

海外业务持续向上

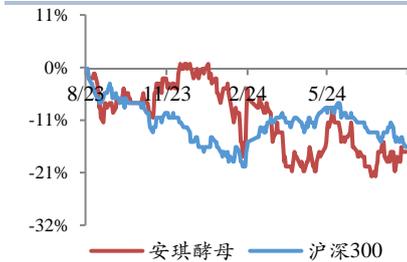
——安琪酵母 24 年半年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-08

收盘价(元)	29.61
近12个月最高/最低(元)	37.20/27.22
总股本(百万股)	869
流通股本(百万股)	863
流通股比例(%)	99.39
总市值(亿元)	257
流通市值(亿元)	256

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

- 国内需求环比改善 2024-04-20
- 争规模保利润新阶段 2024-03-19
- 海外布局逐步完善 2024-01-10

主要观点：

● 公司发布 2024 半年报：

- Q2：收入 36.92 亿 (+11.3%)，归母净利润 3.72 亿 (+17.7%)，扣非归母净利润 3.01 亿 (+7.3%)
- H1：收入 71.75 亿 (+6.9%)，归母净利润 6.91 亿 (+3.2%)，扣非归母净利润 5.96 亿 (-2.5%)
- 收入基本符合预期，利润略超预期。

● 收入：海外业务持续向上

- 分区域：Q2 国外收入 14.5 亿元，同比+19%，持续双位数增长，中东、非洲等区域增长拉动，当前公司产品已销售 170+地区。国内收入 22.1 亿元，同比+6.6%，环比改善，需求恢复。
- 分品类：Q2 酵母/制糖/包装/其他业务类分别同比+12%/-40%/-17%/+46%，预计 YE/微生物/动物营养等保持良好势头，制糖业务系主动剥离。

● 盈利：成本优势费控得当

- Q2 毛利率为 23.9%，同比+0.3pct，糖蜜价格下降带来成本优势。Q2 销售/管理/研发费用率分别同比+0.6/-0.3/-0.6pct，销售人员薪酬增加，广告宣传费下降，管理研发费用率下降，整体控费得当。
- Q2 归母/扣非净利率分别为 10.1%/8.16%，分别同比+0.5/-0.3pct，归母净利润与扣非归母净利润的差异主要在于政府补助同比增加。

● 投资建议：

➢ 我们的观点：

Q2 国内环比改善明显，YE 业务景气度向好，烘焙业务有望恢复。海外业务实现高增，随着渗透率及渠道进一步扩充，有望延续势能。叠加成本改善，控费相对得当，预计盈利能力有所提升。

➢ 盈利预测：

结合以上及公司激励目标（预计 24-26 年收入增长中枢为 10%），我们调整业绩预期，预计 2024-2026 年营业收入为 149/165/182 亿元（前值：157/178/201 亿元），同比增长 10%/10.2%/10.7%（前值：15.5%/13.6%/12.6%），归母净利润为 14/16/18 亿元（前值：14/16/20 亿元），同比增长 10.1%/12.3%/12.9%（前值：7.8%/19.9%/19.6%），对应 PE 为 18/16/15X，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	14943	16464	18231
收入同比 (%)	5.7%	10.0%	10.2%	10.7%
归属母公司净利润	1270	1398	1571	1773
净利润同比 (%)	-3.9%	10.1%	12.3%	12.9%
毛利率 (%)	24.2%	24.5%	25.1%	25.4%
ROE (%)	12.6%	13.1%	12.8%	12.6%
每股收益 (元)	1.47	1.61	1.81	2.04
P/E	23.93	18.39	16.37	14.51
P/B	3.03	2.41	2.10	1.83
EV/EBITDA	15.52	11.52	10.43	8.45

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	
流动资产	8209	6663	7704	9879	
现金	1193	761	1087	3973	
应收账款	1547	1525	1310	1627	
其他应收款	195	137	137	116	
预付账款	422	271	271	272	
存货	3818	2929	3883	2874	
其他流动资产	1035	1040	1014	1017	
非流动资产	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	
资产总计	19270	19989	21422	23902	
流动负债	6237	6303	6110	6755	
短期借款	2904	2904	2904	2904	
应付账款	1679	1955	1609	2247	
其他流动负债	1655	1444	1597	1604	
非流动负债	2437	2437	2437	2437	
长期借款	2020	2020	2020	2020	
其他非流动负债	417	417	417	417	
负债合计	8674	8740	8547	9192	
少数股东权益	522	572	627	689	
股本	869	869	869	869	
资本公积	2440	2074	2074	2074	
留存收益	6765	7734	9305	11078	
归属母公司股东权	10074	10677	12248	14021	
负债和股东权益	19270	19989	21422	23902	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1321	3514	1625	4178	
净利润	1312	1448	1626	1835	
折旧摊销	758	837	846	932	
财务费用	48	58	73	67	
投资损失	2	1	2	2	
营运资金变动	-791	1161	-930	1330	
其他经营现金流	2093	295	2564	517	
投资活动现金流	-1725	-3093	-1225	-1226	
资本支出	-1706	-3090	-1222	-1222	
长期投资	-19	-2	-2	-2	
其他投资现金流	0	-1	-2	-2	
筹资活动现金流	287	-854	-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	-487	-73	-67	
现金净增加额	-98	-432	327	2885	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	
营业收入	13581	14943	16464	18231	
营业成本	10296	11276	12336	13609	
营业税金及附加	107	108	112	124	
销售费用	703	762	831	912	
管理费用	459	508	560	620	
财务费用	16	43	63	56	
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	-1	-2	-2	
营业利润	1509	1739	1952	2206	
营业外收入	27	14	15	16	
营业外支出	9	5	3	5	
利润总额	1526	1748	1964	2217	
所得税	215	301	338	381	
净利润	1312	1448	1626	1835	
少数股东损益	42	49	55	62	
归属母公司净利润	1270	1398	1571	1773	
EBITDA	2243	2638	2883	3218	
EPS (元)	1.47	1.61	1.81	2.04	

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	5.7%	10.0%	10.2%	10.7%
营业利润	-4.6%	15.3%	12.2%	13.0%
归属于母公司净利	-3.9%	10.1%	12.3%	12.9%
获利能力				
毛利率 (%)	24.2%	24.5%	25.1%	25.4%
净利率 (%)	9.4%	9.4%	9.5%	9.7%
ROE (%)	12.6%	13.1%	12.8%	12.6%
ROIC (%)	8.0%	8.9%	9.2%	9.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	45.0%	43.7%	39.9%	38.5%
净负债比率 (%)	81.9%	77.7%	66.4%	62.5%
流动比率	1.32	1.06	1.26	1.46
速动比率	0.51	0.42	0.45	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.76	0.80	0.80
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
每股指标 (元)				
每股收益	1.47	1.61	1.81	2.04
每股经营现金流	1.52	4.05	1.87	4.81
每股净资产	11.60	12.29	14.10	16.14
估值比率				
P/E	23.93	18.39	16.37	14.51
P/B	3.03	2.41	2.10	1.83
EV/EBITDA	15.52	11.52	10.43	8.45

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。