

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 |

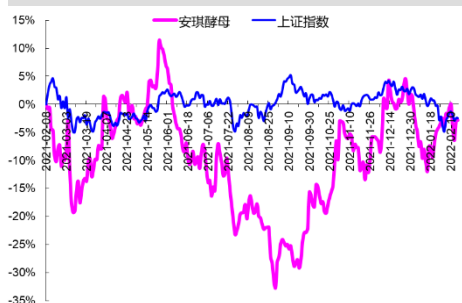
### 产品组合

|        |        |
|--------|--------|
| 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)           | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$           |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$            |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>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实审计。群益证券(香港)有限公司，不在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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@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j@，或代他人之户j@买卖此份报告内描述之证j@。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。