

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

安琪酵母 (600298)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

股权激励计划落地，目标稳中求进

2024年6月4日

事件：安琪酵母公布 2024 年股权激励计划草案。公司公告，拟将约占总股本 1.37% 的回购股票，以每股 15.41 元的价格，授予公司高管及核心技术人员、管理骨干等共 1006 人，并在未来分三期分别按 33%/33%/34% 的获授数量解除限售。

点评：

- **解锁条件设置科学，锚定三年稳健增长目标。**本次激励中，解锁条件主要包括净资产现金回报率（EOE）、主营业务收入增长率、前述两项指标与对标企业分位值和资产负债率四项指标，较上轮股权激励计划解锁条件减少了净利润增长率指标。根据本轮解锁条件推算，公司 2024-2026 年主营业务收入增长率应不低于 10.2%/9.9%/9.8%，相对于公司当前体量、经营策略和市场情况而言，目标稳健而不失进取。其次，考虑到公司近几年资本开支有所加大，固定资产折旧存在明显上升，我们认为采用 EBITDA 作为利润指标衡量公司经营结果更为科学。第三，公司采用横向指标进行同行业对比，确保公司在食品制造业中收入增长率和净资产现金回报率（EOE）处于前 25% 分位，有效激励公司员工保持竞争力。最后，公司通过控制资产负债率，保持财务状况处于健康水平。
- **激励人员覆盖面宽，股份支付费用摊销影响较小。**本次股权激励中，除董事长及总经理外，共 7 位高管各获授 3 万股，与上轮激励情况类似，而核心技术人员及管理骨干层面共 999 人获授，人数高于上轮激励，约占公司总员工人数的 9.03%。由于当前股价相对较低，本次股票授予价格低于上轮，因此总体股份支付费用也有所下降，为 1.80 亿元，2024-2028 年股份支付费用分别预计为 3247、6493、5005、2525 和 767 万元，整体摊销影响小于上轮激励。
- **近期销售有所复苏，Q2 有望表现更好。**根据公司 4 月反馈的经营情况看，公司 4 月收入增长达双位数，其中烘焙面食增长超 40%，YE 增长超 10%，出口收入增长超 20%。公司产品在降价后客户回流，叠加库存消化，销售表现亮眼。成本端看，当前糖蜜价格持续下跌，其他原材料也同比下跌。公司已完成全年约 90% 的采购量，后续有望持续采购，以减轻明年压力。考虑到去年 Q2 相对较低的利润基数，我们预计今年 Q2 利润增幅有望好于 Q1。
- **盈利预测与投资评级：关注国内需求恢复持续性，把握低估值机会。**今年国内整体需求较弱，公司 Q1 收入端也受到影响。尽管如此，公司海外市场增速较高，核心业务相关的贸易也持续进行。Q2 截止当前来看，公司国内销售有所回暖，叠加成本下降，我们预计公司仍有望实现今年预设的经营目标。估值方面，伴随股权激励计划落地，部分压

制公司估值的因素已经解除。同时，公司当前估值处于历史低位水平，基本面风险已较为充分定价，考虑到公司产品的健康属性和产品及生物技术的可拓展性，我们认为低估值机会值得把握。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.57/1.88/2.15 元，分别对应 2024-2026 年 20X/17X/14X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，扩产不及预期**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12,843	13,581	15,671	17,949	20,453
增长率 YoY %	20.3%	5.7%	15.4%	14.5%	14.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,321	1,270	1,368	1,632	1,871
增长率 YoY%	1.0%	-3.9%	7.7%	19.3%	14.6%
毛利率%	24.8%	24.2%	23.5%	23.6%	23.4%
净资产收益率 ROE%	14.3%	12.6%	12.4%	13.5%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.47	1.57	1.88	2.15
市盈率 P/E(倍)	28.80	23.93	19.72	16.52	14.42
市净率 P/B(倍)	4.24	3.03	2.45	2.23	2.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 6 月 3 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,667	8,209	7,817	8,294	8,881	
货币资金	1,291	1,193	1,032	998	962	
应收票据	0	0	0	5	6	
应收账款	1,583	1,547	1,717	1,770	1,905	
预付账款	233	422	300	343	391	
存货	3,007	3,818	3,561	3,932	4,326	
其他	553	1,230	1,206	1,247	1,291	
非流动资产	10,266	11,061	12,481	13,625	14,649	
长期股权投资	25	22	22	22	22	
固定资产(合计)	7,066	8,615	10,158	11,123	11,966	
无形资产	610	663	803	893	983	
其他	2,566	1,761	1,497	1,587	1,677	
资产总计	16,933	19,270	20,297	21,919	23,529	
流动负债	6,705	6,237	6,273	6,714	6,976	
短期借款	2,515	2,904	2,722	2,759	2,570	
应付票据	154	215	197	207	215	
应付账款	1,769	1,679	1,839	2,103	2,402	
其他	2,267	1,440	1,515	1,645	1,789	
非流动负债	620	2,437	2,437	2,437	2,437	
长期借款	310	2,020	2,020	2,020	2,020	
其他	310	417	417	417	417	
负债合计	7,325	8,674	8,709	9,150	9,412	
少数股东权益	351	522	579	647	725	
归属母公司股东权益	9,257	10,074	11,009	12,121	13,392	
负债和股东权益	16,933	19,270	20,297	21,919	23,529	
重要财务指标 单位:百万元						
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,843	13,581	15,671	17,949	20,453	
同比(%)	20.3%	5.7%	15.4%	14.5%	14.0%	
归属母公司净利润	1,321	1,270	1,368	1,632	1,871	
同比	1.0%	-3.9%	7.7%	19.3%	14.6%	
毛利率(%)	24.8%	24.2%	23.5%	23.6%	23.4%	
ROE%	14.3%	12.6%	12.4%	13.5%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.47	1.57	1.88	2.15	
P/E	28.80	23.93	19.72	16.52	14.42	
P/B	4.24	3.03	2.45	2.23	2.01	
EV/EBITDA	19.20	15.52	11.99	10.23	9.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,843	13,581	15,671	17,949	20,453	
营业成本	9,658	10,296	11,983	13,710	15,659	
营业税金及附加	93	107	125	144	164	
销售费用	730	703	846	915	1,023	
管理费用	390	459	517	556	634	
研发费用	536	603	679	793	900	
财务费用	6	16	85	115	114	
减值损失合计	-60	-39	-50	-50	-50	
投资净收益	6	-2	2	2	2	
其他	204	153	251	287	327	
营业利润	1,581	1,509	1,638	1,954	2,240	
营业外收支	14	18	0	0	0	
利润总额	1,595	1,526	1,638	1,954	2,240	
所得税	246	215	213	254	291	
净利润	1,349	1,312	1,425	1,700	1,949	
少数股东损益	28	42	57	68	78	
归属母公司净利润	1,321	1,270	1,368	1,632	1,871	
EBITDA	2,203	2,243	2,602	3,057	3,452	
EPS(当年)(元)	1.57	1.47	1.57	1.88	2.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,069	1,321	2,946	2,783	3,085	
净利润	1,349	1,312	1,425	1,700	1,949	
折旧摊销	617	758	937	1,056	1,176	
财务费用	56	48	137	136	134	
投资损失	-6	2	-2	-2	-2	
营运资金变动	-1,023	-791	400	-157	-222	
其它	76	-9	50	50	50	
投资活动现金流	-2,514	-1,725	-2,354	-2,198	-2,198	
资本支出	-2,512	-1,706	-2,350	-2,200	-2,200	
长期投资	-2	-19	0	0	0	
其他	0	0	-4	2	2	
筹资活动现金流	1,411	287	-752	-619	-923	
吸收投资	1,408	177	7	0	0	
借款	4,509	5,375	-182	37	-189	
支付利息或股息	-570	-580	-577	-656	-734	
现金流净增加额	-6	-98	-161	-35	-36	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。