

分析师: 刘冉  
登记编码: S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 糖蜜价格下行, 海外增长突出

——安琪酵母(600298)2024 年三季度报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

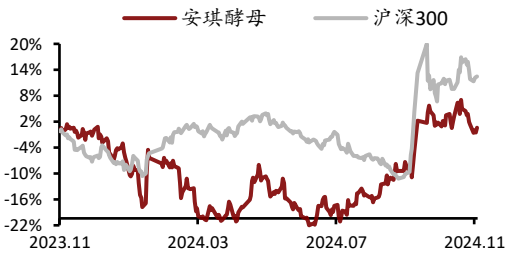
### 市场数据(2024-11-21)

收盘价(元)	35.86
一年内最高/最低(元)	38.12/27.88
沪深 300 指数	3,989.30
市净率(倍)	2.99
流通市值(亿元)	306.42

### 基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	12.01
每股经营现金流(元)	1.29
毛利率(%)	23.28
净资产收益率_摊薄(%)	9.13
资产负债率(%)	47.72
总股本/流通股(万股)	86,864.47/85,449.59
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

### 相关报告

《安琪酵母(600298)中报点评: 境外市场高增, 二季度改善显著》 2024-08-19

《安琪酵母(600298)年报点评: 海外市场持续繁荣, 国内市场仍待复苏》 2024-03-21

《安琪酵母(600298)年报点评: 盈利触底回升, 提价拉动酵母收入高增》 2023-04-18

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

### 投资要点:

- 海内外市场销售共同增长, 海外增长尤为突出。2024 年第三季度以及 2024 年前三季度, 公司营收增长均较高。2024 年第三季度, 公司实现营收 37.38 亿元, 同比增长 27.17%, 增幅同比提升 25.55 个百分点, 环比提升 15.86 个百分点; 2024 年前三季度, 公司实现营收 109.12 亿元, 同比增长 13.05%, 增幅同比扩大 5.59 个百分点。根据公司公告, 前三季度, 国内业务保持平稳增长, 同比增长 6.94%; 国际业务维持较高增速, 同比增长 21.77%。前三季度, 公司海外业务增速较国内高出 14.83 个百分点, 海外贡献突出。海外渠道得以有效地拓宽、下沉, 拓客与提高单客附加值齐头并进等市场推进策略是海外销售持续高增的主要原因。

- 国内糖蜜价格稳步下行, 水解糖产能落地, 公司在国内的成本压力得到缓解, 成本下降也将会增厚公司业绩。根据泛糖科技: 截至 2024 年 11 月 22 日, 广西糖蜜的交易均价为 1336 元/吨, 较上月下降 70 元/吨, 跌幅 5.02%, 价格区间在 1330 至 1340 元/吨之间, 较上年同期下降 27.78%。根据泛糖科技, 当前水解糖的价格为 1400 元/吨, 略高于糖蜜价格, 糖蜜价格下行将会给水解糖价格施加向下的压力。从成本下行的趋势来看, 我们认为 2025 年公司在国内的利润率将会企稳。

- 前三季度, 公司的盈利有所下滑, 与毛利率下降和费用率上升有关。2024 年前三季度, 公司录得毛利率 23.28%, 同比下降 1.39 个百分点; 录得净利率 8.89%, 同比下降 0.95 个百分点。根据公司的中期报告, 公司的海外收入占比已经接近 40%, 因而国际能源价格和运输价格对公司的海外市场盈利构成影响。2024 年前三季度, 国际能源价格指数和 BDI 价格指数均有较大幅度的上涨, 我们认为公司毛利率下降是国际相关价格上涨所致。此外, 公司前三季度的财务费用率从上年的 0.08% 升至 0.41%, 是净利率下滑的主要原因。

- 投资建议: 我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 1.57、1.80 和 2.05 元, 参照公司 11 月 21 日收盘价 35.86 元, 对

应的市盈率分别为 21.96 倍、19.12 倍和 16.80 倍，我们维持公司“增持”评级。

**风险提示：**财务、销售等费率持续升高，将侵蚀公司盈利。国内市场的酵母需求恢复较为缓慢。国际通胀持续，海外业务的成本压力较大。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,843	13,581	15,000	16,929	18,999
增长比率（%）	20.31	5.74	10.45	12.86	12.23
净利润（百万元）	1,321	1,270	1,362	1,565	1,781
增长比率（%）	0.97	-3.86	7.24	14.87	13.81
每股收益(元)	1.52	1.46	1.57	1.80	2.05
市盈率(倍)	22.64	23.55	21.96	19.12	16.80

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,667</b>	<b>8,209</b>	<b>8,923</b>	<b>10,184</b>	<b>11,540</b>
现金	1,291	1,193	1,079	1,475	2,131
应收票据及应收账款	1,583	1,547	1,880	2,041	2,209
其他应收款	25	195	50	38	34
预付账款	233	422	453	498	545
存货	3,007	3,818	4,212	4,760	5,126
其他流动资产	528	1,035	1,249	1,372	1,494
<b>非流动资产</b>	<b>10,266</b>	<b>11,061</b>	<b>11,888</b>	<b>12,513</b>	<b>13,163</b>
长期投资	25	22	22	22	22
固定资产	7,066	8,615	9,128	9,412	9,911
无形资产	610	663	708	753	793
其他非流动资产	2,566	1,761	2,030	2,325	2,437
<b>资产总计</b>	<b>16,933</b>	<b>19,270</b>	<b>20,810</b>	<b>22,697</b>	<b>24,703</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,705</b>	<b>6,237</b>	<b>6,456</b>	<b>6,998</b>	<b>7,617</b>
短期借款	2,515	2,904	3,164	3,384	3,624
应付票据及应付账款	1,923	1,893	2,132	2,328	2,604
其他流动负债	2,267	1,440	1,160	1,285	1,389
<b>非流动负债</b>	<b>620</b>	<b>2,437</b>	<b>3,015</b>	<b>3,314</b>	<b>3,512</b>
长期借款	310	2,020	2,520	2,820	3,020
其他非流动负债	310	417	495	494	492
<b>负债合计</b>	<b>7,325</b>	<b>8,674</b>	<b>9,472</b>	<b>10,312</b>	<b>11,129</b>
少数股东权益	351	522	565	610	657
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2,373	2,440	2,245	2,245	2,245
留存收益	6,671	7,501	8,397	9,398	10,539
归属母公司股东权益	9,257	10,074	10,774	11,775	12,916
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,933</b>	<b>19,270</b>	<b>20,810</b>	<b>22,697</b>	<b>24,703</b>

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,069</b>	<b>1,321</b>	<b>1,815</b>	<b>1,894</b>	<b>2,350</b>
净利润	1,349	1,312	1,404	1,610	1,828
折旧摊销	617	758	652	637	638
财务费用	56	48	178	200	216
投资损失	-6	2	-8	-8	-9
营运资金变动	-1,023	-791	-464	-615	-389
其他经营现金流	76	-9	52	70	65
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,514</b>	<b>-1,725</b>	<b>-1,544</b>	<b>-1,253</b>	<b>-1,276</b>
资本支出	-2,512	-1,706	-1,464	-1,161	-1,245
长期投资	-2	-19	-100	-100	-40
其他投资现金流	0	0	20	8	9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,411</b>	<b>287</b>	<b>-411</b>	<b>-245</b>	<b>-418</b>
短期借款	480	389	260	220	240
长期借款	-1,158	1,711	500	300	200
普通股增加	36	0	0	0	0
资本公积增加	1,445	67	-196	0	0
其他筹资现金流	608	-1,880	-975	-765	-858
<b>现金净增加额</b>	<b>-6</b>	<b>-98</b>	<b>-114</b>	<b>396</b>	<b>656</b>

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>12,843</b>	<b>13,581</b>	<b>15,000</b>	<b>16,929</b>	<b>18,999</b>
营业成本	9,658	10,296	11,322	12,777	14,354
营业税金及附加	93	107	122	139	158
营业费用	730	703	768	880	1,007
管理费用	390	459	503	562	627
研发费用	536	603	660	745	836
财务费用	6	16	50	51	46
资产减值损失	-60	-39	-39	-36	-32
其他收益	234	136	120	169	228
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	-2	8	8	9
资产处置收益	1	52	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,581</b>	<b>1,509</b>	<b>1,628</b>	<b>1,879</b>	<b>2,138</b>
营业外收入	18	27	24	22	20
营业外支出	4	9	13	18	15
<b>利润总额</b>	<b>1,595</b>	<b>1,526</b>	<b>1,639</b>	<b>1,883</b>	<b>2,143</b>
所得税	246	215	234	273	315
<b>净利润</b>	<b>1,349</b>	<b>1,312</b>	<b>1,404</b>	<b>1,610</b>	<b>1,828</b>
少数股东损益	28	42	42	45	48
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,321</b>	<b>1,270</b>	<b>1,362</b>	<b>1,565</b>	<b>1,781</b>
EBITDA	2,203	2,243	2,340	2,571	2,828
EPS (元)	1.52	1.46	1.57	1.80	2.05

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	20.31	5.74	10.45	12.86	12.23
营业利润 (%)	5.46	-4.57	7.87	15.43	13.82
归属母公司净利润 (%)	0.97	-3.86	7.24	14.87	13.81
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.80	24.19	24.52	24.53	24.45
净利率 (%)	10.29	9.35	9.08	9.24	9.37
ROE (%)	14.27	12.61	12.64	13.29	13.79
ROIC (%)	9.65	7.96	8.44	8.84	9.19
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	43.26	45.01	45.51	45.43	45.05
净负债比率 (%)	76.23	81.86	83.53	83.26	81.99
流动比率	0.99	1.32	1.38	1.46	1.52
速动比率	0.46	0.51	0.50	0.55	0.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.75	0.75	0.78	0.80
应收账款周转率	9.49	8.68	8.76	8.64	8.94
应付账款周转率	6.26	5.97	6.35	6.48	6.57
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	1.46	1.57	1.80	2.05
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.23	1.52	2.09	2.18	2.70
每股净资产 (最新摊薄)	10.66	11.60	12.40	13.56	14.87
<b>估值比率</b>					
P/E	22.64	23.55	21.96	19.12	16.80
P/B	3.23	2.97	2.78	2.54	2.32
EV/EBITDA	19.20	15.52	14.80	13.52	12.21

资料来源：中原证券研究所，聚源

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。