

2022 年 09 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

十四五目标不变，静待利润弹性释放

—安琪酵母（600298.SH）公司动态研究报告

买入（维持）

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：何宇航 S1050522090002

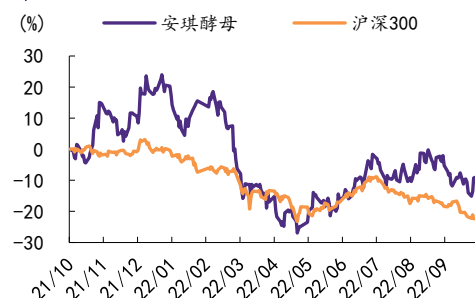
heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2022-09-29

当前股价（元）	40.67
总市值（亿元）	354
总股本（百万股）	869
流通股本（百万股）	824
52 周价格范围（元）	36.66-62.2
日均成交额（百万元）	431.13

市场表现



相关研究

1、《安琪酵母（600298）：收入符合预期，全球布局稳步推进》2022-09-02

业绩稳健，成本有望回落

预计三季度业绩维持稳健，国内需求有所稳定，国外需求势头良好，出口维持增长态势。预计主要系国际形势加剧，全球供应链断裂，公司承接部分国际订单，同时加大新客户开拓并推广新品。成本方面，成本上涨主要系能源、化工、原料等价格上涨。公司已经通过涨价以缓解成本压力，预计糖蜜价格高点已过，并且公司新建水解糖 45 万吨产能，部分取代糖蜜，有利于解决国内原料不足问题。下游渗透率主通过产品技术进步，健康、鲜味需求提高酵母需求，YE 等技术进步推动业务发展。

维持十四五目标不变，新业务拓展促增长

短期看：公司下半年收入增速有望保持稳健；利润端或将有所承压，静待修复。中长期看：1) 成本压力有望随着疫情缓解而释放，同时公司通过水解糖等方式解决原料不足问题。2) 剥离盈利表现欠佳的乳制品业务和部分非主营业务，更加聚焦主业，毛利率有望随之提升。3) 公司十四五规划实现 200 亿收入并且产能扩至 45 万吨。根据目标，年均复合增速将达到 17%-18%。除酵母本身稳定增长外，酵母作为蛋白质以及微生物营养、动物营养、YE 以及衍生品业务等都有较大增长空间。同时公司有望通过进入合成生物学形成新业务。

盈利预测

预测 2022-2024 年 EPS 为 1.67/2.11/2.54 元，当前股价对应 PE 为 24/19/16 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行、疫情拖累消费、产能建设不及预期、原材料价格波动、增发进展不及预期、海外拓展不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	10,675	12,628	14,722	17,025
增长率（%）	19.5%	18.3%	16.6%	15.6%
归母净利润（百万元）	1,309	1,392	1,755	2,115
增长率（%）	-4.6%	6.4%	26.0%	20.6%
摊薄每股收益（元）	1.57	1.67	2.11	2.54
ROE（%）	18.2%	17.3%	19.2%	20.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,296	2,085	3,097	4,272
应收款	1,156	1,368	1,595	1,844
存货	2,251	2,681	3,080	3,509
其他流动资产	764	904	1,054	1,219
流动资产合计	5,468	7,039	8,825	10,844
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,659	5,837	5,669	5,380
在建工程	924	370	148	59
无形资产	532	505	479	453
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	862	862	862	862
非流动资产合计	7,978	7,574	7,158	6,755
资产总计	13,446	14,613	15,984	17,599
流动负债：				
短期借款	2,035	2,035	2,035	2,035
应付账款、票据	1,478	1,760	2,022	2,303
其他流动负债	787	787	787	787
流动负债合计	4,469	4,782	5,077	5,395
非流动负债：				
长期借款	1,468	1,468	1,468	1,468
其他非流动负债	308	308	308	308
非流动负债合计	1,776	1,776	1,776	1,776
负债合计	6,245	6,558	6,853	7,171
所有者权益				
股本	833	833	833	833
股东权益	7,201	8,055	9,131	10,428
负债和所有者权益	13,446	14,613	15,984	17,599

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1321	1406	1772	2136
少数股东权益	13	14	17	21
折旧摊销	541	404	414	402
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-557	-468	-480	-525
经营活动现金净流量	1319	1355	1723	2034
投资活动现金净流量	-1951	377	389	378
筹资活动现金净流量	1422	-552	-696	-839
现金流量净额	789	1,180	1,416	1,573

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,675	12,628	14,722	17,025
营业成本	7,757	9,126	10,481	11,939
营业税金及附加	87	114	132	153
销售费用	668	884	1,031	1,209
管理费用	359	442	515	613
财务费用	79	89	61	28
研发费用	475	562	655	758
费用合计	1,581	1,977	2,262	2,607
资产减值损失	-6	-6	-6	-6
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	8	8	8
营业利润	1,499	1,596	2,016	2,435
加：营业外收入	26	26	26	26
减：营业外支出	9	9	9	9
利润总额	1,517	1,614	2,034	2,452
所得税费用	195	208	262	316
净利润	1,321	1,406	1,772	2,136
少数股东损益	13	14	17	21
归母净利润	1,309	1,392	1,755	2,115

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	19.5%	18.3%	16.6%	15.6%
归母净利润增长率	-4.6%	6.4%	26.0%	20.6%
盈利能力				
毛利率	27.3%	27.7%	28.8%	29.9%
四项费用/营收	14.8%	15.7%	15.4%	15.3%
净利率	12.4%	11.1%	12.0%	12.5%
ROE	18.2%	17.3%	19.2%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	46.4%	44.9%	42.9%	40.7%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	9.2	9.2	9.2	9.2
存货周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
每股数据(元/股)				
EPS	1.57	1.67	2.11	2.54
P/E	25.9	24.3	19.3	16.0
P/S	3.2	2.7	2.3	2.0
P/B	4.9	4.4	3.9	3.4

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。