

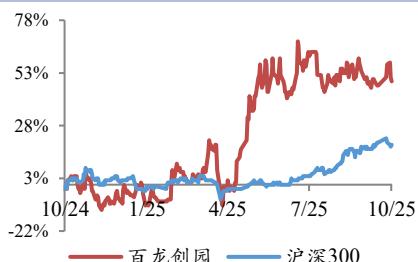
## 25Q3 业绩持续增长，泰国基地增长可期

**投资评级：增持（维持）**

报告日期：2025-10-15

收盘价（元）	20.41
近 12 个月最高/最低（元）	29.20/15.03
总股本（百万股）	420
流通股本（百万股）	420
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	86
流通市值（亿元）	86

### 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

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2025 年 10 月 13 日，公司发布 2025 年三季度业绩快报，公司 2025 年前三季度实现营收 9.69 亿元，同比+18.10%；实现归母净利润 2.65 亿元，同比+44.93%；实现扣非归母净利润 2.60 亿元，同比+50.41%；其中，2025 年第三季度公司实现营收 3.19 亿元，同比+10.61%/环比-4.82%，实现归母净利润 9,485 万元，同比+50.48%/环比+7.34%；实现扣非归母净利润 9,302 万元，同比+51.01%/环比+9.34%。

#### ● 产能扩张叠加原材料价格下降，公司营收、毛利率齐增长。

项目投产释放规模效应，上游原材料价格下降，共同助力业绩增长。24 年 5 月“年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目”和“年产 15,000 吨结晶糖项目”正式投产，顺利放量持续助力销售收入增长。2025 年上半年，公司三大核心产品线同步发力，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 1.91 亿元、3.49 亿元、0.93 亿元，分别同比+25.28%、+21.22%、+55.63%，主要是受益于境外市场对该产品需求的增长所致。2025 年上半年，公司主要原材料价格均不同程度下降，其中玉米淀粉、一水葡萄糖、煎糖、普通木薯淀粉、有机木薯淀粉采购价格分别为 2,440.23、3,209.91、6,047.28、3,086.1、6,183.87 元/吨，同比-9.31%、-0.48%、-4.41%、-27.41%、-2.75%。同期公司毛利率 40.54%，同比+7.07pct，其中 2025 年第二季度毛利率 41.29%，同比+8.07pct，环比+1.54pct。

#### ● 国内阿洛酮糖市场正式开放，甜味剂新增产能投产在即。

国内阿洛酮糖政策落地，百龙创园凭借技术、成本与产能优势抢占新市场。2025 年 7 月 2 日，国家卫健委正式批准 D-阿洛酮糖作为新食品原料，标志着 D-阿洛酮糖在我国获得全面应用许可。阿洛酮糖因口感接近蔗糖、热量低、具备抗氧化与神经保护功能，且能参与食品美拉德反应，成为替代人工甜味剂的理想选择。百龙创园自 2014 年布局阿洛酮糖研发，拥有 14 项核心专利（含 6 项国际专利），当前国内产能达 1.5 万吨，是国内首家具备工业化生产阿洛酮糖的企业，技术壁垒与规模化生产优势显著。由于公司部分产品产能利用率已趋近饱和，产能瓶颈问题凸显，公司目前正在投资建设年产 11,000 吨异麦芽酮糖、1,800 吨低聚半乳糖和 200 吨乳果糖，该项目目前已处于设备安装阶段。投产后将更好地满足市场需求，提高公司的盈利能力。

#### ● 泰国基地奠基降本增效，全球化供应链韧性提升。

泰国工厂优化成本结构，强化欧美及东南亚市场竞争力。2025 年 7 月 6 日，百龙创园泰国巴真武里府生产基地正式奠基，规划年产 1.2 万吨

### 相关报告

1. 25Q2 业绩同环比持续增长，阿洛酮糖准入落地 2025-07-29
2. 全年业绩保持增长，泰国基地有望逐步放量 2025-04-30
3. 百龙创园：Q3 业绩符合预期，阿洛酮糖持续放量 2024-11-02

晶体阿洛酮糖、7000 吨液体阿洛酮糖及 2 万吨抗性糊精等产品。该基地依托泰国原料价格较国内低 15-30% 的优势，显著降低综合生产成本。同时，泰国工厂可规避中美贸易摩擦关税风险，缩短欧美及东南亚市场的供应链距离，提升交付稳定性。项目投产后，公司将形成“山东+泰国”双产能枢纽，通过成本优化与区域化供应网络，进一步巩固在全球健康食品原料市场的份额。

### ● 投资建议

我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.38、4.12、5.36 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25、21、16 倍。维持“增持”评级。

### ● 风险提示

- (1) 原材料成本上涨；
- (2) 市场竞争加剧；
- (3) 结构升级不及预期；

### ● 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	536
净利润同比 (%)	27.3%	37.5%	22.0%	30.2%
毛利率 (%)	33.7%	35.5%	37.2%	37.7%
ROE (%)	14.6%	16.9%	17.1%	18.2%
每股收益 (元)	0.76	0.80	0.98	1.28
P/E	22.24	25.39	20.81	15.99
P/B	3.25	4.30	3.56	2.91
EV/EBITDA	14.86	17.65	14.45	11.25

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					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	901	771	824	1105	<b>营业收入</b>	1152	1421	1678	2187
现金	287	15	59	8	<b>营业成本</b>	764	917	1054	1363
应收账款	229	285	313	465	<b>营业税金及附加</b>	10	12	14	19
其他应收款	9	4	13	10	<b>销售费用</b>	34	43	51	66
预付账款	12	14	17	22	<b>管理费用</b>	33	39	46	61
存货	187	273	243	420	<b>财务费用</b>	-8	-6	6	17
其他流动资产	178	179	179	181	<b>资产减值损失</b>	-1	1	1	0
<b>非流动资产</b>	1112	1570	2185	2867	<b>公允价值变动收益</b>	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	<b>投资净收益</b>	7	12	13	17
固定资产	975	1122	1320	1557	<b>营业利润</b>	285	390	476	620
无形资产	18	18	20	21	<b>营业外收入</b>	1	0	0	0
其他非流动资产	119	430	845	1289	<b>营业外支出</b>	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2014	2341	3009	3972	<b>利润总额</b>	285	390	476	620
<b>流动负债</b>	302	263	319	347	<b>所得税</b>	40	52	64	84
短期借款	10	10	10	10	<b>净利润</b>	246	338	412	536
应付账款	130	175	118	185	<b>少数股东损益</b>	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	536
<b>非流动负债</b>	32	82	282	682	<b>EBITDA</b>	349	488	607	820
长期借款	0	50	250	650	<b>EPS (元)</b>	0.76	0.80	0.98	1.28
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	420	420	420					
资本公积	434	337	337	337					
留存收益	922	1239	1650	2187					
归属母公司股东权	1679	1996	2408	2944					
<b>负债和股东权益</b>	2014	2341	3009	3972					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	301	263	591	432	<b>成长能力</b>				
净利润	246	338	412	536	<b>营业收入</b>	32.6%	23.3%	18.1%	30.3%
折旧摊销	80	117	139	200	<b>营业利润</b>	27.5%	36.7%	22.1%	30.3%
财务费用	4	1	6	18	<b>归属于母公司净利润</b>	27.3%	37.5%	22.0%	30.2%
投资损失	-7	-12	-13	-17	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-23	-181	47	-305	<b>毛利率 (%)</b>	33.7%	35.5%	37.2%	37.7%
其他经营现金流	271	518	364	841	<b>净利率 (%)</b>	21.3%	23.8%	24.5%	24.5%
<b>投资活动现金流</b>	-173	-562	-740	-865	<b>ROE (%)</b>	14.6%	16.9%	17.1%	18.2%
资本支出	-282	-574	-753	-882	<b>ROIC (%)</b>	13.7%	15.6%	15.2%	14.9%
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	<b>资产负债率 (%)</b>	16.6%	14.7%	20.0%	25.9%
<b>筹资活动现金流</b>	-70	28	194	382	<b>净负债比率 (%)</b>	19.9%	17.3%	25.0%	34.9%
短期借款	10	0	0	0	<b>流动比率</b>	2.98	2.93	2.58	3.19
长期借款	0	50	200	400	<b>速动比率</b>	2.25	1.75	1.70	1.85
普通股增加	75	97	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-75	-97	0	0	<b>总资产周转率</b>	0.61	0.65	0.63	0.63
其他筹资现金流	-80	-22	-6	-18	<b>应收账款周转率</b>	5.82	5.53	5.61	5.62
<b>现金净增加额</b>	57	-272	44	-51	<b>应付账款周转率</b>	4.82	6.00	7.20	9.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					<b>每股收益</b>	0.76	0.80	0.98	1.28
					<b>每股经营现金流</b>	0.72	0.63	1.41	1.03
					<b>每股净资产</b>	5.20	4.75	5.73	7.01
					<b>估值比率</b>				
					<b>P/E</b>	22.24	25.39	20.81	15.99
					<b>P/B</b>	3.25	4.30	3.56	2.91
					<b>EV/EBITDA</b>	14.86	17.65	14.45	11.25

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形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。