

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

主业收入大幅增长，毛利率修复

——安琪酵母(600298)2025年中报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

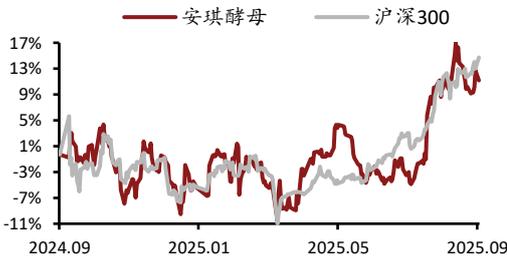
市场数据(2025-09-29)

收盘价(元)	39.97
一年内最高/最低(元)	42.06/32.67
沪深300指数	4,620.05
市净率(倍)	3.09
流通市值(亿元)	342.60

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	12.95
每股经营现金流(元)	0.30
毛利率(%)	26.09
净资产收益率_摊薄(%)	7.11
资产负债率(%)	47.24
总股本/流通股(万股)	86,805.85/85,715.05
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《安琪酵母(600298)年报点评：2024年的国内销售恢复显著》 2025-06-04

《安琪酵母(600298)季报点评：三季度收入增长提速，拉动全年》 2024-12-20

《安琪酵母(600298)季报点评：糖蜜价格下行，海外增长突出》 2024-11-22

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

发布日期：2025年09月30日

投资要点：

- **公司发布2025年中报**：2025年上半年，公司实现营收78.99亿元，同比增10.10%；实现归母扣非净利润7.42亿元，同比增24.49%。
- **酵母主业的营收大幅增长**。2025年上半年，公司酵母主业实现营收71.59亿元，同比增13.67%，增幅较上年同期升高7.34个百分点。其中，安琪伊犁、安琪德宏、安琪宜昌分别增长16.32%、10.71%和20.41%，此外安琪埃及增长38.05%，上述分部的营收增长较多。另外，宏裕包材本期实现收入3.21亿元，同比增5.54%
- **海外市场销售保持高增长，国内市场微增**。2025年上半年，海外市场营收34.62亿元，同比增22.60%，增幅较上年同期升高4.71个百分点。本期海外市场的销售权重上升4.47个百分点至43.83%。2025年上半年，国内市场营收44.04亿元，同比增2.07%，增幅较上年同期升高1.18个百分点，国内市场的增长有所改善。本期，国内市场的销售权重继续下降至55.75%，同比下降4.39个百分点。
- **由于主要成本下行，酵母主业的毛利率改善**。2025年上半年，酵母主业录得毛利率26.77%，同比升高0.51个百分点，主业毛利率同比改善。根据泛糖科技披露的数据，截至2025年5月广西甘蔗糖蜜的成交均价为1106元/吨，相比2024年3月的1493元/吨，迄今价格累计下降35%。糖蜜流向主要集中在酵母和饲料企业，市场格局清晰，近期的价格波动较小。主要成本下行，酵母主业的毛利率有望持续回升。
- **投资评级**：我们预测公司2025、2026、2027年的每股收益为1.84元、2.20元和2.60元，参照9月29日收盘价39.97元，对应的市盈率分别为21.75倍、18.18倍和15.36倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：汇率波动导致财务费用升高；国内下游需求低迷，国内销售遇阻；地缘冲突导致的经营风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,585	15,197	16,717	18,388	20,227
增长比率(%)	5.78	11.86	10.00	10.00	10.00
净利润(百万元)	1,273	1,325	1,596	1,909	2,259
增长比率(%)	-3.67	4.07	20.46	19.64	18.33
每股收益(元)	1.47	1.53	1.84	2.20	2.60
市盈率(倍)	27.26	26.19	21.75	18.18	15.36

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,211	9,514	11,286	12,289	13,387
现金	1,194	1,378	2,237	2,342	2,394
应收票据及应收账款	1,547	1,940	2,173	2,414	2,746
其他应收款	195	179	200	225	253
预付账款	422	405	443	473	505
存货	3,818	4,282	4,694	5,140	5,651
其他流动资产	1,035	1,330	1,539	1,696	1,838
非流动资产	11,095	12,219	13,362	14,506	15,550
长期投资	22	33	33	33	33
固定资产	8,643	9,816	11,063	12,300	13,385
无形资产	669	672	689	700	716
其他非流动资产	1,761	1,697	1,577	1,473	1,415
资产总计	19,306	21,733	24,648	26,796	28,937
流动负债	6,249	7,780	9,594	10,494	11,174
短期借款	2,904	3,598	4,158	4,608	4,878
应付票据及应付账款	1,900	2,344	2,569	2,912	3,254
其他流动负债	1,445	1,837	2,866	2,974	3,043
非流动负债	2,440	2,614	2,667	2,735	2,824
长期借款	2,020	2,060	2,105	2,169	2,256
其他非流动负债	420	554	563	566	569
负债合计	8,689	10,394	12,261	13,229	13,999
少数股东权益	522	511	543	578	617
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2,455	2,265	2,265	2,265	2,265
留存收益	7,506	8,395	9,419	10,564	11,897
归属母公司股东权益	10,094	10,829	11,843	12,988	14,321
负债和股东权益	19,306	21,733	24,648	26,796	28,937

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,327	1,650	2,030	3,008	3,488
净利润	1,314	1,353	1,628	1,944	2,298
折旧摊销	760	847	1,154	1,397	1,702
财务费用	48	42	115	124	137
投资损失	2	4	3	2	-2
营运资金变动	-789	-662	-951	-537	-709
其他经营现金流	-9	66	79	79	63
投资活动现金流	-1,727	-1,765	-2,345	-2,533	-2,733
资本支出	-1,708	-1,680	-2,188	-2,483	-2,686
长期投资	-19	-86	-45	-46	-47
其他投资现金流	0	0	-112	-4	0
筹资活动现金流	282	211	1,139	-370	-704
短期借款	389	694	560	450	270
长期借款	1,711	40	45	64	87
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	-1,899	-332	534	-884	-1,061
现金净增加额	-98	151	858	105	52

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,585	15,197	16,717	18,388	20,227
营业成本	10,298	11,622	12,671	13,920	15,292
营业税金及附加	107	117	125	136	146
营业费用	703	828	886	938	1,011
管理费用	461	492	535	577	607
研发费用	601	632	669	699	748
财务费用	16	63	61	42	34
资产减值损失	-39	-62	-66	-67	-55
其他收益	138	184	201	239	283
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	-3	-2	2
资产处置收益	52	1	0	0	0
营业利润	1,511	1,565	1,871	2,218	2,594
营业外收入	27	34	35	28	31
营业外支出	9	10	13	12	14
利润总额	1,529	1,589	1,893	2,234	2,611
所得税	215	236	265	290	313
净利润	1,314	1,353	1,628	1,944	2,298
少数股东损益	42	28	33	35	39
归属母公司净利润	1,273	1,325	1,596	1,909	2,259
EBITDA	2,247	2,488	3,108	3,673	4,348
EPS (元)	1.47	1.53	1.84	2.20	2.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	5.78	11.86	10.00	10.00	10.00
营业利润 (%)	-4.40	3.51	19.60	18.56	16.94
归属母公司净利润 (%)	-3.67	4.07	20.46	19.64	18.33
获利能力					
毛利率 (%)	24.19	23.52	24.20	24.30	24.40
净利率 (%)	9.37	8.72	9.54	10.38	11.17
ROE (%)	12.61	12.23	13.47	14.70	15.77
ROIC (%)	7.96	7.86	8.12	8.84	9.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.01	47.82	49.75	49.37	48.38
净负债比率 (%)	81.85	91.66	98.99	97.51	93.71
流动比率	1.31	1.22	1.18	1.17	1.20
速动比率	0.50	0.47	0.50	0.50	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.74	0.72	0.71	0.73
应收账款周转率	8.68	9.00	8.59	8.45	8.25
应付账款周转率	5.96	6.17	5.80	5.71	5.58
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.47	1.53	1.84	2.20	2.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.53	1.90	2.34	3.47	4.02
每股净资产 (最新摊薄)	11.63	12.47	13.64	14.96	16.50
估值比率					
P/E	27.26	26.19	21.75	18.18	15.36
P/B	3.44	3.20	2.93	2.67	2.42
EV/EBITDA	15.49	14.62	13.12	11.21	9.54

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。