

安琪酵母（600298.SH）

全年酵母主业稳增， Q4 毛利率回升、期待业绩拐点

事件：公司披露 24 年报：24 年公司实现营收 151.97 亿元，同比+11.9%；归母净利润 13.25 亿元，同比+4.1%；扣非归母净利润 11.7 亿元，同比+5.9%。其中 24Q4 公司实现营收 42.85 亿元，同比+9.1%；归母净利润 3.71 亿元，同比+3.6%；扣非归母净利润 3.3 亿元，同比+12%。

➤ Q4 酵母主业销售提速至 21%，24 年海外保持高质量快增

分品类看，24 年酵母及深加工、制糖产品、包装类、食品原料以及其他主营产品营收分别同比+14%/-26%/-3%/+32%/+42%。其中，酵母系列 24 年销量/吨价分别同比+15.9%/-1.5%；食品原料及其他产品实现快增。分区域看，国内、海外全年营收分别同比+7.5%/+19.4%，其中埃及工厂全年营收，净利润分别同比 12.5%/59.3%，净利率达 33.5%；全年国内、国外经销商数量分别净增 1006/661 家，海外平均单商收入同比+6.3%。国际高质量快增主要系公司精耕海外，包括设立子公司、渠道下沉以及扩建产能。分渠道看，全年公司线上、线下渠道销售分别同比+15.6%/+3.5%。

➤ 全年净利率有所承压，而 Q4 毛利率出现回升

盈利方面，全年公司毛利率为 23.52%，同比-0.67pct，其中 Q4 毛利率为 24.15%，同比+1.13pcts；全年毛利率同比下降预计主要系公司出口运费攀升以及高价原料库存消化等影响，而 Q4 毛利率同比转正则受益于糖蜜成本的回落。费用端有所上升，四项费率合计同比+0.15pct，而同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.27/-0.16/-0.27/+0.3pct。全年，公司归母净利率为 8.72%，同比-0.65pct，扣非归母净利率为 7.7%，同比-0.43pct。

➤ 主业经营稳健，期待业绩拐点

海外产能爬坡、渠道深耕，将提振酵母及深加工销售增速，同时国内 Ye 持续渗透，酵母平稳发展，进一步夯实全年 10%的营收增长目标。盈利端，伴随新榨季国内糖蜜价格大幅下降、海运价边际回落，公司有望迎来利润拐点。

盈利预测与投资建议：考虑到 24 年利润增长低于预期，我们略下调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 16.62/19.36/22.21 亿元（原 25-26 年为 17/20.44 亿元），分别同增 25%/16%/15%。考虑到海外持续快增、原料成本显著改善，公司业绩有望进入上行周期，故维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

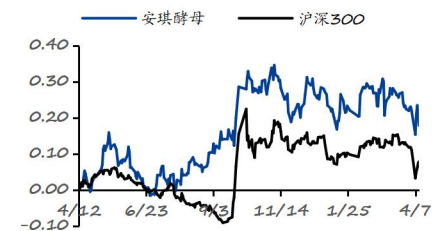
国内需求恢复不及预期、原材料价格波动、海外业务拓展不及预期、产能投放不及预期、汇率波动风险、食品安全风险

买入（维持评级）

基本数据

日期	2025-04-11
收盘价:	33.37 元
总股本/流通股本(百万股)	868.64/854.50
流通 A 股市值(百万元)	28,514.53
每股净资产(元)	12.47
资产负债率(%)	47.82
一年内最高/最低价(元)	40.00/27.22

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师： 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
研究助理： 周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、Q3 主业销售提速，期待新榨季成本红利——2024.11.03
- 2、Q2 业绩提速，期待 H2 成本红利——2024.08.08
- 3、坚守主业成就酵母巨头，放眼寰宇、比学赶超——2024.05.28

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,581	15,197	17,022	19,256	21,618
增长率	6%	12%	12%	13%	12%
净利润（百万元）	1,270	1,325	1,662	1,936	2,221
增长率	-4%	4%	25%	16%	15%
EPS（元/股）	1.46	1.52	1.91	2.23	2.56
市盈率（P/E）	22.8	21.9	17.4	15.0	13.1
市净率（P/B）	2.9	2.7	2.3	2.0	1.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,378	1,532	1,926	2,162
应收票据及账款	1,940	1,934	2,017	2,200
预付账款	405	459	517	578
存货	4,282	4,016	4,526	5,058
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,510	966	1,143	1,381
流动资产合计	9,514	8,907	10,128	11,379
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	9,816	10,077	10,177	9,757
在建工程	817	717	517	617
无形资产	672	673	663	649
商誉	36	36	36	36
其他非流动资产	843	1,483	1,641	1,808
非流动资产合计	12,219	13,021	13,068	12,901
资产合计	21,733	21,927	23,196	24,280
短期借款	3,598	3,954	2,233	461
应付票据及账款	2,344	2,385	2,700	3,081
预收款项	0	0	0	0
合同负债	226	272	308	346
其他应付款	322	322	322	322
其他流动负债	1,290	1,329	1,372	1,419
流动负债合计	7,780	8,262	6,935	5,629
长期借款	2,060	60	660	760
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	554	554	554	554
非流动负债合计	2,614	614	1,214	1,314
负债合计	10,394	8,876	8,149	6,943
归属母公司所有者权益	10,829	12,491	14,427	16,648
少数股东权益	511	561	620	689
所有者权益合计	11,339	13,051	15,048	17,337
负债和股东权益	21,733	21,927	23,196	24,280

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,650	2,668	2,464	2,668
现金收益	2,365	2,658	2,949	3,237
存货影响	-464	266	-510	-532
经营性应收影响	-438	7	-86	-189
经营性应付影响	552	41	314	382
其他影响	-364	-303	-204	-229
投资活动现金流	-1,765	-816	-907	-730
资本支出	-2,105	-1,048	-800	-584
股权投资	-11	0	0	0
其他长期资产变化	351	232	-107	-146
融资活动现金流	211	-1,698	-1,163	-1,702
借款增加	1,015	-1,644	-1,120	-1,672
股利及利息支付	-615	-113	-76	-55
股东融资	180	0	0	0
其他影响	-369	59	33	25

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,197	17,022	19,256	21,618
营业成本	11,622	12,755	14,360	16,048
税金及附加	117	131	144	162
销售费用	828	920	1,023	1,137
管理费用	492	545	609	681
研发费用	632	715	809	906
财务费用	63	59	43	30
信用减值损失	-3	-2	-2	-2
资产减值损失	62	-55	-55	-55
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-4	-4	-4	-4
其他收益	184	170	150	130
营业利润	1,683	2,007	2,358	2,723
营业外收入	34	28	28	28
营业外支出	10	9	9	9
利润总额	1,707	2,026	2,377	2,742
所得税	235	314	381	452
净利润	1,472	1,712	1,996	2,290
少数股东损益	28	50	60	69
归属母公司净利润	1,444	1,662	1,936	2,221
EPS（按最新股本摊薄）	1.52	1.91	2.23	2.56

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	11.9%	12.0%	13.1%	12.3%
EBIT 增长率	4.7%	17.7%	16.1%	14.6%
归母公司净利润增长率	4.3%	25.5%	16.5%	14.7%
获利能力				
毛利率	23.5%	25.1%	25.4%	25.8%
净利率	9.7%	10.1%	10.4%	10.6%
ROE	12.7%	12.7%	12.9%	12.8%
ROIC	10.0%	11.6%	12.9%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	40.5%	35.1%	28.6%
流动比率	1.2	1.1	1.5	2.0
速动比率	0.7	0.6	0.8	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	40	40	37	35
存货周转天数	125	117	107	108
每股指标（元）				
每股收益	1.52	1.91	2.23	2.56
每股经营现金流	1.90	3.07	2.84	3.07
每股净资产	12.47	14.38	16.61	19.17
估值比率				
P/E	22	17	15	13
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	23	20	18	16

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn