

安琪酵母 (600298.SH)

收入业绩符合预期，利润弹性有望释放

核心观点:

- 22Q2 酵母主业增长提速，短期利润率依然承压。**公司 22H1 收入/归母净利润 60.90/6.68 亿元，同比增长 16.36%/-19.33%；其中 22Q2 收入/归母净利润 30.59/3.55 亿元，同比增长 18.66%/-7.91%，收入和业绩符合预期。22Q2 公司酵母及深加工品/制糖/包装/其他产品收入同比分别增长 8.67%/18.22%/32.61%/86.03%，其中酵母主业收入增速较 Q1 有所提升。22Q2 国内市场收入有所改善，随着海运逐步恢复，国外市场收入同比增长 52.23%。盈利能力方面：Q2 以来糖蜜价格维持高位，导致利润率依然承压，22Q2 公司归母净利率为 11.62%，同比下降 3.35pct。公司加强控费力度，22Q2 销售费用率为 5.50%，同比下降 0.94pct；管理费用率为 3.24%，同比下降 0.36pct。现金流方面：22Q2 销售商品、提供劳务收到的现金 32.39 亿元，同比增长 30.10%。
- 多项目建成投产，利润弹性有望逐步释放。**截止 22H1 公司酵母发酵产能已提升至 35 万吨，较 21 年末提升 3.4 万吨，产能逐步释放。目前国内市场竞争加剧的情况得到缓解，后续国内市场销售情况有望持续改善，国外市场仍有望维持较快增长，收入端全年 126 亿的目标达成可期。利润方面，公司水解糖替代持续推进，宜昌、崇左、柳州水解糖项目下半年将逐步投产，随着水解糖替代率提升，将降低糖蜜价格波动对成本端影响。考虑到糖蜜价格年底有望下降，汇率压力、海运成本等其他影响利润因素也有望缓解，业绩弹性有望在 23 年后逐步释放。
- 盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年安琪酵母收入为 126.19/147.67/172.56 亿元，同比增长 18.21%/17.02%/16.86%；归母净利润为 13.73/16.94/20.38 亿元，同比增长 4.92%/23.39%/20.29%，对应 PE 为 29/24/20 倍。参考可比公司，给予公司 22 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值 55.27 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。**原材料价格风险；海外业务风险；汇率风险；食品安全风险。

盈利预测:

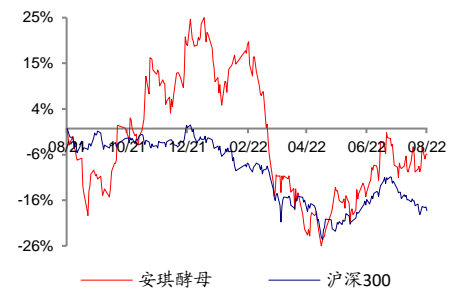
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,933	10,675	12,619	14,767	17,256
增长率 (%)	16.73	19.50	18.21	17.02	16.86
EBITDA (百万元)	2,247	2,132	2,190	2,693	3,121
归母净利润 (百万元)	1,372	1,309	1,373	1,694	2,038
增长率 (%)	52.14	-4.59	4.92	23.39	20.29
EPS (元/股)	1.66	1.57	1.58	1.95	2.34
市盈率 (x)	30.69	38.42	29.36	23.80	19.78
ROE (%)	23.29	19.09	17.64	19.07	19.96
EV/EBITDA (x)	19.37	24.69	19.35	15.52	13.13

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	46.37 元
合理价值	55.27 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-11

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

分析师:

高鸿



SAC 执证号: S0260522010001



021-38003690



gfgaohong@gf.com.cn

请注意，刘景瑜、高鸿并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

安琪酵母 (600298.SH):原 2022-03-29

材料成本大幅上行，业绩低

于市场预期

公司发布 22 年中报，22H1 公司收入 60.90 亿元，同比增长 16.36%；归母净利润 6.68 亿元，同比下降 19.33%。其中 22Q2 收入 30.59 亿元，同比增长 18.66%；归母净利润 3.55 亿元，同比下降 7.91%。公司收入和业绩符合市场预期，我们点评如下：

一、22Q2 酵母主业增长提速，短期利润率依然承压

公司 22H1 收入 60.90 亿元，同比增长 16.36%；其中 22Q2 收入 30.59 亿元，同比增长 18.66%。分产品来看，公司 22H1 酵母及深加工产品/制糖/包装/其他产品收入分别为 43.90/5.88/2.44/7.98 亿元，同比分别增长 6.35%/78.39%/21.03%/48.52%；其中 22Q2 酵母及深加工产品/制糖/包装/其他产品收入分别为 21.83/2.25/1.37/4.90 亿元，同比分别增长 8.67%/18.22%/32.61%/86.03%。22Q2 酵母主业收入增速较 Q1 有所提升，主要是 Q2 竞争对手提价后对公司份额短期影响逐步减弱以及疫情刺激小包装产品销售。分地区来看，上半年公司国内市场收入 41.08 亿元，同比增长 8.92%；国外市场表现亮眼，22H1 收入 19.14 亿元，同比增长 34.21%。22Q2 以来海运逐步恢复，国外市场收入同比增长 52.23%，其中 YE、OEM 等贸易业务快速增长，国外经销商新增 349 个。

公司 22H1 归母净利润 6.68 亿元，同比下降 19.33%；22Q2 归母净利润 3.55 亿元，同比下降 7.91%。22Q2 公司归母净利率为 11.62%，同比下降 3.35pct，主要是糖蜜价格维持高位导致成本压力增加，但较 22Q1 的 10.31% 有所提升。22Q2 以来糖蜜价格继续维持高位，根据 Wind 数据，南宁和柳州糖蜜均价从 21Q2 的 1538.23 元/吨提升至 22Q2 的 1754.30 元/吨，同比增长 14.05%，22Q2 公司毛利率为 26.75%，同比下降 3.65pct。费用方面：22Q2 公司销售费用率为 5.50%，同比下降 0.94pct；管理费用率为 3.24%，同比下降 0.36pct。

现金流层面，22H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 62.65 亿元，同比增长 23.69%；22Q2 销售商品、提供劳务收到的现金 32.39 亿元，同比增长 30.10%。截止 22Q2 公司合同负债 1.65 亿元，同比增长 84.89%，主要是去年提价预期下经销商提前备货，导致发货节奏存在差异，22Q2 合同负债环比 22Q1 增长 5.11%。22H1 公司经营活动现金流净额为 -2.63 亿元，同比下降 31.50%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

二、多项目建成投产，利润弹性有望逐步释放

展望未来，截止 22H1 公司酵母发酵产能已提升至 35 万吨，较 21 年末提升 3.4 万吨，随着普洱、滨州、睢县、宜昌等酵母和 YE 项目稳步推进，产能有望持续扩张。考虑到提价和海运成本上升带来国内市场竞争加剧的情况持续缓解，国内市场销售情况有望持续改善，国外市场仍有望继续维持较快增长，收入端全年 126 亿的目标达成仍然可期。利润方面，当前在原材料和海运成本处于高位，且面临人民币汇率和产能投放等多重压力，故利润表现短期承压。公司水解糖替代持续推进，宜昌、崇左、柳州公司年产 15 万吨水解糖项目进入设备安装阶段，下半年将逐步投产，随着

水解糖替代率提升，有望降低糖蜜价格波动对成本端影响。考虑到地缘政治和疫情影响边际减弱，我们认为年底糖蜜价格有望逐步下降，叠加后续汇率压力下降、海运成本下行等因素，公司业绩弹性有望在23年后逐步得到释放。

三、盈利预测和投资建议

我们预计22-24年公司收入分别为126.19/147.67/172.56亿元，同比增长18.21%/17.02%/16.86%；归母净利润分别为13.73/16.94/20.38亿元，同比增长4.92%/23.39%/20.29%，EPS分别为1.58/1.95/2.34元/股，对应PE为29/24/20倍。公司为酵母行业龙头，参考可比公司，给予公司22年35倍PE估值，对应合理价值55.27元/股，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值对比 (截止2022/8/10)

证券代码	证券简称	EPS (元/股)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603866.SH	桃李面包	0.64	0.74	0.86	21.97	18.89	16.26
002557.SZ	洽洽食品	2.20	2.59	3.01	23.72	20.20	17.39
603517.SH	绝味食品	1.41	2.03	2.44	34.89	24.21	20.10
—	平均值	—	—	—	29.30	22.20	18.75

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 桃李面包、洽洽食品、绝味食品盈利预测为 Wind 一致预期

四、风险提示

(一) 原材料价格风险

公司主要原材料为糖蜜，目前国内糖蜜供应日趋紧张，导致糖蜜价格上涨幅度较大，同时其他辅料采购价格也呈现上涨趋势，直接导致公司生产成本大幅增加。

(二) 海外业务风险

国际政治关系及经济政策环境的不确定性，加上海外新冠疫情的反复，贸易壁垒、贸易冲突等多方面因素将会对公司的海外业务造成一定的影响。

(三) 汇率波动风险

汇率波动可能会给公司出口业务带来风险。包括以外币计价的交易活动中由于交易发生日和结算日汇率不一致而产生的外汇交易风险。

(四) 食品安全风险

食品安全问题日趋受到大众消费者及政府重视，若公司出现食品安全问题，或对公司品牌、生产及销售等皆产生影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,445	5,468	6,256	7,126	8,041	经营活动现金流	1,869	1,319	1,716	2,185	2,609
货币资金	1,107	1,296	1,492	1,697	1,825	净利润	1,422	1,321	1,399	1,721	2,072
应收及预付	978	1,402	1,628	1,881	2,216	折旧摊销	509	563	562	707	758
存货	1,993	2,251	2,497	2,804	3,143	营运资金变动	-212	-704	-338	-336	-300
其他流动资产	367	519	639	744	856	其它	150	139	93	93	79
非流动资产	6,362	7,978	8,320	8,565	8,845	投资活动现金流	-777	-1,951	-905	-951	-1,037
长期股权投资	20	0	0	0	0	资本支出	-777	-1,978	-905	-951	-1,037
固定资产	5,204	5,659	5,795	5,866	5,944	投资变动	0	27	0	0	0
在建工程	333	924	1,050	1,182	1,323	其他	0	0	0	0	0
无形资产	368	532	613	655	715	筹资活动现金流	-467	840	-615	-1,028	-1,444
其他长期资产	437	862	862	862	862	银行借款	3,140	3,142	-109	-375	-681
资产总计	10,807	13,446	14,577	15,691	16,886	股权融资	3	268	36	0	0
流动负债	3,125	4,469	4,831	4,985	4,973	其他	-3,610	-2,569	-543	-653	-762
短期借款	1,141	2,035	2,112	1,904	1,375	现金净增加额	655	190	196	205	128
应付及预收	1,182	1,478	1,879	2,126	2,502	期初现金余额	451	1,106	1,296	1,492	1,697
其他流动负债	802	956	840	955	1,097	期末现金余额	1,106	1,296	1,492	1,697	1,825
非流动负债	1,494	1,776	1,590	1,423	1,271						
长期借款	1,245	1,468	1,282	1,115	963						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	249	308	308	308	308						
负债合计	4,619	6,245	6,421	6,408	6,244						
股本	824	833	869	869	869						
资本公积	653	929	929	929	929						
留存收益	4,876	5,766	6,658	7,759	9,084						
归属母公司股东权益	5,890	6,854	7,783	8,884	10,208						
少数股东权益	298	347	373	399	434						
负债和股东权益	10,807	13,446	14,577	15,691	16,886						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,933	10,675	12,619	14,767	17,256
营业成本	5,896	7,757	9,228	10,785	12,589
营业税金及附加	79	87	107	124	145
销售费用	646	668	843	966	1,122
管理费用	314	359	442	510	599
研发费用	386	475	517	623	721
财务费用	104	79	48	44	32
资产减值损失	-47	-32	-31	-33	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	8	0	0	0
营业利润	1,626	1,499	1,605	1,969	2,365
营业外收支	2	18	0	0	0
利润总额	1,627	1,517	1,605	1,969	2,365
所得税	205	195	207	248	293
净利润	1,422	1,321	1,399	1,721	2,072
少数股东损益	51	13	26	27	34
归属母公司净利润	1,372	1,309	1,373	1,694	2,038
EBITDA	2,247	2,132	2,190	2,693	3,121
EPS (元)	1.66	1.57	1.58	1.95	2.34

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	16.73%	19.50%	18.21%	17.02%	16.86%
营业利润增长	47.87%	-7.77%	7.08%	22.63%	20.13%
归母净利润增长	52.14%	-4.59%	4.92%	23.39%	20.29%
获利能力					
毛利率	34.00%	27.34%	26.88%	26.96%	27.05%
净利率	15.92%	12.38%	11.08%	11.65%	12.01%
ROE	23.29%	19.09%	17.64%	19.07%	19.96%
ROIC	17.42%	12.58%	12.11%	13.92%	15.74%
偿债能力					
资产负债率	42.74%	46.44%	44.05%	40.84%	36.98%
净负债比率	74.65%	86.72%	78.73%	69.02%	58.67%
流动比率	1.42	1.22	1.29	1.43	1.62
速动比率	0.73	0.66	0.71	0.79	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.79	0.87	0.94	1.02
应收账款周转率	11.18	9.50	9.61	9.80	9.68
存货周转率	4.48	4.74	5.05	5.27	5.49
每股指标 (元)					
每股收益	1.66	1.57	1.58	1.95	2.34
每股经营现金流	2	2	2	3	3
每股净资产	7.15	8.23	8.95	10.22	11.74
估值比率					
P/E	30.69	38.42	29.36	23.80	19.78
P/B	7.15	7.33	5.18	4.54	3.95
EV/EBITDA	19.37	24.69	19.35	15.52	13.13

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
田荣振：高级研究员，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
廖承帅：研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。