

安琪酵母（600298.SH） 国内需求恢复，糖蜜成本有望下降

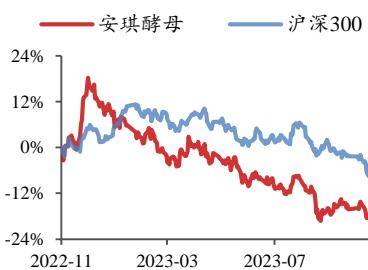
2023年11月06日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/3
当前股价(元)	35.53
一年最高最低(元)	48.55/32.11
总市值(亿元)	308.67
流通市值(亿元)	306.76
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.63
近3个月换手率(%)	31.02

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《国内需求恢复，关注新榨季糖蜜成本 —公司信息更新报告》-2023.8.25
 《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

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

方勇（分析师）

fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520100003

● 估值低点，新榨季成本有望下降，维持“买入”评级

2023Q3 营收 29.39 亿元，同比+1.62%；扣非前后归母净利润 2.43、1.98 亿元，同比+5.98%、-6.41%。新榨季成本有望下降，维持 2023 归母净利润预测 14.08 亿元，上调 2024-2025 年归母净利润至 17.21、21.84 亿元（前值 16.31、21.70 亿元），对应 2023-2025 年 EPS 1.62、1.98、2.51 元，当前股价对应 2023-2025 年 21.9、17.9、14.1 倍 PE，成本拐点、估值低点，维持“买入”评级。

● 国内需求逐渐恢复，高基数下国际市场有所放缓

(1) 分业务看，2023Q3 酵母、制糖、包装、其他业务营收同比+11.1%、-26.8%、-16.3%、-0.5%，其中酵母主业增速环比呈现改善态势，主因国内需求逐渐恢复；白糖业务环比 2023Q2 增速明显下滑，预计主因 2023H1 糖价较高下库存糖提前出货兑现收益所致。包装及其他业务增速环比 2023Q2 相对平稳。(2) 分区域看，国内、国际市场营收同比-0.7%、+10.5%，国内增速下降主因制糖业务影响，国际市场高基数下增速相对放缓。

● 毛利率恢复带动净利率有所改善

2023Q3 归母净利率同比+0.34pct，其中毛利率同比+3.03pct，主因国内酵母逐步恢复、低毛利制糖业务占比下降等因素所致。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.25、+0.07、+1.21、+1.70pct，预计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，财务费用率提升主因汇兑损失。另外其他收益对净利率提升贡献 1.18pct。

● 新榨季糖蜜成本有望下降

展望全年国内需求弱复苏、酵母增速逐渐企稳，国际市场份额有望稳步提升。我们对糖蜜下降相对乐观：(1) 广西、云南产区甘蔗长势良好，预计单产提升约 10%、恢复至正常水平，预计甘蔗糖蜜供给同比增约 10%。(2) 预计 2023-2024 年玉米增产 4%，预计玉米价格高位下弱势震荡，对糖蜜价格干扰降低。

● 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	13,793	14,903	16,489
YOY(%)	19.5	20.3	7.4	8.1	10.6
归母净利润(百万元)	1,309	1,321	1,408	1,721	2,184
YOY(%)	-4.6	1.0	6.6	22.2	26.9
毛利率(%)	27.3	24.8	24.0	26.1	28.4
净利率(%)	12.3	10.3	10.2	11.5	13.2
ROE(%)	18.4	14.0	13.5	14.7	16.2
EPS(摊薄/元)	1.51	1.52	1.62	1.98	2.51
P/E(倍)	23.6	23.4	21.9	17.9	14.1
P/B(倍)	4.5	3.3	3.0	2.7	2.3

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	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5468	6667	7355	9004	8874	营业收入	10675	12843	13793	14903	16489
现金	1296	1291	2658	2983	3402	营业成本	7757	9658	10479	11015	11805
应收票据及应收账款	1123	1583	1096	1917	1350	营业税金及附加	87	93	104	111	124
其他应收款	33	25	47	25	57	营业费用	668	730	753	814	900
预付账款	279	233	337	268	407	管理费用	359	390	502	490	486
存货	2251	3007	2712	3293	3146	研发费用	475	536	607	656	726
其他流动资产	486	528	507	517	512	财务费用	79	6	4	78	95
非流动资产	7978	10263	10168	10279	10499	资产减值损失	-32	-60	-56	-64	-16
长期投资	0	25	24	36	43	其他收益	279	234	252	213	202
固定资产	5659	7066	7748	8067	8396	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	532	610	646	693	752	投资净收益	8	6	3	5	5
其他非流动资产	1787	2562	1750	1482	1309	资产处置收益	1	1	1	1	1
资产总计	13446	16930	17524	19283	19373	营业利润	1499	1581	1657	2021	2578
流动负债	4469	6705	6348	6847	5176	营业外收入	26	18	22	20	21
短期借款	2035	2515	3799	3768	2335	营业外支出	9	4	6	5	6
应付票据及应付账款	1478	1923	1718	2135	1980	利润总额	1517	1595	1673	2036	2593
其他流动负债	956	2267	831	945	860	所得税	195	246	235	280	364
非流动负债	1776	616	564	501	468	净利润	1321	1349	1438	1757	2230
长期借款	1468	310	256	195	161	少数股东损益	13	28	29	36	46
其他非流动负债	308	306	307	307	307	归属母公司净利润	1309	1321	1408	1721	2184
负债合计	6245	7321	6911	7349	5644	EBITDA	2249	2329	2525	3003	3606
少数股东权益	347	351	381	417	463	EPS(元)	1.51	1.52	1.62	1.98	2.51
股本	833	869	869	869	869						
资本公积	929	2373	2373	2373	2373						
留存收益	5766	6671	7638	8836	10345						
归属母公司股东权益	6854	9257	10231	11517	13267						
负债和股东权益	13446	16930	17524	19283	19373						
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						成长能力					
经营活动现金流	1319	1069	2582	1846	3541	营业收入(%)	19.5	20.3	7.4	8.1	10.6
净利润	1321	1349	1438	1757	2230	营业利润(%)	-7.8	5.5	4.8	22.0	27.5
折旧摊销	551	600	711	814	918	归属于母公司净利润(%)	-4.6	1.0	6.6	22.2	26.9
财务费用	79	6	4	78	95						
投资损失	-8	-6	-3	-5	-5						
营运资金变动	-704	-1118	426	-793	302						
其他经营现金流	80	238	7	-4	1						
投资活动现金流	-1951	-2514	-612	-920	-1132						
资本支出	1989	2536	22	41	243						
长期投资	27	0	0	-9	-7						
其他投资现金流	65	22	-590	-888	-896						
筹资活动现金流	840	1411	-2126	-450	-617						
短期借款	894	480	-240	120	-60						
长期借款	223	-1158	-53	-62	-34						
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	-1833	-508	-524						
现金净增加额	190	-6	-156	477	1791						
主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	盈利能力					
						毛利率(%)	27.3	24.8	24.0	26.1	28.4
						净利率(%)	12.3	10.3	10.2	11.5	13.2
						ROE(%)	18.4	14.0	13.5	14.7	16.2
						ROIC(%)	13.8	10.6	10.7	12.0	14.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.4	43.2	39.4	38.1	29.1
						净负债比率(%)	35.4	33.2	15.6	10.4	-4.6
						流动比率	1.2	1.0	1.2	1.3	1.7
						速动比率	0.5	0.4	0.6	0.7	0.9
						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	1.62	1.98	2.51
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.23	2.97	2.13	4.08
						每股净资产(最新摊薄)	7.89	10.66	11.78	13.26	15.27
						估值比率					
						P/E	23.6	23.4	21.9	17.9	14.1
						P/B	4.5	3.3	3.0	2.7	2.3
						EV/EBITDA	15.0	14.8	13.0	10.8	8.5

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形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