保龄宝(002286)

报告日期：2025 年 05 月 08 日

产品结构优化驱动盈利改善，功能糖龙头再谱新篇章

——保龄宝深度报告

投资要点

- **要点一**

引入职业经理人助力公司改革，产品结构优化驱动盈利改善。公司成立于 1997 年，是国内功能糖和营养补充剂产品矩阵最为丰富的企业之一，公司现已构成由淀粉糖—减糖甜味剂—益生元—膳食纤维—特种功能性食品原料的五层产品矩阵。在经历了 2019 年赤藓糖醇爆火后的冲高回落，公司在管理层中引入职业经理人，在行业下行期积极调整经营策略和产品结构，在优化成本的同时推出高附加值及差异化产品，助力公司去年实现利润的触底反弹，毛利率得到显著改善。

- **要点二**

赤藓糖醇反倾销受益标的，关注阿洛酮糖国内增量市场。赤藓糖醇在经历 21 年元气森林爆火后，随着新增产能投产，价格冲高回落至景气度底部，当前行业格局趋于稳定，全球仅中国、欧洲和美国拥有产能，公司目前拥有 3 万吨/年的产能，受益于公司是欧盟反倾销税率最低的国内企业，预计公司赤藓糖醇在欧洲市场有望迎来量价齐升，根据我们的测算，公司在欧洲的边际最优定价为 1.58 万元/吨，高于国内价格 0.65 万元/吨，同时美国对于中国产赤藓糖醇启动“双反”调查，初定反倾销税率为 260%-450%，公司目前并未成为强制应诉企业，关注 5 月美国“双反”税率带来的美国市场格局转变，阿洛酮糖作为代糖新星，市场空间广阔，国内 3 月通过专家技术审查，关注阿洛酮糖获批后国内的增量市场。

- **要点三**

24 年主要板块均实现销量和毛利率增长，股权激励高业绩增长目标，彰显公司未来发展信心。24 年公司实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 106%，驱动业绩增长的原因是主要收入板块均实现销量和毛利率的增长，24 年公司益生元/膳食纤维/减糖甜味剂/淀粉糖及其他板块销量为 3.57/2.14/5.00/24.26 万吨，同比增长 23.74%/14.39%/41.66%/2.29%，毛利率为 24.60%/18.12%/9.09%12.22%，同比增长 5.26pcts/5.48pcts/7.83pcts/2.17pcts，公司发布 24 年股权激励，25-27 年年度考核目标分别为 1.70/2.12/2.65 亿元，对应业绩增速为 53%/25%/25%，彰显公司对于未来发展的信心。

- **盈利预测与估值**

我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.81/2.16/2.60 亿元，对应 PE 估值为 20.07/16.82/13.99 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示**

关税及反倾销税波动风险、原材料价格波动风险、下游客户需求波动的风险、行业竞争加剧的风险、新增固定资产折旧而导致利润下降的风险。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,402	2,581	2,730	2,929
(+/-) (%)	-4.84%	7.46%	5.77%	7.29%
归母净利润	111	181	216	260
(+/-) (%)	105.97%	62.89%	19.35%	20.22%
每股收益(元)	0.30	0.49	0.58	0.70
P/E	32.70	20.07	16.82	13.99

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：邹骏程
执业证书号：S1230525040005
zoujuncheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥9.83
总市值(百万元)	3,634.81
总股本(百万股)	369.77

股票走势图

相关报告

投资案件

盈利预测、估值与目标价、评级

1) 给出盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.81/2.16/2.60 亿元。
2) 估值指标：可比公司 2025 年平均 PE 为 22.29，25-27 年归母净利润对应当前市值估值为 20.07/16.82/13.99 倍，低于行业平均 PE。
3) 投资评级：买入。

关键假设

益生元：我们预计 25/26/27 年营收为 3.5/3.8/4.1 亿元，销量为 38000/39000/41000 吨，不含税均价为 9300/9700/10000 元/吨，毛利率为 25%/26%/27%。

膳食纤维：我们预计 2025/26/27 年营收为 2.8/3.2/3.8 亿元，销量为 25000/28000/32000 吨，不含税均价为 11000/11500/12000 元/吨，毛利率为 18.7%/21%/23%。

减糖甜味剂：我们预计 25/26/27 年营收为 6.8/8.1/9.6 亿元，销量为 62000/70000/80000 吨，不含税均价为 11000/11500/12000 元/吨，毛利率为 16%/16%/16%。

淀粉糖：我们预计 25/26/27 年营收为 8.8/8.8/8.8 亿元，销量为 25000/25000/25000 吨，不含税均价为 3524/3500/3500 元/吨，毛利率为 13%/13%/13%。

饲料及副产品&其他业务：我们预计 25/26/27 年营收为 3.9/3.5/3.0 亿元，毛利率为 2%/2%/2%。

我们与市场的观点的差异

市场预期：鉴于欧洲对于赤藓糖醇进行反倾销调查，美国正在对赤藓糖醇进行“双反”调查，美国对中国产品加征高额关税，公司产品存在因贸易冲突带来的负面影响风险。

我们认为：海外地区在公司营收占比较低，且公司海外销售并不采取低价放量的策略，预计贸易冲突对公司影响较小。24 年公司营业收入约 76%由国内市场贡献，海外收入仅占总收入的 24%，海外地区在公司营收占比较低。其次，公司在海外市场并未采取低价放量的策略，一方面公司海外地区毛利率显著高于国内市场，另一方面，欧盟判定公司并未在欧盟市场低价倾销赤藓糖醇，反倾销税率显著低于国内其他企业，由于公司直接出口美国的销售收入占比较低，公司并未成为美国“双反”调查的强制应诉企业，我们认为贸易冲突对于公司的影响较小。

股价上涨的催化因素

美国赤藓糖醇双反调查超预期、阿洛酮糖国内审批通过、公司业绩保持较高增长。

风险提示

关税及反倾销税波动风险、原材料价格波动风险、下游客户需求波动的风险、行业竞争加剧的风险、新增固定资产折旧而导致利润下降的风险。

正文目录

1 保龄宝：功能糖龙头再谱新篇章 6
1.1 公司简介：全品类功能糖领军企业，以生物科技驱动健康未来 6
1.2 管理层：引入职业经理人团队，大股东大手笔增持公司 9
1.3 盈利情况：产品结构优化驱动盈利改善，双轮业务布局打开成长空间 11
2 天然减糖甜味剂：赤藓糖醇反倾销受益，阿洛酮糖获批打开成长空间 13
2.1 赤藓糖醇：行业格局趋于稳定，欧洲市场公司产品有望实现量价齐升 16
2.2 阿洛酮糖：代糖新星，蓄势待发 19
2.3 结晶果糖：最甜的天然甜味剂，广泛应用于高端功能食品 24
3 膳食纤维和益生元：需求快速增长，市场空间广阔 25
3.1 益生元：个性化消费需求增长，市场潜力大 26
3.2 膳食纤维：人均摄入量未达建议量一半，政策推进市场增量空间大 29
3.2.1 抗性糊精：高端膳食纤维，市场空间广阔 32
3.2.2 聚葡萄糖：产品成熟+应用范围广 34
4 成长看点：持续开发新品+产能扩张+品牌粘性强 35
4.1 持续开发新品：推出 HMOs、藻油 DHA 和乳果糖 35
4.2 新产能打开业绩增长空间，美国建厂破局贸易壁垒 38
4.3 下游品牌客户众多，定制化提高品牌客户粘性 40
5 盈利预测 41
5.1 关键假设 41
5.2 盈利预测 42
5.3 估值分析与投资建议 42
6 风险提示 43

图表目录

图 1: 历经二十余年发展，功能糖龙头顺利完成资本化改造与大健康产业化布局 7
图 2: 股权结构清晰明确，实际控制人持股比例集中 9
图 3: 近四年公司营收规模呈下降趋势 11
图 4: 2024 年公司归母利润实现大幅增长 11
图 5: 公司的收入主要由功能糖、淀粉糖、饲料和其他构成 12
图 6: 公司毛利润主要来源于功能糖和淀粉糖板块 12
图 7: 近两年淀粉糖毛利润贡献超过功能糖板块 12
图 8: 2021 年后功能糖系列毛利率持续下降，淀粉糖毛利率上行 12
图 9: 24 年公司的销售毛利率出现较大回升 13
图 10: 公司销售费用率不断下降，其他三费保持稳定 13
图 11: 当前人均摄糖量为 60g/天，减糖仍有较大空间 15
图 12: 甜味剂的市场规模保持增长态势 15
图 13: 天然甜味剂在终端消费产品的消费量正在逐渐提升 15
图 14: 行业目前有效产能约为 25.5 万吨/年 17
图 15: 中国产量自 2017 年开始快速增长 17
图 16: 全球阿洛酮糖行业市场规模保持 10-15%的增速 21
图 17: 阿洛酮糖主要应用于食品和饮料领域 21
图 18: 全球结晶果糖市场空间保持持续增长 25
图 19: 全球结晶果糖产量预计 2030 年增至 61 万吨 25
图 20: 益生元适配消费者个性化营养需求 27
图 21: 益生元全球市场产值大约为 181 亿元，且保持较快增速 27
图 22: 近几年中国益生元产值保持较快增速 27
图 23: 益生元行业下游主要应用食品饮料和婴幼儿营养品领域 28
图 24: 2021 年全球 Top5 益生元厂商产量市占率约 35% 29
图 25: 公司低聚糖营收情况 29
图 26: 自然饮食结构下，膳食纤维难以达到建议摄入量 30
图 27: 膳食纤维补充剂更有针对性 30
图 28: 全球膳食纤维的市场空间已到达 200 亿元 31
图 29: 近几年中国膳食纤维产值保持较快增长 31
图 30: 膳食纤维主要应用在乳制品和保健品领域 31
图 31: 2021 年全球 Top3 膳食纤维厂商市占率大概为 36% 32
图 32: 公司其他功能糖板块营收保持增长趋势 32
图 33: 2016-2024 年糊精及其他改性淀粉出口复合增速达 15% 34
图 34: 2024 年糊精及其他改性淀粉出口均价在 7000-9000 元/吨 34
图 35: 中国聚葡萄糖市场空间快速发展 35
图 36: 中国聚葡萄糖市场均价稳定在 1-2 万元/吨水平 35
图 37: 公司重要产品推出时间线 36
图 38: 全球藻油 DHA 产值稳健增长 38
图 39: 藻油 DHA 主要应用于婴幼儿配方奶粉领域 38
图 40: 近年海外市场波动较大 40
图 41: 海外市场具有增长潜力 40
图 42: 同多领域知名企业组成供应链价值网络 41

表 1: 公司主要产品矩阵：构建丰富的产品矩阵带来大健康食品添加剂一体化采购优势 8
表 2: 公司核心管理层逐步向职业经理人管理团队转变 10
表 3: 年度考核目标对应业绩增速达到 53%/25%/25% 10
表 4: 首次股权激励授予对象主要为公司核心管理层、核心业务人员和核心技术人员 11
表 5: 近十年糖税在全球持续推进，目前占全球 28%的人口和地区已经开始实行各类“糖税” 14
表 6: 公司具备成熟“发酵+酶法”生产工艺 16
表 7: 赤藓糖醇应用范围广泛，具备多种有益功能 16
表 8: 公司双反税率为 34.4%，是欧盟双反税率最低的企业 17
表 9: 欧洲赤藓糖醇每年的消费量大约在 1.7-2 万吨， 18
表 10: 中国产的赤藓糖醇价格显著低于欧洲和美国厂商的价格 18
表 11: 当前欧洲 JBL 产能约为 2 万吨/年，成本约为 1.5 万元/吨，售价为 2.7 万元/吨 18
表 12: 公司出口至欧洲赤藓糖醇的最佳定价应为 1.58 万元/吨，单吨价差达到 3929 元 18
表 13: 美国商务部将于 5 月 22 日完成双反初裁 19
表 14: 23 年美国从中国进口约 1.7 万吨赤藓糖醇 19
表 15: 阿洛酮糖是具备多种有益身体健康的“稀缺”天然甜味剂 19
表 16: 相较于其他甜味剂，阿洛酮糖同时具备安全性高、口感接近蔗糖和无副作用 20
表 17: 近几年越来越多的国家通过阿洛酮糖作为食品添加剂 21
表 18: 阿洛酮糖在中国、欧盟和新西兰审批取得关键进展 21
表 19: 阿洛酮糖已进入较多下游消费领域 23
表 20: 结晶果糖功效齐全，应用场景广阔 24
表 21: 产品功效齐全，助力全维健康 26
表 22: 益生元行业下游应用领域发展前景（单位：万吨） 28
表 23: 全球益生元主要生产厂商 28
表 24: 国内膳食纤维需求空间广阔，大约为 565~1028 万吨 29
表 25: 中国营养协会膳食纤维共识专家组建议的 10 种新型膳食纤维 30
表 26: 膳食纤维行业下游应用领域发展前景（单位：万吨） 32
表 27: 全球膳食纤维主要生产厂商 32
表 28: 抗性糊精主要应用场景及产品情况 33
表 29: 相较于抗性糊精，聚葡萄糖具备价格优势，市场更为成熟 34
表 30: 母乳低聚糖（HMOs）、藻油 DHA 和乳果糖协同构筑营养“黄金三角” 36
表 31: 母乳低聚糖下游应用聚焦于婴幼儿新配方奶粉赛道 37
表 32: 公司产品矩阵丰富，柔性产线助力公司能够更加市场情况最大化调节高附加产品产出 39
表 33: 公司各业务营收拆分（亿元） 42
表 34: 可比公司估值表 43
表附录：三大报表预测值 44

1 保龄宝：功能糖龙头再谱新篇章

1.1 公司简介：全品类功能糖领军企业，以生物科技驱动健康未来

全品类功能糖领军企业，迈向全球领先的健康配料供应商。保龄宝生物股份有限公司创立于1997年，是中国功能糖行业首家上市公司，2009年8月在深交所上市。公司依托酶工程与发酵工程等现代生物技术，专注于生物（多）糖研发、制造及综合性应用解决方案服务，是目前国内唯一覆盖全品类功能糖的制造商，同时也是国家“公众营养改善微生态项目”主载体，先后被评为中国轻工业百强企业、中国营养健康产业30强企业等。公司凭借全产业链优势和国家级科研平台地位，迄今为止已与可口可乐、伊利等全球巨头建立战略合作关系十余年，其产品广泛应用于健康食品、功能饮品、保健医药、物抗饲料、日化等领域。回顾公司二十年的发展历程，可大致划分为四大阶段:

1）初创与工业化突破（1997–2004年）: 1997年，保龄宝生物技术有限公司成立，刘宗利作为第一大股东，开启功能性糖醇的研发与生产。同年年底，公司成功实现低聚糖的工业化生产，在同行业内取得首发优势；2003年，作为国内首家完成赤藓糖醇工业化生产的企业，奠定其行业领先地位。2004年，公司产品进军国际市场，与可口可乐达成合作，标志其品质获得全球食品巨头的认可。

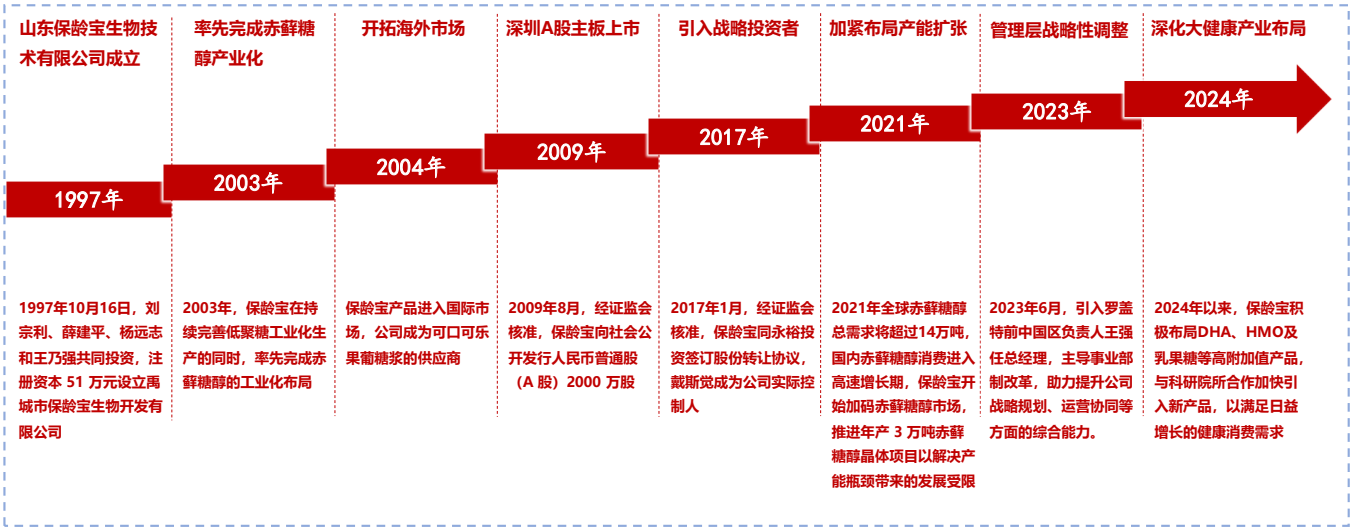
2）资本化与品类扩张（2007–2016年）: 2007年10月，公司完成股份制改革，并于2009年在深交所A股上市（股票代码：002286），正式登陆资本市场。2017年，永裕投资战略入股，戴氏家族取代刘宗利成为实际控制人，推动公司治理结构优化。在此期间，公司持续拓展产品矩阵，巩固在低聚糖、赤藓糖醇等领域的优势，并逐步向益生元、膳食纤维等高附加值产品延伸。

3）无糖风口与高端化升级（2017–2023年）: 2021年，借国内无糖消费热潮，公司加速赤藓糖醇产能扩张，成为元气森林等国内品牌的核心供应商。此外，其产品连续登上国际食品添加剂展（FIC）热门品牌，国际化影响力显著提升。

4）管理架构升级与人才战略（2023-2025年）: 2023年以来，为匹配战略转型需求，公司启动高管团队系统性重构。2023年6月，引入罗盖特前中国区负责人王强任总经理，主导事业部制改革，助力提升公司战略规划、运营协同等方面的综合能力。

5）大健康产业布局（2024年至今）: 2024年，公司战略升级，向大健康产业纵深发展，重点布局DHA藻油、HMOs（母乳低聚糖）等高端营养原料的研发与产业化，并探索功能性食品的创新应用。未来，公司计划整合生物合成技术，打造“糖+健康”双轮驱动的产业生态，向全球领先的健康配料供应商迈进。

图1：历经二十余年发展，功能糖龙头顺利完成资本化改造与大健康产业化布局



资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

公司是国内领先的功能糖全产业链服务商，形成从基础原料到终端应用的产品体系。通过“技术+产业+资本”三轮驱动，公司已构建完整的淀粉—淀粉糖—益生元—膳食纤维—功能糖醇及新糖源—益生元终端的金字塔式业务生态，完成益生元、膳食纤维、减糖甜味剂及淀粉糖的战略布局，持续引领功能糖行业创新升级，其产品广泛应用于健康食品、医药、饲料等领域。

表1：公司主要产品矩阵：构建丰富的产品矩阵带来大健康食品添加剂一体化采购优势

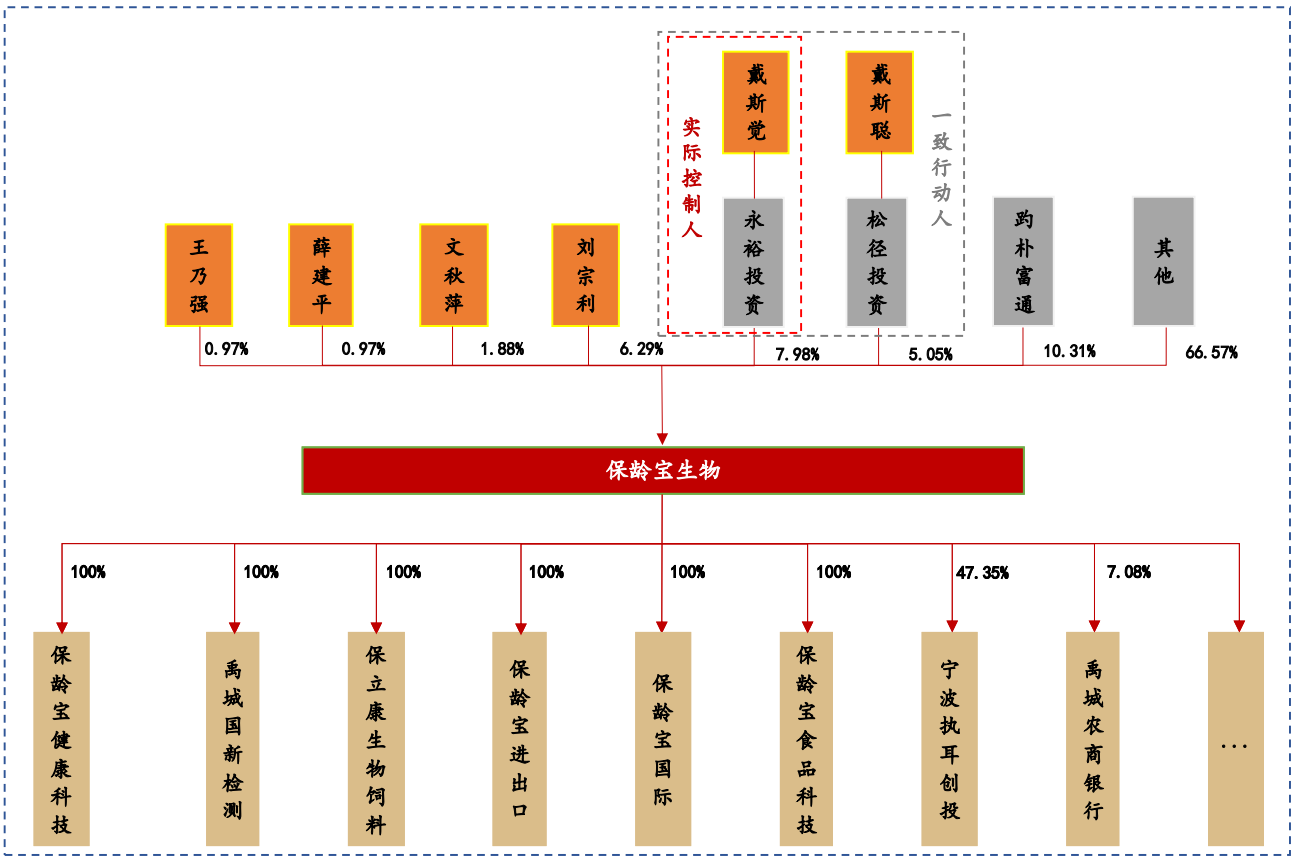
产品大类	产品细分	主要功效	应用领域
益生元系列	低聚异麦芽糖	第一代功能性低聚糖，低热量、低甜度，可防龋齿、改善肠道微生态、促进矿物质吸收、防治腹泻和便秘的作用。	广泛应用于饮料、乳制品、冷饮、焙烤食品，还可作为畜肉加工品、水产制品、果酱油、蜂蜜加工品等的配料。
	低聚果糖	低热量，可减轻肝脏肾脏的负担、预防肥胖、防龋齿、改善肠道微生态、促进矿物质吸收、防治腹泻和便秘。	广泛应用于乳制品、婴幼儿营养品、固体饮料、保健品、糖果、饮料、烘焙食品、饲料中。
	低聚半乳糖	母乳中天然存在的一种低聚糖，具有很强的益生菌增殖作用，与低聚果糖搭配使用，可矫正亚洲人群乳糖不耐症。	广泛应用于婴幼儿配方食品、婴幼儿谷类辅助食品、乳制品、保健品、饮料、烘焙食品中。
	母乳低聚糖	自然界存在于人乳中的低聚糖，母乳中第三丰富的固体成分，具有调节免疫，帮助大脑发育及调节肠道菌群等功能。	广泛应用于婴幼儿营养、功能性健康食品、生物制药等领域。
	乳果糖	一种由乳糖分子合成的双糖，可增殖双歧杆菌调节肠道菌群、促进肠蠕动改善便秘、助力矿物质吸收、降低血糖且能被糖尿病患者食用。	广泛应用于食品、饮料、保健品和医疗领域。
膳食纤维系列	抗性糊精	目前最畅销的可溶性膳食纤维之一，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水平和内脏中脂肪含量；也可作为稳定剂和增稠剂，改善食品品质、结构以提高产品货架期。	广泛应用于保健品、糖果、饮料、代餐类食品、瘦身产品和医药制品。
	聚葡萄糖	一种可溶性膳食纤维，性价比高。	应用于糖果、烘焙食品、冷饮、乳制品、保健品、酒类代餐类、建筑材料及部分化工产品中。
减糖甜味剂	赤藓糖醇	国家卫计委公认的 0 能量糖醇产品，不参与糖代谢和血糖变化，适宜糖尿病患者食用，与高倍甜味剂复配使用可明显改善甜味剂后苦味或金属味等不良风味。	广泛应用于饮料、乳制品、保健品、冰淇淋、糖果等无糖饮品和食品的生产中。
	阿洛酮糖	自然界中天然存在的稀少糖和新型功能性甜味剂，热量极低，具有优良的加工特性、稳定性，又具有调节血糖的生理功能。	广泛应用于食品、饮料、保健品和医疗领域。
	结晶果糖	天然存在于蜂蜜及水果中，具有高溶解性和冷甜特性，在体内代谢快，易被机体吸收，且不依赖胰岛素，对血糖影响小。	适用于食品饮料、乳制品、保健品、酒类、烘焙、调味品等领域。
	海藻糖	自然界最稳定的双糖，具有保持产品新鲜度、抑制淀粉老化、蛋白质变性与脂肪氧化、矫正风味等功效。	适用于糕点、饮料、冷冻水产、日化、医药等领域。
淀粉糖及其他	果葡糖浆	能快速给人体提供能量；与其他甜味剂起到协同增效作用，在改善产品口感、保持产品质构、降低产品成本等方面具有明显优势。	广泛应用在饮料、烘焙、糖果等行业。
	麦芽糊精	不含游离淀粉的淀粉衍生物，甜度低、无异味、溶解性好、填充效果好，容易被人体消化吸收，滋味纯正。	广泛应用在食品、医药领域。
	固体玉米糖浆	一种以玉米淀粉为原料的碳水化合物混合物，具有一定的保湿性、增稠性，能改善乳制品质地，缓解乳糖不耐。	广泛应用于烘培、乳制品、饮料、糖果中。
	DHA 藻油	海洋褐藻类和一些微生物（如海洋微藻等）的提取物，对心脏健康、脑发育和眼睛健康有益。	广泛应用于婴幼儿配方奶粉、保健品、医药等领域。
	变性淀粉	经物理、化学或酶法处理的糊液，在高温、高剪切力和低 pH 条件下透明度高、冻融稳定性好，可提升食品的外观和光泽度。	广泛应用于方便食品、肉制品、调味料、饮料、糖果、果冻、冷冻食品等食品工业领域。
饲料及副产品	\	具有提供营养、促进生长、改善饲料品质的功能，重点解决动物肠道、营养健康、免疫调节、品质改良、防病治病等方面的问题。	广泛应用于仔猪、禽类、牛羊、水产等动物营养领域。

资料来源：公司官网、公司年报、浙商证券研究所

1.2 管理层：引入职业经理人团队，大股东大手笔增持公司

股权结构清晰集中。公司目前实际控制人为永裕投资的戴斯觉和松径投资的戴思聪，持股比例合计 13.01%，宁波趵朴持股比例达 10.31%，在 2021 年向公司出具《声明函》，宁波趵朴不存在谋求获得上市公司控制权的意图，不会通过接受委托、征集投票权、签订一致行动协议等方式增加上市公司的表决权。第四大股东为公司创始人刘宗利，持股比例达 6.29%。

图2：股权结构清晰明确，实际控制人持股比例集中



资料来源：wind、浙商证券研究所注：数据更新至 2025 年 5 月 1 日

高管团队战略性调整，引入职业经理人团队。近两年公司的管理层发生较大的人事调动，2023 年 6 月公司聘任罗盖特集团前中国分区负责人王强担任公司总经理，周瑜和朱哲于 2025 年 2 月分别出任财务总监和董事会秘书。王强总经理拥有多家世界 500 强企业的管理经验，其广阔的国际视野和深厚的行业资源有助于公司市场拓展与战略升级。财务总监周瑜具备上市公司财务管理及资本运作背景，曾担任多家企业 CFO 及财务负责人，其专业的财务管控能力能够进一步优化公司财务治理水平与投资决策效率。董事会秘书朱哲凭借自身投行实战经验与上市公司证券事务管理专长，在投资者关系维护和融资渠道拓展等方面提供专业支撑。公司现阶段拥有一支兼具国际化视野与本土化经验的高管团队，专业管理梯队“老中青”三代融合，兼具行业积淀与创新思维，能够提升公司在战略规划、运营协同及资本运作等方面的综合能力。受益于管理优化及行业趋势，保龄宝 2024 年归母净利润达 1.11 亿元，同比增长 106%。通过团队成员的通力协作，公司或能在功能糖领域进一步巩固竞争优势，并向大健康产业集团目标稳步推进。

表2: 公司核心管理层逐步向职业经理人管理团队转变

公司高管	职位	任职时长	工作经历
戴斯觉	董事长	4 年 1 个月	1995 年 1 月出生，毕业于英国曼彻斯特大学，金融经济学理学硕士学历；中国香港居民。2016 年至今历任北京永裕投资管理有限公司董事长兼总经理，中华金融并购基金管理公司董事，欧邦琪全球控股有限公司董事。2021 年 3 月起任保龄宝生物股份有限公司董事长。
李洪波	副董事长	4 年 5 个月	1964 年出生，毕业于对外经济贸易大学法学专业，本科学历，后进修经济管理、食品科学与工程专业，高级经济师。曾先后任慈溪织造印染总厂总调度；慈溪地方铁路公司副总经理；慈溪市木材（集团）公司总经理；慈溪铁路管理处（公司）主任（总经理）；慈溪市风景旅游局局长；逍林镇党委书记；宗汉街道党工委书记；慈溪高新技术产业开发区（新兴产业集群区）管委会主任、慈溪滨海开发区管委会主任；宁波石化经济技术开发区管委会副主任。2019 年 4 月至 2020 年 10 月任公司总经理，2020 年 10 月至今任公司副董事长。
王强	总经理	1 年 11 个月	1962 年出生，北京航空航天大学学士，法国里昂中央大学博士学历。曾先后在不同世界 500 强跨国制造企业工作，2009 至 2023 年 5 月曾在法国家族企业罗盖特集团工作，分别担任过分公司，中国区运营及中国区的负责人。曾任罗盖特生物营养品（武汉）有限公司董事长兼总经理，赛浓顺罗盖特食品配料（连云港）有限公司董事，罗盖特（中国）营养食品有限公司董事长兼总经理，连云港杰能新能源有限公司董事长。2023 年 6 月起任保龄宝总经理，2023 年 7 月起任保龄宝董事。
周瑜	财务总监	2 个月	男，1978 年 10 月出生，中国国籍，无永久境外居留权。上海交通大学会计学硕士、CIMA（英国皇家特许管理会计师公会）高级管理会计师。曾任江苏华昌化工股份有限公司财务部部长、投资部部长、商务部负责人；江苏井神盐化股份有限公司监事；东华能源控股张家港扬子江石化有限公司董事；国家电网控股上海置信电气股份有限公司财务资产部副主任、上海置信电气非晶有限公司财务资产部主任；商赢环球股份有限公司 CFO；大连派思集团燃气轮机事业部常务副总裁兼 CFO 等职。2024 年 11 月加入公司，2025 年 2 月起任公司财务总监。
朱哲	董事会秘书	2 个月	1989 年 4 月出生，中国国籍，上海财经大学金融学硕士研究生学历，具有深圳证券交易所董事会秘书资格，中国注册会计师(CPA)非执业会员，曾通过保荐代表人资格、证券业从业资格、基金业从业资格、期货从业人员资格考试等。2012 年 7 月参加工作，曾先后任海通证券投资银行部项目经理、光大控股（00165.HK）资产管理部副总裁、罗欣药业（002793）集团副总监、明德生物（002932）证券部负责人。2024 年 11 月加入公司，2025 年 2 月起任公司董事会秘书。

资料来源：wind、浙商证券研究所 注：数据更新至 2025 年 5 月 1 日

股权激励彰显发展信心，业绩目标增速 53%/25%/25%。公司 4 月 25 日发布公告，推出限制性股票激励计划，拟定向发行 1110 万股 A 股（占股本总额 3.00%），以 3.92 元/股的授予价格向 50 名核心管理层及技术人员配置激励资源（首次授予 1,035 万股，预留 75 万股）。该计划通过 48 个月限售期绑定战略人才，完善“业绩考核+市值管理”双维激励体系，既强化核心团队与股东利益协同，又为后续公司战略经营布局储备人力资本。本次股权激励 25-27 年年度考核目标分别为 1.7/2.12/2.65 亿元，对应业绩增速为 53%/25%/25%，彰显公司对于未来发展的信心，预留股份池则为后续高层次人才引进预留弹性空间，结构性提升组织效能。

表3: 年度考核目标对应业绩增速达到 53%/25%/25%

考核年份	解锁条件	年度考核目标	业绩增速	解锁比例
2025	2025 年净利润不少于 1.70 亿元	1.70 亿元	53%	40%
2025-2026	2025-2026 年累计净利润不少于 3.82 亿元	2.12 亿元	25%	30%
2025-2027	2025-2027 年累计净利润不少于 6.47 亿元	2.65 亿元	25%	30%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表4: 首次股权激励授予对象主要为公司核心管理层、核心业务人员和核心技术人员

姓名	职务	获授股票数量（万股）	占股权激励股票总量比例	占总股本比例
王强	董事、总经理	65	6.28%	0.18%
李洪波	董事、副董事长	50	4.83%	0.14%
刘峰	董事、常务副总经理	50	4.83%	0.14%
秦翠萍	董事	45	4.35%	0.12%
李霞	副总经理	45	4.35%	0.12%
周瑜	财务总监	40	3.86%	0.11%
朱哲	董事会秘书	40	3.86%	0.11%
其他核心管理、核心业务人员、核心技术人员（43 人）		700	67.63%	1.89%
合计		1035	100.00%	2.80%

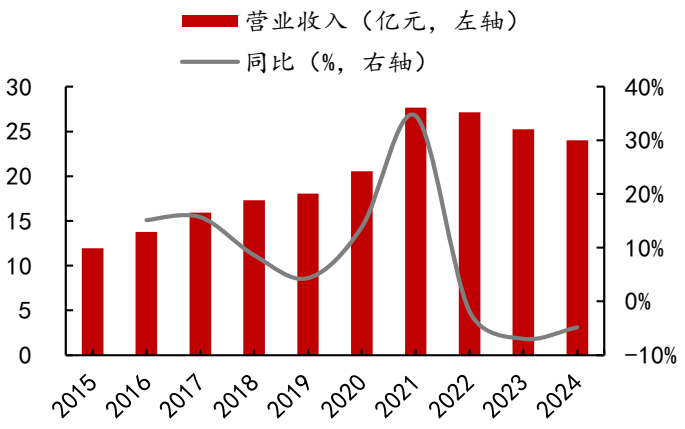
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

控股股东大手笔增持公司，展现对公司发展前景信心。公司主要股东松径投资于 2024 年 10 月公告宣布增持上市公司股权，计划于 2026 年 4 月 7 日前增持公司 5%-10%的股份数量，截至 2025 年 3 月 22 日，已累计增持公司股份 1.3 百万股，占公司总股本比例 0.35%，本次增持一方面体现出控股股东对于公司未来发展前景的信心及长期投资价值的认可，同时可以增强投资者信心，维护公司及全体股东利益，另一方面，当前控股股东永裕投资及一致行动人松径投资合计持股比例为 13%，本次增持计划实施后持股比例有望上升至 18%-23%，将超过公司第三大股东和第四大股东合计持股。

1.3 盈利情况：产品结构优化驱动盈利改善，双轮业务布局打开成长空间

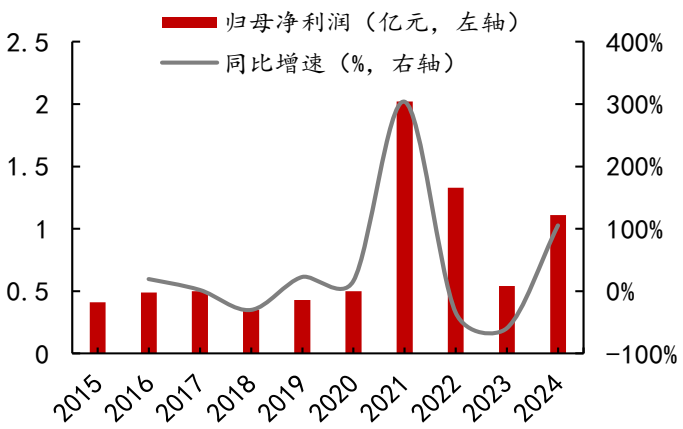
营收稳健增长，利润波动中显现韧性。公司 2015-2024 年营收从 11.96 亿元增至 24.02 亿元，年均复合增长率达 8.06%。其中，2021 年营收 27.65 亿元（同比+34.5%）与归母净利润 2.02 亿元（同比+304%）均创历史峰值，2022-2023 年归母净利润进行一定回调，主要受到代糖行业供需周期性影响。2024 年营收相比 2023 年虽下降 4.83%，但归母净利润上升至 1.11 亿元，同比增长 105.56%，显示公司已逐步消化原材料价格波动影响，并通过产品结构和经营战略的优化实现业绩修复。长期来看，公司营收增长具备较强持续性，利润端随着高毛利产品占比提升有望延续回升态势。

图3: 近四年公司营收规模呈下降趋势



资料来源：wind、浙商证券研究所

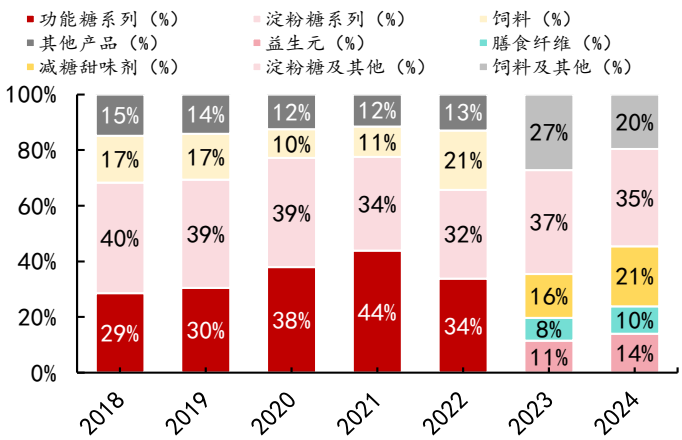
图4: 2024 年公司归母利润实现大幅增长



资料来源：wind、浙商证券研究所

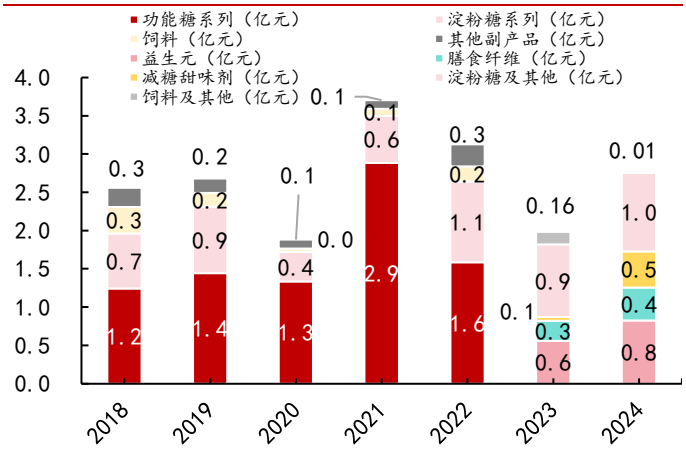
功能糖与淀粉糖双轮驱动，核心业务结构持续优化。2018-2024 年业务结构分析显示，公司逐渐形成功能糖与淀粉糖协同发展的双主业格局。功能糖业务作为传统优势板块，2021 年受益行业景气周期达到营收峰值占比 44%，当期毛利率 24%，贡献 78%的毛利，2018-2023 年保持 34%的平均营收占比。淀粉糖业务则展现强劲成长性，营收占比自 2021 年以来稳定在 35%水平，毛利率也实现翻倍增长（5%至 10%），并于 2023 年以 48%的毛利贡献度超越功能糖成为第一大利润来源。辅助业务板块（饲料及其他副产品）虽保持经营稳定性，但战略贡献持续弱化。其毛利占比从 6 年前的 10%收缩至不足 1%，毛利率由历史均值 5%降至近两年的 2%低位。整体来看，公司主营业务结构持续优化，淀粉糖板块趋于稳定的盈利为业绩增长提供了坚实的保障。

图5：公司的收入主要由功能糖、淀粉糖、饲料和其他构成



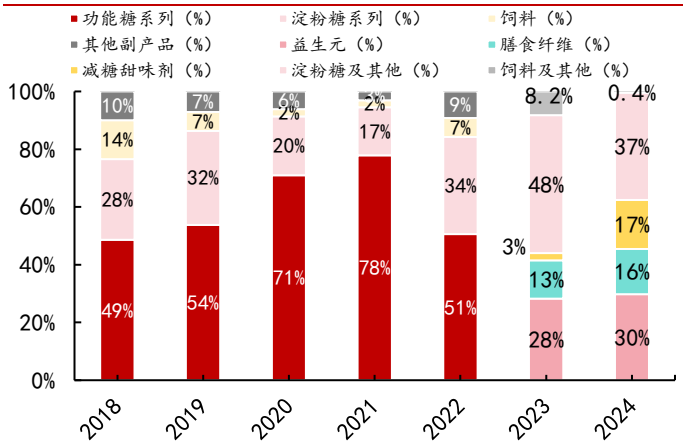
资料来源：wind、浙商证券研究所 注：公司 24 年年报更新统计口径

图6：公司毛利润主要来源于功能糖和淀粉糖板块



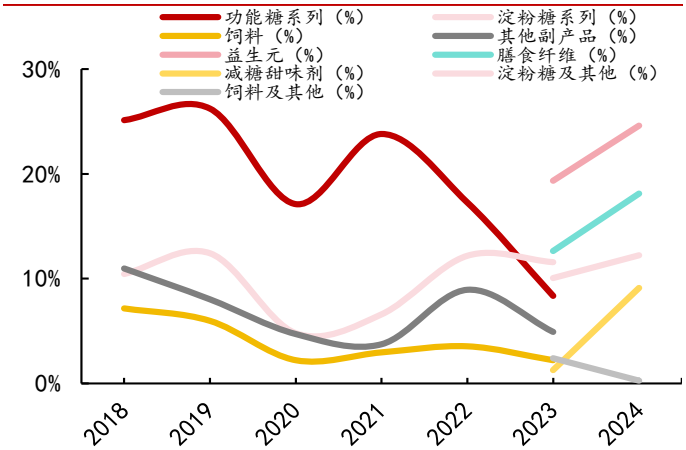
资料来源：wind、浙商证券研究所 注：公司 24 年年报更新统计口径

图7：近两年淀粉糖毛利润贡献超过功能糖板块



资料来源：wind、浙商证券研究所 注：公司 24 年年报更新统计口径

图8：2021 年后功能糖系列毛利率持续下降，淀粉糖毛利率上行

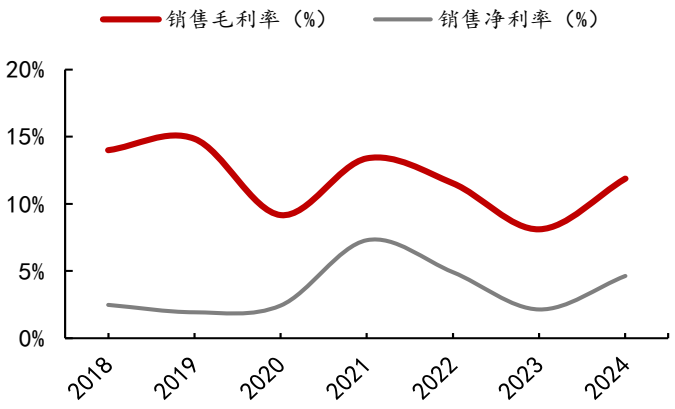


资料来源：wind、浙商证券研究所 注：公司 24 年年报更新统计口径

盈利能力阶段性承压后企稳回升，费用管控成效显著。公司近五年以来的盈利水平主要呈现“先升后降再修复”的波动特征。2020-2024 年期间，公司销售毛利率呈现倒 V 型走势：2021 年达到阶段性峰值 13.39%后逐步回落，2023 年降至 8.10%；同期销售净利率亦从 2021 年的 7.29%高位回落至 2023 年的 2.14%，主要受行业供需格局变化及原材料成本压

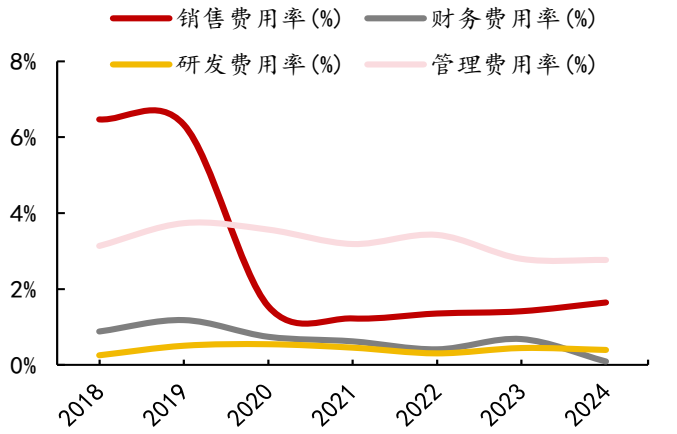
力影响。值得注意的是，2024 年在赤藓糖醇反倾销制裁的利好刺激下，公司盈利能力显著改善，销售毛利率回升至 11.88%，净利率修复至 4.63%，呈现明确的触底回升态势。费用管控方面成效突出，三项费用率保持稳定，其中销售费用率自 2020 年降至 1.55%后持续维持在 1.23%-1.65%的较低区间，展现较强的营运效率。整体来看，公司已度过盈利低谷期，随着产品结构优化和行业环境改善，盈利能力有望持续恢复。

图9: 24 年公司的销售毛利率出现较大回升



资料来源：wind、浙商证券研究所

图10: 公司销售费用率不断下降，其他三费保持稳定



资料来源：wind、浙商证券研究所

2 天然减糖甜味剂：赤藓糖醇反倾销受益，阿洛酮糖获批打开成长空间

公众健康意识增强，政府政策推动代糖发展。近年来全球范围内，因为不合理的饮食结构，糖尿病患者、肥胖比率、龋齿比率不断上升，2020 年全球有超过 10 亿人患有肥胖症，预计 2030 年全球有 5.78 亿糖尿病患者。“控糖”上升至国家管控层面，截至 2024 年全球范围内已经有 108 个国家和地区制定或实施了“糖税”制度，为规避糖税，降低饮料含糖量的减糖甜味剂需求有望得到增长。

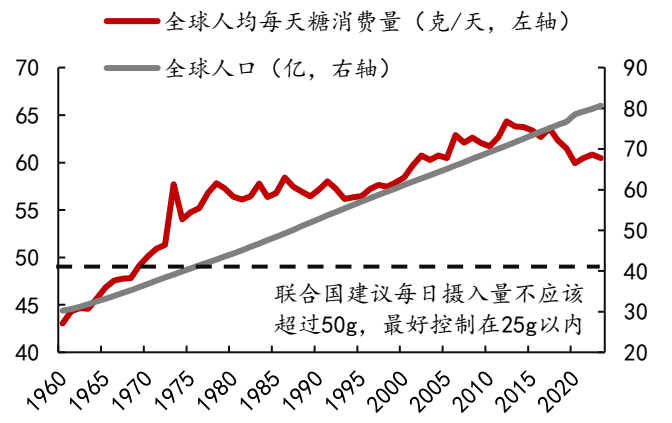
表5：近十年糖税在全球持续推进，目前占全球28%的人口和地区已经开始实行各类“糖税”

国家	日期	主要内容	人口数（万）
匈牙利	2011 年 9 月	对含糖量每百毫升 8 克以上的食品和饮料征税 4.80RMB/L	971
法国	2012 年 1 月	零售端含糖饮料额外征收 0.59RMB/L（含增值税）	6453
毛里求斯	2013 年	对苏打水、含糖、果味饮料征收 4.66RMB/L	130
墨西哥	2014 年 1 月	对含糖饮料制造商征收 10%消费税	12671
圣赫勒拿岛	2014 年 3 月	对每百毫升含糖量 1.5 克以上的碳酸饮料征税 6.76RMB/L	1
智利	2014 年 10 月	对含糖量每百毫升 6.25 克以上的饮料税率从 13%提高至 18%；低于该浓度税率从 13%降至 10%	1949
美国伯克利	2015 年 3 月	对不小于 2 千卡/盎司含糖饮料征 2.54RMB/L	12
巴巴多斯	2015 年 9 月	对含糖饮料征收 10%消费税（按税前价格计算）	28
印度	2017 年	对含糖饮料征税 40%	140756
美国费城	2017 年 1 月	对含糖及人工甜味剂饮料征税 3.79RMB/L	160
葡萄牙	2017 年 2 月	对含糖量每百毫升 8 克以下及 8 克以上的分别征税 0.65RMB/L 及 1.30RMB/L	1029
美国阿尔巴尼	2017 年 4 月	对含糖饮料征税 2.54RMB/L	31
沙特阿拉伯	2017 年 6 月	对软饮料以及能量饮料价格分别提升 50%及 100%	3595
美国奥克兰	2017 年 7 月	对含糖饮料征税 2.53RMB/L	44
美国博尔德	2017 年 7 月	对含糖饮料征税 5.06RMB/L	33
泰国	2017 年 9 月	对含糖量每百毫升 6 克以上饮料分层征税	7160
菲律宾	2018 年	对含糖饮料征税 0.77RMB/L	11388
美国旧金山	2018 年 1 月	对含糖饮料征税 2.94RMB/L	87
美国西雅图	2018 年 1 月	对含糖饮料征税 4.44RMB/L	74
挪威	2018 年 1 月	对含糖饮料征税 3.80RMB/L	540
南非	2018 年 4 月	对含糖量每百毫升 4 克以上饮料征税 0.50RMB/L	6798
英国	2018 年 4 月	对含糖量每百毫升 5 克以上及 8 克以上分别征税 18%及 24%	6753
爱尔兰	2018 年 5 月	对含糖量每百毫升 5 克以上及 8 克以上分别征税 1.28RMB/L 及 1.92RMB/L	499
马来西亚	2019 年 7 月	对含糖量每百毫升 5 克以上饮料及含糖量每百毫升含糖量 12 克以上的果汁征税 2.88RMB/L	3357
波兰	2021 年 1 月	对含糖量每百毫升 5 克以下饮料征税 0.28RMB，此外每多 1 克多征 0.03RMB	3831
俄罗斯	2023 年 7 月	对含糖饮料征收 0.60RMB/L 消费税	14510
实施糖税的国家与地区的人口数			**222862**
全球总人口			**790930**
占全球总人口的比重			**28%**

资料来源：联合国数据库、Trading Economics 数据库、美国人口普查局、知网、wind、浙商证券研究所

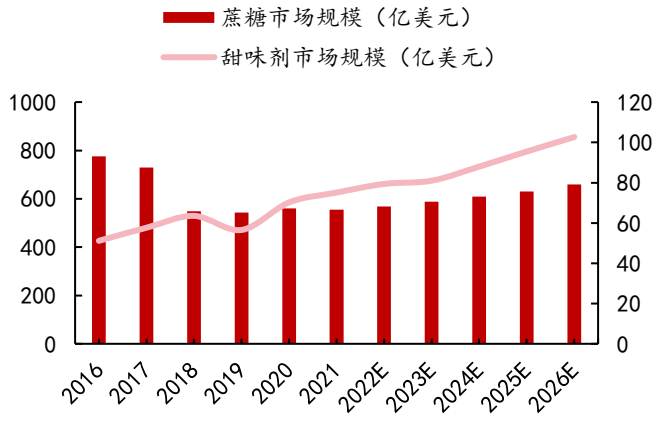
减糖市场仍具有较大的替代空间，甜味剂的市场规模保持较快增速。全球人均糖消费量自 1960 年到 2012 年间保持持续增长的趋势，但在 2012 年达到 64g/天的消费量后开始下滑，2023 年人均每天糖摄入量为 60g/天，仍然超过联合国建议的不超过 50g/天的摄入量，减糖市场仍有较大的空间，由于人对于甜味的需求并不会下滑，不含能量或者较低热量的甜味剂替代空间依然广阔。从整体甜味剂市场规模来看，蔗糖与甜味剂消费呈现一定的此消彼长态势，甜味剂市场规模增速超过蔗糖市场规模增速。据统计，2016-2021 年，全球蔗糖/甜味剂市场规模分别由 775.3/51.1 亿美元变化至 555.4/75.1 亿美元，预计 2026 年全球蔗糖/甜味剂市场规模将分别增至 659/103 亿美元，2021-2026 年 CAGR 分别为 3.48%/6.47%。

图11： 当前人均摄糖量为 60g/天，减糖仍有较大空间



资料来源：wind、联合国官网、浙商证券研究所

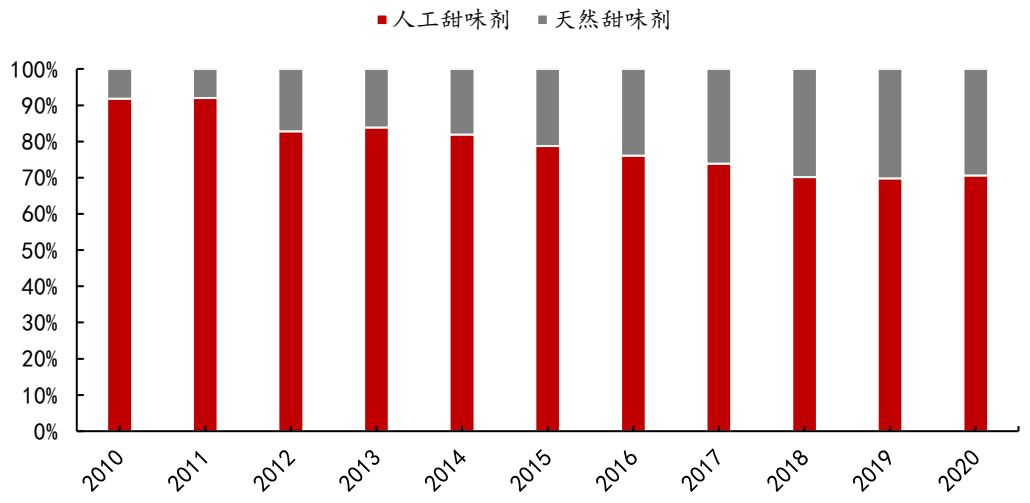
图12： 甜味剂的市场规模保持增长态势



资料来源：华经产业研究院、浙商证券研究所

天然甜味剂使用趋势逐年上升。甜味剂可以分为天然甜味剂和人工甜味剂两大类。目前人工甜味剂因其低成本、高甜度的特点仍占据主导地位，但随着消费者日益关注饮食的健康安全性，天然甜味剂市场呈现较快的增长趋势。根据英敏特数据库 2010-2020 年代糖产品全球终端消费市场的数据，天然甜味剂的使用率从 2010 年的 8.16%上升到 2020 年的 29.41%。

图13： 天然甜味剂在终端消费产品的消费量正在逐渐提升



资料来源：财经网、英敏特数据库、浙商证券研究所

在健康消费升级和国内外市场利好驱动下，功能性甜味剂产业形成微生物发酵与生物酶转化双技术路径。赤藓糖醇依托微生物发酵工艺，公司通过 20 年技术迭代实现药用级产品突破，现有 4.3 万吨工艺先进的生产产线，较传统工艺大幅降低成本，并开发复配方案解决后苦味问题，现为元气森林等品牌核心供应商。阿洛酮糖采用生物酶转化技术，公司已掌握成熟的生产工艺技术，晶体/液体双形态产品出口额已破百万元，2 万吨扩产项目提前布局国内新食品原料政策放开预期。结晶果糖以淀粉酶法水解为核心，公司近三年销售收入增速较快，主要渗透运动饮料、特医食品等高附加值领域。当前公司已构建起“发酵+酶法”双技术平台，形成赤藓糖醇（4.3 万吨）、阿洛酮糖（7000 吨）、结晶果糖的梯次产

能，覆盖气泡水、烘焙、医药等八大场景。随着阿洛酮糖国内准入突破及赤藓糖醇复配需求增长，公司依托工艺降本与应用研发双轮驱动，有望在减糖市场中持续提升差异化竞争力。

表6: 公司具备成熟“发酵+酶法”生产工艺

减糖甜味剂	赤藓糖醇	阿洛酮糖	结晶果糖
法规批复	食品添加剂	美、日等 14 个国家已获得法规许可，食品原料（国内审批中）	食品配料
主流工艺	微生物发酵	生物酶转化法	生物酶转化法
热量（kcal/g）	0-0.2	0.2-0.4	4
升糖指数	0	0	19
甜度（倍）	0.7	0.7	1.5-1.8
口感	入口有清凉感	接近蔗糖	冷甜

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

2.1 赤藓糖醇：行业格局趋于稳定，欧洲市场公司产品有望实现量价齐升

赤藓糖醇是一种应用广泛的天然甜味剂，具备不被人体代谢、降血糖等多种功效。赤藓糖醇作为一种天然甜味剂，具备诸多显著功效。它属于天然甜味剂范畴，拥有极佳的口感，入口清甜，无苦涩或其他不良风味，甜味柔和且纯正。从安全性角度来看，赤藓糖醇经过了严格的安全评估，可放心食用。赤藓糖醇最大的优势之一便是热量极低，几乎可忽略不计（热量约为 0.4kcal/g），却能提供与蔗糖相当的甜度（甜度约为蔗糖的 60%-80%），堪称蔗糖的绝佳替代品，为那些渴望享受甜味，又想控制热量摄入的人群提供了理想选择。它在自然界分布较为广泛，像蘑菇、甜瓜、葡萄等食物中都有少量存在。在食品工业中，赤藓糖醇的应用极为广泛。由于其卓越的特性，不仅能用于制作无糖糖果、烘焙食品，以满足糖尿病患者、减肥人群对甜味食品的需求，还能在饮料中作为甜味添加剂，让人们在享受清爽口感的同时减少热量负担。此外，赤藓糖醇在人体内代谢途径与胰岛素无关，不会引起血糖波动，适用于对血糖控制有严格要求的人群。

表7: 赤藓糖醇应用范围广泛，具备多种有益功能

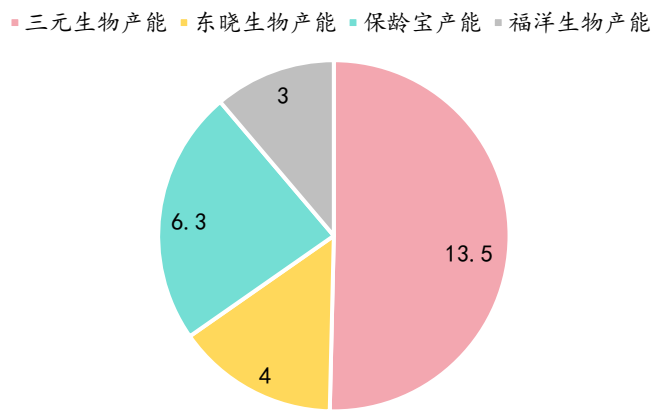
具体作用	说明
稳定剂/保湿剂	改善食品质地，防止糖分结晶（如巧克力、冰淇淋），同时具有保湿作用，延长产品货架期。
改善口感与风味	减少苦味、金属味（如代糖饮料中），平衡酸味，提升整体风味协调性。
低血糖反应	不刺激胰岛素分泌，血糖生成指数（GI 值=0），适合糖尿病患者、控糖人群。
非致龋性	不被口腔细菌分解，不会产生酸性物质，可降低蛀牙风险，常用于无糖口香糖、儿童食品。
肠道友好	不易被肠道菌群发酵，低渗透性（腹泻阈值高），相较于其他糖醇（如木糖醇），引发肠胃不适的概率更低。
抗氧化潜力	动物实验显示可能通过调节氧化应激相关酶活性，具有潜在抗氧化作用（需更多人体研究验证）。

资料来源：CNDI、元气森林、中国疾控中心、浙商证券研究所

中国生产全球约八成的赤藓糖醇，行业经历激烈价格战后市场格局逐渐稳定。2016 年元气森林成立后，其带着“0 糖 0 脂 0 卡”的概念风靡全国，赤藓糖醇作为其中主要的食品添加剂迎来了需求的爆发，中国赤藓糖醇产量自 2017 年迎来快速增长，至 2022 年中国产量达到 13.9 万吨，占全球产量的 79%，2015 年-2022 年的复合增速为 48.9%，中国赤藓糖醇产业逐渐在全球市场中占据了主导地位。在 2021 年前后，受市场需求激增和利润水平良好的影响，原有的生产厂商纷纷扩大产能，随着新增产能逐渐投产，供给过剩的情况下行业进入下行期，赤藓糖醇行业的市场竞争加剧、价格下跌以及行业整合的加速，影响了行业的盈利能力和企业的生存状况。据百川盈孚，2021 年赤藓糖醇的最高报价曾达到

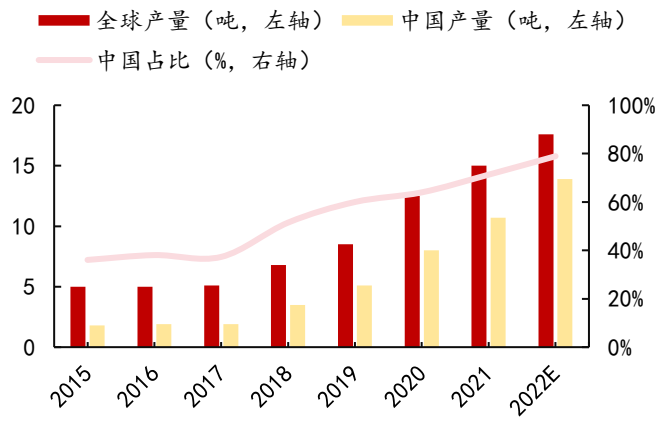
40000 元/吨，随后逐步下滑。2023 年上半年，赤藓糖醇的报价一度降至 9500 元/吨，低价恶性竞争，导致整个行业普遍亏损，许多企业不得不减产或转产其他产品，一些新进入者开始陆续退出，目前行业的有效生产厂商为四家，行业有效产能为 29.5 万吨/年。

图14： 行业目前有效产能约为 25.5 万吨/年



资料来源：百川盈孚等、浙商证券研究所

图15： 中国产量自 2017 年开始快速增长



资料来源：三元生物公司公告、浙商证券研究所

公司成为欧洲双反调查税率最低的中国公司，将充分受益于低反倾销税带来的增量欧洲市场。2023 年 11 月 21 日，欧盟委员会发布公告，对原产于中国的赤藓糖醇产品发起反倾销调查。2025 年 1 月 16 日，欧盟委员会公布终裁结果，决定对原产于中国的赤藓糖醇产品征收反倾销税。其中，公司赤藓糖醇被征收 34.4%的反倾销税，山东三元生物赤藓糖醇被征收 185.5%的反倾销税，中国其他相关企业被征收 78.4%至 233.3%不等的反倾销税。上述反倾销措施于 2025 年 1 月 17 日起生效，实施期限为 5 年。

表8： 公司双反税率为 34.4%，是欧盟双反税率最低的企业

公司	倾销税率
保龄宝	34.4%
东晓生物	78.4%
三元生物	185.5%
其他公司	160.8%
原产于中国的其他出口产品	233.3%

资料来源：欧盟官网、浙商证券研究所

欧盟赤藓糖醇的市场空间约为 1.7-2 万吨，中国产赤藓糖醇市占率约为七成。欧洲市场的赤藓糖醇每年的消费量大概在 1.7 到 2 万吨之间，主要由中国、欧盟和美国的厂商提供，中国向欧洲出口的赤藓糖醇在 2020-2023 年 9 月间呈现逐渐增长的趋势，从 2020 年的 9660 吨增长至 2022 年 10 月—2023 年 9 月的 1.31 万吨，市占率从 2020 年的 63%提升至 2022 年 10 月—2023 年 9 月的 78%，中国产赤藓糖醇在欧洲市占率的提升一方面源于其较低的价格，相较于欧洲本土厂商 JBL 和美国进口赤藓糖醇 2.7-2.8 万元/吨的售价，中国产的赤藓糖醇价格从 2020 年的 1.46 万元/吨下降至 2022 年 10 月—2023 年 9 月的 1.18 万元/吨，具备较强的价格竞争优势；另一方面，由于 2022 年俄乌冲突，欧洲本土厂商 JBL 较难获得稳定便宜的玉米原料，导致其开工率下降，成本大幅增长。

表9: 欧洲赤藓糖醇每年的消费量大约在 1.7-2 万吨，

	2020	2021	2022	2022/10-2023/09
欧盟消费量（吨）	15400	21405	17870	16940
从中国的进口量（吨）	9660	14546	11922	13168
从美国的进口量（吨）	423	405	570	190
JBL 在欧盟的销量（吨）	4700	5600	4605	2730
其他来源（吨）	618	854	773	852

资料来源：欧盟官网、浙商证券研究所 注：由于欧盟提供的数据为范围值，取中间值用于计算

表10: 中国产的赤藓糖醇价格显著低于欧洲和美国厂商的价格

	2020	2021	2022	2022/10-2023/09
从中国进口均价（元/吨）	14604	18733	13709	11813
从美国进口均价（元/吨）	22425	28944	30241	28480
JBL 在欧盟的销售均价（元/吨）	22936	22681	25360	27390

资料来源：欧盟官网、浙商证券研究所 注：由于欧盟提供的数据为范围值，取中间值用于计算

表11: 当前欧洲 JBL 产能约为 2 万吨/年，成本约为 1.5 万元/吨，售价为 2.7 万元/吨

	2020	2021	2022	2022/10-2023/09
JBL 产能（吨）	12900	14900	20330	20330
JBL 产量（吨）	10700	14900	12200	2140
JBL 在欧盟的销量（吨）	4700	5600	4605	2730
JBL 出口量（吨）	6300	8100	6500	880
JBL 在欧盟的平均售价（元/吨）	22936	22681	25360	27390
JBL 出口均价（元/吨）	20064	19092	22990	24910
JBL 的成本（元/吨）	15579	14510	21399	52075
JBL 在欧盟毛利率（%）	32%	36%	16%	-90%

资料来源：欧盟官网、浙商证券研究所 注：由于欧盟提供的数据为范围值，取中间值用于计算

公司赤藓糖醇定价最优解为 1.58 万元/吨，欧洲市场公司产品销量有望实现量价齐升。欧洲反倾销税先已实施，中国生产厂商普遍面临不同程度的反倾销税，成本或将显著提升，欧洲生产厂商 JBL 和关税最低的保龄宝将成为受益者。据我们测算，公司的最优解是把价格定在 1.58 万元/吨，这样既能阻止国内竞争对手进入欧洲市场，同时由于 1.58 万元/吨的定价和 JBL 的 1.5 万元/吨的生产成本基本一致，欧洲市场 JBL 或无法做到一家独大，公司产品在欧洲的市占率有望得到提升，在 1.58 万元/吨的定价策略下，公司或将享受到 3929 元/吨的关税价差，可能实现赤藓糖醇的量价齐升。

表12: 公司出口至欧洲赤藓糖醇的最佳定价应为 1.58 万元/吨，单吨价差达到 3929 元

关税测算	价格
赤藓糖醇不含税国内价格（元/吨）	8850
33.4%关税下，赤藓糖醇价格（元/吨）	11858
78.4%关税下，赤藓糖醇价格（元/吨）	15788
关税价差（元/吨）	3929
2020-2021 JBL 的平均价格（元/吨）	22919
2020-2021 JBL 的平均成本（元/吨）	15045

资料来源：欧盟官网、百川盈孚、浙商证券研究所 注：由于欧盟提供的数据为范围值，取中间值用于计算

美国双反调查将于 5 月完成初裁，公司并未成为强制应诉企业。除欧盟外，美国也启动了对中国的赤藓糖醇的“双反”调查，2024 年 12 月，美国生产商嘉吉向美国商务部和美国国际贸易委员会提交申请，要求对原产于中国的赤藓糖醇产品启动反倾销和反补贴调查。2025 年 1 月 2 日，美国商务部宣布对进口自中国的赤藓糖醇发起反倾销和反补贴调查。根据 2025 年 2 月发布的最新公告，美国国际贸易委员会裁定，有合理迹象表明美国产业因从中国进口赤藓糖醇以低于公允价值的价格销售而受到重大损害，从而认定中国赤藓糖醇存在反倾销和反补贴产业损害。美国商务部预计将在 2025 年 5 月 22 日作出反倾销初裁，目前提交的反倾销税率约为 270-451%。

表13: 美国商务部将于 5 月 22 日完成双反初裁

	反倾销税	反补贴税
税率	270-450.64%	2%以上
提交请愿书	2024 年 12 月 13 日	2024 年 12 月 13 日
商业部启动调查	2025 年 1 月 2 日	2025 年 1 月 2 日
国际贸易委员会初裁	2025 年 1 月 27 日	2025 年 1 月 27 日
商务部初裁	2025 年 5 月 22 日	2025 年 3 月 10 日
商务部终裁	2025 年 8 月 5 日	2025 年 5 月 27 日
国际贸易委员会终裁	2025 年 9 月 19 日	2025 年 7 月 11 日
最终命令	2025 年 9 月 26 日	2025 年 7 月 18 日

资料来源：美国国际贸易委员会、浙商证券研究所

表14: 23 年美国从中国进口约 1.7 万吨赤藓糖醇

	2021	2022	2023
美国从中国进口的赤藓糖醇数量（吨）	34199	22403	17250
美国从中国进口赤藓糖醇的均价（元/吨）	20694	15947	10633

资料来源：美国国际贸易委员会、浙商证券研究所

2.2 阿洛酮糖：代糖新星，蓄势待发

阿洛酮糖属于天然甜味剂，具有口感佳、安全性高、热量低等优点，是蔗糖的理想替代品。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，固体为白色粉末，水溶液为透明无色液体，少量存在于葡萄干、无花果、猕猴桃和红糖等天然食物中。几乎不含卡路里（热量约为 0.4kal/g）,却有着与蔗糖相近的甜味（甜度约为蔗糖的 70%），口感柔和纯正，无不良风味，是一种理想的蔗糖替代品。2019 年，美国 FDA 宣布阿洛酮糖不在“添加糖”、“总糖”营养标签标注，在这两项类目中不计算其添加量，意味着使用限制大大放宽，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，北美使用阿洛酮糖的新品数量快速增长。

表15: 阿洛酮糖是具备多种有益身体健康的“稀缺”天然甜味剂

主要作用	功能机制
降血糖	提高血浆胰岛素浓度，降低血糖水平，增加肝糖原含量，减少体脂肪积累，避免糖尿病人餐后高血糖
抑制癌变	在氧化应激条件下，能抑制多种癌细胞株的增值，阿洛酮糖和辐射联合使用在抗癌方面有显著成效
抗炎	抑制活性氧的产生，减少氧化性损伤，降低自由基含量并延迟恶化
辅助减肥	实验中可以抑制小鼠肝脏脂肪合成酶活性，减少腹部脂肪积累，辅助减肥

资料来源：华经产业研究院、浙商证券研究所

阿洛酮糖与市面上其他主流甜味剂相比具备多重优势：1）口感/理化特性：甜度细致柔和，接近蔗糖（约为蔗糖甜度的 70%），与蔗糖相比热量更低（0.4kcal/g），且在各种温度下均拥有与高纯度蔗糖极为相似的、稳定的纯甜味，食用前后无任何不良口感；2）应用特性：高温和酸性环境下均有较强的稳定性，可产生美拉德反应，并提供质构支撑效果，可应用于烘焙产品、调味品、低 PH 值的食品饮料中；3）安全性：不会被人体代谢，对肠道微生物具有较低的发酵利用度，不会引起肠胃不适（糖醇类甜味剂过量摄入可能会导致腹泻），且具备降血糖血脂、抑制癌变、抗炎等生理功效。

表16：相较于其他甜味剂，阿洛酮糖同时具备安全性高、口感接近蔗糖和无副作用

甜味剂		安全性	甜度倍数	口感特性	副作用
天然甜味剂	木糖醇	安全	1.2	微清凉感	摄入量过高会引起腹泻
	山梨糖醇	安全	0.6-0.7	微清凉感	摄入量过高会引起腹泻
	赤藓糖醇	安全	0.65	微清凉感	摄入量过高会引起腹泻
	甜菊糖苷	ADI：4mg/kg	200	甘草味和薄荷味，苦涩味浓重	/
	罗汉果甜苷	安全	300	清凉感、涩后味、甘草后味	/
	阿洛酮糖	安全	0.7	与蔗糖相近，柔和细致	/
人工甜味剂	糖精	ADI：2.5mg/kg	500	后味苦	过量服用会中毒
	甜蜜素	ADI：7mg/kg	50	余味欠佳	过量使用会危害肝脏及神经系统，美国市场已禁用、FAO&WHO 限定日摄入量上限 7mg/kg、中国也对各类食品中的添加剂加以限制
	阿斯巴甜	ADI：40mg/kg	200	纯正	可能具有致癌性及神经毒性，曾被 FDA 拒绝批准使用作为代糖
	安赛蜜	ADI：15mg/kg	200	金属味	/
	三氯蔗糖	ADI：16mg/kg	650	较纯正	/
	纽甜	ADI：17mg/kg	6000	纯正	/

资料来源：华经产业研究院、浙商证券研究所

全球已有众多地区批准使用阿洛酮糖，我国有望在 2025 年获批使用 D-阿洛酮糖。2011 年阿洛酮糖在美国通过了公认安全（GRAS）认证，并已在墨西哥获得 GMP（良好生产规范）水平的批准，此外，它还被智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、新加坡、韩国、日本等十几个国家/地区批准为食品。目前，阿洛酮糖在欧盟和中国虽还未正式获批，但也都取得了一定进展。2023 年 5 月，我国卫健委发布公告，正式批准“D-阿洛酮糖 3-差向异构酶”被列入食品工业用酶制剂，2025 年 3 月 21 日通过专家评审委员会技术审查，启动征求公开意见，阿洛酮糖有望在年内获批。2023 年欧洲食品安全局也再次对 D-阿洛酮糖做了安全性评估，并认定其没有风险，获批进程将不断加快，需求或将迅速增长。

表17：近几年越来越多的国家通过阿洛酮糖作为食品添加剂

国家	审批机构	批准时间	批准类别及用途
美国	FDA	2011	GRAS 认证（一般认为安全），允许作为膳食添加剂和食品配料
韩国	食品药品安全部	2017	食品添加剂，允许用于酒类、饮料等领域
日本	厚生劳动省	2019	食品添加剂，允许用于特定保健用食品
加拿大	加拿大卫生部	2019	天然健康产品原料，允许用于膳食补充剂
新加坡	新加坡农粮局（AVA）	2020	食品添加剂，允许用于饮料、乳制品等
智利	智利农业部	2021	食品添加剂，允许用于甜味剂、食品配料
墨西哥	墨西哥卫生部	2022	食品添加剂，允许用于糖果、烘焙食品
澳大利亚	澳新食品标准局（FSANZ）	2024	新型食品，允许用于烘焙、糖果、饮料等 11 类食品，设定最大添加量（如烘焙产品 10%）

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

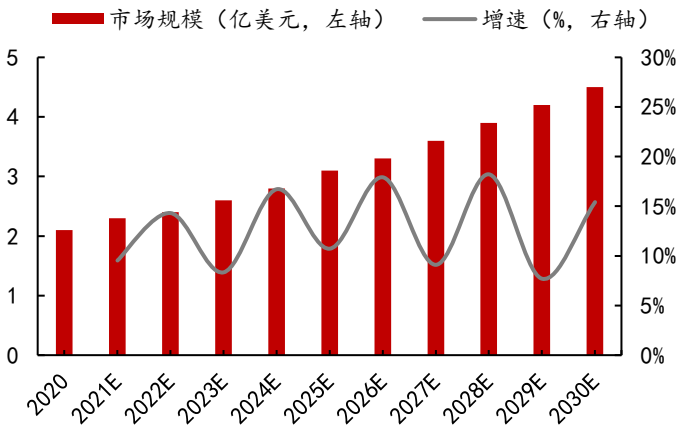
表18：阿洛酮糖在中国、欧盟和新西兰审批取得关键进展

国家	审批情况	关键进展
中国	新食品原料审批中	2025 年 3 月 21 日通过专家评审委员会技术审查，启动征求意见
欧盟	新食品申请待批	欧洲食品安全局（EFSA）2021 年和 2023 年评估认定无风险
新西兰	随澳大利亚同步审批	2024 年 10 月与澳大利亚共同修订食品标准法典，计划引入韩国三养公司阿洛酮糖产品

资料来源：国家食品安全风险评估中心、浙商证券研究所

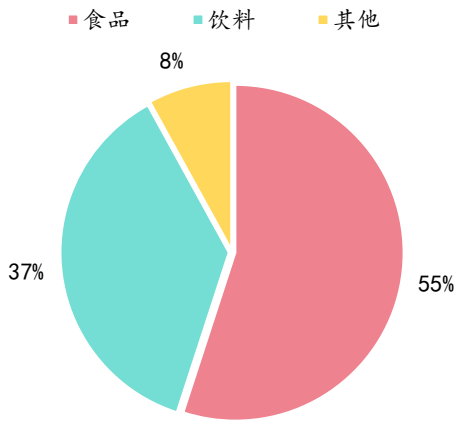
阿洛酮糖全球市场规模快速提升，海外需求增速亮眼，我国市场潜力巨大。据观研报告网数据显示，2016 年至 2020 年，全球阿洛酮糖的销售额复合年增长率达 8.0%，随着市场需求增大以及各国获批进程加快，预计全球市场规模将以 9.1%的复合增速增长，到 2030 年达到 4.5 亿美元。根据新思界产业研究中心的数据，我国阿洛酮糖市场预计获批后预计增速将快于全球市场，2030 年将超过 1 亿美元，占全球市场比重约 22.2%。

图16：全球阿洛酮糖行业市场规模保持 10-15%的增速



资料来源：Transparency Market Research、浙商证券研究所

图17：阿洛酮糖主要应用于食品和饮料领域



资料来源：英敏特、浙商证券研究所

阿洛酮糖下游应用领域发展推动需求快速增长。据英敏特数据，2020 年阿洛酮糖下游应用领域中，食品占 55%，饮料占 37%。SPINS 根据主流渠道和天然渠道销售情况分析出的数据显示，在越来越多的食品饮料 NPD 配方中出现代糖——阿洛酮糖，截至 2022 年 6 月 12 日，北美市场销售额增长了 162.4%，达到 4 亿美元。阿洛酮糖应用于饮料中口感接

近蔗糖，且具有出色的适用灵活性、加工稳定性和高溶解性，作为甜味剂添加到饮料中，不仅可以减少糖类添加，还能阻断对其他糖类物质的吸收并增加营养。因此，未来国内应用放开后，阿洛酮糖在饮料中的应用有望迎来较大增长。“减糖”、“控糖”的趋势也将逐渐卷席其它食品行业。

表19: 阿洛酮糖已进入较多下游消费领域

产品	产品图例	甜味来源与营养成分
添加与不添加阿洛酮糖的同类曲奇对比		
Catalina Crunch 曲奇		阿洛酮糖（12.5g）、蔗糖、甜叶菊提取物； 每100g含1570KJ热量、45.8g碳水化合物、25g脂肪、16.7g蛋白质、250mg钠
奥利奥 原味夹心饼干		白砂糖； 每100g含1970KJ热量、73.5g碳水化合物、20.6g脂肪、2.9g蛋白质、397mg钠
添加与不添加阿洛酮糖的同类芝士蛋糕对比		
Enlightened 经典芝士蛋糕		阿洛酮糖（8.8g）、赤藓糖醇（10g）； 每100g含1098.8KJ热量、22.5g碳水化合物、25g脂肪、5g蛋白质、225mg钠
中粮香雪 香浓芝士蛋糕		白砂糖、葡萄糖浆、糖霜； 每100g含1531KJ热量、25.6g碳水化合物、26.8g脂肪、6.1g蛋白质、275mg钠
添加与不添加阿洛酮糖的同类番茄沙司对比		
Nativo Ketchup 番茄沙司		阿洛酮糖； 每100g含139.5KJ热量、13.3g碳水化合物、0g脂肪、0g蛋白质、533.3mg钠
Heinz 亨氏番茄沙司		白砂糖； 每100g含417KJ热量、23.4g碳水化合物、0g脂肪、1.1g蛋白质、1060mg钠
添加与不添加阿洛酮糖的同类酸奶对比		
Chobani 零糖酸奶		阿洛酮糖（2.4g）、甜叶菊提取物、罗汉果提取物； 每100g含172.4KJ热量、3.5g碳水化合物、0g脂肪、7.6g蛋白质、41.2mg钠
光明莫斯利安 原味酸奶		白砂糖； 每100g含349kJ热量、11g碳水化合物、3g脂肪、3g蛋白、60mg钠
添加与不添加阿洛酮糖的同类可可榛子酱对比		
Gooey 可可榛子酱		液体阿洛酮糖、葡萄糖； 每100g含1644.5KJ热量、46.4g碳水化合物、28.6g脂肪、7.1g蛋白质、107.1mg钠
Nutella 可可榛子酱		蔗糖； 每100g含2203.2KJ热量、57.9g碳水化合物、31.58g脂肪、5.3g蛋白质、52.6mg钠
添加与不添加阿洛酮糖的同类红茶对比		
Fuze Meyer 柠檬红茶		阿洛酮糖、甜叶菊提取物、蔗糖； 每100ML含8.37KJ热量、0.6g碳水化合物、0g脂肪、0g蛋白质、9mg钠
康师傅 柠檬口味冰红茶		白砂糖； 每100ML含165KJ热量、9.2g碳水化合物、0g脂肪、0g蛋白质、29mg钠

资料来源：各产品官网、浙商证券研究所

2.3 结晶果糖：最甜的天然甜味剂，广泛应用于高端功能食品

结晶果糖作为天然甜味剂的功能标杆，凭借其多维特性重塑健康食品开发逻辑。其甜度达蔗糖 1.5-1.8 倍（低温增效显著），GI 值仅 19（蔗糖 65），代谢路径绕开胰岛素敏感机制，成为糖尿病、心血管疾病患者的优选代糖。在食品工业中展现独特技术价值：低水分活度抑制微生物滋生，美拉德反应赋予烘焙品金黄色泽，冰点降低特性优化冷冻食品质地，协同糖醇可构建梯度甜感体系。健康维度上，抑制龋齿菌代谢、减少乳酸生成等特性，使其在运动饮料、功能性食品中成为代谢增效载体。医药领域作为注射液基质（如甘油果糖输液），直接参与肝病、脑颅疾病治疗。当前产业应用呈现三大趋势：1）代糖复配方案中承担甜度放大器角色；2）在低 GI 食品中替代传统糖源实现控糖需求；3）利用保水抗老化特性延长烘焙食品货架期。随着《健康中国 2030》推进，结晶果糖在特医食品、功能性零食等千亿级市场渗透率将持续提升，技术红利进入加速释放期。

表20：结晶果糖功效齐全，应用场景广阔

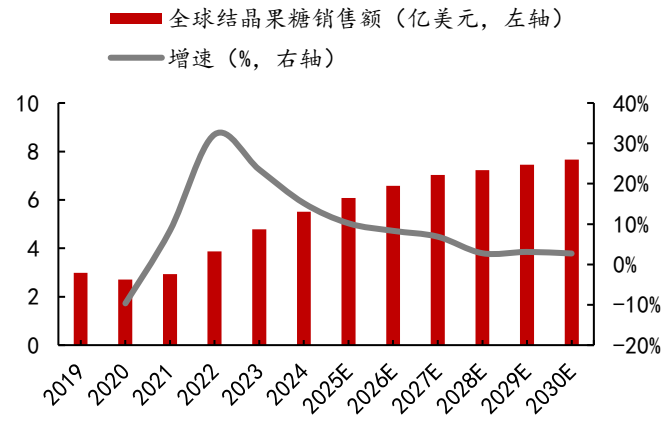
具体功效	应用场景
高甜度	碳酸饮料（可乐、汽水）、果汁饮料（橙汁、桃汁）、硬糖果（水果硬糖、薄荷糖）、软糖果（QQ 糖、奶糖）、蛋糕、面包、酸奶、果脯、蜜饯、玉米片、麦片、各类保健品
低热量	无糖饼干、无糖巧克力、专为 II 型糖尿病患者设计的糕点、运动营养棒、低热量功能饮料
增强风味释放	草莓味果汁、柠檬味汽水、芒果味酸奶、水蜜桃味果冻
防龋齿	儿童专用糖果、防龋齿口香糖、特定的软质糕点
降低冰点	冰淇淋、雪糕、冷冻水果（冷冻草莓、冷冻芒果）、冰棒
促进美拉德反应	烘焙的曲奇饼干、烤制的鸡腿、烤鸭、烘焙蛋糕表面

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

预计全球结晶果糖市场规模保持 5.8%的增速，下游主要利用在饮料及烘焙领域。QYResearch 数据显示，市场规模将从 2024 年的 5.5 亿美元增至 2030 年 7.7 亿美元，年复合增长率 5.77%，但增速较 2019-2024 年的年均增速显著放缓，主要因产能扩张引发价格下行压力。需求端呈现双引擎驱动：饮料领域占据 48.89%份额，受益于无糖气泡水、功能饮品对低 GI 甜味剂的需求，2024-2030 年消费量 CAGR 达 5.77%；烘焙食品以 32.18%占比紧随其后，低水分活度特性助力延长货架期，推动其消费量 CAGR 达 6.22%。

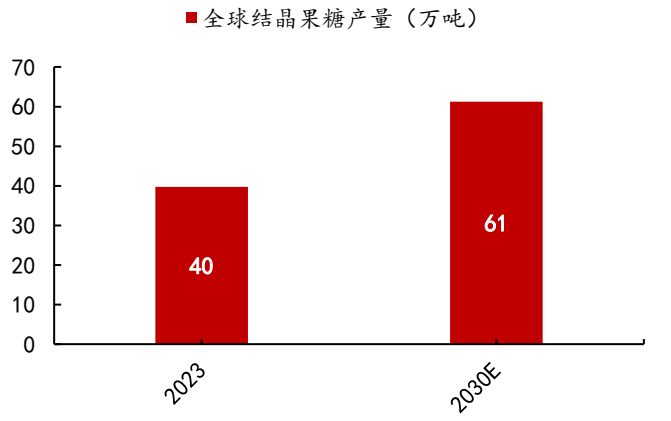
公司在 2016 年进军结晶果糖市场，近三年销售收入保持持续增长。自 2016 年实现结晶果糖的工业化量产以来，公司持续深耕减糖甜味剂市场，结晶果糖板块近三年保持收入增长。依托成熟产线和工艺优化，公司在生产效率与成本控制方面形成了明显优势。据 2025 年一季报披露，公司通过工艺改进有效降低结晶果糖的单位原料消耗，带动生产成本下降。同时，健康产品市场需求增长促使公司集中化、规模化生产，进一步提升成本效率，有利于增强产品市场竞争力，推动订单增长，一季度结晶果糖收入同比增长约 80%。当前行业处于结构调整期，公司在结晶果糖领域积累的产能、技术和客户资源，正逐步转化为面向健康消费升级的长期优势。

图18: 全球结晶果糖市场空间保持持续增长



资料来源：QYResearch、浙商证券研究所

图19: 全球结晶果糖产量预计 2030 年增至 61 万吨



资料来源：QYResearch、浙商证券研究所

3 膳食纤维和益生元：需求快速增长，市场空间广阔

益生元和膳食纤维是具有正向生理功效、有益于健康的食品配料。益生元是一类能够选择性促进肠道有益菌（如双歧杆菌等）增殖并调节代谢的功能性糖类，主要包括低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖等。其可以不经人体消化直接进入大肠，能显著改善肠道微生态，增强免疫机制，并具有调节便秘、矿物质吸收、脂肪代谢及抗肿瘤等生理功效。**膳食纤维**（如抗性糊精、聚葡萄糖）作为高分子碳水化合物，虽不可被人体吸收，但凭借其吸水性和膨胀性，可有效调控血糖与胆固醇水平，对糖尿病患者具有显著益处。特别地，可溶性膳食纤维兼具益生元作用，可被肠道菌群酵解，进一步优化健康效益。两者在食品、乳制品、保健品及医药等领域应用广泛，是功能性配料市场的重要增长点。

表21：产品功效齐全，助力全维健康

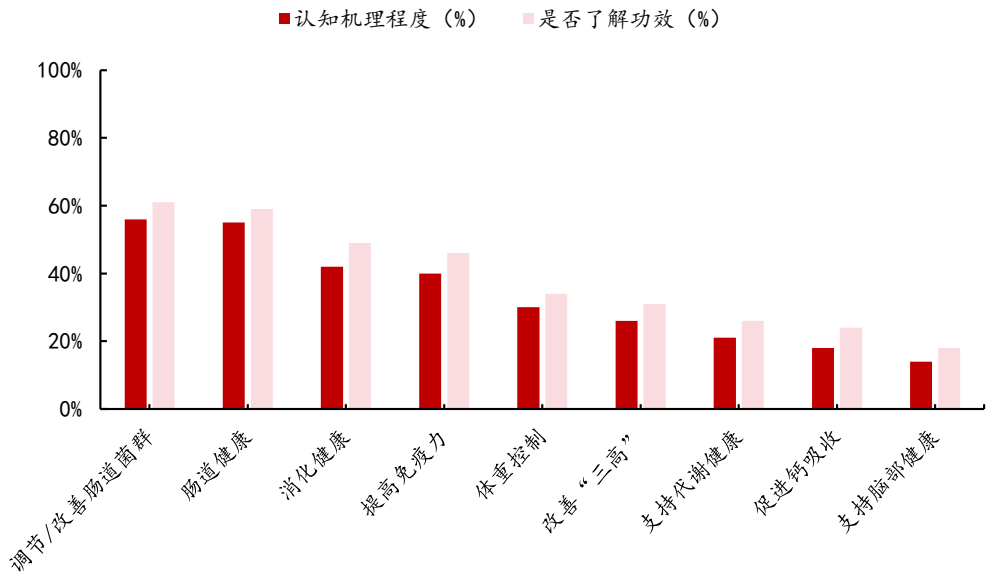
品类	产品细分	简介	主要功效
益生元系列	低聚异麦芽糖	以淀粉为原料，通过酶法转化而成的功能性低聚糖，属于益生元	1. 增殖双歧杆菌，抑制有害菌生长； 2. 预防龋齿，不被口腔微生物利用产酸； 3. 降低血清胆固醇和甘油三酯； 4. 促进肠道蠕动，改善便秘； 5. 调节肠道微生态环境。
	低聚果糖	由果糖分子聚合而成的功能性低聚糖，天然存在于菊苣、洋葱、香蕉等植物中，属于益生元	1. 调节肠道菌群，促进双歧杆菌等有益菌增殖； 2. 改善肠道功能，缓解便秘； 3. 抑制有害菌生长，降低肠道毒素； 4. 调节血脂和血糖(辅助控糖)； 5. 热量低，适合低糖/低卡食品。
	低聚半乳糖	由半乳糖分子聚合而成的功能性低聚糖，天然存在于母乳中，是重要的益生元之一	1. 促进肠道有益菌（如双歧杆菌）生长，优化肠道微生态 2. 增强肠道屏障功能，减少有害物质入侵 3. 促进矿物质（如钙、镁）吸收 4. 适用于婴幼儿配方食品，助力婴幼儿肠道健康发育 5. 低热量，不致龋齿
膳食纤维系列	抗性糊精	由淀粉加工制成的碳水化合物，属于水溶性膳食纤维，也具有益生元特性	1. 增加饱腹感，有助于控制体重 2. 延缓碳水化合物吸收，平稳血糖水平 3. 促进肠道蠕动，预防便秘 4. 调节肠道菌群，有益肠道微生态 5. 可部分替代糖和脂肪，改善食品质地
	聚葡萄糖	以葡萄糖等为原料经聚合反应制成的碳水化合物，是一种水溶性膳食纤维，兼具益生元功能	1. 降低食物热量，利于控制热量摄入 2. 改善肠道功能，促进肠道有益菌生长 3. 延缓糖分吸收，辅助血糖管理 4. 增加食品持水性和稳定性，改善食品品质 5. 提供膳食纤维摄入，预防肠道疾病

资料来源：公司年报、华经产业研究院、浙商证券研究所

3.1 益生元：个性化消费需求增长，市场潜力大

多维功能认知差异指引产业精准升级方向。益生元作为肠道有益菌的专属养料，通过选择性增殖双歧杆菌、乳杆菌等有益菌群，抑制致病菌定植，能直接改善肠道微生态，是缓解便秘、提升肠道通畅效率的天然解决方案。中国营养学会《益生菌益生元消费者调查报告》显示，当前消费者对益生元功能认知呈显著分层：超50%用户熟知其调节肠道菌群、维护肠道健康的核心价值；消化健康及免疫力提升次之；体重管理、代谢改善（三高调节）认知率突破30%，但脑健康等新兴场景认知率不足20%，有待形成“基础需求夯实、进阶需求待激活”的市场格局。

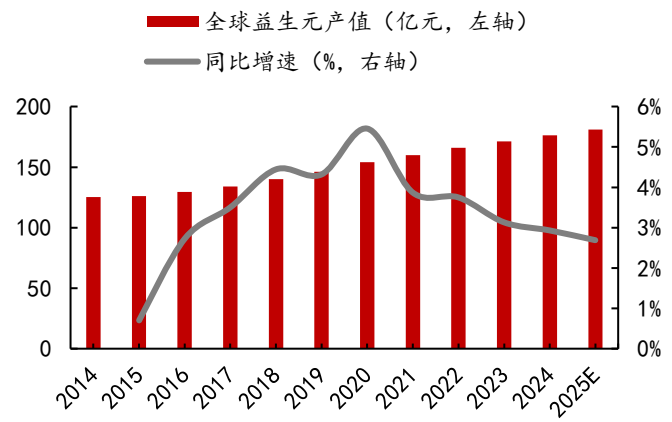
图20：益生元适配消费者个性化营养需求



资料来源：中国营养学会、浙商证券研究所

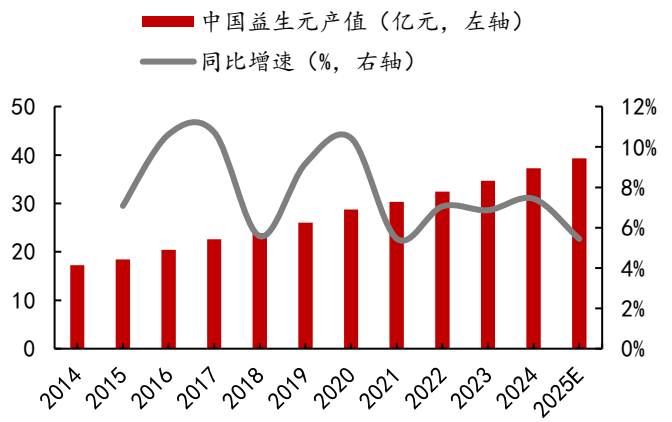
全球产能扩张趋缓，中国领跑益生元行业增长。据中国产业研究报告网预测，2025 年全球益生元产能将达 181 亿元，年均增速约 3%，行业步入平稳扩容阶段。中国作为核心增量市场，近五年产能规模增长近十亿元，据中国产业报告网预测行业年均增速超 5%，显著高于全球水平。未来中国益生元供应市场有望依托个性化消费需求增势、生物技术迭代及消费场景延展，进一步巩固供应链优势，推动产能结构性增长。

图21：益生元全球市场产值大约为 181 亿元，且保持较快增速



资料来源：中国产业研究、浙商证券研究所

图22：近几年中国益生元产值保持较快增速

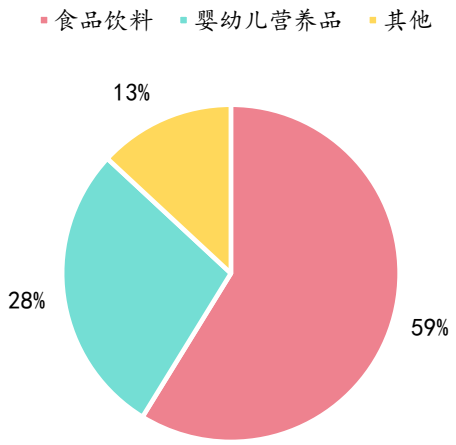


资料来源：中国产业研究、浙商证券研究所

益生元下游应用矩阵多元扩张，食品饮料与婴配赛道引领增长。当前益生元消费场景高度集中于食品饮料与婴幼儿营养品，据中国食品添加剂和配料协会数据，2018 年食品饮料领域占比达 59%，婴幼儿营养品占 28%，构成核心需求基本盘。伴随肠道健康功能实证强化及功能食品创新加速，行业预计 2020-2026 年益生元消费量复合年增长率（CAGR）将

达 4.48%，其中食品饮料类应用增速领跑，低温乳制品、功能性饮料及代餐零食成为渗透主力。此外，益生元应用正突破传统领域，向医药（如胃肠调节制剂）、动物营养（替抗饲料添加剂）等高附加值场景延伸，下游应用矩阵持续拓宽，驱动行业从单一营养补充向跨领域健康解决方案升级。

图23： 益生元行业下游主要应用食品饮料和婴幼儿营养品领域



资料来源：观研报告网、浙商证券研究所

表22： 益生元行业下游应用领域发展前景（单位：万吨）

应用领域	2020E	2026E	CAGR（2020—2026）
食品和饮料	39	51	4.62%
婴幼儿营养品	19	24	4.28%
其他	9	11	4.24%
总计	67	87	4.48%

资料来源：中国食品添加剂和配料协会、浙商证券研究所

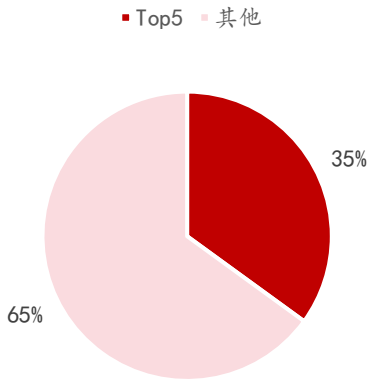
益生元品类多元化，公司产品覆盖较为全面。据中国食品添加剂和配料协会显示，2021 年全球益生元行业厂商主要包括英国泰莱、荷兰皇家菲仕兰、日本明治、百龙创园、保龄宝、量子生物等，其中 TOP5 产量占比仅 35%，全球益生元市场集中度仍处于较低水平。此外，由于益生元产品细分品种较多，且分为不同档次，同一产品品种的生产厂商数量相对较少，因此，单一产品品种的行业集中度较高。例如国内低聚果糖的生产主要集中在百龙创园和量子生物两家、全球低聚异麦芽糖的生产主要集中在百龙创园和保龄宝两家。近五年公司低聚糖营收稳定于约 3 亿元量级，在低聚异麦芽糖等优势品类保持领先地位，未来依托高附加值产品（如 HMOs 替代方案）布局，有望在行业集中度提升中释放增长动能。

表23： 全球益生元主要生产厂商

品类	主要产品	生产厂商
益生元系列	低聚异麦芽糖	保龄宝、百龙创园、星光首创、日本食品化工、日本昭和、Bioneutra
	低聚果糖	量子高科、保龄宝、星光首创、日本明治、Beneo-Orafti、Sensus、Cosucra、Galam、Tatanq
	低聚半乳糖	荷兰皇家菲仕兰、量子高科、保龄宝、云浮新金山、Yakult、Ingredion

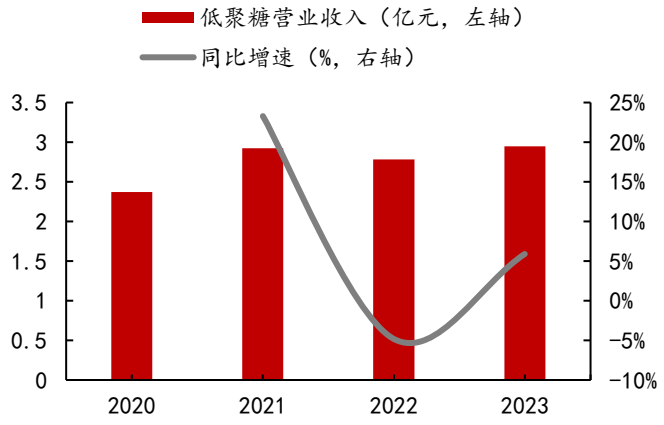
资料来源：QYResearch、浙商证券研究所

图24： 2021 年全球 Top5 益生元厂商产量市占率约 35%



资料来源：中国食品添加剂和配料协会、浙商证券研究所

图25： 公司低聚糖营收情况



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

3.2 膳食纤维：人均摄入量未达建议量一半，政策推进市场增量空间大

三高和糖尿病等慢性病发病率不断提高，高膳食纤维饮食可有效降低发病风险。随着居民生活水平的提升，人们更经常地过量摄入高脂肪、高碳水化合物、高蛋白质食物，高血压、高血脂、高胆固醇、糖尿病等流行慢性病在全球范围内变得越来越高发。《柳叶刀》研究证实高纤饮食可有效降低冠心病、糖尿病等慢性病风险，当前我国 55 岁以上人群慢性病患病率超 48%，居民日均纤维摄入仅 11-13 克，不足推荐量一半。此外，全球 65 岁以上人口占比预计将于 2050 年突破 16%（2019 年为 9%），老龄化的加剧引发营养精细化与纤维摄入不足所造成的健康困境，倒逼食品工业创新（如纤维强化易食配方）。科学证据与疾病负担共振下，膳食纤维从基础营养要素进阶为慢病防控与健康老龄化的关键解决方案，而通过代餐、功能食品等场景精准补充足量的膳食纤维，也成为现代饮食不可替代的“健康基建设施”。

政策推动膳食纤维人均摄入量提高，膳食纤维国内需求空间广阔。《健康中国行动（2019-2030 年）》文件中明确指出我国居民膳食纤维缺乏严重，《中国食物与营养发展纲要(2025~2030 年)》进一步强调膳食纤维对健康的促进作用，明确将膳食纤维摄入提升纳入国民营养改善计划，建议人均每日膳食纤维摄入量增加到 25~30 克。据《中国居民膳食纤维摄入白皮书》测算，居民当前日均纤维摄入量仅 11-13 克，未达到建议量一半，根据我们的测算，国内膳食纤维需求空间大约为 565~1028 万吨，需求空间广阔，未来发展潜力大。

表24： 国内膳食纤维需求空间广阔，大约为 565~1028 万吨

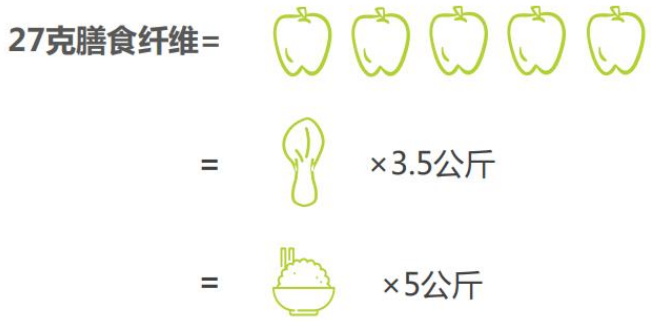
项目	最小值	最大值
居民人均摄入量（g/天）	11	13
推荐摄入量（g/天）	25	30
中国人口（亿人）	14	
膳食纤维需求空间（万吨）	617	977

资料来源：wind、浙商证券研究所

膳食纤维补充剂可以针对性提高摄入量。常规饮食中，蔬菜、水果的膳食纤维含量普遍为 1%-2%，若仅依靠天然食物（如蔬菜等）需每日摄入 800g 以上方可达标，实际执行难度较大。现代营养学研究指出，膳食纤维补充剂则可以通过高纯度提取工艺与科学配制

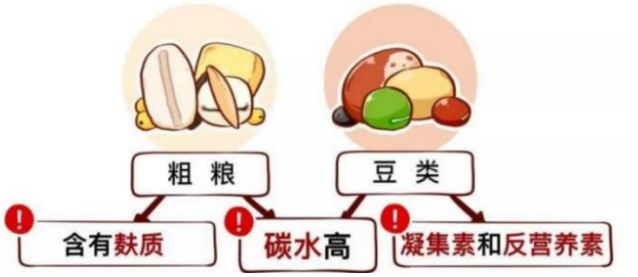
的复合制剂技术，在保留核心功能成分的同时，创新性整合优质蛋白、必需矿物质及植物营养素，形成可验证的营养协同效应。。

图26： 自然饮食结构下，膳食纤维难以达到建议摄入量



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

图27： 膳食纤维补充剂更有针对性



资料来源：科学饮食指南公众号、浙商证券研究所

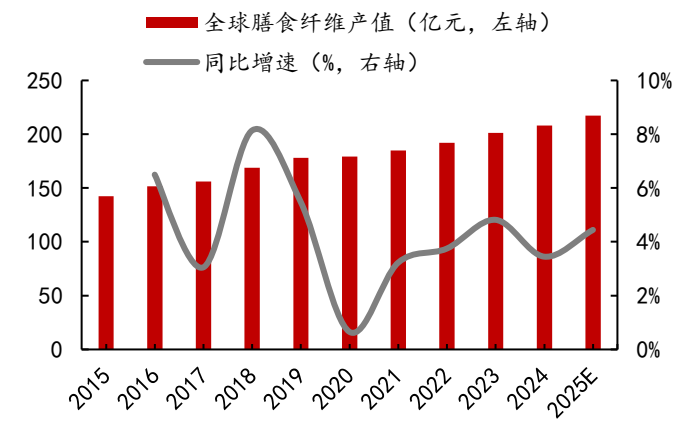
表25： 中国营养协会膳食纤维共识专家组建议的 10 种新型膳食纤维

名称	英文名称	法规情况 a
低聚半乳糖	Galactooligosaccharides	营养强化剂;新食品原料
低聚果糖	Fructooligosaccharides	营养强化剂;食品配料
菊粉	Inulin	新食品原料
聚葡萄糖	Polydextrose	食品添加剂;营养强化剂
β-葡聚糖(大麦、燕麦来源)	β-glucan (oat and barley orginated)	新食品原料
纤维素	Cellulose	食品添加剂
抗性糊精	Resistant maltodextrin	普通食品原料
海藻酸盐	Alginate	食品添加剂
瓜尔胶	Guar gum	食品添加剂
果胶	Pectin	食品添加剂

资料来源：膳食纤维专家共识、浙商证券研究所

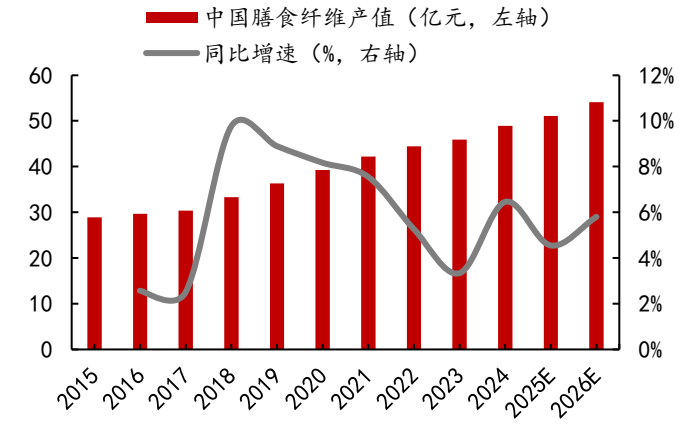
当前全球膳食纤维的市场空间约为 200 亿元，我国膳食纤维产值保持较快的增长，。据中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会数据显示，2020 年我国膳食纤维行业总产值约 39 亿元，占全球总产值（180 亿元）的 22%；至 2025 年，我国总产值预计将提升至 51.94 亿元，对应 2020-2025 年复合年增长率（CAGR）约 5.4%，显著高于全球同期增速水平(3.9%)。

图28：全球膳食纤维的市场空间已到达 200 亿元



资料来源：中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会、浙商证券研究所

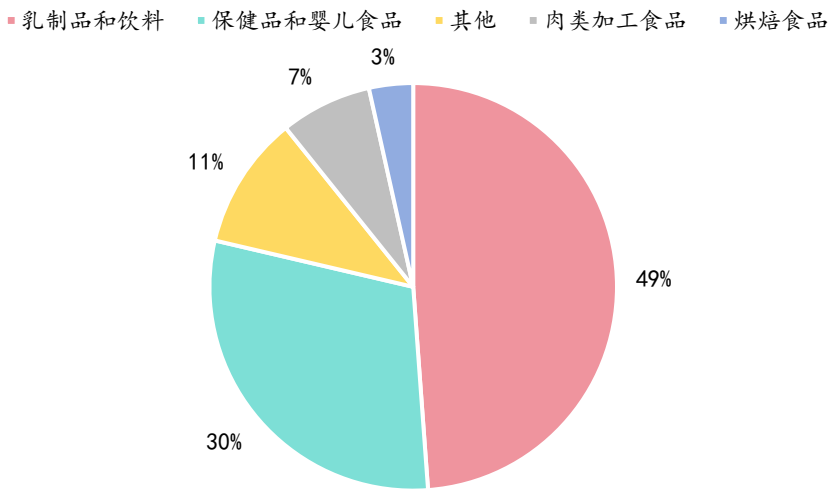
图29：近几年中国膳食纤维产值保持较快增长



资料来源：中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会、浙商证券研究所

膳食纤维下游主要为食品消费。根据中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会预测，乳制品以及饮料是膳食纤维最大应用领域，占比约 49%；其次是保健品和婴儿食品，占比达约 30%；肉类加工食品、烘培食品均不足 10%。且 2020-2026 年膳食纤维在下游各应用领域的平均 CAGR 为 5.42%，其中保健品和婴儿食品、烘焙食品需求增速领先，有望持续贡献膳食纤维需求增量。

图30：膳食纤维主要应用在乳制品和保健品领域



资料来源：华经情报网、浙商证券研究所

表26：膳食纤维行业下游应用领域发展前景（单位：万吨）

应用领域	2020E	2026E	CAGR（2020—2026）
乳制品和饮料	43	58	5.00%
保健品和婴儿食品	27	39	6.25%
肉类加工食品	6	8	4.70%
烘焙食品	3	4	6.06%
其他	10	13	5.11%
总计	89	122	5.41%

资料来源：中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会、浙商证券研究所

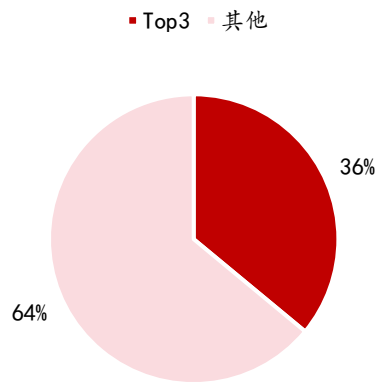
膳食纤维行业格局较为分散，中高端产品进入具备一定壁垒。膳食纤维行业的细分品种较多，对技术的要求因产品而异。中低端产品生产技术相对简单、工艺较为成熟，市场竞争激烈，产品价格和附加值也较低。中高端产品对生产设备、技术参数、定制化要求较高，具有一定壁垒。全球膳食纤维行业占据市场份额较大的生产厂商主要包括 Tate & Lyle（英国泰莱）、百龙创园、Roquette（法国罗盖特）、日本松谷化学、Archer Daniels Midland（美国 ADM）等。据公司年报披露，2021 年以来公司其他功能糖（主要产品种为膳食纤维）营收从 2 亿元攀升至 2023 年的 3 亿元量级，且其膳食纤维营收状况趋于稳定。

表27：全球膳食纤维主要生产厂商

品类	主要产品	生产厂商
膳食纤维系列	抗性糊精	美国 ADM、法国罗盖特、百龙创园、英国泰莱、保龄宝、日本松谷化学
	聚葡萄糖	英国泰莱、河南泰利杰、人良生物、保龄宝、百龙创园、IFF

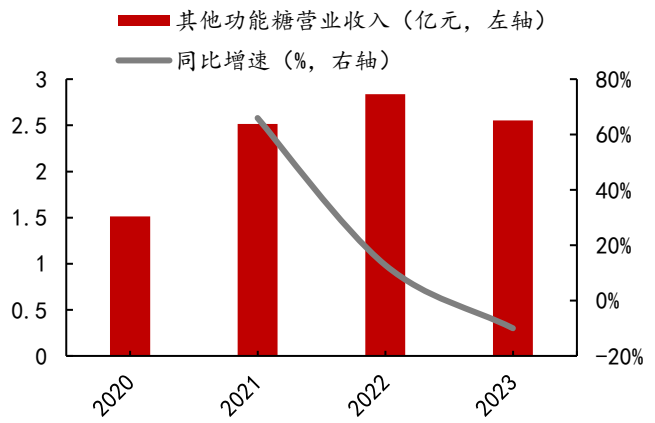
资料来源：QYResearch、浙商证券研究所

图31：2021 年全球 Top3 膳食纤维厂商市占率大概为 36%



资料来源：中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会、浙商证券研究所

图32：公司其他功能糖板块营收保持增长趋势



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

3.2.1 抗性糊精：高端膳食纤维，市场空间广阔

抗性糊精是一种高端膳食纤维，理化性质较好可用于绝大多数食品。抗性糊精可以显著抑制血糖和胰岛素上升、促进肠道健康，因此在糖尿病患者和健康意识增强的消费者中具有广泛的市场潜力。据 2020 年中国居民健康大数据显示：高血压患者 2.7 亿人，高血脂患者 1 亿人，糖尿病患者 9240 万人，超重或肥胖患者 7000 万-2 亿人。同时，抗性糊精具

有耐压、耐热、耐冷冻、耐酸、低分子量、耐存储等特性，可作为食品及食品辅料使用，而这正是其他膳食纤维所不具备的特点，是一种值得开发的新型食品原料。

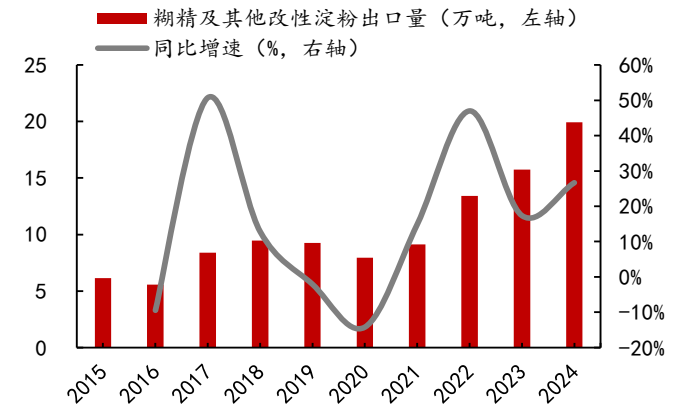
表28：抗性糊精主要应用场景及产品情况

行业	品牌	代表产品	膳食纤维成分	膳食纤维含量
饮料	可口可乐 雪碧		抗性糊精	1.5g/100ml
乳制品	八喜		抗性糊精	4g/100g
烘焙产品	ffit8		抗性糊精	12.8g/100g
婴幼儿食品	汤臣倍健		抗性糊精	<2g/100g
调味品	Glucoregul		抗性糊精	12g/100g

资料来源：各公司产品信息，浙商证券研究所

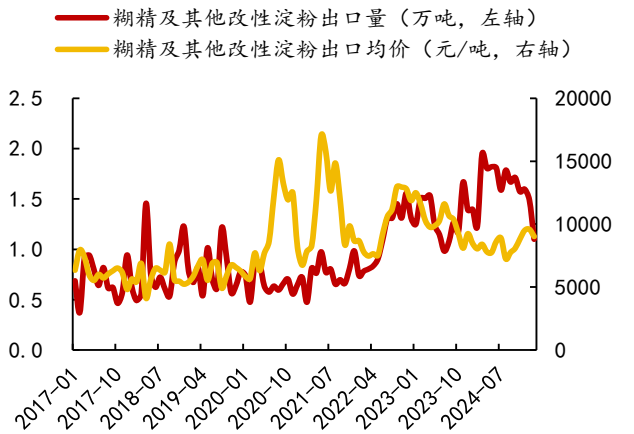
抗性糊精出口量价双升，市场扩容与竞争迭代并行。2016-2024 年，我国糊精及其他改性淀粉出口量从 6 万吨增长至近 20 万吨，年复合增速超 15%，月均出口量从 0.6 万吨增至 1 万吨，全球健康食品需求持续扩张下，抗性糊精的需求持续提升。价格端经历周期性波动，月均出口价从 6000 元/吨攀升至 2023 年峰值 1 万元/吨后，2024 年回落至 8000 元/吨。

图33：2016-2024 年糊精及其他改性淀粉出口复合增速达 15%



资料来源：中国海关总署、浙商证券研究所

图34：2024 年糊精及其他改性淀粉出口均价在 7000-9000 元/吨



资料来源：中国海关总署、浙商证券研究所

3.2.2 聚葡萄糖：产品成熟+应用范围广

聚葡萄糖市场基本成熟，应用范围广。聚葡萄糖是由葡萄糖、山梨糖醇、柠檬酸按一定比例混合，在高温下加热聚合并精制而成的一种多糖。因其具有的特性和对人体的特殊生理功效，被广泛用于食品的开发生产当中。目前，在国内除了作为添加剂使用外，还逐渐形成了以聚葡萄糖为主的胶囊、冲剂以及片剂之类的产品，表现出了良好的社会效益。未来，随着研究的深入和人们认识的加强，作为膳食纤维补充剂，聚葡萄糖必将会在功能性食品及饮料的开发生产中发挥更大的作用。

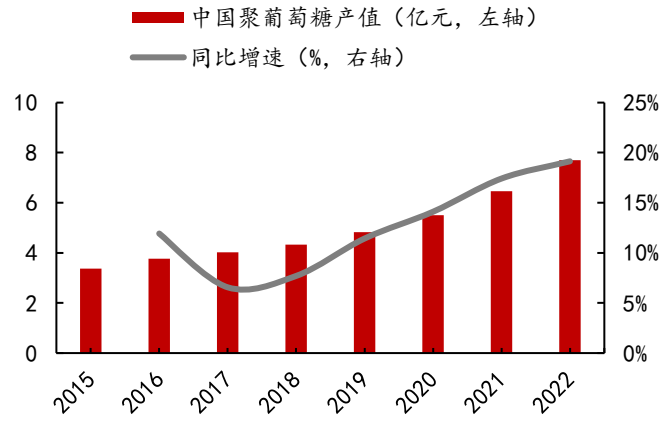
表29：相较于抗性糊精，聚葡萄糖具备价格优势，市场更为成熟

	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	市场平均售价：27 元/公斤
特点	价格低，具备基本功效。在各类食品饮料中广泛添加	价格高；性能佳：耐高温酸碱；可改性：适应不同产品添加。有望引领产品添加新风尚
性能	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思 3. 有助于改善产品风味、质构和口感 4. 具有良好的溶解性 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，水溶度黏度低 2. 不吸潮，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. 具有低吸溶性，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、血脂，增强微量元素吸收等作用

资料来源：中国医药生物技术协会膳食纤维技术分会、艾瑞咨询、浙商证券研究所

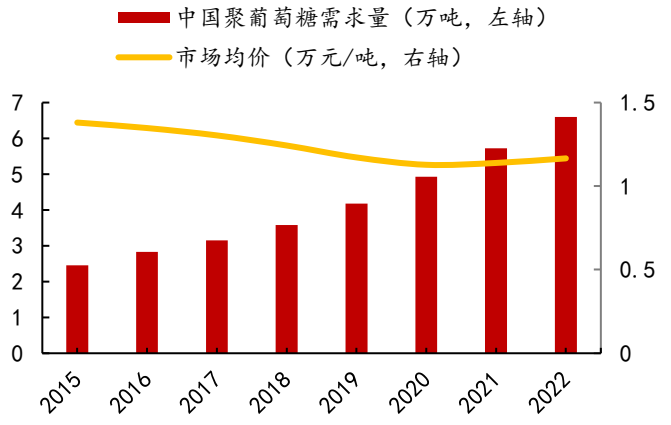
中国市场快速发展，增速高于全球平均水平。2015 年至 2022 年，中国聚葡萄糖市场实现了产量、需求与规模的同步扩张，产量 2022 年增至约 8.6 万吨，相比 2015 年增长约 150.88%，同期需求量增长至 6.6 万吨，体现出居民健康意识提升对功能性食品添加剂的持续拉动。尽管 2022 年均价降至 1.16 万元/吨，行业依然凭借成熟工艺与规模效应实现成本优化与稳定盈利。根据 QYResearch 数据，2023 年中国市场规模达 5651 万美元（约 3.90 亿元人民币），预计 2030 年将增长至 9630 万美元（约 6.65 亿元），年均复合增长率达 7.6%。

图35：中国聚葡萄糖市场空间快速发展



资料来源：智研数据中心、浙商证券研究所

图36：中国聚葡萄糖市场均价稳定在1-2万元/吨水平



资料来源：智研数据中心、浙商证券研究所

全球聚葡萄糖产业呈梯次竞合格局，技术壁垒与本土化优势重塑竞争版图。2023年，泰莱（Tate & Lyle）与丹尼斯克（Danisco）以约57.12%的全球份额主导产业格局，其核心优势在于高纯度聚葡萄糖专利技术及跨国食品集团深度绑定。第二梯队（保龄宝、百龙创园、泰利杰等）凭借中高端产品突破（如抗性糊精、医药级聚葡萄糖）合计占据35.65%份额。其中公司作为国产化标杆，依托全产业链协同优势，在标准化制造、精益成本管控及敏捷供应链响应等方面形成差异化竞争力，有望提升其产品全球市场份额，改写外资主导的产业生态。

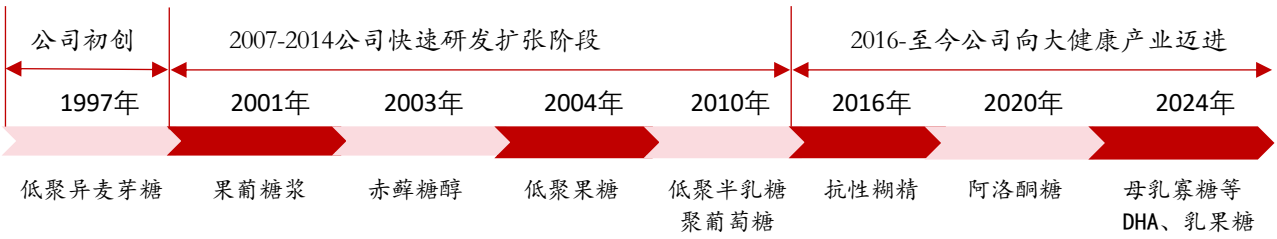
4 成长看点：持续开发新品+产能扩张+品牌粘性强

4.1 持续开发新品：推出HMOs、藻油DHA和乳果糖

聚焦高附加值赛道与全球化布局，构建精准营养全产业链优势。公司以“小、精、灵”模式为核心，战略锚定功能糖产业升级，聚焦高毛利产品与全球化破局。通过优化产品结构，注重扩大益生元、膳食纤维及代糖（如阿洛酮糖、赤藓糖醇）等高附加值品类产能，重点布局2.7万吨阿洛酮糖、2500吨HMOs（预计2026年投产）及药用辅料等高壁垒赛道；同步加速全球化产能布局，借欧盟反倾销税窗口期主攻欧洲赤藓糖醇市场，并投资不超过6.22亿元建设美国3万吨/年功能性糖醇基地，目标提升海外收入来源；纵深整合产业链，开发乳果糖、医药级抗性糊精等高溢价产品，形成“原料—配方—终端”全链条竞争优势。

技术迭代驱动二十年功能糖产业革新。2004年，公司为首批量产赤藓糖醇生产商，2010年又率先完成低聚果糖产业化，奠定益生元龙头地位；2016年，公司响应“健康中国”战略推出聚葡萄糖、抗性糊精，切入膳食纤维赛道；2020年，公司突破固体、液体阿洛酮糖量产技术，出口额破百万元，启动全球化转型；2024年，为应对全球超百国“糖税”政策，公司意图重构欧洲市场体系并推进HMOs、DHA等新品研发，抢占母婴营养及脑健康市场空间，完成从功能糖制造商到精准营养方案商的战略跃迁。

图37: 公司重要产品推出时间线



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表30: 母乳低聚糖（HMOs）、藻油 DHA 和乳果糖协同构筑营养“黄金三角”

	母乳寡糖（HMOs）	藻油 DHA	乳果糖
作用	1. 可抵抗小肠上道的消化，大部分能达到远端小肠和大肠，作为有益菌如双歧杆菌的底物，促进益生菌的生长。 2. 促进双歧杆菌生长，抑制有害菌生长。 3. 促进婴幼儿肠道健康	1. 健脑益智。提升学习时人体内突触小泡增加所需的 DHA 浓度。 2. 改善视网膜功能。维持源视紫红质正常功能的必需物质。 3. 预防心血管疾病。DHA 能有效提高斑块稳定性、调节血脂水平。 4. 促进神经系统发育。补充 DHA 可促进大脑神经触角延伸，使神经细胞网络发育。	1. 治疗便秘。可被肠道细菌识别为活性物质以增加肠道蠕动和保持肠道内物质的流动。 2. 治疗炎症性肠病。乳果糖能促进有益菌种乳酸菌等生长，并抑制感染类细菌的滋生，从而降低减少肠道疾病发生频率。 3. 增强矿物质吸收。实验证实乳果糖可增加人体对食物中矿物质的吸收效果。

资料来源：百度百科、藻油行业分析报告、、ChemicalBook、浙商证券研究所

母乳低聚糖（HMOs）是天然免疫调节剂与肠道健康基石。HMOs 是母乳中第三大固体成分（占比约 10%），新生儿日摄入量约 9 克，其独特分子结构可抵抗小肠消化，直达结肠作为双歧杆菌专属底物，通过抑制病原体黏附、激活免疫信号通路（如 TLR 受体）及强化肠道屏障功能，构建婴幼儿免疫防御体系。临床研究显示，HMOs 可降低婴幼儿呼吸道感染风险、腹泻发生率和中耳炎发病率，并有效缓解过敏症状。

母乳低聚糖应用亮眼，长期发展前景好。2022 年，全球母乳低聚糖市场规模从 2018 年的 1.5 亿美元增加至 4.6 亿美元，预计到 2029 年市场规模将达到 17 亿美元，2023-2029 年复合年增长率为 24.55%。2023 年 10 月 7 日，国家卫健委发布公告称，两款 HMOs 成分（2'-岩藻糖基乳糖（2'-FL）和乳糖-N-新四糖（LNnT））在国内正式获批于奶粉中使用，此后君乐宝、蒙牛、伊利等国内知名品牌纷纷推出添加 HMOs 成分的新配方奶粉。

表31：母乳低聚糖下游应用聚焦于婴幼儿新配方奶粉赛道

企业	产品名称	产品图例
伊利	“金领冠珍护铂萃”儿童成长配方奶粉	
飞鹤	星飞帆卓睿4段	
君乐宝	小小鲁班“诠维爱未来”奶粉	
宜品	宜品蓓康僖儿童羊奶粉	

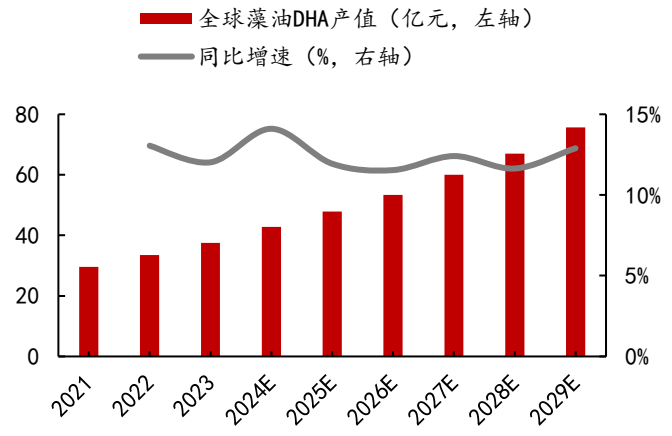
资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

24 年公司宣布建设 2500 吨 HMOs 产能，预计 26 年投产抢占市场先机。公司于 2024 年投资建设年产 2500 吨 HMOs 项目（含 2'-岩藻糖基乳糖 2000 吨、乳糖-N-新四糖 500 吨），计划 2026 年 2 月投产，以抢占母乳低聚糖市场先机。项目通过整合现有产线设备（年产 2 万吨赤藓糖醇建设项目）实现集约化建设，在降低固定资产投资强度的同时，应用自有研发技术（大肠杆菌 K-12MG1655BLBYZT6）对标国际婴配先进水。达产后有望抢占高端婴配及成人功能食品市场缺口，预计将推动公司从基础益生元供应商向高附加值精准营养方案商转型，增强全球 HMOs 产业链话语权。

DHA 是生命全周期的"智慧营养素"。DHA（二十二碳六烯酸）是一种人体必需的 Omega-3 多不饱和脂肪酸，俗称“脑黄金”，天然存在于大脑皮层（20%）、视网膜（50%）等关键组织中。它对婴幼儿的脑神经和视力发育至关重要，同时贯穿全生命周期——促进儿童智力发展、维持成年人脑功能活性、延缓老年人认知衰退，并具有调节血脂、抗炎、护眼等综合健康效益。现代生活中，DHA 已融入奶粉、营养补充剂、功能食品、母婴零辅食等多个领域，成为科学膳食的重要组成部分。其中，婴幼儿配方奶粉是 DHA 下游应用最主要的需求来源。

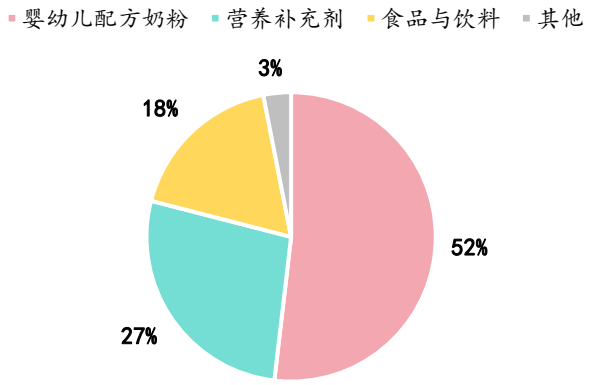
其中，新兴的藻油 DHA 是更安全、更可持续的未来选择。传统 DHA 多源自深海鱼油，而藻油 DHA 通过微藻生物发酵技术实现突破：其 DHA 纯度更高，更符合婴幼儿营养标准；生产过程在封闭环境中完成，有效降低海洋重金属污染风险，兼具环保性与规模化潜力。我国藻油 DHA 市场规模从 2015 年的 1.74 亿元增长至 2023 年的 4.65 亿元，年均增速超 13%，且 2023 年年产量突破 870 吨。随着健康消费升级，藻油 DHA 凭借纯净安全、精准配比等优势，正在母婴、老年健康领域加速替代传统鱼油产品，成为科学营养新兴风向标。

图38: 全球藻油 DHA 产值稳健增长



资料来源：中研普华产业研究院、浙商证券研究所

图39: 藻油 DHA 主要应用于婴幼儿配方奶粉领域



资料来源：QYResearch、浙商证券研究所

整合生物技术优势，打造高效产能体系。公司于 2024 年 9 月与海智源生物签署战略合作协议，通过整合双方在生物发酵、菌种优化及油脂深加工领域的互补优势，推动构建从技术研发到市场落地的全产业链闭环。依托低成本改造发酵产能（年产 2000 吨藻油 DHA 毛油）和合成生物学驱动的菌种改良技术，该项目已突破成本壁垒，具备市场竞争优势。此次合作不仅填补了公司功能性油脂产品矩阵的空白，更通过“技术—生产—销售”三位一体的协同模式，实现从实验室到规模量产的高效转化。随着年底量产启动，该项目有望依托双方渠道资源加速市场渗透，助推企业向全球功能性油脂产业领军者跃迁，同时为 DHA 供应链的国产化替代与技术创新提供标杆样本。

乳果糖是具备健康功能的“智慧代糖”。乳果糖是一种人工合成的双糖，由乳糖分子改造而来（葡萄糖替换成果糖），甜度介于蔗糖和乳糖之间。虽然自然界中不存在天然乳果糖，但煮牛奶时会生成微量。它不仅可作为低甜度代糖使用，更凭借独特的生理功能脱颖而出——既能促进肠道蠕动、改善便秘，又可调节胃肠菌群平衡，同时满足糖尿病食品、低糖健康食品的配方需求。目前广泛应用于婴幼儿食品、乳制品、保健饮品及功能性饮料领域，成为兼顾甜味需求与健康属性的创新型添加剂。

乳果糖市场在健康消费趋势驱动下稳步增长。全球乳果糖市场规模 2022 年达 10.87 亿元（中国占约 25%），预计到 2028 年将以 2.78%的年均增速攀升至 12.84 亿元。市场增长核心动力来自三大方向：一是母婴营养升级，婴儿配方奶粉对功能性添加剂需求激增；二是健康意识觉醒，糖尿病食品、低糖赛道释放强劲需求；三是食品工业创新，烘焙、糖果及制药领域加速应用拓展。随着“减糖不减甜”的消费趋势深化，兼具代糖属性与肠道健康功能的乳果糖，正从医疗辅助品向大众化功能原料转型，开辟更广阔的市场空间。

4.2 新产能打开业绩增长空间，美国建厂破局贸易壁垒

多维产能扩张战略锚定功能糖产业升级，以代糖为核心驱动全矩阵协同发展。在赤藓糖醇领域上，公司现有产能 6.3 万吨（投产 4.3 万吨），通过产线柔性切换能力，在行业严重过剩（2022 年全球需求 17.3 万吨 VS 中国产能 44.5 万吨）背景下仍维持 70%+产能利用率，领跑第二梯队；在阿洛酮糖布局上，依托全球稀缺的固体结晶技术，现有产能 27000 吨并规划扩产 2 万吨，抢占欧美代糖升级红利（2020 年试产出口额 112 万元）。同时，公司

也夯实传统品类优势，低聚异麦芽糖为主的益生元、膳食纤维形成全产业链协同，通过工艺平台复用降本增效，构建从基础代糖到高附加值功能配方的立体产能护城河，在需求转型的机遇和行业过剩的挑战中寻求结构性突围契机。

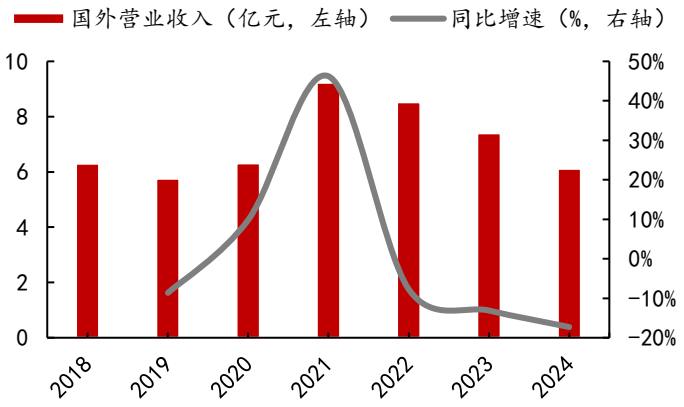
表32：公司产品矩阵丰富，柔性产线助力公司能够更加市场情况最大化调节高附加产品产出

产品系列	产品	现有产能（t）		在建产能（t）
益生元	低聚异麦芽糖	20000t	400000 吨（柔性调节）	
	低聚半乳糖	5000t		
	低聚果糖	10000t		
	结晶海藻糖	5000t		
	其他低聚糖			
膳食纤维	聚葡萄糖			
	抗性糊精			5000t
减糖甜味剂	赤藓糖醇	43000t		
	阿洛酮糖	7000t		20000t
	结晶果糖			
	其他			
其他淀粉糖（醇）	果葡糖浆系列			60000t（柔性调节）
	麦芽糊精系列	30000t		
	其他淀粉糖系列	40000t		
新产品系列	藻油 DHA			2000t
	HMO（母乳低聚糖）			2500t
总计	560000t			649500t

资料来源：公司环评报告、公司公告、浙商证券研究所

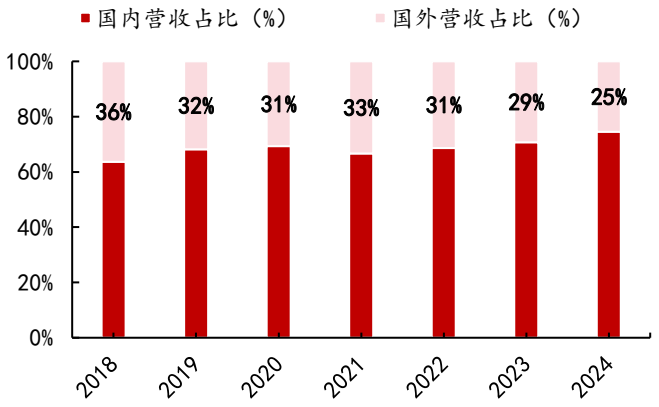
美国建厂破局贸易壁垒，本土化产能撬动全球糖醇增长极。公司计划投资不超过 6.22 亿元在美国建设 3 万吨/年功能性糖醇（含赤藓糖醇、阿洛酮糖）生产基地，项目涵盖土地购置、厂房建设及设备安装，预计 36 个月达产。此举能直接规避欧盟对华糖醇反倾销税（最高 233.3%）及潜在美国关税风险，同时缩短北美客户供应链响应周期，提升订单交付效率与成本控制力。项目投产后，公司可依托本土化生产抢占北美健康代糖市场，并以美国为跳板辐射欧洲，利用欧盟政策窗口期（限制中国产糖醇进口）渗透欧洲高端食品饮料客户，预计海外业务收入占比将提升至 30%以上。长期来看，美国新增产能将强化公司在全球功能糖产业链中的定价权与抗风险韧性，实现从“中国制造”向“全球智造”的战略跃迁。

图40：近年海外市场波动较大



资料来源：wind、浙商证券研究所

图41：海外市场具有增长潜力



资料来源：wind、浙商证券研究所

4.3 下游品牌客户众多，定制化提高品牌客户粘性

公司构建全球化韧性渠道网络，销售体系稳中蓄势。产品直接面向 2000 家优质企业客户（含元气森林、蒙牛、伊利等头部品牌），通过深度直销模式形成“战略客户支撑+渠道网络分散”的健康结构——2024 年前五大客户营收占比稳定于 13.66%，既保障核心产品溢价能力，又以客户多元性筑牢抗风险护城河（成立至今持续盈利）。境内依托区域办事处网格化布局实现本地化精准服务，境外通过"经销拓基盘+直供锁龙头"模式降低市场壁垒，双轨协同下销售费用率从 6.47%（2018 年）优化至 1.65%（2024 年），显著低于乳制品/保健品行业水平（伊利近 19%、汤臣倍健近 40%）。针对阿洛酮糖、HMO 等新产品，公司依托成熟的渠道复用能力快速打开市场：现有客户中大部分具备健康原料采购意向，海外经销商网络覆盖欧美客户终端渠道。

此外，公司现阶段已与国内外众多知名企业建立了良好且稳定的合作关系，主要客户包括可口可乐、百事可乐、卡夫食品、辉瑞药业、娃哈哈、达利食品、蒙牛、伊利、旺旺、康师傅、无限极、雀巢、新希望、王老吉、完美日用品、元气森林等，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，具有较强的客户粘性。此外，公司现阶段已与国内外众多知名企业建立了良好且稳定的合作关系，主要客户包括可口可乐、百事可乐、卡夫食品、辉瑞药业 0、娃哈哈、达利食品、蒙牛、伊利、旺旺、康师傅、无限极、雀巢、新希望、王老吉、完美日用品、元气森林等，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，具有较强的客户粘性。

图42： 同多领域知名企业组成供应链价值网络

资料来源：公司年报、公司官网、浙商证券研究所

5 盈利预测

5.1 关键假设

益生元：受益于益生元市场持续增长，公司低聚异麦芽糖、低聚果糖和低聚半乳糖有望保持增长，公司新开发母乳低聚糖和乳果糖打开成长空间，预计益生元板块有望实现量价齐升。我们预计 25/26/27 年营收为 3.5/3.8/4.1 亿元，销量为 38000/39000/41000 吨，不含税均价为 9300/9700/10000 元/吨，毛利率为 25%/26%/27%。

膳食纤维：公司膳食纤维主要包括聚葡萄糖和抗性糊精，随着高附加值抗性糊精产能投产，预计膳食纤维板块量价和利润率均有所提升。我们预计 2025/26/27 年营收为 2.8/3.2/3.8 亿元，销量为 25000/28000/32000 吨，不含税均价为 11000/11500/12000 元/吨，毛利率为 19%/21%/23%。

减糖甜味剂：受益于公司为欧洲市场反倾销关税税率最低的公司，预计公司赤藓糖醇将在欧洲市场实现量价齐升驱动公司订单增长，同时公司宣布投资 2 万吨/年阿洛酮糖项目有望助力减糖甜味剂板块业绩持续增长。我们预计 25/26/27 年营收为 6.8/8.1/9.6 亿元，销量为 62000/70000/80000 吨，不含税均价为 11000/11500/12000 元/吨，毛利率为 16%/16%/16%。

淀粉糖：公司淀粉糖下游主要为国内下游食品厂商，预计公司淀粉糖板块销量和毛利率均维持稳定。我们预计 25/26/27 年营收为 8.8/8.8/8.8 亿元，销量为 25000/25000/25000 吨，不含税均价为 3524/3500/3500 元/吨，毛利率为 13%/13%/13%。

饲料及副产品&其他业务：饲料及副产品&其他业务是公司主要产品加工产生的副产品，预计营收趋于下降趋势，毛利率维持稳定状态，其他板块在公司营收占比较低，预计其他板块营收和毛利率维持稳定。我们预计 25/26/27 年营收为 3.9/3.5/3.0 亿元，毛利率为 2%/2%/2%。

5.2 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 25.81/27.30/29.29 亿元；归母净利润为 1.81/2.16/2.60 亿元，对应 PE 估值为 20.07/16.82/13.99 倍。

表33: 公司各业务营收拆分（亿元）

		2024	2025E	2026E	2027E
公司	**营业收入（亿元）**	**24.1**	**25.81**	**27.30**	**29.29**
	yoy		7.2%	5.8%	7.3%
	营业成本（亿元）	**21.2**	**22.1**	**23.1**	**24.6**
	营业毛利（亿元）	**2.9**	**3.7**	**4.2**	**4.7**
	yoy		26.9%	11.9%	13.7%
	毛利率（%）	**12.1%**	**14.4%**	**15.2%**	**16.1%**
益生元	营业收入（亿元）	3.3	3.5	3.8	4.1
	yoy		5.5%	7.0%	8.4%
	营业成本（亿元）	2.5	2.7	2.8	3.0
	营业毛利（亿元）	0.8	0.9	1.0	1.1
			7.2%	11.3%	12.5%
	销量（吨）	35736	38000	39000	41000
	不含税均价（元/吨）	9374	9300	9700	10000
	毛利率（%）	24.6%	25.0%	26.0%	27.0%
膳食纤维	营业收入（亿元）	2.4	2.8	3.2	3.8
	yoy		15.4%	17.1%	19.3%
	营业成本（亿元）	2.0	2.2	2.5	3.0
	营业毛利（亿元）	0.4	0.5	0.7	0.9
	yoy		19.0%	31.5%	30.6%
	销量（吨）	21433	25000	28000	32000
	不含税均价（元/吨）	11123	11000	11500	12000
	毛利率（%）	18.1%	18.7%	21.0%	23.0%
减糖甜味剂	营业收入（亿元）	5.2	6.8	8.1	9.6
	yoy		32.1%	18.0%	19.3%
	营业成本（亿元）	4.7	5.7	6.8	8.1
	营业毛利（亿元）	0.5	1.1	1.3	1.5
	yoy		132.6%	18.0%	19.3%
	销量（吨）	50005	62000	70000	80000
	不含税均价（元/吨）	10321	11000	11500	12000
	毛利率（%）	9.1%	16.0%	16.0%	16.0%
淀粉糖及其他	营业收入（亿元）	8.5	8.8	8.8	8.8
	yoy		3.8%	-0.7%	0.0%
	营业成本（亿元）	7.4	7.7	7.6	7.6
	营业毛利（亿元）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy		10.4%	-0.7%	0.0%
	销量（吨）	244632	250000	250000	250000
	不含税均价（元/吨）	3469	3524	3500	3500
	毛利率（%）	12.2%	13.0%	13.0%	13.0%
饲料及副产品&其他业务	营业收入（亿元）	4.7	3.9	3.5	3.0
	yoy		-17.2%	-10.3%	-14.3%
	营业成本（亿元）	4.5	3.8	3.4	2.9
	营业毛利（亿元）	0.2	0.1	0.1	0.1
	yoy		-51.9%	-10.3%	-14.3%
	毛利率（%）	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：Wind、浙商证券研究所预测

5.3 估值分析与投资建议

考虑到公司是健康食品配料公司，因此我们选取百龙创园、莱茵生物、嘉必优、华康股份 4 家食品原配料公司作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 22.29 倍，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.81/2.16/2.60 亿元，公司 2025 年 PE 为 20.07 倍，低于行业平均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表34: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	股价	EPS（摊薄）				PE				总市值（亿元）
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
605016.SH	百龙创园	23.40	0.76	1.06	1.37	1.76	22.23	22.03	17.04	13.26	75.60
002166.SZ	莱茵生物	7.50	0.22	0.30	0.38	0.46	34.00	25.40	19.65	16.46	55.62
688089.SH	嘉必优	25.95	0.74	0.90	1.07	1.30	25.79	28.89	24.31	19.95	43.68
605077.SH	华康股份	15.82	0.88	1.23	1.60	1.95	16.77	12.83	9.90	8.10	48.39
	平均值			0.87	1.11	1.37	24.70	22.29	17.73	14.44	
002286.SZ	保龄宝	9.83	0.30	0.49	0.58	0.70	32.70	20.07	16.82	13.99	36.35

资料来源：wind、浙商证券研究所 注：百龙创园、莱茵生物、嘉必优、华康股份盈利预测来自 wind 一致预期，数据更新至 2025 年 5 月 6 日

6 风险提示

1、关税及反倾销税波动风险：公司主要产品为健康食品添加剂，海外发达地区对于此类产品的需求旺盛，关税及反倾销税波动将会大幅增加生产成本，对于市场格局和贸易流向产生不利影响，获奖对公司产品价格和需求产生不利影响。

2、原材料价格波动风险：公司产品的主要原料是玉米、玉米淀粉、蔗糖等，受气候、国家政策的影响较大，供求变化和价格可能出现大幅波动；如果主要原材料价格上涨会导致产品成本大幅增加，而产品销售价格的调整相对滞后，会导致产品毛利率下降，直接影响公司经营利润。

3、下游客户需求波动的风险：功能食品、饮料、乳制品、营养保健品等是目前公司产品最重要的应用板块，而饮料、乳制品等众多下游产业均趋向于形成寡头垄断的竞争格局，下游企业规模较大，任何一个大型下游企业的需求变化都将对公司造成销售额的双向波动。

4、行业竞争加剧的风险：在全球低糖、减糖趋势的带动下，受国内无糖低糖饮品热销的影响，赤藓糖醇以天然、零热值、不参与血糖代谢、较高耐受量及酸热性能稳定等特点，受到市场的高度关注，吸引更多的企业投资扩建，造成供需失衡的状态，同时也将受山梨糖醇、麦芽糖醇等价格竞争的影响，赤藓糖醇产品已出现市场竞争加剧及价格降低的情形。

5、新增固定资产折旧而导致利润下降的风险：公司部分投资项目建成投产后，固定资产规模大幅增加。由于新增的生产线尚未满产，未能实现预期收益，固定资产折旧的相应增加，会导致利润下滑的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	810	966	1,128	1,360
现金	255	376	522	728
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	242	261	268	280
其它应收款	8	11	11	12
预付账款	12	11	12	12
存货	289	307	315	328
其他	4	0	0	0
非流动资产	1,864	1,848	1,819	1,780
金融资产类	5	5	5	5
长期投资	247	247	247	247
固定资产	1,338	1,304	1,266	1,223
无形资产	118	118	118	118
在建工程	116	129	138	143
其他	41	46	46	45
资产总计	2,674	2,814	2,947	3,141
流动负债	576	595	580	596
短期借款	260	235	210	210
应付款项	213	239	244	253
预收账款	0	0	0	0
其他	103	120	126	133
非流动负债	56	56	56	56
长期借款	0	0	0	0
其他	56	56	56	56
负债合计	632	651	636	652
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,042	2,163	2,311	2,489
负债和股东权益	2,674	2,814	2,947	3,141

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	249	319	346	395
净利润	111	181	216	260
折旧摊销	131	121	130	139
财务费用	8	10	9	8
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(23)	9	(6)	(10)
其它	24	(0)	(0)	0
投资活动现金流	(159)	(103)	(98)	(98)
资本支出	(190)	(100)	(100)	(100)
长期投资	0	0	0	0
其他	31	(3)	2	2
筹资活动现金流	(82)	(97)	(102)	(91)
短期借款	50	(25)	(25)	0
长期借款	(38)	0	0	0
其他	(94)	(72)	(77)	(91)
现金净增加额	13	121	146	207

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,402	2,581	2,730	2,929
营业成本	2,116	2,210	2,315	2,457
营业税金及附加	18	19	20	22
营业费用	40	43	45	48
管理费用	66	88	87	88
研发费用	10	10	11	12
财务费用	2	10	9	8
资产减值损失	(7)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	9	10	10	10
营业利润	154	213	254	306
营业外收支	(23)	0	0	0
利润总额	131	213	254	306
所得税	20	32	38	46
净利润	111	181	216	260
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	111	181	216	260
EBITDA	285	344	393	453
EPS（最新摊薄）	0.30	0.49	0.58	0.70

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-4.84%	7.46%	5.77%	7.29%
营业利润	140.54%	38.36%	19.35%	20.22%
归属母公司净利润	105.97%	62.89%	19.35%	20.22%
获利能力				
毛利率	11.88%	14.37%	15.20%	16.11%
净利率	4.63%	7.02%	7.92%	8.87%
ROE	5.44%	8.37%	9.35%	10.44%
ROIC	5.64%	7.86%	8.83%	9.85%
偿债能力				
资产负债率	23.65%	23.12%	21.58%	20.75%
净负债比率	0.84%	-5.95%	-12.97%	-20.35%
流动比率	1.41	1.62	1.94	2.28
速动比率	0.88	1.09	1.38	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.94	0.95	0.96
应收账款周转率	10.19	10.31	10.43	10.81
应付账款周转率	10.95	10.86	10.68	11.07
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.49	0.58	0.70
每股经营现金	0.67	0.86	0.94	1.07
每股净资产	5.52	5.85	6.25	6.73
估值比率				
P/E	32.70	20.07	16.82	13.99
P/B	1.78	1.68	1.57	1.46
EV/EBITDA	9.65	10.20	8.49	6.91

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上;
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％;
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动;
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn