

## 国内需求环比改善

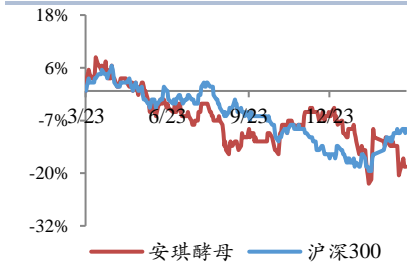
——安琪酵母 24 年一季报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-20

收盘价（元） 30.06  
近 12 个月最高/最低（元） 40.64/28.38  
总股本（百万股） 869  
流通股本（百万股） 863  
流通股比例（%） 99.38  
总市值（亿元） 261  
流通市值（亿元） 260

### 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：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

### 相关报告

1. 争规模保利润新阶段 2024-03-19
2. 海外布局逐步完善 2024-01-10

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2024 一季报：

- 24 年 Q1：收入 34.83 亿（+2.52%），归母 3.19 亿（-9.45%），扣非 2.95 亿（-10.74%）。

#### ● 收入端国内环比恢复

- 国内：24Q1 收入 21 亿元，同比-5%，环比降幅收窄（23Q4 同比-9%），国内需求环比复苏，预计 YE 产品及流通渠道恢复较好。
- 国外：24Q1 收入 14 亿元，同比+17%，环比降速（23Q4 同比+27%），但北美、东南亚等地区持续扩张，海外渗透率提升。

#### ● 利润端静待改善

- 24Q1 毛利率为 24.7%，同比变动-0.7pct，成本端糖蜜新榨季进行锁价，实现正向贡献，但结构因素预计拉低毛利率（海外地区增长快于国内，同时海外 B 端产品多，因此毛利率较低）。
- 24Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别变动 -0.4/+0.4/+0.3pct，公司控费较为平稳。
- 24Q1 归母净利率为 9.2%，同比变动-1.2pct，毛利率负向影响较多，盈利能力静待改善。

#### ● 投资建议：国内需求环比改善+国外渗透率提升

##### ➢ 我们的观点：

短期来看：Q1 收入利润仍需修复，国内 C 端小包装、保健品等品类仍尚待恢复，成本端改善导致小企业参与竞争，行业竞争加剧。

长期来看：收入端国内需求环比改善，YE 产品及流通渠道恢复较好。海外提升空间充足（公司酵母发酵总产能已达 37 万吨，在国内市场占比 55%，在全球占比超过 18%，海外仍有充足渗透率提升空间），成本端糖蜜可控，海外子公司落地，利润端静待改善。

##### ➢ 盈利预测：

结合以上，我们预计 2024-2026 年营业收入为 157/178/201 亿元，同比增长 15.5%/13.6%/12.6%，归母净利润为 14/16/20 亿元，同比增长 7.8%/19.9%/19.6%，对应 PE 为 19/16/13X，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新品及渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，宏观经济不及预期等，海外业务拓展不及预期，食品安全事件。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13581	15687	17814	20052
收入同比（%）	5.7%	15.5%	13.6%	12.6%
归属母公司净利润	1270	1370	1643	1964

净利润同比 (%)	-3.9%	7.8%	19.9%	19.6%
毛利率 (%)	24.2%	24.8%	25.6%	26.5%
ROE (%)	12.6%	12.4%	12.9%	13.4%
每股收益 (元)	1.47	1.58	1.89	2.26
P/E	23.93	19.07	15.90	13.29
P/B	3.03	2.36	2.05	1.78
EV/EBITDA	15.52	11.85	10.17	7.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	8209	7298	8383	10937	
现金	1193	892	1450	4384	
应收账款	1547	1678	1390	1840	
其他应收款	195	154	143	135	
预付账款	422	283	291	295	
存货	3818	3240	4078	3246	
其他流动资产	1035	1052	1030	1037	
<b>非流动资产</b>	11061	13326	13718	14023	
长期投资	22	24	26	28	
固定资产	8615	11043	11482	11781	
无形资产	663	748	866	983	
其他非流动资产	1761	1511	1343	1231	
<b>资产总计</b>	19270	20624	22101	24960	
<b>流动负债</b>	6237	6524	6280	7082	
短期借款	2904	2904	2904	2904	
应付账款	1679	2122	1705	2472	
其他流动负债	1655	1497	1671	1706	
<b>非流动负债</b>	2437	2437	2437	2437	
长期借款	2020	2020	2020	2020	
其他非流动负债	417	417	417	417	
<b>负债合计</b>	8674	8960	8716	9519	
少数股东权益	522	587	664	757	
股本	869	869	869	869	
资本公积	2440	2074	2074	2074	
留存收益	6765	8134	9777	11742	
归属母公司股东权	10074	11077	12720	14684	
<b>负债和股东权益</b>	19270	20624	22101	24960	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1321	3212	1857	4228	
净利润	1312	1434	1720	2057	
折旧摊销	758	837	846	932	
财务费用	48	58	73	67	
投资损失	2	2	2	2	
营运资金变动	-791	877	-792	1157	
其他经营现金流	2093	560	2522	913	
<b>投资活动现金流</b>	-1725	-3088	-1226	-1227	
资本支出	-1706	-3084	-1223	-1223	
长期投资	-19	-2	-2	-2	
其他投资现金流	0	-2	-2	-2	
<b>筹资活动现金流</b>	287	-425	-73	-67	
短期借款	389	0	0	0	
长期借款	1711	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	67	-367	0	0	
其他筹资现金流	-1880	-58	-73	-67	
<b>现金净增加额</b>	-98	-301	558	2934	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	13581	15687	17814	20052	
营业成本	10296	11795	13246	14741	
营业税金及附加	107	119	139	156	
销售费用	703	900	1021	1147	
管理费用	459	530	606	682	
财务费用	16	43	62	52	
资产减值损失	-39	-19	-22	-25	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-2	-2	-2	-2	
<b>营业利润</b>	1509	1687	2030	2430	
营业外收入	27	17	14	15	
营业外支出	9	3	3	5	
<b>利润总额</b>	1526	1701	2041	2440	
所得税	215	267	320	383	
<b>净利润</b>	1312	1434	1720	2057	
少数股东损益	42	65	77	93	
<b>归属母公司净利润</b>	1270	1370	1643	1964	
EBITDA	2243	2586	2959	3439	
EPS (元)	1.47	1.58	1.89	2.26	

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.7%	15.5%	13.6%	12.6%
营业利润	-4.6%	11.8%	20.3%	19.7%
归属于母公司净利	-3.9%	7.8%	19.9%	19.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	24.2%	24.8%	25.6%	26.5%
净利率 (%)	9.4%	8.7%	9.2%	9.8%
ROE (%)	12.6%	12.4%	12.9%	13.4%
ROIC (%)	8.0%	8.6%	9.5%	10.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	45.0%	43.4%	39.4%	38.1%
净负债比率 (%)	81.9%	76.8%	65.1%	61.6%
流动比率	1.32	1.12	1.33	1.54
速动比率	0.51	0.45	0.51	0.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.79	0.83	0.85
应收账款周转率	8.68	9.73	11.61	12.41
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	1.58	1.89	2.26
每股经营现金流	1.52	3.70	2.14	4.87
每股净资产	11.60	12.75	14.64	16.90
<b>估值比率</b>				
P/E	23.93	19.07	15.90	13.29
P/B	3.03	2.36	2.05	1.78
EV/EBITDA	15.52	11.85	10.17	7.90

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：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 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达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。