

技源集团（603262）

HMB 领跑全球，精准营养扬帆起航

买入（首次）

2026 年 02 月 03 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	891.89	1,001.86	1,083.22	1,312.06	1,568.91
同比（%）	(5.84)	12.33	8.12	21.13	19.58
归母净利润（百万元）	160.02	174.44	170.81	234.59	290.98
同比（%）	12.63	9.02	(2.08)	37.33	24.04
EPS-最新摊薄（元/股）	0.40	0.44	0.43	0.59	0.73
P/E（现价&最新摊薄）	68.97	63.27	64.61	47.05	37.93

投资要点

■ **砥砺前行，技源已成为行业创新引领者。**技源集团主营保健品原料及制剂，公司控股股东为 TSIHK，实控人为周京石、龙玲夫妇。公司具备强研发背景，董事长周京石曾任职安利、雅芳，担任研发中心科学家、高级科学家；总经理龙玲长期从事化学合成制备领域的产业化研究，为公司多项核心专利的发明人。**2024 年公司收入/归母净利润为 10/1.75 亿元，2019-2024 年 CAGR 分别为 10%/25%。2024 年营养原料与制剂产品收入占比分别为 65%/35%。公司未来将继续发力精准营养，以期打通产业链上中游。**公司营养原料产品主要有 HMB、氨基葡萄糖和硫酸软骨素，2024 年收入占比分别 29%/18%/9%；公司制剂客户包括澳佳宝、Pharmacare、Herbs of Gold 等。

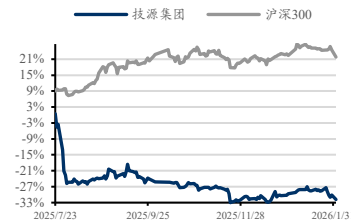
■ **HMB 如日方升，应用空间广阔，公司牢据优势位置。**HMB 学名 β -羟基 β -甲基丁酸盐，应用场景分为：①特医养护（术后患者修复）；②中老年人肌肉修护（避免支撑度不足而跌倒）；③运动增肌。中国是 HMB 的主要生产国，以 2021 年为例，占据了全球 HMB 原料市场 90% 以上的份额，技源为 HMB 行业龙头，2024 年在全球范围内的市场份额约 53.34%，我们认为公司 HMB 原料的壁垒在于其专利技术、各国准入以及客户基础。展望未来，现阶段与雅培的合作多集中于医疗营养类目，运动营养及老年人肌肉修复方向仍有较大拓客空间。

■ **保健品行业景气成长，公司守正出新，精准营养扬帆起航。**我国保健品行业保持景气成长，老龄化筑底、新人群扩张、新消费驱动，我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在高个位数水平。精准营养又称个性化营养，即根据个体特点调整营养建议和干预措施，进而预防和控制慢性病。**精准营养为未来保健重要方向，2025 年全球市场规模约 158 亿美元，美国精准营养发展领先，中国市场前景更佳，2024 年美国/中国精准营养市场规模分别为 45/14 亿美元，对标海外，中国人均消费额提升空间较大。**国内精准营养经历了三轮迭代，而公司的精准营养业务已储备 7~8 年，从业务模式、相关技术成熟度（如算法系统、微片剂型等）、商业化落地能力与进展等方面，目前处于全球领先水平。公司精准营养业务 **2026 年有望于海外率先落地，toB 模式为主。**

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 10.83/13.12/15.69 亿元，同比增速分别为 8%/21%/20%；2025-2027 年归母净利润为 1.71/2.35/2.91 亿元，同比增速为 -2%/37%/24%，EPS 分 0.43/0.59/0.73 元，对应当前 PE 为 65x、47x、38x，考虑到公司的精准营养模式于业内先发优势及技术壁垒明显，且远期空间广阔，我们认为当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期、国际贸易摩擦、汇率波动、食品安全的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.59
一年最低/最高价	26.66/51.80
市净率(倍)	7.20
流通 A 股市值(百万元)	1,103.82
总市值(百万元)	11,036.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.83
资产负债率(%，LF)	14.84
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	40.01

相关研究

内容目录

1. HMB 份额高地，精准营养扬帆起航.....	5
1.1. 砥砺前行，再攀高峰.....	5
1.2. 股权集中，结构稳定.....	6
1.3. 营收稳健，盈利健康.....	7
2. 保健品行业：创新高地，成长弹性	10
2.1. 长坡厚雪，创新高地.....	10
2.2. 打通上中游，技源质地稀缺.....	12
2.3. 精准营养为未来保健重要方向.....	13
3. 守正出新，精准营养大有可为	14
3.1. HMB 如日方升，应用空间广阔	14
3.2. 精准营养：根因分析，数据驱动.....	18
4. 盈利预测与投资评级	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 估值与投资建议.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 技源集团业务矩阵.....5

图 2: 技源集团公司历史.....6

图 3: 技源集团股权结构（截至 2025H1）.....7

图 4: 技源集团管理层背景.....7

图 5: 前五大客户销售额合计占比偏高.....8

图 6: 营收稳健，盈利质量高.....8

图 7: 2024 年营养原料产品收入占比达 65%.....8

图 8: 2020-2024 年分业务收入同比增速.....8

图 9: 2024 年 HMB 收入占比为 45%.....9

图 10: 2024 年雅培占 HMB 收入比重为 66%.....9

图 11: 2019-2024 年毛利率变动.....9

图 12: 2024 年毛利润结构.....9

图 13: 2019-2024 年费用率变动.....10

图 14: 横向对比，技源集团净利率偏高.....10

图 15: 我国保健食品行业稳步扩容（单位：亿元）.....10

图 16: 65 岁以上人口占比提升（纵轴：65 岁以上人口占比，单位%，横轴：单位年）.....11

图 17: 不同年龄段消费者的日常消费结构（2021 年）.....11

图 18: 2023 年京东健康用户年龄分布及增速.....11

图 19: 2023 年京东健康用户人群占比及用户数增速.....11

图 20: 保健品各主流品类规模（2024 年为例）.....12

图 21: 细分板块增速对比.....12

图 22: 保健品产业链.....12

图 23: 2025 年美国消费者膳食补充剂的需求.....13

图 24: 全球个性化营养市场规模.....13

图 25: 全球各地区个性化营养市场规模及增速.....13

图 26: 2024 年个性化营养市场规模及人均消费额.....13

图 27: 2024 年全球个性化营养 C 端市场格局.....14

图 28: 全球个性化营养企业情况.....14

图 29: HMB 可有效改善由肌肉减少和功能衰退引发的一系列健康问题.....14

图 30: 技源集团的 HMB 生产工艺具备显著优势.....15

图 31: 2024 年各家保健品企业专利数量对比.....15

图 32: 2024 年各家保健品企业研发费用率及人员占比.....15

图 33: 技源集团 HMB 业务发展历史.....16

图 34: 2022-2024 年收入增幅较大的存量客户及新拓展的客户（仅列举 HMB 相关）.....17

图 35: 全球 HMB 产量及增速.....17

图 36: 2024 年 HMB 全球市场份额.....17

图 37: 个性化营养案例（节选）.....18

图 38: 国内精准营养三轮迭代.....18

图 39: 技源集团制剂剂型.....19

图 40: 片剂以外其他剂型在制剂业务中的收入占比.....19

图 41: 技源集团个性化营养模式.....20

表 1: 公司营收测算汇总 (百万元)21

表 2: 可比公司估值对比 (估值日 2026/2/2)21

1. HMB 份额高地，精准营养扬帆起航

1.1. 砥砺前行，再攀高峰

技源集团业务覆盖保健品产业链上中游，2024 年收入/归母净利润为 10/1.75 亿元，2019-2024 年 CAGR 分别为 10%/25%。公司向市场提供营养原料与制剂产品，2024 年收入占比分别为 65%/35%。其中：①营养原料产品主要系 β -羟基- β -甲基丁酸（又称 HMB）、氨基葡萄糖和硫酸软骨素，2024 年营收分别为 2.93、1.77、0.91 亿元，收入占比分别为 29%/18%/9%；②制剂剂型主要系片剂，客户包括澳佳宝、Pharmacare、Herbs of Gold 等。

图1：技源集团业务矩阵



数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

复盘公司历史，大致可分为三大阶段：

(1) **1996-2009 年：差异破局，原料矩阵初成。** ①20 世纪末美国膳食营养补充剂市场蓬勃发展，中国原料具备明显的成本及生产效率优势，1996 年创始人开始将中国原料出口到美国市场，1999 年成立徐州合资公司，生产银杏提取物；2002 年成立江阴技源药业，投资建立硫酸软骨素及 HMB 等原料生产基地；2009 年公司进一步投资徐州生产基地，开始生产植物基氨糖，自此原料矩阵雏形初备。

(2) **2010-2017 年：进阶代工，国际化竿头日上。** 2010 年公司正式开展营养制剂生产业务，并于 2017 收购挪威公司 BDG，将合同制造业务进一步延展至北欧市场。

(3) **2018 年-至今：顺利上市，经营上行。** HMB 的发现者 Steven L. Nissen 博士与 Naji N. Abumrad 博士共同创立 Metabolic Technologies (简称 MTI)，MTI 拥有 HMB 核心专利。2004 年起 MTI 独家委托技源集团生产 HMB 并供应全球。为了获得其核心知识

产权（专利）和研发能力，2019 年技源集团完成了对 MTI 的 100% 股权战略收购，并于 2020 年推出革命性细胞健康成分 Hobamine®（细胞抗氧化剂，从细胞层面支持免疫健康、延缓衰老）自此三款产品 myHMB、PEAKATP、Hobamine 顺利实现商业化。2021 年和 2023 年公司相继推出个性化营养系统 Tailored Script®（应用 AI 提供健康解决方案）与即饮型营养递送方案 FZZR™/STRW™（产品形态方面的重要创新）。截至 2024 年，公司营业收入突破十亿元大关；2025 年成功在上海证券交易所主板成功上市。

图2：技源集团公司历史

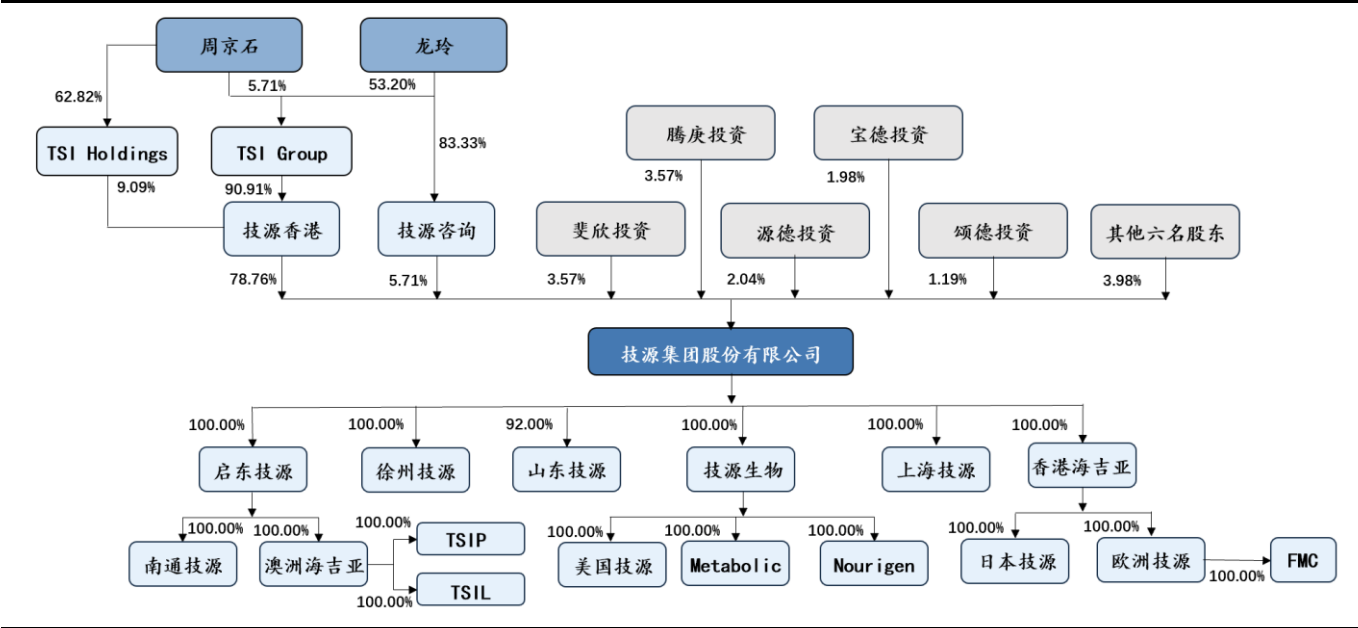
<p>1996年： 公司创始人在中国和美国同时开启创业事业，将中国原料出口到美国膳食补充剂市场。</p> <p>1997年： 与中国科学院合作在美国上市了第一款骨骼健康原料品牌OSTIVONE。</p> <p>1998年： 在澳大利亚、欧洲和日本建立了销售网络，开拓美国以外的市场。</p>	<p>2009年： 投资徐州生产基地，依托专利技术生产植物基氨基酸。</p> <p>2010年：</p> <ul style="list-style-type: none">开展营养制剂生产业务。进入澳洲市场。 <p>2011年： 与美国Metabolic Technologies公司建立战略研发关系。</p>	<p>2019年： 全资收购Metabolic Technologies。</p> <p>2020年：</p> <ul style="list-style-type: none">推出革命性的细胞健康成分Hobamine®。自此三款产品已商业化：<ol style="list-style-type: none">myHMB®, β-羟基-β-甲基丁酸盐；PEAK ATP®, 三磷酸腺苷二钠；Hobamine®, 2-HOBA, 2-羟基苄胺。
<p>1996-2008年： 差异破局，原料矩阵初成</p>	<p>2009-2017年： 进阶代工，国际化竿头日上</p>	<p>2018年-至今： 顺利上市，经营上行</p>
<p>1999年： 成立徐州合资公司，生产银杏提取物。</p> <p>2002年： 成立江阴技源药业（技源集团前身），投资建立硫酸软骨素和HMB等其他原料的生产基地。</p> <p>2004年： MTI将HMB原料独家委托技源生产。</p> <p>2008年：</p> <ul style="list-style-type: none">收购南通耶赛明和布里斯班NPD，进一步向产业链下游渗透。在中国和澳大利亚开展代加工业务。	<p>2016年： 成立技源盐城合资公司，成为第一个生产种植银杏提取物的企业。</p> <p>2017年：</p> <ul style="list-style-type: none">推出了氨糖原料品牌 GlucosaGreen®。收购挪威公司BDG，将合同制造业务扩展至北欧。	<p>2021年： 在中国推出个性化营养系统Tailored Script®。</p> <p>2023年： 推出FZZR™和STRW™ 即饮型营养递送方案。</p> <p>2024年： 营业收入首次超10亿元人民币。</p> <p>2025年：</p> <ul style="list-style-type: none">扩大在美国、澳大利亚和泰国的制造业务规模。在上海证券交易所主板正式挂牌上市。
<p></p>	<p></p>	<p></p>

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，结构稳定

公司股权集中，结构稳定。TSI HK 为公司第一大股东，截至 2025H1，持股共计 78.76%，实控人为周京石、龙玲夫妇。

图3：技源集团股权结构（截至 2025H1）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

管理层产业经验丰富，兼具国际化背景。董事长周京石曾任职安利、雅芳，担任研发中心科学家、高级科学家；总经理龙玲长期从事化学合成制备领域产业化研究，为公司多项核心专利的发明人，研发赋能明显。核心管理团队结构稳定，战略连贯且技术背书强劲。

图4：技源集团管理层背景

姓名	职务	年龄	合并持股比例	履历
周京石	董事长	63	8.59%	曾任美国安利公司研发中心科学家，负责个人护理产品线项目开发；曾任美国雅芳公司高级科学家，负责美国及全球市场护肤产品项目开发；1997 年创办 TKZHealth 并任董事，全面负责公司经营管理；1998 年至今任技源香港董事；曾任 TSI Group 董事；2002 年至今历任公司执行董事、总经理等职，现任公司董事长。
龙玲	董事、总经理	58	42.85%	长期从事化学合成制备领域产业化研究，作为发明人参与 22 项授权专利。曾在华东理工大学化学系任讲师；1997 年作为创始员工加入 TKZHealth；2002 年至今历任公司董事、监事、总经理等职；2018 年至今任 TSI Group 董事，现任公司董事、总经理。
Larry Kolb	董事	60	28.77%	美国国籍。曾任职于美国营养原料供应商 Charles Bowman & Company，历任运营经理、副总裁等职；曾任 Nurture, Inc. 市场营销及销售经理；1997 年至今作为联合创始人之一任 TKZHealth 董事；1998 年至今任技源香港董事；2005 年至今任 TSI Group 董事；2019 年至今任美国技源董事；2021 年至今任技源集团董事。
汪燕	董事、财务总监、 董事会秘书	54	0.19%	曾任上海市友谊食品供应公司财务管理中心主任；2002 年至今，历任公司财务经理、财务总监等职务；现任公司董事、董事会秘书、财务总监。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

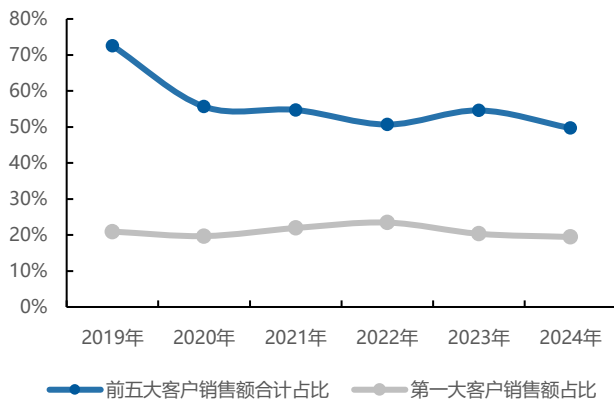
1.3. 营收稳健，盈利健康

2019-2024 年公司营收由 6.14 亿元增至 10.02 亿元，CAGR 为 8%。拆分收入，2024

年营养原料产品/制剂收入占比分别为 65%/35%，较 2019 年分别+4/-4pct。

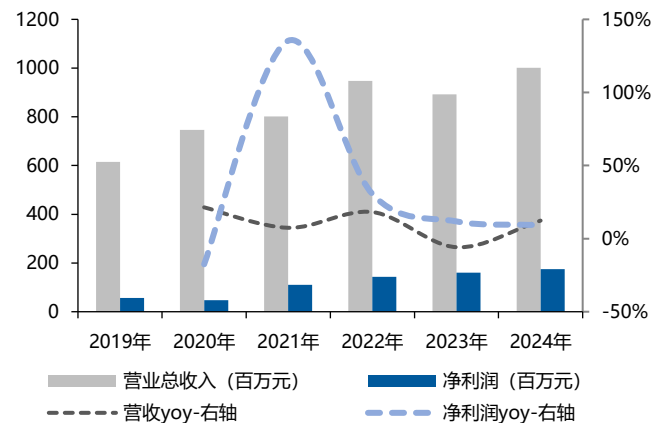
由于客户集中度较高，大客户订单波动影响前序收入。(1) 2019 至 2021 年公司陆续与 Nutramax、Blackmores 及 RoyalCanin 等知名品牌客户取得合作，特别是 2021 年 Nutramax 氨糖合作订单起量，带来当年度氨糖业务收入/总营收分别同增 73%/21%；(2) 2021H2 以来，基于其自身成本效益等因素考虑，Blackmores 调整为向公司直接采购制剂产品，致公司 2022 年片剂制剂业务收入/总营收分别同增 97%/18%；(3) 2023 年①受地缘政治动荡、海外通胀居高不下、欧美持续性加息、全球经济面临下行压力等因素影响，部分客户阶段性放缓了采购进度，大客户雅培的 HMB 采购额当年度同比-30%；② Blackmores 因其自身经营规划考虑，再次提高了自产制剂产品占比，增加对公司氨糖产品采购量的同时，相应减少对氨糖片剂制剂的需求，致公司 2023 年氨糖原料收入/片剂制剂收入/总营收同比分别+51%/-36%/-6%。

图5：前五大客户销售额合计占比偏高



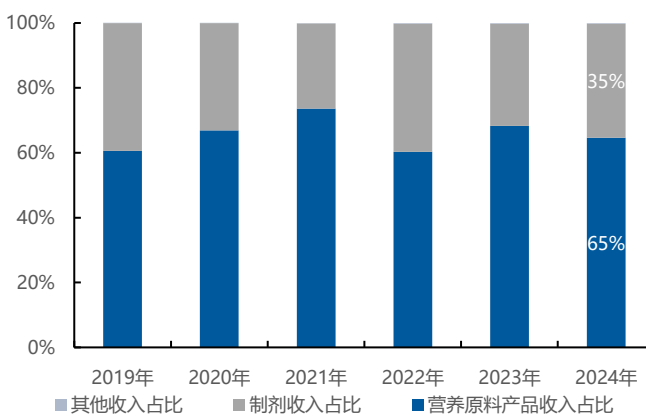
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图6：营收稳健，盈利质量高



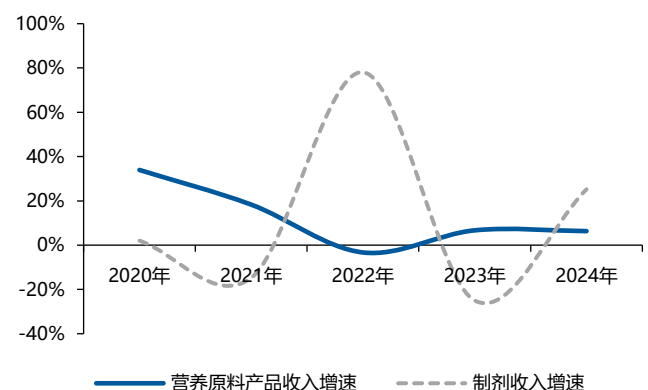
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图7：2024 年营养原料产品收入占比达 65%



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图8：2020-2024 年分业务收入同比增速



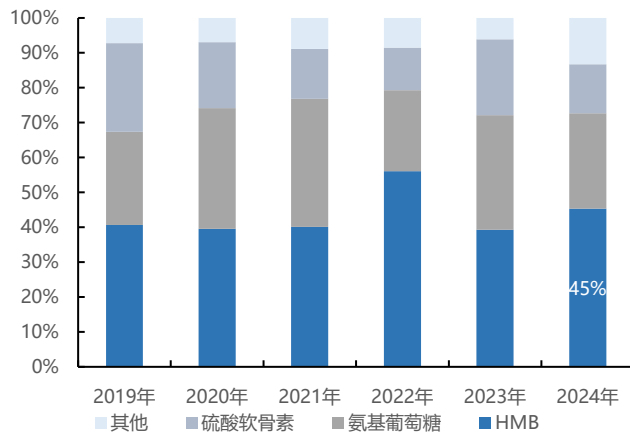
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

分拆营养原料业务，HMB 为公司核心原料，收入占比维持在 39%~56%高位，其

中雅培为 HMB 核心客户：2024 年为例，雅培占 HMB 原料业务收入/公司整体收入比重分别为 66%/19%。

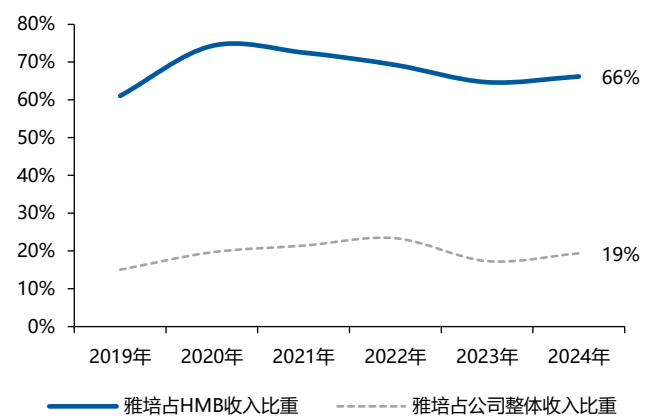
分拆制剂业务，片剂为核心剂型，占制剂业务收入的比例维持在 60%以上。

图9：2024 年 HMB 收入占比为 45%



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

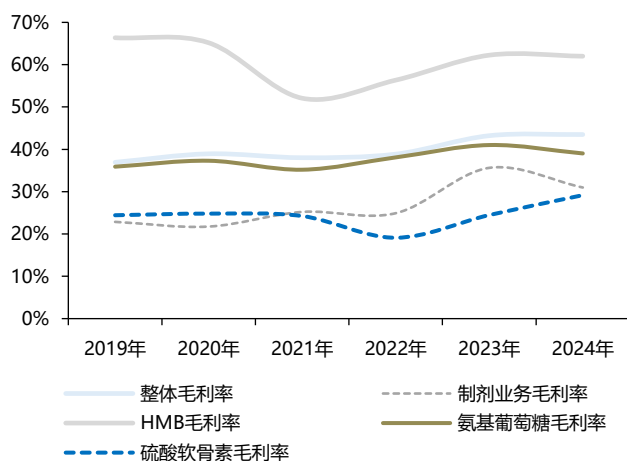
图10：2024 年雅培占 HMB 收入比重为 66%



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

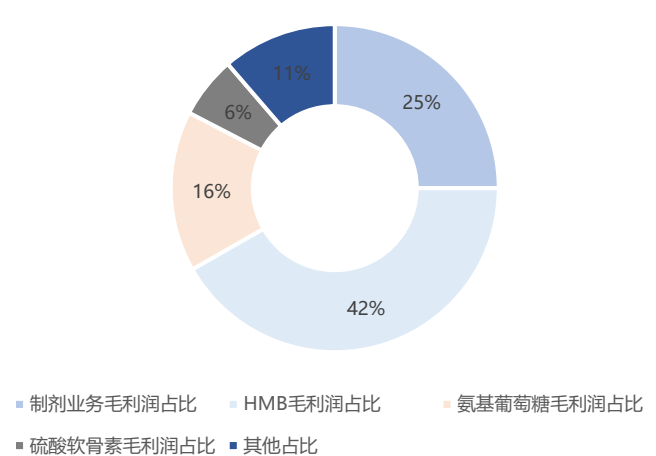
2024 年超六成毛利润由 HMB 原料及制剂业务贡献，公司整体毛利率相对稳定：2024 年为例，HMB 原料/制剂/氨糖毛利润贡献分别为 42%/25%/16%。2019-2024 年公司毛利率整体表现平稳，处 37%-43% 区间，2021 年短暂承压主要系：①人民币汇率上升、HMB 销售单价略有下降；②同时次氯酸钠、二丙酮醇等主要原材料采购价格上涨致 HMB 产品材料成本上升；③海内外疫情反复致国际运力紧张、运费价格不断提升，且为保障供货及时性，部分产品运输方式由海运改为空运，引致单位运费成本显著增长。

图11：2019-2024 年毛利率变动



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

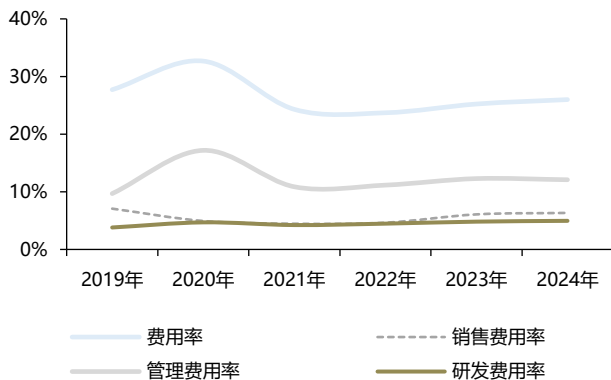
图12：2024 年毛利润结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

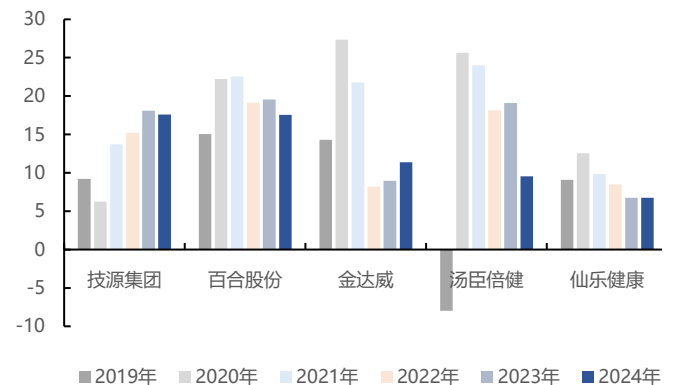
公司费用率整体稳中有降，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 6%/12%/5%，整体费用率较 2019 年下滑 2pct。2020 单年度管理费用率较高主要系公司当年实施员工股权激励计划，相应计提股份支付费用所致。

图13：2019-2024 年费用率变动



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图14：横向对比，技源集团净利率偏高



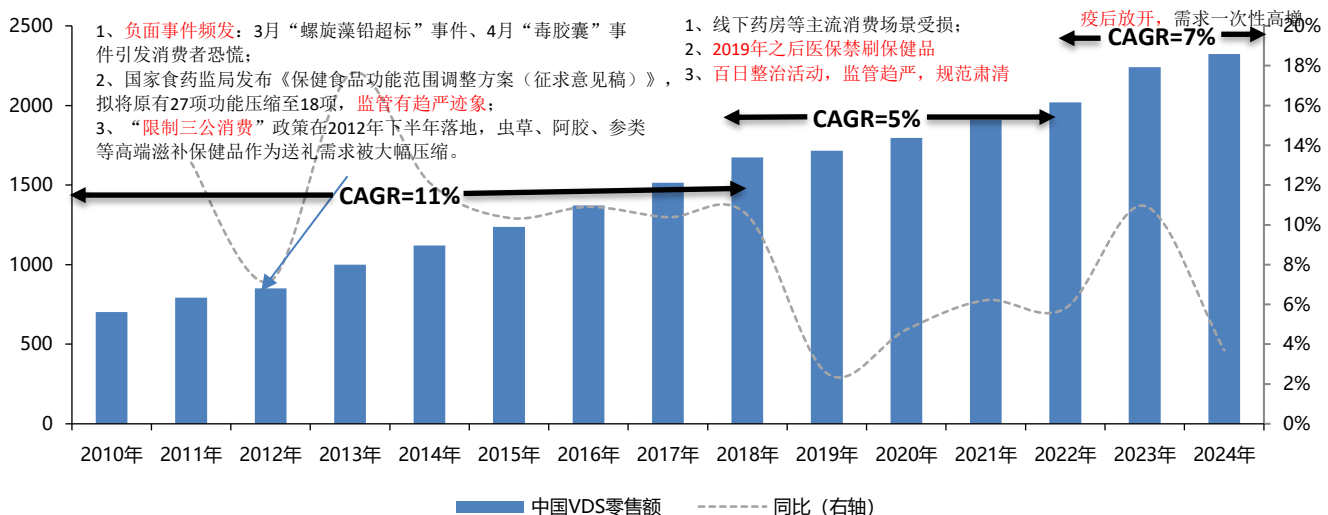
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 保健品行业：创新高地，成长弹性

2.1. 长坡厚雪，创新高地

我国保健食品行业星辰大海，发展具备“脉冲式增强”特征，特殊事件如 21 世纪初的非典、2019-2022 年的疫情加速了行业渗透与扩容：2010 年-2024 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2323.39 亿元，CAGR=8.93%。老龄化筑底、新消费驱动，我们预计 2025-2027 年我国营养保健品行业增速有望维持在高个位数，高于世界平均水平。

图15：我国保健食品行业稳步扩容（单位：亿元）

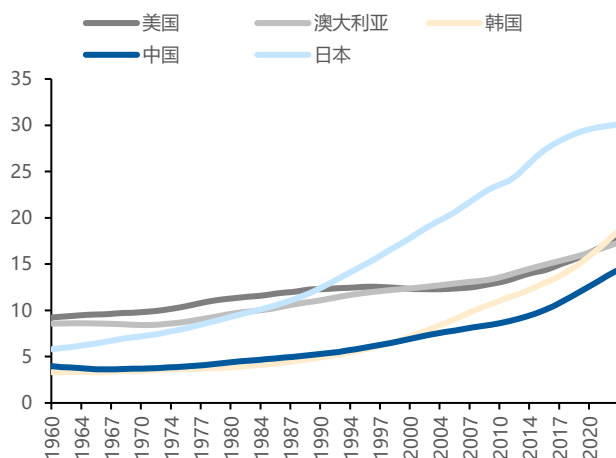


数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

逻辑一：老龄化为我国保健品需求夯底。我国 65 岁以上人口占比不断攀升、2023 年突破 14%，随着第二次生育高峰的人群进入老年，老年人口或加速扩容，而老年群体

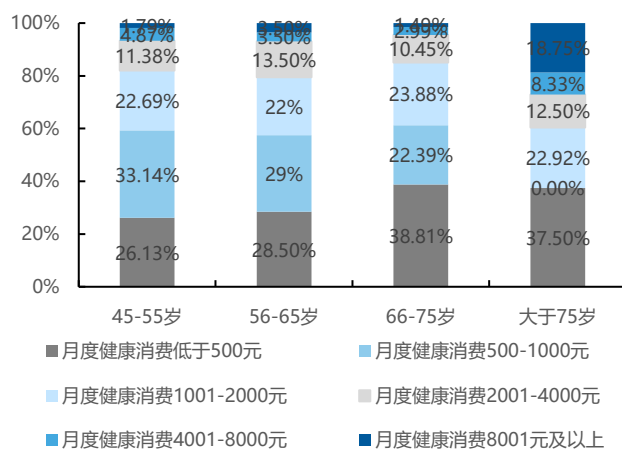
的健康需求更为刚需，为我国保健品行业中长期需求夯底。

图16: 65 岁以上人口占比提升 (纵轴: 65 岁以上人口占比, 单位%, 横轴: 单位年)



数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图17: 不同年龄段消费者的日常消费结构 (2021 年)



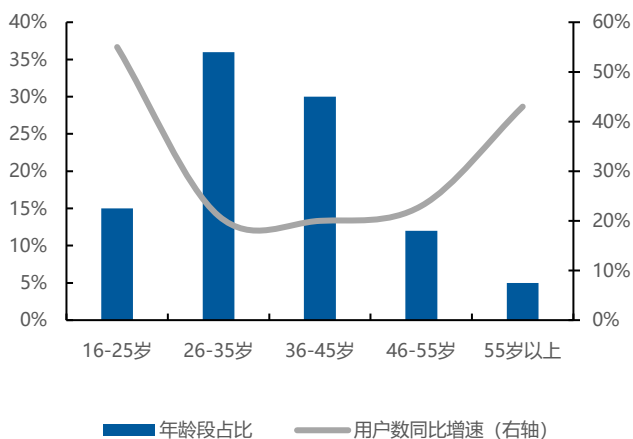
数据来源: 基因港、周末南方, 东吴证券研究所

逻辑二: 新消费贡献增量, 由三个角度理解: 新渠道、新圈层、新品类。

新渠道切换。新渠道如抖音、快手、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景; 同时线下商超自我革新、向新零售转型。

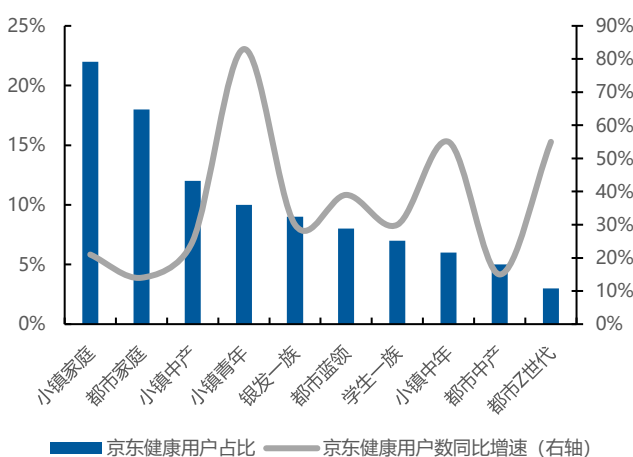
新圈层延展。客群从老年人愈加年轻化、下沉化, 进一步延展至婴童、宠物环节。

图18: 2023 年京东健康用户年龄分布及增速



数据来源: 第一财经、DT 研究院、京东健康《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》, 东吴证券研究所

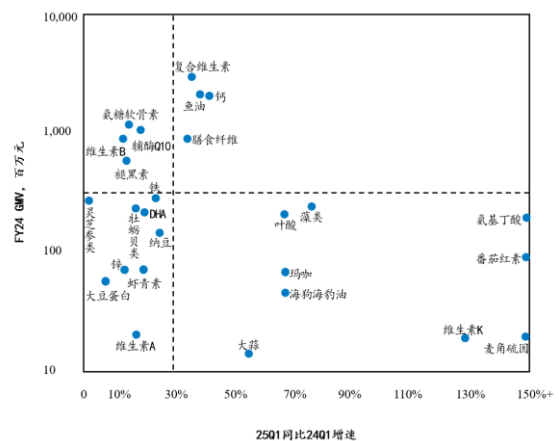
图19: 2023 年京东健康用户人群占比及用户数增速



数据来源: 第一财经、DT 研究院、京东健康《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》, 东吴证券研究所

新品类迭出。行业由大类传统保健向口服美容、抗衰系列升级; 由类药品剂型 (如软胶囊、硬胶囊、粉剂等) 向新剂型 (软糖、口服液、微泡片等) 升级。

图21: 细分板块增速对比

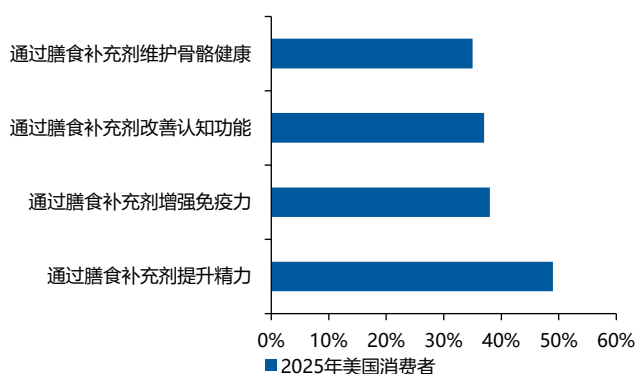


数据来源：久谦中台，东吴证券研究所

2.3. 精准营养为未来保健重要方向

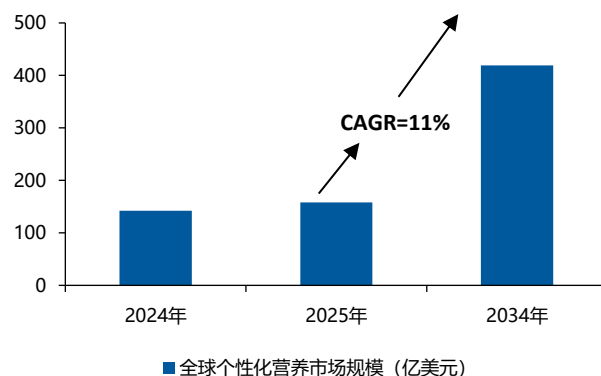
居民保健意识提升为慢变量，随着 AI 技术、低成本 DNA 检测和移动健康应用等设备的普及、远程营养服务日益完备，全球精准营养市场旭日初升，2025 年全球规模约 158 亿美元：①居民保健意识提升：据 The Vitamin Shoppe 发布的《健康与营养趋势报告》，69% 美国消费者表示，正在通过膳食补充剂实现个人健康目标，最主要的诉求包括提升精力（49%）、增强免疫力（38%）、改善认知功能（37%）以及维护骨骼健康（35%）；②科技发展：35% 的消费者已经开始借助人工智能工具来了解或管理自身健康，例如制定膳食计划等；另有 27% 受访者表示未来可能尝试使用相关工具。

图23：2025 年美国消费者膳食补充剂的需求



数据来源：The Vitamin Shoppe 《健康与营养趋势报告》，东吴证券研究所

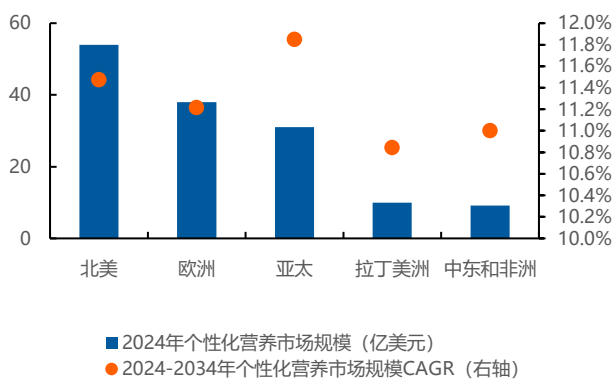
图24：全球个性化营养市场规模



数据来源：Global Market Insights，东吴证券研究所

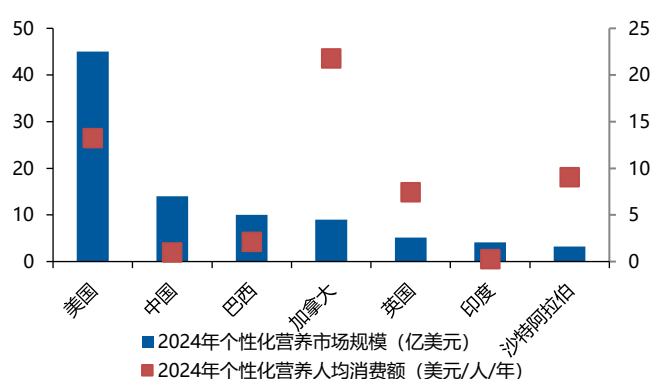
截至 2024 年，北美为精准营养最大的市场，亚太地区前景更佳。据 GMI，北美市场规模领先（约 54 亿美元），但 2024-2034 年亚太地区预期的行业规模 CAGR 更高（约 12%）；2024 年美国/中国/巴西/加拿大/英国/印度/沙特阿拉伯市场规模分别为 45/14/10/9/5/4/3 亿美元，人均消费额为 13.2/1.0/2.1/21.8/7.4/0.3/9.1 美元/人/年，美国为战略要地，中国市场空间较大。

图25：全球各地区个性化营养市场规模及增速



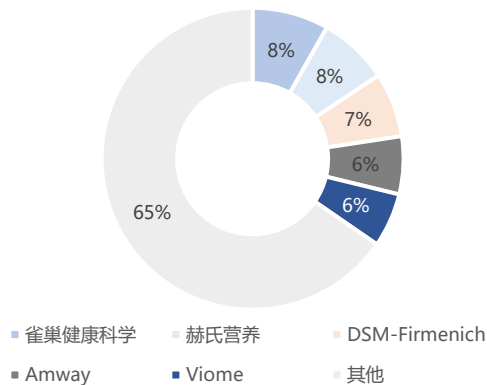
数据来源：Global Market Insights，东吴证券研究所

图26：2024 年个性化营养市场规模及人均消费额



数据来源：Global Market Insights，东吴证券研究所
(注：人均消费额右轴)

图27：2024 年全球个性化营养 C 端市场格局



数据来源：Global Market Insights，东吴证券研究所

图28：全球个性化营养企业情况

主要企业	个性化营养模式
雀巢	科学支持的个性化补充剂、医疗营养和数字健康技术。通过对人工智能的投资和收购 Persona Nutrition ，增强了其市场影响力。
赫氏	通过扩大数字化互动并推出更多 减肥和运动营养产品 ，推动了其在个性化营养领域的增长。
DSM	专注于 营养基因组学 和 定制补充剂 ，并与多家数字健康公司合作，以在个性化营养行业中占据更大市场份额。
Amway	Nutriline 品牌是最早提供基于 DNA 的营养研究 和 个性化维生素包 的品牌之一。Amway 通过直销和数字健康投资，覆盖了亚洲和北美的大量人口，这成为其市场扩张的基础。
Viome	提供创新的 微生物组 和 RNA 检测服务 ，同时提供个性化营养建议。凭借其 AI 的洞察和订阅模式，扩大在美洲和欧洲的影响力。

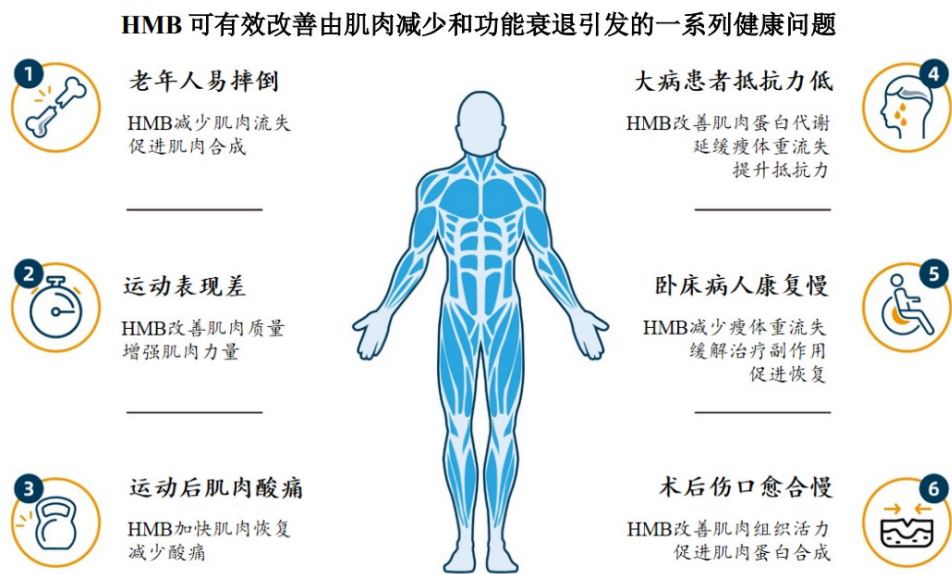
数据来源：Global Market Insights，东吴证券研究所

3. 守正出新，精准营养大有可为

3.1. HMB 如日方升，应用空间广阔

HMB（全称为 β -羟基 β -甲基丁酸盐，英文 β -hydroxy β -methylbutyrate）是一种人体在分解必需氨基酸（亮氨酸）时自然产生的代谢产物。应用场景而言，HMB 可以通过调节蛋白质代谢通路，起到抗肌肉分解、促合成的效果，从而辅助增肌、减少肌肉流失、加速恢复，应用场景分为：①特医养护（术后患者修复）；②中老年人肌肉修护（避免肌肉支撑度不足而跌倒）；③运动增肌。

图29：HMB 可有效改善由肌肉减少和功能衰退引发的一系列健康问题

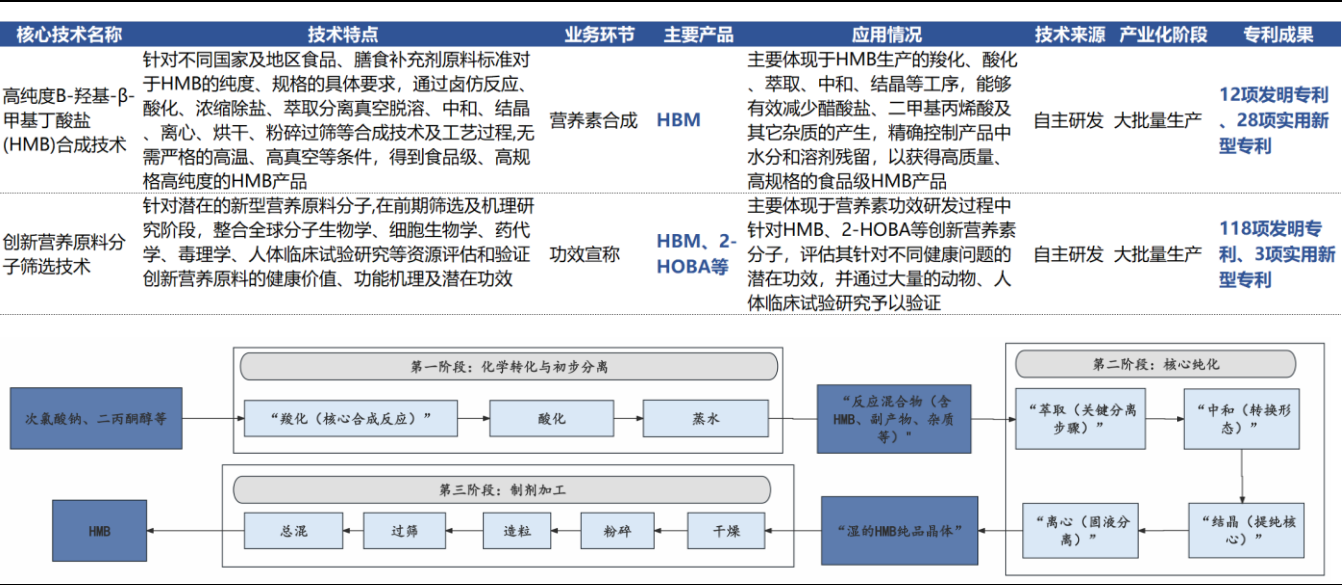


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

中国是 HMB 的主要生产国，2021 年为例，占据了全球 HMB 原料市场 90%以上的份额，而技源为 HMB 行业龙头，2024 年在全球范围内的市场份额约 53.34%。我们认为公司 HMB 原料的核心壁垒在于其专利技术、各国准入以及客户基础：HMB 原料生产及推广各有难点，分别在于其技术工艺（主要是纯化过程，即去除杂质、分离并富集 HMB，使其达到所需高纯度的所有物理和化学步骤的总和）以及各国准入：

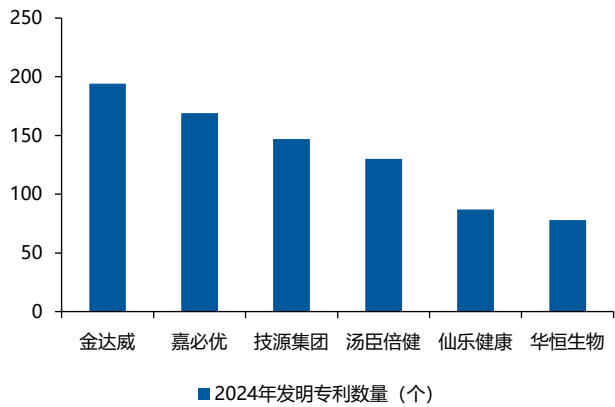
①技术工艺：由于功效宣称是膳食营养补充产品方案的核心内容，为保证功效宣称的合规性，是否拥有关键功效专利是下游品牌客户选择供应商的重要考量之一。技源研发端高举高打，2024 年研发费用率/研发人员数量占比分别为 4.96%/19.94%，显著领先于同行。成效而言，截至 2025 年 7 月，公司已拥有国内外发明专利 147 项，且具备 HMB 领域最为核心的“营养干预以改善肌肉功能和力量”功效专利，其自主研发并取得专利保护的“HMB+维生素 D3”营养组合方案更已成为 HMB 应用领域最主流的产品方案。

图30：技源集团的 HMB 生产工艺具备显著优势



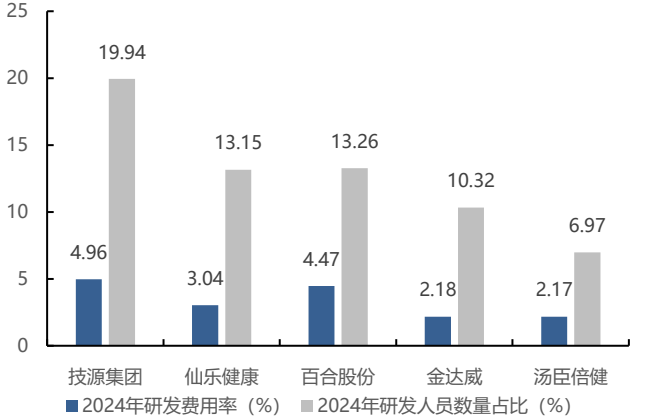
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图31：2024 年各家保健品企业专利数量对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2024 年各家保健品企业研发费用率及人员占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

②**各国准入**：现 HMB 已获得美国、欧洲、巴西、澳大利亚、中国及东南亚等主要市场的准入资质，其中中国新食品原料认证、巴西 ANVISA 认证等准入均由公司主导推动。

③**客户基础**：HMB 方面公司与大客户（雅培）通过销售框架协议的方式保持长期合作，订单稳定、粘性较高。技源 HMB 业务发展可分为三个阶段：①1988 年 Metabolic 创始人最早发现 HMB 并证实有益于肌肉健康，后于 1995 年被首次引入膳食营养补充领域。1998 年 Metabolic 开发了 Juven 品牌，主要应用于术后营养、创伤恢复等领域。②2003 年 Metabolic 与 TSI 达成合作，开始采购 HMB 原料；2008 年雅培向 Metabolic 收购专利等知识产权，并于 2009 年开始与 TSI 建立直接合作关系，2018 年 HMB 基础专利有效期陆续届满，更多新客户开始布局 HMB 产品，市场多点开花；③TSI 最终于 2019 年完成 Metabolic 100%股权收购，截至 2024 年公司 HMB 产品在全球范围内的市场份额约 53.34%，份额高地，身位领先。

图33：技源集团 HMB 业务发展历史



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

展望未来，现阶段与大客户的合作多集中于医疗营养类目，运动营养及老年人肌肉修复方向仍有较大拓客空间。2018 年雅培全球专利到期，新兴客户开拓在即，2025 年进一步与蒙牛合作推出骨力金装产品。

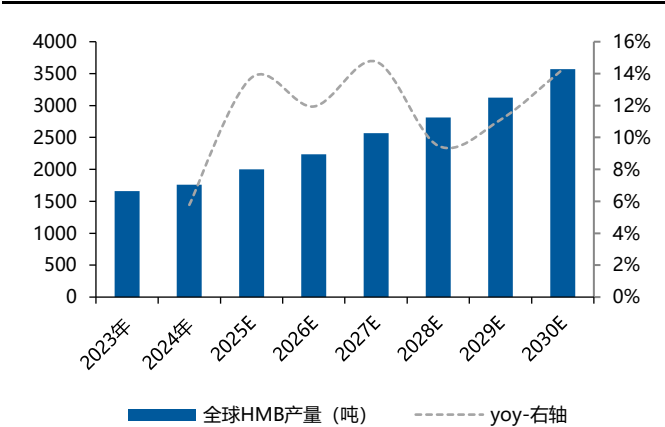
图34：2022-2024 年收入增幅较大的存量客户及新拓展的客户（仅列举 HMB 相关）

客户名称	主要产品	2024 年 (单位: 万元)	2023 年 (单位: 万元)	2022 年 (单位: 万元)
报告期内收入实现较大幅度增长的主要存量客户情况				
Elite Manufacturing & PackLLC	HMB	1,634.42	936.79	217.16
Eurofarma Laboratorios S.A.	HMB	452.07	463.45	278.85
NOW Foods	HMB、精加工原料	451.65	369.34	221.15
Elite Organic SDN.BHD	HMB	359.9	189.76	140.1
2022-2024 年内新增拓展的主要批量供货客户				
Kanematsu Chemicals Corporation	HMB	546.31	18.59	34.41
上海浦佳食品科技有限公司	HMB	444.6	42.48	-
Alternative Laboratories,LLC	HMB	342.04	852.41	-
Natural Alternatives	HMB	318.52	1.7	74.98
PRINOVANUTRITIONLLC	ATP、HMB	200.75	-	-
MEMBRAHEALTHMARKETING(M)SDNBHD	硫酸软骨素、HMB	194.16	260.4	155.05
Phoenix Custom Manufacturing	HMB	178.17	-	-
Nutrabound Labs	HMB	131.53	21.22	-
Uniwell Laboratories,LLC	ATP、HMB	130.78	91.52	11.37
MELROSELABORATORIES	粉剂、HMB	113.14	-	-
Natural Vitamins Laboratory	HMB、ATP	105.65	12.99	5.37

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

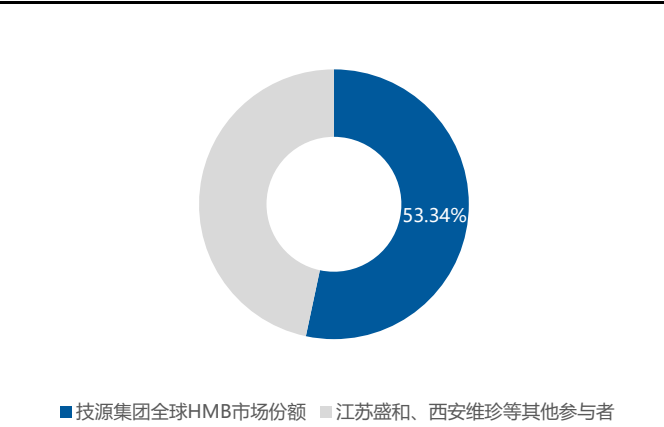
据 QY Research，2023 年/2024 年全球 HMB 产量约 1662.43/1758.5 吨，随着健康意识提升、运动人群增多，2030 年产量有望达 3571.69 吨，2024-2030 年产量 CAGR=12.5%，高于保健品行业增速。由于公司市占率相对稳定，假设以 2024 年 53.34% 的市占率为基准测算，2030 年对应的公司 HMB 产量约 1905.14 吨，**2024 年公司 HMB 产量合计仅 986.36 吨，仍有近 2 倍空间。**

图35：全球 HMB 产量及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图36：2024 年 HMB 全球市场份额






数据来源：QY research，东吴证券研究所

3.2. 精准营养：根因分析，数据驱动

精准营养，又称个性化营养，即根据个体特点调整营养建议和干预措施，进而预防和控制慢性病，如雀巢收购的品牌 Persona Nutrition、国内电商品牌 LemonBox、拜耳收购的品牌 Care/of 等。




图37：个性化营养案例（节选）

	Persona Nutrition	LemonBox	Care/of
成立年份	2016 年	约 2018 年	2016 年
			
目前状态	2019 年被雀巢健康科学收购	是中国市场的代表性品牌	被拜耳收购，2024 年业务收缩
核心模式	在线问卷生成个性营养包，按月配送 问卷包含生活习惯、健康目标等。	通过小程序/官网问卷，按月定制营养补充包。	官网问卷提供个性化维生素包，可按月订阅
产品特点	1.分晨间与晚间包装 2.全部材料印有用户姓名，定制感强 3.药片颗粒相对较大	1.每日独立小包装，方便携带和服用 2.提供“轻定制”系列(针对普遍需求) 3.强调成分可溯源和专业背书	1.产品类型涵盖维生素、矿物质、益生菌等 2.包装印有用户名字，方便区分

数据来源：百家号，网易号，东吴证券研究所

国内个性化营养经历了三轮迭代，分别为人群营养、问卷营养、（基于生物数据的）精准营养：人群营养根据性别、年龄等基础条件划分，但同性别或年龄消费者需求差异较大，分类条件相对有限；问卷定制营养至基于生物数据的精准营养则愈显定制化、精细化。

图38：国内精准营养三轮迭代

 精准营养1.0 基础人群	<ul style="list-style-type: none">核心逻辑：基于性别、年龄等条件进行标准化的大类划分痛点：同性别、年龄人群内的需求有很大差异，被忽略
 精准营养2.0 问卷定制	<ul style="list-style-type: none">核心逻辑：通过问卷调查收集主观数据进行定制痛点：①分类颗粒度粗糙，最终对应为几个大类；②问卷结果趋同
 精准营养3.0 生物数据精准化	<ul style="list-style-type: none">核心逻辑：基于体检报告等客观生物数据，进行高品质精细复配优势：能够实现个人精准化定制

数据来源：和讯网，东吴证券研究所

前序营养剂补充存在明显痛点：①消费者层面，绝大多数消费者不清楚自己需要补充何种营养素、以及对应的科学剂量，补充后效果亦难量化跟踪。②企业层面，个性化意味着非标定制，难形成规模效应。展望未来，随着 AI 及可穿戴设备等科技发展，高效精准获取消费者的个性化信息和需求成为可能，我们认为个性化精准营养时代或加速

到来。

技源集团的精准营养业务已储备 7~8 年：一方面，从业务模式、相关技术成熟度（如算法系统、微片剂型等）、商业化落地能力与进展等方面，目前处于全球领先水平；另一方面，公司配方库中可选营养素储备已达 200 余种。**精准营养模式积微成著，2026 年有望于海外率先落地、toB 形式为主。**

其一，创新剂型。原有类药品剂型（如胶囊、片剂及粉剂等）存在体积/吞咽难度大、便携性低的问题，不适合定制化复配。为进一步适配消费者在不同场景下的特定需求，公司在常规剂型生产技术的基础上，开发出微片技术及工艺平台，生产出 2-4 毫米尺寸的微型片剂或颗粒，可统一装入铝胶囊杯中（一罐最多可容纳 800 粒），使得搭配组合及配方定制化更可实现，亦可与吸管、微泡腾片等创新剂型结合应用。

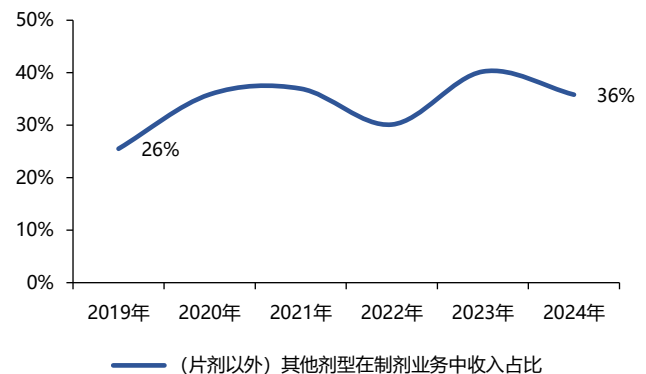
其二，扩充营养素。基于微片剂型创新，铝胶囊杯容纳性增强，公司积极开展营养素开发，配方库中可选营养素储备已达 200 余种，更丰富的营养素库利于为消费者生成最优配方（市售的营养包背后的营养素库相对有限，多于 20~40 种之间）。

图39：技源集团制剂剂型



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图40：片剂以外其他剂型在制剂业务中的收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

我们之所以看好技源集团精准营养业务的发展前景，主要系其先进的功能医学理论基础、国际顶尖的专家库及配方能力、强大的客户资源及技术背书：

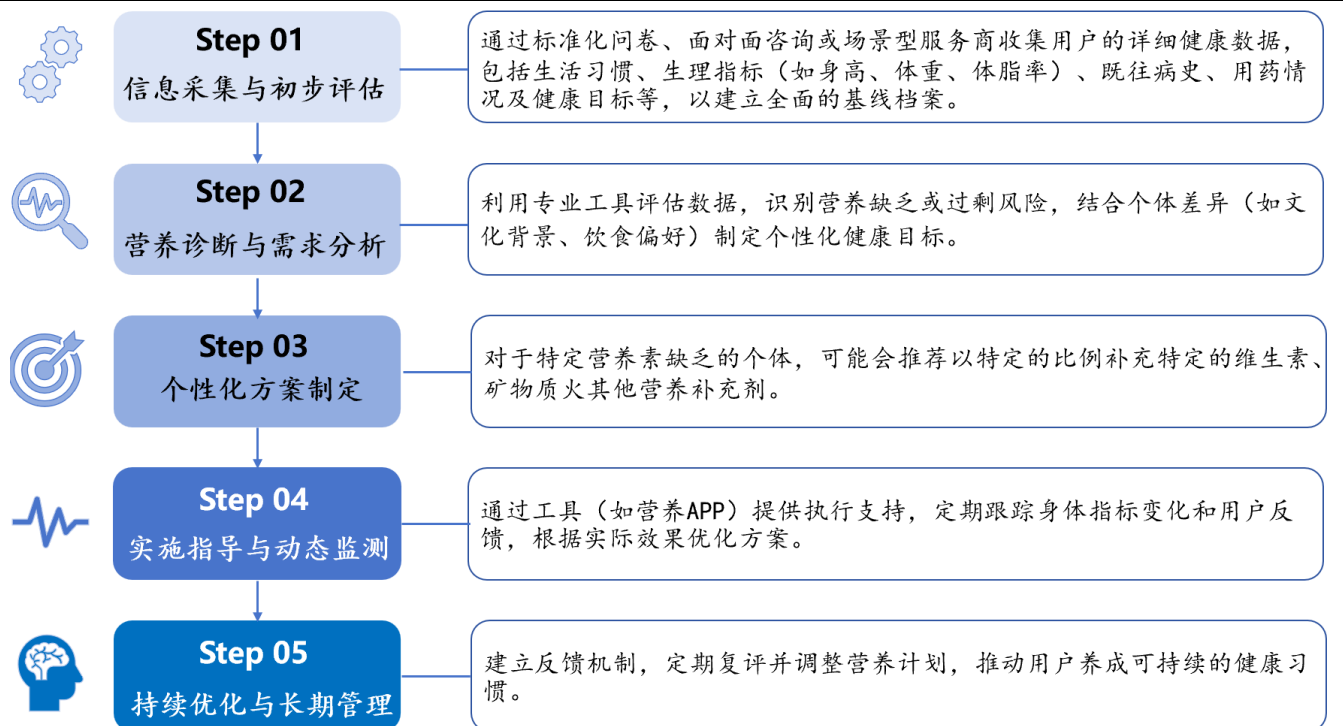
得益于先进的功能医学基础及国际顶尖的专家库，公司配方专业性遥遥领先。技源精准营养的模式理论基础为功能医学体系，由于公司深耕国际市场多年，具备较强国际化能力，善于在国际范围内找到对应领域专家，现已与全球最顶尖的专家团队达成合作（如代谢、维生素领域最好的功能医学专家以及脑健康专家等，针对不同人种也有不同的专家），对临床和循证要求较高，精准识别诱因，**公司配方意识及能力均强，专业性遥遥领先。**

专业的客户资源。我们认为在精准营养模式中，扮演触达消费者角色的可能不是目前常见的营养品牌，而是一些场景型服务商；但从产品角度而言，仍需具备精准营养能力的服务商予之赋能。我们看好技源的研发及产品能力，**后续 B 端合作伙伴或包括体检**

机构、高端医美及养老机构等，该类 B 端机构具备流量基础，能通过既有服务让消费者了解和尝试个性化精准营养业务。

生产及技术优势。公司产线经历了多轮迭代，由第一代的 60 舱进化到 2025 年的 80 舱，且生产效率仍在提升过程之中，后续澳洲、美国、中国香港产能有望陆续释放。

图41：技源集团个性化营养模式



①个性化方案为问题导向，直接解决消费者具体的健康风险和问题；

②在问题层面识别诱因，而后给出更准确、针对性的方案。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2026 年重点关注精准营养在海外市场落地，商业化更进一步。我们预计 2025 年精准营养业务销售额或数百万元（计入制剂业务收入），主要服务中小型或区域性健康管理机构，未来系统性拓展大客户的空间较大，为公司收入及利润注入弹性。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测：公司原料特别是 HMB 于全球市场份额有绝对优势，我们预计随着需求扩容增长稳健，精准营养储备充足、预计 2026 年在海外市场大面积推广。我们看好公司未来发展，我们预计 2025-2027 年营收同比增速为 8%/21%/20%，其中制剂（包括精准营养）未来重视度提升，收入有望迎来快速增长，2025-2027 年营收同比增速为 4%/41%/34%；营养原料产品格局稳定、需求扩容，收入增速偏稳健，2025-2027 年营收同比增速为 10%/11%/10%。

业绩预测：随着规模效应显现、技术水平提升，我们预计公司经营有望持续向上，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.71/2.35/2.91 亿元，同比增速为 -2%/37%/24%。

表1：公司营收测算汇总（百万元）

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业收入	947.24	891.89	1,001.86	1083.22	1312.06	1568.91
YOY	18%	-6%	12%	8%	21%	20%
营养原料产品	1,621.95	1,894.84	1,964.35	713.67	793.73	874.33
YOY	-11%	17%	4%	10%	11%	10%
制剂产品	374.58	280.87	351.68	366.74	515.44	691.61
YOY	78%	-25%	25%	4%	41%	34%
其他产品	1.91	2.12	2.72	2.80	2.89	2.97
YOY	114%	11%	28%	3%	3%	3%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 10.83/13.12/15.69 亿元，同比增速分别为 8%/21%/20%；2025-2027 年归母净利润为 1.71/2.35/2.91 亿元，同比增速为 -2%/37%/24%。

公司处于保健品赛道，可比公司包括仙乐健康、汤臣倍健、若羽臣、民生健康等。2026 年 2 月 2 日，同行可比公司对应 2025-2026 年 PE 为 39.50、28.71x，由于技源上市时间偏短（2025 年上市）、正值保健品行业风口，且因其研发属性深厚，上市后估值略高于行业；考虑到公司第二成长曲线（精准营养）具备较强差异化及较高竞争壁垒，公司的配方意识及能力均领先于全球，2026 年方开启其大规模商业化，未来想象空间较大，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值对比（估值日 2026/2/2）

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (x)			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
300791.SZ	仙乐健康	69	23	1.56	1.39	0.93	1.44	15.01	16.82	25.28	16.27
300146.SZ	汤臣倍健	202	12	1.03	0.39	0.46	0.53	11.82	31.21	26.28	22.76
003010.SZ	若羽臣	116	38	0.45	0.65	0.59	1.05	84.00	58.15	64.00	36.03
301507.SZ	民生健康	54	15	0.29	0.26	0.36	0.39	53.17	59.31	42.45	39.80
	平均值							41.00	41.37	39.50	28.71
603262.SH	技源集团	111	27.78	0.40	0.44	0.43	0.59	68.97	63.27	64.61	47.05

数据来源：Wind、东吴证券研究所；除技源集团外，其余公司盈利预测来自 2026 年 2 月 2 日 Wind 一致预期。

5. 风险提示

市场竞争的风险: 企业面对海内外的竞争, 如若不能尽快提升自身研发、扩大产能, 提升品牌知名度, 保持及加强竞争优势, 或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨的风险: 若原材料价格大幅上涨, 公司净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险: 如若单品推广不达预期, 或对公司收入及利润产生影响。

国际贸易摩擦的风险: 如若发生国际贸易摩擦, 或对公司经营产生影响。

汇率波动的风险: 由于涉及海外业务, 汇率波动或对公司利润产生影响。

食品安全风险: 如若发生食品安全问题, 或对经营及销售产生负面影响。

技源集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	763	1,285	1,517	1,805	营业总收入	1,002	1,083	1,312	1,569
货币资金及交易性金融资产	342	842	981	1,172	营业成本(含金融类)	566	609	727	860
经营性应收款项	188	202	249	295	税金及附加	6	6	8	9
存货	209	219	263	311	销售费用	64	70	92	110
合同资产	0	0	0	0	管理费用	121	152	164	193
其他流动资产	23	22	24	26	研发费用	50	54	65	78
非流动资产	423	580	619	664	财务费用	(4)	(2)	(9)	(10)
长期股权投资	8	7	5	4	加:其他收益	3	5	6	7
固定资产及使用权资产	268	384	418	454	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	22	21	23	25	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	41	61	65	73	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	32	32	32	32	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	200	199	271	336
其他非流动资产	53	75	75	75	营业外净收支	0	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,186	1,865	2,136	2,469	利润总额	200	198	271	336
流动负债	194	212	246	287	减:所得税	25	26	35	43
短期借款及一年内到期的非流动负债	26	27	27	27	净利润	175	172	236	292
经营性应付款项	132	143	171	202	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	3	3	4	4	归属母公司净利润	174	171	235	291
其他流动负债	34	38	45	53	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.43	0.59	0.73
非流动负债	46	49	49	49	EBIT	196	196	262	326
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	241	246	321	395
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.50	43.76	44.59	45.21
租赁负债	4	5	5	5	归母净利率(%)	17.41	15.77	17.88	18.55
其他非流动负债	42	44	44	44	收入增长率(%)	12.33	8.12	21.13	19.58
负债合计	240	260	295	336	归母净利润增长率(%)	9.02	(2.08)	37.33	24.04
归属母公司股东权益	937	1,595	1,830	2,121					
少数股东权益	9	10	11	12					
所有者权益合计	946	1,605	1,841	2,133					
负债和股东权益	1,186	1,865	2,136	2,469					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	224	208	238	306	每股净资产(元)	2.68	3.99	4.57	5.30
投资活动现金流	(144)	(259)	(167)	(170)	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	(38)	489	0	(1)	ROIC(%)	19.06	13.02	13.00	14.06
现金净增加额	44	446	71	135	ROE-摊薄(%)	18.61	10.71	12.82	13.72
折旧和摊销	44	49	59	69	资产负债率(%)	20.23	13.95	13.83	13.60
资本开支	(103)	(186)	(100)	(117)	P/E (现价&最新股本摊薄)	63.27	64.61	47.05	37.93
营运资本变动	(3)	(7)	(57)	(57)	P/B (现价)	10.30	6.92	6.03	5.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>