

➤ **事件：**公司发布 2024 年中报，24H1 实现营收 71.75 亿元，同比+6.86%；归母净利润 6.91 亿元，同比+3.21%；扣非净利润 5.96 亿元，同比-2.50%。单季度看，24Q2 实现营收 36.92 亿元，同比+11.31%；归母净利润 3.72 亿元，同比+17.65%；扣非净利润 3.01 亿元，同比+7.32%。

➤ **24Q2 国内需求改善，海外延续增势。**收入端，24Q1/24Q2 分别实现营收 33.17/36.92 亿元，同比+8.45%/11.31%，二季度营收增长提速。**分产品看**，24Q2 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/其他产品收入分别 26.70/1.90/0.95/7.10 亿元，同比+12.24%/-40.07%/-17.05%/+46.42%，预计 YE 延续增势，小包装低基数下表现亮眼，制糖业务持续剥离。**分区域看**，24Q2 国内/国外收入分别 22.11/14.54 亿元，同比+6.64%/19.01%亿元，海外需求持续旺盛，国内增速环比改善（24Q1 国内同比-4.52%），预计主要系公司应对国内竞对降价，采取相应销售策略，升级新菌种、推出新产品、灵活价格政策以及行业推广和渠道下沉等。截至 24Q2 国内经销商 17549 家，较 24Q1 末净增 270 家；国外经销商 5688 家，较 24Q1 末净增 155 家。**分渠道看**，24Q2 线下/线上渠道收入分别 24.70/11.95 亿元，同比+13.04%/7.65%。

➤ **成本下行，24Q2 毛利率同比改善。**24H1/24Q2 毛利率分别 24.28%/23.92%，同比-0.25/+0.28pcts，Q2 毛利率同比提升预计主要系：1) 成本端国内糖蜜价格下降，海外糖蜜价格低位；2) 毛利率偏高的小包装产品增速较快。24Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 5.49%/3.13%/4.09%/-0.14%，同比+0.56/-0.33/-0.57/+0.63pcts。政府补助增加下（24Q2 其他收益同比+0.6 亿元）24Q2 实现归母净利率 10.08%，同比+0.54pcts；扣非净利率 8.16%，同比-0.30pcts。

➤ **投资建议：**公司作为国内酵母龙头，主业维持稳健成长，多元产品贡献营收增量，目前国内糖蜜价格逐月下降、海外糖蜜价格低位，成本压力有望逐步释放，新产能投产后海外业务盈利能力有望提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 151.7/168.3/183.3 亿元，同比+11.7%/10.9%/8.9%；归母净利润分别为 14.1/15.6/17.2 亿元，同比+11.2%/10.5%/10.5%，当前股价对应 PE 分别为 19/17/15X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；汇率波动风险。

推荐

维持评级

当前价格：

30.48 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1.安琪酵母 (600298.SH) 2022 年三季度报点评：原材料价格仍处高位，海外发力收入延续增长-2022/10/26

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,581	15,170	16,831	18,332
增长率 (%)	5.7	11.7	10.9	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,270	1,412	1,561	1,724
增长率 (%)	-3.9	11.2	10.5	10.5
每股收益 (元)	1.46	1.63	1.80	1.98
PE	21	19	17	15
PB	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 8 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,581	15,170	16,831	18,332
营业成本	10,296	11,328	12,520	13,584
营业税金及附加	107	118	130	142
销售费用	703	812	900	1,008
管理费用	459	516	572	623
研发费用	603	637	707	770
EBIT	1,485	1,912	2,101	2,315
财务费用	16	194	202	194
资产减值损失	-39	-42	-47	-51
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	1,509	1,676	1,852	2,069
营业外收支	18	0	0	0
利润总额	1,526	1,676	1,852	2,069
所得税	215	235	259	310
净利润	1,312	1,441	1,593	1,759
归属于母公司净利润	1,270	1,412	1,561	1,724
EBITDA	2,243	2,690	2,897	3,112

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,193	1,112	1,797	2,648
应收账款及票据	1,547	1,896	2,104	2,292
预付款项	422	487	538	584
存货	3,818	4,205	4,648	5,043
其他流动资产	1,230	1,428	1,485	1,536
流动资产合计	8,209	9,129	10,572	12,102
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	8,615	8,815	8,815	8,815
无形资产	663	663	663	663
非流动资产合计	11,061	11,275	11,277	11,276
资产合计	19,270	20,404	21,849	23,378
短期借款	2,904	3,139	3,139	3,139
应付账款及票据	1,893	1,919	2,122	2,302
其他流动负债	1,440	1,111	1,208	1,295
流动负债合计	6,237	6,170	6,469	6,736
长期借款	2,020	2,523	2,523	2,523
其他长期负债	417	451	451	451
非流动负债合计	2,437	2,973	2,973	2,973
负债合计	8,674	9,143	9,442	9,710
股本	869	869	869	869
少数股东权益	522	551	583	618
股东权益合计	10,596	11,261	12,407	13,669
负债和股东权益合计	19,270	20,404	21,849	23,378

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.74	11.70	10.95	8.92
EBIT 增长率	-6.41	28.78	9.91	10.15
净利润增长率	-3.86	11.19	10.51	10.45
盈利能力 (%)				
毛利率	24.19	25.33	25.61	25.90
净利润率	9.35	9.31	9.27	9.40
总资产收益率 ROA	6.59	6.92	7.14	7.37
净资产收益率 ROE	12.61	13.19	13.20	13.21
偿债能力				
流动比率	1.32	1.48	1.63	1.80
速动比率	0.47	0.52	0.64	0.77
现金比率	0.19	0.18	0.28	0.39
资产负债率 (%)	45.01	44.81	43.22	41.53
经营效率				
应收账款周转天数	41.48	40.85	42.78	43.16
存货周转天数	119.32	127.49	127.28	128.42
总资产周转率	0.75	0.76	0.80	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.63	1.80	1.98
每股净资产	11.60	12.33	13.61	15.02
每股经营现金流	1.52	1.75	2.47	2.72
每股股利	0.50	0.55	0.61	0.67
估值分析				
PE	21	19	17	15
PB	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	14.47	12.07	11.21	10.43
股息收益率 (%)	1.64	1.80	1.99	2.20

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,312	1,441	1,593	1,759
折旧和摊销	758	778	796	797
营运资金变动	-791	-939	-506	-463
经营活动现金流	1,321	1,519	2,145	2,360
资本开支	-1,706	-960	-780	-777
投资	-19	0	0	0
投资活动现金流	-1,725	-1,065	-780	-777
股权募资	177	0	0	0
债务募资	884	427	0	0
筹资活动现金流	287	-564	-711	-761
现金净流量	-98	-80	684	851

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026