

安琪酵母（600298.SH）

增持（维持）

Q3 收入表现超预期，国内外环比提速明显

24Q3 公司收入/扣非归母净利润分别同比+27.1%/+21.6%，收入表现超预期，Q3 酵母动销明显改善（单 Q3 增长 17.8%），国内需求复苏明显，海外市场增长仍强劲，产品结构变化、工厂检修拖累毛利率。Q4 营收端海外增长趋势有望延续，国内市场需求逐步恢复。成本端新榨季糖蜜价格略降，海外新产能释放，竞争力有望进一步强化。预计公司 24-25 年 EPS 预测为 1.53、1.73，对应 24 年 PE 23X，维持“增持”评级。

- **Q3 收入/扣非归母净利润分别同比+27.1%/+21.6%，收入表现超预期。**公司发布 2024 年第三季度报告，前三季度公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润为 109.12/9.53/8.39 亿元，同比+13.04%/+4.23%/+3.44%，稳步迈向全年 15%增长的目标。其中，24Q3 实现营业收入 37.38 亿元，同比+27.1%；归母净利润 2.62 亿元，同比+7.0%；扣非归母净利润 2.43 亿元，同比+21.6%，营收与扣非利润均实现两位数增长。
- **酵母主业同比增速 15%以上，国内动销改善明显。**分品类看，24Q3 公司酵母主业/制糖/包装/其他产品分别实现营收 25.9/3.1/1.1/6.9 亿元，分别同比增长+17.76%/+5.48%/+16.30%/+76.54%，Q3 酵母动销明显改善，主要系 1）国内消费市场有所复苏，面用酵母贡献高增。2）酵母衍生品动销良好，YE 下游复合调味品、休闲食品需求不断恢复，微生物营养等衍生品业务实现较好增长，安琪纽特业务 Q3 也重回正增长。分地区看，24Q3 国内/海外实现收入 22.69 亿/14.33 亿，分别同比增长+20.7%/+30.2%，国内需求复苏明显，海外市场增长仍强劲，欧洲、中东、非洲、亚太地区市场同比增速 30%以上，Q4 销售旺季海外增长趋势有望延续。
- **结构变化、工厂检修拖累毛利率，费用率优化，扣非净利率下滑 0.24pct。**24Q3 毛利率 21.35%，同比-3.62pct，主要系 1）低毛利产品占比上升；2）Q3 部分工厂大修停产叠加海运费上涨所致；3）产品促销增加。费用率整体有所下降，Q3 销售/管理/研发费用率分别为 5.59%/3.07%/3.75%，同比-0.10pct/-0.86pct/-1.18pct，费效比逐步优化，其他收益（主要是计入当期损益的政府补助）有所下降，最终，24Q3 公司实现归母净利率/扣非归母净利率 7.01%/6.51%，同比-1.26pct/-0.24pct。
- **投资建议：国内外增速环比提速，营收端逐步改善。**Q3 收入/扣非归母净利润分别同比+27.1%/+21.6%，收入表现超预期，Q3 酵母动销明显改善，国内需求复苏明显，海外市场增长仍强劲，结构变化、工厂检修拖累毛利率。Q4 营收端海外增长趋势有望延续，国内市场需求逐步恢复。成本端新榨季糖蜜价格略降，海外新产能释放，竞争力有望进一步强化。预计公司 24-25 年 EPS 预测为 1.53、1.73，对应 24 年 PE 23X，维持“增持”评级。
- **风险提示：宏观经济影响、成本大幅波动、竞争格局恶化、客户订单波动、新品推广不及预期等**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12843	13581	15354	16860	18562
同比增长	20%	6%	13%	10%	10%
营业利润(百万元)	1581	1509	1597	1813	2058

消费品/食品饮料

当前股价：35.83 元

基础数据

总股本（百万股）	869
已上市流通股（百万股）	854
总市值（十亿元）	31.1
流通市值（十亿元）	30.6
每股净资产（MRQ）	12.0
ROE（TTM）	12.6
资产负债率	47.7%
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司
主要股东持股比例	38.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	22	4
相对表现	9	14	-4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《安琪酵母（600298）—Q2 国内经营改善，海外延续高增》2024-08-12
- 2、《安琪酵母（600298）—股权激励落地，三年目标彰显决心》2024-06-03
- 3、《安琪酵母（600298）—海外增长稳健，国内板块承压》2024-04-22

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

同比增长	5%	-5%	6%	14%	14%
归母净利润(百万元)	1321	1270	1328	1506	1707
同比增长	1%	-4%	5%	13%	13%
每股收益(元)	1.52	1.46	1.53	1.73	1.97
PE	23.6	24.5	23.4	20.7	18.2
PB	3.4	3.1	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

安琪酵母单季度利润表

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	2022	2023
一、营业总收入	3861	3397	3317	2939	3928	3483	3692	3738	12843	13581
二、营业总成本	3493	3000	2974	2677	3607	3126	3317	3459	11503	12259
其中: 营业成本	2937	2534	2533	2205	3024	2624	2809	2940	9658	10296
营业税金及附加	33	23	23	20	40	24	26	27	93	107
营业费用	187	177	164	167	196	169	203	209	730	703
管理费用	82	111	115	115	118	128	116	115	390	459
研发费用	144	130	155	145	174	144	151	140	536	603
财务费用	51	13	-26	20	8	20	-5	30	6	16
资产减值损失	59	12	11	4	47	18	18	-2	91	75
三、其他经营收益	139	24	41	51	71	31	88	28	241	186
其他收益	139	24	35	51	26	32	89	28	234	136
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	-1	-1	-1	-1	6	-2
四、营业利润	507	420	383	313	392	387	463	307	1581	1509
加: 营业外收入	5	4	6	7	11	3	7	3	18	27
减: 营业外支出	1	1	2	1	6	2	2	2	4	9
五、利润总额	510	423	387	319	396	388	468	308	1595	1526
减: 所得税	78	54	59	68	34	58	89	47	246	215
六、净利润	432	369	329	252	362	330	379	261	1349	1312
减: 少数股东损益	8	17	12	9	4	11	7	-1	28	42
七、归属母公司净利润	424	352	316	243	358	319	372	262	1321	1270
EPS	0.49	0.41	0.36	0.28	0.41	0.37	0.43	0.30	1.52	1.46
主要比率										
毛利率	23.9%	25.4%	23.6%	25.0%	23.0%	24.7%	23.9%	21.4%	24.8%	24.2%
主营税金率	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%
营业费率	4.9%	5.2%	4.9%	5.7%	5.0%	4.8%	5.5%	5.6%	5.7%	5.2%
管理费	2.1%	3.3%	3.5%	3.9%	3.0%	3.7%	3.1%	3.1%	3.0%	3.4%
营业利润率	13.1%	12.4%	11.6%	10.7%	10.0%	11.1%	12.5%	8.2%	12.3%	11.1%
实际税率	15.3%	12.8%	15.1%	21.1%	8.7%	15.1%	19.0%	15.4%	15.4%	14.1%
净利率	11.0%	10.4%	9.5%	8.3%	9.1%	9.2%	10.1%	7.0%	10.3%	9.4%
YoY										
收入增长率	25.3%	12.0%	8.4%	1.6%	1.8%	2.5%	11.3%	27.2%	20.3%	5.7%
营业利润增长率	51.1%	8.5%	-9.5%	18.7%	-22.6%	-7.8%	20.7%	-2.1%	5.5%	-4.6%
净利润增长率	46.0%	12.8%	-11.0%	6.0%	-15.5%	-9.5%	17.7%	7.8%	1.0%	-3.9%

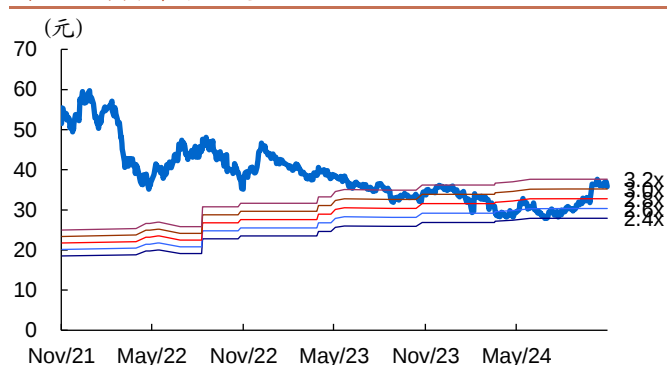
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安琪酵母（600298）—Q2 国内经营改善，海外延续高增》2024-08-12
- 2、《安琪酵母（600298）—股权激励落地，三年目标彰显决心》2024-06-03
- 3、《安琪酵母（600298）—海外增长稳健，国内板块承压》2024-04-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6667	8209	9150	10145	10997
现金	1291	1193	1222	1474	1474
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1583	1547	1726	1896	2087
其它应收款	25	195	220	242	267
存货	3007	3818	4332	4725	5181
其他	761	1457	1650	1808	1988
非流动资产	10263	11061	11964	12287	12081
长期股权投资	25	22	22	22	22
固定资产	7066	8615	9589	9975	9827
无形资产商誉	646	699	629	566	510
其他	2526	1725	1724	1724	1723
资产总计	16930	19270	21114	22431	23078
流动负债	6705	6237	7145	7361	6760
短期借款	2515	2904	4019	4016	3161
应付账款	1923	1893	2153	2348	2575
预收账款	134	218	248	270	296
其他	2133	1222	725	727	729
长期负债	616	2437	2437	2437	2437
长期借款	310	2020	2020	2020	2020
其他	306	417	417	417	417
负债合计	7321	8674	9581	9798	9197
股本	869	869	869	869	869
资本公积金	2181	2168	2168	2168	2168
留存收益	6207	7037	7930	8982	10174
少数股东权益	351	522	566	615	671
归属于母公司所有者	9257	10074	10967	12019	13211
负债及权益合计	16930	19270	21114	22431	23078

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1069	1321	1527	1912	2065
净利润	1349	1312	1371	1555	1763
折旧摊销	600	740	855	937	965
财务费用	56	48	54	77	69
投资收益	(6)	2	(134)	(134)	(134)
营运资金变动	(915)	(748)	(624)	(526)	(601)
其它	(16)	(34)	5	4	3
投资活动现金流	(2514)	(1725)	(1626)	(1126)	(626)
资本支出	(2536)	(1707)	(1760)	(1260)	(760)
其他投资	22	(18)	134	134	134
筹资活动现金流	1411	287	128	(534)	(1439)
借款变动	321	618	616	(3)	(855)
普通股增加	36	(0)	0	0	0
资本公积增加	1462	(13)	0	0	0
股利分配	(416)	(434)	(434)	(454)	(515)
其他	9	117	(54)	(77)	(69)
现金净增加额	(34)	(117)	29	252	(0)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12843	13581	15354	16860	18562
营业成本	9658	10296	11707	12769	14002
营业税金及附加	93	107	120	132	146
营业费用	730	703	795	873	961
管理费用	390	459	491	539	593
研发费用	536	603	682	749	825
财务费用	6	16	54	77	69
资产减值损失	(90)	(23)	(43)	(43)	(43)
公允价值变动收	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	234	136	136	136	136
投资收益	6	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	1581	1509	1597	1813	2058
营业外收入	18	27	27	27	27
营业外支出	4	9	9	9	9
利润总额	1595	1526	1614	1831	2075
所得税	246	215	243	276	313
少数股东损益	28	42	43	49	56
归属于母公司净利	1321	1270	1328	1506	1707

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	20%	6%	13%	10%	10%
营业利润	5%	-5%	6%	14%	14%
归母净利润	1%	-4%	5%	13%	13%
获利能力					
毛利率	24.8%	24.2%	23.8%	24.3%	24.6%
净利率	10.3%	9.4%	8.6%	8.9%	9.2%
ROE	16.4%	13.1%	12.6%	13.1%	13.5%
ROIC	10.8%	8.8%	8.3%	8.9%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	45.0%	45.4%	43.7%	39.9%
净负债比率	25.3%	28.1%	28.6%	26.9%	22.4%
流动比率	1.0	1.3	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.7	3.0	2.9	2.8	2.8
应收账款周转率	9.5	8.7	9.4	9.3	9.3
应付账款周转率	5.7	5.4	5.8	5.7	5.7
每股资料(元)					
EPS	1.52	1.46	1.53	1.73	1.97
每股经营净现	1.23	1.52	1.76	2.20	2.38
每股净资产	10.66	11.60	12.63	13.84	15.21
每股股利	0.50	0.50	0.52	0.59	0.67
估值比率					
PE	23.6	24.5	23.4	20.7	18.2
PB	3.4	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	17.4	16.8	15.0	13.3	12.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。