

安琪酵母 (600298)

证券研究报告
2024年08月13日

海外延续高增长，利润率恢复性增长

事件：24H1 公司收入/归母净利润分别为 71.75/6.91 亿元（同比 +6.86%/+3.21%）。24Q2 收入/归母净利润分别为 36.92/3.72 亿元（同比 +11.30%/+17.26%）。

酵母业务稳健增长，新产品开发上市。24Q2 公司酵母及深加工/制糖/包装类产品/其他收入 26.70/1.90/0.95/7.10 亿元（同比 12.24%/-40.07%/-17.05%/+46.42%），收入占比分别同比+0.66/-4.43/-0.89/+4.66 个百分点至 72.85%/5.17%/2.60%/19.38%。公司上半年发酵总产量达到 20.4 万吨，同比增长 11.5%。酵母主业保持增长态势，制糖业务和包装类业务有所下降。新产品开发方面，耐冷冻干酵母、满易先系列、传统白酒酒曲等产品完成开发并上市，持续加大对高核酸、酵母蛋白、植物蛋白肽等新产品应用推广力度，努力打造新产品增长点，持续增强公司产品竞争力。

国外业务保持较高增速，经销商数量快速增长。24Q2 公司国内/国外收入分别为 22.11/14.54 亿元（同比+6.64%/+19.01%），海外方面加快注册海外营销子公司，聘用本土化销售人员，维持较高增速。24Q2 线下/线上收入分别为 24.70/11.95 亿元（同比+13.04%/+7.65%）。24Q2 末经销商同比增加 1912 家至 23237 家，其中国内/国外分别同比增加 1310/602 家至 17549/5688 家，24Q2 平均经销商收入分别同比变动-1.32%/+6.41%至 12.60/25.56 万元/家。经销商数量延续快速增长，平均收入有所提升。

利润率恢复性增长，费用率有所提升。24Q2 公司毛利率/净利率分别同比变动+0.28/+0.36 个百分点至 23.92%/10.26%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比+0.56/-0.33/+0.63 个百分点至 5.49%/3.13%/-0.14%。财务费用率提升主要系利息费用增加所致。我们认为期间费用率提升下净利率增长仍高于毛利率增长主要系收到的与收益相关的政府补助增加。

投资建议：我们仍看好公司作为龙头竞争力的持续提升，以及酵母市场长期潜力的开启。根据中报业绩以及公司股权激励计划，我们略调整盈利预测，预计 24-26 年公司收入分别为 149.67/164.93/181.65 亿元（前值为 156.2/175.6/197.6 亿元），同比增长 10%/10%/10%；归母净利润分别为 13.27/14.57/15.76 亿元（前值为 13.5/14.6/15.8 亿元），同比增长 5%/10%/8%，对应 PE 分别为 20X/18X/17X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、消费复苏不及预期、成本持续上涨风险；国内外动销不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,843.30	13,581.13	14,967.28	16,492.65	18,164.78
增长率(%)	20.31	5.74	10.21	10.19	10.14
EBITDA(百万元)	2,630.08	2,788.92	2,549.01	2,738.29	2,880.64
归属母公司净利润(百万元)	1,321.22	1,270.16	1,327.47	1,457.14	1,575.89
增长率(%)	0.97	(3.86)	4.51	9.77	8.15
EPS(元/股)	1.52	1.46	1.53	1.68	1.81
市盈率(P/E)	20.30	21.11	20.20	18.40	17.02
市净率(P/B)	2.90	2.66	2.49	2.33	2.18
市销率(P/S)	2.09	1.97	1.79	1.63	1.48
EV/EBITDA	15.78	12.19	11.11	10.41	9.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/调味发酵品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	868.67
流通 A 股股本(百万股)	865.97
A 股总市值(百万元)	26,815.84
流通 A 股市值(百万元)	26,732.55
每股净资产(元)	11.72
资产负债率(%)	47.77
一年内最高/最低(元)	37.20/27.22

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

张潇倩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003
zhangxiaocqian@tfzq.com

何宇航 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090002
heyuhang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《安琪酵母-季报点评:业绩阶段性承压，海外维持较高增速》 2024-04-23
- 《安琪酵母-年报点评报告:23Q4 主业承压，静待后续改善》 2024-03-23
- 《安琪酵母-季报点评:海外维持较高增速，毛利率环比有改善》 2023-10-29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com