

# 安琪酵母 (600298.SH)

## Q2 业绩提速，期待 H2 成本红利

买入 (维持评级)

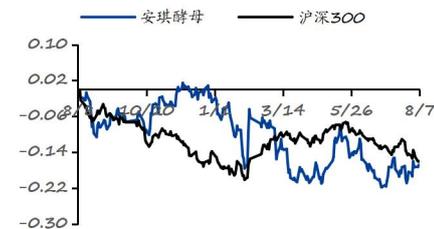
当前价格: 29.61 元

**事件:** 公司披露 24 年半年报: 24 年 H1 公司实现营收 71.75 亿元, 同比+6.86%; 归母净利润 6.91 亿元, 同比+3.2%; 扣非归母净利润 5.96 亿元, 同比-2.5%。其中, 24Q2 营收 36.92 亿元, 同比+11.3%; 归母净利润 3.72 亿元, 同比+17.26%; 扣非归母净利润 3.01 亿元, 同比+7.18%。公司 Q2 营收、利润增长提速, H1 业绩整体符合预期。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	868.67/865.97
流通 A 股市值(百万元)	25,641.43
每股净资产(元)	11.72
资产负债率(%)	47.77
一年内最高/最低价(元)	37.20/27.22

### 一年内股价相对走势



### Q2 酵母主业增长提速，海外业务延续高增

分产品看, Q2 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+12.2%/-40.1%/-17.1%/+46.4%; 其中, 酵母深加工业务环比提速, 同时公司 H1 发酵总产量达 20.4 万吨, 同比+11.5%, 总产能在滨州项目与特种酶制剂项目投产下扩张到 40 万吨, 占全球 19%。分渠道看, Q2 公司线上、线下渠道销售均有所恢复, 分别同比+7.6%/+13.0%。分区域看, 国内、海外 Q2 营收分别同比+6.6%/+19%, 其中海外安琪埃及子公司 H1 营收同比+14%; 而 H1 国内、国外经销商数量分别净增加 563/321 家。

### 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

### 业务结构优化、原料成本改善等促进 Q2 毛利率上扬

盈利方面, Q2 毛利率为 23.92%, 同比+0.27pct, 预计主要系酵母业务占比提升以及糖蜜等原料价格下降贡献。费用端有所抬升, Q2 四项费率合计同比 +0.29pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.56/-0.35/-0.55/+0.63pct。此外, Q2 公司归母净利率为 10.08%, 同比+0.51pct, 主要系以政府补助为主的其他收益贡献较多, 其中安琪埃及子公司 H1 净利率达 35%, 同比+17%; 而 Q2 公司扣非归母净利率为 8.16%, 同比-0.3pct。

### 相关报告

1、坚守主业成就酵母巨头，放眼寰宇、比学赶超  
——2024.05.28

### 上半年经营平稳收官，期待新榨季成本红利

H1 公司经营端经历了一段先低后高的业绩趋势, 期间公司进一步聚焦酵母及深加工主业, 包括促进国内产能投放; 同时, 公司在红海局势动荡期稳住了海外增长高势能, 尤其埃及子公司在盈利端实现同比大幅提升。整体而言, 公司营收端一直朝着 10%-15% 的考核/预算指引目标前进。利润端, 在海内外糖蜜供需关系改善下, 预计公司在新榨季受益于成本红利; 此外, 埃及/俄罗斯新产能投产预期同样是 H2 的看点; 总之, 在多重因素共振下, 预期公司 H2 利润有望进一步改善。

**盈利预测与投资建议:** 考虑到 Q2 业绩平稳向上与股权激励费用影响, 我们微调了盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润为 13.87/16.71/20.19 亿元 (原 24-26 年为 13.9/16.6/20.1 亿元), 分别同增 9%/20%/21%。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	14,963	16,839	18,952
增长率	20%	6%	10%	13%	13%
净利润 (百万元)	1,321	1,270	1,387	1,671	2,019
增长率	1%	-4%	9%	20%	21%
EPS (元/股)	1.52	1.46	1.60	1.92	2.32
市盈率 (P/E)	19.5	20.3	18.5	15.4	12.7
市净率 (P/B)	2.8	2.6	2.2	2.0	1.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,193	1,347	1,684	1,895	营业收入	13,581	14,963	16,839	18,952
应收票据及账款	1,547	1,600	1,652	1,804	营业成本	10,296	11,242	12,490	13,937
预付账款	422	405	450	502	税金及附加	107	105	118	133
存货	3,818	3,540	3,937	4,393	销售费用	703	771	856	963
合同资产	0	0	0	0	管理费用	459	501	579	631
其他流动资产	1,230	801	912	1,065	研发费用	603	643	724	815
流动资产合计	8,209	7,693	8,635	9,659	财务费用	16	79	79	48
长期股权投资	22	22	22	22	信用减值损失	35	-20	-20	-20
固定资产	8,615	8,945	9,106	8,743	资产减值损失	39	-50	-50	-45
在建工程	753	653	453	553	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	663	714	739	761	投资收益	-2	0	0	0
商誉	36	36	36	36	其他收益	136	140	100	100
其他非流动资产	972	1,507	1,643	1,793	<b>营业利润</b>	<b>1,658</b>	<b>1,692</b>	<b>2,024</b>	<b>2,461</b>
非流动资产合计	11,061	11,877	11,999	11,908	营业外收入	27	12	12	12
<b>资产合计</b>	<b>19,270</b>	<b>19,569</b>	<b>20,634</b>	<b>21,566</b>	营业外支出	9	5	5	5
短期借款	2,904	2,708	2,988	2,066	<b>利润总额</b>	<b>1,676</b>	<b>1,699</b>	<b>2,031</b>	<b>2,468</b>
应付票据及账款	1,893	2,102	2,348	2,676	所得税	215	266	305	383
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,461</b>	<b>1,433</b>	<b>1,726</b>	<b>2,085</b>
合同负债	218	239	269	303	少数股东损益	42	46	55	67
其他应付款	222	222	222	222	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,419</b>	<b>1,387</b>	<b>1,671</b>	<b>2,018</b>
其他流动负债	1,000	1,032	1,084	1,120	EPS (按最新股本摊薄)	1.46	1.60	1.92	2.32
流动负债合计	6,237	6,304	6,911	6,387					
长期借款	2,020	820	20	0					
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	437	417					
<b>负债合计</b>	<b>8,674</b>	<b>7,541</b>	<b>7,348</b>	<b>6,803</b>					
归属母公司所有者权益	10,074	11,461	12,662	14,073					
少数股东权益	522	568	623	690					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,596</b>	<b>12,029</b>	<b>13,286</b>	<b>14,763</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,270</b>	<b>19,569</b>	<b>20,634</b>	<b>21,566</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,321</b>	<b>2,476</b>	<b>2,287</b>	<b>2,495</b>
现金收益	2,217	2,329	2,657	3,003
存货影响	-811	278	-397	-456
经营性应收影响	-191	14	-47	-159
经营性应付影响	-83	209	246	328
其他影响	189	-354	-172	-221
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,725</b>	<b>-850</b>	<b>-882</b>	<b>-686</b>
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	248	-44	-57
<b>融资活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>-1,472</b>	<b>-1,068</b>	<b>-1,598</b>
借款增加	1,147	-1,396	-521	-942
股利及利息支付	-580	-609	-730	-839
股东融资	177	0	0	0
其他影响	-457	533	183	183

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	5.7%	10.2%	12.5%	12.5%
EBIT 增长率	-5.1%	5.1%	18.6%	19.3%
归母公司净利润增长率	-3.9%	9.2%	20.5%	20.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.2%	24.9%	25.8%	26.5%
净利率	10.8%	9.6%	10.3%	11.0%
ROE	13.4%	11.5%	12.6%	13.7%
ROIC	10.7%	11.2%	12.7%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.0%	38.5%	35.6%	31.5%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	41	38	35	33
存货周转天数	119	118	108	108
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.46	1.60	1.92	2.32
每股经营现金流	1.52	2.85	2.63	2.87
每股净资产	11.60	13.19	14.58	16.20
<b>估值比率</b>				
P/E	20	19	15	13
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	22	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