

## 海外国内环比提速

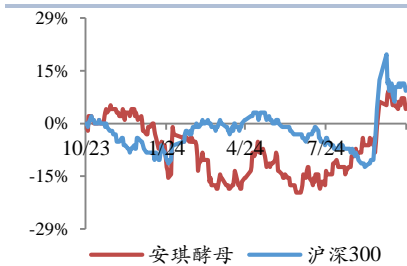
——安琪酵母 24Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-31

收盘价 (元)	35.83
近 12 个月最高/最低 (元)	40.00/27.22
总股本 (百万股)	869
流通股本 (百万股)	854
流通股比例 (%)	98.37
总市值 (亿元)	311
流通市值 (亿元)	306

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

### 相关报告

1. 海外业务持续向上 2024-08-08
2. 国内需求环比改善 2024-04-20
3. 争规模保利润新阶段 2024-03-19

### 主要观点：

#### ● 公司发布 24 年三季报：

- Q3：营收 37.4 亿元 (+27.1%)，归母净利润 2.6 亿元 (+7.0%)，扣非归母净利润 2.4 亿元 (+21.6%)；
- Q1-3：营收 109.1 亿元 (+13.0%)，归母净利润 9.5 亿元 (+4.2%)，扣非归母净利润 8.4 亿元 (+3.4%)；
- 收入略超、利润符合预期。

#### ● 收入端：海外国内环比提速

- 分区域：Q3 国外收入 14.3 亿元，同比+30% (Q2/Q1 +19%/+17%)，持续高景气，中东非洲和亚太等拉动；国内收入 22.7 亿元，同比+20.7% (Q2/Q1 +6.6%/-5%)，国内环比改善，受 C 端的 YE 等产品拉动。
- 分产品：Q3 酵母/制糖/包装/食品原料等其他收入同比+18%/+5.5%/+16%/+76.5%，酵母环比继续提速 (Q2/Q1 +12%/+5%)。

#### ● 盈利端：产品结构及海运费影响盈利

- Q3 毛利率同比-3.6pct 至 21.4%，源于低毛利食品原料占比提升，以及海运费上涨；销售/管理/研发费率同比-0.1pct/-0.9pct/-1.2pct，费用控制得当。
- Q3 归母/扣非净利率同比-1.3pct/-0.2pct 至 7.0%/6.5%，差异源于去年同期政府补贴及所得税率高。

#### ● 投资建议：维持“买入”

#### ➢ 我们的观点：

收入端预计可顺利完成 10% 的激励目标，此外拟投建印尼工厂缓解海外产能压力；成本端糖蜜仍处下行周期，望持续释放成本红利，同时公司布局水解糖替代糖蜜、剥离低毛利率的制糖等业务，持续提升盈利性。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 154/173/192 亿元 (原预测值 149/164/182 亿元)，同比+13.6%/+11.9%/+11.2%；实现归母净利润 14/16/18 亿元 (原预测值 14/16/18 亿元)，同比+10.1%/+14.1%/+12.4%；当前股价对应 PE 分别为 22/20/17 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

需求不及预期, 市场竞争加剧, 原材料成本超预期上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13581	15423	17264	19194
收入同比 (%)	5.7%	13.6%	11.9%	11.2%
归属母公司净利润	1270	1399	1596	1795
净利润同比 (%)	-3.9%	10.1%	14.1%	12.4%
毛利率 (%)	24.2%	24.3%	24.9%	25.1%
ROE (%)	12.6%	12.6%	12.6%	12.4%
每股收益 (元)	1.47	1.61	1.84	2.07
P/E	23.93	22.25	19.50	17.34
P/B	3.03	2.81	2.45	2.15
EV/EBITDA	15.52	14.23	12.48	10.89

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 10 月 30 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8209	8510	9453	11713	<b>营业收入</b>	13581	15423	17264	19194
现金	1193	906	961	1906	营业成本	10296	11672	12970	14381
应收账款	1547	2052	1976	2502	营业税金及附加	107	111	117	131
其他应收款	195	62	226	307	销售费用	703	802	880	960
预付账款	422	467	519	575	管理费用	459	524	587	653
存货	3818	3945	4661	5279	财务费用	16	43	62	57
其他流动资产	1035	1078	1110	1143	资产减值损失	-39	-19	-22	-25
<b>非流动资产</b>	11061	12059	12512	12882	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	24	26	28	投资净收益	-2	-2	-2	-2
固定资产	8615	9776	10277	10640	<b>营业利润</b>	1509	1740	1984	2233
无形资产	663	748	866	983	营业外收入	27	14	15	16
其他非流动资产	1761	1511	1343	1231	营业外支出	9	5	3	5
<b>资产总计</b>	19270	20569	21965	24595	<b>利润总额</b>	1526	1749	1996	2244
<b>流动负债</b>	6237	6471	6215	6986	所得税	215	301	343	386
短期借款	2904	2904	2904	2904	<b>净利润</b>	1312	1448	1652	1858
应付账款	1679	2082	1664	2410	少数股东损益	42	49	56	63
其他流动负债	1655	1484	1646	1672	<b>归属母公司净利润</b>	1270	1399	1596	1795
<b>非流动负债</b>	2437	2437	2437	2437	EBITDA	2243	2505	2851	3182
长期借款	2020	2020	2020	2020	EPS (元)	1.47	1.61	1.84	2.07
其他非流动负债	417	417	417	417					
<b>负债合计</b>	8674	8907	8652	9423					
少数股东权益	522	572	628	691	<b>主要财务比率</b>				
股本	869	869	869	869	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	2440	2058	2058	2058	<b>成长能力</b>				
留存收益	6765	8163	9760	11554	营业收入	5.7%	13.6%	11.9%	11.2%
归属母公司股东权	10074	11090	12686	14481	营业利润	-4.6%	15.3%	14.0%	12.6%
<b>负债和股东权益</b>	19270	20569	21965	24595	归属于母公司净利	-3.9%	10.1%	14.1%	12.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	24.2%	24.3%	24.9%	25.1%
					净利率 (%)	9.4%	9.1%	9.2%	9.4%
					ROE (%)	12.6%	12.6%	12.6%	12.4%
					ROIC (%)	8.0%	8.7%	9.1%	9.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	45.0%	43.3%	39.4%	38.3%
					净负债比率 (%)	81.9%	76.4%	65.0%	62.1%
					流动比率	1.32	1.32	1.52	1.68
					速动比率	0.51	0.51	0.56	0.72
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.75	0.77	0.81	0.82
					应收账款周转率	8.68	8.57	8.57	8.57
					应付账款周转率	5.97	6.21	6.92	7.06
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.47	1.61	1.84	2.07
					每股经营现金流	1.52	2.13	1.56	2.58
					每股净资产	11.60	12.77	14.60	16.67
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23.93	22.25	19.50	17.34
					P/B	3.03	2.81	2.45	2.15
					EV/EBITDA	15.52	14.23	12.48	10.89

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。