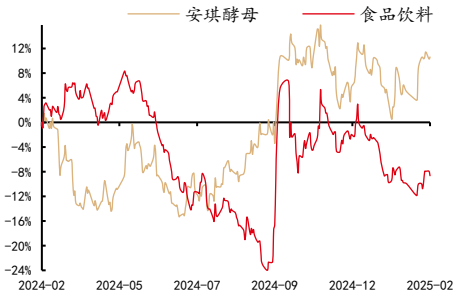
股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	36.40
总股本/流通股本（亿股）	8.69 / 8.54
总市值/流通市值（亿元）	316 / 311
52 周内最高/最低价	38.12 / 27.88
资产负债率(%)	45.0%
市盈率	24.76
第一大股东	湖北安琪生物集团有限公司

研究所

分析师：蔡雪昱
SAC 登记编号：S1340522070001
Email：caixueyu@cnpsec.com
分析师：杨逸文
SAC 登记编号：S1340522120002
Email：yangyiwen@cnpsec.com

安琪酵母(600298)

业绩弹性释放，国内+海外市场双轮驱动

投资要点

安琪酵母凭借技术壁垒和全球化布局稳居行业第一梯队。公司是全球最大的 YE 供应商和第二大酵母供应商，公司拥有技术和产能壁垒，持续高研发投入支撑高附加值产品开发，同时公司拥有国内外 16 个酵母工厂，在国内市场占比 55%，在全球占比超过 19%，酵母系列产品规模已居全球第二，具备显著的规模优势。安琪酵母长期逻辑（行业增长+海外全球化布局）与短期催化（成本红利+产品升级）形成共振，2025 年业绩弹性值得期待。

行业需求稳健扩张，安琪依托产品创新和全球化战略持续打开成长空间。行业基础需求稳健扩张，健康消费驱动天然酵母替代化学添加剂，YE 在调味品领域渗透率加速、同时拓展在休闲零食等新领域的应用。2018-2023 年间，全球烘焙食品的规模 从 3854 亿美元增长到 4929 亿美元，年均复合增长率为 5%，中国烘焙食品及面包类消费市场情况在 2023 年逐步回归正轨，预计到 2026 年中国烘焙食品年增速达到 6.2%，预制食品、工业化餐饮推动酵母需求刚性增长。公司在经历业绩短期承压，24Q2 起国内业务环比修复，海外保持高速增长，2024 年前三季度实现营业总收入 109.12 亿元，同比增长 13.05%。

成本下行、产品策略优化及海外放量构成业绩弹性核心驱动力。

糖蜜成本周期性下滑带来成本弹性：公司毛利率受糖蜜价格影响较大，21/22 榨季因玉米价格下降、下游需求回落，糖蜜价格阶段性出现回落，后 22 年俄乌冲突导致大宗价格抬升、叠加当期榨季气候不佳导致减产，糖蜜价格再度回弹至高位震荡，23/24 榨季全国主产区糖蜜产量增长推动糖蜜价格稳中向下，最新 24/25 榨季国内甘蔗持续增产、糖蜜供应量增加，叠加下游应用场景减少糖蜜价格进一步下探。公司原料采购季为每年年底到第二年 3-4 月，截至目前采购进度接近完成，平均采购成本较去年同期有较大幅度下滑，成本弹性显著。

从产能扩张周期视角看，公司固定资产**新增折旧摊销高峰已过**，产能建设节奏与收入增长的错位修复，糖蜜成本周期性回落及高毛利产品结构优化，2025 年首次实现**折旧拖累减弱与成本端改善双重共振，利润弹性进入释放拐点。**前期海外及国内产能集中投产时期过去，新增折旧边际影响递减，而产能释放驱动的收入增长保持稳健，新增折旧/收入比自 2024 年起进入下行通道。

产品结构升级叠加战略性调价助推国内市场恢复增长：公司于24年上半年随行业竞对开始降价促销，国内主导产品销售情况逐季走强，同时公司通过YE、保健品等高附加值产品实现结构化升级，提升利润空间，降低对传统酵母价格战的依赖。

海外本土化产能布局、新兴市场需求爆发驱动境外市场持续发力：埃及、俄罗斯工厂利用当地低价糖蜜和关税优势，辐射中东、非洲及独联体市场，另外新兴市场东南亚、中东等地烘焙渗透率尚低，城镇化与西式饮食文化扩散推动需求高增，叠加预制食品工业化趋势，酵母刚需属性凸显，2024年前三季度海外收入占比近40%，同比增长21.77%，海外市场成为公司近两年增长主引擎。

安琪酵母长期逻辑与短期催化因素形成共振，关注糖蜜成本下行、海外市场拓展及产品结构升级带动，**2025年业绩弹性值得期待。**

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司2024年-2026年营业收入分别为152.70/175.12/196.09亿元，同比+12.43%/+14.69%/+11.97%，预计2024年-2026年归母净利润分别为13.72/16.59/19.94亿元，同比+8.04%/+20.89%/+20.21%。未来三年EPS分别为1.58/1.91/2.30元，对应当前股价PE为23/19/16倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13581	15270	17512	19609
增长率(%)	5.74	12.43	14.69	11.97
EBITDA（百万元）	2282.35	3144.36	3737.68	4271.95
归属母公司净利润（百万元）	1270.16	1372.23	1658.82	1994.14
增长率(%)	-3.86	8.04	20.89	20.21
EPS(元/股)	1.46	1.58	1.91	2.30
市盈率（P/E）	24.90	23.05	19.07	15.86
市净率（P/B）	3.13	2.86	2.59	2.33
EV/EBITDA	15.78	11.38	9.44	7.93

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表				
营业收入	13581	15270	17512	19609
营业成本	10296	11572	13046	14508
税金及附加	107	108	136	152
销售费用	703	809	946	1039
管理费用	459	504	587	647
研发费用	603	614	683	765
财务费用	16	204	171	133
资产减值损失	-39	-54	-88	-98
营业利润	1509	1614	1996	2402
营业外收入	27	24	24	24
营业外支出	9	7	7	7
利润总额	1526	1631	2012	2419
所得税	215	245	302	363
净利润	1312	1386	1710	2056
归母净利润	1270	1372	1659	1994
每股收益（元）	1.46	1.58	1.91	2.30
资产负债表				
货币资金	1194	2189	2317	3027
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1765	2018	2314	2591
预付款项	422	384	440	493
存货	3818	3751	4229	4703
流动资产合计	8211	8994	10048	11651
固定资产	8667	8608	9072	8754
在建工程	758	1129	750	500
无形资产	669	599	563	509
非流动资产合计	11095	11415	11460	10838
资产总计	19306	20410	21508	22489
短期借款	2904	2620	2378	1921
应付票据及应付账款	1900	2215	2497	2777
其他流动负债	1445	1913	2163	2407
流动负债合计	6249	6748	7038	7105
其他	2440	2067	1658	1155
非流动负债合计	2440	2067	1658	1155
负债合计	8689	8815	8696	8260
股本	869	869	869	869
资本公积金	2455	2455	2455	2455
未分配利润	6770	7734	8900	10256
少数股东权益	522	536	588	649
其他	0	0	0	0
所有者权益合计	10616	11595	12812	14229
负债和所有者权益总计	19306	20410	21508	22489

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	5.7%	12.4%	14.7%	12.0%
营业利润	-4.6%	7.0%	23.6%	20.4%
归属于母公司净利润	-3.9%	8.0%	20.9%	20.2%
获利能力				
毛利率	24.2%	24.2%	25.5%	26.0%
净利率	9.7%	9.1%	9.8%	10.5%
ROE	12.6%	12.4%	13.6%	14.7%
ROIC	10.2%	9.8%	12.0%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	45.0%	43.2%	40.4%	36.7%
流动比率	1.31	1.33	1.43	1.64
营运能力				
应收账款周转率	7.69	7.57	7.57	7.57
存货周转率	2.70	3.09	3.09	3.09
总资产周转率	0.70	0.75	0.81	0.87
每股指标（元）				
每股收益	1.46	1.58	1.91	2.30
每股净资产	11.62	12.73	14.07	15.63
估值比率				
PE	24.90	23.05	19.07	15.86
PB	3.13	2.86	2.59	2.33

现金流量表				
净利润	1312	1170	1550	1896
折旧和摊销	740	1310	1554	1721
营运资本变动	-855	995	-394	-370
其他	69	405	338	299
经营活动现金流净额	1266	3880	3049	3546
资本开支	-1597	-1600	-1600	-1100
其他	-128	-16	-6	-6
投资活动现金流净额	-1725	-1616	-1606	-1106
股权融资	82	0	0	0
债务融资	2099	-657	-652	-960
其他	-1894	-611	-664	-771
筹资活动现金流净额	287	-1269	-1316	-1730
现金及现金等价物净增加额	-153	996	127	710

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048