

安琪酵母 (600298.SH) 成本困境已过, 海外有望提价

2023年04月02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

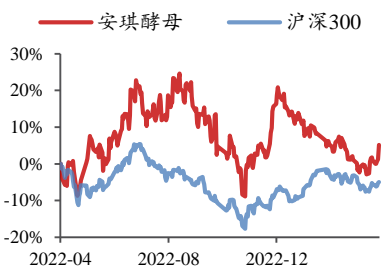
fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790520100003

日期	2023/3/31
当前股价(元)	41.75
一年最高最低(元)	49.84/35.60
总市值(亿元)	362.79
流通市值(亿元)	359.36
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.61
近3个月换手率(%)	65.78

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《成本拐点, 估值和业绩有望双击——公司首次覆盖报告》-2022.11.27

● 估值低点, 海外市场有望提价, 维持“买入评级”

2022年营收128.43亿元、同比+20.31%, 扣非前后归母净利13.21、11.14亿元, 同比+0.97%、+5.11%; 2022Q4营收38.61亿元, 同比+25.29%, 扣非前后归母净利4.24、3.07亿元, 分别同比+45.96%、+90.04%。因糖蜜成本下降低于预期, 下调2023-2024年归母净利预测至15.47、19.49亿元(前次16.94、22.35亿), 新增2025年归母净利润预测25.59亿元, 对应2023-2025年EPS 1.78、2.24、2.94元, 当前股价对应2023-2025年23.4、18.6、14.2倍PE, 海外市场有望提价, 维持“买入”评级。

● 2022年国内消化提价影响、国际增长, 制糖支撑收入规模增长

从产品看: (1) 酵母系列继续稳定增长, 2022年营收同比+12.98%; (2) 制糖业务爆发, 2022年营收同比+68.09%; (3) 2022年包装和奶制品营收同比+13.92%、-74.99%。分区域看: (1) 国内市场2022年全年营收88.68亿元、+13.92%, 提价后实际销量略有下滑, 主因下游烘焙需求疲软; (2) 海外营收39.23亿元、+39.02%, 海外市场自2022Q2以来持续加速, 主因公司抓住对手退出俄罗斯市场、欧洲产能高成本下供给不足下抢占市场份额。

● 2022年成本高企, 净利率底部运行

2022年净利率10.50%、同比-1.88pct, 其中毛利率同比-2.54pct, 酵母、制糖、包装、奶制品毛利率同比-1.35pct、+3.15pct、-4.60pct、-3.21pct, 主因糖蜜成本上涨。销售费用率管理费用率同比-0.57pct、-0.33pct, 主因薪酬费用率下降。

● 2023年平稳增长、成本困境已过, 提价动作有待观察

已完成采购的糖蜜价格同比略降, 自产水解糖价格略高于糖蜜, 预计综合成本同比持平, 成本困境已过、长期成本管控更加灵活, 展望2024年全球大宗农产品有望回落、糖蜜价格有望下降。2023年在十四五规划引领下, 公司收入有望保持快速增长, 海外市场增长较好, 或有望再提价。

● 风险提示: 汇率波动风险、产能消化风险、国际需求下降风险

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,675	12,843	14,810	16,922	19,549
YOY(%)	19.5	20.3	15.3	14.3	15.5
归母净利润(百万元)	1,309	1,321	1,547	1,949	2,559
YOY(%)	-4.6	1.0	17.1	26.0	31.3
毛利率(%)	27.3	24.8	24.5	26.3	27.8
净利率(%)	12.3	10.3	10.4	11.5	13.1
ROE(%)	18.4	14.0	14.7	16.2	18.0
EPS(摊薄/元)	1.51	1.52	1.78	2.24	2.94
P/E(倍)	27.7	27.5	23.4	18.6	14.2
P/B(倍)	5.3	3.9	3.5	3.1	2.6

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5468	6667	8177	10073	10656
现金	1296	1291	2854	3388	3840
应收票据及应收账款	1123	1583	1293	2127	1745
其他应收款	33	25	52	30	68
预付账款	279	233	379	308	492
存货	2251	3007	3092	3702	3998
其他流动资产	486	528	507	517	512
非流动资产	7978	10263	10856	11574	12352
长期投资	0	25	24	36	43
固定资产	5659	7066	8389	9287	10157
无形资产	532	610	646	693	752
其他非流动资产	1787	2562	1798	1557	1400
资产总计	13446	16930	19033	21647	23008
流动负债	4469	6705	7628	8690	7881
短期借款	2035	2515	4780	5260	4363
应付票据及应付账款	1478	1923	1960	2400	2522
其他流动负债	956	2267	888	1030	996
非流动负债	1776	616	651	648	640
长期借款	1468	310	344	341	333
其他非流动负债	308	306	307	307	307
负债合计	6245	7321	8279	9338	8521
少数股东权益	347	351	384	425	478
股本	833	869	869	869	869
资本公积	929	2373	2373	2373	2373
留存收益	5766	6671	7733	9090	10858
归属母公司股东权益	6854	9257	10370	11884	14008
负债和股东权益	13446	16930	19033	21647	23008

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1319	1069	2422	2218	3703
净利润	1321	1349	1579	1990	2612
折旧摊销	551	600	740	902	1065
财务费用	79	6	22	137	97
投资损失	-8	-6	-3	-5	-5
营运资金变动	-704	-1118	77	-801	-67
其他经营现金流	80	238	7	-4	1
投资活动现金流	-1951	-2514	-1330	-1614	-1837
资本支出	1989	2536	710	647	800
长期投资	27	0	0	-9	-7
其他投资现金流	65	22	-619	-976	-1043
筹资活动现金流	840	1411	-2035	-430	-576
短期借款	894	480	-240	120	-60
长期借款	223	-1158	34	-3	-8
普通股增加	9	36	0	0	0
资本公积增加	275	1445	0	0	0
其他筹资现金流	-560	608	-1829	-547	-508
现金净增加额	190	-6	-942	174	1290

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10675	12843	14810	16922	19549
营业成本	7757	9658	11176	12465	14118
营业税金及附加	87	93	112	126	147
营业费用	668	730	809	924	1067
管理费用	359	390	539	557	576
研发费用	475	536	652	745	860
财务费用	79	6	22	137	97
资产减值损失	-32	-60	-61	-72	-82
其他收益	279	234	257	246	251
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	6	3	5	5
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1499	1581	1822	2292	3023
营业外收入	26	18	21	20	20
营业外支出	9	4	6	5	5
利润总额	1517	1595	1837	2306	3038
所得税	195	246	258	317	426
净利润	1321	1349	1579	1990	2612
少数股东损益	13	28	32	41	54
归属母公司净利润	1309	1321	1547	1949	2559
EBITDA	2249	2329	2747	3430	4297
EPS(元)	1.51	1.52	1.78	2.24	2.94

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.5	20.3	15.3	14.3	15.5
营业利润(%)	-7.8	5.5	15.3	25.8	31.9
归属于母公司净利润(%)	-4.6	1.0	17.1	26.0	31.3
获利能力					
毛利率(%)	27.3	24.8	24.5	26.3	27.8
净利率(%)	12.3	10.3	10.4	11.5	13.1
ROE(%)	18.4	14.0	14.7	16.2	18.0
ROIC(%)	13.8	10.6	10.9	12.3	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	43.2	43.5	43.1	37.0
净负债比率(%)	35.4	33.2	23.7	20.5	8.2
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	11.1	9.5	10.3	9.9	10.1
应付账款周转率	5.8	5.7	5.8	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.52	1.78	2.24	2.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.23	2.79	2.55	4.26
每股净资产(最新摊薄)	7.89	10.65	11.93	13.68	16.12
估值比率					
P/E	27.7	27.5	23.4	18.6	14.2
P/B	5.3	3.9	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	17.4	17.1	14.3	11.4	8.8

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