

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

2024 年的国内销售恢复显著

——安琪酵母(600298)业绩点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

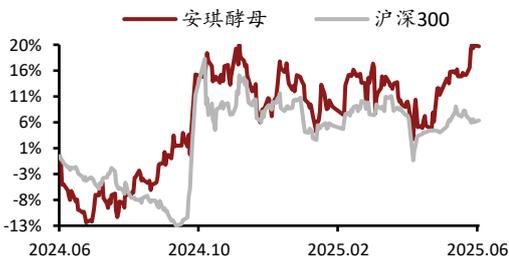
市场数据(2025-06-03)

收盘价(元)	38.02
一年内最高/最低(元)	38.12/27.88
沪深 300 指数	3,852.01
市净率(倍)	2.95
流通市值(亿元)	325.89

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	12.91
每股经营现金流(元)	-0.29
毛利率(%)	25.97
净资产收益率_摊薄(%)	3.30
资产负债率(%)	47.44
总股本/流通股(万股)	86,813.85/85,715.05
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《安琪酵母(600298)季报点评：三季度收入增长提速，拉动全年》 2024-12-20

《安琪酵母(600298)季报点评：糖蜜价格下行，海外增长突出》 2024-11-22

《安琪酵母(600298)中报点评：境外市场高增，二季度改善显著》 2024-08-19

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 06 月 04 日

投资要点：

- 公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报：2024 年，公司实现营业收入 151.97 亿元，同比增 11.86%；实现归母扣非净利润 11.70 亿元，同比增 5.79%。2025 年一季度，公司实现营业收入 37.94 亿元，同比增 8.95%；实现归母扣非净利润 3.37 亿元，同比增 14.37%。
- 酵母主业的销售收入保持良好增长。2024 年公司销售收入同比增长 11.86%，增幅较 2023 年上升 6.16 个百分点。其中，2024Q4 实现营收 42.85 亿元，同比增 9.07%，增幅较上年同期上升 7.31 个百分点。剔除制糖业，2024 年酵母主业实现营业收入 108.54 亿元，同比增 14.19%，增幅较 2023 年上升 8.81 个百分点。2025 一季度收入延续了增势：20251Q 营收同比增 8.95%，增幅较上年同期上升 6.42 个百分点。整体来看，酵母主业保持了稳定而较高的增长水平。
- 海外市场销售保持高增长，国内市场恢复显著。2024 年，海外市场营收 57.12 亿元，同比增 19.36%，增幅较上年回落 2.63 个百分点。本期海外市场的销售权重上升 2.35 个百分点至 37.59%。2024 年，国内市场销售收入由降转增：国内市场营收 94.21 亿元，同比增 7.5%，增幅较上年上升 8.73 个百分点。本期，国内市场的销售权重继续下降至 61.99%，较上年下降 2.52 个百分点。
- 酵母主业销量突破 40 万吨。2024 年，酵母及其深加工产品的销售量为 40.39 万吨，同比增 15.9%，销量增幅大于收入 1.71 个百分点，产品结构略有下沉。本期，酵母及其深加工产品的全球销量突破 40 万吨。
- 原料、人工等成本上涨较大，主业毛利率持续下滑。2024 年，酵母主业录得毛利率 29.54%，较 2023 年下降 1.11 个百分点。酵母主业的盈利自 2020 年以来连续 4 年下滑，2024 年的毛利率相较 2020 年下降了 10.12 个百分点。原料成本上涨仍是酵母毛利率下滑的主要原因。2024 年，占成本 40.97%的原料成本同比上涨了 17.37%，高出收入 3.18 个百分点，原料成本的压力仍然较大。国内外市场的成本压力均大，导致二者的毛利率双双下滑：其中，国内市场录得

毛利率 19.87%，较 2023 年下降 0.79 个百分点；国外市场录得毛利率 29.69%，较 2023 年下降 1 个百分点。自 2020 年以来国内市场成本上涨过快是拉低主业盈利的主要原因：相比 2020 年，国内市场的毛利率下降了 16.3 个百分点，而国外市场的毛利率上升 0.99 个百分点。考虑到国内市场的销售权重始终超过一半，故国内市场的盈利性变差是主业盈利下滑的主因。

- **2025 年一季度的毛利率同比大幅改善。** 20251Q，公司录得毛利率 25.97%，同比升高 1.31 个百分点，盈利有改善迹象，但其持续性仍需要观察后续季度。此外，一季度的财务费用同比减少较多：20251Q 公司财务费率 0.09%，同比下降 0.47 个百分点。由于付息债务升高，2024 年的财务费率上升过多：2024 年公司的财务费率 0.42%，同比上升 0.3 个百分点。
- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 1.84 元、2.18 元和 2.58 元，参照 6 月 3 日收盘价 38.02 元，对应的市盈率分别为 20.69 倍、17.46 倍和 14.74 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：糖蜜成本进一步上涨；汇率波动导致财务费用升高；国内下游需求低迷，国内销售遇阻；地缘冲突导致的经营风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,585	15,197	16,717	18,388	20,227
增长比率（%）	5.78	11.86	10.00	10.00	10.00
净利润（百万元）	1,273	1,325	1,596	1,890	2,239
增长比率（%）	-3.67	4.07	20.46	18.45	18.49
每股收益(元)	1.47	1.53	1.84	2.18	2.58
市盈率(倍)	25.93	24.92	20.69	17.46	14.74

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,211	9,514	10,277	11,269	12,355
现金	1,194	1,378	1,223	1,316	1,357
应收票据及应收账款	1,547	1,940	2,173	2,414	2,746
其他应收款	195	179	200	225	253
预付账款	422	405	443	473	505
存货	3,818	4,282	4,694	5,140	5,651
其他流动资产	1,035	1,330	1,544	1,701	1,843
非流动资产	11,095	12,219	13,317	14,461	15,505
长期投资	22	33	33	33	33
固定资产	8,643	9,816	11,063	12,300	13,385
无形资产	669	672	689	700	716
其他非流动资产	1,761	1,697	1,531	1,428	1,370
资产总计	19,306	21,733	23,593	25,730	27,859
流动负债	6,249	7,780	8,535	9,435	10,116
短期借款	2,904	3,598	4,158	4,608	4,878
应付票据及应付账款	1,900	2,344	2,569	2,912	3,254
其他流动负债	1,445	1,837	1,808	1,915	1,984
非流动负债	2,440	2,614	2,686	2,753	2,843
长期借款	2,020	2,060	2,105	2,169	2,256
其他非流动负债	420	554	581	584	587
负债合计	8,689	10,394	11,221	12,188	12,958
少数股东权益	522	511	543	578	617
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2,455	2,265	2,265	2,265	2,265
留存收益	7,506	8,395	9,404	10,538	11,859
归属母公司股东权益	10,094	10,829	11,829	12,963	14,285
负债和股东权益	19,306	21,733	23,593	25,730	27,859

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,327	1,650	2,025	2,989	3,468
净利润	1,314	1,353	1,628	1,925	2,278
折旧摊销	760	847	1,154	1,397	1,702
财务费用	48	42	115	124	137
投资损失	2	4	3	2	-2
营运资金变动	-789	-662	-951	-537	-709
其他经营现金流	-9	66	74	79	63
投资活动现金流	-1,727	-1,765	-2,304	-2,533	-2,733
资本支出	-1,708	-1,680	-2,188	-2,483	-2,686
长期投资	-19	-86	-45	-46	-47
其他投资现金流	0	0	-71	-4	0
筹资活动现金流	282	211	105	-363	-696
短期借款	389	694	560	450	270
长期借款	1,711	40	45	64	87
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	82	-190	0	0	0
其他筹资现金流	-1,899	-332	-500	-877	-1,053
现金净增加额	-98	151	-155	93	40

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,585	15,197	16,717	18,388	20,227
营业成本	10,298	11,622	12,671	13,920	15,292
营业税金及附加	107	117	125	136	146
营业费用	703	828	886	938	1,011
管理费用	461	492	535	577	607
研发费用	601	632	669	699	748
财务费用	16	63	61	64	57
资产减值损失	-39	-62	-66	-67	-55
其他收益	138	184	201	239	283
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	-3	-2	2
资产处置收益	52	1	0	0	0
营业利润	1,511	1,565	1,871	2,196	2,572
营业外收入	27	34	35	28	31
营业外支出	9	10	13	12	14
利润总额	1,529	1,589	1,893	2,212	2,589
所得税	215	236	265	288	311
净利润	1,314	1,353	1,628	1,925	2,278
少数股东损益	42	28	33	35	39
归属母公司净利润	1,273	1,325	1,596	1,890	2,239
EBITDA	2,247	2,488	3,108	3,673	4,348
EPS (元)	1.47	1.53	1.84	2.18	2.58

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	5.78	11.86	10.00	10.00	10.00
营业利润 (%)	-4.40	3.51	19.60	17.37	17.11
归属母公司净利润 (%)	-3.67	4.07	20.46	18.45	18.49
获利能力					
毛利率 (%)	24.19	23.52	24.20	24.30	24.40
净利率 (%)	9.37	8.72	9.54	10.28	11.07
ROE (%)	12.61	12.23	13.49	14.58	15.68
ROIC (%)	7.96	7.86	8.56	9.29	10.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.01	47.82	47.56	47.37	46.51
净负债比率 (%)	81.85	91.66	90.69	90.01	86.96
流动比率	1.31	1.22	1.20	1.19	1.22
速动比率	0.50	0.47	0.44	0.44	0.46
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.74	0.74	0.75	0.75
应收账款周转率	8.68	9.00	8.59	8.45	8.25
应付账款周转率	5.96	6.17	5.80	5.71	5.58
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.47	1.53	1.84	2.18	2.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.53	1.90	2.33	3.44	4.00
每股净资产 (最新摊薄)	11.63	12.47	13.63	14.93	16.45
估值比率					
P/E	25.93	24.92	20.69	17.46	14.74
P/B	3.27	3.05	2.79	2.55	2.31
EV/EBITDA	15.49	14.62	12.56	10.74	9.15

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。