

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

百龙创园 (605016)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

重点单品表现亮眼，业绩提升有望持续

2023年8月26日

事件：公司公布 2023 年上半年业绩。2023 年上半年，公司实现营收 4.13 亿元，同比+5.15%；实现归母净利润 9110 万元，同比+16.12%；实现扣非归母净利润 8495 万元，同比+14.61%。其中，23Q2 公司实现营收 2.18 亿元，同比+12.10%；实现归母净利润 4665 万元，同比+23.67%；实现扣非归母净利润 4421 万元，同比+19.71%。

点评：

- **产能受限之下，收入持续提升，重点单品表现亮眼。**公司收入端在 23Q2 维持同环比增长的良好态势。分产品看，23Q2，公司益生元系列/膳食纤维系列/健康甜味剂系列/其他淀粉糖醇收入分别为 5915 万元/1.11 亿元/4383 万元/323 万元，同比-23.5%/+33.3%/+131.4%/-29.8%。23 年上半年，膳食纤维中聚葡萄糖在国内食品饮料客户销售持续增长，拉动膳食纤维系列快速增长。健康甜味剂中的阿洛酮糖则得益于境外市场的需求不断提升，收入快速增长。膳食纤维系列和健康甜味剂系列在营收中的占比从 22H1 的 45.5%和 13.9%提升至 23H1 的 52.3%和 19.9%。益生元则由于产能相对有限，产能迁移至膳食纤维和健康甜味剂，导致收入下降，占比从 22H1 的 38.4%降至 23H1 的 26.1%。分区域看，23Q2 境外销售占比达 54%，同比+5pct，环比-7pct，境外销售维持强势。
- **毛利率表现出色，利润符合预期。**毛利率端看，公司 23Q2 毛利率为 31.1%，同比+8.5pct。一方面，公司原材料成本同比略有下降，另一方面，毛利率的同比提升，我们推测系产品结构的提升，即高毛利产品膳食纤维、健康甜味剂的提升和低毛利产品益生元的下降。费用端看，公司 Q2 费用率略有上升，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.2%/2.3%/2.6%/-0.17%，同比-5.7pct/+0.2pct/-1.8pct/0.9pct。Q2 营业利润率保持稳定，达 25.5%，同比+2.81pct，使得利润增速快于收入增速，并呈现同比环比双双增长的趋势。
- **产能投建有序推进，新品开发取得突破。**今年以来，公司整体产能利用率接近饱和。23Q2，公司年产 20000 吨功能糖干燥项目全面投产，有望阶段性缓解公司粉体产能紧张的情况。此外，年产 30000 吨可溶性膳食纤维项目和年产 15000 吨结晶糖项目的建设正按计划有序推进，预计 2023 年 12 月可顺利投产。新品方面，上半年公司重点推出异麦芽酮糖、水苏糖等高端产品，逐步形成规模化销售。同时，公司还积极研发其他高端产品，时机成熟时将向市场推出，未来市场前景广阔。
- **盈利预测与投资评级：估值偏低，把握良机。**近期公司股价持续回撤，而基本面并无实质变化。从 PEG 角度看，相对于未来三年的预计

利润增速，公司当前估值已处于偏低状态。下半年，我们预计公司液体产能有望随年产 20000 吨功能糖干燥项目的投产开始释放，业绩有望继续逐季提升，同时年底投产的 30000 吨膳食纤维和 15000 吨结晶糖项目有望为明年的业绩释放奠定坚实的基础。此外，阿洛酮糖在国内审批的进一步推进也有望在未来提升公司估值。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.86/1.28/1.72 元，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：投产进度不及预期，行业竞争加剧**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	653	722	928	1,321	1,708
增长率 YoY %	30.8%	10.5%	28.6%	42.4%	29.3%
归属母公司净利润 (百万元)	104	151	213	318	427
增长率 YoY%	9.3%	44.3%	41.2%	49.5%	34.1%
毛利率%	27.8%	31.7%	35.7%	36.3%	37.1%
净资产收益率 ROE%	8.7%	11.2%	13.1%	16.3%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	0.90	0.85	0.86	1.28	1.72
市盈率 P/E(倍)	39.01	25.49	25.08	16.78	12.52
市净率 P/B(倍)	3.70	2.86	3.28	2.74	2.25

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	832	856	1,108	1,426	1,873	
货币资金	305	192	402	601	956	
应收票据	2	2	5	7	9	
应收账款	142	151	201	251	279	
预付账款	6	7	9	13	14	
存货	122	168	154	216	279	
其他	255	336	336	337	337	
非流动资产	451	616	670	683	688	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	352	306	361	418	446	
无形资产	15	15	15	15	15	
其他	83	296	294	250	227	
资产总计	1,283	1,472	1,778	2,109	2,561	
流动负债	71	121	143	155	181	
短期借款	1	0	5	4	3	
应付票据	14	11	33	37	47	
应付账款	32	83	56	69	74	
其他	24	28	49	45	58	
非流动负债	8	6	6	6	6	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	8	6	6	6	6	
负债合计	79	127	149	161	187	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,203	1,345	1,629	1,947	2,374	
负债和股东权益	1,283	1,472	1,778	2,109	2,561	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	653	722	928	1,321	1,708	
同比	30.8%	10.5%	28.6%	42.4%	29.3%	
归属母公司净利润	104	151	213	318	427	
同比	9.3%	44.3%	41.2%	49.5%	34.1%	
毛利率(%)	27.8%	31.7%	35.7%	36.3%	37.1%	
ROE%	8.7%	11.2%	13.1%	16.3%	18.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.90	0.85	0.86	1.28	1.72	
P/E	39.01	25.49	25.08	16.78	12.52	
P/B	3.70	2.86	3.28	2.74	2.25	
EV/EBITDA	25.10	18.07	17.37	11.64	8.15	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	653	722	928	1,321	1,708	
营业成本	472	493	597	842	1,074	
营业税金及附加	6	6	9	13	17	
销售费用	20	24	32	40	48	
管理费用	20	21	28	40	46	
研发费用	23	27	34	46	60	
财务费用	2	-14	-1	-2	-4	
减值损失合计	-2	0	-1	-1	-1	
投资净收益	3	9	8	13	10	
其他	9	3	9	11	15	
营业利润	120	176	246	367	492	
营业外收支	-1	-3	-1	-1	-1	
利润总额	119	173	245	366	491	
所得税	14	22	32	48	64	
净利润	104	151	213	318	427	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利	104	151	213	318	427	
EBITDA	165	202	285	408	538	
EPS(当年)(元)	0.90	0.85	0.86	1.28	1.72	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	96	150	237	268	427	
净利润	104	151	213	318	427	
折旧摊销	48	49	57	67	75	
财务费用	1	0	0	0	0	
投资损失	-3	-9	-8	-13	-10	
营运资金变动	-56	-49	-29	-107	-69	
其它	2	8	4	4	4	
投资活动现金流	-298	-247	-103	-68	-71	
资本支出	-56	-174	-111	-81	-81	
长期投资	-245	-85	0	0	0	
其他	3	12	8	13	10	
筹资活动现金流	362	-13	76	-1	-1	
吸收投资	426	0	71	0	0	
借款	10	0	5	-1	-1	
支付利息或股息	-1	-11	0	0	0	
现金流净增加额	161	-110	210	199	355	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。