

安琪酵母（600298.SH）

成本红利持续兑现，费用扰动扣非承压

事件：公司发布 2025 年三季报，前三季度公司实现营收 117.9 亿元，同比+8.0%；归母净利润 11.2 亿元，同比+17.1%；扣非归母净利润 9.7 亿元，同比+15.0%。25Q3 实现营收 38.9 亿元，同比+4.0%；归母净利润 3.2 亿元，同比+21.0%；扣非归母净利润 2.2 亿元，同比-8.2%。

主业高基数下表现稳健，海外保持双位数增长。25Q3 公司收入端稳健增长，分品类来看酵母及深加工/制糖/包装/其他（含食品原料）业务分别实现营收 26.5/2.6/0.7/9.0 亿元，同比+2.0%/-17.0%/-34.0%/+30.8%，酵母及深加工主业在高基数下表现稳健，制糖和包装业务有所下滑，而食品原料等其他业务保持高速增长，贡献收入增量。分地区来看，25Q3 国内/国外实现营收 21.9/16.9 亿元，同比-3.5%/+17.7%，海外维持双位数增长，国内收入略降或受基数偏高、整体消费力偏弱影响。

毛利率提升幅度亮眼，费用率上行影响扣非净利润表现。25Q3 公司毛利率同比+3.1pct 至 24.4%，毛利率提升幅度亮眼，我们判断持续受益于糖蜜成本、海运费同比下降。25Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率同比+0.6/+0.7/+0.2/+1.4pct 至 6.2%/3.8%/4.0%/2.2%，其中财务费用率提升幅度较大。但 25Q3 政府补助同比增加 8873 万元，显著增厚利润。综合来看，25Q3 归母/扣非净利率同比+1.1/-0.8pct 至 8.2%/5.7%。

收入提速冲刺全年目标，成本及海运费下降红利延续。展望 25Q4，收入基数下降后增长有望提速，或仍将推进全年营收同比增速实现 10%以上的目标。其中国内小包装酵母增速更高，海外市场中东、非洲、东南亚、中亚等保持较好增长。利润端来看，我们预计糖蜜成本红利、海运费下降有望在 25Q4 延续，持续兑现利润弹性。

投资建议：考虑到 Q3 费率上行压制利润表现，略下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 16.0/18.8/21.8 亿元（前次为 16.4/19.2/21.9 亿元），同比+20.6%/18.0%/15.8%，当前股价对应 PE 为 22/19/16x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，消费力恢复不及预期，大单品培育不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,585	15,197	16,729	18,470	20,357
增长率 yoy（%）	5.8	11.9	10.1	10.4	10.2
归母净利润（百万元）	1,273	1,325	1,597	1,884	2,182
增长率 yoy（%）	-3.7	4.1	20.6	18.0	15.8
EPS 最新摊薄（元/股）	1.47	1.53	1.84	2.17	2.51
净资产收益率（%）	12.6	12.2	13.5	14.5	15.1
P/E（倍）	28.0	26.9	22.3	18.9	16.3
P/B（倍）	3.5	3.3	3.0	2.7	2.5

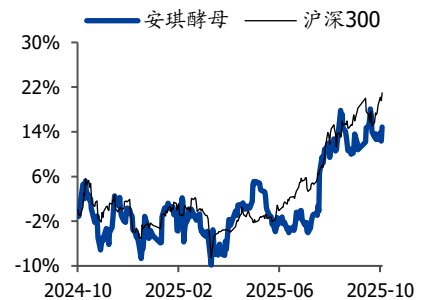
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	买入
10 月 29 日收盘价（元）	41.00
总市值（百万元）	35,590.40
总股本（百万股）	868.06
其中自由流通股（%）	98.74
30 日日均成交量（百万股）	8.91

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

相关研究

- 《安琪酵母（600298.SH）：以史为鉴，大周期起点》 2025-08-24
- 《安琪酵母（600298.SH）：成本红利兑现，利润释放周期启动》 2025-08-15
- 《安琪酵母（600298.SH）：主业稳健增长，利润弹性向上》 2025-04-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8211	9514	10583	12575	15129
现金	1194	1378	2119	3356	5099
应收票据及应收账款	1547	1940	1907	2108	2324
其他应收款	195	179	232	257	283
预付账款	422	405	499	546	598
存货	3818	4282	4412	4774	5167
其他流动资产	1035	1330	1414	1535	1658
非流动资产	11095	12219	12621	12519	12078
长期投资	22	33	33	33	33
固定资产	8643	9816	10560	10450	9688
无形资产	669	672	748	820	888
其他非流动资产	1761	1697	1280	1215	1468
资产总计	19306	21733	23205	25094	27207
流动负债	6249	7780	7942	8578	9240
短期借款	2904	3598	2598	2898	3198
应付票据及应付账款	1900	2344	2355	2581	2823
其他流动负债	1445	1837	2989	3100	3219
非流动负债	2440	2614	2880	2880	2880
长期借款	2020	2060	2060	2060	2060
其他非流动负债	420	554	820	820	820
负债合计	8689	10394	10822	11458	12120
少数股东权益	522	511	552	600	656
股本	869	869	869	869	869
资本公积	2455	2265	2265	2265	2265
留存收益	7506	8395	9406	10611	12007
归属母公司股东权益	10094	10829	11831	13036	14431
负债和股东权益	19306	21733	23205	25094	27207

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1327	1650	2403	2678	2996
净利润	1314	1353	1638	1933	2238
折旧摊销	760	847	941	1072	1111
财务费用	48	42	98	93	97
投资损失	2	4	0	0	0
营运资金变动	-789	-662	-378	-486	-517
其他经营现金流	-9	66	104	67	67
投资活动现金流	-1727	-1765	-1302	-969	-669
资本支出	-1708	-1680	-1375	-969	-669
长期投资	-19	-86	0	0	0
其他投资现金流	0	0	73	0	0
筹资活动现金流	282	211	-350	-472	-584
短期借款	389	694	-1000	300	300
长期借款	1711	40	0	0	0
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	-1899	-332	650	-772	-884
现金净增加额	-98	151	774	1237	1743

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13585	15197	16729	18470	20357
营业成本	10298	11622	12468	13662	14947
营业税金及附加	107	117	123	136	150
营业费用	703	828	970	1065	1172
管理费用	461	492	569	607	656
研发费用	601	632	678	748	825
财务费用	16	63	120	71	67
资产减值损失	-39	-62	-100	-80	-80
其他收益	138	184	220	160	160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	0	0	0
资产处置收益	52	1	0	0	0
营业利润	1511	1565	1922	2263	2622
营业外收入	27	34	14	20	20
营业外支出	9	10	9	9	9
利润总额	1529	1589	1927	2274	2633
所得税	215	236	289	341	395
净利润	1314	1353	1638	1933	2238
少数股东损益	42	28	41	48	56
归属母公司净利润	1273	1325	1597	1884	2182
EBITDA	2247	2488	2988	3417	3811
EPS (元/股)	1.47	1.53	1.84	2.17	2.51

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	11.9	10.1	10.4	10.2
营业利润(%)	-4.4	3.5	22.9	17.7	15.9
归属母公司净利润(%)	-3.7	4.1	20.6	18.0	15.8
获利能力					
毛利率(%)	24.2	23.5	25.5	26.0	26.6
净利率(%)	9.4	8.7	9.5	10.2	10.7
ROE(%)	12.6	12.2	13.5	14.5	15.1
ROIC(%)	8.0	7.9	9.2	9.7	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	47.8	46.6	45.7	44.5
净负债比率(%)	39.9	44.7	35.6	25.4	13.4
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	8.7	9.0	9.0	9.2	9.2
应付账款周转率	6.0	6.2	6.0	6.3	6.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.53	1.84	2.17	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.90	2.77	3.09	3.45
每股净资产(最新摊薄)	11.63	12.47	13.63	15.02	16.62
估值比率					
P/E	28.0	26.9	22.3	18.9	16.3
P/B	3.5	3.3	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.5	14.6	13.4	11.4	9.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com