

各项举措稳步推进，提价执行、糖蜜采购正在进行，建议持续关注



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：1) 发布宜昌公司实施年产 15 万吨水解糖深加工项目。公司拟在猇亭安琪生物科技产业园建成年产 15 万吨 30% 浓度水解糖、6500 吨粗蛋白粉生产线，其中 11.5 万吨水解糖用于酵母发酵，3.5 万吨水解糖用于生产葡萄糖酸内酯等深加工项目。项目分两期建设水解糖、葡萄糖酸内酯生产线。一期计划部分改造现有厂房建设水解糖车间，二期计划利用现有厂房改造后建设葡萄糖酸内酯生产线。项目一期投资人民币 3,966 万元。项目计划 2022 年 3 月动工建设，2022 年 5 月投产，建设周期 3 个月。2) 发布公告①实施年产 8000 吨复配面用改良剂项目（主要产品为蛋糕油和乳化剂）和年产 1.8 万吨复合微生物绿色制造项目（一期）（优化酿造产能），预计分别于 22 年 11 月份和 12 月份投产；②新设墨西哥子公司，预计 2022 年 3 月前完成注册流程，4 月开始正常经营，助力拓展拉美市场。

核心观点

- 公司有望通过水解糖项目缓解成本压力。当前看，22 年公司预计面临一定成本压力：1) 糖蜜成本：当前南宁糖蜜现货价已经回落到 1400 左右，尽管后续到春节，随着糖蜜供应量增加糖蜜价格回落可能性较大，但我们预计今年糖蜜采购成本相较于去年仍有一定上涨；2) 运费成本：宜昌工厂所用糖蜜主要来自南方，运费 300 元左右，而今年运费亦有一定上涨；3) 糖蜜需求量增加：根据产能规划，公司宜昌 4.15 万吨新生产线预计于 22 年下半年投产，届时不排除宜昌新旧生产线同时运作可能，对糖蜜需求量会有所增加，推升糖蜜价格。我们认为该项目有望缓解公司 22 年成本压力：1) 本项目建设期较短，于 22 年 5 月投产，投产后可以替代一部分 22 年对糖蜜的需求；2) 一般来说，当糖蜜价格超过 1300 时，使用水解糖更为经济，本项目有望进一步为公司设定糖蜜使用成本上限；3) 此项目的主要原料为碎米，相较于糖蜜价格波动性较低，有望平抑公司成本端的波动。长期看，公司有望通过此项目进一步拓展水解糖的使用，缓解对糖蜜原料的需求，为重要战略性举措。
- 此外 1) 复配面用改良剂项目（主要产品为蛋糕油和乳化剂）有望提升公司食品原料全球化竞争优势，帮助公司探索新业务增长点；2) 复合微生物绿色制造项目有望优化公司酿造制品产能结构，保障酿造制品市场供应；项目预计新增年均收入 2.60 亿元，年均净利润 0.20 亿元。3) 墨西哥的市场发展空间较大、糖蜜资源丰富且为拉美的重要阵地，公司亦计划通过墨西哥子公司开展市场营销及酵母厂调研等工作，海外扩张战略得到进一步推进。总之，一方面，今年以来公司在行业压力之下进一步深化改革，提价、水解糖项目建设等举措力度及决心空前，公司的改革效果有望逐渐显现；另一方面，公司对新的业务增长点积极探索，海外拓展亦在持续推进。

财务预测与投资建议

- 当前公司提价效果、新糖蜜采购成本好于 Q3 时预期，暂不考虑定增摊薄，调整公司 21-23 年 EPS 预测 1.68/2.10/2.36 元（调整前 1.66/2.01/2.31 元），使用历史估值法给予 22 年 32 倍估值（取近 3 年平均），对应目标价 67.20 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 产能集中投放大幅折旧、成本上涨、提价不及预期、产能投放不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,653	8,933	10,692	12,679	14,289
同比增长(%)	14.5%	16.7%	19.7%	18.6%	12.7%
营业利润(百万元)	1,099	1,626	1,616	2,052	2,311
同比增长(%)	12.7%	47.9%	-0.6%	27.0%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	902	1,372	1,403	1,746	1,965
同比增长(%)	5.2%	52.1%	2.3%	24.5%	12.6%
每股收益(元)	1.08	1.65	1.68	2.10	2.36
毛利率(%)	35.0%	34.0%	30.0%	33.5%	33.6%
净利率(%)	11.8%	15.4%	13.12%	13.8%	13.8%
净资产收益率(%)	19.3%	25.1%	21.1%	21.4%	20.4%
市盈率	56.8	37.3	36.5	29.3	26.1
市净率	10.2	8.7	6.9	5.8	4.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年12月24日)	61.5元
目标价格	67.20元
52周最高价/最低价	67.27/39元
总股本/流通A股(万股)	83,286/82,408
A股市值(百万元)	51,221
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年12月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.24	14.7	36.69	33.72
相对表现	4.11	18.26	40.69	45.71
沪深300	0.13	-3.56	-4	-11.99



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

收入符合预期，利润低于预期，静待提价效果 2021-10-24
应显现：——安琪酵母三季报解读
收入符合预期，业绩有所承压，定增助力长 2021-07-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

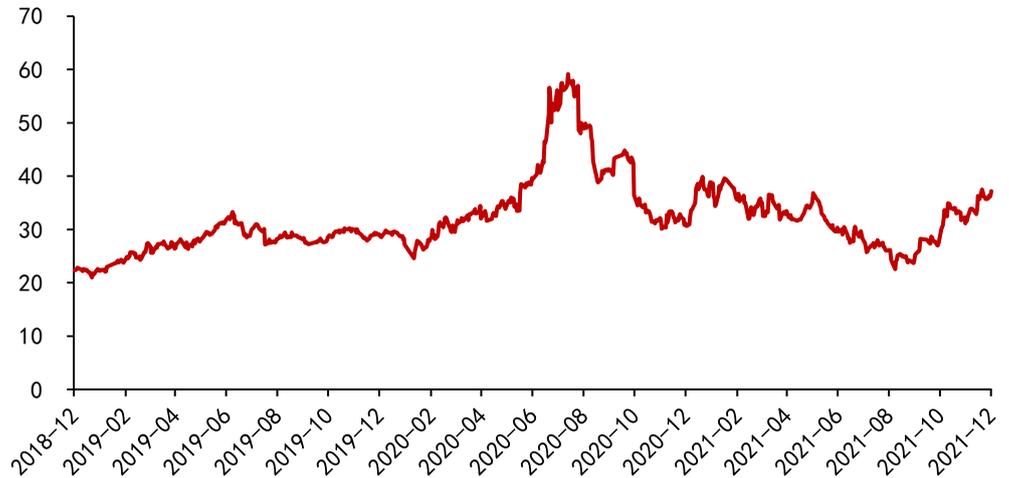
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

投资建议

当前公司提价效果、新糖蜜采购成本好于 Q3 时预期，暂不考虑定增摊薄，调整公司 21-23 年 EPS 预测 1.68/2.10/2.36 元（调整前 1.66/2.01/2.31 元），使用历史估值法给予 22 年 32 倍估值（取近 3 年平均），对应目标价 67.20 元，维持“买入评级”。

图 1：公司历史估值



数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

产能集中投放大幅折旧、成本上涨、提价不及预期、产能投放不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	664	1,107	1,284	1,127	1,270	营业收入	7,653	8,933	10,692	12,679	14,289
应收票据及应收账款	939	980	1,107	1,265	1,394	营业成本	4,974	5,896	7,482	8,434	9,490
预付账款	127	179	214	254	287	营业税金及附加	69	79	86	114	129
存货	1,992	1,993	2,993	3,374	3,796	营业费用	885	646	662	903	1,027
其他	145	186	192	200	205	管理费用及研发费用	589	700	898	1,123	1,247
流动资产合计	3,866	4,445	5,790	6,219	6,952	财务费用	78	104	73	110	134
长期股权投资	24	20	20	20	20	资产、信用减值损失	16	42	46	9	12
固定资产	5,195	5,204	4,770	7,916	7,174	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	343	333	1,100	1,866	2,632	投资净收益	(7)	(3)	10	0	0
无形资产	292	368	353	339	324	其他	65	163	161	65	60
其他	187	437	36	36	36	营业利润	1,099	1,626	1,616	2,052	2,311
非流动资产合计	6,041	6,362	6,280	10,177	10,186	营业外收入	14	14	25	10	10
资产总计	9,907	10,807	12,070	16,396	17,139	营业外支出	4	12	4	4	4
短期借款	787	1,141	1,141	3,823	2,758	利润总额	1,109	1,627	1,637	2,058	2,317
应付票据及应付账款	1,205	1,182	1,501	1,691	1,903	所得税	169	205	213	268	301
其他	996	802	428	428	428	净利润	940	1,422	1,424	1,790	2,015
流动负债合计	2,988	3,125	3,070	5,943	5,089	少数股东损益	38	51	21	45	50
长期借款	1,429	1,245	1,245	1,245	1,245	归属于母公司净利润	902	1,372	1,403	1,746	1,965
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.08	1.65	1.68	2.10	2.36
其他	192	249	0	0	0						
非流动负债合计	1,621	1,494	1,245	1,245	1,245	主要财务比率					
负债合计	4,609	4,619	4,315	7,188	6,335		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	268	298	319	364	414	成长能力					
股本	824	824	833	833	833	营业收入	14.5%	16.7%	19.7%	18.6%	12.7%
资本公积	652	653	653	653	653	营业利润	12.7%	47.9%	-0.6%	27.0%	12.6%
留存收益	3,840	4,876	5,949	7,358	8,903	归属于母公司净利润	5.2%	52.1%	2.3%	24.5%	12.6%
其他	(287)	(464)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,297	6,188	7,755	9,208	10,804	毛利率	35.0%	34.0%	30.0%	33.5%	33.6%
负债和股东权益总计	9,907	10,807	12,070	16,396	17,139	净利率	11.8%	15.4%	13.1%	13.8%	13.8%
						ROE	19.3%	25.1%	21.1%	21.4%	20.4%
						ROIC	13.4%	18.6%	15.6%	15.4%	14.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	940	1,422	1,424	1,790	2,015	净负债率	30.6%	23.0%	14.2%	42.8%	25.3%
折旧摊销	448	399	456	574	759	流动比率	1.29	1.42	1.89	1.05	1.37
财务费用	78	104	73	110	134	速动比率	0.62	0.77	0.89	0.47	0.60
投资损失	7	3	(10)	0	0	营运能力					
营运资金变动	471	(438)	(1,126)	(391)	(390)	应收账款周转率	9.5	10.8	11.0	10.5	10.5
其它	(648)	379	693	6	9	存货周转率	2.5	2.9	2.9	2.6	2.6
经营活动现金流	1,296	1,869	1,510	2,089	2,528	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(895)	(445)	(766)	(4,482)	(766)	每股指标(元)					
长期投资	7	3	5	0	0	每股收益	1.08	1.65	1.68	2.10	2.36
其他	74	(336)	10	0	0	每股经营现金流	1.57	2.27	1.81	2.51	3.04
投资活动现金流	(815)	(777)	(752)	(4,482)	(766)	每股净资产	6.04	7.07	8.93	10.62	12.47
债权融资	236	(104)	(188)	0	0	估值比率					
股权融资	0	2	9	0	0	市盈率	56.8	37.3	36.5	29.3	26.1
其他	(664)	(364)	(403)	2,236	(1,619)	市净率	10.2	8.7	6.9	5.8	4.9
筹资活动现金流	(427)	(467)	(582)	2,236	(1,619)	EV/EBITDA	33.0	25.2	25.0	19.6	16.7
汇率变动影响	24	29	-0	-0	-0	EV/EBIT	45.5	31.0	31.7	24.8	21.9
现金净增加额	77	655	176	(157)	143						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn