

安琪酵母（600298.SH）/食品加工

证券研究报告/公司点评

2024年4月21日

评级：买入（维持）

市场价格：30.06

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

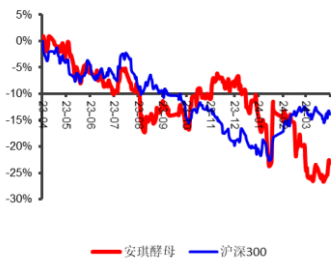
执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	869
流通股本(百万股)	863
市价(元)	30.06
市值(百万元)	26,115
流通市值(百万元)	25,954

### 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：主业需求环比改善，期待新榨季糖蜜降价

2 安琪酵母(600298.SH)\_点评报告：主业环比加速，盈利短期承压

3 安琪酵母(600298.SH)\_点评报告：海外市场延续强劲增长，降本增效控制成本压力

### 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	15,355	17,223	19,175
增长率 yoy%	20%	6%	13%	12%	11%
净利润(百万元)	1,321	1,270	1,376	1,610	1,837
增长率 yoy%	1%	-4%	8%	17%	14%
每股收益(元)	1.52	1.46	1.58	1.85	2.12
每股现金流量	1.23	1.52	2.29	2.54	2.76
净资产收益率	14%	12%	12%	13%	13%
P/E	19.8	20.6	19.0	16.2	14.2
P/B	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9

备注：股价选取自2024年4月19日收盘价

### 投资要点

- **事件**：公司2024Q1实现收入34.83亿元，同比增长2.52%；实现归母净利润3.19亿元，同比增长-9.45%；实现扣非后归母净利润2.95亿元，同比增长-10.74%。
- **酵母主业稳健增长，海外市场表现优异**。2024Q1公司实现主营业务收入34.74亿元，同比增长2.86%。其中酵母及深加工产品收入24.50亿元，同比增长5.37%，保持了稳健增长的趋势。制糖、包装、其他业务分别实现收入3.98、1.00、5.26亿元，同比分别增长-17.61%、-8.38%、14.33%，制糖和包装业务收入下滑拖累整体收入增长。分地区看，2024Q1公司国内、国外分别实现收入21.04、13.70亿元，同比分别增长-4.52%、16.73%，国内需求修复仍有压力，海外保持了较快的增长趋势。分渠道看，2024Q1公司线下、线上分别实现收入23.44、11.30亿元，同比分别增长5.80%、-2.74%。一季度公司经销商净增加459家至22812家，国内和国外分别净增加293和166家至17279和5533家。
- **毛利率仍有压力，期待后续成本改善**。2024Q1公司毛利率为24.66%，同比下降0.74个pct，主要受结构影响。一方面海外收入维持快速增长，占比提升；另一方面毛利率较低的其他业务增长快于酵母及深加工产品，也拉低了整体毛利率水平。2024Q1公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.37、+0.43、+0.31、+0.17个pct至4.84%、3.69%、4.15%、0.56%。综合来看，2024Q1公司归母净利率同比下降1.22个pct至9.16%。
- **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。目前糖蜜成本处于高位，随着水解糖效率提升将显著平抑原材料成本压力，期待未来糖蜜价格回落，带来盈利能力改善。根据公司一季报，考虑到国内需求疲软及盈利能力压力，我们下调盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别为153.55、172.23、191.75亿元（2024-2025原值为156.80、177.78），归母净利润分别为13.76、16.10、18.37亿元（2024-2025原值为17.04、20.24），EPS分别为1.58、1.85、2.12元，对应PE为19.0倍、16.2倍、14.2倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件**：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；水解糖投产进度低于预期；研报信息更新不及时的风险。

图表 1: 安琪酵母三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	单位: 百万元				会计年度	单位: 百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,193	1,535	1,722	1,918	营业收入	13,581	15,355	17,223	19,175
应收票据	0	0	0	0	营业成本	10,296	11,707	13,080	14,581
应收账款	1,547	1,753	1,884	2,006	税金及附加	107	120	135	150
预付账款	422	480	536	597	销售费用	703	768	861	920
存货	3,818	4,097	4,578	5,103	管理费用	459	491	534	575
合同资产	0	0	0	0	研发费用	603	660	723	786
其他流动资产	1,230	1,391	1,560	1,737	财务费用	16	48	48	48
流动资产合计	8,209	9,256	10,280	11,361	信用减值损失	-35	-30	-30	-30
其他长期投资	523	590	662	736	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	9,748	9,572	9,313	投资收益	-2	-2	-2	-2
在建工程	753	53	3	3	其他收益	136	150	150	150
无形资产	663	671	678	685	营业利润	1,509	1,638	1,919	2,192
其他非流动资产	486	486	486	486	营业外收入	26	25	25	25
非流动资产合计	11,061	11,570	11,422	11,244	营业外支出	9	9	9	9
资产合计	19,270	20,826	21,702	22,605	利润总额	1,526	1,654	1,935	2,208
短期借款	2,904	3,162	2,497	1,601	所得税	214	233	272	310
应付票据	215	244	273	304	净利润	1,312	1,421	1,663	1,898
应付账款	1,679	1,909	2,133	2,377	少数股东损益	42	45	53	60
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,270	1,376	1,610	1,837
合同负债	218	246	276	308	NOPLAT	1,325	1,463	1,704	1,939
其他应付款	222	222	222	222	EPS (按最新股本摊薄)	1.46	1.58	1.85	2.12
一年内到期的非流动负债	499	499	499	499					
其他流动负债	501	525	554	584					
流动负债合计	6,237	6,806	6,454	5,894					
长期借款	2,020	2,020	2,020	2,020					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	417	417	417	417					
非流动负债合计	2,437	2,437	2,437	2,437					
负债合计	8,674	9,243	8,890	8,331					
归属母公司所有者权益	10,074	11,016	12,191	13,594					
少数股东权益	522	567	620	680					
所有者权益合计	10,596	11,583	12,811	14,275					
负债和股东权益	19,270	20,826	21,702	22,605					

现金流量表				
会计年度	单位: 百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,321	1,991	2,209	2,401
现金收益	2,068	2,400	2,756	2,974
存货影响	-811	-280	-481	-525
经营性应收影响	-112	-224	-148	-144
经营性应付影响	-83	259	253	276
其他影响	260	-165	-171	-179
投资活动现金流	-1,725	-1,423	-875	-827
资本支出	-1,744	-1,372	-825	-776
股权投资	3	0	0	0
其他长期资产变化	16	-51	-50	-51
融资活动现金流	287	-225	-1,147	-1,379
借款增加	1,147	258	-665	-896
股利及利息支付	-580	-556	-639	-719
股东融资	177	0	0	0
其他影响	-457	73	157	236

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	5.7%	13.1%	12.2%	11.3%
EBIT增长率	-3.7%	10.4%	16.5%	13.8%
归母公司净利润增长率	-3.9%	8.4%	17.0%	14.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.2%	23.8%	24.1%	24.0%
净利率	9.7%	9.3%	9.7%	9.9%
ROE	12.0%	11.9%	12.6%	12.9%
ROIC	9.8%	10.1%	11.4%	12.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.0%	44.4%	41.0%	36.9%
债务权益比	55.1%	52.6%	42.4%	31.8%
流动比率	1.3	1.4	1.6	1.9
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	55	56	56
存货周转天数	119	122	119	120
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.46	1.58	1.85	2.12
每股经营现金流	1.52	2.29	2.54	2.76
每股净资产	11.60	12.68	14.03	15.65
<b>估值比率</b>				
P/E	20.6	19.0	16.2	14.2
P/B	3	2	2	2

来源: 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。