

Q4 营收提速，26 年成本红利有望进一步兑现

安琪酵母 (600298.SH)

核心观点

公司在 25Q4 国内市场在酵母类产品提速和晟通并表带动国内业务收入增长 13.18%，国外业务延续增长势头同增 16.74%，四季度整体收入增长 15.35%。2025 年，公司在原料结构优化驱动下酵母类产品毛利率提升，带动公司释放利润弹性，25 年利润率提升 0.52pcts 至 9.23%。2026 年，公司核心原料糖蜜价格同比大幅降低，预计公司在春节前完成大部分原料采购，全年低成本优势有望进一步凸显。此外，2026 年新投产产能减少，新增折旧影响较小。因此，我们认为 2026 年国外较高增速+国内稳健增长，叠加成本端改善，全年利润较高弹性可期。

事件

公司发布 2025 年年度报告：

报告期内，公司实现营收 167.29 亿元，同比增长 10.08%；归母净利润 15.44 亿元，同比增长 16.6%；扣非归母净利润 13.59 亿元，同比增长 16.19%。

Q4 单季，公司实现营收 49.42 亿元，同比增长 15.35%；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%。

简评

25Q4 国内提速，制糖公司并表，全年收入实现稳健增长

继三季度公司大幅调整贸易业务后，25Q4 加速追赶全年业绩目标，国内业务在酵母类产品提速和糖厂并表驱动下，四季度国内收入增长 13.18% 至 32.12 亿元，明显提速。国外业务延续较强增长态势，25Q4 国外收入 16.98 亿元，同增 16.74%。全年看，国内、国外收入增速分别为 4.08%、19.88%，国外收入占比提升至 40.94%，同比+3.35pcts。

产品看，公司 25Q4 主业酵母及深加工产品、制糖产品收入分别为 35.51 亿元、6.98 亿元，分别同比增长 12.98%、89.44%。而包装类业务、食品原料及其他分别同比下降 10.70%、16.03%。全年看，酵母类、制糖产品、包装类、食品原料、其他同比增速分别为 10.09%、5.80%、-12.16%、54.36%、-32.47%。

调升

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 03 日

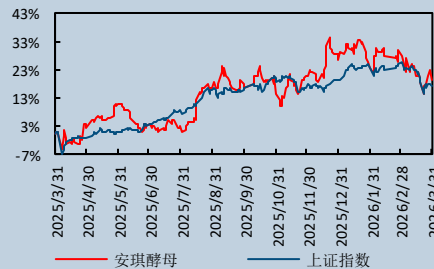
当前股价：40.41 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.14/-1.63	-5.63/-3.78	16.52/0.39
12 月最高/最低价 (元)		45.60/32.67
总股本 (万股)		86,792.87
流通 A 股 (万股)		85,715.05
总市值 (亿元)		350.73
流通市值 (亿元)		346.37
近 3 月日均成交量 (万)		726.23
主要股东		
湖北安琪生物集团有限公司		38.10%

股价表现



酵母类业务成本优化带动毛利率提升，利润弹性释放盈利改善

2025 年公司毛利率同比提升 1.18pcts 至 24.71%，归母净利率提升 0.52pcts 至 9.23%。25Q4 公司毛利率同比下降 1.43pcts 至 22.72%，归母净利率下降 0.01pcts 至 8.66%。主要系：

- ① 毛利率：2025 年酵母及深加工产品预计受益于原料结构改善，水解糖占比提升，与原料运输相关的燃料动力支出同比下降 12.57%（对应燃料动力吨成本下降 24.52%），制造提效优化费用，带动酵母及深加工产品毛利率提升 2.67pcts。单看 2025Q4，毛利率同比下滑主要系公司并购晟通糖业并表，而制糖业务毛利率为 -4.86%，同比-4.71pcts。
- ② 费用率稳健：2025 年销售费用率 5.62%，同比+0.17pcts，管理费用率 3.28%，同比+0.04pcts；其中 25Q4 销售费用率 5.21%，同比-0.57pcts，管理费用率 2.66%，同比-0.44pcts。公司整体费用支出策略相对稳健，整体平稳，销售费用增加广宣费的同时减少促销支出。
- ③ 现金流表现：2025 年销售收现 189.24 亿元，同比+16.05%，经营性净现金流 24.78 亿元，同比+50.19%。其中 25Q4 销售收现 52.78 亿元，同比+17.65%，经营性净现金流 2.6 亿元，同比-51.07%。

预期差 1：糖蜜价格处于历史中枢区间，未来价格波动率减弱，预计酵母原料成本相对可控

市场担忧：25/26 榨季糖蜜价格大幅降低，但 2026 年国际糖价上涨，修复性扩种已接近尾声，未来糖蜜价格存在波动风险

我们认为：国内糖蜜完全内循环，未来供应充裕+需求平稳，糖蜜价格周期性波动率减弱。1）供给端：南方甘蔗种植田轮作其他农作物难度较大，糖价上涨降低减产预期，我们认为副产品糖蜜或进入供应平稳期。部分糖厂从东南亚进口甘蔗，最终也会增加糖蜜国内供给。2）需求端：糖蜜酒精面临环保成本压力，糖蜜价格足够便宜才会大量进入市场，是糖蜜价格底部支撑因素，而非价格上涨因子，国内糖蜜最主要用途便为酵母。3）进口受限：国内糖蜜进口受到严格限制，属于禁止进口，糖蜜完全内循环。4）安琪储蜜罐建设：2025 年安琪在国内开始建设储蜜罐，根据糖蜜价格和未来预判针对性增加低价糖蜜采购，进一步平滑糖蜜周期性波动。

预期差 2：25Q4 以来国内 YE 等高价产品需求复苏，国外供不应求具备提价能力，2026 年酵母类吨价降幅可控

市场担忧：糖蜜价格大幅降低，或促使公司向市场让利，人民币升值降低，降价提销量来达成年度目标

我们认为：1）国外提价：安琪国外产品持续处于供不应求状态，每年均会上调价格，且与竞品仍有较大价格优势。2026 年欧洲竞对也面临成本压力，或迫使其涨价，也为安琪海外提价留足空间。2）竞标制决定价格的是结构：公司客户以 B 端为主，通过招标来完成订单销售，因此客户产品需求的结构决定销售产品的单价。25Q4 以来国内餐饮链表现有所复苏，YE 销售相比 2025 年开始好转。3）餐饮链价格战趋缓：25Q4 以来餐饮链企业逐步开始降低价格竞争性支出，下游餐饮压价力度开始平稳减弱，也有利于酵母类产品销售价格平稳。

预期差 2：2026 年除能源类成本上涨（占比较小），糖蜜市场化采购，折旧类、人力类成本持续优化，毛利率持续提升

市场担忧：PPI 持续上涨和公司糖蜜库存，进一步弱化糖蜜降价效果

我们认为：1) 原材料成本：报表进入糖蜜降价红利期。公司糖蜜采购通常市场化投标，且在 2 月完成绝大部分糖蜜采购。根据泛糖科技，2026 年 2 月糖蜜均价同比下降 27.34%。2) 人力成本：国内员工数量基本处于饱和状态，海外扩张新增员工工资水平低，2020 年以来人力费用占比呈下降趋势。3) 制造费用：2025-2026 年是公司相对折旧新增小年，且部分国内老产能折旧期结束，预计相关成本占比提升有限。4) 燃料动力：美伊冲突推动全球油价上涨，带动能源类价格上升，对于安琪酵母，一是运输费用上升，二是酵母生产中的能源价格上涨，该部分按不同地区可能使用煤、天然气等，但 2025 年燃料动力占酵母类成本占比仅 12.43%。

盈利预测：

我们预计 2026-2028 年公司实现收入 186.84、206.16、226.82 亿元，实现归母净利润 18.98、21.04、23.89 亿元，对应 PE 分别为 18.62x、16.80x、14.79x。

风险提示：

1) 糖蜜等原材料价格上涨风险：酵母行业生产成本中糖蜜的占比较高，近年来其价格总体呈现上升趋势，对公司盈利端造成较大影响。若后续原料价格进一步上行，水解糖等原料替代方案无法有效对冲，将对公司业绩增长造成不利影响。**2) 食品安全风险：**酵母及其衍生品在烘焙、食品工业、酿酒等场景中应用广泛，若出现相关食品安全事件，将降低客户对公司产品的信任度，对公司业务经营造成重大不利影响。**3) 需求恢复不及预期风险：**当前公司经营仍受制于下游需求的恢复进程，若需求恢复不及预期，短期内公司经营业绩仍将承受一定压力。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,196.91	16,728.84	18,683.90	20,615.54	22,682.36
YoY(%)	11.90	10.08	11.69	10.34	10.03
净利润(百万元)	1,324.57	1,544.41	1,898.39	2,103.83	2,388.91
YoY(%)	4.28	16.60	22.92	10.82	13.55
毛利率(%)	23.52	24.71	25.89	25.06	25.01
销售净利率(%)	8.72	9.23	10.16	10.21	10.53
ROE(%)	12.23	12.85	14.08	13.94	14.11
EPS(摊薄/元)	1.53	1.78	2.19	2.42	2.75
P/E(倍)	26.68	22.88	18.62	16.80	14.79
P/B(倍)	3.26	2.94	2.62	2.34	2.09

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk