

2024年08月08日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 需求边际修复，盈利持续改善

—安琪酵母（600298.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

2024年8月7日，安琪酵母发布2024年半年度报告。

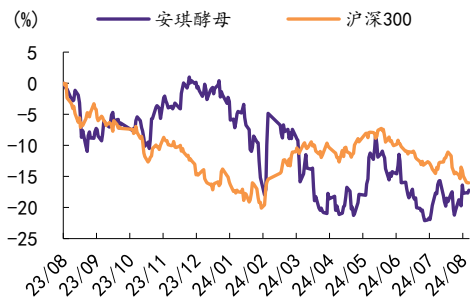
## 投资要点

## 基本数据

2024-08-07

当前股价（元）	29.61
总市值（亿元）	257
总股本（百万股）	869
流通股本（百万股）	866
52周价格范围（元）	27.88-36.73
日均成交额（百万元）	204.17

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《安琪酵母（600298）：股权激励确定方向，稳健增长向前进》2024-06-03
- 《安琪酵母（600298）：盈利表现承压，海外市场增速延续》2024-04-20
- 《安琪酵母（600298）：盈利端承压，海外市场延续势能》2024-03-19

## ■ 二季度烘焙需求修复，产品结构优化拉升毛利

公司2024H1实现营收71.75亿元（同增7%），归母净利润6.91亿元（同增3%），扣非归母净利润5.96亿元（同减2%）。其中2024Q2公司营收36.92亿元（同增11%），主要系二季度国内烘焙需求回升，酵母主导产品恢复增长所致，归母净利润3.72亿元（同增17%），扣非归母净利润3.01亿元（同增7%）。**盈利端**，受益于低毛利贸易业务剥离与高毛利小包装酵母放量带来的产品结构优化，以及原材料成本下降，2024Q2公司毛利率同增0.3pct至23.92%；2024Q2销售费用率同增1pct至5.49%，主要系销售人员薪酬增加所致，管理费用率同减0.3pct至3.13%，综合来看，2024Q2公司净利率同增0.4pct至10.26%，盈利能力同比提升。

## ■ 酵母主业销量回升，产品推新贡献增量

酵母及深加工产品2024H1/2024Q2营收分别为51.20/26.70亿元，分别同增9%/12%，国内酿造/小包装酵母随着需求转暖实现销量回升，酵母提取物/衍生品在国内外均保持高速增长，叠加公司跟随竞对降价策略后，部分客户订单回流，综合拉升主业营收，后续公司持续寻找并购标的实现外延增长，保证股权激励目标达成；制糖/包装类产品2024Q2营收分别为1.90/0.95亿元，分别同减40%/17%，贸易糖剥离工作持续推进；其他产品2024H1/2024Q2营收分别为12.36/7.10亿元，分别同增31%/46%，主要系微生物营养/动物营养持续推新贡献营收，同时安琪纽特2024H1收入同增10%以上，且同比大幅减亏，随着历史包袱不断消化，安琪纽特采销节奏逐步恢复正常，后续公司通过做代工业务充分发挥产能与规模优势。

## ■ 国内业务成本下降，海外产能建设持续推进

国内2024H1/2024Q2营收分别为43.15/22.11亿元，分别同增1%/7%，收入端，二季度国内烘焙业务持续恢复，经营情况边际好转，伴随蔓越莓/PHA项目产能改造，公司产业链将不断丰富，贡献营收新增长点；盈利端，糖蜜到厂价格保持

逐月下降趋势，随着工艺进步，自制水解糖成本同比下降，国内业务利润仍有优化空间。海外 2024H1/2024Q2 营收分别为 28.24/14.54 亿元，分别同增 18%/19%，其中中东/非洲/欧洲/亚太增长突出，海外需求仍有挖掘潜力，扩建工厂预计 2024Q3-Q4 投产，糖蜜成本下降将进一步发挥海外产能效益，后续关注海运费优化情况。截至 2024H1 末公司经销商总数为 23237 家，较年初净增长 884 家，其中国内/国外经销商分别净增加 563/321 家。

### 盈利预测

我们看好公司作为酵母龙头凭借自身的规模/渠道/服务优势不断进行全球化扩张，随着海外产能项目落地/技改降本项目推进/原材料成本压力缓解，公司盈利能力有望持续恢复。根据 2024 年半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 1.57/1.82/2.13 元（前值为 1.59/1.96/2.32 元），当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济下行、消费复苏不及预期、产能建设不及预期、原材料价格波动、海外拓展不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	13,581	15,000	16,775	18,914
增长率（%）	5.7%	10.4%	11.8%	12.7%
归母净利润（百万元）	1,270	1,367	1,579	1,847
增长率（%）	-3.9%	7.6%	15.5%	16.9%
摊薄每股收益（元）	1.46	1.57	1.82	2.13
ROE（%）	12.0%	12.0%	12.8%	13.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,193	4,163	5,592	6,776
应收款	1,742	1,924	2,151	2,426
存货	3,818	4,219	4,688	5,255
其他流动资产	1,457	1,572	1,717	1,891
流动资产合计	8,209	11,878	14,148	16,348
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	350	350	350	350
固定资产	8,615	8,492	8,107	7,638
在建工程	753	301	120	48
无形资产	663	630	597	565
长期股权投资	22	22	22	22
其他非流动资产	1,009	1,009	1,009	1,009
非流动资产合计	11,061	10,454	9,854	9,282
资产总计	19,270	22,331	24,003	25,630
<b>流动负债:</b>				
短期借款	2,904	3,154	3,354	3,504
应付账款、票据	1,893	2,092	2,324	2,606
其他流动负债	1,222	1,222	1,222	1,222
流动负债合计	6,237	6,709	7,170	7,635
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	2,020	3,820	4,120	4,220
其他非流动负债	417	417	417	417
非流动负债合计	2,437	4,237	4,537	4,637
负债合计	8,674	10,946	11,707	12,272
<b>所有者权益</b>				
股本	869	869	869	869
股东权益	10,596	11,386	12,296	13,358
负债和所有者权益	19,270	22,331	24,003	25,630

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1312	1414	1632	1906
少数股东权益	42	47	52	59
折旧摊销	735	607	598	570
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-767	-477	-580	-700
经营活动现金净流量	1321	1591	1701	1835
投资活动现金净流量	-1725	574	566	540
筹资活动现金净流量	3374	1426	-221	-593
现金流量净额	2,970	3,591	2,046	1,782

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>13,581</b>	<b>15,000</b>	<b>16,775</b>	<b>18,914</b>
营业成本	10,296	11,273	12,524	14,038
营业税金及附加	107	105	117	132
销售费用	703	780	889	1,021
管理费用	459	510	554	624
财务费用	16	182	163	140
研发费用	603	666	745	840
费用合计	1,781	2,138	2,351	2,626
资产减值损失	-39	-40	-35	-30
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,509</b>	<b>1,658</b>	<b>1,918</b>	<b>2,242</b>
加:营业外收入	27	20	15	12
减:营业外支出	9	3	2	1
<b>利润总额</b>	<b>1,526</b>	<b>1,675</b>	<b>1,931</b>	<b>2,253</b>
所得税费用	215	261	299	347
<b>净利润</b>	<b>1,312</b>	<b>1,414</b>	<b>1,632</b>	<b>1,906</b>
少数股东损益	42	47	52	59
<b>归母净利润</b>	<b>1,270</b>	<b>1,367</b>	<b>1,579</b>	<b>1,847</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	5.7%	10.4%	11.8%	12.7%
归母净利润增长率	-3.9%	7.6%	15.5%	16.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	24.2%	24.8%	25.3%	25.8%
四项费用/营收	13.1%	14.3%	14.0%	13.9%
净利率	9.7%	9.4%	9.7%	10.1%
ROE	12.0%	12.0%	12.8%	13.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.0%	49.0%	48.8%	47.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.8	7.8	7.8	7.8
存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.46	1.57	1.82	2.13
P/E	20.3	18.8	16.3	13.9
P/S	1.9	1.7	1.5	1.4
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。