

## 保龄宝 (002286)

公司研究/点评报告

# 21H1 业绩高速增长，经营效率提升明显

——保龄宝 (002286) 2021 年半年报点评

点评报告/农林牧渔行业

2021 年 8 月 23 日

### 一、事件概述

8 月 19 日，公司公布 2021 年半年报，报告期内公司实现营收 12.62 亿元，同比+24.10%；实现归母净利润 0.65 亿元，同比+48.74%，基本 EPS 为 0.17 元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 收入高速增长，经营效率提升带动利润端增速高于收入端

2021H1 公司实现营收/归母净利润 12.62/0.65 亿元，同比分别+24.10%/+48.74%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 7.07/0.56 亿元，同比分别+14.78%/+89.70%。收入端，功能糖、糖醇类等主要产品收入同比高速增长，带动整体收入同比高增。利润端，受益于糖醇类产品毛利率提升，及期间费用率下降，利润端增速高于收入端。分产品看，21H1 功能糖/糖醇类/其他淀粉糖/果葡糖浆/副产品/饲料产品分别实现营收 2.35/2.55/2.39/2.43/1.35/1.44 亿元，同比分别+34.23%/+22.30%/+22.71%/+27.57%/+17.52%/+17.37%。主要糖类、代糖类产品收入同比实现高速增长。

从毛利率看，21H1 功能糖/糖醇类/其他淀粉糖/果葡糖浆/副产品/饲料产品分别实现毛利率 16.90%/26.82%/8.48%/0.36%/2.17%/3.35%，同比分别-5.81ppt/+5.15ppt/+1.63ppt/-4.90ppt/-0.43ppt/+0.16ppt。糖醇类受益赤藓糖醇价格上涨，毛利率同比提升明显，功能糖、果葡糖浆等受成本上升压力影响，毛利率同比下滑。

#### ➤ Q2 产品价格上涨提升毛利率，经营效率提升压降期间费用率

2021H1 公司销售毛利率为 11.22%，同比-0.49ppt (Q2 为 14.31%，同比+2.03ppt)，原因是 (1) 新收入准则实行，运输费计入营业成本；(3) 功能糖等产品毛利率同比下滑，拉低 21H1 毛利率水平；(2) Q2 赤藓糖醇等产品价格上行，提升 Q2 毛利率。2021H1 期间费用率为 5.57%，同比-1.05ppt (Q2 为 5.82%，同比-0.62ppt)。其中销售费用率为 1.44%，同比-0.06ppt (Q2 为 1.60%，同比-0.04ppt)，原因是 (1) 新收入准则导致运输费计入成本；(2) 费用投入增速低于收入增速，费用被有效摊薄。管理费用率为 3.31%，同比-0.89ppt (Q2 为 3.39%，同比-0.69ppt)，原因是折旧费同比大幅下降。研发费用率为 0.34%，同比-0.02ppt (Q2 为 0.35%，同比+0.05ppt)。财务费用率为 0.48%，同比-0.08ppt (Q2 为 0.47%，同比+0.06ppt)，原因是手续费下降及汇兑损益改善。

#### ➤ 全产业链优势稳固，产能仍有扩张空间

公司目前是国内市场上少数具备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。目前形成完整的淀粉—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、功能性糖醇应用方案、产品和服务。

新项目建设方面，目前公司正加快建设年产 1.3 万吨赤藓糖醇扩建项目。该项目于 2020 年 9 月开始建设，已于 2021 年 7 月末产能基本达到了设计要求。该项目达产将进一步提升公司赤藓糖醇产品的市场占有率，有利于增强公司竞争能力，并将对公司 21H2 的经营业绩带来积极影响。

**谨慎推荐**

首次评级

当前价格：

12.27 元

#### 交易数据

2021-8-20

近 12 个月最高/最低	18.67/8.02
总股本 (百万股)	369.26
流通股本 (百万股)	369.25
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	45.31
流通市值 (亿元)	45.31

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

#### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

#### 相关研究

### 三、盈利预测与投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营业收入 25.35/29.55/36.04 亿元, 同比+23.4%/+16.6%/+22.0%; 实现归属上市公司净利润 1.51/2.12/2.73 亿元, 同比+202.7%/+40.6%/+28.4%, 对应 EPS 为 0.41/0.57/0.74 元, 目前股价对应 PE 为 30/21/17 倍。公司目前估值略高于中信农产品加工板块 24 倍的平均估值 (Wind 一致预期, 算术平均法), 考虑到公司糖类、代糖类产品全产业链的规模优势以及未来赤藓糖醇产品仍有产能扩张空间, 长期成长性良好, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示

成本大幅上涨, 主要产品销售价格大幅下跌, 食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,055	2,535	2,955	3,604
增长率 (%)	13.8%	23.4%	16.6%	22.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	50	151	212	273
增长率 (%)	41.5%	202.7%	40.6%	28.4%
每股收益 (元)	0.14	0.41	0.57	0.74
PE (现价)	87.6	30.0	21.3	16.6
PB	2.8	2.6	2.4	2.1

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,055	2,535	2,955	3,604
营业成本	1,866	2,209	2,532	3,069
营业税金及附加	14	17	20	24
销售费用	32	35	44	52
管理费用	73	87	100	121
研发费用	11	13	15	18
EBIT	58	173	243	320
财务费用	15	0	0	0
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	4	2	3	2
营业利润	61	189	260	337
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	60	188	259	336
所得税	10	38	47	64
净利润	50	150	212	271
归属于母公司净利润	50	151	212	273
EBITDA	161	263	328	400
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	485	418	928	949
应收账款及票据	207	262	301	370
预付款项	15	21	22	28
存货	216	314	263	455
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	1008	1220	1636	2084
长期股权投资	234	236	238	241
固定资产	1087	1039	969	911
无形资产	134	127	121	115
非流动资产合计	1608	1537	1481	1423
资产合计	2616	2756	3117	3507
短期借款	235	235	235	235
应付账款及票据	663	649	822	949
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	956	964	1137	1282
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	1016	1024	1197	1342
股本	369	369	369	369
少数股东权益	0	(1)	(1)	(3)
股东权益合计	1599	1732	1920	2165
负债和股东权益合计	2616	2756	3117	3507

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.8%	23.4%	16.6%	22.0%
EBIT 增长率	-8.7%	198.3%	40.4%	31.8%
净利润增长率	41.5%	202.7%	40.6%	28.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	9.2%	12.9%	14.3%	14.9%
净利润率	2.4%	6.0%	7.2%	7.6%
总资产收益率 ROA	1.9%	5.5%	6.8%	7.8%
净资产收益率 ROE	3.1%	8.7%	11.1%	12.6%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.8	0.9	1.2	1.3
现金比率	0.5	0.4	0.8	0.7
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	34.9	36.5	35.7	36.1
存货周转天数	38.8	43.2	41.0	42.1
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.1	0.4	0.6	0.7
每股净资产	4.3	4.7	5.2	5.9
每股经营现金流	1.1	(0.1)	1.5	0.2
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值分析</b>				
PE	87.6	30.0	21.3	16.6
PB	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	24.8	15.8	11.2	9.1
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	50	150	212	271
折旧和摊销	105	90	85	80
营运资金变动	221	(271)	267	(283)
经营活动现金流	393	(32)	562	67
资本开支	131	11	28	20
投资	6	0	0	0
投资活动现金流	(121)	(11)	(28)	(20)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(255)	0	0	0
筹资活动现金流	(202)	(23)	(24)	(26)
现金净流量	69	(67)	510	21

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。