

2024年04月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

盈利表现承压，海外市场增速延续

—安琪酵母（600298.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月19日，安琪酵母发布2024年一季度报告。

投资要点

基本数据

2024-04-19

当前股价(元)	30.06
总市值(亿元)	261
总股本(百万股)	869
流通股本(百万股)	863
52周价格范围(元)	28.69-40
日均成交额(百万元)	202.72

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《安琪酵母（600298）：盈利端承压，海外市场延续势能》2024-03-19
- 2、《安琪酵母（600298）：酵母主业稳健增长，成本端持续改善》2023-10-25
- 3、《安琪酵母（600298）：海外延续增速，利润改善可期》2023-08-26

业绩低于预期，产品/渠道结构变化导致盈利承压

2024Q1 公司总营收 34.83 亿元 (+3%)，归母净利润 3.19 亿元 (-9%)，业绩表现不及预期。2024Q1 公司毛利率下降 1pct 至 24.66%，预计主要系低毛利海外市场/贸易业务占比提升所致，随着糖蜜/能源/其他辅料成本的下降，后续公司毛利率有望恢复；2024Q1 公司销售/管理费用率分别为 4.84%/3.69%，分别同比-0.4pct/+0.4pct，费用率整体保持稳定，净利率下降 1pct 至 9.47%，随着埃及与俄罗斯项目投资，公司海外业务成本压力有望缓解、盈利能力稳步回升。

贸易类产品按计划扩张，海外市场保持高增

主营产品稳健，贸易类产品按预期扩张，2024Q1 酵母及深加工产品营收为 24.50 亿元 (+5%)，预计主要系海外市场增长贡献所致；2024Q1 制糖产品/包装类产品营收分别为 3.98/1.00 亿元，分别同减 18%/8%，制糖业务下跌明显主要系 2023 年底产品库存出清，叠加糖价下跌所致；2024Q1 其他产品营收为 5.26 亿元 (+14%)，贸易类业务规模按公司规划快速增长，预计全年可缓解公司主营业务增长压力，达成公司总营收规模增速目标。电商渠道持续承压，2024Q1 线下/线上渠道营收分别为 23.44/11.30 亿元，分别同比+6%/-3%，线下业务正常开展，经销商数量持续增加，截至 2024Q1 末，公司总经销商数量为 22812 家，较 2023 年末净增加 459 家；而由于 C 端需求相对较为疲软，电商渠道延续 2023 年承压趋势。海外市场增势延续，2024Q1 国内/国外市场营收分别为 21.04/13.70 亿元，分别同比-5%/+17%，海外市场增势延续，国际局势对于公司主业经营影响有限，随着海外产能建设持续推进，预计中长期海外市场仍为公司主要业绩增长来源。

盈利预测

我们看好公司作为酵母龙头凭借自身的规模/渠道/服务优势不断进行全球化扩张，随着海外产能项目落地/技改降本项目推进/原材料成本压力缓解，公司盈利能力有望逐渐恢复。预

计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.59/1.96/2.32 元，当前股价对应 PE 分别为 19/15/13 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行、消费复苏不及预期、产能建设不及预期、原材料价格波动、海外拓展不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	13,581	15,772	18,006	20,207
增长率（%）	5.7%	16.1%	14.2%	12.2%
归母净利润（百万元）	1,270	1,380	1,699	2,013
增长率（%）	-3.9%	8.6%	23.1%	18.5%
摊薄每股收益（元）	1.46	1.59	1.96	2.32
ROE（%）	12.0%	12.1%	13.7%	14.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,193	3,922	5,280	6,547
应收款	1,742	2,023	2,309	2,591
存货	3,818	4,430	5,018	5,608
其他流动资产	1,457	1,635	1,817	1,997
流动资产合计	8,209	12,009	14,424	16,743
非流动资产:				
金融类资产	350	350	350	350
固定资产	8,615	8,492	8,107	7,638
在建工程	753	301	120	48
无形资产	663	630	597	565
长期股权投资	22	22	22	22
其他非流动资产	1,009	1,009	1,009	1,009
非流动资产合计	11,061	10,454	9,854	9,282
资产总计	19,270	22,463	24,279	26,025
流动负债:				
短期借款	2,904	3,154	3,354	3,504
应付账款、票据	1,893	2,196	2,488	2,781
其他流动负债	1,222	1,222	1,222	1,222
流动负债合计	6,237	6,826	7,354	7,831
非流动负债:				
长期借款	2,020	3,820	4,120	4,220
其他非流动负债	417	417	417	417
非流动负债合计	2,437	4,237	4,537	4,637
负债合计	8,674	11,063	11,890	12,468
所有者权益				
股本	869	869	869	869
股东权益	10,596	11,400	12,389	13,557
负债和所有者权益	19,270	22,463	24,279	26,025

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1312	1434	1764	2088
少数股东权益	42	54	65	75
折旧摊销	735	607	598	570
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-767	-733	-729	-724
经营活动现金净流量	1321	1363	1697	2010
投资活动现金净流量	-1725	574	566	540
筹资活动现金净流量	3133	1420	-276	-669
现金流量净额	2,729	3,358	1,988	1,881

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,581	15,772	18,006	20,207
营业成本	10,296	11,835	13,406	14,982
营业税金及附加	107	110	126	141
销售费用	703	820	918	1,010
管理费用	459	520	576	626
财务费用	16	188	172	147
研发费用	603	701	800	898
费用合计	1,781	2,230	2,466	2,681
资产减值损失	-39	-20	-15	-10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	0	0
营业利润	1,509	1,686	2,075	2,457
加:营业外收入	27	16	14	12
减:营业外支出	9	3	2	1
利润总额	1,526	1,699	2,087	2,468
所得税费用	215	265	324	380
净利润	1,312	1,434	1,764	2,088
少数股东损益	42	54	65	75
归母净利润	1,270	1,380	1,699	2,013

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	5.7%	16.1%	14.2%	12.2%
归母净利润增长率	-3.9%	8.6%	23.1%	18.5%
盈利能力				
毛利率	24.2%	25.0%	25.5%	25.9%
四项费用/营收	13.1%	14.1%	13.7%	13.3%
净利率	9.7%	9.1%	9.8%	10.3%
ROE	12.0%	12.1%	13.7%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	45.0%	49.2%	49.0%	47.9%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	7.8	7.8	7.8	7.8
存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股数据(元/股)				
EPS	1.46	1.59	1.96	2.32
P/E	20.6	18.9	15.4	13.0
P/S	1.9	1.7	1.5	1.3
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。