

## 安琪酵母

600298

审慎增持 (维持)

业绩符合预期，海外增长提速

2022年8月11日

## 市场数据

市场数据日期	2022-8-10
收盘价(元)	46.37
总股本(百万股)	869.34
流通股本(百万股)	824.08
总市值(百万元)	40,311.52
流通市值(百万元)	38,212.63
净资产(百万元)	8,562.34
总资产(百万元)	16,137.68
每股净资产(元)	9.85

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《安琪酵母: 基础需求坚实, 全球布局更上层楼》2022-06-29

分析师:

苏轶

sucheng21@xyzq.com.cn  
S0190521120003

金含

jinhhan@xyzq.com.cn  
S0190521080003

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10675	12742	14825	17067
同比增长	19.50%	19.35%	16.35%	15.12%
归母净利润(百万元)	1309	1376	1777	2098
同比增长	-4.59%	5.13%	29.20%	18.02%
毛利率	27.34%	26.01%	28.61%	30.66%
净利率	12.38%	10.90%	12.11%	12.41%
净资产收益率	19.09%	14.93%	16.87%	17.41%
每股收益(元)	1.50	1.58	2.04	2.41
每股经营现金流(元)	1.52	1.72	2.21	2.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **事件:** 公司公告 2022 年中报: 22H1 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 60.90/6.68/5.95 亿元, 同比+16.36%/-19.33%/-17.96%; 22Q2 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 30.59/3.55/3.31 亿元, 同比+18.66%/-7.91%/+6.14%, 符合预期。
- **收入端符合预期, 海外业务增长提速。** 分产品看, 单二季度酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他分别实现营收 21.83/2.25/1.37/4.90 亿元, 同比+8.67%/+18.22%/+32.60%/+98.40%。酵母系列增速主要系价增贡献; 销量方面, 4 月受疫情扰动, 干酵母销量有所影响, 小包装及电商弥补, 5 月后逐步恢复。分区域看, Q2 国内/国外收入分别+4.48%/+52.23%。海外提速主要系提价、人民币贬值及灵活调整市场策略, YE、OEM 贸易等业务规模增长迅速。此外, 公司加快注册海外营销子公司, 聘用本土化销售人员, Q2 国外经销商净增加 186 个, 持续完善海外营销网络布局。
- **成本上升及产品结构变化致毛利率有所下滑。** 22H1 公司实现毛利率 26.71%, 同比下滑 5.13pct, 主要系糖蜜成本上涨及低毛利的制糖和包装业务占比提升(22H1 高毛利的酵母系列收入占比为 72.90%, 同比下降 6.52pct)所致。Q2 实现毛利率 26.75%, 同比下滑 3.65pct; 高毛利的酵母系列收入占比为 72.28%, 同比下降 5.99pct。
- **盈利预测与投资建议:** 根据中报业绩, 略微调整盈利预测, 预计 22-24 年公司实现营收 127.42/148.25/170.67 亿元, 同增 19.35%/16.35%/15.12%; 归母净利润分别为 13.76/17.77/20.98 亿元, 同增 5.13%/29.20%/18.02%; 对应 2022 年 8 月 10 日收盘价, PE 为 29.31/22.69/19.22X。公司过去十年估值中枢约 30X, 目前估值低位, 安全边际高, 且净利率处于底部、改善空间大, 长期投资价值凸显, 维持“审慎增持”评级。

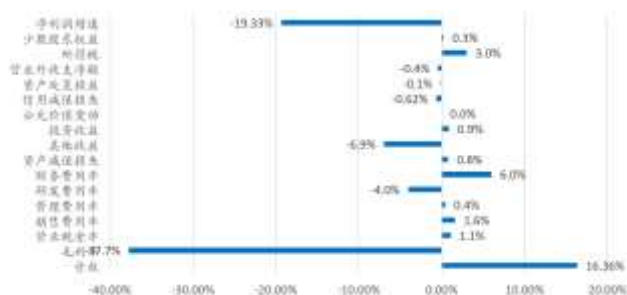
**风险提示:** 原材料价格波动风险、食品安全风险、产能投放不及预期、海外经营风险、汇率波动风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

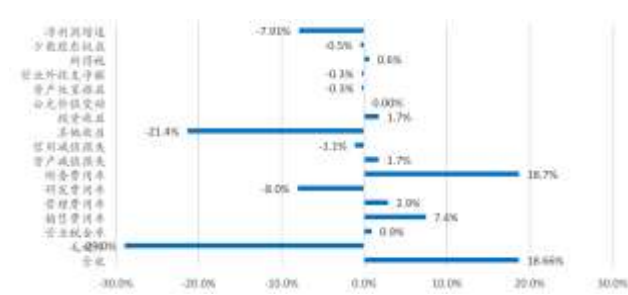
- **收入端符合预期，海外业务增长提速。**分产品看，22H1 公司酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他分别实现营收 43.90/5.88/2.44/8.00 亿元，同比 +6.35%/+78.39%/+21.03%/+57.00%，微生物营养、植物保护、电商、酵母抽提物、酿造及生物能源等业务保持了较好地增长，营养健康、动物营养等业务受消费疲软、行业低迷等多因素影响导致收入出现下滑。单二季度酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他分别实现营收 21.83/2.25/1.37/4.90 亿元，同比+8.67%/+18.22%/+32.60%/+98.40%。酵母系列增速主要系价增贡献；销量方面，4 月受疫情扰动，干酵母销量有所影响，小包装及电商弥补，5 月后逐步恢复。分区域看，22H1 国内/国外收入分别+8.92%/+34.21%，其中 Q2 国内/国外收入分别+4.48%/+52.23%。海外提速主要系提价、人民币贬值及灵活调整市场策略，YE、OEM 贸易等业务规模增长迅速。此外，公司加快注册海外营销子公司，聘用本土化销售人员，Q2 国外经销商净增加 186 个，持续完善海外营销网络布局。
- **成本上升及产品结构变化致毛利率有所下滑。**22H1 公司实现毛利率 26.71%，同比下滑 5.13pct，主要系糖蜜成本上涨及低毛利的制糖和包装业务占比提升（22H1 高毛利的酵母系列收入占比为 72.90%，同比下降 6.52pct）所致。Q2 实现毛利率 26.75%，同比下滑 3.65pct；高毛利的酵母系列收入占比为 72.28%，同比下降 5.99pct。
- **费用管控能力强，人民币贬值带来汇兑收益。**22H1 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.08%/3.23%/4.67%/-0.25%，同比 -0.22/-0.06/+0.55/-0.82pct。销售费用率和管理费用率稳中有降，研发投入加大致研发费用率有所提升，财务费用率改善系美元和卢布升值产生汇兑收益。Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 -0.94/-0.36/+1.01/-2.36pct。综合以上因素，并剔除政府补助等非经因素扰动，Q2 扣非归母净利率 10.81%，同比下滑 1.27pct，环比提振 2.08pct。
- **盈利预测与投资建议：**2022 年公司营收目标 126 亿元，2025 年力争实现收入 200 亿元，测算 2021-2025 年收入 CAGR 为 17%。随着新一轮产能投放落地，海内外业务扩张可期。分品类看，预计传统酵母业务保持双位数的稳健增速，YE 保持 20%+ 的增长势头，微生物营养、动物营养、植物营养等业务增速将更快。根据中报业绩，略微调整盈利预测，预计 22-24 年公司实现营收 127.42/148.25/170.67 亿元，同增 19.35%/16.35%/15.12%；归母净利润分别为 13.76/17.77/20.98 亿元，同增 5.13%/29.20%/18.02%；EPS 为 1.58/2.04/2.41 元；对应 2022 年 8 月 10 日收盘价，PE 为 29.31/22.69/19.22X。公司过去十年估值中枢约 30X，目前估值低位，安全边际高，且净利率处于底部、改善空间大，长期投资价值凸显，维持“审慎增持”评级。

图 1、2022H1 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q2 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、产能投放不及预期、海外经营风险、汇率波动风险。**

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5468	6486	7280	7967	<b>营业收入</b>	10675	12742	14825	17067
货币资金	1296	1173	1501	1809	营业成本	7757	9428	10583	11834
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	87	104	121	139
应收票据及应收账款	1123	1278	1457	1729	销售费用	668	766	942	1206
预付款项	279	289	342	390	管理费用	359	411	502	611
存货	2251	3287	3493	3536	研发费用	475	562	677	824
其他	519	460	486	503	财务费用	79	85	96	112
<b>非流动资产</b>	7978	9206	9739	9992	其他收益	279	229	179	109
长期股权投资	0	17	14	11	投资收益	8	2	5	4
固定资产	5659	6648	7496	7881	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	924	1212	805	642	信用减值损失	-6	0	-0	-2
无形资产	532	562	603	657	资产减值损失	-32	-32	-37	-34
商誉	36	36	36	36	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	13	14	18	20	<b>营业利润</b>	1499	1585	2050	2419
其他	813	717	766	745	营业外收入	26	18	19	21
<b>资产总计</b>	13446	15692	17019	17958	营业外支出	9	8	10	9
<b>流动负债</b>	4469	4611	4614	4163	<b>利润总额</b>	1517	1594	2060	2431
短期借款	2035	1627	1812	1700	所得税	195	205	265	313
应付票据及应付账款	1478	1990	1828	1479	净利润	1321	1389	1795	2118
其他	956	994	974	984	少数股东损益	13	14	17	21
<b>非流动负债</b>	1776	1508	1493	1352	<b>归属母公司净利润</b>	1309	1376	1777	2098
长期借款	1468	1208	1189	1050	<b>EPS(元)</b>	1.50	1.58	2.04	2.41
其他	308	300	304	302					
<b>负债合计</b>	6245	6119	6107	5514					
股本	833	869	869	869	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	929	2292	2292	2292	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	5270	6168	7424	8879	<b>成长性</b>				
少数股东权益	347	360	378	399	营业收入增长率	19.50%	19.35%	16.35%	15.12%
<b>股东权益合计</b>	7201	9573	10912	12444	营业利润增长率	-7.77%	5.71%	29.38%	17.98%
<b>负债及权益合计</b>	13446	15692	17019	17958	归母净利润增长率	-4.59%	5.13%	29.20%	18.02%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	27.34%	26.01%	28.61%	30.66%
					净利率	12.38%	10.90%	12.11%	12.41%
					ROE	19.09%	14.93%	16.87%	17.41%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	46.44%	38.99%	35.88%	30.71%
					流动比率	1.22	1.41	1.58	1.91
					速动比率	0.71	0.69	0.82	1.06
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	0.88	0.87	0.91	0.98
					应收帐款周转率	11.02	10.53	10.70	10.61
					存货周转率	3.60	3.38	3.11	3.35
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	1.50	1.58	2.04	2.41
					每股经营现金	1.52	1.72	2.21	2.73
					每股净资产	7.88	10.60	12.11	13.85
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	30.81	29.31	22.69	19.22
					PB	5.88	4.38	3.83	3.35

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1309	1376	1777	2098
折旧和摊销	551	578	713	834
资产减值准备	32	2	-2	-0
资产处置损失	-1	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	79	85	96	112
投资损失	-8	-2	-5	-4
少数股东损益	13	14	17	21
营运资金的变动	-704	-579	-668	-691
<b>经营活动产生现金流量</b>	1319	1492	1920	2370
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1951	-1904	-1187	-1104
<b>融资活动产生现金流量</b>	840	289	-404	-958
现金净变动	190	-124	329	308
现金的期初余额	1106	1296	1173	1501
现金的期末余额	1296	1173	1501	1809

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn