

# 营收增速环比加快，经营节奏修复验证，海外业务表现亮眼

——安琪酵母 2022 年中报点评

## 核心观点

- 事件：**公司发布 2022 年半年报，22H1 公司实现营收 60.90 亿元/yoy+16.36%，归母净利润 6.68 亿元/yoy-19.33%，扣非净利 5.95 亿元/yoy-17.96%；单 Q2 看，公司实现营收 30.59 亿元/yoy+18.66%，归母净利润 3.55 亿元/yoy-7.91%，扣非净利 3.31 亿元/yoy+6.14%。
- 营收增速环比加快，经营节奏修复验证，海外业务表现亮眼。** 1) 分产品看，22Q2 公司酵母及深加工产品实现营收 21.83 亿元/yoy+8.67%，制糖业务 2.25 亿元/yoy+18.22%，包装类业务 1.37 亿元/yoy+32.61%；分区域看，22Q2 公司国内实现营收 19.40 亿元/yoy+4.48%，国外实现营收 10.80 亿元/yoy+52.23%。2) 22Q2 公司酵母及深加工产品实现营收 21.83 亿元/yoy+8.67%，营收增速环比加快，预计因：①高基数压力缓解；②国内酵母主业前期因提价等原因经营节奏扰乱，现逐步修复；③海外业务增速加快。3) 公司海外业务增速亮眼，营收增速创历史新高，预计因：①公司海外业务拓展进一步落地（公司自 21 年底起逐步设立海外子公司助力当地市场拓展；发布埃及和俄罗斯地区扩产公告验证海外拓展决心；22Q2 公司海外经销商增加 186 人，创 20 年以来新高）；②对海外业务的提价逐步落地；③海外需求复苏、人民币贬值利好出口。
- 毛利率环比持平，期间费用率环比减少为公司净利率提升主因。** 1) 毛利率：公司 22Q2 实现毛利率 26.75%，同比-3.65pct，环比+0.07pct，在毛利率的环比影响因素中，我们预计正向贡献因素包括埃及工厂 22Q2 提价、人民币贬值、海运成本回落、小包装疫情受益，负向贡献因素包括低毛利率的其他业务占比上升等；2) 公司期间费用率环比减少为公司净利率提升主要原因，销售费用率 5.50%/环比-1.18pct，管理费用率 3.24%/环比+0.03pct，财务费用率-1.49%/环比-2.48pct，研发费用率 5.38%/环比+1.43pct；公司归母净利润率 11.62%/环比+1.31pct，扣非归母净利润率 10.81pct/环比+2.08pct。
- 短期维度，收入端看，伴随公司经营节奏逐步恢复，公司下半年收入增速有望保持稳健；利润端看，利润率尽管会因海运、汇率等因素有所波动，但利润增速在低基数效应下有望保持较高增长。中长期角度，公司的利润弹性及发展值得想象：**①利润弹性看，21 年公司因海运成本、汇率利润受影响 2.5 亿+，后续伴随这些因素逐步转好（22 年汇率因素已经部分转好），利润弹性有望释放；此外，伴随公司低毛利率的贸易糖业务逐步剥离，公司毛利率中枢有望抬升；②从发展空间看，酵母营养元素丰富，产品延展性强，衍生品空间广阔，公司海外扩张亦在稳步推进，公司十四五收入目标 200 亿。

## 盈利预测与投资建议

- 因需求疲软、公司其他业务放量等因素，我们调整公司 22-24 年归母净利润预测为 14.07/17.63/20.77 亿元（调整前为 14.08/18.32/21.71 亿元），对应公司 22-24 年 EPS 预测 1.62/2.03/2.39 元，使用历史估值法给予 23 年 26 倍 PE 估值（取近 3 年平均），对应目标价 52.78 元，维持“买入评级”。

## 风险提示

- 需求疲软、新榨期糖蜜成本大幅上涨、产能集中投放带来大幅折旧等

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,933	10,675	12,743	14,919	17,298
同比增长(%)	16.7%	19.5%	19.4%	17.1%	15.9%
营业利润(百万元)	1,626	1,499	1,617	2,066	2,435
同比增长(%)	47.9%	-7.8%	7.8%	27.8%	17.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,372	1,309	1,407	1,763	2,077
同比增长(%)	52.1%	-4.6%	7.5%	25.3%	17.8%
每股收益(元)	1.58	1.51	1.62	2.03	2.39
毛利率(%)	34.0%	27.3%	26.5%	27.8%	28.3%
净利率(%)	15.4%	12.3%	11.0%	11.82%	12.0%
净资产收益率(%)	25.1%	20.5%	18.3%	19.2%	19.6%
市盈率	30.2	31.7	29.4	23.5	20.0
市净率	7.0	6.0	4.9	4.2	3.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年08月15日）	47.66 元
目标价格	52.78 元
52 周最高价/最低价	64.08/35.6 元
总股本/流通 A 股（万股）	86,934/82,408
A 股市值（百万元）	41,433
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 08 月 16 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.99	6.43	15.54	0.1
相对表现	4.01	7.7	14.83	24.16
沪深 300	-0.02	-1.27	0.71	-24.06



## 证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070001

## 相关报告

短有波折，长期向好，把握布局机会：——安琪酵母 2022 一季报点评	2022-04-22
短有波折，长期向好：——安琪酵母 2021 年报点评	2022-03-30
海外扩张、水解糖项目持续推进	2022-01-26

## 投资建议

因需求疲软、公司其他业务放量等因素，我们调整公司 22-24 年归母净利润预测为 14.07/17.63/20.77 亿元（调整前为 14.08/18.32/21.71 亿元），对应公司 22-24 年 EPS 预测 1.62/2.03/2.39 元，使用历史估值法给予 23 年 26 倍 PE 估值（取近 3 年平均），对应目标价 52.78 元，维持“买入评级”。

图 1：公司历史估值情况



数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

需求疲软、新榨期糖蜜成本大幅上涨、产能集中投放带来大幅折旧等。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,107	1,296	1,411	1,651	2,812	营业收入	8,933	10,675	12,743	14,919	17,298
应收票据及应收账款	980	1,377	1,279	1,467	1,752	营业成本	5,896	7,757	9,369	10,775	12,410
预付账款	179	279	333	390	452	营业税金及附加	79	87	82	95	111
存货	1,993	2,251	3,092	3,556	4,095	营业费用	646	668	765	895	1,038
其他	186	265	271	278	285	管理费用及研发费用	700	835	956	1,119	1,297
<b>流动资产合计</b>	<b>4,445</b>	<b>5,468</b>	<b>6,385</b>	<b>7,342</b>	<b>9,397</b>	财务费用	104	79	121	116	95
长期股权投资	20	0	0	0	0	资产、信用减值损失	42	38	42	32	32
固定资产	5,204	5,659	8,710	8,196	7,779	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	333	924	72	399	601	投资净收益	(3)	8	7	0	0
无形资产	368	532	511	489	468	其他	163	279	201	180	120
其他	437	862	62	57	57	<b>营业利润</b>	<b>1,626</b>	<b>1,499</b>	<b>1,617</b>	<b>2,066</b>	<b>2,435</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,362</b>	<b>7,978</b>	<b>9,354</b>	<b>9,142</b>	<b>8,906</b>	营业外收入	14	26	25	10	10
<b>资产总计</b>	<b>10,807</b>	<b>13,446</b>	<b>15,739</b>	<b>16,484</b>	<b>18,303</b>	营业外支出	12	9	2	0	0
短期借款	1,141	2,035	2,964	2,076	2,035	<b>利润总额</b>	<b>1,627</b>	<b>1,517</b>	<b>1,640</b>	<b>2,076</b>	<b>2,445</b>
应付票据及应付账款	1,182	1,478	1,785	2,053	2,364	所得税	205	195	211	267	315
其他	802	956	602	602	602	<b>净利润</b>	<b>1,422</b>	<b>1,321</b>	<b>1,429</b>	<b>1,808</b>	<b>2,130</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,125</b>	<b>4,469</b>	<b>5,351</b>	<b>4,731</b>	<b>5,001</b>	少数股东损益	51	13	21	45	53
长期借款	1,245	1,468	1,468	1,468	1,468	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,372</b>	<b>1,309</b>	<b>1,407</b>	<b>1,763</b>	<b>2,077</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.58	1.51	1.62	2.03	2.39
其他	249	308	34	34	8						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,494</b>	<b>1,776</b>	<b>1,501</b>	<b>1,501</b>	<b>1,475</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,619</b>	<b>6,245</b>	<b>6,852</b>	<b>6,232</b>	<b>6,477</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	298	347	368	414	467	<b>成长能力</b>					
股本	824	833	869	869	869	营业收入	16.7%	19.5%	19.4%	17.1%	15.9%
资本公积	653	719	892	892	892	营业利润	47.9%	-7.8%	7.8%	27.8%	17.9%
留存收益	4,876	5,766	6,757	8,077	9,598	归属于母公司净利润	52.1%	-4.6%	7.5%	25.3%	17.8%
其他	(464)	(464)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,188</b>	<b>7,201</b>	<b>8,886</b>	<b>10,252</b>	<b>11,827</b>	毛利率	34.0%	27.3%	26.5%	27.8%	28.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,807</b>	<b>13,446</b>	<b>15,739</b>	<b>16,484</b>	<b>18,303</b>	净利率	15.4%	12.3%	11.0%	11.8%	12.0%
						ROE	25.1%	20.5%	18.3%	19.2%	19.6%
						ROIC	18.6%	14.0%	12.5%	14.0%	15.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	42.7%	46.4%	43.5%	37.8%	35.4%
净利润	1,422	1,321	1,429	1,808	2,130	净负债率	23.0%	32.8%	34.0%	18.5%	5.8%
折旧摊销	399	518	656	815	839	流动比率	1.42	1.22	1.19	1.55	1.88
财务费用	104	79	121	116	95	速动比率	0.77	0.71	0.61	0.79	1.05
投资损失	3	(8)	(7)	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(479)	(399)	(693)	(455)	(590)	应收账款周转率	11.1	11.1	10.6	10.9	10.7
其它	419	(192)	973	6	7	存货周转率	2.9	3.6	3.5	3.2	3.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,869</b>	<b>1,319</b>	<b>2,479</b>	<b>2,291</b>	<b>2,481</b>	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
资本支出	(445)	(1,706)	(2,808)	(603)	(603)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	3	20	4	0	0	每股收益	1.58	1.51	1.62	2.03	2.39
其他	(336)	(266)	7	0	0	每股经营现金流	2.27	1.58	2.85	2.64	2.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>(777)</b>	<b>(1,951)</b>	<b>(2,797)</b>	<b>(603)</b>	<b>(603)</b>	每股净资产	6.78	7.88	9.80	11.32	13.07
债权融资	(104)	229	(168)	0	(26)	<b>估值比率</b>					
股权融资	2	75	209	0	0	市盈率	30.2	31.7	29.4	23.5	20.0
其他	(364)	537	391	(1,447)	(691)	市净率	7.0	6.0	4.9	4.2	3.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(467)</b>	<b>840</b>	<b>433</b>	<b>(1,447)</b>	<b>(717)</b>	EV/EBITDA	20.8	21.1	18.5	14.7	13.1
汇率变动影响	29	(18)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.5	28.0	25.4	20.2	17.5
<b>现金净增加额</b>	<b>655</b>	<b>190</b>	<b>114</b>	<b>241</b>	<b>1,161</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)