

安琪酵母 (600298.SH) 需求仍待恢复, 成本有望下降

2024年03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	2024/3/22
当前股价(元)	29.07
一年最高最低(元)	42.50/28.38
总市值(亿元)	252.55
流通市值(亿元)	250.99
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.63
近3个月换手率(%)	46.25

● 估值低点, 新榨季成本有望下降, 维持“买入”评级

事件: 公司 2024 年糖蜜采购接近基本完成 90%以上, 预计全年成本有望下降 10%。短期需求有待回暖, 下调 2024-2025 年归母净利润至 14.67、18.67 亿元(前值 17.21、21.84 亿元), 新增 2026 年归母净利润预测 23.40 亿元, 对应 2024-2026 年 EPS 1.69/2.15/2.69 元, 当前股价对应 2024-2026 年 17.2/13.5/10.8 倍 PE, 成本拐点、估值低点, 维持“买入”评级。

● 国内需求承压, 国际市场快速增长

(1) 2023 年全年酵母主业营收 95.05 亿元、同比增 5.38%; 制糖营收 17.1 亿元、同比降 3.15%; 包装营收 4.21 亿元、同比降 11.88%。分区域看, 国内市场营收 87.61 亿元, 同比降 1.2%; 国际市场营收 47.86 亿元, 同比增 21.99%。(2) 2023Q4 酵母主业、制糖、包装营收同比降 1.8%、降 20.6%、降 15.0%, 国内、国际市场营收同比降 9.2%、增 27.4%, 国内市场主因酵母需求承压、制糖业务 2023H1 糖价高点时集中出货所致。

● 2023Q4 盈利能力有所下降

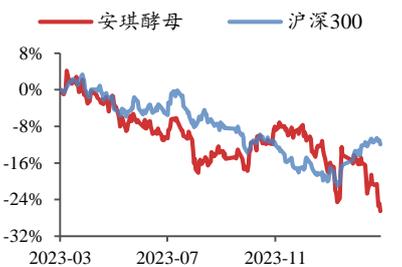
2023Q4 净利率同比降 1.86pct, 其中毛利率同比降 0.91pct, 主因促销、折旧等因素影响。销售、管理、研发费用率同比升 0.12、0.89、0.69pct, 销售费用率整体平稳, 管理费用率主因折旧、薪酬等因素影响, 其他收益拖累净利率 2.93pct, 主因政府补贴减少影响。

● 成本有望继续下降, 期待激励推出

公司水解糖实现满产、工艺突破带动单糖成本下降, 当前水解糖成本较糖蜜成本低 100 元左右, 优势显现。公司已采购糖蜜价格预计降 10%, 原料平均成本有望继续下降。2024 年经营目标收入增 15.37%, 归母净利润增 7.80%, 收入目标相对积极, 股权激励基本完成股份回购, 期待激励推出理顺公司利益。

● 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

《国内需求恢复, 糖蜜成本有望下降——公司信息更新报告》-2023.11.6

《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

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,843	13,581	15,012	16,609	18,830
YOY(%)	20.3	5.7	10.5	10.6	13.4
归母净利润(百万元)	1,321	1,270	1,467	1,867	2,340
YOY(%)	1.0	-3.9	15.5	27.3	25.3
毛利率(%)	24.8	24.2	26.3	28.4	29.9
净利率(%)	10.3	9.4	9.8	11.2	12.4
ROE(%)	14.0	12.4	13.0	14.8	16.3
EPS(摊薄/元)	1.52	1.46	1.69	2.15	2.69
P/E(倍)	19.1	19.9	17.2	13.5	10.8
P/B(倍)	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6667	8209	12056	13489	15888
现金	1291	1193	3477	4046	4475
应收票据及应收账款	1583	1547	1758	1982	2211
其他应收款	25	195	0	163	0
预付账款	233	422	234	528	315
存货	3007	3818	5805	5861	8043
其他流动资产	528	1035	781	908	845
非流动资产	10263	11061	11385	11594	12115
长期投资	25	22	31	34	41
固定资产	7066	8615	9127	9450	9952
无形资产	610	663	712	771	829
其他非流动资产	2562	1761	1515	1339	1294
资产总计	16930	19270	23441	25083	28003
流动负债	6705	6237	9822	10408	11868
短期借款	2515	2904	6318	6824	7789
应付票据及应付账款	1923	1893	2103	2250	2551
其他流动负债	2267	1440	1401	1334	1528
非流动负债	616	2437	2007	1656	1282
长期借款	310	2020	1646	1267	907
其他非流动负债	306	417	361	389	375
负债合计	7321	8674	11830	12064	13151
少数股东权益	351	522	570	631	708
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2373	2440	2440	2440	2440
留存收益	6671	7501	8478	9805	11477
归属母公司股东权益	9257	10074	11041	12387	14145
负债和股东权益	16930	19270	23441	25083	28003

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1069	1321	1337	2411	2355
净利润	1349	1312	1515	1928	2416
折旧摊销	600	740	840	952	1075
财务费用	6	16	270	333	351
投资损失	-6	2	-2	-2	-1
营运资金变动	-1118	-855	-1303	-793	-1490
其他经营现金流	238	106	17	-8	4
投资活动现金流	-2514	-1725	-1167	-1157	-1596
资本支出	2536	1707	251	238	499
长期投资	0	-14	-9	-4	-6
其他投资现金流	22	-32	-925	-923	-1104
筹资活动现金流	1411	287	-1493	-1095	-1344
短期借款	480	389	-194	97	-49
长期借款	-1158	1711	-374	-379	-360
普通股增加	36	0	0	0	0
资本公积增加	1445	67	0	0	0
其他筹资现金流	608	-1880	-924	-813	-935
现金净增加额	-6	-98	-1324	160	-585

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12843	13581	15012	16609	18830
营业成本	9658	10296	11067	11900	13209
营业税金及附加	93	107	115	128	145
营业费用	730	703	820	907	1036
管理费用	390	459	494	490	527
研发费用	536	603	661	731	829
财务费用	6	16	270	333	351
资产减值损失	-60	-39	-52	-55	-19
其他收益	234	136	100	50	50
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	6	-2	2	2	1
资产处置收益	1	52	0	0	0
营业利润	1581	1509	1741	2226	2804
营业外收入	18	27	23	25	24
营业外支出	4	9	7	8	7
利润总额	1595	1526	1757	2243	2820
所得税	246	215	241	315	404
净利润	1349	1312	1515	1928	2416
少数股东损益	28	42	48	61	76
归属母公司净利润	1321	1270	1467	1867	2340
EBITDA	2329	2540	2867	3528	4246
EPS(元)	1.52	1.46	1.69	2.15	2.69

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	5.7	10.5	10.6	13.4
营业利润(%)	5.5	-4.6	15.4	27.9	25.9
归属于母公司净利润(%)	1.0	-3.9	15.5	27.3	25.3
获利能力					
毛利率(%)	24.8	24.2	26.3	28.4	29.9
净利率(%)	10.3	9.4	9.8	11.2	12.4
ROE(%)	14.0	12.4	13.0	14.8	16.3
ROIC(%)	10.6	9.8	8.9	10.4	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	43.2	45.0	50.5	48.1	47.0
净负债比率(%)	33.2	43.1	44.5	36.6	33.3
流动比率	1.0	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	9.5	8.7	9.1	8.9	9.0
应付账款周转率	5.7	5.4	5.5	5.5	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.52	1.46	1.69	2.15	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.52	1.54	2.78	2.71
每股净资产(最新摊薄)	10.66	11.60	12.71	14.26	16.28
估值比率					
P/E	19.1	19.9	17.2	13.5	10.8
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.4	11.9	10.8	8.7	7.3

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