

保龄宝（002286）

功能糖龙头业绩重入增长快轨，未来看点何在？

证券研究报告

2025 年 06 月 30 日

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.08 元
目标价格	13.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	380.12
流通 A 股股本(百万股)	369.55
A 股总市值(百万元)	4,211.70
流通 A 股市值(百万元)	4,094.64
每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	24.53
一年内最高/最低(元)	13.30/5.46

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
陈潇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070002	
chenx@tfzq.com	
戴飞	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520060004	
daifei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《保龄宝-年报点评报告:经营效率显著优化，业绩实现大幅增长！》 2022-05-06
- 《保龄宝-公司点评:高成长性持续验证，21 年业绩快速增长》 2022-03-25
- 《保龄宝-公司点评:携手健康中国杂志，开启向 C 端转型之路》 2021-12-09

1. 保龄宝：功能糖龙头经营策略优化、管理效率提升，24 年业绩重入增长快轨
公司主营益生元、减糖甜味剂、膳食纤维等功能性配料的研产销，年综合产能超 50 万吨，活跃客户超 2000 多家，产品远销 100 多个国家和地区，是中国功能糖领域的龙头企业。公司通过职业经理人团队管理公司。2023 年 6 月，王强先生被聘任为公司总经理，拥有丰富的食物原辅料公司管理经验。**2024 年，公司通过采取对产品结构和营销策略的积极调整一系列措施，在营收调整的同时，利润实现显著增长。2025 年公司发布股票激励计划，2025-2027 年业绩考核目标分别为：归母净利润 2025 年不少于 1.7 亿元，25-26 年累计不少于 3.82 亿元，25-27 年累计不少于 6.47 亿元。25Q1，公司发展延续向好势头。**

2. 行业变革：从甜味剂到功能糖，从满足味觉到更健康
功能糖是功能性低聚糖（益生元）、功能性膳食纤维、功能性糖醇（甜味剂）等几种具有特殊生理功效的物质的统称。从人口结构、消费者偏好、政策指引三个维度来看，我国已进入代糖与功能糖行业快速发展的时代，这一过程中，不仅有代糖对蔗糖的替代，也会有性质更加健康的代糖对存在健康风险的代糖的替代，以及添加功能糖的产品对普通含糖产品的替代。根据公司 2024 年报，公司相关代糖及功能糖产品均处于需求增长时代。

3. 标签产品：益生元与减糖甜味剂，重点发展海外市场
益生元：公司目前为全球最大的低聚异麦芽糖生产商。益生元是公司 2024 年第一大毛利贡献来源；**减糖甜味剂：**公司是国内首批赤藓糖醇工业化生产的企业、国内少数工业化生产药用赤藓糖醇的企业。2023 年欧盟对原产于中国的赤藓糖醇产品发起反倾销调查，公司抓住机遇在国际市场上占据更多份额，2024 年赤藓糖醇销售收入同比增长 52.58%；**公司也是国内最早布局阿洛酮糖项目的企业之一。公司未来将重点发力海外。**

4. 未来关注：阿洛酮糖等新产能、合成生物新品值得重点关注
公司传统业务出现多个积极变化，并将于未来 1-2 年间推出包括使用合成生物学技术的多种新品、并释放对应新产能：1)赤藓糖醇新产能释放，同时竞争格局优化；2)2 万吨阿洛酮糖扩产项目于 25 年 3 月启动；3)抗性糊精产能提升，重点开拓美国市场；4)2500 吨合成生物新品 HMOs 预计 2025 年投产；5)2000 吨 DHA 藻油毛油产能预计 2025 年开始量产，利用合成生物学进行菌种的优化改良。

5. 盈利预测&投资建议：预计 2025-2027 年，公司实现营收 25.74/27.94/30.69 亿元，归母净利润 1.70/2.21/2.74 亿元，对应 EPS 0.45/0.58/0.72 元/股，2025 年 6 月 27 日股价对应 PE 为 25/19/15x。我们看好保龄宝作为 A 股以生物发酵方式生产高附加值产品、拥有合成生物学技术的公司，自 2024 年起经营策略优化带来的业绩改善成效显著，且未来三年产能处于快速扩张期，同时下游需求旺盛，**给予 2025 年 30 倍目标 PE，对应目标价 13.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。**
风险提示：原材料价格波动/下游客户需求波动/行业竞争加剧/新增固定资产折旧而导致利润下降/国际贸易相关/食品安全/交易异动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,523.91	2,401.75	2,573.99	2,794.11	3,069.16
增长率(%)	(6.96)	(4.84)	7.17	8.55	9.84
EBITDA(百万元)	208.95	288.68	332.08	405.75	470.57
归属母公司净利润(百万元)	53.97	111.16	170.42	221.13	274.07
增长率(%)	(59.47)	105.97	53.31	29.75	23.94
EPS(元/股)	0.15	0.30	0.45	0.58	0.72
市盈率(P/E)	76.12	36.86	24.71	19.05	15.37
市净率(P/B)	2.07	2.01	1.93	1.81	1.69
市销率(P/S)	1.63	1.71	1.64	1.51	1.37
EV/EBITDA	14.48	9.35	11.81	9.43	7.38

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 保龄宝：国内功能糖龙头，2024 年业绩重入增长快轨	4
2. 管理层：近年来效率持续提升，2025 股权激励再夯实	4
3. 主营业务：高附加值产品占比提升，下游市场需求长期增长	5
3.1. 需求变革：从甜味剂到功能糖，从满足味觉到更健康	6
3.2. 标签产品：益生元与减糖甜味剂，重点发展海外市场	11
3.3. 未来关注：阿洛酮糖等新产能、合成生物 HMO 等新品	15
4. 盈利预测&估值分析&投资建议：	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：保龄宝总营收&同比增速（亿元，%）	4
图 2：保龄宝归母净利润&同比增速（亿元，%）	4
图 3：保龄宝毛利率&净利率（%）	4
图 4：保龄宝研发支出&占总营收比例（亿元，%）	4
图 5：保龄宝 2023-2024 主营结构变化（%）	5
图 6：保龄宝 2023-2024 毛利结构变化（%）	5
图 7：功能糖的分类	6
图 8：代糖对蔗糖的替代历史：从甜味剂到功能糖	7
图 9：日本无糖饮料渗透率（1980-2024，亿日元，%）	8
图 10：中国无糖饮料渗透率（2016-2026E，亿元，%）	8
图 11：中国&日本&美国年糖消费量占全球比例（%）	8
图 12：全球&中国&日本人均糖年消费量对比（kg/人）	8
图 13：中日老龄化程度均不断加深（%）	9
图 14：中日 20-79 岁糖尿病患病率对比（%）	9
图 15：我国成年人和老年人超重肥胖率呈持续增长的趋势（%）	9
图 16：14-44 岁消费者是我国购买无糖饮料的主力	9
图 17：消费者重视口感，也重视效果（%）	10
图 18：天然甜味剂占代糖总比例快速提升（%）	10
图 19：对比日本特定保健用食品，功能性标示食品产能高速增长（万箱，%）	10
图 20：公司主营产品及所在品种分类定位的示意图	11
图 21：保龄宝益生元分部营收&同比增速（亿元，%）	12
图 22：保龄宝毛利&毛利率（亿元，%）	12
图 23：保龄宝减糖甜味剂分部营收&同比增速（亿元，%）	14
图 24：保龄宝减糖甜味剂毛利&毛利率（亿元，%）	14
图 25：保龄宝国内外营收&同比增速（亿元，%）	14
图 26：保龄宝国内外毛利&毛利率（亿元，%）	14

图 27：保龄宝 2024 年国内外营收结构（%） 15

图 28：保龄宝 2024 年国内外毛利结构（%） 15

表 1：首次授予的限制性股票的各年度业绩考核目标 5

表 2：日本保健功能食品分类 10

表 3：减糖甜味剂按甜度高低分类 12

表 4：盈利预测 16

表 5：可比上市公司估值（截至 2025 年 6 月 27 日） 17

1. 保龄宝：国内功能糖龙头，2024 年业绩重入增长快轨

保龄宝生物股份有限公司成立于 1997 年，是我国最早实现功能糖产业化生产的企业。公司于 2009 年在深交所上市（保龄宝，002286.SZ），是我国功能糖领域首家上市公司。目前，公司主营益生元、减糖甜味剂、膳食纤维等功能性配料的研产销，年综合产能超 50 万吨，活跃客户 2000 多家，产品远销 100 多个国家和地区，是中国功能糖领域的龙头企业。

2024 年，通过采取对产品结构和营销策略的积极调整一系列措施，公司在营收调整的同时，利润实现显著增长。2024 年，公司实现总营收 24.02 亿元，同比降 4.84%，归母净利润 1.11 亿元，同比增 105.97%。同期毛利率和净利率分别为 11.88%和 4.63%，较上年分别增 3.78pct 和 2.49pct。根据 2024 年报，公司的改变得益于原材料成本下降、高利润产品销量增加、营销端创新与改进、以及产品竞争力提升。25Q1，公司发展延续向好势头，单 Q1 实现总营收 6.85 亿元，同比增 24.23%，归母净利润 0.5 亿元，同比增 117.35%，同时盈利能力呈现继续上行趋势，毛利率和净利率分别为 13.65%和 7.35%。

图 1：保龄宝总营收&同比增速（亿元，%）

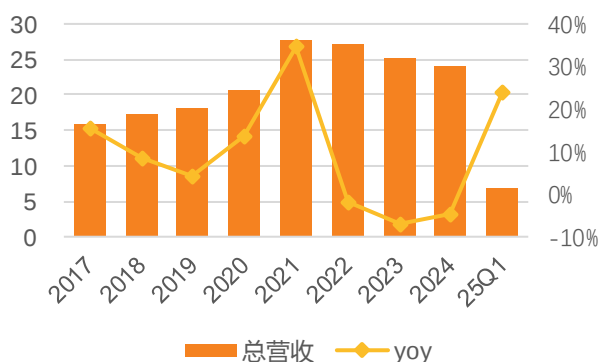
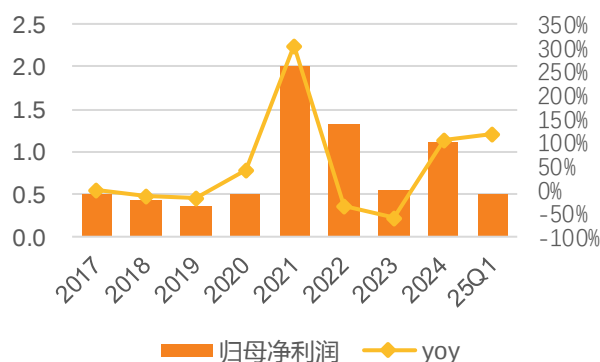
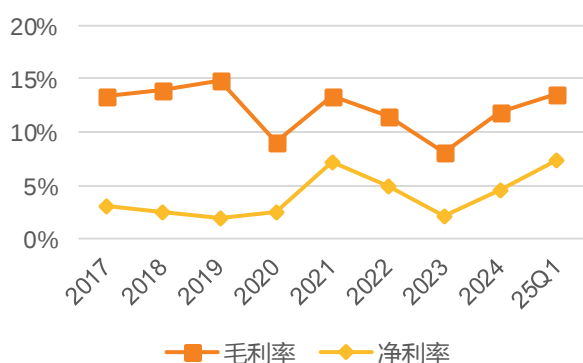


图 2：保龄宝归母净利润&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

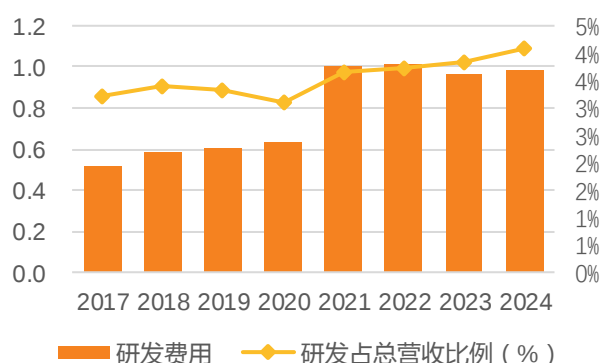
图 3：保龄宝毛利率&净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：保龄宝研发支出&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

值得重视的是，公司在 2024 年报中，首次对公司主营构成的产品分类进行了调整，由原本的功能糖（糖醇、低聚糖、其他功能糖）、淀粉糖（果葡糖浆、麦芽糊精、其他淀粉糖）、饲料、副产品及其他 4 个大类 6 个小类，更新为益生元、膳食纤维、减糖甜味剂、淀粉糖及其他、饲料及副产品 5 个大类。公司表明，未来公司将重点发展益生元、膳食纤维、减糖甜味剂等高端产品，变更收入分类口径将便于投资者理解公司核心业务发展情况及展现公司长期价值。我们认为，此举或意味着公司对其未来发展道路有了更清晰的判断，为公司业绩未来持续增长奠定了坚实的基础。

2. 管理层：近年来效率持续提升，2025 股权激励再夯实

2021年3月后，戴斯觉先生出任公司董事长。目前，公司通过职业经理人团队管理公司。2023年6月，公司聘任王强先生为公司总经理。王强先生曾在法国国家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。罗盖特是全球植物基原料领域的领军企业，也是领先的药用辅料供应商。根据公司2023年报，公司通过调整机制、优化流程、引入了先进管理工具、建立项目制模式等，提高了工作效率，增强了分析、预测和解决问题的能力，强化了部门及团队间的协作，提升了公司的整体执行力和运营效率。并指出当时公司在精益管理、柔性生产、产线综合利用、差异化等方面仍具备较大的改善和提升空间。2024年2月，王强先生增持公司股份5.88万股。根据2024年报，2025年，公司将继续优化管理模式、管理体系、管理文化，向现代化、规范化、科学化管理阶段稳步迈进，以管理推动组织变革、制度重塑、流程再造，提高企业管理效能，强化预算管理与过程管控，提高企业目标管理能力，为达成经营目标提供保障。

2025年，公司为进一步建立、健全公司长效激励机制，发布了《2025年限制性股票激励计划》。本次激励计划的对象包括公司（含控股子公司）董事、高级管理人员、其他核心管理人员、核心技术人员、核心业务人员及董事会认为需要激励的其他人员。考核年度为2025-2027年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的解除限售条件之一。2025-2027年业绩考核目标分别为：归母净利润2025年不少于1.7亿元，25-26年累计不少于3.82亿元，25-27年累计不少于6.47亿元（注：该数值为剔除全部在有效期内的股权激励计划及员工持股计划（若有）股份支付费用影响后的数值）。目前，该股权激励计划已于2025年6月9日完成了首次授予，授予数量为1035万股，授予人数为50人，标的股票来源为公司向激励对象定向发行的公司A股普通股股票，授予价格为3.92元/股。

表 1：首次授予的限制性股票的各年度业绩考核目标

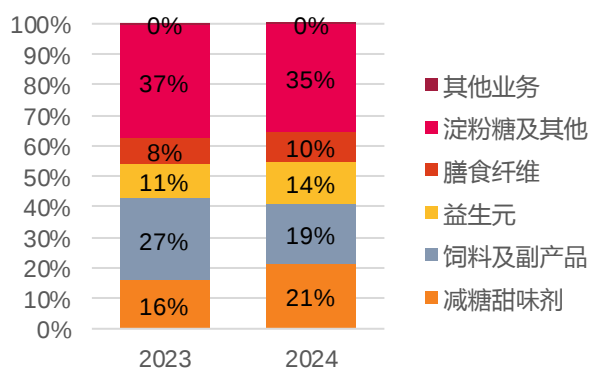
解除限售期	考核年份	解锁条件
第一个解除限售期	2025 年	2025 年净利润不少于 1.7 亿元
第二个解除限售期	2025 年-2026 年	2025 年至 2026 年净利润累计不少于 3.82 亿元
第三个解除限售期	2025 年-2027 年	2025 年至 2027 年的净利润累计不少于 6.47 亿元

资料来源：保龄宝公司公告，天风证券研究所

3. 主营业务：高附加值产品占比提升，下游市场需求长期增长

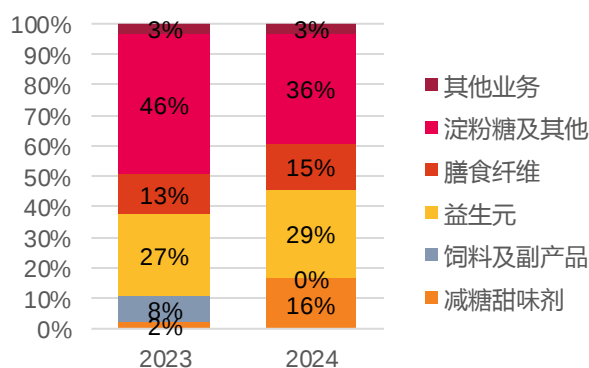
根据2024年报数据，可见公司正在快速扩大功能糖中盈利能力强的产品业务——按照各业务对利润的贡献比例变化来看，目前减糖甜味剂、益生元、膳食纤维对公司利润的贡献在快速扩大，而低利润的饲料业务在快速收缩。具体来看：

图 5：保龄宝 2023-2024 主营结构变化（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：保龄宝 2023-2024 毛利结构变化（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 需求变革：从甜味剂到功能糖，从满足味觉到更健康

功能糖是功能性低聚糖、功能性膳食纤维、功能性糖醇等几种具有特殊生理功效的物质的统称，在调节肠道菌群、控制血糖、血脂、控制体重等方面具有功效：

- **低聚糖**：是由 2-10 个相同的或不同的单糖，以糖苷键聚合而成的寡糖类碳水化合物，可直接作为食品配料，但是不被人体消化道酶和胃酸降解，不被（或难被）小肠吸收，直接进入大肠，具有促进人体益生菌增殖等生理功能。需要注意的是，并不是所有的低聚糖都是功能糖，只有在人体肠胃道内不被消化吸收而直接进入大肠内为双歧杆菌所利用的低聚糖才被称为功能糖。
- **膳食纤维**：是指植物中天然存在的、提取的或合成的碳水化合物的聚合物，其聚合度 $DP \geq 3$ 、不能被人体小肠消化吸收、对人体有健康意义的物质。可分为可溶性膳食纤维和不可溶性膳食纤维，可作为增稠剂、填充剂、配方剂，是制造低热量、低脂肪、低胆固醇的重要原料。被营养学界补充认定为第七大营养素，与蛋白质、脂肪、碳水化合物、维生素、矿物质与水并列。代表产品包括抗性糊精、聚葡萄糖。
- **功能性糖醇**：特点是低甜度低热量，不刺激胰岛素分泌，有利于缓解糖尿病，有预防龋齿、抗氧化活性、保护肝脏等功效，代表产品包括赤藓糖醇、木糖醇、麦芽糖醇等。

图 7：功能糖的分类



资料来源：云南糖网，保龄宝 2024 年报，天风证券研究所

从甜味剂到功能糖——代糖对蔗糖的替代历史呈现出从满足味觉到追求健康的产品趋势：

- **果葡糖浆替代蔗糖阶段**：受益技术升级，20 世纪 80 年代左右果葡糖浆开始替代蔗糖，果葡糖浆的甜价比一度接近蔗糖的 2 倍。20 世纪 80 年代初可口可乐及百事可乐公司将自有产品中的蔗糖换为果葡糖浆，众多食品饮料公司也纷纷跟进。数年间，美国果葡糖浆消费量就超越了蔗糖。
- **人工甜味剂替代阶段**：进入 21 世纪之后，健康问题尤其是肥胖问题已成为世界各国的关注焦点，许多国家陆续开始征收糖税。另一方面，安赛蜜、阿斯巴甜等高倍人工甜味剂的甜度约为蔗糖的 200 倍，甜价比更具优势，且与蔗糖相同甜度下提供的热量非常低。在饮料巨头可口可乐等公司相继推出无糖可乐（人工甜味剂为阿斯巴甜和安赛蜜）的引领下，其他的饮料巨头亦快速布局以人工甜味剂为主导的无糖饮品抢占市场份额，食品饮料行业的减糖化的趋势席卷全球。
- **代糖健康升级阶段**：
 - ✧ **阶段零糖**：近年，从国内来看，伴随人均可支配收入的提升，饮食结构发生变化，

消费观念出现健康升级的需求；另一方面国家层面出台《国民营养计划 2017-2030》，积极推进全民健康生活方式，代糖的健康迭代升级时代已然到来。2018 年，元气森林推出的气泡水一经上市，就以“0 糖 0 脂 0 卡”特色受到青睐，迅速抢占了无糖饮品的市场份额，国内外饮料厂商纷纷效仿，食品饮料行业由传统阿斯巴甜、安赛蜜等逐渐迭代为天然、健康、安全性更高的填充型甜味剂赤藓糖醇复配三氯蔗糖等产品。

- ✧ **II 阶段零糖+功能（添加益生元、膳食纤维及维生素等配料实现更多功能）：**越来越多的国内外饮料厂商更多关注具有健康功效的食品开发与推广，逐步由最初单一无糖，向低糖且更具健康功能化的饮品升级，功能化饮品逐渐增多，特别添加了益生元、膳食纤维及维生素等配料，实现减糖降低热量的同时，亦具备改善肠道健康、补充膳食纤维摄入量等功能，食品饮料进入功能百花齐放的新阶段。

图 8：代糖对蔗糖的替代历史：从甜味剂到功能糖



资料来源：保龄宝 2023 年报，元气森林官网，天风证券研究所

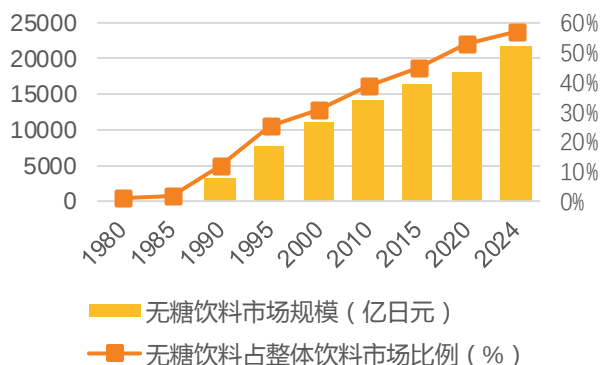
立足现在展望未来——代糖及功能糖的发展走向何方？

长期以来，代糖及功能糖主要应用于食品工业：

代糖方面，我们以目前占食品工业最大比例的饮料为例，日本饮料市场自 1980 年后至今的发展，或可为我国饮料市场未来的发展带来启示。自 1980 年后，日本饮料市场中，无糖饮料渗透率大幅提升，自 1980 年的 1%已提升至 2024 年的 57%。对比中日两市场情况：

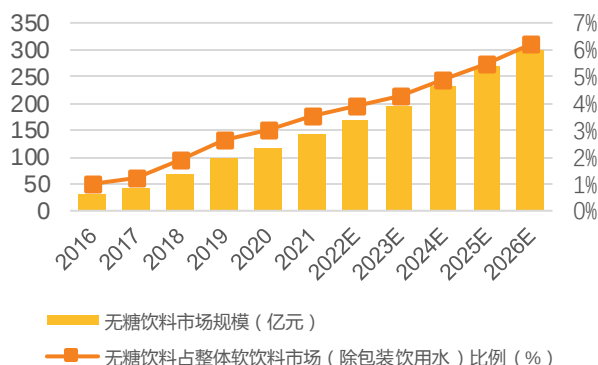
- 首先会发现日本人口老龄化程度的加深，但若再结合人均糖年消费量数据，则会发现，在上世纪 70 年代时，日本已经拥有了相对较高的人均糖年消费量，一度超过 30kg，而同时期的全球人均水平约在 20kg，我国更是不到 5kg。我们认为，这或许是日本消费者在甜度口味上已经较大程度地被满足过，再结合消费者群体的年龄增加，才得以推动无糖饮料的加速渗透。
- 值得一提的是，日本的“无糖饮料”中，较大的部分来自完全无蔗糖、也没有任何代糖的茶饮料的增长。这与我国目前的“无糖”通常指的是“0 糖，无蔗糖，会添加代糖”的概念是有一定差异的。我们认为，这种差异或许可以从人均糖年消费量 2020 年后的数据中找到线索：2020 年，日本人均糖年消费量已降至 15kg，较 1972 年高点已降一半，低于全球 20kg 左右的水平。而我国此时仅为 11kg，仍较日本低。**这或许意味着，我国消费者仍然存在着有待挖掘的甜味需求，而与日本的“不含蔗糖也不含代糖”的无糖茶饮为主力的趋势有所区别。**

图 9：日本无糖饮料渗透率（1980-2024，亿日元，%）



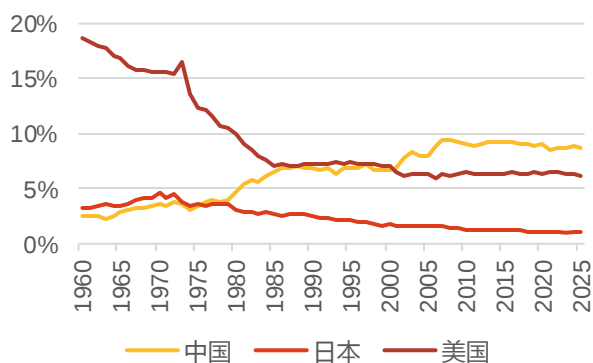
资料来源：伊藤园年报，天风证券研究所

图 10：中国无糖饮料渗透率（2016-2026E，亿元，%）



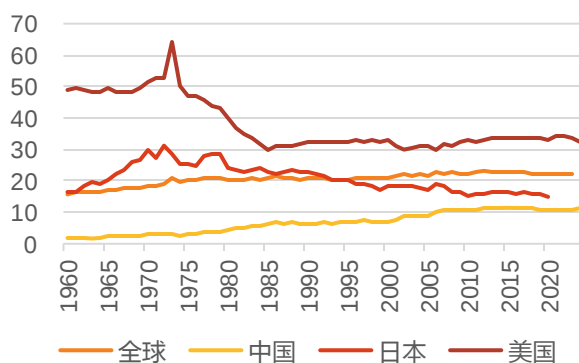
资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

图 11：中国&日本&美国年糖消费量占全球比例（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：全球&中国&日本人均糖年消费量对比（kg/人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

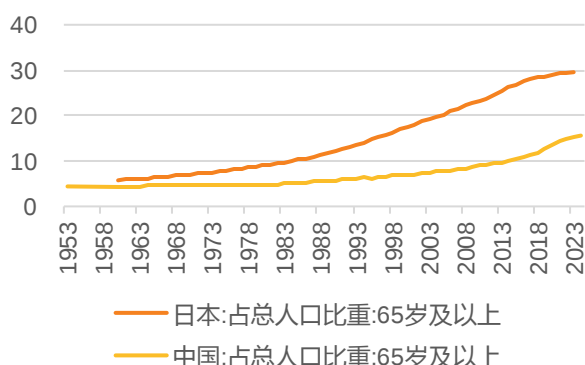
功能糖方面，我们从人口年龄结构、消费者偏好和政策指引进行分析。日本 65 岁及以上人口占总人口比重在 1984 年后已超 10%，我国在 2014 年——日本的 30 年后同样也超过 10%。至 2023 年，日本在经过约 40 年后这一数据已近 30%，而我国在经过 10 年后，该数据正超过 15%。由此可见：

- 我国自 2014 年开始人口老龄化程度加剧，结合前述代糖对蔗糖的替代历史，会发现这一时间段也正是以元气森林为代表产品的“代糖健康升级阶段”。从我国 65 岁及以上人口占总人口比重的增长趋势来看，可知“零糖+功能”的趋势有望在我国同样继续增长。再结合前述我国与日本 2020 年后人均糖年消费量的对比，可知**功能糖或将在未来数十年间成为我国食品工业各细分领域增长的主要动力。**
- 根据艾媒咨询 2024 年的数据显示，我国购买无糖饮料的主力消费者年龄段分别为 14-29 岁和 30-44 岁，分别占比 42%和 49%，合计超总数的 90%。而 45-49 岁的消费者购买比例仅为 6.7%，60 岁以上的消费者则更为稀少。根据国家体育总局的数据显示，在过去的 10 年间，我国成年人的肥胖率和超重率均大幅增长；另外 20-79 岁糖尿病患病率在 2021 年时已达到 13%；再结合我国老龄化程度不断加深的趋势，我们认为，这或可说明：**并不是老龄化的人口，而是青年消费者对健康的追求推动了无糖饮料在我国的增长。其购买偏好也显示出，消费者对功能效果的重视程度，已与产品口味的重视程度不相上下。**
- **国家对食品标签的规范，有助于推动功能糖的使用量增长：**
 - ✧ **日本：**保健功能食品健康声称监管体系自 2015 年对日本保健功能食品新增“FFC”分类，食品生产商“针对未罹患疾病的消费者根据添加的功能性成分有可能达到维持和增进健康的特定保健目的科学依据，可以在容器上标示相关功能性的食品”。

自该措施实施后，日本功能性标识食品产能较特定保健用食品高速增长。

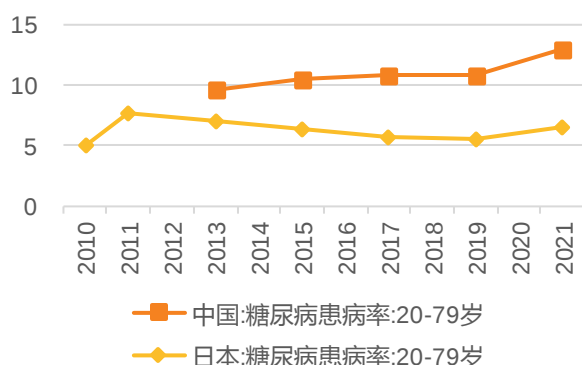
✧ **我国：**2025 年 3 月 27 日，国家卫生健康委员会与国家市场监督管理总局联合发布了《食品安全国家标准 预包装食品标签通则》(GB 7718-2025)、《食品安全国家标准 预包装食品营养标签通则》(GB 28050-2025)，国家市场监督管理总局同步发布了《食品标识监督管理办法》(国家市场监督管理总局令第 100 号)，三项新规均将于 2027 年 3 月 16 日正式实施，过渡期 2 年。此次修订涉及预包装食品标签管理的核心领域，将“标准”明确的技术要求和《办法》要求的标识规范相互衔接，增强消费者识读的适宜性、降低误导性，促进食品行业高质量健康发展。其中要求规范“无”“不含”等含量的声称条件，禁止“不添加”“不使用”等加工行为的声称，并新增饱和脂肪（或饱和脂肪酸）和糖为强制标示内容。我们认为，通过国家对生产商的强制标示要求，将提升消费者识别相对更健康产品的效率，这就为使用功能糖替代有健康风险甜味剂的产品带来了更多的销售优势，或进一步为功能糖行业的发展提速。

图 13：中日老龄化程度均不断加深（%）



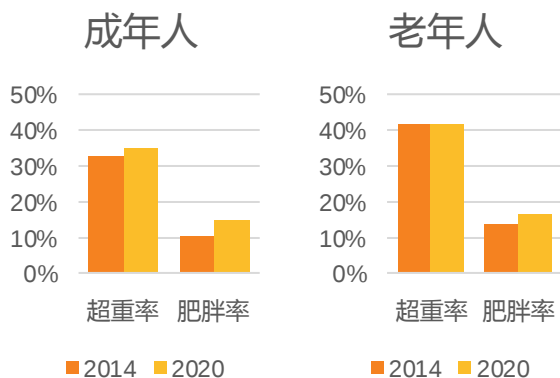
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：中日 20-79 岁糖尿病患病率对比（%）



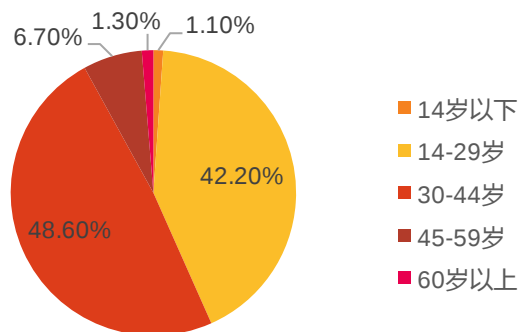
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：我国成年人和老年人超重肥胖率呈持续增长的趋势（%）



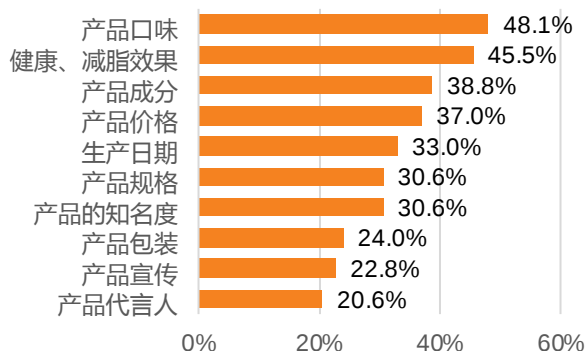
资料来源：体育总局，天风证券研究所

图 16：14-44 岁消费者是我国购买无糖饮料的主力



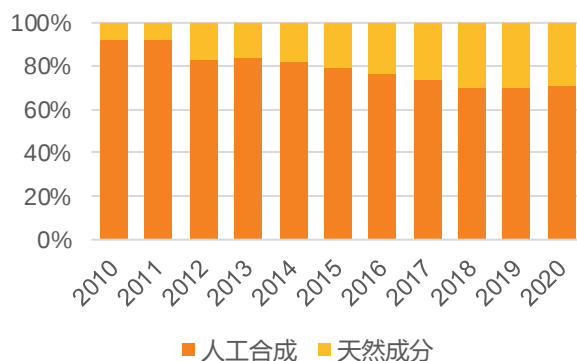
资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

图 17：消费者重视口感，也重视效果（%）



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

图 18：天然甜味剂占代糖总比例快速提升（%）



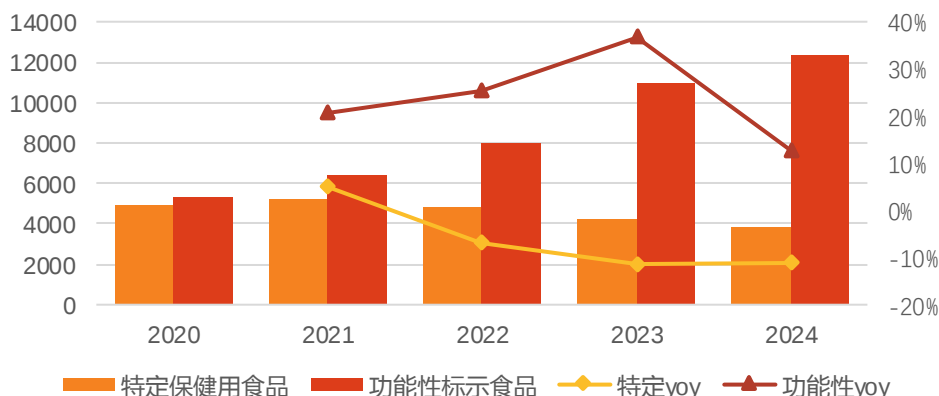
资料来源：观潮新消费网，天风证券研究所

表 2：日本保健功能食品分类

分类	定义	时间	备注
FOSHU	指特定人群在饮食生活中通过摄入此类产品以期达到该产品所标示的特定保健目的的食品。	1991	可以声称被批准的功能，声称的效果及产品的安全性由国家进行个别审查
FNFC	指以补充维生素、矿物质等特定营养成分为目的，含有并标示相关营养成分功能性的一种功能食品。	2001	不需要接受国家的个别审查，按照国家规定使用固定的功能声称
FFC	针对未罹患疾病的消费者根据添加的功能性成分有可能达到维持和增进健康的特定保健目的科学依据，可以在容器上标示相关功能性的食品。	2015	基于科学依据备案后、就可以声称一定的功能，由企业承担责任不需要接受国家的个别审查

资料来源：《日本保健功能食品健康声称监管体系研究及启示》（崔竞雯等，2025），天风证券研究所

图 19：对比日本特定保健用食品，功能性标示食品产能高速增长（万箱，%）



资料来源：日本清凉饮料协会，天风证券研究所

综上所述，我们认为，从人口结构、消费者偏好、政策指引三个维度来看，我国已进入代糖与功能糖行业快速发展的时代，这一过程中，不仅有代糖对蔗糖的替代，也会有性质更加健康的代糖对存在健康风险的代糖的替代，以及添加功能糖的产品对普通含糖产品的替代。根据公司 2024 年报，未来主要代糖与功能糖产品均处于需求增长时代：

✓ 含益生元成分的全球消费品市场规模 2023 年为 86.28 亿美元。根据贝哲斯咨询的

调研数据，其中，含益生元成分的食品和饮料市场份额占 71%，预计到 2030 年有益生元成分的消费品全球市场规模将达到 207.11 亿美元，对应 2023-2030 年复合增长率为 13.33%。

- ✓ **膳食纤维全球市场规模 2025 年折算人民币有望达 44.2 亿元。**根据 QY Research 数据，预计 2019-2030 年复合增速有望达 8.8%；而 2025 年膳食纤维中国市场规模折算人民币有望达 11.7 亿元，预计 2019-2030 年复合增速有望达 13.4%。
- ✓ **全球天然甜味剂市场规模 2024 年为 257.8 亿美元。**根据 Fortune Business Insights 数据，预计 2032 年将增长至 426.1 亿美元，期间复合年增长率为 6.48%。

3.2. 标签产品：益生元与减糖甜味剂，重点发展海外市场

公司主营产品包括益生元、减糖甜味剂、膳食纤维、淀粉糖及其他，主要客户有伊利、可口可乐、元气森林、雅培、飞鹤乳业、君乐宝、好丽友等国内外知名厂商，与绝大多数核心客户结成战略合作伙伴关系，且已形成从低端基础产品到中高端产品的深度合作，品牌与客户资源优势明显：

图 20：公司主营产品及所在品种分类定位的示意图



资料来源：保龄宝 2024 年报，天风证券研究所

从产品策略来看，公司的主打功能糖产品主要为益生元和减糖甜味剂：

➤ 益生元：

益生元是指能被宿主微生物选择性利用并产生健康益处的底物，主要包括各类功能性低聚糖、菊粉等，可溶性膳食纤维也具有益生元的作用。不同益生元的主要差异在于被肠道菌群利用程度不同，具体表现在对不同有益菌的增殖程度、有害菌受抑制程度、产酸量和产气量等方面的差异，从而产生特定功能性。目前国内已实现工业化生产并上市的益生元产品有低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖、低聚木糖等，主要用于功能食品、营养保健食品、乳制品以及饲料工业领域，并逐步向化妆品、药品等更多领域拓展。

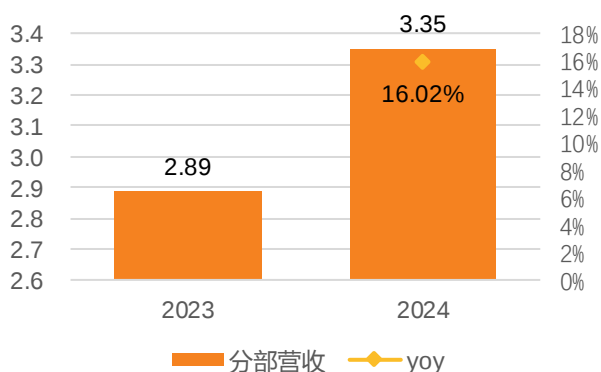
截至 2024 年报，公司益生元主要包括低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖、母乳低聚

糖、异构化乳糖（乳果糖）等，其中低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖为公司目前销售收入最大的三类益生元产品：

- ◇ **低聚异麦芽糖**，是以淀粉为原料，经过特殊酶的作用而制成的白色或淡黄色粉末。1997年，公司成为国内第一家实现低聚异麦芽糖工业化生产商，目前为全球最大的低聚异麦芽糖生产商，下游客户主要为功能食品、保健食品、乳品等企业，健特生物的“脑白金”添加了低聚异麦芽糖，是公司与客户合作的应用解决方案经典的案例。近年来因低聚异麦芽糖具有一定功能特性，性价比较高，更为健康，逐步替代固体饮料和冷饮中添加的麦芽糊精，应用领域扩展，市场潜力进一步扩大。
- ◇ **低聚果糖**，是以蔗糖为原料，利用果糖基转移酶的催化作用，在蔗糖（G-F）分子的果糖基上通过 β （2 $\rightarrow$ 1）糖苷键结合1-3个果糖（F）而生成的蔗果三糖（GF2）、蔗果四糖（GF3）和蔗果五糖（GF4）及其混合物。公司是国内首批低聚果糖工业化生产的企业，下游客户主要为功能食品、保健食品、乳品等企业。为满足市场差异化需求，公司近年来先后推出具有强效双歧因子，减少肠胃不适特性的精准蔗果三糖以及可以保持益生菌活性及货架期稳定性的低水活低聚糖（低聚果糖/低聚半乳糖）。
- ◇ **低聚半乳糖**，是以乳糖为原料，经 β -半乳糖苷酶作用而得，是在乳糖分子中的半乳糖基上以 β （1-4）、 β （1-6）、 β （1-3）键连接半乳糖分子的寡糖类混合物。低聚半乳糖是一种天然存在的功能性低聚糖，在动物的乳汁中有微量存在，母乳中含量较多。低聚果糖和低聚半乳糖经过复配后，是奶粉中所宣称的黄金益生元。低聚半乳糖因生产工艺复杂等原因价格相对较高，属于益生元中的高端产品，下游客户主要为乳制品生产企业。2015年底公司开始低聚半乳糖工业化生产。

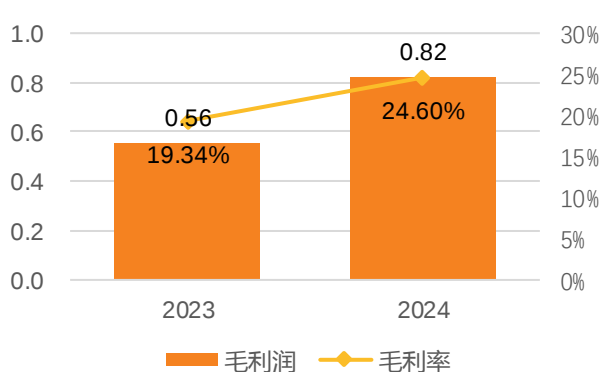
2024年，公司益生元业务实现营收3.35亿元，同比增16.02%，毛利0.82亿元，毛利率为24.60%，较上年增5.26pct，是第一大利润业务。同年，公司进一步布局母乳低聚糖中的2'-FL、LNnT新品，启动异构化乳糖生产，同时公司亦研发推出可以增殖双歧杆菌及嗜酸乳杆菌的精准益生元蔗果三糖、植物来源肌肤调节剂麦芽四糖、保持益生菌活性及货架期稳定性的低水活益生元，益生元产品体系进一步完善。

图 21：保龄宝益生元分部营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：保龄宝 2024 年报，天风证券研究所

图 22：保龄宝毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：保龄宝 2024 年报，天风证券研究所

➤ 减糖甜味剂：

甜味剂是指在食品中添加极少量就能提供甜味的物质，其主要特点是用量少、甜度高、能量低甚至无能量。按照来源，甜味剂可分为人工甜味剂和天然甜味剂。人工甜味剂如阿斯巴甜、安赛蜜和三氯蔗糖，天然甜味剂如赤藓糖醇、阿洛酮糖、甜菊糖苷等。根据甜度高低，甜味剂还可分为高倍甜味剂和低倍甜味剂。

表 3：减糖甜味剂按甜度高低分类

	产品	代表产品
高倍甜味剂	自然提取类	甜菊糖苷、罗汉果甜苷、甘草甜素、新橙皮苷等
	化学合成甜味剂	糖精钠、安赛蜜、甜蜜素、阿斯巴甜、三氯蔗糖、纽甜等

低倍甜味剂 (也称填充型甜味剂)	合成糖醇	山梨糖醇、木糖醇、麦芽糖醇、甘露糖醇、乳糖醇等
	天然糖醇	赤藓糖醇等
	其他天然甜味剂	阿洛酮糖、结晶果糖、塔格糖等

资料来源：保龄宝 2024 年报，天风证券研究所

截至 2024 年报，公司减糖甜味剂板块主要产品包括赤藓糖醇、阿洛酮糖、结晶果糖：

✧ **赤藓糖醇为公司的标签产品。**赤藓糖醇是目前市场上唯一经生物发酵法天然转化和提取制备而成的糖醇产品，是国家卫健委认定的 0 能量糖醇产品。赤藓糖醇是一种天然的糖醇类填充型甜味剂，如葡萄、甜瓜、蘑菇、酱油、干酪、葡萄酒和啤酒等。**甜度是蔗糖甜度的 70%~80%**，甜味纯正，与蔗糖的甜味相似，无后苦味，与高倍甜味剂等混合使用，甜味特性良好，能掩盖不良味感。赤藓糖醇广泛存在于多种水果和发酵食品中，不参与糖代谢和血糖变化，适宜糖尿病患者食用，并具有口腔清洁、预防龋齿的作用。

2003 年公司完成赤藓糖醇工业化生产，是国内首批赤藓糖醇工业化生产的企业。经过多年工艺改进提升，公司赤藓糖醇产品质量稳定，口味好。添加了赤藓糖醇的元气森林“网红气泡水”，是公司与客户合作的应用解决方案经典的案例。公司新建的 3 万吨赤藓糖醇产线，工艺先进，生产成本大幅降低。公司为国内少数工业化生产药用赤藓糖醇的企业。公司具有生产技术上和产品应用技术上的优势，可以推出赤藓糖醇的差异化产品以及复配甜味剂。

2023 年欧盟对原产于中国的赤藓糖醇产品发起反倾销调查，2025 年 1 月欧盟公布了关于本次赤藓糖醇反倾销调查终裁公告，对国内赤藓糖醇生产企业征收 34.4%-233.3%不等的反倾销税，其中公司相关产品被征收 34.4%的反倾销税，为本次反倾销加征税率最低的企业，有利于公司重塑欧盟赤藓糖醇市场格局。公司抓住欧盟反倾销政策带来的市场机遇，重构欧洲市场体系，使该产品在国际市场上占据更多份额，并进一步提升了公司的国际竞争力。公司 2024 年赤藓糖醇销售收入同比增长 52.58%。

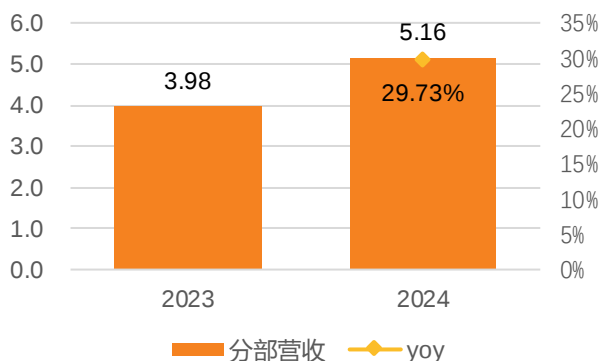
✧ **阿洛酮糖。**阿洛酮糖是在自然界中天然存在但含量极少的一种稀有单糖，其甜味及口感与蔗糖类似或接近，甜度约为蔗糖 70%，但其热量却远低于蔗糖，经肠道吸收后几乎不发生代谢、不提供热量，耐受性高，能同时降低小肠对葡萄糖、果糖等糖类的吸收速率，从而减少人体内脂肪的积累，还可以通过多种途径预防肥胖和 II 型糖尿病，在食品、保健和医疗领域具有重要的应用价值。此外，阿洛酮糖还可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，赋予食品独特的风味和色泽，是最近几年食品研究的热点。

公司是国内最早布局阿洛酮糖项目的企业之一，从事阿洛酮糖研发至今已近十年，同时具备晶体、液体阿洛酮糖产品生产能力，工艺技术成熟，产品质量稳定，产品主要出口到美国、韩国、墨西哥等国家，具有良好的市场知名度和品牌信誉度。2025 年 3 月 21 日，国家食品安全风险评估中心对阿洛酮糖作为新食品原料公开征集意见，预计审批通过后，对阿洛酮糖产品需求将有较大幅度增长，公司随即启动年产 2 万吨阿洛酮糖扩产项目。随着阿洛酮糖的成本不断降低，公司将不断推进阿洛酮糖在下游的应用，来替代蔗糖部分市场。

✧ **结晶果糖。**结晶果糖天然存在于蜂蜜及水果中，为最甜的自然甜味剂，其甜度为蔗糖的 1.5 倍，低温下可达 1.8 倍，具有水分活度低、高渗透压、高溶解度、风味强化、高保湿性、可发生美拉德反应、降低凝冻温度的特性。结晶果糖在人体内吸收后于肝脏内代谢，对胰岛素依赖程度小，是糖尿病、心血管和肝脏病人良好的营养甜味品。结晶果糖在常见食糖中升糖指数相对较低。结晶果糖进入口腔迅速释放甜味，可协同糖醇或高倍甜味剂使用，协同增效。结晶果糖广泛应用于高端功能食品如营养保健食品、医药领域以及低热值食品和运动型功能饮料。公司 2016 年实现结晶果糖工业化生产，公司结晶果糖产品销售收入近年来增速较快。

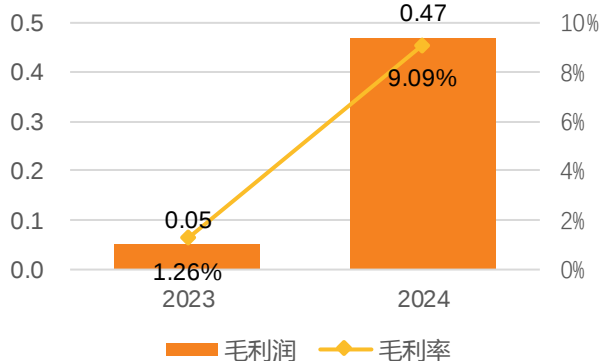
2024 年，公司减糖甜味剂业务实现营收 5.16 亿元，同比增 29.73%，毛利 0.47 亿元，毛利率为 9.09%，较上年增 7.84pct，业务营收快速增长，盈利能力大幅提升。

图 23：保龄宝减糖甜味剂分部营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：保龄宝 2024 年报，天风证券研究所

图 24：保龄宝减糖甜味剂毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：保龄宝 2024 年报，天风证券研究所

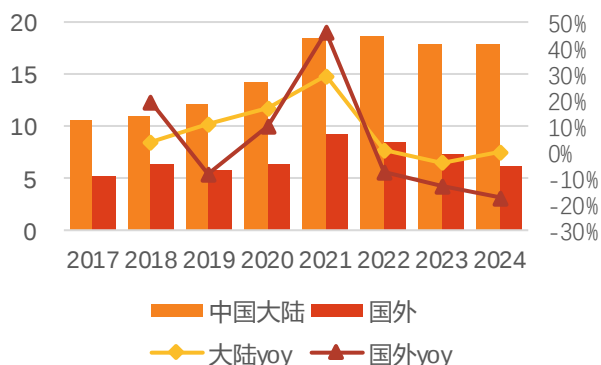
从客户和市场策略来看，公司未来将重点发力海外：

2024 年，公司国外市场实现营收 6.12 亿元，占总营收比例的 25%，毛利 0.97 亿元，占总毛利比例的 34%，毛利率 15.92%，较国内毛利率高 5.41pct。由此可见，公司在海外市场较国内市场盈利能力更强。

根据公司未来经营计划，公司将在巩固基础业务、优化产品结构、储备新产品的的基础上，进一步做大国际市场：一方面聚焦重点客户和市场，在赤藓糖醇、结晶果糖、低聚异麦芽糖、差异化葡萄糖浆等高附加值产品上继续做优做强，阿洛酮糖、抗性糊精产品目前公司出口规模较小，但未来市场空间大。2024 年公司阿洛酮糖技改项目、抗性糊精扩产项目产品线竣工投产，公司将加大这两项产品的销售力度，重点开拓美国市场。另一方面加强国外销售渠道的建设，改善服务质量和交货及时性，进一步扩大品牌影响力。

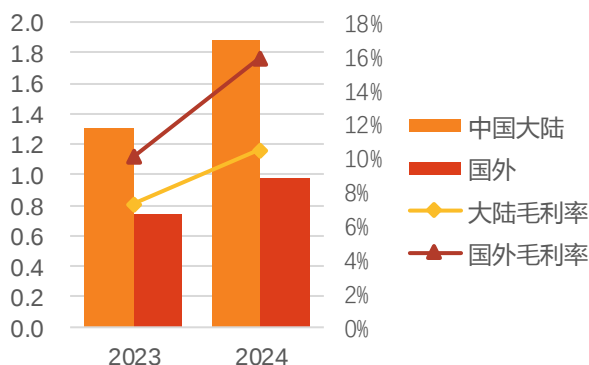
此外，公司还启动了美国功能性糖（醇）3 万吨投资建设项目。2024 年 12 月，公司通过了《关于对外投资建设美国功能性糖（醇）项目的议案》，拟通过向全资子公司增资不超过 62180.17 万元人民币（约合 8500 万美元），对外投资建设美国功能性糖（醇）项目以满足国际客户日益增长的订单需求。项目计划在 36 个月内完成建设并实现生产，预计达产后将新增功能性糖（醇）产能 3 万吨/年。截至 2024 年报发布，公司正在积极准备美国功能性糖（醇）投资建设项目境外投资（ODI）备案。

图 25：保龄宝国内外营收&同比增速（亿元，%）



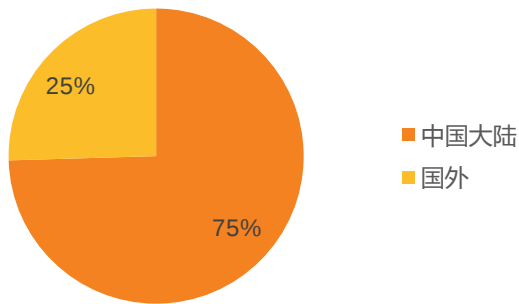
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：保龄宝国内外毛利&毛利率（亿元，%）



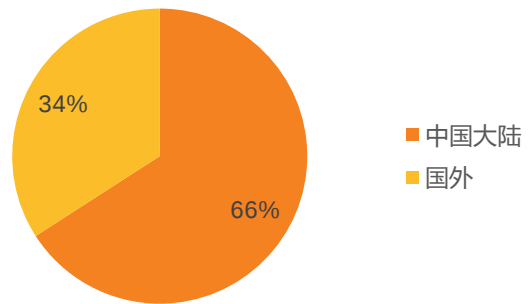
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：保龄宝 2024 年国内外营收结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：保龄宝 2024 年国内外毛利结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 未来关注：阿洛酮糖等新产能、合成生物 HMO 等新品

根据公司 2024 年报及 2025 年公司公告，我们注意到公司传统业务出现多个积极变化，并将于未来 1-2 年间推出包括使用合成生物学技术的多种新品、并释放对应新产能：

- 1) 赤藓糖醇新产能释放，同时竞争格局优化。**2024 年，公司新建的 3 万吨赤藓糖醇产线，工艺先进，使生产成本大幅降低；2025 年，欧盟对国产赤藓糖醇自 2023 年 11 月发起的反倾销调查公告结果：对国内赤藓糖醇生产企业征收 34.4%-233.3%不等的反倾销税，自 1 月 17 日起生效，实施期限为 5 年。其中公司相关产品被征收 34.4%的反倾销税，为本次加征税率最低的企业，有利于公司重塑欧盟赤藓糖醇市场格局。
- 2) 2 万吨阿洛酮糖扩产项目于 25 年 3 月启动。**目前，阿洛酮糖产品已获美、日、韩、加拿大、澳大利亚等 14 个国家法规许可；2025 年 3 月 21 日，国家食品安全风险评估中心对阿洛酮糖作为新食品原料公开征集意见。公司预计审批通过后，对阿洛酮糖产品需求将有较大幅度增长，公司随即启动年产 2 万吨阿洛酮糖扩产项目，公司预计 2026 年阿洛酮糖年产能将达到约 3 万吨。
- 3) 抗性糊精产能提升，重点开拓美国市场。**2024 年，公司抗性糊精干燥塔项目、抗性糊精扩产项目竣工投产，公司将加强该产品的销售力度，重点开拓美国市场。
- 4) 2500 吨合成生物新品 HMOs 预计 2025 年投产。**母乳低聚糖 HMOs 是母乳中仅次于乳糖和脂肪的第三大固体成分，具有维持肠道微生态平衡、抑制肠道病原微生物感染、调节免疫反应、促进婴幼儿大脑发育等多种重要的生理作用。2024 年，公司利用现有厂房，启动新建“年产 2500 吨 HMOs（母乳低聚糖）建设项目”，截至 24 年报，项目建设已完成，预计 2025 年投产。项目建设完成后，将形成年产 2500 吨 HMOs 的生产能力。同时，公司已向国家卫生健康委员会递交母乳低聚糖 2'-FL 的申请，作为食品营养强化剂新品种的安全性评估材料，目前正在审查中。另有 LNnT 正在研发中。
- 5) 2000 吨 DHA 藻油毛油产能预计 2025 年开始量产。**2024 年，公司积极布局 DHA，利用部分富裕产线进行改造，建立了 DHA 藻油的生产线，预计在 2025 年上半年开始量产，初步计划年产 2000 吨 DHA 藻油毛油。公司正与科研院所进行合作，**利用合成生物学进行菌种的优化改良**，目前公司产品已具备成本优势。公司 DHA 藻油的推出将丰富公司的产品结构，满足市场对健康功能性油脂日益增长的需求。2024 年 10 月，公司与青岛海智源生命科技有限公司签署战略合作协议，开启 DHA 全球合作。
- 6) 食品级乳果糖项目预计 2025 年投产。**2024 年，公司启动乳果糖原料药项目的生产及上市许可注册工作，乳果糖建设项目正式落地，进军医药原辅料市场，2024 年 12 月，公司与北京凤礼精求医药股份有限公司签署战略合作协议，由北京凤礼精求协同公司推广乳果糖原料药的销售。

4. 盈利预测&估值分析&投资建议：

核心假设：

- 1) 公司赤藓糖醇竞争格局持续优化；
- 2) 2500 吨 HMOs 于 2025 年投产；
- 3) 2000 吨 DHA 藻油毛油于 2025 年开始量产；
- 4) 阿洛酮糖合计 3 万吨产能逐年释放。

表 4：盈利预测

	(亿元， %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
减糖甜味剂	分部营收	3.98	5.16	6.47	7.98	8.88
	yoy		29.73%	25.29%	23.34%	11.29%
	分部成本	3.93	4.69	5.50	6.70	7.37
	yoy		19.43%	17.14%	21.89%	9.96%
	毛利率	1.26%	9.09%	15.00%	16.00%	17.00%
益生元 (自 2026 起含 HMO)	分部营收	2.89	3.35	3.95	4.75	5.45
	yoy		16.02%	17.85%	20.29%	14.76%
	分部成本	2.33	2.53	2.96	3.45	3.88
	yoy		8.45%	17.23%	16.68%	12.34%
	毛利率	19.34%	24.60%	25.00%	27.25%	28.79%
膳食纤维	分部营收	2.08	2.38	2.39	2.44	2.48
	yoy		14.52%	0.29%	2.14%	1.35%
	分部成本	1.82	1.95	2.01	2.03	2.03
	yoy		7.34%	2.89%	0.93%	0.13%
	毛利率	12.64%	18.12%	16.00%	17.00%	18.00%
淀粉糖及其他 (自 2025 起含 DHA)	分部营收	9.42	8.42	8.69	8.94	10.43
	yoy		-10.62%	3.19%	2.94%	16.67%
	分部成本	8.47	7.39	7.64	7.78	8.97
	yoy		-12.78%	3.42%	1.76%	15.30%
	毛利率	10.05%	12.22%	12.02%	13.03%	14.05%
饲料及副产品	分部营收	6.78	4.61	4.15	3.74	3.36
	yoy		-31.98%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	分部成本	6.62	4.60	4.13	3.70	3.29
	yoy		-30.46%	-10.24%	-10.45%	-10.91%
	毛利率	2.41%	0.24%	0.50%	1.00%	2.00%
其他业务	分部营收	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10
	yoy		-1.34%	5.72%	0.00%	0.00%
	分部成本	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01
	yoy		-82.28%	77.72%	0.00%	0.00%
	毛利率	66.89%	94.05%	90.00%	90.00%	90.00%
	总营收	25.24	24.02	25.74	27.94	30.69
	yoy		-4.84%	7.17%	8.55%	9.84%
	总成本	23.19	21.16	22.25	23.66	25.55
	yoy		-8.75%	5.11%	6.37%	7.96%
	毛利率 (%)	8.10%	11.88%	13.57%	15.31%	16.77%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计 2025-2027 年，公司实现营收 25.74/27.94/30.69 亿元，归母净利润 1.70/2.21/2.74 亿元，对应 EPS 0.45/0.58/0.72 元/股，2025 年 6 月 27 日股价对应 PE 为 25/19/15x。

估值分析：我们选取 A 股中其他以生物发酵的方式生产功能糖和营养素类产品、并拥有合成生物学技术的公司作为对标，包括百龙创园和嘉必优。截至 2025 年 6 月 27 日，Wind 一致预期 2025 年 PE 区间在 24~28x。我们看好保龄宝作为 A 股以生物发酵方式生产高附加值产品、拥有合成生物学技术的公司，自 2024 年起经营策略优化带来的业绩改善成效显著，且未来三年产能处于快速扩张期，同时下游需求旺盛，给予 2025 年 30 倍目标 PE，对应目标价 13.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比上市公司估值（截至 2025 年 6 月 27 日）

证券代码	证券简称	公司业务	总市值	PE(TTM)	Wind 一致预期	
			(亿元)	截至 25/6/27	2025E	2026E
605016.SH	百龙创园	益生元、膳食纤维、以阿洛酮糖为主的健康甜味剂、HMOs（已公告产能计划）	83	31	24	19
688089.SH	嘉必优	多不饱和脂肪酸 ARA、藻油 DHA 及 SA、HMOs（产品已获批，具备生产能力）	42	29	28	23

资料来源：Wind，禹城市人民政府网，百龙创园公司公告、原料药情报局公众号，嘉必优公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

- 原材料价格波动风险。**公司产品的原料是玉米、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，可能直接影响公司经营利润。
- 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可能对公司造成销售额的双向波动。
- 行业竞争加剧的风险。**由于国家对战略新兴产业的政策鼓励和健康消费市场的不断扩大，也导致部分企业加入到益生元、膳食纤维、减糖甜味剂行业中来，包括国外部分同业加入的可能。如果公司不能有效地把握和掌控益生元、膳食纤维、减糖甜味剂市场，并持续地开拓新的产品应用领域，可能出现被同行争抢市场份额和客户的风险。
- 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，存在利润下降的风险。
- 国际贸易相关风险。**公司拥有出口业务，存在受到不同国家和地区的关税政策变动影响的可能性。
- 食品安全风险。**公司主营产品为食品配料，若出现食品安全风险，或对公司业绩产生影响。
- 交易异动风险。**公司股票连续 3 个交易日（2025 年 5 月 19 日-21 日）收盘价格涨幅偏离值累计偏离 26.98%，根据深圳证券交易所的有关规定，属于股票交易异常波动的情况。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	242.74	254.95	527.58	635.00	986.76
应收票据及应收账款	229.11	242.43	247.55	283.59	306.49
预付账款	3.09	12.36	6.01	12.39	8.09
存货	278.58	288.71	298.07	330.23	348.73
其他	32.35	11.77	25.34	13.90	27.98
流动资产合计	785.87	810.22	1,104.55	1,275.11	1,678.05
长期股权投资	286.16	246.92	216.92	196.92	186.92
固定资产	1,426.89	1,337.91	1,251.12	1,162.87	1,070.23
在建工程	2.57	115.74	149.17	161.25	145.13
无形资产	121.28	117.50	110.17	102.65	95.13
其他	36.12	45.68	61.00	71.34	82.55
非流动资产合计	1,873.03	1,863.75	1,788.38	1,695.04	1,579.96
资产总计	2,658.89	2,673.97	2,892.93	2,970.15	3,258.01
短期借款	209.81	260.19	260.00	260.00	260.00
应付票据及应付账款	237.56	213.11	288.33	230.32	337.55
其他	129.10	102.81	105.15	104.91	116.05
流动负债合计	576.47	576.10	653.48	595.23	713.60
长期借款	37.90	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.03	56.34	55.34	54.34	53.34
非流动负债合计	98.93	56.34	55.34	54.34	53.34
负债合计	675.41	632.44	708.81	649.57	766.94
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	370.77	369.77	380.12	380.12	380.12
资本公积	818.51	812.45	812.45	812.45	812.45
留存收益	743.89	812.67	931.77	1,075.77	1,245.61
其他	50.31	46.64	59.78	52.24	52.89
股东权益合计	1,983.49	2,041.53	2,184.11	2,320.58	2,491.07
负债和股东权益总计	2,658.89	2,673.97	2,892.93	2,970.15	3,258.01

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	53.97	111.16	170.42	221.13	274.07
折旧摊销	125.86	129.39	116.90	119.88	122.49
财务费用	22.59	7.81	5.50	5.68	7.06
投资损失	(1.90)	(1.90)	(1.90)	(1.90)	(1.90)
营运资金变动	73.04	(13.40)	70.20	(112.73)	64.98
其它	8.73	15.66	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	282.28	248.72	361.11	232.05	466.70
资本支出	(5.18)	104.03	57.20	37.20	7.20
长期投资	(37.37)	(39.24)	(30.00)	(20.00)	(10.00)
其他	(105.55)	(224.12)	(81.50)	(51.50)	(1.50)
投资活动现金流	(148.09)	(159.34)	(54.30)	(34.30)	(4.30)
债权融资	(226.82)	(24.51)	(6.35)	(5.68)	(7.06)
股权融资	(74.89)	(46.48)	(27.84)	(84.66)	(103.58)
其他	31.57	(10.69)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(270.14)	(81.68)	(34.19)	(90.33)	(110.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(135.95)	7.70	272.62	107.42	351.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,523.91	2,401.75	2,573.99	2,794.11	3,069.16
营业成本	2,319.38	2,116.36	2,224.57	2,366.36	2,554.61
营业税金及附加	15.84	17.66	18.92	20.54	22.87
销售费用	35.77	39.57	42.60	46.90	51.82
管理费用	70.73	66.48	68.68	68.68	81.27
研发费用	11.30	9.54	10.94	13.97	18.41
财务费用	17.17	2.28	5.50	5.68	7.06
资产/信用减值损失	(12.75)	(7.65)	(6.00)	(7.31)	(7.01)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90
其他	21.13	9.85	9.00	9.00	9.00
营业利润	64.01	153.97	207.68	275.57	337.00
营业外收入	1.12	0.28	0.61	0.54	0.64
营业外支出	0.01	23.13	6.73	14.39	13.07
利润总额	65.11	131.11	201.56	261.72	324.57
所得税	11.15	19.95	31.14	40.59	50.50
净利润	53.97	111.16	170.42	221.13	274.07
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	53.97	111.16	170.42	221.13	274.07
每股收益（元）	0.15	0.30	0.45	0.58	0.72

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-6.96%	-4.84%	7.17%	8.55%	9.84%
营业利润	-60.05%	140.54%	34.89%	32.69%	22.29%
归属于母公司净利润	-59.47%	105.97%	53.31%	29.75%	23.94%
获利能力					
毛利率	8.10%	11.88%	13.57%	15.31%	16.77%
净利率	2.14%	4.63%	6.62%	7.91%	8.93%
ROE	2.72%	5.44%	7.80%	9.53%	11.00%
ROIC	3.21%	6.63%	8.96%	12.54%	15.02%
偿债能力					
资产负债率	25.40%	23.65%	24.50%	21.87%	23.54%
净负债率	2.54%	0.78%	-11.79%	-15.73%	-28.77%
流动比率	1.36	1.41	1.69	2.14	2.35
速动比率	0.88	0.91	1.23	1.59	1.86
营运能力					
应收账款周转率	10.89	10.19	10.51	10.52	10.40
存货周转率	8.22	8.47	8.77	8.89	9.04
总资产周转率	0.89	0.90	0.92	0.95	0.99
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.30	0.45	0.58	0.72
每股经营现金流	0.76	0.67	0.95	0.61	1.23
每股净资产	5.35	5.52	5.75	6.10	6.55
估值比率					
市盈率	76.12	36.86	24.71	19.05	15.37
市净率	2.07	2.01	1.93	1.81	1.69
EV/EBITDA	14.48	9.35	11.81	9.43	7.38
EV/EBIT	33.20	15.83	18.23	13.38	9.98

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