

安琪酵母：海外延续高增，盈利水平恢复超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.68/8.57
总市值/流通(亿元)	330.24/326.06
12个月内最高/最低价(元)	40/29.44

相关研究报告

<<安琪酵母：主导酵母延续亮眼表现，盈利能力持续改善>>—2025-04-29

<<安琪酵母：全年目标顺利达成，业绩弹性恢复可期>>—2025-04-11

<<安琪酵母：Q3海外延续高增，经营向上改善>>—2024-11-01

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司发布2025年中报，2025H1公司实现总营收78.99亿元，同比+10.10%，归母净利润7.99亿元，同比+15.66%，扣非净利润7.42亿元，同比+24.49%。其中2025Q2实现收入41.05亿元，同比+11.19%，归母净利润4.29亿元，同比+15.35%，扣非净利润4.05亿元，同比+34.39%。

Q2海外延续高增表现，H1顺利达成增长目标。2025Q2公司收入同比增长11.19%，Q2收入环比提速，上半年顺利追平全年目标。分区域来看，Q2国内/国外分别实现收入23.1/17.8亿元，分别同比+4.3%/+22.3%，海外延续高增，国内业务剔除制糖影响来看，国内收入同比+2.8%，国内价格保持稳定的情况下销量实现稳步恢复，预计小包装酵母以及YE表现更优。分产品来看，Q2酵母及深加工产品实现收入29.8亿元，同比+11.7%，制糖/包装分别实现收入2.3/1.0亿元，分别同比+20.1%/+3.6%，食品原料与其他产品共实现收入7.8亿元，同比+9.3%。

毛利率逐季改善明显，扣非表现超预期。2025H1/Q2公司毛利率分别为26.09%/26.19%，分别同比+1.81/+2.27pct，毛利率逐季改善明显预计主因糖蜜原材料、原辅料成本下降，以及去年同期海运费高企致毛利率基数较低，24/25榨季采购的糖蜜综合成本为1100+元，同比去年下降至少15%+。费用方面，Q2销售/管理/财务费用率分别同比+0.1/+0.2/+0.2pct，整体费用率略有提升；Q2税率同比-2.47pct至16.51%，但同时由于今年政府补助有所下降，其他收益占比同比-1.30pct至1.11%，25Q2净利率小幅提升，Q2净利率同比+0.56pct至10.82%。剔除政府补助基数影响后扣非净利率同比+1.70pct至9.86%，盈利水平恢复超预期。

国内需求有望继续恢复，海外延续高增，原材料成本进入下行周期，业绩弹性恢复可期。2025Q2公司整体收入提速增长，顺利追赶年初增长目标，其中海外收入延续高增表现，海外业务主导酵母占比更高，较优的产品结构对公司盈利水平的恢复亦有较大贡献。同时公司扣非表现超预期，成本+产能制压因素减弱明显，公司进入盈利水平改善周期。展望2025年，公司收入目标增长10%，预计公司国内主导酵母需求逐步恢复，以及海外中东、非洲、亚太等新兴市场延续高增为主要增长驱动力，年初至今公司埃及、俄罗斯工厂已陆续投产，支撑海外需求放量增长。利润方面，海运费已回落至正常水平，海内外

糖蜜价格均呈下行趋势，预计今年糖蜜综合成本下降幅度在15%左右，加上主导酵母需求逐步恢复，对盈利水平均有较大拉动作用。短期考虑海外工厂以及国内普洱二期项目投产转固带来折旧摊销影响，预计今年整体盈利水平恢复明显。中长期来看，行业经历烘焙及消费升级产品（如YE、动物营养等）需求低迷、成本承压周期后，集中度有望向经营韧性强的头部企业进一步倾斜。公司酵母产能释放有条不紊，随需求逐步改善，业绩弹性恢复可期。

盈利预测：我们预计2025-2027年公司实现收入168.7/187.7/208.5亿元，同比增长11.0%/11.3%/11.1%，实现归母净利16.0/18.9/21.2亿元，同比+20.8%/18.6%/11.9%，对应PE为21/17/16X。我们按照2025年业绩给25倍PE，一年目标价46.0元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；内部调整不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,197	16,866	18,766	20,847
营业收入增长率(%)	11.86%	10.99%	11.26%	11.09%
归母净利（百万元）	1,325	1,600	1,898	2,123
净利润增长率(%)	4.07%	20.76%	18.63%	11.86%
摊薄每股收益（元）	1.55	1.84	2.19	2.44
市盈率（PE）	23.26	20.65	17.40	15.56

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,194	1,378	2,993	3,737	4,631
应收和预付款项	1,969	2,344	2,541	2,836	3,136
存货	3,818	4,282	4,664	5,084	5,568
其他流动资产	1,230	1,510	1,646	1,679	1,736
流动资产合计	8,211	9,514	11,844	13,336	15,071
长期股权投资	22	33	40	48	56
投资性房地产	4	4	4	3	3
固定资产	8,643	9,816	10,856	11,760	12,591
在建工程	758	823	652	559	440
无形资产开发支出	669	672	696	715	736
长期待摊费用	4	5	5	5	5
其他非流动资产	9,206	10,379	12,753	14,240	15,971
资产总计	19,306	21,733	25,005	27,331	29,802
短期借款	2,904	3,598	4,190	4,816	5,431
应付和预收款项	1,900	2,344	2,476	2,727	2,976
长期借款	2,020	2,060	2,060	2,060	2,060
其他负债	1,865	2,391	3,757	3,870	3,998
负债合计	8,689	10,394	12,483	13,474	14,465
股本	869	869	868	868	868
资本公积	2,455	2,265	2,295	2,295	2,295
留存收益	7,506	8,395	9,508	10,798	12,226
归母公司股东权益	10,094	10,829	11,971	13,261	14,689
少数股东权益	522	511	551	596	648
股东权益合计	10,616	11,339	12,522	13,857	15,337
负债和股东权益	19,306	21,733	25,005	27,331	29,802

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,327	1,650	2,115	2,617	2,841
投资性现金流	-1,727	-1,765	-1,838	-1,826	-1,795
融资性现金流	282	211	1,303	-47	-152
现金增加额	-98	151	1,614	744	895

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,585	15,197	16,866	18,766	20,847
营业成本	10,298	11,622	12,633	13,780	15,088
营业税金及附加	107	117	130	145	161
销售费用	703	828	1,011	1,264	1,580
管理费用	461	492	581	668	768
财务费用	16	63	39	21	16
资产减值损失	-39	-62	-4	-5	-5
投资收益	-2	-4	-1	-1	-1
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,511	1,565	1,895	2,253	2,523
其他非经营损益	18	24	24	24	24
利润总额	1,529	1,589	1,919	2,277	2,547
所得税	215	236	280	334	373
净利润	1,314	1,353	1,640	1,943	2,174
少数股东损益	42	28	40	45	52
归母股东净利润	1,273	1,325	1,600	1,898	2,123

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.19%	23.52%	25.10%	26.57%	27.63%
销售净利率	9.37%	8.72%	9.48%	10.11%	10.18%
销售收入增长率	5.78%	11.86%	10.99%	11.26%	11.09%
EBIT 增长率	-6.24%	10.33%	19.35%	17.31%	11.54%
净利润增长率	-3.67%	4.07%	20.76%	18.63%	11.86%
ROE	12.61%	12.23%	13.36%	14.31%	14.45%
ROA	6.59%	6.09%	6.40%	6.94%	7.12%
ROIC	7.96%	7.86%	8.04%	8.61%	8.79%
EPS (X)	1.48	1.55	1.84	2.19	2.44
PE (X)	23.77	23.26	20.65	17.40	15.56
PB (X)	3.03	2.89	2.76	2.49	2.25
PS (X)	2.25	2.06	1.96	1.76	1.58
EV/EBITDA (X)	15.49	14.62	13.62	11.55	10.42

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。