



# 安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q4 收入端提速，全年平稳收官

### 业绩简评

3月30日公司发布2025年报，25年实现营收167.29亿元，同比增长10.08%；实现归母净利润15.44亿元，同比增长16.60%；扣非归母净利润13.59亿元，同比增长16.19%。其中，25Q4实现营收49.42亿元，同比增长15.35%；实现归母净利润4.28亿元，同比增长15.23%；扣非归母净利润3.94亿元，同比增长19.16%，业绩符合预期。

### 经营分析

**海外延续高增长，年末旺季备货Q4提速。**1)分业务看，25年酵母及深加工产品/制糖/包装/其他分别实现收入119.5/13.4/3.6/30.1亿元，同比+10.1%/+5.8%/-12.2%/+15.4%；Q4分别同比+13.0%/+89.4%/-10.7%/-16.0%。2)分量价来看，25年酵母主业实现销量46.8万吨，同比+15.8%，吨价同比-5.0%，主要系促销活动增加、产品结构调整所致。3)分地区来看，25年国内/国外收入分别为98.05/68.48亿元，同比+4.1%/19.9%，单Q4国内/海外分别同比+13.2%/+16.7%，海外增长质量持续优化。

**酵母主业兑现成本红利，Q4净利率表现平稳。**1)25年/25Q4公司毛利率为24.7%/22.7%，同比+1.2/-1.4pct。Q4毛利率下降系制糖业拖累(25年毛利率为-5%)，且糖蜜成本受库存周期影响尚未达到低位。25年酵母主业毛利率为32.2%，同比+2.7pct，吨成本下降8.6%。2)海外销售团队持续扩张，管理+研发费率持续优化，25年销售/管理/研发费率分别+0.17pct/+0.04pct/-0.11pct。3)财务费用全年1.35亿元(+113.26%)，主因银行利息支出增加(发行债券筹资近10亿元)，汇兑收益同比收窄。4)24年/25年政府补助分别为1.66/2.11亿元，25年同比+27.3%。24年/25年折旧与摊销8.5/9.3亿元，同比+10.2%。5)最终公司25年及25Q4净利率为9.5%/8.9%，同比+0.60pct/-0.09pct。

**看好海外扩产提份额，国内需求持续改善，利润弹性兑现。**预计随着国内下游餐饮和工业需求复苏，海外强化本土化运营策略、优化渠道建设，收入双位数增长目标有望达成。利润端，新榨季糖蜜成本大幅下行、折旧摊销扰动减少，26年利润率仍有望提升。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司26-28年归母净利分别为18.6/21.7/25.0亿元，同比增长20%/17%/15%，对应PE分别为19x/17x/14x，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：41.56元

### 相关报告：

- 《安琪酵母公司深度研究：产能深化全球布局，利润开启上行周期》，2025.11.26
- 《安琪酵母公司点评：Q3毛利率改善亮眼，业绩符合预期》，2025.10.29
- 《安琪酵母公司点评：需求改善+成本下行，Q2扣非超预期》，2025.8.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,197	16,729	18,714	20,954	23,464
营业收入增长率	11.90%	10.08%	11.86%	11.97%	11.98%
归母净利润(百万元)	1,325	1,544	1,856	2,168	2,498
归母净利润增长率	4.28%	16.60%	20.20%	16.77%	15.24%
摊薄每股收益(元)	1.525	1.779	2.139	2.498	2.878
每股经营性现金流净额	1.90	2.85	3.91	4.18	4.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.23%	12.85%	13.81%	14.36%	14.63%
P/E	23.64	24.58	19.43	16.64	14.44
P/B	2.89	3.16	2.68	2.39	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	13,581	15,197	16,729	18,714	20,954	23,464
增长率		11.9%	10.1%	11.9%	12.0%	12.0%
主营业务成本	-10,296	-11,622	-12,596	-13,994	-15,600	-17,433
%销售收入	75.8%	76.5%	75.3%	74.8%	74.4%	74.3%
毛利	3,285	3,575	4,133	4,720	5,354	6,031
%销售收入	24.2%	23.5%	24.7%	25.2%	25.6%	25.7%
营业税金及附加	-107	-117	-133	-131	-147	-164
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-703	-828	-941	-1,067	-1,173	-1,291
%销售收入	5.2%	5.5%	5.6%	5.7%	5.6%	5.5%
管理费用	-459	-492	-549	-636	-691	-751
%销售收入	3.4%	3.2%	3.3%	3.4%	3.3%	3.2%
研发费用	-603	-632	-677	-749	-838	-939
%销售收入	4.4%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	1,413	1,507	1,834	2,137	2,504	2,887
%销售收入	10.4%	9.9%	11.0%	11.4%	12.0%	12.3%
财务费用	-16	-63	-135	-101	-101	-95
%销售收入	0.1%	0.4%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-75	-59	-64	-80	-80	-80
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	-2	-4	-5	-3	-3	-3
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,509	1,565	1,874	2,205	2,571	2,959
营业利润率	11.1%	10.3%	11.2%	11.8%	12.3%	12.6%
营业外收支	18	24	-2	12	12	12
税前利润	1,526	1,589	1,871	2,217	2,583	2,971
利润率	11.2%	10.5%	11.2%	11.8%	12.3%	12.7%
所得税	-215	-236	-282	-332	-387	-446
所得税率	14.1%	14.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,312	1,353	1,589	1,884	2,195	2,526
少数股东损益	42	28	44	28	28	28
归属于母公司的净利润	1,270	1,325	1,544	1,856	2,168	2,498
净利率	9.4%	8.7%	9.2%	9.9%	10.3%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,312	1,353	1,589	1,884	2,195	2,526
少数股东损益	42	28	44	28	28	28
非现金支出	833	906	998	1,122	1,262	1,398
非经营收益	-33	53	175	149	115	98
营运资金变动	-791	-662	-283	237	58	-105
经营活动现金净流	1,321	1,650	2,478	3,393	3,631	3,916
资本开支	-1,706	-1,680	-1,529	-1,497	-2,001	-1,839
投资	-19	-86	-295	0	0	0
其他	0	0	-178	-403	-3	-3
投资活动现金净流	-1,725	-1,765	-2,002	-1,900	-2,004	-1,842
股权募资	177	180	70	0	0	0
债权募资	884	934	1,421	-2,126	-790	-1,230
其他	-775	-903	-721	-589	-656	-638
筹资活动现金净流	287	211	770	-2,715	-1,446	-1,868
现金净流量	-98	151	1,264	-1,222	181	206

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,193	1,378	2,812	1,587	1,766	1,971
应收款项	1,960	2,290	2,153	2,415	2,590	2,900
存货	3,818	4,282	5,105	4,792	5,129	5,493
其他流动资产			1,580	1,210	1,238	1,343
流动资产	8,209	9,514	11,650	10,004	10,722	11,706
%总资产	42.6%	43.8%	45.8%	39.9%	40.4%	41.8%
长期投资	555	603	660	980	900	820
固定资产	9,373	10,640	11,905	12,733	13,485	13,940
%总资产	48.6%	49.0%	46.8%	50.8%	50.8%	49.8%
无形资产	703	713	997	1,079	1,161	1,241
非流动资产	11,061	12,219	13,808	15,059	15,821	16,284
%总资产	57.4%	56.2%	54.2%	60.1%	59.6%	58.2%
资产总计	19,270	21,733	25,458	25,063	26,543	27,990
短期借款	3,404	4,379	6,077	4,232	3,042	1,612
应付款项	2,119	2,669	2,693	3,024	3,456	4,005
其他流动负债	715	732	889	842	1,007	1,132
流动负债	6,237	7,780	9,659	8,098	7,505	6,749
长期贷款	2,020	2,060	1,072	1,372	1,772	1,972
其他长期负债	417	554	1,829	1,245	1,243	1,242
负债	8,674	10,394	12,561	10,715	10,520	9,963
普通股股东权益	10,074	10,829	12,023	13,446	15,093	17,070
其中：股本	869	869	868	868	868	868
未分配利润	7,005	7,899	8,957	10,380	12,027	14,004
少数股东权益	522	511	875	902	930	958
负债股东权益合计	19,270	21,733	25,458	25,063	26,543	27,990

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.462	1.525	1.779	2.139	2.498	2.878
每股净资产	11.596	12.466	13.852	15.492	17.389	19.668
每股经营现金净流	1.520	1.899	2.855	3.909	4.183	4.512
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.500	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	12.61%	12.23%	12.85%	13.81%	14.36%	14.63%
总资产收益率	6.59%	6.09%	6.07%	7.41%	8.17%	8.92%
投入资本收益率	7.54%	7.18%	7.37%	8.64%	9.71%	10.81%
增长率						
主营业务收入增长率	5.74%	11.90%	10.08%	11.86%	11.97%	11.98%
EBIT 增长率	-1.64%	6.61%	21.76%	16.52%	17.16%	15.28%
净利润增长率	-3.86%	4.28%	16.60%	20.20%	16.77%	15.24%
总资产增长率	13.83%	12.78%	17.14%	-1.55%	5.90%	5.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.1	40.6	40.1	40.0	38.0	38.0
存货周转天数	121.0	127.2	136.0	125.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	61.1	59.0	62.1	63.0	65.0	68.0
固定资产周转天数	231.5	235.8	244.9	230.2	214.3	194.6
偿债能力						
净负债/股东权益	39.93%	44.63%	41.20%	34.81%	25.12%	14.37%
EBIT 利息保障倍数	89.5	23.7	13.6	21.2	24.7	30.3
资产负债率	45.01%	47.82%	49.34%	42.75%	39.63%	35.59%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	14	22	57
增持	0	0	3	5	2
中性	0	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.37</b>	<b>1.31</b>	<b>1.10</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究