

安琪酵母 (600298.SH) 国内需求恢复, 盈利能力改善

2024 年 08 月 08 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

方勇 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790520100003

日期	2024/8/7
当前股价(元)	29.61
一年最高最低(元)	37.20/27.22
总市值(亿元)	257.21
流通市值(亿元)	256.41
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.66
近 3 个月换手率(%)	55.5

● 收入、利润双双改善, 维持“买入”评级

2024H1 公司营业总收入 71.75 亿元, 同比+6.86%; 扣非前后归母净利润 6.91、5.96 亿元, 同比+3.21%、-2.50%。2024Q2 营收 36.92 亿元, 同比+11.30%, 扣非前后归母净利润 3.72、3.01 亿元, 同比+17.26%、+7.32%。因为 2024Q2 国内收入改善, 上调 2024-2026 年归母净利润预测至 14.04/17.50/22.06 亿元 (前值 13.66/17.07/21.57 亿元), 对应 2024-2026 年 EPS 1.62/2.01/2.54 元, 当前股价对应 2024-2026 年 18.3/14.7/11.7 倍 PE, 成本拐点、估值低点, 维持“买入”评级。

● 国内营收波动中恢复, 国际营收维持快速增长

分业务看, 2024Q2 酵母、制糖、包装、其他业务营收同比+12.2%、-40.1%、-17.1%、46.4%, 其中酵母主业连续两个季度增速回升, 呈现恢复态势, 制糖业务增速下降主因高基数及糖价下降影响。分区域看, 国内、国际市场营收同比+6.6%、+19.0%, 国内营收增速在波动中恢复, 连续两个季度改善, 预计促销积极提振二季度销售; 国际市场营收增速仍保持较快增长, 势头依然良好。

● 盈利能力同比恢复

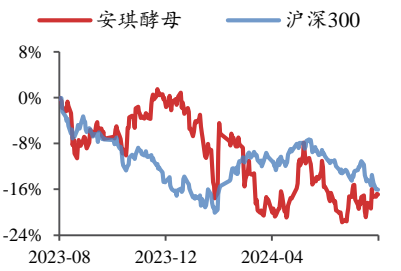
2024Q2 归母净利率同比+0.54pct。其中公司毛利率同比+0.28pct, 预计糖蜜成本下降、效率提升抵消产品价格下降、国际业务占比上升等因素影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.56、-0.33、-0.57、+0.63pct, 其中销售人员薪酬增长、利息费用增长影响销售和财务费用率, 其他收益/收入增厚 1.36pct, 主因政府补助增加所致。

● 中长期稳健成长仍可期

2024Q1 开局略有压力, 2024Q2 在国内需求恢复带动下收入增速改善。我们认为全年糖蜜成本预计双位数下降, 印度等国际糖蜜价格受地缘政治影响或维持高位, 公司成本优势仍明显, 价格战压力或趋缓。随着 6 月底公司股权激励落地, 公司与员工利益理顺, 绑定加深, 确定性增强。

● 风险提示: 汇率波动风险、降价风险、国际需求下降风险。

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《股权激励落地, 员工绑定加深、收入确定性增强—公司信息更新报告》-2024.6.4

《国际市场较快增长, 关注国内需求拐点—公司信息更新报告》-2024.4.23

《需求仍待恢复, 成本有望下降—公司信息更新报告》-2024.3.25

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,843	13,581	14,812	16,284	18,469
YOY(%)	20.3	5.7	9.1	9.9	13.4
归母净利润(百万元)	1,321	1,270	1,404	1,750	2,206
YOY(%)	1.0	-3.9	10.5	24.7	26.1
毛利率(%)	24.8	24.2	25.7	27.7	29.3
净利率(%)	10.3	9.4	9.5	10.7	11.9
ROE(%)	14.0	12.4	12.6	14.1	15.7
EPS(摊薄/元)	1.52	1.46	1.62	2.01	2.54
P/E(倍)	19.5	20.3	18.3	14.7	11.7
P/B(倍)	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6667	8209	11901	13309	15648
现金	1291	1193	3431	3967	4389
应收票据及应收账款	1583	1547	1714	1953	2159
其他应收款	25	195	0	160	0
预付账款	233	422	225	521	305
存货	3007	3818	5750	5799	7950
其他流动资产	528	1035	781	908	845
<b>非流动资产</b>	10263	11061	11255	11396	11913
长期投资	25	22	31	34	41
固定资产	7066	8615	9005	9261	9755
无形资产	610	663	712	771	829
其他非流动资产	2562	1761	1507	1330	1288
<b>资产总计</b>	16930	19270	23157	24705	27561
<b>流动负债</b>	6705	6237	9621	10239	11767
短期借款	2515	2904	6148	6686	7732
应付票据及应付账款	1923	1893	2080	2229	2518
其他流动负债	2267	1440	1393	1324	1516
<b>非流动负债</b>	616	2437	1989	1634	1266
长期借款	310	2020	1628	1245	891
其他非流动负债	306	417	361	389	375
<b>负债合计</b>	7321	8674	11611	11873	13033
少数股东权益	351	522	568	626	698
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2373	2440	2440	2440	2440
留存收益	6671	7501	8412	9618	11152
<b>归属母公司股东权益</b>	9257	10074	10978	12206	13830
<b>负债和股东权益</b>	16930	19270	23157	24705	27561

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1069	1321	1343	2262	2233
净利润	1349	1312	1450	1807	2278
折旧摊销	600	740	835	937	1056
财务费用	6	16	265	325	347
投资损失	-6	2	-2	-2	-1
营运资金变动	-1118	-855	-1221	-797	-1451
其他经营现金流	238	106	17	-8	4
<b>投资活动现金流</b>	-2514	-1725	-1032	-1074	-1572
资本支出	2536	1707	122	170	494
长期投资	0	-14	-9	-4	-6
其他投资现金流	22	-32	-920	-908	-1084
<b>筹资活动现金流</b>	1411	287	-1511	-1093	-1334
短期借款	480	389	-194	97	-49
长期借款	-1158	1711	-392	-383	-354
普通股增加	36	0	0	0	0
资本公积增加	1445	67	0	0	0
其他筹资现金流	608	-1880	-924	-807	-931
<b>现金净增加额</b>	-6	-98	-1200	95	-673

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	12843	13581	14812	16284	18469
营业成本	9658	10296	11003	11780	13062
营业税金及附加	93	107	113	126	142
营业费用	730	703	749	823	1016
管理费用	390	459	519	533	517
研发费用	536	603	652	716	813
财务费用	6	16	265	325	347
资产减值损失	-60	-39	-52	-54	-18
其他收益	234	136	100	50	50
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	6	-2	2	2	1
资产处置收益	1	52	0	0	0
<b>营业利润</b>	1581	1509	1665	2085	2643
营业外收入	18	27	23	25	24
营业外支出	4	9	7	8	7
<b>利润总额</b>	1595	1526	1681	2102	2659
所得税	246	215	231	295	381
<b>净利润</b>	1349	1312	1450	1807	2278
少数股东损益	28	42	46	57	72
<b>归属母公司净利润</b>	1321	1270	1404	1750	2206
EBITDA	2329	2540	2780	3364	4062
EPS(元)	1.52	1.46	1.62	2.01	2.54

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.3	5.7	9.1	9.9	13.4
营业利润(%)	5.5	-4.6	10.3	25.3	26.7
归属于母公司净利润(%)	1.0	-3.9	10.5	24.7	26.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.8	24.2	25.7	27.7	29.3
净利率(%)	10.3	9.4	9.5	10.7	11.9
ROE(%)	14.0	12.4	12.6	14.1	15.7
ROIC(%)	10.6	9.8	8.6	10.0	11.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.2	45.0	50.1	48.1	47.3
净负债比率(%)	33.2	43.1	43.5	36.5	34.0
流动比率	1.0	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
<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	9.1	8.9	9.0
应付账款周转率	5.7	5.4	5.5	5.5	5.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.52	1.46	1.62	2.01	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.52	1.55	2.60	2.57
每股净资产(最新摊薄)	10.66	11.60	12.64	14.05	15.92
<b>估值比率</b>					
P/E	19.5	20.3	18.3	14.7	11.7
P/B	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.6	12.1	11.3	9.2	7.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn