

2022年2月16日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

67

公司基本信息

产业别	农林牧渔		
A 股价(2022/2/15)	57.80		
上证指数(2022/2/15)	3446.09		
股价 12 个月高/低	67.27/39		
总发行股数(百万)	832.86		
A 股数(百万)	824.08		
A 市值(亿元)	476.32		
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司 (39.56%)		
每股净值(元)	8.10		
股价/账面净值	7.14		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	7.5	10.1	-2.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-10-25	48.85	买进
2021-07-23	52.29	买进
2021-04-15	57.60	买进
2021-03-26	53.05	买进
2021-01-13	59.60	区间操作

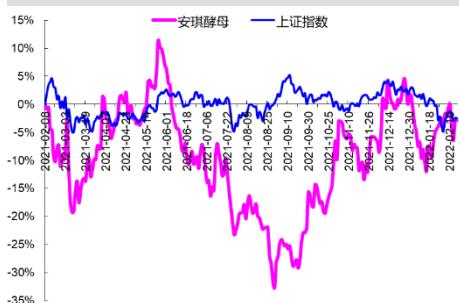
产品组合

酵母及深加工	79.10%
制糖	6.38%
包装类产品	3.97%
奶制品	0.57%
其他	9.97%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.4%
一般法人	54.5%

股价相对大盘走势



安琪酵母(600298.SH)

BUY 买进

新一轮扩产周期进行时，全球布局持续推进

结论与建议：

事件概要：

公司在1月底发布多个项目公告，将在2022-2024年间分别建成投产，总建设产能包括30万吨水解糖深加工、埃及工厂2万吨酵母制品（其中抽提物5000吨，干酵母1.5万吨）扩建、俄罗斯工厂8000吨酵母制品扩建、及1万吨酵母分装线智能化改造，项目总金额约9.2亿，内部报酬率（IRR）在7%至20%之间。

- 从本轮公告来看，公司国内外工厂均有新一轮扩产。从国外工厂来看，埃及、俄罗斯工厂投产以来，生产状况良好，产能达到饱和（2021年埃及公司酵母及抽提物生产线满产，测算潜在缺口超过2.5万吨；俄罗斯工厂2020年产能利用率达115%），为配合海外市场开拓，海外工厂扩产顺应公司发展战略。另一方面，2021年，糖蜜价格出现显著增长，前三季度毛利率端明显承压（1-3Q毛利率分别为33.2%、30.4%及24.6%）依托水解糖深加工技术，公司有望部分替代糖蜜需求（长远来看有望替代国内30%左右的糖蜜需求），降低生产成本，从而提升抗风险能力及盈利能力。
- 我们梳理历年公告，2019年以来，在环保要求及供给紧张等因素驱动下，公司逐步进入新一轮的产能扩建周期。通过技改和扩产，2020年公司在全球拥有11处酵母生产基地，全球总产能达27万吨，其中酵母产能18.4万吨，抽提物产能8.6万吨。近两年，在积极拓展海外市场和国内市场稳步扩张的情况下，公司产能扩建节奏加快，仅2021年就有8个技改/项目投入建设，涵盖酵母制品及其他食品原料，从建设周期来看，2022年将陆续投产，持续为公司后续经营增添助力。
- 短期来看，2022年糖蜜价格将有所回落，但从采购角度上，预计采购价将高于去年。基于成本压力，公司自去年三季度起对国内外产品进行提价，所有产品提价幅度在10%以上，预计21Q4起成本带来的经营压力将有所缓解。中长期看，公司海外战略稳步推进，除海外工厂扩产以外，公司计划新设墨西哥子公司，方便拉美业务开展，未来有望进一步提升国际竞争力。
- 综上所述，预计2021-2023年将分别实现净利润13.4亿、15.9亿和19.6亿，分别同比增-2.2%、18.3%和23.3%，EPS分别为1.61元、1.91元和2.35元，当前股价对应PE分别为36倍、30倍和25倍。目前估值合理，维持“买入”投资建议。
- 风险提示：海外拓展不及预期，成本上涨超预期，终端动销不及预期

接续下页

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021F	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	902	1372	1342	1587	1957
同比增减	%	5.23	52.14	-2.18	18.33	23.29
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.09	1.66	1.61	1.91	2.35
同比增减	%	5.23	52.14	-3.22	18.33	23.29
市盈率(P/E)	X	53	35	36	30	25
股利 (DPS)	RMB 元	0.40	0.50	0.56	0.67	0.82
股息率 (Yield)	%	0.72	0.90	1.02	1.20	1.48

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2019	2020	2021F	2022F	2023F
营业收入	7653	8933	10172	11627	13287
经营成本	4974	5896	7120	7906	8902
营业税金及附加	69	79	81	93	106
销售费用	885	646	647	777	888
管理费用	256	314	393	470	538
财务费用	78	104	68	77	89
资产减值损失			0	0	0
投资收益	-7	-3	10	13	13
营业利润	1099	1626	1541	1865	2323
营业外收入	14	14	29	14	14
营业外支出	4	12	5	1	1
利润总额	1109	1627	1565	1878	2336
所得税	169	205	198	263	337
少数股东损益	38	51	25	27	41
归属于母公司所有者的净利润	902	1372	1342	1587	1957

附二：合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021F	2022F	2023F
货币资金	664	1107	1239	1297	1337
应收账款	814	799	839	881	925
存货	1992	1993	2093	2197	2307
流动资产合计	3866	4445	4890	5379	5916
长期股权投资	24	20	20	21	21
固定资产	5195	5204	5464	5737	6024
在建工程	343	333	383	441	494
非流动资产合计	6041	6362	7189	8052	8938
资产总计	9907	10807	12079	13430	14854
流动负债合计	2988	3125	3594	3770	3821
非流动负债合计	1621	1494	1718	1856	1949
负债合计	4609	4619	5312	5626	5770
少数股东权益	268	298	307	316	326
股东权益合计	5030	5890	6767	7805	9084
负债及股东权益合计	9907	10807	12079	13430	14854

附三：合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021F	2022F	2023F
经营活动产生的现金流量净额	1296	1869	1811	2093	2432
投资活动产生的现金流量净额	-815	-777	-1373	-1686	-1993
筹资活动产生的现金流量净额	-427	-467	-305	-349	-399
现金及现金等价物净增加额	77	655	132	58	40

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证人。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。