

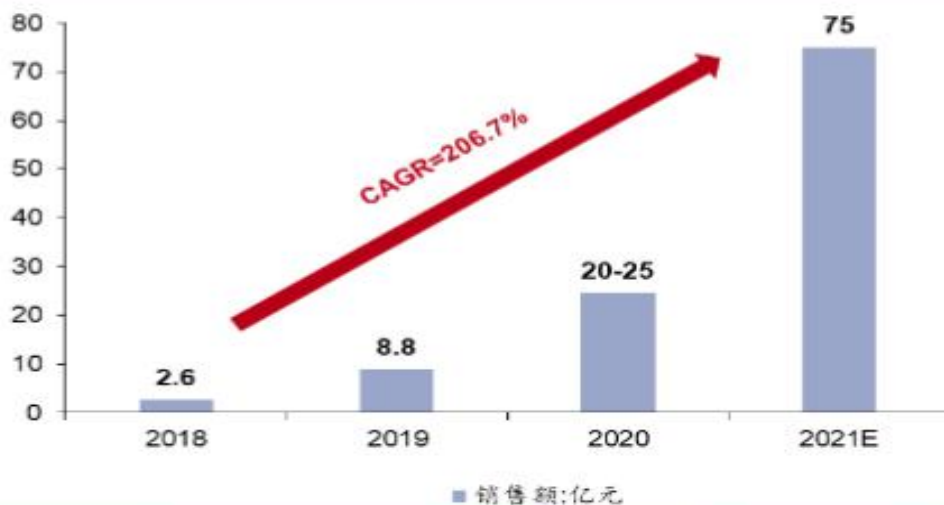
金禾实业 VS 三元生物 VS 保龄宝

2021 年 6 月跟踪，甜味剂产业深度梳理

“甜”是人类戒不掉的味觉追求，但过量摄入糖分往往会造成蛀牙、肥胖等健康问题，随着人类对健康的追求和食品质量的要求不断提升，甜味剂就应运而生。

以元气森林为代表的 0 糖饮料近几年迅速崛起，据华创证券预测，2021 年其销售目标为 75 亿元，2018-2021 年的年收入复合增速高达 200%，新一轮估值已经达到 393 亿元，较 2019 年底的 37 亿元估值，增长了 9 倍。

图表 114 预计 18-21 年元气森林营收复合增速达 207%



资料来源：增长黑盒《12000 字解读元气森林》，华创证券预测

那么，主流食品饮料企业使用的甜味剂有什么样的种类，各自有什么样的优缺点，未来谁将成为主流，是我们本篇思考的重点问题。

今天，我们来跟踪三家甜味剂产业的龙头：金禾实业 VS 保龄宝 VS 三元生物。

2021年4月29日，**金禾实业**发布一季度报告实现营业收入 11.37 亿元，比上年同期增长 32.62%，归属于上市公司股东的净利润 2.1 亿元，比上年同期增长 38.34%。

2021年4月28日，**保龄宝**发布一季度报告实现营业收入 5.55 亿元，上年同期增长 38.41%，归母净利润 0.09 亿元，比上年同期下降 37.04%。

三元生物在 2021 年 3 月 23 日提交了创业板首次公开发行股票招股说明书。

从机构预期情况来看：

金禾实业——2021 年、2022 年，wind 机构一致预测收入规模为 47.16 亿元、55.18 亿元，预期同比增长 28.6%、17%。

根据其根据其 2020 年中报占全年收入平均比例 (49.8%) 计算, 其 2021 年中报收入需达到 23.53 亿元, 才符合预期。

保龄宝——2021 年、2022 年, wind 机构一致预测收入规模为 27.95 亿元、34.7 亿元, 预期同比增长 36.06%、24.14%。

根据其 2020 年中报占全年收入平均比例 (49.44%) 计算, 其 2021 年中报收入需达到 13.82 亿元, 才符合预期。

看到这里, 我们需要思考的是:

- 1) 三家的经营数据变动, 背后原因是什么?
- 2) 从目前的业务布局来看, 如何布局才能具备长期竞争优势?

(壹)

三家公司均是食品添加剂 (甜味剂等) 为主要业务, 金禾实业主产以三氯蔗糖和安赛蜜为代表的合成甜味剂, 保龄宝和三元生物主产以赤藓糖醇为代表的天然甜味剂。

金禾实业——公司以化工品起家，后不断延伸业务至食品添加剂产业。

收入结构方面，食品添加剂占比 52%，化工品占比 42%；毛利结构方面，食品添加剂毛利率更高，2020 年食品添加剂毛利占比 68.9%。

食品添加剂板块收入，在 2017 年和 2020 年分别为 16.26 亿元和 19.01 亿元，四年微涨 17%，一方面产能提升 40%，但另一方面受累于三氯蔗糖（甜味剂）和麦芽酚（香料）价格下滑。

因高倍甜味剂在合成的过程中会产生大量的化工品，因而作为副产品对外销售。

化工品板块收入（主要是大宗化工品，如双氧水、三聚氰胺、硝酸、液氨、硫酸等）在 2017 年和 2020 年分别为 24.01 亿元和 15.39 亿元，下滑了 35.9%，四年间量价齐跌，产量因剥离子公司华尔泰缩减 21.83%，价格因竞争加剧而下滑 18.04%。

从国内外收入结构看，国内收入占比 70%，国外收入占比 30%。



图：金禾实业收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

保龄宝——公司的食品添加剂产品较为分散，2020年赤藓糖醇收入占比仅为18.15%。除赤藓糖醇外，还有其他类型的糖醇、果葡糖浆、淀粉糖、饲料等。

2020年国内收入占比69%，国外占比31%。



图：保龄宝收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

三元生物——2007 年成立，专注深耕赤藓糖醇，2020 年，赤藓糖醇占总收入 79%，赤藓糖醇复配糖占比 18.8%，几乎全部的收入都与赤藓糖醇有关。

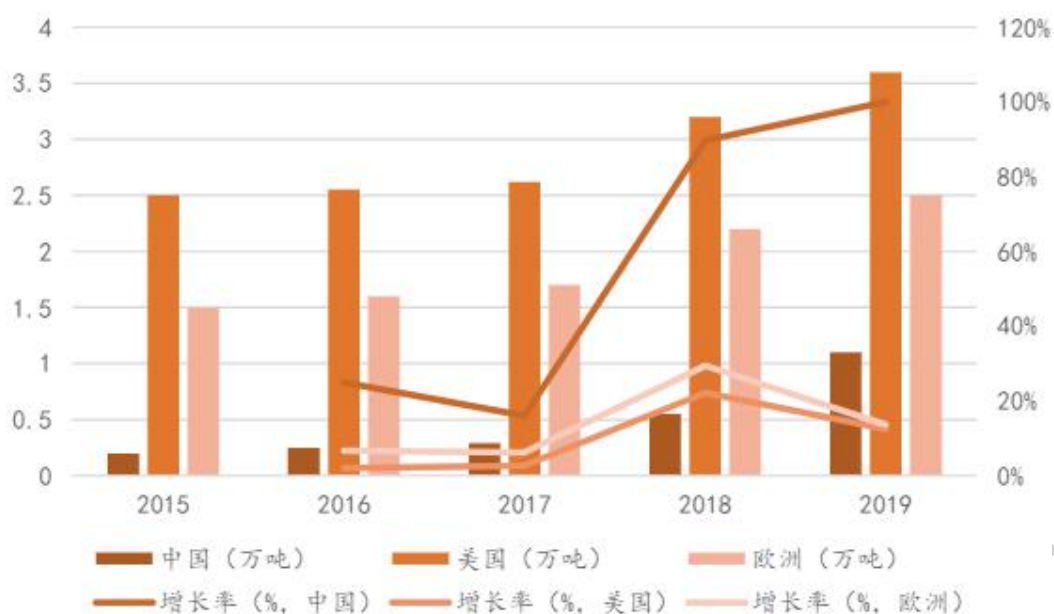
2019 年，其赤藓糖醇产能占国内总产能 54.9%，占全球产能 32.94%。



图：三元生物收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

与另两家公司有较大不同的是，三元生物国外收入占比 71.8%，国内收入占比仅为 28.1%，这和赤藓糖醇的消费区域有较大的关系，国内的赤藓糖醇从 2018 年刚刚起步，目前处于高速增长的阶段，2019 年欧洲和美国消费赤藓糖醇占全球比例为 86%左右。

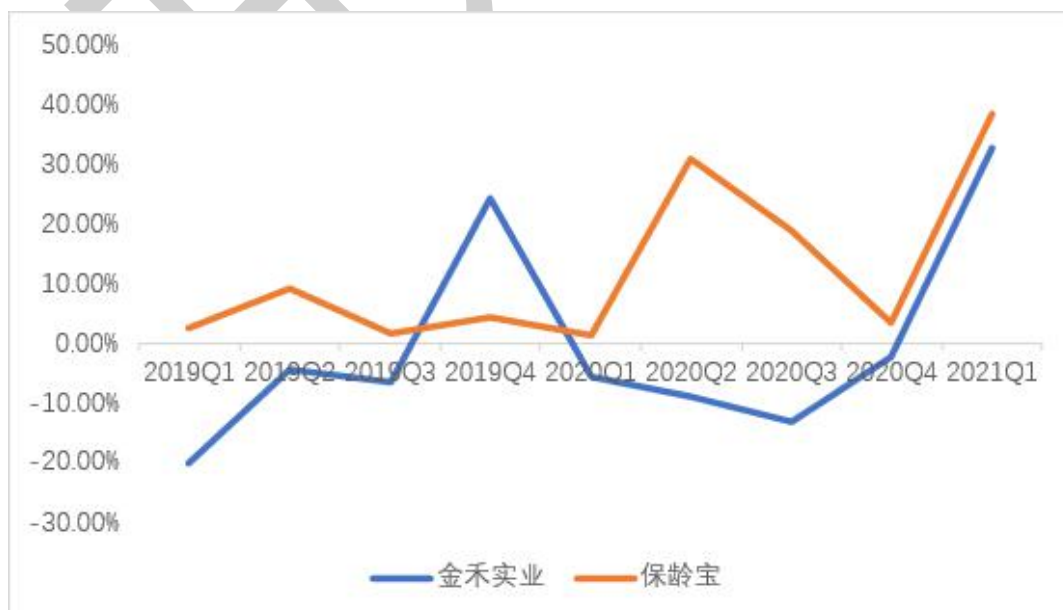


图：赤藓糖醇各国消费量

来源：华安证券

(贰)

季度收入增速——



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

近十个季度，保龄宝处于正增长状态，尤其在 2020Q2 和 2021Q1 大幅增长，因元气森林销售火爆拉动了赤藓糖醇的销售。

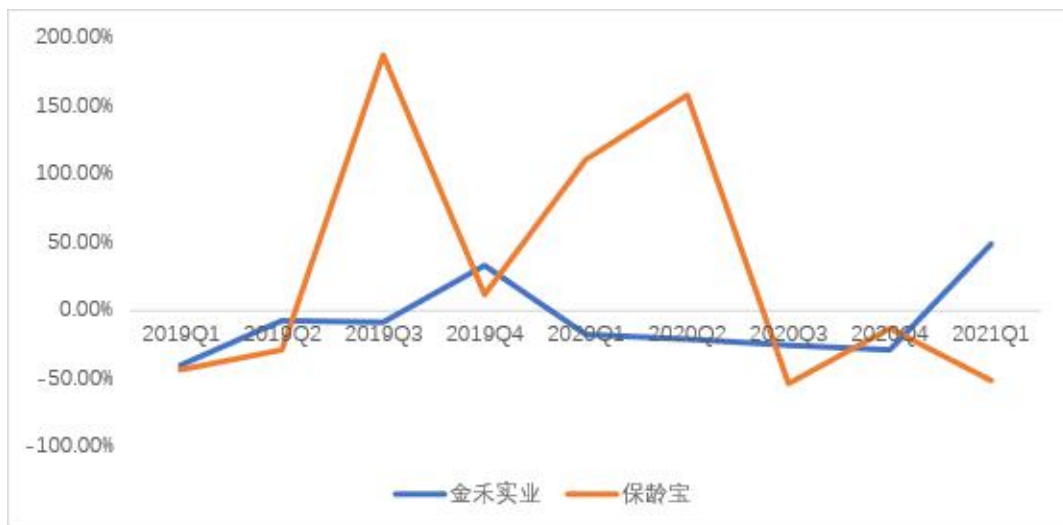
而金禾实业近十个季度处于增长疲乏状态，因各版块产品价格均出现下滑所致。三氯蔗糖和甲乙基麦芽酚这两个产品价格不断下滑，是因为金禾实业凭借一体化生产成本优势，主动选择低价抢占市场份额，目前市场价格处于历史底部，大部分竞争对手处于亏损状态，预计未来随着市场不断出清，以及下游需求增长拉动，价格将有所回升。

2021Q1，收入增速得到改善，是因大宗化工品价格回暖，同时，定远生产基地新建产能得到释放（包括 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨三氯蔗糖）。

季度利润增速——

金禾实业利润增速与收入增速趋势较为一致。

保龄宝利润增速波动较大，且与收入增速出现较大偏离，因竞争加剧使得毛利率不断下滑所致。



图：季度净利润增速 (单位：%)

来源：塔坚研究

(叁)

对增长驱动力有了感知之后,我们将三家公司的收入和利润情况拆开,来看 2020 年年报数据:

	2020年营 业收入	2020年营 收增速	2020年归 母净利润	2020年净利 润增速	2021Q1营 业收入	2021Q1营 收增速	2021Q1归 母净利润	2021Q1利 润增 速
金禾实业	36.66	-7.69%	7.19	-11.16%	11.37	32.62%	2.1	38.34%
保龄宝	20.55	13.82%	0.5	41.52%	5.55	38.41%	0.09	23.00%
三元生物	7.83	64.27%	2.33	70.62%				

图：近期数据

来源：塔坚研究

2020 年, 金禾实业的收入和利润远高于保龄宝。

从过去三年的复合增速来看：

2017-2020 年，金禾实业收入复合增速-10.06%，归母净利润复合增速-18.02%。

2017-2020 年，保龄宝收入复合增速 8.86%，归母净利润复合增速 0.92%。

2017-2020 年，三元生物收入复合增速 86.35%，归母净利润复合增速 92.72%。

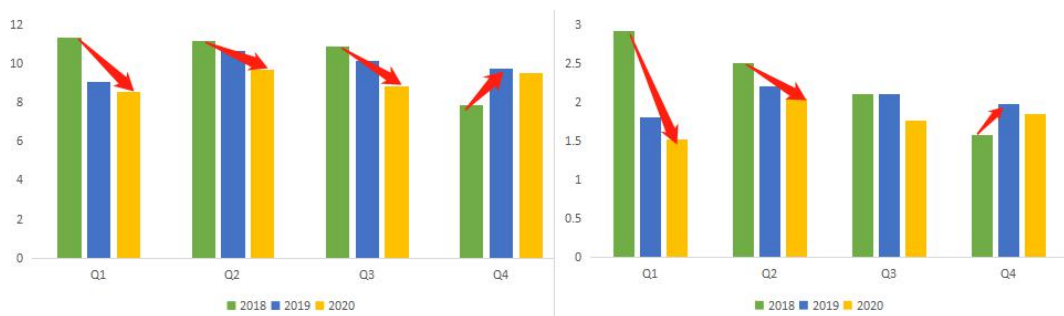
过去三年，三家公司只有三元生物处于增长阶段，主要是赤藓糖醇产能大幅提升所致。

金禾实业的负增长是因公司食品添加剂和化工品价格不断下跌所致。

保龄宝处于增收不增利的状态，主要因效率较差、竞争加剧导致毛利率下滑所致。

接着，拆开各季度数据：

金禾实业——



图：金禾实业季度收入（左）与利润（右）

来源：塔坚研究

各季度收入和利润均处于稳步下跌的状态，因主要产品价格不断下滑所致。

Q1 季度利润下滑幅度远大于收入，一方面因毛利率的下滑，另一方面受研发费用大幅提升影响。主要是推进“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设，零卡糖的口感测试以及配方的不断升级。

再看保龄宝

各季度收入稳步增长，各个季度的利润水平与收入偏离较大，每年的Q4 均出现亏损，主要因其他应收款、长期股权投资计提减值所致。



图：保龄宝季度收入（左）与利润（右）

来源：塔坚研究

(肆)

我们再来看历史毛利率和净利率的变动情况：

毛利率方面——金禾实业、保龄宝和三元生物的毛利平均中枢水平分别为 29.90%、13.27%和 37.19%，金禾实业与保龄宝毛利率处于下跌的趋势，三元生物毛利率水平不断提升。



图：年度毛利率水平

来源：塔坚研究

2020 年三元生物赤藓糖醇毛利率水平为 42.16%，远高保龄宝的 20%，主要是吨成本较低的原因。

注意，三元生物在赤藓糖醇生产流程中的发酵菌株转换率、糖醇提取率均远高于竞争对手，流程不断精进，带来成本不断缩减：**三元生物的赤藓糖醇吨成本在 2018-2020 年分别为 9437.74 元、8450.29 元和 8089.8 元，三年复合下降比率 8%。**

金禾实业毛利率水平不断下滑，化工品受到周期下行的影响，食品添加剂处于市场清退的周期底部。

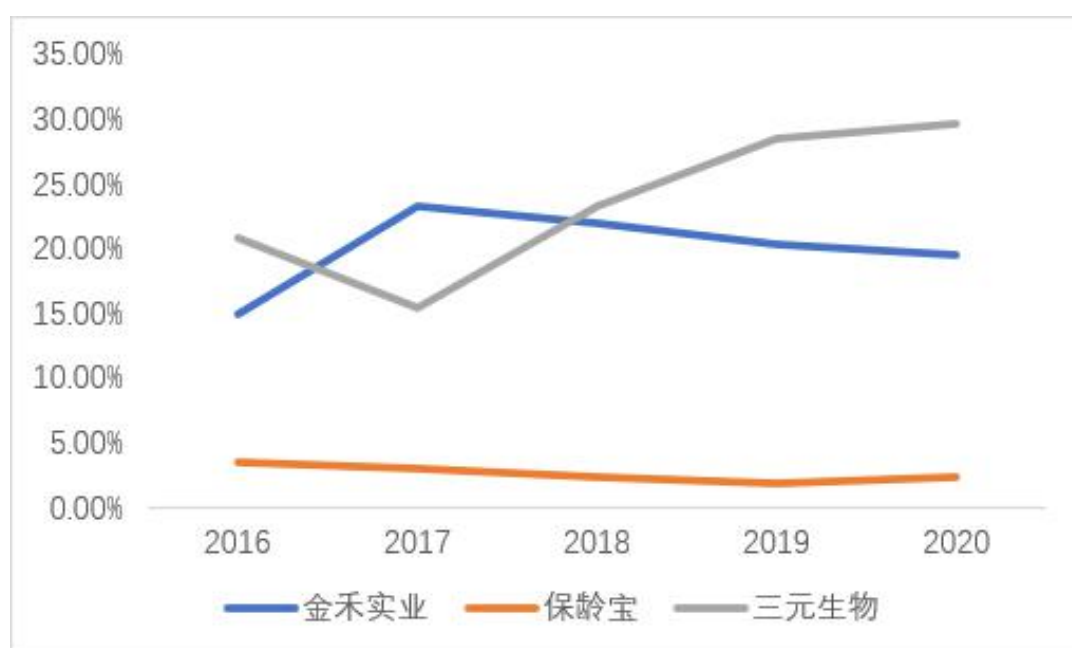
再从成本构成来看，金禾实业与三元生物较为接近，都以直接材料为主。

	金禾实业	三元生物	保龄宝
直接材料	60.94%	67.79%	未披露
直接人工	10.55%	3.18%	
制造费用	8.78%	12.92%	
燃料动力	19.73%	16.11%	

图：成本占比

来源：塔坚研究

净利率方面——保龄宝净利率水平显著低于金禾实业和三元生物，2020 三元生物净利率是保龄宝的 12 倍。



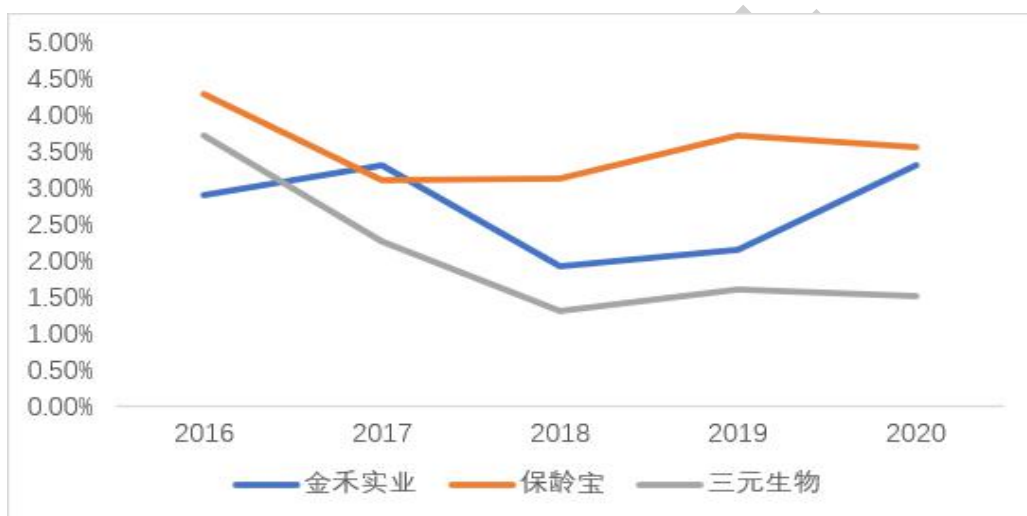
图：年度净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

期间费用方面，三元生物在各项费用的控制都处于较优水平，受益于收入高增长，管理费率和销售费率的中枢水平不断下降，2020 年财务费用率大幅抬头是因汇兑损失所致。

三家公司销售费用率均在 2020 年大幅下降，主要原因是公司执行新收入准则后，将运输费用作为合同履约成本计入营业成本所致。

金禾实业管理费用率在 2018 年下降是因业绩不佳，管理人员薪酬缩水所致，2020 年管理费用率上升是为绑定管理层与股东的利益，在 2019 年 8 月启动的首期核心员工持股计划，占公司股本比例 0.65%，成本 16 元/股。



图：管理费用率

来源：塔坚研究



图：销售费用率

来源：塔坚研究



图：财务费用率

来源：塔坚研究

(伍)

金禾实业——

近十个季度毛利率中枢水平稳定在 30%，净利率 20%，各项费率也相对较为稳定。

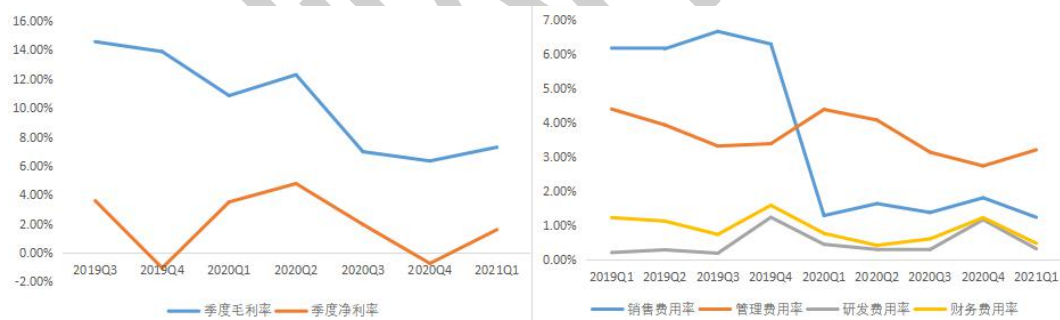


图：利润表比率 (单位：%)

来源：塔坚研究

保龄宝——

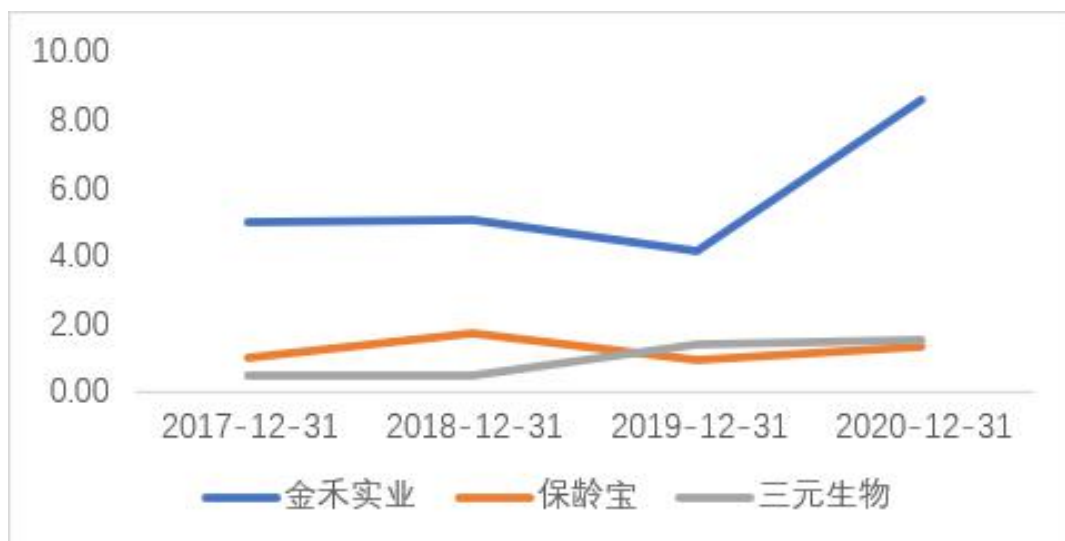
近十个季度，毛利率水平从 15% 下降至 9%，净利率水平波动较大，各项费率较为稳定。



图：利润表比率 (单位：%)

来源：塔坚研究

2020 年，金禾实业资本支出有较为显著的增幅，主要原因是新投资建设年产 5000 吨三氯蔗糖项目所致。

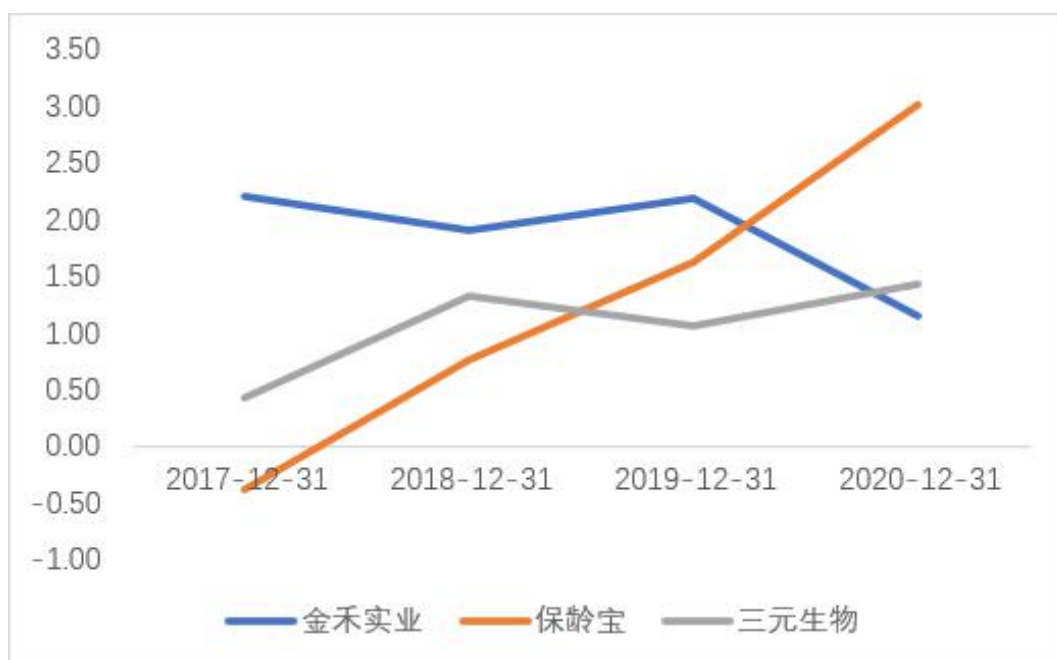


图：资本支出

来源：塔坚研究

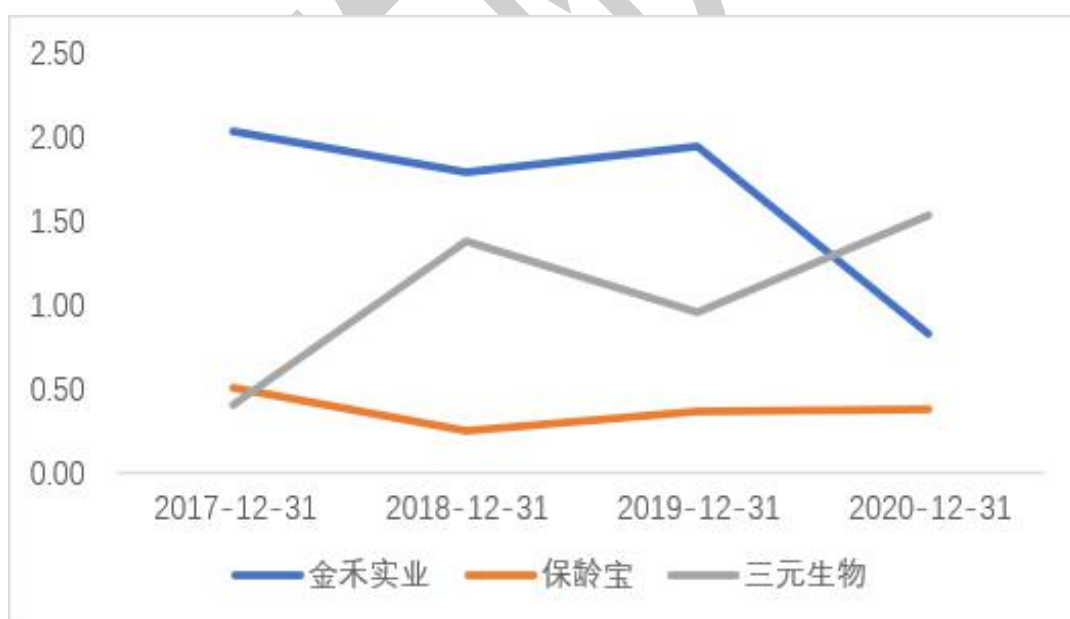
单位资本支出带来的经营现金流和毛利率方面，金禾实业的中枢水平要优于三元生物，但三元生物呈现上涨的趋势，金禾实业因资本支出大幅增长在 2020 年被三元赶超。

较为异常的是，保龄宝的的现金流与净利润出现了偏离，2020 年净利润为 0.5 亿，但经营现金流高达 3.89 亿元，因大额赊购原料，产生应付账款和票据增长 3.05 亿所致。



图：单位资本支出经营现金流

来源：塔坚研究



图：单位资本支出净利润

来源：塔坚研究

(柒)

甜味剂这个行业，是得产能、品类、品牌者得天下。接下来，我们拆分开，几个核心要素挨个跟踪：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾