技源集团 20260901

技源集团：HMB 全球垄断龙头，精准营养开启第二增长曲线

摘要

- 技源集团是全球 HMB 原料龙头，市占率达 53%-54%，核心客户雅培贡献 HMB 收入的 60%，该业务毛利率高达 40%-60%，构筑公司基本盘。
- 精准营养业务被视为第二增长曲线，技术领先同行 4-5 年，通过 2-4mm 微片剂型实现“千人千面”定制，预计 2026 年起产线放量，单线年产值达千万级。
- 2026 年业绩受北美客户采购节奏及研发前置投入影响，预计收入小个位数增长，利润下滑 10%-11%；2027-2028 年进入快速增长期，收入增速预期 15%-20%。
- 公司盈利目标明确，计划通过高毛利精准营养业务占比提升，在 2028-2029 年将整体净利率从目前的 12%左右提升至 20%。
- HMB 市场需求持续扩张，预计 2030 年全球产量将翻倍至 3,572 吨（CAGR 约 13%），公司通过收购 MTI 掌握核心专利，在术后恢复领域具备排他性优势。
- 管理层具备深厚研发背景，董事长曾任安利高级科学家，研发费用率近 5%，拥有 147 项专利，技术壁垒显著高于传统 OEM 代工厂。

Q&A

请介绍一下技源集团的主营业务构成和核心产品情况？

技源集团的业务主要布局在保健品产业链的上游原料端和中游制剂端。以 2025 年的收入结构为例，原料业务占比接近 70%，制剂生产业务占比约 30%。在原料业务中，核心大单品 HMB 的收入占公司总收入的 30%；其次是氨基葡萄糖（氨糖），占比约 16%；硫酸软骨素占比约 13%；其他营养原料（包括肌酸等新品）合计占比约 11%。在占总收入 31%的制剂业务中，片剂是主要剂型，收入占比为 21%，其他剂型合计占比约 10%。

HMB 作为技源集团的核心原料产品，其主要应用场景、核心客户以及未来的增长逻辑是怎样的？

HMB（β-羟基-β-甲基丁酸）是公司的核心优势原料，在全球市场占据约 53%至 54%的份额，具有垄断地位。其终端产品主要应用于三个方向：首先是用于术后患者康复的特医食品；其次是改善老年人肌肉健康，通过提高肌肉支撑度来防止摔跤；第三是满足运动营养市场中的增肌需求。公司的核心客户是雅培，双方已有多年的合作历史。未来 HMB 业务的增长主要来自两个方面：一是在现有大客户中获取新订单，开拓新应用场景，从而提高渗透率和客户份额；二是在现有客户基础上，进一步拓展新的应用场景与新客户。基于此，预计 HMB 业务将保持双位数左右的增长水平。

技源集团在制剂业务，特别是精准营养领域的布局和发展前景如何？

公司在占比三成的制剂业务中，正在发展一项处于起步期但潜力巨大的业务——精准营养，即个性化的营养补充方案。与标准化的保健品不同，精准营养旨在根据个人具体需求提供“千人千面”的定制化产品，避免因过量或不必要的营养补充给肝肾功能带来负担。公司在该领域拥有充足的技术储备、成熟的剂型和丰富的配方，技术水平领先全球同行数年。虽然该业务尚处初期，研发和销售投入对短期利润有一定压力，但其成长空间广阔，被视为公司的第二增长曲线。

全球及中国精准营养市场的规模、增速及发展驱动力是怎样的？

全球精准营养市场规模在 2025 年预计约为 158 亿美元。从区域分布看，北美市场规模领先，约 54 亿美元，其中美国市场约 45 亿美元。其他主要市场包括中国（14 亿美元）、巴西（10 亿美元）、加拿大（9 亿美元）、英国（5 亿美元）、印度（4 亿美元）和沙特阿拉伯（3 亿美元）。尽管目前规模不大，但亚太地区的增速显著高于其他市场，预计 2024 至 2034 年间的年均复合增长率在 10%至 20%之间，景气度较高。从人均消费额来看，美国为每年 13.2 美元，而中国目前仅为 1 美元左右，显示出巨大的增长空间。市场增长的主要驱动力包括居民保健意识的提升，以及 AI 技术、低成本 DNA 检测和移动健康应用等技术的普及。

技源集团在保健品产业链中的定位及其竞争优势是什么？

技源集团在产业链中同时布局了上游原料和中游制剂两个环节。在上游，公司凭借核心原料 HMB 在全球市场超过 50%的占有率，形成了类似金达威的辅酶 Q10 那样的垄断优势，这类核心原料的毛利率通常可达 40%至 60%，远高于 20%至 30%的行业标品水平。在中游制剂加工环节，公司区别于纯粹的 OEM 代工厂，更侧重于研发导向和技术附加值。公司承接的主要是高毛利的制剂业务，例如通过技术改良将传统片剂的体积缩小约三分之一，以方便消费者吞咽，从而体现了其技术加成的竞争优势。

公司 2026 年上半年的经营表现如何，以及对 2026 年全年及未来两年的业绩预期是怎样的？

从短期来看，2026 年第二季度的收入受到北美客户采购节奏和欧洲制剂客户订单节奏的影响，整体表现偏弱。但与第一季度相比，第二季度收入的降幅已明显收窄，且毛利率处于显著提升状态。全年来看，预计 2026 年收入将实现小个位数增长，但由于精准营养业务前置的研发和销售投入，以及美国关税、利息退款等短期因素扰动，利润预计将有接近 10%至 11%的下滑。展望未来，预计 2027 年和 2028 年公司将进入快速增长期，收入增速预计在 15%至 20%之间，利润增速将快于收入，其中 2027 年利润增速预计在 30%以上，2028 年则接近 30%。

请介绍一下纪元公司的基本情况，包括其业务布局、财务表现及未来的盈利目标？

纪元公司覆盖了营养健康产业的上游原料和中游制剂环节。在中游制剂领域，公司主要承接技术含量和附加值较高的改良订单，以实现差异化竞争和更高的利润率。公司同时布局精准营养赛道，该市场在中国目前规模约为 14 亿美元，与美国相比人均消费额仍有约 13 倍的增长空间，尚处于起步阶段。从财务数据来看，以 2025 年为例，公司整体营收约为 10.93 亿元，净利润为 1.35 亿元，净利率约为 12%。公司规划通过在精准营养领域的布局，期望在 2028 至 2029 年左右将整体净利率提升至 20%的水平。

纪元公司的发展历程是怎样的，其业务是如何从原料贸易逐步拓展到现有格局的？

公司的发展历程可分为三个主要阶段。 第一阶段（1996 年-2009 年）：公司于 1996 年成立，初期从事原料贸易业务，将中国生产的原料出口至美国市场。1999 年，成立徐州合资公司，开始自主生产银杏提取物。2002 年，成立江阴纪元药业，投资建设硫酸软骨素、HMB 等原料的生产基地，并于 2009 年开始生产植物基氨糖。在此期间，公司基本完成了核心原料矩阵的储备。 第二阶段（2010 年-2017 年）：公司自 2010 年起开展营养制剂的生产业务，进入代工领域。2017 年，通过收购挪威公司 BDG，将合同制造业务拓展至北欧市场，体现了其国际化布局的特点。 第三阶段（2019 年至今）：2019 年，公司完成了对 MTI 的 100%股权战略收购。2020 年，推出了三款自有品牌产品，实现了核心原料的品牌化。至 2024 年，公司整体营收突破 10 亿元大关，并于 2025 年在上交所成功上市。

公司的股权结构和管理层背景有何特点？

公司的第一大股东持股比例较高，实际控制人为周京石和龙玲夫妇。管理层背景具有显著的研发导向特征。董事长周京石曾在美国安利和雅芳的研发中心级科学家。总经理龙玲长期从事化学合成制剂的产业化研究，是公司多项利的发明人。核心管理团队结构稳定，战略连贯性强，整体技术水平高于

人在草木间

司。

从 2019 年至 2024 年，公司的财务状况呈现出哪些主要特征，尤其是在收入结构和客户集中度方面？

在 2019 至 2024 年间，公司营收的年均复合增长率约为 8%。从收入结构看，营养原料业务的收入占比维持在 60%至 70%，制剂业务占比为 20%至 30%。 公司的一个显著特点是客户集中度较高，大客户的订单节奏对收入波动有较大影响。例如，2019 至 2021 年，公司与 Blackmores、Nutramax 等品牌达成合作，特别是 2021 年与 Nutramax 的氨糖合作放量，带动当年氨糖业务同比增长 73%，公司整体营收同比增长 21%。另一个例子是，自 2021 年下半年起，Blackmores 调整采购策略，直接向公司采购制剂，导致 2022 年公司制剂片剂业务营收同比增长 97%，整体营收增长 18%。2026 年上半年，公司的业绩表现依然受到部分北美客户采购节奏的影响。

在公司的产品结构中，核心产品 HMB 的收入贡献和客户依赖情况如何？制剂业务和整体费用率表现又怎样？

在营养原料业务中，HMB 是核心原料，其收入占比通常维持在 30%至 40%，高点时可达 50%。雅培是 HMB 业务的核心客户，占 HMB 原料收入的比重约为 60%，占公司总收入的比重接近 20%，显示出较高的客户集中度。 在制剂业务中，片剂是核心剂型，占制剂生产业务的比重超过 60%。 从利润贡献来看，公司超过 60%的毛利润由核心原料 HMB 贡献，使得整体毛利率相对稳定。费用率方面则呈现稳中有降的趋势，以 2024 年为例，整体费用率较 2019 年下降了约 2 个百分点，表现稳定。

HMB 作为公司的核心原料，其主要功效、应用场景以及在全球市场中的供需格局是怎样的？

HMB 是人体分解必需氨基酸亮氨酸时产生的一种代谢产物，其主要功效是通过调节蛋白质代谢通路，起到抗肌肉分解和促进肌肉合成的作用，从而辅助增肌、减少肌肉流失并加速恢复，可总结为一种维持肌肉健康的原料。其主要应用场景包括：特殊医学用途食品，用于术后患者的恢复；中老年人的肌肉修复，以防止因肌肉力量不足导致的摔倒；以及年轻群体的运动增肌。 从全球市场格局来看，中国是 HMB 最主要的生产国，占全球原料市场 90%以上的份额。而纪元公司是全球 HMB 行业的龙头企业，其全球市场份额在 50%至 60%之间。

纪元公司在 HMB 业务领域的核心竞争优势体现在哪些方面？

公司在 HMB 领域的竞争优势主要体现在以下三点： 第一，技术与工艺优势。公司高度重视研发，研发费用率接近 5%，研发人员占比接近 20%，显著领先于同业。截至 2025 年 7 月，公司已拥有 147 项国内外 HMB 相关发明专利，在利用营养干

预改善肌肉功能与力量这一核心应用领域的功效专利方面，基本处于垄断地位。第二，全球市场准入优势。HMB 原料已获得美国、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，中国的新食品原料认证和巴西的市场准入等新兴市场的开拓，主要由纪元公司主导推动，使其在商业化落地方面更为成熟。 第三，稳固的客户基础。公司与核心客户雅培通过长期销售框架协议进行合作，订单稳定且客户粘性高。

纪元公司与雅培在 HMB 业务上的合作历史是怎样的？这种合作关系如何塑造了公司在该领域的市场地位？

双方的合作历史及公司的市场地位演变如下：1988 年，MTI 的创始人发现 HMB 并证实其有益于肌肉健康。1995 年，该原料被引入保健品领域，并于 1998 年开发了针对术后营养和创伤恢复的品牌。2003 年，MTI 开始与纪元达成合作，向其采购 HMB 原料。2008 年，雅培向 MTI 收购了相关专利等知识产权，并于 2009 年与纪元建立直接合作关系，该关系一直延续。2018 年，HMB 基础专利的全球有效期陆续届满，更多客户开始布局 HMB 产品。在此背景下，纪元于 2019 年完成了对 MTI 的 100%股权收购。 通过这一系列合作与并购，纪元深度绑定了 HMB 领域最大的客户雅培，双方在术后创伤恢复领域的合作具有排他性。截至 2024 年，公司 HMB 产品在全球的市场份额维持在 50%至 60%的领先水平，在技术专利和客户基础上均构筑了较高的进入壁垒。

纪元公司与雅培的排他性合作协议是否会限制其未来增长？公司在 HMB 业务上有哪些新的拓展空间和市场预期？

目前公司与雅培的合作主要集中在医疗营养领域。在运动营养和老年人肌肉修复等新领域，仍存在显著的客户拓展空间。例如，2025 年，公司与蒙牛合作推出了“鼓励精装”产品，市场销售情况良好。 从行业增长预期来看，2023 至 2024 年全球 HMB 产量约为 1,759 吨。随着健康意识提升、运动人群增多以及应用场景的拓宽，预计到 2030 年，全球 HMB 产量有望达到 3,572 吨，期间的年均复合增长率约为 13%，这一增速高于整个保健品行业的平均水平。

请介绍一下公司在精准营养（个性化营养）业务方面的布局、技术储备、商业模式以及未来的发展前景？

精准营养，也称为个性化营养，是根据个体特点调整营养建议，并采取个性化干预措施，以实现预防和控制慢性病的目的。该领域在全球经历了三轮迭代：第一代是基于基础人群的营养，如按性别划分的营养包，分类较为粗略；第二代是基于问卷定制的营养，通过问卷将消费者分类后提供定制化产品，但精细度有限；第三代则是公司目前所从事的、基于个人情况实现“千人千面”的精准化营养。公司在该业务上已储备了 7 到 8 年，在全球范围内处于第一梯队，技术上领先同行约 4 到 5 年。具体优势体现在以下几个方面：

1. **剂型创新**：公司颠覆了传统的胶囊、片剂等类药品剂型，开发出一种直径为 2 到 4 毫米的微型片剂（微片）。这种创新剂型解决了传统保健品体积大、吞咽困难、便携性差以及难以进行定制化复配的问题。微片可以统一装入一个铝胶囊杯中，每罐最多可容纳 800 粒，从而能够灵活搭配组合，实现配方的精细化定制与量化控制，为精准营养的落地提供了技术基础。
2. **完备的营养素库**：公司配方库中可选的营养素储备已达到 200 多种，而市面上同类营养包产品背后的营养素通常仅有 20 到 40 种。丰富的营养素库使得更精细化的营养配方成为可能。
3. **专业的配方与专家资源**：公司依托先进的功能医学基础，并与全球顶尖专家合作，例如代谢、维生素及脑健康等领域的权威功能医学专家。这确保了公司配方的专业性遥遥领先，能够精准识别健康诱因。
4. **清晰的 To B 商业模式**：公司精准营养业务主要采用 To B 模式，面向体检机构、医院、高端医美、养老机构以及可穿戴设备数据公司等场景型服务商。这些 B 端机构自带流量，能够通过其既有服务向消费者推广精准营养业务。
5. **先进的生产技术**：经过 7 到 8 年的积累和多轮迭代，公司的生产设备已从第一代的 60 仓机器进化到 2025 年最新的约 80 仓，生产效率持续优化。

公司精准营养业务目前的产能、收入规模、盈利能力以及对公司整体财务表现的预期影响是怎样的？

2025 年，精准营养业务在国内的销售额仅为几百万元，计入制剂业务中。进入 2026 年，业务开始加速。截至 2026 年第一季度末，位于澳洲、美国和中国香港的三条新产线已投产。 在规模方面，预计 2026 年内，每条新产线至少能产生千万元级别的收入。在满产状态下，每条产线可满足 1 万名终端消费者的需求，通常每月进行一次产品迭代更新，相当于每年生产 12 万盒产品。由于产品是“千人千面”的定制化服务，具体单价因人而异。 在盈利能力方面，精准营养业务定位高端市场，服务高端客户。预计在实现规模效应后，其盈利水平将高于公司现有的 C 端保健品业务，且客户粘性更强。该业务被视为公司的第二成长曲线，不仅能带来可观的收入增量，其更高的盈利水平也将对公司整体利润产生提振作用。公司的远期目标是在 2028 至 2029 年左右，将整体净利率提升至 20%左右的水平，精准营养业务是实现这一目标的关键驱动力。

公司 2026 年上半年的整体经营表现如何，以及对今明两年的业绩展望是怎样的？

2026 年上半年，公司整体收入同比下降约 9%，归母净利润同比下降约 25%。业绩波动主要受第二季度北美大客户采购节奏变化、汇兑损失以及新业务研发和销售等前置投入增加的影响。展望全年，预计 2026 年全年收入增速在个位数水平，利润端可能仍面临一定压力。预计从 2027 至 2028 年，公司收入增速将有明显提

升，达到约 15%至 20%的区间。利润增速预计将快于收入增速，处于 25%至 35%的区间。