

成本红利可期

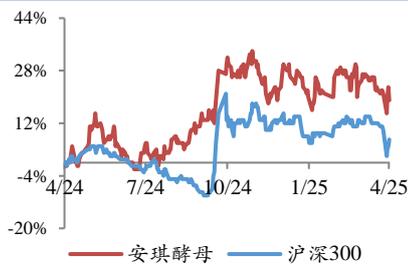
——安琪酵母 2024 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-10

收盘价（元）	34.00
近 12 个月最高/最低（元）	40.00/27.22
总股本（百万股）	869
流通股本（百万股）	854
流通股比例（%）	98.37
总市值（亿元）	295
流通市值（亿元）	291

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

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024 年业绩：

- 24Q4：营业总收入 42.8 亿元（+8.98%），归母净利润 3.7 亿元（+3.68%），扣非归母净利润 3.3 亿元（+12.01%）。
- 24 年：营业总收入 152.0 亿元（+11.86%），归母净利润 13.2 亿元（+4.07%），扣非归母净利润 11.7 亿元（+5.79%）。

收入：主业稳健，国内恢复

- 分产品：24 Q4 公司酵母及深加工/包装/制糖/其他主营业务营收分别同比+20.4%/+1.4%/-40.4%/+18.2%，**主业酵母保持高增**。拆分量价看，全年酵母销量/吨价分别同比+15.9%/-1.5%，量增引领。
- 分区域：24Q4 公司国内/国外营收分别同比+8.9%/12.8%，海外业务或主因北美、俄罗斯拖累。全年国内/国外营收分别同比增长 7.5%/19.4%，海外营收占比主营业务营收提升 2.4pct 至 37.7%，**国内业务恢复增长，海外业务仍为主要增长驱动**。其中，全年公司国内/国外经销商数量分别同比净增加 1006/661 家，平均经销商收入分别同比提升 1.5%/6.3%，经销商端量价齐升，增长稳健。

利润：Q4 盈利能力改善

- 毛利率：24Q4/24A 分别同比+1.1/-0.7pct，至 24.2%/23.5%。全年毛利率受产品结构及海运费影响略有下滑，**24Q4 毛利率略有改善**。
- 净利率：24Q4/24A 分别同比-0.3/-0.8pct，至 8.9%/8.9%。其中 24Q4/24A 销售费率分别同比+0.8/+0.3pct，24Q4/24A 管理费率分别同比+0.1/-0.2pct，全年费用投放相对稳健。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

25 年公司理性定调目标营收增速超 10%，其中国内延续恢复趋势，海外保持高增，我们预计全年目标有望顺利实现。据泛糖科技，25Q1 糖蜜价格同比下降 29%，成本改善贡献盈利弹性明显。

盈利预测：考虑到海外贸易冲突与原材料成本下降趋势，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营业总收入 171.3/188.3/206.5 亿元（25-26 年前值 172.6/191.9 亿元），同比+12.7%/9.9%/9.6%；实现归母净利润 15.9/18.2/20.6 亿元（25-26 年前值 16.0/18.0 亿元），同比+20.0%/14.7%/13.1%；当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

行业景气度不及预期, 成本下降不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15197	17131	18832	20647
收入同比 (%)	11.9%	12.7%	9.9%	9.6%
归属母公司净利润	1325	1589	1823	2061
净利润同比 (%)	4.1%	20.0%	14.7%	13.1%
毛利率 (%)	23.5%	24.3%	24.7%	24.8%
ROE (%)	12.2%	12.8%	12.8%	12.6%
每股收益 (元)	1.55	1.83	2.10	2.37
P/E	23.26	18.59	16.20	14.33
P/B	2.89	2.38	2.07	1.81
EV/EBITDA	14.62	12.19	10.48	9.10

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 4 月 10 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9514	9999	11635	13849	营业收入	15197	17131	18832	20647
现金	1378	1418	2081	3101	营业成本	11622	12961	14178	15523
应收账款	1831	2167	2228	2590	营业税金及附加	117	132	145	159
其他应收款	179	106	208	366	销售费用	828	891	960	1032
预付账款	405	518	567	621	管理费用	492	548	584	619
存货	4282	4340	5071	5661	财务费用	63	54	73	62
其他流动资产	1439	1450	1479	1510	资产减值损失	-62	-19	-22	-25
非流动资产	12219	13137	13503	13780	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	35	37	39	投资净收益	-4	-2	-2	-2
固定资产	9816	10919	11347	11628	营业利润	1565	1978	2267	2566
无形资产	672	757	875	992	营业外收入	34	14	15	16
其他非流动资产	1697	1425	1243	1121	营业外支出	10	5	3	5
资产总计	21733	23136	25137	27629	利润总额	1589	1987	2279	2577
流动负债	7780	7538	7652	8010	所得税	236	342	392	443
短期借款	3598	3598	3598	3598	净利润	1353	1645	1887	2134
应付账款	2081	2096	2000	2398	少数股东损益	28	56	64	73
其他流动负债	2101	1844	2054	2015	归属母公司净利润	1325	1589	1823	2061
非流动负债	2614	2614	2614	2614	EBITDA	2488	2835	3234	3612
长期借款	2060	2060	2060	2060	EPS (元)	1.55	1.83	2.10	2.37
其他非流动负债	554	554	554	554					
负债合计	10394	10151	10266	10624	主要财务比率				
少数股东权益	511	567	631	703	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	869	869	869	869	成长能力				
资本公积	2265	2265	2265	2265	营业收入	11.9%	12.7%	9.9%	9.6%
留存收益	7695	9284	11107	13168	营业利润	3.5%	26.4%	14.6%	13.2%
归属母公司股东权益	10829	12418	14241	16302	归属于母公司净利	4.1%	20.0%	14.7%	13.1%
负债和股东权益	21733	23136	25137	27629	获利能力				
					毛利率 (%)	23.5%	24.3%	24.7%	24.8%
					净利率 (%)	8.7%	9.3%	9.7%	10.0%
					ROE (%)	12.2%	12.8%	12.8%	12.6%
					ROIC (%)	7.9%	8.7%	9.2%	9.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	47.8%	43.9%	40.8%	38.5%
					净负债比率 (%)	91.7%	78.2%	69.0%	62.5%
					流动比率	1.22	1.33	1.52	1.73
					速动比率	0.47	0.53	0.63	0.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.76	0.78	0.78
					应收账款周转率	9.00	8.57	8.57	8.57
					应付账款周转率	6.17	6.21	6.92	7.06
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.55	1.83	2.10	2.37
					每股经营现金流 (摊)	1.90	2.08	2.28	2.68
					每股净资产	12.47	14.30	16.39	18.77
					估值比率				
					P/E	23.26	18.59	16.20	14.33
					P/B	2.89	2.38	2.07	1.81
					EV/EBITDA	14.62	12.19	10.48	9.10

资料来源: wind, 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。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

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述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。