

## 食品饮料

2022年08月11日

# 安琪酵母 (600298)

## ——扣非表现超预期 H2 有望环比改善

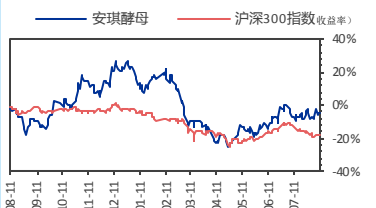
**报告原因：有业绩公布需要点评**
**增持（维持）**

市场数据：		2022年08月10日
收盘价（元）		46.37
一年内最高/最低（元）		64.85/36.03
市净率		4.7
息率（分红/股价）		1.08
流通A股市值（百万元）		38213
上证指数/深证成指		3230.02/12223.51

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2022年06月30日
每股净资产（元）		9.85
资产负债率%		44.86
总股本/流通A股（百万）		869/824
流通B股/H股（百万）		-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《安琪酵母（600298）点评：盈利能力承压 全年目标保持不变》2022/04/19

《安琪酵母（600298）点评：糖蜜上行利润承压，加码布局中长期规划》2022/03/29

### 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com  
周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com

### 联系人

曹欣之  
(8621)23297818x  
caoxz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2022 年中报，22H1 公司实现营业收入 60.9 亿，同比增长 16.36%，归母净利润 6.68 亿，同比下降 19.33%，扣非归母净利润 5.95 亿，同比下降 17.96%。22Q2 实现营业收入 30.59 亿，同比增长 18.66%，归母净利润 3.55 亿，同比下降 7.91%，扣非归母净利润 3.31 亿，同比增长 6.14%，22Q2 收入符合预期，扣非表现超预期。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预计 2022-24 年归母净利润为 14 亿、17.4 亿、21.75 亿，同比增长 7%、24%、25%，最新股价对应 2022-24 年 PE 分别为 29x、23x、19x。短期看，去年未通过提价缓解部分成本压力，但公司作为行业龙头，仍具备再提价的能力，随着自产水解糖产能逐步落地，公司具备更多调节成本压力的工具，有望支撑公司盈利能力。长期看，疫情对于国内中小企业及海外竞品的影响有望重塑全球行业格局。随着酵母下游衍生品拓展、海外持续渗透及产能持续扩建，我们认为公司酵母龙头地位有望进一步巩固，成长潜力将持续释放，维持增持评级。
- **海外拉动整体表现，国内业务预计 H2 环比改善。**品类方面，22Q2 公司酵母及深加工/制糖/包装系列分别实现收入 21.8 亿/2.3 亿/1.4 亿，分别同比+8.7%/+18.2%/+32.6%，其中根据渠道反馈，5-6 月公司国内酵母销量表现已环比改善，预计在下半年 B 端需求恢复的趋势下，国内主业表现有望迎来进一步改善。分区域看，22Q2 国内与海外市场分别实现收入 19.4 亿与 10.8 亿，分别同比增长 4.5%与 52.2%，预计海外表现主要受益于人民币贬值及海运费逐步下降利好出口业务。
- **盈利能力环比持续提升。**22Q2 公司毛利率 26.8%，虽然同比下降 3.7pct，但环比提升 0.07pct，主要系公司原料成本在 Q1 已基本锁定，在去年年末及 5 月埃及提价下，毛利率环比回升。22Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.5%/3.2%/ 5.4%/ -1.5%，分别同比-0.9pct/-0.4pct/+1.0pct/-2.4pct，其中财务费用率下降，主要系美元和卢布升值产生汇兑收益所致。22Q2 公司归母净利率为 11.6%，同比下降 3.4pct，但环比+1.3pct，盈利能力环比提升。
- **H2 利润表现有望加速，水解糖技术缓解糖蜜依赖。**短期来看，22H1 已实现毛利率及净利率逐季改善。公司年初已采购完今年所需糖蜜，叠加 21Q4 国内及 22Q2 埃及提价，今年成本压力整体可控，预计下半年盈利能力有望维持，并在 21H2 利润率基数低的情况下，下半年预计将迎来业绩环比加速改善的表现。对于明年，虽然较难预测糖蜜价格的同比表现，但下半年公司自产水解糖产线投产，有望减少自身糖蜜依赖。安琪作为酵母龙头及糖蜜最大需求企业，可通过水解糖技术减少国内整体糖蜜需求，从而抑制糖蜜价格继续冲高。展望中长期，区域上，公司通过设立海外营销子公司，实现团队本土化，加速海外渗透及份额提升；品类上，通过研发创新实现酵母衍生品业务快速增长，预计将顺利完成十四五规划的收入目标，并在后续原料价格回归合理后，实现利润弹性的释放。
- **股价上涨的催化剂：**主力产品提价、糖蜜价格回落
- **核心假设风险：**汇率大幅波动、糖蜜价格上涨超预期

### 财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	10,675	6,090	12,675	14,926	17,172
同比增长率（%）	19.5	16.4	18.7	17.8	15.1
归母净利润（百万元）	1,309	668	1,401	1,741	2,175
同比增长率（%）	-4.6	-19.3	7.1	24.2	24.9
每股收益（元/股）	1.57	0.77	1.61	2.00	2.50
毛利率（%）	27.3	26.7	26.6	26.7	27.5
ROE（%）	19.1	7.8	15.2	16.5	17.9
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,933	10,675	12,675	14,926	17,172
其中: 营业收入	8,933	10,675	12,675	14,926	17,172
减: 营业成本	5,896	7,757	9,303	10,943	12,451
减: 税金及附加	79	87	110	128	146
主营业务利润	2,957	2,831	3,262	3,855	4,575
减: 销售费用	646	668	742	816	905
减: 管理费用	314	359	410	417	445
减: 研发费用	386	475	550	621	710
减: 财务费用	104	79	-3	24	29
经营性利润	1,508	1,250	1,563	1,977	2,486
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	5	-6	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-47	-32	0	0	0
加: 投资收益及其他	160	287	116	100	101
营业利润	1,626	1,499	1,678	2,078	2,587
加: 营业外净收入	2	18	10	10	12
利润总额	1,627	1,517	1,688	2,088	2,599
减: 所得税	205	195	245	303	377
净利润	1,422	1,321	1,443	1,785	2,222
少数股东损益	51	13	41	44	47
归属于母公司所有者的净利润	1,372	1,309	1,401	1,741	2,175
全面摊薄总股本	824	833	869	869	869
每股收益 (元)	1.66	1.59	1.61	2.00	2.50

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。