

# 保龄宝 (002286)

## 功能糖行业隐形冠军，减糖大趋势下迎来增长契机

### 保龄宝：深耕二十余年的功能糖行业隐形冠军

公司创立于1997年，始终专注于酶工程、发酵工程等现代生物工程技术，是国内功能糖行业的领军企业，从事功能糖的研发、制造及方案服务，是可口可乐、百事可乐、伊利、蒙牛等著名企业的战略合作伙伴，是全球重要的功能配料制造服务商。公司是目前国内市场上唯一的全品类功能糖产品制造服务商，拥有功能糖核心技术及全产业链优势，提供全面的功能性低聚糖、功能性膳食纤维、功能性糖醇全品类健康产品和服务，产品广泛应用于健康食品、功能饮料、医药、无抗饲料等领域。

### 行业趋势：减糖大势所趋，元气森林捧红赤藓糖醇

无糖、低糖大势所趋，食品饮料厂商顺应这一趋势，纷纷推出减糖产品，并以此作为卖点吸引消费者。2016年元气森林出世，凭借“无糖”的产品概念一路逆袭，到今年上半年销售超8亿。而元气森林爆红的秘诀之一就是使用了赤藓糖醇作为代糖甜味剂。在元气森林的带动下，众多厂商纷纷推出添加赤藓糖醇的饮料，受益于国内赤藓糖醇行业有望迎来高速增长。2018年国内赤藓糖醇产量已达2.87万吨，同比增加59.4%。在减糖的大趋势下，假设未来赤藓糖醇代替5%的白糖市场，那么国内潜在需求空间有望达到80万吨。

### 核心优势：基于研发和产品优势为下游客户提供综合解决方案

作为功能糖行业龙头，我们认为公司的核心优势源于三个方面：1) 研发创新优势：公司拥有功能糖关键技术自主知识产权，公司参与行业标准制订20余项，国际标准1项，掌握了行业的话语权。公司是国家级高新技术企业，拥有国家级企业技术中心、国家糖工程技术研究分中心、国家地方联合工程实验室。2) 全产业链优势：公司是目前国内市场上唯一的全品类功能糖产品制造服务商，可以为客户提供丰富的综合解决方案。3) 品牌与市场优势：公司多年来持续强化大客户营销与方案营销能力，为客户量身定制解决方案，战略客户涵盖可口可乐、百事可乐、伊利、蒙牛等著名企业。

### 盈利预测与投资建议

预计2020-2022年，公司总收入21.84/27.05/34.07亿元，同比增长20.97%/23.86%/25.96%，归母净利润1.02/1.82/3.04亿元，同比188.54%/79.14%/67.05%，EPS分别为0.28/0.49/0.82元，对应PE分别为43/24/14倍。公司是功能糖行业龙头，基于研发优势和产品优势为下游客户提供综合解决方案。受益于“减糖”大趋势，业绩将进入高速增长期。长期来看，公司功能糖产品有望向终端延伸，从而进一步打开增长空间。考虑到公司未来业绩高速增长并参考可比公司估值，给与21年40倍PE，对应目标价20元，首次覆盖，给与“买入”评级。

### 风险提示：下游客户需求波动；原料价格波动；行业竞争加剧

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,730.01	1,805.17	2,183.76	2,704.89	3,407.03
增长率(%)	8.60	4.34	20.97	23.86	25.96
EBITDA(百万元)	140.01	177.43	265.10	357.10	499.26
净利润(百万元)	42.95	35.23	101.66	182.12	304.24
增长率(%)	(13.44)	(17.97)	188.54	79.14	67.05
EPS(元/股)	0.12	0.10	0.28	0.49	0.82
市盈率(P/E)	100.84	122.93	42.60	23.78	14.24
市净率(P/B)	2.81	2.76	2.65	2.44	2.16
市销率(P/S)	2.50	2.40	1.98	1.60	1.27
EV/EBITDA	14.42	12.86	15.88	11.01	7.28

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	12.9元
目标价格	20元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	369.26
流通A股股本(百万股)	369.25
A股总市值(百万元)	4,763.40
流通A股市值(百万元)	4,763.36
每股净资产(元)	4.29
资产负债率(%)	39.58
一年内最高/最低(元)	12.90/5.23

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**王聪** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519080001  
wcong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 保龄宝：功能糖行业的隐形冠军	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 低聚糖和糖醇是主要的业务增长点	4
1.3. 公司盈利水平波动中有增长	5
2. 行业趋势：减糖大势所趋，元气森林捧红赤藓糖醇	7
2.1. 健康意识不断增强，无糖、低糖大势所趋	7
2.2. 元气森林爆红，打开赤藓糖醇需求空间	8
2.3. 赤藓糖醇工业化起步较晚，近年来发展迅速	10
3. 竞争优势：基于研发和产品优势为下游客户提供综合解决方案	12
3.1. 研发创新优势：深耕二十余年，引领行业发展	12
3.2. 全产业链优势：市场上唯一的全品类功能糖产品制造服务商	13
3.3. 品牌与市场优势：客户资源优质，以综合解决方案增强黏性	14
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	16

## 图表目录

图 1：公司股权结构图（截止 2020-07-10）	4
图 2：公司营收结构	5
图 3：公司毛利结构	5
图 4：国外收入（百万元）及占比	5
图 5：公司历年营收（百万元）及增速	6
图 6：公司历年归母净利润（百万元）及增速	6
图 7：公司历年毛利率和净利率（%）	6
图 8：公司历年费用率变化情况（%）	6
图 9：含糖饮料的健康风险	7
图 10：可口可乐无糖化趋势	7
图 11：全球非蔗糖类增甜市场规模	8
图 12：天猫 V 榜 TOP100 年度单品	9
图 13：今年前五个月元气森林大卖 6.6 亿以上	9
图 14：喜小茶突出“0 糖、卡、脂”的特性同时添加膳食纤维	10
图 15：赤藓糖醇业务保持快速增长（百万元）	10
图 16：国内糖消费情况	11
图 17：公司创新优势	12
图 18：公司研发投入稳步增长	12
图 19：添加赤藓糖醇和功能性膳食纤维的燃茶	13
图 20：糖醇业务随着规模扩大毛利率逐步提升（百万元）	14

图 21：公司收入拆分及预测.....	15
表 1：主要糖醇类产品市场规模比较.....	10
表 2：可比公司估值水平.....	15

## 1. 保龄宝：功能糖行业的隐形冠军

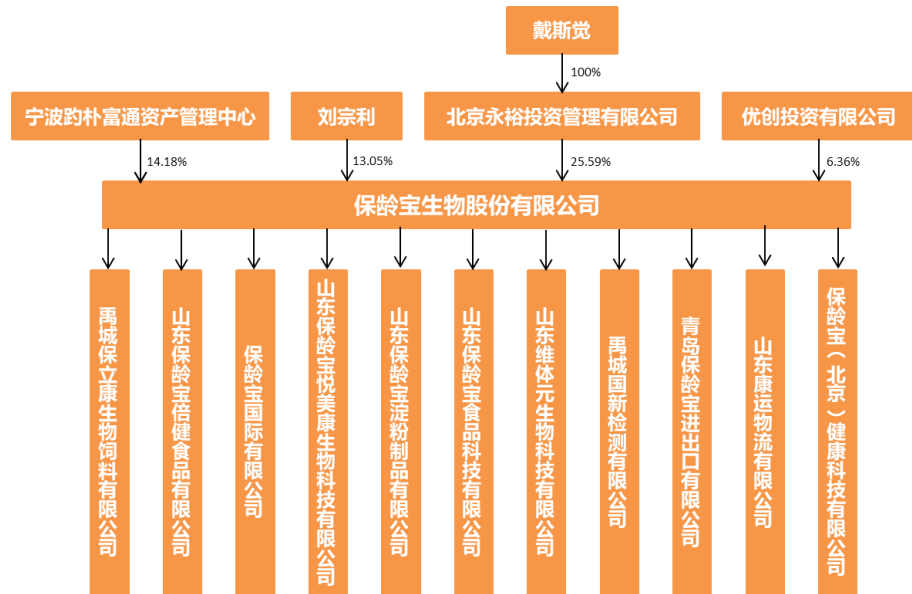
### 1.1. 公司简介

公司创立于 1997 年，始终专注于酶工程、发酵工程等现代生物工程技术，从事生物糖的研发、制造及方案服务，是国内功能糖行业的领军企业。2009 年 8 月在深圳 A 股上市，是国内同行业首家 A 股上市公司。公司 2019 年 1 月 19 日发布公告，以“零发现项”通过 FDA 现场审核，成为业内率先通过的公司，标志着公司品质保证能力与国际接轨。

**戴斯觉先生为公司目前的实际控制人。**2016 年之前，创始人刘宗利为公司的实际控制人，后通过股份转让退出对公司的控制，2017 年实际控制人发生变更，戴斯觉通过北京永裕投资管理公司间接控制保龄宝，北京永裕对保龄宝的直接持股比例为 12.8%，表决权委托占公司股份总数的 12.79%，合计持股比例为 25.59%。

在公司的全资子公司中，禹城保立康生物饲料有限公司、山东保龄宝倍健食品有限公司和保龄宝国际有限公司对母公司的净利润影响达 10%以上，山东保龄宝悦美康生物科技有限公司和山东保龄宝淀粉制品有限公司为 2019 新设子公司。

图 1：公司股权结构图（截止 2020-07-10）



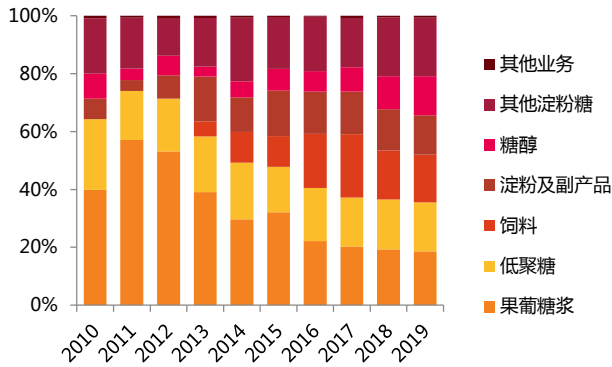
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 低聚糖和糖醇是主要的业务增长点

公司产品主要包括功能糖系列、淀粉糖系列、糖醇系列、膳食纤维系列、医药原辅料系列、淀粉系列及益生元终端等，广泛应用于健康食品、功能饮料、医药、无抗饲料等领域。

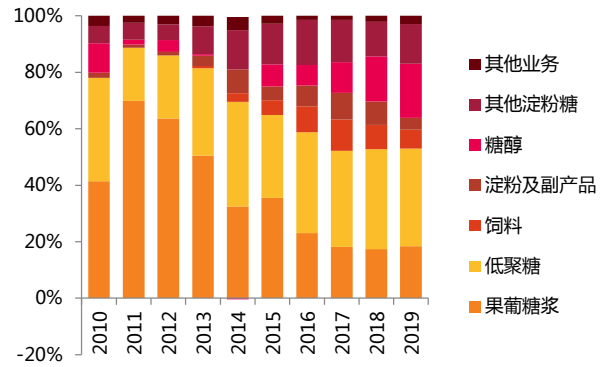
- 从**营收结构**来看，在公司所有的产品品类中，果葡糖浆占比在逐渐下降，饲料和糖醇的占比在逐渐上升，低聚糖和淀粉的占比基本保持不变；根据 2019 年营收结构，果葡糖浆和其他淀粉糖是主要的收入来源，在营收中占比分别为 18.57%和 20.27%。
- 从**毛利结构**来看，近年低聚糖和糖醇的毛利水平显著提高，且低聚糖的毛利占比最高，而果葡糖浆和淀粉的毛利占比呈下降趋势。2019 年低聚糖的毛利率为 30.34%，超过整体毛利率的 2 倍，糖醇的毛利率为 21.10%，同比提高 1.44 个百分点。

图 2：公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

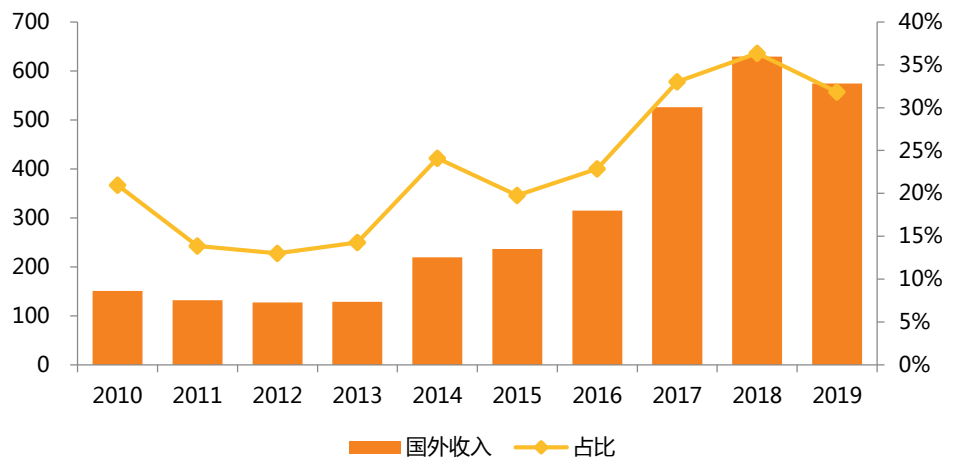
图 3：公司毛利结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司国外业务总体保持稳定增长态势，国际市场逐步拓展。2015年7月，公司出资1000万元在青岛保税区注册成立了青岛保龄宝进出口有限公司，进一步强化国际市场开拓力度，促进公司与国际市场的对接与合作。2019年国外收入为5.75亿，在总营收中占比为31.84%，2010-2019年平均年复合增长率为16%。

图 4：国外收入（百万元）及占比

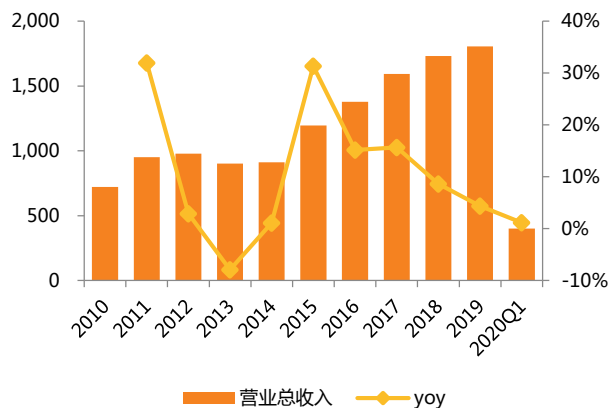


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 公司盈利水平波动中有增长

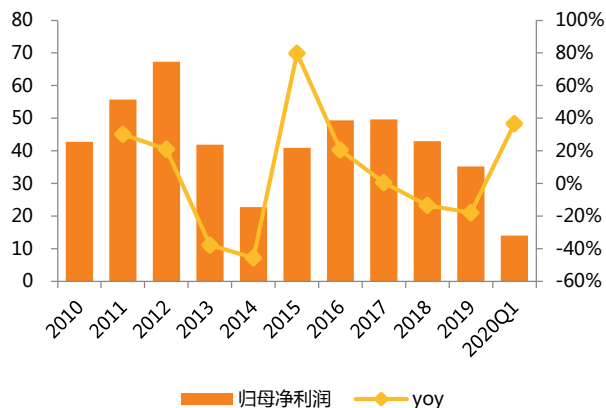
营收呈总体上升趋势，但2016年以来营收增速下滑，归母净利润逐年下降，主要系公司近年在开发功能糖产品上的投入成本较高，同时期间费用率呈上升趋势。2019年，公司实现营收18.05亿元，同比增长4.34%，实现归母净利润3523.37万元，同比下降17.97%。面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，公司紧盯市场需求，在全球减糖趋势的背景下，大力开发赤藓糖醇共结晶、麦芽四糖50/60/80型产品、蔗果三糖大于80%的低聚果糖等新品，其中赤藓糖醇产品销售继续保持20%以上的增长。2020Q1，公司实现营收4亿，同比增长1.15%，归母净利润1402.29万元，同比增长36.72%。

图 5：公司历年营收（百万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

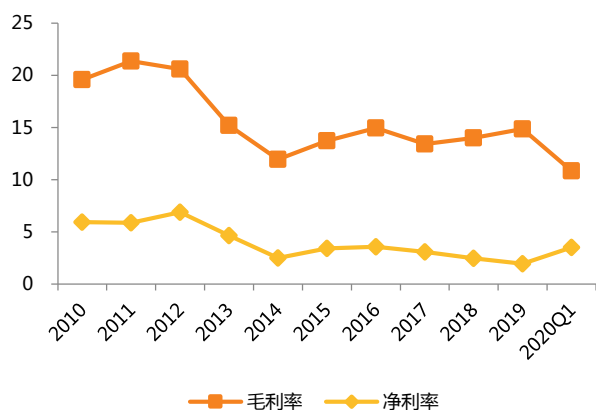
图 6：公司历年归母净利润（百万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

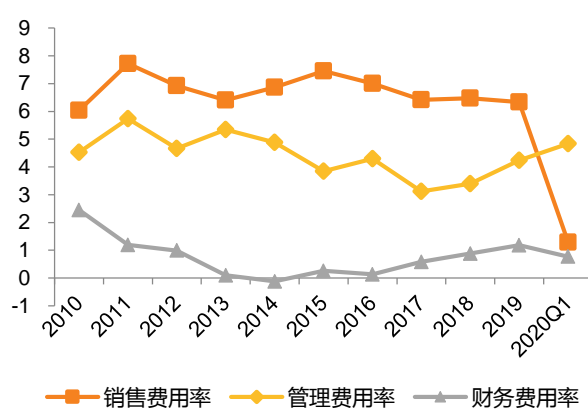
公司毛利率稳定增长，净利率小幅下滑；公司的管理费用率和财务费用率近三年明显上升。2019 年，公司的销售毛利率为 14.85%，比 2017 年上升 1.45%，销售净利率为 1.93%，比 2017 年下降 1.15%；管理费用率(含研发)为 4.24%，比 2017 年上升 1.02%，财务费用率为 1.18%，比 2017 年上升 0.6%。

图 7：公司历年毛利率和净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司历年费用率变化情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 行业趋势：减糖大势所趋，元气森林捧红赤藓糖醇

### 2.1. 健康意识不断增强，无糖、低糖大势所趋

糖分是人体核心营养成分，给身体提供能量，适量的糖分保证身体机能正常运作，但是过量摄入糖分是导致肥胖和各种代谢疾病（如糖尿病、胰岛素抵抗）的罪魁祸首。2019年7月，国家卫健委发布《健康中国行动（2019—2030年）》，明确提出了“三减三健”的行动计划，并将“减糖”列入未来国民营养工作重点。而世界卫生组织也一直呼吁各国政府对含糖饮料至少征收20%的特别税。近年来，世界各国纷纷尝试征收“糖税”。

图 9：含糖饮料的健康风险



资料来源：NYC Health，天风证券研究所

**无糖、低糖大势所趋。**随着国内生活水平的不断提高，消费者对健康的注重程度也随之提高，更注重膳食均衡和热量摄入，健康生活理念逐步成为主流，对低热量、零热量的饮食的需求逐步提升。食品饮料厂商顺应这一趋势，纷纷推出减糖产品，并以此作为卖点吸引消费者。例如，可口可乐早在1982年就推出了以人工甜味剂阿斯巴甜替代蔗糖的健怡可乐（Diet Coke），目前可口可乐40%的饮料都是无糖或低糖。除了国际巨头以外，中国企业也在纷纷探索。

图 10：可口可乐无糖化趋势



#### More drinks, less sugar

As a total beverage company, Coca-Cola offers more than 4,100 drinks—from soft drinks to juices, teas to coffee, sports drinks to water.

To offer more reduced-sugar options, we're rethinking some of our recipes, as well as developing the next generation of sugar alternatives.

The results:

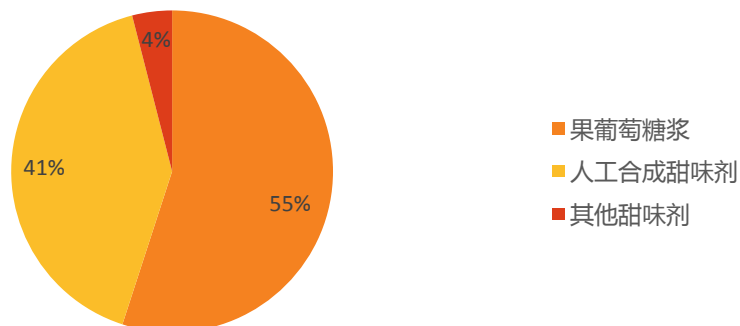
- We reduced sugar in more than 400 of our products in 2018 alone.
- Today, about 40% of our beverages are low- or no-sugar.
- Of the more than 800 products we offer in the United States, more than 250 are low- or no-sugar—including popular drinks like Coca-Cola Zero Sugar, Diet Coke, Sprite Zero, Fresca, Powerade Zero, vitaminwater zero and smartwater.
- Our Coca-Cola Freestyle dispensers, available across the US and other markets, provide more than 100 low- or no-sugar choices.

资料来源：可口可乐官网，天风证券研究所

在这一大趋势下，能够在提供甜味的同时又更健康的甜味剂迎来发展机遇。目前，常见的甜味配料产品可以分为蔗糖、果葡糖浆、人工甜味剂和天然甜味剂等，其中蔗糖占比78%，

是甜味配料市场最主要的产品，因长期被人们食用，而不被视为食品添加剂或甜味剂。而甜味剂是指赋予食品以甜味的食物添加剂，品种较多，具体可以分为以下两大类：1) 功能性甜味剂：主要包括人工合成高倍甜味剂和天然甜味剂。人工合成高倍甜味剂主要为糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜等；天然甜味剂目前使用较多的主要为甜菊糖。2) 糖醇类甜味剂：包括木糖醇、赤藓糖醇等。2018 年全球非蔗糖类增甜产品的市场规模约为 90 亿美元，其中人工合成甜味剂的市场规模约为 36 亿美元，占比为 41%。

图 11：全球非蔗糖类增甜市场规模



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

## 2.2. 元气森林爆红，打开赤藓糖醇需求空间

随着年轻代健康意识的提升，元气森林以“无糖”战略为核心，在过去三年内迅速走红。2016 年，元气森林出世，凭借“无糖”的产品概念一路逆袭。从 2016 年成立至今，这家新茶饮品牌取得的成绩包括：2020 年 5 月销售业绩达到 2.6 亿，超出 2018 年全年销售总和；天猫 618，超过可口可乐成为水饮品类榜单第一名；上半年销售超 8 亿。元气森林首个自建生产基地已经在安徽滁州落成，其中一期投产后将拥有 3 条高速生产线，可生产燃茶、苏打气泡水、乳茶、功能性饮料，年产量可达 4.5 亿瓶。



图 12：天猫 V 榜 TOP100 年度单品



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 13：今年前五个月元气森林大卖 6.6 亿以上



资料来源：CBNdata，天风证券研究所

而元气森林爆红的秘诀之一就是使用了赤藓糖醇作为代糖甜味剂。赤藓糖醇是功能性糖醇的一种，是所有糖醇中唯一利用微生物技术生产的一种天然零热量甜味剂，具有低热量、高稳定性、甜味协调、无吸湿性、无龋齿性、不发酵及不会引起肠胃不适等特点，不参与糖代谢和血糖变化，宜于糖尿病患者食用。与山梨糖醇、木糖醇、麦芽糖醇和甘露糖醇相比，赤藓糖醇具有耐受量大，安全性高、冷甜效果和低吸湿性、零热值等优点。（陆正清《赤藓糖醇的开发及其在食品工业中的应用》）

在元气森林带动的无糖潮流下，众多厂商推出添加赤藓糖醇的饮料。以喜茶旗下的“喜小茶”为例。7月12日线上首发，因为进入薇娅直播间，2.5万箱（30万瓶）的“喜小茶瓶装厂”汽水一晚被抢空。这系列汽水不仅在北上广深的喜茶门店出售，它还首次进入了外部渠道：广东地区 7-Eleven、江浙部分城市的全家便利店以及盒马位于上海和广东门店。

图 14：喜小茶突出“0糖、卡、脂”的特性同时添加膳食纤维



资料来源：CBNdata，天风证券研究所

### 2.3. 赤藓糖醇工业化起步较晚，近年来发展迅速

国内赤藓糖醇工业化生产起于 2004 年，保龄宝公司是国内最早开始赤藓糖醇工业化的企业。该公司建成 1000 吨/年的生产线，产品填补国内空白，技术水平达到国内领先程度，获得国际采标认证。但是在过去的十几年间，受加工工艺的限制以及市场需求有限，国内成功进行赤藓糖醇工业化生产的企业并不多，2018 年合计有效产能只有 3.85 万吨。

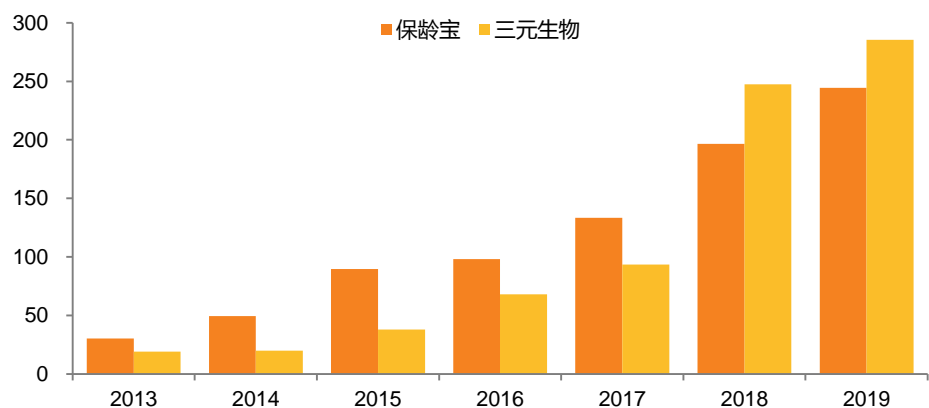
表 1：主要糖醇类产品市场规模比较

主要糖醇	甜度比	2017 年产量 (万吨)	价格 (万元/吨)
山梨糖醇	0.5	70.2	0.28-0.38
木糖醇	1.2	6	2.7-3.2
麦芽糖醇	0.9	14	1.1-1.3
甘露醇	0.6	6	1.5-2
赤藓糖醇	0.7	1.8	1.9-2.3

资料来源：嘉肯咨询，天风证券研究所

终端食品饮料企业对甜味剂行业有很大的影响力，在元气森林引领的这一趋势下，国内赤藓糖醇行业有望进入高速增长期。食品饮料企业庞大的需求对各类糖醇的选择和偏好，将直接影响到糖醇产品的需求量和行业增速。如乐天口香糖对木糖醇的选择和推广，极大的促进木糖醇产业发展。而近年来在下游需求的带动下，国内赤藓糖醇行业发展迅速。2017 年，赤藓糖醇产量为 1.8 万吨，价格在 1.9-2.3 万元/吨左右，2018 年产量已达 2.87 万吨，同比增加 59.4%。其中国内主要生产企业近几年均保持了较快的增速，预计在下游厂商的带动下，未来几年行业有望进一步提速。

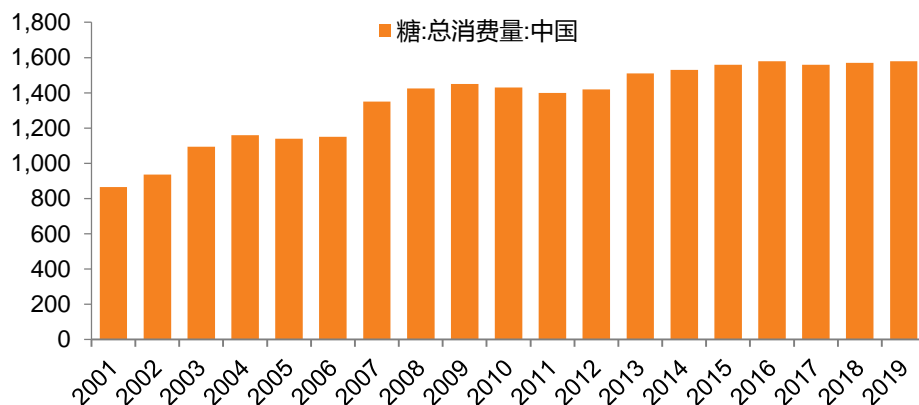
图 15：赤藓糖醇业务保持快速增长 (百万元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

随着消费者对食品健康、营养要求的进一步提高，赤藓糖醇有极大的成长空间。2019 年我国糖消费量约为 1580 万吨。从代糖角度，当前赤藓糖醇主要添加在饮料中，但是其产品特性决定了未来赤藓糖醇不仅可以用到糖果饼干等含糖食品中，甚至可以取代白糖进入家庭消费领域。假设未来赤藓糖醇代替 5%的白糖市场，那么国内潜在需求空间有望达到 80 万吨。

图 16：国内糖消费情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 竞争优势：基于研发和产品优势为下游客户提供综合解决方案

#### 3.1. 研发创新优势：深耕二十余年，引领行业发展

公司深耕功能糖领域二十余年，引领我国功能糖产业的健康发展。公司拥有功能糖关键技术自主知识产权，公司参与行业标准制订 20 余项，国际标准 1 项，掌握了行业的话语权。公司是国家级高新技术企业，拥有国家级企业技术中心、国家糖工程技术研究分中心、国家地方联合工程实验室。立足生物技术与生命科学，围绕营养与健康开展研发创新，从靶点筛选切入，建立起集小试中试、孵化扩出、应用方案、检测认证、工业化一体的创新体系，使基础研究、工程技术、应用方案实现高效链接。

图 17：公司创新优势



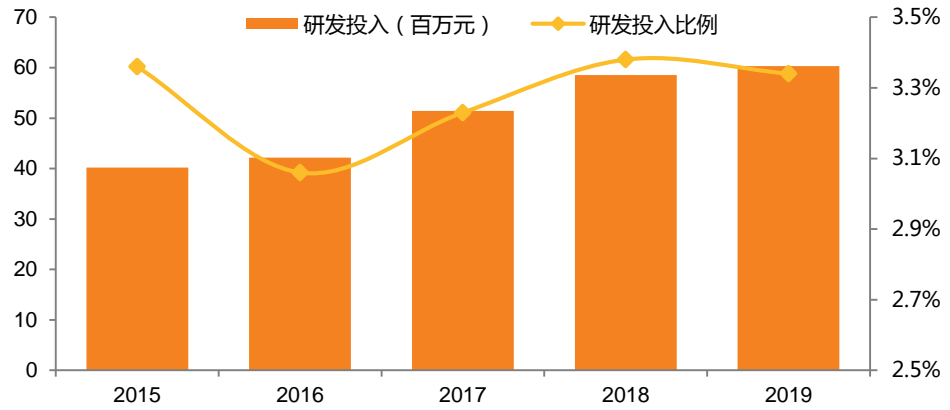
## 创新优势 INNOVATION ADVANTAGES

- ◆ **项目计划** project scheduling  
承担国家科技攻关计划、火炬计划、国家863计划、九五、十五、十一五攻关课题等项目20余项。
- ◆ **体系认证** system certification  
FDA、Hala、KOSHER、IP、ISO9001、ISO14001、FSSC22000、SA8000、GMP认证。
- ◆ **国家标准** national standard  
先后牵头并参与制定低聚异麦芽糖、低聚果糖、聚葡萄糖、赤藓糖醇、果葡糖浆等国家标准21项。
- ◆ **应用法规** application of laws and regulations  
美国FDA公认安全级食品(GRAS)；欧盟、日本作为特定保健食品或特殊功能食品应用；在中国作为食品配料、营养强化剂、食品添加剂应用。
- ◆ **发明专利** invention patent  
聚葡萄糖、低聚果糖、低聚半乳糖、低聚异麦芽糖饲料添加剂、乳果糖、赤藓糖醇等86项，低聚半乳糖、低聚果糖、低聚异麦芽糖生物加工关键技术及产业化荣获山东省科学技术一等奖。
- ◆ **产、学、研联合** The union of industry-study-research  
公司拥有国家企业技术中心、国家糖工程技术研究中心、国家地方联合工程实验室、院士工作站、博士后科研工作站，由泰山学者、海外学者、学术带头人组成专家团队，与山东大学、江南大学、天津大学、齐鲁工业大学建立长期稳定合作关系，形成强有力的科技人才支撑。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司研发端一直保持较高的投入水平，近几年保持稳步提升。2019 年公司研发总投入 6031 万元，占总收入的 3.34%。公司依靠技术创新不断推进新产品的开发，并且实现生产技术提升，从而支撑公司的长期成长。2019 年公司参与的项目荣获国家科技进步二等奖，3 个项目列入山东省重点研发计划，获批 3 位泰山产业领军人才，获得 5 项发明专利授权，进一步增加了企业的核心竞争力。

图 18：公司研发投入稳步增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 全产业链优势：市场上唯一的全品类功能糖产品制造服务商

功能糖是天然存在于植物中的有效营养功能物质，功能糖包括功能性低聚糖、功能性膳食纤维、功能性糖醇。

- 功能性低聚糖，也称“益生元”，是对人体健康具有一定改善效果的功能性糖类，多是由 2~10 个单糖通过糖苷键连接形成直链或支链的低度聚合糖。功能糖不被人体消化吸收而直接进入大肠内为双歧杆菌等有益菌所利用，促进有益菌增多，达到人体肠道微生态平衡，缓解机体的炎症反应，保护肠道黏膜屏障，降低肠道黏膜渗透性，从而保护肠道的免疫机制，同时使肠道重新建立肠道菌群平衡，维护肠道健康，减少内源性感染的发生率，促进人体健康，提高免疫力。
- 功能性膳食纤维，是一种高分子的碳水化合物，由于其不能被人体所正常的消化吸收，可减缓消化速度和最快速排泄胆固醇，可让血液中的血糖和胆固醇控制在最理想的水准之上，还可以帮助糖尿病患者降低胰岛素和三酸甘油酯。
- 功能性糖醇类物质不会引起体内胰岛素的显著增加，所以被许多需要甜味却又必须无糖的食品所添加，而糖醇类物质本身的特性，比如益生元、低能量以及低血糖、胰岛素应答特性等，对改善食品的健康品质，预防慢性疾病的发生发展都有着积极意义。

图 19：添加赤藓糖醇和功能性膳食纤维的燃茶

**真正的无糖**

- 采用天然植物代糖「赤藓糖醇」
- 不引起血糖变化
- 不引起龋齿

0糖    0热量    低GI

\*以上内容特指，本品使用的赤藓糖醇特性

**配料简单 健康放心**

营养成分表		
项目	每100g	NRV%
能量	23kJ	0%
蛋白质	0g	0%
脂肪	0g	0%
碳水化合物	3.2g	1%
糖	0g	0%
膳食纤维	1.5g	6%
钠	17mg	1%

**品名** 元气森林 桃香乌龙茶饮料  
**配料** 水、赤藓糖醇、乌龙茶、浓缩桃汁、葡萄糖(膳食纤维)、维生素C、磷酸氢钠、食用香精  
**保质期** 12个月  
**贮存条件** 请置于阴凉干燥处，避免阳光曝晒。开启后请在6小时内饮用完毕。  
**规格** 500ml/瓶

**丰富的膳食纤维**

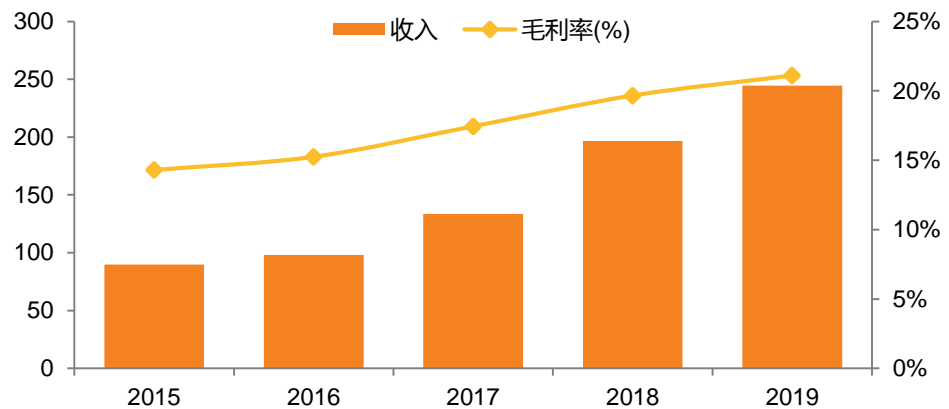
- 7.5g每瓶，相当于3个苹果
- 补充成人每天所需30%的膳食纤维

资料来源：天猫，天风证券研究所

公司是目前国内市场上唯一的全品类功能糖产品制造服务商，拥有功能糖系列产品核心技术及全产业链优势，有望充分受益减糖大趋势。公司形成完整的淀粉—淀粉糖—功能糖—功能糖醇—医药原辅料—益生元终端的高中低金字塔式产品结构，提供全面的功能性低聚糖、功能性膳食纤维、功能性糖醇全品类健康产品和服务。以糖醇为例，在全球减糖趋势

的带动下，公司糖醇产品销售继续保持 20%以上的增长。

图 20：糖醇业务随着规模扩大毛利率逐步提升（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 品牌与市场优势：客户资源优质，以综合解决方案增强黏性

公司作为国内功能糖行业的领军企业，始终专注于酶工程、发酵工程等现代生物工程技术，从事功能糖的研发、制造及方案服务，是可口可乐、百事可乐、伊利、蒙牛等著名企业的战略合作伙伴，是全球重要的功能配料制造服务商。

公司多年来持续强化大客户营销与方案营销能力，紧跟国际国内产业发展趋势，结合公司的产品优势量身定制解决方案，服务产业转型，将客户关系从供销关系上升为战略合作伙伴关系，坚持与客户的眼眸聚焦，与客户实施方案对接和协同创新，公司的市场开发能力和客户服务能力不断增强。2019 年公司荣获全国绿色工厂、伊利卓越供应商、完美优秀供应商、元气森林最佳供应商、无限极质量金鼎奖。

## 4. 盈利预测与投资建议

受益于减糖趋势以及下游客户的带动，预计糖醇业务进入高速增长期；受益于客户的开拓以及综合解决方案的提供，其他主要业务预计保持较快增长。预计 2020-2022 年，公司总收入 21.84/27.05/34.07 亿元，同比增长 20.97%/23.86%/25.96%，归母净利润 1.02/1.82/3.04 亿元，同比 188.54%/79.14%/67.05%，对应 EPS 分别为 0.28/0.49/0.82 元。

图 21：公司收入拆分及预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>糖醇</b>					
收入	196.7	244.5	448.5	780.0	1267.5
yoy	47.2%	24.3%	83%	74%	63%
毛利	38.7	51.6	103.2	195.0	342.2
毛利率(%)	19.7%	21.1%	23%	25%	27%
<b>低聚糖</b>					
收入	297.8	305.4	366.4	421.4	472.0
yoy	10.3%	2.5%	20%	15%	12%
毛利	85.6	92.7	109.9	126.4	141.6
毛利率(%)	28.7%	30.3%	30%	30%	30%
<b>其他淀粉糖</b>					
收入	352.7	365.9	402.4	450.7	518.3
yoy	29.7%	3.7%	10%	12%	15%
毛利	29.6	37.6	44.3	49.6	57.0
毛利率(%)	8.4%	10.3%	11%	11%	11%
<b>果葡糖浆</b>					
收入	333.8	335.2	385.5	443.3	509.8
yoy	3.3%	0.4%	15%	15%	15%
毛利	42.11	49.5	57.8	66.5	76.5
毛利率(%)	12.6%	14.8%	15%	15%	15%
<b>饲料+淀粉及副产品</b>					
收入	540.0	543.7	570.9	599.5	629.4
yoy	-7.4%	0.7%	5%	5%	5%
毛利	41.1	29.0	34.3	36.0	37.8
毛利率(%)	7.6%	5.3%	6%	6%	6%
<b>其他业务</b>					
收入	9.0	10.5	10.0	10.0	10.0
毛利	5.1	7.7	5.0	5.0	5.0
毛利率(%)	56.8%	73.3%	50%	50%	50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们选取主要食品添加剂企业做为可比公司。公司是功能糖行业龙头，基于研发优势和产品优势为下游客户提供综合解决方案。受益于“减糖”大趋势，业绩将进入高速增长期。长期来看，公司功能糖产品有望向终端延伸，从而进一步打开增长空间。考虑到公司未来两年业绩高速增长，参考可比公司估值，给与 21 年 40 倍 PE，对应目标价 20 元，首次覆盖，给与“买入”评级。

表 2：可比公司估值水平

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	20E	21E
002286.SZ	保龄宝	111.1	42.6	23.8
	<b>平均值</b>	<b>76.9</b>	<b>63.5</b>	<b>50.8</b>
603288.SH	海天味业	77.3	67.3	57.0
600298.SH	安琪酵母	52.4	45.6	39.6

600872.SH	中炬高新	68.8	59.4	47.8
603317.SH	天味食品	110.0	89.5	69.9
300829.SZ	金丹科技	65.7	47.6	33.9
603755.SH	日辰股份	87.0	71.6	56.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 1、原材料价格波动风险

公司产品的主要原料是玉米、玉米淀粉、蔗糖等，受气候、国家政策的影响较大，供求变化和价格可能出现大幅波动；如果主要原材料价格上涨会导致产品成本大幅增加，而产品销售价格的调整相对滞后，会导致产品毛利率下降，直接影响公司经营利润。

### 2、下游客户需求波动的风险

功能食品、饮料、乳制品、营养保健品等是目前公司产品最重要的应用板块，而饮料、乳制品等众多下游产业均趋向于形成寡头垄断的竞争格局，下游企业规模较大，任何一个大型下游企业的需求变化都将对公司造成销售额的急剧变化。

### 3、行业竞争加剧的风险

随着健康消费市场的不断扩大，国内国际部分企业加入到益生元行业中来。如果公司不能有效地把握和掌控益生元市场，并持续地开拓新的产品应用领域，可能出现被同行争抢市场份额和客户的风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	416.28	415.99	327.56	540.98	851.76
应收票据及应收账款	191.72	191.24	272.03	141.67	379.42
预付账款	7.77	16.84	12.44	61.78	29.92
存货	220.82	185.74	298.11	290.79	420.29
其他	89.97	135.77	130.56	138.24	250.42
<b>流动资产合计</b>	<b>926.55</b>	<b>945.57</b>	<b>1,040.70</b>	<b>1,173.45</b>	<b>1,931.80</b>
长期股权投资	232.77	245.37	245.37	245.37	245.37
固定资产	1,183.53	1,177.02	1,130.67	1,004.31	877.96
在建工程	17.08	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	137.68	134.93	130.68	126.43	122.18
其他	81.65	15.88	9.57	8.26	8.26
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,652.70</b>	<b>1,573.19</b>	<b>1,516.29</b>	<b>1,384.37</b>	<b>1,253.77</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,579.25</b>	<b>2,518.76</b>	<b>2,556.99</b>	<b>2,557.82</b>	<b>3,185.57</b>
短期借款	499.00	490.00	216.77	151.80	170.59
应付票据及应付账款	291.57	357.99	415.06	480.05	661.96
其他	193.94	50.74	236.21	101.94	303.44
<b>流动负债合计</b>	<b>984.52</b>	<b>898.73</b>	<b>868.04</b>	<b>733.78</b>	<b>1,135.98</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.75	53.04	53.04	53.04	53.04
<b>非流动负债合计</b>	<b>52.75</b>	<b>53.04</b>	<b>53.04</b>	<b>53.04</b>	<b>53.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,037.27</b>	<b>951.76</b>	<b>921.07</b>	<b>786.82</b>	<b>1,189.02</b>
少数股东权益	1.96	0.00	(0.90)	(2.41)	(5.04)
股本	369.26	369.26	369.26	369.26	369.26
资本公积	800.86	800.86	800.86	800.86	800.86
留存收益	1,167.16	1,191.31	1,267.56	1,404.16	1,632.33
其他	(797.26)	(794.43)	(800.86)	(800.86)	(800.86)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,541.98</b>	<b>1,567.00</b>	<b>1,635.92</b>	<b>1,771.00</b>	<b>1,996.55</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,579.25</b>	<b>2,518.76</b>	<b>2,556.99</b>	<b>2,557.82</b>	<b>3,185.57</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	42.64	34.93	101.66	182.12	304.24
折旧摊销	86.73	105.73	130.60	130.60	130.60
财务费用	24.99	29.01	15.00	13.00	13.00
投资损失	(5.81)	(0.28)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	37.82	26.82	65.28	12.70	(64.17)
其它	(53.33)	(42.25)	(0.90)	(1.51)	(2.63)
<b>经营活动现金流</b>	<b>133.05</b>	<b>153.95</b>	<b>306.65</b>	<b>331.92</b>	<b>376.05</b>
资本支出	297.47	84.21	80.00	0.00	0.00
长期投资	151.91	12.60	0.00	0.00	0.00
其他	(741.57)	(140.64)	(155.00)	5.00	5.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(292.19)</b>	<b>(43.82)</b>	<b>(75.00)</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>
债权融资	499.00	490.00	216.77	151.80	170.59
股权融资	(3.55)	(18.51)	(21.43)	(13.00)	(13.00)
其他	(218.97)	(681.43)	(515.42)	(262.30)	(227.85)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>276.48</b>	<b>(209.93)</b>	<b>(320.08)</b>	<b>(123.50)</b>	<b>(70.27)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>117.34</b>	<b>(99.80)</b>	<b>(88.43)</b>	<b>213.41</b>	<b>310.78</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,730.01</b>	<b>1,805.17</b>	<b>2,183.76</b>	<b>2,704.89</b>	<b>3,407.03</b>
营业成本	1,487.83	1,537.12	1,829.33	2,226.43	2,746.97
营业税金及附加	17.61	13.67	21.84	27.05	34.07
营业费用	111.86	114.20	120.11	135.24	153.32
管理费用	54.33	67.49	72.06	81.15	91.99
研发费用	4.54	9.12	10.92	13.52	17.04
财务费用	11.00	21.33	15.00	13.00	13.00
资产减值损失	7.10	(5.40)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.84)	0.84	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.81	0.28	5.00	5.00	5.00
其他	(23.30)	0.24	(10.00)	(10.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>54.07</b>	<b>46.28</b>	<b>119.50</b>	<b>213.50</b>	<b>355.66</b>
营业外收入	0.11	0.32	0.20	0.21	0.24
营业外支出	1.69	0.81	1.16	1.22	1.06
<b>利润总额</b>	<b>52.50</b>	<b>45.79</b>	<b>118.54</b>	<b>212.49</b>	<b>354.83</b>
所得税	9.86	10.86	17.78	31.87	53.23
<b>净利润</b>	<b>42.64</b>	<b>34.93</b>	<b>100.76</b>	<b>180.62</b>	<b>301.61</b>
少数股东损益	(0.31)	(0.31)	(0.90)	(1.51)	(2.63)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>42.95</b>	<b>35.23</b>	<b>101.66</b>	<b>182.12</b>	<b>304.24</b>
每股收益(元)	0.12	0.10	0.28	0.49	0.82

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.60%	4.34%	20.97%	23.86%	25.96%
营业利润	-6.60%	-14.41%	158.21%	78.66%	66.58%
归属于母公司净利润	-13.44%	-17.97%	188.54%	79.14%	67.05%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.00%	14.85%	16.23%	17.69%	19.37%
净利率	2.48%	1.95%	4.66%	6.73%	8.93%
ROE	2.79%	2.25%	6.21%	10.27%	15.20%
ROIC	3.43%	3.34%	7.03%	12.70%	22.81%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.22%	37.79%	36.02%	30.76%	37.33%
净负债率	5.36%	4.72%	-6.77%	-21.98%	-34.12%
流动比率	0.94	1.05	1.20	1.60	1.70
速动比率	0.72	0.85	0.86	1.20	1.33
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.94	9.43	9.43	13.08	13.08
存货周转率	8.79	8.88	9.03	9.19	9.58
总资产周转率	0.74	0.71	0.86	1.06	1.19
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.12	0.10	0.28	0.49	0.82
每股经营现金流	0.36	0.42	0.83	0.90	1.02
每股净资产	4.17	4.24	4.43	4.80	5.42
<b>估值比率</b>					
市盈率	100.84	122.93	42.60	23.78	14.24
市净率	2.81	2.76	2.65	2.44	2.16
EV/EBITDA	14.42	12.86	15.88	11.01	7.28
EV/EBIT	35.88	28.80	31.30	17.36	9.87

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com