

# 安琪酵母 (600298)

证券研究报告

2022年08月12日

## 提价效应逐步显现，环比改善或是下半年主旋律

**事件：**公司发布 22 年中报，22 年上半年实现营业收入 60.90 亿元，同比增长 16.36%；实现归母净利润 6.68 亿元，同比下降 19.33%；实现扣非归母净利润 5.95 亿元，同比下降 17.96%。其中，22Q2 实现营业收入 30.59 亿元，同比增长 18.66%；实现归母净利润 3.55 亿元，同比下降 7.91%；实现扣非归母净利润 3.31 亿元，同比增长 6.14%，业绩符合预期。

**收入增长稳健，主业呈恢复性增长。**公司 2022 年 H1 实现营收 60.90 亿元，同比增长 16.36%，Q1/Q2 同比增速为 14.14%/18.66%，环比有所加速，我们预计主要原因系：1) 销量端受益于下游需求恢复；2) 价格端受益于疫情下小包装占比提升以及提价效应逐步显现；3) 海外市场需求景气。

■ 分渠道来看：2022 年上半年，公司线下销售/线上销售模式销售额为 39.28/20.94 亿元，同比+11.85%/+24.19%。2022 年上半年末，公司经销商数量为 20915 家，相比 2021 年年末的 20205 家，增加 710 家，公司在维护老客户的同时开发了一批优质新客户，持续推动渠道开发。公司 2022 年上半年国内/国外实现营业收入 41.08/19.14 亿元，同比+8.92%/+34.21%，国际市场经过前几年的培育，目前正处于快速增长阶段。

■ 分产品来看：公司酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他分别实现营业收入 43.90/5.88/2.44/8.00 亿元，同比 +6.35%/78.39%/21.03%/57.00%。其中酵母及深加工产品 Q1/Q2 分别增长 4.16%/8.67%，一方面是主业酵母销量呈现恢复性增长，另一方面微生物营养、植物保护、电商、酵母提取物、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。新产品新业务方面，公司加快开发上市新产品及细分产品，YE 和 YEF 产品表现出了较强的市场竞争力和韧性。

**提价效应逐步显现，利润端有所改善。**公司 2022H1 实现归母净利润 6.68 亿元，同比下降 19.33%。我们认为主要原因系 1) 上半年糖蜜价格较去年同期增长较大，公司面临较大的成本压力，目前公司推进水解糖替代工艺，缓解成本端压力；2) 去年基数相对较高。分季度来看，Q1-Q2 实现归母净利润 3.13/3.55 亿元，同比下降 29.3%/7.91%；实现扣非归母净利润 2.65/3.31 亿元，同比-36.09%/+6.14%，伴随提价效应的逐步显现，利润端有所改善。公司 22 年 H1 实现毛利率 26.71%，还原运费口径为 26.76%，同比减小 5.14pcts。销售（还原运费口径）/管理/研发费用率分别为 6.13%/3.23%/4.67%，同比-0.23/-0.06/+0.54pct。净利率为 11.18%，同比-4.89pcts。

**展望下半年，主业恢复增长、提价效应逐步显现，公司业绩弹性有望加速释放。**短期来看，酵母主业恢复，随着基数走低，公司业绩有望环比改善。1) 酵母主业恢复增长，我们预计三季度在低基数的背景下可维持良好表现；2) 价格方面，去年提价效应逐步显现，价格表现或优于 H1；3) 成本方面，糖蜜全年采购基本完成，成本价差将缩窄，提价效应有望显现。长期来看，公司十四五规划提速，同时在产能偏紧的背景下，公司积极通过调整产品结构，使得其效率有所提升，护城河不断提高。另一方面，公司加大衍生品业务布局，通过衍生品业务的积极推进，公司“上游平台化”逻辑持续强化，天花板不断提高。我们看好酵母龙头竞争力的持续提升，以及发展空间的打开，建议积极关注。

**盈利预测：**预计公司 22-24 年实现营收 127/148/173 亿元，同比增长 18.99%/16.28%/17.36%，实现净利润 14.29/17.90/23.20 亿元，同比增长 9.19%/25.26%/29.65%，EPS 分别为 1.64/2.06/2.67 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；新冠疫情风险；成本持续上涨风险

### 投资评级

行业 食品饮料/调味发酵品

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 49 元

目标价格 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	869.34
流通 A 股股本(百万股)	824.08
A 股总市值(百万元)	40,311.52
流通 A 股市值(百万元)	38,212.63
每股净资产(元)	9.85
资产负债率(%)	44.86
一年内最高/最低(元)	64.85/36.03

### 作者

吴文德 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070003  
wuwende@tfzq.com

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

薛涵 联系人  
xuehana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《安琪酵母-季报点评:海外及衍生品增长显著，糖蜜和运费致利润承压》2022-04-19
- 《安琪酵母-年报点评报告:Q4 业绩环比改善，22 年有望迎量利双增》2022-03-31
- 《安琪酵母-季报点评:营收稳步增长，提价对冲成本压力，红利有望释放》2021-10-25

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,933.04	10,675.33	12,702.27	14,770.59	17,334.65
增长率(%)	16.73	19.50	18.99	16.28	17.36
EBITDA(百万元)	2,541.21	2,385.16	2,255.49	2,632.90	3,234.16
净利润(百万元)	1,371.51	1,308.54	1,428.78	1,789.72	2,320.46
增长率(%)	52.14	(4.59)	9.19	25.26	29.65
EPS(元/股)	1.58	1.51	1.64	2.06	2.67
市盈率(P/E)	31.06	32.55	29.81	23.80	18.36
市净率(P/B)	7.23	6.21	5.30	4.66	4.00
市销率(P/S)	4.77	3.99	3.35	2.88	2.46
EV/EBITDA	17.08	21.87	19.20	15.79	12.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,107.10	1,296.16	1,016.18	2,780.61	4,049.47
应收票据及应收账款	799.01	1,123.49	1,346.40	1,386.43	1,846.77
预付账款	179.20	278.73	214.82	358.57	319.74
存货	1,993.07	2,251.01	2,717.46	3,034.84	3,630.95
其他	366.74	518.65	573.54	575.22	642.20
<b>流动资产合计</b>	<b>4,445.12</b>	<b>5,468.03</b>	<b>5,868.41</b>	<b>8,135.68</b>	<b>10,489.13</b>
长期股权投资	20.22	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,203.83	5,659.10	5,113.88	4,568.66	4,023.43
在建工程	333.28	924.49	924.49	924.49	924.49
无形资产	368.06	531.91	510.39	488.88	467.36
其他	436.67	862.12	889.92	931.83	976.38
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,362.05</b>	<b>7,977.62</b>	<b>7,438.68</b>	<b>6,913.85</b>	<b>6,391.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,807.18</b>	<b>13,445.65</b>	<b>13,307.09</b>	<b>15,049.53</b>	<b>16,880.80</b>
短期借款	1,141.05	2,035.11	2,085.44	2,100.00	2,200.00
应付票据及应付账款	1,182.48	1,477.58	1,503.50	1,947.88	2,051.59
其他	598.93	786.96	1,061.36	1,177.23	1,258.08
<b>流动负债合计</b>	<b>2,922.46</b>	<b>4,299.65</b>	<b>4,650.30</b>	<b>5,225.12</b>	<b>5,509.67</b>
长期借款	1,245.15	1,467.72	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	249.08	308.04	249.85	268.99	275.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,494.23</b>	<b>1,775.76</b>	<b>249.85</b>	<b>268.99</b>	<b>275.63</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,619.28</b>	<b>6,244.62</b>	<b>4,900.15</b>	<b>5,494.11</b>	<b>5,785.30</b>
少数股东权益	297.98	346.96	374.87	404.80	437.78
股本	824.08	832.86	869.34	869.34	869.34
资本公积	653.49	928.53	928.53	928.53	928.53
留存收益	4,876.38	5,765.79	6,708.78	7,890.00	9,421.50
其他	(464.03)	(673.12)	(474.59)	(537.25)	(561.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,187.90</b>	<b>7,201.03</b>	<b>8,406.94</b>	<b>9,555.43</b>	<b>11,095.50</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,807.18</b>	<b>13,445.65</b>	<b>13,307.09</b>	<b>15,049.53</b>	<b>16,880.80</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,422.13	1,321.48	1,428.78	1,789.72	2,320.46
折旧摊销	509.01	550.57	566.74	566.74	566.74
财务费用	57.57	87.24	56.25	33.54	22.27
投资损失	3.35	(7.64)	5.00	(5.00)	7.00
营运资金变动	(872.85)	(1,268.40)	(599.56)	16.01	(937.43)
其它	750.00	635.64	42.28	45.35	49.98
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,869.22</b>	<b>1,318.90</b>	<b>1,499.49</b>	<b>2,446.36</b>	<b>2,029.01</b>
资本支出	514.40	1,672.65	58.19	(19.14)	(6.64)
长期投资	(3.35)	(20.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,287.82)	(3,603.53)	(63.19)	24.14	(0.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(776.77)</b>	<b>(1,951.10)</b>	<b>(5.00)</b>	<b>5.00</b>	<b>(7.00)</b>
债权融资	142.41	1,053.37	(1,509.32)	(0.34)	77.20
股权融资	(587.94)	(341.62)	(265.15)	(686.58)	(830.35)
其他	(21.31)	128.64	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(466.83)</b>	<b>840.39</b>	<b>(1,774.46)</b>	<b>(686.92)</b>	<b>(753.15)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>625.61</b>	<b>208.19</b>	<b>(279.98)</b>	<b>1,764.43</b>	<b>1,268.86</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,933.04</b>	<b>10,675.33</b>	<b>12,702.27</b>	<b>14,770.59</b>	<b>17,334.65</b>
营业成本	5,896.13	7,756.85	8,943.24	10,354.13	11,998.41
营业税金及附加	79.45	87.06	109.24	124.07	143.53
销售费用	645.72	667.93	845.97	979.29	1,109.42
管理费用	313.83	359.42	508.09	561.28	606.71
研发费用	386.19	475.20	577.99	660.65	772.15
财务费用	104.09	78.70	56.25	33.54	22.27
资产/信用减值损失	(41.99)	(38.11)	24.10	29.64	27.86
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.35)	7.64	(5.00)	5.00	(7.00)
其他	(72.64)	(218.57)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,625.59</b>	<b>1,499.20</b>	<b>1,680.59</b>	<b>2,092.26</b>	<b>2,703.02</b>
营业外收入	14.02	26.38	11.00	17.13	18.17
营业外支出	12.47	8.73	8.46	9.89	9.03
<b>利润总额</b>	<b>1,627.13</b>	<b>1,516.85</b>	<b>1,683.13</b>	<b>2,099.50</b>	<b>2,712.16</b>
所得税	205.00	195.36	212.07	264.43	341.73
<b>净利润</b>	<b>1,422.13</b>	<b>1,321.48</b>	<b>1,471.06</b>	<b>1,835.07</b>	<b>2,370.43</b>
少数股东损益	50.62	12.95	42.28	45.35	49.98
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,371.51</b>	<b>1,308.54</b>	<b>1,428.78</b>	<b>1,789.72</b>	<b>2,320.46</b>
每股收益(元)	1.58	1.51	1.64	2.06	2.67

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.73%	19.50%	18.99%	16.28%	17.36%
营业利润	47.87%	-7.77%	12.10%	24.50%	29.19%
归属于母公司净利润	52.14%	-4.59%	9.19%	25.26%	29.65%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.00%	27.34%	29.59%	29.90%	30.78%
净利率	15.35%	12.26%	11.25%	12.12%	13.39%
ROE	23.29%	19.09%	17.79%	19.56%	21.77%
ROIC	22.34%	19.07%	17.37%	21.25%	29.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.74%	46.44%	36.82%	36.51%	34.27%
净负债率	22.98%	32.84%	14.17%	-5.65%	-15.40%
流动比率	1.42	1.22	1.26	1.56	1.90
速动比率	0.78	0.72	0.68	0.98	1.24
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.08	11.11	10.29	10.81	10.72
存货周转率	4.48	5.03	5.11	5.14	5.20
总资产周转率	0.86	0.88	0.95	1.04	1.09
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.58	1.51	1.64	2.06	2.67
每股经营现金流	2.15	1.52	1.72	2.81	2.33
每股净资产	6.78	7.88	9.24	10.53	12.26
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.06	32.55	29.81	23.80	18.36
市净率	7.23	6.21	5.30	4.66	4.00
EV/EBITDA	17.08	21.87	19.20	15.79	12.49
EV/EBIT	21.26	28.29	25.65	20.12	15.14

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com