



安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主业需求改善，盈利修复在途

业绩简评

4月9日公司发布2024年年报，24年实现营收151.97亿元，同比增长11.90%；实现归母净利润13.25亿元，同比增长4.28%；扣非归母净利润11.70亿元，同比增长5.79%。其中，24Q4实现营收42.85亿元，同比增长9.07%；实现归母净利润3.71亿元，同比增长3.60%；扣非归母净利润3.30亿元，同比增长12.01%，业绩符合预期。

经营分析

Q4 酵母主业需求改善，收入增长20%+。1) 分业务看，24年酵母及深加工产品/制糖/包装/其他分别实现收入108.5/4.1/12.7/26.1亿元，同比+14.2%/-26.1%/-2.8%/+36.4%；Q4分别同比+20.8%/-40.4%/+1.4%/+18.2%。2) 分量价来看，24年酵母主业实现销量40.4万吨，同比+15.9%，吨价同比-1.5%主要系竞争加剧、促销活动增加、产品结构调整所致。3) 分地区来看，24年国内/国外收入分别为94.21/57.12亿元，同比+7.5%/19.4%，单Q4国内/海外分别同比+8.9%/12.8%，海外持续释放增长潜力。
新榨季成本下行，Q4毛利率环比改善。1) 伴随着糖蜜成本下行，叠加各项运费、能源成本优化，Q4毛利率环比改善。24年/24Q4公司毛利率为23.5%/24.2%，同比-0.7/+1.1pct。其中24年酵母主业毛利率为29.5%，同比-1.1pct。2) 销售团队扩张，管理研发费率持续优化，24年销售/管理/研发费率分别+0.3pct/-0.2pct/-0.3pct。3) 24年政府补助为1.84亿元，同比+35.3%。4) 24年折旧与摊销8.3亿元，同比+12.1%。5) 最终公司24年及24Q4净利率均为8.7%，处于历史低位，同比-0.4pct/-0.5pct。

看好国内需求修复、海外扩产提份额、利润弹性兑现。展望25年，随着国内烘焙面食、YE等业务持续复苏，海外强化本土化运营策略、优化渠道建设，收入10%增长目标有望达成。利润端，新榨季糖蜜成本下行、海运费高位回落，折旧摊销扰动减少，预计25年盈利能力具备较大改善空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司25-27年归母净利分别为16.7/19.1/21.8亿元，同比增长26%/15%/14%，对应PE分别为18x/16x/14x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

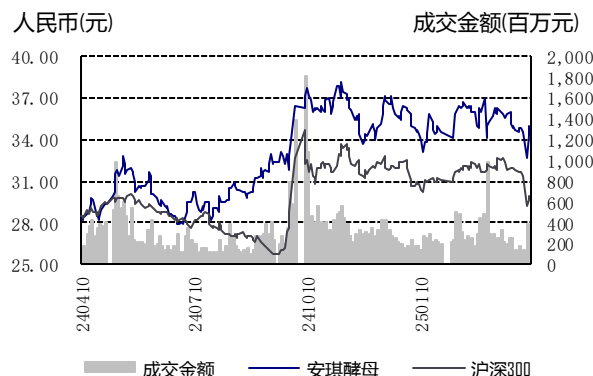
分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.96元

相关报告：

- 1.《安琪酵母公司点评：收入修复超预期，盈利能力有待改善》，2024.10.30
- 2.《安琪酵母公司点评：海外延续高增，盈利逐步修复》，2024.8.8
- 3.《安琪酵母公司点评：产品结构扰动，利润短期承压》，2024.4.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,838	18,606	20,560
营业收入增长率	5.74%	11.90%	10.80%	10.50%	10.50%
归母净利润(百万元)	1,270	1,325	1,669	1,914	2,184
归母净利润增长率	-3.86%	4.28%	25.98%	14.72%	14.06%
摊薄每股收益(元)	1.462	1.525	1.921	2.204	2.514
每股经营性现金流净额	1.52	1.90	2.95	3.58	3.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.61%	12.23%	13.83%	14.23%	14.44%
P/E	24.06	23.64	18.20	15.86	13.91
P/B	3.03	2.89	2.52	2.26	2.01

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,843	13,581	15,197	16,838	18,606	20,560
增长率		5.7%	11.9%	10.8%	10.5%	10.5%
主营业务成本	-9,658	-10,296	-11,622	-12,705	-13,982	-15,399
%销售收入	75.2%	75.8%	76.5%	75.5%	75.1%	74.9%
毛利	3,186	3,285	3,575	4,133	4,624	5,161
%销售收入	24.8%	24.2%	23.5%	24.5%	24.9%	25.1%
营业税金及附加	-93	-107	-117	-118	-130	-144
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-730	-703	-828	-892	-968	-1,028
%销售收入	5.7%	5.2%	5.5%	5.3%	5.2%	5.0%
管理费用	-390	-459	-492	-539	-577	-637
%销售收入	3.0%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
研发费用	-536	-603	-632	-690	-763	-843
%销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	1,437	1,413	1,507	1,894	2,187	2,508
%销售收入	11.2%	10.4%	9.9%	11.2%	11.8%	12.2%
财务费用	-6	-16	-63	-88	-102	-107
%销售收入	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-91	-75	-59	-20	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	-2	-4	-3	-3	-3
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,581	1,509	1,565	1,984	2,273	2,589
营业利润率	12.3%	11.1%	10.3%	11.8%	12.2%	12.6%
营业外收支	14	18	24	12	12	12
税前利润	1,595	1,526	1,589	1,996	2,285	2,601
利润率	12.4%	11.2%	10.5%	11.9%	12.3%	12.7%
所得税	-246	-215	-236	-299	-343	-390
所得税率	15.4%	14.1%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,349	1,312	1,353	1,696	1,942	2,211
少数股东损益	28	42	28	28	28	28
归属于母公司的净利润	1,321	1,270	1,325	1,669	1,914	2,184
净利率	10.3%	9.4%	8.7%	9.9%	10.3%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,349	1,312	1,353	1,696	1,942	2,211
少数股东损益	28	42	28	28	28	28
非现金支出	708	833	906	1,024	1,166	1,314
非经营收益	35	-33	53	120	117	110
营运资金变动	-1,023	-791	-662	-282	-112	-320
经营活动现金净流	1,069	1,321	1,650	2,559	3,113	3,315
资本开支	-2,512	-1,706	-1,680	-1,290	-1,991	-1,829
投资	-2	-19	-86	0	0	0
其他	0	0	0	-403	-3	-3
投资活动现金净流	-2,514	-1,725	-1,765	-1,693	-1,994	-1,832
股权募资	1,408	177	180	0	0	0
债权募资	617	884	934	-248	-323	-678
其他	-614	-775	-903	-570	-658	-651
筹资活动现金净流	1,411	287	211	-818	-981	-1,329
现金净流量	-6	-98	151	48	138	154

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,291	1,193	1,378	1,424	1,561	1,714
应收款项	1,790	1,960	2,290	2,293	2,483	2,743
存货	3,007	3,818	4,282	4,351	4,597	4,852
其他流动资产	579	1,238	1,564	1,145	1,169	1,262
流动资产	6,667	8,209	9,514	9,213	9,810	10,571
%总资产	39.4%	42.6%	43.8%	40.8%	40.8%	41.7%
长期投资	759	555	603	983	973	963
固定资产	8,470	9,373	10,640	11,402	12,225	12,739
%总资产	50.0%	48.6%	49.0%	50.5%	50.8%	50.3%
无形资产	654	703	713	739	765	790
非流动资产	10,263	11,061	12,219	13,386	14,234	14,773
%总资产	60.6%	57.4%	56.2%	59.2%	59.2%	58.3%
资产总计	16,930	19,270	21,733	22,599	24,044	25,344
短期借款	3,967	3,404	4,379	4,131	3,408	2,531
应付款项	2,204	2,119	2,669	2,500	2,712	2,902
其他流动负债	534	715	732	760	896	994
流动负债	6,705	6,237	7,780	7,391	7,017	6,427
长期贷款	310	2,020	2,060	2,360	2,760	2,960
其他长期负债	306	417	554	247	245	244
负债	7,321	8,674	10,394	9,998	10,022	9,631
普通股股东权益	9,257	10,074	10,829	12,063	13,456	15,119
其中：股本	869	869	869	869	869	869
未分配利润	6,175	7,005	7,899	9,134	10,527	12,189
少数股东权益	351	522	511	539	566	594
负债股东权益合计	16,930	19,270	21,733	22,599	24,044	25,344

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.520	1.462	1.525	1.921	2.204	2.514
每股净资产	10.653	11.596	12.466	13.887	15.491	17.405
每股经营现金净流	1.230	1.520	1.899	2.946	3.584	3.816
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.500	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	14.27%	12.61%	12.23%	13.83%	14.23%	14.44%
总资产收益率	7.80%	6.59%	6.09%	7.38%	7.96%	8.62%
投入资本收益率	8.68%	7.54%	7.18%	8.39%	9.17%	10.02%
增长率						
主营业务收入增长率	20.31%	5.74%	11.90%	10.80%	10.50%	10.50%
EBIT 增长率	8.12%	-1.64%	6.61%	25.70%	15.47%	14.71%
净利润增长率	0.97%	-3.86%	4.28%	25.98%	14.72%	14.06%
总资产增长率	25.91%	13.83%	12.78%	3.98%	6.39%	5.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.5	42.1	40.6	39.0	38.0	38.0
存货周转天数	99.4	121.0	127.2	125.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	58.3	61.1	59.0	56.0	55.0	53.0
固定资产周转天数	200.8	231.5	235.8	226.1	214.8	198.2
偿债能力						
净负债/股东权益	31.08%	39.93%	44.63%	40.21%	32.86%	24.03%
EBIT 利息保障倍数	245.4	89.5	23.7	21.5	21.5	23.5
资产负债率	43.24%	45.01%	47.82%	44.24%	41.68%	38.00%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	16	25	74
增持	1	2	5	8	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.17	1.24	1.24	1.04

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-11	买入	40.70	N/A
2	2023-04-30	买入	40.00	N/A
3	2023-08-25	买入	33.59	N/A
4	2023-10-25	买入	33.03	N/A
5	2024-03-19	买入	31.41	N/A
6	2024-04-20	增持	30.06	N/A
7	2024-08-08	买入	29.61	N/A
8	2024-10-30	买入	36.24	N/A

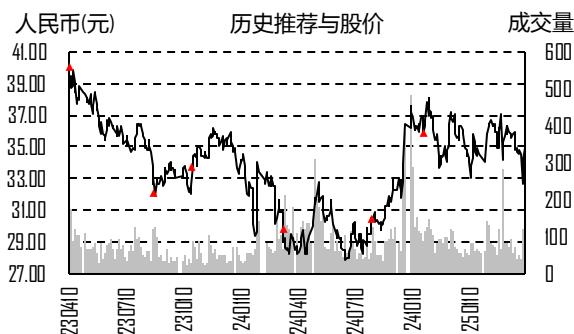
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究