

研究所
 证券分析师: 薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师: 刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人: 肖依琳 S0350121120033
 xiaoyl@ghzq.com.cn

海外市场延续高增, 2023Q1 扣非净利改善

——安琪酵母(600298)点评报告

最近一年走势



| 相对沪深300表现 | | 2023/04/28 | | |
|-----------|------|------------|------|--|
| 表现 | 1M | 3M | 12M | |
| 安琪酵母 | 0.8% | -7.0% | 7.3% | |
| 沪深300 | 0.8% | -3.6% | 2.8% | |

| 市场数据 | | 2023/04/28 |
|------------|--|-------------|
| 当前价格(元) | | 40.00 |
| 52周价格区间(元) | | 35.60-49.84 |
| 总市值(百万) | | 34,753.32 |
| 流通市值(百万) | | 34,535.81 |
| 总股本(万股) | | 86,883.29 |
| 流通股股本(万股) | | 86,073.29 |
| 日均成交额(百万) | | 277.86 |
| 近一月换手(%) | | 1.04 |

相关报告

《——安琪酵母(600298)2022年报点评: 2022年顺利收官, 需求恢复趋势向好(买入)*调味发酵品II*薛玉虎, 刘洁铭》——2023-04-01

《——安琪酵母(600298)调研报告: 国内需求有望恢复, 海外市场继续扩容(买入)*调味发酵品II*薛玉虎, 刘洁铭》——2023-03-02

《——安琪酵母(600298)三季报点评: 海外业务延续高增长, 多重压力下利润率改善低于预期(买入)*食品加工*薛玉虎, 刘洁铭》——2022-10-27

《——安琪酵母(600298)中报点评: 海外收入

事件:

安琪酵母发布2023年一季报: 公司2023Q1实现营收33.97亿元, 同比+12.03%, 归母净利3.52亿元, 同比+12.76%, 扣非净利3.30亿元, 同比+24.77%。

投资要点:

- **整体收入增长稳健, 2023Q1 海外市场表现亮眼。** 公司2023Q1营收延续稳健增长趋势, 分品类来看, 酵母及深加工、包装、制糖以及其他业务(包含酶制剂、食品原料等)分别同比增长5.3%、1.9%、33.1%、48.9%。酵母及深加工产品中个位数增长, 预计与国内保健品尚处需求恢复中, 拖累整体收入增长有关, 但国内烘焙酵母下游需求恢复加速, 酵母主导产品以及YE动销趋好。分渠道看, Q1国外收入同比增长40.77%, 国内收入同比增长1.71%, 国外收入增长较快, 一方面预计与海外产品结构优化有关(调整高毛利产品占比), 另一方面海外成功切入海外竞品主力市场, 市场份额提升明显。
- **毛利率逐季改善, 扣非净利同比改善。** 2023Q1公司毛利率同比下降1.3pct至25.4%, 主因制糖以及其他业务收入增长较快导致, 但随着公司国内主导酵母产品需求恢复, 并通过生产技改、海外部分产品结构调整, 2023Q1毛利率环比2022Q4提升0.60pct。费用方面, 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别同比-1.47/+0.05/-0.11/-0.60pct, 销售费用率下降与产量提升带来规模效应增强有关, 同时由于利息支出减少以及汇兑损失减少, 财务费用率有所下降。此外, 今年政府补助回归正常水平(考虑去年有疫情补贴等), 扣非净利基数较低, 因此今年Q1扣非净利率同比提升1.0pct至9.7%。
- **展望2023年, 需求恢复趋势向好, 利润压力有望改善。** 公司制定2023年收入目标143.9亿元, 同比+12.04%, 归母净利润14.56亿元, 同比+10.21%。我们认为, 今年收入和利润目标制定较为保守, 主要由于: 1) 今年将继续剥离低毛利的贸易糖业务, 因此收入增速较低; 2) 目前来看, 国内需求恢复形式趋好, 公司国内主导酵母产品产能紧平衡, 但保健品、动物营养等受损业务恢复还需一定时间, 短期预计还将拖累国内整体收入表现。且公司今年制定目标时, 预计没有考虑提价、人民币贬值等利好因素。同时, 今年预计利润端

恢复弹性增长，利润端兑现改善（买入）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-08-11

《——安琪酵母（600298）一季报点评：收入保持稳健增长，成本压力仍大（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭》——2022-04-20

还有改善可能，一方面国内需求回暖，烘焙酵母需求恢复趋势明显，预计继续带动毛利率改善。另一方面，公司 45 万吨产能水解糖生产线已投产，预期随水解糖产能逐渐提升以及技术不断改良精进，水解糖成本还有继续下降空间，有助于公司长期成本稳定。

- **盈利预测和投资评级：**公司前期受制于国内餐饮、烘焙及养殖业需求疲软，2022/2023 年新榨季糖蜜价格回落幅度不及预期等因素影响，导致股价一路回调。但当前时点来看，今年国内疫后烘焙、餐饮等行业正逐步复苏，公司国内酵母、YE 需求有望加速回暖，目前公司 PE 估值处于历史中枢以下，估值有修复空间。我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润 15.29/18.51/22.07 亿元，同比 +16%/21%/19%，对应 EPS 1.76/2.13/2.54 元/股，PE 23/19/16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 疫情影响超出预期；2) 原材料价格上涨过快；3) 产能投放不及预期；4) 海外市场政治动荡；5) 海外疫情反复导致项目受阻；6) 汇率波动等。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 12843 | 14410 | 16687 | 19307 |
| 增长率（%） | 20 | 12 | 16 | 16 |
| 归母净利润（百万元） | 1321 | 1529 | 1851 | 2207 |
| 增长率（%） | 1 | 16 | 21 | 19 |
| 摊薄每股收益（元） | 1.57 | 1.76 | 2.13 | 2.54 |
| ROE（%） | 14 | 14 | 15 | 15 |
| P/E | 28.80 | 22.74 | 18.78 | 15.75 |
| P/B | 4.24 | 3.22 | 2.75 | 2.34 |
| P/S | 3.06 | 2.41 | 2.08 | 1.80 |
| EV/EBITDA | 19.20 | 19.80 | 16.94 | 14.11 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：安琪酵母盈利预测表

| 证券代码: | 600298 | | | | 股价: | 40.00 | | | | 投资评级: | 买入 | | | | 日期: | 2023/04/28 | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----|--|--|--|-----|------------|--|--|--|
| 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 14% | 14% | 15% | 15% | EPS | 1.57 | 1.76 | 2.13 | 2.54 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 25% | 25% | 26% | 26% | BVPS | 10.65 | 12.41 | 14.54 | 17.08 | | | | | | | | | | |
| 期间费率 | 9% | 9% | 10% | 9% | 估值 | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 10% | 11% | 11% | 11% | P/E | 28.80 | 22.74 | 18.78 | 15.75 | | | | | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 4.24 | 3.22 | 2.75 | 2.34 | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | 20% | 12% | 16% | 16% | P/S | 3.06 | 2.41 | 2.08 | 1.80 | | | | | | | | | | |
| 利润增长率 | 1% | 16% | 21% | 19% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.76 | 0.75 | 0.75 | 0.77 | 营业收入 | 12843 | 14410 | 16687 | 19307 | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 8.11 | 8.53 | 8.39 | 8.43 | 营业成本 | 9658 | 10808 | 12425 | 14324 | | | | | | | | | | |
| 存货周转率 | 4.27 | 4.38 | 4.38 | 4.41 | 营业税金及附加 | 93 | 19 | 24 | 31 | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 730 | 865 | 1001 | 1158 | | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 43% | 42% | 41% | 39% | 管理费用 | 390 | 576 | 667 | 714 | | | | | | | | | | |
| 流动比 | 0.99 | 1.00 | 1.03 | 1.10 | 财务费用 | 6 | -90 | -50 | -50 | | | | | | | | | | |
| 速动比 | 0.51 | 0.52 | 0.54 | 0.57 | 其他费用/(-收入) | 536 | 615 | 667 | 789 | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营业利润 | 1581 | 1767 | 2170 | 2576 | | | | | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 1291 | 1609 | 1951 | 2198 | 营业外净收支 | 14 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 应收款项 | 1583 | 1690 | 1990 | 2290 | 利润总额 | 1595 | 1767 | 2170 | 2576 | | | | | | | | | | |
| 存货净额 | 3007 | 3289 | 3810 | 4381 | 所得税费用 | 246 | 212 | 285 | 329 | | | | | | | | | | |
| 其他流动资产 | 786 | 933 | 987 | 1101 | 净利润 | 1349 | 1555 | 1885 | 2247 | | | | | | | | | | |
| 流动资产合计 | 6667 | 7521 | 8739 | 9969 | 少数股东损益 | 28 | 26 | 34 | 40 | | | | | | | | | | |
| 固定资产 | 7066 | 7988 | 9006 | 9962 | 归属于母公司净利润 | 1321 | 1529 | 1851 | 2207 | | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 1404 | 1920 | 2424 | 2932 | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 1768 | 1862 | 1942 | 2027 | 经营活动现金流 | 1069 | 1758 | 1801 | 2192 | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资 | 25 | 35 | 50 | 63 | 净利润 | 1321 | 1529 | 1851 | 2207 | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 16930 | 19325 | 22161 | 24953 | 少数股东权益 | 28 | 26 | 34 | 40 | | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 2515 | 3000 | 3500 | 3500 | 折旧摊销 | 617 | 388 | 347 | 391 | | | | | | | | | | |
| 应付款项 | 1923 | 2121 | 2450 | 2820 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | -1023 | -180 | -425 | -439 | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 | 2267 | 2424 | 2546 | 2721 | 投资活动现金流 | -2514 | -1924 | -1959 | -1945 | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 6705 | 7545 | 8496 | 9041 | 资本支出 | -2512 | -1922 | -1953 | -1943 | | | | | | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 310 | 310 | 310 | 310 | 长期投资 | -2 | -10 | -15 | -13 | | | | | | | | | | |
| 其他长期负债 | 306 | 306 | 306 | 306 | 其他 | 0 | 8 | 9 | 11 | | | | | | | | | | |
| 长期负债合计 | 616 | 616 | 616 | 616 | 筹资活动现金流 | 1411 | 485 | 500 | 0 | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 7321 | 8161 | 9112 | 9657 | 债务融资 | 617 | 485 | 500 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股本 | 869 | 869 | 869 | 869 | 权益融资 | 1408 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股东权益 | 9609 | 11164 | 13049 | 15296 | 其它 | -614 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 16930 | 19325 | 22161 | 24953 | 现金净增加额 | -6 | 319 | 342 | 247 | | | | | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

肖依琳，中南大学硕士，主要覆盖调味品、速冻食品、预制菜等板块。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。