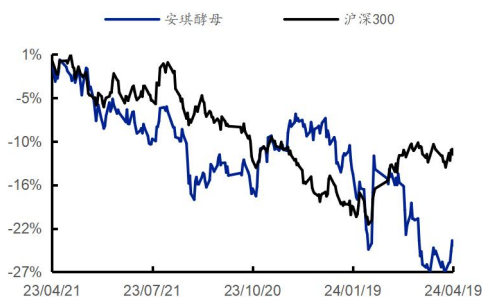


研究所：
 证券分析师： 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 证券分析师： 刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人： 景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

海外持续发力，静待国内需求回暖

——安琪酵母（600298）2024 年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
安琪酵母	-0.7%	-10.7%	-24.4%
沪深 300	-1.0%	8.3%	-14.1%

市场数据

市场数据	2024/04/19
当前价格（元）	30.06
52 周价格区间（元）	28.38-40.30
总市值（百万）	26,114.69
流通市值（百万）	25,953.66
总股本（万股）	86,875.23
流通股本（万股）	86,339.53
日均成交额（百万）	272.00
近一月换手（%）	1.14

相关报告

- 《安琪酵母（600298）2023 年年报点评：国内需求承压，关注海外拓展和成本趋势（买入）*调味品发酵品 II*刘洁铭，秦一方》——2024-03-20
- 《安琪酵母（600298）2023 年三季度报点评：主业收入同比双位数增长，利润承压（买入）*调味品发酵品 II*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-27
- 《安琪酵母（600298）2023 年半年报点评：需求弱复苏，关注成本端改善（买入）*调味品发酵品 II*薛玉虎，刘洁铭》——2023-08-28
- 《安琪酵母（600298）点评报告：海外市场延续高

事件：

2024 年 4 月 19 日，安琪酵母发布 2024 年一季度报告，2024Q1 实现营业收入 34.83 亿元，同比+2.52%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比-9.45%；实现扣非归母净利润 2.95 亿元，同比-10.74%。

投资要点：

- **国内需求弱复苏，海外保持良好增势。**分区域看，2024Q1 国内/国外分别实现营业收入 21.04/13.70 亿元，分别同比-4.52%/+16.73%。我们认为国内主要需求领域烘焙、基础调味品、养殖业等仍有承压；但公司积极拓展海外经销商和大客户，加强渠道下沉和二次开发，2024Q1 海外净增经销商 166 个，海外业务保持较高增速，占比提升至 39.34%，较 2023 年底提升 4.11pct。分产品看，2024Q1 酵母及深加工产品/制糖/包装/其他业务分别实现营业收入 24.5/3.98/1.0/5.26 亿元，分别同比+5.37%/-17.61%/-8.37%/+14.33%，受国内业务影响酵母主业呈个位数增长；制糖收入下滑主要因 2023 年同期糖价高位，公司消化库存致基数较高；公司持续加强酶制剂研发和市场投入，收入保持良好增势，未来有望贡献更多增量。
- **多重因素扰动，盈利能力仍有承压。**2024Q1 公司毛利率同比-0.74pct 至 24.66%，我们认为主要系公司 2023 年一系列项目密集建成投产，2024Q1 国内业务营收下滑致单位制造成本增加。费用端，2024Q1 销售、管理、财务、研发费用率分别为 4.84%/3.69%/0.56%/4.15%，分别同比-0.37/+0.41/+0.17/+0.32pct，管理费用率提升主要系固定资产处置增加；利息费用增加致财务费用同比+47.09%；研发费用率提升主要系公司加强酵母深加工产品及酶制剂等领域的研发投入，以持续拓宽产品护城河。2024Q1 公司归母净利率为 9.16%，同比-1.21pct。
- **海外强势扩张，关注成本趋势。**公司海外仍处跑马圈地阶段，埃及、俄罗斯工厂靠近增势强劲的新兴市场，当前增长动能充足，2024 年埃及、俄罗斯二期项目投产后有望进一步提振海外收入表现，公司也拟于东南亚投资设厂，未来海外成长性凸显。国内受益于公司完整产业链布局仍不乏亮点，酶制剂、食品原料等业务有望贡献更多增量。利润端，海内外糖蜜综合成本呈下降趋势，我们认为全球糖

增, 2023Q1 扣非净利改善 (买入) *调味发酵品 II
*薛玉虎, 刘洁铭》——2023-05-04

《安琪酵母 (600298) 2022 年报点评: 2022 年顺利收官, 需求恢复趋势向好 (买入) *调味发酵品 II *薛玉虎, 刘洁铭》——2023-04-01

蜜价格下行需辩证看待, 近年来全球酵母行业增长趋于稳定, 公司成本端利好释放的同时行业整体降价空间扩大, 竞争或有加剧。但一方面公司在海外强势扩张, 海外两个工厂投产后可享受当地成本优势, 进一步增强国际竞争力; 另一方面, 公司在国内前瞻布局水解糖, 平抑成本波动的能力持续提升, 利润端长期向好。

- **盈利预测与估值:** 2024 年公司海外工厂新产能有望投产, 海外市场扩张加速; 同时成本端有下行可能, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 158/187/214 亿元, 分别同比+17%/18%/15%; 归母净利润分别为 13.65/15.62/17.72 亿元, 分别同比+7%/14%/13%, 对应 EPS 分别为 1.57/1.80/2.04 元, 对应 PE 分别为 19X/17X/15X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 行业需求疲软; 2) 原材料价格上涨过快; 3) 产能投放不及预期; 4) 海外市场政治动荡; 5) 汇率波动等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13581	15842	18656	21413
增长率 (%)	6	17	18	15
归母净利润 (百万元)	1270	1365	1562	1772
增长率 (%)	-4	7	14	13
摊薄每股收益 (元)	1.46	1.57	1.80	2.04
ROE (%)	13	12	12	12
P/E	23.93	19.13	16.72	14.74
P/B	3.03	2.28	2.01	1.77
P/S	2.25	1.65	1.40	1.22
EV/EBITDA	15.52	12.85	12.13	10.41

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：安琪酵母盈利预测表

证券代码：	600298				股价：	30.06				投资评级：	买入				日期：	2024/04/19			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	13%	12%	12%	12%	EPS	1.47	1.57	1.80	2.04										
毛利率	24%	24%	25%	25%	BVPS	11.60	13.17	14.97	17.00										
期间费率	9%	10%	10%	11%	估值														
销售净利率	9%	9%	8%	8%	P/E	23.93	19.13	16.72	14.74										
成长能力					P/B	3.03	2.28	2.01	1.77										
收入增长率	6%	17%	18%	15%	P/S	2.25	1.65	1.40	1.22										
利润增长率	-4%	7%	14%	13%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.75	0.78	0.82	0.84	营业收入	13581	15842	18656	21413										
应收账款周转率	8.68	9.10	8.87	8.82	营业成本	10296	12015	14035	16042										
存货周转率	3.02	3.01	3.17	3.30	营业税金及附加	107	127	155	171										
偿债能力					销售费用	703	887	1047	1210										
资产负债率	45%	44%	43%	42%	管理费用	459	554	728	876										
流动比	1.32	1.43	1.48	1.55	财务费用	16	153	161	163										
速动比	0.51	0.61	0.69	0.79	其他费用/（-收入）	603	697	858	1028										
					营业利润	1509	1629	1888	2147										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	18	8	-4	2										
现金及现金等价物	1193	1799	2687	3765	利润总额	1526	1637	1885	2149										
应收款项	1547	1936	2270	2587	所得税费用	215	237	281	329										
存货净额	3818	4172	4678	5035	净利润	1312	1399	1604	1820										
其他流动资产	1652	1952	2121	2338	少数股东损益	42	34	42	48										
流动资产合计	8209	9860	11756	13725	归属于母公司净利润	1270	1365	1562	1772										
固定资产	8615	8242	8102	7970															
在建工程	758	1424	2123	2880	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1666	1825	2003	2133	经营活动现金流	1321	1359	1751	2064										
长期股权投资	22	22	22	22	净利润	1270	1365	1562	1772										
资产总计	19270	21372	24006	26730	少数股东损益	42	34	42	48										
短期借款	2904	3408	3869	4333	折旧摊销	758	564	414	495										
应付款项	1893	2076	2470	2745	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-791	-738	-439	-451										
其他流动负债	1440	1422	1598	1764	投资活动现金流	-1725	-1118	-1137	-1245										
流动负债合计	6237	6906	7937	8841	资本支出	-1706	-978	-1139	-1246										
长期借款及应付债券	2020	2020	2020	2020	长期投资	-19	0	0	0										
其他长期负债	417	450	450	450	其他	0	-140	2	1										
长期负债合计	2437	2470	2470	2470	筹资活动现金流	287	363	274	259										
负债合计	8674	9376	10407	11311	债务融资	884	500	461	463										
股本	869	869	869	869	权益融资	177	0	0	0										
股东权益	10596	11996	13599	15419	其它	-775	-137	-188	-204										
负债和股东权益总计	19270	21372	24006	26730	现金净增加额	-98	606	887	1078										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

秦一方，刘洁铭，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。