

# 安琪酵母 (600298.SH)

## 公司快报

食品饮料 | 其他食品III

投资评级

**买入-B(首次)**

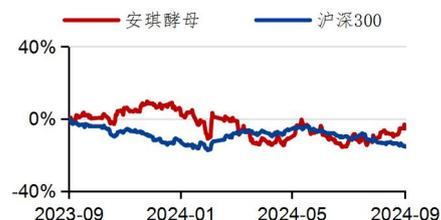
股价(2024-09-04)

31.21 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	27,111.18
流通市值 (百万元)	27,026.98
总股本 (百万股)	868.67
流通股本 (百万股)	865.97
12 个月价格区间	36.21/28.04

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.74	9.89	9.88
绝对收益	5.83	0.52	-4.35

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

### 相关报告

## 经营边际改善, 看好全年表现

◆ **事件: 公司发布 2024 年半年度报告。**2024H1 公司实现营业收入 71.75 亿元, 同比增长 6.86%, 实现归母净利润 6.91 亿元, 同比增长 3.21%, 实现扣非后归母净利润 5.96 亿元, 同比增长-2.50%;

2024Q2 公司实现营业收入 36.92 亿元, 同比增长 11.30%, 实现归母净利润 3.72 亿元, 同比增长 17.26%, 实现扣非后归母净利润 3.01 亿元, 同比增长 7.32%。

◆ **收入分析: 国内增速环比提升, 海外延续高增态势。**上半年公司实现营收 71.75 亿元, 同比+6.86% (其中 Q1: +2.52%, Q2: +11.30%), Q2 增长环比提速, 主要得益于公司多措并举拓展新市场以及海外业务维持较高增速。分产品来看, 2024Q2 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他营收 26.70/1.90/0.95/7.10 亿元, 同比+12.24%/-40.07%/-17.05%/+46.42%, 酵母主业环比提速, 预计 YE、微生物营养等维持良好增势, 贸易糖业务持续剥离。公司不断推进渠道和新产品开发, 助推各业务单元主导产品销量稳定增长, 1) 渠道方面, 烘焙面食采取“一厂一策”应对竞争, 推进产品组合应用, YE 食品调味开展细分行业推广, 微生物营养加强工业大用户开发维护, 动物营养推进大用户二次开发, 酿造及生物能源加大开发农村酿酒市场, 植物营养推行渠道扁平化策略; 2) 新产品方面, 完成开发并上市耐冷冻干酵母、满易先系列、酵母培养物 GT120、GT130 等产品, 同时持续加大高核酸、酵母蛋白等新产品应用推广力度。分区域来看, 2024Q2 国内/国外营收 22.11/14.54 亿元, 同比+6.6%/+19.0%, 国内增速环比 Q1 明显修复, 海外维持较高增长, 主要得益于公司灵活调整市场政策, 加快注册海外营销子公司, 聘用本土化销售人员, 发挥当地优势资源, 助推销售持续增长。

◆ **利润分析: 费用率稳中略升, 净利率同比改善。**2024Q2 公司毛利率为 23.92%, 同比+0.28pct, 预计主要得益于原材料成本的有效管控, 公司将持续优化大宗原料价格预判机制, 建立供应商战略合作, 同时扩大水解糖等非糖蜜原材料的使用, 以加强成本管理。费用端, Q2 期间费用率同比提升 0.29pct 至 12.57%, 其中销售/管理/财务费用率为 5.49%/3.13%/-0.14%, 同比+0.56pct/-0.33pct/+0.63pct, 销售、财务费用率提升明显, 主要源于销售人员薪酬和利息费用增加。得益于政府补助增加, Q2 其他收益/营收同比提升 1.36pct, 带动净利率同比提升 0.36pct 至 10.26%。

◆ **未来展望: 收入向好成本改善, 业绩弹性有望逐步释放。**Q2 国内动销环比改善, 下半年有望维持较好增长, 海外市场延续高增态势, 随着埃及、俄罗斯新增产能逐步投产, 海外市占率有望进一步提升; 利润端, 糖蜜等原材料价格逐步回落, 预计公司采购端压力将有所缓解, 新增折旧及海运波动短期或影响利润释放, 但随着新产能陆续投产、产能利用率提升, 公司盈利能力有望逐步改善。中长期来看, 酵母行业稳步增长, 公司作为龙头有望凭借技术、规模等优势持续实现全球扩张。

◆ **投资建议: 公司为国内酵母龙头、市场竞争力强劲, 短期国内有望随需求复苏实现逐步改善, 海外加速扩张、市场渗透率预计将持续提升, 叠加糖蜜等原材料成本相对可控、产能利用率逐步提升, 利润端整体趋势向好; 中长期来看, 酵母行业稳步增长, 公司作为龙头有望凭借技术、规模等优势持续实现全球扩张。预计 2024-20**



26年公司营业收入分别为149.65/165.41/182.25亿元，同比增长10.2%/10.5%/10.2%，归母净利润13.50/15.49/17.38亿元，同比增长6.3%/14.7%/12.2%，对应EPS分别为1.55/1.78/2.00元，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：** 市场需求变化，原材料成本上涨，海外拓展不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,843	13,581	14,965	16,541	18,225
YoY(%)	20.3	5.7	10.2	10.5	10.2
归母净利润(百万元)	1,321	1,270	1,350	1,549	1,738
YoY(%)	1.0	-3.9	6.3	14.7	12.2
毛利率(%)	24.8	24.2	25.0	25.4	25.4
EPS(摊薄/元)	1.52	1.46	1.55	1.78	2.00
ROE(%)	14.0	12.4	12.0	12.5	12.7
P/E(倍)	20.5	21.3	20.1	17.5	15.6
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0
净利率(%)	10.3	9.4	9.0	9.4	9.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

预计 2024-2026 年公司收入同比增长 **10.19%/10.53%/10.18%**，毛利率为 **25.03%/25.39%/25.43%**：

- (1) **酵母及深加工产品**：公司为国内酵母龙头，传统酵母占据绝对份额优势，有望随行业稳步增长，YE 等新兴衍生品预计将受益于下游健康化趋势呈现较好势头，同时公司积极加强海外业务布局，随着新产能逐步投产、渠道拓展加速等，公司海外市占率有望持续提升，预计 2024-2026 年公司酵母及深加工产品收入增速为 12.5%/10.0%/8.0%，毛利率为 30.68%/30.8%/30.9%。
- (2) **制糖产品**：考虑到公司将逐步剥离贸易糖业务，预计 2024-2026 年制糖产品收入增速为 -20%/-10%/0%，毛利率为 1.2%/1.2%/1.2%。
- (3) **包装类产品**：上半年有所承压，后续有望迎来改善，预计 2024-2026 年收入增速为 -8.8%/5.0%/5.0%，毛利率为 6.0%/6.1%/6.2%。
- (4) **其他产品**：主要包含食品配料、食品添加剂、调味品等，预计维持较好增势，2024-2026 年其他产品收入增速为 30%/25%/23%，毛利率为 16.9%/17.1%/17.3%。

表 1：公司业务拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>酵母及深加工产品</b>					
营业收入(亿元)	90.20	95.05	106.95	117.65	127.06
yoy%	12.98%	5.38%	12.52%	10.00%	8.00%
毛利率	31.67%	30.65%	30.68%	30.80%	30.90%
<b>制糖产品</b>					
营业收入(亿元)	17.66	17.11	13.69	12.32	12.32
yoy%	68.09%	-3.15%	-20.00%	-10.00%	0.00%
毛利率	0.16%	1.23%	1.20%	1.20%	1.20%
<b>包装类产品</b>					
营业收入(亿元)	4.78	4.21	3.84	4.07	4.36
yoy%	13.92%	-11.88%	-8.80%	5.00%	5.00%
毛利率	10.08%	6.12%	6.00%	6.10%	6.20%
<b>其他产品</b>					
营业收入(亿元)	15.27	19.10	24.83	31.04	38.18
yoy%	32.53%	25.10%	30%	25%	23%
毛利率	16.99%	16.73%	16.90%	17.10%	17.30%
<b>主营业务</b>					
主营业务收入(亿元)	127.91	135.47	149.31	165.08	181.91
yoy%	20.60%	5.91%	10.22%	10.56%	10.20%
毛利率	24.76%	24.21%	25.05%	25.41%	25.44%
<b>其他业务</b>					
其他营业收入(亿元)	0.52	0.34	0.34	0.34	0.34
yoy%	-24.28%	-34.82%	0%	0%	0%
毛利率	35.24%	16.92%	17.00%	17.00%	17.00%

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
公司整体					
营业收入（亿元）	128.43	135.81	149.65	165.41	182.25
yoy%	20.31%	5.74%	10.19%	10.53%	10.18%
综合毛利率	24.80%	24.19%	25.03%	25.39%	25.43%

资料来源: wind, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品的开发、生产和经营，由于 A 股无其他酵母类公司，为便于对比分析，我们选取业务领域、行业地位相似的上市公司海天味业、恒顺醋业、中炬高新作为可比公司，估值对比来看，目前公司估值处于相对低位。公司为国内酵母龙头、市场竞争力强劲，短期国内有望随需求复苏实现逐步改善，海外加速扩张、市场渗透率预计将持续提升，叠加糖蜜等原材料成本相对可控、产能利用率逐步提升，利润端整体趋势向好；中长期来看，酵母行业稳步增长，公司作为龙头有望凭借技术、规模等优势实现持续扩张。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	TTM	2024E	2025E	2026E
603288	海天味业	1969.01	56.27	62.41	69.18	76.69	32.91	31.55	28.46	25.67
600872	中炬高新	132.36	16.97	7.57	9.52	11.66	3.79	17.49	13.90	11.35
600305	恒顺醋业	77.74	0.87	1.51	1.82	2.13	136.24	51.50	42.63	36.43
平均		-	24.70	23.83	26.84	30.16	57.65	33.51	28.33	24.48
600298	安琪酵母	271.11	12.70	13.50	15.49	17.38	20.97	20.08	17.50	15.60

资料来源: wind, 华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2024 年 9 月 4 日）

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6667	8209	10729	12454	12887	<b>营业收入</b>	12843	13581	14965	16541	18225
现金	1291	1193	3825	4228	4658	营业成本	9658	10296	11219	12342	13591
应收票据及应收账款	1583	1547	1902	1910	2290	营业税金及附加	93	107	120	132	146
预付账款	233	422	300	498	381	营业费用	730	703	808	893	984
存货	3007	3818	3619	4562	4447	管理费用	390	459	539	595	638
其他流动资产	553	1230	1083	1256	1110	研发费用	536	603	688	761	838
<b>非流动资产</b>	10263	11061	11381	11729	12061	财务费用	6	16	69	55	13
长期投资	25	22	18	13	9	资产减值损失	-91	-75	-78	-88	-105
固定资产	7066	8615	8923	9235	9520	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	610	663	712	771	829	投资净收益	6	-2	-2	-1	-1
其他非流动资产	2562	1761	1728	1710	1703	<b>营业利润</b>	1581	1509	1592	1826	2065
<b>资产总计</b>	16930	19270	22110	24183	24948	营业外收入	18	27	21	23	22
<b>流动负债</b>	6705	6237	8486	9779	9582	营业外支出	4	9	9	8	7
短期借款	2515	2904	4820	6010	5329	<b>利润总额</b>	1595	1526	1605	1842	2080
应付票据及应付账款	1923	1893	2265	2309	2728	所得税	246	215	221	258	298
其他流动负债	2267	1440	1401	1460	1526	<b>税后利润</b>	1349	1312	1384	1583	1782
<b>非流动负债</b>	<b>616</b>	<b>2437</b>	<b>2078</b>	<b>1708</b>	<b>1322</b>	少数股东损益	28	42	34	34	44
长期借款	310	2020	1661	1291	905	<b>归属母公司净利润</b>	1321	1270	1350	1549	1738
其他非流动负债	306	417	417	417	417	EBITDA	2329	2540	2554	2907	3224
<b>负债合计</b>	7321	8674	10564	11487	10904						
少数股东权益	351	522	556	590	634	<b>主要财务比率</b>					
股本	869	869	869	869	869	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2373	2440	2440	2440	2440	<b>成长能力</b>					
留存收益	6671	7501	8440	9504	10698	营业收入(%)	20.3	5.7	10.2	10.5	10.2
归属母公司股东权益	9257	10074	10990	12106	13410	营业利润(%)	5.5	-4.6	5.5	14.7	13.1
<b>负债和股东权益</b>	16930	19270	22110	24183	24948	归属于母公司净利润(%)	1.0	-3.9	6.3	14.7	12.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	24.8	24.2	25.0	25.4	25.4
						净利率(%)	10.3	9.4	9.0	9.4	9.5
						ROE(%)	14.0	12.4	12.0	12.5	12.7
						ROIC(%)	10.6	9.8	8.6	8.9	9.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	43.2	45.0	47.8	47.5	43.7
						流动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
						速动比率	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	9.5	8.7	8.7	8.7	8.7
						应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
						<b>估值比率</b>					
						P/E	20.5	21.3	20.1	17.5	15.6
						P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0
						EV/EBITDA	13.2	12.7	12.2	10.8	9.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)