

安琪酵母（600298）2023年年报点评

## 业绩低于预期，24 定调稳健

### 事项:

- ❖ 公司发布 2023 年年度报告，2023 年全年实现收入 135.81 亿元，同比+5.74%；归母净利润 12.7 亿元，同比-3.86%；扣非归母净利润 11.04 亿元，同比-0.87%。单 Q4 来看，公司实现收入 39.28 亿元，同比+1.76%；归母净利润 3.58 亿元，同比-15.48%；扣非归母净利润 2.95 亿元，同比-3.84%。

### 评论:

- ❖ **酵母主业同比下滑，海外维持较快增速。**公司 2023 年全年实现收入 135.81 亿元，同比+5.74%，酵母主业全年量价分比同比+11.00%/-4.52%，单 Q4 实现收入 39.28 亿元，同比+1.76%，低于市场预期。分品类来看，单 Q4 酵母系列/制糖/包装/其他分别同比-1.79%/-20.56%/-14.97%/80.13%，酵母主业同比下降推测主要系旺季备货错期及吨价下行所致，制糖业务下滑推测主要系公司减少部分贸易糖业务。分地区来看，单 Q4 国内/海外分别实现营收 26.05/12.89 亿元，分别同比-9.17%/+27.38%。此外，截止 23 年底公司新增经销商 1605 位，其中海外新增 573 位，推测主要系海外各区域销售平台逐步布局完善所致。
- ❖ **补助减少拖累明显，Q4 盈利能力承压。**公司单 Q4 实现毛利率 23.02%，同比-0.91pcts，推测主要系一方面因 22 年同期国内高毛利小包装酵母因受益居家需求旺盛热销，预计 22Q4 主业结构相对 23 年 Q4 更优，另一方面预计公司于 23 年中国内补充部分高价原料所致。费用率方面，公司单 Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.12/+0.89/+0.69/-1.11pcts，整体费用率略有上升。因当期计入补助减少，其他收益同比 22 年同期减少 1.13 亿元，对业绩拖累明显。此外，Q4 税率相较于去年同期-6.6pcts，综合下公司单 Q4 归母净利率同比-1.86%至 9.13%，而单 Q4 扣非归母净利率同比-0.44pcts 至 7.51%。
- ❖ **产能投放压制盈利，24 年业绩预算略显保守，但可预期 25-26 年盈利修复潜力充足。**公司发布 24 年财务预算，目标 24 年收入同比+15.37%，业绩同比+7.8%，略低于市场预期。我们认为，核算偏保守主要系一方面来自于国内外均有新增折旧（埃及加速计提），对盈利能力有一定压制；另一方面，预计 24 年公司新产能合计投放 5.5 万吨，在下游弱复苏的环境下，不排除公司加大促销，吨价有所承压；同时出口产能切换至海外后，国内产能爬坡压力短期提升，单吨边际效益下降。虽然业绩弹性难以在 24 年释放，但公司原料成本已步入改善，海外销售平台/生产逐步布局，规模优势持续夯实，待 25-26 年公司新增产能逐步消化，折旧、产品弱化的压力减轻，盈利能力修复潜力充足。
- ❖ **投资建议：全年稳增可期，股权激励在途，维持“强推”评级。**虽 24 年产能爬坡对公司报表仍有压制，但公司全年仍有望实现稳健增长，同时公告显示公司回购金额已达公告计划上限的 80%，股权激励在年内有望落地，业绩实现稳增具备动力，考虑 24 年折旧压力及吨价扰动，我们略下调 24-26 年 EPS 预测至 1.59/1.81/2.45 元（原预测 24/25 年为 1.78/2.04 元），对应 PE 为 20/17/13 倍。公司寡头优势明显，中长期盈利趋势提升，我们给予 24 年 23 倍 PE，对应目标价至 37 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：海外拓展不及预期、汇率波动、食品安全问题、竞争加剧等。**

### 主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	13,581	15,538	17,514	19,639
同比增速(%)	5.7%	14.4%	12.7%	12.1%
归母净利润(百万)	1,270	1,377	1,575	2,127
同比增速(%)	-3.9%	8.5%	14.3%	35.1%
每股盈利(元)	1.46	1.59	1.81	2.45
市盈率(倍)	21	20	17	13
市净率(倍)	2.7	2.5	2.3	2.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2024 年 3 月 18 日收盘价

## 强推（维持）

目标价：37 元

当前价：31.41 元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：欧阳宇

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

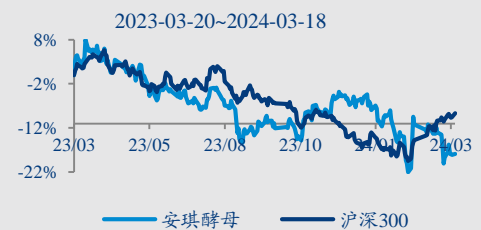
#### 证券分析师：董广阳

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)	86,875.23
已上市流通股(万股)	86,339.53
总市值(亿元)	272.88
流通市值(亿元)	271.19
资产负债率(%)	43.31
每股净资产(元)	11.45
12 个月内最高/最低价	41.75/29.84

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《安琪酵母（600298）2023 年三季报点评：主业恢复加速，原料改善在途》

2023-10-25

《安琪酵母（600298）2023 年中报点评：短期压力释放，底部配置区间》

2023-08-25

《安琪酵母（600298）2023 年一季报点评：扣非略超预期，回调价值凸显》

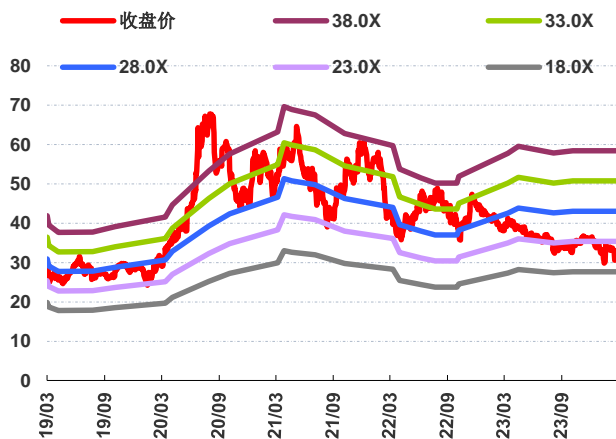
2023-05-03

图表 1 公司分季度情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2022	2023
营业总收入	3,032	3,059	2,892	3,861	3,397	3,317	2,939	3,928	12,843	13,581
营业总成本	2,704	2,662	2,645	3,493	3,000	2,974	2,677	3,607	11,503	12,259
其中：营业成本	2,223	2,240	2,258	2,937	2,534	2,533	2,205	3,024	9,658	10,296
营业税金及附加	22	17	21	33	23	23	20	40	93	107
销售费用	202	168	172	187	177	164	167	196	730	703
管理费用	97	99	112	82	111	115	115	118	390	459
财务费用	30	-45	-30	51	13	-26	20	8	6	16
投资净收益	0	6	0	0	-1	0	0	-1	6	-2
其他收益	59	20	16	139	24	35	51	26	234	136
营业利润	387	423	264	507	420	383	313	392	1,581	1,509
加：营业外收入	2	4	6	5	4	6	7	11	18	27
减：营业外支出	1	1	1	1	1	2	1	6	4	9
利润总额	389	427	269	510	423	387	319	396	1,595	1,526
减：所得税	72	63	33	78	54	59	68	34	246	215
净利润	317	364	236	432	369	329	252	362	1,349	1,312
归母净利润	313	355	229	424	352	316	243	358	1,321	1,270
EPS	0.38	0.41	0.26	0.49	0.41	0.36	0.28	0.41	1.57	1.46
毛利率	26.7%	26.8%	21.9%	23.9%	25.4%	23.6%	25.0%	23.0%	24.8%	24.2%
营业税金率	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%	0.7%	0.8%
销售费用率	6.7%	5.5%	5.9%	4.9%	5.2%	4.9%	5.7%	5.0%	5.7%	5.2%
管理费用率	3.2%	3.2%	3.9%	2.1%	3.3%	3.5%	3.9%	3.0%	3.0%	3.4%
营业利润率	12.8%	13.8%	9.1%	13.1%	12.4%	11.6%	10.7%	10.0%	12.3%	11.1%
实际税率	18.5%	14.8%	12.3%	15.3%	12.8%	15.1%	21.1%	8.7%	15.4%	14.1%
归母净利率	10.3%	11.6%	7.9%	11.0%	10.4%	9.5%	8.3%	9.1%	10.3%	9.4%
收入增长率	14.1%	18.7%	22.5%	25.3%	12.0%	8.4%	1.6%	1.8%	20.3%	5.7%
营业利润增长率	-26.7%	-4.4%	36.7%	51.1%	8.5%	-9.5%	18.7%	-22.6%	5.5%	-4.6%
归母净利润增长率	-29.3%	-7.9%	20.6%	46.0%	12.8%	-11.0%	6.0%	-15.5%	1.0%	-3.9%

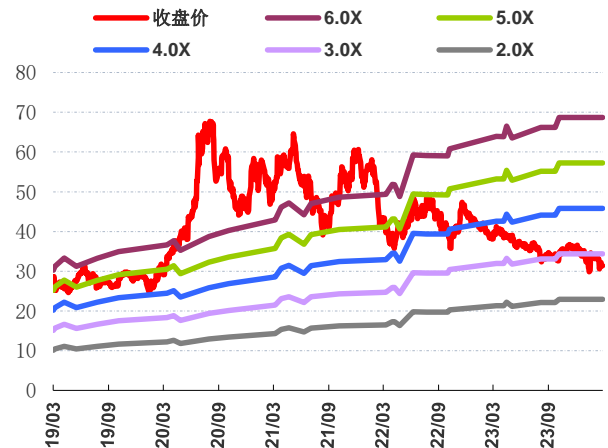
资料来源：Wind，华创证券

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	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,193	1,220	1,772	2,553
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,547	1,769	1,995	2,237
预付账款	422	485	541	588
存货	3,818	4,392	4,898	5,322
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,229	1,408	1,586	1,779
流动资产合计	8,209	9,274	10,792	12,479
其他长期投资	523	597	673	754
长期股权投资	22	17	16	20
固定资产	8,615	9,488	9,189	8,933
在建工程	753	493	528	288
无形资产	663	674	690	699
其他非流动资产	485	427	471	474
非流动资产合计	11,061	11,696	11,567	11,168
<b>资产合计</b>	<b>19,270</b>	<b>20,970</b>	<b>22,359</b>	<b>23,647</b>
短期借款	2,904	3,004	2,954	2,754
应付票据	215	247	258	277
应付账款	1,679	1,931	2,242	2,436
预收款项	0	0	0	0
合同负债	218	249	281	315
其他应付款	222	256	251	243
一年内到期的非流动负债	499	703	885	696
其他流动负债	500	570	668	786
流动负债合计	6,237	6,960	7,539	7,507
长期借款	2,020	2,020	1,720	1,420
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	417	438	436	430
非流动负债合计	2,437	2,458	2,156	1,850
<b>负债合计</b>	<b>8,674</b>	<b>9,418</b>	<b>9,695</b>	<b>9,357</b>
归属母公司所有者权益	10,074	11,017	12,110	13,670
少数股东权益	522	535	554	620
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,596</b>	<b>11,552</b>	<b>12,664</b>	<b>14,290</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,270</b>	<b>20,970</b>	<b>22,359</b>	<b>23,647</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,321</b>	<b>1,775</b>	<b>2,064</b>	<b>2,579</b>
现金收益	2,068	2,331	2,654	3,166
存货影响	-811	-574	-506	-424
经营性应收影响	-112	-243	-233	-245
经营性应付影响	-83	320	318	204
其他影响	260	-59	-169	-122
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,725</b>	<b>-1,480</b>	<b>-686</b>	<b>-426</b>
资本支出	-1,744	-1,476	-686	-421
股权投资	3	5	1	-4
其他长期资产变化	16	-9	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>-268</b>	<b>-826</b>	<b>-1,372</b>
借款增加	1,147	304	-168	-689
股利及利息支付	-580	-571	-660	-884
股东融资	177	177	177	177
其他影响	-457	-178	-175	24

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>13,581</b>	<b>15,538</b>	<b>17,514</b>	<b>19,639</b>
营业成本	10,296	11,845	13,209	14,352
税金及附加	107	117	131	147
销售费用	703	792	913	1,091
管理费用	459	525	621	661
研发费用	603	653	736	844
财务费用	16	59	97	65
信用减值损失	-35	-30	-30	-30
资产减值损失	-39	-44	-48	-44
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-2	3	3	3
其他收益	136	150	146	130
<b>营业利润</b>	<b>1,509</b>	<b>1,653</b>	<b>1,905</b>	<b>2,573</b>
营业外收入	26	17	10	16
营业外支出	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	<b>1,526</b>	<b>1,661</b>	<b>1,906</b>	<b>2,580</b>
所得税	214	241	282	387
<b>净利润</b>	<b>1,312</b>	<b>1,420</b>	<b>1,624</b>	<b>2,193</b>
少数股东损益	42	43	49	66
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,270</b>	<b>1,377</b>	<b>1,575</b>	<b>2,127</b>
NOPLAT	1,325	1,471	1,706	2,248
EPS(摊薄) (元)	1.46	1.59	1.81	2.45

**主要财务比率**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	5.7%	14.4%	12.7%	12.1%
EBIT 增长率	-3.7%	11.6%	16.4%	32.1%
归母净利润增长率	-3.9%	8.5%	14.3%	35.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.2%	23.8%	24.6%	26.9%
净利率	9.7%	9.1%	9.3%	11.2%
ROE	12.6%	12.5%	13.0%	15.6%
ROIC	10.1%	10.5%	11.8%	14.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.0%	44.9%	43.4%	39.6%
债务权益比	55.1%	53.4%	47.3%	37.1%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.7	0.7	0.8	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	41	38	39	39
应付账款周转天数	60	55	57	59
存货周转天数	119	125	127	128
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.46	1.59	1.81	2.45
每股经营现金流	1.52	2.04	2.38	2.97
每股净资产	11.60	12.68	13.94	15.74
<b>估值比率</b>				
P/E	21	20	17	13
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	15	13	11	9

## 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，7 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。2021-2023 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、联系首席分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，5 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。

#### 分析师：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，5 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。

#### 分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

#### 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。

#### 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）

#### 高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，4 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。

#### 助理研究员：严文炀

南京大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

### 执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2023 年，获得新财富最佳分析师七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五届第一。

## 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
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	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
	王春丽	高级销售经理	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	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@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	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@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	副总监	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

### 基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 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