

2025 年 09 月 05 日

安琪酵母 (600298. SH)

投资评级：买入（首次）

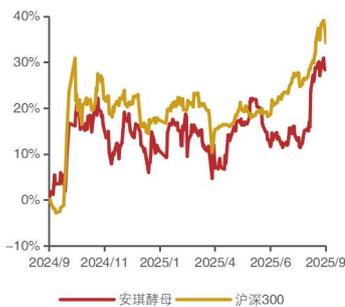
——酵母龙头全球扩张，盈利拐点有望确认

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
周翔
SAC: S1350525070003
zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 04 日

收盘价 (元)	39.55
一年内最高/最低 (元)	40.66/30.92
总市值 (百万元)	34,334.88
流通市值 (百万元)	33,900.30
总股本 (百万股)	868.14
资产负债率 (%)	47.24
每股净资产 (元/股)	12.95

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **营收稳健增长，利润拐点或已现。**2025 年上半年，公司实现营收 78.99 亿元，同比+10.1%；归母净利润 7.99 亿元，同比+15.66%；扣非归母净利润 7.42 亿元，同比+24.49%。其中 25Q2 公司实现营收 41.05 亿元，同比+11.19%；归母净利润 4.29 亿元，同比+15.35%；扣非归母净利润 4.05 亿元，同比+34.39%。
- **国内业务边际改善，海外业务保持高质量增长。**分产品看，Q2 酵母及深加工、制糖业务、包装类、食品原料以及其他产品营收分别同比+11.7%/+20.1%/+3.6%/+9.3%。其中，公司酵母主业保持双位数稳增，预计系国内需求改善、销售改革逐步见效以及海外业务持续放量。分区域看，Q2 国内、海外营收分别同比+4.3%/+22.3%；H1 国内、国外经销商数量分别净增加 254/315 家，同时海外平均单商收入同比+9.6%，海外保持高质量增长。其中，埃及工厂在新产能释放下提速，H1 营收同增 38%，海外营收增量贡献比例约 32%，同期净利率约 30%。
- **成本红利扩大、出口运价回落等驱动 Q2 毛利率显著改善。**盈利端，公司上半年综合毛利率为 26.09%，对比上年同期提升 1.81pct，其中 Q2 公司综合毛利率实现 26.19%，对比同期提升 2.27pct，单季度盈利改善幅度扩大，24Q4/25Q1 毛利率分别改善 1.13/1.31pct；预计系糖蜜综合使用成本不断下移，出口运价逐步回落等贡献。费用方面，公司 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别对比同期+0.08/+0.24/+0.03/+0.22pct，Q2 四项费用率合计同比+0.57pct，整体表现稳健。总体来看，Q2 公司扣非归母净利率/归母净利率同比+1.7/+0.38pct，后者改善较小预计主要系政府补贴高基数等。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.5/19.8/22.9 亿元，同比分别为+25%/+20%/+16%，当前股价对应的 PE 分别为 21/17/15 倍。我们选取安井食品、海天味业、晨光生物作为可比公司，考虑到公司作为全球酵母龙头，营收增长稳健，盈利周期预计向上，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示。原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全问题等**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,581	15,197	16,937	19,102	21,281
同比增长率 (%)	5.74%	11.90%	11.45%	12.78%	11.41%
归母净利润 (百万元)	1,270	1,325	1,650	1,977	2,291
同比增长率 (%)	-3.86%	4.28%	24.59%	19.80%	15.89%
每股收益 (元/股)	1.46	1.53	1.90	2.28	2.64
ROE (%)	12.61%	12.23%	13.77%	14.79%	15.30%
市盈率 (P/E)	27.03	25.92	20.81	17.37	14.99

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,378	1,355	1,528	2,053
应收票据及账款	2,111	2,381	2,701	3,038
预付账款	405	451	509	567
其他应收款	179	200	226	251
存货	4,282	4,654	5,224	5,802
其他流动资产	1,159	1,292	1,457	1,623
流动资产总计	9,514	10,333	11,645	13,335
长期股权投资	33	31	29	27
固定资产	9,835	9,606	9,483	8,856
在建工程	823	637	150	150
无形资产	672	649	627	604
长期待摊费用	5	3	1	1
其他非流动资产	850	895	894	894
非流动资产合计	12,219	11,821	11,184	10,532
资产总计	21,733	22,155	22,829	23,868
短期借款	3,598	2,478	1,183	0
应付票据及账款	2,344	2,512	2,819	3,131
其他流动负债	1,837	2,015	2,243	2,492
流动负债合计	7,780	7,005	6,246	5,624
长期借款	2,066	2,066	2,066	2,066
其他非流动负债	548	548	548	548
非流动负债合计	2,614	2,614	2,614	2,614
负债合计	10,394	9,619	8,860	8,237
股本	869	868	868	868
资本公积	2,265	2,266	2,266	2,266
留存收益	7,695	8,850	10,234	11,838
归属母公司权益	10,829	11,984	13,368	14,971
少数股东权益	511	552	601	659
股东权益合计	11,339	12,536	13,969	15,630
负债和股东权益合计	21,733	22,155	22,829	23,868

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,353	1,498	1,838	2,164
折旧与摊销	847	891	935	950
财务费用	63	171	116	53
投资损失	4	2	2	2
营运资金变动	-711	-497	-603	-604
其他经营现金流	94	179	220	215
经营性现金净流量	1,650	2,244	2,508	2,779
投资性现金净流量	-1,765	-482	-331	-330
筹资性现金净流量	211	-1,786	-2,004	-1,924
现金流量净额	151	-23	173	525

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,197	16,937	19,102	21,281
营业成本	11,622	12,632	14,179	15,748
税金及附加	117	130	147	163
销售费用	828	923	1,022	1,128
管理费用	492	542	605	670
研发费用	632	698	783	873
财务费用	63	171	116	53
资产减值损失	-62	-66	-74	-83
信用减值损失	3	-27	-31	-34
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-4	-2	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
其他收益	184	210	205	200
营业利润	1,565	1,957	2,349	2,727
营业外收入	34	26	26	26
营业外支出	10	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,589	1,974	2,365	2,744
所得税	236	282	339	396
净利润	1,353	1,691	2,026	2,348
少数股东损益	28	41	49	57
归属母公司股东净利润	1,325	1,650	1,977	2,291
EPS(元)	1.53	1.90	2.28	2.64

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	11.90%	11.45%	12.78%	11.41%
营业利润增长率	3.69%	25.08%	20.01%	16.13%
归母净利润增长率	4.28%	24.59%	19.80%	15.89%
经营现金流增长率	24.91%	36.03%	11.75%	10.82%
盈利能力				
毛利率	23.52%	25.42%	25.77%	26.00%
净利率	8.90%	9.99%	10.61%	11.04%
ROE	12.23%	13.77%	14.79%	15.30%
ROA	6.09%	7.45%	8.66%	9.60%
估值倍数				
P/E	25.92	20.81	17.37	14.99
P/S	2.26	2.03	1.80	1.61
P/B	3.17	2.87	2.57	2.29
股息率	1.39%	1.44%	1.73%	2.00%
EV/EBITDA	15	13	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。