

2023年03月31日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 2022年顺利收官，内扩外延增长可期

## —安琪酵母（600298.SH）公司事件点评报告

### 买入(维持)

分析师：孙山山 S1050521110005

✉ sunss@cfsc.com.cn

分析师：何宇航 S1050522090002

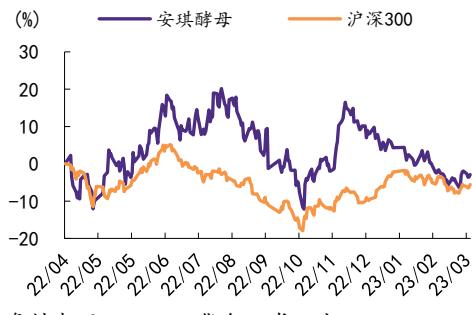
✉ heyh1@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2023-03-30

当前股价（元）	40.2
总市值（亿元）	349
总股本（百万股）	869
流通股本（百万股）	861
52周价格范围（元）	36.18-49.5
日均成交额（百万元）	364.4

#### 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《安琪酵母（600298）：业绩双位数增长，海外业务维持高增长》  
2022-10-26
- 《安琪酵母（600298）：十四五目标不变，静待利润弹性释放》  
2022-09-30
- 《安琪酵母（600298）：收入符合预期，全球布局稳步推进》  
2022-09-02

#### 事件

安琪酵母发布公告：2022年营收128.4亿元(+20.3%)，归母净利润13.2亿元(+1.0%)。

#### 投资要点

##### ■ 2022年顺利收官，利润端仍承压

2022年营收128.4亿元(+20.3%)，归母净利润13.2亿元(+1.0%)，增收不增利主要系糖蜜等原材料价格上涨。2022Q4营收38.6亿元(+25.3%)，归母净利润4.2亿元(+46.0%)，预计主要系原材料成本下滑。2022年毛利率24.8%(-2.5pct)，净利率10.5%(-1.9pct)。2022Q4毛利率23.9%(+2.1pct)，净利率11.2%(+1.8pct)。2022年销售费用率/管理费用率/财务费用率5.7%/7.2%/0.0%，同减0.6/-0.6/-0.7pct，2022Q4分别同增-1.5%/-1.3%/-0.1pct。

##### ■ 制糖和其他类业务放量，海外增长显著

2022年：酵母及深加工产品营收90.2亿元(+13.0%)，销量31.6万吨(-4.1%)，吨价28567元/吨(+17.9%)，预计主要系产品结构变化；制糖产品营收17.7亿元(+68.1%)，销量13.1万吨(-22.2%)，吨价13505元/吨(+116.0%)；包装类产品营收4.8亿元(+13.9%)，销量3.3万吨(+13.4%)，吨价14317元/吨(+0.4%)；奶制品营收0.2亿元(-75.0%)，系2022年3月处置喜旺公司所致；其他营收15.1亿元(+38.7%)。线下/线上营收83.5/44.4亿元，同比+20.5%/+20.7%。国内/国外营收88.7/39.2亿元，同比+13.9%/+39.0%。国内净减少经销商90家至15954家，国外净增543家至4794家，持续完善海外布局。展望2023年，原材料成本随着水解糖项目投产或将回落，YE等酵母衍生品将为公司高增助力，若GDR发行成功，亦有望扩大海外产能布局，海外收入维持高增态势，我们预计全年收入+12%，归母净利润+10%目标有望顺利实现。

##### ■ 盈利预测

预测2023-2025年EPS为1.68/2.04/2.39元，当前股价对应PE为24/20/17倍，我们认为公司作为酵母龙头，随着需求回暖叠加扩产，仍具长期价值，维持“买入”投资评级。

##### ■ 风险提示

宏观经济下行、消费复苏不及预期、产能建设不及预期、原材料价格波动、海外拓展不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	12,843	14,390	16,119	18,034
增长率（%）	20.3%	12.0%	12.0%	11.9%
归母净利润（百万元）	1,321	1,456	1,772	2,079
增长率（%）	1.0%	10.2%	21.7%	17.3%
摊薄每股收益（元）	1.52	1.68	2.04	2.39
ROE（%）	13.8%	13.9%	15.4%	16.3%

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	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>12,843</b>	<b>14,390</b>	<b>16,119</b>	<b>18,034</b>
现金及现金等价物	1,291	2,254	3,391	4,653	营业成本	9,658	10,692	11,846	13,099
应收款项	1,608	1,802	2,018	2,258	营业税金及附加	93	101	113	126
存货	3,007	3,360	3,723	4,118	销售费用	730	892	967	1,082
其他流动资产	761	853	955	1,069	管理费用	390	432	484	541
流动资产合计	6,667	8,269	10,088	12,098	财务费用	6	51	20	-16
<b>非流动资产:</b>					研发费用	536	601	673	753
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,661	1,976	2,143	2,360
固定资产	7,066	7,405	7,236	6,883	资产减值损失	-31	-31	-31	-31
在建工程	1,351	540	216	86	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	610	579	549	520	投资收益	6	6	6	6
长期股权投资	25	25	25	25	<b>营业利润</b>	<b>1,581</b>	<b>1,752</b>	<b>2,133</b>	<b>2,504</b>
其他非流动资产	1,211	1,211	1,211	1,211	加: 营业外收入	18	18	18	18
非流动资产合计	10,263	9,761	9,237	8,726	减: 营业外支出	4	12	12	12
资产总计	16,930	18,030	19,325	20,823	<b>利润总额</b>	<b>1,595</b>	<b>1,758</b>	<b>2,139</b>	<b>2,510</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	246	271	330	387
短期借款	2,515	2,515	2,515	2,515	<b>净利润</b>	<b>1,349</b>	<b>1,487</b>	<b>1,809</b>	<b>2,123</b>
应付账款、票据	1,923	2,149	2,381	2,633	少数股东损益	28	30	37	44
其他流动负债	2,133	2,133	2,133	2,133	<b>归母净利润</b>	<b>1,321</b>	<b>1,456</b>	<b>1,772</b>	<b>2,079</b>
流动负债合计	6,705	6,947	7,197	7,469					
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	310	310	310	310					
其他非流动负债	306	306	306	306					
非流动负债合计	616	616	616	616					
负债合计	7,321	7,563	7,813	8,085					
<b>所有者权益</b>									
股本	869	869	869	869					
股东权益	9,609	10,468	11,512	12,738					
负债和所有者权益	16,930	18,030	19,325	20,823					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	1349	1487	1809	2123					
少数股东权益	28	30	37	44					
折旧摊销	591	502	523	510					
公允价值变动	0	0	0	0					
营运资金变动	-899	-397	-432	-476					
经营活动现金净流量	1069	1622	1937	2201					
投资活动现金净流量	-2514	471	494	482					
筹资活动现金净流量	2409	-628	-764	-897					
现金流量净额	964	1,465	1,666	1,786					
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
<b>成长性</b>									
营业收入增长率	20.3%	12.0%	12.0%	11.9%					
归母净利润增长率	1.0%	10.2%	21.7%	17.3%					
<b>盈利能力</b>									
毛利率	24.8%	25.7%	26.5%	27.4%					
四项费用/营收	12.9%	13.7%	13.3%	13.1%					
净利率	10.5%	10.3%	11.2%	11.8%					
ROE	13.8%	13.9%	15.4%	16.3%					
<b>偿债能力</b>									
资产负债率	43.2%	41.9%	40.4%	38.8%					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9					
应收账款周转率	8.0	8.0	8.0	8.0					
存货周转率	3.2	3.2	3.2	3.2					
<b>每股数据(元/股)</b>									
EPS	1.52	1.68	2.04	2.39					
P/E	26.4	24.0	19.7	16.8					
P/S	2.7	2.4	2.2	1.9					
P/B	3.8	3.5	3.1	2.8					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 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年金融新锐分析师称号。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受到任何形式的补偿。

## ■ 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。

请阅读最后一页重要免责声明

## ■ 免责条款

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提供。

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。