

# 安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 增长质量提升, Q1 业绩略超预期

### 业绩简评

事件: 4月10日公司发布业绩预增公告, 预计23Q1收入33.35-34.87亿元, 同比+10-15%; 归母净利润3.44-3.69亿元, 同比+10%-18%; 扣非净利润3.22-3.47亿元, 同比+22%-31%, 利润略超预期。

### 经营分析

主业修复势能向好, 贸易糖业务剥离拖累收入增长。拆分各项业务来看, 1) 疫后下游烘焙工厂需求回暖, 带动烘焙面业务高增, 预计Q1酵母主业收入+20-30% (量10%+, 价10%+) 2) 制糖业务预计-25%以上 (全年预计剥离4-5e, 假定Q1减少1-1.25e), 显著拖累收入增长。分地区来看, 国内/国外收入增速均维持双位数增长, 国外略快于国内。

产品结构优化致利润率提升, 23Q1净利率预计同比+0-0.3pct, 扣非净利率同比+0.9-1.2pct。利润增速快于收入, Q1出现改善势头, 主要系1) 产品结构改善, 低毛利的制糖业务占比下降; 2) 22-23年榨季, 糖蜜采购成本同比基本持平。随着三大工厂陆续投入使用, 水解糖占今年原材料比重预计提升至30%以上, 随着水解糖替代率不断提升, 有望对糖蜜价格形成约束, 且技术逐步优化可降低生产成本, 目前已经实现比外采价格便宜。

公司经营企稳, 注重收入和利润并行。短期剥离制糖业务导致收入端受损, 中长期有助于回归主业, 改善利润结构。作为全球酵母龙头, 随着产能在23-25年逐步扩充落地, 25年200亿营收目标有望达成。看好利润端双重改善, 1) 下游烘焙需求回暖, 高毛利的酵母主业销量修复, 而制糖、贸易等低毛利业务将逐步剥离, 产品结构趋于良性。2) 短期位于利润底部, 后续随着水解糖替代率提升及上游具备扩产可能性, 成本压制逐步解除, 毛利率修复释放利润弹性。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到此前公司公布的23年预算 (收入+12%, 利润+10%) 并未考虑提价、汇率波动等因素。我们认为成本端企稳背景下, 产品结构不断优化, 利润增速大概率快于收入。预计23-25年公司归母净利润分别为15.8/19.3/22.7亿元, 同比+19%/22%/18%, 对应PE分别为22x/18x/16x, 维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险; 新品放量不及预期; 市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 40.70元

相关报告:

- 《安琪酵母公司点评: 短期成本扰动, 不改长期价值》, 2023.3.31
- 《新一轮产能扩张, 加固护城河优势-安琪酵母首次覆盖报告》, 2022.11.8



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,675	12,843	14,975	17,385	20,000
营业收入增长率	19.50%	20.31%	16.60%	16.10%	15.04%
归母净利润(百万元)	1,309	1,321	1,577	1,931	2,274
归母净利润增长率	-4.59%	0.97%	19.35%	22.44%	17.78%
摊薄每股收益(元)	1.571	1.520	1.815	2.222	2.617
每股经营性现金流净额	1.58	1.23	1.90	3.51	4.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.09%	14.27%	15.18%	16.36%	16.78%
P/E	38.42	29.74	22.43	18.32	15.55
P/B	7.33	4.24	3.40	3.00	2.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>8,933</b>	<b>10,675</b>	<b>12,843</b>	<b>14,975</b>	<b>17,385</b>	<b>20,000</b>	货币资金	1,107	1,296	1,291	1,271	1,459	1,667	
增长率	19.5%	20.3%	16.6%	16.1%	15.0%		应收款项	1,012	1,410	1,790	2,218	2,463	2,778	
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,896</b>	<b>-7,757</b>	<b>-9,658</b>	<b>-11,110</b>	<b>-12,715</b>	<b>-14,455</b>	存货	1,993	2,251	3,007	3,501	3,832	4,079	
%销售收入	66.0%	72.7%	75.2%	74.2%	73.1%	72.3%	其他流动资产	333	511	579	740	749	674	
<b>毛利</b>	<b>3,037</b>	<b>2,918</b>	<b>3,186</b>	<b>3,865</b>	<b>4,670</b>	<b>5,545</b>	流动资产	4,445	5,468	6,667	7,730	8,502	9,198	
%销售收入	34.0%	27.3%	24.8%	25.8%	26.9%	27.7%	%总资产	41.1%	40.7%	39.4%	38.7%	39.5%	39.8%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-79</b>	<b>-87</b>	<b>-93</b>	<b>-105</b>	<b>-122</b>	<b>-140</b>	长期投资	261	405	759	1,139	1,129	1,119	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	5,537	6,584	8,470	9,825	10,561	11,232	
<b>销售费用</b>	<b>-646</b>	<b>-668</b>	<b>-730</b>	<b>-869</b>	<b>-1,008</b>	<b>-1,160</b>	%总资产	51.2%	49.0%	50.0%	49.3%	49.0%	48.6%	
%销售收入	7.2%	6.3%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	无形资产	410	581	654	739	824	907	
<b>管理费用</b>	<b>-314</b>	<b>-359</b>	<b>-390</b>	<b>-449</b>	<b>-522</b>	<b>-600</b>	非流动资产	6,362	7,978	10,263	12,218	13,044	13,890	
%销售收入	3.5%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	58.9%	59.3%	60.6%	61.3%	60.5%	60.2%	
<b>研发费用</b>	<b>-386</b>	<b>-475</b>	<b>-536</b>	<b>-651</b>	<b>-713</b>	<b>-820</b>	<b>资产总计</b>	<b>10,807</b>	<b>13,446</b>	<b>16,930</b>	<b>19,948</b>	<b>21,547</b>	<b>23,088</b>	
%销售收入	4.3%	4.5%	4.2%	4.4%	4.1%	4.1%	短期借款	1,284	2,193	3,967	5,389	4,532	3,540	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,612</b>	<b>1,329</b>	<b>1,437</b>	<b>1,791</b>	<b>2,306</b>	<b>2,825</b>	应付款项	1,239	1,760	2,204	2,284	2,607	2,993	
%销售收入	18.0%	12.4%	11.2%	12.0%	13.3%	14.1%	其他流动负债	603	516	534	552	811	950	
<b>财务费用</b>	<b>-104</b>	<b>-79</b>	<b>-6</b>	<b>-162</b>	<b>-295</b>	<b>-299</b>	流动负债	3,125	4,469	6,705	8,225	7,951	7,484	
%销售收入	1.2%	0.7%	0.0%	1.1%	1.7%	1.5%	长期贷款	1,245	1,468	310	610	1,010	1,210	
<b>资产减值损失</b>	<b>-42</b>	<b>-38</b>	<b>-91</b>	<b>-20</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	其他长期负债	249	308	306	343	379	408	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	<b>4,619</b>	<b>6,245</b>	<b>7,321</b>	<b>9,178</b>	<b>9,339</b>	<b>9,101</b>	
<b>投资收益</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,890</b>	<b>6,854</b>	<b>9,257</b>	<b>10,391</b>	<b>11,800</b>	<b>13,553</b>	
%税前利润	n.a	0.5%	0.4%	0.8%	1.3%	0.8%	其中：股本	824	833	869	869	869	869	
<b>营业利润</b>	<b>1,626</b>	<b>1,499</b>	<b>1,581</b>	<b>1,824</b>	<b>2,231</b>	<b>2,636</b>	未分配利润	4,380	5,270	6,175	7,317	8,727	10,479	
营业利润率	18.2%	14.0%	12.3%	12.2%	12.8%	13.2%	少数股东权益	298	347	351	379	407	434	
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,807</b>	<b>13,446</b>	<b>16,930</b>	<b>19,948</b>	<b>21,547</b>	<b>23,088</b>	
<b>税前利润</b>	<b>1,627</b>	<b>1,517</b>	<b>1,595</b>	<b>1,844</b>	<b>2,251</b>	<b>2,646</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	18.2%	14.2%	12.4%	12.3%	12.9%	13.2%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-205</b>	<b>-195</b>	<b>-246</b>	<b>-240</b>	<b>-293</b>	<b>-344</b>	每股收益	1.664	1.571	1.520	1.815	2.222	2.617	
所得税率	12.6%	12.9%	15.4%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	7.147	8.230	10.653	11.958	13.580	15.597	
<b>净利润</b>	<b>1,422</b>	<b>1,321</b>	<b>1,349</b>	<b>1,605</b>	<b>1,958</b>	<b>2,302</b>	每股经营现金净流	2.268	1.584	1.230	1.899	3.513	4.012	
少数股东损益	51	13	28	28	28	28	每股股利	0.400	0.500	0.500	0.500	0.600	0.600	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,372</b>	<b>1,309</b>	<b>1,321</b>	<b>1,577</b>	<b>1,931</b>	<b>2,274</b>	<b>回报率</b>							
净利率	15.4%	12.3%	10.3%	10.5%	11.1%	11.4%	净资产收益率	23.29%	19.09%	14.27%	15.18%	16.36%	16.78%	
							总资产收益率	12.69%	9.73%	7.80%	7.91%	8.96%	9.85%	
							投入资本收益率	16.02%	10.54%	8.68%	9.20%	11.18%	12.96%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	16.73%	19.50%	20.31%	16.60%	16.10%	15.04%	
							EBIT增长率	41.96%	-17.55%	8.12%	24.63%	28.77%	22.51%	
							净利润增长率	52.14%	-4.59%	0.97%	19.35%	22.44%	17.78%	
							总资产增长率	9.09%	24.41%	25.91%	17.83%	8.02%	7.16%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	32.9	32.9	38.5	39.2	37.0	36.0	
							存货周转天数	123.3	99.9	99.4	115.0	110.0	103.0	
							应付账款周转天数	62.1	56.6	58.3	63.0	60.0	60.0	
							固定资产周转天数	212.6	193.5	200.8	174.8	149.2	127.4	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	22.98%	32.84%	31.08%	43.89%	33.45%	22.04%	
							EBIT利息保障倍数	15.5	16.9	245.4	11.1	7.8	9.4	
							资产负债率	42.74%	46.44%	43.24%	46.01%	43.35%	39.42%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402