仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司深度　　食品加工

高端健康配料龙头，产能扩张 + 结构优化驱动成长

百龙创园(605016.SH)

核心观点

百龙创园作为国内功能糖赛道综合龙头，完成从传统淀粉糖向膳食纤维、益生元、阿洛酮糖健康甜味剂高端配料转型。公司股权结构稳定，管理层产业经验深厚；膳食纤维为稳固基本盘，益生元需求刚性，阿洛酮糖受益国内新食品原料获批成为核心增长引擎。海外收入已经成为主要收入来源且毛利率显著高于国内，国内 + 泰国双基地产能逐步落地，产能利用率高位运行。公司财务层面营收利润持续增长，产品结构优化推动毛利率大幅抬升。未来核心看点在于国内外新增产能释放、高毛利产品占比持续提升、海内外市场双向拓展、下游减糖 & 肠道健康需求扩容、工艺研发迭代。

摘要

公司概况：完成向高端健康配料企业战略转型

百龙创园为上交所上市专精特新企业，地处中国功能糖城禹城，主营膳食纤维、益生元、健康甜味剂、传统淀粉糖四大板块。公司历经四大发展阶段，逐步剥离低毛利传统淀粉糖业务，转型高端功能性配料综合服务商；实控人股权集中稳固，高管团队产业经验丰富，具备研发、生产、全球化运营完整能力，产品销往全球五十余个国家和地区。

业务结构：高端产品成为利润核心，各板块发展逻辑清晰

公司业务结构持续优化，2025 年三大高端板块营收占比超 99%。膳食纤维为第一大基本盘，毛利率接近 50%，需求稳健；益生元赛道需求刚性，切入婴配、保健品等高门槛供应链；阿洛酮糖为代表的健康甜味剂是增长弹性最大赛道，国内获批新食品原料，打开本土市场空间。高附加值产品占比提升带动 2025 年综合毛利率大幅上行至 41.76%。

产能布局：产能利用率高位，国内外双基地接力释放增量

公司现有核心产线产能利用率长期处于高位，产能约束逐步显现。国内扩产项目预计 2026 年投产，补齐高端细分产品产能短板；泰国智慧工厂预计 2027 年底竣工投产，建成后实现海外本土化生产，享受当地政策红利，对冲关税、原料成本压力。增量产能全部投向高毛利赛道，不扩张低端淀粉糖产能。

市场与客户：海外为核心增长引擎，优质客户构筑竞争壁垒

公司形成国内外双轮驱动格局，境外收入占比接近 69%，海外业务毛利率显著高于国内市场，北美为境外第一大收入来源。客户质量优异，深度绑定雀巢、玛氏等国际巨头以及伊利、农夫山泉等国内头部品牌，前五大客户销售占比 53.73%，大客户订单稳定，同时持续拓展中小客户完善客户梯队。

首次评级　买入

杨骥
yangji@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525110001

刘瑞宇
liuruiyu@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100003

发布日期：2026 年 09 月 10 日

当前股价：22.49 元

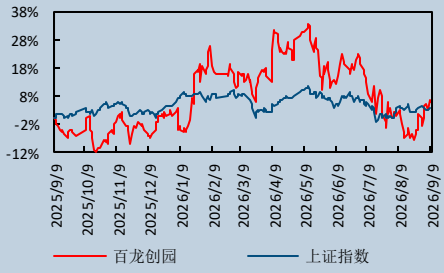
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
5.44/5.15	-6.37/-6.17	3.54/0.29

12 月最高/最低价（元）	28.24/18.71
总股本（万股）	42,001.23
流通 A 股（万股）	42,001.23
总市值（亿元）	94.46
流通市值（亿元）	94.46
近 3 月日均成交量（万）	537.38
主要股东	
窦宝德	47.36%

股价表现



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传！

行业与财务：赛道景气度向好，盈利质量显著改善

全球益生元、膳食纤维市场稳步增长，阿洛酮糖行业增速突出。财务层面，2021-2025 年营收、归母净利润持续增长，2025 年利润增速大幅跑赢营收增速，主要来自产品结构升级；费用管控良好，研发持续投入；2025 年经营现金流阶段性承压主要系备货扩产。公司五大核心成长逻辑：新增产能释放、产品结构持续优化、下游健康消费需求扩容、海内外市场双向拓展、工艺与新品迭代。

盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现收入 17/22/28 亿元，实现归母净利润 4.8/6.2/7.9 亿元，对应 2026-2028 年动态 PE 为 20/15/12X，维持“买入”评级。

风险提示：下游消费需求波动风险等，行业竞争与产品价格下行风险，泰国海外项目建设与运营不及预期风险，汇率波动风险，政策法规与食品安全风险，产能释放后消化不及预期风险

仅供内部参考，请勿外传！

目录

一、百龙创园：深耕功能糖多年，从传统配料转型高端健康原料龙头 1
二、深耕三大业务，多元驱动公司稳健前行 5
2.1、膳食纤维系列（营收基本盘，需求稳健） 6
2.2、益生元系列（高溢价、刚性需求赛道） 8
2.3、健康甜味剂系列（核心高增长、高毛利赛道） 10
三、产品产能充足、产能利用率维持高位，扩产项目逐渐落地 11
3.1 现有产能与利用率现状 11
3.2 在建及规划扩产项目与产能释放节奏 12
四、海内外双轮驱动，高毛利海外业务快速扩张 13
4.1 国内外市场格局 13
4.2 深度绑定海外核心客户，公司需求持续扩容 14
五、行业情况：各类健康类添加剂应用广泛，行业快速发展 16
5.1、益生元行业应用广，规模逐渐扩大 16
5.2、膳食纤维发展早，应用广泛，国内逐步采用 16
5.3、阿洛酮糖风起，公司具备先发优势 17
5.4、行业竞争格局：百龙创园全方位综合领先 18
六、财务数据分析：业绩稳步抬升，盈利质量持续变好 19
6.1、业绩快速增长，业务具备坚实增长基础 19
6.2、利润率逐步攀升，费用率管控得当 20
6.3、现金流优秀，利润与现金流保持匹配 22
七、百龙五大看点，看好公司长期成长价值 22
7.1、产能释放增量 22
7.2、产品结构持续优化 23
7.3、下游需求持续扩容 24
7.4、海内外市场双向拓展 25
7.5、新品与工艺持续迭代 25
八、盈利预测 26
风险分析 27

图目录

图 1:公司宣传图 1
图 2:公司前十大股东情况 3
图 3:公司膳食纤维系列主要产品 7
图 4:公司益生元系列产品 9
图 5:公司健康甜味剂系列产品 10

表目录

仅供内部参考，请勿外传！

表 1:公司发展历程 2
表 2:公司实控人和高管具备丰富行业经验 4
表 3:公司三大业务贡献主要收入 6
表 4: 公司三大业务贡献主要毛利润 6
表 5:抗性糊精是公司膳食纤维业务主要收入来源 7
表 6:低聚果糖是公司益生元产品系列代表 9
表 7:阿洛酮糖是甜味剂主要收入来源 11
表 8:公司各产品产能利用率维持高位 11
表 9:公司当前扩产项目情况 13
表 10:公司境外业务贡献更多毛利，毛利水平也更高 13
表 11:公司境外业务是收入主要增长引擎 14
表 12:北美地区为境外收入第一大贡献区域 14
表 13:公司前五大客户情况 15
表 14:全球益生元行业规模情况 16
表 15:全球膳食纤维行业规模情况 17
表 16: :全球阿洛酮糖规模情况 18
表 17:各细分市场主要竞争业态 19
表 18:公司收入业绩快速增长 20
表 19:公司毛利率与净利率情况 21
表 20: 公司四项费用率情况 21
表 21:公司现金流与利润表现 22
表 22:公司投产项目情况 22
表 23:公司三大产品收入占比和毛利率情况 23
表 24:国内下游需求存在增长空间 24
表 25:公司境内外收入占比情况 25
表 26:公司研发费用较高 26

仅供内部参考，请勿外传！

一、百龙创园：深耕功能糖多年，从传统配料转型高端健康原料龙头

山东百龙创园生物科技股份有限公司（简称：百龙创园，605016.SH），2005 年设立，2021 年 4 月 21 日于上交所主板挂牌上市，总部坐落于山东省德州市禹城国家高新技术产业开发区，地处“中国功能糖城”禹城。公司是以生物工程技术为核心的国家级高新技术企业、工信部专精特新“小巨人”企业、农业产业化国家重点龙头企业，同时拥有国家绿色工厂、国家博士后科研工作站等平台资质，为阿洛酮糖国家团体标准牵头制定单位，多次斩获中国专利优秀奖，是全球品类布局较为齐全的功能糖、功能性配料生产商。

公司专注于益生元、膳食纤维、健康甜味剂、淀粉糖（醇）四大系列功能性食品配料的研发、生产与销售，核心产品包含抗性糊精、低聚果糖、阿洛酮糖、水苏糖、聚葡萄糖等，面向食品饮料、保健食品、特医、饲料等领域提供原料与定制化解决方案，产品销往全球五十余个国家与地区。

公司长期坚守“大营养、大健康”赛道，持续夯实生物发酵核心技术壁垒，践行“研究一代、开发一代、储备一代、量产一代”研发策略；依托国内基地叠加泰国海外产能布局，持续优化产品结构，做强高附加值膳食纤维与新型健康代糖赛道，由单一原料供应商向一站式健康配料综合服务商转型，致力于成为全球领先的功能性生物配料龙头企业。

图 1:公司宣传图



数据来源：公司官网，中信建投证券

公司发展整体分为**基础淀粉糖起步、益生元与膳食纤维升级、高端代糖战略突破、全球化产能扩张**四大阶

仅供内部参考，请勿外传！

段，沿着由初级淀粉糖向高附加值功能性生物配料持续进阶的路径演进。

第一阶段：初创奠基，深耕传统淀粉糖（2005–2012 年）

2005 年山东百龙创园正式成立，依托禹城“中国功能糖城”产业基础，以玉米淀粉深加工为起点，主打麦芽糖浆、麦芽糖醇、果葡糖浆等普通淀粉糖、淀粉醇产品。这一阶段以成熟大宗原料业务搭建生产、客户与供应链基本盘，积累生物酶催化、精制分离的基础工艺能力，完成生产体系与国内销售网络搭建，为后续产品升级储备技术与资金。

第二阶段：产品迭代，切入益生元、膳食纤维赛道（2013–2018 年）

顺应肠道健康、膳食纤维消费兴起趋势，公司启动产品结构升级，逐步脱离低毛利传统淀粉糖赛道。持续落地低聚果糖、水苏糖等**益生元**产能布局；重点攻坚可溶性膳食纤维，实现聚葡萄糖、抗性糊精规模化量产。依托柔性产线优势形成“益生元+膳食纤维”双核心产品矩阵，客户由传统食品厂商拓展至代餐、保健食品、特膳领域，海外市场持续拓展，确立功能性食品配料厂商定位。同时持续搭建研发平台，为布局高端稀有糖开展技术预研。

第三阶段：战略突破，攻坚阿洛酮糖，抢占高端代糖高地（2019–2021 年）

2019 年突破结晶工艺，推出高纯度晶体阿洛酮糖，切入欧美高端健康食品供应链。2021 年公司在上交所主板成功上市，同步推进晶体阿洛酮糖商业化推广，正式形成**益生元、膳食纤维、健康甜味剂、淀粉糖（醇）**四大产品板块，完成从普通功能糖企业向高端新型健康配料企业的转型。

第四阶段：产能扩张+全球化布局，巩固龙头地位（2022 年至今）

上市后持续加码高附加值品类产能建设，2024 年 5 月可溶性膳食纤维项目、年产 15000 吨结晶糖（含 5000 吨阿洛酮糖）项目顺利投产，放大抗性糊精与阿洛酮糖供给能力。2025 年启动泰国智慧工厂建设，打造海外生产基地，构建“山东本土基地+泰国海外基地”双产能格局，对冲原料成本、国际贸易关税风险。公司牵头制定阿洛酮糖国家团体标准，持续迭代固定化酶等核心工艺；2025 年国内阿洛酮糖获批新食品原料，公司提前完成产能储备，持续推进由原料生产商向一站式健康配料综合服务商升级。

表 1:公司发展历程

阶段	时间	核心事件	产品 / 赛道	战略意义
第一阶段：初创奠基	2005–2012 年	公司成立，依托禹城 "中国功能糖城" 产业基础，以玉米淀粉深加工起步	麦芽糖浆、麦芽糖醇、果葡糖浆等传统淀粉糖 / 淀粉醇	搭建生产体系与国内销售网络，积累酶催化、精制分离基础工艺，完成原始积累
第二阶段：产	2013–20	启动产品结构升级，逐步脱离低毛利大宗淀粉糖赛道；落地低聚果糖、水	益生元（低聚果糖、水苏糖）+ 膳食纤维（聚葡萄糖、	确立功能性食品配料厂商定位，客户拓展至代餐、保健

仅供内部参考，请勿外传！

表 1:公司发展历程

阶段	时间	核心事件	产品 / 赛道	战略意义
品迭代	18 年	苏糖产能；攻坚可溶性膳食纤维，实现聚葡萄糖、抗性糊精规模化量产	抗性糊精）双核心矩阵	食品、特膳领域；海外市场持续拓展
第三阶段：战略突破	2019–2021 年	2019 年突破结晶工艺；2021 年上交所主板上市	形成益生元、膳食纤维、健康甜味剂、淀粉糖（醇）四大产品板块；晶体阿洛酮糖切入欧美高端供应链	完成从普通功能糖企业向高端新型健康配料企业的战略转型，上市融资助力产能扩张
第四阶段：全球化扩张	2022 年至今	2024 年可溶性膳食纤维及 15000 吨结晶糖项目投产；2025 年启动泰国智慧工厂建设；牵头制定阿洛酮糖国家团体标准；国内阿洛酮糖获批新食品原料	放大抗性糊精与阿洛酮糖供给能力；构建 "山东基地 + 泰国基地" 双产能格局	对冲原料成本与国际贸易关税风险，由原料生产商向一站式健康配料综合服务商升级，冲击全球功能性生物配料龙头

资料来源：公司官网，中信建投证券

公司实际控制人为窦宝德，窦光朋为一致行动人（父子关系）。截至最新公开数据，窦宝德直接持股 **47.36%**，窦光朋持股 **2.40%**，两人合计持股 **49.76%**，股权集中度高，控制权稳固，有利于长期战略持续落地。核心股东层面，前两大外部机构股东为青岛恩复开金创投（4.66%）、深圳鸿庆华融二号投资（3.94%），均为上市前引入财务投资机构。

图 2:公司前十大股东情况

2026 一季报

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	窦宝德 一致行动人(1) 实控人 董监高	198,924,050	47.36
2	舟山君信创业投资基金合伙企业(有限合伙) 一致行动人(3) 关联方(2)	19,556,460	4.66
3	舟山鸿庆华融二号股权投资合伙企业(有限合伙)	16,562,000	3.94
4	新华资产-明义五十号资产管理产品	12,365,972	2.94
5	窦光朋 一致行动人(1) 实控人 董监高	10,086,258	2.40
6	郭惠元 一致行动人(3) 关联方(2)	9,057,150	2.16
7	香港中央结算有限公司 陆股通	5,889,231	1.40
8	鹏华新兴产业混合型证券投资基金	4,804,939	1.14
9	The Goldman Sachs Group, Inc.	4,265,489	1.02
10	中欧景气精选混合型证券投资基金	3,812,900	0.91
	合计	285,324,449	67.93

数据来源：wind，中信建投证券

实控人窦宝德出任董事长，聚焦顶层长期战略规划、重大产能投资、新品赛道布局以及全球化发展方向把

仅供内部参考，请勿外传！

控，统筹公司中长期发展路线；总经理禚洪建作为经营一把手，全面主持日常生产、销售、供应链、内部管理等全维度经营事务，落地董事会各项战略决议。高管团队权责划分清晰、分工明确，形成多元互补管理结构：以窦光朋为代表的家族核心成员深度参与技术研发、产业化落地与行业标准建设，持续夯实生物转化核心技术路线；同时搭配深耕行业多年的资深内部管理人员与市场化职业经理人，兼顾产业资源积淀、内部运营稳定性与市场化经营视野。依托高度集中且稳定的股权基础，公司内部决策链条较短，层级沟通顺畅，战略下达与业务落地传导高效，能够快速响应下游客户需求、灵活推进产能扩建与新产品产业化落地。

表 2:公司实控人和高管具备丰富行业经验

姓名	职务	分管领域	核心职责与背景
窦宝德	董事长、非独立董事（实控人）	战略决策、重大投资	公司创始人，深耕功能糖行业二十余年；统筹长期战略、产能规划、新品赛道布局与全球化方向，主导阿洛酮糖等核心品类战略落地
禚洪建	总经理、法定代表人	全面经营管理	经营一把手，主持日常生产、销售、供应链、内部管理全维度事务，落地董事会战略决议，具备多年生物发酵行业经营管理经验
安莲莲	副董事长、副总经理	内控与综合管理	参与公司战略管理，统筹内控体系、综合行政与重要客户对接
窦光朋	副总经理（实控人一致行动人）	技术研发、供应链、标准建设	实控人之子，分管技术研发、供应链管理与行业标准对接，推动阿洛酮糖产业化及国家团体标准制定
赵德轩	副总经理	国内销售	分管国内销售业务，负责国内大客户开发、渠道建设与市场拓展
于文平	副总经理	生产、设备、安环	分管生产运营、设备管理与安全环保，主导禹城基地产能扩建与产线工艺升级
谷俊超	董事会秘书	资本运作、投资者关系、合规	负责信息披露、投资者关系管理、资本运作与证券合规事务
李莉	财务总	财务、资金、投融资	统筹财务核算、资金管理、成本控制与投融资财务管控

仅供内部参考，请勿外传！

表 2:公司实控人和高管具备丰富行业经验

姓名	职务	分管领域	核心职责与背景
	监		
王敏	职工董事、国际贸易部副经理	海外市场	资深海外业务负责人，深耕国际贸易，负责海外大客户维护与全球市场开拓
邢志良	独立董事	审计、财务专业	会计专业背景，董事会审计委员会召集人，把控财务合规与内控监督
牛强	独立董事	战略、法律专业	法律 / 战略专业背景，参与公司重大决策合规性审查
宿玲恰	独立董事	提名、薪酬专业	提名与薪酬委员会成员，负责人力资源治理与薪酬体系监督

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券

二、深耕三大业务，多元驱动公司稳健前行

公司深耕功能性糖、食品配料领域多年，形成了以**生物发酵、酶转化**为核心的先进生产工艺体系，相较于传统化工合成工艺，具备绿色环保、生产成本低、产品纯度高、安全性强等核心优势，为各类产品规模化、标准化生产奠定了坚实基础。依托成熟的生产技术、完善的产能布局和持续的研发迭代能力，公司业务聚焦食品健康配料核心赛道，整体划分为**膳食纤维、益生元、健康甜味剂、传统淀粉糖**四大核心板块。

营收结构层面，2023-2025 年公司产品结构优化趋势清晰且持续落地。传统淀粉糖、普通糖醇等低端低毛利业务营收占比逐年稳步下降，业务体量持续收缩，营收贡献度持续弱化；而三大高端功能配料板块营收规模、营收占比持续双升。其中，健康甜味剂板块成长弹性最为突出，三年营收规模增长近 1.7 倍，是公司增速最快的细分赛道；膳食纤维板块营收占比稳定维持在 56%左右，稳居第一大主营业务，基本盘稳固；益生元板块营收占比稳定维持在 29%上下，增长稳健。整体营收结构彻底摆脱对传统低端配料的依赖，持续向高附加值、高成长性的功能食品配料倾斜。

毛利结构层面，产品升级红利持续释放，整体盈利质量大幅提升。公司整体毛利率从 2023 年的 32.77%提

仅供内部参考，请勿外传！

升至 2025 年的 **41.80%**，两年提升超 9 个百分点，盈利改善成效显著。分板块来看，高毛利的膳食纤维、益生元、健康甜味剂三大高端板块毛利贡献占比持续提升，2025 年三大高端板块合计营收占比超 99%，成为公司全部核心利润来源。其中膳食纤维板块凭借近 50%的超高毛利率，成为公司第一大利润支柱；健康甜味剂板块毛利率大幅修复，成为利润增量核心；而传统基础业务毛利占比已降至极低水平，基本不再影响公司整体盈利水平，成功形成“高毛利基本盘+高增长增量赛道”的优质利润结构。

整体来看，公司已明确**淘汰低端、聚焦高端、强化创新**的产品发展战略，持续缩减低附加值、低盈利的传统产品产能，不断加大生物发酵、酶转化高端功能糖、新型健康甜味剂的研发投入与产能投放，产品科技含量、附加值、市场竞争力持续提升，产品结构愈发优质，盈利质量与长期发展潜力持续向好。

表 3:公司三大业务贡献主要收入（万元）

分产品	2025 年度金额	2025 占比	2024 年度金额	2024 占比	2023 年度金额	2023 占比
膳食纤维系列	75,657.33	56.26%	62,361.55	56.35%	44,410.88	51.99%
益生元系列	39,284.36	29.21%	32,248.06	29.14%	25,710.03	30.10%
健康甜味剂	19,427.70	14.45%	15,623.84	14.12%	13,722.98	16.07%
其他淀粉糖（醇）	103.58	0.08%	432.14	0.39%	1,570.44	1.84%
主营业务收入合计	134,472.98	100.00%	110,665.60	100.00%	85,414.32	100.00%

资料来源：wind，中信建投证券

表 4: 公司三大业务贡献主要毛利润（万元）

分产品	2025 年度毛利金额	2025 年度毛利占比	2024 年度毛利金额	2024 年度毛利占比	2023 年度毛利金额	2023 年度毛利占比
膳食纤维系列	37,290.05	65.58%	25,940.98	68.25%	17,300.36	61.32%
益生元系列	13,550.74	23.83%	9,019.68	23.73%	7,418.86	26.30%
健康甜味剂	6,004.33	10.56%	2,974.09	7.82%	3,348.22	11.87%
其他淀粉糖（醇）	15.85	0.03%	75.16	0.20%	144.6	0.51%
合计	56,860.97	100.00%	38,009.90	100.00%	28,212.05	100.00%

资料来源：wind，中信建投证券

2.1、膳食纤维系列（营收基本盘，需求稳健）

公司膳食纤维系列核心产品包含抗性糊精、聚葡萄糖等功能性膳食纤维产品，是公司布局市场时间最久、客户基数最广、营收贡献最稳定的核心业务板块，构成企业经营发展的基本盘。该系列产品具备水溶性好、口感百搭、适配性强、理化性质稳定的特点，可适配各类食品饮料加工场景，无明显应用限制。

仅供内部参考，请勿外传！

从经营指标来看，膳食纤维系列是百龙创园第一大主营业务，营收贡献稳居首位，营收体量持续稳步扩容。2023-2025 年，板块营收分别为 4.44 亿元、6.24 亿元、7.57 亿元，对应营收占比分别为 51.99%、56.35%、56.26%，近三年营收复合增速超 30%，增长稳健且市场基本盘稳固。盈利端表现持续亮眼，2025 年板块毛利率达 **49.29%**，同比提升 7.69 个百分点，是公司毛利率最高、盈利韧性最强的核心板块。经过多年市场深耕，公司已积累海量稳定合作客户，产品复购率高，市场口碑与行业认可度位居行业前列。

在应用场景方面，该系列产品广泛应用于**无糖茶饮、气泡水、代餐粉、低 GI 主食、休闲零食、乳制品**等领域。随着国民健康意识提升，低卡、高纤、轻量化饮食成为常态化消费趋势，膳食纤维作为核心健康配料，市场刚需属性突出，下游需求常年稳定，无明显周期性波动，为公司提供了持续稳定的营收与现金流支撑。

图 3:公司膳食纤维系列主要产品



数据来源：公司官网，中信建投证券

表 5:抗性糊精是公司膳食纤维业务主要收入来源

抗性糊精产品	指标	2025 年	2024 年	2023 年
	销售收入（万元）	57,495.45	41,818.04	25,969.78
	占当期营业收入比例	41.69%	36.31%	29.91%

仅供内部参考，请勿外传！

产能利用率（膳食纤维液体产品）	105.80%	84.82%	119.23%

资料来源：公司公告，中信建投证券

2.2、益生元系列（高溢价、刚性需求赛道）

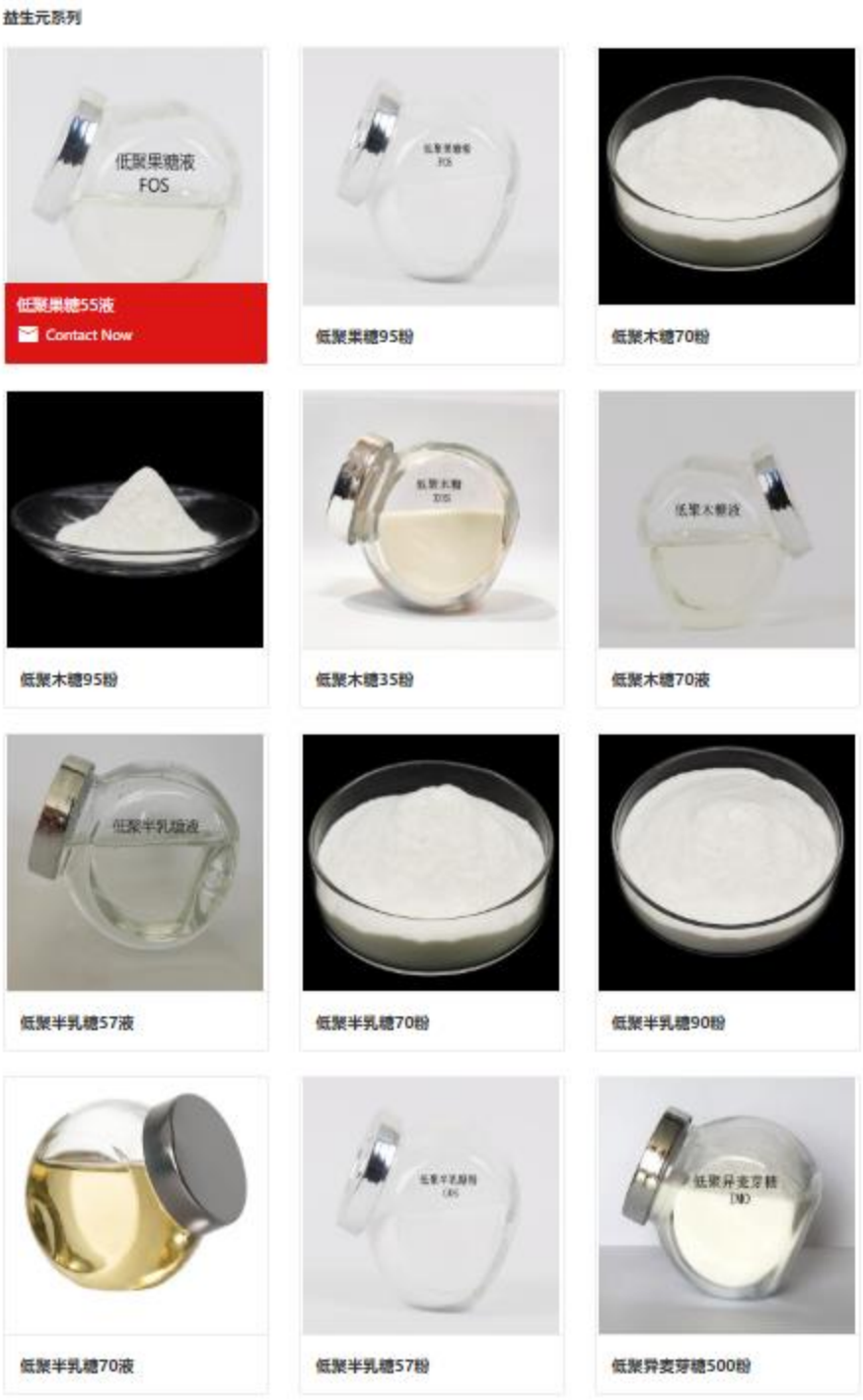
益生元系列是公司中高端功能性配料核心板块，核心产品涵盖低聚果糖、低聚半乳糖、低聚木糖、水苏糖等多品类产品，全面覆盖不同层级的肠道健康消费需求。该系列产品核心功效为调节肠道菌群、改善肠胃消化吸收，贴合全民肠道健康养护的消费风口，赛道需求刚性极强。

盈利层面，益生元系列产品技术壁垒高于普通食品配料，生产工艺精细化要求高，行业准入门槛相对较高，因此产品具备**高溢价、高毛利、低竞争内卷**的核心优势，盈利表现持续修复向好。2023-2025 年，公司益生元系列营收分别为 2.57 亿元、3.22 亿元、3.93 亿元，同比增速分别稳定在 20%以上，2025 年营收占比达 29.21%，为公司第二大核心营收板块。毛利率持续攀升，2025 年毛利率达 34.49%，同比提升 6.52 个百分点，盈利能力稳步改善。相较于传统配料，益生元产品盈利能力更优，且客户粘性极强，下游品牌客户替换意愿低。

下游应用场景聚焦高端健康食品领域，核心供给**婴幼儿配方食品、乳制品、益生菌保健品、功能性膳食补充剂、高端饮品**等细分赛道。其中，婴幼儿食品、保健品领域对配料安全性、纯度、工艺标准要求严苛，公司凭借成熟的生物发酵工艺、严格的品控体系，顺利切入头部品牌供应链，产品附加值与市场竞争力显著优于行业普通竞品。

仅供内部参考，请勿外传！

图 4:公司益生元系列产品



数据来源：公司官网，中信建投证券

表 6:低聚果糖是公司益生元产品系列代表

低聚果糖产品	指标	2025 年	2024 年	2023 年

仅供内部参考，请勿外传！

销售收入（万元）	9,354.28	8,729.39	7,198.18
占当期营业收入比例	6.78%	7.58%	8.29%
产能利用率（益生元液体产品）	125.42%	103.96%	104.87%

资料来源：公司公告，中信建投证券

2.3、健康甜味剂系列（核心高增长、高毛利赛道）

健康甜味剂系列是公司战略重点布局的新兴核心赛道，核心产品以阿洛酮糖、异麦芽酮糖为主，是贴合全球减糖、控糖消费趋势的新一代功能性甜味配料。产品核心特性为低热值、低升糖、零负担，甜度口感贴近传统蔗糖，无人工甜味剂苦涩残留口感，完美解决了传统甜味剂口感差、健康性不足的行业痛点。

该板块是公司近三年增速最快、成长弹性最大的核心战略业务，也是公司产品结构升级、盈利能力提升的核心抓手，增长势能持续释放。2023-2025 年，健康甜味剂系列营收持续高速增长，营收规模从 0.71 亿元增长至 1.94 亿元，2025 年同比增速达 24.35%，营收占比提升至 14.09%。盈利端改善极为显著，2025 年板块毛利率大幅提升 11.87 个百分点，盈利空间持续打开。随着国民肥胖、高血糖等健康问题关注度持续提升，全民减糖、轻糖消费理念全面普及，下游无糖、低糖食品饮料市场迎来爆发式增长，直接带动健康甜味剂产品需求持续扩容。

从应用场景来看，产品广泛适配无糖饮料、烘焙食品、糖果糕点、代餐食品、功能性保健品等全品类场景，下游应用覆盖面持续拓宽。凭借优异的产品性能、规模化生产优势和成本控制能力，公司健康甜味剂产品快速抢占市场份额，成为驱动公司业绩增量、提升整体盈利水平的核心支柱。

图 5:公司健康甜味剂系列产品



数据来源：公司官网，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

表 7:阿洛酮糖是甜味剂主要收入来源

D-阿洛酮糖产品	指标	2025 年	2024 年	2023 年
	销售收入（万元）	18,535.49	15,403.40	13,722.98
	占当期营业收入比例	13.44%	13.38%	15.81%
	产能利用率（健康甜味剂液体产品）	117.93%	82.34%	116.24%

资料来源：公司公告，中信建投证券

三、产品产能充足、产能利用率维持高位，扩产项目逐渐落地

公司深耕功能糖配料领域多年，已形成完善的高端产品产能体系，核心产品产能充足、产能利用率维持高位，叠加持续落地的扩产项目，未来高端功能配料产能增量空间明确，持续支撑公司高增长赛道业务放量。

3.1 现有产能与利用率现状

现阶段公司核心产能聚焦膳食纤维、益生元、健康甜味剂三大高端产品，传统淀粉糖产能逐步收缩优化。公司核心产线具备柔性生产特性，多品类粉体产品共用干燥、提纯核心设备，整体产能协同性强、利用效率高。报告期内，公司核心产品市场需求旺盛，各高端产品产线常年处于高负荷生产状态，产能利用率持续饱和，产销衔接紧密、库存周转高效，无闲置产能浪费情况。其中，公司已建成年产 30000 吨可溶性膳食纤维产能、年产 15000 吨结晶糖（阿洛酮糖等健康甜味剂）核心产能，是国内抗性糊精、阿洛酮糖等高端功能配料的核心产能龙头，产能规模位居行业第一梯队。益生元系列依托成熟产线实现多品类同步生产，产能可根据市场需求灵活调配，充分满足下游乳制品、保健品、婴配食品的刚性需求。

表 8:公司各产品产能利用率维持高位（吨）

产品系列	年度	液体产能	液体总产量	液体产能利用率	粉体产能	粉体总产量	粉体产能利用率
益生元系列	2025 年	34,000.00	42,641.61	125.42%	-	24,150.79	-
益生元系列	2024 年	34,000.00	35,345.19	103.96%	-	21,266.93	-
益生元系列	2023 年	22,500.00	23,596.22	104.87%	-	12,237.47	-
膳食纤维系列	2025 年	62,200.00	65,807.33	105.80%	-	32,412.47	-
膳食纤维系列	2024 年	62,200.00	52,756.17	84.82%	-	26,992.18	-
膳食纤维系列	2023 年	35,200.00	41,970.00	119.23%	-	21,484.82	-
健康甜味剂系列	2025 年	16,000.00	18,869.59	117.93%	58,000.00	11,477.10	117.31%
健康甜味剂系列	2024 年	16,000.00	13,174.52	82.34%	51,500.00	7,705.35	108.67%
健康甜味剂系	2023 年	6,000.00	6,974.26	116.24%	36,833.00	2,904.73	99.44%

仅供内部参考，请勿外传！

列							
其他淀粉糖（醇）	2025 年	1,000.00	202.07	20.21%	-	-	-
其他淀粉糖（醇）	2024 年	1,000.00	819.95	82.00%	-	-	-
其他淀粉糖（醇）	2023 年	2,667.00	2,073.61	77.75%	-	0.18	-
合计	2025 年	113,200.00	127,520.60	112.65%	58,000.00	68,040.36	-
合计	2024 年	113,200.00	102,095.83	90.19%	51,500.00	55,964.46	-
合计	2023 年	66,367.00	74,614.09	112.43%	36,833.00	36,627.20	-

资料来源：公司公告，中信建投证券

3.2 在建及规划扩产项目与产能释放节奏

公司精准聚焦高毛利、高增长的高端功能糖与新型甜味剂赛道，持续推进国内外双基地扩产布局，重点落地国内技改扩产与泰国海外智慧工厂两大核心项目，整体增量产能全部聚焦高端产品，无低端产能扩张，持续匹配产品结构升级战略。

国内产能升级方面，公司目前落地两大在建高端扩产项目，全部聚焦高附加值产品，无低端产能扩张。其一为高端功能糖干燥扩产与综合提升项目，重点扩产异麦芽酮糖、低聚半乳糖、乳果糖等高端甜味剂、益生元产品，规划新增高端功能糖粉体产能 1.3 万吨/年，项目总投资 2.12 亿元，目前已完成设备安装与调试工作，处于收尾阶段，预计 2026 年 9 月正式投产，将有效补齐国内高端细分产品产能短板，缓解高毛利产品产能紧缺问题。其二为年产 1 万吨高品质膳食纤维项目，为 2026 年禹城市公示新增在建项目，聚焦高端水溶性膳食纤维，适配高端代餐、低 GI 食品、无糖饮品等高景气赛道，目前已取得建设许可并进入实质性施工阶段，投产后将进一步巩固公司膳食纤维龙头产能优势。

海外产能布局方面，公司核心推进泰国大健康新食品原料智慧工厂项目，是公司全球化战略的核心落地载体，项目总投资 9.11 亿元，分两期建设，整体规划总产能 7.2 万吨/年。其中一期规划 5 万吨/年高端功能糖产能，包含 1.2 万吨晶体阿洛酮糖、0.7 万吨液体阿洛酮糖、2 万吨抗性糊精、6000 吨低聚果糖等核心高端产品；二期规划新增 2.2 万吨/年高端功能糖产能，持续补齐海外高景气产品供给。该项目于 2025 年 7 月正式开工，目前已完成土地购置、场地平整、主体基础施工及核心设备招标，建设进度有序推进，整体预计 2027 年底竣工投产。泰国基地建成后可实现海外本土化生产、本土化供货，享受当地 BOI 免税政策，有效规避国际贸易关税壁垒、降低跨境物流成本，大幅提升海外产品毛利率与全球市场份额，承接全球减糖赛道增量订单。

整体产能扩张逻辑高度贴合公司产品结构升级战略，所有在建、拟建增量产能 100%投向健康甜味剂、高端益生元、高品质膳食纤维等高毛利、高增长赛道，传统低端淀粉糖、普通糖醇产能持续出清、不再新增。产能释放节奏层次清晰：2026 年国内两大项目率先落地放量，夯实短期业绩增长；2027 年泰国海外工厂全面投产，打开中长期全球化成长空间。国内外产能协同发力，将持续抬升公司高端产品产能占比、优化盈利结构，进一步巩固公司在国内功能配料、新型健康甜味剂领域的行业龙头地位

整体来看，公司国内外两大扩产项目合计新增高端产品产能 58000 吨/年，全部投向高毛利、高景气赛道，

仅供内部参考，请勿外传！

传统低端产能持续出清。2026 年起新增产能将逐步落地释放，持续打开公司业绩增长天花板，支撑健康甜味剂、高端膳食纤维、益生元业务持续放量，进一步巩固公司行业龙头地位。

表 9:公司当前扩产项目情况

募投项目	拟扩产产品类型	拟建设产能（吨/年）	2025 年度产量（吨）	扩产倍数（拟建设产能/2025 年度产量）
泰国大健康新食品原料智慧工厂项目	D-阿洛酮糖晶体	12,000.00	11,250.30	1.07
	D-阿洛酮糖液体	7,000.00	2,863.54	2.44
	抗性糊精	20,000.00	30,851.23	0.65
	低聚果糖	6,000.00	6,673.24	0.9
功能糖干燥扩产与综合提升项目	异麦芽酮糖	11,000.00	161	68.32
	低聚半乳糖	1,800.00	1,574.37	1.14

资料来源：公司公告，中信建投证券

四、海内外双轮驱动，高毛利海外业务快速扩张

公司经过多年市场布局，已形成国内深耕、全球辐射的立体化市场格局，同时构建直销+经销双模式销售体系，精准匹配不同市场、不同客户的合作需求，市场覆盖面、客户粘性与品牌影响力持续提升。

4.1 国内外市场格局

国内市场为公司核心基本盘，营收占比曾经长期处于主导地位，客户结构以国内头部食品饮料企业、乳制品企业、保健品品牌、代工生产企业为主，客户质量优质、合作稳定性强。公司依托山东总部生产基地，联动上海、济南全资子公司完成区域市场深耕，以上海为长三角核心枢纽，辐射江浙沪、华南等消费核心区域；以济南为衔接节点，深耕华北、华东市场，全面覆盖国内主流消费与生产集群区域，国内市场渗透率持续提升。

海外市场为公司核心增量市场，营收占比逐年稳步提升，产品远销全球多个国家和地区。凭借产品通过 FDA、GRAS 等多项国际权威认证，公司顺利切入全球食品供应链，重点覆盖东南亚、欧美等海外核心消费市场。随着泰国海外工厂落地投产，公司将实现海外本土化生产、本土化供货，有效规避关税壁垒、降低物流成本，进一步提升海外市场盈利能力，加速全球化市场扩张，海外业务有望成为公司中长期核心增长极。

表 10:公司境外业务贡献更多毛利，毛利水平也更高（万元）

项目	2025 年度		2024 年度		2023 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
境内	12,706.42	30.16%	11,080.71	27.12%	10,499.63	25.39%

仅供内部参考，请勿外传！

境外	44,154.55	47.82%	26,929.19	38.58%	17,712.42	40.20%
合计	56,860.97	42.28%	38,009.90	34.35%	28,212.05	33.03%

资料来源：公司公告，中信建投证券

表 11:公司境外业务是收入主要增长引擎（万元）

分地区	2025 金额	2025 占比	2024 金额	2024 占比	2023 金额	2023 占比
境内	42,132.75	31.33%	40,857.07	36.92%	41,350.21	48.41%
境外	92,340.24	68.67%	69,808.53	63.08%	44,064.12	51.59%
主营业务收入合计	134,472.98	100.00%	110,665.60	100.00%	85,414.32	100.00%

资料来源：公司公告，中信建投证券

表 12:北美地区为境外收入第一大贡献区域（万元）

区域	2025 年度		2024 年度		2023 年度	
	收入金额	占境外收入比例	收入金额	占境外收入比例	收入金额	占境外收入比例
北美洲	72,101.75	77.82%	52,788.62	73.35%	31,073.73	69.94%
欧洲	8,325.02	8.99%	7,354.63	10.22%	4,745.14	10.68%
亚洲	8,294.58	8.95%	8,183.70	11.37%	6,629.33	14.92%
大洋洲	1,725.76	1.86%	1,560.47	2.17%	924.4	2.08%
南美洲	1,213.41	1.31%	1,107.41	1.54%	1,045.00	2.35%
非洲	986.29	1.06%	977.08	1.36%	10.48	0.02%
合计	92,646.80	100.00%	71,971.93	100.00%	44,428.08	100.00%

资料来源：公司公告，中信建投证券

4.2 深度绑定海外核心客户，公司需求持续扩容

经过多年行业深耕与产品迭代，百龙创园积累了高资质、高粘性、高稳定性的优质头部客户资源，客户结构覆盖全球食品饮料、乳制品、母婴食品、健康保健品等核心下游赛道，客户质量位居行业第一梯队。公司凭借稳定的产品品质、严苛的安全标准、定制化研发服务及规模化交付能力，与国内外头部品牌建立长期深度绑定合作关系，合作周期长、复购率高、订单稳定性极强，有效对冲行业零散订单波动风险，保障公司营收基本面稳健。

国际客户层面，公司成功切入全球顶级食品供应链，合作涵盖雀巢、玛氏、联合利华、通用磨坊、恒天然、

仅供内部参考，请勿外传！

养乐多等国际快消龙头，同时深度绑定海外健康食品头部品牌 Quest Nutrition、Halo Top、OneBrands 等，产品远销欧美、东南亚等主流海外市场。其中美国知名健康配料服务商 Anderson Global Group 为公司第一大客户，合作规模持续扩容，体现公司高端产品在全球减糖、健康配料赛道的核心竞争力。

国内客户层面，公司全面覆盖国内食品饮料、乳制品、保健品头部企业，核心合作客户包括伊利、蒙牛、农夫山泉、娃哈哈、旺旺、王老吉、汤臣倍健、完美、东阿阿胶、贝因美、红星乳业等知名品牌，全面覆盖无糖饮品、代餐零食、高端乳制品、婴配食品、功能性保健品等高景气细分领域。优质的客户结构验证了公司产品的安全性、稳定性与适配性，也是公司持续放量、抢占高端市场的核心壁垒。

从客户结构特征来看，公司前五客户销售占比稳步提升，2023-2025 年合计营收占比达 53.73%，头部客户集中效应凸显，核心大客户订单体量充足、履约稳定、回款质量高，构成公司营收核心基本盘。同时公司持续拓展中小优质客户，客户梯队分层完善，既保障经营稳定性，又预留充足增量空间。下游多为行业龙头企业，行业话语权强、抗风险能力高，能够持续带动公司高端功能糖、健康甜味剂产品需求稳步扩容。

表 13:公司前五大客户情况（万元）

年度	序号	客户名称	销售金额	占当期营业收入比例
2025 年度	1	Anderson Global Group, LLC	60,054.49	43.55%
2025 年度	2	SM Ingredients, Inc	5,053.24	3.66%
2025 年度	3	客户 A	3,875.44	2.81%
2025 年度	4	河南旗诺食品配料有限公司	3,066.13	2.22%
2025 年度	5	客户 B	2,055.31	1.49%
2025 年度	-	合计	74,104.60	53.73%
2024 年度	1	Anderson Global Group, LLC	42,453.64	36.86%
2024 年度	2	SM Ingredients, Inc	4,665.93	4.05%
2024 年度	3	江苏元捷农业发展有限公司	2,842.90	2.47%
2024 年度	4	客户 C	2,471.64	2.15%
2024 年度	5	山东滨州健源食品有限公司	2,097.84	1.82%
2024 年度	-	合计	54,531.94	47.35%
2023 年度	1	Anderson Global Group, LLC	26,739.42	30.80%
2023 年度	2	SM Ingredients, Inc	3,036.13	3.50%
2023 年度	3	客户 D	1,877.42	2.16%

仅供内部参考，请勿外传！

2023 年度	4	赛高集团	1,736.09	2.00%
2023 年度	5	广州醇天然生物科技有限公司	1,643.97	1.89%
2023 年度	-	合计	35,033.04	40.35%

资料来源：公司公告，中信建投证券

五、行业情况：各类健康类添加剂应用广泛，行业快速发展

5.1、益生元行业应用广，规模逐渐扩大

益生元目前已广泛应用于食品、乳制品、医药、保健品等多个领域，市场规模逐渐扩大。以乳制品为例，世界各国对婴幼儿配方食品的监管较为严格，尤其以 0—6 个月婴儿食用的 1 段奶粉要求最为苛刻。2011 年，美国 FDA 批准将低聚果糖作为公认安全（GRAS）成分加入到婴幼儿配方奶中。同年，中国企业在国内参与组织了添加蔗糖来源的低聚果糖婴幼儿配方奶粉婴儿的 90 天喂养试验，推动了国家卫生部相关公告的发布，进口低聚果糖和低聚半乳糖在国内婴幼儿配方奶粉中的垄断地位被打破。目前，国际上允许在婴幼儿 1 段奶粉中添加的益生元只有低聚果糖和低聚半乳糖。随着这两种益生元的国产化，国内婴幼儿配方食品添加益生元成为常态，现在几乎所有高端婴幼儿配方奶粉都添加低聚果糖或低聚半乳糖益生元。

根据研究机构数据， 2023 年全球益生元产量为 27.92 万吨，销售额为 12.78 亿美元；预计 2030 年全球益生元产量将达到 44.12 万吨，销售额将达到 22.79 亿美元，2023-2030 年复合增长率分别为 6.75%和 8.62%。

表 14:全球益生元行业规模情况

年份	全球益生元产量（万吨）	全球益生元销售额（亿美元）	单价（美元/吨）
2023	27.92	12.78	4577.36
2024E	29.69	13.78	4641.29
2025E	31.69	15.03	4742.82
2026E	33.88	16.31	4814.05
2027E	36.1	17.75	4916.9
2028E	38.58	19.31	5005.18
2029E	41.37	21.04	5085.81
2030E	44.12	22.79	5165.46

资料来源：QYRESEARCH，中信建投证券

5.2、膳食纤维发展早，应用广泛，国内逐步采用

欧美发达国家早在 20 世纪 70 年代就兴起了膳食纤维的研究、开发与应用高潮，并逐步将膳食纤维作为

仅供内部参考，请勿外传！

一种功能性食品配料用于食品工业，开发出多种添加膳食纤维的糕点、乳制品、果酱、饮料等高纤维食品，形成了一定的市场规模。在市场需求的催生下，早在 2009 年美国高膳食纤维类产品的年销售额已超过 500 亿美元。

欧美、日本等国近年来已将膳食纤维食品作为肠癌、冠心病、糖尿病等患者的主要食品，大部分面食中如面包、面条和馒头都不同程度地添加了一定量的膳食纤维，高纤维主食已成为人们补充膳食纤维的主要途径，其消费需求正以每年 10%以上的速度增长。发达国家在发展膳食纤维产业的同时，大大减少了各种慢性病的发生，也减少了公共卫生和社会保障的压力。

随着我国居民生活水平的提高，人们对美味的过度追求，高脂肪、高碳水化合物、高蛋白质的过量摄入，以及食物结构的日益精细化，致使我国出现了高血压、高血脂、高胆固醇、糖尿病等疾病的流行，这与膳食纤维的缺失存在着一定的关系。经过数十年的科学研究，现已证明膳食纤维具有多重健康功效，是值得向全民推广的普及型健康产品。世界卫生组织和各国营养学界对膳食纤维的摄入给出了统一的建议，即每人每天摄入量在 25g—35g 之间，其中美国糖尿病协会建议糖尿病患者可以适度提高到 45—55g。学术界还认为该类产品的应用范围为 3-100 岁男女老幼均适用。由于我国拥有约 14 亿的人口基数，膳食纤维产业有着巨大的经济价值。

根据研究机构数据， 2019 年全球膳食纤维产量为 17.33 万吨，销售额为 3.98 亿美元； 2023 年产量为 22.27 万吨，销售额为 5.14 亿美元， 2019-2023 年复合增长率分别为 6.47%和 6.58%；预计 2030 年全球膳食纤维产量将达到 42.70 万吨，销售额将达到 10.03 亿美元，2023-2030 年复合增长率分别为 9.75%和 10.03%。

表 15:全球膳食纤维行业规模情况

年份	全球膳食纤维产量（万吨）	全球膳食纤维销售额（亿美元）	膳食纤维单价（美元/吨）
2023	22.27	5.14	2308.04
2024E	23.79	5.51	2316.1
2025E	26.6	6.07	2281.95
2026E	29.46	6.65	2257.3
2027E	32.37	7.42	2292.25
2028E	35.42	8.28	2337.66
2029E	39.23	9.31	2373.18
2030E	42.7	10.03	2348.95

资料来源：QY RESEARCH，中信建投证券

5.3、阿洛酮糖风起，公司具备先发优势

公司生产的健康甜味剂系列产品主要为 D-阿洛酮糖，为一种天然的稀少糖甜味剂。D-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相当类似或接近，但其热量却远低于蔗糖，对于肥胖以及糖尿病患者是一种理想的蔗糖代替物。 D-阿洛酮糖安全，口感柔和细致，甜味温和细致，食用期间与之后都没有不良口感。

2019 年美国 FDA 宣布阿洛酮糖不在“添加糖”、“总糖”营养标签中标注，因此在这两项类目中不计算

仅供内部参考，请勿外传！

其添加量，为阿洛酮糖在食品中，特别是无糖、少糖产品中大量应用奠定了政策基础。目前，阿洛酮糖已在美国、中国、日本、韩国、澳大利亚及新西兰等在内的十余个国家获得法规许可，欧盟等多国也在阿洛酮糖的认证过程中。2021 年以来，欧洲食品安全局（EFSA）分别对松谷化学等厂商生产的用于生产 D-阿洛酮糖的酶进行了安全性评估，结果均为“没有风险”或“在正常使用条件下不会带来安全隐患”。在中国， 2025 年 7 月 2 日，中国卫健委公示 D-阿洛酮糖纳入新食品原料， 可应用于除婴幼儿、孕妇及哺乳期妇女的其他人群食品，正式打开了其产业化之路。根据食品安全标准与监测评估司对 D-阿洛酮糖的解读，申报产品为含量≥98g/100g 的 D-阿洛酮糖，推荐食用量为≤20 克/天。目前，我国规模较大的阿洛酮糖企业主要有百龙创园、三元生物、保龄宝、微元合成等。其中，百龙创园率先实现大规模量产，已经成为行业内领先企业。

根据研究机构数据，全球阿洛酮糖市场规模已由 2019 年的 0.33 亿美元增长至 2023 年的 1.73 亿美元。随着需求增大和各国获批进程加快，预计 2030 年全球阿洛酮糖市场规模将增长至 5.45 亿美元。

表 16: :全球阿洛酮糖规模情况

年份	全球阿洛酮糖销售额（亿美元）
2023	1.73
2024E	2.04
2025E	2.36
2026E	2.76
2027E	3.23
2028E	3.84
2029E	4.64
2030E	5.45

资料来源：QY RESEARCH，中信建投证券

5.4、行业竞争格局：百龙创园全方位综合领先

国内功能糖行业梯队特征清晰，行业资源持续向头部集中。第一梯队为具备多品类量产能力、完整技术储备、全球化客户资源的上市龙头企业；第二梯队为聚焦单一品类的中型厂商；大量中小生产企业工艺简陋、产品单一、缺乏合规资质，仅能面向低端零散市场，整体竞争力薄弱。行业低端竞争持续加剧，具备高端原料供应能力、全球化交付能力的头部企业竞争优势持续放大。

百龙创园是国内稀缺同时布局膳食纤维、益生元、新型健康甜味剂三大赛道的综合型功能糖龙头，在多个高附加值细分赛道拥有突出行业地位与定价话语权：

1. 抗性糊精（可溶性膳食纤维）：国内首家取得生产许可企业，长期打破海外厂商垄断，国内产能、供货规模领先，深度绑定国内外大型食品、保健品企业，占据高端市场主导地位；

2. D - 阿洛酮糖：国内最早实现晶体阿洛酮糖工业化量产企业，牵头制定《D - 阿洛酮糖》团体标准，掌握酶转化、连续化提纯核心工艺，是全球阿洛酮糖核心供应商之一，伴随国内新食品原料政策落地，市场话语权持续提升；

仅供内部参考，请勿外传！

3. 益生元（低聚果糖、低聚半乳糖等）：国内第一梯队供应商，产品切入乳制品、婴配食品、功能性饮品优质供应链；

依托齐全的产品矩阵，公司可向下游客户提供一站式功能性配料解决方案，区别于多数同行单品竞争模式，客户粘性与议价能力显著优于行业平均水平。同时公司推进国内产能扩建 + 泰国海外基地布局，全球化竞争能力持续增强。

表 17:各细分市场主要竞争业态

细分行业	行业核心特征	主要生产厂商	百龙创园市场地位
益生元市场	细分品种较多，整体行业集中度较低、单一品种集中度较高	Tate&Lyle（英国泰莱）、FrieslandCampina（荷兰皇家菲仕兰）、日本明治、百龙创园、保龄宝等	2023 年益生元销量占全球益生元销量的市场份额约 2.3%，在中国厂商中排名第二
膳食纤维市场	主要产品为抗性糊精产品	百龙创园、英国泰莱、Matsutani Chemical（日本松谷化学）、法国罗盖特、美国 ADM 等	2023 年膳食纤维销量占全球销量的比重约 14%，位列全球厂商第三、中国厂商首位
甜味剂（阿洛酮糖）市场	主要产品为 D-阿洛酮糖	Tate&Lyle、Samyang、Ingredion、Matsutani Chemical、百龙创园、保龄宝等	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

资料来源：公司公告，QY RESEARCH，中信建投证券

六、财务数据分析：业绩稳步抬升，盈利质量持续变好

6.1、业绩快速增长，业务具备坚实增长基础

复盘 2021-2025 年五年经营数据，公司营业收入分别为 5.72 亿元、7.11 亿元、8.68 亿元、11.52 亿元、13.79 亿元，归母净利润分别为 1.21 亿元、1.50 亿元、1.93 亿元、2.46 亿元、3.69 亿元，扣非归母净利润分别为 1.12 亿元、1.36 亿元、1.76 亿元、2.31 亿元、3.63 亿元。

从五年增长节奏来看，2021-2023 年属于平稳扩张阶段，营收与利润保持同向增长，利润增速小幅高于营收增速，公司依靠现有产品实现规模稳步做大。2024 年公司营收迎来阶段性加速，收入增速抬升至 32.64%，归母净利润、扣非净利润同步实现稳健增长，规模扩张成为这一年的主要特征。进入 2025 年，营收增速有所

仅供内部参考，请勿外传！

回落至 19.75%，但归母净利润与扣非净利润出现大幅跃升，利润增速显著甩开营收增速，体现产品结构红利集中释放。对比归母净利润和扣非净利润可以看到，二者数值长期接近，非经常性损益对公司利润扰动很小，公司利润绝大部分来自主营业务，业绩增长具备真实的业务基础。整体来看，公司五年业绩呈现“平稳扩规模 — 加速提收入 — 结构释放利润”的阶段性特征，后期盈利弹性明显放大。

表 18:公司收入业绩快速增长

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入（亿元）	5.72	7.11	8.68	11.52	13.79
营收同比增速	24.30%	24.30%	22.08%	32.64%	19.75%
归母净利润（亿元）	1.21	1.50	1.93	2.46	3.69
归母净利润同比增速	20.49%	23.97%	28.67%	27.18%	50.06%
扣非归母净利润（亿元）	1.12	1.36	1.76	2.31	3.63
扣非净利润同比增速	18.72%	21.43%	29.41%	31.72%	57.07%

资料来源：wind，中信建投证券

6.2、利润率逐步攀升，费用率管控得当

2021-2024 年公司综合毛利率保持缓慢抬升的态势，整体波动幅度不大，2025 年综合毛利率大幅上行 8.11 个百分点，带动销售净利率同步明显走高。分产品盈利水平来看，2025 年膳食纤维、益生元、健康甜味剂毛利率分别为 49.29%、34.49%、30.91%，较上一年分别提升 7.69 个百分点、6.52 个百分点、11.87 个百分点。前期阿洛酮糖行业价格竞争压制了高端甜味剂板块盈利水平，随着公司生产工艺迭代、产能利用率提高，叠加部分原材料成本回落，高端甜味剂毛利率实现大幅修复。同时高毛利产品的销售占比持续提升，产品结构持续优化，共同推动公司综合毛利率上行。净利率的提升主要受益于毛利率的大幅改善，体现高端产品放量带来的盈利逻辑兑现，公司整体盈利水平实现实质性提高。

仅供内部参考，请勿外传！

表 19:公司毛利率与净利率情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
综合毛利率	31.45%	32.11%	32.73%	33.65%	41.76%
销售净利率	21.12%	21.07%	22.24%	21.30%	26.72%

资料来源：wind，中信建投证券

观察 2021-2025 年四大费用率变化，销售费用率整体维持在 3% 上下小幅波动，公司以 B 端大客户模式为主，不需要大规模渠道与营销投入，销售端支出整体可控。管理费用率呈现持续下行趋势，反映公司内部运营管理效率不断优化，管理成本得到有效控制。研发费用率始终维持在 3.5% 以上，公司持续在功能糖新品开发、生产工艺改进上进行投入，保障产品技术竞争力。财务费用率前四年为负主要来自闲置资金带来的利息收入，2025 年财务费用率由负转正，主要受到汇率波动带来汇兑损失影响。四项费用合计占营收比重五年内基本维持在 9%-10% 区间，随着营收规模扩大，规模效应逐步显现，期间费用没有对利润形成侵蚀，公司整体运营与成本管控精细高效，利润增长主要来源于毛利端改善，并非依靠压缩费用实现。

表 20: 公司四项费用率情况

费用率	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
销售费用率	3.35%	3.24%	3.12%	2.96%	3.04%
管理费用率	3.47%	3.26%	3.08%	2.90%	2.75%
研发费用率	4.12%	4.03%	3.87%	3.86%	3.54%
财务费用率	-0.28%	-0.33%	-0.42%	-0.70%	0.37%
四项费用合计率	10.66%	10.20%	9.65%	9.02%	9.70%

资料来源：wind，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

6.3、现金流优秀，利润与现金流保持匹配

2021-2024 年经营活动现金流净额和归母净利润匹配度较高，多数年份经营现金流高于账面净利润，账面利润能够较好转化为实际现金流入，盈利含金量较高。2025 年经营现金流净额大幅下滑，和当年较高的归母净利润出现明显背离，主要原因在于存货备货增加占用大量营运资金，应收账款规模同步抬升，叠加采购备货、外币存款变动等因素，造成经营现金流阶段性承压。公司处在产能扩张周期，国内产能扩建叠加泰国海外工厂建设，投资活动现金流持续大额流出，但资本扩张为下一步业绩扩展打下坚实基础。

表 21:公司现金流与利润表现

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.34	1.42	1.95	3.01	1.35
归母净利润（亿元）	1.21	1.50	1.93	2.46	3.69
经营现金流 / 归母净利润	1.11	0.95	1.01	1.22	0.37

资料来源：wind，中信建投证券

七、百龙五大看点，看好公司长期成长价值

7.1、产能释放增量

国内基地 2024 年 5 月已有 3 万吨可溶性膳食纤维、1.5 万吨结晶糖项目完成投产，2025 年阿洛酮糖实际产量已经达到 1.13 万吨，现有产能利用率处于高位，产能约束逐步显现。泰国项目全部达产后，公司阿洛酮糖总产能将达到 3.4 万吨，抗性糊精新增 2 万吨产能，低聚果糖新增 0.6 万吨产能，核心产品产能规模实现显著跃升。按照 2025 年各产品平均吨收入简单测算，泰国工厂满产状态下可带来约 7-8 亿元营收增量，叠加国内干燥扩产项目带来的产出优化，公司整体营收天花板得到明显抬升。泰国当地原料成本相比国内低 15%-30%，同时可以规避部分海外贸易关税，有利于改善产品盈利水平。

表 22:公司投产项目情况

项目名称	建设地点	规划新增产能	预计投产时间	总投资（亿元）

仅供内部参考，请勿外传！

表 22:公司投产项目情况

项目名称	建设地点	规划新增产能	预计投产时间	总投资（亿元）
功能糖干燥扩产与综合提升项目	山东禹城	深加工处理能力提升，优化现有产能产出效率	2026 年上半年	2.12
泰国大健康新食品原料智慧工厂	泰国巴真武里府	晶体阿洛酮糖 1.2 万吨、液体阿洛酮糖 0.7 万吨、抗性糊精 2 万吨、低聚果糖 0.6 万吨	2027 年底竣工投产	9.11

资料来源：公司公告，中信建投证券

7.2、产品结构持续优化

从历史数据可以看到，2021-2025 年，高毛利的膳食纤维、健康甜味剂营收占比持续抬升，其中健康甜味剂占比由 9.2% 提升至 14.1%，益生元占比小幅回落，传统低毛利淀粉糖醇类产品占比持续压缩。2025 年阿洛酮糖毛利率同比大幅提升 11.87 个百分点，随着泰国工厂高端甜味剂、高端抗性糊精产能落地，预计健康甜味剂板块营收占比有望在 2028 年提升至 20% 以上，膳食纤维维持 55% 左右的高占比，低毛利传统产品占比进一步下行。在产品单位毛利率维持现有水平的情景下，仅产品结构优化就有望带动公司综合毛利率提升 3-5 个百分点，进而推动销售净利率上行，实现 “收入增速平稳，利润增速更高” 的经营状态。

表 23:公司三大产品收入占比和毛利率情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
膳食纤维营收占比	52.1%	53.4%	53.7%	54.2%	54.9%
益生元营收占比	31.7%	30.6%	29.8%	29.1%	28.5%
健康甜味剂营收占比	9.2%	10.5%	12.3%	13.4%	14.1%
膳食纤维毛利率	41.32%	42.75%	43.81%	41.60%	49.29%

仅供内部参考，请勿外传！

表 23:公司三大产品收入占比和毛利率情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
益生元毛利率	30.25%	31.14%	31.97%	27.97%	34.49%
健康甜味剂毛利率	22.64%	21.17%	18.22%	19.04%	30.91%

资料来源：公司公告，中信建投证券

7.3、下游需求持续扩容

海外市场层面，美国市场阿洛酮糖相关终端产品上市数量年均增速约 45%，社交媒体膳食纤维相关消费热潮带动抗性糊精需求持续上行。多下游赛道共同为公司产品提供需求支撑，阿洛酮糖国内法规落地之后，蒙牛等头部品牌已经推出添加阿洛酮糖的终端产品，后续国内饮料、乳制品、烘焙食品有望持续跟进采购，拉动公司健康甜味剂销量。膳食纤维、益生元受益 GLP-1 相关健康消费浪潮，海外需求保持稳健。但下游消费具备周期属性，如果食品饮料行业景气下行，下游客户主动去库存，上游原料需求会阶段性走弱。

表 24:国内下游需求存在增长空间

下游赛道	2025 年市场规模	行业同比增速	核心拉动逻辑
国内无糖饮料	615.6 亿元	18.2%	控糖消费兴起，阿洛酮糖作为新一代零卡甜味剂应用加速，国内 2025 年 7 月阿洛酮糖获批新食品原料，机构预测国内 3-5 年阿洛酮糖需求可达 15-20 万吨
国内功能性保健食品	1280 亿元	12.4%	肠道健康消费热度提升，益生元、膳食纤维在保健品、乳制品配方渗透率持续提高
国内宠物食品	1668 亿元	21.4%	宠物营养健康化，功能糖用于宠物肠道调理配料，处于需求快速导入阶段

仅供内部参考，请勿外传！

表 24:国内下游需求存在增长空间

下游赛道	2025 年市场规模	行业同比增速	核心拉动逻辑

资料来源：公司公告，中信建投证券

7.4、海内外市场双向拓展

公司当前收入结构当中，海外收入占比长期维持 67%-69% 区间，国内市场渗透率仍有提升空间。国内端，公司已经进入农夫山泉、蒙牛、伊利、汤臣倍健等头部客户供应链，2026Q1 国内收入同比增长 20.6%，增速有所提速。后续一方面深挖现有头部客户，拓展更多产品品类供应；另一方面开发大量食品、保健品、宠物食品领域中小客户，目标提升国内业务收入占比，争取国内营收规模实现翻倍增长。海外市场方面，现有客户覆盖欧美主流食品配料经销商与终端品牌，泰国工厂投产后，本地化供货可以缩短交付周期、降低关税，有利于进一步开拓欧美、东南亚新客户，进一步做大海外基本盘。

表 25:公司境内外收入占比情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
境内营收（亿元）	1.89	2.27	2.78	3.74	4.21
境内营收占比	33.0%	31.9%	32.0%	32.5%	31.3%
境外营收（亿元）	3.83	4.84	5.90	7.78	9.23
境外营收占比	67.0%	68.1%	68.0%	67.5%	68.7%

资料来源：公司公告，中信建投证券

7.5、新品与工艺持续迭代

公司每年研发投入保持 2000 万元以上增长，2025 年研发费用达到 4882 万元，同时募投建设新食品原料

仅供内部参考，请勿外传！

应用国际研发中心，进一步强化研发硬件基础。目前公司可生产 200 余种规格功能糖产品，已经实现低聚半乳糖、低聚木糖、阿洛酮糖等产品量产，同时持续储备新一代甜味剂、高端益生元等新品，为中长期打开新应用场景做准备。工艺端，公司完成阿洛酮糖原料路线切换，由外购结晶果糖切换为淀粉一体化生产，有效降低单位生产成本，泰国工厂依托当地原料优势，有望进一步放大成本优势。

表 26:公司研发费用较高

研发相关指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
研发费用（万元）	2350	2870	3360	4447	4882
研发费用率	4.12%	4.03%	3.87%	3.86%	3.54%

资料来源：wind，中信建投证券

八、盈利预测

公司收入由**膳食纤维系列、益生元系列、健康甜味剂**三大核心产品线构成，我们基于下游食品饮料、保健品客户需求景气度、产能投放节奏及行业竞争格局，分产品线对营收进行预测。

膳食纤维系列为第一大收入来源，2023-2025 年收入分别为 444.11/623.62/756.57 百万元，2024/2025 年同比增速 40.42%/21.32%，依托功能性食品需求扩容，我们预计 2026-2028 年收入增速维持 24%-25% 区间，毛利率持续上行，由 2023 年 38.96% 提升至 2028E 的 51.00%，系产品结构优化、规模效应摊薄单位生产成本。

益生元系列为第二增长曲线，2023-2025 年收入 257.10/322.48/392.84 百万元，2024/2025 年增速 25.43%/21.82%。伴随肠道健康消费认知普及，预计 2026-2028 年收入增速维持 25%-28%，毛利率稳步抬升，由 2023 年 28.86% 提升至 2028E 36.50%。

健康甜味剂为高弹性板块，2023-2025 年收入 137.23/156.24/194.28 百万元，2024/2025 年增速 13.85%/24.35%，低糖减糖大趋势驱动需求爆发，该产品线增速高于另外两大业务，我们预测 2026-2028 年增速 30%-38%，毛利率从 2023 年 24.40% 逐步修复至 2028E 34.00%。

汇总来看，公司整体营业收入 2023-2025 年为 868.26/1151.65/1379.05 百万元，2024/2025 年同比 +32.64%/+19.75%；2026-2028E 营收 1728.91/2190.16/2751.99 百万元，同比增速维持 25%+；整体毛利率随高毛利产品占比提升持续上行，由 2023 年 32.73% 提升至 2028E 43.51%。三大业务协同放量，驱动公司营收与盈利持续增长。

仅供内部参考，请勿外传！

预计 2026-2028 年公司实现收入 17/22/28 亿元，实现归母净利润 4.8/6.2/7.9 亿元，对应 2026-2028 年动态 PE 为 20/15/12X，维持“买入”评级。

表 27:盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,151.65	1,379.05	1,728.91	2,190.16	2,751.99
YoY(%)	32.64	19.75	25.37	26.68	25.65
净利润(百万元)	245.60	368.55	480.39	620.19	789.01
YoY(%)	27.26	50.06	30.35	29.10	27.22
毛利率(%)	33.65	41.76	42.46	43.03	43.51
销售净利率(%)	21.33	26.72	27.79	28.32	28.67
ROE(%)	14.63	18.79	20.59	22.05	23.06
EPS(摊薄/元)	0.58	0.88	1.14	1.48	1.88
P/E(倍)	38.46	25.63	19.66	15.23	11.97
P/B(倍)	5.63	4.82	4.05	3.36	2.76

资料来源：ifind，中信建投证券

风险分析

下游消费需求波动风险

公司下游客户主要为食品饮料、保健食品、乳制品、宠物食品等消费领域企业。若宏观消费环境走弱，终端食品饮料行业景气下行，下游品牌厂商会主动去库存、缩减原料采购规模，将直接造成公司膳食纤维、益生元、阿洛酮糖等功能糖产品需求阶段性下滑，对公司营收及利润产生负面影响。同时 GLP-1、减糖、肠道健康等消费热潮的热度回落，也会带来下游需求不及预期的风险。

行业竞争与产品价格下行风险

国内功能糖行业参与者逐步增多，阿洛酮糖、抗性糊精、益生元赛道新增产能持续投放，市场竞争加剧。若行业出现价格战，会造成产品售价下行、毛利率被压缩。虽然公司具备工艺、客户、产能优势，但如果同行通过低价抢占市场，公司高端产品盈利水平存在回落风险。

泰国海外项目建设与运营不及预期风险

泰国智慧工厂是公司中长期核心增量，项目总投资规模大，预计 2027 年底竣工投产。海外项目受当地政策审批、土地施工、设备交付、劳工环境、当地 BOI 政策变动等多重因素影响，存在建设延期、总投资超预算的风险。项目投产后还面临海外生产管理、本地化团队搭建、供应链适配等运营挑战，若产能爬坡不及预期，

仅供内部参考，请勿外传！

将影响公司全球化扩张进度与业绩释放节奏。

资本开支敏感性分析

核心变量：泰国项目建设周期、实际总投资超支幅度，基准：总投资 9.11 亿，2027 年底竣工，2026-2028 资本开支 3.70/5.35/3.53 亿元。

情景	情景描述	2026-2028 合计资本开支	核心财务影响
基准情景	按期竣工，投资不超预算	12.58 亿元	2026-2027 自由现金流承压，2028 年逐步释放产能
中性压力情景	工期延后 6 个月，投资超支 10%	13.49 亿元	资本开支高峰后移至 2027-2028，自由现金流进一步恶化，资产负债率抬升 2-3pct
悲观情景	工期延后 12 个月，投资超支 20%	14.40 亿元	可转债募资不足以覆盖，需追加 2 亿左右债务，折旧摊销增加压制 2028-2029 年利润，业绩兑现大幅延后

敏感性小结：泰国项目一旦出现工期拉长 + 投资超支共振，不仅加大资本现金消耗，折旧基数抬升还会双重压制盈利，是核心下行风险来源。

汇率波动风险

公司境外收入占比接近 69%，海外业务以美元等外币结算。2025 年公司已经出现汇兑损失，人民币与美元、泰铢等外币汇率大幅波动，会带来汇兑损益，直接影响公司净利润水平；同时海外采购、海外工厂的资产负债折算也会受到汇率扰动，造成业绩波动。

政策法规与食品安全风险

公司产品属于食品配料，国内外食品监管政策持续动态调整。一方面阿洛酮糖、益生元等产品在不同国家、地区的法规审批进度存在不确定性；国内新食品原料、添加剂使用标准若发生修订，会影响产品应用范围。另一方面食品原料行业对生产、品控、安全标准要求严苛，若出现食品安全、质量合规问题，会对品牌口碑、客户合作产生重大冲击。

仅供内部参考，请勿外传！

产能释放后消化不及预期风险

公司国内、泰国基地规划大量高端功能糖新增产能，若下游市场需求增长跟不上产能扩张速度，会出现产能利用率下滑，单位制造费用抬升，摊薄产品毛利率，削弱扩产带来的盈利增益。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食饮行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk