

## 安琪酵母 (600298.SH) 国内需求恢复, 关注新榨季糖蜜成本

2023年08月25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	2023/8/25
当前股价(元)	32.67
一年最高最低(元)	49.35/32.20
总市值(亿元)	283.85
流通市值(亿元)	282.07
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.63
近3个月换手率(%)	45.26

### ● 估值低点, 新榨季成本有望下降, 维持“买入”评级

2023H1 公司营收 67.14 亿元, 同比+10.23%; 扣非前后归母净利润 6.69、6.11 亿元, 同比+0.13%、+2.63%。2023Q2 营收 33.17 亿元, 同比+8.45%; 扣非前后归母净利润 3.16、2.81 亿元, 同比-10.97%、-15.10%。因对手降价竞争加剧, 下调 2023-2025 年归母净利预测至 14.08、16.31、21.70 亿元 (前值 15.47、19.49、25.59 亿), 对应 2023-2025 年 EPS 1.62、1.88、2.50 元, 当前股价对应 2023-2025 年 20.7、17.9、13.4 倍 PE, 新榨季糖蜜成本有望下降, 维持“买入”评级。

### ● 国内收入逐步复苏, 高基数下国际市场有所放缓

(1) 分业务看, 2023Q2 酵母、制糖、包装、其他业务营收同比+8.9%、+40.5%、-16.2%、-1.1%, 环比 2023Q1 酵母、制糖业务增速提升, 预计主因白糖价格持续上涨以及国内酵母需求恢复。包装及其他业务增速环比 2023Q1 下降, 主因基数较高及业务逐渐趋于平稳。(2) 分区域看, 国内、国际市场营收同比+6.8%、+13.1%, 国内需求逐步恢复, 增速环比 2023Q1 提升, 国际市场增速相对放缓, 主因基数较高, 但环比 2023Q1 国际市场营收仍有增长。

### ● 受产品结构影响盈利能力有待恢复

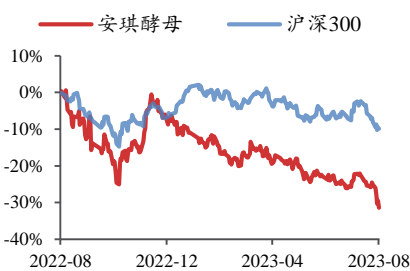
2023Q2 归母净利率同比降 2.08pct。其中公司毛利率同比降 3.10pct, 主因国际业务、制糖业务占比上升等因素影响, 后续国内需求逐步恢复后降幅有望收窄。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.57、+0.22、-0.72、-0.71pct, 销售费用率下降主因员工薪酬同比下降, 管理费用率略升主因薪酬和折旧摊销略有增长。

### ● 全年收入目标有望达成, 关注新榨季成本情况

展望全年国内需求弱复苏、增速有望逐步改善, 国际市场需求经历 2022 年高速增长之后继续完善渠道建设、推动销售本土化、扩大经销商规模, 综合来看全年收入双位数有望达成。当前来看, 全年利润目标受结构等因素影响虽然仍有压力, 但估值底部安全边际较高。同时叠加新榨季来临, 继续关注糖蜜成本变化。

### ● 风险提示: 汇率波动风险、产能消化风险、国际需求下降风险

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《成本困境已过, 收入快速增长——公司信息更新报告》-2023.5.4

《成本困境已过, 海外有望提价——公司信息更新报告》-2023.4.2

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

### 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	14,520	16,547	19,071
YOY(%)	19.5	20.3	13.1	14.0	15.3
归母净利润(百万元)	1,309	1,321	1,408	1,631	2,170
YOY(%)	-4.6	1.0	6.5	15.9	33.1
毛利率(%)	27.3	24.8	23.7	24.6	26.1
净利率(%)	12.3	10.3	9.7	9.9	11.4
ROE(%)	18.4	14.0	13.5	14.1	16.3
EPS(摊薄/元)	1.51	1.52	1.62	1.88	2.50
P/E(倍)	22.3	22.1	20.7	17.9	13.4
P/B(倍)	4.3	3.2	2.9	2.6	2.2

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
<b>流动资产</b>	5468	6667	7998	10035	10394
现金	1296	1291	2798	3312	3746
应收票据及应收账款	1123	1583	1237	2108	1670
其他应收款	33	25	50	30	66
预付账款	279	233	367	305	476
存货	2251	3007	3040	3763	3924
其他流动资产	486	528	507	517	512
<b>非流动资产</b>	7978	10263	10660	11337	12071
长期投资	0	25	24	36	43
固定资产	5659	7066	8206	9062	9887
无形资产	532	610	646	693	752
其他非流动资产	1787	2562	1784	1546	1389
<b>资产总计</b>	13446	16930	18658	21372	22465
<b>流动负债</b>	4469	6705	7421	8906	8224
短期借款	2035	2515	4618	5440	4769
应付票据及应付账款	1478	1923	1927	2438	2475
其他流动负债	956	2267	877	1028	980
<b>非流动负债</b>	1776	616	626	624	618
长期借款	1468	310	319	317	311
其他非流动负债	308	306	307	307	307
<b>负债合计</b>	6245	7321	8047	9530	8842
少数股东权益	347	351	381	415	460
股本	833	869	869	869	869
资本公积	929	2373	2373	2373	2373
留存收益	5766	6671	7638	8773	10273
<b>归属母公司股东权益</b>	6854	9257	10231	11427	13163
<b>负债和股东权益</b>	13446	16930	18658	21372	22465

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1319	1069	2354	1801	3410
净利润	1321	1349	1437	1665	2216
折旧摊销	551	600	732	882	1039
财务费用	79	6	20	141	118
投资损失	-8	-6	-3	-5	-5
营运资金变动	-704	-1118	162	-879	40
其他经营现金流	80	238	7	-4	1
<b>投资活动现金流</b>	-1951	-2514	-1125	-1554	-1767
资本支出	1989	2536	514	607	756
长期投资	27	0	0	-9	-7
其他投资现金流	65	22	-611	-957	-1018
<b>筹资活动现金流</b>	840	1411	-2064	-434	-597
短期借款	894	480	-240	120	-60
长期借款	223	-1158	9	-2	-6
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	-1834	-552	-531
<b>现金净增加额</b>	190	-6	-835	-188	1045

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10675	12843	14520	16547	19071
营业成本	7757	9658	11080	12480	14093
营业税金及附加	87	93	110	124	143
营业费用	668	730	793	904	1041
管理费用	359	390	529	544	562
研发费用	475	536	639	728	839
财务费用	79	6	20	141	118
资产减值损失	-32	-60	-59	-71	-80
其他收益	279	234	243	213	202
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
<b>营业利润</b>	1499	1581	1656	1915	2562
营业外收入	26	18	22	20	21
营业外支出	9	4	6	5	6
<b>利润总额</b>	1517	1595	1672	1930	2577
所得税	195	246	235	265	361
<b>净利润</b>	1321	1349	1437	1665	2216
少数股东损益	13	28	29	34	45
<b>归属母公司净利润</b>	1309	1321	1408	1631	2170
EBITDA	2249	2329	2569	3036	3830
EPS(元)	1.51	1.52	1.62	1.88	2.50

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.5	20.3	13.1	14.0	15.3
营业利润(%)	-7.8	5.5	4.7	15.7	33.7
归属于母公司净利润(%)	-4.6	1.0	6.5	15.9	33.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.3	24.8	23.7	24.6	26.1
净利率(%)	12.3	10.3	9.7	9.9	11.4
ROE(%)	18.4	14.0	13.5	14.1	16.3
ROIC(%)	13.8	10.6	10.2	10.6	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.4	43.2	43.1	44.6	39.4
净负债比率(%)	35.4	33.2	22.7	23.2	12.1
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.52	1.62	1.88	2.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.23	2.71	2.07	3.92
每股净资产(最新摊薄)	7.89	10.66	11.78	13.15	15.15
<b>估值比率</b>					
P/E	22.3	22.1	20.7	17.9	13.4
P/B	4.3	3.2	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	14.3	14.0	12.4	10.7	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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