

百龙创园 (605016.SH)

业绩稳健增长，功能糖龙头稳步成长

买入

核心观点

2022 年业绩稳健增长，2023Q1 业绩创新高。2023 年 4 月 27 日晚，公司公布 2022 年年报，2022 年，公司实现营业收入 7.22 亿元，同比+10.49%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比+44.34%；实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比+47.96%。同日，公司公布 2023 年第一季度主要经营数据，2023Q1 公司实现营业收入 1.94 亿元，同比-1.70%，环比+13.38%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比+9.13%，环比+35.46%，单季度业绩创历史新高；2023Q1 公司毛利率 37.31%，环比+6.76pcts，同比-2.75pcts；净利率 22.85%，环比+3.73pcts，同比+2.27pcts。2022 年，公司境内外客户需求增长，同时产品结构优化后膳食纤维和健康甜味剂销量均有增加，为公司贡献主要业绩增量。

主要原材料价格下行，产品结构持续优化。2022 年全年公司主要原材料中，蔗糖采购均价 5421.68 元/吨，同比-0.08%；玉米淀粉采购均价 2856.89 元/吨，同比-5.52%；淀粉糖浆采购均价 2672.33 元/吨，同比-8.56%；一水葡萄糖采购均价 3425.44 元/吨，同比-3.64%；结晶果糖采购均价 9747.79 元/吨，同比+15.67%。2023Q1 公司产品结构继续优化，主营业务收入中益生元系列产品实现营收 0.47 亿元，同比-30.72%，占比降至 24.82%，而膳食纤维系列产品与健康甜味剂系列产品则分别实现营收 1.02 亿元、0.37 亿元，占比也分别提升至 53.73%与 19.63%。

在建项目有序推进，高毛利产品助力成长。公司“年产 20000 吨功能糖干燥项目”已于近期正式全面投产，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 2023 年第四季度可顺利投产。投产后公司新增约 4.5 万吨功能糖和膳食纤维产能，总产能规模将大幅提升至 10 万吨以上，高毛利的固体产品比例提高，推动公司营收规模及盈利能力同步提升。

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；下游需求不及预期风险。

投资建议：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。我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 2.2/3.3/4.6 亿元(原 2023-2024 年 2.4/3.6 亿元)，EPS 为 1.22/1.85/2.58 元/股，对应 PE 为 23/15/11，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	929	1,408	1,899
(+/-%)	30.8%	10.5%	28.7%	51.6%	34.8%
净利润(百万元)	104	151	217	328	459
(+/-%)	9.3%	44.3%	43.8%	51.2%	40.0%
每股收益(元)	0.82	0.85	1.22	1.85	2.58
EBIT Margin	17.2%	20.8%	26.1%	26.0%	26.9%
净资产收益率(ROE)	8.7%	11.2%	13.9%	17.5%	19.7%
市盈率(PE)	34.1	33.0	23.0	15.2	10.9
EV/EBITDA	22.9	25.9	18.2	12.1	8.9
市净率(PB)	2.96	3.70	3.20	2.65	2.14

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

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980123040104

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.06 元
总市值/流通市值	4981/2504 百万元
52 周最高价/最低价	43.33/21.34 元
近 3 个月日均成交额	55.43 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) -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”，上半年业绩预计同比高增》——2022-07-07
- 《百龙创园 (605016.SH) -健康功能糖加速渗透，规模扩张助力成长》——2022-05-09

2022 年业绩稳健增长，2023Q1 业绩创历史新高。2023 年 4 月 27 日晚，公司公布 2022 年年报，2022 年，公司实现营业收入 7.22 亿元，同比+10.49%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比+44.34%；实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比+47.96%。同日，公司公布 2023 年第一季度主要经营数据，2023Q1 公司实现营业收入 1.94 亿元，同比-1.70%，环比+13.38%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比+9.13%，环比+35.46%，单季度业绩创历史新高；2023Q1 公司毛利率 37.31%，环比+6.76pcts，同比-2.75pcts；净利率 22.85%，环比+3.73pcts，同比+2.27pcts。2022 年，公司境内外客户需求增长，同时产品结构优化调整后膳食纤维和健康甜味剂销量均有增加，为公司贡献主要业绩增量。

图1：百龙创园营业收入及增速



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

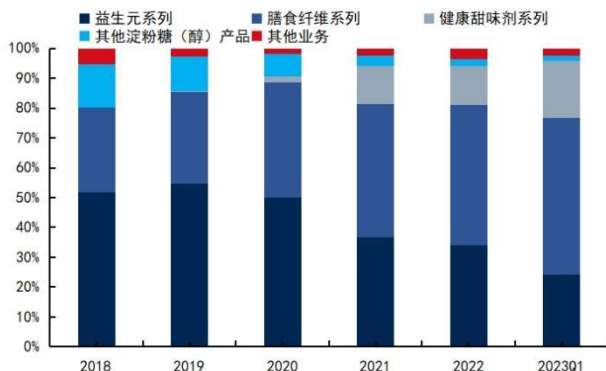


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主要原材料价格下行，产品结构持续优化。2022 年，公司实现主营业务收入 6.96 亿元，同比+9.03%。其中，公司益生元系列产品实现营业收入 2.46 亿元，同比+2.93%，占比 35.34%；膳食纤维系列产品实现营业收入 3.39 亿元，同比+15.70%，占比 48.67%；健康甜味剂系列产品实现营业收入 0.95 亿元，同比+14.46%，占比 13.60%；其他淀粉糖（醇）产品实现营业收入 0.17 亿元，同比下降 29.17%，占比 2.39%。全年公司主要原材料中，蔗糖采购均价 5421.68 元/吨，同比-0.08%；玉米淀粉采购均价 2856.89 元/吨，同比-5.52%；淀粉糖浆采购均价 2672.33 元/吨，同比-8.56%；一水葡萄糖采购均价 3425.44 元/吨，同比-3.64%；结晶果糖采购均价 9747.79 元/吨，同比+15.67%。

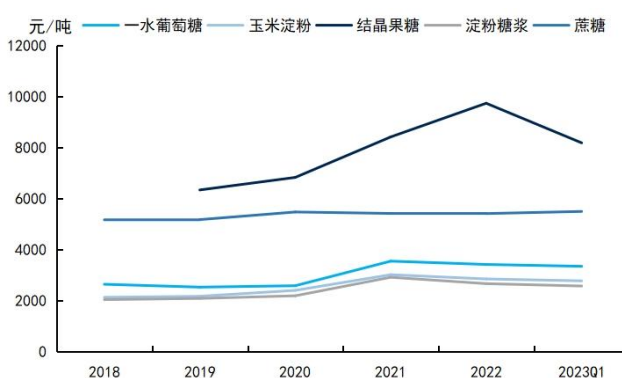
2023Q1 公司产品结构继续优化，主营业务收入中益生元系列产品实现营收 0.47 亿元，同比-30.72%，占比降至 24.82%，而膳食纤维系列产品与健康甜味剂系列产品则分别实现营收 1.02 亿元、0.37 亿元，占比也分别提升至 53.73%与 19.63%。主要原材料价格方面，2023Q1，除蔗糖采购均价同比小幅上涨外（+0.61%），其余原料如一水葡萄糖（-5.47%）、玉米淀粉（-3.88%）、结晶果糖（-13.81%）、淀粉糖浆（-5.40%）采购均价同比均有所下降，主要原料采购价格延续了自 2022 年下半年开始的下滑趋势后有所企稳。

图3: 公司营业收入结构 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司主要原材料价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在建项目有序推进，高毛利产品助力成长。公司“年产 20000 吨功能糖干燥项目”已于近期正式全面投产，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 2023 年第四季度可顺利投产。投产后公司新增约 4.5 万吨功能糖和膳食纤维产能，总产能规模将大幅提升至 10 万吨以上，高毛利的固体产品比例提高，推动公司营收规模及盈利能力同步提升。

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，远期仍将占据行业主流地位。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。我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 2.2/3.3/4.6 亿元（原 2023-2024 年 2.4/3.6 亿元），EPS 为 1.22/1.85/2.58 元/股，对应 PE 为 23/15/11，维持“买入”评级。

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	300	315	462	营业收入	653	722	929	1408	1899
应收款项	145	155	204	309	416	营业成本	472	493	566	846	1124
存货净额	122	168	147	221	296	营业税金及附加	6	6	13	19	26
其他流动资产	11	11	19	28	38	销售费用	20	24	50	89	120
流动资产合计	832	856	999	1202	1543	管理费用	20	21	25	37	50
固定资产	369	499	675	742	848	研发费用	23	27	33	51	68
无形资产及其他	15	15	14	14	13	财务费用	2	(14)	(4)	(5)	(9)
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	1790	2060	2506	其他收入	(22)	(24)	(33)	(51)	(68)
短期借款及交易性金融负债	2	1	119	10	10	营业利润	120	176	249	374	523
应付款项	46	93	59	88	118	营业外净收支	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	23	27	31	47	63	利润总额	119	173	246	371	520
流动负债合计	71	121	208	145	191	所得税费用	14	22	29	43	61
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	217	328	459
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	214	151	197	净利润	104	151	217	328	459
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	1557	1878	2326	折旧摊销	47	47	43	59	70
负债和股东权益总计	1283	1472	1771	2028	2523	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)	(4)	(5)	(9)
每股收益	0.82	0.85	1.22	1.85	2.58	营运资本变动	(43)	(45)	(63)	(143)	(146)
每股红利	0.01	0.06	0.03	0.04	0.06	其它	(1)	2	(3)	(0)	(0)
每股净资产	9.49	7.58	8.77	10.58	13.10	经营活动现金流	103	153	197	245	382
ROIC	11.36%	14.57%	17%	21%	27%	资本开支	0	(175)	(221)	(126)	(176)
ROE	8.68%	11.21%	14%	17%	20%	其它投资现金流	(248)	(82)	0	0	0
毛利率	28%	32%	39%	40%	41%	投资活动现金流	(248)	(256)	(221)	(126)	(176)
EBIT Margin	17%	21%	26%	26%	27%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	27%	31%	30%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	31%	10%	29%	52%	35%	支付股利、利息	(1)	(11)	(5)	(7)	(10)
净利润增长率	9%	44%	44%	51%	40%	其它融资现金流	312	12	118	(109)	0
资产负债率	6%	9%	12%	7%	8%	融资活动现金流	309	(10)	113	(116)	(10)
股息率	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	现金净变动	164	(114)	89	2	196
P/E	34.1	33.0	23.0	15.2	10.9	货币资金的期初余额	141	305	192	300	315
P/B	3.0	3.7	3.2	2.7	2.1	货币资金的期末余额	305	192	280	302	511
EV/EBITDA	22.9	25.9	18.2	12.1	8.9	企业自由现金流	0	(42)	(8)	126	149
						权益自由现金流	0	(30)	113	21	157

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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