

安琪酵母（600298.SH）

强烈推荐（上调）

Q1 海外增长提速，盈利能力回升

公司 25Q1 收入/归母净利润分别同比+8.95%/+16.02%，海外同比增长+22.9%，国内营收（剔除制糖剥离影响）同比+13.8%，得益于海外市场强劲增长和制糖业务剥离，Q1 毛利率净利率改善。成本端全年糖蜜价格略降，费用投入基本稳定。随着资本开支进入下降周期、成本红利释放、制糖业务剥离，我们认为公司盈利能力出现拐点，有望持续改善，调整 25-26 年 EPS 预测分别为 1.81/2.07 元，对应 25 年 19.5x，上调至“强烈推荐”评级。

- 事件：公司发布 25 年一季报，25Q1 公司实现营业收入 37.94 亿元，同比+8.95%；归母净利润 3.70 亿元，同比+16.02%；扣非净利润 3.37 亿元，同比+14.37%，收入符合预期，利润略超市场预期。25Q1 经营现金流净额为-2.54 亿元，较去年同期-6.59 亿有所收窄，现金流情况改善。
- Q1 酵母主业增长双位数以上，海外市场增速环比加快。分品类看，25Q1 酵母及深加工产品/制糖/包装营收分别为 27.7/1.6/1.0 亿，同比+13.2%/-60.7%/-4.4%，食品原料收入 4.34 亿。分区域来看，25Q1 国内/海外分别 21.0/16.8 亿，同比分别-0.3%/+22.9%，得益于海外市场有力拓展，海外高增延续，国内受制糖业务剥离影响收入持平，剔除制糖业务影响后国内收入同比+13.8%。Q1 线下/线上渠道分别 27.07/10.76 亿元，同比分别+15.46%/-4.76%，线上渠道增速较快。
- 低毛利制糖剥离，结构升级、成本下降带动盈利能力回升。25Q1 公司毛利率达 25.97%，同比+1.31pct，系低毛利率的制糖业务剥离、原料成本下降所致；Q1 销售/管理/研发费用率分别为 5.58%/3.49%/3.61%，同比+0.74pct/-0.20pct/-0.54pct，总体费用率保持稳定，受益于报告期内汇兑收益增加，财务费用率同比下降 0.48pct，所得税率同比上升 4.2pct，Q1 实现归母净利率 9.75%，同比+0.59pct。
- 投资建议：海外市场增长强劲，经营韧性进一步增强。25Q1 收入/归母净利润分别同比+8.95%/+16.02%，海外同比增长+22.9%，国内营收（剔除制糖剥离影响）同比+13.8%，得益于海外市场强劲增长和制糖业务剥离，Q1 毛利率净利率改善。成本端全年糖蜜价格略降，费用投入基本稳定。随着资本开支进入下降周期、成本红利释放、制糖业务剥离，我们认为公司盈利能力出现拐点，有望持续改善，调整 25-26 年 EPS 预测分别为 1.81/2.07 元，对应 25 年 19.5x，上调至“强烈推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、原材料价格上涨超预期、需求不及预期、产能利用率偏低、食品安全问题等。

消费品/食品饮料

当前股价：35.24 元

基础数据

总股本（百万股）	869
已上市流通股（百万股）	854
总市值（十亿元）	30.6
流通市值（十亿元）	30.1
每股净资产（MRQ）	12.9
ROE（TTM）	12.3
资产负债率	47.4%
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司
主要股东持股比例	38.07%

股价表现



相关报告

- 《安琪酵母（600298）—Q4 收入稳健，海外快速增长》2025-04-17
- 《安琪酵母（600298）—Q3 收入表现超预期，国内外环比提速明显》2024-10-31
- 《安琪酵母（600298）—Q2 国内经营改善，海外延续高增》2024-08-12

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13581	15197	16681	18307	20000
同比增长	6%	12%	10%	10%	9%
营业利润(百万元)	1509	1565	1858	2135	2373
同比增长	-5%	4%	19%	15%	11%
归母净利润(百万元)	1270	1325	1569	1801	1999
同比增长	-4%	4%	18%	15%	11%

每股收益(元)	1.46	1.52	1.81	2.07	2.30
PE	24.1	23.1	19.5	17.0	15.3
PB	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	3317	2939	3928	3483	3692	3738	4285	3794	13581	15197
二、营业总成本	2974	2677	3607	3126	3317	3459	3911	3354	12259	13813
其中: 营业成本	2533	2205	3024	2624	2809	2940	3250	2809	10296	11622
营业税金及附加	23	20	40	24	26	27	40	23	107	117
营业费用	164	167	196	169	203	209	248	212	703	828
管理费用	115	115	118	128	116	115	133	133	459	492
研发费用	155	145	174	144	151	140	196	137	603	632
财务费用	-26	20	8	20	-5	30	19	3	16	63
资产减值损失	11	4	47	18	18	-2	26	37	75	59
三、其他经营收益	41	51	71	31	88	28	34	38	186	181
其它收益	35	51	26	32	89	28	36	38	136	184
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	0	-2	-4
四、营业利润	383	313	392	387	463	307	408	478	1509	1565
加: 营业外收入	6	7	11	3	7	3	21	3	27	34
减: 营业外支出	2	1	6	2	2	2	4	2	9	10
五、利润总额	387	319	396	388	468	308	424	479	1526	1589
减: 所得税	59	68	34	58	89	47	41	93	215	236
六、净利润	329	252	362	330	379	261	383	387	1312	1353
减: 少数股东损益	12	9	4	11	7	-1	12	17	42	28
七、归属母公司净利润	316	243	358	319	372	262	371	370	1270	1325
EPS	0.36	0.28	0.41	0.37	0.43	0.30	0.43	0.43	1.46	1.52
主要比率										
毛利率	23.6%	25.0%	23.0%	24.7%	23.9%	21.4%	24.1%	26.0%	24.2%	23.5%
主营税金率	0.7%	0.7%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%
营业费率	4.9%	5.7%	5.0%	4.8%	5.5%	5.6%	5.8%	5.6%	5.2%	5.5%
管理费用率	3.5%	3.9%	3.0%	3.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.5%	3.4%	3.2%
营业利润率	11.6%	10.7%	10.0%	11.1%	12.5%	8.2%	9.5%	12.6%	11.1%	10.3%
实际税率	15.1%	21.1%	8.7%	15.1%	19.0%	15.4%	9.7%	19.3%	14.1%	14.8%
净利率	9.5%	8.3%	9.1%	9.2%	10.1%	7.0%	8.7%	9.8%	9.4%	8.7%
YoY										
收入增长率	8.4%	1.6%	1.8%	2.5%	11.3%	27.2%	9.1%	8.9%	5.7%	11.9%
营业利润增长率	-9.5%	18.7%	-22.6%	-7.8%	20.7%	-2.1%	4.0%	23.5%	-4.6%	3.7%
净利润增长率	-11.0%	6.0%	-15.5%	-9.5%	17.7%	7.8%	3.6%	16.0%	-3.9%	4.3%

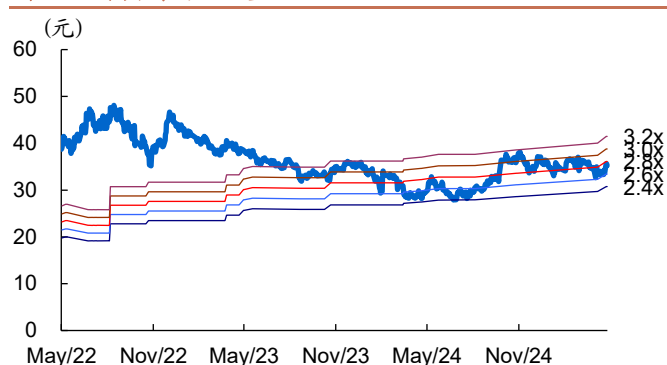
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安琪酵母（600298）—Q4 收入稳健，海外快速增长》2025-04-17
- 2、《安琪酵母（600298）—Q3 收入表现超预期，国内外环比提速明显》2024-10-31
- 3、《安琪酵母（600298）—Q2 国内经营改善，海外延续高增》2024-08-12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8209	9514	10283	11106	12296
现金	1193	1378	1454	1439	1735
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	109	119	131	143
应收款项	1547	1831	1988	2182	2383
其它应收款	195	179	197	216	236
存货	3818	4282	4626	5056	5524
其他	1457	1735	1898	2081	2274
非流动资产	11061	12219	12791	12815	12339
长期股权投资	22	33	33	33	33
固定资产	8615	9816	10460	10549	10131
无形资产商誉	699	709	638	574	517
其他	1725	1660	1659	1659	1658
资产总计	19270	21733	23074	23921	24634
流动负债	6237	7780	7996	7569	6890
短期借款	2904	3598	4382	3695	2733
应付账款	1893	2344	2538	2774	3030
预收账款	218	226	244	267	292
其他	1222	1612	832	833	835
长期负债	2437	2614	2614	2614	2614
长期借款	2020	2060	2060	2060	2060
其他	417	554	554	554	554
负债合计	8674	10394	10610	10183	9504
股本	869	869	869	869	869
资本公积金	2168	2029	2029	2029	2029
留存收益	7037	7931	9023	10257	11607
少数股东权益	522	511	544	583	626
归属于母公司所有者权益	10074	10829	11920	13155	14505
负债及权益合计	19270	21733	23074	23921	24634

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1321	1650	1956	2137	2293
净利润	1312	1353	1603	1839	2042
折旧摊销	740	830	930	979	980
财务费用	48	42	82	77	63
投资收益	2	4	(180)	(180)	(180)
营运资金变动	(748)	(583)	(482)	(581)	(614)
其它	(34)	5	3	3	2
投资活动现金流	(1725)	(1765)	(1323)	(823)	(323)
资本支出	(1707)	(1717)	(1503)	(1003)	(503)
其他投资	(18)	(48)	180	180	180
筹资活动现金流	287	211	(557)	(1329)	(1674)
借款变动	618	717	3	(687)	(962)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(13)	(140)	0	0	0
股利分配	(434)	(434)	(478)	(566)	(649)
其他	117	69	(82)	(77)	(63)
现金净增加额	(117)	96	76	(15)	296

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13581	15197	16681	18307	20000
营业成本	10296	11622	12580	13750	15022
营业税金及附加	107	117	128	140	153
营业费用	703	828	926	998	1070
管理费用	459	492	535	568	609
研发费用	603	632	693	761	831
财务费用	16	63	82	77	63
资产减值损失	(23)	(59)	(59)	(59)	(59)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	136	184	184	184	184
投资收益	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	1509	1565	1858	2135	2373
营业外收入	27	34	34	34	34
营业外支出	9	10	10	10	10
利润总额	1526	1589	1882	2159	2397
所得税	215	236	279	320	355
少数股东损益	42	28	34	39	43
归属于母公司净利润	1270	1325	1569	1801	1999

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	12%	10%	10%	9%
营业利润	-5%	4%	19%	15%	11%
归母净利润	-4%	4%	18%	15%	11%
获利能力					
毛利率	24.2%	23.5%	24.6%	24.9%	24.9%
净利率	9.4%	8.7%	9.4%	9.8%	10.0%
ROE	13.1%	12.7%	13.8%	14.4%	14.5%
ROIC	8.8%	8.2%	9.0%	9.8%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	47.8%	46.0%	42.6%	38.6%
净负债比率	28.1%	29.6%	27.9%	24.1%	19.5%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8
应收账款周转率	8.7	8.7	8.2	8.3	8.3
应付账款周转率	5.4	5.5	5.2	5.2	5.2
每股资料(元)					
EPS	1.46	1.52	1.81	2.07	2.30
每股经营净现金	1.52	1.90	2.25	2.46	2.64
每股净资产	11.60	12.47	13.72	15.14	16.70
每股股利	0.50	0.55	0.65	0.75	0.83
估值比率					
PE	24.1	23.1	19.5	17.0	15.3
PB	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.5	15.2	12.9	11.6	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。