

安琪酵母 (600298.SH)  
调味发酵品 II

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月30日

评级: 买入 (维持)

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@zts.com.cn

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师: 晏诗雨

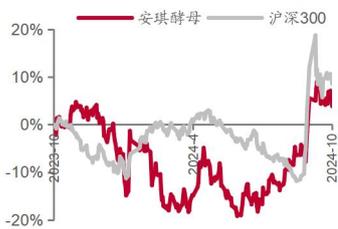
执业证书编号: S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	868.64
流通股本(百万股)	854.50
市价(元)	35.83
市值(百万元)	31,123.54
流通市值(百万元)	30,616.59

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1、《安琪酵母 (600298.SH) 点评报告: 国内增速回暖, 成本红利开始兑现》2024-08-08

2、《安琪酵母 (600298.SH) 点评报告: 海外维持快速增长, 毛利率仍有压力》2024-04-21

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,843	13,581	15,199	16,770	18,444
增长率 yoy%	20%	6%	12%	10%	10%
归母净利润 (百万元)	1,321	1,270	1,358	1,595	1,780
增长率 yoy%	1%	-4%	7%	17%	12%
每股收益 (元)	1.52	1.46	1.56	1.84	2.05
每股现金流量	1.23	1.52	2.86	2.54	2.69
净资产收益率	14%	12%	11%	12%	12%
P/E	23.6	24.5	22.9	19.5	17.5
P/B	3.4	3.1	2.7	2.5	2.2

备注: 股价截止自2024年10月30日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 事件:** 2024Q1-3 公司实现收入 109.12 亿元, 同比增长 13.04%; 实现归母净利润 9.53 亿元, 同比增长 4.23%; 实现扣非后归母净利润 8.39 亿元, 同比增长 3.44%。其中 2024Q3 实现收入 37.38 亿元, 同比增长 27.14%; 实现归母净利润 2.62 亿元, 同比增长 7.02%; 实现扣非后归母净利润 2.43 亿元, 同比增长 21.60%。
- 国内收入环比大幅改善, 海外收入加速。** 2024Q3 公司酵母及深加工产品实现收入 25.92 亿元, 同比增长 17.76%, 环比 H1 的 8.85% 加速; 2024Q1-3 酵母及深加工产品实现收入 77.11 亿元, 同比增长 11.69%。2024Q3 制糖、包装、其他主业收入分别为 3.09、1.11、6.90 亿元, 同比分别增长 5.48%、16.30%、76.54%; 前三季度制糖、包装、其他主业收入分别为 8.97、3.06、19.26 亿元, 同比分别增长 -17.92%、-4.11%、44.17%。分地区看, 2024Q3 国内、国外分别实现收入 22.69、14.33 亿元, 同比分别增长 20.70%、30.20%, 上半年分别增长 0.89%、17.89%。前三季度国内、国外分别实现收入 65.83、42.57 亿元, 同比分别增长 6.94%、21.77%。分渠道看, 2024Q3 线下、线上分别实现收入 24.89、12.13 亿元, 同比分别增长 25.30%、22.03%; 前三季度线下、线上分别实现收入 73.04、35.37 亿元, 同比分别增长 14.34%、8.33%。
- 短期毛利率承压, 拖累整体盈利能力。** 2024Q3 公司毛利率同比下降 3.62 个 pct 至 21.35%, 主要系: (1) 受国际地缘政治影响, 海运费大幅上升, wind 海运指数上升明显; (2) 2024Q3 其他主营业务收入增长最快, 占比提升, 但其毛利率偏低, 拉低公司整体毛利率水平。2024Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别 -0.10、-0.86、-1.18、+0.14 个 pct 至 5.59%、3.07%、3.75%、0.81%。2024Q3 公司其他收益同比减少 0.23 亿元, 信用资产减值损失同比增加 0.12 亿。综合来看, 公司 2024Q3 销售净利率同比下降 1.59 个 pct 至 6.98%。
- 盈利预测:** 公司作为国内酵母龙头, 持续聚焦主业, 市场份额不断提升, 同时海外业务快速扩张, 收入有望保持稳健增长。期待海运费逐步回落, 同时国内需求有望持续修复, 海外预计仍将保持高速增长的趋势。根据公司三季报, 考虑到国内外收入增长超预期, 但短期海运费上涨对利润有所影响, 我们调整盈利预测, 预计公司 2024-2026 年收入分别为 151.99、167.70、184.44 亿元 (原值为 149.83、166.58、184.61), 归母净利润分别为 13.58、15.95、17.80 亿元 (原值为 13.66、15.64、17.93), EPS 分别为 1.56、1.84、2.05 元, 对应 PE 为 22.9 倍、19.5 倍、17.5 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球经济增速放缓; 海外市场开拓低于预期的风险; 食品安全风险; 糖蜜价格波动; 研报信息更新不及时的风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,193	1,335	2,310	3,282	营业收入	13,581	15,199	16,770	18,444
应收票据	0	0	0	0	营业成本	10,296	11,539	12,659	13,954
应收账款	1,547	1,735	1,834	1,930	税金及附加	107	119	132	145
预付账款	422	473	519	572	销售费用	703	760	822	885
存货	3,818	4,003	4,392	4,841	管理费用	459	532	570	609
合同资产	0	0	0	0	研发费用	603	654	704	756
其他流动资产	1,230	1,377	1,519	1,671	财务费用	16	69	52	44
流动资产合计	8,209	8,922	10,574	12,295	信用减值损失	-35	-40	-40	-40
其他长期投资	523	584	644	708	资产减值损失	-39	-40	-40	-40
长期股权投资	22	22	22	22	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	8,615	9,827	9,733	9,547	投资收益	-2	-2	-2	-2
在建工程	753	53	3	3	其他收益	136	170	150	150
无形资产	663	671	678	685	<b>营业利润</b>	<b>1,509</b>	<b>1,615</b>	<b>1,899</b>	<b>2,120</b>
其他非流动资产	486	491	496	498	营业外收入	26	25	25	25
非流动资产合计	11,061	11,649	11,576	11,462	营业外支出	9	9	9	9
<b>资产合计</b>	<b>19,270</b>	<b>20,571</b>	<b>22,150</b>	<b>23,757</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,526</b>	<b>1,631</b>	<b>1,915</b>	<b>2,136</b>
短期借款	2,904	2,486	2,635	2,675	所得税	214	245	287	320
应付票据	215	240	264	291	<b>净利润</b>	<b>1,312</b>	<b>1,386</b>	<b>1,628</b>	<b>1,816</b>
应付账款	1,679	1,881	2,064	2,275	少数股东损益	42	28	33	36
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,270</b>	<b>1,358</b>	<b>1,595</b>	<b>1,780</b>
合同负债	218	244	269	296	NOPLAT	1,325	1,445	1,672	1,853
其他应付款	222	222	222	222	EPS (摊薄)	1.46	1.56	1.84	2.05
一年内到期的非流动负债	499	499	499	499					
其他流动负债	501	550	577	604					
流动负债合计	6,237	6,122	6,529	6,861	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	2,020	2,020	2,020	2,020	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	417	417	417	417	营业收入增长率	5.7%	11.9%	10.3%	10.0%
非流动负债合计	2,437	2,437	2,437	2,437	EBIT 增长率	-3.7%	10.2%	15.7%	10.8%
<b>负债合计</b>	<b>8,674</b>	<b>8,559</b>	<b>8,966</b>	<b>9,298</b>	归母公司净利润增长率	-3.9%	6.9%	17.4%	11.6%
归属母公司所有者权益	10,074	11,462	12,601	13,841	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	522	550	583	619	毛利率	24.2%	24.1%	24.5%	24.3%
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,596</b>	<b>12,012</b>	<b>13,184</b>	<b>14,460</b>	净利率	9.7%	9.1%	9.7%	9.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,270</b>	<b>20,571</b>	<b>22,150</b>	<b>23,757</b>	ROE	12.0%	11.3%	12.1%	12.3%
					ROIC	9.8%	10.2%	11.0%	11.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	45.0%	41.6%	40.5%	39.1%
					债务权益比	55.1%	45.1%	42.3%	38.8%
					流动比率	1.3	1.5	1.6	1.8
					速动比率	0.7	0.8	0.9	1.1
					<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	39	38	37
					应付账款周转天数	60	56	56	56
					存货周转天数	119	122	119	119
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.46	1.56	1.84	2.05
					每股经营现金流	1.52	2.86	2.54	2.69
					每股净资产	11.60	13.19	14.51	15.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25	23	20	18
					P/B	3	3	3	2
					EV/EBITDA	17	15	13	13

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。