



安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主业稳健增长，期待利润弹性

业绩简评

8月23日公司发布半年报,23H1实现营收67.14亿元,同比+10.2%;实现归母净利润6.69亿元,同比+0.1%;扣非归母净利润6.11亿元,同比+2.6%。其中,23Q2实现营收33.17亿元,同比+8.4%;实现归母净利润3.16亿元,同比-11.0%;扣非归母净利润2.81亿元,同比-15.1%,业绩略低于预期。

经营分析

主业需求弱复苏，国外收入增速放缓。1)分业务看,23Q2酵母及深加工销售收入为23.78亿元,同比+8.9%,其中烘焙面食双位数增长,衍生品个位数增长,保健品下滑。23Q2制糖/包装产品销售收入分别为3.16/1.15亿元,同比+40.5%/-16.2%,制糖业务高增系Q2白砂糖价格高涨。2)分区域看,23Q2国内/国外业务实现收入20.7/12.2亿元,同比+6.8%/13.2%,国外增速快于国内,系疫后销售活动正常开展,海外市占率逐步提升。

产品结构调整扰动毛利率，费率优化&政府补助增益利润。1)23Q2毛利率23.6%，同比-3.1pct。预计原材料价格同比持平，毛利率下降主要系产品结构变化，C端小包装酵母需求减少，同时其他高毛利产品占比下降。23H1酵母销量提升大个位数，单价同比下降。2)23Q2净利率为9.9%，同比-2.0pct，销售费率优化、政府补助增加对冲成本压力。23Q2销售费率/管理费率同比-0.6pct/+0.2pct，政府补助为0.35亿元，同比+73.2%；23H1汇兑损益为0.34亿元，同比-38.9%。

主业需求持续修复，盈利能力有望改善。随着下游消费场景打开，烘焙面食、YE需求逐步恢复，保健品内部优化后有望止损，收入预计达成年初目标。今年原材料价格基本锁定，水解糖预计实现50%替代率，成本结构逐步优化，且海外存在提价预期，预计毛利率环比改善。未来随着水解糖技术优化，费率结构改善，公司盈利弹性有望释放。

盈利预测、估值与评级

考虑到主业需求恢复不及预期，以及产品结构变化，我们分别下调23-25年归母净利6%/9%/9%。我们预计公司23-25年归母净利分别为14.9/17.7/20.6亿元，同比增长13%/19%/17%，对应PE分别为20x/17x/14x，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

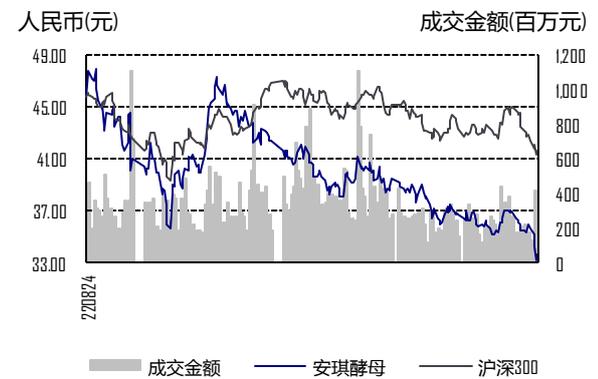
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.59元

相关报告：

- 《安琪酵母公司点评：主业逐步修复，期待成本改善》，2023.4.30
- 《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



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	14,530	16,394	18,334
营业收入增长率	19.50%	20.31%	13.13%	12.83%	11.83%
归母净利润(百万元)	1,309	1,321	1,487	1,766	2,063
归母净利润增长率	-4.59%	0.97%	12.57%	18.74%	16.82%
摊薄每股收益(元)	1.571	1.520	1.712	2.033	2.375
每股经营性现金流净额	1.58	1.23	2.61	3.16	3.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.09%	14.27%	14.37%	15.23%	15.70%
P/E	38.42	29.74	19.62	16.52	14.15
P/B	7.33	4.24	2.82	2.52	2.22

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8,933	10,675	12,843	14,530	16,394	18,334
增长率		19.5%	20.3%	13.1%	12.8%	11.8%
主营业务成本	-5,896	-7,757	-9,658	-10,955	-12,271	-13,510
%销售收入	66.0%	72.7%	75.2%	75.4%	74.9%	73.7%
毛利	3,037	2,918	3,186	3,575	4,122	4,824
%销售收入	34.0%	27.3%	24.8%	24.6%	25.1%	26.3%
营业税金及附加	-79	-87	-93	-102	-115	-128
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-646	-668	-730	-756	-820	-917
%销售收入	7.2%	6.3%	5.7%	5.2%	5.0%	5.0%
管理费用	-314	-359	-390	-465	-492	-550
%销售收入	3.5%	3.4%	3.0%	3.2%	3.0%	3.0%
研发费用	-386	-475	-536	-610	-672	-752
%销售收入	4.3%	4.5%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	1,612	1,329	1,437	1,642	2,024	2,477
%销售收入	18.0%	12.4%	11.2%	11.3%	12.3%	13.5%
财务费用	-104	-79	-6	-106	-180	-184
%销售收入	1.2%	0.7%	0.0%	0.7%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-42	-38	-91	-20	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	8	6	5	8	10
%税前利润	n.a	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
营业利润	1,626	1,499	1,581	1,721	2,042	2,393
营业利润率	18.2%	14.0%	12.3%	11.8%	12.5%	13.1%
营业外收支	2	18	14	20	20	10
税前利润	1,627	1,517	1,595	1,741	2,062	2,403
利润率	18.2%	14.2%	12.4%	12.0%	12.6%	13.1%
所得税	-205	-195	-246	-226	-268	-312
所得税率	12.6%	12.9%	15.4%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,422	1,321	1,349	1,515	1,794	2,091
少数股东损益	51	13	28	28	28	28
归属于母公司的净利润	1,372	1,309	1,321	1,487	1,766	2,063
净利率	15.4%	12.3%	10.3%	10.2%	10.8%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,422	1,321	1,349	1,515	1,794	2,091
少数股东损益	51	13	28	28	28	28
非现金支出	551	601	708	760	849	915
非经营收益	108	101	35	252	210	181
营运资金变动	-212	-704	-1,023	-261	-106	-249
经营活动现金净流	1,869	1,319	1,069	2,266	2,747	2,937
资本开支	-777	-1,978	-2,512	-1,305	-1,242	-1,352
投资	0	27	-2	0	0	0
其他	0	0	0	-395	8	10
投资活动现金净流	-777	-1,951	-2,514	-1,700	-1,234	-1,342
股权募资	3	268	1,408	42	0	0
债权募资	-266	1,119	617	9	-589	-712
其他	-203	-547	-614	-667	-779	-735
筹资活动现金净流	-467	840	1,411	-616	-1,368	-1,447
现金净流量	655	190	-6	-50	145	148

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,107	1,296	1,291	1,238	1,380	1,526
应收款项	1,012	1,410	1,790	1,945	2,149	2,353
存货	1,993	2,251	3,007	3,061	3,362	3,701
其他流动资产	333	511	579	623	608	645
流动资产	4,445	5,468	6,667	6,867	7,499	8,227
%总资产	41.1%	40.7%	39.4%	37.9%	39.0%	40.3%
长期投资	261	405	759	1,139	1,129	1,119
固定资产	5,537	6,584	8,470	8,847	9,228	9,543
%总资产	51.2%	49.0%	50.0%	48.9%	48.0%	46.7%
无形资产	410	581	654	739	824	907
非流动资产	6,362	7,978	10,263	11,240	11,710	12,200
%总资产	58.9%	59.3%	60.6%	62.1%	61.0%	59.7%
资产总计	10,807	13,446	16,930	18,107	19,210	20,427
短期借款	1,284	2,193	3,967	3,693	2,704	1,792
应付款项	1,239	1,760	2,204	2,164	2,423	2,668
其他流动负债	603	516	534	566	691	777
流动负债	3,125	4,469	6,705	6,423	5,818	5,237
长期贷款	1,245	1,468	310	610	1,010	1,210
其他长期负债	249	308	306	343	379	408
负债	4,619	6,245	7,321	7,376	7,206	6,854
普通股股东权益	5,890	6,854	9,257	10,352	11,597	13,139
其中：股本	824	833	869	869	869	869
未分配利润	4,380	5,270	6,175	7,228	8,473	10,014
少数股东权益	298	347	351	379	407	434
负债股东权益合计	10,807	13,446	16,930	18,107	19,210	20,427

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.664	1.571	1.520	1.712	2.033	2.375
每股净资产	7.147	8.230	10.653	11.915	13.348	15.122
每股经营现金净流	2.268	1.584	1.230	2.607	3.161	3.380
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.500	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	23.29%	19.09%	14.27%	14.37%	15.23%	15.70%
总资产收益率	12.69%	9.73%	7.80%	8.21%	9.19%	10.10%
投入资本收益率	16.02%	10.54%	8.68%	9.40%	11.06%	12.82%
增长率						
主营业务收入增长率	16.73%	19.50%	20.31%	13.13%	12.83%	11.83%
EBIT增长率	41.96%	-17.55%	8.12%	14.31%	23.24%	22.39%
净利润增长率	52.14%	-4.59%	0.97%	12.57%	18.74%	16.82%
总资产增长率	9.09%	24.41%	25.91%	6.96%	6.09%	6.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.9	32.9	38.5	38.0	37.0	36.0
存货周转天数	123.3	99.9	99.4	102.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	62.1	56.6	58.3	58.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	212.6	193.5	200.8	194.5	169.7	148.1
偿债能力						
净负债/股东权益	22.98%	32.84%	31.08%	28.56%	19.44%	10.86%
EBIT利息保障倍数	15.5	16.9	245.4	15.4	11.2	13.5
资产负债率	42.74%	46.44%	43.24%	40.73%	37.51%	33.55%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-08	买入	40.60	54.96~54.96
2	2023-03-31	买入	40.20	N/A
3	2023-04-11	买入	40.70	N/A
4	2023-04-30	买入	40.00	N/A

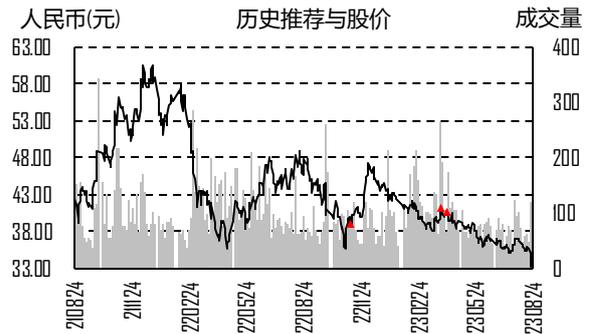
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究