

## 安琪酵母(600298.SH)

### 2025年10月30日

## 国内需求承压,新榨季糖蜜价格下降弹性大

方勇 (分析师)

fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520100003

张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

公司信息更新报告

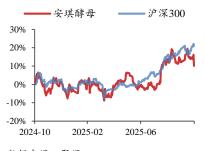
投资评级:	买入	(维持)
-------	----	------

日期	2025/10/30
当前股价(元)	38.87
一年最高最低(元)	42.51/31.91
总市值(亿元)	337.41
流通市值(亿元)	333.17
总股本(亿股)	8.68
流通股本(亿股)	8.57
近3个月换手率(%)	76.0

# ● 成本下降、利润弹性释放,维持"买入"评级

2025Q1-Q3 公司营业总收入 117.86 亿元, 同比+8.01%; 扣非前后归母净利润 11.16、9.65 亿元, 同比+17.13%、15.02%。2025Q3 营收 38.87 亿元, 同比+4.00%, 扣非前后归母净利润 3.17、2.23 亿元, 同比+21.00%、-8.17%。因国内需求疲软, 我们下调 2025-2027 年归母净利润预测 15.43/19.69/24.08 亿元(前次 16.39/20.96/25.42 亿元), 对应 2025-2027 年 EPS1.78/2.27/2.77 元, 当前股价对应 2025-2027年 21.9/17.1/14.0 倍 PE, 新榨季糖蜜价格下降幅度可期, 2025-2026年 利润弹性有望持续释放,维持"买入"评级。

## 股价走势图



#### 数据来源: 聚源

#### ● 国内需求短期依然疲软, 国际市场保持较好势头

分业务看, 2025Q3 酵母、制糖、包装营收同比+2.0%、-17.0%、-34.0%,其中酵 母主业增速有所放缓,主因国内需求疲软;制糖业务增速下降主因糖价下降等因 素影响。分区域看,国内、国际市场营收同比-3.5%、+17.7%,国内市场需求再 现疲软, 短期仍有待恢复; 国际市场营收增速仍保持较快增长, 势头依然良好, 增速略有下降。

# 相关研究报告

《利润弹性释放,新榨季糖蜜价格有 望再降-公司信息更新报告》 -2025.8.18

《2025Q1 稳健起步,成本下降、弹性 可期-公司信息更新报告》-2025.4.29 《2024年企稳回升双加速, 2025年利 润弹性有望释放-公司信息更新报 告》-2025.4.14

#### ● 成本如期下降, 利润弹性显现

2025Q3 归母净利率同比+1.15pct, 其中公司毛利率同比+3.08pct, 预计糖蜜成本 下降、规模效应带动效率提升贡献。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.65、 +0.70、+0.25、+1.41pct, 其中销售人员薪酬增长、利息费用增长影响销售和财 务费用率,其他收益/收入增厚 2.21pct, 主因政府补助增加所致。

#### ● 新榨季糖蜜价格催化正在进行时, 中长期稳健成长仍可期

当前国际市场较快增长弥补短期国内增速不足影响,长期来看国内需求和格局有 望企稳改善, 国际市场拓展空间可期。2025Q1-Q3 收入增速偏慢, 后续有望追赶 至 10%左右着呢各种。当前新榨季糖蜜采购临近, 我们认为糖蜜成本有望超预期 下降, 2026年利润弹性可期。

风险提示: 汇率波动风险、降价风险、食品安全风险、国际需求下降风险。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	<b>2026</b> E	2027E
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,792	18,449	20,510
YOY(%)	5.7	11.9	10.5	9.9	11.2
归母净利润(百万元)	1,270	1,325	1,543	1,969	2,408
YOY(%)	-3.9	4.3	16.5	27.6	22.3
毛利率(%)	24.2	23.5	26.0	27.7	29.0
净利率(%)	9.4	8.7	9.2	10.7	11.7
ROE(%)	12.4	11.9	12.7	14.5	15.6
EPS(摊薄/元)	1.46	1.53	1.78	2.27	2.77
P/E(倍)	26.6	25.5	21.9	17.1	14.0
P/B(倍)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2

数据来源:聚源、开源证券研究所



附:财务预测摘要

附: 财务预测	摘要										
资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8209	9514	14570	15516	18431	营业收入	13581	15197	16792	18449	20510
现金	1193	1378	4288	4709	5236	营业成本	10296	11622	12434	13333	14571
应收票据及应收账款	1547	1940	1921	2316	2397	营业税金及附加	107	117	130	142	158
其他应收款	195	179	194	175	235	营业费用	703	828	926	1015	1128
页付账款	422	405	454	519	546	管理费用	459	492	577	579	634
存货	3818	4282	6530	6541	8797	研发费用	603	632	688	738	800
其他流动资产	1035	1330	1183	1257	1220	财务费用	16	63	354	433	440
非流动资产	11061	12219	12517	12626	12915	资产减值损失	-39	-62	-62	-71	-21
长期投资	22	33	36	42	45	其他收益	136	184	70	50	50
固定资产	8615	9816	10333	10595	10917	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b></b> 毛形资产	663	672	723	771	799	投资净收益	-2	-4	-1	-1	-2
其他非流动资产	1761	1697	1425	1219	1154	资产处置收益	52	1	4	5	6
<b>资产总计</b>	19270	21733	27087	28142	31346	营业利润	1509	1565	1818	2334	2854
<b>流动负债</b>	6237	7780	12499	12440	14174	营业外收入	27	34	30	32	31
逗期借款	2904	3598	8851	8271	9986	营业外支出	9	10	10	10	10
立付票据及应付账款	1893	2344	2226	2655	2690	利润总额	1526	1589	1839	2356	2876
其他流动负债	1440	1837	1421	1514	1497	所得税	215	236	263	345	416
<b>非流动负债</b>	2437	2614	2174	1797	1389	净利润	1312	1353	1576	2011	2460
长期借款	2020	2060	1689	1278	886	少数股东损益	42	28	33	42	52
其他非流动负债	417	554	485	520	502	归属母公司净利润	1270	1325	1543	1969	2408
负债合计	8674	10394	14673	14238	15563	EBITDA	2540	2731	3141	3855	4505
<b>り数股东权益</b>	522	511	544	586	638	EPS(元)	1.46	1.53	1.78	2.27	2.77
<b>没本</b>	869	869	868	868	868	, ,					
资本公积	2440	2265	2265	2265	2265	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	7501	8395	9439	10856	12580	成长能力					
3属母公司股东权益	10074	10829	11871	13318	15145	营业收入(%)	5.7	11.9	10.5	9.9	11.2
负债和股东权益	19270	21733	27087	28142	31346	营业利润(%)	-4.6	3.7	16.2	28.4	22.3
						归属于母公司净利润(%)	-3.9	4.3	16.5	27.6	22.3
						获利能力					
						毛利率(%)	24.2	23.5	26.0	27.7	29.0
						净利率(%)	9.4	8.7	9.2	10.7	11.7
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	12.4	11.9	12.7	14.5	15.6
圣营活动现金流	1321	1650	552	3500	1707	ROIC(%)	9.8	9.1	8.1	10.0	10.6
争利润	1312	1353	1576	2011	2460	偿债能力					
斤旧摊销	740	830	949	1066	1189	资产负债率(%)	45.0	47.8	54.2	50.6	49.6
<b>计务费用</b>	16	63	354	433	440	净负债比率(%)	43.1	48.7	57.0	41.0	41.1
投资损失	2	4	1	1	2	流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
营运资金变动	-855	-711	-2321	-7	-2377	速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
其他经营现金流	106	111	-6	-4	-6	营运能力	0.5	0.1	0.5	0.0	0.0
设资活动现金流	-1725	-1765	-1245	-1171	-1474	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>资本支出</b>	1707	1717	233	134	269	应收账款周转率	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
长期投资	-14	-86	-2	-4	-4	应付账款周转率	5.4	5.5	5.4	5.5	5.5
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	-32	-134	-1014	-1041	-1208	每股指标 (元)	5.4	3.3	J. <del>T</del>	3.3	5.5
等资活动现金流	287	211	-1998	-1155	-1508	每股收益(最新摊薄)	1.46	1.53	1.78	2.27	2.77
短期借款	389	694	-1998 -347	173	-1308 -87	每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.90	0.64	4.03	1.97
<sup>盘期信款</sup> 长期借款	389 1711	40	-347 -371	-411	-392	每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.90	13.68	15.34	1.97
K 朔佰叔 普通股增加	-0	-0	-3/1 -1	- <del>4</del> 11	-392 0	母放伊贝广(取制作将) <b>估值比率</b>	11.01	14.4/	13.08	13.34	17.43
							26.6	25.5	21.0	17.1	140
资本公积增加	67 1880	-175	1270	0	1020	P/E	26.6	25.5	21.9	17.1	14.0
其他筹资现金流 四人洛姆人	-1880	-347	-1279	-918	-1030	P/B	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2
现金净增加额	-98	151	-2690	1174	-1274	EV/EBITDA	15.3	14.6	13.2	10.4	9.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所



#### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定,开源证券评定此研报的风险等级为R3(中风险),因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者,请取消阅读,请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置,若给您造成不便,烦请见谅!感谢您给予的理解与配合。

#### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证,本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

#### 股票投资评级说明

	评级	说明
	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
证券评级	增持(outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%;
1-27 1 1 122	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在一5%~+5%之间波动;
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
	看好(overweight)	预计行业超越整体市场表现;
行业评级	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡(underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注:评级标准为以报告日后的6~12个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现,其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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)、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

#### 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性,估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



#### 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构、已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司(以下简称"本公司")的机构或个人客户(以下简称"客户")使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的,属于商业秘密材料,只有开源证券客户才能参考或使用,如接收人并非开源证券客户,请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接,开源证券不对 其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便,链接网站的内容不构成本报告的任 何部分,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供 或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无 需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。

#### 开源证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 地址:深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号

楼3层 楼45层

邮编: 200120 邮编: 518000

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn

地址:北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层 地址:西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编: 100044 邮编: 710065

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn