

安琪酵母 (600298.SH)

海外增速亮眼，盈利环比提升

Q2 公司收入同比增长 18.66%，归母净利润同比下降 7.91%，扣非归母净利润同比增长 6.14%，收入业绩符合预期。受益于海外需求恢复与人民币贬值，海外业务高速增长，国内增速放缓。利润端糖蜜和辅料价格上行拖累净利率表现，汇兑收益叠加低费用率下 Q2 扣非归母净利率环比提升 2.1pcts。下半年需求好转、人民币贬值、海运价格回落下，净利率预计环比改善，全年收入、业绩目标达成可期。我们调整 22-23 年盈利预测为 1.59、1.97，对应 PE 31X、25X，给予目标价 59 元，对应 23 年 30 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **22Q2 收入增长 18.66%，扣非归母净利同比增长 6.14%**。公司披露 2022 年中报，2022H1 实现收入 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%；扣非归母净利润 5.95 亿元，同比下降 17.96%。其中，Q2 公司实现收入 30.59 亿元，同比增长 18.66%，归母净利润 3.55 亿元，同比减少 7.91%，扣非归母净利润 3.31 亿元，同比增长 6.14%。Q2 经营活动现金流净额 0.50 亿，去年同期为 2.45 亿元，主要系原材料涨价导致采购支付的现金增加。

□ **海外增长高于预期，酵母主业增速放缓**。分品类来看，Q2 酵母主业/制糖/包装/其他产品分别实现营收 21.83/2.25/1.37/4.75 亿元，分别同比增长 8.7%/18.2%/32.6%/98.4%。分地区来看，国内地区实现营收 19.40 亿元，同增 4.48%，国内业务中 YE、植物营养、酶制剂等板块增速较快，烘焙面食、动物营养和保健品业务拖累增速。海外实现营收 10.80 亿元，同增 52.23%，海外增长快主要系海外需求复苏、人民币贬值、出口海运恢复所致。

□ **成本上行压低盈利，汇兑收益、低费用率对冲影响**。公司 Q2 毛利率为 26.75%，同比下降 3.65pcts，主要系 1) 糖蜜和辅料价格持续上涨；2) 低毛利的制糖、包装、其他业务占比提升。Q2 公司销售费用率为 5.50%，同比下降 0.94pcts，主要系人效优化和差旅费用节约。管理费用率为 3.24%，同比下降 0.36pcts，研发费用率 5.38%，同比上升 1.01pcts，主要系研发投入加大及股份支付增加，财务费用率同比下降 2.36pcts，主要系美元和卢布升值产生汇兑收益 5533 万元。Q2 归母净利率为 11.62%，同比下降 3.35pcts，环比提升 1.32pcts，扣非归母净利率环比提升 2.1pcts，盈利能力环比提升。

□ **多种方式应对成本压力，关注需求复苏与成本拐点**。展望下半年，国内 B 端业务仍处于恢复阶段，海外业务受益于需求复苏、人民币贬值有望维持高增速，同时 Q2 公司对埃及工厂产品提价 10%，应对糖蜜成本上涨压力。成本端来看，公司布局糖蜜采购、水解糖替代和进口原糖多种方式应对成本压力，预计今年水解糖替代 30% 的糖蜜使用量，全年综合原料成本 1400 左右，明年水解糖替代比例进一步打开，综合来看成本端上行压力可控。下半年看，人民币贬值和海运价格环比改善，低基数下净利率有望逐季提升，业绩弹性凸显。

□ **投资建议：业绩符合预期，净利率环比改善，维持“强烈推荐”评级**。Q2 公司收入增长 18.66%，海外增速亮眼，渠道调研反馈，7 月份国内和海外收入增长环比加快，下半年预计保持改善趋势。利润端原料价格上行拖累净利率表现，下半年人民币贬值叠加海运成本环比下降，净利率预计环比改善，全年收入增长 18%、业绩增长 4.85% 的目标达成确定性较强。我们调整 22-23 年盈利预测为 1.59、1.97，对应 PE 31X、25X，给予目标价 59 元，对应 23 年 30 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：疫情反复影响，成本大幅上行，行业竞争加剧，汇率变化等。**

强烈推荐 (维持)

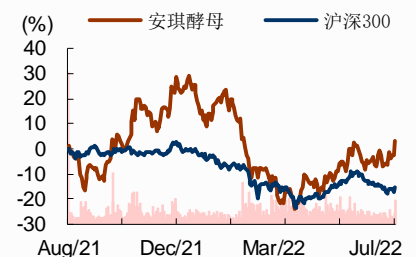
消费品/食品饮料
目标估值：59.00 元
当前股价：49.0 元

基础数据

总股本 (万股)	86934
已上市流通股 (万股)	82408
总市值 (亿元)	426
流通市值 (亿元)	404
每股净资产 (MRQ)	9.8
ROE (TTM)	13.4
资产负债率	44.9%
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司
主要股东持股比例	38.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-17	-0
相对表现	12	-8	16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《安琪酵母 (600298.SH) —— 不利因子渐降，底部价值凸显》2022-05-09
- 2、《安琪酵母 (600298) —— 成本压力凸显，提价支撑明年 (更新)》2021-10-27
- 3、《安琪酵母 (600298) —— 成本压力凸显，提价支撑明年》2021-10-24

于佳琦 S1090518090005

yujiq@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8933	10675	12671	14833	17205
同比增长	17%	20%	18.7%	17%	16%
营业利润(百万元)	1626	1499	1627	2011	2372
同比增长	45%	-8%	9%	24%	18%
归母净利润(百万元)	1372	1309	1386	1710	2014
同比增长	48%	-5%	6%	23%	18%
每股收益(元)	1.58	1.51	1.59	1.97	2.32
PE	31.1	32.6	30.7	24.9	21.2
PB	7.2	6.2	5.4	4.7	4.0

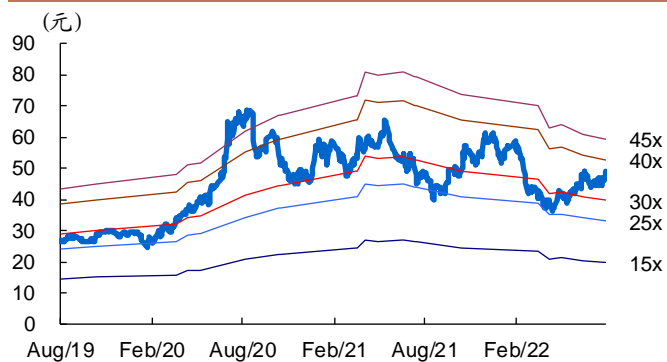
资料来源：公司数据、招商证券

安琪酵母单季度利润表

单位：百万元	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	2020	2021
一、营业总收入	2085	2507	2656	2578	2360	3081	3032	3059	2085	2507
二、营业总成本	1743	2206	2159	2222	2185	2898	2704	2662	1743	2206
其中：营业成本	1265	2050	1773	1794	1780	2409	2223	2240	1265	2050
营业税金及附加	20	21	24	17	18	28	22	17	20	21
营业费用	250	-84	164	166	141	196	202	168	250	-84
管理费用	66	82	79	93	105	82	97	99	66	82
研发费用	108	108	103	113	122	138	120	165	108	108
财务费用	35	14	7	22	13	37	30	-45	35	14
资产减值损失	-3	15	7	17	5	8	9	18	-3	15
三、其他经营收益	15	80	30	87	18	152	59	26	15	80
公允价值变动收益	16	83	31	86	9	152	59	20	16	83
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	-1	-2	-1	0	8	1	0	6	-1	-2
四、营业利润	357	381	528	443	193	335	387	423	357	381
加：营业外收入	6	2	4	5	15	3	2	4	6	2
减：营业外支出	3	4	1	0	1	7	1	1	3	4
五、利润总额	361	380	532	447	207	331	389	427	361	380
减：所得税	54	14	82	55	15	42	72	63	54	14
六、净利润	306	365	449	392	192	289	317	364	306	365
减：少数股东损益	13	6	7	6	2	-2	4	9	13	6
七、归属母公司净利润	294	359	442	386	190	291	313	355	294	359
EPS	0.34	0.41	0.51	0.44	0.22	0.33	0.36	0.41	0.34	0.41
主要比率										
毛利率	39.3%	18.2%	33.2%	30.4%	24.6%	21.8%	26.7%	26.8%	39.3%	18.2%
主营税金率	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.9%	0.8%
营业费率	12.0%	-3.4%	6.2%	6.4%	6.0%	6.4%	6.7%	5.5%	12.0%	-3.4%
管理费率	3.2%	3.3%	3.0%	3.6%	4.5%	2.7%	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%
营业利润率	17.1%	15.2%	19.9%	17.2%	8.2%	10.9%	12.8%	13.8%	17.1%	15.2%
实际税率	15.1%	3.7%	15.5%	12.3%	7.4%	12.8%	18.5%	14.8%	15.1%	3.7%
净利率	14.1%	14.3%	16.6%	15.0%	8.1%	9.4%	10.3%	11.6%	14.1%	14.3%
YoY										
收入增长率	12.9%	19.8%	29.6%	12.5%	13.2%	22.9%	14.1%	18.7%	12.9%	19.8%
营业利润增长率	49.8%	34.0%	38.2%	-12.4%	-45.9%	-12.0%	-26.7%	-4.4%	49.8%	34.0%
净利润增长率	45.8%	52.2%	45.7%	-7.2%	-35.2%	-19.1%	-29.3%	-7.9%	45.8%	52.2%

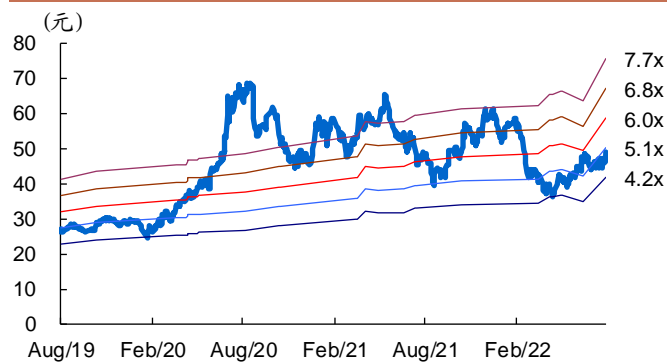
资料来源：公司报表

图 1: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安琪酵母 (600298.SH) ——不利因子渐降, 底部价值凸显》2022-05-09
- 2、《安琪酵母 (600298) ——成本压力凸显, 提价支撑明年 (更新)》2021-10-27
- 3、《安琪酵母 (600298) ——成本压力凸显, 提价支撑明年》2021-10-24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4445	5468	6030	7042	8060
现金	1107	1296	1082	1298	1414
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	799	1123	1310	1534	1779
其它应收款	32	33	39	46	53
存货	1993	2251	2689	3104	3586
其他	514	764	911	1061	1228
非流动资产	6362	7978	8848	9336	9478
长期股权投资	20	0	0	0	0
固定资产	5204	5659	6589	7130	7320
无形资产商誉	404	568	511	460	414
其他	734	1750	1748	1746	1744
资产总计	10807	13446	14878	16378	17538
流动负债	3125	4469	4876	5065	4705
短期借款	1141	2035	2272	2155	1439
应付账款	1182	1478	1771	2045	2362
预收账款	203	169	203	234	271
其他	599	787	630	632	633
长期负债	1494	1776	1776	1776	1776
长期借款	1245	1468	1468	1468	1468
其他	249	308	308	308	308
负债合计	4619	6245	6652	6841	6481
股本	824	833	833	833	833
资本公积金	653	719	719	719	719
留存收益	4412	5302	6313	7607	9108
少数股东权益	298	347	361	378	398
归属于母公司所有者权益	5890	6854	7866	9159	10660
负债及权益合计	10807	13446	14878	16378	17538

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1869	1319	1524	1930	2249
净利润	1422	1321	1400	1727	2033
折旧摊销	509	551	605	688	735
财务费用	58	87	113	161	185
投资收益	3	(8)	(148)	(158)	(158)
营运资金变动	(160)	(653)	(453)	(495)	(553)
其它	37	20	8	7	7
投资活动现金流	(777)	(1951)	(1330)	(1020)	(720)
资本支出	(783)	(1989)	(1478)	(1178)	(878)
其他投资	6	38	148	158	158
筹资活动现金流	(467)	840	(409)	(694)	(1413)
借款变动	(32)	1199	79	(117)	(715)
普通股增加	0	9	0	0	0
资本公积增加	2	66	0	0	0
股利分配	(338)	(371)	(375)	(416)	(513)
其他	(98)	(62)	(113)	(161)	(185)
现金净增加额	626	208	(214)	216	116

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8933	10675	12671	14833	17205
营业成本	5896	7757	9298	10735	12400
营业税金及附加	79	87	76	89	103
营业费用	646	668	735	860	998
管理费用	314	359	405	474	539
研发费用	386	475	564	660	766
财务费用	104	79	113	161	185
资产减值损失	(42)	(38)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	163	279	140	150	150
投资收益	(3)	8	8	8	8
营业利润	1626	1499	1627	2011	2372
营业外收入	14	26	26	26	26
营业外支出	12	9	9	9	9
利润总额	1627	1517	1645	2029	2389
所得税	205	195	245	302	356
少数股东损益	51	13	14	17	20
归属于母公司净利润	1372	1309	1386	1710	2014

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	17%	20%	18.7%	17%	16%
营业利润	45%	-8%	9%	24%	18%
归母净利润	48%	-5%	6%	23%	18%
获利能力					
毛利率	34.0%	27.3%	26.6%	27.6%	27.9%
净利率	15.4%	12.3%	10.9%	11.5%	11.7%
ROE	25.1%	20.5%	18.8%	20.1%	20.3%
ROIC	18.6%	14.0%	13.0%	14.7%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	42.7%	46.4%	44.7%	41.8%	37.0%
净负债比率	23.4%	27.2%	25.1%	22.1%	16.6%
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.4	1.7
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
存货周转率	3.0	3.7	3.8	3.7	3.7
应收账款周转率	11.1	11.1	10.4	10.4	10.4
应付账款周转率	4.9	5.8	5.7	5.6	5.6
每股资料(元)					
EPS	1.58	1.51	1.59	1.97	2.32
每股经营净现金	2.15	1.52	1.75	2.22	2.59
每股净资产	6.78	7.88	9.05	10.54	12.26
每股股利	0.43	0.43	0.48	0.59	0.69
估值比率					
PE	31.1	32.6	30.7	24.9	21.2
PB	7.2	6.2	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	21.1	22.2	19.9	16.3	14.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。