

安琪酵母 (600298.SH)

2024 年企稳回升双加速，2025 年利润弹性有望释放

2025 年 04 月 13 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

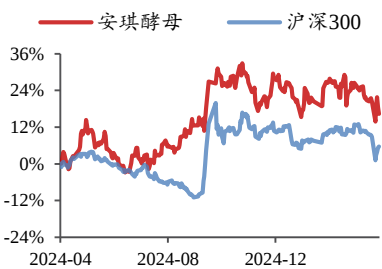
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2025/4/11
当前股价(元)	33.37
一年最高最低(元)	40.00/27.22
总市值(亿元)	289.87
流通市值(亿元)	285.15
总股本(亿股)	8.69
流通股本(亿股)	8.54
近 3 个月换手率(%)	51.56

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《国内、国际业务双加速，糖蜜价格有望下降——公司信息更新报告》-2024.11.1

《国内需求恢复，盈利能力改善——公司信息更新报告》-2024.8.8

《股权激励落地，员工绑定加深、收入确定性增强——公司信息更新报告》-2024.6.4

● 2024 年收入、利润企稳回升，维持“买入”评级

2024 年公司营业总收入 152 亿元，同比+11.9%；扣非前后归母净利润 13.3、11.7 亿元，同比+4.1%、+5.8%。2024Q4 营收 42.9 亿元，同比+9.0%，扣非前后归母净利润 3.7、3.3 亿元，同比+3.7%、+12.0%。因固定资产转固、折旧略有增加，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 17.05/21.54 亿元（前次 17.50/22.06 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 25.74 亿元，对应 2025-2027 年 EPS1.96/2.48/2.96 元，当前股价对应 2025-2027 年 17.0/13.5/11.3 倍 PE，股权激励落地，确定性增强，利润弹性释放周期，维持“买入”评级。

● 国内增速企稳，国际快速增长

分业务看，2024 年酵母、制糖、包装、食品原料营收同比+14.2%、-26.1%、-2.8%、+31.7%，酵母主业保持较快稳定增长，制糖业务逐步剥离，食品原料类业务较高速增长。分季度看，公司从 2024Q1-2024Q3 公司营收加速增长，2024Q4 有所回落，主因制糖等业务逐步剥离。分区域看，2024 年国内、国际市场营收同比+7.5%、+19.4%，国内需求企稳回升、国际依然保持较快增长。

● 盈利能力平稳略降，后续有望恢复

2024 年归母净利率同比-0.64pct，其中公司毛利率同比-0.67pct，其中酵母主业、制糖、包装、食品原料毛利率分别-1.11、-1.38、-6.29、-4.82pct，2024 年毛利率略有下降，主因产品结构或价格略有下降，叠加原料、折旧等成本略有增长。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.27、-0.14、-0.29、+0.30pct，费用率整体平稳略有上升。

● 成本下降、弹性释放，激励护航收入稳定增长

公司股权激励落地后，员工积极性明显提升，虽然短期公司组织架构调整预计对收入增速略有影响，但全年公司收入增长确定性依然较高。2025 年原料成本基本确定，糖蜜价格预计降 15%以上，利润弹性释放。

● 风险提示：汇率波动风险、降价风险、国际需求下降风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,866	18,604	20,773
YOY(%)	5.7	11.9	11.0	10.3	11.7
归母净利润(百万元)	1,270	1,325	1,705	2,154	2,574
YOY(%)	-3.9	4.1	28.7	26.3	19.5
毛利率(%)	24.2	23.5	26.5	28.4	29.5
净利率(%)	9.4	8.7	10.1	11.6	12.4
ROE(%)	12.4	11.9	13.8	15.4	16.1
EPS(摊薄/元)	1.46	1.52	1.96	2.48	2.96
P/E(倍)	22.8	21.9	17.0	13.5	11.3
P/B(倍)	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8209	9514	14581	15597	18613
现金	1193	1378	4307	4748	5303
应收票据及应收账款	1547	1940	1938	2334	2439
其他应收款	195	179	195	177	239
预付账款	422	405	458	523	555
存货	3818	4282	6500	6558	8857
其他流动资产	1035	1330	1183	1257	1220
非流动资产	11061	12219	12564	12719	13068
长期投资	22	33	36	42	45
固定资产	8615	9816	10377	10684	11065
无形资产	663	672	723	771	799
其他非流动资产	1761	1697	1428	1222	1159
资产总计	19270	21733	27145	28317	31681
流动负债	6237	7780	12384	12249	13972
短期借款	2904	3598	8749	8069	9757
应付票据及应付账款	1893	2344	2213	2663	2710
其他流动负债	1440	1837	1421	1518	1505
非流动负债	2437	2614	2180	1808	1403
长期借款	2020	2060	1695	1288	900
其他非流动负债	417	554	485	520	502
负债合计	8674	10394	14564	14057	15374
少数股东权益	522	511	547	593	649
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2440	2265	2265	2265	2265
留存收益	7501	8395	9604	11210	13103
归属母公司股东权益	10074	10829	12034	13666	15659
负债和股东权益	19270	21733	27145	28317	31681

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1321	1650	710	3659	1813
净利润	1312	1353	1741	2200	2630
折旧摊销	740	830	951	1072	1200
财务费用	16	63	351	423	425
投资损失	2	4	1	1	2
营运资金变动	-855	-711	-2328	-33	-2438
其他经营现金流	106	111	-6	-4	-6
投资活动现金流	-1725	-1765	-1293	-1224	-1545
资本支出	1707	1717	280	181	329
长期投资	-14	-86	-2	-4	-4
其他投资现金流	-32	-134	-1016	-1047	-1219
筹资活动现金流	287	211	-1987	-1140	-1488
短期借款	389	694	-347	173	-87
长期借款	1711	40	-365	-407	-388
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	67	-175	0	0	0
其他筹资现金流	-1880	-347	-1274	-907	-1014
现金净增加额	-98	151	-2570	1296	-1221

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13581	15197	16866	18604	20773
营业成本	10296	11622	12399	13319	14645
营业税金及附加	107	117	130	143	160
营业费用	703	828	902	1023	1143
管理费用	459	492	547	521	612
研发费用	603	632	692	744	810
财务费用	16	63	351	423	425
资产减值损失	-39	-62	-62	-71	-21
其他收益	136	184	100	50	50
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-2	-4	-1	-1	-2
资产处置收益	52	1	4	5	6
营业利润	1509	1565	2011	2555	3053
营业外收入	27	34	30	32	31
营业外支出	9	10	10	10	10
利润总额	1526	1589	2032	2578	3074
所得税	215	236	291	378	445
净利润	1312	1353	1741	2200	2630
少数股东损益	42	28	36	46	55
归属母公司净利润	1270	1325	1705	2154	2574
EBITDA	2540	2731	3333	4073	4700
EPS(元)	1.46	1.52	1.96	2.48	2.96

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.7	11.9	11.0	10.3	11.7
营业利润(%)	-4.6	3.7	28.6	27.1	19.5
归属于母公司净利润(%)	-3.9	4.3	28.7	26.3	19.5
获利能力					
毛利率(%)	24.2	23.5	26.5	28.4	29.5
净利率(%)	9.4	8.7	10.1	11.6	12.4
ROE(%)	12.4	11.9	13.8	15.4	16.1
ROIC(%)	9.8	9.1	8.8	10.7	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	47.8	53.7	49.6	48.5
净负债比率(%)	43.1	48.7	55.3	38.4	38.1
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	5.4	5.5	5.4	5.5	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.52	1.96	2.48	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.90	0.82	4.21	2.09
每股净资产(最新摊薄)	11.60	12.47	13.85	15.73	18.03
估值比率					
P/E	22.8	21.9	17.0	13.5	11.3
P/B	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	13.4	12.8	10.9	8.6	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn