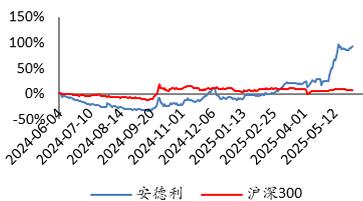


## 供需格局改善，市占率有望提升

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	52.93	83.03	85.51
绝对收益	55.09	82.09	92.84

注：相对收益与沪深300相比

分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

核心要点：

### □ 我国在浓缩苹果汁行业有绝对的话语权

全球浓缩苹果汁行业呈现需求稳定、供应集中的特点，主要消费市场以发达国家为主，需求刚性且稳定增长，同时新兴市场需求逐步上升。根据Wind及共研网，中国作为全球最大的苹果生产国，产量占全球50%以上，其中90%用于出口。根据国投中鲁2024年年报及中国进出口土畜进出口商会，2024年我国浓缩苹果汁出口量占全球38.3%，是全球主要供应国。

出口区域结构不断优化。根据安德利果汁2019年年报，2019年5月起美国对进口自中国的浓缩苹果汁征收25%的关税。我国浓缩苹果汁对美出口占比下降，南非等零关税市场出口量逐步扩大，出口区域结构不断优化。

### □ 行业格局改善，安德利市占率有望提升

2022年后行业洗牌，供给趋紧，龙头企业迎来整合扩张机会，议价能力增强。国内浓缩苹果汁原来有海升果汁、国投中鲁，安德利，陕西恒通四家龙头企业，根据中国财富网数据，过去的四大家常年销量均在10万吨以上。2022年之后，规模较大的海升果汁、陕西恒通先后退出，我国浓缩果汁出口量逐步下降，出口单价上升，安德利和国投中鲁逐步承接市场需求，议价能力增强。安德利通过收购扩产持续提升产能，凭借低负债率和产能整合优势，市场份额有望进一步扩大。

安德利客户长期合作客户，需求较为稳定，价格敏感度较低。公司国外主要客户是可口可乐、百事可乐、达能、卡夫、雀巢、三井等大型饮料生产商和贸易商；国内客户为多家国内知名食品饮料企业，浓缩果汁成本占产品成本比重很小，饮料厂商客户对浓缩果汁的价格敏感度相对较低。

### □ 我国市场需求结构提升，公司积极多元化布局

高浓度果汁市场份额逐步提升，NFC市场空间较大。中国果汁市场仍以低浓度为主，随着健康消费理念的深化，高浓度果汁占比扩大。根据中研网，我国NFC果汁仅占100%果汁消费量的2%，远低于美国的60%以及欧洲的35%，预计2024-2027年我国NFC果汁市场规模年复合增长率达23.6%。

安德利不断推进多元化延伸，布局NFC产能及市场拓展。目前公司开发了脱色脱酸浓缩果汁（苹果果糖）、NFC苹果汁、苹果浊汁、桃汁、山楂汁、番茄汁、橙汁、柠檬汁等多品种果汁，顺应市场需求。

### □ 投资建议

在行业集中度提升+需求结构提升的背景下，安德利通过并购整合强化产能优势，叠加产品结构升级，龙头地位将进一步巩固。我们预计公司2025-2027年营收分别为18.64、23.51、28.39亿元，同比增长31.5%、26.1%、20.8%。归母净利润分别为3.55、4.61、5.67亿元，同比增长36.2%、29.7%、23.0%。EPS分别为1.02、1.32、1.62元。首次覆盖给予公司“买入”评级。

### □ 风险提示

产能拓展不及预期；新品销售不及预期；关税波动风险；食品安全问题；原材料价格波动风险；市场竞争加剧。

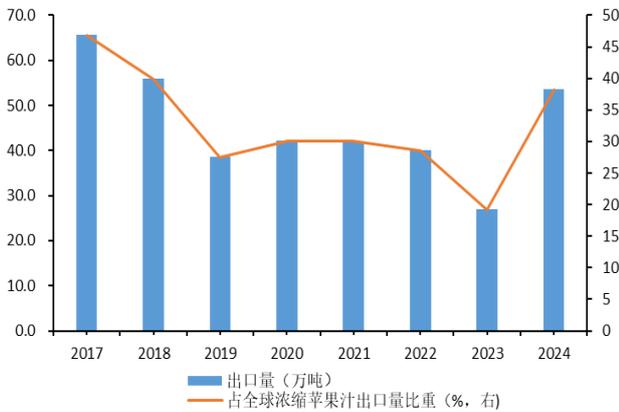
财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1418	1864	2351	2839
同比	61.9%	31.5%	26.1%	20.8%
归母净利润	261	355	461	567
同比	2.0%	36.2%	29.7%	23.0%
毛利率	24.8%	25.8%	26.6%	27.1%
ROE	9.9%	12.0%	14.0%	15.3%
每股收益 (元)	0.75	1.02	1.32	1.62
PE	77.19	56.68	43.69	35.52
EV/EBITDA	69.53	49.66	38.87	31.92

资料来源：天软、湘财证券研究所

## 1 浓缩苹果汁行业，中国有绝对话语权

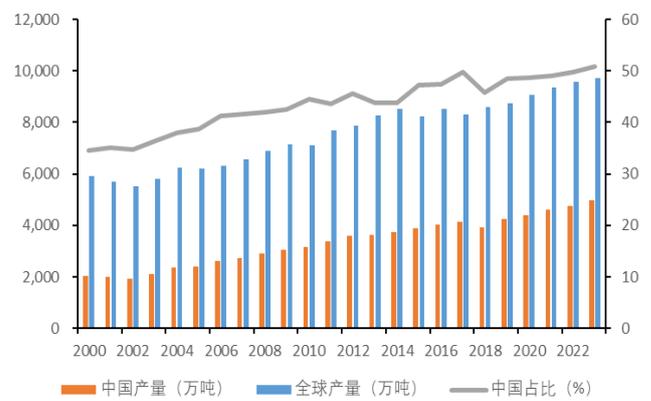
全球需求稳定，我国浓缩苹果汁出口份额提升。根据国投中鲁 2024 年年报及中国进出口土畜进出口商会，2014-2023 年，全球浓缩苹果汁年均出口量约为 140 万吨，2024 年我国浓缩苹果汁出口总量为 53.6 万吨，占全球出口量的 38.3%，占比提升。该行业属于资源密集型，其生产高度依赖苹果供应量，主要生产及出口地区集中在中国、欧洲和南美。而主要消费市场则以发达国家为主，包括美国、德国、英国、荷兰、加拿大、日本等，其中 80% 的消费量集中在发达国家，需求呈现刚性且稳定增长，新兴市场需求不断上升。

图 1 中国浓缩苹果汁出口量及占全球出口量比重



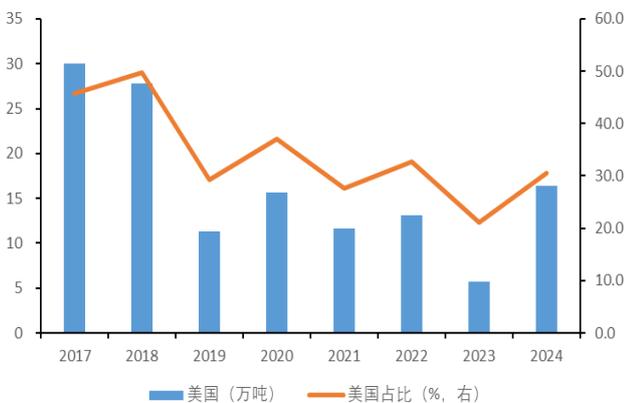
资料来源：中国进出口土畜进出口商会、国投中鲁 2024 年年报、湘财证券研究所（全球出口量按 140 万吨计）

图 2 中国苹果产量占全球比重不断提升



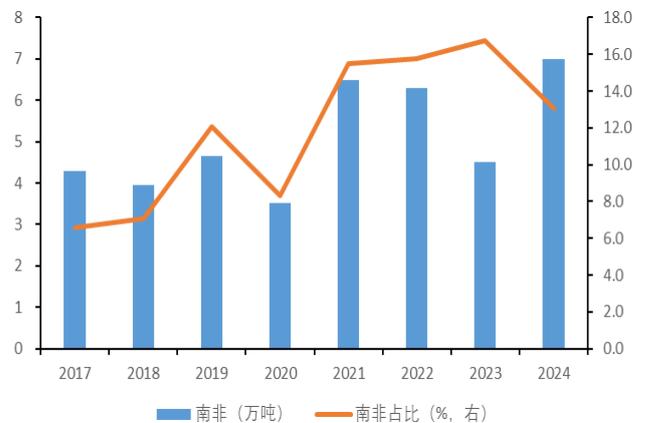
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 中国浓缩苹果汁出口至美国的数量及占比



资料来源：中国进出口土畜进出口商会、湘财证券研究所

图 4 中国浓缩苹果汁出口至南非的数量及占比



资料来源：中国进出口土畜进出口商会、湘财证券研究所

中国苹果产量占全球比重不断提升，是全球浓缩苹果汁主要的生产和出口国。根据 Wind 数据，我国苹果产量占全球 50% 以上，我国浓缩苹果汁产量的 90% 用于出口，2024 年出口量占全球出口量的 38.3%。美国是中国浓缩苹果汁的最大出口市场，根据观研天下数据，2020-2023 年间占中国出口总量的 30.5%。然而，受出口关税影响，中国企业正积极拓展新市场，南非逐渐成为重要出口目的地。

我国浓缩苹果汁出口美国逐年减小，南非成为主要浓缩苹果汁出口地。主要进口国如南非对中国出口的浓缩苹果汁实施零关税。根据安德利果汁 2019 年年报，美国在 2018 年 9 月 24 日前，对进口自中国的浓缩苹果汁实施零关税，但从 2018 年 9 月 24 日起对进口自中国的浓缩苹果汁征收 10% 的关税，从 2019 年 5 月 10 日起对进口自中国的浓缩苹果汁征收 25% 的关税。

安德利客户长期合作客户，需求较为稳定，价格敏感度较低。公司国外主要客户是可口可乐、百事可乐、达能、卡夫、雀巢、三井等大型饮料生产商和贸易商；国内客户为多家国内知名食品饮料企业，浓缩果汁成本占产品成本比重很小，饮料厂商客户对浓缩果汁的价格敏感度相对较低。公司亦在不断开发新客户。根据安德利招股说明书，2017-2019 年，美国从中国进口的浓缩苹果汁占其进口总量的 74.06%、76.16%、19.73%。2018 年，中国出口美国的浓缩苹果汁占中国出口量的 50%，2020-2023 年间出口量占比约 30.5%。

表 1 美国对进口中国浓缩苹果汁的关税

日期	关税
2018 年 9 月 24 日前	0
2018 年 9 月 24 日起	10%
2019 年 5 月 10 日起	25%

资料来源：安德利果汁 2019 年年报、湘财证券研究所

图 5 安德利对美国出口业务占营收比重

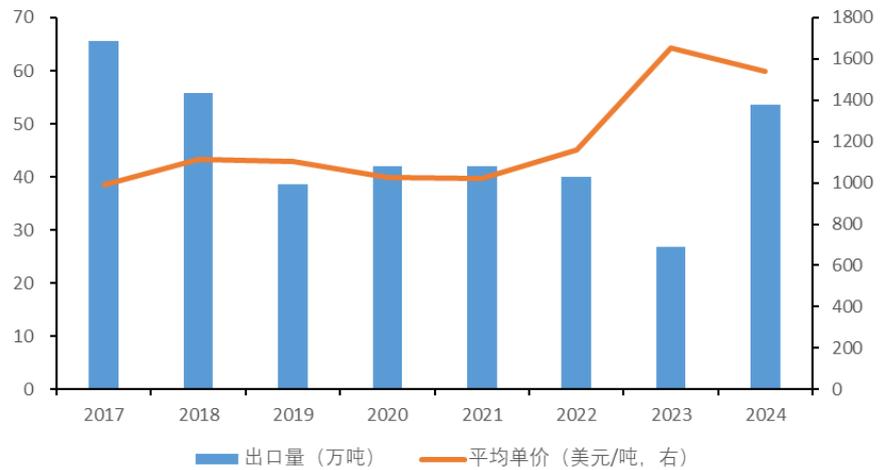


资料来源：安德利招股说明书、安德利投资者关系活动记录 (20250516)、湘财证券研究所

## 2 安德利市场份额有望提升，议价能力增强

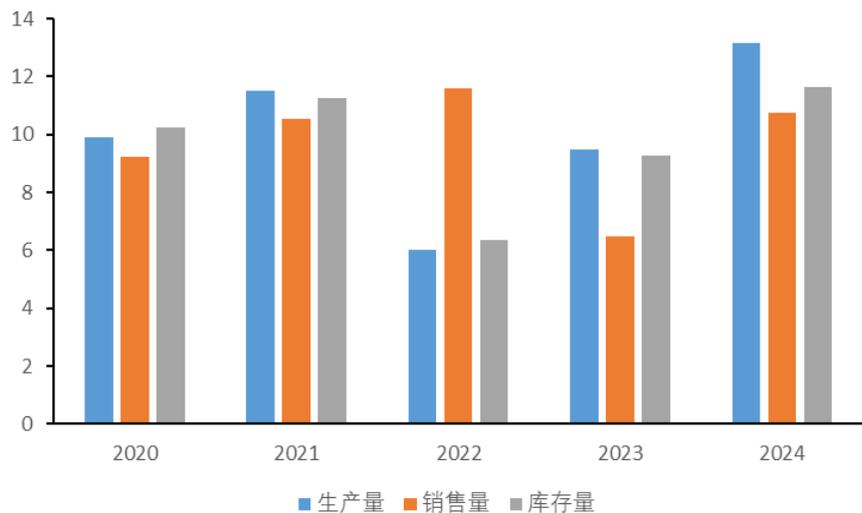
2022年后行业洗牌，供给趋紧，龙头企业迎来整合扩张机会，议价能力增强。国内浓缩苹果汁原来有海升果汁、国投中鲁，安德利，陕西恒通四家龙头企业，根据中国财富网数据，过去的四大家常年销量均在10万吨以上。2022年之后，规模较大的海升果汁、陕西恒通先后退出，我国浓缩果汁出口量逐步下降，出口单价上升，安德利和国投中鲁逐步承接市场需求，议价能力增强。

图6 我国浓缩苹果汁出口量和出口均价走势



资料来源：中国进出口土畜进出口商会、湘财证券研究所

图7 安德利产销量情况（万吨）



资料来源：安德利年报（2020-2024）、湘财证券研究所

安德利凭借较低的资产负债率，抓住行业格局优化的机遇，持续扩充产

能。根据安德利投资者关系活动记录(20240724), 2023年, 其通过收购恒通果汁的阿克苏工厂提升产能; 2024年7月, 又竞拍获得延安富县恒兴果汁资产, 产业布局扩展至7个省、10个工厂、19条生产线。

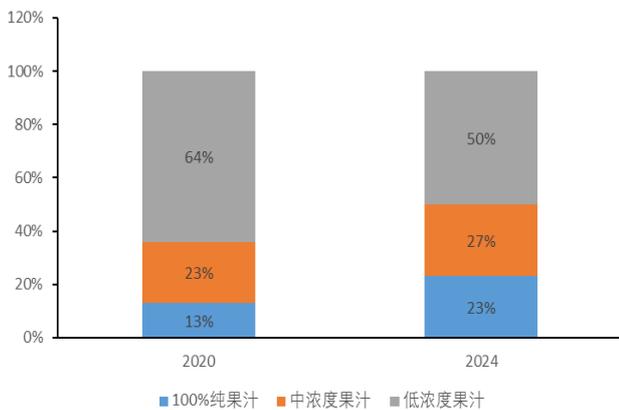
**安德利产量逐年提高, 市场份额有望进一步扩大。**根据观研天下的数据, 2023年, 国投中鲁和安德利的浓缩苹果汁销量分别为8.44万吨和6.50万吨, 占全球销量的8.2%和6.3%, 合计占比14.5%。其中, 国投中鲁占中国出口总量的25.3%, 安德利占比约20%。根据安德利投资者关系活动记录(20250516), 2024年, 安德利销量达10.74万吨, 其中出口美国占比12.8%。

### 3 结构提升, NFC 果汁高速增长

**我国果汁饮料依然以低浓度果汁为主, 高浓度果汁市场份额不断提升。**根据商业报告局数据, 2024年我国100%纯果汁销售额占比23%, 消费量占比约11%, 而美国、日本等国家纯果汁消费量占比超50%, 随着消费对健康化需求的提升, 我国高浓度果汁市场份额有较大提升空间。

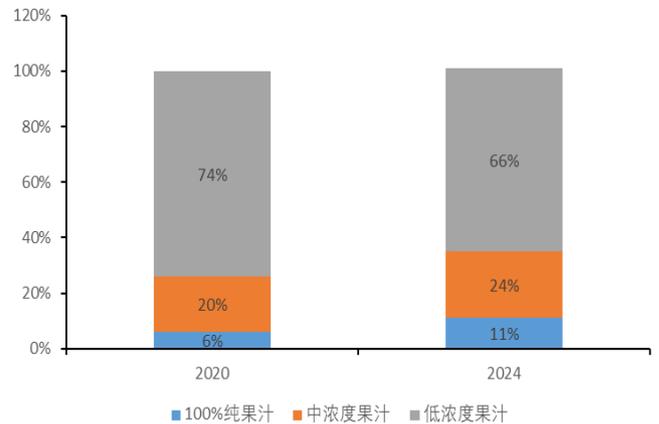
农夫山泉、汇源果汁、汇多滋、九日、佳果源、宝桑园、褚橙果汁、派森百、伊藤园、斐索FSJUICE等品牌都布局了NFC果汁, 与此同时盒马、山姆、胖东来等渠道商业纷纷推出自营NFC果汁产品。

图8 中国不同浓度果汁零售额占比



资料来源: 商业报告局、湘财证券研究所

图9 中国不同浓度果汁零售消费量占比



资料来源: 商业报告局、湘财证券研究所

**我国NFC果汁增速较高, NFC苹果汁为第二大品类。**100%果汁包括复原果汁(FC果汁)和NFC果汁。随着健康消费理念的深化, NFC果汁赛道持续升温。根据中研网数据, 我国NFC果汁保持高速增长, 预计2024-2027年NFC果汁市场规模年复合增长率达23.6%。我国NFC果汁仅占100%果汁

消费量的 2%，远低于美国的 60% 以及欧洲的 35%。我国 NFC 果汁结构中，橙汁占比为 45%，苹果汁占比 25%。

**饮料企业积极布局 NFC 果汁。**农夫山泉、汇源果汁、汇多滋、伊藤园等品牌都布局了 NFC 果汁，同时，盒马、山姆、胖东来等渠道商业均推出自营 NFC 果汁产品。

**安德利不断推进多元化延伸，布局 NFC 产能及市场拓展。**目前公司开发了脱色脱酸浓缩果汁（苹果果糖）、NFC 苹果汁、苹果浊汁、桃汁、山楂汁、番茄汁、橙汁、柠檬汁等多品种果汁，顺应市场需求。

## 4 投资建议

在行业集中度提升+需求结构提升的背景下，安德利通过并购整合强化产能优势，叠加产品结构升级，龙头地位将进一步巩固。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 18.64、23.51、28.39 亿元，同比增长 31.5%、26.1%、20.8%。归母净利润分别为 3.55、4.61、5.67 亿元，同比增长 36.2%、29.7%、23.0%。EPS 分别为 1.02、1.32、1.62 元。首次覆盖给予公司“买入”评级。

## 5 风险提示

产能拓展不及预期；新品销售不及预期；关税波动风险；食品安全问题；原材料价格波动风险；市场竞争加剧。

附表 1 安德利财务报表以及相应指标 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1813	2561	3149	3698	<b>营业收入</b>	1418	1864	2351	2839
货币资金	236	336	423	511	营业成本	1066	1383	1726	2069
应收账款	302	359	453	557	税金及附加	12	19	24	28
其他应收款	1	9	7	9	销售费用	7	9	12	14
预付账款	2	3	4	4	管理费用	46	75	94	114
存货	1159	1607	2069	2417	研发费用	19	28	38	48
其他流动资产	113	248	193	200	财务费用	-14	-6	-7	-9
<b>非流动资产</b>	967	1054	1152	1244	信用减值损失	-20	-7	-8	-9
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
固定资产	842	934	1026	1112	公允价值变动收益	-10	-23	-22	-20
在建工程	2	0	0	0	投资收益	9	33	30	28
无形资产	101	105	110	116	<b>营业利润</b>	261	360	467	573
其他非流动资产	21	15	16	17	营业外收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2780	3615	4301	4943	营业外支出	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	128	662	1008	1237	<b>利润总额</b>	261	360	467	573
短期借款	0	492	796	982	所得税	0	5	6	7
应付账款	97	115	147	177	<b>净利润</b>	261	355	461	567
其他流动负债	31	55	65	78	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	6	5	5	5	<b>归属母公司净利润</b>	261	355	461	567
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	285	399	510	621
其他非流动负债	6	5	5	5	EPS (元)	0.75	1.02	1.32	1.62
<b>负债合计</b>	134	667	1013	1242	<b>主要财务比率</b>				
<b>归属母公司股东权益</b>	2646	2947	3288	3701	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
股本	349	349	349	349	<b>成长能力</b>				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	61.9%	31.5%	26.1%	20.8%
留存收益	2365	2632	2978	3394	营业利润	-1.1%	37.9%	29.6%	22.8%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	2.0%	36.2%	29.7%	23.0%
<b>负债和股东权益</b>	2780	3615	4301	4943	<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率(%)	24.8%	25.8%	26.6%	27.1%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	18.4%	19.0%	19.6%	20.0%
经营活动现金流	-109	-89	-4	194	ROE(%)	9.9%	12.0%	14.0%	15.3%
净利润	261	355	461	567	ROIC(%)	10.6%	12.1%	13.0%	14.0%
资产减值准备	2	7	14	15	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	38	45	51	57	资产负债率(%)	4.8%	18.5%	23.6%	25.1%
财务费用	-14	-6	-7	-9	流动比率	14.14	3.87	3.12	2.99
投资损失	-9	-33	-30	-28	速动比率	5.10	1.44	1.07	1.04
营运资金变动	-429	-484	-512	-428	利息保障倍数	-	-	-	-
其他经营现金流	43	28	21	20	<b>营运能力</b>				
投资活动现金流	-53	-256	-100	-148	总资产周转率	0.53	0.58	0.59	0.61
资本支出	162	136	145	145	应收账款周转率	5.97	5.18	5.33	5.17
长期投资	-91	1	-0	0	存货周转率	1.03	1.00	0.94	0.92
其他投资现金流	19	-119	45	-2	<b>每股指标 (元)</b>				
筹资活动现金流	-145	444	191	42	每股收益(最新摊薄)	0.75	1.02	1.32	1.62
短期借款	0	492	304	186	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.31	-0.25	-0.01	0.56
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.45	9.42	10.60
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	77.19	56.68	43.69	35.52
其他筹资现金流	-145	-48	-113	-144	P/B	7.61	6.83	6.12	5.44
现金净增加额	-308	99	88	88	EV/EBITDA	69.53	49.66	38.87	31.92

资料来源: 天软, 湘财证券研究所

## 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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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% 以上；
- 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。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。