

安琪酵母 (600298): 主业经营稳健, 期待利润改善

2023年8月31日

推荐/维持

安琪酵母

公司报告

事件: 公司2023年上半年实现营业收入67.14亿元, 同比+10.23%, 归母净利润6.69亿元, 同比+0.13%。扣非归母净利润6.11亿元, 同比+2.63%: Q2单季, 公司营收33.17亿元, 同比+8.45%, 归母净利润3.16亿元, 同比-10.97%, 扣非归母净利润2.81亿元, 同比-15.10%。

酵母增速平稳, 酵母抽提物受下游需求影响偏弱。分产品来看, 公司酵母及深加工产品营收47.04亿元, 同比+7.14%; 制糖产品/包装类产品营收分别为8.00/2.24亿元, 分别同比+36%/ -8.32%, 其中Q2酵母及深加工产品收入23.78亿元, 同比+8.94%。公司酵母需求因下游餐饮烘焙门店复苏而逐步回暖, 不过酵母衍生品需求较弱, 其中, 酵母抽提物下游调味品行业今年较疲软影响其对酵母抽提物的需求, 但长期来看, 调味品零添加趋势对酵母抽提物构成利好。制糖产品增速较高主因今年糖价整体上涨。

海外竞争加剧。分地区来看, 国内/海外上半年营收分别为42.77/23.96亿元, 分别同比+4.12%/25.13%, 国内整体需求偏弱, 海外延续两位数增长, 不过Q2海外同比增速13.12%, 较Q1明显回落, 我们认为主要是因为海外糖蜜成本整体回落, 欧洲竞争对手所面临的能源价格上涨、工厂停产问题缓解, 公司原材料成本优势下降, 今年海外整体竞争压力加大。长期来看, 公司在海外市占率依然较低, 但产品性价比较高, 依然存在较大潜力。

毛利率下降主因产品结构变化所致, 水解糖有望抑制原材料成本波动。今年上半年公司毛利率24.54%, 同比-2.17pct, 其中Q2毛利率23.65%, 同比-3.10pct。毛利率的下降主要是因为海外营收增速明显快于国内, 而海外产品毛利率明显低于国内。此外, 去年疫情期间, 高毛利小包装产品增速较好, 基数较高。公司主要原材料糖蜜成本上涨多年, 公司通过自产水解糖逐步代替糖蜜, 目前, 公司成功实现3条自制水解糖产线满产, 单糖成本下降, 随着水解糖替代糖蜜比例的提升, 公司原料成本可控性逐步增强, 有利于公司业绩稳定。费用率方面, Q2销售费用率/管理费用率分别为4.93%/3.46%, 分别同比-0.57/0.22, 相对保持稳定。

盈利预测与评级: 我们认为国内酵母及酵母抽提物均在消费升级的过程中获得发展空间, 此外, 公司海外业务具备较大潜力, 糖蜜成本带来的业绩波动性长期来看有望降低。预计公司2023-2025年营业收入分别为144.44、164.67、189.33亿元, 归母净利润分别为14.59、18.44、22.53亿元, 对应EPS分别为1.68、2.12、2.59。当前股价对应PE分别为20、16、13倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 原材料价格上涨; 海外竞争加剧; 产能投放不及预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,675.33	12,843.30	14,444.47	16,467.47	18,933.04
增长率(%)	19.50%	20.31%	12.47%	14.01%	14.97%
归母净利润(百万元)	1,308.54	1,321.22	1,458.78	1,843.62	2,253.38

公司简介:

公司是研究天然酵母, 并进行规模化制造的专业化公司, 酵母产业化水平在国内处于领先地位, 是酵母行业唯一的高科技上市公司。公司主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等, 产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。

资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示:

无

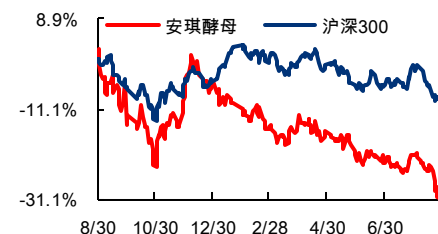
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

52周股价区间(元)	48.56-32.37
总市值(亿元)	289.32
流通市值(亿元)	287.51
总股本/流通A股(万股)	86,883/86,883
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.45

52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

分析师: 王洁婷

021-225102900

wangjit@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

增长率 (%)	-7.08%	2.07%	10.41%	26.38%	22.23%
净资产收益率 (%)	19.09%	14.27%	13.48%	15.46%	16.98%
每股收益(元)	1.59	1.57	1.68	2.12	2.59
PE	20.97	21.21	19.83	15.69	12.84
PB	4.05	3.13	2.67	2.43	2.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	5468	6667	6797	7317	8089	营业收入	10675	12843	14444	16467	18933
货币资金	1296	1291	1733	1811	1893	营业成本	7757	9658	10773	12188	13960
应收账款	1123	1583	1531	1836	2150	营业税金及附加	87	93	126	131	158
其他应收款	33	25	28	32	37	营业费用	668	730	780	823	890
预付款项	279	233	277	274	300	管理费用	359	390	968	1087	1174
存货	2251	3007	2804	2838	3060	财务费用	79	6	42	24	33
其他流动资产	232	346	424	526	648	资产减值损失	31.96	59.63	46.18	45.92	50.58
非流动资产合计	7978	10263	11203	11719	11999	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	25	27	30	33	投资净收益	7.64	6.25	3.51	5.80	5.19
固定资产	5659.10	7066.14	7525.31	7774.30	7825.34	营业利润	1499	1581	1713	2174	2673
无形资产	532	610	671	738	812	营业外收入	26.38	18.07	19.49	21.31	19.63
其他非流动资产	307	276	304	334	368	营业外支出	8.73	4.14	8.45	7.11	6.56
资产总计	13446	16930	18096	19037	20087	利润总额	1517	1595	1724	2188	2686
流动负债合计	4469	6705	6105	5577	4778	所得税	195	246	235	306	385
短期借款	2035	2515	2210	1539	531	净利润	1321	1349	1489	1882	2301
应付账款	1317	1769	1875	2162	2453	少数股东损益	13	28	31	39	47
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1309	1321	1459	1844	2253
一年内到期的非流动负债	158	1452	1096	876	701	EBITDA	4138	4490	2833	3448	4035
非流动负债合计	1776	616	786	1062	1363	EPS (元)	1.59	1.57	1.68	2.12	2.59
长期借款	1468	310	610	910	1210	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	6245	7321	6892	6639	6141	成长能力					
少数股东权益	347	351	382	421	468	营业收入增长	19.50%	20.31%	12.47%	14.01%	14.97%
实收资本(或股本)	833	869	869	869	869	营业利润增长	-7.77%	5.46%	8.37%	26.88%	22.95%
资本公积	929	2373	2373	2373	2373	归属于母公司净利润增长	10.41%	26.38%	10.41%	26.38%	22.23%
未分配利润	5270	6175	6541	6952	7453	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6854	9257	10822	11925	13270	毛利率(%)	27.34%	24.80%	25.42%	25.99%	26.27%
负债和所有者权益	13446	16930	18096	19037	20087	净利率(%)	12.38%	10.50%	10.31%	11.43%	12.15%
现金流量表						总资产净利润(%)	9.73%	7.80%	8.06%	9.68%	11.22%
						ROE(%)	19.09%	14.27%	13.48%	15.46%	16.98%
经营活动现金流	1319	1069	2984	3115	3399	偿债能力					
净利润	1321	1349	1489	1882	2301	资产负债率(%)	46%	43%	38%	35%	31%
折旧摊销	788.50	874.68	1077.11	1249.63	1328.76	流动比率	1.22	0.99	1.11	1.31	1.69
财务费用	79	6	42	24	33	速动比率	0.72	0.55	0.65	0.80	1.05
应收账款减少	-324	-460	52	-305	-314	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.88	0.85	0.82	0.89	0.97
投资活动现金流	-1951	-2514	-1822	-1652	-1496	应收账款周转率	11	9	9	10	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.88	8.32	7.93	8.16	8.21
长期投资减少	0	0	-149	-178	-213	每股指标(元)					
投资收益	8	6	4	6	5	每股收益(最新摊薄)	1.59	1.57	1.68	2.12	2.59
筹资活动现金流	840	1411	-718	-1384	-1821	每股净现金流(最新摊薄)	0.25	-0.04	0.51	0.09	0.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.23	10.65	12.46	13.73	15.27
长期借款增加	223	-1158	300	300	300	估值比率					
普通股增加	9	36	0	0	0	P/E	20.97	21.21	19.83	15.69	12.84
资本公积增加	275	1445	0	0	0	P/B	4.05	3.13	2.67	2.43	2.18
现金净增加额	208	-34	443	78	82	EV/EBITDA	7.27	7.11	10.98	8.83	7.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	安琪酵母（600298）：B端需求复苏，成本改善可期	2023-04-04
公司普通报告	安琪酵母（600298）：外需略超预期，内需仍待恢复	2022-10-27
公司普通报告	安琪酵母（600298）：海外发展强劲，盈利有望逐步改善	2022-08-16
行业普通报告	食品饮料行业报告：行情反弹结束了么？	2023-08-09
行业普通报告	食品饮料行业报告：经济刺激政策加码，白酒复苏预期增强	2023-07-31
行业普通报告	食品饮料行业报告：多措并举民营经济有望起航，利好食品饮料消费复苏	2023-07-24
行业深度报告	食品饮料 2023 年下半年投资策略：盈利修复的三个递进要素	2023-07-10
行业普通报告	食品饮料行业报告：宏观政策刺激预期增强，消费资产定价重估	2023-06-20
行业普通报告	乳制品：受中国影响国际奶粉需求偏弱，国内原奶供给阶段性过剩	2023-06-16
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶周期下行，或加速企业集中	2023-06-13
行业普通报告	食品饮料行业报告：餐饮企业成本持续下行，利润有望进一步释放	2023-05-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王浩婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;
- 推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 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介于-5%~+5% 之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526