

2024 年 11 月 03 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

需求持续回暖，关注产能落地

—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

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

2024 年 10 月 30 日，安琪酵母发布 2024 年三季度报告。

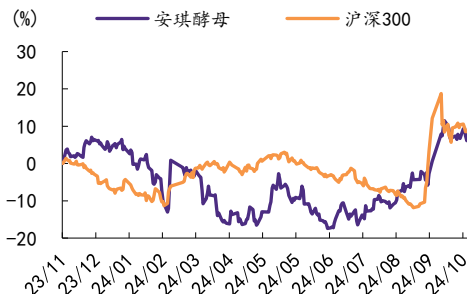
投资要点

基本数据

2024-11-01

当前股价（元）	36.74
总市值（亿元）	319
总股本（百万股）	869
流通股本（百万股）	854
52 周价格范围（元）	27.88-37.64
日均成交额（百万元）	256.09

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）：需求边际修复，盈利持续改善》2024-08-08
- 2、《安琪酵母（600298）：股权激励确定方向，稳健增长向前进》2024-06-03
- 3、《安琪酵母（600298）：盈利表现承压，海外市场增速延续》2024-04-20

■ 市场需求明显修复，海运费用高位拉低毛利

公司 2024Q1-Q3 实现营收 109.12 亿元（同增 13%），归母净利润 9.53 亿元（同增 4%），扣非归母净利润 8.39 亿元（同增 3%）。其中 2024Q3 公司营收 37.38 亿元（同增 27%），主要系国内烘焙缓慢修复，海外业务延续高增所致，归母净利润 2.62 亿元（同增 7%），扣非归母净利润 2.43 亿元（同增 22%）。盈利端，2024Q3 公司毛利率同减 4pct 至 21.35%，主要系海运费用大幅上涨所致，销售/管理费用率分别同减 0.1pct/1pct 至 5.59%/3.07%，叠加政府补助延期、项目转固，净利率同减 2pct 至 6.98%。

■ 酵母提取物势能释放，海外业务延续高增

分产品来看，2024Q3 公司酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他产品营收分别为 25.92/3.09/1.11/6.90 亿元，分别同增 18%/5%/16%/77%，三季度糖蜜价格持续走低，成本压力延续缓解，酵母主业增长明显。分区域来看，2024Q3 国内营收 22.69 亿元（同增 21%），由于消费降级，居家消费增长，带动小包装同比恢复，同时调味品与休闲食品产量增加拉升酵母提取物需求，国内业务环比修复。2024Q3 海外营收 14.33 亿元（同增 30%），延续高增趋势，其中中东/非洲/欧洲/亚太等地区人口规模持续提升，Q1-Q3 收入增速达 20% 以上，公司加速产能建设，埃及工厂预计四季度投产、印尼项目选址持续进行，并在德国设立销售公司协助酵母提取物出口，南美洲 Q1-Q3 收入同增 10% 以上，主要受海运费用波动影响，10 月海运费用边际回落，但运输需求反弹致使短期运力紧张，关注后续海外运输节奏，北美三季度收入同比持平，YE 表现良好，后续公司产能建设多围绕酵母提取物与衍生品做布局，夯实全球领先优势。

■ 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，10 月糖蜜价格下行趋势延续，海运成本缓解，伴随各项目建成投产，产能瓶颈逐渐突破，关注运

力恢复与政府补贴延后发放进度，预计四季度利润表现环比改善。根据 2024 年三季报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 1.56/1.77/2.03 元（前值为 1.57/1.82/2.13 元），当前股价对应 PE 分别为 24/21/18 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	15,318	17,135	19,181
增长率（%）	5.7%	12.8%	11.9%	11.9%
归母净利润（百万元）	1,270	1,352	1,534	1,765
增长率（%）	-3.9%	6.5%	13.4%	15.1%
摊薄每股收益（元）	1.46	1.56	1.77	2.03
ROE（%）	12.0%	11.9%	12.5%	13.3%

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	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：					营业收入	13,581	15,318	17,135	19,181
现金及现金等价物	1,193	3,566	4,948	6,063	营业成本	10,296	11,678	13,000	14,461
应收款	1,742	1,964	2,197	2,460	营业税金及附加	107	107	120	134
存货	3,818	4,370	4,865	5,412	销售费用	703	797	908	1,036
其他流动资产	1,457	1,598	1,747	1,913	管理费用	459	490	548	614
流动资产合计	8,209	11,499	13,757	15,849	财务费用	16	86	79	70
非流动资产：					研发费用	603	681	761	852
金融类资产	350	350	350	350	费用合计	1,781	2,053	2,297	2,572
固定资产	8,615	8,492	8,107	7,638	资产减值损失	-39	-40	-35	-30
在建工程	753	301	120	48	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	663	630	597	565	投资收益	-2	-1	0	0
长期股权投资	22	22	22	22	营业利润	1,509	1,643	1,864	2,144
其他非流动资产	1,009	1,009	1,009	1,009	加：营业外收入	27	20	15	12
非流动资产合计	11,061	10,454	9,854	9,282	减：营业外支出	9	6	4	3
资产总计	19,270	21,953	23,612	25,131	利润总额	1,526	1,657	1,875	2,153
流动负债：					所得税费用	215	259	291	332
短期借款	2,904	3,804	4,004	4,104	净利润	1,312	1,399	1,585	1,821
应付账款、票据	1,893	2,167	2,412	2,684	少数股东损益	42	46	51	56
其他流动负债	1,222	1,222	1,222	1,222	归母净利润	1,270	1,352	1,534	1,765
流动负债合计	6,237	7,439	7,914	8,318					
非流动负债：					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	2,020	2,720	3,020	3,120	成长性				
其他非流动负债	417	417	417	417	营业收入增长率	5.7%	12.8%	11.9%	11.9%
非流动负债合计	2,437	3,137	3,437	3,537	归母净利润增长率	-3.9%	6.5%	13.4%	15.1%
负债合计	8,674	10,576	11,350	11,855	盈利能力				
所有者权益					毛利率	24.2%	23.8%	24.1%	24.6%
股本	869	869	869	869	四项费用/营收	13.1%	13.4%	13.4%	13.4%
股东权益	10,596	11,377	12,261	13,277	净利率	9.7%	9.1%	9.2%	9.5%
负债和所有者权益	19,270	21,953	23,612	25,131	ROE	12.0%	11.9%	12.5%	13.3%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.0%	48.2%	48.1%	47.2%
净利润	1312	1399	1585	1821	营运能力				
少数股东权益	42	46	51	56	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
折旧摊销	735	607	598	570	应收账款周转率	7.8	7.8	7.8	7.8
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
营运资金变动	-767	-615	-601	-672	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1321	1437	1632	1776	EPS	1.46	1.56	1.77	2.03
投资活动现金净流量	-1725	574	566	540	P/E	25.1	23.6	20.8	18.1
筹资活动现金净流量	2777	982	-200	-606	P/S	2.4	2.1	1.9	1.7
现金流量净额	2,373	2,994	1,997	1,710	P/B	3.2	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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。

■ 免责条款

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。