



# 安琪酵母 (600298.SH)

买入 (上调评级)

公司点评  
证券研究报告

## 海外延续高增，盈利逐步修复

### 业绩简评

8月7日公司发布半年报,24H1实现营收71.75亿元,同比+6.86%;实现归母净利润6.91亿元,同比+3.21%;扣非归母净利润5.96亿元,同比-2.5%。其中,24Q2实现营收36.92亿元,同比+11.31%;实现归母净利润3.72亿元,同比+17.65%;扣非归母净利润3.01亿元,同比+7.32%,扣非略超预期。

### 经营分析

**主业需求稳定,海外高增拉动。**1)分业务看,24Q2酵母及深加工销售收入为26.70亿元,同比+12.24%,较Q1明显提速,预计主要系烘焙面食、酵母及其衍生品改变价格策略后恢复稳健增长,保健品降幅收窄。24Q2制糖/包装/其他产品销售收入分别为1.90/0.95/7.1亿元,同比-40.07%/-17.05%/+46.42%,贸易糖等类业务加速剥离,进一步聚焦主业。2)分区域看,24Q2国内/国外业务实现收入20.31/14.54亿元,同比-2.04%/+19.01%,海外市场持续推进渠道下沉及二次开发,维持此前高增长态势。

**成本下行叠加结构改善,低基数下毛利率改善。**1)24Q2毛利率23.92%,同比+0.27pct。毛利率改善系糖蜜成本下降,叠加产品结构利好,但受竞争加剧影响,酵母产品预计单价下降。2)24Q2净利率为10.08%,同比+0.54pct,政府补助增加致利润改善。24Q2销售/管理/研发/财务费率同比+0.56pct/-0.33pct/-0.57pct/+0.63pct,政府补助为0.96亿元,同比+38.36%。

**看好海外市场持续扩张,成本下行盈利弹性可期。**国内烘焙需求有待修复,衍生品业务有望驱动结构升级,低毛利的贸易类业务逐步剥离。海外市场预计随着本土化运营策略执行,借助性价比优势,持续提升市占率。目前原材料成本已有边际下降趋势,水解糖替代率有望进一步提升,成本端压力减轻。预计叠加产品结构&费率优化,盈利弹性有望释放。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司24-26年归母净利分别为13.9/16.8/19.8亿元,同比增长9%/21%/18%,对应PE分别为19x/15x/13x,上调至“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险;新品放量不及预期;市场竞争加剧等风险。

### 食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师:陈宇君(执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):29.61元

### 相关报告:

- 《安琪酵母公司点评:产品结构扰动,利润短期承压》,2024.4.20
- 《安琪酵母公司点评:进一步聚焦主业,期待利润兑现》,2024.3.19
- 《安琪酵母公司点评:产品结构改善,期待利润优化》,2023.10.25



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,843	13,581	15,386	17,418	19,572
营业收入增长率	20.31%	5.74%	13.29%	13.21%	12.37%
归母净利润(百万元)	1,321	1,270	1,389	1,676	1,976
归母净利润增长率	0.97%	-3.86%	9.38%	20.60%	17.92%
摊薄每股收益(元)	1.520	1.462	1.599	1.929	2.275
每股经营性现金流净额	1.23	1.52	3.04	3.37	3.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.27%	12.61%	12.60%	13.75%	14.49%
P/E	29.74	24.06	18.51	15.35	13.02
P/B	4.24	3.03	2.33	2.11	1.89

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	10,675	12,843	13,581	15,386	17,418	19,572
增长率	20.3%	5.7%	13.3%	13.2%	12.4%	
主营业务成本	-7,757	-9,658	-10,296	-11,685	-13,083	-14,626
%销售收入	72.7%	75.2%	75.8%	75.9%	75.1%	74.7%
毛利	2,918	3,186	3,285	3,701	4,334	4,946
%销售收入	27.3%	24.8%	24.2%	24.1%	24.9%	25.3%
营业税金及附加	-87	-93	-107	-108	-122	-137
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-668	-730	-703	-785	-888	-979
%销售收入	6.3%	5.7%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%
管理费用	-359	-390	-459	-523	-566	-636
%销售收入	3.4%	3.0%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%
研发费用	-475	-536	-603	-639	-723	-812
%销售收入	4.5%	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	1,329	1,437	1,413	1,647	2,035	2,382
%销售收入	12.4%	11.2%	10.4%	10.7%	11.7%	12.2%
财务费用	-79	-6	-16	-218	-266	-283
%销售收入	0.7%	0.0%	0.1%	1.4%	1.5%	1.4%
资产减值损失	-38	-91	-75	-20	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	-2	-1	1	1
%税前利润	0.5%	0.4%	n.a	n.a	0.1%	0.0%
营业利润	1,499	1,581	1,509	1,618	1,951	2,300
营业利润率	14.0%	12.3%	11.1%	10.5%	11.2%	11.7%
营业外收支	18	14	18	30	30	30
税前利润	1,517	1,595	1,526	1,648	1,981	2,330
利润率	14.2%	12.4%	11.2%	10.7%	11.4%	11.9%
所得税	-195	-246	-215	-231	-277	-326
所得税率	12.9%	15.4%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,321	1,349	1,312	1,417	1,703	2,003
少数股东损益	13	28	42	28	28	28
归属于母公司的净利润	1,309	1,321	1,270	1,389	1,676	1,976
净利率	12.3%	10.3%	9.4%	9.0%	9.6%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,321	1,349	1,312	1,417	1,703	2,003
少数股东损益	13	28	42	28	28	28
非现金支出	601	708	833	908	1,016	1,111
非经营收益	101	35	-33	303	247	231
营运资金变动	-704	-1,023	-791	13	-39	-173
经营活动现金净流	1,319	1,069	1,321	2,640	2,926	3,172
资本开支	-1,978	-2,512	-1,706	-1,493	-1,522	-1,622
投资	27	-2	-19	0	0	0
其他	0	0	0	-401	1	1
投资活动现金净流	-1,951	-2,514	-1,725	-1,894	-1,521	-1,621
股权募资	268	1,408	177	0	0	0
债权募资	1,119	617	884	150	-380	-537
其他	-547	-614	-775	-778	-866	-837
筹资活动现金净流	840	1,411	287	-628	-1,246	-1,373
现金净流量	190	-6	-98	118	159	178

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,296	1,291	1,193	1,308	1,466	1,642
应收款项	1,410	1,790	1,960	2,270	2,427	2,673
存货	2,251	3,007	3,818	3,842	4,122	4,408
其他流动资产	511	579	1,238	649	633	679
流动资产	5,468	6,667	8,209	8,069	8,647	9,402
%总资产	40.7%	39.4%	42.6%	39.3%	39.9%	40.8%
长期投资	405	759	555	934	924	914
固定资产	6,584	8,470	9,373	10,202	10,715	11,135
%总资产	49.0%	50.0%	48.6%	49.7%	49.4%	48.3%
无形资产	581	654	703	789	873	956
非流动资产	7,978	10,263	11,061	12,438	13,041	13,635
%总资产	59.3%	60.6%	57.4%	60.7%	60.1%	59.2%
资产总计	13,446	16,930	19,270	20,507	21,688	23,037
短期借款	2,193	3,967	3,404	3,416	2,636	1,899
应付款项	1,760	2,204	2,119	2,340	2,584	2,889
其他流动负债	516	534	715	601	738	839
流动负债	4,469	6,705	6,237	6,358	5,959	5,627
长期贷款	1,468	310	2,020	2,320	2,720	2,920
其他长期负债	308	306	417	250	248	246
负债	6,245	7,321	8,674	8,928	8,927	8,794
普通股股东权益	6,854	9,257	10,074	11,029	12,183	13,638
其中：股本	833	869	869	869	869	869
未分配利润	5,270	6,175	7,005	7,960	9,114	10,569
少数股东权益	347	351	522	550	578	605
负债股东权益合计	13,446	16,930	19,270	20,507	21,688	23,037

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.571	1.520	1.462	1.599	1.929	2.275
每股净资产	8.230	10.653	11.596	12.696	14.025	15.700
每股经营现金净流	1.584	1.230	1.520	3.039	3.368	3.651
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.500	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	19.09%	14.27%	12.61%	12.60%	13.75%	14.49%
总资产收益率	9.73%	7.80%	6.59%	6.77%	7.73%	8.58%
投入资本收益率	10.54%	8.68%	7.54%	8.14%	9.62%	10.70%
增长率						
主营业务收入增长率	19.50%	20.31%	5.74%	13.29%	13.21%	12.37%
EBIT增长率	-17.55%	8.12%	-1.64%	16.53%	23.59%	17.02%
净利润增长率	-4.59%	0.97%	-3.86%	9.38%	20.60%	17.92%
总资产增长率	24.41%	25.91%	13.83%	6.42%	5.76%	6.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.9	38.5	42.1	43.0	40.0	39.0
存货周转天数	99.9	99.4	121.0	120.0	115.0	110.0
应付账款周转天数	56.6	58.3	61.1	59.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	193.5	200.8	231.5	219.3	194.0	171.1
偿债能力						
净负债/股东权益	32.84%	31.08%	39.93%	38.24%	30.49%	22.31%
EBIT利息保障倍数	16.9	245.4	89.5	7.6	7.7	8.4
资产负债率	46.44%	43.24%	45.01%	43.54%	41.16%	38.17%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	10	23	81
增持	0	5	6	9	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.45	1.38	1.33	1.04

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-08	买入	40.60	54.96~54.96
2	2023-03-31	买入	40.20	N/A
3	2023-04-11	买入	40.70	N/A
4	2023-04-30	买入	40.00	N/A
5	2023-08-25	买入	33.59	N/A
6	2023-10-25	买入	33.03	N/A
7	2024-03-19	买入	31.41	N/A
8	2024-04-20	增持	30.06	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
- 3.01~4.0 = 减持





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**