

收入提速、扣非亮眼，盈利改善逻辑兑现

2025 年 08 月 17 日

► **事件：**公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营业收入 79.0 亿元，同比+10.1%；归母净利润 8.0 亿元，同比+15.7%；扣非净利润 7.4 亿元，同比+24.5%。单季度看，25Q2 实现营业收入 41.1 亿元，同比+11.2%；归母净利润 4.3 亿元，同比+15.4%；扣非净利润 4.1 亿元，同比+34.4%。

► **25Q2 国内收入增长稳健，海外延续较快增速。**分地区看，25Q2 国内实现收入 23.1 亿元，同比+4.3%，环比一季度明显好转（前值-0.3%）；国外实现收入 17.8 亿元，同比+22.3%，海外延续 20%+增势。分产品看，25Q2 酵母及深加工/制糖/包装/食品原料+其他分别实现收入 29.8/2.3/1.0/7.8 亿元，同比+11.7%/20.1%/3.6%/9.3%，其中制糖上半年收入同比-34.6%，业务剥离有序推进。截至 25H1 末，公司共 24589 名经销商，环比 Q1 末净增 378 家，其中国内净增 214 家，国外净增 164 家。

► **成本红利加速释放，Q2 扣非表现亮眼。**25Q2 公司毛利率为 26.2%，同比+2.3pcts，低价糖蜜原料使用占比攀升+水解糖使用比例收窄下成本红利加速释放；年初投放的海外产能预计部分抵消成本下降带来的正向作用。费用端，25Q2 四费同比+0.6pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.1/+0.2/+0.03/+0.2pcts；由于 Q2 收到的政府补助同比减少，公司其他收益同比-48.8%，占收入比重同比-1.3pcts。上述因素综合影响下，25Q2 实现归母净利率 10.5%，同比+0.4pcts；扣非净利率 9.9%，同比+1.7pcts，二者差异主因 Q2 计入非经的政府补助同比减少。

► **收入提速、扣非亮眼，利润改善逻辑兑现。**展望看，1) 收入端，国内在内部组织架构调整逐步到位下有望延续稳健增势，海外产能有序布局支撑后续双位数增长；2) 利润端，当前处在糖蜜成本下行周期，叠加公司转固高峰已过，Q2 利润改善逻辑加速兑现。当前低价原料使用比例扩大，24Q3 海运费为阶段性高点，预计下半年利润确定性更足。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 169.1/187.5/206.5 亿元，同比+11.2%/10.9%/10.1%；归母净利润 15.8/18.4/21.2 亿元，同比+19.0%/16.4%/15.4，对应 PE 21/18/16x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**国内需求持续疲软，海外拓展不及预期，汇率波动风险，关税政策影响，行业竞争加剧等。

推荐

维持评级

当前价格：

38.04 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

1.安琪酵母 (600298.SH) 2024 年年报点评：

收入增长稳健，Q4 盈利修复-2025/04/13

2.安琪酵母 (600298.SH) 2024 年三季报点

评：经营加速改善，盈利短期承压-2024/10/31

3.安琪酵母 (600298.SH) 2024 年中报点评：

经营环比改善，海外延续增势-2024/08/08

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,197	16,905	18,749	20,648
增长率 (%)	11.9	11.2	10.9	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,325	1,577	1,836	2,118
增长率 (%)	4.1	19.0	16.4	15.4
每股收益 (元)	1.53	1.82	2.11	2.44
PE	25	21	18	16
PB	3.0	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 15 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,197	16,905	18,749	20,648
营业成本	11,622	12,692	14,018	15,410
营业税金及附加	117	135	150	165
销售费用	828	930	1,031	1,136
管理费用	492	566	619	681
研发费用	632	710	787	874
EBIT	1,641	2,074	2,370	2,630
财务费用	63	134	114	87
资产减值损失	-62	-47	-52	0
投资收益	-4	0	0	0
营业利润	1,565	1,893	2,204	2,543
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	1,589	1,893	2,204	2,543
所得税	236	284	331	381
净利润	1,353	1,609	1,873	2,161
归属于母公司净利润	1,325	1,577	1,836	2,118
EBITDA	2,488	2,921	3,217	3,478

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,378	1,546	2,002	2,684
应收账款及票据	1,940	2,019	2,240	2,466
预付款项	405	444	491	539
存货	4,282	4,642	5,127	5,693
其他流动资产	1,510	1,624	1,675	1,651
流动资产合计	9,514	10,275	11,534	13,034
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	9,816	9,816	9,816	9,816
无形资产	672	672	672	672
非流动资产合计	12,219	12,266	12,265	12,265
资产合计	21,733	22,541	23,799	25,298
短期借款	3,598	3,398	3,198	2,998
应付账款及票据	2,344	2,397	2,648	2,911
其他流动负债	1,837	1,684	1,606	1,563
流动负债合计	7,780	7,479	7,452	7,472
长期借款	2,060	2,010	1,960	1,910
其他长期负债	554	560	560	560
非流动负债合计	2,614	2,570	2,520	2,470
负债合计	10,394	10,049	9,972	9,942
股本	869	868	868	868
少数股东权益	511	543	581	624
股东权益合计	11,339	12,493	13,827	15,357
负债和股东权益合计	21,733	22,541	23,799	25,298

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.86	11.24	10.91	10.13
EBIT 增长率	10.33	26.40	14.24	10.98
净利润增长率	4.07	19.04	16.41	15.39
盈利能力 (%)				
毛利率	23.52	24.92	25.24	25.37
净利率	8.72	9.33	9.79	10.26
总资产收益率 ROA	6.09	7.00	7.71	8.37
净资产收益率 ROE	12.23	13.20	13.86	14.38
偿债能力				
流动比率	1.22	1.37	1.55	1.74
速动比率	0.45	0.51	0.61	0.72
现金比率	0.18	0.21	0.27	0.36
资产负债率 (%)	47.82	44.58	41.90	39.30
经营效率				
应收账款周转天数	40.00	40.99	40.88	41.02
存货周转天数	125.45	126.56	125.45	126.39
总资产周转率	0.74	0.76	0.81	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	1.53	1.82	2.11	2.44
每股净资产	12.47	13.76	15.26	16.97
每股经营现金流	1.90	2.58	2.87	3.22
每股股利	0.55	0.65	0.76	0.88
估值分析				
PE	25	21	18	16
PB	3.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.70	13.37	12.14	11.23
股息收益率 (%)	1.45	1.72	2.00	2.31

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,353	1,609	1,873	2,161
折旧和摊销	847	847	848	848
营运资金变动	-662	-485	-481	-398
经营活动现金流	1,650	2,242	2,494	2,798
资本开支	-1,680	-830	-830	-831
投资	-86	0	0	0
投资活动现金流	-1,765	-935	-830	-831
股权募资	180	-1	0	0
债务募资	934	-463	-450	-450
筹资活动现金流	211	-1,170	-1,238	-1,316
现金净流量	151	167	456	682

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048