

安琪酵母 (600298.SH)

主业稳健增长，利润弹性向上

事件：公司发布2025年一季报，25Q1实现营收37.9亿元，同比+8.9%；实现归母净利润3.7亿元，同比+16.0%；实现扣非净利润3.4亿元，同比+14.4%。

酵母主业稳健增长，海外市场高增延续。25Q1公司收入同比+8.9%，分品类来看，酵母及深加工/制糖/包装/其他（含食品原料）分别实现营收27.7/1.6/1.0/7.6亿元，同比分别+13.2%/-60.7%/-4.4%/+44.1%，主业酵母及衍生品主业稳健增长，我们预计前期公司内部组织架构调整的影响已基本消除；制糖业务收入规模持续收缩，其他业务中预计食品原料等延续高增长。分地区来看，25Q1国内/国外实现营收21.0/16.8亿元，同比-0.3%/+22.9%，国内业务若剔除制糖和包装影响则25Q1同比+15.0%，预计酵母主业在春节错期影响下仍表现稳健，食品原料等其他业务贡献增量；海外业务仍保持高增速。

业务结构改善+糖蜜成本红利，盈利能力企稳回升。25Q1公司毛利率同比+1.3pct至26.0%，我们认为主要原因或为高毛利率的酵母主业占比提升，且糖蜜成本下降增厚利润，但海运费预计同比仍有提升，对冲部分成本红利。25Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.7/-0.2/-0.5/-0.5pct至5.6%/3.5%/3.6%/0.1%，整体费用率保持稳定。受益于毛利率上行贡献，25Q1年公司净利率同比+0.7pct至10.2%。

成本红利叠加海运费贡献增量，25Q2起利润弹性有望更充分释放。收入端来看，2025年公司目标营收同比增速10%以上，其中国内稳居绝对龙头地位，收入有望稳健增长；国际市场公司强化海外子公司布局，优化渠道建设及服务能力，有望保持高速扩张。利润端来看，我们认为糖蜜成本下降红利全年有望稳步兑现至利润端，且海运费在3月已有回落，25Q2起在去年高基数下同比或有下行空间，对利润端转向正向贡献，公司利润弹性有望更充分释放。

投资建议：略调整盈利预测，预计公司2025-2027年分别实现归母净利润16.0/18.7/22.1亿元，同比+20.5%/17.4%/18.2%，当前股价对应PE为18/16/13x，估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，消费力恢复不及预期，大单品培育不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,585	15,197	16,757	18,545	20,437
增长率 yoy (%)	5.8	11.9	10.3	10.7	10.2
归母净利润（百万元）	1,273	1,325	1,596	1,874	2,215
增长率 yoy (%)	-3.7	4.1	20.5	17.4	18.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.47	1.52	1.84	2.16	2.55
净资产收益率 (%)	12.6	12.2	13.5	14.4	15.3
P/E（倍）	23.0	22.1	18.3	15.6	13.2
P/B（倍）	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0

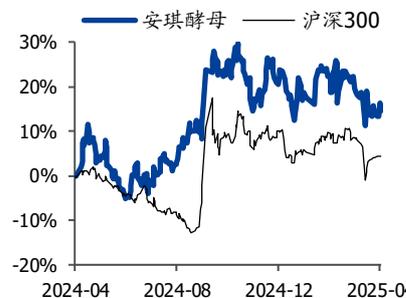
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年04月25日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	调味发酵品II
前次评级	买入
04月25日收盘价（元）	33.69
总市值（百万元）	29,264.64
总股本（百万股）	868.64
其中自由流通股（%）	98.37
30日日均成交量（百万股）	6.97

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

相关研究

- 《安琪酵母（600298.SH）：24年平稳落地，期待利润弹性》 2025-04-11
- 《安琪酵母（600298.SH）：收入提速、费用优化，Q4冲刺全年目标》 2024-11-02
- 《安琪酵母（600298.SH）：主业环比加速，国内显著修复》 2024-08-08

财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8211	9514	10745	12740	15303
现金	1194	1378	2147	3371	5147
应收票据及应收账款	1547	1940	1886	2068	2262
其他应收款	195	179	233	258	284
预付账款	422	405	499	549	598
存货	3818	4282	4458	4852	5248
其他流动资产	1035	1330	1521	1643	1766
非流动资产	11095	12219	12650	12548	12107
长期投资	22	33	33	33	33
固定资产	8643	9816	10560	10450	9688
无形资产	669	672	748	820	888
其他非流动资产	1761	1697	1308	1244	1497
资产总计	19306	21733	23395	25287	27410
流动负债	6249	7780	8370	9015	9665
短期借款	2904	3598	3898	4198	4498
应付票据及应付账款	1900	2344	2358	2590	2823
其他流动负债	1445	1837	2114	2227	2344
非流动负债	2440	2614	2638	2638	2638
长期借款	2020	2060	2060	2060	2060
其他非流动负债	420	554	578	578	578
负债合计	8689	10394	11008	11653	12303
少数股东权益	522	511	552	600	657
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2455	2265	2265	2265	2265
留存收益	7506	8395	9402	10601	12017
归属母公司股东权益	10094	10829	11835	13034	14451
负债和股东权益	19306	21733	23395	25287	27410

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1327	1650	2393	2702	3081
净利润	1314	1353	1637	1923	2272
折旧摊销	760	847	941	1072	1111
财务费用	48	42	128	133	137
投资损失	2	4	0	0	0
营运资金变动	-789	-662	-384	-497	-510
其他经营现金流	-9	66	71	71	71
投资活动现金流	-1727	-1765	-1433	-969	-669
资本支出	-1708	-1680	-1368	-969	-669
长期投资	-19	-86	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-65	0	0
筹资活动现金流	282	211	-177	-509	-636
短期借款	389	694	300	300	300
长期借款	1711	40	0	0	0
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	-1899	-332	-477	-809	-936
现金净增加额	-98	151	802	1224	1776

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13585	15197	16757	18545	20437
营业成本	10298	11622	12484	13713	14948
营业税金及附加	107	117	134	148	163
营业费用	703	828	922	1014	1116
管理费用	461	492	550	587	634
研发费用	601	632	696	771	849
财务费用	16	63	74	79	83
资产减值损失	-39	-62	-60	-60	-60
其他收益	138	184	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	0	0	0
资产处置收益	52	1	0	0	0
营业利润	1511	1565	1914	2251	2662
营业外收入	27	34	20	20	20
营业外支出	9	10	8	9	9
利润总额	1529	1589	1926	2262	2673
所得税	215	236	289	339	401
净利润	1314	1353	1637	1923	2272
少数股东损益	42	28	41	48	57
归属母公司净利润	1273	1325	1596	1874	2215
EBITDA	2247	2488	2941	3413	3866
EPS(元/股)	1.47	1.52	1.84	2.16	2.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	11.9	10.3	10.7	10.2
营业利润(%)	-4.4	3.5	22.4	17.6	18.2
归属母公司净利润(%)	-3.7	4.1	20.5	17.4	18.2
获利能力					
毛利率(%)	24.2	23.5	25.5	26.1	26.9
净利率(%)	9.4	8.7	9.5	10.1	10.8
ROE(%)	12.6	12.2	13.5	14.4	15.3
ROIC(%)	8.0	7.9	8.8	9.5	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	47.8	47.1	46.1	44.9
净负债比率(%)	39.9	44.7	38.7	28.4	15.9
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	8.7	9.0	9.0	9.4	9.4
应付账款周转率	6.0	6.2	6.0	6.3	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.52	1.84	2.16	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.90	2.76	3.11	3.55
每股净资产(最新摊薄)	11.62	12.47	13.63	15.01	16.64
估值比率					
P/E	23.0	22.1	18.3	15.6	13.2
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.5	14.6	11.6	9.7	8.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com