

安琪酵母 (600298.SH) 股权激励落地, 员工绑定加深、收入确定性增强

2024年06月04日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

方勇 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

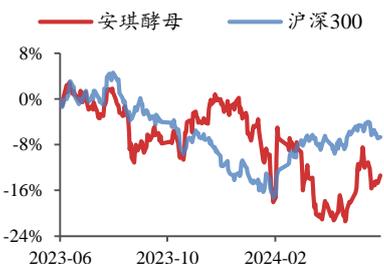
fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790520100003

日期	2024/6/3
当前股价(元)	31.05
一年最高最低(元)	38.26/28.38
总市值(亿元)	269.72
流通市值(亿元)	268.88
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.66
近3个月换手率(%)	75.28

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《国际市场较快增长, 关注国内需求拐点—公司信息更新报告》-2024.4.23
- 《需求仍待恢复, 成本有望下降—公司信息更新报告》-2024.3.25
- 《国内需求恢复, 糖蜜成本有望下降—公司信息更新报告》-2023.11.6

● 股权激励落地, 员工绑定加深, 确定性增强, 维持“买入”评级

事件: 公司推出新一轮股票激励方案, 主要内容包括: 激励对象共 1006 人、占总员工 9.03%, 共授予 1189 万股限制性股票、占总股本 1.37%, 授予价格 15.41 元/股, 约为当前价格 50%。激励解锁条件简化来看 2024-2026 年收入规模不低于 149.6、164.5、180.6 亿元, 同比增 10.2%、9.9%、9.8%; 2024-2026 年 EOE 不低于 21.5%、22%、22.5%。共分三期、递延两年解锁, 预计 2026-2029 年依次解锁 33%、33%、34%。股权激励终于落地, 确定性加强, 公司与员工利益理顺、绑定加深。我们维持 2024-2026 年归母净利润 13.66/17.07/21.57 亿元预测, 对应 2024-2026 年 EPS 1.57/1.97/2.48 元, 当前股价对应 2024-2026 年 19.7/15.8/12.5 倍 PE, 成本拐点、估值低点, 维持“买入”评级。

● 股票激励已经成为公司薪酬的常规补充, 两次激励核心内容基本接近

上一次股权激励于 2020 年底推出, 考核 2020-2022 年业绩, 两次激励方案考核周期前后衔接较紧, 股权激励作为薪酬的重要补充, 基本趋于常态化。两次激励方案从人数来看基本覆盖除董事长、总经理以外的高管、核心技术人员和管理骨干, 本次激励人数共 1006 人, 较上一次有所扩大 (上一次 744 人), 股票数量也有所扩大 (本次 1189 万股, 上一次 894.3 万股)。本次无净利润解锁指标, 其他解锁指标基本相同, 其中两次激励方案要求年均收入复合增速都在 10% 左右。

● 激励方案基本符合预期, 解锁条件上收入、盈利质量均有要求

当前国内市场酵母需求较弱, 完成收入持续 10% 增长目标略有挑战, 股权激励有望提升确定性; 方案要求 EOE 指标逐年改善, 随着糖蜜成本进入下降周期, 预计达成难度较小。激励费用预计 1.8 亿元, 2024-2028 年依次确认约 0.32、0.65、0.50、0.25、0.08 亿元, 对 2024 年利润预计影响较小, 2025-2026 年影响有所增加。我们认为股权激励落地, 公司与员工利益理顺、绑定加深, 员工积极性提升、收入增长确定性加强, 为国内、国际市场开拓护航, 市场份额有望继续扩大。

● 风险提示: 汇率波动风险、降价风险、国际需求下降风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,843	13,581	14,760	16,226	18,406
YOY(%)	20.3	5.7	8.7	9.9	13.4
归母净利润(百万元)	1,321	1,270	1,366	1,707	2,157
YOY(%)	1.0	-3.9	7.6	25.0	26.4
毛利率(%)	24.8	24.2	25.5	27.4	29.0
净利率(%)	10.3	9.4	9.3	10.5	11.7
ROE(%)	14.0	12.4	12.3	13.8	15.5
EPS(摊薄/元)	1.52	1.46	1.57	1.97	2.48
P/E(倍)	20.4	21.2	19.7	15.8	12.5
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6667	8209	11876	13293	15617
现金	1291	1193	3419	3953	4374
应收票据及应收账款	1583	1547	1703	1951	2147
其他应收款	25	195	0	160	0
预付账款	233	422	223	521	302
存货	3007	3818	5750	5799	7950
其他流动资产	528	1035	781	908	845
非流动资产	10263	11061	11221	11362	11878
长期投资	25	22	31	34	41
固定资产	7066	8615	8973	9228	9721
无形资产	610	663	712	771	829
其他非流动资产	2562	1761	1505	1329	1287
资产总计	16930	19270	23097	24654	27495
流动负债	6705	6237	9605	10275	11836
短期借款	2515	2904	6133	6722	7803
应付票据及应付账款	1923	1893	2080	2229	2518
其他流动负债	2267	1440	1392	1323	1515
非流动负债	616	2437	1985	1630	1264
长期借款	310	2020	1623	1241	888
其他非流动负债	306	417	361	389	375
负债合计	7321	8674	11590	11905	13100
少数股东权益	351	522	567	623	693
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2373	2440	2440	2440	2440
留存收益	6671	7501	8373	9536	11019
归属母公司股东权益	9257	10074	10940	12126	13702
负债和股东权益	16930	19270	23097	24654	27495

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1069	1321	1316	2205	2196
净利润	1349	1312	1411	1763	2228
折旧摊销	600	740	833	934	1052
财务费用	6	16	265	326	350
投资损失	-6	2	-2	-2	-1
营运资金变动	-1118	-855	-1208	-809	-1438
其他经营现金流	238	106	17	-8	4
投资活动现金流	-2514	-1725	-997	-1070	-1568
资本支出	2536	1707	88	169	494
长期投资	0	-14	-9	-4	-6
其他投资现金流	22	-32	-918	-905	-1081
筹资活动现金流	1411	287	-1516	-1093	-1336
短期借款	480	389	-194	97	-49
长期借款	-1158	1711	-397	-382	-353
普通股增加	36	-0	0	0	0
资本公积增加	1445	67	0	0	0
其他筹资现金流	608	-1880	-925	-808	-934
现金净增加额	-6	-98	-1197	42	-709

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12843	13581	14760	16226	18406
营业成本	9658	10296	11003	11780	13062
营业税金及附加	93	107	113	125	142
营业费用	730	703	746	820	1012
管理费用	390	459	518	531	515
研发费用	536	603	649	714	810
财务费用	6	16	265	326	350
资产减值损失	-60	-39	-51	-53	-18
其他收益	234	136	100	50	50
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	6	-2	2	2	1
资产处置收益	1	52	0	0	0
营业利润	1581	1509	1620	2034	2584
营业外收入	18	27	23	25	24
营业外支出	4	9	7	8	7
利润总额	1595	1526	1636	2051	2600
所得税	246	215	225	288	372
净利润	1349	1312	1411	1763	2228
少数股东损益	28	42	45	56	71
归属母公司净利润	1321	1270	1366	1707	2157
EBITDA	2329	2540	2734	3311	4003
EPS(元)	1.52	1.46	1.57	1.97	2.48

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	5.7	8.7	9.9	13.4
营业利润(%)	5.5	-4.6	7.4	25.6	27.0
归属于母公司净利润(%)	1.0	-3.9	7.6	25.0	26.4
获利能力					
毛利率(%)	24.8	24.2	25.5	27.4	29.0
净利率(%)	10.3	9.4	9.3	10.5	11.7
ROE(%)	14.0	12.4	12.3	13.8	15.5
ROIC(%)	10.6	9.8	8.5	9.8	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	43.2	45.0	50.2	48.3	47.6
净负债比率(%)	33.2	43.1	43.5	37.0	34.9
流动比率	1.0	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	9.5	8.7	9.1	8.9	9.0
应付账款周转率	5.7	5.4	5.5	5.5	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.52	1.46	1.57	1.97	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.52	1.51	2.54	2.53
每股净资产(最新摊薄)	10.66	11.60	12.59	13.96	15.77
估值比率					
P/E	20.4	21.2	19.7	15.8	12.5
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.1	12.6	11.9	9.8	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn