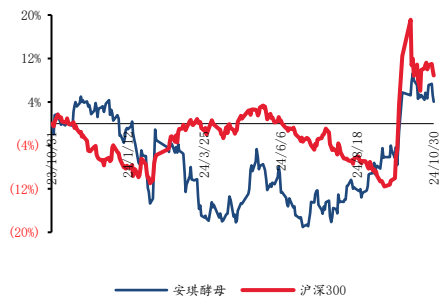


安琪酵母：Q3 海外延续高增，经营向上改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.69/8.54
总市值/流通(亿元)	311.24/306.17
12 个月内最高/最低价(元)	40/27.22

相关研究报告

- <<安琪酵母：Q2 业绩符合预期，毛利率同比改善>>—2024-08-15
- <<安琪酵母：海外延续高增，期待成本改善>>—2023-05-07
- <<安琪酵母：收入稳健增长，需求逐步修复>>—2023-04-04

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100003

事件：公司发布 2024 年三季报，公司 2024 年前三季度收入 109.12 亿元，同比+13.04%，归母净利 9.53 亿元，同比+4.23%，扣非净利 8.39 亿元，同比+3.44%；其中 Q3 收入 37.38 亿元，同比+27.14%，归母净利 2.62 亿元，同比+7.02%，扣非净利 2.43 亿元，同比+21.60%。

海外延续高增，国内需求逐步恢复，经营逐季改善。分产品来看，Q3 酵母主业收入同比+17.7%至 25.9 亿元，其他产品（含酶制剂、食品原料等）同比+76.7%，制糖业务逐步剥离，Q3 制糖收入 3.1 亿元，同比+5.8%，主导酵母需求逐渐复苏，尤其居家制作烘焙需求提升促进小包装酵母需求向好；预计海内外 YE 延续 20%+增长；保健品业务在低基数下实现快速增长。分地区来看，Q3 海外收入为 14.3 亿元，同比+30.2%，海外以主导酵母、YE 增长驱动，细分地区表现来看，预计亚非、中东新兴地区以及欧洲地区收入增速领先；Q3 国内收入为 22.7 亿元，同比+20.7%，若剔除制糖业务影响，国内收入同比+23.4%，预计主由主导酵母需求恢复带动。

海运费上涨拖累毛利率表现，扣非净利率水平保持稳定。公司前三季度毛利率同比-1.4pct 至 23.3%，其中 Q3 毛利率为 21.4%，同比-3.6pct，毛利率下滑主因海运费较大幅度上涨影响。费用方面，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 Q3 分别为 5.6%/3.1%/3.8%/0.8%，分别同比-0.1/-0.9/-1.1/+0.2pct，Q3 控费效果显现，管理费用率及研发费用率下降明显。综上，前三季度净利率同比-0.7pct 至 8.8%，其中 Q3 净利率同比-1.3pct 至 7.0%，扣非净利率同比-0.2pct 至 6.5%，盈利水平保持较稳定。

主导酵母需求恢复，成本红利释放，业绩弹性恢复可期。展望 Q4，公司国内主导酵母需求逐步恢复，灵活调价政策有效拉动销量，国内收入有望延续恢复性增长。海外中东、非洲、亚太等新兴市场酵母增长势头较好，全年有望达成激励目标。利润方面，预计目前海运费已回落至正常水平，海内外糖蜜价格均呈下行趋势，加上主导酵母需求逐步恢复，对盈利水平均有较大拉动作用。中长期来看，行业经历烘焙及消费升级产品（如 YE、动物营养等）需求低迷、成本承压周期后，集中度有望向经营韧性强的头部企业进一步倾斜。公司酵母产能释放有条不紊，随需求逐步改善，业绩弹性恢复可期。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司实现收入 152.3/169.8/187.1 亿元，同比增长 12.2%/11.5%/10.2%，实现归母净利 13.5/16.0/17.8 亿

元，同比增长 6.9%/18.0%/11.1%，对应 PE 为 23/19/17X，我们按照 2025 年业绩给 23 倍 PE，一年目标价 42.32 元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；内部调整不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,581	15,234	16,982	18,714
营业收入增长率(%)	5.74%	12.17%	11.48%	10.20%
归母净利（百万元）	1,270	1,357	1,602	1,780
净利润增长率(%)	-3.86%	6.87%	18.04%	11.11%
摊薄每股收益（元）	1.47	1.56	1.84	2.05
市盈率（PE）	23.93	22.93	19.42	17.48

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,291	1,193	1,653	2,315	3,199
应收和预付款项	1,817	1,968	2,163	2,425	2,674
存货	3,007	3,818	3,939	4,439	4,928
其他流动资产	553	1,230	1,280	1,328	1,386
流动资产合计	6,667	8,209	9,035	10,508	12,187
长期股权投资	25	22	28	32	36
投资性房地产	4	4	4	4	4
固定资产	7,066	8,615	9,933	11,233	12,506
在建工程	1,404	758	487	92	-262
无形资产开发支出	610	663	725	783	843
长期待摊费用	8	4	4	4	4
其他非流动资产	7,817	9,204	9,942	11,415	13,094
资产总计	16,933	19,270	21,123	23,563	26,224
短期借款	2,515	2,904	3,408	3,869	4,333
应付和预收款项	1,923	1,893	2,218	2,443	2,685
长期借款	310	2,020	2,020	2,020	2,020
其他负债	2,577	1,856	1,655	1,757	1,880
负债合计	7,325	8,674	9,301	10,090	10,918
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2,373	2,440	2,245	2,245	2,245
留存收益	6,671	7,501	8,884	10,486	12,267
归母公司股东权益	9,257	10,074	11,261	12,863	14,644
少数股东权益	351	522	561	610	662
股东权益合计	9,609	10,596	11,822	13,473	15,306
负债和股东权益	16,933	19,270	21,123	23,563	26,224

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,069	1,321	1,845	1,517	1,767
投资性现金流	-2,514	-1,725	-1,414	-1,317	-1,346
融资性现金流	1,411	287	4	461	463
现金增加额	-6	-98	460	662	884

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,843	13,581	15,234	16,982	18,714
营业成本	9,658	10,296	11,668	12,894	14,223
营业税金及附加	93	107	117	131	144
销售费用	730	703	884	976	1,048
管理费用	390	459	518	576	635
财务费用	6	16	0	0	0
资产减值损失	-60	-39	-3	-2	-2
投资收益	6	-2	1	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,581	1,509	1,616	1,910	2,125
其他非经营损益	14	18	18	18	18
利润总额	1,595	1,526	1,634	1,928	2,142
所得税	246	215	237	277	309
净利润	1,349	1,312	1,396	1,651	1,833
少数股东损益	28	42	39	48	53
归母股东净利润	1,321	1,270	1,357	1,602	1,780

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	24.80%	24.19%	23.40%	24.07%	24.00%
销售净利率	10.29%	9.35%	8.91%	9.44%	9.51%
销售收入增长率	20.31%	5.74%	12.17%	11.48%	10.20%
EBIT 增长率	1.05%	-6.41%	10.05%	17.99%	11.13%
净利润增长率	0.97%	-3.86%	6.87%	18.04%	11.11%
ROE	14.27%	12.61%	12.05%	12.46%	12.16%
ROA	7.80%	6.59%	6.43%	6.80%	6.79%
ROIC	9.65%	7.96%	8.04%	8.47%	8.42%
EPS (X)	1.57	1.47	1.56	1.84	2.05
PE (X)	28.80	23.93	22.93	19.42	17.48
PB (X)	4.24	3.03	2.76	2.42	2.13
PS (X)	3.06	2.25	2.04	1.83	1.66
EV/EBITDA (X)	19.20	15.52	17.54	14.85	13.36

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。