



# 安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 进一步聚焦主业，期待利润兑现

### 业绩简评

3月18日公司发布2023年年报，23年实现营收135.81亿元，同比增长5.74%；实现归母净利润12.70亿元，同比降低3.86%；扣非归母净利润11.04亿元，同比降低0.87%。其中，23Q4实现营收39.28亿元，同比增长1.76%；实现归母净利润3.58亿元，同比降低15.48%；扣非归母净利润2.95亿元，同比降低3.84%。

### 经营分析

**主业占比提升，海外增长亮眼。**1) 分业务看，公司进一步聚焦酵母主业，制糖业务、包装业务收入占比逐步下降。23年酵母及深加工产品/制糖/包装/其他分别实现收入95.1/4.2/17.1亿元，同比+5.4%/-11.9%/-3.2%。细分主业来看，烘焙面食、YE等业务均保持增长；微生物营养、保健品等业务终端需求疲软，收入同比下滑。2) 拆分量价来看，23年酵母主业实现销量34.85万吨，同比+10.4%；吨价同比-4.5%，主要系促销活动增加、产品结构调整所致。3) 分地区来看，海外增速略有放缓，主要系物流、结算环节受阻，但仍快于国内。23年国内/国外收入分别为87.61/47.86亿元，同比-1.2%/+22.0%，单Q4国内/海外分别同比-9.2%/27.4%，海外仍体现较强的增长潜力。

**原材料压力逐步缓解，但市场竞争加剧影响毛利率。**23Q4/23全年归母净利率分别为9.1%/9.4%，同比-1.9pct/-0.9pct。拆分来看，1) 核心原材料糖蜜价格平稳，但水解糖投产减轻成本压力，同时各项运费、能源成本下降，酵母主业吨成本下降3.1%。但吨价降幅更明显，最终导致主业毛利率持续承压，23年全年仅30.6%，同比-1.0pct。3) 23年汇兑收益/政府补助分别为0.32/1.35亿元，分别同比-46%/-43%。4) 系折旧扰动，期间费率略有上行，销售/管理/研发费率分别-0.5pct/+0.3pct/+0.3pct。

**海内外需求具备释放空间，成本端下行利好利润兑现。**我们预计国内需求有望随着下游烘焙、调味品行业逐步复苏而改善。海外预计随着新市场扩张、新产能投放，仍维持较快增长。最新榨季糖蜜价格如期下行，预期24年成本压力趋缓，24年业绩目标（同比+7.8%）有望达成。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到市场竞争加剧，我们下调24/25年利润23%/24%。预计公司24-26年归母净利分别为13.8/16.1/18.9亿元，同比增长8%/17%/18%，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；海外放量不及预期；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

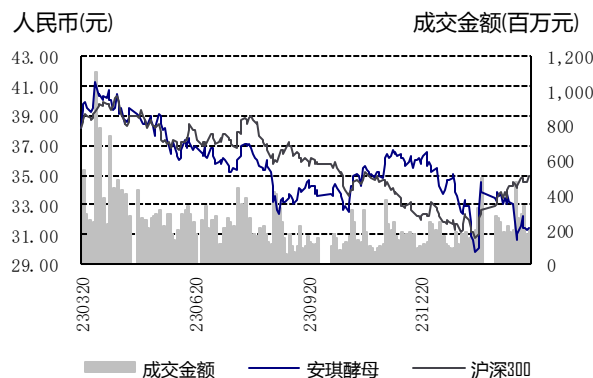
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.41元

相关报告：

- 《安琪酵母公司点评：产品结构改善，期待利润优化》，2023.10.25
- 《安琪酵母公司点评：主业稳健增长，期待利润弹性》，2023.8.25
- 《安琪酵母公司点评：主业逐步修复，期待成本改善》，2023.4.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,843	13,581	15,775	18,184	20,917
营业收入增长率	20.31%	5.74%	16.16%	15.27%	15.03%
归母净利润(百万元)	1,321	1,270	1,376	1,608	1,893
归母净利润增长率	0.97%	-3.86%	8.34%	16.82%	17.75%
摊薄每股收益(元)	1.520	1.462	1.584	1.850	2.179
每股经营性现金流净额	1.23	1.52	3.20	3.26	3.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.27%	12.61%	12.49%	13.28%	14.05%
P/E	29.74	24.06	19.83	16.97	14.42
P/B	4.24	3.03	2.48	2.25	2.03

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	10,675	12,843	13,581	15,775	18,184	20,917
增长率		20.3%	5.7%	16.2%	15.3%	15.0%
主营业务成本	-7,757	-9,658	-10,296	-12,040	-13,857	-15,932
%销售收入	72.7%	75.2%	75.8%	76.3%	76.2%	76.2%
毛利	2,918	3,186	3,285	3,735	4,328	4,985
%销售收入	27.3%	24.8%	24.2%	23.7%	23.8%	23.8%
营业税金及附加	-87	-93	-107	-110	-127	-146
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-668	-730	-703	-820	-927	-1,046
%销售收入	6.3%	5.7%	5.2%	5.2%	5.1%	5.0%
管理费用	-359	-390	-459	-505	-582	-628
%销售收入	3.4%	3.0%	3.4%	3.2%	3.2%	3.0%
研发费用	-475	-536	-603	-678	-764	-879
%销售收入	4.5%	4.2%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	1,329	1,437	1,413	1,621	1,927	2,286
%销售收入	12.4%	11.2%	10.4%	10.3%	10.6%	10.9%
财务费用	-79	-6	-16	-214	-262	-289
%销售收入	0.7%	0.0%	0.1%	1.4%	1.4%	1.4%
资产减值损失	-38	-91	-75	-20	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	-2	5	6	6
%税前利润	0.5%	0.4%	n.a	0.3%	0.3%	0.3%
营业利润	1,499	1,581	1,509	1,602	1,871	2,203
营业利润率	14.0%	12.3%	11.1%	10.2%	10.3%	10.5%
营业外收支	18	14	18	30	30	30
税前利润	1,517	1,595	1,526	1,632	1,901	2,233
利润率	14.2%	12.4%	11.2%	10.3%	10.5%	10.7%
所得税	-195	-246	-215	-229	-266	-313
所得税率	12.9%	15.4%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,321	1,349	1,312	1,404	1,635	1,920
少数股东损益	13	28	42	28	28	28
归属于母公司的净利润	1,309	1,321	1,270	1,376	1,608	1,893
净利率	12.3%	10.3%	9.4%	8.7%	8.8%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,321	1,349	1,312	1,404	1,635	1,920
少数股东损益	13	28	42	28	28	28
非现金支出	601	708	833	908	1,016	1,111
非经营收益	101	35	-33	293	239	235
营运资金变动	-704	-1,023	-791	171	-56	-242
经营活动现金净流	1,319	1,069	1,321	2,776	2,834	3,024
资本开支	-1,978	-2,512	-1,706	-1,493	-1,522	-1,622
投资	27	-2	-19	0	0	0
其他	0	0	0	-395	6	6
投资活动现金净流	-1,951	-2,514	-1,725	-1,888	-1,516	-1,616
股权募资	268	1,408	177	0	0	0
债权募资	1,119	617	884	46	-251	-328
其他	-547	-614	-775	-775	-863	-845
筹资活动现金净流	840	1,411	287	-729	-1,114	-1,173
现金净流量	190	-6	-98	160	204	234

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,296	1,291	1,193	1,350	1,552	1,784
应收款项	1,410	1,790	1,960	2,198	2,384	2,685
存货	2,251	3,007	3,818	3,793	4,176	4,583
其他流动资产	511	579	1,238	661	656	718
流动资产	5,468	6,667	8,209	8,002	8,768	9,771
%总资产	40.7%	39.4%	42.6%	39.1%	40.2%	41.7%
长期投资	405	759	555	934	924	914
固定资产	6,584	8,470	9,373	10,202	10,715	11,135
%总资产	49.0%	50.0%	48.6%	49.9%	49.1%	47.6%
无形资产	581	654	703	789	873	956
非流动资产	7,978	10,263	11,061	12,438	13,041	13,635
%总资产	59.3%	60.6%	57.4%	60.9%	59.8%	58.3%
资产总计	13,446	16,930	19,270	20,440	21,809	23,406
短期借款	2,193	3,967	3,404	3,312	2,662	2,133
应付款项	1,760	2,204	2,119	2,378	2,736	3,145
其他流动负债	516	534	715	613	763	882
流动负债	4,469	6,705	6,237	6,304	6,161	6,160
长期贷款	1,468	310	2,020	2,320	2,720	2,920
其他长期负债	308	306	417	250	248	246
负债	6,245	7,321	8,674	8,874	9,129	9,327
普通股股东权益	6,854	9,257	10,074	11,016	12,102	13,474
其中：股本	833	869	869	869	869	869
未分配利润	5,270	6,175	7,005	7,947	9,033	10,405
少数股东权益	347	351	522	550	578	605
负债股东权益合计	13,446	16,930	19,270	20,440	21,809	23,406

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.571	1.520	1.462	1.584	1.850	2.179
每股净资产	8.230	10.653	11.596	12.680	13.930	15.509
每股经营现金净流	1.584	1.230	1.520	3.196	3.263	3.480
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	19.09%	14.27%	12.61%	12.49%	13.28%	14.05%
总资产收益率	9.73%	7.80%	6.59%	6.73%	7.37%	8.09%
投入资本收益率	10.54%	8.68%	7.54%	8.07%	9.14%	10.23%
增长率						
主营业务收入增长率	19.50%	20.31%	5.74%	16.16%	15.27%	15.03%
EBIT 增长率	-17.55%	8.12%	-1.64%	14.74%	18.86%	18.64%
净利润增长率	-4.59%	0.97%	-3.86%	8.34%	16.82%	17.75%
总资产增长率	24.87%	25.91%	13.83%	6.07%	6.69%	7.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.9	38.5	42.1	40.0	37.0	36.0
存货周转天数	99.9	99.4	121.0	115.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	56.6	58.3	61.1	58.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	193.5	200.8	231.5	213.9	185.8	160.1
偿债能力						
净负债/股东权益	32.84%	31.08%	39.93%	37.03%	30.21%	23.22%
EBIT 利息保障倍数	16.9	245.4	89.5	7.6	7.4	7.9
资产负债率	46.44%	43.24%	45.01%	43.42%	41.86%	39.85%

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
买入	2	8	15	23	62
增持	0	3	5	6	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.25	1.21	1.05

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
5	2023-08-25	买入	33.59	N/A
6	2023-10-25	买入	33.03	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**