

分析师: 刘冉  
登记编码: S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 境外市场高增, 二季度改善显著

——安琪酵母(600298)2024 年中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(下调)

#### 市场数据(2024-08-16)

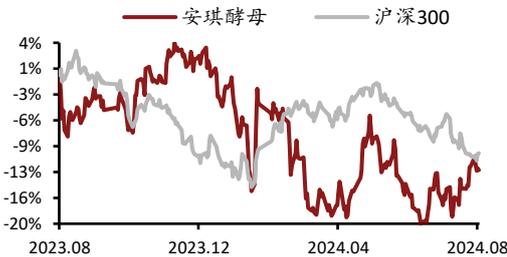
收盘价(元)	30.33
一年内最高/最低(元)	36.73/27.88
沪深 300 指数	3,345.63
市净率(倍)	2.59
流通市值(亿元)	262.65

发布日期: 2024 年 08 月 19 日

#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	11.72
每股经营现金流(元)	-0.10
毛利率(%)	24.28
净资产收益率_摊薄(%)	6.79
资产负债率(%)	47.77
总股本/流通股(万股)	86,866.98/86,597.19
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

- 《安琪酵母(600298)年报点评: 海外市场持续繁荣, 国内市场仍待复苏》 2024-03-21
- 《安琪酵母(600298)年报点评: 盈利触底回升, 提价拉动酵母收入高增》 2023-04-18
- 《安琪酵母(600298)调研简报: 海外市场高速增长, 高端酵母促结构优化》 2023-03-03

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

- **公司发布 2024 年半年报:** 上半年, 公司实现营业总收入 71.75 亿元, 同增 6.87%; 实现扣非归母净利润 5.96 亿元, 同比降 2.47%。其中, 二季度公司实现营收 36.92 亿元, 同增 11.31%; 实现扣非归母净利润为 3.01 亿元, 同增 7.32%。二季度的收入和利润增长均较一季度有所改善。
- **国内市场的销售增长不及 1%。** 上半年国内销售实现收入 43.15 亿元, 同比增 0.89%。其中, 包材业务的收入同比下降 9.04%, 但是考虑到包材业务的收入比重仅有 4%至 5%, 判断上半年国内市场的酵母销售增长有限。根据我们的测算, 国内市场的二季度收入为 22.11 亿元, 相比上年同期的 20.73 亿元增长 6.66%, 二季度国内市场的销售情况较一季度明显改善。
- **国外市场的酵母销售保持高增。** 上半年境外销售实现收入 28.24 亿元, 同比增 17.89%。截至中期境外收入比重升至 39.36%, 同比提升 3.68 个百分点。其中, 埃及工厂的销售额同比增长 13.56%, 达到 5.36 亿元。
- **酵母毛利率上升显著, 包材业务的毛利率下降近半。** 上半年酵母主业的毛利率升至 26.26%, 同比提升 0.75 个百分点, 在国内糖蜜成本下行的促进下, 酵母主业盈利水平回升显著。但是, 包材业务的毛利率同比下降 7.36 个百分点至 7.9%, 盈利下行的主要原因是销售收入减少导致了规模效应减弱。
- **随着海外市场扩张以及资产运营规模扩大, 公司的财务和销售费率均有所上升。** 上半年, 公司的财务和销售费率分别同比增加 0.38 和 0.11 个百分点。由于主要费率上升, 销售净利率下降 0.51 个百分点至 9.88%。
- **投资建议:** 我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 1.57、1.80 和 2.05 元, 参照公司 8 月 16 日收盘价, 对应的市盈率分

别为 19.34 倍、16.84 倍和 14.79 倍。我们调降公司评级为“增持”。

**风险提示：**如糖蜜成本不能持续下行，主业盈利回升将会受限；财务、销售等费率持续升高，将侵蚀公司盈利。下阶段如美国经济走弱，将会影响公司在美业务的发展；经济衰退如波及其它经济体，公司的海外业务将会受到冲击。国内市场的酵母需求恢复较为缓慢。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,843	13,581	15,000	16,929	18,999
增长比率（%）	20.31	5.74	10.45	12.86	12.23
净利润（百万元）	1,321	1,270	1,362	1,565	1,781
增长比率（%）	0.97	-3.86	7.24	14.87	13.81
每股收益(元)	1.52	1.46	1.57	1.80	2.05
市盈率(倍)	19.94	20.74	19.34	16.84	14.79

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,667</b>	<b>8,209</b>	<b>9,053</b>	<b>10,314</b>	<b>11,670</b>
现金	1,291	1,193	1,194	1,590	2,246
应收票据及应收账款	1,583	1,547	1,880	2,041	2,209
其他应收款	25	195	50	38	34
预付账款	233	422	453	498	545
存货	3,007	3,818	4,212	4,760	5,126
其他流动资产	528	1,035	1,265	1,387	1,510
<b>非流动资产</b>	<b>10,266</b>	<b>11,061</b>	<b>11,989</b>	<b>12,614</b>	<b>13,264</b>
长期投资	25	22	22	22	22
固定资产	7,066	8,615	9,128	9,412	9,911
无形资产	610	663	708	753	793
其他非流动资产	2,566	1,761	2,131	2,427	2,538
<b>资产总计</b>	<b>16,933</b>	<b>19,270</b>	<b>21,042</b>	<b>22,928</b>	<b>24,934</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,705</b>	<b>6,237</b>	<b>6,541</b>	<b>7,082</b>	<b>7,702</b>
短期借款	2,515	2,904	3,164	3,384	3,624
应付票据及应付账款	1,923	1,893	2,132	2,328	2,604
其他流动负债	2,267	1,440	1,244	1,370	1,474
<b>非流动负债</b>	<b>620</b>	<b>2,437</b>	<b>2,969</b>	<b>3,268</b>	<b>3,466</b>
长期借款	310	2,020	2,520	2,820	3,020
其他非流动负债	310	417	449	448	446
<b>负债合计</b>	<b>7,325</b>	<b>8,674</b>	<b>9,510</b>	<b>10,350</b>	<b>11,168</b>
少数股东权益	351	522	565	610	657
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2,373	2,440	2,454	2,454	2,454
留存收益	6,671	7,501	8,381	9,382	10,523
归属母公司股东权益	9,257	10,074	10,967	11,969	13,109
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,933</b>	<b>19,270</b>	<b>21,042</b>	<b>22,928</b>	<b>24,934</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,069</b>	<b>1,321</b>	<b>1,816</b>	<b>1,894</b>	<b>2,350</b>
净利润	1,349	1,312	1,404	1,610	1,828
折旧摊销	617	758	652	637	638
财务费用	56	48	178	200	216
投资损失	-6	2	-8	-8	-9
营运资金变动	-1,023	-791	-464	-615	-389
其他经营现金流	76	-9	53	70	65
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,514</b>	<b>-1,725</b>	<b>-1,658</b>	<b>-1,253</b>	<b>-1,276</b>
资本支出	-2,512	-1,706	-1,464	-1,161	-1,245
长期投资	-2	-19	-100	-100	-40
其他投资现金流	0	0	-94	8	9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,411</b>	<b>287</b>	<b>-166</b>	<b>-245</b>	<b>-418</b>
短期借款	480	389	260	220	240
长期借款	-1,158	1,711	500	300	200
普通股增加	36	0	0	0	0
资本公积增加	1,445	67	13	0	0
其他筹资现金流	608	-1,880	-940	-765	-858
<b>现金净增加额</b>	<b>-6</b>	<b>-98</b>	<b>1</b>	<b>396</b>	<b>656</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>12,843</b>	<b>13,581</b>	<b>15,000</b>	<b>16,929</b>	<b>18,999</b>
营业成本	9,658	10,296	11,322	12,777	14,354
营业税金及附加	93	107	122	139	158
营业费用	730	703	768	880	1,007
管理费用	390	459	503	562	627
研发费用	536	603	660	745	836
财务费用	6	16	50	51	46
资产减值损失	-60	-39	-39	-36	-32
其他收益	234	136	120	169	228
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	-2	8	8	9
资产处置收益	1	52	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,581</b>	<b>1,509</b>	<b>1,628</b>	<b>1,879</b>	<b>2,138</b>
营业外收入	18	27	24	22	20
营业外支出	4	9	13	18	15
<b>利润总额</b>	<b>1,595</b>	<b>1,526</b>	<b>1,639</b>	<b>1,883</b>	<b>2,143</b>
所得税	246	215	234	273	315
<b>净利润</b>	<b>1,349</b>	<b>1,312</b>	<b>1,404</b>	<b>1,610</b>	<b>1,828</b>
少数股东损益	28	42	42	45	48
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,321</b>	<b>1,270</b>	<b>1,362</b>	<b>1,565</b>	<b>1,781</b>
EBITDA	2,203	2,243	2,340	2,571	2,828
EPS (元)	1.52	1.46	1.57	1.80	2.05

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	20.31	5.74	10.45	12.86	12.23
营业利润 (%)	5.46	-4.57	7.87	15.43	13.82
归属母公司净利润 (%)	0.97	-3.86	7.24	14.87	13.81
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.80	24.19	24.52	24.53	24.45
净利率 (%)	10.29	9.35	9.08	9.24	9.37
ROE (%)	14.27	12.61	12.42	13.07	13.58
ROIC (%)	9.65	7.96	8.31	8.71	9.07
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	43.26	45.01	45.20	45.14	44.79
净负债比率 (%)	76.23	81.86	82.47	82.29	81.12
流动比率	0.99	1.32	1.38	1.46	1.52
速动比率	0.46	0.51	0.51	0.56	0.62
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.75	0.74	0.77	0.79
应收账款周转率	9.49	8.68	8.76	8.64	8.94
应付账款周转率	6.26	5.97	6.35	6.48	6.57
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	1.46	1.57	1.80	2.05
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.23	1.52	2.09	2.18	2.70
每股净资产 (最新摊薄)	10.66	11.60	12.63	13.78	15.09
<b>估值比率</b>					
P/E	19.94	20.74	19.34	16.84	14.79
P/B	2.85	2.62	2.40	2.20	2.01
EV/EBITDA	19.20	15.52	13.26	12.12	10.94

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。