	1,920.32
增长率(%)	10.49	20.28	32.64	31.37	26.92
EBITDA(百万元)	233.23	284.67	397.06	491.25	662.09
归属母公司净利润(百万元)	150.80	193.00	250.06	333.75	435.28
增长率(%)	44.34	27.98	29.57	33.47	30.42
EPS(元/股)	0.85	0.78	0.77	1.03	1.35
市盈率(P/E)	20.55	22.48	22.56	16.90	12.96
市净率(P/B)	2.30	2.88	3.21	2.84	2.47
市销率(P/S)	4.29	5.00	4.90	3.73	2.94
EV/EBITDA	13.82	22.88	12.53	9.95	7.19

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 功能糖领军企业，产能扩张带来高成长.....	4
1.1. 产品矩阵多元化，满足健康化需求.....	4
1.2. 股权结构稳定，高管经验丰富.....	5
1.3. 盈利能力保持行业前列，25年新产能带来业绩弹性.....	6
2. 新兴行业发展潜力较大，技术壁垒为主要竞争要素.....	7
2.1. 膳食纤维：产业蓬勃发展，供需保持紧平衡.....	7
2.2. 阿洛酮糖：新型天然代糖空间较大，国内审批成后续亮点.....	10
2.3. 益生元：全球增速稳定，品类分布均匀.....	12
3. 产能扩张带来业绩增量，下游需求稳定性较强.....	13
3.1. 高毛利产品占比提升，盈利水平持续优化.....	13
3.2. 产能持续快速扩张，有望收入利润双高增.....	14
3.3. 下游客户粘性较高，合作深化有望带来增量.....	16
4. 盈利预测.....	17
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：百龙创园发展历程及历史业绩表现.....	4
图 2：公司股权穿透图（截至 2025 年 4 月 12 日）.....	5
图 3：2016-2024 年公司营业收入（亿元）及同比增速.....	6
图 4：2016-2024 年公司归母净利润（亿元）及同比增速.....	6
图 5：2016-2024Q3 分产品收入及增速.....	7
图 6：2016-2023 年分市场收入及增速.....	7
图 7：2016-2024Q3 公司毛利率及净利率.....	7
图 8：2016-2024Q3 研发、销售及管理费用率.....	7
图 9：2019-2030E 全球&中国膳食纤维收入及增长率.....	8
图 10：全球主要地区膳食纤维产量（吨）.....	8
图 11：全球膳食纤维产能利用率.....	8
图 12：全球市场膳食纤维价格趋势（美元/吨）.....	8
图 13：全球不同类型膳食纤维销售额（百万美元）.....	9
图 14：全球抗性糊精市场销售额及增长率（百万美元）.....	9
图 15：全球抗性糊精产能区域分布占比情况.....	10
图 16：2021 年全球前三企业膳食纤维厂商产量占比情况.....	10
图 17：常见代糖种类、甜度、卡路里、稳定性及安全性.....	11
图 18：全球阿洛酮糖市场规模（百万美元）.....	12
图 19：2015-2026 年全球及中国益生元行业产值情况.....	13
图 20：2015-2026 年全球及中国益生元行业产量情况.....	13

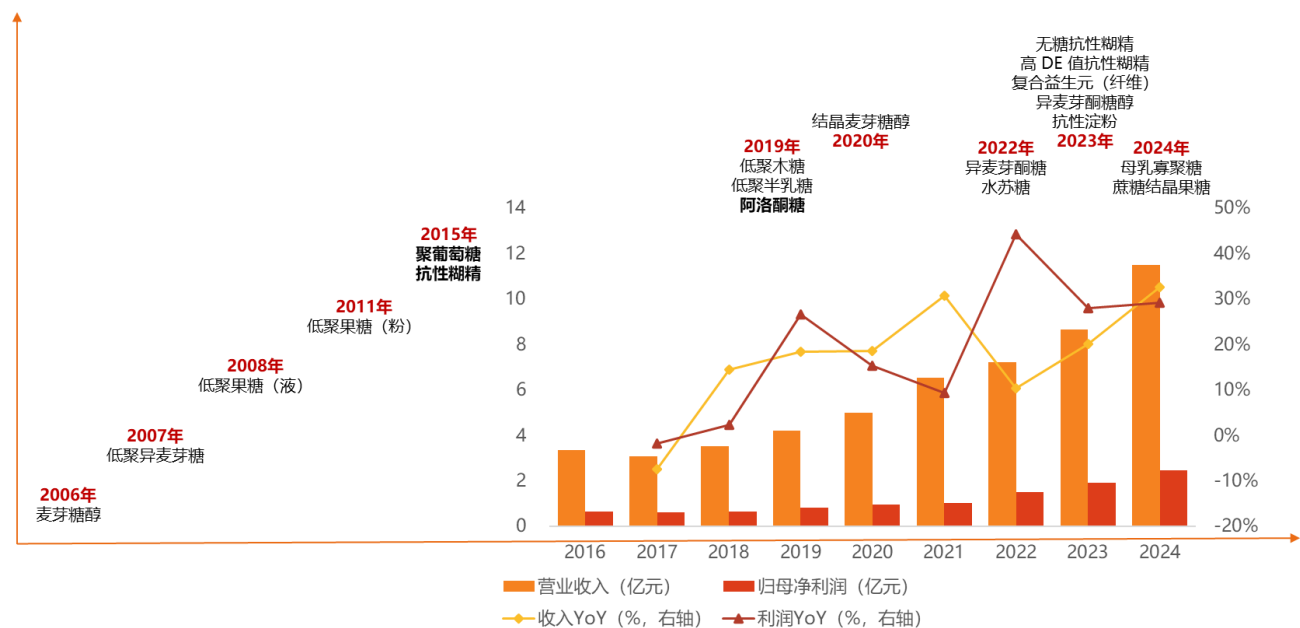
图 21: 2021 年全球益生元产量市场份额	13
图 22: 2016-2024Q3 公司分产品收入比重	13
图 23: 2016-2024Q3 公司分产品收入增速	13
图 24: 2016-2023 年公司分产品毛利率	14
图 25: 2016-2023 年公司分产品吨价 (元/吨)	14
图 26: 2016-2024Q3 公司原材料吨价 (元/吨)	14
图 27: 2016-2024Q3 公司原材料采购量 (吨)	14
图 28: 2016-2023 年公司分产品销量 (吨)	15
图 29: 2016-2023 年公司分产品产销率	15
图 30: 前五大客户销售收入占比	16
图 31: 国内外收入比例及毛利率	16
图 32: 百龙创园 PE (TTM)	18

表 1: 公司产品类别、功效及应用场景	5
表 2: 公司高管职位及简介	6
表 3: 国内鼓励膳食纤维产业发展相关政策	7
表 4: 膳食纤维全球不同应用销售额增速(CAGR)2019 VS2023 VS 2030(百万美元).....	9
表 5: 聚葡萄糖和抗性糊精对比	9
表 6: 各国征收糖税情况梳理	10
表 7: 中国关于减糖控糖政策汇总	11
表 8: 不同天然代糖性能对比	11
表 9: 各公司阿洛酮糖产能项目一览	12
表 10: 公司上市以来扩产项目汇总	15
表 11: 2020 年度前五大客户情况	16
表 12: 下游主要客户简介	17
表 13: 盈利预测表	18
表 14: 相对估值法 (截至 2025 年 4 月 13 日)	19

1. 功能糖领军企业，产能扩张带来高成长

国内功能糖龙头企业，多品类功能性配料供应商。百龙创园成立于 2005 年 12 月，2021 年登陆上交所 A 股主板市场，目前在青岛和泰国设立子公司。公司是全球主要的益生元、膳食纤维和阿洛酮糖生产商之一，2006 年设立之初以生产销售麦芽糖醇产品为主，2007-2014 年逐渐确立以淀粉糖（醇）和益生元系列为主的产品体系，2015 年公司推出自主研发的膳食纤维系列（抗性糊精和聚葡萄糖），2019 年推出新品阿洛酮糖，开启第三增长曲线。公司近年逐渐强化研发优势，提高中高端产品占比，为下游食品、饮料、乳制品、保健品等企业提供优质定制化服务，是行业内少数能够多品种规模化生产、全方位满足客户多样性需求的供应商之一。根据公司披露的 24 年业绩快报，2024 年公司营业收入达到 11.52 亿元，同比增长 33%，实现归母净利润 2.49 亿元，同比增长 29%。

图 1：百龙创园发展历程及历史业绩表现



资料来源：公司公告，百龙创园招股说明书，天风证券研究所

1.1. 产品矩阵多元化，满足健康化需求

主攻生物发酵及功能糖赛道，打造多元化产品结构。公司主营产品包含益生元、膳食纤维和健康甜味剂三类，产品广泛应用于食品、乳制品、饮料、保健品、医药、动物营养及饲料等行业。24Q1-3 益生元/膳食纤维/健康甜味剂营收占比分别为 29%/54%/13%，其中益生元作为一种糖类物质是益生菌的催生剂，能够促进乳酸杆菌和双歧杆菌等益生菌生长，促进肠道健康；膳食纤维作为不能被人体吸收消化的多糖，能够将糖类物质包裹并排出体外，不仅具有润肠通便的功能，还能调节胆固醇和血脂水平；健康甜味剂主要包括阿洛酮糖等产品，可作为蔗糖的替代品。

顺应健康化趋势，产品功能性突出。公司近年快速发展膳食纤维和健康甜味剂业务，膳食纤维主要包含抗性糊精和聚葡萄糖两大产品，其中抗性糊精对生产环节的技术参数要求较高，下游厂商更青睐于定制化产品，同时在降低血脂和增强微量元素吸收等方面功能性更强，因此市场定位相对高端，主要添加在高附加值的产品中，公司近些年逐步扩大抗性糊精产能，从而实现膳食纤维内部结构提升。健康甜味剂方面，阿洛酮糖作为天然代糖，能够降低血糖血脂，甚至预防肥胖和 II 型糖尿病，在食品饮料市场“无糖化”和“健康化”趋势下，新型代糖市场有望迎来高速发展。

表 1: 公司产品类别、功效及应用场景

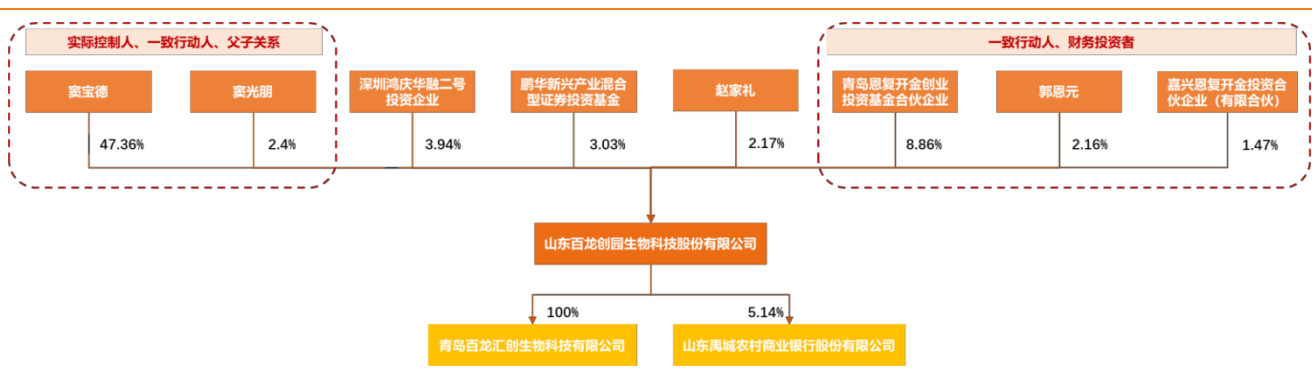
大类	主要品种	产品功效	应用场景
益生元系列	低聚异麦芽糖	以精制淀粉为原料，采用生物酶转化、精制而成，是第一代功能性低聚糖，性价比高， 具有低热量、低甜度、防龋齿、改善肠道微生态、促进矿物质吸收、防治腹泻和便秘的作用。	广泛应用于饮料、乳制品、冷饮、焙烤食品，此外还可作为畜肉加工品、水产制品、果酱油、蜂蜜加工品等的配料。
	低聚果糖	以蔗糖为原料，采用生物酶转化、精制而成， 具有低热量、减轻肝脏肾脏的负担、预防肥胖、防龋齿、改善肠道微生态、降低血清中胆固醇和甘油三酯的含量、促进矿物质吸收、防治腹泻和便秘的作用。	广泛应用于乳制品、婴幼儿奶粉、保健品、饮料、烘焙食品、饲料。
	低聚半乳糖	以精制乳糖为原料，采用生物酶转化、精制而成，低热量，是母乳中天然存在的一种低聚糖，具有很强的益生菌增殖作用， 被称为“黄金益生元”，可矫正亚洲人群乳糖不耐症。	广泛应用于乳制品、婴幼儿奶粉、保健品、饮料、烘焙食品。
	低聚木糖	以玉米芯为原料，预处理后采用生物酶转化、精制而成，低热量，对顽固性便秘人群的效果极佳，被誉为 “超强益生元”，具有超强的益生菌增殖作用 ，在食品加工中耐酸耐热性极佳，应用范围很广。	广泛应用于乳制品、保健品、饮料、烘焙食品、饲料中。
膳食纤维系列	抗性糊精	目前最为畅销的可溶性膳食纤维之一，含量高达 90%以上， 热量低，可抑制餐后血糖水平快速上升，可调节血清中胆固醇和甘油三酯水平，可降低内脏中的中低密度脂肪含量。	广泛应用于保健品、饮料、烘焙食品、代餐类食品、瘦身产品、特膳食品。
	聚葡萄糖	以精制葡萄糖、山梨醇为原料，高温真空聚合、精制而成的一种可溶性膳食纤维， 性价比高，应用范围广。	应用于糖果、烘焙食品、冷饮、乳制品、保健品、饮料、代餐类食品中。
健康甜味剂	阿洛酮糖	阿洛酮糖以精制淀粉为原料，经生物酶转化、精制获得的果糖作为底物（或直接以果糖、葡萄糖或果葡糖浆为原材料），利用果糖差向异构酶转化，精制而成， 热量几乎为零，甜度约为蔗糖的 70%，具有高溶解度，又具有调节血糖的生理功能。	广泛应用于食品、饮料、保健品。

资料来源：百龙创园招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，高管经验丰富

股权架构保持稳定，股权集中度较高。窦宝德先生为公司董事长及控股股东，截止 2025 年 2 月持股比例为 47.36%，同时与其子窦光朋先生（副总经理）同为实际控制人，二人合计持股 49.76%，主导公司日常经营，并对股东大会决议产生重大影响。此外，郭恩元、青岛恩复开金创业投资基金合伙企业、嘉兴恩复开金投资合伙企业为一致行动人，合计持股 12.49%，但仅作为财务投资者，不参与公司日常经营管理。

图 2: 公司股权穿透图（截至 2025 年 4 月 12 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

高管行业经验丰富，团队组织稳定性强。公司高管均在功能糖、膳食纤维生产经营方面具有丰富经验。董事长**窦宝德** 2000 年自立门户创办兴华农业经营农资业务，2005 年创办百龙创园，从事农产品深加工行业；副总经理**窦光朋** 2006 年硕士毕业进入公司，后陆续担任公司质检部负责人、副总经理等职位，**窦光朋**先生目前兼任中国生物发酵产业协会第二届理事会副理事长、中国生物发酵产业协会淀粉糖分会第二届理事会理事等职位。总经理**糕洪建**先生曾任职于保龄宝，后 2008 年加入公司，在功能糖行业深耕多年。

表 2：公司高管职位及简介

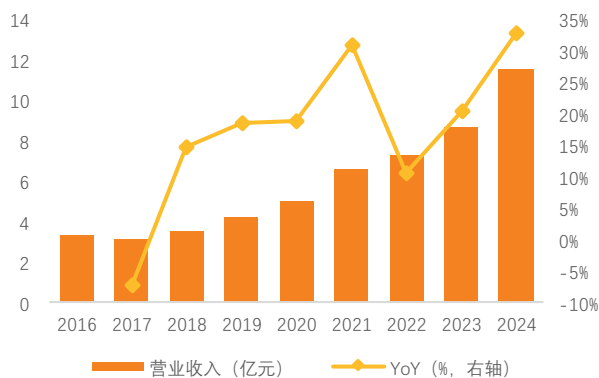
高管	职位	简介
窦宝德	董事长，董事	男，汉族，1964 年出生。2003 年 11 月至 2008 年 10 月，任兴达化工执行董事兼经理；2015 年 6 月至今，任兴达化工执行董事；2006 年 1 月至 2016 年 8 月，任百龙有限执行董事；2016 年 9 月至 2018 年 7 月，任山东百龙创园生物科技股份有限公司董事长兼总经理；2018 年 8 月至今，任山东百龙创园生物科技股份有限公司董事长。
糕洪建	总经理	男，汉族，1978 年出生。1998 年 3 月至 2008 年 3 月，任职于保龄宝生物股份有限公司；2008 年 6 月至 2016 年 8 月，任百龙有限副总经理；2016 年 9 月至 2018 年 7 月，任山东百龙创园生物科技股份有限公司董事兼副总经理，2018 年 8 月至今，任百龙创园生物科技股份有限公司董事兼总经理。
安莲莲	副总经理	女，汉族，1976 年出生。1995 年 11 月至 2005 年 7 月，任职于禹城食品公司；2005 年 8 月至 2012 年 6 月，任职于山东中瑞农业生产资料有限公司；2012 年 7 月至 2016 年 8 月，任百龙有限副总经理；2016 年 9 月至 2021 年 4 月，任山东百龙创园生物科技股份有限公司董事，副总经理兼董事会秘书。
窦光朋	副总经理	男，汉族，出生于 1983 年 1 月。2006 年 12 月-2008 年 2 月任公司质检部负责人；2008 年 2 月-2015 年 12 月任有限公司副总经理；2015 年 12 月-2016 年 9 月任有限公司监事；2016 年 9 月至今任山东百龙创园生物科技股份有限公司副总经理。

资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 盈利能力保持行业前列，25 年新产能带来业绩弹性

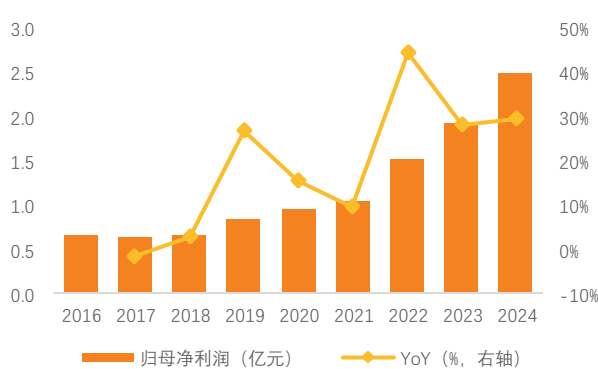
新产线投产带来业绩增量，25 年利润弹性有望释放。2024 年公司营业收入同比增长 33% 至 11.52 亿元，归母净利润同比增长 29% 至 2.49 亿元，19-24 年 CAGR 分别为 22%/25%。自上市以来，公司业绩保持快速增长，从外部角度看，公司生产膳食补充剂及代糖等营养健康产品，迎合下游食品饮料行业健康化和无糖化趋势，市场整体处于扩容态势；从内部角度看，公司 19 年向海外市场推出阿洛酮糖开辟新增长曲线；21 年受阿洛酮糖收入同比增长 751% 影响，收入端表现亮眼，同年由于成本端承压（玉米淀粉、一水葡萄糖、结晶果糖吨价上行）导致利润端降速；24 年新产线陆续投产，收入增速持续上行，受折旧等因素影响利润端表现相较平稳。**我们认为，25 年随着阿洛酮糖原材料端结晶果糖从外购转向自产，利润弹性有望逐步释放。**

图 3：2016-2024 年公司营业收入（亿元）及同比增速



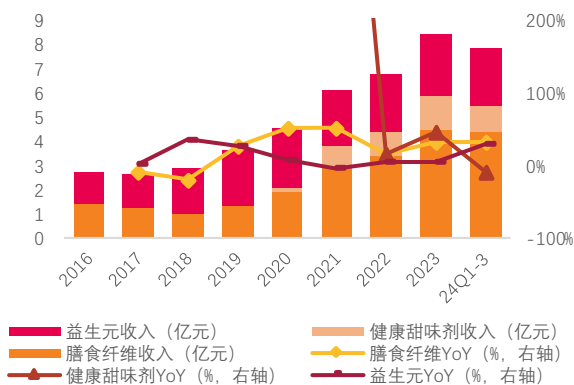
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2016-2024 年公司归母净利润（亿元）及同比增速



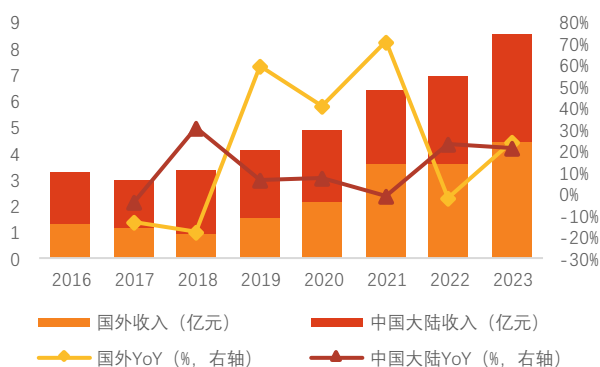
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2016-2024Q3 分产品收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

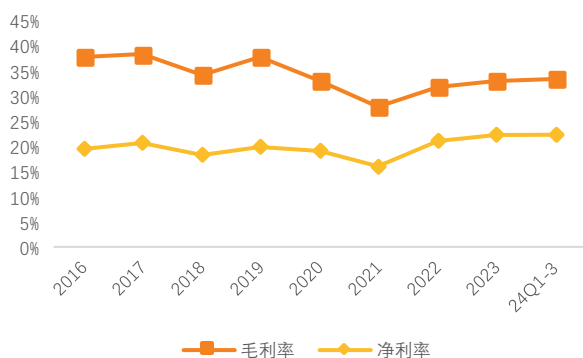
图 6：2016-2023 年分市场收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

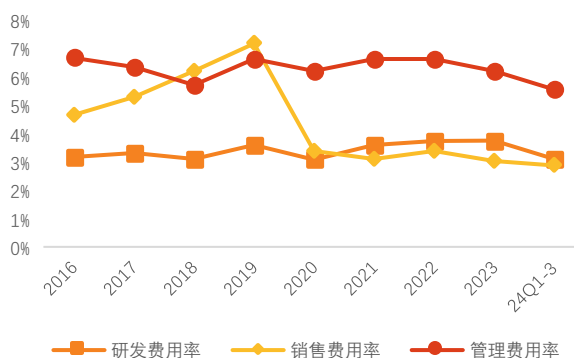
盈利能力位于行业前列，费用效率持续优化。24Q1-3 公司毛利率/净利率分别为 33%/22%，近三年保持稳定水平，21 年毛利率明显下滑主要系原材料价格提升，后续随着膳食纤维内部结构升级，毛利率水平逐渐回升。公司费用率整体呈现稳中有降趋势，主要系公司所处行业位于产业链上游，需求相对刚性且下游客户较为稳定，销售费用绝对值波动较小，且随着规模经济效益的体现，管理费用率逐步下行。

图 7：2016-2024Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2016-2024Q3 研发、销售及管理费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 新兴行业发展潜力较大，技术壁垒为主要竞争要素

2.1. 膳食纤维：产业蓬勃发展，供需保持紧平衡

国内人均膳食纤维摄入量偏低，各国政策鼓励科学膳食。膳食纤维在抑制脂肪吸收、促进肠道健康、预防心脑血管疾病等方面具有积极作用，世界卫生组织将其列为第七大营养素。世界粮农组织建议成人每日膳食纤维摄入量为 27 克，而我国居民每人每日摄入量为 8-12 克，整体明显低于建议量。近年来，国内营养健康类政策陆续发布，并指出国人“膳食纤维缺乏”等问题，一方面要求居民形成科学膳食习惯，另一方面支持企业研究开发功能性膳食纤维等健康食品。

表 3：国内鼓励膳食纤维产业发展相关政策

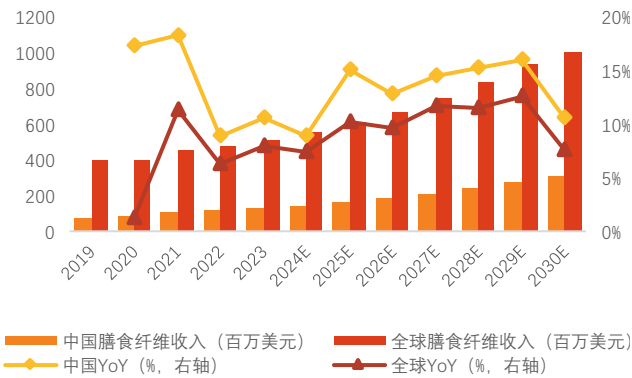
时间	政策文件	重点解读
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	制定实施国民营养计划，深入开展食物营养功能评价研究，全面普及膳食营养知识，引导居民形成科学膳食习惯，推进健康饮食文化建设。
2017 年 1 月	《关于促进食品工业健康发展的指导	加快发展婴幼儿配方食品、老年食品和满足特定人群需求的功能食品，支持发展养生保健食品，研究开发功能性蛋白、功能性膳食纤维、功能性糖原、益生菌类等保健和健康

意见》	食品，并开展应用示范。
2017年6月 《国民营养计划(2017-2030年)》	规范指导满足不同需求的食物营养健康产业发展开发利用我国丰富的特色农产品资源，针对不同人群的健康需求，着力发展保健食品、营养强化食品等新型营养健康食品。
2021年12月 《中国营养学会膳食纤维专家共识》	更新了膳食纤维定义，对21个碳水化合物聚合物进行了科学证据等级评价，形成第一批新型膳食纤维来源的建议名单。

资料来源：华经情报网，天风证券研究所

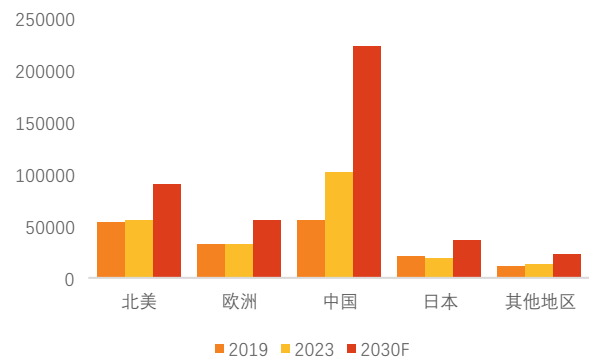
膳食纤维产业蓬勃发展，国内增速预计高于全球平均。根据中国膳食纤维公众号的数据，2023年全球/中国膳食纤维收入分别为514/129百万美元，同比增速分别为7.84%/10.45%。随着全球大健康产业的发展，预计2024-2030年均复合增速分别为10.48%/13.95%，2030年市场规模分别约为1003/306百万美元。从全球市场发展来看，欧美地区膳食纤维研发及添加最早，日本批准设立“全国纤维日”，欧美日等国正在通过大力发展膳食纤维产业减少社会慢性病。随着我国居民生活水平的提升，文明病逐渐进入高发期，国内膳食纤维行业正迎来蓬勃发展黄金时期，据中国膳食纤维公众号，随着国内龙头企业的崛起，2030年国内产量预计达到22万吨，占全球比重约52%，较2023年提升近7个百分点。

图 9：2019-2030E 全球&中国膳食纤维收入及增长率



资料来源：中国膳食纤维公众号，天风证券研究所

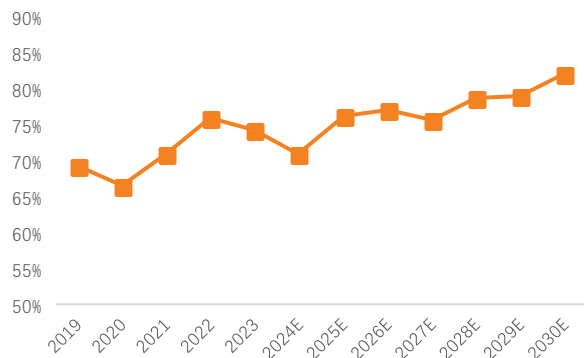
图 10：全球主要地区膳食纤维产量（吨）



资料来源：中国膳食纤维公众号，天风证券研究所

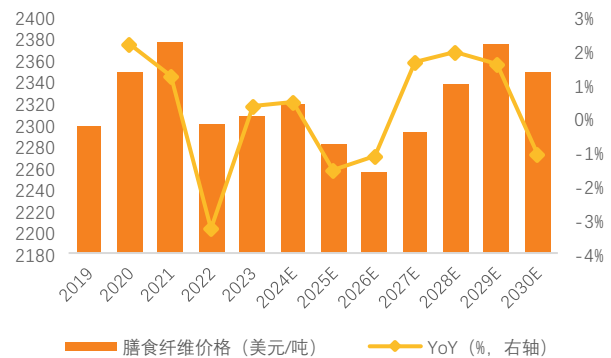
中高端产品技术含量高，产能利用率保持高位。全球膳食纤维产能利用率长期处于高位且持续上行，主要系膳食纤维的中高端产品抗性糊精具有较高的技术壁垒，同时下游终端需求持续增长，整体市场供需呈良性平衡状态，2023年产能利用率约为74%，预计2030年达到82%；从价的角度来看，2019-2023年膳食纤维价格维持在2298-2377美元/吨区间，整体价格波动较小，部分年限主要受玉米淀粉等成本影响。

图 11：全球膳食纤维产能利用率



资料来源：中国膳食纤维公众号，天风证券研究所

图 12：全球市场膳食纤维价格趋势（美元/吨）



资料来源：中国膳食纤维公众号，天风证券研究所

下游应用领域广泛，有望受益保健行业高增。从应用场景来看，膳食纤维主要包含保健品、乳制品、面粉制品及饮料等应用领域，根据中国膳食纤维公众号的数据，2023年这些领域销售额占比分别为32%/16%/15%/19%。由于膳食纤维具有平稳血糖、改善便秘及改善肠道

健康等作用，因此广泛应用于保健品产品，随着全球保健品市场的快速发展，预计 2024-2030 年该领域的膳食纤维增速最快，CAGR 可达 11%左右。

表 4：膳食纤维全球不同应用销售额增速(CAGR)2019 VS2023 VS 2030(百万美元)

应用	2019	2023	2030	CAGR (2019-2023)	CAGR (2024-2030)
保健产品	126.46	165.04	329.73	6.88%	11.05%
乳制品	66.64	84.12	160.97	6.00%	10.08%
面粉制品	58.21	76.1	144.45	6.93%	9.82%
饮料	73.69	95.31	188.24	6.64%	10.47%
其他	73.08	93.1	179.26	6.24%	10.36%
合计	398.08	513.66	1002.65	6.58%	10.48%

资料来源：中国膳食纤维公众号，天风证券研究所

抗性糊精具有高毛利和高技术要求等特点。膳食纤维分为可溶性和不可溶性膳食纤维两种，其中可溶性膳食纤维具有良好的溶解性，且技术稳定成熟，市占率达到 81%左右。可溶性膳食纤维又分为聚葡萄糖和抗性糊精，前者发展时间长，应用范围广泛，且整体价格较低，后者则在降血脂等方面拥有更强的功能性，同时低吸湿性也使其能够添加在固体饮料等高附加值产品中，因此整体价格更高。公司是国内乃至全球少数能够产业化生产抗性糊精的厂商，近几年抗性糊精占比提升推动整体盈利能力上行。

表 5：聚葡萄糖和抗性糊精对比

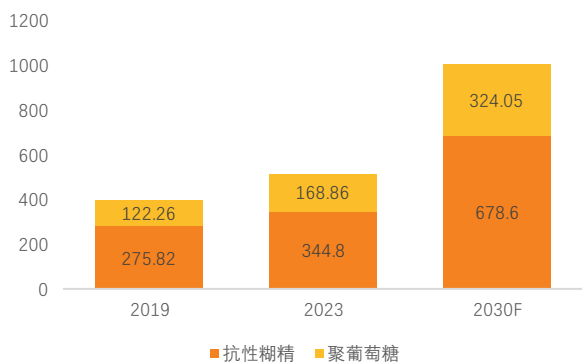
对比项	聚葡萄糖	抗性糊精
现状	发展时间长，应用范围广，应用量大	相对新兴市场，增长速度快
售价与成本	市场平均售价:11-13 元/公斤 平均成本:10 元/公斤	市场平均售价:27 元/公斤 平均成本:约为 25 元/公斤
特点	价格低，具备基本功效（各类食品饮料广泛添加）	价格高，性能佳（耐高温酸碱），可改性（适应不同产品添加）
性能	1.无甜度，粘度高，在低 PH 值下，稳定性更好 2.在肠道内吸水膨胀保持水分，刺激肠道蠕动增强便意 3.有助于改善产品风味、质构和口感 4.具有良好的溶解性和吸湿性，可以作为保湿剂，保持或延长产品的货架时间 5.血糖反应低，代谢不依赖胰岛素，有助于稳定血糖	1.低分子，略有甜味，水溶液黏度低 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

资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

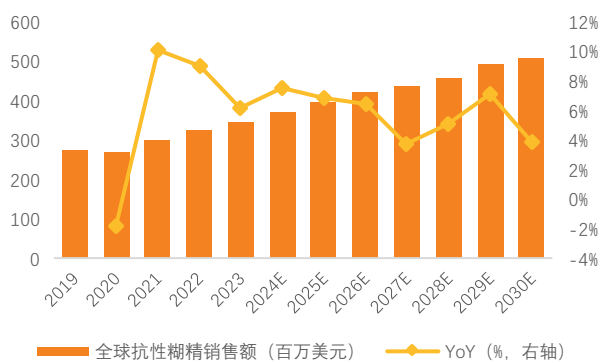
行业集中度较高，公司技术位于国内前列。2023 年全球抗性糊精和聚葡萄糖销售额分别为 345/169 百万美元，预计 23-30 年抗性糊精 CAGR 为 10%，2030 年市场规模将达到 679 百万美元。从竞争格局来看，目前全球抗性糊精市场集中度较高，且近一半产能在欧美等国家（例如英国泰莱、日本松谷化学、法国罗盖特、美国 ADM 等），中国厂商市场份额在 18%左右，国内厂商基本以百龙创园为主，公司生产的 I 型抗性糊精膳食纤维含量达到 90%以上，高于国家原卫生部公告中 82%的含量要求，技术水平处于领先水平。

图 13：全球不同类型膳食纤维销售额（百万美元）

图 14：全球抗性糊精市场销售额及增长率（百万美元）



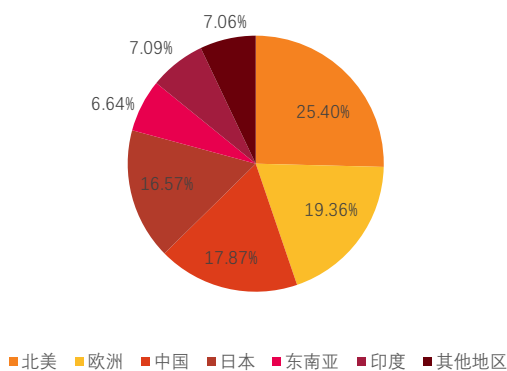
资料来源：中国膳食纤维公众号，天风证券研究所



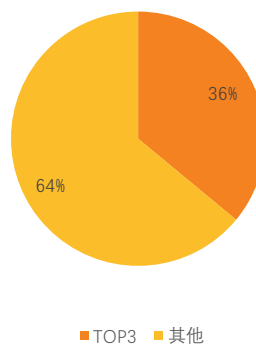
资料来源：Global Info Research 公众号，天风证券研究所

图 15：全球抗性糊精产能区域分布占比情况

图 16：2021 年全球前三企业膳食纤维厂商产量占比情况



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

2.2. 阿洛酮糖：新型天然代糖空间较大，国内审批成后续亮点

减糖需求日趋重要，各国政策推动代糖发展。 过多摄入游离糖是引发糖尿病、高胆固醇血症等疾病的重要原因之一，为了改善国民健康，控制肥胖及糖尿病患者数量，各国纷纷出台相关政策。其中挪威最早开始征收糖税以减少居民人均摄糖量，我国也从 16 年开始陆续出台“健康中国”各类规划，引导全社会减盐、减油、减糖，鼓励食品饮料企业使用天然甜味剂取代蔗糖，驱动代糖、无糖等相关产业发展，同时下游代糖需求快速增长。

表 6：各国征收糖税情况梳理

国家	征收方式	实施效果
挪威	每升含糖饮料征税约为 2.49 元	目前挪威是居民肥胖率较低国家之一
墨西哥	每升含糖饮料约为 0.14 元	征税一年后，含糖饮料的销售量减少了 6%；每人年均少喝 4 升含糖饮料“糖税”可，使墨西哥的肥胖率年均下降 2.5%
法国	每百升 7.5 欧元	为政府带来每年 3.7 亿欧元收入
印度	对含糖饮料征税 20%+	预防 1000 万超重/肥胖及 40 万 2 型糖尿病案例的发生
匈牙利	4%税率	汽水销量减少 19%
智利	大于 6.25g/100ml 征收 18% 小于 6.25g/100ml 征收 10%	含糖饮料人均消费量从 3.5L 降低到 2.7L
英国	大于 8g/100ml，24 便士/L 大于 5g/100ml，18 便士/L	含糖饮料糖含量降低了 11%，热量降低了 6%

资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

表 7：中国关于减糖控糖政策汇总

政策	时间	核心内容
《健康中国 2030 规划纲要》	2016 年	健全居民营养检测制度，重点解决部分人群油脂等高热能食物摄入过多问题。
《国民营养计划 (2017-2030)》	2017 年	全面实施全民健康生活方式行动，推进“三减健”(减盐、减油、减糖，健康口腔、健康体重、健康骨骼)等专项行动。
《产业结构调整指导目录(2019 年)》	2019 年	鼓励发展采用发酵法工艺生产多元糖醇及生物法化工多元醇、功能性发酵制品等的开发、生产、应用。
《健康中国行动 (2019-2030)》	2019 年	提出合理膳食行动，重点鼓励全社会减盐、减油、减糖，提倡到 2030 年人均每日食盐摄入量不高于 5g，人均每日添加糖摄入量不高于 25g。行动倡导食品生产经营者使用食品安全标准允许使用的天然甜味物质和甜味剂取代蔗糖，科学减少加工食品中的蔗糖含量。

资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

部分人工代糖存在安全性问题，阿洛酮糖为健康代糖代表。代糖和蔗糖一样可以提供甜味，但是由于不参与代谢，所以很少甚至不会产生热量或者提升血糖值。代糖可以划分为人工代糖、天然代糖和低聚糖，其中以安赛蜜、三氯蔗糖、阿斯巴甜为代表的人工代糖往往甜度较高，价甜比较低，但是部分存在一定安全性问题，因此往往添加量较小；以罗汉果苷、甜叶菊、赤藓糖醇为代表的天然代糖安全性较高，其中赤藓糖醇虽然各方面性能表现出众，但存在引起肠胃消化问题的风险；低聚糖中的阿洛酮糖除具备赤藓糖醇的优点外，还在降血糖血脂以及预防糖尿病等方面具备优势，技术含量及价甜比都处于较高水平。

图 17：常见代糖种类、甜度、卡路里、稳定性及安全性

	名称	甜度	卡路里	GI 值
天然糖	蔗糖	1	16.7	68
	果糖	1.73	16.7	23
	葡萄糖	0.74	16.7	100
人工代糖	阿斯巴甜	150~250	4	0
	安赛蜜	200	4	0
	三氯蔗糖	600	0	0
	糖精	200~700	0	0
天然代糖 + 糖醇	甜叶菊	150~300	0	0
	罗汉果苷	150-300	0	0
	甘草甜素	200~300	0	0
	赤藓糖醇	0.6-0.8	0	0
	木糖醇	1	2.4	12
	异麦芽糖醇	0.5	2	2
	D-阿洛酮糖	0.7	0	0

资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

表 8：不同天然代糖性能对比

甜味剂	成本	主要优势	安全性	价甜比(元/kg/甜度)
赤藓糖醇	17000-18000 元/吨，毛利率 2020 年为 15.27%，2019 年为 21.1%(保龄宝)	不升糖、0 卡、不参与代谢、口感还原度高、抗氧化	较高(但有引起肠胃消化问题的风险)	32.31
D-阿洛酮糖	2019 年单位成本 17140 元/吨，2020 年为 11552 元/吨，毛利率约 39%(百龙创园)	除具备赤藓糖醇优点外，还可产生美拉德反应、降低血糖、血脂，有助于肝脏解毒和改善肝功能，还可预防肥胖和 2 型糖尿病。	高(对肠胃负担轻抑制肥胖、缓解 2 型糖尿病)	85.71
L-阿拉伯糖	-	1)降血糖;2)降血脂;3)减肥:抑制人体对蔗糖的吸收;4)促进肠道与消化健康	高	-

D-塔格糖	-	降血糖、改善肠道菌群、增加风味、抗龋齿	较高(会微量升糖 GI 值 3)	-
-------	---	---------------------	------------------	---

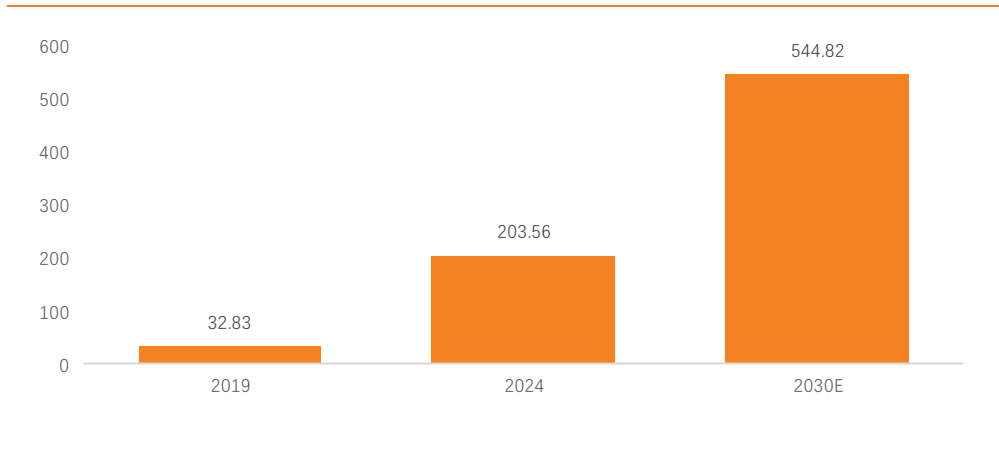
资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

注：蔗糖价甜比为 5.95 元/kg/甜度

天然代糖发展空间较大，阿洛酮糖已被多国授权。在甜味剂天然化安全化趋势下，天然代糖整体增速预计高于人工代糖，2024 年全球天然甜味剂市场规模为 257.8 亿美元，预计 2032 年将增长至 426.1 亿美元，CAGR 达到 6.48%。阿洛酮糖目前已被多个国家（美日韩、墨西哥、新加坡等）授权为食品可用成分，据 Global Info Research，24 年全球市场规模约为 2 亿美元，预计 30 年将达到 5 亿美元。

全球少数厂商可商业化生产，25 年阿洛酮糖国内审批有望落地。全球仅有少数企业能够生产阿洛酮糖，其中包括松谷化学、英国泰莱、百龙创园等，百龙创园是国内首家实现商业化的企业，由于国内尚未批准其应用于食品工业，因此目前全部用于出口。21 年我国卫健委受理阿洛酮糖作为新食品原料的申请，23 年 5 月“D-阿洛酮糖-3-差向异构酶”获批成为食品加工用酶制剂，25 年阿洛酮糖国内审批有望落地，或将为百龙创园为代表的代糖企业开辟广阔的国内增量空间。

图 18：全球阿洛酮糖市场规模（百万美元）



资料来源：Global Info Research 公众号，天风证券研究所

表 9：各公司阿洛酮糖产能项目一览

公司	时间	项目
百龙创园	2019 年	首次实现阿洛酮糖的量产销售，是我国最早布局阿洛酮糖产品的企业。
	2024 年 6 月	年产 1.5 万吨阿洛酮糖结晶糖项目正式投产。
	2024 年 9 月	拟发行可转债募资不超过 7.8 亿元，用于泰国工厂（新增 1.2 万吨晶体阿洛酮糖、0.7 万吨液体阿洛酮糖、2 万吨抗性糊精、0.6 万吨低聚果糖产能）
保龄宝	2023 年 5 月	公司现有阿洛酮糖晶体产能 7000 吨，后续新增产能将分阶段建设。
三元生物	2024 年 7 月	“年产 2 万吨阿洛酮糖项目”中的 1 万吨产能已完成工程主体建设、设备安装和调试工作。
金达威	2023 年 10 月	发布公告拟投资 5.36 亿元用于年产 3 万吨阿洛酮糖、年产 5000 吨肌醇建设项目。
韩国三养株式会社	2024 年 9 月	韩国最大的阿洛酮糖工厂的建设完成，年产能为 1.3 万吨，生产能力比此前高出四倍多，既能生产液态阿洛酮糖，也能生产结晶阿洛酮糖。

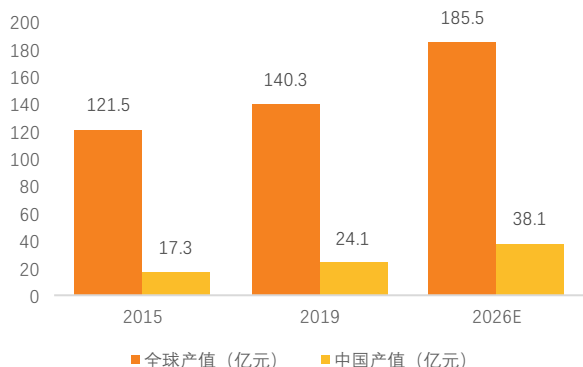
资料来源：公司公告，智药局公众号，天风证券研究所

2.3. 益生元：全球增速稳定，品类分布均匀

国内为益生元重要产地，各品类分布均匀。益生元作为益生菌的食物，主要包含低聚果糖、低聚半乳糖、低聚异麦芽糖等，根据华经产业研究院的数据，预计 26 年全球/国内（包含

膳食纤维) 产值可达 185.5/38.1 亿元, 产量可达 86.6/24 万吨, 国内产值/产量占比分别为 21%/28%。细分产品来看, 各类产品占比较为均匀, 其中低聚异麦芽糖在国内应用最早、价格较低, 低聚果糖对双歧杆菌增殖效果较优, 低聚半乳糖工艺复杂、价位较高。

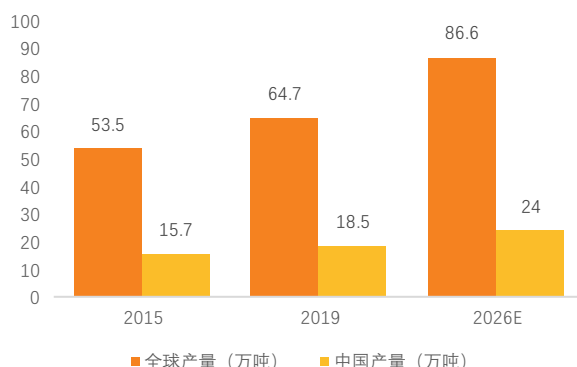
图 19: 2015-2026 年全球及中国益生元行业产值情况



资料来源: 华经产业研究院, 天风证券研究所

注: 益生元与膳食纤维定义边界模糊, 图中数据包含膳食纤维 (聚葡萄糖和抗性糊精)

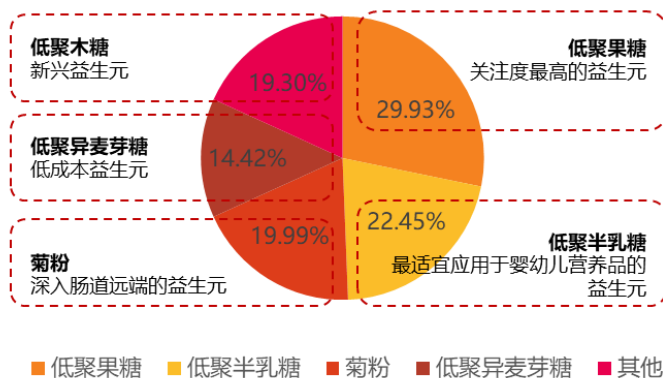
图 20: 2015-2026 年全球及中国益生元行业产量情况



资料来源: 华经产业研究院, 天风证券研究所

注: 益生元与膳食纤维定义边界模糊, 图中数据包含膳食纤维 (聚葡萄糖和抗性糊精)

图 21: 2021 年全球益生元产量市场份额



资料来源: 艾瑞咨询公众号, 天风证券研究所

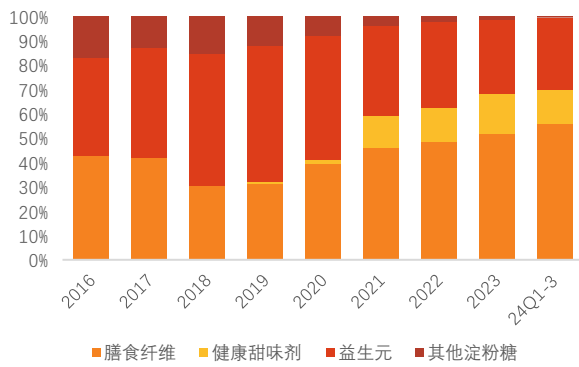
3. 产能扩张带来业绩增量, 下游需求稳定性较强

3.1. 高毛利产品占比提升, 盈利水平持续优化

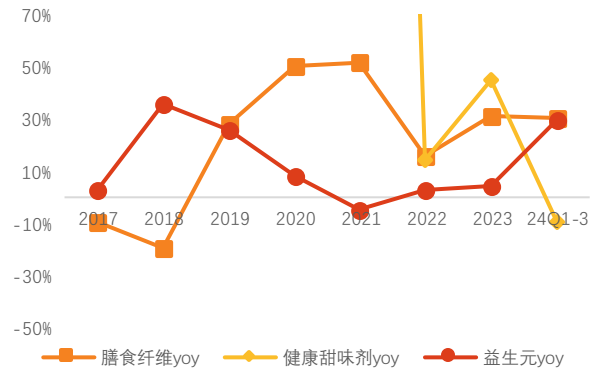
核心品类膳食纤维再迎高增, 新品阿洛酮糖持续放量。2024Q1-3 膳食纤维/健康甜味剂/益生元/其他淀粉糖占比分别为 56%/13%/30%/1%。2016-2019 年期间, 益生元为公司核心产品, 占比一度达到 56%左右; 2019 年开始膳食纤维系列产能逐步扩张, 19-20 年产能利用率均超过 100%, 收入比重从 19 年的 31%提升至 24Q1-3 的 56%, 随着 24 年 5 月新项目投产, 25 年膳食纤维或再迎高速增长; 2019 年阿洛酮糖新品推出, 20-21 年实现高速放量, 2024 年随着新产线调试完成, 阿洛酮糖有望实现高速放量。

图 22: 2016-2024Q3 公司分产品收入比重

图 23: 2016-2024Q3 公司分产品收入增速



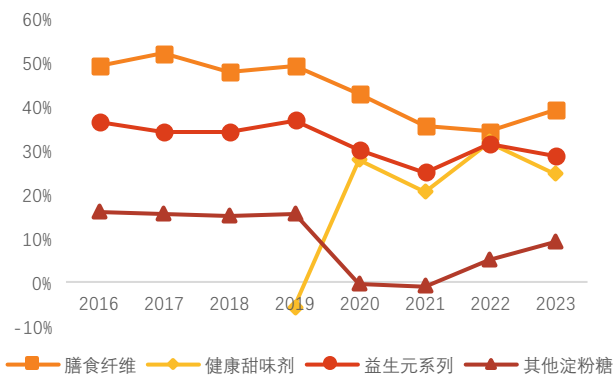
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

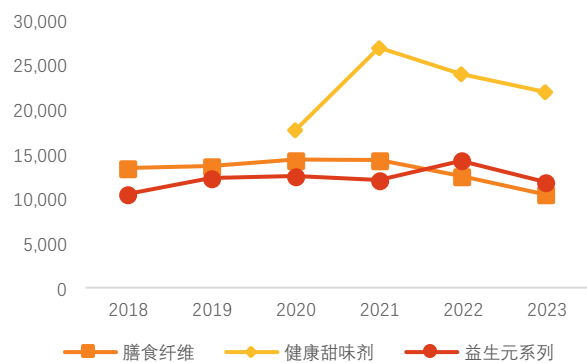
高端品抗性糊精占比提升，阿洛酮糖盈利水平有望优化。2023 年膳食纤维/健康甜味剂/益生元/其他淀粉糖毛利率分别为 39%/24%/29%/9%。其中膳食纤维保持较高毛利率，16-20 年毛利率均在 40%以上，21 年毛利率下滑主要受原材料价格上行影响，后续随着高端品抗性糊精占比提升，膳食纤维毛利率稳步回升；阿洛酮糖历史毛利率波动较大，后续随着主要原料结晶果糖自建产能释放，成本水平得以优化，毛利率有望回升较高水平；其他淀粉糖毛利率水平较低，后续公司减少低端产能投入，有望进一步抬升整体盈利水平。

图 24：2016-2023 年公司分产品毛利率



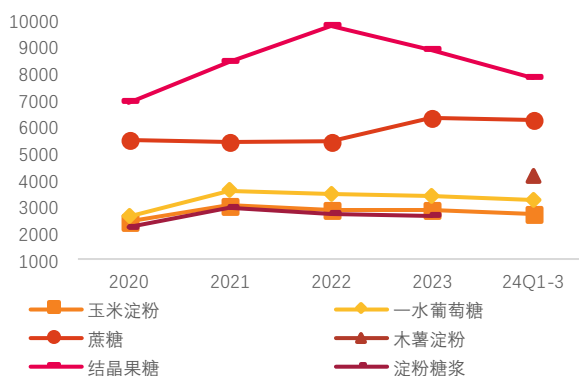
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2016-2023 年公司分产品吨价 (元/吨)



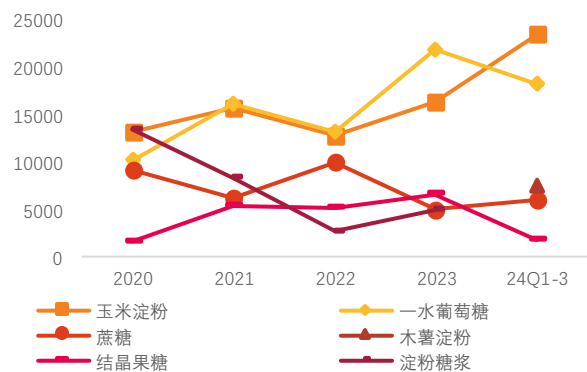
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：2016-2024Q3 公司原材料吨价 (元/吨)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：2016-2024Q3 公司原材料采购量 (吨)

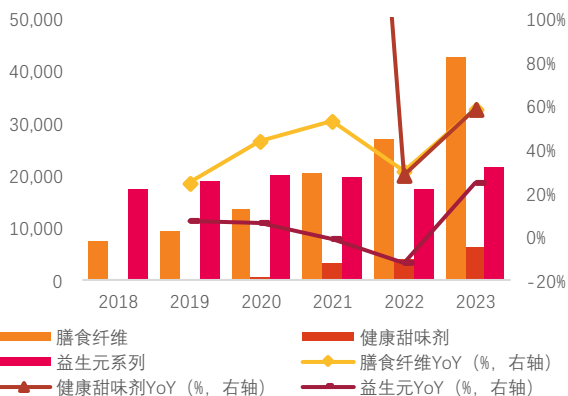


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 产能持续快速扩张，有望收入利润双高增

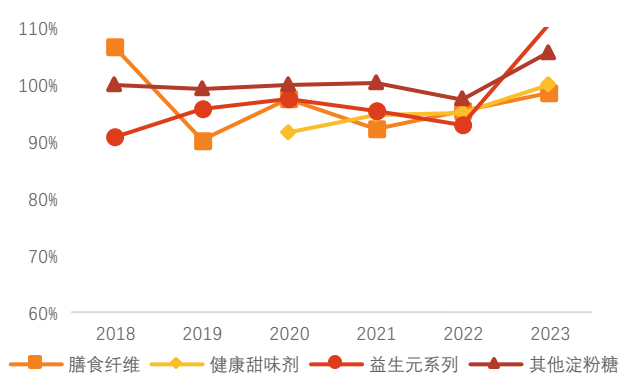
近年销量快速提升，公司产能长期紧张状态。2023 年膳食纤维/健康甜味剂/益生元销售量分别为 42623/6279/21604 吨，同比提升 58%/59%/25%，主要系 23 年 4 月公司投产 5000 吨抗性糊精、7000 吨聚葡萄糖以及 8000 吨低聚果糖产能。公司作为全球业内少数具备多品种规模化生产能力以及定制化能力的企业之一，产品常年保持供需平衡，产销率持续高位运行，23 年膳食纤维和健康甜味剂产销率近 100%，益生元产销率达到 111%，24 年公司两大项目投产有望缓解公司产能紧张的问题，助力公司进一步释放业绩增量。

图 28：2016-2023 年公司分产品销量（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2016-2023 年公司分产品产销率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

产线投产带来增长空间，25 年公司增速或可观。公司产能陆续释放，且近期项目多集中在毛利率较高的抗性糊精，以及市场空间广阔的阿洛酮糖上，公司行业竞争优势有望进一步凸显。3 万吨可溶性膳食纤维项目和 1.5 万吨结晶糖项目投产前（23 年）公司膳食纤维/阿洛酮糖产量分别为 4.3 万吨/0.6 万吨，投产后有望达到 7.3 万吨/2.1 万吨，产能接近翻倍提升，同时产线增加也有望减少因切换产线产生的调试成本。

设立泰国生产基地，长期成本持续优化。2023 年 10 月公司发布公告投资建设泰国生产基地，预计新建阿洛酮糖生产线（可生产阿洛酮糖、结晶果糖、异麦芽酮糖等）和抗性糊精生产线（可联产低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖等益生元产品）。该项目不仅能够扩充产能开启新一轮增长，而且能够更进一步开拓海外客户和降本增效，泰国具备明显原材料成本优势，当地玉米淀粉和木薯淀粉价格较国内低 15-20%，其他糖质原料较国内低 30%。

表 10：公司上市以来扩产项目汇总

扩产项目	投资额 (亿元)	细分产品	年产能(吨)	投产时间
已投产项目	0.62	低聚果糖(粉)	8000	2023 年 4 月
		抗性糊精(粉)	5000	
		聚葡萄糖(粉)	7000	
	3	抗性糊精(液体)	7000	2024 年 5 月
		抗性糊精(粉)	3000	
		聚葡萄糖	20000	
1.6	结晶果糖	10000	2024 年 5 月	
	阿洛酮糖	5000		
在建项目	9.1	阿洛酮糖(晶体)	12000	-
		阿洛酮糖(液体)	7000	
		抗性糊精	20000	
		低聚果糖	6000	
	2.1	异麦芽酮糖	11000	-
低聚半乳糖	1800			

		乳果糖	200	
年产 9000 吨母乳寡糖联产塔格糖项目	4	母乳寡糖	6000	-
		塔格糖	3000	
		1000 吨生物酶制剂项目	0.65	D-阿洛酮糖 3-差向异构酶

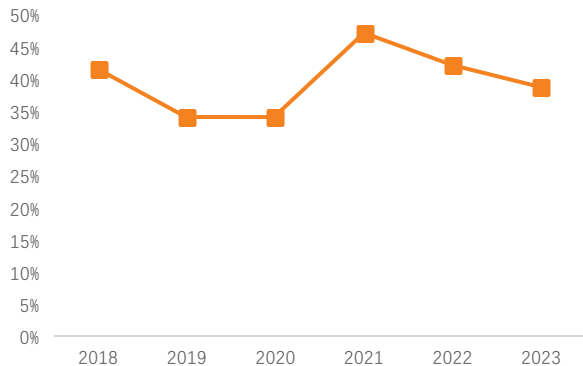
资料来源：公司公告，新浪财经，原料药情报局公众号，天风证券研究所

持续探索新型工艺，提前储备高端品类产能。此外公司积极探索新型工艺和产品，保持行业引领地位，提前布局产线，从而为后续新品开启增长曲线奠定基础。24 年 8 月，公司公告将投资建设“功能糖干燥扩产与综合提升项目”，其中包含的异麦芽酮糖、低聚半乳糖以及乳果糖均属于高端品类，且目前市场布局企业较少，24 年公司开发出母乳寡聚糖、蔗糖结晶果糖等新品，提前储备高端新兴技术或品类以保证长期发展。

3.3. 下游客户粘性较高，合作深化有望带来增量

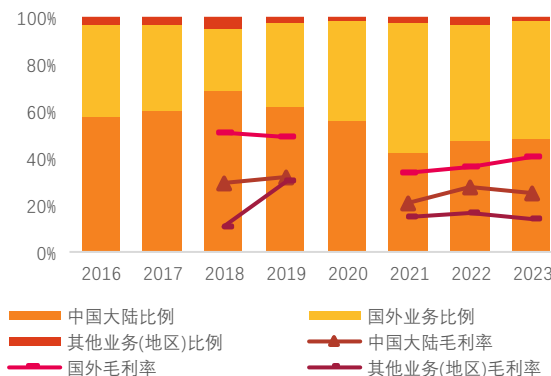
下游客户结构分散，海外毛利水平较高。公司下游客户包括食品、饮料、乳品、保健品等生产商和营养健康配料贸易商（例如 Quest Nutrition、娃哈哈、农夫山泉、蒙牛、伊利、旺旺、飞鹤乳业等），随着公司销售市场扩大，整体终端客户结构趋于分散，2023 年前五大客户销售收入占比为 39%，受下游客户波动风险较低。从销售地区来看，自阿洛酮糖和抗性糊精向海外放量，公司海外收入比重明显提升，且海外出口主要为高端产品，因此毛利率整体高于国内，23 年国外业务占比 51%，毛利率为 40%左右；从销售对象来看，公司主要面向贸易商销售，2020 年贸易商销售占比 60%，主要因为行业上游生产厂商集中，但终端客户区域行业分散，因此贸易商在对接中小客户资源方面具备一定优势，且可以控制回款等资金风险。

图 30：前五大客户销售收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：国内外收入比例及毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

深化新老客户合作，定制化产品需求粘性大。根据公司招股说明书，公司 2020 年前五大客户分别为安德森配料、普贤公司、加拿大健康配料、美国 SMI 公司以及广州醇天然生物科技有限公司。其中 2020 年安德森配料占比 21%（其下游客户包括蛋白棒生产商 TruFood Mfg 与 Quest Nutrition、冰淇淋生产商 HaloTop 等北美知名企业），下游客户需求增长以及采购阿洛酮糖新品带动其比重提高。由于下游客户为保证产品口感及相关指标的统一性，在产品成型后基本不会更换供应商，因此公司整体客户粘性较大。随着公司知名度提升以及技术研发优势凸显，公司进一步深化与老客户合作的同时，有望积极拓展新客户带动后续增长。

表 11：2020 年度前五大客户情况

序号	客户名称	收入金额 (万元)	占营业收入的比例 (%)	客户类别	主要销售产品
1	安德森配料	10566.7	21.15	贸易商	有机木薯抗性糊精粉、木薯 900 液、阿洛酮糖、木薯抗性糊精液
2	普贤公司	2461.92	4.93	贸易商	低聚果糖粉

3	加拿大健康配料	1459.03	2.92	贸易商	DP3-900 液、木薯 900 液
4	美国 SMI 公司	1267.69	2.54	贸易商	有机 900 液、有机木薯抗性糊精粉、有机木薯抗性糊精液
5	广州醇天然生物科技有限责任公司	1244.85	2.49	贸易商	低聚果糖粉、抗性糊精粉
合计		17000.19	34.03	-	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 12：下游主要客户简介

客户名称	基本情况	主要销售产品	占客户采购份额及地位
美国 SMI 公司	成立于 2008 年，是一家位于美国洛杉矶的从事食品健康配料的贸易公司，其下游主要客户为安德森配料。	抗性糊精粉 抗性糊精液	抗性糊精主要从公司采购；公司产品占客户总采购比约为 70%。公司属于该客户大型供应商。
普贤公司	在中国香港注册的贸易公司，主要从事食品类贸易，下游主要客户为大韩制糖株式会社。	低聚果糖粉	低聚果糖主要从公司采购；公司产品占客户总采购比约为 15%。公司属于该客户小型供应商。
华汇生物	公司经营范围包括商品批发贸易，食品添加剂制造，淀粉及淀粉制品制造等。华汇生物的下游客户主要是加拿大 BioNeutra 公司。	有机 900 液 900 液 900 粉	低聚异麦芽糖主要从公司采购；公司产品占客户总采购比约为 72%。公司属于该客户大型供应商。
安德森配料	一家位于美国洛杉矶的从事食品健康配料的贸易公司，其下游用户主要是食品、健康食品的制造商，包括蛋白棒生产商 TruFoodMfg 与 QuestNutrition、冰淇淋生产商 HaloTop 等北美知名企业。	木薯抗性糊精液 木薯 900 液	抗性糊精、低聚异麦芽糖主要从公司采购；公司产品占客户总采购比约为 14%。公司属于该客户四大制造合作伙伴之一。
加拿大健康配料	2009 年成立，公司主要经营非转基因蛋白质类产品、膳食纤维类产品和甜味剂。主要客户分布在美国、加拿大等北美地区。	抗性糊精粉	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测

核心假设：

收入端：我们认为，随着全球人口老龄化、三高一超问题的持续，减盐、减油、控糖的饮食理念逐渐深入人心，全球膳食纤维市场仍处于持续扩容阶段，同时公司 25 年 3 万吨膳食纤维项目或将带来放量提速，26 年下半年泰国项目有望投产，预计 24-26 年膳食纤维同比增长 41%/32%/22%；25 年阿洛酮糖国内审批有望落地，同时 1.5 万吨结晶糖项目放量，预计 24-26 年健康甜味剂同比增长 21%/60%/50%；随着新产线建成，益生元产能紧张问题有望缓解，且功能糖干燥扩产与综合提升项目有望后续放量，预计 24-26 年益生元系列同比增长 21%/20%/25%；公司逐渐收缩盈利水平低的其他淀粉糖业务，预计 24-26 年同比变动 -70%/-5%/0%。综合来看，我们预计 24-26 年公司整体营业收入同比增长 33%/31%/27%。

盈利端：我们认为，虽然新项目在建工程转固定资产带来的折旧摊销对公司盈利水平产生一定影响，但是随着阿洛酮糖原料端由外购转自产，预计盈利端保持稳中有升。我们预计，2024-2026 年膳食纤维毛利率分别为 38.7%/38.4%/38.7%，健康甜味剂毛利率分别为 23.8%/29.0%/30.0%，益生元毛利率分别为 28.6%/28.0%/30.0%，公司整体毛利率预计分别为 32.7%/33.3%/34.1%。

表 13：盈利预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	653.36	721.89	868.26	1,151.66	1,512.99	1,920.32
yoy	30.77%	10.49%	20.28%	32.64%	31.37%	26.92%
毛利率	27.81%	31.66%	32.73%	32.73%	33.34%	34.05%
食品行业						
收入	638.52	696.18	854.14	1,106.17	1,465.22	1,867.77
yoy	30.02%	9.03%	22.69%	29.51%	32.46%	27.47%
毛利率(%)	28.12%	32.21%	33.03%	33.50%	33.97%	34.61%
膳食纤维						
收入	292.53	338.81	444.11	624.91	823.42	1,000.61
yoy	51.55%	15.82%	31.08%	40.71%	31.77%	21.52%
毛利率(%)	35.31%	34.35%	38.96%	38.70%	38.40%	38.70%
健康甜味剂						
收入	83.00	94.70	137.23	165.57	264.17	396.25
yoy	751.22%	14.10%	44.91%	20.65%	59.55%	50.00%
毛利率(%)	20.70%	31.71%	24.40%	23.80%	29.00%	30.00%
益生元系列						
收入	238.55	246.05	257.10	310.93	373.11	466.39
yoy	-4.67%	3.15%	4.49%	20.94%	20.00%	25.00%
毛利率(%)	24.86%	31.30%	28.86%	28.60%	28.00%	30.00%
其他淀粉糖						
收入	24.45	16.62	15.70	4.76	4.52	4.52
yoy	-35.82%	-32.02%	-5.52%	-69.70%	-5.00%	0.00%
毛利率(%)	-1.08%	4.85%	9.21%	8.80%	8.80%	8.80%
其他业务						
收入	14.83	25.71	14.12	45.49	47.77	52.55
yoy	74.19%	73.36%	-45.10%	222.28%	5.00%	10.00%
毛利率(%)	14.51%	16.75%	14.41%	14.00%	14.00%	14.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

相对估值法：选取科拓生物和安琪酵母作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 23X，参考可比公司平均估值，同时考虑到百龙创园 2025 年两大项目放量，且阿洛酮糖原料端从外购转向自产，因此利润水平具有较大弹性空间，因此给予百龙创园 25 年 25X 估值，预计 EPS 为 1.03 元，对应目标价为 26 元。

图 32：百龙创园 PE (TTM)



资料来源：wind，天风证券研究所

表 14：相对估值法（截至 2025 年 4 月 13 日）

证券代码	公司简称	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元，2025E）	市盈率 PE（2025E）
300858.SZ	科拓生物	13.55	35.70	0.48	28.34
600298.SH	安琪酵母	33.37	289.87	1.82	18.31
可比公司平均					23.32

资料来源：wind，天风证券研究所（注：可比公司盈利预测为 wind 一致预测）

5. 风险提示

1、项目投产不及预期

公司 24 年两大项目投产，新产能释放为后续业绩增速的主要来源，若出现设备调试不完备、产能释放受阻等问题，或对后续业务增长带来负面影响。

2、结构升级不及预期

公司后续归母净利润增速或来源于膳食纤维中高端品抗性糊精占比提升，若抗性糊精吨价或者比重下滑明显，公司盈利能力可能受到不利影响。

3、市场竞争加剧

产业链下游健康营养需求旺盛，且健康性食品原料多元发展，若行业后续竞争加剧，供需结构失衡，行业内部进行价格战，或将影响公司产品结构及盈利能力。

4、上游成本波动

虽然公司结晶糖已基本从外购转向自产，但是玉米淀粉等原料仍主要源自进口，若上游成本抬升，或将对公司盈利能力成长产生不利影响。

5、业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的 24 年年报为准

本文部分业绩数据使用业绩预告数据，但业绩预告与实际业绩或存在一定差距，具体 24 年业绩数据需以公司正式发布的 24 年年报为准。

6、阿洛酮糖国内审批风险

目前阿洛酮糖审批进入公开征求意见阶段，但仍存落地风险，若阿洛酮糖国内审批落地不成功，或将影响后续公司业绩增速表现。

7、食品安全风险

膳食纤维和代糖作为食品添加剂，受到严格食品安全监管，如若出现食品安全问题，或将影响整体行业发展，继而对公司后续增长产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	191.69	175.87	303.46	388.95	516.42
应收票据及应收账款	152.63	169.43	257.75	303.45	408.83
预付账款	7.12	9.57	12.57	16.25	19.94
存货	167.71	152.05	272.05	280.11	413.23
其他	336.39	266.82	266.48	269.76	269.79
流动资产合计	855.54	773.74	1,112.31	1,258.52	1,628.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	306.09	329.84	747.72	626.94	842.84
在建工程	193.36	522.23	2.70	352.70	69.41
无形资产	14.74	14.19	13.65	13.10	12.56
其他	102.22	114.18	112.65	111.75	111.75
非流动资产合计	616.41	980.44	876.72	1,104.50	1,036.56
资产总计	1,471.95	1,754.18	1,989.03	2,363.02	2,664.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	93.34	214.89	193.92	338.34	330.02
其他	27.76	26.80	35.29	34.26	43.58
流动负债合计	121.11	241.70	229.21	372.60	373.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.89	4.66	4.66	4.66	4.66
非流动负债合计	5.89	4.66	4.66	4.66	4.66
负债合计	126.99	246.35	233.87	377.25	378.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	177.52	248.53	323.09	323.09	323.09
资本公积	579.80	508.79	508.79	508.79	508.79
留存收益	573.10	735.91	908.68	1,139.29	1,440.05
其他	14.54	14.60	14.60	14.60	14.60
股东权益合计	1,344.96	1,507.83	1,755.17	1,985.77	2,286.53
负债和股东权益总计	1,471.95	1,754.18	1,989.03	2,363.02	2,664.78

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	150.80	193.00	250.06	333.75	435.28
折旧摊销	47.97	46.08	123.90	124.33	180.94
财务费用	0.00	2.25	(5.18)	(7.48)	(9.79)
投资损失	(8.89)	(8.17)	(8.17)	(8.17)	(8.17)
营运资金变动	(80.47)	(63.29)	(221.94)	83.56	(241.23)
其它	40.41	24.77	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	149.82	194.63	138.67	525.99	357.04
资本支出	178.35	398.24	21.70	353.00	113.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(425.25)	(621.96)	(35.23)	(697.83)	(217.83)
投资活动现金流	(246.90)	(223.72)	(13.53)	(344.83)	(104.83)
债权融资	13.32	5.60	5.18	7.48	9.79
股权融资	(28.70)	(59.58)	(2.73)	(103.15)	(134.53)
其他	2.31	19.87	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(13.07)	(34.12)	2.46	(95.67)	(124.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(110.15)	(63.21)	127.59	85.49	127.47

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	721.89	868.26	1,151.66	1,512.99	1,920.32
营业成本	493.34	584.10	774.70	1,008.63	1,266.54
营业税金及附加	5.99	7.61	10.36	13.62	17.28
销售费用	24.45	26.41	34.55	43.88	53.77
管理费用	20.60	21.37	28.79	37.82	45.90
研发费用	27.03	32.56	38.35	50.38	63.95
财务费用	(13.95)	(5.67)	(5.18)	(7.48)	(9.79)
资产/信用减值损失	(4.81)	(2.78)	(2.78)	(2.78)	(2.78)
公允价值变动收益	0.00	2.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.89	8.17	8.17	8.17	8.17
其他	7.95	13.72	13.72	13.72	13.72
营业利润	176.48	223.69	289.19	385.25	501.78
营业外收入	0.13	0.17	0.17	0.17	0.17
营业外支出	3.52	2.34	2.34	2.34	2.34
利润总额	173.09	221.52	287.02	383.07	499.61
所得税	22.29	28.52	36.95	49.32	64.32
净利润	150.80	193.00	250.06	333.75	435.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	150.80	193.00	250.06	333.75	435.28
每股收益(元)	0.85	0.78	0.77	1.03	1.35

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	10.49%	20.28%	32.64%	31.37%	26.92%
营业利润	46.77%	26.75%	29.28%	33.22%	30.25%
归属于母公司净利润	44.34%	27.98%	29.57%	33.47%	30.42%
获利能力					
毛利率	31.66%	32.73%	32.73%	33.34%	34.05%
净利率	20.89%	22.23%	21.71%	22.06%	22.67%
ROE	11.21%	12.80%	14.25%	16.81%	19.04%
ROIC	24.18%	26.30%	25.61%	30.27%	34.75%
偿债能力					
资产负债率	8.63%	14.04%	11.76%	15.96%	14.19%
净负债率	-14.17%	-11.60%	-17.23%	-19.54%	-22.54%
流动比率	7.06	3.20	4.85	3.38	4.36
速动比率	5.68	2.57	3.67	2.63	3.25
营运能力					
应收账款周转率	4.87	5.39	5.39	5.39	5.39
存货周转率	4.99	5.43	5.43	5.48	5.54
总资产周转率	0.52	0.54	0.62	0.70	0.76
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.78	0.77	1.03	1.35
每股经营现金流	0.84	0.78	0.43	1.63	1.11
每股净资产	7.58	6.07	5.43	6.15	7.08
估值比率					
市盈率	20.55	22.48	22.56	16.90	12.96
市净率	2.30	2.88	3.21	2.84	2.47
EV/EBITDA	13.82	22.88	12.53	9.95	7.19
EV/EBIT	17.29	27.17	18.21	13.32	9.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com