

## 三元生物 (301206.SZ) 短期竞争加剧，产能稳步扩张

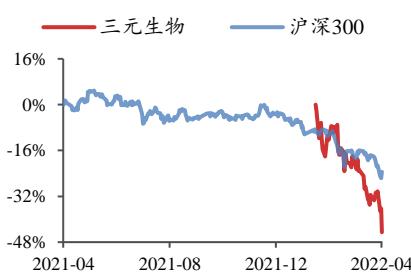
2022年04月27日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2022/4/27
当前股价(元)	71.00
一年最高最低(元)	146.00/65.57
总市值(亿元)	95.77
流通市值(亿元)	22.71
总股本(亿股)	1.35
流通股本(亿股)	0.32
近3个月换手率(%)	434.95

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-无糖赛道优质，龙头风范尽显》-2022.2.18

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

## ● 2021年快速成长，2022Q1趋于平稳，维持“增持”评级

三元生物2021年实现收入16.75亿元，同比增长113.9%，实现归母净利润5.35亿元，同比增长130.2%；2022Q1实现收入2.73亿元，同比增长3.46%，实现归母净利润0.63亿元，同比下滑9.64%。由于行业竞争格局加剧，我们下调2022-2023年，新增2024年盈利预测，预计分别实现净利润5.1(-2.5)、6.2(-1.8)、7.3亿元，分别下滑4.6%、增长20.5%、18.7%，当前股价对应PE为18.8、15.6、13.1倍，公司为行业龙头，长期增长潜力较好，维持“增持”评级。

## ● 2021年收益行业景气，2022Q1短期受到竞争加剧和疫情影响

公司2021年赤藓糖醇产品快速增长，实现收入15.67亿元，同比增长153.9%；赤藓糖醇复配糖产品实现收入0.74亿元，同比下滑52.3%，但占比较小。无糖饮料行业的快速增长带动赤藓糖醇行业高景气，公司提前布局产能扩张，实现收入高速增长。2022Q1收入同比增长3.46%，毛利率下滑11.6pct，主因一季度销售淡季，另受疫情影响，需求较弱，同时竞争对手产能扩张，产品价格有所回落。2022Q1公司归母净利润6276.6万元，归母净利率下滑3.3pct。2022Q1公司各项费用总体保持平稳，其中财务费用率下降1.5pct，主因利息收入增加；另外使用超募资金实现投资收益1516万元对净利润亦有一定贡献。

## ● 代糖行业前景广阔，长期增长潜力较好

赤藓糖醇综合优势明显，获得下游食品饮料品牌方青睐。我国无糖低糖饮料行业步入产业发展繁荣期，未来行业渗透率有望实现迅速提升，下游旺盛需求有望拉动赤藓糖醇行业持续增长。随着暑期旺季到来，短期公司销售有望回暖。公司多年来深耕赤藓糖醇及衍生产品，成长为全球行业龙头。公司通过钻研工艺环节，掌握多项专利，上市募资，5万吨赤藓糖醇扩产项目逐步投产，同时公司加大新产品研发力度，保障未来持续成长。

## ● 风险提示：食品安全风险，市场竞争加剧风险，原材料涨价风险，新冠疫情反复影响下游需求风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	783	1,675	2,064	2,431	2,887
YOY(%)	64.3	113.9	23.2	17.8	18.7
归母净利润(百万元)	233	535	511	615	730
YOY(%)	70.6	130.2	-4.6	20.5	18.7
毛利率(%)	42.3	42.0	34.5	34.7	34.7
净利率(%)	29.7	32.0	24.7	25.3	25.3
ROE(%)	45.6	51.2	35.1	30.3	26.9
EPS(摊薄/元)	1.72	3.97	3.79	4.56	5.41
P/E(倍)	41.2	17.9	18.8	15.6	13.1
P/B(倍)	18.8	9.2	6.6	4.7	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	379	806	1035	1649	2202	<b>营业收入</b>	783	1675	2064	2431	2887
现金	225	516	751	1261	1795	营业成本	452	972	1353	1587	1885
应收票据及应收账款	71	141	120	188	178	营业税金及附加	5	7	11	13	15
其他应收款	9	20	15	26	23	营业费用	4	5	10	10	12
预付账款	0	10	3	12	5	管理费用	12	15	21	22	31
存货	68	112	139	156	194	研发费用	30	59	75	92	107
其他流动资产	6	6	6	6	6	财务费用	10	5	3	-6	-12
<b>非流动资产</b>	403	829	1011	1160	1344	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1	1	2	其他收益	3	9	0	0	0
固定资产	282	413	609	785	972	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	30	49	58	65	74	投资净收益	0	-0	1	1	1
其他非流动资产	91	366	343	309	296	资产处置收益	-0	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	781	1634	2046	2809	3546	<b>营业利润</b>	273	620	592	715	848
<b>流动负债</b>	259	565	567	753	808	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	3	0	1	1	1
应付票据及应付账款	239	542	545	731	785	<b>利润总额</b>	270	620	591	713	846
其他流动负债	20	22	22	22	22	所得税	38	84	81	98	116
<b>非流动负债</b>	13	24	24	24	24	<b>净利润</b>	233	535	511	615	730
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	24	24	24	24	<b>归母净利润</b>	233	535	511	615	730
<b>负债合计</b>	271	589	591	777	832	EBITDA	280	630	601	724	854
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.72	3.97	3.79	4.56	5.41
股本	101	101	152	152	152	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	72	72	22	22	22	<b>成长能力</b>					
留存收益	337	872	1359	1938	2614	营业收入(%)	64.3	113.9	23.2	17.8	18.7
<b>归属母公司股东权益</b>	510	1045	1455	2032	2715	营业利润(%)	71.6	126.9	-4.4	20.7	18.6
负债和股东权益	781	1634	2046	2809	3546	归属于母公司净利润(%)	70.6	130.2	-4.6	20.5	18.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	42.3	42.0	34.5	34.7	34.7
						净利率(%)	29.7	32.0	24.7	25.3	25.3
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	45.6	51.2	35.1	30.3	26.9
<b>经营活动现金流</b>	217	642	550	730	806	ROIC(%)	44.4	49.9	33.9	29.0	25.4
净利润	233	535	511	615	730	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	17	26	29	41	53	资产负债率(%)	34.7	36.0	28.9	27.7	23.4
财务费用	10	5	3	-6	-12	净负债比率(%)	-43.9	-49.2	-51.6	-62.0	-66.1
投资损失	-0	0	-1	-1	-1	流动比率	1.5	1.4	1.8	2.2	2.7
营运资金变动	-45	68	9	81	36	速动比率	1.2	1.2	1.6	2.0	2.5
其他经营现金流	4	9	-0	-0	-0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-147	-446	-211	-189	-236	总资产周转率	1.2	1.4	1.1	1.0	0.9
资本支出	152	434	182	148	184	应收账款周转率	14.6	15.8	15.8	15.8	15.8
长期投资	0	0	-1	-0	-1	应付账款周转率	2.3	2.5	2.5	2.5	2.5
其他投资现金流	4	-12	-29	-41	-53	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-82	5	-104	-32	-36	每股收益(最新摊薄)	1.72	3.97	3.79	4.56	5.41
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	4.76	4.08	5.42	5.98
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.78	7.75	10.79	15.07	20.13
普通股增加	0	0	51	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	0	0	-51	0	0	P/E	41.2	17.9	18.8	15.6	13.1
其他筹资现金流	-82	5	-104	-32	-36	P/B	18.8	9.2	6.6	4.7	3.5
<b>现金净增加额</b>	-16	200	235	510	534	EV/EBITDA	37.6	16.3	16.7	13.1	10.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。  
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn