

百龙创园 (605016)

守正谋远, 务实笃行

买入 (首次)

2026年06月29日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010  
such@dwzq.com.cn

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004  
chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001  
dengj@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书: S0600525070005  
zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,152	1,379	1,790	2,274	2,895
同比 (%)	32.64	19.75	29.77	27.09	27.31
归母净利润 (百万元)	245.60	368.55	514.97	666.80	869.37
同比 (%)	27.26	50.06	39.73	29.48	30.38
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.58	0.88	1.23	1.59	2.07
P/E (现价&最新摊薄)	42.36	28.23	20.20	15.60	11.97

投资要点

■ 我国居民肠道问题年轻化趋势明显, 膳食补充剂能够平稳血糖、改善肠道健康、间接帮助减肥。据 QY Research, 2023 年中国膳食纤维市场规模约 7 亿美元, 占全球比重为 25%, 2023-2030 年 CAGR 达 13%, 高于世界平均水平。拆分产销: ①生产: 截至 2023 年, 中国和北美是两大重要产区, 分别占 46%/25% 的份额; (2) 消费: 截至 2023 年, 中国是全球最大的消费市场 (按销量计), 销量占比达 32%, 高于北美及欧洲地区 (分别为 30%/18%)。其中, 抗性糊精与聚葡萄糖均属可溶性膳食纤维, 前者更为新兴, 性能更佳, 两大细分赛道行业格局较为集中。

■ 2005 年百龙创园成立, 2021 年完成上市, 同年重点推出晶体阿洛酮糖等新产品, 品类矩阵逐步完善。公司核心品类包括膳食纤维 (抗性糊精、聚葡萄糖等)、益生元 (低聚木糖、低聚半乳糖及水苏糖等) 及健康甜味剂 (阿洛酮糖、异麦芽酮糖等), 2025 年收入占比分别为 55%、28% 及 14%。2016-2020 年/2021-2023 年/2024-2025 年公司收入 CAGR 分别为 10%/15%/20%, 归母净利润 CAGR 分别为 10%/36%/50%, 随着业务结构升级 (由传统功能糖向膳食纤维及阿洛酮糖升级)、市场结构优化 (海外市场占比提升)、产能释放伴随着规模效应显现, 公司盈利中枢逐步抬升, 归母净利率由 2016 年的 19% 提升至 2025 年的 27%。

■ 抗性糊精根基稳固, 阿洛酮糖新势勃发: ①糊精化反应是决定抗性糊精优势的胜负手, 百龙创园作为国内首家实现规模化、工业化生产抗性糊精的本土企业, 于工艺 (公司生产的无糖抗性糊精膳食纤维含量可达 95% 以上, 国家原卫生部公告中含量要求为 ≥82%)、价格 (公司产品价格可控制在 22 元/kg, 远低于市场平均价格, 约 25 元/kg)、专利等方向均存显著壁垒, 同时对比海外厂商, 其 B2B 定制能力突出。②阿洛酮糖作为蔗糖的替代品, 具备降血糖血脂、抑制癌变、抗炎等生理功效, 2025 年全球阿洛酮糖市场规模达 28 亿元, 2020-2025 年 CAGR 达 21%; 中国由于获批较晚 (2025 年 7 月获批食品原料), 2025 年市场规模仅 2 亿元, 发展空间较大。百龙创园已稳居行业综合领先地位: 已验证的结晶阿洛酮糖量产技术是前提; 对比海外龙头, 公司具备低成本且柔性化的制造能力、多功能糖配方组合; 对比国内同行, 公司的海外客户准入更完备且泰国产能卡位独特。我们预计公司阿洛酮糖业务 2026 年收入有望维持 40% 以上增速, 且盈利能力持续领先于行业。

■ 盈利预测与投资评级: 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 5.15/6.67/8.69 亿元, 同比增速为 39.73%/29.48%/30.38%。对应公司 2026-2028 年对应 PE 分别为 20.20/15.60/11.97 倍。考虑到公司阿洛酮糖及抗性糊精壁垒明显、新市场探索积极, 我们认为当下估值具吸引力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ 风险提示: 市场竞争, 原材料成本上涨, 产品销售不达预期的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.60
一年最低/最高价	18.75/29.10
市净率(倍)	5.16
流通 A 股市值(百万元)	10,752.32
总市值(百万元)	10,752.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.96
资产负债率(% ,LF)	25.63
总股本(百万股)	420.01
流通 A 股(百万股)	420.01

相关研究

## 内容目录

<b>1. 守正谋远，务实笃行</b> .....	<b>5</b>
1.1. 技术攻关实现突围，拾级而上版图渐阔.....	5
1.2. 同心向前，股权结构和公司治理保持稳定.....	6
1.3. 业务结构持续优化，发展势能强化.....	7
<b>2. 赛道景气，格局明朗</b> .....	<b>12</b>
2.1. 我国膳食纤维行业增速高于世界平均水平.....	12
2.2. 抗性糊精更为新兴，性能更佳.....	14
2.3. 市场格局集中，百龙创园卡位独特.....	17
<b>3. 抗性糊精根基稳固，阿洛酮糖新势勃发</b> .....	<b>17</b>
3.1. 国内首家抗性糊精工业化企业，身位领先.....	17
3.2. 阿洛酮糖领域综合优势突出，盈利模式更佳.....	20
3.3. 产能布局日益完备，夯实增长基础.....	24
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>25</b>
4.1. 盈利预测.....	25
4.2. 估值与投资建议.....	26
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 百龙创园产品结构 (下图货币单位: 元)	5
图 2: 百龙创园历史复盘	6
图 3: 百龙创园股权结构 (截至 2025 年报)	7
图 4: 百龙创园董事会背景 (截至 2025 年报)	7
图 5: 百龙创园收入及利润增速逐步抬升	8
图 6: 膳食纤维占比修复, 健康甜味剂逐步成长为新增长极	9
图 7: 海外市场开拓顺利, 超越国内成为主要收入来源	10
图 8: 2022 年开始随着规模效应显现、产品结构优化, 公司毛利率进入上行周期 (下图净利率指整体销售净利率)	11
图 9: 2025 年毛利润的构成	11
图 10: 2025 年各业务毛利率对比	11
图 11: 2025 年主营业务的成本构成	12
图 12: 2025 年直接原材料采购金额拆分	12
图 13: 各原材料采购单价同比增速	12
图 14: 主营业务 (食品行业) 成本构成变化	12
图 15: 膳食补充剂发展驱动力 (相关症状人数及我国居民人均日均摄入量数据均取自 2023 年, 人数单位: 人)	13
图 16: 我国居民每人每日膳食纤维摄入量仅为 8-12 克, 渗透空间较大 (2023 年为例)	14
图 17: 中国膳食纤维市场规模	14
图 18: 全球膳食纤维市场结构 (拆分产销)	14
图 19: 可溶性膳食纤维/不可溶性膳食纤维占比大约 8: 2 (2023 年为例)	15
图 20: 膳食纤维产业链	15
图 21: 聚葡萄糖及抗性糊精对比 (售价与成本时间为 2023 年, 下游应用口径为销售额)	16
图 22: 膳食纤维、抗性糊精及聚葡萄糖赛道全球竞争格局	17
图 23: 抗性糊精的工艺流程及百龙创园的壁垒	18
图 24: 百龙创园的专利壁垒	19
图 25: 抗性糊精竞争格局 (产能统计, 单位: 万吨)	19
图 26: 抗性糊精的 B2B 销售模式	20
图 27: 阿洛酮糖与异麦芽糖对比	20
图 28: 全球阿洛酮糖市场规模	21
图 29: 2025 年中国阿洛酮糖市场规模占比仅 6%	21
图 30: 阿洛酮糖中美法规及应用进度对比	21
图 31: 阿洛酮糖全球格局	22
图 32: 阿洛酮糖竞争格局 (产能统计, 截至 2026 年 6 月)	22
图 33: 百龙创园前五大客户 (收入计, 单位: 万元)	23
图 34: 2025 年前五大客户占比突破 50%	23
图 35: 百龙创园阿洛酮糖差异化采取高盈利模式	23
图 36: 公司整体境外市场收入占比更高	24
图 37: 公司海外市场毛利率更高	24
图 38: 截至 2026 年 6 月, 公司现有产能情况梳理	24
图 39: 截至 2026 年 6 月, 公司国内外在建项目	25
图 40: 新建产线投产节奏	25

表 1: 公司营收测算汇总 (百万元) .....	26
表 2: 可比公司估值对比 (估值日 2026/6/26) .....	27

## 1. 守正谋远，务实笃行

百龙创园主营功能糖及生物发酵业务，核心品类包括膳食纤维（抗性糊精、聚葡萄糖等）、益生元系列（低聚木糖、低聚半乳糖及水苏糖等）及健康甜味剂（阿洛酮糖、异麦芽酮糖等），2025 年收入占比分别为 55%、28%及 14%。

图1：百龙创园产品结构（下图货币单位：元）

系列名称	营收情况	应用方向	主要产品			
膳食纤维系列	2025年收入7.56亿 收入占比 <b>55%</b>	低卡减脂食品饮料、乳制品、婴幼儿食品				
			抗性糊精粉体	抗性糊精液体	聚葡萄糖（普通）	聚葡萄糖（无糖）
			<b>聚葡萄糖</b>	促进肠道蠕动、改善便秘、调节血脂、增加饱腹感 无甜味，热量：1 kcal/g	高纤维/低热量食品、烘焙、饮料、代餐粉、保健品	
<b>抗性糊精</b>	抑制餐后血糖上升、改善血脂、促进排便、增加饱腹感 略有甜味，热量：0.5-1.4 kcal/g	乳制品、婴幼儿食品、面制品、肉制品、饮料				
益生元系列	2025年收入3.93亿 收入占比 <b>28%</b>	婴幼儿配方食品、益生菌保健品、乳制品饮料				
			低聚果糖液	低聚木糖	低聚半乳糖	低聚异麦芽糖
			<b>低聚木糖</b>	高效增殖双歧杆菌等有益菌（效率极高）、促进钙吸收、缓解乳糖不耐； 甜度约为蔗糖的30-50%；几乎不提供热量	保健品、婴幼儿配方奶粉、功能性食品	
<b>低聚半乳糖</b>	高效增殖双歧杆菌和乳酸杆菌，接近母乳中的天然益生元，促进矿物质吸收； 甜度约为蔗糖的30-50%（类似）	婴幼儿配方奶粉（核心应用）、酸奶、保健品				
<b>水苏糖</b>	强力增殖双歧杆菌等有益菌，调节肠道微生态平衡、润肠通便； 甜度约为蔗糖的22%	保健品、功能性食品、饮料				
健康甜味剂系列	2025年收入1.94亿 收入占比 <b>14%</b>	无糖饮料、烘焙糖果、冷冻饮品				
			阿洛酮糖粉体	阿洛酮糖液体	异麦芽酮糖	
			<b>阿洛酮糖</b>	完美提供纯正甜味，几乎不产生热量，不升血糖，可改善血脂 甜度约为蔗糖的70%，热量：0.4 kcal/g（蔗糖的1/10）	饮料、烘焙（能发生美拉德反应上色）、糖果、乳制品、餐桌糖	
<b>异麦芽酮糖</b>	提供纯正甜味且口感无清凉感，低升糖指数，不易被口腔细菌利用（防蛀牙） 甜度约为蔗糖的45-60%，热量：2 kcal/g（约为蔗糖的一半）	硬糖、巧克力、烘焙、乳制品、保健品、口腔护理产品				
糖（醇）系列	2025年收入0.01亿 收入占比 <b>0.08%</b>	无糖食品、烘焙食品、饮料				
			麦芽糖醇液			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.1. 技术攻关实现突围，拾级而上版图渐阔

复盘公司历史，大致可分为三个阶段：

(1) 2005-2020 年：技术攻关实现产品迭代，百龙创园后起之秀。公司位于“中国功能糖城”山东禹城，2005 年成立之初，公司从事偏低端的液体麦芽糖醇生产，2006、2007、2008、2011 年陆续推出麦芽糖醇、低聚异麦芽糖、低聚果糖(液)及低聚果糖(粉)，这一领域公司面对众多深耕多年的强劲对手，为此公司谋求跳出低附加值产品市场的激烈竞争，通过技术攻关实现产品迭代，2015 年推出聚葡萄糖、抗性糊精，2019 年推出低聚木糖、低聚半乳糖等产品，益生元产品营收首次突破 2 亿元，该阶段公司产品矩阵逐步完善，打破海外技术垄断。

(2) 2021-2023 年：阿洛酮糖面市，经营提速：2021 年百龙创园成功登陆上交所主板，同年公司率先实现结晶阿洛酮糖的工业化量产，当年度健康甜味剂业务营收大增 751%；2022 年公司进一步推出异麦芽酮糖，健康甜味剂赛道再落一子。

(3) 2024 年至今：国际化进程加速，增长势能延续：2024 年公司高品质功能糖制备与功能食品产业化开发项目正式投产，缓解前序供不应求、产能不足的问题，支撑 2024 年公司营收首次突破十亿元人民币。2025 年泰国工厂正式开工，全球化产能布局落地。2025 年公司实现营收/归母净利润 13.79/3.69 亿元，同增 20%/50%，海外收入占比由 2024 年的 61%提升至 67%。

图2：百龙创园历史复盘

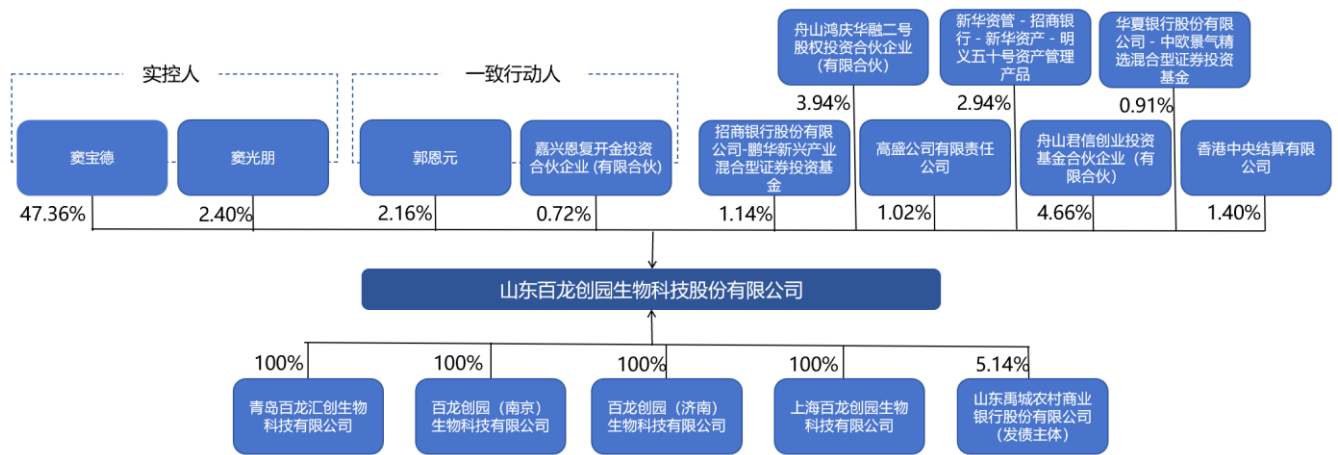


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 同心向前，股权结构和公司治理保持稳定

公司股权结构集中且结构稳定。截至 2025 年报，实控人窦宝德直接持股 47.36%，与一致行动人窦光朋为父子关系，两人合计持股 49.76%，战略连贯稳定、决策高效。

图3: 百龙创园股权结构 (截至 2025 年报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 百龙创园董事会背景 (截至 2025 年报)

姓名	职务	履历
窦宝德	董事长, 董事	中国国籍, 无境外永久居留权。2006年1月至2016年8月, 任百龙有限执行董事; 2016年9月至2018年6月, 任百龙创园董事长、总经理; 2018年6月至今, 任百龙创园董事长。现任政协第十三届山东省委员会委员。
安连连	副董事长, 董事	中国国籍, 无境外永久居留权。2012年7月至2016年8月, 任百龙有限副总经理; 2016年9月至2021年5月, 任百龙创园董事、副总经理、董事会秘书; 2021年5月至2022年9月, 任百龙创园副董事长、副总经理、董事会秘书; 2022年9月至今任百龙创园副董事长、副总经理。
崔宏宇	董事	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2004年至2016年山东禹王制药有限公司销售部经理; 2016年至今, 任百龙创园国际贸易部经理; 2025年5月份至今任上海百龙创园生物科技有限公司董事、财务负责人。
王敏	职工董事	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2009年2月至2020年12月任百龙创园北美区区域经理; 2021年1月至今, 任百龙创园国际贸易部副经理。
嵇洪建	总经理	中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2008年6月至2016年8月, 任百龙有限副总经理; 2016年9月至2018年6月, 任百龙创园董事兼副总经理; 2018年6月至今, 任百龙创园董事兼总经理; 2023年3月至今任青岛百龙汇创生物科技有限公司执行董事兼总经理。
李莉	财务总监	中国国籍, 无境外永久居留权。2010年11月至2017年3月任百龙有限公司财务科科长; 2017年4月至2022年9月, 任百龙创园财务经理; 2022年9月至今任百龙创园财务总监。
谷俊超	董事会秘书	中国国籍, 无境外永久居留权。2012年1月至2016年3月任职于山东兴达化工有限公司, 2016年4月至2022年9月, 任百龙创园证券事务代表; 2022年9月至今, 任百龙创园董事会秘书。

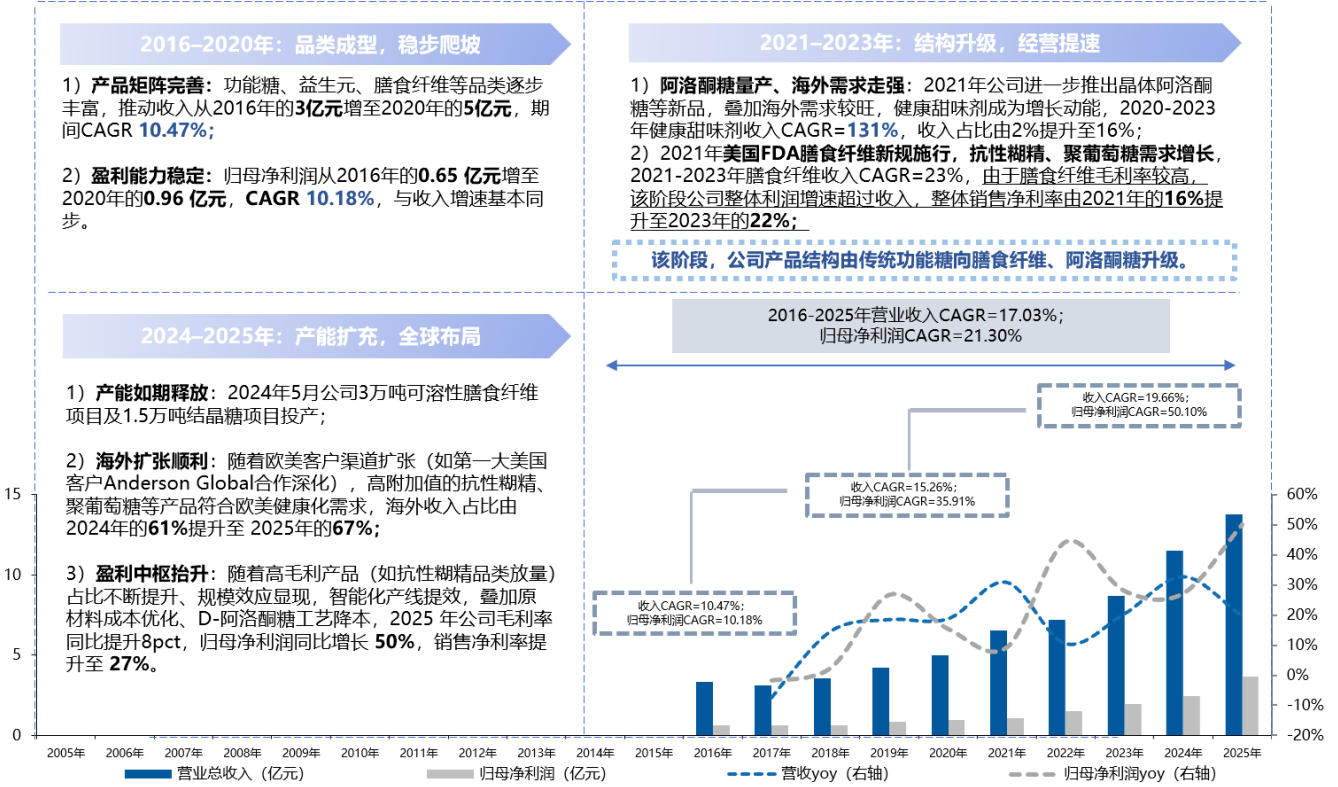
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.3. 业务结构持续优化, 发展势能强化

增速逐级抬升, 业绩持续新高。2016-2020年、2021-2023年、2024-2025年公司收入 CAGR 分别为 10%/15%/20%, 归母净利润 CAGR 分别为 10%/36%/50%, 归母净利率

由 2016 年的 19% 提升至 2025 年的 27%，随着业务结构升级（高毛利的抗性糊精及相对高毛利的阿洛酮糖收入占比提升、盈利水平更高的海外市场占比亦提高）、产能释放伴  
随着规模效应显现、精益降本积极提效，公司盈利中枢持续抬升。

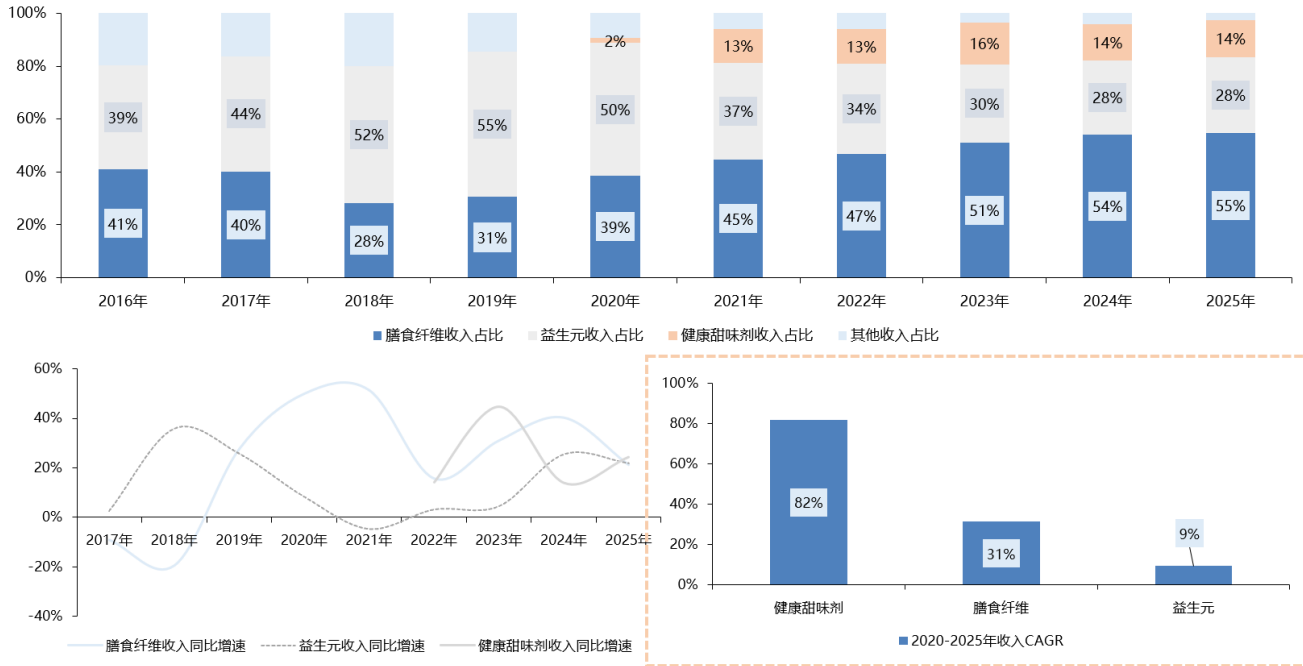
图5：百龙创园收入及利润增速逐步抬升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分品类看，自 2018 年起膳食纤维占比修复、重回主营业务；健康甜味剂逐步成长为新增长极。2025 年膳食纤维/益生元/健康甜味剂业务收入占比分别为 55%/28%/14%，较 2020 年分别+16/-22/+12pct，2020-2025 年期间收入 CAGR 分别为 31%/9%/82%。

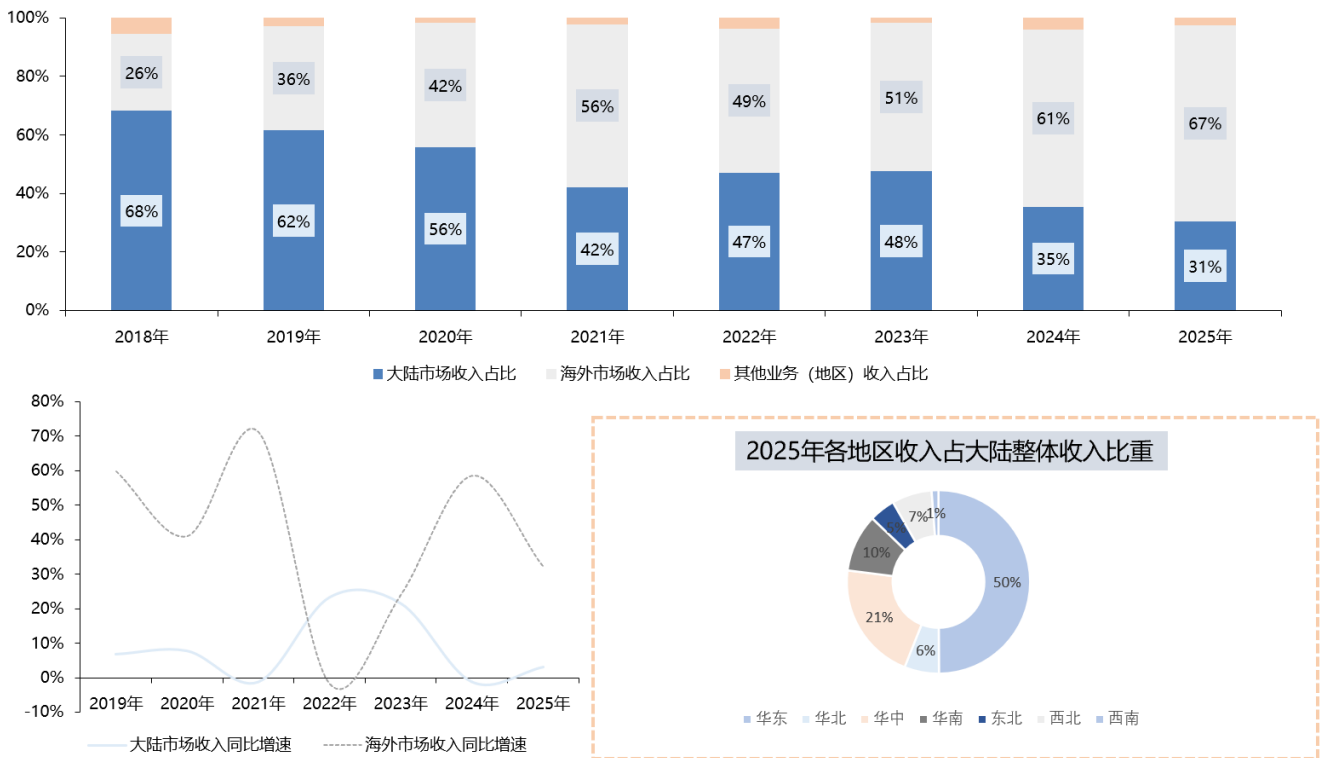
图6: 膳食纤维占比修复, 健康甜味剂逐步成长为新增长极



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分地区看, 海外市场拓展顺利, 2021年起已超越大陆市场成为主营地区。2025年海外、大陆市场收入占比分别为67%、31%, 分别较2018年+40/-38pct。2021年作为海外反超的拐点, 主要系当年度公司重点推出晶体阿洛酮糖等新品, 契合欧美健康化需求; 叠加2021年美国FDA膳食纤维新规施行, 抗性糊精、聚葡萄糖需求同步增长。

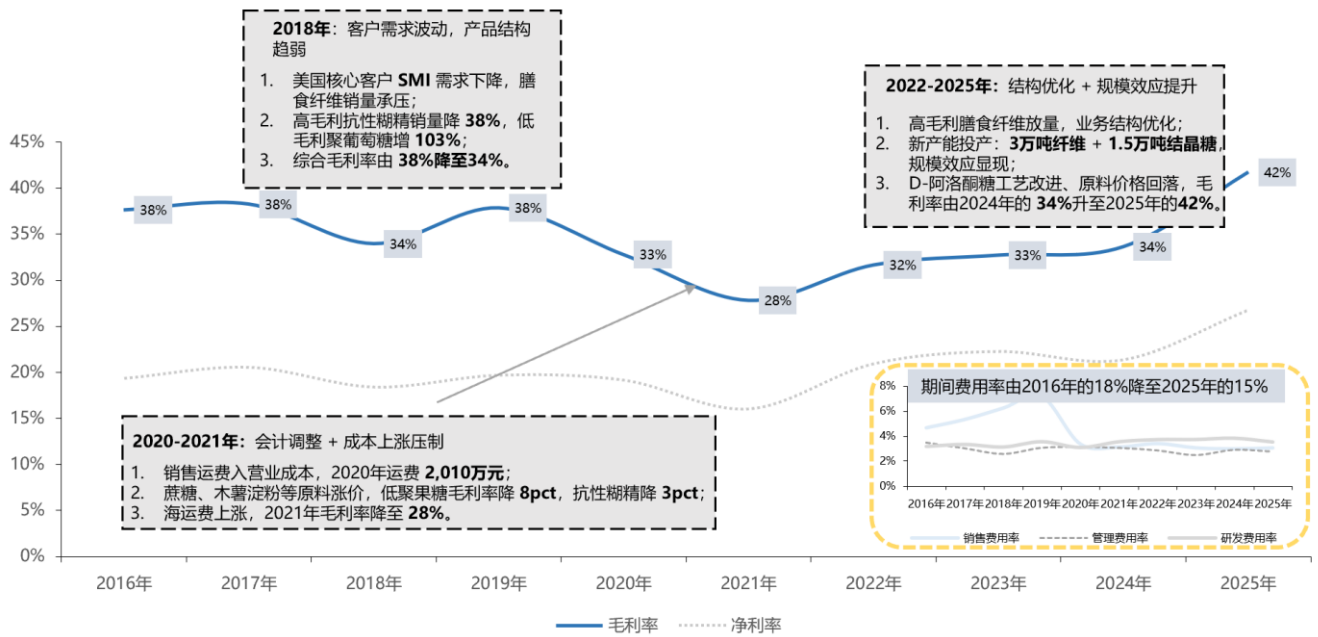
图7: 海外市场开拓顺利, 超越国内成为主要收入来源



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

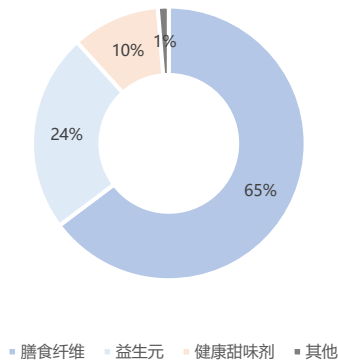
2022年以来, 随着高毛利的膳食纤维放量、业务结构优化(2025年为例, 膳食纤维/益生元/健康甜味剂毛利率分别为49%/34%/31%), 海外市场收入占比提升(2025年为例, 境外/境内市场毛利率分别为48%/30%), 2022-2025年海外收入占比提升18pct至67%, 叠加新产能投产(2024年5月3万吨膳食纤维+1.5万吨结晶糖投产)、规模效应显现, 叠加内部降本增效措施, 期间费用率优化(由2016年的18%降至2025年的15%), 公司盈利进入上行空间: 2025年公司毛利率/销售净利率分别为42%/27%, 分别较2016年同增4/7pct。

图8：2022年开始随着规模效应显现、产品结构优化，公司毛利率进入上行周期（下图净利率指整体销售净利率）



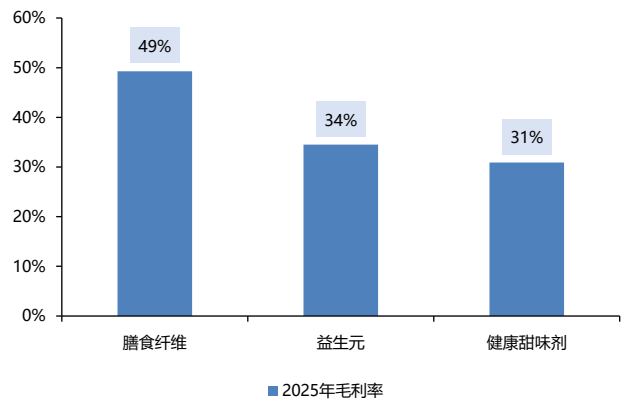
数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：2018年综合毛利率由38%降至34%，该处38%系2017年数据）

图9：2025年毛利润的构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2025年各业务毛利率对比

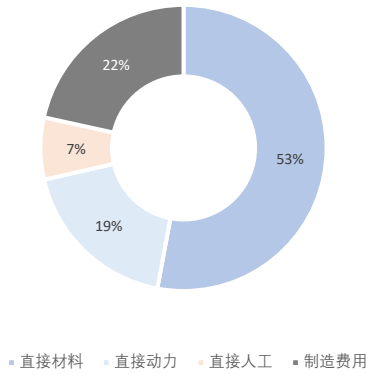


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**2025年主营成本构成中，直接材料占比53%；直接材料的采购金额构成中，玉米淀粉、木薯淀粉及一水葡萄糖的占比更高，分别为32%、22%及20%；**其中玉米淀粉主要用于玉米抗性糊精、低聚异麦芽糖等产品生产；木薯淀粉主要用于木薯抗性糊精及有机抗性糊精等生产；一水葡萄糖主要系聚葡萄糖等产品的主要生产原料。

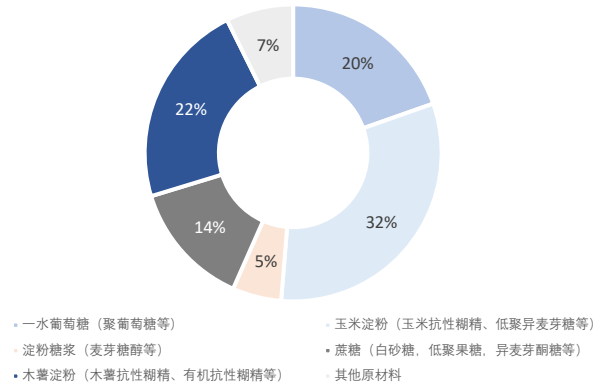
随着2022年以来玉米链（玉米淀粉、淀粉糖浆、一水葡萄糖及结晶果糖等）价格下行、2024年以来蔗糖价格进一步回落，直接材料占主营成本比重加速下行，2025年占比降至53%。

图11: 2025年主营业务的成本构成



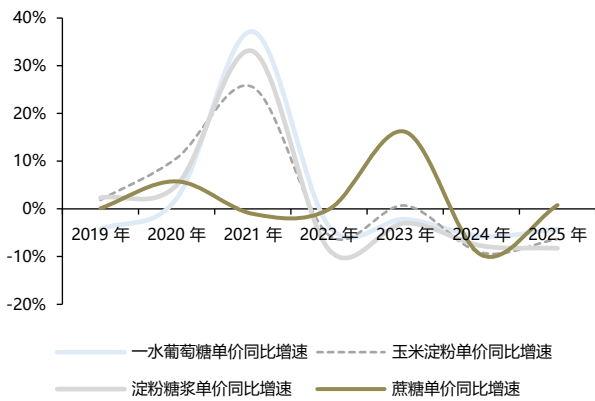
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 2025年直接原材料采购金额拆分



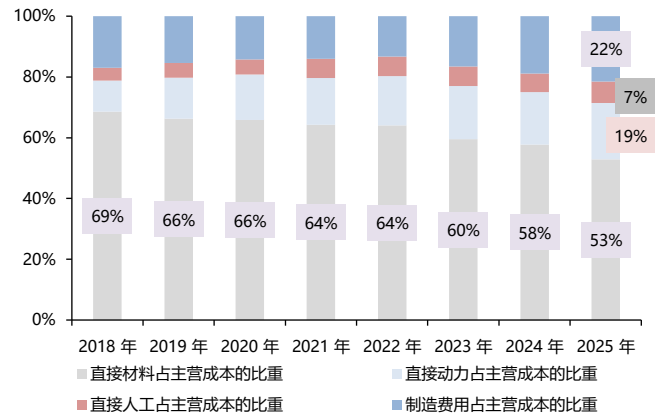
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 各原材料采购单价同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 主营业务(食品行业)成本构成变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 赛道景气, 格局明朗

### 2.1. 我国膳食纤维行业增速高于世界平均水平

**我国居民肠道问题年轻化趋势明显:** 随着城镇化发展, 城市群体由于作息紊乱、缺少运动及饮水, 三餐不规律、不均衡, 2023年中国糖尿病患者人数/便秘困扰人数/超重肥胖人数/直结肠癌患者人数分别达1.41亿人/0.5亿人/6亿人/47万人。**而膳食纤维能够平稳血糖、改善肠道健康、间接帮助减肥**, 常应用在烘焙食品、饮料等健康高品质产品中, 亦可针对肥胖、便秘等特定人群添加在保健品、DGI食品当中。

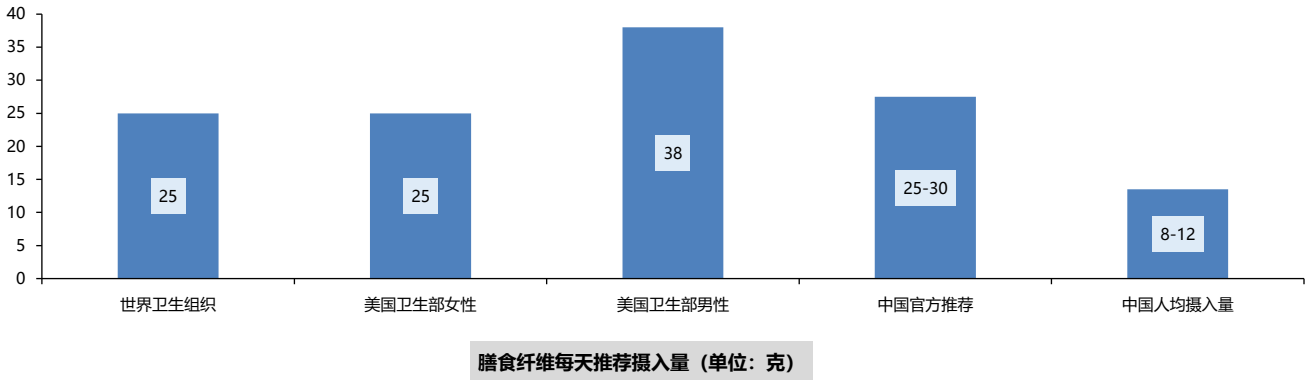
图15: 膳食补充剂发展驱动力 (相关症状人数及我国居民人均日均摄入量数据均取自 2023 年, 人数单位: 人)



数据来源: 艾瑞咨询, Foodtalk, 东吴证券研究所

世界粮农组织建议成人每日膳食纤维摄入量为 27 克, 但 2023 年我国居民每人每日摄入量仅为 8-12 克, 渗透空间较大。

图16: 我国居民每人每日膳食纤维摄入量仅为 8-12 克, 渗透空间较大 (2023 年为例)



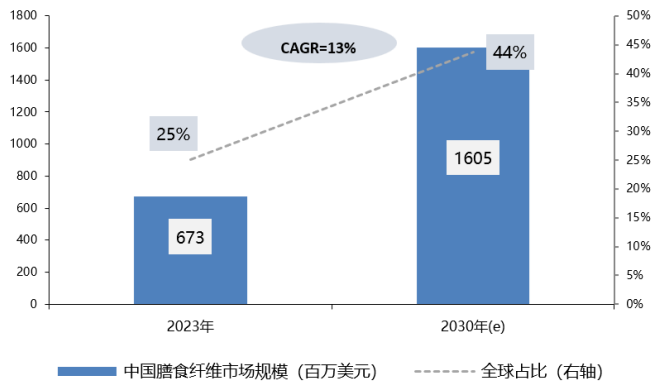
数据来源:《中国居民膳食纤维摄入白皮书》, 东吴证券研究所

2023 年中国膳食纤维市场规模约 6.73 亿美元, 占全球比重为 25.02%, 据 QY Research 预测, **2030 年国内行业规模或达 16.05 亿美元, 2023-2030 年 CAGR 达 13%**, 拆分产销:

(1) **消费**: 截至 2023 年, 中国是全球最大的消费市场 (按销量计), **全球销量占比达 32.25%**, 高于北美及欧洲地区 (分别为 30.43%/18.39%);

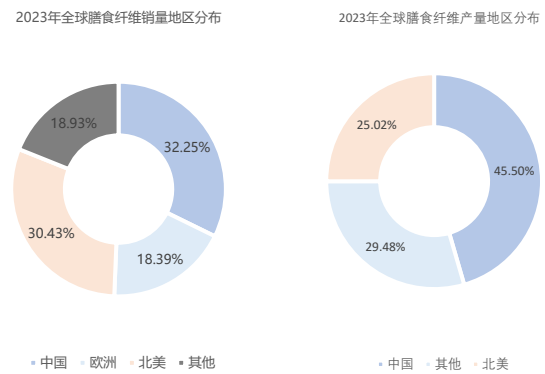
(2) **生产**: 截至 2023 年, **中国和北美是两大重要产区**, 分别占有 45.50%/25.02% 的份额。

图17: 中国膳食纤维市场规模



数据来源: QY Research, 东吴证券研究所

图18: 全球膳食纤维市场结构 (拆分产销)



数据来源: 观研报告网, 东吴证券研究所

## 2.2. 抗性糊精更为新兴, 性能更佳

**可溶性膳食纤维应用范围更广, 添加后能提升稳定性并改善口感。**截至 2023 年, 可溶性膳食纤维占比约 80%, 成本低且稳定、技术成熟、溶解性好且适口性更强。以 2021 年为例, 全球可溶性膳食纤维的下游应用中, 乳制品和饮料/保健品及婴儿食品/肉类加工占比更大, 分别为 48%/30%/7%。

图19: 可溶性膳食纤维/不可溶性膳食纤维占比大约 8: 2 (2023 年为例)

指标	可溶性膳食纤维	不可溶性膳食纤维
产量	80.50%	19.50%
经济型	成本低: 聚葡萄糖10元/kg、抗性糊精25元/kg	成本波动较大: 6-80元/kg; 精细加工纤维成本较高
制造工艺	依托于国内化工行业的发展, 可溶性膳食纤维化学合成技术较为稳定成熟。且化学合成过程更加可控: 通过调节pH值与温度, 可控制产品成型度。	技术壁垒高: 提纯过程中原料本身的蛋白质和脂肪很难剔除干净。
属性	具有良好的溶解性, 无异味	不可溶于水, 且口感较为粗糙
功能	平稳血糖/改善肠道环境/作食品添加剂等多种功能	多数仅具有增强饱腹感/改善便秘等膳食纤维基础功能; 仅有柑橘纤维(同时兼具可溶与不可溶膳食纤维) 可用作乳化剂
应用范围	<p><b>2021年全球可溶性膳食纤维应用占比</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>应用较为广泛, 添加后既能提升稳定性, 又能改善口感</li> <li>应用领域较为有限, 主要应用于全谷物烘焙食品中。大部分生产企业都将其用于粗饲料生产, 向普通食品转化的比较少。</li> <li>目前仅有柑橘纤维可实现多领域应用。</li> </ul>	

数据来源: 艾瑞咨询, Foodtalk, 东吴证券研究所

图20: 膳食纤维产业链



数据来源: 艾瑞咨询, Foodtalk, 东吴证券研究所

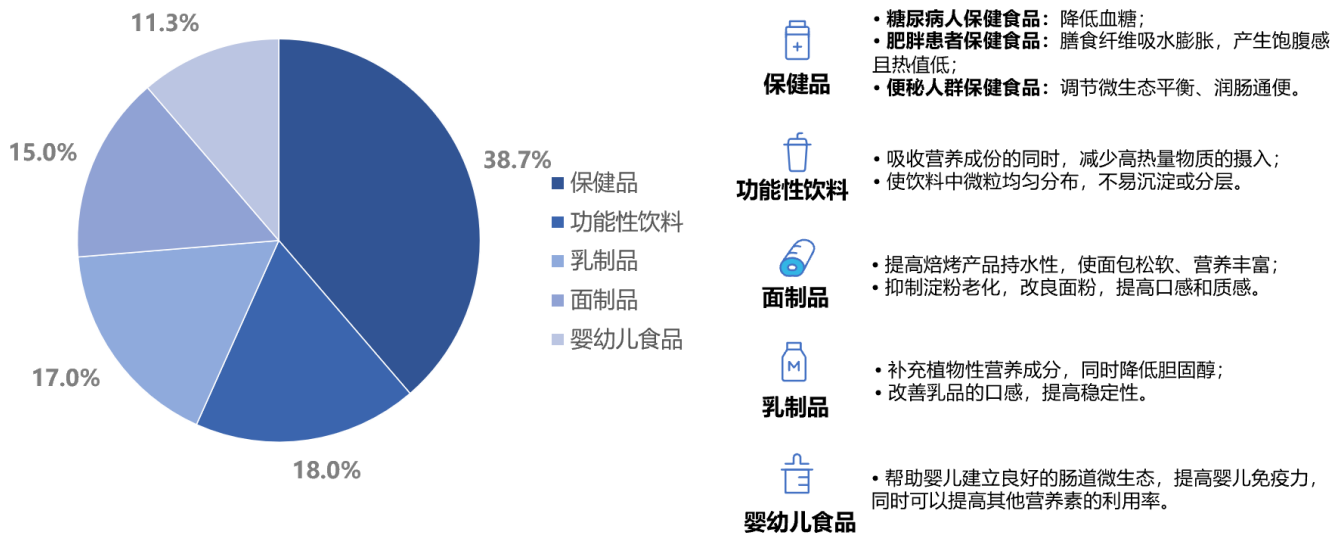
其中, 抗性糊精相较于聚葡萄糖更为新兴, 性能更佳: 抗性糊精耐高温、耐酸碱,

稳定性更好，添加到食品中不会改变食品品质，且具有低湿性，可以更好的用于固体饮料，同时对肠胃刺激小、控糖效果更为突出。

图21：聚葡萄糖及抗性糊精对比（售价与成本时间为2023年，下游应用口径为销售额）

对比项	聚葡萄糖	抗性糊精
现状	发展时间长，应用范围广，应用量大	相对新兴市场，增长速度快，以保龄宝为例的企业未来布局的重点
售价与成本	市场平均售价： <b>11-13元 / 公斤</b> 平均成本： <b>10元 / 公斤</b>	市场平均售价： <b>27元 / 公斤</b> 平均成本：约为 <b>25元 / 公斤</b>
特点	价格低 → 各类食品饮料广泛添加	价格高 性能佳： <b>耐高温酸碱</b> → 引领产品添加新风尚 可改性： <b>适应不同产品添加</b>
性能	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 无甜度，粘性高，在低PH值下，稳定性更好</li> <li>2. 在肠道内吸水膨胀保持水分，刺激肠道蠕动增强便秘</li> <li>3. 有助于改善产品风味、质构和口感</li> <li>4. 具有良好的溶解性和吸湿性，可以作为保湿剂，保持或延长产品的货架时间</li> <li>5. 血糖反应低，代谢不依赖胰岛素，有助于稳定血糖</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 低分子，略有甜味，水溶液黏度低</li> <li>2. 不吸潮，在消化道中不能被小肠吸收，直接进入大肠，改善消化道激素的分泌和肠道内消化酶活性</li> <li>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</li> <li>4. 具有<b>低吸湿性</b>，可更好地用于固体饮料</li> <li>5. 具有抑制糖类的消化与吸收，降低血糖，降低血脂，增强微量元素吸收等作用</li> </ol>

### 2021年抗性糊精下游应用情况



数据来源：艾瑞咨询，Foodtalk，东吴证券研究所

与聚葡萄糖相比，抗性糊精定位更偏中高端。聚葡萄糖属大众化、概念类产品，抗性糊精作为聚葡萄糖的再加工产品，终端产品则定位更偏中高端，在膳食纤维含量、口感、功能属性上更具优势，当前主要应用集中在北美、日韩，欧洲市场，场景已从早期的蛋白棒、牛奶拓展至饮品、成人奶粉、休闲食品等全场景，应用的知名产品包括可乐纤维、雪碧纤维、农夫山泉“尖叫”系列、Halo Top 冰淇淋、康宝莱代餐粉、雀巢成人奶粉等。

### 2.3. 市场格局集中，百龙创园卡位独特

2025年英国嘉吉以超8%的份额位居全球膳食纤维市场龙一（依靠多样化的产品组合，涵盖了菊粉、低聚果糖（FOS）、抗性淀粉、β-葡聚糖等多种产品），2025年全球膳食纤维市场CR5达31%；抗性糊精及聚葡萄糖两大细分赛道行业格局则更为集中（2025年CR4达88%/2023年CR5达93%）。

图22：膳食纤维、抗性糊精及聚葡萄糖赛道全球竞争格局

	主要参与厂商					市占率情况
膳食纤维市场	 ADM 英国嘉吉	 Cargill 美国AMD公司	 Ingredion 英国瑞恩	 TATE & LYLE 英国泰莱	 beneo 德国贝利优	2025年嘉吉公司以超8%的份额成为行业龙头；ADM、嘉吉、瑞恩、泰莱、贝利优五大头部企业合计占有30.7%的市场份额
抗性糊精市场	 MATSUTANI 松谷化学	 TATE & LYLE 英国泰莱	 ROQUETTE 法国罗盖特	 百龙创园		2025年松谷化学、泰莱、罗盖特、百龙创园为前四大厂商，共同占有全球大约88%的市场份额
聚葡萄糖市场	 TATE & LYLE 英国泰莱	 DANISCO 丹麦丹尼斯克	 泰利杰生物科技	 百龙创园	 人良生物 Runlioy Biotech	2023年泰莱与丹尼斯克共同占据约57%的市场份额，泰利杰生物科技、百龙创园与人良生物占据约36%的市场份额

数据来源：QY Research, Global Market Insight, 东吴证券研究所

## 3. 抗性糊精根基稳固，阿洛酮糖新势勃发

### 3.1. 国内首家抗性糊精工业化企业，身位领先

糊精化反应（酸化淀粉液、糊化成糊精粗料）是决定抗性糊精优势的胜负手，经多年技术迭代及经验积淀，百龙创园作为国内首家实现规模化、工业化生产抗性糊精的本土企业，于工艺、价格、专利方向均存显著壁垒：

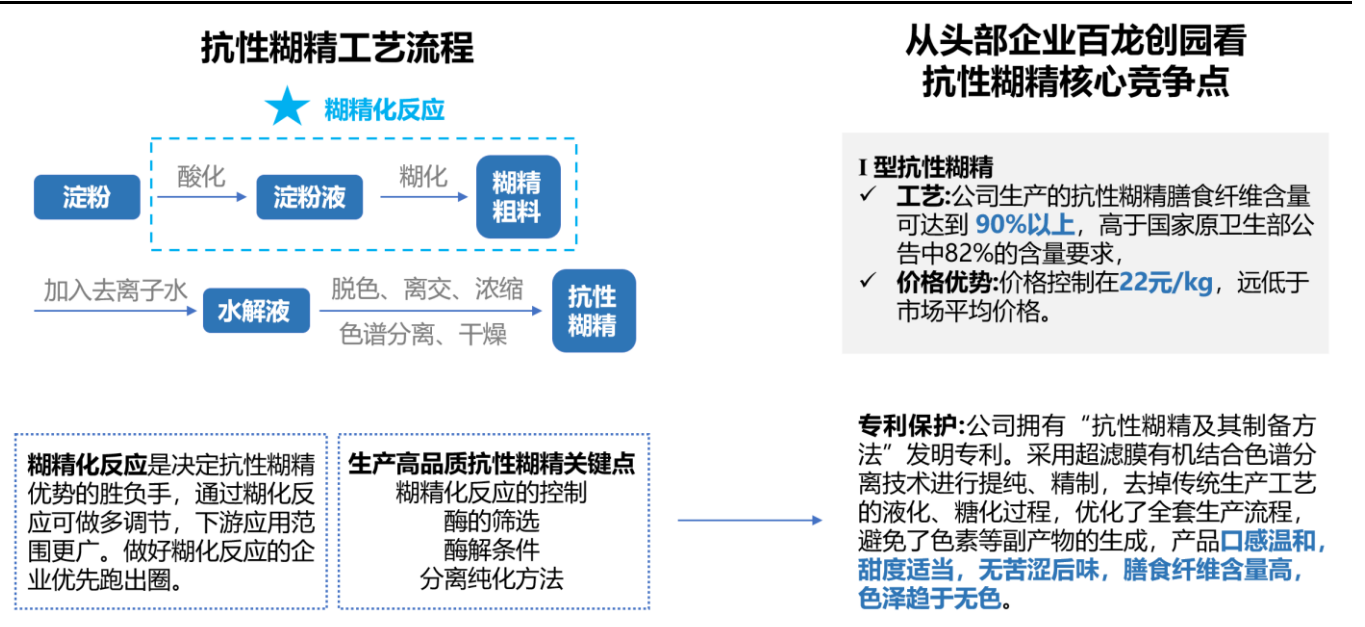
（1）工艺/技术：公司生产的无糖抗性糊精糖含量低于0.5%、膳食纤维含量可达95%以上（国家原卫生部公告中含量要求为≥82%）；且通过优化全套生产流程（采用超滤膜有机结合色谱分离技术进行提纯、精制，去掉传统生产工艺的液化、糖化过程），避免了色素等副产物的生成，产品口感温和，甜度适当，无苦涩后味，膳食纤维含量高，色泽趋于无色；

（2）价格：公司具备规模化且柔性化的生产能力（其自主研发的柔性生产体系，通过“合并同类工序+智能排产+CIP清洗”模式，可实现一条产线生产200种型号产品），以2023年为例，公司抗性糊精价格可控制在22元/kg，远低于市场平均价格（约25元/kg）；

（3）专利：公司围绕高端抗性糊精形成了“产品指标+工艺优化+成本控制+专利延续”的组合壁垒，友商保龄宝较早布局抗消化糊精基础工艺，而百龙创园的抗性糊精专

利壁垒主要体现在其**高品质产品指标和工艺参数控制上**，2016年核心专利已覆盖DP分布、低小分子糖、平均聚合度和膳食纤维含量等关键质量指标；2025年新授权专利进一步提升膳食纤维含量、聚合度均一性、透光率和色度表现，并降低复杂精制依赖。

图23：抗性糊精的工艺流程及百龙创园的壁垒



数据来源：艾瑞咨询，Foodtalk，东吴证券研究所

图24: 百龙创园的专利壁垒

百龙创园核心专利			
公开号	公开年	专利名称	核心技术亮点 (含产品关键指标)
CN105542019A	2016	抗性糊精及其制备方法	<b>行业首创两阶段糊精化反应工艺</b> , 精准控制聚合度分布, 大幅减少副反应, 降低后续纯化难度; 最终产品膳食纤维摩尔百分含量 $\geq 85\%$ , $DP1 \leq 1\%$ , $DP2 \leq 4.5\%$ , $DP3 \leq 7.0\%$ , 平均聚合度稳定在 6~12
CN119286955A	2025	一种高膳食纤维含量抗性糊精及其制备方法	<b>行业性能突破型专利</b> , 首次采用 <b>豌豆淀粉为原料</b> , 通过精准控制液化液 DE 值为 8~11%, 实现膳食纤维含量的大幅提升; <b>制得的抗性糊精中膳食纤维质量含量<math>\geq 93\%</math></b> , 抗消化性显著优于传统玉米淀粉来源产品
CN119505026A	2025	一种抗性糊精及其制备方法	<b>最新一代工艺优化专利</b> , 在两阶段工艺基础上, 通过 pH4.6~5.1 调控同步去除蛋白杂质+120~130°C 低温负压糊精化, 解决了传统产品颜色深、均一性差的行业痛点; 产品中膳食纤维聚合度 7~13 的核心有效组分占比达 <b>81wt%</b> , 颜色浅白, 批次均一性大幅提升
保龄宝核心专利			
公开号	公开年	专利名称	核心技术亮点 (含产品关键指标)
CN101870991A	2010	一种新型抗消化糊精的制备方法	<b>保龄宝首个核心基础专利</b> , 行业较早采用酶制剂直接转化工艺, 实现功能性低聚糖与抗消化糊精联产; 产品葡萄糖含量降至 1%以下, 有效功能性组分含量高达 90%以上, 大幅提升了国产抗性糊精的品质档次
CN112480276A	2021	一种高透光性抗性糊精的节能环保生产工艺	<b>行业首创颗粒活性炭+满室床离子交换系统</b> 组合精制工艺; 活性炭可再生循环利用, 降低固废排放 30%以上, 同时显著减少水耗和酸碱耗量; 产品透光率大幅提升, 完美适配高端透明饮料等应用场景
CN115651951A	2023	一种酶法辅助制备抗性糊精的方法	<b>保龄宝最新一代酶法工艺专利</b> , 采用"中温淀粉酶+糖化酶+淀粉分支酶"三步协同酶解技术; 显著提高了产品的膳食纤维含量和平均聚合度, 产品黏度更高, 可有效增加食物黏度, 延缓人体消化吸收, 功能特性显著优于传统酸热法产品

数据来源: 国家知识产权局, 东吴证券研究所

由于抗性糊精在产品当中的添加量较少(固体饮料/饮品建议添加量 5%; 休闲食品 3-5%; 保健品酸奶 2-5%; 医药食品 5-20%), 但对产品健康功效、口感等特性的影响显著, 客户及终端食品饮料生产商在选定供应商后, 通常不会频繁切换供应商以免影响其产品一致性, **对比国内厂商, 百龙创园的先发优势及客户资源优势明显。**

图25: 抗性糊精竞争格局 (产能统计, 单位: 万吨)

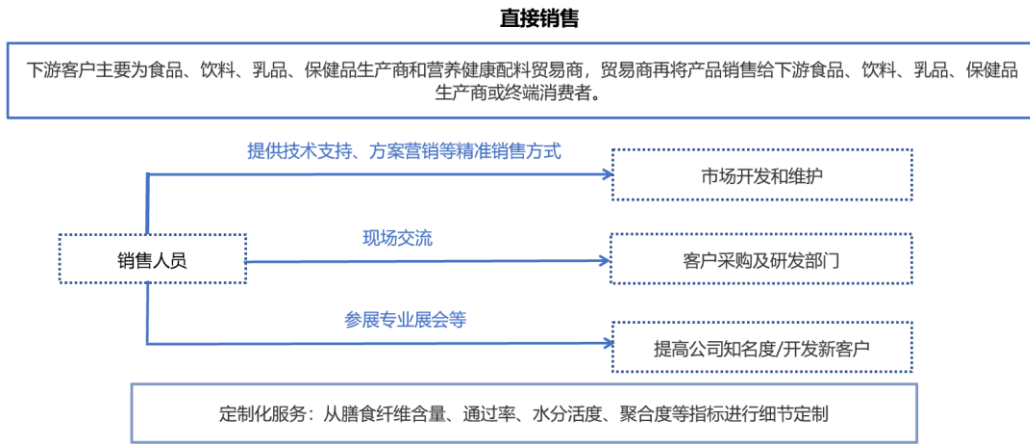
厂家	已披露产能	计划总产能	产能布局
保龄宝	已生产, 未披露具体产能 (截至 2025 年 12 月)	未披露具体产能	
华康股份	-	3.50 (2023 年 5 月披露)	2023 年度再融资募投项目中包括 3.5 万吨抗性糊精产能
华资实业	2.00 (截至 2025 年 12 月)	2.00 (无扩产计划披露)	2023 年年报披露拟将赤藓糖醇产线改造为抗性糊精产线, 截至 2026 年 3 月, 该项目已投产
裕米生物科技 (山东) 有限公司	-	5.00 (2026 年 3 月披露)	预计 2027 年 2 月建成
百龙创园	膳食纤维总产能 5.50 万吨	7.5	拟通过本次项目扩产 2.0 万吨产能

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**对比海外厂商, 百龙的核心优势在于其 B2B 定制能力。**以抗性糊精为例, 公司通过网站、展会形式开发新客户、同时与客户采购及研发部门保持高频交流, 从膳食纤维含量、通过率、水分活度、聚合度等指标进行细节定制, **并为客户提供技术支持、方案**

营销等精准销售方式。

图26: 抗性糊精的 B2B 销售模式



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 阿洛酮糖领域综合优势突出，盈利模式更佳

阿洛酮糖(即 D-阿洛酮糖)是自然界中分布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。与市面主流甜味剂相比，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%），但与蔗糖相比热量更低（0.4kcal/g）；
- 2) **稳定性**：高温和酸性环境下均有较强的稳定性，可产生美拉德反应，可应用于烘焙产品、调味品、低 PH 值的食品饮料中；
- 3) **安全性**：不会引起肠胃不适，具备**降血糖血脂、抑制癌变、抗炎等生理功效**。

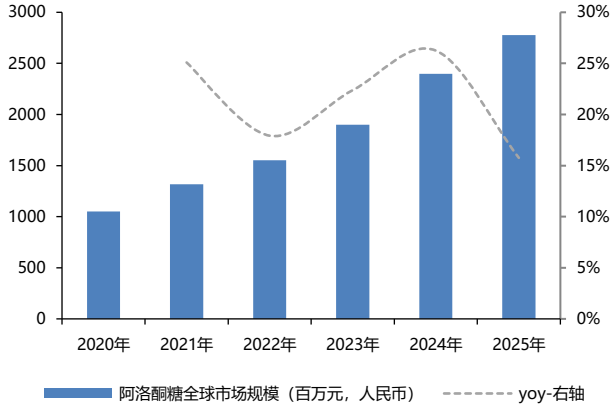
图27: 阿洛酮糖与异麦芽糖对比

维度	阿洛酮糖	异麦芽糖
来源	天然稀有单糖（无花果、葡萄干等极少量存在），商业化主要通过大肠杆菌/酵母发酵或果糖酶转化，从玉米果糖/蔗糖制得；生产工艺以 <b>生物酶法</b> 为主。	天然或商业化糖（通过蔗糖酶转化蔗糖生产），还原性葡萄糖-果糖二糖，商业化 <b>主要酶法从蔗糖生产</b> 。
热量	~0.4kcal/g	~2kcal/g
甜度	<b>约蔗糖 70%</b> （甜味曲线与蔗糖极接近，口感柔和细腻、无苦味）	约蔗糖 50-60%（口感与蔗糖接近但甜度较低）
血糖影响	<b>GI 值极低</b> （<1），血糖几乎无影响，可作为糖尿病患者理想代糖，抑制肝脏脂肪生成等生理益处	GI 值中低（约 32），血糖反应低，适合糖尿病/肥胖，但提供热量（可被代谢）
消化耐受性	良好	大量可能腹泻
应用场景	饮料（碳酸/非碳）、烘焙（美拉德反应改善风味、延长保质期）、糖果/冰淇淋/冷冻食品等需要还原蔗糖口感+低热量的场景	糖果/饮料/烘焙；主要用于低热量/低糖产品， <u>但结晶稳定性差，需调质剂</u> ；适合提供缓慢能量（如运动饮料）

数据来源：百龙创园公司公告，FDA 公告，加拿大政府公告，东吴证券研究所

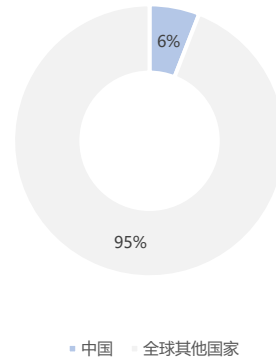
2025 年全球阿洛酮糖市场规模为 27.76 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 21%;中国由于获批较晚(2025 年 7 月获批食品原料)，2025 年市场规模仅 1.57 亿元，发展空间十分乐观。

图28: 全球阿洛酮糖市场规模



数据来源: pmarket research, deep market insights, 东吴证券研究所

图29: 2025 年中国阿洛酮糖市场规模占比仅 6%



数据来源: pmarket research, deep market insights, 东吴证券研究所

图30: 阿洛酮糖中美法规及应用进度对比

维度	美国情况	中国情况
法规认证进度	FDA 2011 年起 GRAS 认证	2025 年 7 月 2 日, 国家卫健委发布公告, D-阿洛酮糖作为新食品原料获审查通过
应用领域	已在无糖/低糖饮料、烘焙、糖果、冷冻甜品、乳制品、keto/低碳水产品中应用; 美国配料商 AndersonAdvancedIngredients 的 AllSWEET 页面列出粉末、糖浆及烘焙、冰淇淋、软糖、运动营养等应用	2025 年获批前, 国内食品端应用受限, 更多体现为出口和企业产能布局; 获批后饮料、烘焙、乳品、糖果等成为首批验证场景
生产工艺认可	以企业 GRASnotice、酶制剂 GRAS、食品设施注册等为主	中国公告明确两类工艺: 葡萄糖/蔗糖经工程菌发酵; 或果糖经允许使用的 D-阿洛酮糖-3-差向异构酶催化转化
标签优势	FDA2020 年最终指南: 可在营养成分标签中从 TotalSugars/AddedSugars 中排除, 并按 0.4kcal/g 计算热量, 属于美国市场爆发的重要政策基础	中国公告给出推荐食用量≤20g/天; 婴幼儿、孕妇、哺乳期妇女不宜食用, 标签/说明书需标注不适宜人群和食用限量
市场成熟度	美国属于全球最成熟应用市场之一, 政策标签优势强	中国已从“审批/等待”进入“可合法应用+产品开发”阶段

数据来源: FDA 公告、卫健委公告、百龙创园公司公告, 东吴证券研究所

截至 2026 年,全球具备阿洛酮糖生产能力的企业主要包括:英国泰莱(Tate&Lyle)、韩国三养社(Samyang)、日本松谷化学(Matsutani)以及中国的百龙创园、保龄宝、三元生物等,其中公司为国内首家、全球第三家工业化生产并实现 D-阿洛酮糖出口的企业,占据有利的市场地位。

图31: 阿洛酮糖全球格局

区域/国家	主要企业
美国/欧美	Tate&Lyle、Ingredion/Matsutani 等
日本	Matsutani Chemical、Ingredion 等
韩国	Samyang、CJCheilJedang 等
中国	百龙创园、保龄宝、三元生物、微元合成、金禾实业、华康股份、中粮科技等

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

截至 2026 年 6 月, 国内厂商公开披露的全国规划总产能约至 15.5 万吨, 目前实际产能约为 8.60 万吨, 国外厂商公开披露的总产能约为 3.7 万吨。**百龙创园已于 2026 年 5 月 12 日成功取得 D-阿洛酮糖国内生产许可证**, 未来将在稳固美国市场的基础上, 把握中国市场迅速放量的业务机遇, 同时加速欧洲及日、韩等市场的渗透, 实现新增产能的消化。

图32: 阿洛酮糖竞争格局 (产能统计, 截至 2026 年 6 月)

厂家	已披露产能 (万吨)	计划总产能 (万吨)	产能布局
保龄宝	3.00 (截至 2026 年 5 月)	3.00 (无扩产计划披露)	2026 年 5 月 22 日, 保龄宝年产 2 万吨阿洛酮糖智能工厂扩产项目正式竣工投产, 企业阿洛酮糖总产能达到 3 万吨
三元生物	2.00 (截至 2026 年 6 月)	2.00 (无扩产计划披露)	2026 年 6 月 3 日, 三元生物发布公告称, 年产 2 万吨阿洛酮糖项目已实现全线投产
微元合成	1.00 (截至 2025 年 7 月)	1.00 (无扩产计划披露)	-
金禾实业	1.00 (截至 2025 年 7 月)	1.00 (无扩产计划披露)	-
华康股份	-	4.00 (2023 年 5 月披露)	2023 年度再融资募投项目中包括 4 万吨阿洛酮糖产能
中粮科技	-	1.00 (2025 年 12 月披露)	自有生产线预计将于 2026 年 6 月正式投产
百龙创园	1.6	3.5	拟通过本次项目扩产 1.9 万吨产能
境内合计	8.6	15.5	-
Samyang (三养生物, 韩国)	2.50 (截至 2025 年 7 月)	2.50 (无扩产计划披露)	-
Matustani Chemical (松谷化学, 日本)	0.70 (截至 2025 年 7 月)	0.70 (无扩产计划披露)	-
CJ CheilJedang (希杰第一制糖, 韩国)	0.50 (截至 2025 年 7 月)	0.50 (无扩产计划披露)	-
境外合计	3.7	3.7	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

百龙创园并非阿洛酮糖行业的“单项冠军”, **但在当前阶段已稳居行业综合领先地位**: ①**已验证的结晶阿洛酮糖量产技术是前提**: 2019 年公司实现结晶阿洛酮糖产业化, 为国内首家, 具备充足的经验积累, 产品稳定性佳; ②**对比海外龙头, 公司具备低成本且柔性化的中国制造能力、多功能糖配方组合**; ③**对比国内同行, 海外客户准入更完备** (海外订单毛利率更高、百龙海外市场收入占比更高), **泰国产能卡位独特**。我们预计**公司阿洛酮糖业务 2026 年收入有望维持 40%以上增速, 且盈利能力持续领先于行业**:

(1) **定制化、高价值服务, 大客户为基**: 定制化能力是公司的显著特征, 通过非标定制带来议价权。因此公司大客户集中度较高, 2021-2025 年前五大客户销售额占比基

本维持在 50%左右。

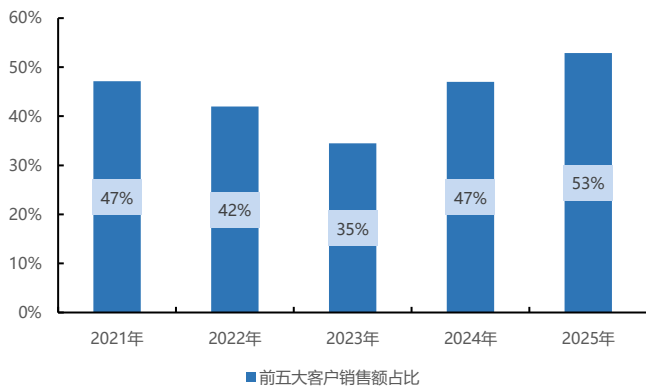
图33: 百龙创园前五大客户 (收入计, 单位: 万元)

年度	序号	客户名称	销售产品	金额	占收入比例
2025 年度	1	Anderson Global Group,LLC	膳食纤维系列、健康甜味剂、益生元系列	60,054.49	43.55%
	2	SM Ingredients, Inc	膳食纤维系列、益生元系列	5,053.24	3.66%
	3	客户 A	膳食纤维系列、健康甜味剂、益生元系列	3,875.44	2.81%
	4	客户 B	膳食纤维系列、益生元系列、健康甜味剂	2,055.31	1.49%
	5	客户 C	膳食纤维系列	1,875.30	1.36%
		合计		72,913.78	52.87%
2024 年度	1	Anderson Global Group,LLC	膳食纤维系列、健康甜味剂、益生元系列	42,453.64	36.86%
	2	SM Ingredients, Inc	膳食纤维系列、益生元系列、健康甜味剂	4,665.93	4.05%
	3	客户 C	膳食纤维系列、健康甜味剂	2,470.89	2.15%
	4	客户 A	健康甜味剂、益生元系列、其他淀粉糖 (醇)	2,095.82	1.82%
	5	客户 E	益生元系列、膳食纤维系列	1,930.16	1.68%
		合计		53,616.44	46.56%
2023 年度	1	Anderson Global Group,LLC	膳食纤维系列、健康甜味剂、益生元系列	23,028.67	26.52%
	2	SM Ingredients, Inc	膳食纤维系列、益生元系列、健康甜味剂	3,036.13	3.50%
	3	客户 E	益生元系列、膳食纤维系列	1,431.44	1.65%
	4	客户 A	健康甜味剂、益生元系列、其他淀粉糖 (醇)	1,341.66	1.55%
	5	BOHYUN TRADINGCOMPANY LIMITED	益生元系列、健康甜味剂	1,113.01	1.28%
		合计		29,950.91	34.50%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

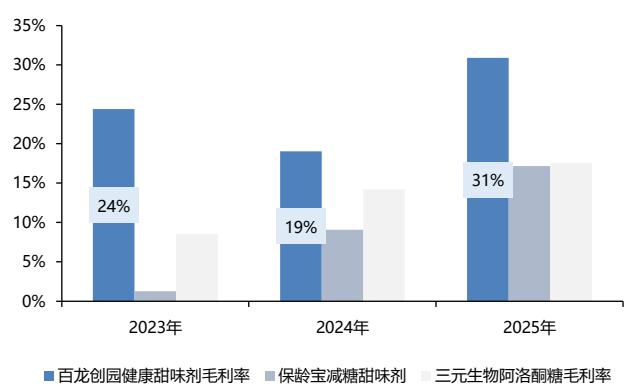
得益于其定制化服务, 叠加 (2) 部分原料自供: 2024 年公司年产 1.5 万吨的结晶糖项目 (1 万吨结晶糖+5 千吨阿洛酮糖) 投产, 结晶糖既可作为终端成品, 亦为阿洛酮糖的核心生产原料, 使得公司生产链条进一步往上游延伸、优化成本。2025 年公司健康甜味剂毛利率 31%, 较 2023 年提升 7pct, 显著高于同行。

图34: 2025 年前五大客户占比突破 50%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 百龙创园阿洛酮糖差异化采取高盈利模式

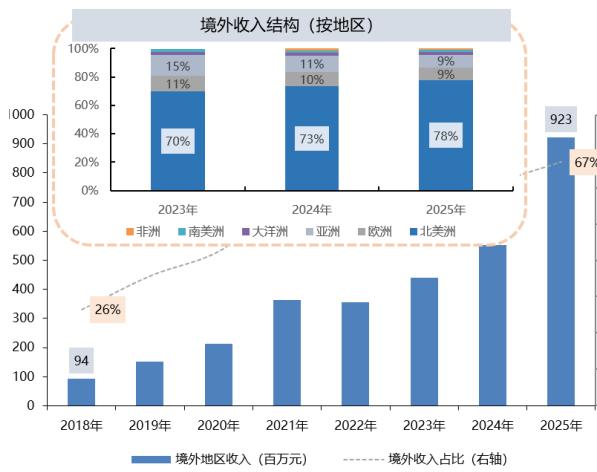


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(3) 境外市场占比高、错位竞争: 2025 年百龙创园整体海外收入占比 67%, 同期

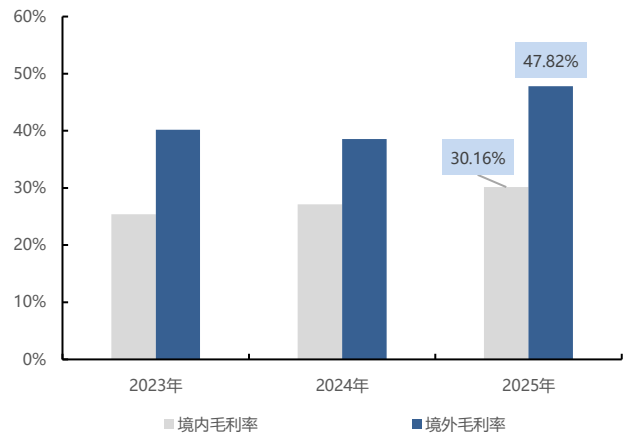
同行保龄宝境外收入占比仅 26%。海外市场订单利润率更高，2025 年百龙创园为例，海外/境内市场毛利率分别为 47.82%/30.16%。

图36: 公司整体境外市场收入占比更高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: 公司海外市场毛利率更高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 产能布局日益完备, 夯实增长基础

截至 2026 年 6 月, 公司产能已满负荷运转。截至 2026 年 6 月, 公司的益生元系列产品、膳食纤维系列产品、健康甜味剂系列的产能利用率均超过 100%, 其中益生元系列液体产品产能利用率 125.42%、膳食纤维系列产能利用率 105.80%、健康甜味剂液体产品产能利用率 117.93%。

图38: 截至 2026 年 6 月, 公司现有产能情况梳理

产地	产品	液体产能 (吨/年)	液体产能利用率	粉体产能 (吨/年)	粉体产能利用率
山东禹城	益生元系列	34,000	125.42%	58,000	99.64%
	膳食纤维系列	62,200	105.80%		88.81%
	健康甜味剂系列	16,000	117.93%		80.22%
	其他淀粉糖 (醇)	1,000	20.21%		102.05%
合计	-	113,200	112.65%	58,000	91.34%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

截至 2026 年 6 月, 公司在建的产线包括: ①泰国项目的 D-阿洛酮糖 (1.2 万吨晶体及 0.7 万吨液体)、2 万吨抗性糊精、6 千吨低聚果糖产品以及②国内项目的 1.1 万吨异麦芽酮糖、0.18 万吨低聚半乳糖产品和 200 吨乳果糖。根据 2026 年 6 月 10 日发布的可转债发行公告, 前者总投资 9.1 亿 (拟使用募集资金 5.6 亿元), 2027 年底前竣工验收、2027 年底之前投产, 或能有效发挥泰国当地木薯淀粉及白砂糖等原料优势, 同时分散关税风险; 后者于 2024 年 11 月开工, 预计 2026 年 7 月初试生产、9 月底正式投产, 26H2 开始有望贡献业绩。

为保障抗性糊精供应，公司持续压缩聚葡萄糖产能，聚葡萄糖自 2025Q3 起每个季度均为负增长，该项目投产后聚葡萄糖产能挤压情况将缓解，恢复正常供应。

图39：截至 2026 年 6 月，公司国内外在建项目

国内外在建项目	产地	产品	拟建设产能 (吨/年)
功能糖干燥扩产	山东禹城	异麦芽酮糖	11,000
与综合提升项目	山东禹城	低聚半乳糖	1,800
(国内)	山东禹城	乳果糖	200
泰国大健康新食	泰国	D-阿洛酮糖晶体	12,000
品原料智慧工厂	泰国	D-阿洛酮糖液体	7,000
项目	泰国	抗性糊精	20,000
	泰国	低聚果糖	6,000
合计			58,000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40：新建产线投产节奏

募投项目	产品类型	产能释放计划 (吨)				
		2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
泰国大健康新食品	D-阿洛酮糖晶体	-	-	8,400.00	10,800.00	12,000.00
原料智慧工厂项目	D-阿洛酮糖液体	-	-	4,900.00	6,300.00	7,000.00
	抗性糊精	-	-	14,000.00	18,000.00	20,000.00
	低聚果糖	-	-	4,200.00	5,400.00	6,000.00
功能糖干燥扩产与	异麦芽酮糖	6,600.00	8,800.00	11,000.00	11,000.00	11,000.00
综合提升项目	低聚半乳糖	1,080.00	1,440.00	1,800.00	1,800.00	1,800.00
	乳果糖	120	160	200	200	200
合计		7,800	10,400	44,500	53,500	58,000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 盈利预测

**收入预测：**全球功能性配料市场需求持续向好，公司新产品、新市场增量可观，我们看好公司未来发展，我们预计 2026-2028 年营收同比增速为 29.77%/27.09%/27.31%，其中膳食纤维系列受益于抗性糊精市场扩容，2026-2028 年营收同比增速为 29.60%/25.19%/25.19%；益生元系列亦受益于全球肠道健康需求增长，保持稳定增速，2026-2028 年营收同比增速为 19.70%/17.12%/17.12%；健康甜味剂系列受益于阿洛酮糖国内获批、海外市场增长，我们预计 2026-2028 年收入增速 56.40%/51.80%/47.20%；其他淀粉糖业务非发展重心，预计 2026-2028 年收入同比-30%/-20%-20%；其他业务保持平稳，我们预计 2026-2028 年收入同比基本持平。

**业绩预测：**随着产品结构升级，我们预计毛利率稳中有升，我们预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 42.28%/42.98%/43.68%；随着高毛利产品销售占比持续提升以及公司产能持续释放，公司经营有望持续向上，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.15/6.67/8.69 亿元，同比增速为 39.73%/29.48%/30.38%。

表1：公司营收测算汇总（百万元）

百万元	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
营业收入	868.26	1151.66	1379.05	1789.65	2274.39	2895.48
yoy	20.28%	32.64%	19.75%	29.77%	27.09%	27.31%
毛利率	32.73%	33.65%	41.76%	42.28%	42.98%	43.68%
膳食纤维	444.11	623.62	756.57	980.51	1227.51	1536.72
yoy	31.08%	40.42%	21.32%	29.60%	25.19%	25.19%
益生元	257.10	322.48	392.84	470.23	550.73	645.02
yoy	4.49%	25.43%	21.82%	19.70%	17.12%	17.12%
健康甜味剂	137.23	156.24	194.28	303.85	461.25	678.96
yoy	44.91%	13.85%	24.35%	56.40%	51.80%	47.20%
其他淀粉糖	15.70	4.32	1.04	0.73	0.58	0.47
yoy	-5.54%	-72.48%	-75.93%	-30.00%	-20.00%	-20.00%
其他业务	14.12	45.00	34.32	34.32	34.32	34.32
yoy	-45.08%	218.70%	-23.73%	0.00%	0.00%	0.00%

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 2026-2028 年公司营收分别为 17.90/22.74/28.95 亿元，同比增速分别为 29.77%/27.09%/27.31%；2026-2028 年归母净利润为 5.15/6.67/8.69 亿元，同比增速为 39.73%/29.48%/30.38%。

公司处于膳食纤维赛道，可比公司包括金达威、金禾实业、华康股份、技源集团。2026 年 6 月 26 日，同行可比公司对应 2026-2028 年 PE 为 34.27、24.86、18.19x，本公司 2026-2028 年 PE 为 20.20、15.60、11.97x，低于行业平均水平，考虑到公司抗性糊精在国产厂商中卡位独特、阿洛酮糖盈利模式较好，新市场探索积极，我们认为当下估值具吸引力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2026/6/26)

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (x)			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
002626.SZ	金达威	80.27	13.16	0.56	0.83	1.00	1.33	23.50	15.86	13.16	9.89
002597.SZ	金禾实业	120.65	21.23	0.61	1.19	1.47	1.70	34.80	17.84	14.44	12.49
605077.SH	华康股份	33.49	11.05	0.66	0.79	1.13	1.59	16.74	13.99	9.78	6.95
603262.SH	技源集团	121.60	30.40	0.33	0.34	0.49	0.70	92.12	89.41	62.04	43.43
	平均值							41.79	34.27	24.86	18.19
605016.SH	百龙创园	104.04	24.77	0.88	1.23	1.59	2.07	28.23	20.20	15.60	11.97

数据来源: Wind、东吴证券研究所; 除了百龙创园以外, 其他公司盈利预测来自 2026 年 6 月 26 日 Wind 一致预期 (备注: PE 均取 2026 年 6 月 26 日收盘价计算)。

## 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。

**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。

## 百龙创园三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>1,135</b>	<b>1,426</b>	<b>1,866</b>	<b>2,480</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,379</b>	<b>1,790</b>	<b>2,274</b>	<b>2,895</b>
货币资金及交易性金融资产	522	706	942	1,303	营业成本(含金融类)	803	1,033	1,297	1,631
经营性应收款项	305	384	491	626	税金及附加	8	13	16	20
存货	287	314	405	517	销售费用	42	54	68	87
合同资产	0	0	0	0	管理费用	38	50	61	75
其他流动资产	21	22	28	35	研发费用	49	63	81	103
<b>非流动资产</b>	<b>1,301</b>	<b>1,536</b>	<b>1,687</b>	<b>1,831</b>	财务费用	5	(2)	(4)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	16	19	24
固定资产及使用权资产	969	1,171	1,419	1,524	投资净收益	3	9	10	12
在建工程	209	214	112	145	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	16	16	17	16	减值损失	(8)	1	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(6)	(4)	(5)	(7)
长期待摊费用	15	19	24	29	<b>营业利润</b>	<b>433</b>	<b>600</b>	<b>779</b>	<b>1,015</b>
其他非流动资产	93	115	117	118	营业外净收支	(1)	(1)	0	(1)
<b>资产总计</b>	<b>2,437</b>	<b>2,962</b>	<b>3,553</b>	<b>4,311</b>	<b>利润总额</b>	<b>432</b>	<b>600</b>	<b>778</b>	<b>1,015</b>
<b>流动负债</b>	<b>364</b>	<b>489</b>	<b>568</b>	<b>670</b>	减:所得税	64	85	111	145
短期借款及一年内到期的非流动负债	145	143	149	149	<b>净利润</b>	<b>369</b>	<b>515</b>	<b>667</b>	<b>869</b>
经营性应付款项	169	282	337	417	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	6	7	9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>369</b>	<b>515</b>	<b>667</b>	<b>869</b>
其他流动负债	45	58	75	94	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	1.23	1.59	2.07
<b>非流动负债</b>	<b>111</b>	<b>154</b>	<b>201</b>	<b>250</b>	EBIT	441	598	774	1,009
长期借款	79	119	165	214	EBITDA	546	680	891	1,148
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.76	42.28	42.98	43.68
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	26.72	28.78	29.32	30.03
其他非流动负债	31	35	35	35	收入增长率(%)	19.75	29.77	27.09	27.31
<b>负债合计</b>	<b>475</b>	<b>643</b>	<b>769</b>	<b>920</b>	归母净利润增长率(%)	50.06	39.73	29.48	30.38
归属母公司股东权益	1,961	2,319	2,784	3,391					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,961</b>	<b>2,319</b>	<b>2,784</b>	<b>3,391</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,437</b>	<b>2,962</b>	<b>3,553</b>	<b>4,311</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	135	620	659	864	每股净资产(元)	4.67	5.52	6.63	8.07
投资活动现金流	(163)	(311)	(264)	(278)	最新发行在外股份(百万股)	420	420	420	420
筹资活动现金流	78	(122)	(159)	(225)	ROIC(%)	19.39	21.52	23.36	25.21
现金净增加额	43	184	236	361	ROE-摊薄(%)	18.79	22.21	23.95	25.64
折旧和摊销	105	82	116	139	资产负债率(%)	19.50	21.72	21.64	21.34
资本开支	(296)	(289)	(263)	(280)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.23	20.20	15.60	11.97
营运资本变动	(357)	20	(130)	(153)	P/B(现价)	5.30	4.49	3.74	3.07

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>