

安琪酵母（600298）

2025 年中报点评：扣非利润大幅增长，国内市场趋势向好

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	13,585	15,197	17,068	19,082	21,194
同比（%）	5.78	11.86	12.31	11.80	11.07
归母净利润（百万元）	1,273	1,325	1,559	1,869	2,134
同比（%）	(3.67)	4.07	17.74	19.82	14.23
EPS-最新摊薄（元/股）	1.47	1.53	1.80	2.15	2.46
P/E（现价&最新摊薄）	24.30	23.35	19.83	16.55	14.49

投资要点

- 安琪酵母发布 25 年半年报，25H1 公司实现收入/归母净利润 78.99/7.99 亿元，同比增长 10.10%/15.66%，扣非归母净利润 7.42 亿元，同比增长 24.49%；其中 25Q2 收入/归母净利润 41.05/4.29 亿元，同比 +11.19%/15.35%，扣非归母净利润 4.05 亿元，同比 34.39%。
- **25Q2 海外符合预期延续同比 20%+增长；国内已走出组织架构调整的短期影响，Q2 增速转正：**（1）分产品，25Q2 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/食品原料/其他分别实现收入 29.81/2.28/0.99/4.54/3.22 亿元，前三者同比分别 11.66%/20.09%/3.60%（涉及数据统计口径问题，后两者无法计算同比）；（2）分渠道，25Q2 线下/线上渠道分别实现收入 30.33/10.50 亿元，同比分别 +22.80%/-12.08%；（3）分市场，25Q2 国内/国外分别实现收入 23.05/17.78 亿元，同比分别 4.29%（Q1 国内-0.26%）/22.28%；（4）截至 2025Q2 末，公司国内/国外经销商数量分别为 18246/6343 家，较 2025Q1 末分别净增加 214/164 家。
- **2025 年糖蜜采购价格下降（同比 10%+下滑），成本红利如期释放，**25Q2 公司毛利率 26.19%，同比+2.27pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率 / 财务费用率 分别 +0.08/+0.24/+0.03/+0.22pct 至 5.57%/3.37%/4.12%/0.08%，25Q2 净利率同比+0.56pct 至 10.82%。
- **国内市场趋势向好，酵母蛋白前景可期：**2025 年初调整国内事业部（由十个合并为三大事业部），精简提效、资源集中，我们预计组织调整的短期影响已消退，且 Q2 国内下游需求或较 Q1 进一步修复。酵母蛋白获国家政策支持、应用范围更广，下游客户包括保健品、零食、乳企，前景可期。
- **盈利预测与投资评级：**短期调整结束，国内业务重回正轨；海外业务扬帆起航，引领增长。我们维持 2025-2027 年公司归母净利润为 15.59/18.69/21.34 亿元，同比增长 17.74%/19.82%/14.23%，对应当前 PE19.83x、16.55x、14.49x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

2025 年 08 月 16 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

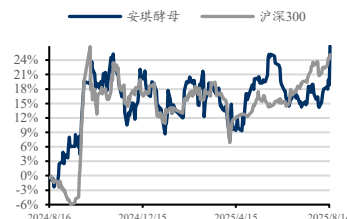
such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.04
一年最低/最高价	29.44/40.00
市净率(倍)	2.94
流通 A 股市值(百万元)	32,606.00
总市值(百万元)	33,023.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.95
资产负债率(%,LF)	47.24
总股本(百万股)	868.14
流通 A 股(百万股)	857.15

相关研究

《安琪酵母(600298)：2025 年一季度报点评：海外高增兑现，环比修复明显》

2025-04-26

《安琪酵母(600298)：2024 年报点评：海外势能强劲，盈利改善可期》

2025-04-11

安琪酵母三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	9,514	10,095	11,350	12,667	营业总收入	15,197	17,068	19,082	21,194
货币资金及交易性金融资产	1,378	1,434	1,516	1,856	营业成本(含金融类)	11,622	12,888	14,251	15,765
经营性应收款项	2,515	2,744	3,095	3,448	税金及附加	117	130	147	162
存货	4,282	4,451	5,051	5,498	销售费用	828	930	1,030	1,144
合同资产	0	0	0	0	管理费用	492	546	592	657
其他流动资产	1,339	1,465	1,689	1,866	研发费用	632	709	793	881
非流动资产	12,219	13,709	15,275	16,729	财务费用	63	175	206	240
长期股权投资	33	45	51	61	加:其他收益	184	230	227	265
固定资产及使用权资产	9,835	11,380	12,886	14,274	投资净收益	(4)	0	(3)	(3)
在建工程	823	662	631	615	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	672	711	737	756	减值损失	(59)	(64)	(63)	(64)
商誉	36	36	36	36	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	5	8	11	13	营业利润	1,565	1,857	2,224	2,543
其他非流动资产	813	868	924	974	营业外净收支	24	19	20	21
资产总计	21,733	23,803	26,625	29,396	利润总额	1,589	1,875	2,244	2,563
流动负债	7,780	8,562	9,492	10,552	减:所得税	236	277	327	377
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,379	4,900	5,435	6,018	净利润	1,353	1,598	1,918	2,186
经营性应付款项	2,344	2,515	2,762	3,104	减:少数股东损益	28	39	49	52
合同负债	226	235	284	307	归属母公司净利润	1,325	1,559	1,869	2,134
其他流动负债	831	912	1,012	1,124	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	1.80	2.15	2.46
非流动负债	2,614	2,811	3,458	3,751	EBIT	1,641	2,050	2,451	2,804
长期借款	2,060	2,257	2,907	3,202	EBITDA	2,488	2,914	3,418	3,887
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.52	24.49	25.32	25.62
租赁负债	6	6	4	2	归母净利率(%)	8.72	9.14	9.79	10.07
其他非流动负债	548	548	548	548	收入增长率(%)	11.86	12.31	11.80	11.07
负债合计	10,394	11,372	12,950	14,304	归母净利润增长率(%)	4.07	17.74	19.82	14.23
归属母公司股东权益	10,829	11,881	13,076	14,441					
少数股东权益	511	550	599	651					
所有者权益合计	11,339	12,431	13,675	15,092					
负债和股东权益	21,733	23,803	26,625	29,396					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,650	2,387	2,327	3,027	每股净资产(元)	12.47	13.69	15.06	16.63
投资活动现金流	(1,765)	(2,340)	(2,520)	(2,523)	最新发行在外股份(百万股)	868	868	868	868
筹资活动现金流	211	(47)	273	(164)	ROIC(%)	8.26	9.35	10.06	10.32
现金净增加额	151	56	81	341	ROE-摊薄(%)	12.23	13.13	14.29	14.78
折旧和摊销	847	864	967	1,083	资产负债率(%)	47.82	47.78	48.64	48.66
资本开支	(1,680)	(2,266)	(2,447)	(2,455)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.35	19.83	16.55	14.49
营运资本变动	(662)	(323)	(838)	(559)	P/B(现价)	2.86	2.60	2.36	2.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>