

收入利润双增，海外高增延续

核心观点

- **收入稳健增长，酵母业务继续担当核心。**2025年上半年，公司实现营业收入78.99亿元/+10.1%（同比增长，下同），在宏观需求承压背景下展现出稳健增长。分业务看，酵母及深加工产品收入71.59亿元/+13.7%，仍为绝对核心支柱，占比超过90%；包装业务收入3.21亿元/+5.5%，延续平稳态势；其他主营业务收入6.23亿元/-12.2%。分区域看，公司25H1国内业务实现收入44.04亿元/+2.1%，海外市场受益于渠道拓展与产能释放，实现收入34.62亿元/+22.6%。公司在“主业稳健+海外拓展”的驱动下，收入端展现出良好的确定性与韧性。
- **盈利能力改善，费用结构小幅波动。**2025H1公司实现归母净利润7.99亿元/+15.7%，净利率10.5%/+0.6pct，盈利增长快于收入。毛利率同比提升至26.1%/+1.8pct，主要由于原材料价格阶段性趋稳及规模化、本土化生产带来的成本下降。费用端看，销售费用率为5.6%/+0.1pct，管理费用率3.4%/+0.2pct，研发费用率4.1%/0pct，财务费用率0.1%/+0.2pct。期间费用率整体小幅抬升，对盈利端压力有限。整体来看，毛利率上行贡献高于费用率走高，公司盈利能力改善趋势仍具延续性。
- **发酵主业量稳价稳，国际产能有序建设，持续支撑长期成长逻辑。**2025H1公司发酵产量达22.8万吨，同比增长11.8%，其中主导产品订单完成率超99.5%，产销衔接顺畅，产能利用效率维持高位。国内方面，普洱抽提物项目按计划推进，有望进一步丰富产品线、增强原料保障；海外方面，印尼工厂持续建设，将为东南亚区域供给与本地服务能力打下基础。整体看，公司在国内产能扩容、海外布局深化、技术壁垒巩固三方面协同推进，有望继续强化全球化能力与长期成长基础。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司收入保持双位数增长、国际化和健康业务贡献提升、新产能投放节奏顺利，我们上调盈利预测，预计公司25-27年EPS分别为1.83/2.11/2.41元（前次预测25/26年EPS为1.72/1.98元）。公司在酵母主业具备稳固壁垒，产品结构持续优化，海外扩张与功能性原料业务打开成长空间。我们采用历史估值法，给予公司2025年24倍PE估值，对应目标价43.92元，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期；新品和渠道拓展不及预期；食品安全事件；原材料涨价等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,585	15,197	16,865	18,746	20,781
同比增长(%)	5.8%	11.9%	11.0%	11.2%	10.9%
营业利润(百万元)	1,511	1,565	1,888	2,179	2,492
同比增长(%)	-4.4%	3.5%	20.7%	15.4%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,273	1,325	1,588	1,830	2,091
同比增长(%)	-3.7%	4.1%	19.9%	15.2%	14.2%
每股收益(元)	1.47	1.53	1.83	2.11	2.41
毛利率(%)	24.2%	23.5%	24.3%	24.4%	24.4%
净利率(%)	9.4%	8.7%	9.4%	9.8%	10.1%
净资产收益率(%)	13.2%	12.7%	13.5%	13.8%	14.3%
市盈率	27.0	25.9	21.6	18.8	16.4
市净率	3.4	3.2	2.7	2.5	2.2

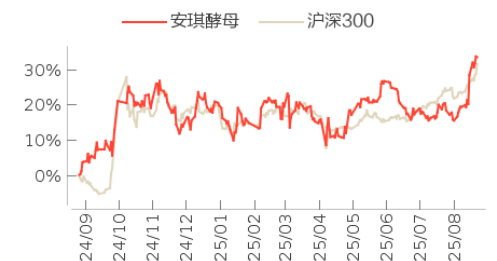
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月22日）	39.53元
目标价格	43.92元
52周最高价/最低价	40.25/29.17元
总股本/流通A股（万股）	86,814/85,715
A股市值（百万元）	34,318
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年08月28日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	3.92	11.2	10.29	34.91
相对表现%	-0.26	4.91	-1.57	2.77
沪深300%	4.18	6.29	11.86	32.14



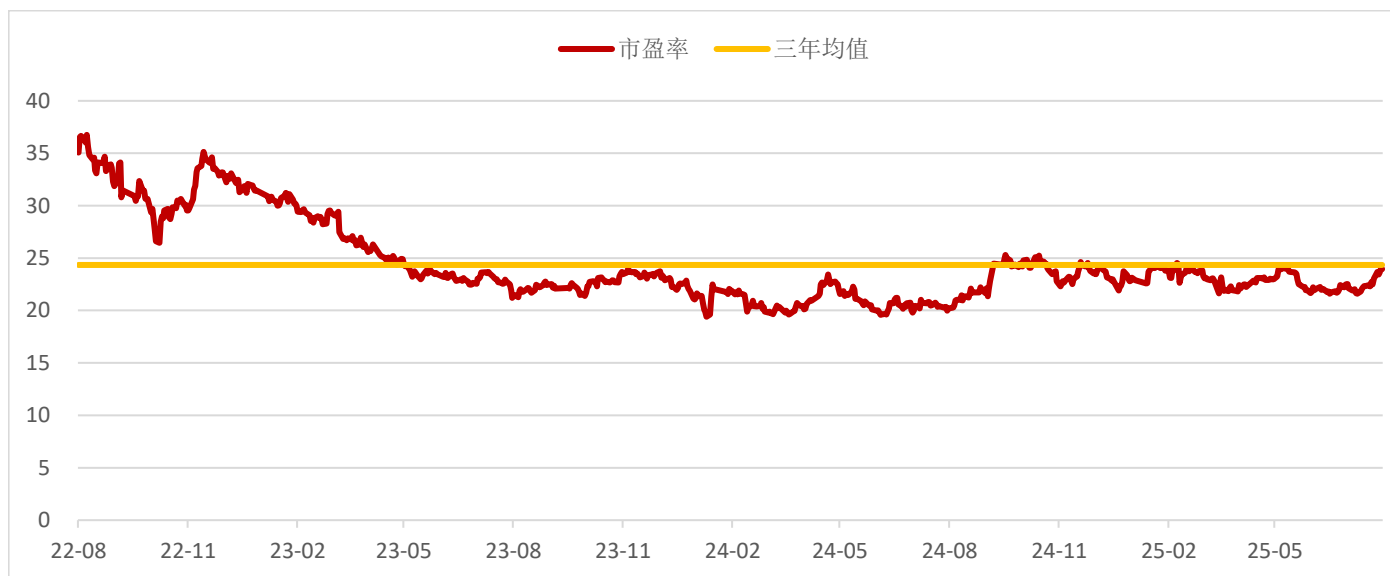
证券分析师

谢宁铃
 xieningling@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860520070001

投资建议

- 考虑到公司收入保持双位数增长、国际化和健康业务贡献提升、新产能投放节奏顺利，我们上调盈利预测，预计公司 25 - 27 年 EPS 分别为 1.83/2.11/2.41 元（前次预测 25/26 年 EPS 为 1.72/1.98 元）。公司在酵母主业具备稳固壁垒，产品结构持续优化，海外扩张与功能性原料业务打开成长空间。我们采用历史估值法，给予公司 2025 年 24 倍 PE 估值，对应目标价 43.92 元，维持“买入”评级。

图 1：公司历史估值



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

需求不及预期；新品和渠道拓展不及预期；食品安全事件；原材料涨价等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,194	1,378	1,637	1,744	1,933	营业收入	13,585	15,197	16,865	18,746	20,781
应收票据及应收账款	1,765	2,111	2,050	2,254	2,526	营业成本	10,298	11,622	12,765	14,172	15,709
预付账款	422	405	427	474	526	销售费用	703	828	904	963	1,025
存货	3,818	4,282	4,703	5,221	5,788	管理费用	461	492	513	544	562
其他	1,011	1,339	1,370	1,392	1,417	研发费用	601	632	701	779	864
流动资产合计	8,211	9,514	10,187	11,085	12,189	财务费用	16	63	137	157	158
长期股权投资	22	33	33	33	33	资产、信用减值损失	75	59	15	17	20
固定资产	8,643	9,816	10,901	11,926	12,845	公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	753	817	853	817	725	投资净收益	(2)	(4)	0	0	0
无形资产	669	672	646	621	595	其他	83	68	58	64	48
其他	1,009	879	864	862	861	营业利润	1,511	1,565	1,888	2,179	2,492
非流动资产合计	11,095	12,219	13,298	14,259	15,058	营业外收入	27	34	34	34	34
资产总计	19,306	21,733	23,485	25,344	27,247	营业外支出	9	10	10	10	10
短期借款	2,904	3,598	3,598	3,863	3,977	利润总额	1,529	1,589	1,912	2,203	2,516
应付票据及应付账款	1,900	2,344	2,491	2,765	3,065	所得税	215	236	284	327	373
其他	1,445	1,837	1,609	1,609	1,609	净利润	1,314	1,353	1,628	1,876	2,143
流动负债合计	6,249	7,780	7,698	8,238	8,651	少数股东损益	42	28	40	46	52
长期借款	2,020	2,060	2,060	2,060	2,060	归属于母公司净利润	1,273	1,325	1,588	1,830	2,091
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.47	1.53	1.83	2.11	2.41
其他	420	554	554	554	541						
非流动负债合计	2,440	2,614	2,614	2,614	2,601	主要财务比率					
负债合计	8,689	10,394	10,312	10,851	11,252		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	522	511	551	596	648	成长能力					
股本	869	869	868	868	868	营业收入	5.8%	11.9%	11.0%	11.2%	10.9%
资本公积	2,183	2,029	2,248	2,248	2,248	营业利润	-4.4%	3.5%	20.7%	15.4%	14.4%
留存收益	7,506	8,395	9,506	10,780	12,230	归属于母公司净利润	-3.7%	4.1%	19.9%	15.2%	14.2%
其他	(464)	(464)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	10,616	11,339	13,173	14,493	15,995	毛利率	24.2%	23.5%	24.3%	24.4%	24.4%
负债和股东权益总计	19,306	21,733	23,485	25,344	27,247	净利率	9.4%	8.7%	9.4%	9.8%	10.1%
						ROE	13.2%	12.7%	13.5%	13.8%	14.3%
						ROIC	8.8%	8.2%	9.2%	9.7%	10.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	45.0%	47.8%	43.9%	42.8%	41.3%
净利润	1,314	1,353	1,628	1,876	2,143	净负债率	39.8%	44.6%	36.5%	34.2%	30.5%
折旧摊销	247	756	931	1,101	1,279	流动比率	1.31	1.22	1.32	1.35	1.41
财务费用	16	63	137	157	158	速动比率	0.70	0.67	0.71	0.71	0.73
投资损失	2	4	(0)	(0)	(0)	营运能力					
营运资金变动	(1,250)	(429)	(494)	(531)	(631)	应收账款周转率	8.5	8.6	8.5	8.6	8.5
其它	998	(98)	489	17	20	存货周转率	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8
经营活动现金流	1,327	1,650	2,691	2,620	2,969	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(1,179)	(2,010)	(2,027)	(2,065)	(2,081)	每股指标(元)					
长期投资	3	(11)	4	0	0	每股收益	1.47	1.53	1.83	2.11	2.41
其他	(550)	256	(12)	0	0	每股经营现金流	1.53	1.90	3.10	3.02	3.42
投资活动现金流	(1,727)	(1,765)	(2,035)	(2,065)	(2,081)	每股净资产	11.63	12.47	14.54	16.01	17.68
债权融资	743	320	(2)	0	(13)	估值比率					
股权融资	2	(155)	219	0	0	市盈率	27.0	25.9	21.6	18.8	16.4
其他	(463)	46	(614)	(448)	(685)	市净率	3.4	3.2	2.7	2.5	2.2
筹资活动现金流	282	211	(398)	(448)	(698)	EV/EBITDA	22.7	16.9	13.6	11.7	10.3
汇率变动影响	20	55	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.4	24.8	19.9	17.3	15.2
现金净增加额	(98)	151	258	107	189						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。