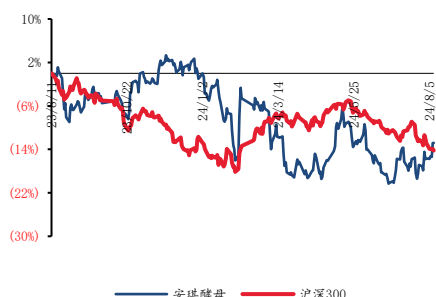


安琪酵母：Q2 业绩符合预期，毛利率同比改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	8.69/8.69
总市值/流通(亿元)	265.03/265.03
12个月内最高/最低价(元)	37.2/27.22

相关研究报告

<<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

<<安琪酵母：收入超预期，利润弹性有望逐步释放>>—2022-10-27

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 年中报，2024H1 实现收入 71.75 亿元，同比+6.9%，归母净利 6.91 亿元，同比 3.4%，扣非净利 5.96 亿元，同比-2.5%。2024Q2 实现收入 36.92 亿元，同比+11.3%，归母净利润 3.72 亿元，同比+17.7%，扣非后归母净利润 3.01 亿元，同比+7.3%。

海外增长维持+国内主导产品增长恢复，Q2 收入符合预期。Q2 酵母主业同比+12.2%，其他（含酶制剂、食品原料等）同比+46.3%，主要由快速增长的海外新兴地区贡献增量，Q2 海外收入同比+19.0%。同时，Q2 国内主导酵母、YE 实现恢复性增长，公司采取“一厂一策”的方式灵活调价销售，并提升产品品质促进订单二次回流，Q2 国内剔除制糖后收入同比+15%左右。此外，Q2 包装/制糖分别下滑 16.9%/40.0%，制糖业务逐步剥离。

成本下行+产品结构向上恢复，毛利率同比改善。H1 公司毛利率同比-0.3pct，基本保持稳定，其中 Q2 毛利率同比+0.3pct 至 23.9%，一方面由于糖蜜及原辅料成本均有下降，尤其以海外糖蜜价格下降较多，另一方面产品结构改善，国内主导酵母实现恢复性增长，高毛利小包装酵母表现亮眼，拖累盈利表现的制糖业务逐步剥离，均对毛利率提升有拉动作用。Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.6/-0.3/-0.6/+0.6pct，净利率同比+0.6pct 至 10.1%，剔除政府补助影响，扣非净利率同比-0.3pct 至 8.2%，环比-0.3pct。

海外加速扩张，业绩弹性恢复可期。展望 H2，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，海内外需求共振下有望达成激励目标。同时，随主导酵母需求逐步恢复，对盈利水平有较大拉动作用。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 149.8/167.6/187.1 亿元，同比+10.3%/+11.9%/+11.6%，实现归母净利润 14.1/15.7/17.4 亿元，同比+10.8%/+11.4%/+11.0%，对应 PE 为 19/17/15X，我们按照 2024 年业绩给 23 倍 PE，一年目标价 37.26 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；海外工厂投产不及预期；国内需求恢复不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,581	14,983	16,764	18,709
营业收入增长率(%)	5.74%	10.32%	11.89%	11.60%
归母净利（百万元）	1,270	1,407	1,568	1,739
净利润增长率(%)	-3.86%	10.79%	11.42%	10.95%
摊薄每股收益（元）	1.47	1.62	1.80	2.00
市盈率（PE）	23.93	18.83	16.90	15.24

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	1,885	2,493	3,288
应收和预付款项	1,817	1,968	2,124	2,394	2,673
存货	3,007	3,818	3,839	4,382	4,926
其他流动资产	553	1,230	1,288	1,338	1,402
流动资产合计	6,667	8,209	9,137	10,607	12,289
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	10,145	11,616	13,297
资产总计	16,933	19,270	21,326	23,763	26,427
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	2,161	2,412	2,684
长期借款	310	2,020	2,020	2,020	2,020
其他负债	2,577	1,856	1,670	1,780	1,918
负债合计	7,325	8,674	9,260	10,082	10,955
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2,373	2,440	2,454	2,454	2,454
留存收益	6,671	7,501	8,918	10,485	12,225
归母公司股东权益	9,257	10,074	11,504	13,072	14,811
少数股东权益	351	522	563	610	662
股东权益合计	9,609	10,596	12,067	13,682	15,473
负债和股东权益	16,933	19,270	21,326	23,763	26,427

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,069	1,321	1,981	1,481	1,696
投资性现金流	-2,514	-1,725	-1,547	-1,335	-1,363
融资性现金流	1,411	287	249	461	463
现金增加额	-6	-98	693	607	796

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,843	13,581	14,983	16,764	18,709
营业成本	9,658	10,296	11,372	12,728	14,219
营业税金及附加	93	107	115	129	144
销售费用	730	703	869	964	1,079
管理费用	390	459	509	569	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	1,694	1,886	2,093
其他非经营损益	14	18	0	0	0
利润总额	1,595	1,526	1,694	1,886	2,093
所得税	246	215	246	271	302
净利润	1,349	1,312	1,448	1,615	1,791
少数股东损益	28	42	40	47	52
归母股东净利润	1,321	1,270	1,407	1,568	1,739

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	24.80%	24.19%	24.10%	24.08%	24.00%
销售净利率	10.29%	9.35%	9.39%	9.35%	9.30%
销售收入增长率	20.31%	5.74%	10.32%	11.89%	11.60%
EBIT 增长率	1.05%	-6.41%	14.08%	11.36%	10.96%
净利润增长率	0.97%	-3.86%	10.79%	11.42%	10.95%
ROE	14.27%	12.61%	12.23%	11.99%	11.74%
ROA	7.80%	6.59%	6.60%	6.60%	6.58%
ROIC	9.65%	7.96%	8.18%	8.17%	8.13%
EPS (X)	1.57	1.47	1.62	1.80	2.00
PE (X)	28.80	23.93	18.83	16.90	15.24
PB (X)	4.24	3.03	2.30	2.03	1.79
PS (X)	3.06	2.25	1.77	1.58	1.42
EV/EBITDA (X)	19.20	15.52	14.71	13.07	11.79

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。