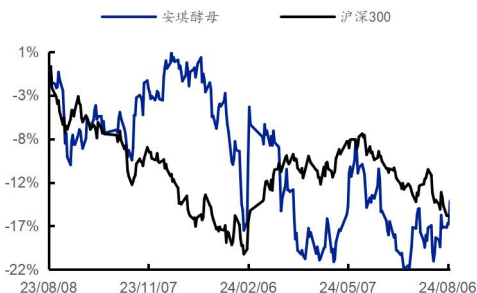


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 国内需求回暖，Q2 毛利率改善

### ——安琪酵母（600298）2024 年中报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/08/08		
表现	1M	3M	12M	
安琪酵母	3.5%	-3.3%	-14.4%	
沪深 300	-1.7%	-7.9%	-16.0%	

市场数据		2024/08/08
当前价格 (元)		30.48
52 周价格区间 (元)		27.22-37.20
总市值 (百万)		26,477.05
流通市值 (百万)		26,394.82
总股本 (万股)		86,866.98
流通股本 (万股)		86,597.19
日均成交额 (百万)		382.21
近一月换手 (%)		0.58

#### 相关报告

- 《安琪酵母（600298）点评报告：激励计划落地，目标科学，与员工共享成长（买入）\*调味发酵品 II\*刘洁铭，秦一方》——2024-06-03
- 《安琪酵母（600298）2024 年一季报点评：海外持续发力，静待国内需求回暖（买入）\*调味发酵品 II\*秦一方，刘洁铭》——2024-04-21
- 《安琪酵母（600298）2023 年年报点评：国内需求承压，关注海外拓展和成本趋势（买入）\*调味发酵品 II\*刘洁铭，秦一方》——2024-03-20
- 《安琪酵母（600298）2023 年三季报点评：主业

#### 事件：

2024 年 8 月 7 日，安琪酵母发布 2024 年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入 71.75 亿元，同比+6.86%；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%。2024Q2 公司实现营业收入 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+7.32%。

#### 投资要点：

- **2024Q2 业绩改善明显，国内增速回暖。**2024Q2 公司收入及归母净利润同比增速较 2024Q1 明显改善（2024Q1 分别为+2.5%/-9.5%），利润增速转正。2024H1 发酵总量达 20.4 万吨，同比+11.5%。分区域看，2024Q2 海外延续高增趋势，国内需求回暖，国内/国外分别实现营业收入 22.11/14.54 亿元，分别同比+6.64%/19.01%，扣除制糖业务后国内收入同比+15%，我们认为主要系三方面原因：1) 品质升级，烘焙面食采用新菌种，同时采取“一厂一策”策略推进产品组合应用，加强与客户的沟通和跟进服务；2) 成本端优化为公司提供更多价格调整空间，性价比或有提升；3) 产业链持续延伸，酵母衍生物及酶制剂等业务贡献更多增量。2024Q2 海外经销商净增加 155 个达 5688 个，海外收入占比达 39.38%。最终业务端酵母及衍生物/制糖/包装/其他 2024Q2 分别实现营收 26.7/1.9/1.0/7.1 亿元，分别同比+12.24%/-40.07%/-17.05%/+46.42%。
- **受益于成本改善，2024Q2 毛利率提升。**今年仍是公司转固大年，2024H1 新增折旧费用 0.56 亿元，2024H1 毛利率同比小幅下滑 0.3pct 达 24.28%，但 2024Q2 毛利率同比+0.3pct，我们认为主要受益于糖蜜等成本边际改善及毛利较低的制糖业务占比下降。2024Q2 销售费用率同比+0.56pct 达 5.49%，主要系 B 端加强用户开发，C 端围绕酵母、YE、酵母蛋白等核心产品加强品牌传播；财务费用率同比+0.63pct 至-0.14%，主要系借款增加至利息费用增加；但受益于公司内部数字化管理能力提升，管理费用率同比-0.35pct 至 3.13%。2024H1 公司增加政府补助 0.54 亿元，我们预计主要计入二季度，最终 2024Q2 实现归母净利率 10.08%，同比+0.5pct。排除相关影响后扣非归母净利润仍有 7.3%的同比增长，较 2024Q1

收入同比双位数增长，利润承压（买入）\*调味发酵品II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-27

《安琪酵母（600298）2023年半年报点评：需求弱复苏，关注成本端改善（买入）\*调味发酵品II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-08-28

显著转正（2024Q1 为-10.8%）。

- **海外强势扩张，盈利拐点可期。**展望 2024H2 及 2025 年，我们认为公司四大趋势继续向好：1) 收入端，2024 年埃及、俄罗斯二期项目投产后有望进一步提振海外收入表现，公司也拟于东南亚投资设厂，未来海外成长性凸显。2) 利润端，海内外糖蜜综合成本呈下降趋势，同时公司在国内前瞻布局水解糖，平抑成本波动的能力持续提升。3) 本轮密集扩产期接近尾声，2025 年折旧压力趋缓。4) 2024 年 6 月股权激励落地，内部动能充足。
- **盈利预测和投资评级：**2024 年公司海外工厂新产能有望投产，海外市场扩张加速，同时成本端持续改善。我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 156/179/202 亿元，分别同比+15%/+15%/+13%；归母净利润分别为 13.80/15.75/17.78 亿元，分别同比+9%/+14%/+13%，EPS 分别为 1.59/1.81/2.05 元，对应 PE 分别为 19/17/15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 行业需求疲软；2) 原材料价格上涨过快；3) 产能投放不及预期；4) 海外市场政治动荡；5) 汇率波动等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13581	15621	17925	20192
增长率(%)	6	15	15	13
归母净利润（百万元）	1270	1380	1575	1778
增长率(%)	-4	9	14	13
摊薄每股收益（元）	1.46	1.59	1.81	2.05
ROE(%)	13	12	13	13
P/E	23.93	19.19	16.81	14.90
P/B	3.03	2.40	2.18	1.98
P/S	2.25	1.69	1.48	1.31
EV/EBITDA	15.52	13.04	12.50	10.97

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：安琪酵母盈利预测表

证券代码：	600298				股价：	30.48				投资评级：	买入				日期：	2024/08/08			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	13%	12%	13%	13%	EPS	1.47	1.59	1.81	2.05										
毛利率	24%	23%	24%	24%	BVPS	11.60	12.72	13.97	15.40										
期间费率	9%	9%	10%	10%	<b>估值</b>														
销售净利率	9%	9%	9%	9%	P/E	23.93	19.19	16.81	14.90										
<b>成长能力</b>					P/B	3.03	2.40	2.18	1.98										
收入增长率	6%	15%	15%	13%	P/S	2.25	1.69	1.48	1.31										
利润增长率	-4%	9%	14%	13%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.75	0.78	0.83	0.85	营业收入	13581	15621	17925	20192										
应收账款周转率	8.68	9.04	8.77	8.74	营业成本	10296	12080	13633	15288										
存货周转率	3.02	3.02	3.12	3.27	营业税金及附加	107	125	149	162										
<b>偿债能力</b>					销售费用	703	798	950	1070										
资产负债率	45%	44%	44%	44%	管理费用	459	523	600	687										
流动比	1.32	1.39	1.39	1.42	财务费用	16	153	171	178										
速动比	0.51	0.54	0.58	0.65	其他费用/（-收入）	603	672	807	969										
					<b>营业利润</b>	<b>1509</b>	<b>1626</b>	<b>1867</b>	<b>2107</b>										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	18	29	19	16										
现金及现金等价物	1193	1159	1700	2346	<b>利润总额</b>	<b>1526</b>	<b>1655</b>	<b>1886</b>	<b>2124</b>										
应收款项	1547	1909	2181	2440	所得税费用	215	240	273	308										
存货净额	3818	4194	4544	4799	<b>净利润</b>	<b>1312</b>	<b>1415</b>	<b>1612</b>	<b>1816</b>										
其他流动资产	1652	1906	2043	2231	少数股东损益	42	35	37	38										
<b>流动资产合计</b>	<b>8209</b>	<b>9168</b>	<b>10468</b>	<b>11815</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1270</b>	<b>1380</b>	<b>1575</b>	<b>1778</b>										
固定资产	8615	8242	8102	7970															
在建工程	758	1424	2123	2880	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1666	1829	2008	2138	经营活动现金流	1321	1269	1830	2091										
长期股权投资	22	22	22	22	净利润	1270	1380	1575	1778										
<b>资产总计</b>	<b>19270</b>	<b>20685</b>	<b>22723</b>	<b>24825</b>	少数股东损益	42	35	37	38										
短期借款	2904	3408	3869	4333	折旧摊销	758	564	414	495										
应付款项	1893	2087	2399	2616	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	218	164	194	228	营运资金变动	-791	-719	-304	-347										
其他流动负债	1222	950	1062	1165	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1725</b>	<b>-961</b>	<b>-1072</b>	<b>-1173</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>6237</b>	<b>6609</b>	<b>7524</b>	<b>8341</b>	资本支出	-1706	-934	-1117	-1232										
长期借款及应付债券	2020	2020	2020	2020	长期投资	-19	0	0	0										
其他长期负债	417	451	451	451	其他	0	-27	45	59										
<b>长期负债合计</b>	<b>2437</b>	<b>2471</b>	<b>2471</b>	<b>2471</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>-351</b>	<b>-216</b>	<b>-272</b>										
<b>负债合计</b>	<b>8674</b>	<b>9080</b>	<b>9995</b>	<b>10812</b>	债务融资	884	193	461	463										
股本	869	869	869	869	权益融资	177	13	0	0										
股东权益	10596	11605	12728	14012	其它	-775	-558	-678	-735										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19270</b>	<b>20685</b>	<b>22723</b>	<b>24825</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-98</b>	<b>-34</b>	<b>541</b>	<b>646</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。