

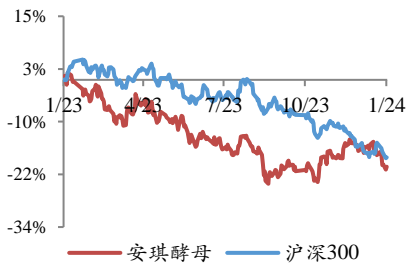
海外布局逐步完善

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-10

收盘价(元)	34.05
近12个月最高/最低(元)	43.29/32.37
总股本(百万股)	869
流通股本(百万股)	863
流通股比例(%)	99.38
总市值(亿元)	296
流通市值(亿元)	294

公司价格与沪深300走势比较



分析师: 陈姝

执业证书号: S0010522080001

邮箱: chenshu@hazq.com

相关报告

1. 千禾味业: 零添加赛道新征程

2024/01/05

2. 天味食品: 双轮驱动, 盈利释放

2023/10/30

3. 中炬高新: 扬帆起航, 加速成长

2023/10/25

主要观点:

● 稳健发展, 全球化布局

公司主营面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健食品、食品原料等产品的生产和销售。公司在全球13个城市拥有酵母及深加工产品生产基地, 包括宜昌、崇左、伊犁等11个国内生产基地和埃及、俄罗斯2个海外生产基地。公司产品销售主要采取经销商代理+大客户直供+互联网营销等模式进行。业绩层面, 2023 Q1-3实现营业收入96.53亿元, 同比+7.46%; 实现归母净利润9.12亿元, 同比+1.63%。其中, 2023Q3实现营业收入29.39亿元, 同比+1.62%; 实现归母净利润2.43亿元, 同比+5.98%。

● 规模优势明显, 海外市场有望贡献增量

规模优势明显, 降本增效+技改, 共促成本优化。1) 规模优势: 公司是全球最大的YE供应商和第二大酵母供应商, 公司在全球13个城市拥有酵母及深加工产品生产基地, 包括11个国内城市和2个海外城市, 酵母系列产品总产能37万吨, 在国内市场占比55%, 全球占比超过17%, 酵母系列产品规模已居全球第二。2) 降本增效: 通过优化计划调度, 精心做好产销衔接, 顺利解决多个特殊品种产品保供问题。降本增效方面, 公司持续扩大原料公开招标范围, 推进集中采购, 有效实现了对生产原材料成本的控制。实施CIP清洗优化、干燥新曲线工艺等系列降本和优化项目。3) 技改创新: 公司大力开展自制水解糖工艺攻关, 成功实现3条自制水解糖产线满产, 单糖成本下降。酵母新菌种实现规模替代, 产品质量明显改善。酵母和抽提物关键工艺参数接入总部大数据平台, 实现工艺集团化集成管理。以“5G+工业互联网”智能工厂为标准, 完成多个工厂信息化基础建设的施工和验收工作。

海外市场贡献新增量。1) 当前时点: 公司成功进入美国、欧洲、日本等发达国家和地区的市场。公司已经形成了面向全球、信息灵敏、反应迅速、渠道畅通、控制有力的营销与市场服务网络。2) 展望未来: 品牌及行业活动方面, 公司积极参加国内外各类展会, 挖掘需求提升品牌加强小包装酵母、YE等新媒体推广和科普宣传, 预计未来随着国际产品知名度进一步提升, 公司海外业务有望不断突破贡献增量。

● 投资建议

公司海外业务布局逐步完善, 海外酵母提取物等产品渗透率有望提升。成本端进入新榨季+水解糖替代率提升, 预计成本可控性增强, 预计毛利率有所提升。我们预计2023-2025年收入分别为139.26、155.33、174.12亿元, 对应增速分别为8.4%、11.5%、12.1%, 归母净利润分别为13.66、16.02、19.01亿元, 对应增速分别为3.4%、17.3%、18.7%, 对应2023-2025年PE估值分别为22、18、16X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示

新品及渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，宏观经济不及预期等，海外业务拓展不及预期，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12843	13926	15533	17412
收入同比 (%)	20.3%	8.4%	11.5%	12.1%
归属母公司净利润	1321	1366	1602	1901
净利润同比 (%)	1.0%	3.4%	17.3%	18.7%
毛利率 (%)	24.8%	24.8%	25.8%	26.7%
ROE (%)	14.3%	13.4%	13.8%	14.0%
每股收益 (元)	1.57	1.57	1.84	2.19
P/E	28.80	21.66	18.46	15.56
P/B	4.24	2.91	2.54	2.19
EV/EBITDA	19.20	17.60	14.75	12.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1、稳健发展，全球化布局	5
2、规模优势明显，海外市场有望贡献增量	5
3、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	6
风险提示：	6

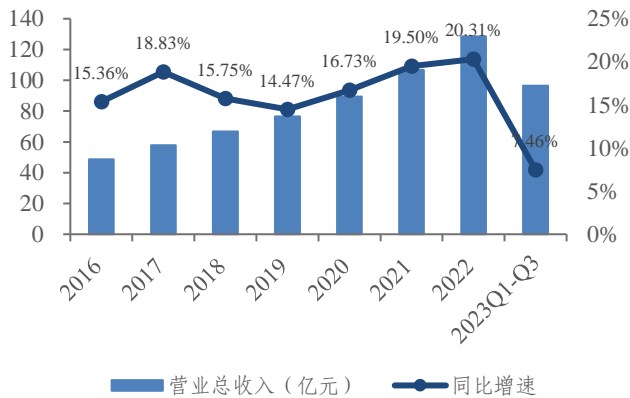
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

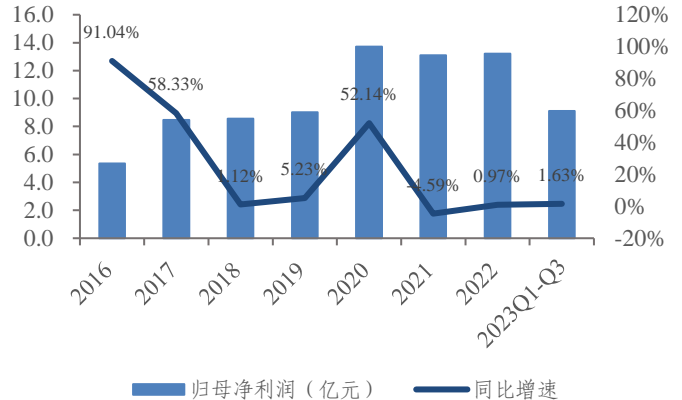
1、稳健发展，全球化布局

公司主营面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健食品、食品原料等产品的生产和销售。公司在全球 13 个城市拥有酵母及深加工产品生产基地，包括宜昌、崇左、伊犁等 11 个国内生产基地和埃及、俄罗斯 2 个海外生产基地。公司产品销售主要采取经销商代理+大客户直供+互联网营销等模式进行。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 96.53 亿元，同比+7.46%；实现归母净利润 9.12 亿元，同比+1.63%。其中，2023Q3 实现营业收入 29.39 亿元，同比+1.62%；实现归母净利润 2.43 亿元，同比+5.98%。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺，华安证券研究所

资料来源：同花顺，华安证券研究所

2、规模优势明显，海外市场有望贡献增量

规模优势明显，降本增效+技改，共促成本优化。 1) **规模优势**：公司是全球最大的 YE 供应商和第二大酵母供应商，公司在全球 13 个城市拥有酵母及深加工产品生产基地，包括 11 个国内城市和 2 个海外城市，酵母系列产品总产能 37 万吨，在国内市场占比 55%，全球占比超过 17%，酵母系列产品规模已居全球第二。2) **降本增效**：通过优化计划调度，精心做好产销衔接，顺利解决多个特殊品种产品保供问题。降本增效方面，公司持续扩大原料公开招标范围，推进集中采购，有效实现了对生产原材料成本的控制。实施 CIP 清洗优化、干燥新曲线工艺等系列降本和优化项目。3) **技改创新**：公司大力开展自制水解糖工艺攻关，成功实现 3 条自制水解糖产线满产，单糖成本下降。酵母新菌种实现规模替代，产品质量明显改善。酵母和抽提物关键工艺参数接入总部大数据平台，实现工艺集团化集成管理。以“5G+工业互联网”智能工厂为标准，完成多个工厂信息化基础建设的施工和验收工作。

海外市场贡献新增量。 1) **当前时点**：公司成功进入美国、欧洲、日本等发达国家和地区的市场。公司已经形成了面向全球、信息灵敏、反应迅速、渠道畅通、控制有力的营销与市场服务网络。2) **展望未来**：品牌及行业活动方面，公司积极参加国内外各类展会，挖掘需求提升品牌加强小包装酵母、YE 等新媒体推广和科普宣传，预计未来随着国际产品知名度进一步提升，公司海外业务有望不断突破贡献增量。

3、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司海外业务布局逐步完善，海外酵母提取物等产品渗透率有望提升。成本端进入新榨季+水解糖替代率提升，预计成本可控性增强，预计毛利率有所提升。我们预计 2023-2025 年收入分别为 139.26、155.33、174.12 亿元，对应增速分别为 8.4%、11.5%、12.1%，归母净利润分别为 13.66、16.02、19.01 亿元，对应增速分别为 3.4%、17.3%、18.7%，对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 22、18、16X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

新品及渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，宏观经济不及预期等，海外业务拓展不及预期，食品安全事件。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6667	6473	7183	8451	
现金	1291	1094	1868	2971	
应收账款	1583	1280	1396	1410	
其他应收款	25	37	32	45	
预付账款	233	251	253	255	
存货	3007	3256	3102	3233	
其他流动资产	528	555	532	537	
非流动资产	10263	11219	12208	13194	
长期投资	25	27	29	31	
固定资产	7066	8076	9071	10052	
无形资产	610	695	813	929	
其他非流动资产	2562	2422	2295	2182	
资产总计	16930	17692	19391	21645	
流动负债	6705	6488	6665	6938	
短期借款	2515	2515	2515	2515	
应付账款	1769	1605	1723	1894	
其他流动负债	2420	2368	2427	2530	
非流动负债	616	616	616	616	
长期借款	310	310	310	310	
其他非流动负债	306	306	306	306	
负债合计	7321	7104	7280	7554	
少数股东权益	351	408	475	554	
股本	869	869	865	865	
资本公积	2373	2364	2223	2223	
留存收益	6015	6946	8548	10449	
归属母公司股东权益	9257	10179	11636	13537	
负债和股东权益	16930	17692	19391	21645	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1069	1371	2087	2274	
净利润	1349	1423	1669	1980	
折旧摊销	617	145	149	151	
财务费用	56	50	55	58	
投资损失	-6	-1	-2	-2	
营运资金变动	-1023	-237	218	83	
其他经营现金流	2449	1652	1449	1900	
投资活动现金流	-2514	-1073	-1112	-1114	
资本支出	-2512	-1073	-1112	-1113	
长期投资	-2	-2	-2	-2	
其他投资现金流	0	1	2	2	
筹资活动现金流	1411	-494	-201	-58	
短期借款	480	0	0	0	
长期借款	-1158	0	0	0	
普通股增加	36	0	-4	0	
资本公积增加	1445	-9	-142	0	
其他筹资现金流	608	-485	-55	-58	
现金净增加额	-6	-196	774	1102	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	12843	13926	15533	17412	
营业成本	9658	10470	11518	12764	
营业税金及附加	93	96	107	120	
销售费用	730	724	800	888	
管理费用	390	473	520	575	
财务费用	6	34	42	39	
资产减值损失	-60	-19	-22	-25	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	6	1	2	2	
营业利润	1581	1679	1969	2341	
营业外收入	18	16	16	16	
营业外支出	4	3	3	3	
利润总额	1595	1693	1982	2354	
所得税	246	270	313	374	
净利润	1349	1423	1669	1980	
少数股东损益	28	57	67	79	
归属母公司净利润	1321	1366	1602	1901	
EBITDA	2203	1862	2169	2546	
EPS (元)	1.57	1.57	1.84	2.19	

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	20.3%	8.4%	11.5%	12.1%
营业利润	5.5%	6.2%	17.3%	18.9%
归属于母公司净利	1.0%	3.4%	17.3%	18.7%
获利能力				
毛利率 (%)	24.8%	24.8%	25.8%	26.7%
净利率 (%)	10.3%	9.8%	10.3%	10.9%
ROE (%)	14.3%	13.4%	13.8%	14.0%
ROIC (%)	9.7%	9.7%	10.4%	11.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.2%	40.2%	37.5%	34.9%
净负债比率 (%)	76.2%	67.1%	60.1%	53.6%
流动比率	0.99	1.00	1.08	1.22
速动比率	0.46	0.40	0.52	0.67
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.80	0.84	0.85
应收账款周转率	9.49	9.73	11.61	12.41
应付账款周转率	6.26	6.21	6.92	7.06
每股指标 (元)				
每股收益	1.57	1.57	1.84	2.19
每股经营现金流(薄)	1.23	1.58	2.40	2.62
每股净资产	10.65	11.72	13.39	15.58
估值比率				
P/E	28.80	21.66	18.46	15.56
P/B	4.24	2.91	2.54	2.19
EV/EBITDA	19.20	17.60	14.75	12.14

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。