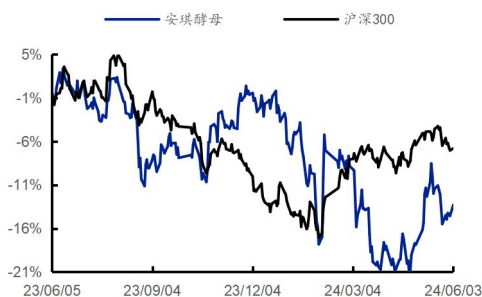


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 激励计划落地，目标科学，与员工共享成长 ——安琪酵母（600298）点评报告

### 最近一年走势



相对沪深300表现		2024/06/03		
表现	1M	3M	12M	
安琪酵母	5.8%	-5.1%	-15.2%	
沪深300	-0.4%	1.4%	-7.1%	

市场数据		2024/06/03
当前价格(元)		31.05
52周价格区间(元)		28.38-38.26
总市值(百万)		26,972.20
流通市值(百万)		26,888.43
总股本(万股)		86,866.98
流通股本(万股)		86,597.19
日均成交额(百万)		328.87
近一月换手(%)		1.35

### 相关报告

- 《安琪酵母（600298）2024年一季度报点评：海外持续发力，静待国内需求回暖（买入）\*调味品发酵品II\*秦一方，刘洁铭》——2024-04-21
- 《安琪酵母（600298）2023年年报点评：国内需求承压，关注海外拓展和成本趋势（买入）\*调味品发酵品II\*刘洁铭，秦一方》——2024-03-20
- 《安琪酵母（600298）2023年三季度报点评：主业收入同比双位数增长，利润承压（买入）\*调味品发酵品II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-27
- 《安琪酵母（600298）2023年半年报点评：需求

### 事件：

2024年6月2日，安琪酵母发布《2024年限制性股票激励计划(草案)》，拟向1006名激励对象授予限制性股票1189万股，占本激励计划草案公告时公司总股本的1.37%，授予价格为15.41元/股，公告时最新收盘价（2024年5月31日）为30.58元/股。

### 投资要点：

- **激励范围广，绑定核心员工利益。**本激励计划授予的激励对象总人数为1006人，约占公司公告时员工总人数的9.03%，包括公司董事、高管、核心技术人员、管理骨干，人均获授的限制性股票数量为1.18万股，其中核心技术人员及管理骨干（999人）获授权益占比为98.23%。本次激励范围较广，且将激励充分落实到公司核心员工，有利于调动员工积极性，有效地将核心员工利益与公司利益、股东利益绑定在一起。
- **激励目标科学稳健，聚焦规模提升及现金成本控制。**本次计划在公司层面设置了三个维度的考核目标：（1）2024-2026年营收分别为149.64/164.48/180.55亿元，分别同比+10.18%/9.92%/9.77%；（2）2024-2026年净资产现金回报率(EOE)分别为21.5%/22%/22.5%。EOE=EBITDA/平均净资产，是反映股东回报和公司价值创造的综合指标；（3）2024-2026年资产负债率不超过51%/53%/55%。其中，营收及EOE不低于23家A股上市食品制造企业的75分位值。我们认为公司在实际目标制定过程中充分考虑了当前宏观环境，目标设置合理稳健，希望更多员工充分享受公司发展红利。同时EOE可以充分排除折旧及融资成本的影响，科学地反映项目建设期公司的盈利情况，聚焦收入规模提升及原材料等现金成本控制。根据草案，预计2024-2028年摊销费用分别为3247/6493/5005/2525/767万元。
- **海外强势扩张，关注成本趋势。**公司2024Q1分别实现营收/归母净利润34.83/3.19亿元，分别同比+2.52%/-9.45%。利润端表现较弱主要因2023年一系列项目密集投产后制造成本增加，同时财务费用同比+47%，EOE考核指标可以充分排除这些项目的扰动。公司海外仍处跑马圈地阶段，当前增长动能充足，2024年埃及、俄罗斯二

弱复苏，关注成本端改善（买入）\*调味发酵品 II\*  
薛玉虎，刘洁铭》——2023-08-28

《安琪酵母（600298）点评报告：海外市场延续高增，2023Q1 扣非净利改善（买入）\*调味发酵品 II

\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-05-04

期项目投产后有望进一步提振海外收入表现，公司也拟于东南亚投资设厂，未来海外成长性凸显。利润端，海外两个工厂投产后可享受当地成本优势，国内前瞻布局水解糖平抑成本波动，利润端长期向好。

- **盈利预测与估值：**2024 年公司海外工厂新产能有望投产，海外市场扩张加速；同时成本端有下行可能。当前激励计划落地，有利于充分激发内部增长动能。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 158/187/214 亿元，分别同比+17%/18%/15%；归母净利润分别为 13.65/15.62/17.72 亿元，分别同比+7%/14%/13%，对应 EPS 分别为 1.57/1.80/2.04 元，对应 PE 分别为 20X/17X/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 行业需求疲软；2) 原材料价格上涨过快；3) 产能投放不及预期；4) 海外市场政治动荡；5) 汇率波动等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13581	15842	18656	21413
增长率(%)	6	17	18	15
归母净利润（百万元）	1270	1365	1562	1772
增长率(%)	-4	7	14	13
摊薄每股收益（元）	1.46	1.57	1.80	2.04
ROE(%)	13	12	13	13
P/E	23.93	19.76	17.26	15.22
P/B	3.03	2.45	2.23	2.02
P/S	2.25	1.70	1.45	1.26
EV/EBITDA	15.52	13.40	12.81	11.17

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：安琪酵母盈利预测表

证券代码：	600298				股价：	31.05				投资评级：	买入				日期：	2024/06/03			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	13%	12%	13%	13%	EPS	1.47	1.57	1.80	2.04										
毛利率	24%	24%	25%	25%	BVPS	11.60	12.68	13.91	15.34										
期间费率	9%	10%	10%	11%	<b>估值</b>														
销售净利率	9%	9%	8%	8%	P/E	23.93	19.76	17.26	15.22										
<b>成长能力</b>					P/B	3.03	2.45	2.23	2.02										
收入增长率	6%	17%	18%	15%	P/S	2.25	1.70	1.45	1.26										
利润增长率	-4%	7%	14%	13%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.75	0.79	0.85	0.89	营业收入	13581	15842	18656	21413										
应收账款周转率	8.68	9.10	8.87	8.82	营业成本	10296	12015	14035	16042										
存货周转率	3.02	3.01	3.17	3.30	营业税金及附加	107	127	155	171										
<b>偿债能力</b>					销售费用	703	887	1047	1206										
资产负债率	45%	45%	45%	45%	管理费用	459	554	728	872										
流动比	1.32	1.37	1.37	1.39	财务费用	16	153	167	177										
速动比	0.51	0.55	0.58	0.63	其他费用/（-收入）	603	697	858	1028										
					<b>营业利润</b>	<b>1509</b>	<b>1629</b>	<b>1882</b>	<b>2142</b>										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	18	8	4	8										
现金及现金等价物	1193	1370	1769	2316	<b>利润总额</b>	<b>1526</b>	<b>1637</b>	<b>1886</b>	<b>2149</b>										
应收款项	1547	1936	2270	2587	所得税费用	215	237	281	329										
存货净额	3818	4172	4678	5035	<b>净利润</b>	<b>1312</b>	<b>1399</b>	<b>1604</b>	<b>1821</b>										
其他流动资产	1652	1952	2121	2338	少数股东损益	42	34	42	48										
<b>流动资产合计</b>	<b>8209</b>	<b>9431</b>	<b>10838</b>	<b>12277</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1270</b>	<b>1365</b>	<b>1562</b>	<b>1772</b>										
固定资产	8615	8242	8102	7970															
在建工程	758	1424	2123	2880	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1666	1825	2003	2133	经营活动现金流	1321	1359	1745	2059										
长期股权投资	22	22	22	22	净利润	1270	1365	1562	1772										
<b>资产总计</b>	<b>19270</b>	<b>20943</b>	<b>23088</b>	<b>25282</b>	少数股东损益	42	34	42	48										
短期借款	2904	3408	3869	4333	折旧摊销	758	564	414	495										
应付款项	1893	2076	2470	2745	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	218	166	201	242	营运资金变动	-791	-738	-439	-451										
其他流动负债	1222	1256	1396	1522	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1725</b>	<b>-1118</b>	<b>-1130</b>	<b>-1239</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>6237</b>	<b>6906</b>	<b>7937</b>	<b>8841</b>	资本支出	-1706	-978	-1131	-1240										
长期借款及应付债券	2020	2020	2020	2020	长期投资	-19	0	0	0										
其他长期负债	417	450	450	450	其他	0	-140	2	1										
<b>长期负债合计</b>	<b>2437</b>	<b>2470</b>	<b>2470</b>	<b>2470</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>-66</b>	<b>-216</b>	<b>-272</b>										
<b>负债合计</b>	<b>8674</b>	<b>9376</b>	<b>10407</b>	<b>11311</b>	债务融资	884	500	461	463										
股本	869	869	869	869	权益融资	177	0	0	0										
股东权益	10596	11567	12681	13971	其它	-775	-566	-678	-735										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19270</b>	<b>20943</b>	<b>23088</b>	<b>25282</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-98</b>	<b>177</b>	<b>398</b>	<b>548</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。