

安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主业逐步修复，期待成本改善

业绩简评

公司于4月27日发布一季报，23Q1实现营业收入34.0亿元，同比+12.0%；实现归母净利润3.5亿元，同比+12.8%；扣非净利润为3.3亿元，同比+24.8%。

经营分析

主业酵母稳健，制糖仍有贡献。1)分产品来看，23Q1酵母及深加工实现收入23.3亿元，同比+5.4%。拆分来看，烘焙面食业务增速最快，YE增速放缓，而保健品等仍有拖累。2)制糖/包装/其他分别实现收入4.8/1.1/4.6亿元，同比+33.2%/1.7%/41.6%，系Q1糖价涨幅明显，电商业务表现突出。2)分地区来看，国内/国外实现收入22.0/11.7亿元，同比+11.7%/+40.7%。22Q1海外产品提价+海运成本压力，基数较低；23年在6个海外事业部招聘当地员工，深度融入当地市场，提升市占率。

短期成本承压，降本增效对冲。23Q1毛利率为25.4%，同比-1.3pct，环比+1.5pct。同比下降系春节后糖蜜价格上涨，且水解糖项目处于爬坡期。环比改善主要系1)水解糖技术优化，生产成本降低。2)产品结构调整，低毛利的制糖业务占比环比-5.9pct。23Q1净利率为10.9%，同比+0.4pct，系销售费率优化、利息支出和汇兑损失减少。23Q1销售/财务费用率分别同比-1.5pct/-0.6pct。

经营企稳修复，利润有望改善。随着疫后下游烘焙修复、YE渗透率持续提升，预计酵母主业有望恢复常态化增长。短期贸易糖业务剥离或有收入冲击，但中长期看利润结构逐步优化。成本端，水解糖技术逐步完善，将有效压制糖蜜价格，降低成本压力，23Q4新榨季成本拐点可期。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年归母净利分别为15.8/19.3/22.7亿元，分别同比增长19%/22%/18%，对应PE分别为22x/18x/15x，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

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.00元

相关报告：

- 《安琪酵母公司点评：增长质量提升，Q1业绩略超预期》，2023.4.11
- 《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 | |
| 主营业务收入 | 8,933 | 10,675 | 12,843 | 14,975 | 17,385 | 20,000 | 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 | |
| 主营业务成本 | -5,896 | -7,757 | -9,658 | -11,110 | -12,715 | -14,455 | 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 | |
| 毛利 | 3,037 | 2,918 | 3,186 | 3,865 | 4,670 | 5,545 | 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% | |
| 营业税金及附加 | -79 | -87 | -93 | -105 | -122 | -140 | 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 | |
| 销售费用 | -646 | -668 | -730 | -869 | -1,008 | -1,160 | %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 | |
| 管理费用 | -314 | -359 | -390 | -449 | -522 | -600 | 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% | |
| 研发费用 | -386 | -475 | -536 | -651 | -713 | -820 | 资产总计 | 10,807 | 13,446 | 16,930 | 19,948 | 21,547 | 23,088 | |
| %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 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,612 | 1,329 | 1,437 | 1,791 | 2,306 | 2,825 | 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 | |
| 财务费用 | -104 | -79 | -6 | -162 | -295 | -299 | 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 | |
| 资产减值损失 | -42 | -38 | -91 | -20 | -10 | -10 | 其他长期负债 | 249 | 308 | 306 | 343 | 379 | 408 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 4,619 | 6,245 | 7,321 | 9,178 | 9,339 | 9,101 | |
| 投资收益 | -3 | 8 | 6 | 15 | 30 | 20 | 普通股股东权益 | 5,890 | 6,854 | 9,257 | 10,391 | 11,800 | 13,553 | |
| %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 | |
| 营业利润 | 1,626 | 1,499 | 1,581 | 1,824 | 2,231 | 2,636 | 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 | |
| 营业外收支 | 2 | 18 | 14 | 20 | 20 | 10 | 负债股东权益合计 | 10,807 | 13,446 | 16,930 | 19,948 | 21,547 | 23,088 | |
| 税前利润 | 1,627 | 1,517 | 1,595 | 1,844 | 2,251 | 2,646 | 比率分析 | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润率 | 18.2% | 14.2% | 12.4% | 12.3% | 12.9% | 13.2% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -205 | -195 | -246 | -240 | -293 | -344 | 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 | |
| 净利润 | 1,422 | 1,321 | 1,349 | 1,605 | 1,958 | 2,302 | 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 | |
| 归属于母公司的净利润 | 1,372 | 1,309 | 1,321 | 1,577 | 1,931 | 2,274 | 回报率 | | | | | | | |
| 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% | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 12.69% | 9.73% | 7.80% | 7.91% | 8.96% | 9.85% | |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 投入资本收益率 | 16.02% | 10.54% | 8.68% | 9.20% | 11.18% | 12.96% | |
| 净利润 | 1,422 | 1,321 | 1,349 | 1,605 | 1,958 | 2,302 | 增长率 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 51 | 13 | 28 | 28 | 28 | 28 | 主营业务收入增长率 | 16.73% | 19.50% | 20.31% | 16.60% | 16.10% | 15.04% | |
| 非现金支出 | 551 | 601 | 708 | 732 | 793 | 859 | EBIT增长率 | 41.96% | -17.55% | 8.12% | 24.63% | 28.77% | 22.51% | |
| 非经营收益 | 108 | 101 | 35 | 297 | 304 | 288 | 净利润增长率 | 52.14% | -4.59% | 0.97% | 19.35% | 22.44% | 17.78% | |
| 营运资金变动 | -212 | -704 | -1,023 | -984 | -2 | 37 | 总资产增长率 | 9.09% | 24.41% | 25.91% | 17.83% | 8.02% | 7.16% | |
| 经营活动现金净流 | 1,869 | 1,319 | 1,069 | 1,650 | 3,053 | 3,487 | 资产管理能力 | | | | | | | |
| 资本开支 | -777 | -1,978 | -2,512 | -2,255 | -1,542 | -1,652 | 应收账款周转天数 | 32.9 | 32.9 | 38.5 | 39.2 | 37.0 | 36.0 | |
| 投资 | 0 | 27 | -2 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 123.3 | 99.9 | 99.4 | 115.0 | 110.0 | 103.0 | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | -385 | 30 | 20 | 应付账款周转天数 | 62.1 | 56.6 | 58.3 | 63.0 | 60.0 | 60.0 | |
| 投资活动现金净流 | -777 | -1,951 | -2,514 | -2,640 | -1,512 | -1,632 | 固定资产周转天数 | 212.6 | 193.5 | 200.8 | 174.8 | 149.2 | 127.4 | |
| 股权募资 | 3 | 268 | 1,408 | -9 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 债权募资 | -266 | 1,119 | 617 | 1,705 | -456 | -792 | 净负债/股东权益 | 22.98% | 32.84% | 31.08% | 43.89% | 33.45% | 22.04% | |
| 其他 | -203 | -547 | -614 | -723 | -894 | -853 | EBIT利息保障倍数 | 15.5 | 16.9 | 245.4 | 11.1 | 7.8 | 9.4 | |
| 筹资活动现金净流 | -467 | 840 | 1,411 | 974 | -1,351 | -1,645 | 资产负债率 | 42.74% | 46.44% | 43.24% | 46.01% | 43.35% | 39.42% | |
| 现金净流量 | 655 | 190 | -6 | -16 | 190 | 210 | | | | | | | | |

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 |