

# 安琪酵母（600298）：外需略超预期，内需仍待恢复

**事件：**公司2022年前三季度营业收入89.83亿元，同比+18.29%，归母净利润8.97亿元，同比-11.87%，扣非归母净利润8.07亿元，同比-10.15%。Q3单季，公司营业收入28.92亿元，同比+22.55%，归母净利润2.29亿元，同比+20.59%，扣非归母净利润2.12亿元，同比+22.64%，Q3经营状况较Q2进一步改善。

**制糖产品超预期，而国内酵母需求短期较疲弱。**产品方面，酵母及其深加工产品Q3营收19.82亿元，同比+8.28%，与Q2增速基本持平。制糖产品、包装类产品、其他产品分别同比+165.13%/17.03%/62.39%，制糖产品增速略超预期，对Q3收入增速有10.67pct的贡献，包装产品和其他产品依然维持较高增速。酵母及其深加工产品中酵母衍生品行业空间较大，国内外发展趋势一直较好，而国内酵母产品受疫情影响烘焙需求，销售相对疲软，但我国烘焙发展空间较大，预计待疫情好转，消费需求提升后，酵母产品增速也有望恢复。

**中短期利好因素较多，海外增速强劲。**分地区看，公司Q3国内外收入分别为同比+11.89%/54.85%，截止三季度末，国外收入占比达到32.67%。Q3国际运费下降、国外地缘政治冲突，以及人民币贬值均利好公司海外业务。虽然以上因素看似中短期，但长期来看，在国外供应链受到政治和疫情影响的情况下，公司承接部分订单有利于公司产品渠道的渗透以及品牌力的提升，利好公司长期发展。公司上半年加快注册海外营销子公司，聘用本土化销售人员，海外平台作用得到进一步发挥。公司在海外市占率依然较低，但产品性价比较高，存在较大潜力，长期来看，我们推测，公司海外业务未来能够继续保持两位数增长。

**毛利率短期依然承压，未来有望改善。**公司Q3毛利率21.94%，同比-2.64pct，主要是因为毛利率较低的制糖业务占比明显提升，同时，原材料市场糖蜜价格持续上涨后维持高位。今年公司采用部分水解糖替代糖蜜，而目前水解糖外采价格相较糖蜜没有明显优势，公司正建设自有水解糖产能，预计投产后能够部分缓解原材料压力。糖蜜价格已经连续上涨3年，作为周期性产品涨价无法长期维持，一旦价格回落公司毛利率将明显改善，释放业绩弹性。长期来看水解糖的替代能够有效缓解糖蜜价格波动带来的影响，有利于公司业绩稳定。公司Q3销售费用率同比保持稳定，管理费用率及研发费用率有所回落，此外，财务费用率因汇兑损益明显降低，对净利润率有1.46pct的贡献，综合以上因素，公司净利润率同比变化不大。

**盈利预测与评级：**我们认为国内酵母及酵母抽提物均在消费升级的过程中获得发展空间，此外，公司海外业务具备较大潜力，糖蜜成本带来的业绩波动性长期来看有望降低。公司“十四五规划”目标为2025年收入达200亿元，以此推算，未来4年CAGR17%。考虑到原材料价格依然维持高位，我们下调业绩预测，预计公司2022-2024年营业收入分别为126.86、151.43、174.94亿元，归母净利润分别为13.08、16.03、19.78亿元，对应EPS分别为1.49、1.83、2.25。当前股价对应PE分别为32、26、21倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨；海外竞争加剧；产能投放不及预期。

2022年10月27日

推荐/维持

安琪酵母

公司报告

## 公司简介：

公司是研究天然酵母，并进行规模化制造的专业化公司，酵母产业化水平在国内处于领先地位，是酵母行业唯一的高科技上市公司。公司主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。

资料来源：公司公告、WIND

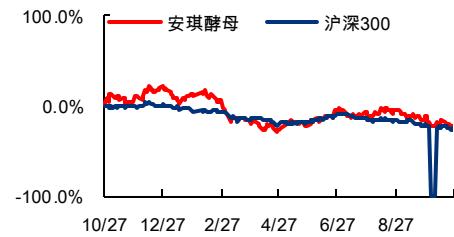
## 未来3-6个月重大事项提示：

### 发债及交叉持股介绍：

## 交易数据

52周股价区间（元）	62.2-36.66
总市值（亿元）	340.03
流通市值（亿元）	322.46
总股本/流通A股（万股）	86,897/86,897
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.81

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

### 分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,933.04	10,675.33	12,685.88	15,143.05	17,493.74
增长率 (%)	16.73%	19.50%	18.83%	19.37%	15.52%
归母净利润 (百万元)	1,422.13	1,321.48	1,307.62	1,603.40	1,978.31
增长率 (%)	51.31%	-7.08%	-1.05%	22.62%	23.38%
净资产收益率 (%)	23.29%	19.09%	15.48%	16.93%	18.49%
每股收益(元)	1.66	1.59	1.49	1.83	2.25
PE	28.64	30.01	32.00	26.10	21.15
PB	6.67	5.79	4.95	4.42	3.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元																	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营业收入	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用	财务费用	研发费用	资产减值损失	公允价值变动收益	投资净收益	加: 其他收益	营业利润	营业收入外收入	营业外支出	利润总额	所得税	净利润	少数股东损益	归属母公司净利润	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	4445	5468	5992	6746	7562	营业收入	8933	10675	12686	15143	17494																	
货币资金	1107	1296	1522	1666	1749	营业成本	5896	7757	9476	11236	12858																	
应收账款	799	1123	1273	1489	1772	营业税金及附加	79	87	110	128	150																	
其他应收款	0	33	39	47	54	营业费用	646	668	723	848	962																	
预付款项	179	279	382	515	661	管理费用	314	359	964	1136	1295																	
存货	1993	2251	2466	2617	2818	财务费用	104	79	-60	0	0																	
其他流动资产	154	232	310	413	507	研发费用	-46.96	-31.96	-32.22	-37.05	-33.74																	
<b>非流动资产合计</b>	6362	7978	9230	9803	10054	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00																	
长期股权投资	20	0	0	0	0	公允价值变动收益	-3.35	7.64	-0.75	1.18	2.69																	
固定资产	5203.83	5659.10	6097.86	6445.76	6652.17	投资净收益	1626	1499	1503	1834	2266																	
无形资产	368	532	479	426	372	加: 其他收益	14.02	26.38	18.08	19.49	21.32																	
其他非流动资产	98	307	307	307	307	营业利润	12.47	8.73	8.46	9.89	9.03																	
<b>资产总计</b>	10807	13446	15222	16549	17615	营业收入外收入	1627	1517	1513	1843	2278																	
<b>流动负债合计</b>	3125	4469	4537	4585	4097	营业外支出	205	195	205	240	300																	
短期借款	1141	2035	1982	1743	988	利润总额	1422	1321	1308	1603	1978																	
应付账款	1088	1317	1656	1923	2224	所得税	51	13	13	16	19																	
预收款项	0	0	-86	-138	-227	净利润	1372	1309	1295	1588	1959																	
一年内到期的非流动负债	143	158	170	200	225	少数股东损益	4126	4403	2320	2870	3378																	
<b>非流动负债合计</b>	1494	1776	1961	2208	2528	归属母公司净利润	1.66	1.59	1.49	1.83	2.25																	
长期借款	1245	1468	1768	2068	2368	<b>主要财务比率</b>																						
应付债券	0	0	0	0	0	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E																		
<b>负债合计</b>	4619	6245	6498	6793	6625	<b>成长能力</b>																						
少数股东权益	298	347	360	375	395	营业收入增长	16.73%	19.50%	18.83%	19.37%	15.52%																	
实收资本(或股本)	824	833	869	869	869	营业利润增长	47.87%	-7.77%	0.28%	21.97%	23.56%																	
资本公积	653	929	929	929	929	归属于母公司净利润增长	-1.05%	22.62%	-1.05%	22.62%	23.38%																	
未分配利润	4380	5270	5556	5970	6430	<b>获利能力</b>																						
归属母公司股东权益合计	5890	6854	8365	9380	10596	毛利率 (%)	34.00%	27.34%	25.30%	25.80%	26.50%																	
<b>负债和所有者权益</b>	10807	13446	15222	16549	17615	净利率 (%)	15.92%	12.38%	10.31%	10.59%	11.31%																	
<b>现金流量表</b>					单位:百万元					总资产净利润 (%)					ROE (%)													
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						12.69%	9.73%	8.51%	9.59%	11.12%	23.29%	19.09%	15.48%	16.93%	18.49%								
<b>经营活动现金流</b>	1869	1319	1839	2229	2570	<b>偿债能力</b>																						
净利润	1422	1321	1308	1603	1978	资产负债率 (%)	43%	46%	43%	41%	38%																	
折旧摊销	624.65	796.89	876.68	1036.41	1112.35	流动比率	1.42	1.22	1.32	1.47	1.85																	
财务费用	104	79	-60	0	0	速动比率	0.78	0.72	0.78	0.90	1.16																	
应收帐款减少	15	-324	-149	-216	-283	<b>营运能力</b>																						
预收帐款增加	-121	0	-86	-51	-89	总资产周转率	0.86	0.88	0.89	0.95	1.02																	
<b>投资活动现金流</b>	-777	-1951	-1727	-1566	-1324	应收账款周转率	11	11	11	11	11																	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.91	8.88	8.53	8.46	8.44																	
长期投资减少	0	0	-155	-200	-156	<b>每股指标 (元)</b>																						
投资收益	-3	8	-1	1	3	每股收益(最新摊薄)	1.66	1.59	1.49	1.83	2.25																	
<b>筹资活动现金流</b>	-467	840	114	-520	-1162	每股净现金流(最新摊薄)	0.76	0.25	0.26	0.16	0.10																	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.15	8.23	9.62	10.79	12.19																	
长期借款增加	-183	223	300	300	300	<b>估值比率</b>																						
普通股增加	0	9	36	0	0	P/E	28.64	30.01	32.00	26.10	21.15																	
资本公积增加	2	275	0	0	0	P/B	6.67	5.79	4.95	4.42	3.91																	
<b>现金净增加额</b>	626	208	226	143	84	EV/EBITDA	9.86	9.55	18.89	15.25	12.81																	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	安琪酵母 (600298) : 海外发展强劲, 盈利有望逐步改善	2022-08-16
行业普通报告	食品饮料行业: 餐饮缓慢复苏, 关注产业链复苏机会	2022-09-21
行业普通报告	白酒行业: 消费结构继续分化, 国庆消费仍需观察	2022-09-17
行业深度报告	食品饮料: 寻找疫情复苏下的投资机会	2022-08-31
行业深度报告	白酒行业的变革与投资方向	2022-08-29
行业普通报告	白酒行业: 疫后复苏与增长, 关注白酒中秋行情	2022-08-18
行业普通报告	食品饮料行业报告: 酒企进入中秋备战状态, 关注双节消费回暖	2022-08-16
行业普通报告	食品饮料行业报告: 市场预期进入新阶段, 关注业绩确定性高的标的	2022-08-08
行业普通报告	食品饮料行业报告: 贵州茅台业绩基本符合预期, 白酒中报业绩或分化	2022-07-25

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6年食品饮料行业研究经验, 2020年6月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士, 5年证券研究经验, 2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：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介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526