

公司点评

安琪酵母 (600298.SH)

食品饮料 | 调味发酵品 II

成本红利兑现，逐季改善可期

2024年08月08日

评级 **买入**
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	30.48
52周价格区间(元)	27.88-36.73
总市值(百万)	26477.06
流通市值(百万)	26394.83
总股本(万股)	86867.00
流通股(万股)	86597.20

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
安琪酵母	3.39	0.69	-15.03
调味发酵品 II	3.26	-14.08	-26.00

黄静 分析师

执业证书编号:S0530524020001
huangjing48@hncasing.com

相关报告

1 安琪酵母 (600298.SH) 2023 年年报点评: 稳健经营, 等待拐点 2024-03-26

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	128.43	135.81	150.38	165.72	182.90
归母净利润(亿元)	13.21	12.70	13.75	15.27	18.80
每股收益(元)	1.52	1.46	1.58	1.76	2.16
每股净资产(元)	10.66	11.60	12.63	13.78	15.19
P/E	19.49	20.27	18.73	16.86	13.70
P/B	2.78	2.56	2.35	2.15	1.95

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年半年度报告。2024H1, 公司实现收入 71.75 亿元, 同比增长 6.86%; 归母净利润 6.91 亿元, 同比增长 3.21%; 扣非归母净利润 5.96 亿元, 同比下滑 2.50%。其中, 2024Q2, 公司实现收入 36.92 亿元, 同比增长 11.30%; 归母净利润 3.72 亿元, 同比增长 17.26%; 扣非归母净利润 3.01 亿元, 同比增长 7.32%。
- **国内需求恢复性好转, 国外客户拓展顺利, 共同推动 Q2 收入端呈加速增长态势。** 1) 分产品看, 核心业务酵母及深加工业务双位数增长, 贸易糖业务加速出表。2024H1, 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他业务分别实现收入 51.20/5.88/1.95/12.36 亿元, 同比 +8.85%/-26.50%/-12.84%/+30.79%; 2024Q2, 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他业务分别实现收入 26.70/1.90/0.95/7.10 亿元, 同比 +12.24%/-40.07%/-17.05%/+46.42%。2) 分渠道看, 线下销售增速持续好于线上, 但 Q2 线上销售显著好于 Q1。2024H1, 线下和线上渠道分别实现收入 48.14/23.24 亿元, 同比增长 9.40%/2.33%。2024Q2, 线上销售增速为 7.65%, 而 Q1 增速为 -2.7%。3) 分区域看, 经销商拓展顺利, 海外业务继续维持高增, 国内业务 Q2 实现正增长。2024H1, 国内和国外分别实现收入 43.15/28.24 亿元, 同比 +0.89%/+17.89%; 2024Q2, 国内和国外分别实现收入 22.11/14.54 亿元, 同比 +6.64%/+19.01%。期末, 国内和国外的经销商数量分别增加 8%和 12%。
- **Q2 盈利能力改善, 推测主要因原材料糖蜜成本下行和当期收到的政府补助增加。** 根据泛糖科技数据, 23/24 榨季广西糖蜜均价下降约 10%; 而海外埃及的糖蜜价格降超 40%至 600-650 元/吨, 上半年埃及子公司的净利率提升 16.6pct 至 35%; 俄罗斯的糖蜜价格低至 200-300 元/吨。当期计入损益的政府补助金额为 1.16 亿元, 同比增加约 5700 万元。此外, 业务结构变化以及高毛利的主要酵母及深加工产品加速增长也有一定正面影响。2024Q1/Q2/H1 毛利率分别为 24.7%/23.9%/24.3%, 同比 -0.74/+0.28/-0.26pct; 净利率分别为 9.47%/10.26%/9.88%, 同比 -1.39/+0.36/-0.51pct。三费率整体有所上升, 主要因销售费用和财务费用增加。具体来看, 2024Q1/Q2/H1 的销售费用率分别为

4.84%/5.49%/5.18%，同比-0.37/+0.56/+0.11pct；管理费用率（含研发费用）分别为 7.84%/7.22%/7.52%，同比+0.74/-0.90/-0.08pct；财务费用率分别为 0.56%/-0.14%/0.20%，同比+0.17/+0.63/+0.38pct。

- **展望积极，年内激励目标完成概率高。**进入下半年，收入端，随着国外新产能逐步释放，叠加收入基数压力缓解，有望恢复至双位数以上增长，朝全年股权激励目标+10%推进；成本端，原材料糖蜜价格有望持续下行，但产能转固爬坡期存在一定的折旧摊销压力，预计共同作用使得盈利能力稳步小幅提升。
- **投资建议：**预计公司 2024-2026 年实现营业收入 150.38/165.72/182.90 亿元，同比增长 10.73%/10.20%/10.37%，实现归母净利润 13.75/15.27/18.80 亿元，同比增长 8.23%/11.11%/23.06%。当前股价对应 2024-2026 年估值为 19/17/14 倍。公司作为重资产行业龙头公司，护城河较深，行业竞争格局相对稳固，中长期盈利能力有望趋势性上行。维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；食品安全问题。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12843.30	13581.13	15037.76	16571.61	18289.93	营业收入	12843.30	13581.13	15037.76	16571.61	18289.93
减: 营业成本	9657.73	10295.75	11420.40	12507.58	13528.54	增长率(%)	20.31%	5.74%	10.73%	10.20%	10.37%
营业税金及附加	93.34	106.54	116.63	128.53	141.85	归属母公司股东净利润	1321.22	1270.16	1374.66	1527.40	1879.62
销售费用	729.73	703.36	774.44	845.15	923.64	增长率(%)	0.97%	-3.86%	8.23%	11.11%	23.06%
管理费用	389.66	458.92	511.28	571.72	640.15	每股收益(EPS)	1.52	1.46	1.58	1.76	2.16
研发费用	536.13	603.43	646.62	696.01	768.18	每股股利(DPS)	0.00	0.51	0.55	0.61	0.75
财务费用	5.85	15.79	67.67	66.29	73.16	每股经营现金流	1.23	1.52	2.41	2.42	3.27
减值损失	90.98	74.73	80.00	80.00	80.00	销售毛利率	24.80%	24.19%	24.06%	24.52%	26.03%
加: 投资收益	6.25	-2.04	0.00	0.00	0.00	销售净利率	10.50%	9.66%	9.44%	9.52%	10.62%
公允价值变动损益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	14.27%	12.61%	12.53%	12.76%	14.24%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	10.52%	8.28%	7.90%	8.60%	10.34%
营业利润	1346.14	1320.57	1500.71	1756.34	2214.42	市盈率(P/E)	19.49	20.27	18.73	16.86	13.70
加: 其他非经营损益	248.86	205.87	250.00	180.00	150.00	市净率(P/B)	2.78	2.56	2.35	2.15	1.95
利润总额	1595.00	1526.45	1750.71	1936.34	2364.42	股息率(分红/股价)	0.00%	1.71%	1.85%	2.06%	2.53%
减: 所得税	246.13	214.75	250.61	278.45	342.66	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1348.87	1311.69	1500.11	1657.89	2021.75	收益率					
减: 少数股东损益	27.65	41.53	45.44	50.49	62.14	毛利率	24.80%	24.19%	24.06%	24.52%	26.03%
归属母公司股东净利润	1321.22	1270.16	1374.66	1527.40	1879.62	三费/销售收入	12.89%	13.00%	12.85%	12.75%	12.75%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	12.46%	11.36%	11.56%	11.60%	12.89%
货币资金	1290.51	1543.07	1997.96	2542.89	2743.49	EBITDA/销售收入	17.14%	16.81%	17.88%	17.96%	19.02%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	10.50%	9.66%	9.44%	9.52%	10.62%
应收和预付款项	1841.63	2163.42	2181.67	2369.88	2555.80	资产获利率					
其他应收款(合计)	25.09	194.99	32.38	0.00	32.89	ROE	14.27%	12.61%	12.53%	12.76%	14.24%
存货	3007.11	3817.82	4487.93	4776.95	5244.19	ROA	9.46%	8.00%	8.40%	8.81%	10.47%
其他流动资产	345.73	466.05	500.00	600.00	700.00	ROIC	10.52%	8.28%	7.90%	8.60%	10.34%
长期股权投资	24.88	21.98	21.98	21.98	21.98	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	43.24%	45.01%	43.60%	41.37%	37.00%
投资性房地产	4.36	4.23	3.73	3.24	2.75	投资资本/总资产	82.02%	83.13%	83.17%	83.19%	81.28%
固定资产和在建工程	8469.66	9373.00	9966.69	9960.39	9687.42	带息债务/总负债	58.42%	62.53%	62.93%	62.30%	53.02%
无形资产和开发支出	645.96	699.37	707.24	712.62	715.50	流动比率	99.44%	131.61%	130.86%	146.87%	178.29%
其他非流动资产	1142.70	984.63	860.58	858.71	858.71	速动比率	49.43%	62.93%	59.66%	70.12%	84.03%
资产总计	16929.63	19270.41	20567.76	21616.84	22207.53	股利支付率	0.00%	34.64%	34.64%	34.64%	34.64%
短期借款	3966.95	3403.52	3661.22	3604.07	2395.01	收益留存率	100.00%	65.36%	65.36%	65.36%	65.36%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	2725.72	2813.47	3319.52	3374.02	3881.19	总资产周转率	0.76	0.70	0.73	0.76	0.81
长期借款	309.51	2020.22	2020.22	2020.22	2020.22	固定资产周转率	1.82	1.58	1.63	1.75	1.97
其他负债	4285.56	3840.42	3687.84	3633.69	2426.63	应收账款周转率	8.11	8.78	9.29	9.40	9.65
负债合计	7320.79	8674.11	9027.59	9027.94	8328.05	存货周转率	3.45	3.21	2.70	2.54	2.62
股本	868.97	868.75	868.75	868.75	868.75	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2181.45	2168.23	2168.23	2168.23	2168.23	EBIT	1600.85	1542.24	1738.38	1922.63	2357.58
留存收益	6207.01	7036.90	7935.32	8933.57	10162.01	EBITDA	2201.20	2282.35	2689.17	2975.91	3478.16
归属母公司股东权益	9257.43	10073.88	10972.30	11970.55	13198.99	NOPLAT	1142.32	1150.13	1265.12	1481.23	1876.44
少数股东权益	351.41	522.42	567.87	618.36	680.49	净利润	1321.22	1270.16	1374.66	1527.40	1879.62
股东权益合计	9608.84	10596.30	11540.17	12588.91	13879.48	EPS	1.52	1.46	1.58	1.76	2.16
负债和股东权益合计	16929.63	19270.41	20567.76	21616.84	22207.53	BPS	10.66	11.60	12.63	13.78	15.19
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	19.49	20.27	18.73	16.86	13.70
经营性现金净流量	1068.81	1320.87	2094.43	2104.73	2844.00	PEG	3.94	1.45	2.27	1.52	0.59
投资性现金净流量	-2514.01	-1724.85	-1337.50	-897.00	-722.50	PB	2.78	2.56	2.35	2.15	1.95
筹资性现金净流量	1410.81	286.68	-302.03	-662.80	-1920.90	PS	2.00	1.90	1.71	1.55	1.41
现金流量净额	-5.65	-97.68	454.89	544.93	200.60	PCF	24.09	19.49	12.29	12.23	9.05

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438