

2025 年 08 月 28 日

Q2 毛利率主要受玉米价格影响

保龄宝 (002286)

评级:	买入	股票代码:	002286
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	13.4/5.68
目标价格:		总市值(亿)	44.66
最新收盘价:	11.50	自由流通市值(亿)	43.42
		自由流通股数(百万)	369.55

事件概述

25H1 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为 13.99/0.93/0.91/0.23 亿元，同比增长 18.02%/33.66%/40.37%/211.41%，收入增长主要得益于公司核心产品减糖甜味剂、益生元等销量同比大幅增长，剔除股份支付费用影响后（25H1 为 0.03 亿元），归母净利为 0.95 亿元，同比增长 37.49%，经营性现金流低于净利主要由于存货以及应收增加。

25Q2 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 7.14/0.42/0.41 亿元，同比增长 12.63%/-8.33%/-6.74%，我们分析净利下降主要收玉米采购价格上涨影响。

分析判断:

减糖甜味剂收入快速增长，受益欧盟反倾销政策。1) 分产品来看，25H1 公司益生元 /膳食纤维/ 减糖甜味剂 / 淀粉糖及其他 / 饲料及副产品 / 其他业务收入分别为 1.89 / 1.03 / 3.72 / 4.18 / 3.13 / 0.04 亿元，同比增长 20.23%/-9.92%/61.22%/-4.89%/30.69%/2.96%。减糖甜味剂板块快速增长，其中赤藓糖醇/结晶果糖收入分别同比增长 89.53%/50.57%，主要由于公司抓住欧盟反倾销政策带来的市场机遇，带动赤藓糖醇收入高增；饲料业务增长主要由于低基数。2) 分地区来看，25H1 国内/国外业务收入分别为 10.40/3.59 亿元，同比增长 18.55%/16.53%。3) 24 年公司利用部分富裕产线进行改造，建立了 DHA 藻油生产线，初步计划年产 2,000 吨 DHA 藻油毛油；公司利用现有厂房，启动新建“年产 2500 吨 HMOs（母乳低聚糖）建设项目”，上述项目预计 25 年下半年投产。25 年 3 月，公司根据中期规划及未来业务发展需要，立足市场前景、现有基础和资源，启动年产 2 万吨阿洛酮糖（二期）扩产项目，目前已完成备案正在建设中。预计 26 年底阿洛酮糖根据不同产品结构年产能将达到约 3 万吨。

Q2 毛利率下降主要受玉米价格上涨影响。（1）25H1 毛利率为 13.17%、同比提升 1.36PCT，毛利率改善主要由于核心产品收入占比持续提升以及降本增效，分产品来看，25H1 公司益生元 /膳食纤维/ 减糖甜味剂 / 淀粉糖及其他 / 饲料及副产品毛利率分别为 25.03%/15.76%/14.94%/13.39%/1.73%，同比提升 0.62/-2.07/5.56/0.88/1.25PCT。（2）25H1 归母净利率为 6.62%、同比提升 0.78PCT，剔除股份支付费用归母净利率 6.8%。从费用率来看，25H1 销售 /管理 /研发 /财务费用率分别为 1.28%/2.93%/0.55%/0.09%，同比增长-0.28/0.16/0.21/-0.02PCT。其他收益/收入同比下降 0.31PCT；所得税占比提升 0.10PCT。（3）25Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 12.72%/5.92%、同比下降 0.70/1.35PCT；四大费用率上升 0.65PCT，其中管理费用率同比增长 0.85PCT 至 3.47%，主要由于 Q2 计提股份支付费用 312.38 万元及增加反倾销律师中介机构费用 225.47 万元；资产减值损失占比冲回 0.14PCT；信用减值损失占比冲回 0.27PCT；其他收益/收入下降 0.25PCT；所得税/收入同比下降 0.30PCT。

存货减少。25H1 公司存货为 3.38 亿元，同比下降 0.16%，其中原材料/在产品/库存商品占比为 33.33%/5.86%/57.55%，同比增长-4.45%/-0.97%/5.11PCT。存货周转天数为 46 天、同比减少 7 天。公司应收账款为 2.80 亿元、同比下降 0.39%，平均应收账款周转天数为 34 天、同比减少 5 天。公司应付账款为 1.56 亿元、同比下降 14.91%，平均应付账款周转天数为 26 天、同比减少 7 天。

投资建议

保龄宝作为国内功能糖行业领军企业，依托全品类布局与技术优势，在减糖甜味剂、益生元、膳食纤维等领域占据重要市场份额。我们认为：1) 短期来看，受益于欧盟反倾销政策落地，欧洲市场有望量价齐升，叠加高

毛利产品结构优化，25 年净利仍存在较大弹性。2) 中期来看，阿洛酮糖国内审批进程加速，有望年内获批后将打开内需市场，公司年产 2 万吨扩产项目已启动，长期规划产能超 3 万吨，产能释放有望带来新增量。3) 长期来看，公司新品 HMOs（母乳低聚糖）、藻油 DHA、无糖抗性糊精等高附加值产品陆续投产，进一步优化盈利结构，维持预计 25-27 年公司收入分别为 27.18/29.66/32.11 亿元，归母净利润分别为 1.79/2.22/2.69 亿元，因股本变化，对应下调 2025-2027 年 EPS 0.48/0.60/0.73 元至 0.47/0.58/0.71 元，25 年 8 月 28 日公司收盘价 11.5 元对应 PE 为 24/20/16X，维持“买入”评级。

风险提示

阿洛酮糖国内审批进度不及预期；项目扩张进度不及预期风险；原材料价格波动风险；关税及反倾销税波动风险；行业竞争加剧风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,524	2,402	2,718	2,966	3,211
YoY (%)	-7.0%	-4.8%	13.2%	9.1%	8.3%
归母净利润(百万元)	54	111	179	222	269
YoY (%)	-59.5%	106.0%	61.1%	23.8%	21.3%
毛利率 (%)	8.1%	11.9%	13.2%	14.4%	15.4%
每股收益 (元)	0.15	0.30	0.47	0.58	0.71
ROE (%)	2.7%	5.4%	8.1%	9.2%	10.0%
市盈率	76.67	38.33	24.41	19.71	16.24

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,402	2,718	2,966	3,211	净利润	111	179	222	269
YoY (%)	-4.8%	13.2%	9.1%	8.3%	折旧和摊销	131	113	114	114
营业成本	2,116	2,358	2,540	2,716	营运资金变动	-23	-66	-128	-6
营业税金及附加	18	20	22	24	经营活动现金流	249	227	208	377
销售费用	40	42	44	46	资本开支	-190	-2	-2	-3
管理费用	66	86	98	108	投资	0	0	0	0
研发费用	2	0	0	0	投资活动现金流	-159	0	0	0
财务费用	10	11	12	13	股权募资	0	10	0	0
资产减值损失	-7	0	0	0	债务募资	-20	0	0	0
投资收益	2	2	2	3	筹资活动现金流	-82	-12	0	0
营业利润	154	214	264	320	现金净流量	13	214	208	377
营业外收支	-23	-3	-3	-3	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	131	211	262	317	成长能力				
所得税	20	32	40	48	营业收入增长率	-4.8%	13.2%	9.1%	8.3%
净利润	111	179	222	269	净利润增长率	106.0%	61.1%	23.8%	21.3%
归属于母公司净利润	111	179	222	269	盈利能力				
YoY (%)	106.0%	61.1%	23.8%	21.3%	毛利率	11.9%	13.2%	14.4%	15.4%
每股收益	0.30	0.47	0.58	0.71	净利率	4.6%	6.6%	7.5%	8.4%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	4.2%	6.3%	7.5%	8.1%
货币资金	255	469	677	1,054	净资产收益率 ROE	5.4%	8.1%	9.1%	10.0%
预付款项	12	0	0	0	偿债能力				
存货	289	333	343	385	流动比率	1.41	1.88	2.79	3.17
其他流动资产	254	295	304	363	速动比率	0.88	1.31	2.07	2.49
流动资产合计	810	1,097	1,324	1,802	现金比率	0.44	0.80	1.43	1.85
长期股权投资	247	247	247	247	资产负债率	23.7%	22.5%	17.9%	18.8%
固定资产	1,338	1,236	1,132	1,027	经营效率				
无形资产	118	118	118	118	总资产周转率	0.90	0.98	1.02	1.02
非流动资产合计	1,864	1,750	1,636	1,522	每股指标（元）				
资产合计	2,674	2,848	2,961	3,324	每股收益	0.30	0.47	0.58	0.71
短期借款	260	260	260	260	每股净资产	5.52	5.81	6.39	7.10
应付账款及票据	213	310	201	295	每股经营现金流	0.67	0.60	0.55	0.99
其他流动负债	103	13	13	13	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	576	583	474	569	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	38.33	24.41	19.71	16.24
其他长期负债	56	56	56	56	PB	1.34	1.98	1.80	1.62
非流动负债合计	56	56	56	56					
负债合计	632	639	531	625					
股本	370	380	380	380					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,042	2,208	2,430	2,699					
负债和股东权益合计	2,674	2,848	2,961	3,324					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。