

分析师：刘冉  
 登记编码：S0730516010001  
 liuran@ccnew.com 021-50586281

## 海外市场持续繁荣，国内市场仍待复苏

——安琪酵母(600298)2023 年年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

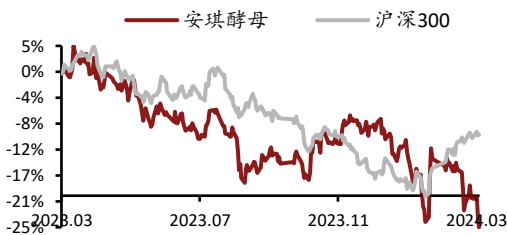
### 市场数据(2024-03-20)

收盘价(元)	29.50
一年内最高/最低(元)	41.75/29.50
沪深 300 指数	3,585.38
市净率(倍)	2.54
流通市值(亿元)	254.70

### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	11.60
每股经营现金流(元)	1.52
毛利率(%)	24.19
净资产收益率_摊薄(%)	12.61
资产负债率(%)	45.01
总股本/流通股(万股)	86,875.23/86,339.53
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

### 相关报告

- 《安琪酵母(600298)年报点评：盈利触底回升，提价拉动酵母收入高增》 2023-04-18
- 《安琪酵母(600298)调研简报：海外市场高增长，高端酵母促结构优化》 2023-03-03
- 《安琪酵母(600298)公司点评报告：成本有效下降，海外收入增长较快》 2022-10-28

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

### 投资要点：

- **公司发布 2023 年报：**2023 年，公司实现营收 135.81 亿元，同比增 5.7%；实现归母扣非净利润 11.04 亿元，同比降 0.9%。其中，第四季度，公司实现收入 39.28 亿元，同比增 1.8%；实现归母扣非净利润 2.95 亿元，同比降-3.8%。
- **海外市场好于国内市场。**2023 年，国内、国外市场分别实现营收 87.61、47.86 亿元，分别同比增-1.20%、21.99%。考虑到 2023H 国内市场收入同比增长了 4.12%，下半年国内市场的情况实际上进一步恶化。海外市场全年保持 21.99%的收入增速，印证了我们关于美国补库需求复苏的判断。
- **国内外市场的盈利水平严重分化，国外市场的毛利率进一步走高。**2023 年，国内、国外市场的毛利率分别为 20.67%和 30.69%，同比分别提升-14.91%和 18.83%。2023 年，国内毛利率进一步下滑，主要因为目前国内的糖蜜成本高于海外市场，且尽管糖蜜价格近期开始回落，但是计入 2023 年成本的库存价仍然很高。海外市场的毛利率进一步走高，一是因为糖蜜及其它成本相对较低，二是海外运营规模扩大，规模运营促使单位成本降低。
- **大经销商的客户基本盘稳定，零售客户波动较大。**2023 年，公司实现线下收入 91.49 亿元，同比增 9.61%；线上收入 43.98 亿元，同比降-1.03%。线下客户主要为大经销商，是公司销售的基本盘，基本盘增长较好；线下主要为 C 端或小 B 端客户，这部分销售波动较大，但是收入占比小。
- **酵母系列在全球市场的销量增长较好，符合公司以市场为导向的发展战略。**2023 年，公司的主业（酵母系列）销量为 34.85 万吨，同比增 10.37%；平均吨价 27274.6 元/吨，相较上年下降 4.5%。公司酵母系列在全球市场的销量增长较好，与当前阶段以市场为导向的发展战略相配合。随着公司的海外成本边际下降，公司在全球市场将有更大的定价空间。

- **投资建议：**我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 1.71、1.97、2.26 元，对应的市盈率分别为 17.28、14.95、13.06 倍，性价比优势凸显，维持公司的“买入”评级。此外，根据泛糖数据，国内的糖蜜价格近期正在下降，2024 年公司在国内市场的盈利有望增厚。

**风险提示：**国内市场需求进一步恶化；糖蜜成本下降缓慢。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,843	13,581	15,443	17,162	19,014
增长比率（%）	20.31	5.74	13.71	11.13	10.79
净利润（百万元）	1,321	1,270	1,483	1,714	1,962
增长比率（%）	0.97	-3.86	16.79	15.52	14.50
每股收益(元)	1.52	1.46	1.71	1.97	2.26
市盈率(倍)	19.40	20.18	17.28	14.95	13.06

资料来源：中原证券，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,667</b>	<b>8,209</b>	<b>9,484</b>	<b>11,233</b>	<b>13,411</b>
现金	1,291	1,193	1,822	2,834	4,421
应收票据及应收账款	1,583	1,547	1,657	1,784	1,947
其他应收款	25	195	51	38	34
预付账款	233	422	464	501	539
存货	3,007	3,818	4,314	4,782	5,057
其他流动资产	528	1,035	1,175	1,294	1,414
<b>非流动资产</b>	<b>10,266</b>	<b>11,061</b>	<b>11,395</b>	<b>11,673</b>	<b>11,828</b>
长期投资	25	22	22	22	22
固定资产	7,066	8,615	8,547	8,485	8,488
无形资产	610	663	708	753	793
其他非流动资产	2,566	1,761	2,118	2,413	2,525
<b>资产总计</b>	<b>16,933</b>	<b>19,270</b>	<b>20,879</b>	<b>22,906</b>	<b>25,239</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,705</b>	<b>6,237</b>	<b>6,673</b>	<b>6,937</b>	<b>7,255</b>
短期借款	2,515	2,904	2,904	2,904	2,904
应付票据及应付账款	1,923	1,893	2,186	2,342	2,574
其他流动负债	2,267	1,440	1,583	1,691	1,777
<b>非流动负债</b>	<b>620</b>	<b>2,437</b>	<b>2,437</b>	<b>2,437</b>	<b>2,437</b>
长期借款	310	2,020	2,020	2,020	2,020
其他非流动负债	310	417	417	417	417
<b>负债合计</b>	<b>7,325</b>	<b>8,674</b>	<b>9,110</b>	<b>9,374</b>	<b>9,692</b>
少数股东权益	351	522	568	618	670
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2,373	2,440	2,440	2,440	2,440
留存收益	6,671	7,501	9,004	10,718	12,680
归属母公司股东权益	9,257	10,074	11,201	12,915	14,877
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,933</b>	<b>19,270</b>	<b>20,879</b>	<b>22,906</b>	<b>25,239</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,069</b>	<b>1,321</b>	<b>2,038</b>	<b>1,965</b>	<b>2,363</b>
净利润	1,349	1,312	1,529	1,763	2,015
折旧摊销	617	758	733	684	633
财务费用	56	48	1	1	1
投资损失	-6	2	-8	-9	-10
营运资金变动	-1,023	-791	-286	-545	-345
其他经营现金流	76	-9	70	71	69
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,514</b>	<b>-1,725</b>	<b>-1,053</b>	<b>-952</b>	<b>-775</b>
资本支出	-2,512	-1,706	-964	-861	-745
长期投资	-2	-19	-100	-100	-40
其他投资现金流	0	0	11	9	10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,411</b>	<b>287</b>	<b>-376</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
短期借款	480	389	0	0	0
长期借款	-1,158	1,711	0	0	0
普通股增加	36	0	0	0	0
资本公积增加	1,445	67	0	0	0
其他筹资现金流	608	-1,880	-376	-1	-1
<b>现金净增加额</b>	<b>-6</b>	<b>-98</b>	<b>629</b>	<b>1,012</b>	<b>1,587</b>

资料来源：中原证券，聚源

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>12,843</b>	<b>13,581</b>	<b>15,443</b>	<b>17,162</b>	<b>19,014</b>
营业成本	9,658	10,296	11,607	12,851	14,190
营业税金及附加	93	107	125	141	158
营业费用	730	703	791	892	1,008
管理费用	390	459	517	570	627
研发费用	536	603	679	755	837
财务费用	6	16	1	1	1
资产减值损失	-60	-39	-44	-37	-36
其他收益	234	136	124	172	228
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	-2	8	9	10
资产处置收益	1	52	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,581</b>	<b>1,509</b>	<b>1,774</b>	<b>2,058</b>	<b>2,357</b>
营业外收入	18	27	24	22	20
营业外支出	4	9	5	4	4
<b>利润总额</b>	<b>1,595</b>	<b>1,526</b>	<b>1,785</b>	<b>2,062</b>	<b>2,362</b>
所得税	246	215	255	299	347
<b>净利润</b>	<b>1,349</b>	<b>1,312</b>	<b>1,529</b>	<b>1,763</b>	<b>2,015</b>
少数股东损益	28	42	46	49	52
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,321</b>	<b>1,270</b>	<b>1,483</b>	<b>1,714</b>	<b>1,962</b>
EBITDA	2,203	2,243	2,518	2,747	2,995
EPS (元)	1.52	1.46	1.71	1.97	2.26

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	20.31	5.74	13.71	11.13	10.79
营业利润 (%)	5.46	-4.57	17.54	16.05	14.51
归属母公司净利润 (%)	0.97	-3.86	16.79	15.52	14.50
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.80	24.19	24.84	25.12	25.37
净利率 (%)	10.29	9.35	9.61	9.99	10.32
ROE (%)	14.27	12.61	13.24	13.27	13.19
ROIC (%)	9.65	7.96	8.89	9.30	9.60
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	43.26	45.01	43.63	40.92	38.40
净负债比率 (%)	76.23	81.86	77.40	69.27	62.34
流动比率	0.99	1.32	1.42	1.62	1.85
速动比率	0.46	0.51	0.57	0.71	0.92
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.75	0.77	0.78	0.79
应收账款周转率	9.49	8.68	9.64	9.97	10.19
应付账款周转率	6.26	5.97	6.42	6.42	6.51
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	1.46	1.71	1.97	2.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.23	1.52	2.35	2.26	2.72
每股净资产 (最新摊薄)	10.66	11.60	12.89	14.87	17.13
<b>估值比率</b>					
P/E	19.40	20.18	17.28	14.95	13.06
P/B	2.77	2.54	2.29	1.98	1.72
EV/EBITDA	19.20	15.52	11.61	10.28	8.89

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。