

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

安琪酵母 (600298)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080005
联系电话: 13806086406
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

程远 行业分析师
执业编号: S150051910002
联系电话: 18601277343
邮箱: chengyuan1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 金隅大厦 B 座
邮编: 100031

利润表现优，需求正恢复

2024 年 8 月 8 日

事件：安琪酵母公布 2024 年半年报。24H1 公司实现营业收入 71.75 亿元，同比+6.86%；归母净利润 6.91 亿元，同比+3.21%；实现扣非归母净利润 5.96 亿元，同比-2.50%。其中，24Q2 公司实现营业收入 36.92 亿元，同比+11.30%；归母净利润 3.72 亿元，同比+17.26%；实现扣非归母净利润 3.01 亿元，同比+7.32%。

点评：

- **国内外增速提升，酵母主业拉动收入增长。**分产品看，24Q2 酵母及深加工产品、制糖产品、包装类和其他分别实现营收 26.70 亿元、1.90 亿元、9500 万元和 7.10 亿元，同比分别+12.24%、-40.07%、-17.05%和+46.42%。在制糖产品收入逐步下降的背景下，酵母主业和其他产品拉动公司收入增长。分区域看，24Q2 公司国内和国外分别录得营收 22.11 亿元和 14.54 亿元，同比分别+6.6%和+19.0%，国内收入在公司产品降价后同环比均开始增长，而海外收入则同比持续高增。分销售渠道看，24Q2 公司线下收入和线上收入分别实现 24.70 亿元和 11.95 亿元，同比分别+13.0%和+7.6%。
- **毛利率略有提升，非经损益主要来源于政府补助。**毛利端看，公司 24Q2 达 23.92%，同比提升 0.27pct，糖蜜成本逐月下降为毛利率提升带来空间。Q2 费用端相对稳定，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 5.49%、3.13%、4.09%和-0.14%，同比分别+0.56pct、-0.33pct、-0.57pct 和+0.63pct。其他收益/收入同比提升 1.36pct，主要是 Q2 政府补助的增加。Q2 公司净利润率达 10.26%，同比+0.36pct，推动 Q2 归母净利润增速快于收入增速。
- **努力提升供销水平，持续激发员工动能。**销售端看，Q2 公司通过对国内产品降价的方式推动产品销售，烘焙面食采用一厂一策，YE 开展细分行业推广，同时国际业务端灵活调整市场策略，把握市场高增红利。供给端看，公司上半年发酵总产量达 20.4 万吨，同比+11.5%。同时，公司积极推进德宏和普洱酵母抽提物项目、埃及酵母制品扩建项目、宜昌高新区公司 15 万吨粮食仓储及配套设施项目建设，为公司长远发展奠定基础。24 年 6 月，公司公布新一轮股权激励计划草案，以科学目标激发员工能动性。
- **盈利预测与投资评级：关注国内需求恢复及成本下降，把握低估值机遇。**上半年国内需求端恢复相对较慢，受宏观因素影响较大，而海外市场表现亮眼。下半年需继续关注国内需求端的恢复进展，同时需关注糖蜜成本的下降情况和汇率及海运费用的波动。当前，公司估值处于历史低位水平，基本面风险已较为充分定价。考虑到公司产品的市场空间和产品及生物技术的可拓展性，我们认为低估值机会值得重

视。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.58/1.85/2.20 元，分别对应 2024-2026 年 19X/16X/13X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，扩产不及预期**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12,843	13,581	14,943	16,652	18,549
增长率 YoY %	20.3%	5.7%	10.0%	11.4%	11.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,321	1,270	1,370	1,604	1,911
增长率 YoY%	1.0%	-3.9%	7.8%	17.1%	19.1%
毛利率%	24.8%	24.2%	24.6%	24.7%	25.3%
净资产收益率 ROE%	14.3%	12.6%	12.4%	13.3%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.47	1.58	1.85	2.20
市盈率 P/E(倍)	28.80	23.93	18.78	16.03	13.46
市净率 P/B(倍)	4.24	3.03	2.34	2.13	1.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 7 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,667	8,209	7,639	7,975	8,452	
货币资金	1,291	1,193	256	33	-149	
应收票据	0	0	0	5	5	
应收账款	1,583	1,547	1,628	1,632	1,718	
预付账款	233	422	282	313	346	
存货	3,007	3,818	4,280	4,769	5,275	
其他	553	1,230	1,193	1,224	1,257	
非流动资产	10,266	11,061	12,481	13,625	14,649	
长期股权投资	25	22	22	22	22	
固定资产(合计)	7,066	8,615	10,158	11,123	11,966	
无形资产	610	663	803	893	983	
其他	2,566	1,761	1,497	1,587	1,677	
资产总计	16,933	19,270	20,119	21,600	23,101	
流动负债	6,705	6,237	6,093	6,422	6,533	
短期借款	2,515	2,904	2,722	2,759	2,570	
应付票据	154	215	185	189	190	
应付账款	1,769	1,679	1,728	1,923	2,126	
其他	2,267	1,440	1,458	1,551	1,647	
非流动负债	620	2,437	2,437	2,437	2,437	
长期借款	310	2,020	2,020	2,020	2,020	
其他	310	417	417	417	417	
负债合计	7,325	8,674	8,529	8,859	8,969	
少数股东权益	351	522	579	646	726	
归属母公司股东权益	9,257	10,074	11,010	12,095	13,406	
负债和股东权益	16,933	19,270	20,119	21,600	23,101	
重要财务指标 单位:百万元						
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,843	13,581	14,943	16,652	18,549	
同比(%)	20.3%	5.7%	10.0%	11.4%	11.4%	
归属母公司净利润	1,321	1,270	1,370	1,604	1,911	
同比	1.0%	-3.9%	7.8%	17.1%	19.1%	
毛利率(%)	24.8%	24.2%	24.6%	24.7%	25.3%	
ROE%	14.3%	12.6%	12.4%	13.3%	14.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.47	1.58	1.85	2.20	
P/E	28.80	23.93	18.78	16.03	13.46	
P/B	4.24	3.03	2.34	2.13	1.92	
EV/EBITDA	19.20	15.52	11.71	10.14	8.76	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,843	13,581	14,943	16,652	18,549	
营业成本	9,658	10,296	11,264	12,537	13,856	
营业税金及附加	93	107	120	133	148	
销售费用	730	703	807	849	927	
管理费用	390	459	493	550	612	
研发费用	536	603	647	736	816	
财务费用	6	16	85	123	123	
减值损失合计	-60	-39	-40	-40	-40	
投资净收益	6	-2	1	2	2	
其他	204	153	169	256	287	
营业利润	1,581	1,509	1,659	1,943	2,314	
营业外收支	14	18	0	0	0	
利润总额	1,595	1,526	1,659	1,943	2,314	
所得税	246	215	232	272	324	
净利润	1,349	1,312	1,427	1,671	1,990	
少数股东损益	28	42	57	67	80	
归属母公司净利润	1,321	1,270	1,370	1,604	1,911	
EBITDA	2,203	2,243	2,623	3,055	3,534	
EPS(当年)(元)	1.57	1.47	1.58	1.85	2.20	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,069	1,321	2,170	2,594	2,940	
净利润	1,349	1,312	1,427	1,671	1,990	
折旧摊销	617	758	937	1,056	1,176	
财务费用	56	48	137	136	134	
投资损失	-6	2	-1	-2	-2	
营运资金变动	-1,023	-791	-379	-317	-409	
其它	76	-9	50	50	50	
投资活动现金流	-2,514	-1,725	-2,355	-2,198	-2,198	
资本支出	-2,512	-1,706	-2,350	-2,200	-2,200	
长期投资	-2	-19	0	0	0	
其他	0	0	-5	2	2	
筹资活动现金流	1,411	287	-752	-619	-923	
吸收投资	1,408	177	7	0	0	
借款	-678	2,100	-182	37	-189	
支付利息或股息	-570	-580	-577	-656	-734	
现金流净增加额	-6	-98	-937	-224	-181	

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。