

经营加速改善，盈利短期承压

2024 年 10 月 31 日

► **事件：**公司发布 2024 年三季度报，前三季度实现营业收入 109.12 亿元，同比+13.05%；实现归母净利润 9.53 亿元，同比+4.55%；实现扣非净利润 8.39 亿元，同比+3.69%。单季度看，24Q3 实现营业收入 37.38 亿元，同比+27.17%；实现归母净利润 2.62 亿元，同比+7.84%；实现扣非净利润 2.43 亿元，同比+22.68%。

► **酵母主业环比提速，海外需求持续旺盛。**分产品看，24Q3 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他产品分别实现收入 25.92/3.09/1.11/6.90 亿元，同比+17.76%/+5.48%/+16.30%/+76.54%，酵母主业环比持续提速（24Q2 同比+12.24%），预计 YE 延续增势，小包装表现亮眼。分区域看，24Q3 国内/国外分别实现收入 22.69/14.33 亿元，同比+20.70%/+30.20%，海外需求持续旺盛，国内增速环比改善（24Q2 国内同比+6.64%），预计主要系公司应对国内竞对降价，采取相应销售策略，升级新菌种、推出新产品、灵活价格政策以及行业推广和渠道下沉等。截至 24Q3 国内经销商 17834 家，环比净增 285 家；国外经销商 5846 家，环比净增 158 家。分渠道看，24Q3 线下/线上渠道分别实现收入 24.89/12.13 亿元，同比+25.30%/+22.03%。

► **产品结构变动、海运费上涨压制毛利，Q3 盈利能力有所承压。**24Q1-3/24Q3 公司毛利率分别为 23.28%/21.35%，同比-1.39/-3.62pcts，Q3 毛利率同比下滑，我们预计主要系海运费有较大幅度上涨、Q3 其他业务占比提升。费用方面，24Q3 销售/管理费用率分别为 5.59%/3.07%，同比-0.10/-0.86pcts；研发/财务费用率分别为 3.75%/0.81%，同比-1.18/+0.15pcts。24Q3 政府补助减少（24Q3 其他收益同比减少约 2316 万元）但 Q3 所得税率同比+5.74pcts，综合影响下 24Q3 公司实现归母净利率 7.01%，同比-1.26pcts；实现扣非净利率 6.51%，同比-0.24pcts。

► **投资建议：**展望看，伴随酵母主业需求改善、YE 渗透率持续提升、多元产品贡献营收增量，海外需求旺盛、新产能有序投放；利润端，Q3 海运费压力集中释放、海外糖蜜价格低位，看好后续利润弹性释放。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 154.9/172.1/187.5 亿元，同比+14.0%/+11.1%/+8.9%；归母净利润分别为 13.7/16.1/18.2 亿元，同比+7.6%/+18.0%/+13.1%，当前股价对应 PE 分别为 23/20/17X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**海外拓展不及预期；需求恢复不及预期；原料价格大幅上涨；汇率波动风险；食品安全风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

36.36 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书：S01001230900030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

1. 安琪酵母 (600298.SH) 2024 年中报点评：
经营环比改善，海外延续增势-2024/08/08

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,581	15,489	17,207	18,746
增长率 (%)	5.7	14.0	11.1	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,270	1,366	1,612	1,823
增长率 (%)	-3.9	7.6	18.0	13.1
每股收益 (元)	1.46	1.57	1.86	2.10
PE	25	23	20	17
PB	3.1	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,581	15,489	17,207	18,746
营业成本	10,296	11,801	12,972	14,082
营业税金及附加	107	108	120	131
销售费用	703	805	912	994
管理费用	459	511	568	619
研发费用	603	620	705	769
EBIT	1,485	1,875	2,187	2,433
财务费用	16	200	214	205
资产减值损失	-39	-44	-49	-53
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	1,509	1,630	1,924	2,176
营业外收支	18	0	0	0
利润总额	1,526	1,630	1,924	2,176
所得税	215	236	279	315
净利润	1,312	1,394	1,645	1,860
归属于母公司净利润	1,270	1,366	1,612	1,823
EBITDA	2,243	2,653	2,983	3,230

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,193	1,276	2,025	2,945
应收账款及票据	1,547	1,936	2,151	2,343
预付款项	422	507	558	606
存货	3,818	4,381	4,816	5,228
其他流动资产	1,230	1,424	1,482	1,535
流动资产合计	8,209	9,524	11,032	12,657
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	8,615	8,815	8,815	8,815
无形资产	663	663	663	663
非流动资产合计	11,061	11,374	11,376	11,375
资产合计	19,270	20,898	22,408	24,031
短期借款	2,904	3,596	3,596	3,596
应付账款及票据	1,893	2,000	2,198	2,386
其他流动负债	1,440	1,055	1,153	1,242
流动负债合计	6,237	6,651	6,947	7,225
长期借款	2,020	2,553	2,553	2,553
其他长期负债	417	497	497	497
非流动负债合计	2,437	3,050	3,050	3,050
负债合计	8,674	9,701	9,997	10,275
股本	869	869	869	869
少数股东权益	522	550	583	620
股东权益合计	10,596	11,197	12,411	13,757
负债和股东权益合计	19,270	20,898	22,408	24,031

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.74	14.05	11.09	8.95
EBIT 增长率	-6.41	26.31	16.62	11.28
净利润增长率	-3.86	7.56	18.00	13.07
盈利能力 (%)				
毛利率	24.19	23.81	24.61	24.88
净利润率	9.35	8.82	9.37	9.72
总资产收益率 ROA	6.59	6.54	7.19	7.59
净资产收益率 ROE	12.61	12.83	13.63	13.88
偿债能力				
流动比率	1.32	1.43	1.59	1.75
速动比率	0.47	0.52	0.64	0.77
现金比率	0.19	0.19	0.29	0.41
资产负债率 (%)	45.01	46.42	44.61	42.75
经营效率				
应收账款周转天数	41.48	40.47	42.75	43.15
存货周转天数	119.32	125.06	127.62	128.38
总资产周转率	0.75	0.77	0.79	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.57	1.86	2.10
每股净资产	11.60	12.26	13.62	15.12
每股经营现金流	1.52	1.54	2.54	2.83
每股股利	0.50	0.53	0.63	0.71
估值分析				
PE	25	23	20	17
PB	3.1	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	16.32	13.80	12.27	11.33
股息收益率 (%)	1.38	1.46	1.72	1.95

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,312	1,394	1,645	1,860
折旧和摊销	758	778	796	797
营运资金变动	-791	-1,079	-511	-480
经营活动现金流	1,321	1,339	2,208	2,460
资本开支	-1,706	-1,160	-780	-777
投资	-19	0	0	0
投资活动现金流	-1,725	-1,151	-780	-777
股权募资	177	0	0	0
债务募资	884	830	0	0
筹资活动现金流	287	-135	-709	-792
现金净流量	-98	83	749	920

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026