

百龙创园 (605016.SH)

2023 年业绩符合预期，打造天然健康功能糖龙头

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码: S0980520120002
联系人: 张歆钰 zhangxinyu4@guosen.com.cn

事项:

公司公告: 2024 年 2 月 27 日, 公司发布 2023 年度业绩快报, 公告显示, 2023 年, 公司实现营业总收入 8.68 亿元, 同比增长 20.28%; 实现营业利润 2.25 亿元, 同比增长 27.31%; 实现利润总额 2.22 亿元, 同比增长 27.97%; 实现归母净利润 1.93 亿元, 同比增长 27.97%; 实现扣非后归母净利润 1.76 亿元, 同比增长 24.51%。其中 2023 年 Q4 实现营业收入 2.15 亿元, 同比增长 25.07%, 环比降低 11.00%; 实现归母净利润 0.52 亿元, 同比增长 57.60%, 环比增长 2.91%。

国信化工观点: 1) 2023 年, 公司 2 万吨功能糖干燥项目投产, 助力公司高毛利产品占比提升; 2) 主营产品围绕健康天然理念展开, 有序推进在建项目; 3) 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。

我们认为, 公司产品始终围绕天然、健康理念展开, 更贴合当代消费者的消费需求, 健康消费浪潮将推动公司业绩持续增长。诸如阿洛酮糖、膳食纤维等健康产品方面, 公司占据先发优势, 新增产能陆续投产, 预计阿洛酮糖产能将达到 1.5-2 万吨, 膳食纤维将达到 5.8 万吨, 远期仍将占据行业主导地位。此外, 行业在需求驱动下高速发展, 公司在产能规模扩张的前提下不断对产线进行优化改造, 预计未来 3 年利润率也将保持稳健水平。

我们根据公司 2023 年业绩快报披露数据, 调整公司 2023 年营收为 8.68 亿元, 归母净利润分别为 1.93 亿元, 维持 2024-2025 年营收为 14.31/14.83 亿元, 2024-2025 年归母净利润为 3.58/4.24 亿元, 当前股价对应 PE 为 36/19/16x, 维持“买入”评级。

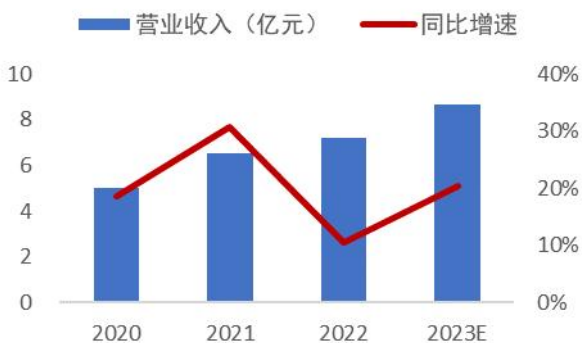
评论:

◆ 2 万吨功能糖干燥项目投产, 助力公司高毛利产品占比提升

根据公司公告, 2023 年, 公司实现营业总收入 8.68 亿元, 同比增长 20.28%; 实现营业利润 2.25 亿元, 同比增长 27.31%; 实现利润总额 2.22 亿元, 同比增长 27.97%; 实现归母净利润 1.93 亿元, 同比增长 27.97%; 实现扣非后归母净利润 1.76 亿元, 同比增长 24.51%。其中 2023 年 Q4 实现营业收入 2.15 亿元, 同比增长 25.07%, 环比降低 11.00%; 实现归母净利润 0.52 亿元, 同比增长 57.60%, 环比增长 2.91%。

2023 年, 公司境内外客户对产品的需求增长带动公司产品销量增加; 此外, 2023 年 4 月, 公司“年产 20000 吨功能糖干燥项目”投产, 产能释放进一步扩大了公司高毛利粉体产品占比, 带动公司利润上行。

图1: 百龙创园营收（亿元）和同比增速（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 百龙创园归母净利润（亿元）和同比增速（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 百龙创园 2023 年单季度营收（亿元）和同比增速（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 百龙创园 2023 年单季度归母净利润（亿元）和同比增速（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 主营产品围绕健康天然理念展开，有序推进在建项目

2023 年，公司募投项目“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”两个项目已于 2023 年底顺利投产，2024 年将实现产能逐步爬坡。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 58000 吨，公司总产能规模将大幅提升至 10 万吨以上。此外，公司还规划了 9000 吨联产母乳寡糖与塔格糖项目，新兴高毛利产品线的规划也将为公司长期持续增长提供保障。

表1: 百龙创园近期项目规划

| 项目 | 投产时间 |
|--------------------------------|-----------|
| 30000 吨/年可溶性膳食纤维项目 | 2023 年 Q4 |
| 15000 吨/年结晶糖项目 | 2023 年 Q4 |
| 20000 吨/年功能糖干燥项目 | 2023 年 Q1 |
| 泰国 20000 吨/年膳食纤维，3000 吨/阿洛酮糖项目 | 2025 年底 |
| 6000 吨母乳寡糖，3000 吨塔格糖项目 | - |

资料来源: 公司公告，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，公司产品始终围绕天然、健康理念展开，更贴合当代消费者的消费需求，健康消费浪潮将推动公司业绩持续增长。诸如阿洛酮糖、膳食纤维等健康产品方面，公司占据先发优势，新增产能陆续投产，预计阿洛酮糖产能将达到1.5-2万吨，膳食纤维将达到5.8万吨，远期仍将占据行业主导地位。此外，行业在需求驱动下高速发展，公司在产能规模扩张的前提下不断对产线进行优化改造，预计未来3年利润率也将保持稳健水平。

我们根据公司2023年业绩快报披露数据，调整公司2023年营收为8.68亿元，归母净利润分别为1.93亿元，维持2024-2025年营收为14.31/14.83亿元，2024-2025年归母净利润为3.58/4.24亿元，当前股价对应PE为36/19/16x，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价EPS (元) | | | | PE | | | PB |
|-----------|------|------|------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | 2023E | |
| 605016.SH | 百龙创园 | 买入 | 27.76 | 0.85 | 1.54 | 1.26 | 25.5 | 36.6 | 22.0 | 4.7 |
| 002597.SZ | 金禾实业 | 无评级 | 18.58 | 3.02 | 1.34 | 1.77 | 10.8 | 13.9 | 10.5 | 1.5 |
| 605077.SH | 华康股份 | 无评级 | 20.78 | 1.40 | 1.59 | 1.99 | 21.7 | 13.1 | 10.5 | 1.7 |
| 002286.SZ | 保龄宝 | 无评级 | 6.20 | 0.15 | - | - | 55.8 | - | - | 1.2 |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2024年2月27日，各公司数据均来自Wind一致预期。

◆ 风险提示

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

相关研究报告：

- 《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》——2023-10-22
- 《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

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| 现金及现金等价物 | 305 | 192 | 280 | 300 | 580 | 营业收入 | 653 | 722 | 868 | 1431 | 1483 |
| 应收款项 | 145 | 155 | 190 | 314 | 325 | 营业成本 | 472 | 493 | 560 | 877 | 852 |
| 存货净额 | 122 | 168 | 144 | 227 | 218 | 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 | 27 | 45 | 46 |
| 流动资产合计 | 832 | 856 | 962 | 1200 | 1483 | 管理费用 | 20 | 21 | 24 | 39 | 39 |
| 固定资产 | 369 | 499 | 675 | 742 | 848 | 研发费用 | 23 | 27 | 31 | 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 | 1753 | 2058 | 2447 | 其他收入 | (22) | (24) | (31) | (54) | (56) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2 | 1 | 127 | 31 | 10 | 营业利润 | 120 | 176 | 223 | 412 | 487 |
| 应付款项 | 46 | 93 | 58 | 91 | 87 | 营业外净收支 | (1) | (3) | (3) | (3) | (3) |
| 其他流动负债 | 23 | 27 | 29 | 46 | 44 | 利润总额 | 119 | 173 | 220 | 409 | 484 |
| 流动负债合计 | 71 | 121 | 213 | 167 | 141 | 所得税费用 | 14 | 22 | 27 | 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 | 193 | 358 | 424 |
| 长期负债合计 | 8 | 6 | 6 | 6 | 6 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 79 | 127 | 219 | 173 | 147 | 净利润 | 104 | 151 | 193 | 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 | 1534 | 1885 | 2299 | 折旧摊销 | 47 | 47 | 43 | 59 | 70 |
| 负债和股东权益总计 | 1283 | 1472 | 1753 | 2058 | 2447 | 公允价值变动损失 | (5) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 2 | (14) | (1) | (4) | (7) |
| 每股收益 | 0.82 | 0.85 | 0.78 | 1.44 | 1.71 | 营运资本变动 | (43) | (45) | (48) | (168) | (8) |
| 每股红利 | 0.01 | 0.06 | 0.02 | 0.03 | 0.04 | 其它 | (1) | 2 | (3) | (0) | (0) |
| 每股净资产 | 9.49 | 7.58 | 6.17 | 7.58 | 9.25 | 经营活动现金流 | 103 | 153 | 187 | 250 | 486 |
| ROIC | 11.36% | 14.57% | 16% | 25% | 26% | 资本开支 | 0 | (175) | (221) | (126) | (176) |
| ROE | 8.68% | 11.21% | 13% | 19% | 18% | 其它投资现金流 | (248) | (82) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 28% | 32% | 36% | 39% | 43% | 投资活动现金流 | (248) | (256) | (221) | (126) | (176) |
| EBIT Margin | 17% | 21% | 25% | 28% | 32% | 权益性融资 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 24% | 27% | 30% | 32% | 37% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 31% | 10% | 20% | 65% | 4% | 支付股利、利息 | (1) | (11) | (4) | (8) | (9) |
| 净利润增长率 | 9% | 44% | 28% | 86% | 18% | 其它融资现金流 | 312 | 12 | 126 | (96) | (21) |
| 资产负债率 | 6% | 9% | 13% | 8% | 6% | 融资活动现金流 | 309 | (10) | 122 | (104) | (30) |
| 股息率 | 0.0% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 现金净变动 | 164 | (114) | 88 | 20 | 280 |
| P/E | 33.7 | 32.7 | 35.8 | 19.3 | 16.3 | 货币资金的期初余额 | 141 | 305 | 192 | 280 | 300 |
| P/B | 2.9 | 3.7 | 4.5 | 3.7 | 3.0 | 货币资金的期末余额 | 305 | 192 | 280 | 300 | 580 |
| EV/EBITDA | 22.6 | 25.6 | 27.2 | 15.2 | 12.9 | 企业自由现金流 | 0 | (42) | (35) | 120 | 304 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | (30) | 91 | 24 | 283 |

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。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所提及的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