

# 保龄宝 (002286)

证券研究报告

2020年08月23日

## 上半年业绩实现高速增长，未来持续受益减糖大趋势

事件：发布 2020 年半年度报告，实现营业总收入 10.17 亿元，同比增长 17.24%；归属于上市公司股东净利润 4339 万元，同比增长 78.21%。

### 受益下游需求提升，上半年业绩实现高速增长

疫情后期，人们对健康及功能产品的关注度逐步提升，同时受全球低糖减糖趋势的带动，公司主要业务板块均实现了良好的增长。上半年受到国内以元气森林等为代表的无糖低糖饮品热销的影响，公司赤藓糖醇实现收入 2.09 亿元，同比增长 37.03%，占总收入的比重达到 20.54%，同比提升 2.97 个百分点，毛利率 21.67%，同比提升 4.09 个百分点。其他产品方面，功能糖实现收入 1.75 亿元，同比增长 22.81%，其他淀粉糖实现收入 1.95 亿元，同比增长 37.70%。

### 低糖减糖大势所趋，赤藓糖醇市场潜力大

赤藓糖醇是目前市场上唯一经生物发酵法天然转化和提取制备而成的糖醇产品，是国家卫计委认定的 0 能量糖醇产品。在全球低糖减糖趋势的带动下，及国内以元气森林等为代表的无糖低糖饮品热销的影响，公司赤藓糖醇以天然、零热值、不参与血糖代谢、较高耐受量及酸热性能稳定等特点，受到市场的高度关注，产品销售连续多年保持了较快增长。除了在饮料中的应用，赤藓糖醇还可以广泛应用到含糖食品、日化产品中，甚至可以取代白糖进入家庭消费领域，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。

### 公司竞争优势突出，有望充分受益减糖大趋势

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。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，与客户实施方案对接和协同创新。基于公司的竞争优势，我们认为公司未来有望充分受益减糖大趋势。

### 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 76/42/25 倍。受益于“减糖”大趋势，公司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，维持“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)	179.24	218.51	75.73	42.27	25.31
市净率(P/B)	5.00	4.91	4.70	4.34	3.85
市销率(P/S)	4.45	4.26	3.53	2.85	2.26
EV/EBITDA	14.42	12.86	28.58	20.44	14.03

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 (维持评级)
当前价格	20.85 元
目标价格	元

### 基本数据

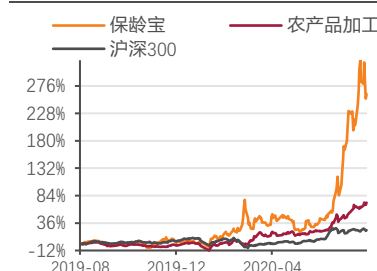
A 股总股本(百万股)	369.26
流通 A 股股本(百万股)	369.25
A 股总市值(百万元)	7,698.99
流通 A 股市值(百万元)	7,698.92
每股净资产(元)	4.33
资产负债率(%)	37.83
一年内最高/最低(元)	25.77/5.23

### 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  
wccong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《保龄宝-首次覆盖报告:功能糖行业隐形冠军,减糖大趋势下迎来增长契机》  
2020-07-22

## 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	179.24	218.51	75.73	42.27	25.31
市净率	5.00	4.91	4.70	4.34	3.85
EV/EBITDA	14.42	12.86	28.58	20.44	14.03
EV/EBIT	35.88	28.80	56.34	32.23	19.00

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