

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

安琪酵母(600298)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

赵雷 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500524100003

邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

收入高速增长，扣非利润表现亮眼

2024年11月1日

事件: 公司发布 2024 年三季报。24Q1-3, 公司实现营业收入 109.12 亿元, 同比+13.04%; 归母净利润 9.53 亿元, 同比+4.23%; 实现扣非归母净利润 8.39 亿元, 同比+3.44%。其中, 24Q3 公司实现营业收入 37.38 亿元, 同比+27.14%; 归母净利润 2.62 亿元, 同比+7.02%; 实现扣非归母净利润 2.43 亿元, 同比+21.60%。

点评:

- **收入增速进一步提升，国内外需求强劲。**分产品看，24Q3 酵母及深加工产品、制糖产品、包装类和其他分别实现营收 25.92 亿元、3.09 亿元、1.11 亿元和 6.90 亿元，同比分别+17.76%、+5.47%、+16.29% 和+76.54%。单季收入同比增速在酵母主业和其他产品拉动下创出年内新高。分区域看，24Q3 公司国内和国外分别录得营收 22.69 亿元和 14.33 亿元，同比分别+20.7%和+30.2%，显示出国内外需求均较强。分销售渠道看，24Q3 公司线下收入和线上收入分别实现 24.89 亿元和 12.13 亿元，同比分别+25.3%和+22.0%。
- **毛利率下降影响归母净利润增速，扣非口径增速亮眼。**毛利率端，24Q3 毛利率达 21.35%，同比-3.62pct，主要系本季海运价格上升，海运费增加较多所致。费用端看，Q3 公司提升经营效率，费率整体稳中有降，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别 -0.10pct、-0.86pct、-1.18pct 和+0.14pct。此外，其他收益（主要系政府补助）同比-0.99pct，所得税占比同比-1.03pct。综合来看，Q3 归母净利润率 7.01%，同比-1.26pct，使得归母净利润增速慢于收入增速，但扣非归母净利润增速表现亮眼。
- **Q4 展望积极，全年目标在望。**Q4 通常为全年销售旺季，公司正积极推进，努力实现年度经营计划。成本端看，新榨季糖蜜价格同比下降的趋势有望维持。此外，海运价格高峰已经过去，对接下来毛利率的影响有望减弱。
- **盈利预测与投资评级：业务表现坚挺，把握上行动能。**不同于多数消费品公司，安琪今年以来需求端逐季好转，业务表现坚挺。展望明年，公司多个国内外项目的投产有望为公司国内国外的进一步增长提供产能基础，而糖蜜价格的持续下降则有望在成本端为公司利润增长打开空间。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.58/1.71/1.87 元，分别对应 2024-2026 年 23X/22X/20X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12,843	13,581	15,483	17,245	19,093
增长率 YoY %	20.3%	5.7%	14.0%	11.4%	10.7%
归母净利润(百万元)	1,321	1,270	1,374	1,484	1,624
增长率 YoY%	1.0%	-3.9%	8.2%	8.0%	9.5%
毛利率%	24.8%	24.2%	23.6%	23.5%	23.4%
净资产收益率ROE%	14.3%	12.6%	12.5%	12.4%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.47	1.58	1.71	1.87
市盈率 P/E(倍)	28.80	23.93	23.22	21.51	19.65
市净率 P/B(倍)	4.24	3.03	2.90	2.66	2.45

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,667	8,209	10,019	11,044	12,011	
货币资金	1,291	1,193	2,497	2,959	3,267	
应收票据	0	0	0	5	5	
应收账款	1,583	1,547	1,697	1,696	1,778	
预付账款	233	422	473	528	585	
存货	3,007	3,818	4,070	4,542	5,029	
其他	553	1,230	1,283	1,314	1,347	
非流动资产	10,266	11,061	11,881	12,398	13,154	
长期股权投资	25	22	22	22	22	
固定资产(合计)	7,066	8,615	9,031	9,726	10,301	
无形资产	610	663	803	893	983	
其他	2,566	1,761	2,026	1,757	1,849	
资产总计	16,933	19,270	21,900	23,441	25,166	
流动负债	6,705	6,237	7,082	7,813	8,463	
短期借款	2,515	2,904	3,701	4,131	4,474	
应付票据	154	215	194	199	200	
应付账款	1,769	1,679	1,685	1,880	2,084	
其他	2,267	1,440	1,502	1,603	1,705	
非流动负债	620	2,437	3,238	3,038	3,038	
长期借款	310	2,020	2,720	2,520	2,520	
其他	310	417	518	518	518	
负债合计	7,325	8,674	10,320	10,851	11,501	
少数股东权益	351	522	565	611	661	
归属母公司股东	9,257	10,074	11,015	11,979	13,003	
负债和股东权益	16,933	19,270	21,900	23,441	25,166	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,843	13,581	15,483	17,245	19,093	
同比(%)	20.3%	5.7%	14.0%	11.4%	10.7%	
归母净利润	1,321	1,270	1,374	1,484	1,624	
同比(%)	1.0%	-3.9%	8.2%	8.0%	9.5%	
毛利率(%)	24.8%	24.2%	23.6%	23.5%	23.4%	
ROE(%)	14.3%	12.6%	12.5%	12.4%	12.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.47	1.58	1.71	1.87	
P/E	28.80	23.93	23.22	21.51	19.65	
P/B	4.24	3.03	2.90	2.66	2.45	
EV/EBITDA	19.20	15.52	12.98	11.62	10.53	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,843	13,581	15,483	17,245	19,093	
营业成本	9,658	10,296	11,826	13,197	14,625	
营业税金及附加	93	107	124	138	153	
销售费用	730	703	836	897	1,031	
管理费用	390	459	511	569	630	
研发费用	536	603	619	724	783	
财务费用	6	16	58	88	88	
减值损失合计	-60	-39	-45	-50	-60	
投资净收益	6	-2	2	2	2	
其他	204	153	173	185	212	
营业利润	1,581	1,509	1,638	1,769	1,937	
营业外收支	14	18	9	10	10	
利润总额	1,595	1,526	1,647	1,779	1,947	
所得税	246	215	231	249	273	
净利润	1,349	1,312	1,417	1,530	1,675	
少数股东损益	28	42	43	46	50	
归母净利润	1,321	1,270	1,374	1,484	1,624	
EBITDA	2,203	2,243	2,801	3,109	3,434	
EPS(当年)(元)	1.57	1.47	1.58	1.71	1.87	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,069	1,321	2,271	2,668	2,885	
净利润	1,349	1,312	1,417	1,530	1,675	
折旧摊销	617	758	1,138	1,289	1,449	
财务费用	56	48	107	123	128	
投资损失	-2	-6	2	-2	-2	
营运资金变动	-1,023	-791	-423	-317	-413	
其它	76	-9	33	45	48	
投资活动现金流	-2,514	-1,725	-2,025	-1,793	-2,192	
资本支出	-2,512	-1,706	-2,039	-1,795	-2,194	
长期投资	-2	-19	0	0	0	
其他	0	0	14	2	2	
筹资活动现金流	1,411	287	1,058	-412	-385	
吸收投资	1,408	177	7	0	0	
借款	-678	2,100	1,496	231	343	
支付利息或股息	-570	-580	-547	-643	-728	
现金净增加额	-6	-98	1,304	462	308	

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。