

安琪酵母 (600298.SH)

Q3 海外增长延续，国内略有拖累

公司发布 2025 年三季报，公司 Q3 收入/归母净利润分别增长+4.0%/+21.0%，海外业务快速增长，国内受需求影响小幅下滑，Q3 酵母主业增长表现稳健，食品原料增长较好。展望后续，海外优势延续，国内期待改善，成本有望进一步下降带动盈利修复。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 15.4 亿/18.1 亿/20.2 亿，预计 25-27 年 EPS 分别为 1.78、2.09、2.32 元，对应 26 年 20xPE 估值，维持“强烈推荐”评级。

- **Q3 收入/归母净利润分别增长+4.0%/+21.0%**。公司发布 2025 年三季报业绩，25Q1-Q3 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 117.9/11.2/9.7 亿元，同比+8.0%/+17.1%/+15.0%。单 Q3 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 38.9/3.2/2.2 亿，同比+4.0%/+21.0%/-8.2%，受国内业务影响收入略低于预期。
- **Q3 海外增长态势延续，国内受需求影响略有拖累**。分区域看，Q3 国内/国外分别营收 21.9/16.9 亿元，分别同比-3.5%/+17.7%，海外业务快速增长，国内受需求影响小幅下滑。分产品来看，Q3 酵母及深加工产品/制糖产品/包装产品分别营收 26.4 亿元/2.6 亿元/0.7 亿元，分别同比+2.0%/-17.0%/-34.0%，Q3 食品原料实现营收 4.5 亿，酵母主业增长表现稳健，制糖、包装业务受业务剥离影响出现下滑。分渠道看，Q3 线下/线上分别营收 26.9/11.9 亿元，分别同比+8.1%/-2.1%，线下渠道稳健增长。
- **成本下行毛利率同比改善，净利率小幅提升**。25Q3 公司毛利率为 24.43%，同比+3.08pct，得益于糖蜜原材料价格下行毛利率持续改善。Q3 销售/管理/研发费用分别 6.2%/3.8%/4.0%，分别同比+0.7pct/+0.7pct/+0.3pct，渠道持续开拓、费用规模效益下降，销售及管理费用率有所上升；财务费用率 2.2%，同比+1.4pct。25Q3 实现归母净利率 8.2%，同比+1.1pct，盈利能力有所提升。
- **投资建议：看好品类品牌势能延续，渠道建设推进，利润进一步释放**。公司 Q3 收入/归母净利润分别增长+4.0%/+21.0%，海外业务快速增长，国内受需求影响小幅下滑，Q3 酵母主业增长表现稳健，食品原料增长较好。展望后续，海外优势延续，国内期待改善，成本有望进一步下降带动盈利修复。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 15.4 亿/18.1 亿/20.2 亿，预计 25-27 年 EPS 分别为 1.78、2.09、2.32 元，对应 26 年 20xPE 估值，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、产能释放不及预期、成本上涨**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13581	15197	16539	18162	19936
同比增长	6%	12%	9%	10%	10%
营业利润(百万元)	1509	1565	1850	2173	2423
同比增长	-5%	4%	18%	17%	12%
归母净利润(百万元)	1270	1325	1544	1810	2017
同比增长	-4%	4%	17%	17%	11%
每股收益(元)	1.46	1.52	1.78	2.09	2.32

强烈推荐 (维持)

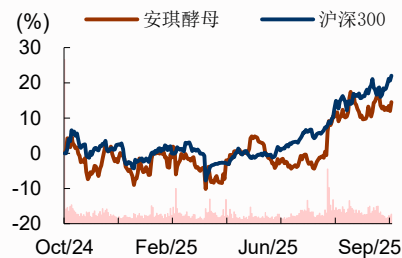
消费品/食品饮料
目标估值：
当前股价：41.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	868
已上市流通股 (百万股)	857
总市值 (十亿元)	35.6
流通市值 (十亿元)	35.1
每股净资产 (MRQ)	13.3
ROE (TTM)	12.9
资产负债率	48.9%
主要股东 湖北安琪生物集团有限公司	
主要股东持股比例	38.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	17	13
相对表现	-2	-9	-8



相关报告

- 1、《安琪酵母 (600298) —海外动销增长强劲，Q2 扣非利润超预期》2025-08-15
- 2、《安琪酵母 (600298) —Q1 海外增长提速，盈利能力回升》2025-05-05
- 3、《安琪酵母 (600298) —Q4 收入稳健，海外快速增长》2025-04-17

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
胡思蓓 S1090524090002
✉ husibei@cmschina.com.cn

PE	28.0	26.9	23.0	19.7	17.6
PB	3.5	3.3	3.0	2.7	2.5

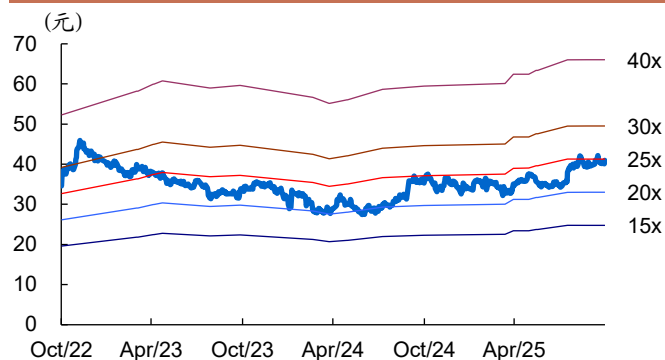
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	3928	3483	3692	3738	4285	3794	4105	3887	13581	15197
二、营业总成本	3607	3126	3317	3459	3911	3354	3618	3622	12259	13813
其中: 营业成本	3024	2624	2809	2940	3250	2809	3030	2938	10296	11622
营业税金及附加	40	24	26	27	40	23	26	37	107	117
营业费用	196	169	203	209	248	212	229	243	703	828
管理费用	118	128	116	115	133	133	138	146	459	492
研发费用	174	144	151	140	196	137	169	155	603	632
财务费用	8	20	-5	30	19	3	3	86	16	63
资产减值损失	47	18	18	-2	26	37	23	17	75	59
三、其他经营收益	71	31	88	28	34	38	46	118	186	181
公允价值变动收益	26	32	89	28	36	38	45	115	136	184
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	-1	-1	-1	-1	-1	0	-1	0	-2	-4
四、营业利润	392	387	463	307	408	478	533	383	1509	1565
加: 营业外收入	11	3	7	3	21	3	4	5	27	34
减: 营业外支出	6	2	2	2	4	2	5	7	9	10
五、利润总额	396	388	468	308	424	479	532	381	1526	1589
减: 所得税	34	58	89	47	41	93	88	61	215	236
六、净利润	362	330	379	261	383	387	444	320	1312	1353
减: 少数股东损益	4	11	7	-1	12	17	15	3	42	28
七、归属母公司净利润	358	319	372	262	371	370	429	317	1270	1325
EPS	0.41	0.37	0.43	0.30	0.43	0.43	0.49	0.37	1.46	1.52
主要比率										
毛利率	23.0%	24.7%	23.9%	21.4%	24.1%	26.0%	26.2%	24.4%	24.2%	23.5%
主营税金率	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%
销售费率	5.0%	4.8%	5.5%	5.6%	5.8%	5.6%	5.6%	6.2%	5.2%	5.5%
管理费率	3.0%	3.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.5%	3.4%	3.8%	3.4%	3.2%
营业利润率	10.0%	11.1%	12.5%	8.2%	9.5%	12.6%	13.0%	9.8%	11.1%	10.3%
实际税率	8.7%	15.1%	19.0%	15.4%	9.7%	19.3%	16.5%	15.9%	14.1%	14.8%
归母净利率	9.1%	9.2%	10.1%	7.0%	8.7%	9.8%	10.5%	8.2%	9.4%	8.7%
YoY										
收入增长率	1.8%	2.5%	11.3%	27.2%	9.1%	8.9%	11.2%	4.0%	5.7%	11.9%
营业利润增长率	-22.6%	-7.8%	20.7%	-2.1%	4.0%	23.5%	15.1%	24.6%	-4.6%	3.7%
净利润增长率	-15.5%	-9.5%	17.7%	7.8%	3.6%	16.0%	15.4%	21.0%	-3.9%	4.3%

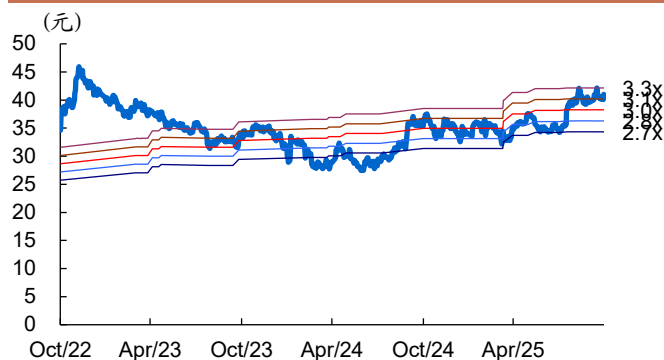
资料来源: 公司报表

图 1: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安琪酵母（600298）—海外动销增长强劲，Q2 扣非利润超预期》2025-08-15
- 2、《安琪酵母（600298）—Q1 海外增长提速，盈利能力回升》2025-05-05
- 3、《安琪酵母（600298）—Q4 收入稳健，海外快速增长》2025-04-17

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8209	9514	10138	10934	12156
现金	1193	1378	1436	1425	1718
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	109	118	130	143
应收款项	1547	1831	1971	2164	2376
其它应收款	195	179	195	215	235
存货	3818	4282	4540	4942	5424
其他	1457	1735	1878	2058	2259
非流动资产	11061	12219	12791	12815	12339
长期股权投资	22	33	33	33	33
固定资产	8615	9816	10460	10549	10131
无形资产商誉	699	709	638	574	517
其他	1725	1660	1659	1659	1658
资产总计	19270	21733	22929	23749	24494
流动负债	6237	7780	8977	8504	7843
短期借款	2904	3598	5415	4699	3746
应付账款	1893	2344	2491	2711	2976
预收账款	218	226	240	261	286
其他	1222	1612	832	833	835
长期负债	2437	2614	1514	1514	1514
长期借款	2020	2060	960	960	960
其他	417	554	554	554	554
负债合计	8674	10394	10490	10018	9356
股本	869	869	869	869	869
资本公积金	2168	2029	2029	2029	2029
留存收益	7037	7931	8998	10251	11615
少数股东权益	522	511	544	583	626
归属于母公司所有者权益	10074	10829	11895	13149	14512
负债及权益合计	19270	21733	22929	23749	24494

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1321	1650	2022	2180	2308
净利润	1312	1353	1577	1849	2060
折旧摊销	740	830	930	979	980
财务费用	48	42	50	45	36
投资收益	2	4	(130)	(130)	(130)
营运资金变动	(748)	(583)	(408)	(566)	(640)
其它	(34)	5	3	3	2
投资活动现金流	(1725)	(1765)	(1373)	(873)	(373)
资本支出	(1707)	(1717)	(1503)	(1003)	(503)
其他投资	(18)	(48)	130	130	130
筹资活动现金流	287	211	(592)	(1318)	(1642)
借款变动	618	717	(64)	(715)	(954)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(13)	(140)	0	0	0
股利分配	(434)	(434)	(478)	(557)	(653)
其他	117	69	(50)	(45)	(36)
现金净增加额	(117)	96	58	(11)	293

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13581	15197	16539	18162	19936
营业成本	10296	11622	12346	13439	14751
营业税金及附加	107	117	127	139	153
营业费用	703	828	984	1063	1146
管理费用	459	492	566	620	670
研发费用	603	632	687	755	829
财务费用	16	63	50	45	36
资产减值损失	(23)	(59)	(59)	(59)	(59)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	136	184	134	134	134
投资收益	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	1509	1565	1850	2173	2423
营业外收入	27	34	34	34	34
营业外支出	9	10	10	10	10
利润总额	1526	1589	1874	2197	2447
所得税	215	236	297	348	387
少数股东损益	42	28	33	39	43
归属于母公司净利润	1270	1325	1544	1810	2017

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	12%	9%	10%	10%
营业利润	-5%	4%	18%	17%	12%
归母净利润	-4%	4%	17%	17%	11%
获利能力					
毛利率	24.2%	23.5%	25.4%	26.0%	26.0%
净利率	9.4%	8.7%	9.3%	10.0%	10.1%
ROE	13.1%	12.7%	13.6%	14.5%	14.6%
ROIC	8.8%	8.2%	8.7%	9.8%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	47.8%	45.8%	42.2%	38.2%
净负债比率	28.1%	29.6%	27.8%	23.8%	19.2%
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8
应收账款周转率	8.7	8.7	8.2	8.3	8.3
应付账款周转率	5.4	5.5	5.1	5.2	5.2
每股资料(元)					
EPS	1.46	1.52	1.78	2.09	2.32
每股经营净现金	1.52	1.90	2.33	2.51	2.66
每股净资产	11.61	12.47	13.70	15.15	16.72
每股股利	0.50	0.55	0.64	0.75	0.84
估值比率					
PE	28.0	26.9	23.0	19.7	17.6
PB	3.5	3.3	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	18.8	17.3	14.8	13.1	12.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。