

安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

Q3 主业销售提速，期待新榨季成本红利

事件：公司披露 24 年三季报：24 年 Q1-3 公司实现营收 109 亿元，同比+13.04%；归母净利润 9.53 亿元，同比+4.23%；扣非归母净利润 8.39 亿元，同比+3.44%。其中 24Q3 公司实现营收 37.38 亿元，同比+27.14%；归母净利润 2.62 亿元，同比+7.02%；扣非归母净利润 2.43 亿元，同比+21.6%。

➤ 酵母主业销售环比提速，海外延续高质量增长

分产品看，Q3 酵母及深加工、制糖产品、包装类以及其他产品营收分别同比+17.76%/+5.48%/+16.30%/+76.54%。其中，酵母系列环比提速，主要系海外渠道精细化红利释放带动国际收入高质量增长，同时国内需求边际改善；而其他类快增预计主要是公司主业相关类贸易业务放量。分区域看，国内、海外 Q3 营收分别同比+20.7%/+30.2%；Q1-3 国内、国外经销商数量分别净增加 848/479 家，同时海外平均单商收入同比+8.7%，延续高质量增长。分渠道看，Q3 公司线下、线上渠道销售均有所恢复，分别同比+25.3%/+22.03%。

➤ Q3 毛利率受短期因子扰动而承压，费用率收窄主要系规模效应摊薄

盈利方面，公司 Q3 毛利率为 21.35%，同比-3.6pct，预计主要系期间出口运费攀升、业务结构等影响。费用端有所下降，Q3 四项费率合计同比-1.97pct，而同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.10/-0.81/-1.21/+0.15pct，主要系规模效益摊薄。净利率方面，Q3 公司归母净利率为 7.01%，同比-1.23pct，扣非归母净利率为 6.51%，同比-0.24pct，主要系政府补贴减少、资产减值损失扩大所致。

➤ 主业经营端持续改善，期待 Q4 新榨季成本红利

展望 24 年 Q4 需求旺季，国内酵母主业有望持续修复，同时公司海外产能投产进一步强化国际市场增长势能，故预计酵母及深加工销售提速，全年冲刺 15% 的营收增长目标。盈利端，伴随新榨季国内糖蜜价格下行预期、海运费回落以及海外高盈利的新产能爬坡，公司有望迎来利润拐点。总之，公司国内量的韧性强、海外增长势能高，新榨季成本红利释放等有望提振公司业绩增长弹性。

➤ **盈利预测与投资建议：**考虑到 Q3 营收增长超预期，我们略微上调盈利预测，预计 24-26 年归母净利润为 13.98/17/20.44 亿元（原 24-26 年为 13.87/16.71/20.19 亿元），分别同增 10%/22%/20%。考虑到海外持续快增、原料成本有望改善，公司业绩有望进入上行周期，故维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

国内需求恢复不及预期、原材料价格波动、海外业务拓展不及预期、产能投放不及预期、汇率波动风险、食品安全风险

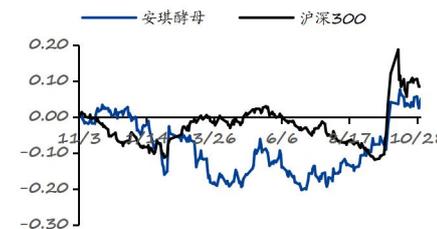
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,843	13,581	15,494	17,591	19,746
增长率	20%	6%	14%	14%	12%
净利润（百万元）	1,321	1,270	1,398	1,700	2,044
增长率	1%	-4%	10%	22%	20%
EPS（元/股）	1.52	1.46	1.61	1.96	2.35
市盈率（P/E）	24.2	25.1	22.8	18.8	15.6
市净率（P/B）	3.4	3.2	2.8	2.5	2.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-11-01
收盘价:	36.74 元
总股本/流通股本(百万股)	868.64/854.50
流通 A 股市值(百万元)	31,394.18
每股净资产(元)	12.01
资产负债率(%)	47.72
一年内最高/最低价(元)	40.00/27.22

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人：周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

1、Q2 业绩提速，期待 H2 成本红利——2024.08.08
2、坚守主业成就酵母巨头，放眼寰宇、比学赶超——2024.05.28



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,193	1,394	1,759	1,975
应收票据及账款	1,547	1,657	1,726	1,879
预付账款	422	423	474	526
存货	3,818	3,703	4,151	4,606
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,230	830	953	1,109
流动资产合计	8,209	8,008	9,064	10,095
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	8,615	8,945	9,106	8,743
在建工程	753	653	453	553
无形资产	663	714	739	761
商誉	36	36	36	36
其他非流动资产	972	1,544	1,696	1,848
非流动资产合计	11,061	11,914	12,052	11,963
资产合计	19,270	19,921	21,115	22,059
短期借款	2,904	2,931	2,870	1,929
应付票据及账款	1,893	2,199	2,476	2,806
预收款项	0	0	0	0
合同负债	218	248	281	316
其他应付款	222	222	222	222
其他流动负债	1,000	1,044	1,102	1,138
流动负债合计	6,237	6,644	6,951	6,411
长期借款	2,020	820	420	400
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	1,237	837	817
负债合计	8,674	7,881	7,788	7,228
归属母公司所有者权益	10,074	11,472	12,703	14,139
少数股东权益	522	569	625	692
所有者权益合计	10,596	12,040	13,328	14,831
负债和股东权益	19,270	19,921	21,115	22,059

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,321	2,310	2,271	2,534
现金收益	2,217	2,343	2,696	3,040
存货影响	-811	115	-448	-454
经营性应收影响	-191	-62	-70	-155
经营性应付影响	-83	306	277	330
其他影响	189	-392	-183	-226
投资活动现金流	-1,725	-856	-888	-691
资本支出	-1,744	-1,098	-838	-629
股权投资	3	0	0	0
其他长期资产变化	16	242	-50	-62
融资活动现金流	287	-1,252	-1,018	-1,627
借款增加	1,147	-1,173	-462	-960
股利及利息支付	-580	-612	-740	-851
股东融资	177	0	0	0
其他影响	-457	533	184	184

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,581	15,494	17,591	19,746
营业成本	10,296	11,760	13,171	14,613
税金及附加	107	108	123	138
销售费用	703	798	885	1,003
管理费用	459	519	605	658
研发费用	603	635	721	810
财务费用	16	82	87	59
信用减值损失	35	0	0	0
资产减值损失	39	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-2	-3	-3	-3
其他收益	136	180	153	120
营业利润	1,658	1,720	2,101	2,535
营业外收入	27	15	14	12
营业外支出	9	6	6	6
利润总额	1,676	1,729	2,109	2,541
所得税	215	285	353	430
净利润	1,461	1,444	1,756	2,111
少数股东损益	42	46	56	68
归属母公司净利润	1,419	1,398	1,700	2,043
EPS (按最新股本摊薄)	1.46	1.61	1.96	2.35

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	5.7%	14.1%	13.5%	12.3%
EBIT 增长率	-5.1%	7.1%	21.2%	18.4%
归母公司净利润增长率	-3.9%	10.1%	21.6%	20.2%
获利能力				
毛利率	24.2%	24.1%	25.1%	26.0%
净利率	10.8%	9.3%	10.0%	10.7%
ROE	13.4%	11.6%	12.8%	13.8%
ROIC	10.7%	11.2%	13.0%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	45.0%	39.6%	36.9%	32.8%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.6
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	41	37	35	33
存货周转天数	119	115	107	108
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.61	1.96	2.35
每股经营现金流	1.52	2.66	2.61	2.92
每股净资产	11.60	13.21	14.62	16.28
估值比率				
P/E	25	23	19	16
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	23	21	18	16

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn