

安琪酵母 (600298)

2025 年三季报点评: 海外延续增长, 成本红利兑现

买入 (维持)

2025 年 10 月 30 日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

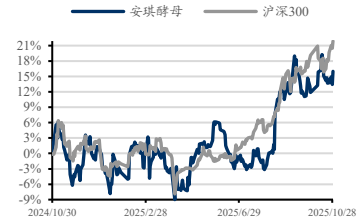
dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13,585	15,197	16,842	18,751	20,915
同比 (%)	5.78	11.86	10.82	11.34	11.54
归母净利润 (百万元)	1,273	1,325	1,562	1,866	2,145
同比 (%)	(3.67)	4.07	17.94	19.45	14.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.47	1.53	1.80	2.15	2.47
P/E (现价&最新摊薄)	27.96	26.87	22.78	19.07	16.60

投资要点

- **事件:** 安琪酵母披露 2025 年三季报, 1-9 月实现营收 117.86 亿元, 同比增长 8.01%; 实现归属上市公司股东净利润 11.16 亿元, 同比增长 17.13%; 扣非归母净利润 9.65 亿元, 同比增长 15.02%。2025Q3 实现营收 38.87 亿元, 同比增长 4.00%; Q3 归属上市公司股东净利润 3.17 亿元, 同比增长 21%; 扣非归母净利润 2.23 亿元, 同比-8.17%。Q3 非经常性损益合计 0.94 亿, 24Q3 为 0.19 亿, 25Q3 政府补助 1.08 亿。
- **海外延续成长, 增长潜力较强:** (1) 分产品, 25Q3 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/食品原料/其他分别实现收入 26.45/2.56/0.73/5.61/3.42 亿元, 前三者分别同比+2.04%/-17.03%/-33.99%; (2) 分渠道, 25Q3 线下/线上渠道分别实现收入 26.90/11.87 亿元, 同比分别+8.06%/-2.12%; (3) 分市场, 25Q3 国内/国外分别实现收入 21.90/16.87 亿元, 同比分别-3.49%/+17.72%。海外市场依旧相对景气, 国内降速或主要系基数偏高、市场需求偏平淡。展望未来, 国内或仍以自然增长为主, 增量主要靠相关衍生品增长实现, 新品类如酵母蛋白看点充足; 国际市场的增长潜力更大, 公司持续推进生产全球化。
- **成本红利延续, 运输费用回落, 毛利率进一步提高; 财务费用短期走高, 预计逐步恢复正常。** Q3 综合毛利率 24.43%, 同比上升 3.08pct, 或主要系糖蜜成本红利贯穿全年, 叠加海运费同比回落。Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.24%/3.77%/4.00%/2.22%, 同比分别+0.65/+0.69/+0.25/+1.40pct, 后续财务费用率有望恢复正常。25Q3 公司销售净利率同比+1.25pct 至 8.24%, 扣非净利润率同比-0.76pct 至 5.75%。
- **现金流保持高质量, 收现比 1.32。** 公司 Q3 销售商品收到现金 51.16 亿元, 同比增长 15.75%, 收现比为 1.32; Q3 末账面货币资金余额 29.29 亿元, 环比 Q2 末增加 15.54 亿元。Q3 末合同负债 2.75 亿元, 环比 Q2 末增加 1.09 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 基于半年度表现, 考虑 Q3 略有降速, 我们调整 2025-2027 年收入预测至 168.42/187.51/209.15 亿元 (前值 170.68/190.82/211.94 亿元), 调整 2025-2027 年归母净利润预测至 15.62/18.66/21.45 亿元 (前值 15.59/18.69/21.34 亿元), 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 22.78x/19.07x/16.60x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观承压消费提振不及预期, 新品推广不及预期, 食品安全风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.00
一年最低/最高价	31.91/42.51
市净率(倍)	3.07
流通 A 股市值(百万元)	35,143.17
总市值(百万元)	35,590.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.34
资产负债率(% ,LF)	48.85
总股本(百万股)	868.06
流通 A 股(百万股)	857.15

相关研究

《安琪酵母(600298): 2025 年中报点评: 扣非利润大幅增长, 国内市场趋势向好》

2025-08-16

《安琪酵母(600298): 2025 年一季报点评: 海外高增兑现, 环比修复明显》

2025-04-26

安琪酵母三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,514	10,040	11,271	12,603	营业总收入	15,197	16,842	18,751	20,915
货币资金及交易性金融资产	1,378	1,490	1,599	1,934	营业成本(含金融类)	11,622	12,686	13,965	15,509
经营性应收款项	2,515	2,706	3,040	3,401	税金及附加	117	128	145	160
存货	4,282	4,380	4,947	5,406	销售费用	828	918	1,013	1,129
合同资产	0	0	0	0	管理费用	492	539	581	648
其他流动资产	1,339	1,463	1,685	1,862	研发费用	632	700	779	869
非流动资产	12,219	13,709	15,275	16,729	财务费用	63	175	205	239
长期股权投资	33	45	51	61	加:其他收益	184	227	224	262
固定资产及使用权资产	9,835	11,380	12,886	14,274	投资净收益	(4)	0	(2)	(3)
在建工程	823	662	631	615	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	672	711	737	756	减值损失	(59)	(64)	(63)	(64)
商誉	36	36	36	36	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	5	8	11	13	营业利润	1,565	1,860	2,221	2,555
其他非流动资产	813	868	924	974	营业外净收支	24	19	20	21
资产总计	21,733	23,749	26,546	29,331	利润总额	1,589	1,879	2,241	2,576
流动负债	7,780	8,506	9,412	10,481	减:所得税	236	278	326	379
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,379	4,900	5,435	6,018	净利润	1,353	1,601	1,915	2,197
经营性应付款项	2,344	2,475	2,706	3,053	减:少数股东损益	28	39	49	52
合同负债	226	232	279	303	归属母公司净利润	1,325	1,562	1,866	2,145
其他流动负债	831	898	992	1,106	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	1.80	2.15	2.47
非流动负债	2,614	2,811	3,458	3,751	EBIT	1,641	2,053	2,446	2,814
长期借款	2,060	2,257	2,907	3,202	EBITDA	2,488	2,918	3,413	3,897
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.52	24.68	25.53	25.85
租赁负债	6	6	4	2	归母净利率(%)	8.72	9.28	9.95	10.25
其他非流动负债	548	548	548	548	收入增长率(%)	11.86	10.82	11.34	11.54
负债合计	10,394	11,316	12,871	14,232	归母净利润增长率(%)	4.07	17.94	19.45	14.93
归属母公司股东权益	10,829	11,883	13,077	14,448					
少数股东权益	511	550	599	651					
所有者权益合计	11,339	12,433	13,675	15,099					
负债和股东权益	21,733	23,749	26,546	29,331					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,650	2,444	2,354	3,025	每股净资产(元)	12.47	13.69	15.06	16.64
投资活动现金流	(1,765)	(2,340)	(2,520)	(2,523)	最新发行在外股份(百万股)	868	868	868	868
筹资活动现金流	211	(48)	274	(167)	ROIC(%)	8.26	9.36	10.05	10.36
现金净增加额	151	112	108	335	ROE-摊薄(%)	12.23	13.15	14.27	14.84
折旧和摊销	847	864	967	1,083	资产负债率(%)	47.82	47.65	48.48	48.52
资本开支	(1,680)	(2,266)	(2,447)	(2,455)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.87	22.78	19.07	16.60
营运资本变动	(662)	(269)	(809)	(571)	P/B (现价)	3.29	3.00	2.72	2.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>