

百龙创园 (605016. SH)

前三季度盈利稳步增长，海外布局增强供应链管理

买入

核心观点

2023年三季度业绩环比稳步增长。根据公司2023年第三季度报告，公司三季度实现营收2.41亿元（同比+52.74%，环比+10.55%），归母净利润0.50亿元（同比+27.07%，环比+6.38%），扣非归母净利润0.48亿元（同比+43.23%，环比+9.10%），收入和归母净利润增速逐季稳步提升，同比快速增长。

募投新产能有序推进，夯实全球健康功能糖龙头。今年4月底，公司“年产20000吨功能糖干燥项目”已全面投产，进一步提升高毛利固体产品占比；此外，公司目前还有募投项目“年产30000吨可溶性膳食纤维项目”和自有资金投资建设的“年产15000吨结晶糖项目”两个在建项目，项目有序推进中，预计将于2023年Q4顺利投产。投产后公司在健康功能甜味剂阿洛酮糖产能可扩大至15000吨-20000吨，膳食纤维总产能达60000吨，公司合计总产能规模将大幅提升至10万吨以上，进一步夯实公司在全球健康功能糖全球龙头地位。

积极布局海外功能糖产能，增强供应链管理，全面提升国际竞争力。根据公司公告，公司拟投资4.52亿元人民币在泰国投资建设功能糖生产基地项目，项目建成后，公司将借由泰国原材料价格优势以及税收优势，进一步压缩公司在成本端支出，实现降本增效。此外，通过海外产能布局，公司将全面提升产品在全球的影响力与竞争力，更好对接海外市场。

风险提示：在建项目进度不及预期风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期风险。

投资建议：核心产品新增产能投产在即，海内外全面发力巩固行业主导地位，我们预计公司23-25年归母净利润分别为2.00/3.58/4.24亿元，对应EPS分别为0.80/1.44/1.71元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	653	722	846	1,431	1,483
(+/-%)	30.8%	10.5%	17.2%	69.2%	3.6%
净利润(百万元)	104	151	200	358	424
(+/-%)	9.3%	44.3%	32.5%	78.9%	18.5%
每股收益(元)	0.82	0.85	0.80	1.44	1.71
EBIT Margin	17.2%	20.8%	26.8%	28.2%	32.2%
净资产收益率(ROE)	8.7%	11.2%	13.0%	18.9%	18.4%
市盈率(PE)	27.9	27.1	28.6	16.0	13.5
EV/EBITDA	18.9	21.4	22.0	12.7	10.7
市净率(PB)	2.42	3.04	3.71	3.02	2.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林 联系人：张歆钰

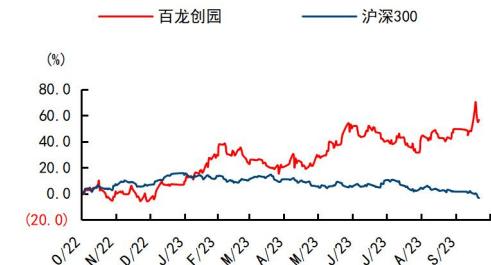
010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980520120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.54元
总市值/流通市值	6347/3190百万元
52周最高价/最低价	32.96/20.69元
近3个月日均成交额	38.22百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《百龙创园(605016.SH)-23年上半年业绩稳步提升，新产能布局夯实全球功能糖龙头》——2023-08-04

《百龙创园(605016.SH)-业绩稳健增长，功能糖龙头稳步成长》——2023-04-28

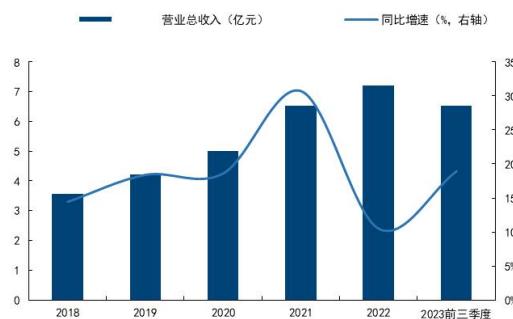
《百龙创园(605016.SH)-3季度业绩同比增69.98%，功能糖龙头稳步成长》——2022-10-31

《百龙创园(605016.SH)-H1业绩同比增51.51%，功能糖产能持续扩张》——2022-08-25

《百龙创园(605016.SH)-长期成长的功能糖“小巨人”，上半年业绩预计高增》——2022-07-07

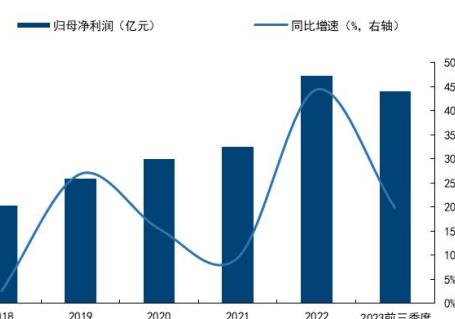
公司 2023 年第三季度营收快速增长，高毛利产品占比提升。2023 年 10 月 20 日，公司发布 2023 年第三季度报告。报告期内，公司实现营业收入 2.41 亿元，同比增长 52.74%，环比增长 10.55%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 27.07%，环比增长 6.38%，扣非归母净利润 0.48 亿元，同比增长 43.23%，环比增长 9.10%，收入和归母净利润增速逐季稳步提升，同比快速增长。2023 年上半年，公司针对益生元产品线的结构优化进一步落实，增加了高毛利产品占比；此外，公司 2 万吨干燥塔项目于 23 年 4 月底投产，产能逐步爬坡后公司高毛利粉体产品占比进一步增加，为公司贡献更多业绩增量。

图1: 百龙创园营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 百龙创园归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

聚焦健康功能产品，在建项目有序推进。公司“年产 20000 吨功能糖干燥项目”已于今年 4 月底正式全面投产，今年下半年将持续产能爬坡，推动高毛利粉体产品占比提升。此外，公司目前还有募投项目“年产 30000 吨可溶性膳食纤维项目”和自有资金投资建设的“年产 15000 吨结晶糖项目”两个在建项目，项目有序推进中，预计将于 2023 年 Q4 顺利投产。投产后公司在健康功能甜味剂阿洛酮糖产能可扩大至 15000 吨-20000 吨，膳食纤维总产能达 60000 吨，公司总产能规模将大幅提升至 10 万吨以上。其中阿洛酮糖作为新一代健康天然甜味剂，在海外自获批使用至今已有 10 年历史，其在口感、健康、功能性等诸多方面具备显著优势，目前海外需求端主要运用于烘焙、糖果、饮品、调味品、药品等诸多领域。参考海内外阿洛酮糖审批情况，预计国内将于今年年底或明年初获批使用，届时阿洛酮糖需求量将进一步提升。

表1: 阿洛酮糖功能描述

功能	详细描述	参考文献
降血糖	抑制肠道 α -糖苷酶的活性，从而降低小肠对糖的吸收，抑制脂肪堆积，提高胰岛素的敏感性，降低血糖，在研制治疗肥胖和糖尿病药物方面具有重要的应用价值	MATSUO T, IZUMORI K. Journal of clinical bio-chemistry and nutrition. 2009, 45(2):202-206
神经保护	通过诱导细胞内谷胱甘肽上调而在神经退行性疾病的治疗中发挥潜在的神经保护作用	MURATA A, SEKIYA K, WATANABE Y, et al. J Biosci Bioeng. 2003, 96(1): 89-91
抑制寄生虫	通过干扰秀丽隐杆线虫的消化、吸收或代谢，从而对秀丽隐杆线虫的运动、生长和生殖成熟产生抑制作用，成为一种潜在的驱虫剂	Natural Medicines, 2008, 62(2): 244-246
抗氧化	抑制活性氧(ROS)的产生所造成的氧化性损伤，降低了自由基含量并延迟恶化	MURATA A, SEKIYA K, WATANABE Y, et al. J Biosci Bioeng. 2003, 96(1): 89-91

资料来源：CNKI、国信证券经济研究所整理

表2：部分使用阿洛酮糖的产品

领域应用	品牌	产品	商品图片	描述
		经典芝士蛋糕		Enlightened Keto 经典芝士蛋糕有两个迷你番茄芝士蛋糕，由香草杏仁粉外壳、奶油、牛奶、杏仁、黄油、椰子和浓缩乳清蛋白制成。这种美味的低碳水化合物纽约风格芝士蛋糕仅含 210 卡路里热量、2 克净碳水化合物，并添加了 1 克糖、7 克阿洛酮糖和 8 克赤藓糖醇。
烘焙食品	Enlightened Keto	无糖饼干，巧克力、P. B. 巧克力和双层巧克力三种类型。		饼干由 Bay State Milling Company 的 HealthSense 高纤维小麦粉制成，这种小麦粉可提供高达十倍的膳食纤维，并以阿洛酮糖为甜味剂。该产品生酮友好，每块饼干仅有 2g 净碳水化合物，不额外添加糖。
	GATSBY	花生酱低卡巧克力杯		GATSBY 花生酱低卡巧克力杯，将满满的花生酱包裹在方形的黑巧克力杯中，每份含有 70 卡路里和 4g 糖。GATSBY 使用阿洛酮糖和 MCT 油等成分，可以在不影响口味或质地的情况下减少额外的卡路里和糖分，符合生酮饮食。
糖果、巧克力	Fx Dream Defend	灵芝巧克力		含有增强免疫力的灵芝以及 60% 的可可豆粒和有机可可脂。它用阿洛酮糖增甜，含糖量为零。该产品是非转基因产品，不含大豆且对生酮有益。
	Smart Sweets	可乐软糖		含有增强免疫力的灵芝以及 60% 的可可豆粒和有机可可脂。它用阿洛酮糖增甜，含糖量为零。该产品是非转基因产品，不含大豆且对生酮有益。
	Chobani	零糖酸奶		Chobani 在美国推出的零糖酸奶系列由天然成分制成，新产品采用经过滤以减少天然糖分的牛奶制成，并使用自然发酵法，让酸奶培养物消耗剩余的糖分；添加罗汉果和阿洛酮糖，补充减糖造成的口感缺失。
饮品	Killer creamery	0 添加糖冰淇淋		Killer creamery 推出的 0 添加糖冰淇淋，添加阿洛酮糖、赤藓糖醇和罗汉果增甜，同时添加了 MCT 油和益生元，每份含 5 克蛋白，130 卡路里。

Parker's
枫糖浆


这种有机的植物性枫糖浆与阿洛酮糖浆混合，装在易于使用的挤压瓶中。阿洛酮糖是枫糖浆中天然存在的一种单糖，这种混合物将糖分和卡路里都减少 50%，同时提供同样美味的枫糖风味。

Gooey
可持续巧克力榛子酱


Gooey 的可持续巧克力榛子酱不含棕榈油，这种奶油酱非转基因，不含乳制品和麸质，每份含 110 卡路里热量。它含有可可粉、榛子酱和向日葵卵磷脂。液体阿洛酮糖和有机龙舌兰糖浆是主要的甜味剂，每份含 6 克总糖。

调味料

Wok of Life
美食酱汁


Wok of Life 是一个美食酱汁品牌，专门提供不含糖或加工碳水化合物的亚洲酱汁。这种咸味浓郁的酱汁含有无麸质酱油、米醋、番茄酱、芝麻油和大蒜。它添加了 3 克阿洛酮糖，不含麸质、不含乳制品和坚果。

Nativo Wellness
无糖番茄酱


Nativo Wellness 无糖番茄酱钠含量低，用阿洛酮糖增甜且不含糖醇。这种番茄酱含有水、番茄酱、改性食品淀粉、蒸馏醋、盐、洋葱、大蒜和香料。它是一种不含胆固醇和低热量的产品，并且经过非转基因项目验证和无麸质认证。

功能性食品

松谷化学
阿洛酮糖机能性表示食品


松谷化学推出首个阿洛酮糖机能性表示食品 Astrea Pro，据报道，阿洛酮糖在日常生活（休息和日常活动）的能量代谢中具有促进脂肪消耗的作用。

资料来源：各品牌官网、国信证券经济研究所整理

积极布局海外功能糖产能，增强供应链管理，全面提升国际竞争力。2023 年 10 月 20 日，公司发布“关于投资建设泰国生产基地的公告”，报告称公司将拟投资 4.52 亿元人民币在泰国投资建设功能糖生产基地项目，项目中阿洛酮糖生产线同时具备生产阿洛酮糖、结晶果糖、异麦芽酮糖等结晶糖产品；抗性糊精生产线可联产低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖等益生元产品。

关于公司在海外布局健康功能糖产能的核心优势主要有 3 点：

(1) 落实“一带一路”倡议，进一步提升产品国际竞争力。公司核心产品以外销为主，本次投资建设泰国生产基地项目是公司深化国际化发展战略的一项重要举措，对公司未来发展具有重要意义，未来公司将以泰国生产基地为支点，与国际客户加深产品及市场开发力度，持续加强海外客户服务能力，不断提高海外市场开拓能力。

(2) 降本增效，提升盈利水平。泰国具备明显的原材料成本优势，靠近原材料生产地建设项目有利于降低公司的生产成本及运输成本。公司主要原材料为蔗糖、

淀粉及淀粉深加工产品，泰国巴真武及周边玉米淀粉和木薯淀粉供应充足且价格低廉。当地玉米淀粉价格和木薯淀粉价格折合人民币比国内低 15-20%；其它糖质原料（如低聚果糖主要生产原料为蔗糖），当地价格仅为国内的 70%左右。

（3）规避贸易风险，降低关税水平。美国是公司最重要的海外市场，公司未来部分出口至美国市场的业务仍有可能面临贸易政策变化等不利因素带来的挑战；此外美国针对公司部分产品会加征高额关税，而泰国生产基地的建设，相关产品出口到美国只征收基础关税。因此本项目在泰国投资建设将有效的降低部分产品的出口关税及未来面临的贸易正常变化带来的风险。

投资建议：我们认为，公司近年来开拓阿洛酮糖产品并持续扩大规模，是国内最大的阿洛酮糖结晶糖生产商之一，预计随着阿洛酮糖在海外需求的增长及国内审批落地后的渗透率快速提升，将大幅拉动阿洛酮糖的需求。公司占据先发优势，新增产能将陆续投产，预计投产后阿洛酮糖结晶糖产能将达到 1.5-2 万吨，远期仍将占据行业主流地位。此外，公司 3 万吨膳食纤维产能也将于 23 年四季度投产，叠加公司 2 万吨干燥塔项目落地，粉体产品占比将持续提升，带动公司毛利率进一步改善。公司近期新投产项目及在建项目结合公司可柔性生产的技术特点，产能规模扩张叠加产线优化改造，未来 3 年业绩有望保持稳健增长。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.00/3.58/4.24 亿元，对应 EPS 分别为 0.80/1.44/1.71 元，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	305	192	300	300	585	营业收入	653	722	846	1431	1483
应收款项	145	155	185	314	325	营业成本	472	493	542	885	859
存货净额	122	168	139	230	220	营业税金及附加	6	6	7	12	13
其他流动资产	11	11	17	29	30	销售费用	20	24	24	41	42
流动资产合计	832	856	971	1202	1490	管理费用	20	21	17	35	36
固定资产	369	499	675	742	848	研发费用	23	27	28	54	56
无形资产及其他	15	15	14	14	13	财务费用	2	(14)	(1)	(4)	(7)
投资性房地产	66	102	102	102	102	投资收益	3	9	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	0	0	0	0
资产总计	1283	1472	1763	2060	2453	其他收入	(22)	(24)	(28)	(54)	(56)
短期借款及交易性金融负债	2	1	133	26	10	营业利润	120	176	231	411	487
应付款项	46	93	56	92	88	营业外净收支	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	23	27	27	46	44	利润总额	119	173	228	408	484
流动负债合计	71	121	216	163	142	所得税费用	14	22	28	50	60
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	6	6	6	6	归属于母公司净利润	104	151	200	358	424
长期负债合计	8	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	79	127	222	169	148	净利润	104	151	200	358	424
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	(2)	3	0	0
股东权益	1203	1345	1541	1891	2306	折旧摊销	47	47	43	59	70
负债和股东权益总计	1283	1472	1763	2060	2453	公允价值变动损失	(5)	(0)	0	0	0
						财务费用	2	(14)	(1)	(4)	(7)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(43)	(45)	(41)	(176)	(8)
每股收益	0.82	0.85	0.80	1.44	1.71	其它	(1)	2	(3)	(0)	(0)
每股红利	0.01	0.06	0.02	0.03	0.04	经营活动现金流	103	153	201	241	486
每股净资产	9.49	7.58	6.20	7.61	9.28	资本开支	0	(175)	(221)	(126)	(176)
ROIC	11.36%	14.57%	17%	24%	26%	其它投资现金流	(248)	(82)	0	0	0
ROE	8.68%	11.21%	13%	19%	18%	投资活动现金流	(248)	(256)	(221)	(126)	(176)
毛利率	28%	32%	36%	38%	42%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	21%	27%	28%	32%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	27%	32%	32%	37%	支付股利、利息	(1)	(11)	(4)	(8)	(9)
收入增长	31%	10%	17%	69%	4%	其它融资现金流	312	12	132	(107)	(16)
净利润增长率	9%	44%	33%	79%	19%	融资活动现金流	309	(10)	128	(115)	(25)
资产负债率	6%	9%	13%	8%	6%	现金净变动	164	(114)	108	0	285
股息率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	141	305	192	300	300
P/E	27.9	27.1	28.6	16.0	13.5	货币资金的期末余额	305	192	300	300	585
P/B	2.4	3.0	3.7	3.0	2.5	企业自由现金流	0	(42)	(21)	111	304
EV/EBITDA	18.9	21.4	22.0	12.7	10.7	权益自由现金流	0	(30)	111	4	289

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032