

2026年04月03日
顾向君
H70420@capitalcom.tw
目标价(元) 47

安琪酵母(600298.SH)

BUY 买进

糖蜜价格下降，新一年盈利弹性可期

业绩概要:

公告 2025 年实现营收 167.3 亿，同比增 10%，录得归母净利润 15.4 亿，同比增 16.6%；2025 年第四季度实现营收约 49 亿，同比增 15.4%，录得归母净利润 4.3 亿，同比增 15.2%。业绩略低于我们预期。

分红方案: 每 10 股派发现金股利 5.5 元

点评与建议:

- 全年酵母及深加工产品实现收入 119.5 亿，同比增 10%，制糖收入 13.4 亿，同比增 5.8%，包装产品收入 3.6 亿，同比下降 12.2%，食品原料及其他产品合计实现收入 30 亿，同比增 15.4%。第四季度酵母产品实现收入 35.5 亿，同比增 13%，制糖收入 7 亿，同比增 89%，受业务并表收购影响，包装产品收入 0.9 亿，同比下降 10.7%。
- 区域看，国内全年实现收入 98 亿，同比增 4%，国外实现收入 68.5 亿，同比增 20%；四季度国内方面依托精细运营、新产品新业务开发，经营呈现改善，实现收入 32 亿，同比增 13.2%，国外实现收入 17 亿，同比增 16.7%，保持较快增长。
- 全年毛利率同比提升 1.18pcts 至 24.71%，受益海外高毛利区域收入占比提升；25Q4 毛利率同比下降 1.4pcts 至 22.7%，估计受毛利较低的制糖和食品原料业务拖累，国内业务占比提升亦有影响。
- 费用端，全年期间费用率同比增 0.5pct 至 13.76%，总体保持平稳；25Q4 费用率同比下降 0.81pct 至 13.09%，主要由于降本增效和规模效应扩大。
- 展望 2026，我们预计公司国内业务维持复苏态势，酵母蛋白等新产品的推广也将进一步改善公司国内的业务空间，海外方面，推进团队搭建和运营能力，市场拓展预计有序推进。成本方面，预计新一年糖蜜采购价格确定下降（根据泛糖科技数据统计，2025 年 12 月-2026 年 3 月糖蜜均价同比下降近 30%），年内也没有大规模的产能投产，新增折旧有限，盈利能力或将优化。
- 预计 2026-2028 年将分别实现净利润 18.4 亿、20.4 亿和 23.6 亿，分别同比增 19%、11.2%和 15.5%，EPS 分别为 2.12 元、2.35 元和 2.72 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍、17 倍、15 倍，维持“买进”的投资建议。
- 风险提示：海外市场增长超预期，国内需求复苏不及预期

公司基本资讯

| | |
|----------------|-----------------------|
| 产业别 | 农林牧渔 |
| A 股价(2026/4/2) | 40.72 |
| 上证指数(2026/4/2) | 3919.29 |
| 股价 12 个月高/低 | 46/31.43 |
| 总发行股数(百万) | 867.93 |
| A 股数(百万) | 857.15 |
| A 市值(亿元) | 349.03 |
| 主要股东 | 湖北安琪生物集团有限公司 (38.10%) |
| 每股净值(元) | 13.85 |
| 股价/账面净值 | 2.94 |
| 股价涨跌(%) | 一个月 三个月 一年 |
| | -1.7 -6.8 18.9 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2025-11-06 | 37.33 | 买进 |
| 2025-08-15 | 35.62 | 买进 |
| 2025-04-11 | 34.00 | 买进 |
| 2024-10-31 | 36.36 | 买进 |

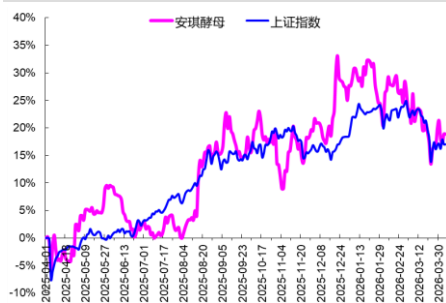
产品组合

| | |
|--------|--------|
| 酵母及深加工 | 71.75% |
| 制糖 | 8.04% |
| 包装类产品 | 2.16% |
| 食品原料 | 13.32% |
| 其他 | 4.74% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 7.4% |
| 一般法人 | 54.5% |

股价相对大盘走势



| 年度截止 12 月 31 日 | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|---------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 1273 | 1325 | 1544 | 1837 | 2042 | 2359 |
| 同比增减 | % | -3.67 | 4.07 | 16.60 | 18.93 | 11.19 | 15.51 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.48 | 1.55 | 1.78 | 2.12 | 2.35 | 2.72 |
| 同比增减 | % | -5.73 | 4.73 | 14.84 | 18.89 | 11.19 | 15.51 |
| 市盈率(P/E) | X | 28 | 26 | 23 | 19 | 17 | 15 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.50 | 0.55 | 0.55 | 0.63 | 0.71 | 0.82 |
| 股息率 (Yield) | % | 1.23 | 1.35 | 1.35 | 1.56 | 1.73 | 2.00 |

【投资评等说明】

| 评等 | 定义 |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy) | 潜在上涨空间 \geq 35% |
| 买进 (Buy) | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$ |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$ |
| 中立 (Neutral) | 无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13585 | 15197 | 16729 | 18981 | 21421 | 24206 |
| 经营成本 | 10298 | 11622 | 12596 | 14141 | 15959 | 18009 |
| 营业税金及附加 | 107 | 117 | 133 | 150 | 170 | 192 |
| 销售费用 | 703 | 828 | 941 | 1062 | 1201 | 1327 |
| 管理费用 | 461 | 492 | 549 | 623 | 703 | 794 |
| 财务费用 | 16 | 63 | 135 | 176 | 188 | 213 |
| 资产减值损失 | -39 | -62 | -70 | -58 | -57 | -62 |
| 投资收益 | -2 | -4 | -5 | -1 | -3 | -4 |
| 营业利润 | 1511 | 1565 | 1874 | 2193 | 2461 | 2846 |
| 营业外收入 | 27 | 34 | 25 | 26 | 28 | 28 |
| 营业外支出 | 9 | 10 | 28 | 13 | 15 | 16 |
| 利润总额 | 1529 | 1589 | 1871 | 2206 | 2474 | 2858 |
| 所得税 | 215 | 236 | 282 | 315 | 371 | 429 |
| 少数股东损益 | 42 | 28 | 44 | 55 | 60 | 70 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1273 | 1325 | 1544 | 1837 | 2042 | 2359 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1194 | 1378 | 2812 | 3343 | 4093 | 5836 |
| 应收账款 | 1547 | 1831 | 1844 | 2028 | 2190 | 2343 |
| 存货 | 3818 | 4282 | 5105 | 5871 | 6576 | 7233 |
| 流动资产合计 | 8211 | 9514 | 11650 | 13398 | 16345 | 19614 |
| 长期股权投资 | 22 | 33 | 43 | 44 | 44 | 45 |
| 固定资产 | 8643 | 9816 | 11223 | 12346 | 12963 | 12963 |
| 在建工程 | 758 | 823 | 682 | 750 | 810 | 851 |
| 非流动资产合计 | 11095 | 12219 | 13808 | 15189 | 16404 | 16896 |
| 资产总计 | 19306 | 21733 | 25458 | 28587 | 32749 | 36511 |
| 流动负债合计 | 6249 | 7780 | 9659 | 11041 | 13314 | 15019 |
| 非流动负债合计 | 2440 | 2614 | 2901 | 3336 | 3770 | 4147 |
| 负债合计 | 8689 | 10394 | 12561 | 14377 | 17084 | 19166 |
| 少数股东权益 | 522 | 511 | 875 | 901 | 928 | 956 |
| 股东权益合计 | 10094 | 10829 | 12023 | 13309 | 14738 | 16389 |
| 负债及股东权益合计 | 19306 | 21733 | 25458 | 28587 | 32749 | 36511 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1327 | 1650 | 2478 | 2847 | 3213 | 3631 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1727 | -1765 | -2002 | -1898 | -1928 | -1210 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 282 | 211 | 770 | -418 | -536 | -678 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -98 | 151 | 1264 | 531 | 750 | 1743 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。