

争规模保利润新阶段

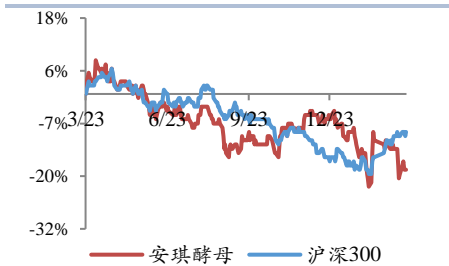
——安琪酵母 23 年报点评

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2024-03-19

收盘价 (元)	30.28
近 12 个月最高/最低 (元)	41.21/29.84
总股本 (百万股)	869
流通股本 (百万股)	863
流通股比例 (%)	99.38
总市值 (亿元)	263
流通市值 (亿元)	261

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 邓欣

执业证书号: S0010524010001

邮箱: dengxin@hazq.com

分析师: 陈姝

执业证书号: S0010522080001

邮箱: chenshu@hazq.com

相关报告

1. 海外布局逐步完善 2024-01-10

主要观点:

● 公司发布 2023 年报:

- Q4: 收入 39.28 亿 (+1.8%), 归母 3.58 亿 (-15.5%), 扣非 2.95 亿 (-3.8%)。
- Q1-4: 收入 135.81 亿 (+5.7%), 归母 12.7 亿 (-3.9%), 扣非 11.04 亿 (-0.9%)。

● 收入: 国内需求较弱+国外实现高增

- 国内: Q4 收入 26 亿元, 同比-9%, Q3-1%, 环比降速。23A 同比微降, 国内需求尚待恢复, C 端表现较弱。
- 国外: Q4 收入 13 亿元, 同比+27%, Q3+10%, 环比提速, 北美等区域增速较快, 23A 同比+22%, 公司国际化布局优势明显。

● 利润: 国内外毛利率分化

- 毛利率: Q4 毛利率为 23.02% (-0.91pct)。国内毛利率下滑明显, 主因原材料库存成本较高。海外毛利率提升受益于成本下行及运营效率提升。
- 费用率: Q4 期间费用率+0.59pct, Q4 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别+0.12/+0.89/+0.68/-1.11pct, 销售费用率基本稳定, 管理及研发费用率受折旧摊销影响, 财务费用主要受汇兑损益影响。
- 净利率: Q4 净利率为 9.22% (-1.98pct), 上述毛利率及费用率、23 年与收益相关的政府补助减少等综合影响。
- 24 年当前国外原材料成本下降幅度较高, 随着海外子公司投产, 有望贡献利润增量。

● 投资建议: 海外发展空间充足+成本改善逻辑清晰, 维持“买入”评级

➢ 我们的观点:

长期来看: 公司酵母发酵总产能已达 37 万吨, 在国内市场占比 55%, 在全球占比超过 18%, 海外仍有充足渗透率提升空间。

成本端: 改善逻辑清晰, 糖蜜成本可控+水解糖替代率提升, 利润端长期弹性较强。

➢ 盈利预测:

公司披露 24 年收入目标 157 亿元 (+15.4%), 归母利润目标 14 亿元 (+7.8%)。结合以上, 我们预计 24-26 年收入为 157/178/201 亿元, 同比增长 15.5%/13.6%/12.6%, 归母为 14/16/20 亿元, 同比增长 7.8%/19.9%/19.6%, 对应 PE 为 20/17/14X, 维持“买入”评级。

● 风险提示

新品及渠道拓展不及预期, 行业竞争加剧, 原材料价格大幅波动, 宏观经济不及预期等, 海外业务拓展不及预期, 食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13581	15687	17814	20052
收入同比 (%)	5.7%	15.5%	13.6%	12.6%
归属母公司净利润	1270	1370	1643	1964
净利润同比 (%)	-3.9%	7.8%	19.9%	19.6%
毛利率 (%)	24.2%	24.8%	25.6%	26.5%
ROE (%)	12.6%	12.4%	12.9%	13.4%
每股收益 (元)	1.47	1.58	1.89	2.26
P/E	23.93	19.92	16.61	13.89
P/B	3.03	2.46	2.14	1.86
EV/EBITDA	15.52	12.31	10.57	8.24

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8209	7300	8385	10939	营业收入	13581	15687	17814	20052
现金	1193	894	1452	4386	营业成本	10296	11795	13246	14741
应收账款	1547	1678	1390	1840	营业税金及附加	107	119	139	156
其他应收款	195	154	143	135	销售费用	703	900	1021	1147
预付账款	422	283	291	295	管理费用	459	530	606	682
存货	3818	3240	4078	3246	财务费用	16	43	62	52
其他流动资产	1035	1052	1030	1037	资产减值损失	-39	-19	-22	-25
非流动资产	11061	13326	13718	14023	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	24	26	28	投资净收益	-2	-2	-2	-2
固定资产	8615	11043	11482	11781	营业利润	1509	1687	2030	2430
无形资产	663	748	866	983	营业外收入	27	17	14	15
其他非流动资产	1761	1511	1343	1231	营业外支出	9	3	3	5
资产总计	19270	20626	22102	24962	利润总额	1526	1701	2041	2440
流动负债	6237	6524	6280	7082	所得税	215	267	320	383
短期借款	2904	2904	2904	2904	净利润	1312	1434	1720	2057
应付账款	1679	2122	1705	2472	少数股东损益	42	65	77	93
其他流动负债	1655	1497	1671	1706	归属母公司净利润	1270	1370	1643	1964
非流动负债	2437	2437	2437	2437	EBITDA	2243	2586	2959	3439
长期借款	2020	2020	2020	2020	EPS (元)	1.47	1.58	1.89	2.26
其他非流动负债	417	417	417	417					
负债合计	8674	8960	8716	9519					
少数股东权益	522	587	664	757					
股本	869	869	869	869					
资本公积	2440	2076	2076	2076					
留存收益	6765	8134	9777	11742					
归属母公司股东权	10074	11079	12722	14686					
负债和股东权益	19270	20626	22102	24962					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1321	3212	1857	4228	成长能力				
净利润	1312	1434	1720	2057	营业收入	5.7%	15.5%	13.6%	12.6%
折旧摊销	758	837	846	932	营业利润	-4.6%	11.8%	20.3%	19.7%
财务费用	48	58	73	67	归属于母公司净利	-3.9%	7.8%	19.9%	19.6%
投资损失	2	2	2	2	获利能力				
营运资金变动	-791	877	-792	1157	毛利率 (%)	24.2%	24.8%	25.6%	26.5%
其他经营现金流	2093	560	2522	913	净利率 (%)	9.4%	8.7%	9.2%	9.8%
投资活动现金流	-1725	-3088	-1226	-1227	ROE (%)	12.6%	12.4%	12.9%	13.4%
资本支出	-1706	-3084	-1223	-1223	ROIC (%)	8.0%	8.6%	9.5%	10.1%
长期投资	-19	-2	-2	-2	偿债能力				
其他投资现金流	0	-2	-2	-2	资产负债率 (%)	45.0%	43.4%	39.4%	38.1%
筹资活动现金流	287	-423	-73	-67	净负债比率 (%)	81.9%	76.8%	65.1%	61.6%
短期借款	389	0	0	0	流动比率	1.32	1.12	1.34	1.54
长期借款	1711	0	0	0	速动比率	0.51	0.45	0.51	0.93
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	67	-365	0	0	总资产周转率	0.75	0.79	0.83	0.85
其他筹资现金流	-1880	-58	-73	-67	应收账款周转率	8.68	9.73	11.61	12.41
现金净增加额	-98	-299	558	2934	应付账款周转率	5.97	6.21	6.92	7.06

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。