

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

安琪酵母(600298)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵雷 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500524100003
邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座

邮编: 100031

Q2 国内业务恢复增长，利润弹性持续释放

2025年8月15日

事件：公司发布 2025 年半年报。25H1，公司实现营业收入 78.99 亿元，同比+10.10%；归母净利润 7.99 亿元，同比+15.66%；实现扣非归母净利润 7.42 亿元，同比+24.49%。25Q2，公司实现营业收入 41.05 亿元，同比+11.19%；归母净利润 4.29 亿元，同比+15.35%；实现扣非归母净利润 4.05 亿元，同比+34.39%。

点评：

- **国内恢复增长，海外持续高增。**分产品看，Q2 酵母及深加工产品、制糖产品和包装类产品分别实现营收 29.81 亿元、2.28 亿元和 9900 万元，同比分别+11.66%、+20.08%和+3.60%，食品原料实现营收 4.54 亿元。分区域看，Q2 公司国内和国外分别录得营收 23.05 亿元和 17.78 亿元，同比分别+4.3%和+22.3%，公司国内业务同环比均恢复增长态势，同时海外业务持续高速增长。
- **毛利率维持升势，扣非归母净利润高增。**公司 Q2 毛利率为 26.19%，同比+2.27pct，一方面系海外业务占比提升使得产品结构优化，另一方面今年糖蜜价格的同比下降也继续推动毛利率稳步提升。费用端看，Q2 费用率略有提升，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别+0.08pct、+0.24pct、+0.03pct 和+0.22pct。此外，公司 Q2 其他收益在收入中占比大幅下降，同比-1.29pct，主要系政府补助减少所致，也使得公司 Q2 扣非归母净利润同比实现高增。
- **积极推进经营，不断开拓创新。**公司上半年实现发酵产量 22.8 万吨，同比+11.8%。新产品端，公司持续推广战略新品酵母蛋白、蔓越莓、高糖高活性干酵母系列产品等新品市场开拓进展显著。国际业务端，公司持续加强海外子公司建设，推进营销人员本土化，新兴市场客户开发成效显著。此外，公司 Q2 还审议通过了生物智造中心建设项目和无血清细胞培养基核心技术攻关工程项目，不断在研发端投入资源，开拓创新。
- **盈利预测与投资评级：多重利好因素，把握低估机遇。**收入端看，公司国内业务 Q2 已恢复同环比增长，海外业务持续高增。利润端看，公司毛利率 Q2 维持升势，提升因素有望在下半年延续。同时，去年下半年利润受海运费等因素影响基数偏低，而公司估值处于历史区间较低位置。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.83/2.12/2.46 元，分别对应 2025-2027 年 21X/18X/15X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13,585	15,197	16,779	18,744	20,694
增长率 YoY %	5.8%	11.9%	10.4%	11.7%	10.4%
归母净利润(百万元)	1,273	1,325	1,589	1,841	2,138
增长率 YoY%	-3.7%	4.1%	20.0%	15.9%	16.1%
毛利率%	24.2%	23.5%	25.1%	25.4%	25.7%
净资产收益率ROE%	12.6%	12.2%	13.2%	13.8%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.55	1.83	2.12	2.46
市盈率 P/E(倍)	23.77	23.26	20.78	17.94	15.44
市净率 P/B(倍)	3.03	2.89	2.75	2.48	2.22

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 15 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	8,211	9,514	9,165	9,817	10,500	
货币资金	1,194	1,378	908	907	905	
应收票据	0	109	138	154	170	
应收账款	1,547	1,831	1,824	1,844	1,928	
预付账款	422	405	503	560	615	
存货	3,818	4,282	4,282	4,807	5,302	
其他	1,230	1,510	1,511	1,545	1,580	
非流动资产	11,095	12,219	13,063	13,206	13,760	
长期股权投资	22	33	33	33	33	
固定资产(合计)	8,643	9,816	10,091	10,414	10,785	
无形资产	669	672	812	902	992	
其他	1,761	1,697	2,126	1,857	1,949	
资产总计	19,306	21,733	22,228	23,023	24,260	
流动负债	6,249	7,780	8,084	7,700	7,333	
短期借款	2,904	3,598	4,241	3,545	2,879	
应付票据	215	264	207	211	211	
应付账款	1,686	2,081	1,790	1,993	2,191	
其他	1,445	1,837	1,846	1,951	2,052	
非流动负债	2,440	2,614	1,577	1,377	1,377	
长期借款	2,020	2,060	1,060	860	860	
其他	420	554	518	518	518	
负债合计	8,689	10,394	9,661	9,078	8,710	
少数股东权益	522	511	560	617	683	
归属母公司股东	10,094	10,829	12,007	13,328	14,867	
负债和股东权益	19,306	21,733	22,228	23,023	24,260	

重要财务指标		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	13,585	15,197	16,779	18,744	20,694	
同比(%)	5.8%	11.9%	10.4%	11.7%	10.4%	
归母净利润	1,273	1,325	1,589	1,841	2,138	
同比(%)	-3.7%	4.1%	20.0%	15.9%	16.1%	
毛利率(%)	24.2%	23.5%	25.1%	25.4%	25.7%	
ROE(%)	12.6%	12.2%	13.2%	13.8%	14.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.55	1.83	2.12	2.46	
P/E	23.77	23.26	20.78	17.94	15.44	
P/B	3.03	2.89	2.75	2.48	2.22	
EV/EBITDA	15.49	14.62	13.36	11.28	9.81	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	13,585	15,197	16,779	18,744	20,694	
营业成本	10,298	11,622	12,566	13,988	15,381	
营业税金及附加	107	117	134	150	166	
销售费用	703	828	936	1,031	1,117	
管理费用	461	492	579	637	704	
研发费用	601	632	688	750	828	
财务费用	16	63	1	70	56	
减值损失合计	-39	-62	-90	-60	-50	
投资净收益	-2	-4	2	2	2	
其他	154	188	139	164	188	
营业利润	1,511	1,565	1,925	2,223	2,583	
营业外收支	18	24	2	10	10	
利润总额	1,529	1,589	1,927	2,233	2,593	
所得税	215	236	289	335	389	
净利润	1,314	1,353	1,638	1,898	2,204	
少数股东损益	42	28	49	57	66	
归母净利润	1,273	1,325	1,589	1,841	2,138	
EBITDA	2,247	2,488	2,859	3,308	3,736	
EPS(当年)(元)	1.48	1.55	1.83	2.12	2.46	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,327	1,650	2,194	2,697	3,032	
净利润	1,314	1,353	1,638	1,898	2,204	
折旧摊销	760	847	979	1,062	1,153	
财务费用	48	42	102	89	75	
投资损失	-2	2	4	-2	-2	
营运资金变动	-789	-662	-623	-406	-436	
其它	-9	66	100	55	38	
投资活动现金流	-1,727	-1,765	-1,758	-1,193	-1,692	
资本支出	-1,708	-1,680	-1,746	-1,195	-1,694	
长期投资	-19	-86	0	0	0	
其他	0	0	-13	2	2	
筹资活动现金流	282	211	-906	-1,505	-1,341	
吸收投资	177	180	29	0	0	
借款	2,100	733	-357	-896	-666	
支付利息或股息	-580	-615	-542	-609	-675	
现金净增加额	-98	151	-456	-1	-1	

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深入研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深入研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。