

安琪酵母（600298）2023年一季报点评

## 扣非略超预期，回调价值凸显

### 事项:

- ❖ 公司发布2023年一季度报告，23年Q1实现营收33.97亿元，同比+12.03%；归母净利润3.52亿元，同比+12.76%；扣非归母净利润3.30亿元，同比+24.77%，经营活动现金流净额为1.26亿元，去年同期为-3.13亿元。

### 评论:

- ❖ **海外增速依然亮眼，乳制品、部分糖业务剔除影响收入增速。**公司单Q1实现收入33.97亿元，增速环比放缓，推测主要系一方面乳制品、部分贸易糖业务剔除，另一方面酵母主业放缓所致。分业务来看23Q1酵母及深加工业务/制糖/包材/其他产品分别实现营收23.25/4.83/1.09/4.60亿元，同比分别+5.36%/+33.23%/+1.73%/+48.80%，主业放缓推测系春节发货节奏前置拖累，结合22Q4+23Q1酵母主业实现17.5%增长；分区域来看，公司国内外分别实现增长1.69%/40.68%，受益于海运回落、汇率优势、海外渠道渗透公司出口业务维持高增。此外，公司Q1新增经销商441位，其中海外新增614位，海外渠道拓展成效较优。
- ❖ **费投优化主导，业绩持续改善。**公司Q1实现毛利率25.40%，同比-1.28pcts，推测主要系成本压力仍存背景下（去年原料价格逐季上涨），今年Q1酵母主业占比降低所致（同比-4.68pcts至68.84%）。费用方面，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.46/+0.05/-0.12/-0.60pcts，收入规模扩大下销售费用率降低叠加汇率处于较优水平，公司整体费用收敛明显，最终公司Q1实现净利率10.38%，同比+0.07pcts。因今年Q1公司收到政府补助同比去年减少，公司最终实现扣非净利率同比+0.99pcts至9.73%。
- ❖ **经营已在改善，全年稳增可期。**因成本回落及提价规划不及预期、近两年资本开支较重等因素，近期股价有所回调。展望全年，销售方面预计国内面用酵母业务有望逐步恢复，公司在海外实现全品类渗透的同时跟随竞对提价，公司出口热销有望持续。原料方面，今年春节后自产三个水解糖工厂合计45万吨现已基本满产，叠加河南睢县及山东工厂原有部分外购水解糖约15万吨，预计今年将一共使用60万吨水解糖，有效缓解糖蜜供需压力，同时水解糖产线原料今年由碎米换成玉米淀粉后成本降低至1500元以内，后续若玉米淀粉产率提升成本有望持续优化。此外，今年公司可能计划主动控制部分亏损较重的保健品品类销售，以缩减相关投放及亏损。综合下即便今年产能爬坡具备一定压力但公司全年仍有望实现稳健增长。
- ❖ **投资建议：扣非略超预期，回调价值凸显，维持“强推”评级。**公司主业有望复苏+成本见顶，全年经营向上趋势不改。中长期看，公司在国内寡头垄断优势明显，海外业务正加速布局积极扩张，十四五末期收入达190-200亿值得期待。当前公司今年估值仅23倍，建议着眼全球酵母龙头地位，以价值视角加大布局。我们维持2023-2025年EPS至1.73/2.07/2.54元，对应PE为23/19/16倍，考虑到十四五战略收入/产能规划清晰，全球酵母龙头成长路径不改，我们给予明年25倍PE，维持目标价至50元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**产能投放、酵母恢复不及预期、糖蜜及粮食持续上涨、汇率波动等。

### 主要财务

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	12,843	14,650	16,825	19,185
同比增速(%)	20.3%	14.1%	14.8%	14.0%
归母净利润(百万)	1,321	1,501	1,799	2,211
同比增速(%)	1.0%	13.6%	19.9%	22.9%
每股盈利(元)	1.52	1.73	2.07	2.54
市盈率(倍)	26	23	19	16
市净率(倍)	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

## 强推（维持）

目标价：50元

当前价：40.00元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

#### 证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

#### 证券分析师：杨畅

邮箱：yangchang@hcyjs.com

执业编号：S0360523040002

#### 证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

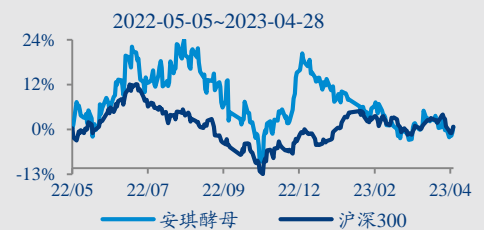
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

### 公司基本数据

总股本(万股)	86,883.29
已上市流通股(万股)	86,073.29
总市值(亿元)	347.53
流通市值(亿元)	344.29
资产负债率(%)	42.81
每股净资产(元)	11.09
12个月内最高/最低价	49.50/36.18

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《安琪酵母（600298）2022年报点评：成本压力趋轻，战略布局时点已现》

2023-03-31

《安琪酵母（600298）调研报告：压制因素price-in，低估值布局良机》

2023-02-23

《安琪酵母（600298）2022年三季报点评：业绩逐季改善，底部价值凸显》

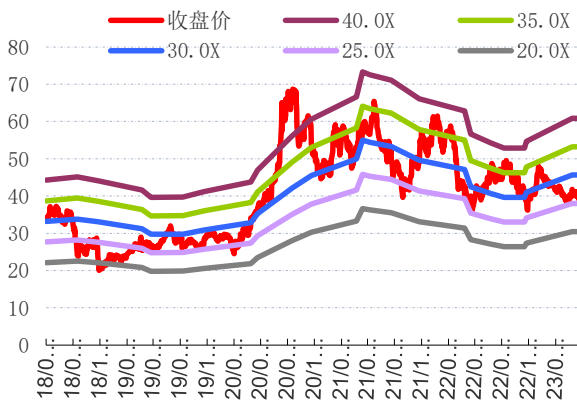
2022-10-26

图表 1 公司分季度情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2023Q1
营业总收入	2,656	2,578	2,360	3,081	10,675	3,032	3,059	2,892	3,861	12,843	3,397
营业总成本	2,151	2,205	2,179	2,890	9,425	2,695	2,644	2,640	3,434	11,412	2,988
其中：营业成本	1,773	1,794	1,780	2,409	7,757	2,223	2,240	2,258	2,937	9,658	2,534
营业税金及附加	24	17	18	28	87	22	17	21	33	93	23
销售费用	164	166	141	196	668	202	168	172	187	730	177
管理费用	79	93	105	82	359	97	99	112	82	390	111
研发费用	103	113	122	138	475	120	165	108	144	536	130
财务费用	7	22	13	37	79	30	(45)	(30)	51	6	13
资产减值损失	(6)	(15)	(3)	(8)	(32)	(7)	(11)	0	(42)	(60)	(10)
其他收益	31	86	9	152	279	59	20	16	139	234	24
营业利润	528	443	193	335	1,499	387	423	264	507	1,581	420
加：营业外收入	4	5	15	3	26	2	4	6	5	18	4
减：营业外支出	1	0	1	7	9	1	1	1	1	4	1
利润总额	532	447	207	331	1,517	389	427	269	510	1,595	423
减：所得税	82	55	15	42	195	72	63	33	78	246	54
净利润	449	392	192	289	1,321	317	364	236	432	1,349	369
减：少数股东损益	7	6	2	(2)	13	4	9	7	8	28	17
归母净利润	442	386	190	291	1,309	313	355	229	424	1,321	352
EPS	0.54	0.46	0.23	0.35	1.59	0.38	0.41	0.26	0.49	1.57	0.41
主要比率											
毛利率	33.2%	30.4%	24.6%	21.8%	27.3%	26.7%	26.8%	21.9%	23.9%	24.8%	25.4%
营业税金率	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%
销售费用率	6.2%	6.4%	6.0%	6.4%	6.3%	6.7%	5.5%	5.9%	4.9%	5.7%	5.2%
管理费用率	3.0%	3.6%	4.5%	2.7%	3.4%	3.2%	3.2%	3.9%	2.1%	3.0%	3.3%
营业利润率	19.9%	17.2%	8.2%	10.9%	14.0%	12.8%	13.8%	9.1%	13.1%	12.3%	12.4%
实际税率	15.5%	12.3%	7.4%	12.8%	12.9%	18.5%	14.8%	12.3%	15.3%	15.4%	12.8%
归母净利率	16.9%	15.2%	8.1%	9.4%	12.4%	10.5%	11.9%	8.2%	11.2%	10.5%	10.9%
收入季度占比	24.9%	24.1%	22.1%	28.9%		23.6%	23.8%	22.5%	30.1%		
YoY											
收入增长率	0.3%	13.9%	5.6%	5.1%	6.2%	14.1%	18.7%	22.5%	25.3%	20.3%	12.0%
营业利润增长率	-17.7%	-6.4%	-26.1%	-2.2%	-13.9%	-26.7%	-4.4%	36.7%	51.1%	5.5%	8.5%
归母净利润增长率	-16.3%	-7.5%	-25.8%	-0.9%	-13.5%	-29.3%	-7.9%	20.6%	46.0%	1.0%	12.8%

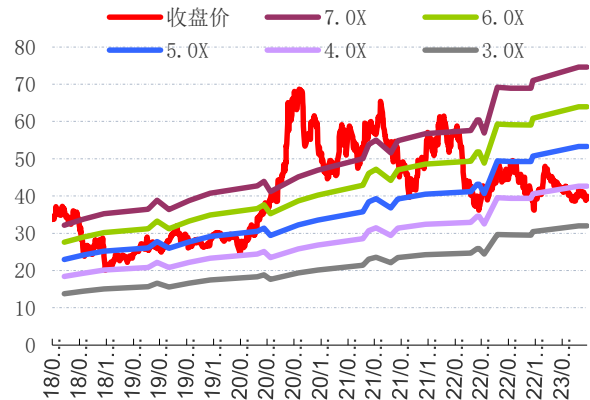
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 PE-Band



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 PB-band



资料来源：Wind，华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,291	1,282	2,277	3,763
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,583	1,806	2,074	2,365
预付账款	233	263	298	333
存货	3,007	3,393	3,834	4,287
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	553	631	724	826
流动资产合计	6,667	7,375	9,207	11,574
其他长期投资	734	837	961	1,095
长期股权投资	25	17	16	14
固定资产	7,066	8,241	8,529	8,150
在建工程	1,351	837	406	358
无形资产	610	642	662	688
其他非流动资产	477	345	391	428
非流动资产合计	10,263	10,919	10,965	10,733
<b>资产合计</b>	<b>16,930</b>	<b>18,294</b>	<b>20,172</b>	<b>22,307</b>
短期借款	2,515	2,476	2,226	1,975
应付票据	154	173	211	240
应付账款	1,769	1,996	2,219	2,466
预收款项	0	0	0	0
合同负债	134	152	175	200
其他应付款	275	199	249	241
一年内到期的非流动负债	1,452	584	731	922
其他流动负债	407	423	498	616
流动负债合计	6,706	6,003	6,309	6,660
长期借款	310	1,285	1,470	1,535
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	306	299	301	302
非流动负债合计	616	1,584	1,771	1,837
<b>负债合计</b>	<b>7,322</b>	<b>7,587</b>	<b>8,080</b>	<b>8,497</b>
归属母公司所有者权益	9,257	10,324	11,672	13,343
少数股东权益	351	383	420	467
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,608</b>	<b>10,707</b>	<b>12,092</b>	<b>13,810</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,930</b>	<b>18,294</b>	<b>20,172</b>	<b>22,307</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,069</b>	<b>1,813</b>	<b>2,116</b>	<b>2,517</b>
现金收益	1,955	2,296	2,712	3,159
存货影响	-756	-386	-441	-453
经营性应收影响	-355	-206	-256	-275
经营性应付影响	448	171	310	268
其他影响	-223	-62	-208	-181
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,514</b>	<b>-1,394</b>	<b>-692</b>	<b>-437</b>
资本支出	-2,511	-1,392	-686	-437
股权投资	-25	8	2	1
其他长期资产变化	22	-10	-8	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,411</b>	<b>-428</b>	<b>-429</b>	<b>-594</b>
借款增加	616	68	82	5
股利及利息支付	-570	-539	-628	-751
股东融资	1,408	1,408	1,408	1,408
其他影响	-43	-1,365	-1,291	-1,256

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>12,843</b>	<b>14,650</b>	<b>16,825</b>	<b>19,185</b>
营业成本	9,658	10,896	12,314	13,770
税金及附加	93	117	135	153
销售费用	730	858	1,044	1,250
管理费用	390	429	506	634
研发费用	536	659	757	767
财务费用	6	65	66	64
信用减值损失	-31	-31	-31	-31
资产减值损失	-60	-46	-46	-51
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6	4	6	5
其他收益	234	191	156	112
<b>营业利润</b>	<b>1,581</b>	<b>1,742</b>	<b>2,088</b>	<b>2,581</b>
营业外收入	18	21	25	14
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>1,595</b>	<b>1,759</b>	<b>2,109</b>	<b>2,591</b>
所得税	246	227	272	334
<b>净利润</b>	<b>1,349</b>	<b>1,532</b>	<b>1,837</b>	<b>2,257</b>
少数股东损益	28	31	38	46
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,321</b>	<b>1,501</b>	<b>1,799</b>	<b>2,211</b>
NOPLAT	1,354	1,589	1,895	2,313
EPS(摊薄) (元)	1.52	1.73	2.07	2.54

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	20.3%	14.1%	14.8%	14.0%
EBIT 增长率	0.3%	14.0%	19.2%	22.1%
归母净利润增长率	1.0%	13.6%	19.9%	22.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.8%	25.6%	26.8%	28.2%
净利率	10.5%	10.5%	10.9%	11.8%
ROE	14.3%	14.5%	15.4%	16.6%
ROIC	12.3%	12.8%	13.9%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.2%	41.5%	40.1%	38.1%
债务权益比	47.7%	43.4%	39.1%	34.3%
流动比率	1.0	1.2	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.7	0.9	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	38	42	42	42
应付账款周转天数	58	62	62	61
存货周转天数	98	106	106	106
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.52	1.73	2.07	2.54
每股经营现金流	1.23	2.09	2.44	2.90
每股净资产	10.65	11.88	13.43	15.36
<b>估值比率</b>				
P/E	26	23	19	16
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	18	16	13	11

## 食品饮料组团队介绍

### 组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

### ——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

#### 组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

#### 分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

#### 研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

### ——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

#### 组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

#### 研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

### ——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

#### 分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

### 华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522