

安琪酵母 (600298.SH)

以史为鉴，大周期起点

股价复盘：利润弹性释放贡献超额收益。公司在利润释放周期前期相较于食品饮料板块普遍具有超额收益，如2009年、2016-2018年、2020年，拆分EPS和PE来看，我们判断超额收益的来源为利润弹性释放速度更快，而这一时期估值表现与板块趋同或在前期有小幅超额上行。

盈利周期复盘：关注吨价-成本剪刀差走扩。复盘公司历史3轮利润释放周期：（1）2009年净利率同比+6.8pct，公司海外收入增长提速，2008年因成本压力提价后2009年成本下行，且三大费率下降2.8pct。（2）2015-2017年净利率合计+10.7pct，公司进入密集投产末期，产能饱和状态下折旧压力减轻，且需求景气背景下公司主动提价，叠加糖蜜成本回落，利润持续释放。（3）2020年净利率同比+3.6pct，预计主要为小包装需求旺盛公司主动提价等贡献。总结来看，3轮利润弹性周期均为提价的同时糖蜜成本处于相对低位或下行，建议重点关注公司主业吨价-糖蜜成本剪刀差走扩带来的利润释放机会；且该周期内收入端往往稳健或环比提速、海运费和费用率位于低位或下行，若叠加产能爬坡期则利润弹性更高。

本轮展望：拐点已至，期待弹性。

收入端：预期维持双位数稳健增长。其中国内需求或稳中向好，海外市场加大开拓力度有望保持高增速。

利润端：预期2025年为利润释放周期起点。（1）成本周期：本轮糖蜜价格下行周期的驱动力为供给扩产、下游需求疲软、玉米价格持续大幅下行，2025年1月广西崇左部分糖蜜招标底价已大幅回落至1000-1100元/吨。（2）产能周期：2025年进入投产周期末期，预计2023年后折旧压力下降。（3）价格周期：历史上公司主要在成本压力下提价，需求景气、产能饱和下亦可主动提价。我们认为未来产能紧平衡下，若需求复苏有望重演提价/减促逻辑，带动吨价上行。（4）海运费周期：海运费自高位回落，2025年同比降幅或逐季扩大。

怎么看本轮利润弹性？我们认为公司基本面拐点向上的趋势基本确认，本轮有望启动持续数年的向上大周期，可类比2015-2017年，成本、产能双重利好周期叠加，且存在需求转好、产能饱和情况下吨价提升的潜在机会，底部向上弹性充足，利润弹性或与需求景气度带来的吨价上行空间相关。

投资建议：维持前次盈利预测，预期2025-2027年公司实现归母净利润16.4/19.2/21.9亿元，同比+23.6%/17.1%/14.4%，对应当前PE为21/18/16x，仍位于历史偏低位。我们认为当下位于基本面底部向上的拐点，建议重点关注预期和估值底部的布局窗口期，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，海外拓展进度放缓，海运费回落不及预期，假设数据与实际出入。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,585	15,197	16,767	18,496	20,361
增长率 yoy (%)	5.8	11.9	10.3	10.3	10.1
归母净利润(百万元)	1,273	1,325	1,637	1,917	2,192
增长率 yoy (%)	-3.7	4.1	23.6	17.1	14.4
EPS最新摊薄(元/股)	1.47	1.53	1.89	2.21	2.53
净资产收益率(%)	12.6	12.2	13.8	14.6	15.1
P/E(倍)	27.0	25.9	21.0	17.9	15.7
P/B(倍)	3.4	3.2	2.9	2.6	2.4

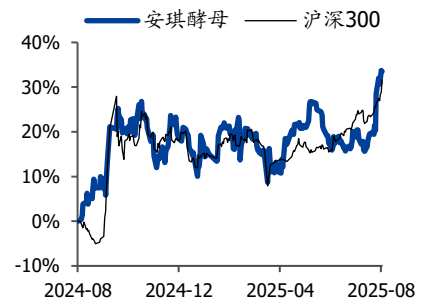
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年08月22日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	调味发酵品II
前次评级	买入
08月22日收盘价(元)	39.53
总市值(百万元)	34,317.51
总股本(百万股)	868.14
其中自由流通股(%)	98.73
30日日均成交量(百万股)	11.08

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

相关研究

- 《安琪酵母(600298.SH)：成本红利兑现，利润释放周期启动》 2025-08-15
- 《安琪酵母(600298.SH)：主业稳健增长，利润弹性向上》 2025-04-28
- 《安琪酵母(600298.SH)：24年平稳落地，期待利润弹性》 2025-04-11

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8211	9514	10480	12486	15050
现金	1194	1378	1875	3144	4898
应收票据及应收账款	1547	1940	1888	2063	2253
其他应收款	195	179		257	283
预付账款	422	405	500	547	599
存货	3818	4282	4467	4838	5258
其他流动资产	1035	1330	1517	1637	1760
非流动资产	11095	12219	12696	12593	12152
长期投资	22	33	33	33	33
固定资产	8643	9816	10560	10450	9688
无形资产	669	672	748	820	888
其他非流动资产	1761	1697	1354	1289	1543
资产总计	19306	21733	23175	25079	27202
流动负债	6249	7780	8135	8764	9428
短期借款	2904	3598	2598	2898	3198
应付票据及应付账款	1900	2344	2363	2583	2829
其他流动负债	1445	1837	3174	3283	3402
非流动负债	2440	2614	2620	2620	2620
长期借款	2020	2060	2060	2060	2060
其他非流动负债	420	554	560	560	560
负债合计	8689	10394	10755	11383	12048
少数股东权益	522	511	553	602	658
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2455	2265	2265	2265	2265
留存收益	7506	8395	9443	10669	12070
归属母公司股东权益	10094	10829	11868	13094	14496
负债和股东权益	19306	21733	23175	25079	27202

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1327	1650	2411	2722	3010
净利润	1314	1353	1679	1966	2248
折旧摊销	760	847	941	1072	1111
财务费用	48	42	98	93	97
投资损失	2	4	0	0	0
营运资金变动	-789	-662	-389	-481	-517
其他经营现金流	-9	66	83	71	71
投资活动现金流	-1727	-1765	-1481	-969	-669
资本支出	-1708	-1680	-1375	-969	-669
长期投资	-19	-86	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-106	0	0
筹资活动现金流	282	211	-434	-484	-587
短期借款	389	694	-1000	300	300
长期借款	1711	40	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	82	-190	0	0	0
其他筹资现金流	-1899	-332	566	-784	-887
现金净增加额	-98	151	530	1269	1754

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13585	15197	16767	18496	20361
营业成本	10298	11622	12509	13676	14975
营业税金及附加	107	117	124	136	150
营业费用	703	828	946	1037	1140
管理费用	461	492	544	579	625
研发费用	601	632	679	750	825
财务费用	16	63	60	75	70
资产减值损失	-39	-62	-60	-60	-60
其他收益	138	184	148	140	140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	0	0	0
资产处置收益	52	1	0	0	0
营业利润	1511	1565	1970	2302	2634
营业外收入	27	34	14	20	20
营业外支出	9	10	9	9	9
利润总额	1529	1589	1975	2313	2645
所得税	215	236	296	347	397
净利润	1314	1353	1679	1966	2248
少数股东损益	42	28	42	49	56
归属母公司净利润	1273	1325	1637	1917	2192
EBITDA	2247	2488	2976	3460	3826
EPS (元/股)	1.47	1.53	1.89	2.21	2.53

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	11.9	10.3	10.3	10.1
营业利润(%)	-4.4	3.5	25.9	16.9	14.4
归属母公司净利润(%)	-3.7	4.1	23.6	17.1	14.4
获利能力					
毛利率(%)	24.2	23.5	25.4	26.1	26.5
净利率(%)	9.4	8.7	9.8	10.4	10.8
ROE(%)	12.6	12.2	13.8	14.6	15.1
ROIC(%)	8.0	7.9	9.0	9.8	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	47.8	46.4	45.4	44.3
净负债比率(%)	39.9	44.7	38.9	28.2	15.9
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	8.7	9.0	9.0	9.4	9.4
应付账款周转率	6.0	6.2	6.0	6.3	6.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.53	1.89	2.21	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.90	2.78	3.13	3.47
每股净资产(最新摊薄)	11.63	12.47	13.67	15.08	16.70
估值比率					
P/E	27.0	25.9	21.0	17.9	15.7
P/B	3.4	3.2	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	15.5	14.6	13.2	11.0	9.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 22 日收盘价

内容目录

一、股价复盘：利润弹性释放贡献超额收益	5
二、盈利周期复盘：关注吨价-成本剪刀差走扩	6
2.1 2009 年：海外收入增长提速，成本高位提价后下行	6
2.2 2015-2017 年：吨价上行成本回落，产能饱和释放利润	8
2.3 2020 年：小包装旺销改善结构，主动提价增厚利润	10
2.4 历史盈利周期复盘总结	12
三、本轮展望：拐点已至，期待弹性	12
3.1 收入端：预期维持双位数稳健增长	12
3.2 利润端：预期 2025 年为利润释放周期起点	14
3.2.1 成本周期：糖蜜成本大幅下行，水解糖随玉米下跌	14
3.2.2 产能周期：投产接近尾声，利润结构改善	18
3.2.3 价格周期：成本主导，需求催化	19
3.2.4 海运费周期：高位回落，逐季改善	19
3.3 怎么看本轮利润弹性？	20
四、盈利预测与估值	20
4.1 收入拆分和盈利预测	20
4.2 估值和投资建议	22
风险提示	23

图表目录

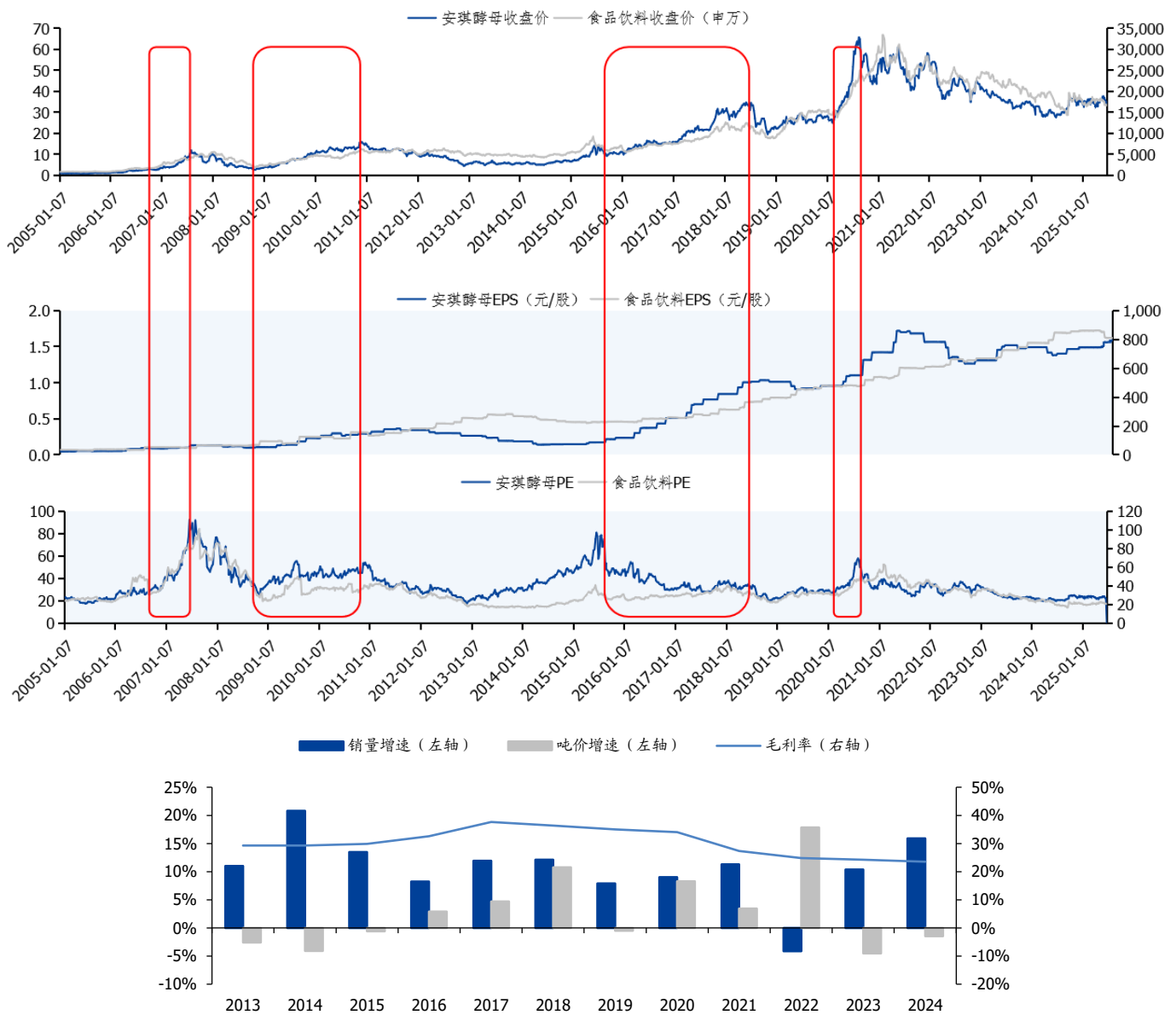
图表 1: 安琪酵母（左轴）及食品饮料（右轴）收盘价及 EPS、PE 拆分	5
图表 2: 安琪酵母 2007-2012 年净利率走势	6
图表 3: 安琪酵母 2007-2012 年营业收入及酵母主业收入增速	6
图表 4: 安琪酵母 2007-2012 年国内、海外收入增速	6
图表 5: 安琪酵母 2007-2012 年毛利率	7
图表 6: 2008-2012 年糖蜜价格走势	7
图表 7: 安琪酵母 2007-2012 年新增折旧金额	7
图表 8: 2007-2012 年海运费走势	7
图表 9: 安琪酵母 2007-2012 年三大费用率同比变化	7
图表 10: 安琪酵母 2007-2012 年政府补助	7
图表 11: 安琪酵母 2012-2019 年营业收入及酵母主业收入增速	8
图表 12: 安琪酵母 2013-2019 年酵母主业销量、吨价增速	8
图表 13: 安琪酵母 2012-2019 年毛利率	8
图表 14: 2012-2019 年糖蜜价格走势	8
图表 15: 安琪酵母 2012-2019 年新增折旧金额	9
图表 16: 2012-2019 年海运费走势	9
图表 17: 安琪酵母 2012-2019 年三大费用率同比变化	9
图表 18: 安琪酵母 2012-2019 年政府补助	9
图表 19: 安琪酵母 2012-2019 年汇兑损失	9
图表 20: 安琪酵母 2012-2019 年净利率	9
图表 21: 安琪酵母 2019-2024 年营业收入及酵母主业收入增速	10
图表 22: 安琪酵母 2019-2024 年酵母主业销量、吨价增速	10
图表 23: 安琪酵母 2019-2024 年毛利率	10
图表 24: 2019-2023 年糖蜜价格走势	10
图表 25: 安琪酵母 2019-2024 年新增折旧金额	11
图表 26: 2019-2025 年海运费走势	11
图表 27: 安琪酵母 2019-2024 年三大费用率同比变化	11
图表 28: 安琪酵母 2019-2024 年政府补助	11
图表 29: 安琪酵母 2019-2024 年汇兑损失	12

图表 30:	安琪酵母 2019-2024 年净利率.....	12
图表 31:	安琪酵母营业收入及 2025E-2026E 年激励目标.....	12
图表 32:	安琪酵母 2019-2025 年收入增长目标.....	12
图表 33:	安琪酵母 2018-2024 年国内外收入增速.....	13
图表 34:	安琪酵母 2018-2024 年国内外收入占比.....	13
图表 35:	安琪酵母 2017 年-2025Q1 分业务收入占比.....	13
图表 36:	安琪酵母 2017 年-2025Q1 分业务收入同比增速.....	13
图表 37:	中国糖料（甘蔗和甜菜）种植面积（千公顷）.....	14
图表 38:	食糖价格指数走势（元/吨）.....	14
图表 39:	甘蔗、甜菜单产趋势（吨/公顷）.....	15
图表 40:	历史各榨季糖蜜产量.....	15
图表 41:	2013-2024 年安琪酵母产量（吨）.....	16
图表 42:	糖蜜产业链上下游构成.....	16
图表 43:	2019-2023 年中国糖蜜乙醇产量变化.....	16
图表 44:	国内生猪、肉鸡饲料价格走势.....	16
图表 45:	糖蜜、玉米价格历史走势高度相关.....	17
图表 46:	广西糖蜜价格走势.....	17
图表 47:	糖蜜历史价格走势复盘.....	17
图表 48:	安琪酵母历史产能建设周期复盘及新增折旧金额.....	18
图表 49:	安琪酵母在建工程及同比增速.....	18
图表 50:	安琪酵母固定资产及同比增速.....	18
图表 51:	安琪酵母主业吨价与糖蜜价格关系.....	19
图表 52:	安琪酵母主业吨价与产能周期关系.....	19
图表 53:	海运费走势复盘.....	19
图表 54:	安琪酵母历史净利率复盘.....	20
图表 55:	安琪酵母收入拆分及预测.....	21
图表 56:	安琪酵母盈利预测.....	22
图表 57:	安琪酵母可比公司估值.....	22

一、股价复盘：利润弹性释放贡献超额收益

利润释放周期前期具备超额收益，把握股价弹性窗口。复盘公司和食品饮料板块历史股价走势，我们认为公司在利润释放周期前期相较于食品饮料板块普遍具有超额收益，如2007年、2009年、2016-2018年、2020年。拆分EPS和PE来看，我们判断超额收益的主要来源为公司利润弹性的释放速度显著高于行业，EPS高速上行，而这一周期内估值表现与板块趋同或在前期有小幅超额上行空间。此外2013-2015年公司股价上行主要由PE提升拉动，我们认为一方面原因为调味品板块估值提升幅度超过食品饮料板块，另一方面公司利润端短期承压、但预期未来盈利能力修复，估值水平提高。整体来看，我们认为把握公司利润释放周期更有利于把握股价弹性窗口。

图表1: 安琪酵母(左轴)及食品饮料(右轴)收盘价及EPS、PE拆分



资料来源: wind, 国盛证券研究所

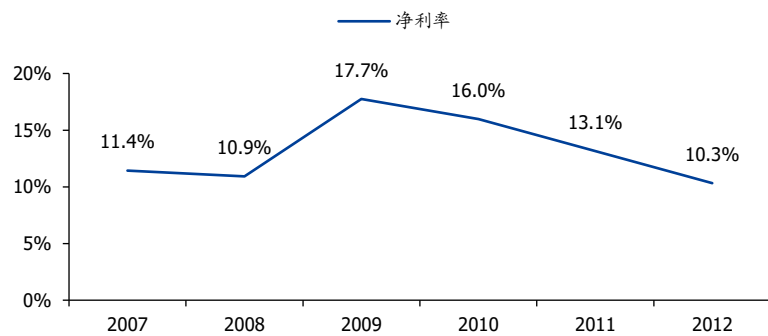
二、盈利周期复盘：关注吨价-成本剪刀差走扩

复盘公司历史盈利周期，利润弹性充分释放主要在 2009 年、2015-2017 年、2020 年。

2.1 2009 年：海外收入增长提速，成本高位提价后下行

2009 年公司净利率同比显著提升 6.8pct 至高点 17.7%，为 2002 年及之后各年净利率的最高点。我们复盘本轮净利率提升的主要驱动因素：

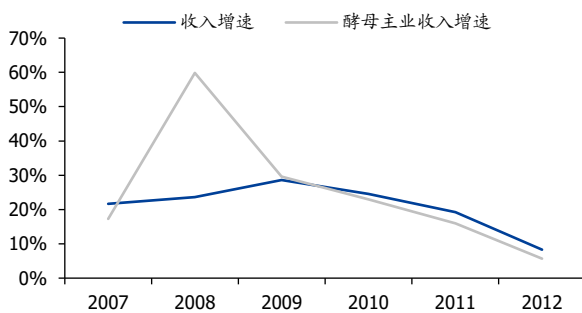
图表2：安琪酵母 2007-2012 年净利率走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

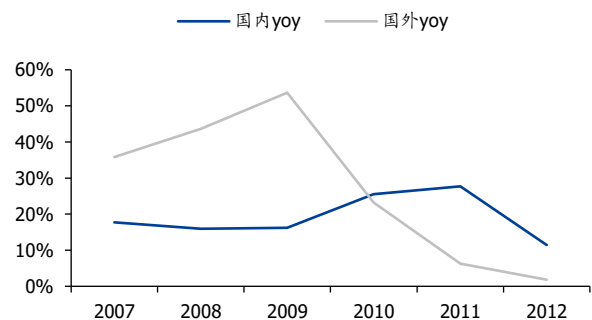
(1) 收入端：国内深耕，海外提速。2009 年公司国内、海外增速均亮眼，同比分别增长 16%、54%，国内市场持续强化龙头地位，拓展渠道并改进销售政策，抢占更高份额，同时扩大酵母抽提物、动物营养等业务增量；海外大力推进国际化进程，加大市场开拓力度，海外收入增长同比显著提速。

图表3：安琪酵母 2007-2012 年营业收入及酵母主业收入增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

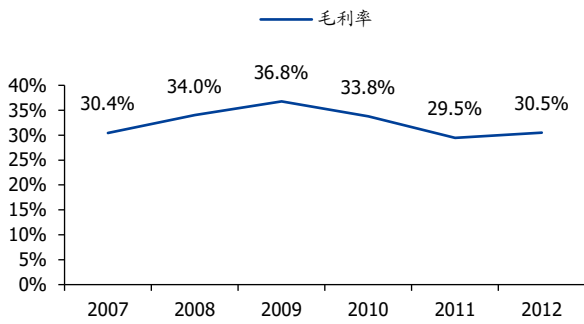
安琪酵母 2007-2012 年国内、海外收入增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

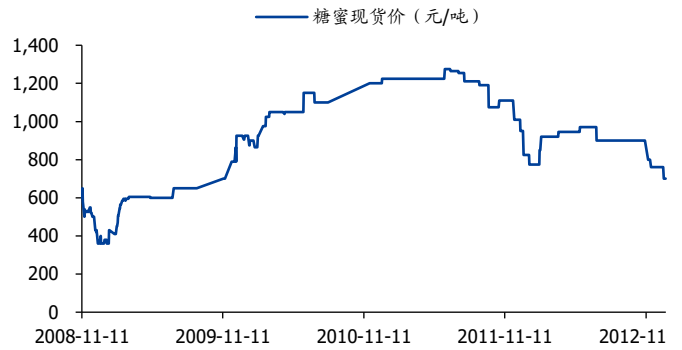
(2) 成本端：酵母吨价-糖蜜价格剪刀差走扩，成本、海运费贡献利润，折旧小幅增加对冲利润弹性。2009 年公司毛利率同比提升 2.8pct 至高位 36.8%，正向贡献方面，主要原因一为 2008 年公司因成本压力提价带动 2009 年吨价提升，但 2009 年糖蜜采购价格回归低点，公司酵母产品吨价-糖蜜成本剪刀差扩大贡献利润。二为 2009 年海运费亦处于低位，利好出口业务。但预计因较多新产能投产，2009 年新增折旧金额达 0.3 亿元，较 2007-2008 年显著提高，对冲部分利润弹性。

图表5: 安琪酵母 2007-2012 年毛利率



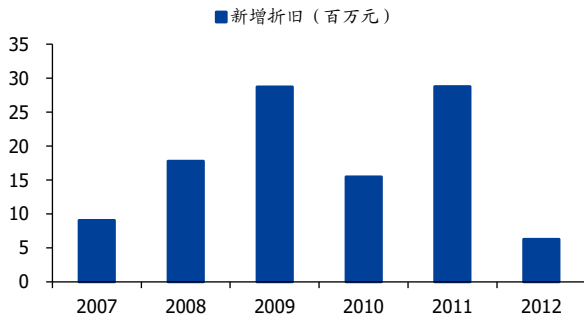
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 2008-2012 年糖蜜价格走势



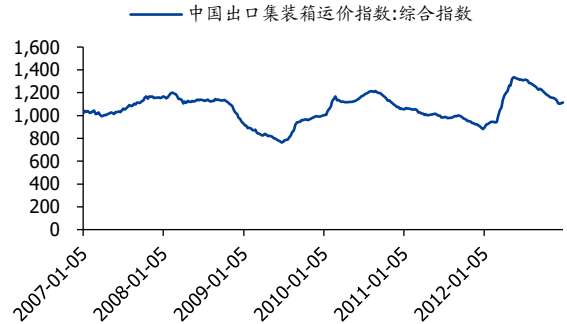
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 安琪酵母 2007-2012 年新增折旧金额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

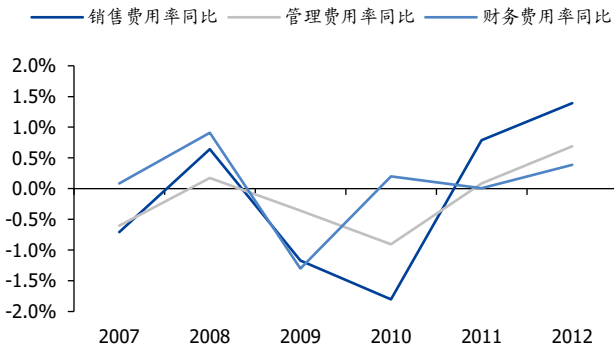
图表8: 2007-2012 年海运运费走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

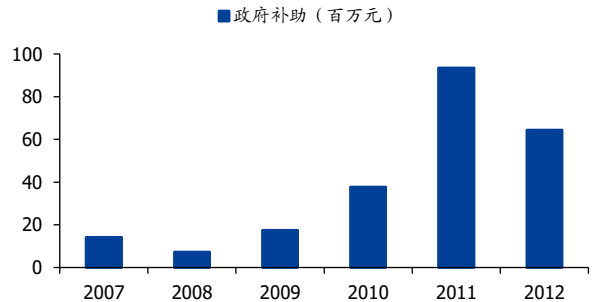
(3) 费用端: 三大费率下行, 政府补助增加。2009 年公司销售、管理、财务三大费用率合计同比下降 2.8pct, 叠加政府补助小幅增加, 对利润端形成正向贡献。我们预计 2009 年销售费用率下降主要因收入高速增长摊薄、销售政策优化; 财务费用率较显著下行主要因人民币升值幅度趋缓, 汇兑损失收窄。

图表9: 安琪酵母 2007-2012 年三大费用率同比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表10: 安琪酵母 2007-2012 年政府补助

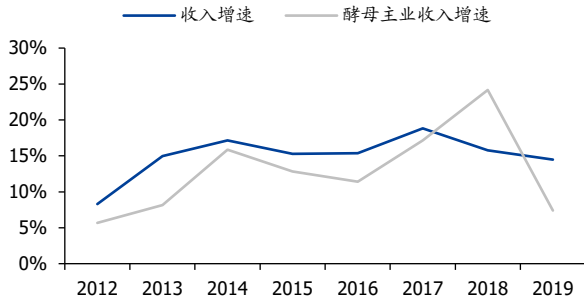


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 2015-2017年：吨价上行成本回落，产能饱和释放利润

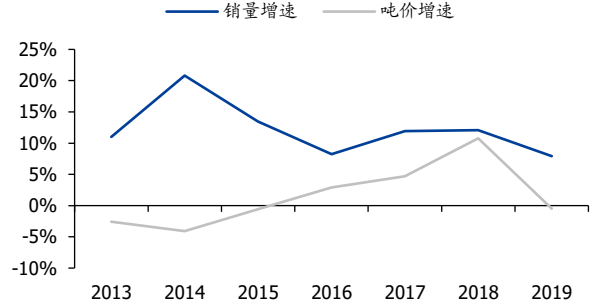
(1) 收入端：量、价双升，主业加速。2015-2017年公司收入保持较高速增长，其中主业收入在2017年加速增长。量价拆分来看，2016年因产能饱和，销量增速小幅下降，2017年新产能投产后销量再次提速增长；而吨价在2015年小幅下降后，2016-2017年均同比提升，主要原因为2016年公司因产能饱和主动提价，2017年预计仍有部分提价红利延续。

图表11: 安琪酵母2012-2019年营业收入及酵母主业收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

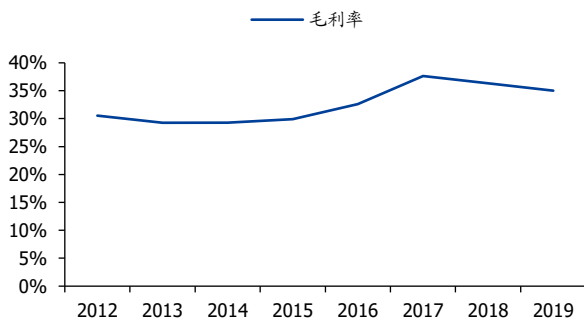
图表12: 安琪酵母2013-2019年酵母主业销量、吨价增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

(2) 成本端：糖蜜价格回落，产能爬坡期折旧压力下降、提价提升盈利。2015-2017年公司毛利率持续提升且修复至高位，我们预计原因包括产能密集投放期结束，2015年起折旧压力大幅下降；2016年起糖蜜价格自高位回落，贡献成本红利；2016年公司在产能饱和的情况下主动提价，提高盈利能力；海运费在该期间内处于相对低位。

图表13: 安琪酵母2012-2019年毛利率



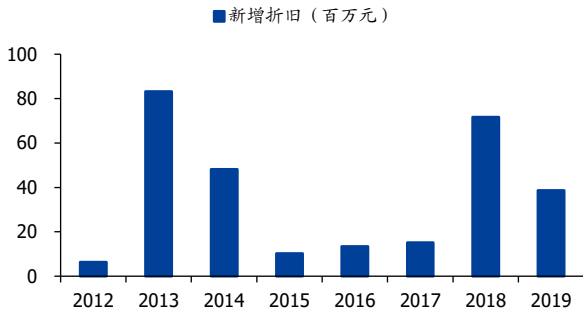
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表14: 2012-2019年糖蜜价格走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表15: 安琪酵母 2012-2019 年新增折旧金额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表16: 2012-2019 年海运费走势

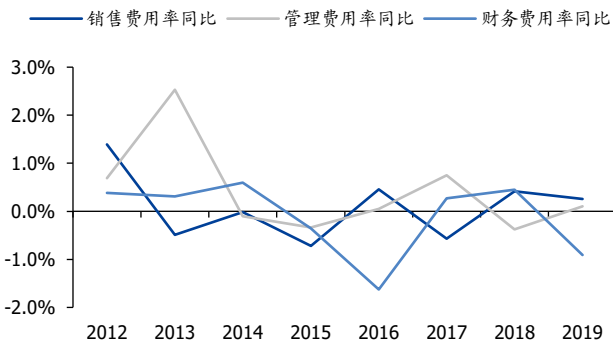


资料来源: wind, 国盛证券研究所

(3) 费用端: 2015-2016 年费率下行, 2017 年小幅上行。2015-2017 年公司三大费用率分别同比-1.4/-1.1/+0.4pct, 其中 2016 年财务费用率受益于汇兑正向收益产生正向贡献。政府补助在 2015-2017 年逐年增长贡献利润。

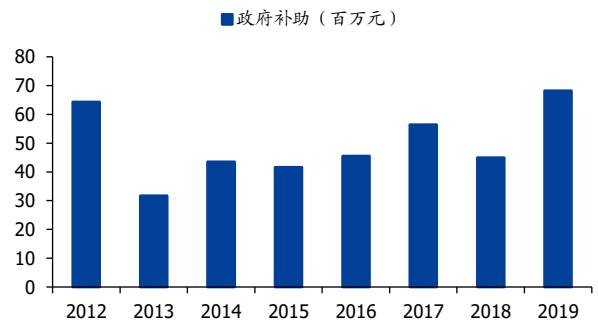
2015-2017 年利润弹性大周期, 吨价升、成本降、折旧低。公司净利率从 2014 年的 4.8%提升 10.7pct 至 2017 年的 15.5%, 该周期内盈利能力大幅提升。复盘来看, 我们认为 2015 年净利率的改善主要来源于于费用率的下降; 但 2016-2017 年主要来源于于毛利率的提升, 公司在产能饱和期折旧压力大幅下降、并通过提价提高盈利能力, 同时糖蜜价格回落增厚利润、海运费低位, 共同成就利润释放的大周期。

图表17: 安琪酵母 2012-2019 年三大费用率同比变化



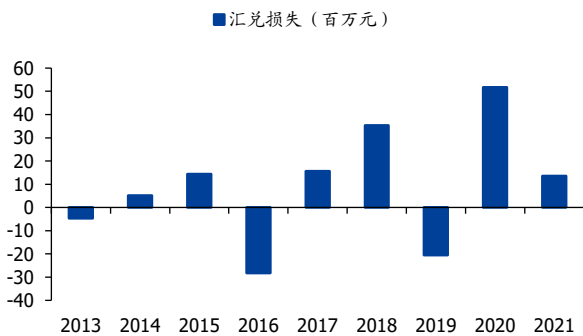
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表18: 安琪酵母 2012-2019 年政府补助



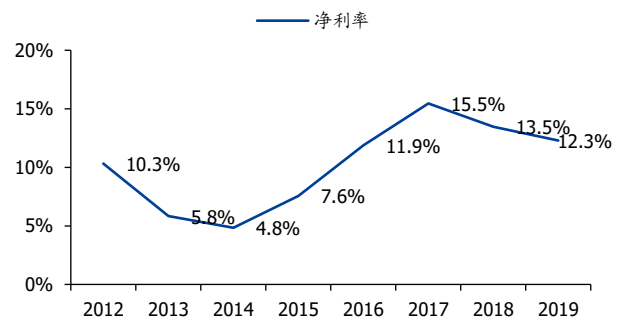
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表19: 安琪酵母 2012-2019 年汇兑损失



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表20: 安琪酵母 2012-2019 年净利率

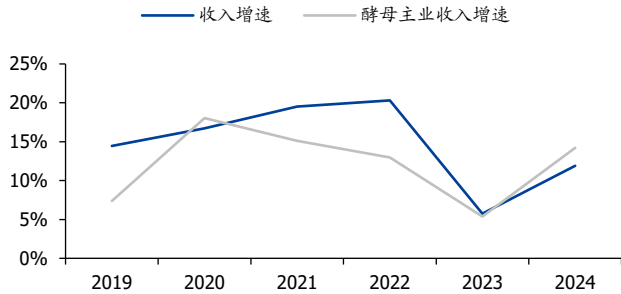


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 2020年：小包装旺销改善结构，主动提价增厚利润

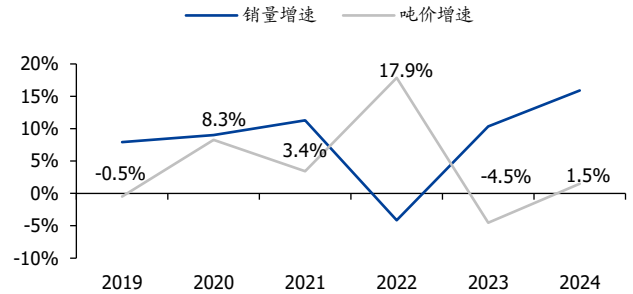
(1) 收入端：居家场景刺激小包装消费，需求旺盛主动提价。2020年在大环境变化下居家消费激增，刺激对公司小包装酵母的消费，带动整体收入增长提速。量、价拆分来看，2020年销量增速稳中略升，而吨价同比大幅增长8.3%，预计与20Q1小包装需求旺盛，公司主动提价相关。

图表21: 安琪酵母 2019-2024 年营业收入及酵母主业收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

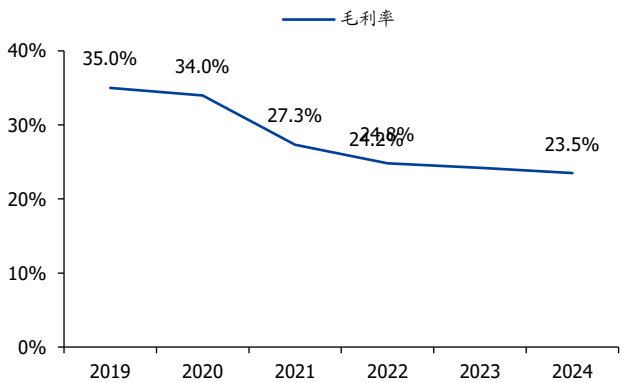
图表22: 安琪酵母 2019-2024 年酵母主业销量, 吨价增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

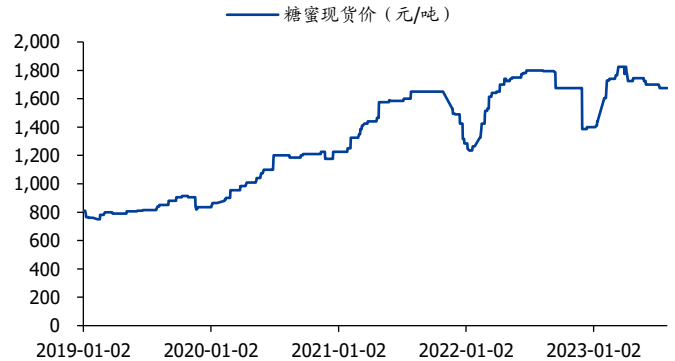
(2) 成本端：小包装占比提升+提价提升毛利率，其余成本维持低位。2020年受新会计准则将运输费用调入营业成本影响，毛利率同比下降1pct，若剔除运输费调整影响，2020年毛利率同比约提升3pct，预计主要与高毛利率的小包装酵母占比提升、公司主动提价相关；同时2020年糖蜜成本、海运费均在低位、新增折旧金额较少，提价红利可以充分释放。

图表23: 安琪酵母 2019-2024 年毛利率



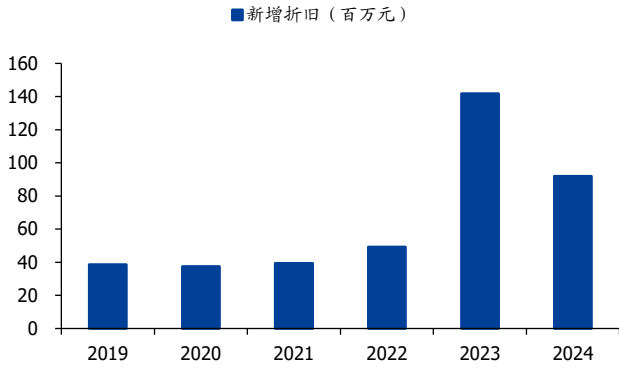
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表24: 2019-2023 年糖蜜价格走势



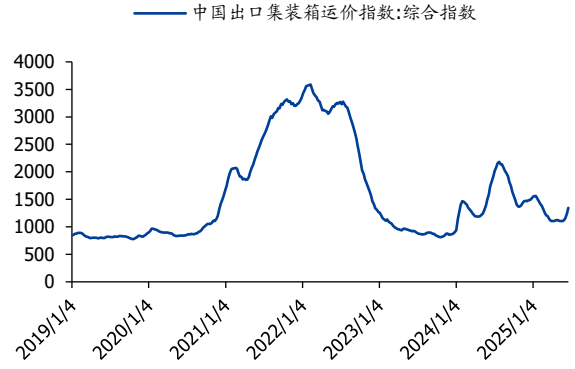
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表25: 安琪酵母 2019-2024 年新增折旧金额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表26: 2019-2025 年海运费走势

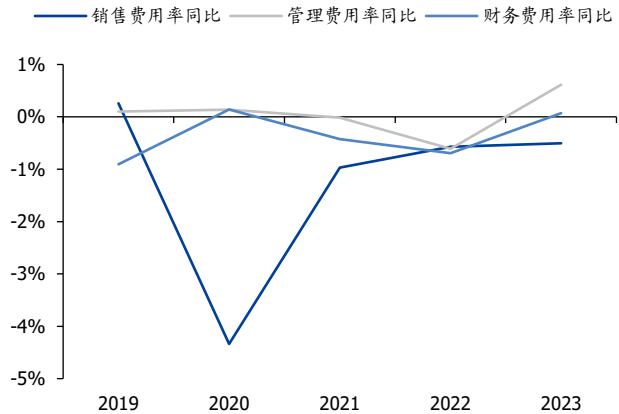


资料来源: wind, 国盛证券研究所

(3) 费用端: 三大费率整体稳定, 政府补助增厚利润。2020 年公司销售费用率同比-4.3pct, 我们预计主要受运输费用从销售费用中剔除影响, 若不考虑该影响, 预计销售费用率稳中略降; 管理、财务费用率稳中略升, 扰动较小。2020 年公司政府补助同比增加近 1.0 亿元, 增厚报表利润; 汇兑损失影响约 0.5 亿元。

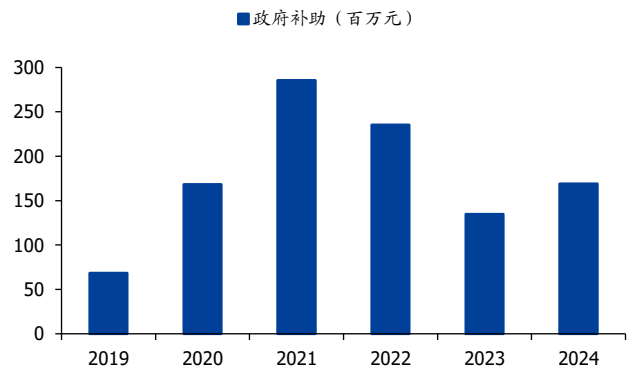
2020 年公司净利率同比+3.6pct 至 15.9%高位, 我们认为主要原因为小包装需求旺盛带来的产品结构改善及提价, 拉动公司整体利润率提升。

图表27: 安琪酵母 2019-2024 年三大费用率同比变化



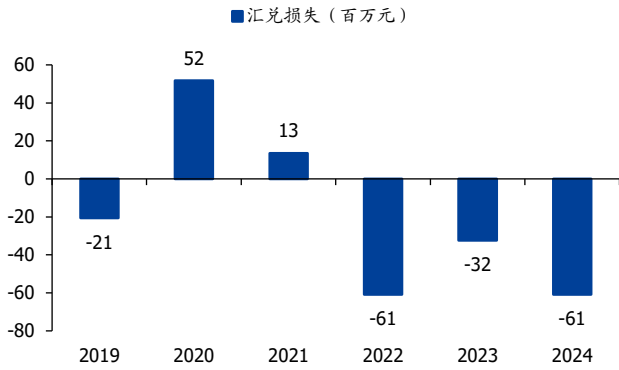
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表28: 安琪酵母 2019-2024 年政府补助



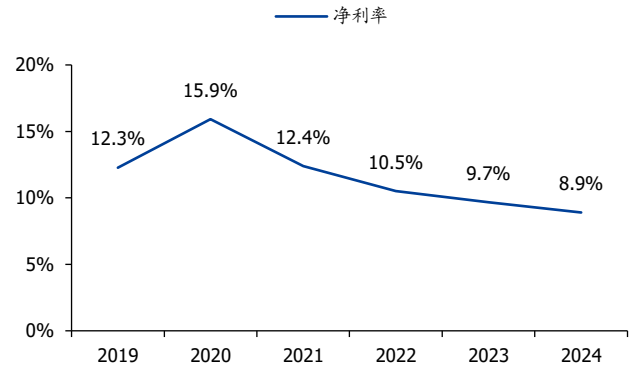
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表29: 安琪酵母 2019-2024 年汇兑损失



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表30: 安琪酵母 2019-2024 年净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.4 历史盈利周期复盘总结

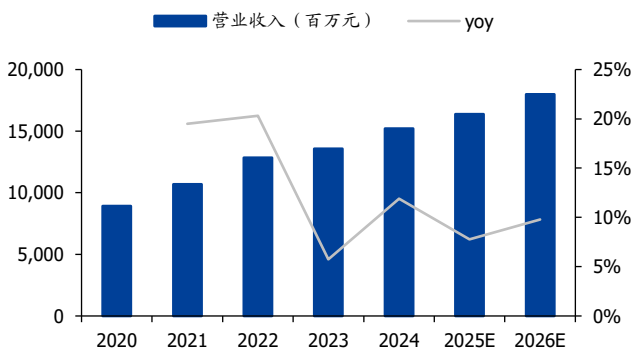
重点关注酵母主业吨价-糖蜜成本剪刀差走扩的利润释放周期。总结公司历史上 3 次利润释放大周期，均存在提价的同时糖蜜成本处于相对低位或下行，因此建议重点关注公司酵母及衍生品吨价-糖蜜成本剪刀差走扩带来的利润弹性机会；且利润释放周期内收入端表现往往稳健或环比提速、海运费和费用端处于低位或下行，若叠加产能投产后爬坡期则利润弹性更高。

三、本轮展望：拐点已至，期待弹性

3.1 收入端：预期维持双位数稳健增长

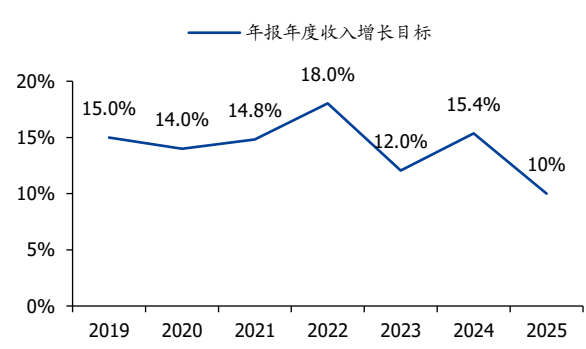
股权激励目标稳健，收入有望双位数增长。2024年公司推出新一期股权激励，绑定公司和员工利益，2024-2026 年收入目标分别为 149.0/163.8/179.8 亿元，对应同比增速目标为+10.0%/9.9%/9.8%。2024 年公司实现营收 152.0 亿元，则根据股权激励 2026-2027 年营收目标同比增速 7.8%/9.8%。根据公司年报，2025 年收入同比增速目标 10%，2019-2025 年收入目标增速平均达 14.2%，收入端有望维持稳健双位数增长。

图表31: 安琪酵母营业收入及 2025E-2026E 年激励目标



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

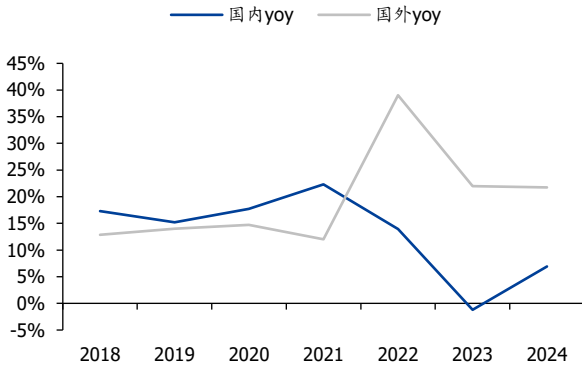
图表32: 安琪酵母 2019-2025 年收入增长目标



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

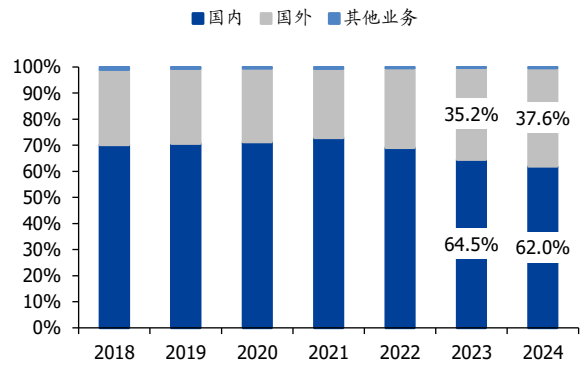
分地区：国内需求稳中向好，海外市场维持高增。2022年以来公司国外业务收入增速远高于国内，2024年公司国内/国外收入占比分别为62%/38%。国内酵母市场已步入成熟期，收入增长主要靠衍生品成长拉动，2023年因国内需求疲软增长承压，2024年边际修复，未来若需求向好有望带动国内收入加速增长；且公司优化国内销售组织架构，我们认为有利于提高销售资源分配效率、提高人效。国外市场公司市占率仍低，随着发展中国家人口红利持续释放、新兴市场酵母渗透率提升及成熟市场鲜酵母向干酵母转换，未来空间仍广阔。2025年公司将再加大海外市场开拓力度，强化渠道网络建设，继续锚定“全球最大酵母企业、国际一流生物技术公司”远景目标，海外收入有望维持高增长，贡献更高增量。

图表33: 安琪酵母 2018-2024 年国内外收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

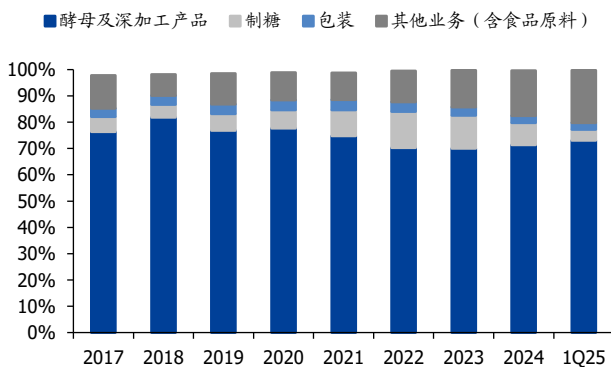
图表34: 安琪酵母 2018-2024 年国内外收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

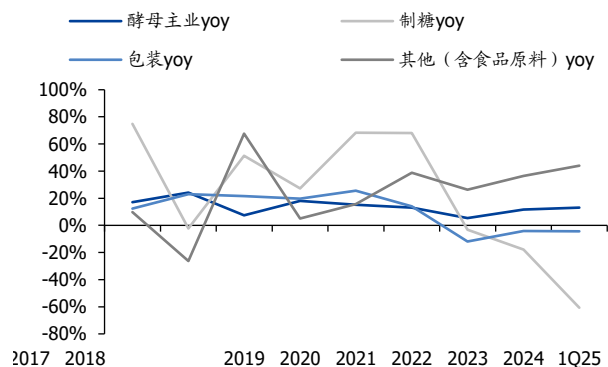
分业务：酵母主业稳健，其他业务高增。2024年公司酵母及衍生品主业/制糖/包装/食品原料等其他业务在收入中的占比分别为71%/8%/3%/17%，酵母及衍生品主业、食品原料等其他业务占比提升。分业务来看，公司酵母主业整体表现稳健，2023年因国内需求承压增长降速，2024年以来迎修复；制糖业务因公司剥离低盈利的贸易业务，规模持续收缩，25Q1收入大幅下降；包装业务在公司营收中占比低，近年规模略有下降；而食品原料等其他业务保持高速增长。

图表35: 安琪酵母 2017年-2025Q1 分业务收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表36: 安琪酵母 2017年-2025Q1 分业务收入同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 利润端：预期 2025 年为利润释放周期起点

3.2.1 成本周期：糖蜜成本大幅下行，水解糖随玉米下跌

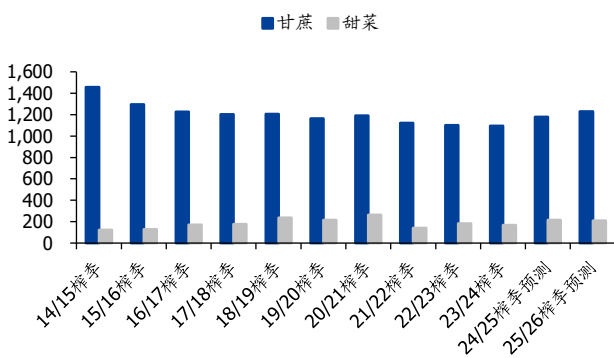
糖蜜供给随糖料产量波动，需求端逐渐多元化。当前公司的主要原材料为糖蜜和水解糖，其中水解糖为糖蜜供给受限情况下，公司为缓解原材料价格大幅上涨而采用的替代原料。从供给端来看，自 2017 年起糖蜜被列为禁止进口的固体废物，糖蜜进口受限，国内糖蜜均为国产。糖蜜是制糖工业的副产品，上游为甘蔗、甜菜等糖料种植业，因此影响供给的因素主要包括糖料的种植面积及单产。从需求端来看，糖蜜下游主要为酵母、饲料、酒精、焦糖色等行业，在医药、食品、化妆品等领域也有初步应用。

我们认为当下糖蜜价格的决定因素包括：（1）供给端：糖料种植面积、单产影响糖蜜产量；（2）需求端：酵母、饲料、酒精等企业的需求波动；（3）玉米大宗价格走势：历史上糖蜜和玉米价格走势高度相关；（4）糖厂和贸易商囤货：糖厂和贸易商在价格上行期会增加糖蜜囤货量，加剧价格上涨，反之亦然，因此糖厂和贸易商的囤货行为会加剧糖蜜价格波动幅度。

（1）供给端：种植面积触底回升，24/25 榨季预计中高个位数增产

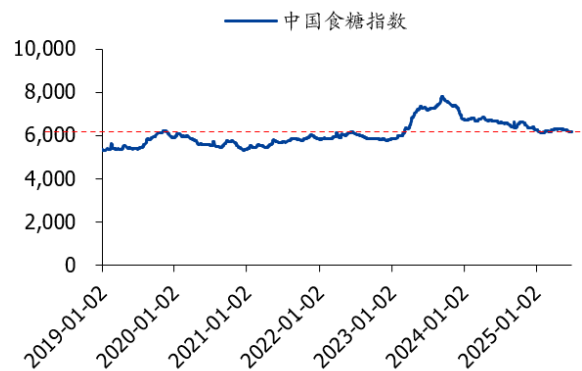
种植面积：糖价影响相对收益，政策扶持企稳回升。我国 24/25 榨季糖料供给中，甘蔗糖/甜菜糖占比分别约为 87%/13%，甘蔗糖占据主要份额，影响蔗农种植积极性的主要因素为糖料种植相对于其他经济作物种植的收益。（1）甘蔗种植面积：2013 年后我国甘蔗种植面积下降，主要原因为甘蔗生产成本持续上涨、竞争作物水果和桑蚕丝等收益更高，部分省市调整农业规划鼓励发展具有更高经济效益的产业。但近年竞争作物收益下降，多地扶持甘蔗种植、改进甘蔗种植技术降低生产成本，2022 年产量占比超 60% 的主产区广西提出糖料蔗生产保护区面积不减少、糖料蔗种植面积不减少的目标，推行“按退蔗进”方案，甘蔗与其他竞争作物收益差缩窄；且糖厂扶持下种植甘蔗的收益更稳定，价格波动更小。甘蔗种植面积连续 2 个榨季触底回升。（2）甜菜种植面积：我们认为甜菜种植面积与上年食糖价格走势较相关，尽管 2023 年底以来中国食糖价格从高位有所回落，但当前糖价仍在历史偏高水平，预计糖料种植仍有较高收益，甜菜种植面积有望保持在较高位。

图表37：中国糖料（甘蔗和甜菜）种植面积（千公顷）



资料来源：wind，国盛证券研究所

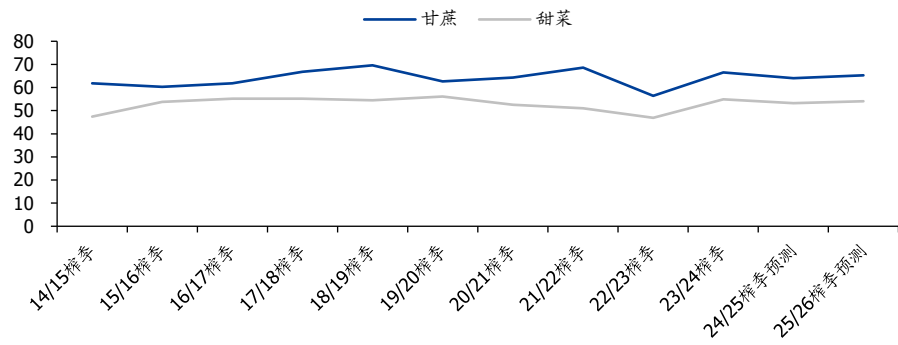
图表38：食糖价格指数走势（元/吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

单产：单榨季天气扰动较大，中长期预计稳中略升。日照、降水、气温等气候因素对糖料的单位面积产量有重要影响，甘蔗喜高温、喜光、需水，高温和降雨利于甘蔗生长；甜菜喜温凉、耐寒，成熟期光照充足、昼夜温差大利于糖分积累。其中 22/23 榨季甘蔗单产大幅下降 18%，主要由于 2022 年 8-9 月广西多地出现不同程度的干旱，影响甘蔗糖分积累。整体来看，若排除异常天气扰动，我国甘蔗、甜菜单产随着种植技术改进呈稳中略升的趋势。

图表39: 甘蔗、甜菜单产趋势 (吨/公顷)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

种植面积回升, 预计糖蜜产量个位数增长。根据农业农村部数据, 23/24榨季-24/25榨季糖蜜产量温和增产, 主要因糖料种植面积触底回升、单产修复至历史中枢水平; 展望25/26榨季, 甘蔗种植面积仍有小幅提升, 甜菜种植面积基本稳定, 糖蜜产量仍有望维持同比个位数增长。

图表40: 历史各榨季糖蜜产量

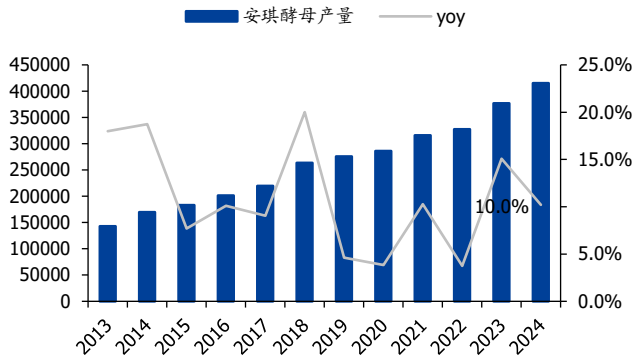
		19/20榨季	20/21榨季	21/22榨季	22/23榨季	23/24榨季	24/25榨季 E	25/26榨季 E
收获面积 (千公顷)	甘蔗	1,165	1,191	1,122	1,102	1,095	1,180	1,230
	甜菜	215	262	141	182	167	216	210
单产 (吨/公顷)	甘蔗	62.7	64.4	68.6	56.4	66.5	64.1	65.3
	甜菜	56.1	52.5	51.0	46.9	54.9	53.2	54.1
产量 (万吨)	甘蔗	7304.6	7664.1	7696.9	6215.3	7281.8	7563.8	8031.9
	甜菜	1206.2	1375.5	719.1	853.6	916.8	1149.1	1136.1
甘蔗糖蜜产率:	3.2%~3.5%, 取3.35%计算							
甜菜糖蜜产率:	4.5%~5.0%, 取4.75%计算							
糖蜜产量 (万吨)	甘蔗糖蜜	244.7	256.7	257.8	208.2	243.9	253.4	269.1
	甜菜糖蜜	57.3	65.3	34.2	40.5	43.5	54.6	54.0
	总计	302.0	322.1	292.0	248.8	287.5	308.0	323.0
	yoy	-11.7%	6.7%	-9.3%	-14.8%	15.6%	7.1%	4.9%

资料来源: Wind, 农业农村部, 泛糖科技, 沐甜科技, 国盛证券研究所

(2) 需求端: 水解糖缓解酵母需求, 酒精饲料等需求不足

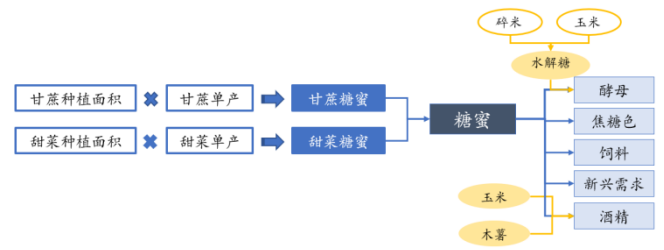
酵母企业需求占比高, 新产能较少+水解糖替代需求可控。当前酵母企业为糖蜜第一大需求方。由于糖蜜供给受限, 安琪为解决原材料供给紧缺导致价格持续上涨的问题, 已研发出用水解糖替代糖蜜作为原材料的方案, 解决对单一原材料的依赖问题, 应用后对糖蜜需求量显著下降。考虑到未来酵母企业国内新增产能较少, 预计酵母企业的需求整体可控。

图表41: 2013-2024年安琪酵母产量(吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

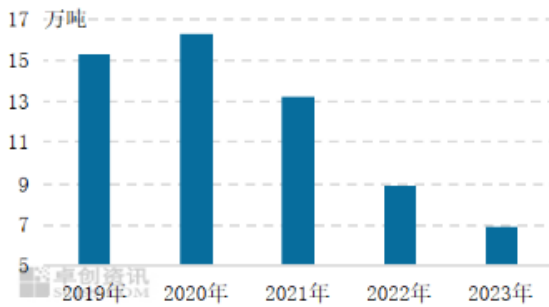
图表42: 糖蜜产业链上下游构成



资料来源: 国盛证券研究所

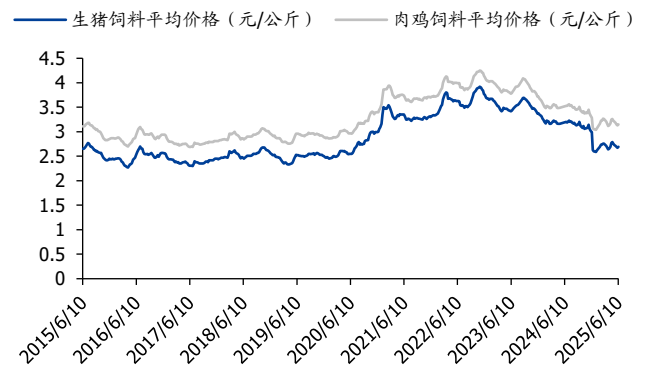
酒精厂因效益偏低需求下滑, 养殖低迷饲料企业需求不振。除酵母企业外, 糖蜜下游需求方主要为酒精厂、饲料厂等。**(1) 酒精厂:** 玉米、木薯、糖蜜为酒精厂生产的三类主要原料, 可择价格更低者使用, 若无经济效益则酒精厂可以停止生产。根据卓创资讯, 2020-2023年中国糖蜜酒精产量大幅下滑, 我们预计主要为供需矛盾下酒精企业生产无效益, 且本轮糖蜜价格涨幅较玉米更高, 糖蜜酒精厂大量停工所致。当前糖蜜酒精厂生产效益仍偏低, 预计未来需求将保持在低位。**(2) 饲料企业:** 糖蜜可用于反刍动物、猪、禽等饲料中, 改善饲料的适口性, 补充饲料中的能量, 并提高反刍动物的日增重和饲料转化率, 此外粘稠液体状的糖蜜也是很好的防尘粘结剂。近年猪肉、鸡肉等价格走低, 养殖厂盈利承压, 致生猪饲料、肉鸡饲料等价格出现较明显下滑, 我们认为饲料企业成本节约考虑下或减少糖蜜使用, 需求下滑。

图表43: 2019-2023年中国糖蜜乙醇产量变化



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表44: 国内生猪、肉鸡饲料价格走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

(3) 玉米价格: 2022年底价格走低, 带动糖蜜价格下行。糖蜜价格受大宗商品价格波动影响, 其中与玉米价格走势高度一致, 相关系数为0.7, 我们认为两者的高关联度主要体现为糖蜜与玉米都是发酵酒精原材料、饲料原料, 为替代品, 酒精厂择价低者使用。2020-2022年糖蜜价格与玉米价格均大幅上涨, 但糖蜜涨幅相对更高, 或与糖蜜供需格局更紧张相关。但2022年底后玉米价格走低, 拉动糖蜜价格下行。2025年玉米价格有所反弹, 但仍在2020年后的中枢偏下位置, 后续可持续关注玉米价格波动对糖蜜价格的影响。

图表45: 糖蜜、玉米价格历史走势高度相关



资料来源: wind, 泛糖科技, 国盛证券研究所

图表46: 广西糖蜜价格走势



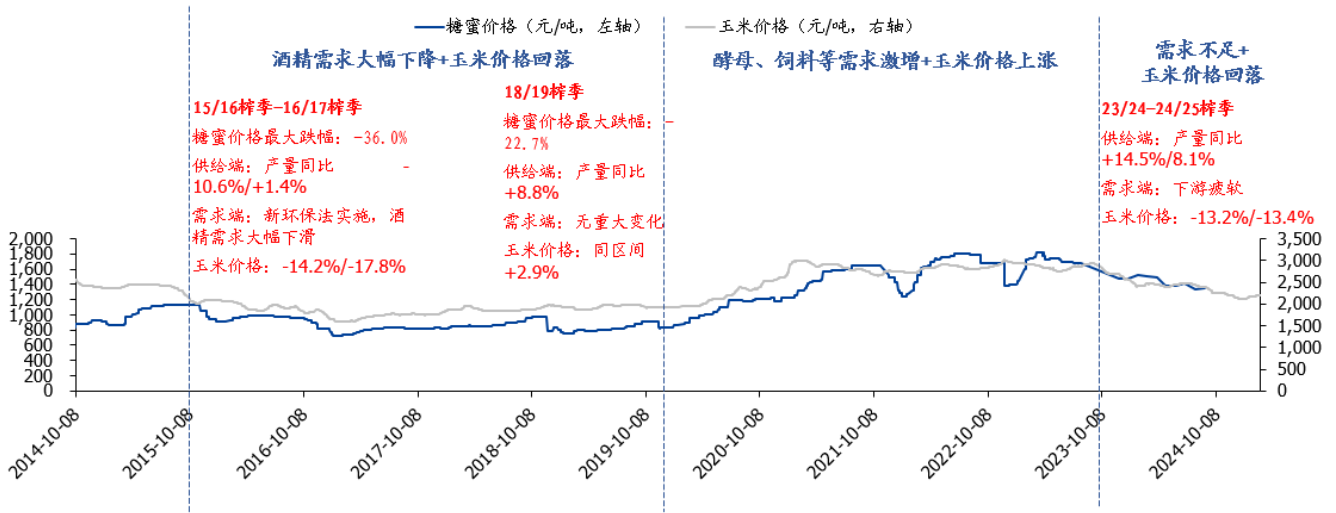
资料来源: 泛糖科技, 国盛证券研究所

复盘历史糖蜜价格，15/16-16/17榨季、18/19榨季价格出现2次显著回落：

(1) 15/16榨季至16/17榨季：糖蜜价格最大回落幅度达36.0%。本轮价格下行周期中，供给端糖蜜产量在15/16榨季有显著下降，16/17榨季略有回升；需求端2015年前酒精厂为糖蜜的最大需求方，在糖蜜下游需求中占比达约60%，新环保法实施后酒精需求大幅下降，因此需求骤降为糖蜜价格下跌的主要原因。同时玉米、木薯价格在这一区间均有明显回落，大宗商品价格走低拉动糖蜜价格下降。

(2) 18/19榨季：糖蜜价格最大回落幅度为22.7%。本轮价格下行周期中糖蜜产量同比增长8.8%，有较明显涨幅，而需求端无重大变化，且这一区间玉米价格较稳定、木薯价格略下降。因此综合来看，本轮糖蜜价格回落主要由需求端较稳定的情况下供给增加贡献，价格跌幅较小。

图表47: 糖蜜历史价格走势复盘



资料来源: wind, 国盛证券研究所

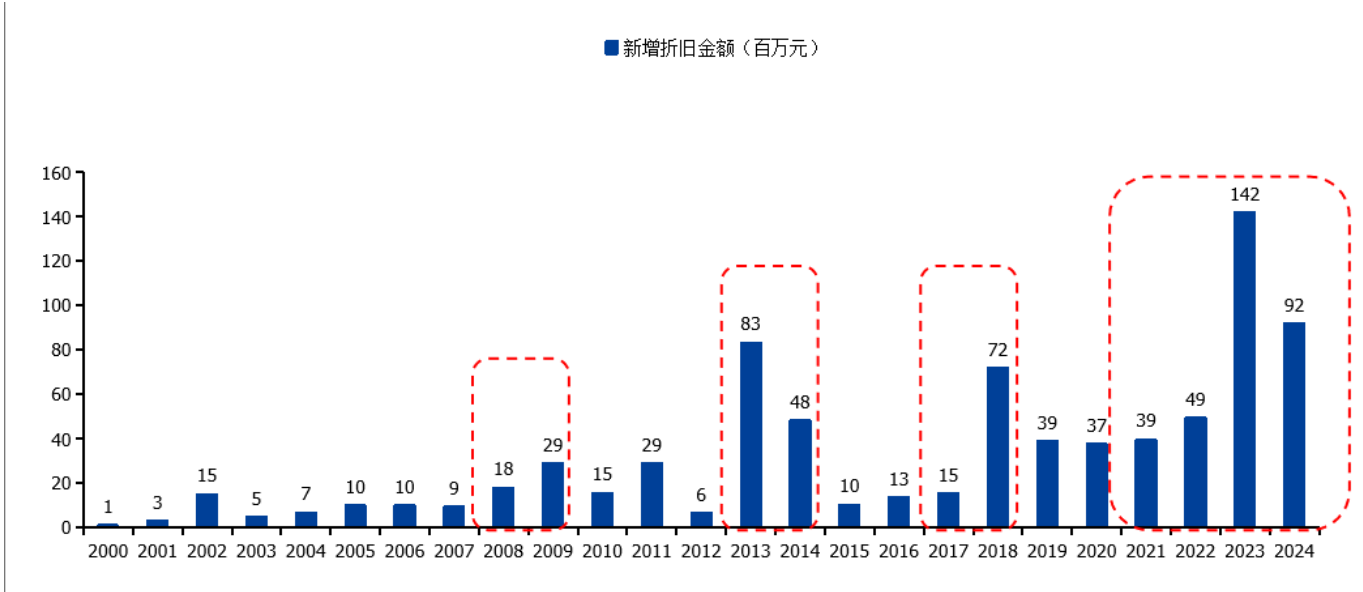
2025年初价格已回落至1000-1100元/吨，预计本轮糖蜜价格降幅超越15/16-16/17榨季。本轮糖蜜价格下行期与15/16-16/17榨季下行期有较大共性，下游需求疲软、玉米价格大幅下行为主要驱动力，但本轮下行周期基于前期更大幅度的上涨，且供给端有扩产支撑，因此我们预期本轮糖蜜价格下行幅度有望超越15/16-16/17榨季。

水解糖成本与玉米价格强相关，预计也呈下行趋势。公司使用水解糖替代部分糖蜜，由于玉米、玉米淀粉等为水解糖的主要原材料，因此水解糖价格和玉米价格走势高度相关，在玉米价格大幅回落的背景下我们预期水解糖成本也呈下降趋势，扩大成本红利。

3.2.2 产能周期：投产接近尾声，利润结构改善

本轮投产周期规模大、时间长，2023年起折旧压力凸显。复盘来看，公司在投产高峰期里年度新增折旧金额会达到高峰。横向对比此前产能建设，我们认为公司本轮投产周期项目密集、持续时间长，新增折旧规模较高，2023/2024年新增折旧金额1.4/0.9亿元，为历史最高水平。

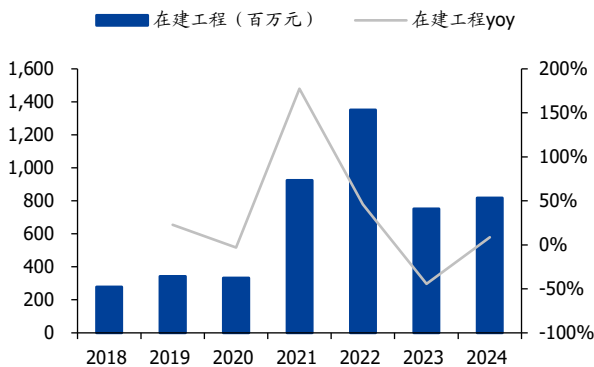
图表48: 安琪酵母历史产能建设周期复盘及新增折旧金额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

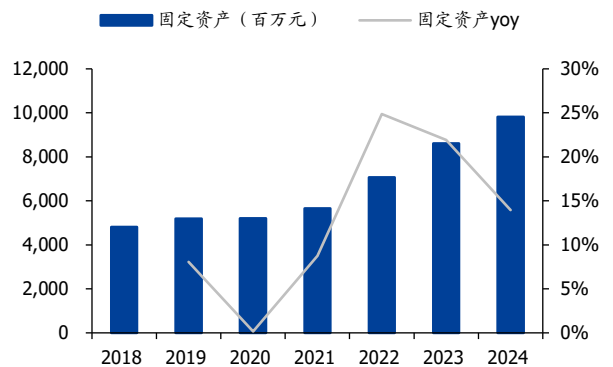
在建工程、新增固定资产于2022年达峰，预计2023年后折旧压力下降。公司在建工程、固定资产增速分别于2021、2022年达到顶峰，我们预计折旧压力在2023年体现最为显著，2024年已有回落，2025年预计仍较2023年下降。

图表49: 安琪酵母在建工程及同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表50: 安琪酵母固定资产及同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2.3 价格周期：成本主导，需求催化

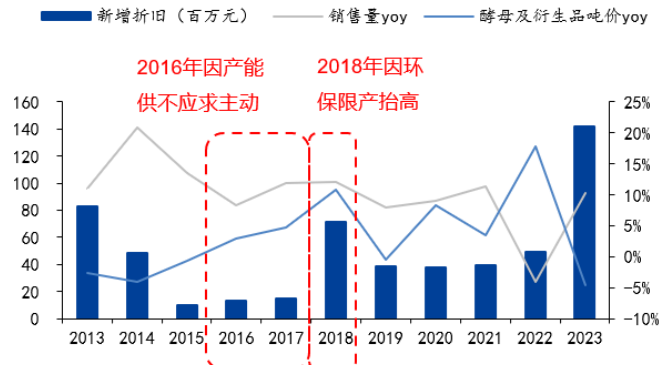
成本压力为提价的主要驱动力，需求景气、产能饱和下公司主动提价。复盘公司提价历史，我们认为公司在行业内占据龙头地位，具有定价权，历史上曾多次进行提价，传导成本压力或增厚利润。综合来看，我们认为成本上行为主要的提价驱动力，如2004-2005年、2008年、2010-2012年、2021-2022年提价均为缓解糖蜜成本压力。而需求旺盛、产能饱和等时期公司也推进主动提价，如2006-2007年、2016年为缓解产能紧张提价；2020年在小包装需求激增的背景下提价。我们认为当前国内需求逐步恢复、国外市场高速增长，需求端企稳向好；产能端步入投产后期，未来产能紧平衡下，若需求复苏有望重演提价/减促逻辑，带动吨价上行。

图表51：安琪酵母主业吨价与糖蜜价格关系



资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

图表52：安琪酵母主业吨价与产能周期关系

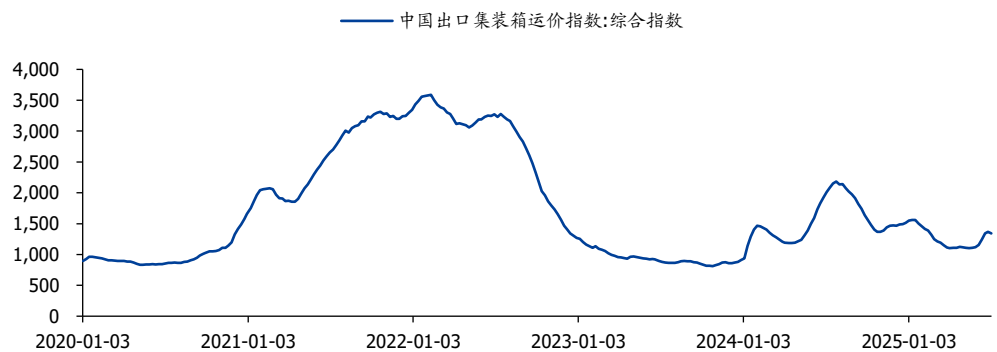


资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

3.2.4 海运费周期：高位回落，逐季改善

2024年海运费上行，2025年同比降幅或逐季扩大。2023年11月红海航道危机爆发，中东局势紧张、波及国际海运，2024年海运费显著上行，其中24Q3海运指数上涨至阶段性高点，达上年同期的2~3倍。24Q4起海运费环比回落，但25Q1在抢出口、运力紧张的背景下海运费仍在相对高位，预计同比有所增长；25Q2海运费同比已有回落，由24Q4海运费处于高位，预计2025H2海运费或同比有更大幅度下降，贡献正向利润。且根据前文产能测算，2025年海外产能新增幅度显著高于国内，未来出口收入占比或减少，因此海运费成本结构中占比或减小，带来利润正向贡献。

图表53：海运费走势复盘

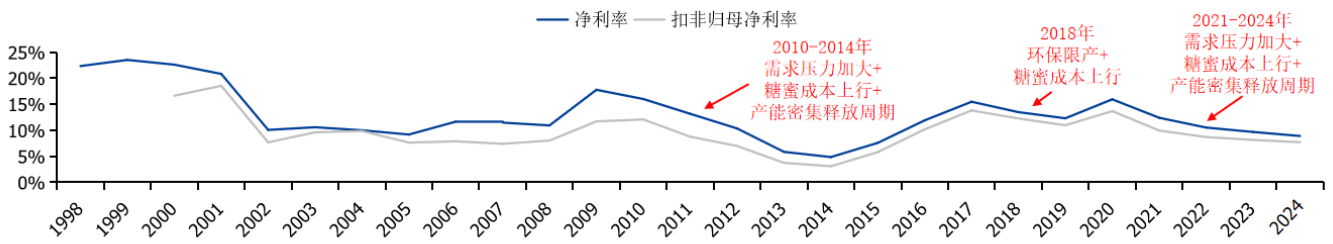


资料来源：wind，国盛证券研究所

3.3 怎么看本轮利润弹性？

我们认为公司位于周期底部拐点位置，类比 2015-2017 年开启向上大周期。我们认为当下时点与 2015 年初相似，2021-2024 年公司经历了需求转弱、糖蜜成本大幅上行、产能密集投放折旧压力剧增的下行大周期，利润压力充分释放，与 2010-2014 年相似。向后展望，糖蜜成本已出现显著回落，利润有望逐步兑现至报表端；产能投产已步入后期，后续新增产能减少，折旧压力减小；需求端来看，当前国内需求企稳向上，海外保持高速增长，若未来需求修复叠加产能饱和，有望重演促销收窄/提价逻辑，利润弹性可期。因此我们认为公司当前处于大周期的底部拐点位置，需求企稳且成本红利显著，随着产能爬坡、需求修复，启动持续数年的向上周期，利润弹性或与需求景气度带来的吨价上行空间相关。

图表54: 安琪酵母历史净利率复盘



	2009年	2015-2017年	2020年
主要驱动因素	收入提速+提价红利+成本下行+费率下降	主动提价+成本下行+产能爬坡	收入提速+产品结构改善+产能爬坡+费率下降
收入	收入+28.6%；主业+29.6%	收入+15.3%/15.4%/18.8%； 主业+12.8%/11.4%/17.2%	收入+16.7%；主业+18.0%
酵母销量、吨价同比	预计销量、均价同比均正增长	销量增速+13.5%/8.2%/11.9%； 吨价增速-0.6%/+2.9%/+4.7%	+9.0%、+8.3%
糖蜜市场价格同比		+9.9%/+8.4%/-19.0%	+8.1%
产能周期（折旧率同比）	+0.2 pct	-0.8/0.7/0.8 pct	-0.4 pct
海运价格同比	-21.5%	-19.7%/-18.5%/+15.4%	+19.5%
费用率	-2.8 pct	-1.4/-1.1/+0.4 pct	-4.1 pct
净利率同比	+6.8 pct	+2.7/4.3/3.6 pct	+3.6 pct

资料来源: wind, 国盛证券研究所

注: 糖蜜市场价格年度同比数据计算区间为上年四季度至当年一季度。

四、盈利预测与估值

4.1 收入拆分和盈利预测

我们预期 2025-2027 年公司实现营业收入 **185.0/203.6** 亿元，同比 **+10.3%/10.3%/10.1%**，分业务结构来看：

(1) 酵母及深加工产品：预计公司海外业务保持高速增长，国内业务逐步修复，2025 年考虑到成本大幅下行，或部分让利给下游客户，预计吨价略降，但销量保持高速增长；2026-2027 年在产能饱和预期下销量增速或放缓，但吨价或通过减促等方式小幅上行。我们预期 2025-2027 年公司酵母及深加工产品实现收入 **120.7/132.8/146.2** 亿元，同比 **+11.2%/10.1%/10.1%**；其中量价拆分来看，销售量同比 **+11.5%/9.0%/9.0%**，吨价同比 **-0.3%/+1.0%/+1.0%**。

(2) 制糖业: 由于制糖业务中存在部分盈利能力偏低的贸易业务, 公司将持续剥离该部分非主营业务, 未来制糖业务或仍将小幅收缩。我们预期 2025-2027 年公司制糖业务实现收入 10.6/10.0/9.4 亿元, 同比-16.2%/-5.7%/-6.0%。

(3) 包装、食品原料、其他等: 预计包装业务整体平稳; 食品原料及其他维持高速增长。

图表55: 安琪酵母收入拆分及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,197	16,767	18,496	20,361
yoy	11.9%	10.3%	10.3%	10.1%
酵母及深加工产品	10854	12066	13284	14624
酵母及深加工产品yoy	14.2%	11.2%	10.1%	10.1%
销售量 (吨)	403915	450365	490898	535078
yoy	15.9%	11.5%	9.0%	9.0%
吨价 (元/吨)	2.69	2.68	2.71	2.73
yoy	-1.5%	-0.3%	1.0%	1.0%
制糖业	1265	1060	1000	940
制糖业yoy	-26.0%	-16.2%	-5.7%	-6.0%
销售量 (吨)	64187	56611	56217	55626
yoy	-22.2%	-11.8%	-0.7%	-1.1%
单价 (万元/吨)	1.97	1.87	1.78	1.69
yoy	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
包装	409	403	403	403
包装yoy	-2.8%	-1.5%	0.0%	0.0%
销售量 (吨)	32690	32199	32199	32199
yoy	-2.8%	-1.5%	0.0%	0.0%
单价 (万元/吨)	1.25	1.25	1.25	1.25
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
食品原料	1437	1788	2146	2532
食品原料yoy	31.7%	24.4%	20.0%	18.0%
其他	1168	1387	1594	1786
其他yoy	42.6%	18.7%	15.0%	12.0%
其他业务	63	63	70	76
其他业务yoy	86.6%	-0.2%	10.0%	10.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率: 酵母及深加工产品主业方面, 2025 年国内外糖蜜成本下行、海运费回落, 预计成本端向下弹性充足, 毛利率将有显著提升。2026-2027 年预计新增产能有限, 产能饱和状态下或将更好释放利润, 毛利率延续提升趋势。我们预期 2025-2027 年公司酵母及深加工产品毛利率分别同比+4.1/0.9/0.5pct 至 33.6%/34.6%/35.1%。综合考虑其他业务, 我们预计 2025-2027 年公司整体毛利率+1.9/0.7/0.4pct 至 25.4%/26.1%/26.5%。

综合来看, 我们预期 2025-2027 年公司实现归母净利润 16.4/19.2/21.9 亿元, 同比+23.6%/17.1%/14.4%, 归母净利率同比+1.0/0.6/0.4pct。

图表56: 安琪酵母盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.5%	25.4%	26.1%	26.5%
同比变动 (pct)	-0.7	1.9	0.7	0.4
酵母及深加工产品	29.5%	33.6%	34.6%	35.1%
制糖业	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
包装	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
食品原料	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
其他	15.3%	14.0%	14.0%	14.0%
其他业务	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
销售费用率	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%
同比变动 (pct)	0.3	0.2	0.0	0.0
管理费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
同比变动 (pct)	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
研发费用率	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
同比变动 (pct)	-0.3	-0.1	0.0	0.0
归母净利润 (百万元)	1325	1637	1917	2192
yoy	4.1%	23.6%	17.1%	14.4%
归母净利率	8.7%	9.8%	10.4%	10.8%
同比变动 (pct)	-0.6	1.0	0.6	0.4

资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 估值和投资建议

基本面向上拐点确认, 把握向上大周期的布局窗口。2025 年糖蜜成本大幅下行, 产能投产进入末期, 在国内需求企稳复苏、海外市场高速拓展的需求背景下, 公司基本面拐点上行的趋势基本确认。我们认为本轮有望启动持续数年的向上周期, 可类比 2015-2017 年, 成本、产能双重利好周期叠加, 且存在需求转好、产能饱和情况下吨价提升的潜在机会, 当前位于利润释放周期起点, 底部向上弹性充足。维持前次盈利预测, 我们预期 2025-2027 年公司实现归母净利润 16.4/19.2/21.9 亿元, 同比 +23.6%/17.1%/14.4%, 公司当前股价对应 25 年 PE 为 21x, 估值处于历史中枢偏低水平。我们选取调味品行业其他 3 家公司进行对比, 公司估值处于行业偏低水平。建议重点关注底部配置机遇, 维持“买入”评级。

图表57: 安琪酵母可比公司估值

股票代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002507.SZ	涪陵榨菜	13.69	0.69	0.75	0.75	0.80	19.8	18.3	18.3	17.2
603288.SH	海天味业	39.85	1.14	1.20	1.33	1.46	35.0	33.1	30.0	27.3
600872.SH	中炬高新	19.15	1.14	1.17	1.32	1.49	16.7	16.3	14.6	12.9
	平均值						23.8	22.6	20.9	19.1
600298.SH	安琪酵母	39.53	1.53	1.89	2.21	2.53	25.9	21.0	17.9	15.7

资料来源: wind, 国盛证券研究所

注: 涪陵榨菜、海天味业、中炬高新盈利预测数据采用 wind 一致预期, 截止 2025 年 8 月 22 日收盘价

风险提示

行业竞争加剧: 当前国内外糖蜜成本均已下行,但若行业竞争加剧,各家加大促销等价格战,则成本红利难以兑现至利润端,影响公司业绩弹性。

海外拓展进度放缓: 公司海外业务在 2022-2024 年已连续保持 3 年高增长,若海外拓展进度放缓,或影响公司收入端增长。

海运费回落不及预期: 当前海运费仍在历史偏高位置,若国际局势变化下海运费回落不及预期,也将影响公司业绩。

假设数据与实际出入: 文中存在公司成本结构、公司折旧金额等多处测算,假设数据或与实际情况存在出入。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com