



安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

需求改善+成本下行，Q2 扣非超预期

业绩简评

8 月 14 日公司发布半年报，25H1 实现营收 79.00 亿元，同比+10.10%；实现归母净利润 7.99 亿元，同比+15.66%；扣非归母净利润 7.42 亿元，同比+24.49%。其中，25Q2 实现营收 41.05 亿元，同比+11.19%；实现归母净利润 4.29 亿元，同比+15.35%；扣非归母净利润 4.05 亿元，同比+34.39%，扣非显著超预期。

经营分析

国内需求改善，海外延续高增长。1) 分业务看，25Q2 酵母及深加工销售收入为 29.81 亿元，同比+11.7%，预计烘焙面食酵母环比 Q1 改善实现个位数增长，YE 延续双位数高增长态势。25Q2 制糖/包装/其他产品销售收入分别为 2.28/0.99/7.76 亿元，同比+20.1%/+3.6%/+9.3%，制糖和包装业务均有回暖。2) 分区域看，25Q2 国内/国外业务实现收入 23.05/117.78 亿元，同比+4.3%/+22.3%，国内市场需求回暖（25Q1 同比-0.3%），海外通过本土化运营、营销团队本地化和深入市场调研，持续扩大在非洲、中东、东南亚等新兴市场的影响力，推动国际业务全面增长。

成本下行毛利率大幅改善，政府补助略有扰动。1) 25Q2 毛利率 26.2%，同比+2.3pct，环比+0.2pct。毛利率改善主要系糖蜜成本下降，且加权平均计价模式下 Q2 原材料价格较 Q1 更低。叠加产品结构利好，主业为核心增长驱动。2) 25Q2 销售/管理/研发/财务费率同比+0.08pct/+0.23pct/+0.03pct/+0.23pct。管理费率 and 财务费率增长主要系股权支付费用所致。25H1 扣除股份支付影响后的净利润为 8.63 亿元，同比+18.8%。3) 25Q2 归母净利率为 10.5%，同比+0.38pct，受政府补助扰动，实质上扣非表现更为亮眼。25H1 政府补助为 0.35 亿元，同比-62.4%。

看好国内需求改善，海外市场持续扩张，成本下行盈利弹性可期。国内主业烘焙酵母需求持续复苏，同时衍生品业务有望驱动结构升级，低毛利的贸易类业务逐步剥离。海外市场预计随着本土化运营策略执行，借助性价比优势，持续提升市占率。原材料成本环比持续下降，预计 H2 进一步释放利润空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年归母净利分别为 16.3/19.0/21.7 亿元，同比增长 23%/17%/14%，对应 PE 分别为 19x/16x/14x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

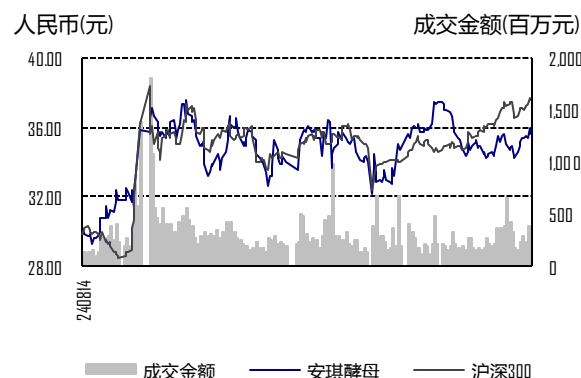
分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：35.62 元

相关报告：

- 《安琪酵母公司点评：成本边际下行，利润逐步修复》，2025.4.27
- 《安琪酵母公司点评：主业需求改善，盈利修复在途》，2025.4.10
- 《安琪酵母公司点评：收入修复超预期，盈利能力有待改善》，2024.10.30



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,838	18,606	20,560
营业收入增长率	5.74%	11.90%	10.80%	10.50%	10.50%
归母净利润(百万元)	1,270	1,325	1,630	1,901	2,171
归母净利润增长率	-3.86%	4.28%	23.04%	16.65%	14.18%
摊薄每股收益(元)	1.462	1.525	1.877	2.190	2.500
每股经营性现金流净额	1.52	1.90	2.89	3.57	3.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.61%	12.23%	13.55%	14.18%	14.42%
P/E	24.06	23.64	18.97	16.27	14.25
P/B	3.03	2.89	2.57	2.31	2.05

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,843	13,581	15,197	16,838	18,606	20,560
增长率		5.7%	11.9%	10.8%	10.5%	10.5%
主营业务成本	-9,658	-10,296	-11,622	-12,705	-13,982	-15,399
%销售收入	75.2%	75.8%	76.5%	75.5%	75.1%	74.9%
毛利	3,186	3,285	3,575	4,133	4,624	5,161
%销售收入	24.8%	24.2%	23.5%	24.5%	24.9%	25.1%
营业税金及附加	-93	-107	-117	-118	-130	-144
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-730	-703	-828	-892	-968	-1,028
%销售收入	5.7%	5.2%	5.5%	5.3%	5.2%	5.0%
管理费用	-390	-459	-492	-539	-577	-637
%销售收入	3.0%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
研发费用	-536	-603	-632	-690	-763	-843
%销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	1,437	1,413	1,507	1,894	2,187	2,508
%销售收入	11.2%	10.4%	9.9%	11.2%	11.8%	12.2%
财务费用	-6	-16	-63	-88	-103	-108
%销售收入	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-91	-75	-59	-20	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	-2	-4	-3	-3	-3
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,581	1,509	1,565	1,933	2,252	2,568
营业利润率	12.3%	11.1%	10.3%	11.5%	12.1%	12.5%
营业外收支	14	18	24	12	12	12
税前利润	1,595	1,526	1,589	1,945	2,264	2,580
利润率	12.4%	11.2%	10.5%	11.6%	12.2%	12.5%
所得税	-246	-215	-236	-288	-335	-382
所得税率	15.4%	14.1%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	1,349	1,312	1,353	1,657	1,929	2,198
少数股东损益	28	42	28	28	28	28
归属于母公司的净利润	1,321	1,270	1,325	1,630	1,901	2,171
净利率	10.3%	9.4%	8.7%	9.7%	10.2%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,349	1,312	1,353	1,657	1,929	2,198
少数股东损益	28	42	28	28	28	28
非现金支出	708	833	906	1,024	1,166	1,314
非经营收益	35	-33	53	121	118	111
营运资金变动	-1,023	-791	-662	-290	-109	-320
经营活动现金净流	1,069					
资本开支	-2,512	-1,706	-1,680	-1,290	-1,991	-1,829
投资	-2	-19	-86	0	0	0
其他	0	0	0	-403	-3	-3
投资活动现金净流	-2,514	-1,725	-1,765	-1,693	-1,994	-1,832
股权募资	1,408	177	180	0	0	0
债权募资	617	884	934	-201	-312	-664
其他	-614	-775	-903	-571	-659	-652
筹资活动现金净流	1,411	287	211	-772	-971	-1,317
现金净流量	-6	-98	151	46	138	154

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,291	1,193	1,378	1,423	1,560	1,713
应收款项	1,790	1,960	2,290	2,293	2,483	2,743
存货	3,007	3,818	4,282	4,351	4,597	4,852
其他流动资产	579	1,238	1,564	1,145	1,169	1,262
流动资产	6,667	8,209	9,514	9,212	9,809	10,570
%总资产	39.4%	42.6%	43.8%	40.8%	40.8%	41.7%
长期投资	759	555	603	983	973	963
固定资产	8,470	9,373	10,640	11,402	12,225	12,739
%总资产	50.0%	48.6%	49.0%	50.5%	50.8%	50.3%
无形资产	654	703	713	739	765	790
非流动资产	10,263	11,061	12,219	13,386	14,234	14,773
%总资产	60.6%	57.4%	56.2%	59.2%	59.2%	58.3%
资产总计	16,930	19,270	21,733	22,598	24,043	25,343
短期借款	3,967	3,404	4,379	4,178	3,466	2,601
应付款项	2,204	2,119	2,669	2,500	2,712	2,902
其他流动负债	534	715	732	751	890	988
流动负债	6,705	6,237	7,780	7,429	7,068	6,492
长期贷款	310	2,020	2,060	2,360	2,760	2,960
其他长期负债	306	417	554	247	245	244
负债	7,321	8,674	10,394	10,036	10,073	9,696
普通股股东权益	9,257	10,074	10,829	12,024	13,404	15,053
其中：股本	869	869	869	869	869	869
未分配利润	6,175	7,005	7,899	9,095	10,474	12,124
少数股东权益	351	522	511	539	566	594
负债股东权益合计	16,930	19,270	21,733	22,598	24,043	25,343

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.520	1.462	1.525	1.877	2.190	2.500
每股净资产	10.653	11.596	12.466	13.850	15.440	17.340
每股经营现金净流	1.230	1.520	1.899	2.892	3.573	3.802
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.500	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	14.27%	12.61%	12.23%	13.55%	14.18%	14.42%
总资产收益率	7.80%	6.59%	6.09%	7.21%	7.91%	8.56%
投入资本收益率	8.68%	7.54%	7.18%	8.41%	9.19%	10.04%
增长率						
主营业务收入增长率	20.31%	5.74%	11.90%	10.80%	10.50%	10.50%
EBIT 增长率	8.12%	-1.64%	6.61%	25.70%	15.47%	14.71%
净利润增长率	0.97%	-3.86%	4.28%	23.04%	16.65%	14.18%
息	25.91%	13.83%	12.78%	3.98%	6.40%	5.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.5	42.1	40.6	39.0	38.0	38.0
存货周转天数	99.4	121.0	127.2	125.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	58.3	61.1	59.0	56.0	55.0	53.0
固定资产周转天数	200.8	231.5	235.8	226.1	214.8	198.2
偿债能力						
净负债/股东权益	31.08%	39.93%	44.63%	40.71%	33.40%	24.59%
EBIT 利息保障倍数	245.4	89.5	23.7	21.4	21.2	23.2
资产负债率	43.24%	45.01%	47.82%	44.41%	41.90%	38.26%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	9	15	77
增持	0	2	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.31	1.32	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究