

安琪酵母（600298.SH）

收入提速、费用优化，Q4 冲刺全年目标

事件：公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营收 109.1 亿元，同比+13.0%；实现归母净利润 9.5 亿元，同比+4.2%；实现扣非归母净利润 8.4 亿元，同比+3.4%。24Q3 实现营收 37.4 亿元，同比+27.1%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比+7.0%；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比+21.6%。

Q3 收入增长亮眼，国内修复海外提速。24Q1-Q3 公司收入增速分别为 2.5%、11.3%、27.1%，逐季提速，需求持续复苏。24Q3 酵母及深加工/制糖/包装/其他分别实现营收 25.9/3.1/1.1/6.9 亿元，同比分别+17.8%/5.5%/16.3%/76.5%，酵母及深加工主业环比亦显著提速，其他收入保持高增长。分地区来看，24Q3 国内/国外实现营收 22.7/14.3 亿元，同比+20.7%/30.2%，国内环比修复，海外增长加速。

海运费、产品结构等致毛利率承压，费用端显著优化。24Q3 公司毛利率同比-3.6pct 至 21.4%，我们预计主要受海运费大幅上涨、出口及低盈利业务占比增加等影响。24Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/-0.9/-1.2/+0.1pct 至 5.6%/3.1%/3.8%/0.8%，管理及研发费用率优化显著，财务费用增加或主要受人民币汇率升值带来的汇兑影响。综合来看，24Q3 公司扣非归母净利率-0.2pct 至 6.5%；由于其他收益（政府补助等）同比减少 2316 万元，公司 24Q3 归母净利率同比-1.3pct 至 7.0%。

Q4 冲刺全年目标，糖蜜新榨季临近招标价显著回落。2024 年公司目标实现收入 156.69 亿元，归母净利润 13.69 亿元，对应 24Q4 收入/利润目标增速 21%/16%，考虑到国内业务逐步修复，海外保持高增速，我们认为 Q4 公司有望冲刺全年目标。糖蜜 24/25 新榨季临近，根据泛糖科技数据，10 月 28 日广西东门糖厂甘蔗糖蜜最新招标最低报价 1250 元，较上年同期 1500 元显著回落，我们预计新榨季糖蜜采购价或显著下行，明年将迎成本红利释放、产能爬坡利润释放的双重周期，利润弹性有望兑现。

投资建议：维持前次盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 13.8/16.1/18.2 亿元，同比+8.4%/+17.0%/+13.2%，当前股价对应 PE 为 23/20/18x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本波动，需求恢复不及预期，行业竞争加剧。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,843	13,581	15,697	17,810	19,998
增长率 yoy（%）	20.3	5.7	15.6	13.5	12.3
归母净利润（百万元）	1,321	1,270	1,376	1,610	1,823
增长率 yoy（%）	1.0	-3.9	8.4	17.0	13.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.52	1.46	1.58	1.85	2.10
净资产收益率（%）	14.3	12.6	12.7	13.5	13.9
P/E（倍）	24.2	25.1	23.2	19.8	17.5
P/B（倍）	3.4	3.2	3.0	2.7	2.4

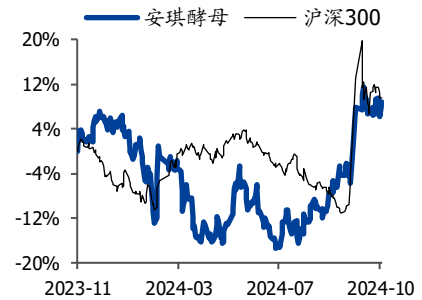
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 01 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	买入
11 月 01 日收盘价（元）	36.74
总市值（百万元）	31,914.01
总股本（百万股）	868.64
其中自由流通股（%）	98.37
30 日日均成交量（百万股）	14.37

股价走势



作者

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

研究助理 黄越

执业证书编号：S0680124060012

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

- 《安琪酵母（600298.SH）：主业环比加速，国内显著修复》 2024-08-08
- 《安琪酵母（600298.SH）：海外延续亮眼，国内需求有待修复》 2024-04-20
- 《安琪酵母（600298.SH）：需求有待复苏，海外高速拓展》 2024-03-20

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6667	8209	8531	9347	12045
现金	1291	1193	526	423	2150
应收票据及应收账款	1583	1547	1766	1984	2212
其他应收款	25	195	218	247	278
预付账款	233	422	479	542	612
存货	3007	3818	4294	4768	5276
其他流动资产	528	1035	1249	1382	1517
非流动资产	10266	11061	11845	12678	11815
长期投资	25	22	22	22	22
固定资产	7066	8615	9055	9593	9352
无形资产	610	663	723	783	843
其他非流动资产	2566	1761	2044	2280	1597
资产总计	16933	19270	20375	22025	23859
流动负债	6705	6237	6478	7012	7582
短期借款	2515	2904	3104	3204	3304
应付票据及应付账款	1923	1893	2227	2523	2848
其他流动负债	2267	1440	1147	1284	1430
非流动负债	620	2437	2517	2517	2517
长期借款	310	2020	2020	2020	2020
其他非流动负债	310	417	497	497	497
负债合计	7325	8674	8995	9529	10099
少数股东权益	351	522	565	615	671
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2373	2440	2245	2245	2245
留存收益	6671	7501	8438	9504	10712
归属母公司股东权益	9257	10074	10815	11882	13089
负债和股东权益	16933	19270	20375	22025	23859

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1069	1321	1838	2217	2519
净利润	1349	1312	1419	1660	1879
折旧摊销	617	758	808	946	1042
财务费用	56	48	116	118	120
投资损失	-6	2	-8	-10	-12
营运资金变动	-1023	-791	-520	-535	-548
其他经营现金流	76	-9	24	38	38
投资活动现金流	-2514	-1725	-1650	-1758	-157
资本支出	-2512	-1706	-1667	-1768	-169
长期投资	-2	-19	0	0	0
其他投资现金流	0	0	17	10	12
筹资活动现金流	1411	287	-880	-562	-635
短期借款	480	389	200	100	100
长期借款	-1158	1711	0	0	0
普通股增加	36	0	0	0	0
资本公积增加	1445	67	-196	0	0
其他筹资现金流	608	-1880	-884	-662	-735
现金净增加额	-6	-98	-667	-103	1727

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12843	13581	15697	17810	19998
营业成本	9658	10296	11964	13559	15301
营业税金及附加	93	107	126	142	160
营业费用	730	703	767	831	878
管理费用	390	459	526	580	613
研发费用	536	603	675	766	860
财务费用	6	16	62	71	69
资产减值损失	-60	-39	-27	-28	-27
其他收益	234	136	120	120	120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	-2	8	10	12
资产处置收益	1	52	0	0	0
营业利润	1581	1509	1656	1941	2200
营业外收入	18	27	20	20	20
营业外支出	4	9	7	8	9
利润总额	1595	1526	1669	1953	2211
所得税	246	215	250	293	332
净利润	1349	1312	1419	1660	1879
少数股东损益	28	42	43	50	56
归属母公司净利润	1321	1270	1376	1610	1823
EBITDA	2203	2243	2539	2969	3322
EPS (元/股)	1.52	1.46	1.58	1.85	2.10

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	5.7	15.6	13.5	12.3
营业利润(%)	5.5	-4.6	9.8	17.2	13.4
归属母公司净利润(%)	1.0	-3.9	8.4	17.0	13.2
获利能力					
毛利率(%)	24.8	24.2	23.8	23.9	23.5
净利率(%)	10.3	9.4	8.8	9.0	9.1
ROE(%)	14.3	12.6	12.7	13.5	13.9
ROIC(%)	9.7	8.0	8.9	9.6	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	43.3	45.0	44.1	43.3	42.3
净负债比率(%)	31.2	40.0	41.4	39.3	23.9
流动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	9.5	8.7	9.5	9.5	9.5
应付账款周转率	6.3	6.0	6.5	6.4	6.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.52	1.46	1.58	1.85	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.52	2.12	2.55	2.90
每股净资产(最新摊薄)	10.66	11.60	12.45	13.68	15.07
估值比率					
P/E	24.2	25.1	23.2	19.8	17.5
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	19.2	15.5	14.4	12.4	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 01 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com