

# 保龄宝 (002286)

证券研究报告

2022年05月06日

## 经营效率显著优化，业绩实现大幅增长！

事件：公司发布 21 年年报及 22 年一季报：21 年实现营收 27.65 亿元，同比+34.58%；实现归母净利润 2.02 亿元，同比+304.28%。22Q1 实现营收 6.58 亿元，同比+18.54%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比+383.94%。

1、收入端高速增长，功能糖产品销售规模持续扩大。2021 年公司收入端快速增长，实现收入 27.65 亿元，同比增长 34.58%。分产品来看，功能糖/淀粉糖/饲料产品分别实现收入 12.12/9.33/3.08 亿元，同比增长 50.76%/16.09%/44.89%，在总营收中占比 43.84%/33.73%/11.15%，与 2020 年相比变动+4.70pct/-5.37pct/+0.79pct。

1) 赤藓糖醇实现量价齐升。功能糖业务中，糖醇/低聚糖/其他功能糖分别实现收入 6.68/2.92/2.51 亿元，同比增长 60.89%/23.29%/65.99%，在整体营收中占比为 24.17%/10.58%/9.09%，与 2020 年相比变动+3.95pct/-0.97pct/+1.72pct。从价上看，减糖趋势下，赤藓糖醇下游需求旺盛，21 年出现较大的供需缺口，价格较 20 年同期出现较大的涨幅；从量上看，公司作为国内首家工业化赤藓糖醇的企业，客户资源丰富，订单量充足。2021Q3 赤藓糖醇产能扩充至 3 万吨，我们预计 2022 年年中将再次释放 3 万吨新增产能，为后续销量增长提供有力保障。

2) 阿洛酮糖潜力较大，打造第二成长曲线。阿洛酮糖作为新一代功能性健康甜味剂，预计是未来蔗糖替代的潜力产品，已有包括美国、加拿大、日本、韩国、中美洲、南美洲等 14 个国家和地区批复阿洛酮糖的应用，全球市场供需偏紧。公司作为大型干基阿洛酮糖生产商，目前产能达 7000 吨/年，定增产能 3 万吨，我们预计 2022 年可实现部分投产。随着产能落地，有望快速抢占市场份额，贡献新的业绩增长点。

### 2、经营效率显著优化，盈利能力大幅提升。

1) 公司毛利率明显提升。2021 年实现毛利率 13.39%，与 20 年相比变动+4.23pct；功能糖中，糖醇/低聚糖/其他功能糖分别实现毛利率 28.67%/24.10%/10.54%，同期相比变动+13.63pct/3.27pct/-4.52pct，糖醇得益于价格大幅上涨，毛利率提升显著；淀粉糖中，果葡糖浆/麦芽糊精/其他淀粉糖分别实现毛利率 4.22%/3.88%/14.17%，同期相比变动+4.15pct/-3.02pct/4.96pct；饲料实现毛利率 2.94%，同期相比变动+0.80%。

2) 经营效率明显提升，利润端大幅增长。2021 年公司实现归母净利润 2.02 亿元，同比+304.28%。费用端看，2021 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.23%/3.19%/0.62%/0.46%，同期相比变动-0.32pct/-0.38pct/-0.12pct/-0.09pct。公司费用端明显下滑，体现公司经营效率持续提升，在收入高速增长的背景下，进一步扩大盈利空间。

3、作为功能糖龙头企业，公司核心优势明显。我们认为公司的竞争优势主要体现在三个方面：1) 全产业链优势：公司为国内唯一的全品类功能糖产品制造服务商，可充分满足下游客户的多样化需求；2) 研发优势：公司具有强大的研发能力，持续打造符合健康趋势的食品和饮品；3) 品牌与市场优势：公司多年来持续强化大客户营销与方案营销能力，为客户量身定制解决方案，客户粘性较强。

### 盈利预测与投资建议

我们认为减糖大趋势下，公司作为功能性糖龙头企业，有望通过公司自身优势实现业绩高速增长。预计 2022-2024 年营收分别为 37.8/46.9/54.3 亿元，归母净利润分别为 2.9/3.6/4.4 亿元，EPS 为 0.8/1.0/1.2 元，对应 PE 分别为 12.3x/9.7x/8.1x，维持“买入”评级

风险提示：行业竞争加剧，下游客户需求波动；公司产品销量不及预期；原材料价格波动的风险；新增固定资产折旧而导致利润下降的风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,054.58	2,764.98	3,780.87	4,694.58	5,430.49
增长率(%)	13.82	34.58	36.74	24.17	15.68
EBITDA(百万元)	170.42	363.85	455.07	540.10	619.81
净利润(百万元)	49.86	201.58	286.54	363.12	436.40
增长率(%)	41.52	304.28	42.15	26.72	20.18
EPS(元/股)	0.13	0.54	0.77	0.98	1.17
市盈率(P/E)	70.64	17.47	12.29	9.70	8.07
市净率(P/B)	2.20	1.94	1.72	1.51	1.31
市销率(P/S)	1.71	1.27	0.93	0.75	0.65
EV/EBITDA	23.14	12.89	5.89	4.17	2.72

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.99 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	371.91
流通 A 股股本(百万股)	369.26
A 股总市值(百万元)	3,715.40
流通 A 股市值(百万元)	3,688.87
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	36.60
一年内最高/最低(元)	15.99/9.01

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

林逸丹 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《保龄宝-公司点评:高成长性持续验证，21 年业绩快速增长》2022-03-25
- 《保龄宝-公司点评:携手健康中国杂志，开启向 C 端转型之路》2021-12-09
- 《保龄宝-季报点评:赤藓糖醇量价齐升，Q3 业绩大超预期》2021-10-28

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	485.25	585.44	944.16	1,380.76	1,945.64
应收票据及应收账款	206.60	284.29	386.96	210.89	480.68
预付账款	14.70	29.63	30.68	41.68	43.64
存货	216.36	285.09	397.11	453.96	579.21
其他	85.24	130.43	232.61	272.30	193.54
<b>流动资产合计</b>	<b>1,008.16</b>	<b>1,314.89</b>	<b>1,991.52</b>	<b>2,359.59</b>	<b>3,242.71</b>
长期股权投资	233.60	268.14	268.14	268.14	268.14
固定资产	1,086.95	1,222.66	1,116.17	1,009.67	903.18
在建工程	137.41	52.85	32.85	22.85	22.85
无形资产	133.60	129.27	124.94	120.62	116.29
其他	16.01	41.19	34.19	29.05	29.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,607.57</b>	<b>1,714.11</b>	<b>1,576.29</b>	<b>1,450.33</b>	<b>1,339.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,615.73</b>	<b>3,029.00</b>	<b>3,567.81</b>	<b>3,809.92</b>	<b>4,582.22</b>
短期借款	235.34	369.18	240.00	240.00	240.00
应付票据及应付账款	662.90	634.38	1,130.51	1,057.33	1,466.19
其他	37.87	86.94	78.02	96.17	104.42
<b>流动负债合计</b>	<b>936.11</b>	<b>1,090.49</b>	<b>1,448.52</b>	<b>1,393.50</b>	<b>1,810.61</b>
长期借款	0.00	19.53	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.96	76.40	76.40	76.40	76.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.96</b>	<b>95.92</b>	<b>76.40</b>	<b>76.40</b>	<b>76.40</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,016.37</b>	<b>1,215.76</b>	<b>1,524.92</b>	<b>1,469.90</b>	<b>1,887.01</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	369.26	371.91	371.91	371.91	371.91
资本公积	800.86	821.56	841.56	866.56	892.56
留存收益	429.24	608.66	823.57	1,095.91	1,423.21
其他	0.01	11.10	5.84	5.65	7.53
<b>股东权益合计</b>	<b>1,599.36</b>	<b>1,813.23</b>	<b>2,042.89</b>	<b>2,340.03</b>	<b>2,695.21</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,615.73</b>	<b>3,029.00</b>	<b>3,567.81</b>	<b>3,809.92</b>	<b>4,582.22</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	49.86	201.58	286.54	363.12	436.40
折旧摊销	103.18	110.07	110.82	110.82	110.82
财务费用	19.89	21.23	10.20	4.58	(1.92)
投资损失	(3.60)	(14.04)	(15.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	223.38	(97.93)	146.95	18.65	98.87
其它	5.75	(14.64)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>398.46</b>	<b>206.27</b>	<b>539.51</b>	<b>492.16</b>	<b>639.18</b>
资本支出	123.58	169.90	(20.00)	(10.00)	0.00
长期投资	(11.77)	34.54	0.00	0.00	0.00
其他	(233.08)	(379.95)	55.00	25.00	5.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(121.27)</b>	<b>(175.51)</b>	<b>35.00</b>	<b>15.00</b>	<b>5.00</b>
债权融资	(269.83)	141.14	(158.90)	(4.58)	1.92
股权融资	(28.58)	34.45	(56.89)	(65.97)	(81.22)
其他	96.05	(41.22)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(202.36)</b>	<b>134.37</b>	<b>(215.79)</b>	<b>(70.56)</b>	<b>(79.30)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>74.83</b>	<b>165.13</b>	<b>358.71</b>	<b>436.61</b>	<b>564.88</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,054.58</b>	<b>2,764.98</b>	<b>3,780.87</b>	<b>4,694.58</b>	<b>5,430.49</b>
营业成本	1,866.47	2,394.79	3,257.99	4,025.76	4,653.44
营业税金及附加	13.79	16.37	18.90	27.59	30.41
销售费用	31.80	33.91	49.15	61.03	67.88
管理费用	73.29	88.26	105.86	131.45	146.62
研发费用	11.20	12.58	18.90	23.47	27.15
财务费用	15.17	17.16	10.20	4.58	(1.92)
资产/信用减值损失	(0.28)	(4.41)	0.80	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	11.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.60	14.04	15.00	5.00	5.00
其他	(21.20)	(54.89)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>60.74</b>	<b>235.93</b>	<b>335.66</b>	<b>426.70</b>	<b>512.92</b>
营业外收入	0.13	0.91	0.80	0.50	0.50
营业外支出	1.23	0.11	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>59.63</b>	<b>236.74</b>	<b>336.46</b>	<b>427.20</b>	<b>513.42</b>
所得税	9.77	35.16	49.91	64.08	77.01
<b>净利润</b>	<b>49.86</b>	<b>201.58</b>	<b>286.54</b>	<b>363.12</b>	<b>436.40</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>49.86</b>	<b>201.58</b>	<b>286.54</b>	<b>363.12</b>	<b>436.40</b>
每股收益(元)	0.13	0.54	0.77	0.98	1.17

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.82%	34.58%	36.74%	24.17%	15.68%
营业利润	31.23%	288.45%	42.27%	27.12%	20.21%
归属于母公司净利润	41.52%	304.28%	42.15%	26.72%	20.18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.16%	13.39%	13.83%	14.25%	14.31%
净利率	2.43%	7.29%	7.58%	7.73%	8.04%
ROE	3.12%	11.12%	14.03%	15.52%	16.19%
ROIC	3.91%	16.16%	19.99%	30.48%	40.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.86%	40.14%	42.74%	38.58%	41.18%
净负债率	-15.63%	-10.58%	-34.23%	-48.54%	-63.10%
流动比率	1.05	1.17	1.37	1.69	1.79
速动比率	0.83	0.92	1.10	1.37	1.47
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.33	11.27	11.27	15.70	15.70
存货周转率	10.22	11.03	11.08	11.03	10.51
总资产周转率	0.80	0.98	1.15	1.27	1.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.13	0.54	0.77	0.98	1.17
每股经营现金流	1.07	0.55	1.45	1.32	1.72
每股净资产	4.30	4.88	5.49	6.29	7.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	70.64	17.47	12.29	9.70	8.07
市净率	2.20	1.94	1.72	1.51	1.31
EV/EBITDA	23.14	12.89	5.89	4.17	2.72
EV/EBIT	53.18	18.11	7.79	5.24	3.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com