

安琪酵母（600298）：海外发展强劲，盈利有望逐步改善

2022 年 08 月 16 日

推荐/维持

安琪酵母

公司报告

事件：公司 2022 年 H1 营业收入 60.90 亿元，同比+16.36%，归母净利润 6.68 亿元，同比-19.33%，扣非归母净利润 5.95 亿元，同比-17.96%。Q2 单季，公司营业收入 30.59 亿元，同比+18.66%，归母净利润 3.55 亿元，同比-7.91%，扣非归母净利润 3.31 亿元，同比+6.14%，Q2 经营状况好转。规模效应带动公司销售费用率和管理费用率逐步下降，2022 年 H1 公司销售费用率、管理费用率分别为 6.08%/3.23%，分别同比-0.22/0.06pct。

酵母抽提物依然获得快速增长，传统酵母产品国内销量增长受到抑制。产品方面，公司主要产品为酵母及其深加工产品，今年上半年营收同比+6.35%，增速较去年同期有所下降。酵母微生物营养、植物保护、电商、酵母抽提物、酿造及生物能源等业务保持了较好地增长，营养健康、动物营养等业务受消费疲软、行业低迷等多因素影响导致收入出现下滑。我们认为，下游调味品、休闲食品、方便食品等行业集中度提升，大企业注重产品质量，对酵母提取物的需求在快速增长，因此，长期来看，酵母抽提物能够保持 20% 以上增速。而上半年国内传统酵母销量承压主要受产品大幅提价和新冠疫情影响，但长期来看，随着我国消费升级，烘焙类产品人均消费逐渐增加，传统酵母产品能够保持稳健增长。

海外业务发展较快，并预计长期保持较快增速。截止今年上半年，公司国外市场营业收入 19.14 亿元，同比+34.21%，占公司整体收入 32%；国内收入 41.08 亿元，同比+8.92%，占整体收入 68%。国外增速高于国内市场，YE、OEM 贸易等业务规模增长迅速。今年上半年，公司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。目前，公司在至少 15 个国家市场占有率第一，并成功进入美国、欧洲、日本等发达国家和地区，但公司在海外市占率仅 10% 左右，市占率仍有较大提升空间。俄乌战争导致国外糖蜜价格大幅上涨，对国外竞争对手影响更大，加上公司的干酵母相对国外鲜酵母运输储藏方便，价格便宜，在国外经济形式不稳定的背景下，公司产品优势逐步凸显，品牌力持续得到增强，海外业务瓶颈逐渐被打开，市占率进一步提升。长期来看，公司海外业务未来能够继续保持两位数增长。

糖蜜价格高位，毛利率承压，水解糖产能的逐步释放预计将有效控制成本波动。今年上半年，公司毛利率 26.71%，同比下降 5.13pct，Q2 毛利率 26.75%，同比-3.65pct。2020 年至今，酵母主要成本糖蜜价格上涨 60% 左右，其中，2022 年一季度公司全年糖蜜采购工作已结束，均价较去年增长 20% 左右，预计今年原材料成本压力依然较大。去年 9-11 月公司分步对不同产品进行了 10%-30% 不同幅度的提价，对今年销量产生一定影响，同时提价幅度未能完全覆盖成本上涨的幅度，公司毛利率依然承压。为了降低对糖蜜的依赖性，缓解糖蜜价格波动对公司带来的影响，公司已通过水解糖工艺的使用替代了部分糖蜜使用需求，水解糖项目于今年 7 月陆续开始投产。虽然目前水解糖成本与糖蜜差距不大，但公司正通过自主研发、工艺改进等多种措施进一步降低水解糖成本，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。

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

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：Wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	62.2-36.66
总市值（亿元）	414.33
流通市值（亿元）	392.76
总股本/流通 A 股（万股）	86,934/86,934
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.85

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

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%。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 125.49、143.73、167.43 亿元，归母净利润分别为 14.03、17.59、21.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.60、2.00、2.47。当前股价对应 PE 分别为 30、24、19 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。

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	12,549.19	14,373.18	16,742.55
增长率（%）	16.73%	19.50%	17.55%	14.53%	16.48%
归母净利润（百万元）	1,422.13	1,321.48	1,403.22	1,759.25	2,165.77
增长率（%）	51.31%	-7.08%	6.18%	25.37%	23.11%
净资产收益率（%）	23.29%	19.09%	16.50%	18.26%	19.73%
每股收益(元)	1.66	1.59	1.60	2.00	2.47
PE	28.64	30.01	29.82	23.78	19.32
PB	6.67	5.79	4.92	4.34	3.81

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		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	4445	5468	5724	7603	10082	营业收入	8933	10675	12549	14373	16743
货币资金	1107	1296	1475	3265	5244	营业成本	5896	7757	9199	10412	12021
应收账款	799	1123	1259	1413	1696	营业税金及附加	79	87	109	121	143
其他应收款	0	33	39	44	52	营业费用	646	668	690	747	854
预付款项	179	279	379	502	638	管理费用	314	359	944	1078	1239
存货	1993	2251	2268	1997	1976	财务费用	104	79	25	40	40
其他流动资产	154	232	305	381	476	研发费用	-46.96	-31.96	-32.22	-37.05	-33.74
非流动资产合计	6362	7978	7365	6981	6524	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	5525.86	5203.76	4791.17	投资净收益	1626	1499	1614	2013	2482
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
资产总计	10807	13446	9438	9600	10927	营业外收入	1627	1517	1624	2023	2494
流动负债合计	3125	4469	2535	2650	3001	营业外支出	205	195	220	263	328
短期借款	1141	2035	132	0	0	利润总额	1422	1321	1403	1759	2166
应付账款	1088	1317	1608	1782	2079	所得税	51	13	14	17	21
预收款项	0	0	-85	-134	-219	净利润	1372	1309	1389	1742	2145
一年内到期的非流动负债	143	158	100	200	300	少数股东损益	4126	4403	2438	2909	3403
非流动负债合计	1494	1776	1961	2208	2528	归属母公司净利润	1.66	1.59	1.60	2.00	2.47
长期借款	1245	1468	1768	2068	2368	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	4619	6245	4496	4859	5529	成长能力					
少数股东权益	298	347	361	378	399	营业收入增长	16.73%	19.50%	17.55%	14.53%	16.48%
实收资本（或股本）	824	833	869	869	869	营业利润增长	47.87%	-7.77%	7.66%	24.72%	23.28%
资本公积	653	929	929	929	929	归属于母公司净利润增长	6.18%	25.37%	6.18%	25.37%	23.11%
未分配利润	4380	5270	5577	6031	6535	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5890	6854	8423	9538	10868	毛利率(%)	34.00%	27.34%	26.70%	27.56%	28.20%
负债和所有者权益	10807	13446	13280	14774	16797	净利率(%)	15.92%	12.38%	11.18%	12.24%	12.94%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	12.69%	9.73%	14.72%	18.15%	19.63%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	23.29%	19.09%	16.50%	18.26%	19.73%
经营活动现金流	1869	1319	2081	2657	2807	偿债能力					
净利润	1422	1321	1403	1759	2166	资产负债率(%)	43%	46%	34%	33%	33%
折旧摊销	624.65	796.89	798.68	856.41	881.35	流动比率	1.42	1.22	2.26	2.87	3.36
财务费用	104	79	25	40	40	速动比率	0.78	0.72	1.36	2.12	2.70
应收帐款减少	15	-324	-136	-154	-283	营运能力					
预收帐款增加	-121	0	-85	-49	-85	总资产周转率	0.86	0.88	0.94	1.02	1.06
投资活动现金流	-777	-1951	-195	-429	-385	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	8.58	8.48	8.67
长期投资减少	0	0	177	-63	-17	每股指标（元）					
投资收益	-3	8	-1	1	3	每股收益(最新摊薄)	1.66	1.59	1.60	2.00	2.47
筹资活动现金流	-467	840	-1927	-438	-444	每股净现金流(最新摊薄)	0.76	0.25	-0.05	2.06	2.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.15	8.23	9.69	10.97	12.50
长期借款增加	-183	223	300	300	300	估值比率					
普通股增加	0	9	36	0	0	P/E	28.64	30.01	29.82	23.78	19.32
资本公积增加	2	275	0	0	0	P/B	6.67	5.79	4.92	4.34	3.81
现金净增加额	626	208	-41	1790	1979	EV/EBITDA	9.86	9.55	17.21	13.90	11.42

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
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
行业普通报告	食品饮料行业报告：大宗商品价格持续回落，食品企业下半年有望迎毛利改善	2022-07-11
行业普通报告	食品饮料行业报告：市场担忧中报业绩，复苏仍是下半年投资主线	2022-07-04
行业普通报告	食品饮料行业报告：中外奶价表现趋于平稳，均存在较强支撑	2022-06-30
行业普通报告	食品饮料行业报告：疫情修复行情持续，餐饮产业链迎布局机会	2022-06-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：复苏预期引爆板块投资热情，需求有望进一步提振	2022-06-13
行业深度报告	食品饮料：基本面进入磨底期，下半年有望迎来复苏	2022-06-01

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的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法律责任。

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）：

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）：

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：

看好：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

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

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：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526