

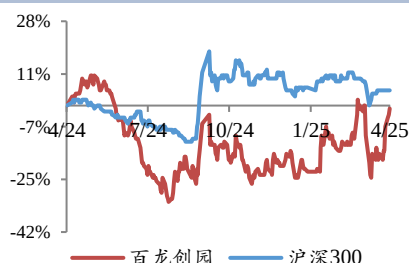
## 全年业绩保持增长，泰国基地有望逐步放量

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-30

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 21.00       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 31.15/14.54 |
| 总股本（百万股）        | 323         |
| 流通股本（百万股）       | 323         |
| 流通股比例（%）        | 100.00      |
| 总市值（亿元）         | 68          |
| 流通市值（亿元）        | 68          |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

### 相关报告

1. 百龙创园：Q3 业绩符合预期，阿洛酮糖持续放量 2024-11-02

2. Q2 业绩持续增长，新建产能稳步释放 2024-07-18

3. 功能糖产能稳步提升，泰国基地打开成长空间 2024-06-15

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2025 年 4 月 30 日，公司发布 2024 年年度报告，公司 2024 年实现营业收入 11.52 亿元，同比+32.64%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比+27.26%；实现扣非归母净利润 2.31 亿元，同比+31.72%。其中，2024 年第四季度公司实现营业收入 3.31 亿元，同比+54.46%/环比+14.61%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比+21.97%/环比-0.04%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比+38.44%/环比-5.15%。

2025 年一季度实现营业收入 3.13 亿元，同比+24.27%/环比-5.42%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比+52.06%/环比+29.22%；实现扣非归母净利润 0.82 亿元，同比+59.98%/环比+40.32%。

#### ● 产能释放拉动销量上涨，全年营收利润实现双丰收。

新增产能顺利投产伴随下游需求增长，有力支撑业绩上行。2024 年，公司实现营业收入 11.52 亿元，同比+32.64%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比+27.26%；实现扣非归母净利润 2.31 亿元，同比+31.72%。公司主营业务中，益生元系列、膳食纤维系列和健康甜味剂系列产品分别实现营收 3.22、6.24、1.56 亿元，分别同比+25.43%、+40.42%、+13.85%；分别实现毛利率 27.97%、41.60%、19.04%，分别同比-0.89pct、+2.64pct、-5.36pct。

2024 年 5 月 29 日，公司 3 万吨膳食纤维、1 万吨结晶果糖、5000 吨阿洛酮糖项目均顺利投产，新增产能释放伴随境内外客户需求增长，推动公司销量上涨，为业绩增长提供强劲支撑。2024 年，公司主营产品益生元系列、膳食纤维系列和健康甜味剂系列分别实现产量 3.04、4.59、0.95 万吨，分别同比+55.61%、+6.27%、+50.97%；分别实现销量 2.69、4.62、0.76 万吨，分别同比+24.28%、+8.49%、+21.07%。

同时，公司年产 1.5 万吨结晶糖项目投产进一步降低了阿洛酮糖产品的生产成本，盈利能力持续提升；在阿洛酮糖市场竞争加剧的环境下，公司有望通过成本优势释放利润弹性。

#### ● D-阿洛酮糖预将获准上市，有望助力公司实现国内放量盈利

D-阿洛酮糖有望于上半年获准上市，将助力公司创造业绩增量。2025 年 3 月 21 日，国家卫健委发布 4 类新食品原料征求意见，其中，D-阿洛酮糖作为低热量、天然健康的甜味剂，有望获准上市。该政策突破标志着阿洛酮糖在国内市场的合法化迈出关键一步，阿洛酮糖国内需求有望快速释放。公司作为阿洛酮糖龙头企业，兼具技术优势和规模化生产能力，该政策落地将进一步为公司成长赋能。

长期来看，公司持续布局产能扩张计划，有望率先受益于市场扩容。2024 年 5 月，公司 30000 吨膳食纤维、1 万吨结晶果糖、5000 吨阿洛酮糖项目投产。同时，公司布局泰国生产基地，有望享受当地关税优惠并降

低生产成本。2024 年 9 月，公司拟发行可转债募资用于泰国工厂，建设期持续 36 个月，计划新增 1.2 万吨晶体阿洛酮糖、7000 吨液体阿洛酮糖、2 万吨抗性糊精、6000 吨低聚果糖产能；随着未来泰国工厂新产能陆续释放，将为公司业绩带来新增长点，利润有望持续上扬。

● **政策利好与市场扩容共振，为业绩上行提供有力支撑。**

2025 年 4 月 9 日，商务部、国家卫生健康委等 12 部门联合印发了《促进健康消费专项行动方案》。该方案明确提出，要提升健康饮食消费水平，指导城乡基层医疗卫生机构为高血压、2 型糖尿病、高脂血症、肥胖症等患者提供合理膳食和科学运动指导要点。在此背景下，公司多元化的产品矩阵具有较强竞争优势，主营产品膳食纤维系列与健康甜味剂系列都满足市场对健康食品的需求，契合政策导向与市场需求，有望在政策红利和市场扩容的双重驱动下，持续推动公司业绩增长。

● **投资建议**

我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.38、4.12、5.37 亿元（2025-2026 年前值为 3.57、4.60 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20、16、13 倍。维持“增持”评级。

● **风险提示**

- （1）项目投产进度不及预期；
- （2）产品价格大幅波动；
- （3）装置不可抗力的风险；
- （4）审批政策变化风险；

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1152  | 1421  | 1678  | 2187  |
| 收入同比 (%)  | 32.6% | 23.3% | 18.1% | 30.3% |
| 归属母公司净利润  | 246   | 338   | 412   | 537   |
| 净利润同比 (%) | 27.3% | 37.5% | 22.1% | 30.2% |
| 毛利率 (%)   | 33.7% | 35.5% | 37.2% | 37.7% |
| ROE (%)   | 14.6% | 16.7% | 17.0% | 18.1% |
| 每股收益 (元)  | 0.76  | 1.04  | 1.28  | 1.66  |
| P/E       | 22.24 | 20.10 | 16.46 | 12.64 |
| P/B       | 3.25  | 3.36  | 2.79  | 2.29  |
| EV/EBITDA | 14.86 | 13.95 | 11.47 | 9.05  |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>    | 901   | 792   | 845   | 1127  | <b>营业收入</b>     | 1152  | 1421  | 1678  | 2187  |
| 现金             | 287   | 36    | 81    | 30    | 营业成本            | 764   | 917   | 1054  | 1363  |
| 应收账款           | 229   | 285   | 313   | 465   | 营业税金及附加         | 10    | 12    | 14    | 19    |
| 其他应收款          | 9     | 4     | 13    | 10    | 销售费用            | 34    | 43    | 51    | 66    |
| 预付账款           | 12    | 14    | 17    | 22    | 管理费用            | 33    | 39    | 46    | 61    |
| 存货             | 187   | 273   | 243   | 420   | 财务费用            | -8    | -6    | 5     | 16    |
| 其他流动资产         | 178   | 179   | 179   | 181   | 资产减值损失          | -1    | 1     | 1     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 1112  | 1570  | 2185  | 2867  | 公允价值变动收益        | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 7     | 12    | 13    | 17    |
| 固定资产           | 975   | 1122  | 1320  | 1557  | <b>营业利润</b>     | 285   | 390   | 477   | 621   |
| 无形资产           | 18    | 18    | 20    | 21    | 营业外收入           | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 119   | 430   | 845   | 1289  | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2014  | 2362  | 3030  | 3994  | <b>利润总额</b>     | 285   | 390   | 477   | 621   |
| <b>流动负债</b>    | 302   | 263   | 319   | 347   | 所得税             | 40    | 52    | 64    | 84    |
| 短期借款           | 10    | 10    | 10    | 10    | <b>净利润</b>      | 246   | 338   | 412   | 537   |
| 应付账款           | 130   | 175   | 118   | 185   | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 162   | 78    | 192   | 152   | <b>归属母公司净利润</b> | 246   | 338   | 412   | 537   |
| <b>非流动负债</b>   | 32    | 82    | 282   | 682   | EBITDA          | 349   | 488   | 607   | 820   |
| 长期借款           | 0     | 50    | 250   | 650   | EPS (元)         | 0.76  | 1.04  | 1.28  | 1.66  |
| 其他非流动负债        | 32    | 32    | 32    | 32    |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 334   | 345   | 601   | 1029  |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 323   | 323   | 323   | 323   |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 434   | 434   | 434   | 434   |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 922   | 1260  | 1672  | 2208  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 1679  | 2017  | 2429  | 2966  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 2014  | 2362  | 3030  | 3994  |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度        |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A       | 2025E | 2026E | 2027E |       |
| <b>经营活动现金流</b> | 301   | 263   | 591   | 433   | <b>成长能力</b> |       |       |       |       |
| 净利润            | 246   | 338   | 412   | 537   | 营业收入        | 32.6% | 23.3% | 18.1% | 30.3% |
| 折旧摊销           | 80    | 117   | 139   | 200   | 营业利润        | 27.5% | 36.7% | 22.3% | 30.2% |
| 财务费用           | 4     | 1     | 6     | 18    | 归属于母公司净利    | 27.3% | 37.5% | 22.1% | 30.2% |
| 投资损失           | -7    | -12   | -13   | -17   | <b>获利能力</b> |       |       |       |       |
| 营运资金变动         | -23   | -181  | 47    | -305  | 毛利率 (%)     | 33.7% | 35.5% | 37.2% | 37.7% |
| 其他经营现金流        | 271   | 518   | 364   | 841   | 净利率 (%)     | 21.3% | 23.8% | 24.6% | 24.5% |
| <b>投资活动现金流</b> | -173  | -562  | -740  | -865  | ROE (%)     | 14.6% | 16.7% | 17.0% | 18.1% |
| 资本支出           | -282  | -574  | -753  | -882  | ROIC (%)    | 13.7% | 15.5% | 15.1% | 14.8% |
| 长期投资           | 99    | 0     | 0     | 0     | <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 10    | 12    | 13    | 17    | 资产负债率 (%)   | 16.6% | 14.6% | 19.8% | 25.8% |
| <b>筹资活动现金流</b> | -70   | 49    | 194   | 382   | 净负债比率 (%)   | 19.9% | 17.1% | 24.8% | 34.7% |
| 短期借款           | 10    | 0     | 0     | 0     | 流动比率        | 2.98  | 3.01  | 2.65  | 3.25  |
| 长期借款           | 0     | 50    | 200   | 400   | 速动比率        | 2.25  | 1.83  | 1.76  | 1.91  |
| 普通股增加          | 75    | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |       |       |       |       |
| 资本公积增加         | -75   | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.61  | 0.65  | 0.62  | 0.62  |
| 其他筹资现金流        | -80   | -1    | -6    | -18   | 应收账款周转率     | 5.82  | 5.53  | 5.61  | 5.62  |
| <b>现金净增加额</b>  | 57    | -251  | 44    | -51   | 应付账款周转率     | 4.82  | 6.00  | 7.20  | 9.00  |

| 每股指标 (元)  |      |      |      |      | 估值比率      |       |       |       |       |
|-----------|------|------|------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益      | 0.76 | 1.04 | 1.28 | 1.66 | P/E       | 22.24 | 20.10 | 16.46 | 12.64 |
| 每股经营现金流薄) | 0.93 | 0.81 | 1.83 | 1.34 | P/B       | 3.25  | 3.36  | 2.79  | 2.29  |
| 每股净资产     | 5.20 | 6.24 | 7.52 | 9.18 | EV/EBITDA | 14.86 | 13.95 | 11.47 | 9.05  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。