

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022年04月27日

市场数据

目前股价	6.76
总市值（亿元）	40.13
流通市值（亿元）	34.53
总股本（万股）	59,360
流通股本（万股）	51,074
12个月最高/最低	7.61/5.46

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

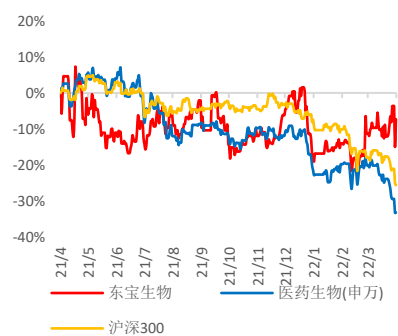
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

✉ huangsy@cgws.com

股价表现


数据来源：同花顺

相关报告

<<21年归母净利润增长93%，盈利能力显著回升>>2022-03-24

<<预告全年归母净利润3000-4000万，盈利能力显著回升>>2022-01-05

21年归母净利润同比增长98%，打造国货胶原领先品牌

——东宝生物（300239）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	449	612	991	1188	1396
(+/-%)	-8.7%	36.4%	61.9%	19.9%	17.5%
归母净利润（百万元）	18	36	59	74	89
(+/-%)	-48.2%	97.7%	62.9%	24.7%	19.4%
摊薄 EPS（元/股）	0.04	0.06	0.10	0.12	0.15
PE	187	102	66	53	44

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 2021年收入同比增长36%，净利润同比增长98%。**公司2021年实现营业收入6.12亿元，同比+36.39%；归母净利润0.36亿元，同比+97.74%；扣非后净利润0.27亿元，同比+127.03%；基本每股收益为0.06元，去年同期为0.04元。分季度来看，2021年Q4公司实现营业收入2亿元，同比+35.29%；归母净利润0.23亿元，同比+187.77%；扣非后净利润0.2亿元，同比+288.13%。2022年Q1公司实现营业收入2.28亿元，同比+65.13%；归母净利润0.24亿元，同比+412.53%；扣非后净利润0.23亿元，同比+891.02%。公司2021年及2022Q1业绩快速增长主要原因包括三方面：一、公司明胶系列产品业务稳步发展，市场需求向好，积极开发高附加值系列产品，销量、销售收入较上年同期实现进一步增长，销售利润相应增加；二、受益于公司“胶原+”系列产品的不断深入推广，胶原蛋白应用领域有所扩展、销售渠道不断完善，资源投入持续加大，品牌知名度进一步提升，胶原蛋白系列终端产品业务稳步发展；三、公司以非同一控制下的企业合并方式收购益青生物，并表增厚收入。此外，2021年度公司非经常性损益对净利润的贡献金额956.41万元，同比+45.07%，主要为收到的再融资政府奖励资金、高新技术企业认定奖励资金、受疫情影响的政府补贴资金以及递延收益摊销转当期损益等。
- 费用管理能力优异，22年Q1净利率同比提升7.5%。**公司2021年毛利率为15.71%，同比+0.17pct。费用端，公司2021年期间费用率为9.03%，同比-2.28pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为1.69%/4.89%/2.12%/0.33%，分别同比-0.35pct/-0.94pct/-0.10pct/-0.89pct。公司2021年净利率为5.85%，同比+1.80pct。分季度来看，公司2021Q4净利率为11.08%，同比+5.79pct。公司2022Q1净利率为10.83%，同比+7.50pct。2022年Q1公司明胶系列产品及“胶原+”系列产品不断深入推广，业务稳步向好，销售利润增加。国恩股份控股股东宝生物以来，公司战略得以进一步完善并有效推进。公司致力于为用户提供优质的“胶原+”系列产品和服务，充分结合公司的产品优势、市场优势，开展胶原系列产

品升级、优化调整等核心工作，持续推进在“医、健、食、美”领域的快速布局，实现向产业链下游的进一步延伸，为后续更好地扩大主业、提升附加值迈出了重要一步。

- **胶原系列产品持续推出，C端布局日益完善。**分产品来看，公司2021年明胶系列产品及副产品磷酸氢钙/胶原蛋白业务分别实现营业收入5.52亿元/0.39亿元，同比+36.13%/-1.79%；毛利率分别为14.61%/26.52%，同比+0.17pct/5.19pct。公司旗下胶原蛋白产品品牌“圆素”已逐步完成调整，天猫官方旗舰店已上架“牛骨胶原肽粉”、“胶原蛋白透明质酸钠维生素C粉”、“胶原蛋白肽蓝莓果汁饮品”等新产品，可见公司胶原蛋白系列产品已逐渐布局完善，随着公司推广力度持续增大，未来有望逐步放量，助力公司打造“国货胶原第一品牌”。
- **益青生物启动新型胶囊智能产业化项目，预计完成600亿粒产能扩张。**子公司益青生物主营产品包括明胶空心胶囊、肠溶明胶空心胶囊、羟丙甲纤维素空心胶囊、普鲁兰多糖空心胶囊四大系列。益青生物已启动新型胶囊智能产业化项目，在现有年产300亿粒胶囊产能的基础上，计划未来三年完成年产600亿粒空心胶囊的产能扩张，以满足医药及保健品市场对药用胶囊持续增长的需求。随着规划项目的建设和投产，公司有望进一步提升行业地位和市场占有率。
- **有机肥成为肥料行业发展新方向，东宝大田市场广阔。**公司子公司东宝大田主营有机肥、水溶肥类业务，具有广阔市场需求，预计2022年7月、8月分别投产。近年来，随着国家政策的引导和农业绿色现代化的发展，有机肥产品以其改良土壤、恢复地力及循环废弃物等优势受到农户欢迎，成为肥料行业发展新方向。东宝大田已与华南农业大学、内蒙古农业大学等建立合作关系，共同开展产品研发和田间试验工作，为生物有机肥料的后续多样化开发铺垫基础。
- **投资建议：**公司致力于打造世界级现代胶原生物技术企业，围绕“胶原+”，未来将着重布局医药、健康、食品、美妆四大方向，保持绿色健康持续发展。公司将紧抓“胶原生物核心原料、服务供应商”的主线，侧重高附加值产品的研发、生产、销售；通过技术创新、对外合作等多项举措，加快推进产品系列化，积极推进企业的升级转型，打造国民胶原领先品牌。随着胶原蛋白行业的迅速发展以及公司新产品的不断推出，公司营收有望实现持续增长。我们预测公司2022-2024年EPS分别为0.10元、0.12元、0.15，对应PE分别为66X、53X、44X，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**主要原材料采购的风险，产能进一步扩大导致产品销售的风险，经营规模扩大可能带来管理风险，零售系列产品市场拓展过程中可能存在投入和回报不匹配的风险，原材料价格波动风险，新冠疫情相关风险，收购益青生物整合或存在不达预期风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	448.83	612.17	991.10	1188.03	1395.93	成长性					
营业成本	379.07	515.99	830.54	993.19	1165.60	营业收入增长	-8.74%	36.39%	61.90%	19.87%	17.50%
销售费用	9.17	10.35	16.75	19.01	21.64	营业成本增长	-4.84%	36.12%	60.96%	19.58%	17.36%
管理费用	26.15	29.91	45.59	53.46	61.42	营业利润增长	-47.35%	111.04%	60.43%	25.91%	19.35%
研发费用	9.94	12.98	21.01	25.18	29.59	利润总额增长	-51.02%	111.25%	62.93%	24.71%	19.42%
财务费用	5.50	2.02	3.27	3.92	4.61	归母净利润增长	-48.18%	97.74%	62.93%	24.71%	19.42%
其他收益	8.03	11.17	9.60	10.38	9.99	盈利能力					
投资净收益	-1.40	-2.53	-1.52	-1.81	-1.95	毛利率	15.54%	15.71%	16.20%	16.40%	16.50%
营业利润	19.76	41.69	66.89	84.22	100.52	销售净利率	4.40%	6.81%	6.75%	7.09%	7.20%
营业外收支	-0.09	-0.15	0.79	0.18	0.27	ROE	1.82%	2.23%	3.42%	4.14%	4.49%
利润总额	19.66	41.54	67.68	84.40	100.80	ROIC	49.43%	3.58%	4.36%	4.36%	5.14%
所得税	1.47	5.72	9.32	11.62	13.87	营运效率					
少数股东损益	-0.26	-0.66	-1.08	-1.34	-1.60	销售费用/营业收入	2.04%	1.69%	1.69%	1.60%	1.55%
归母净利润	18.45	36.48	59.44	74.13	88.53	管理费用/营业收入	5.83%	4.89%	4.60%	4.50%	4.40%
资产负债表						研发费用/营业收入	2.22%	2.12%	2.12%	2.12%	2.12%
流动资产	482.58	892.59	1146.01	1096.53	1478.09	财务费用/营业收入	1.23%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
货币资金	48.05	225.87	61.15	73.30	86.13	投资收益/营业利润	-7.08%	-6.06%	-2.27%	-2.15%	-1.94%
应收票据及应收账款合计	95.50	251.11	324.56	369.41	436.12	所得税/利润总额	7.47%	13.76%	13.76%	13.76%	13.76%
其他应收款	0.88	5.19	3.04	4.11	3.58	应收账款周转率	4.54	4.98	4.80	4.77	4.85
存货	286.56	346.02	691.06	580.03	878.70	存货周转率	1.74	1.94	1.91	1.87	1.91
非流动资产	935.36	1219.65	1299.66	1391.00	1493.62	流动资产周转率	0.94	0.89	0.97	1.06	1.08
固定资产	738.28	872.80	970.55	1043.16	1105.39	总资产周转率	0.33	0.35	0.43	0.48	0.51
资产总计	1417.93	2112.24	2445.68	2487.53	2971.71	偿债能力					
流动负债	349.65	421.39	663.51	648.55	959.64	资产负债率	29.60%	24.08%	30.18%	29.33%	34.91%
短期借款	90.92	50.52	125.43	110.98	255.62	流动比率	1.38	2.12	1.73	1.69	1.54
应付款项	160.54	225.61	344.75	397.01	494.70	速动比率	0.56	1.30	0.69	0.80	0.62
非流动负债	70.10	87.19	74.65	80.92	77.79	每股指标 (元)					
长期借款	8.00	-	-	-	-	EPS	0.04	0.06	0.10	0.12	0.15
负债合计	419.75	508.58	738.16	729.47	1037.43	每股净资产	1.67	2.40	2.57	2.66	2.96
股东权益	998.18	1603.66	1707.52	1758.06	1934.29	每股经营现金流	1.36	0.09	-0.24	0.37	-0.05
股本	521.81	593.60	593.60	593.60	593.60	每股经营现金/EPS	38.55	1.34	-2.38	3.00	-0.32
留存储备	470.68	829.09	934.02	985.92	1163.74	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	8.23	180.97	179.89	178.55	176.94	PE	186.69	101.85	65.81	52.77	44.19
负债和权益总计	1417.93	2112.24	2445.68	2487.53	2971.71	PEG	3.18	2.96	3.67	0.90	1.29
现金流量表						PB	3.95	2.75	2.56	2.48	2.23
经营活动现金流	807.70	51.50	-141.65	222.40	-28.67	EV/EBITDA	43.10	42.41	30.90	25.37	22.39
其中营运资本减少	36.02	-19.47	-268.20	70.16	-206.40	EV/SALES	7.07	6.78	4.17	3.45	3.03
投资活动现金流	-1757.00	-168.44	-149.72	-164.87	-190.22	EV/IC	3.01	2.99	2.37	2.32	2.04
其中资本支出	-31.71	120.74	124.37	145.62	181.29	ROIC/WACC	0.27	0.41	0.50	0.50	0.59
融资活动现金流	438.89	261.04	126.65	-45.37	231.71	REP	11.09	7.32	4.75	4.67	3.47
净现金总变化	-510.41	144.09	-164.72	12.15	12.83						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>