

成本红利持续释放, 盈利能力稳步提升

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年报, 全年实现营业收入167.3亿元, 同比+10.1%; 实现归母净利润15.4亿元, 同比+16.6%; 实现扣非归母净利润13.6亿元, 同比+16.2%。其中25Q4实现营业收入49.4亿元, 同比+15.4%; 实现归母净利润4.3亿元, 同比+15.2%; 实现扣非归母净利润3.9亿元, 同比+19.2%。此外, 公司拟每10股分配现金股利5.5元(含税)。
- **Q4酵母主业环比提速, 海外市场延续出色表现。** 1、分品类看, 2025年公司酵母及深加工产品、制糖产品、包装类产品分别实现营业收入119.5亿元(+10.1%)、13.4亿元(+5.8%)、3.6亿元(-12.2%); 其中25Q4对应增速分别为+13%/+89.4%/-10.7%。Q4国内整体需求有所复苏, 整体增速环比Q3有所提升。2、分区域看, 25全年国内、国外分别实现营业收入98.1亿元(+4.1%)、68.5亿元(+19.9%), 其中25Q4增速分别为+13.2%/+16.7%; 受益于俄罗斯、埃及等地市场开拓顺利, 海外市场延续出色表现。
- **成本红利持续, 全年盈利能力稳步提升。** 1、公司25全年毛利率为24.7%, 同比+1.2pp; 其中25Q4毛利率22.7%, 同比-1.4pp。全年毛利率提升主要系: 1) 糖蜜成本下降趋势延续, 原材料成本端改善; 2) 产品结构持续改善所致; Q4毛利率承压或受低毛利制糖业务拖累。2、费用率方面, 25全年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为5.6%(+0.2pp)、3.3%(+0.04pp)、4.1%(-0.1pp)、0.8%(+0.4pp), 整体费用率基本保持平稳。3、综合来看, 25全年公司净利率为9.5%, 同比+0.6pp。
- **国内需求有望持续改善, 海外市场扩张态势良好。** 1、产能方面, 公司为全球最大的YE供应商和第二大酵母供应商, 发酵总产能达49万吨, 在国内11个城市以及埃及、俄罗斯、印度尼西亚建有工厂, 产能建设稳步推进。2、成本方面, 国内糖蜜价格仍有下降空间, 同时埃及、俄罗斯公司扩建可进一步发挥海外成本优势。3、展望后续, 随着国内酵母市场需求持续改善, 海外扩张态势良好, 收入端有望持续增长; 利润端方面随着糖蜜成本红利持续与海运费用持续优化, 后续仍具备充足弹性。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2026-2028年EPS分别为2.12元、2.35元、2.62元, 对应动态PE分别为19倍、17倍、15倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动风险; 汇率大幅波动风险; 产能建设进度不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	167.29	184.43	202.11	222.05
增长率	10.08%	10.25%	9.59%	9.87%
归属母公司净利润(亿元)	15.44	18.39	20.43	22.75
增长率	16.60%	19.09%	11.06%	11.36%
每股收益EPS(元)	1.78	2.12	2.35	2.62
净资产收益率ROE	12.32%	12.88%	13.03%	13.21%
PE	23	19	17	15
PB	2.70	2.37	2.16	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.68
流通A股(亿股)	8.57
52周内股价区间(元)	32.67-45.6
总市值(亿元)	352.99
总资产(亿元)	254.58
每股净资产(元)	13.85

相关研究

1. 安琪酵母(600298): 25Q3海外市场表现出色, 成本红利持续释放 (2025-11-07)
2. 安琪酵母(600298): 海外市场延续增长, Q2盈利持续改善 (2025-08-21)
3. 安琪酵母(600298): Q1业绩表现出色, 海外市场高增持续 (2025-04-30)
4. 安琪酵母(600298): 24年平稳收官, 期待盈利改善 (2025-04-14)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新产品、新业务推广成效显著，各业务充分挖掘客户需求，推出一系列高潜力新产品。战略新品酵母蛋白推广顺利，与多家客户保持稳定合作；同时依托公司现有渠道资源，蔓越莓等新业务市场开拓进展显著。我们预测 2026-2028 年公司酵母业务销量保持 7% 增速，吨价保持 0.5% 增速；

假设 2：随着公司大力推进工艺和装备改进，加强新技术、新装备的应用；积极开发新供应商，推进招采集团化管控，深入一线加强市场调研和行情分析，持续提升供应链效率，叠加糖蜜成本处于下行趋势；我们预测 2026-2028 年公司酵母业务毛利率分别为 33.2%、33.6%、33.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
酵母业务	收入	119.5	128.5	138.2	148.6
	增速	10.1%	7.5%	7.5%	7.5%
	成本	81.0	85.8	91.8	98.2
	毛利率	32.2%	33.2%	33.6%	33.9%
其他业务合计	收入	47.8	55.9	63.9	73.5
	增速	10.1%	17.0%	14.3%	14.9%
	成本	45.0	52.1	59.1	67.4
	毛利率	6.0%	6.8%	7.6%	8.2%
合计	收入	167.3	184.4	202.1	222.1
	增速	10.1%	10.2%	9.6%	9.9%
	成本	126	138	151	166
	毛利率	24.7%	25.2%	25.3%	25.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	167.29	184.43	202.11	222.05	净利润	15.89	18.92	21.01	23.40
营业成本	125.96	137.92	150.91	165.68	折旧与摊销	9.16	11.00	11.16	11.23
营业税金及附加	1.33	1.43	1.58	1.73	财务费用	1.35	2.94	2.40	1.68
销售费用	9.41	9.41	10.51	11.77	资产减值损失	-0.70	-0.50	-0.50	-0.50
管理费用	5.49	11.07	12.53	14.21	经营营运资本变动	-5.42	-8.54	-4.94	-6.05
财务费用	1.35	2.94	2.40	1.68	其他	4.50	0.53	0.58	0.59
资产减值损失	-0.70	-0.50	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	24.78	24.35	29.71	30.35
投资收益	-0.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-14.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	其他	-5.39	4.67	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20.02	4.67	0.00	0.00
营业利润	18.74	22.16	24.68	27.47	短期借款	9.75	-19.72	-18.85	-7.17
其他非经营损益	-0.02	0.10	0.05	0.07	长期借款	-9.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	18.71	22.26	24.73	27.54	股权融资	0.61	0.00	0.00	0.00
所得税	2.82	3.34	3.72	4.14	支付股利	-4.77	-5.65	-6.69	-7.44
净利润	15.89	18.92	21.01	23.40	其他	11.99	-13.33	-2.40	-1.68
少数股东损益	0.44	0.53	0.59	0.66	筹资活动现金流净额	7.70	-38.70	-27.94	-16.30
归属母公司股东净利润	15.44	18.39	20.43	22.75	现金流量净额	12.64	-9.67	1.77	14.05
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	28.12	18.44	20.21	34.26	成长能力				
应收和预付款项	23.36	28.08	30.33	33.08	销售收入增长率	10.08%	10.25%	9.59%	9.87%
存货	51.05	56.12	61.43	67.49	营业利润增长率	19.76%	18.30%	11.35%	11.30%
其他流动资产	13.97	8.50	9.29	10.19	净利润增长率	17.44%	19.09%	11.06%	11.36%
长期股权投资	0.43	0.43	0.43	0.43	EBITDA 增长率	19.02%	23.43%	5.91%	5.59%
投资性房地产	0.39	0.39	0.39	0.39	获利能力				
固定资产和在建工程	118.99	108.25	97.35	86.38	毛利率	24.71%	25.22%	25.33%	25.39%
无形资产和开发支出	9.91	9.65	9.40	9.15	三费率	9.71%	12.69%	12.59%	12.46%
其他非流动资产	8.36	8.36	8.35	8.34	净利率	9.50%	10.26%	10.40%	10.54%
资产总计	254.58	238.22	237.17	249.71	ROE	12.32%	12.88%	13.03%	13.21%
短期借款	45.73	26.02	7.17	0.00	ROA	6.24%	7.94%	8.86%	9.37%
应付和预收款项	29.06	32.44	35.50	38.86	ROIC	9.73%	11.55%	12.64%	13.91%
长期借款	10.72	10.72	10.72	10.72	EBITDA/销售收入	17.49%	19.58%	18.92%	18.18%
其他负债	40.09	22.14	22.56	22.96	营运能力				
负债合计	125.61	91.32	75.96	72.53	总资产周转率	0.71	0.75	0.85	0.91
股本	8.68	8.68	8.68	8.68	固定资产周转率	1.59	1.70	2.02	2.46
资本公积	23.27	23.27	23.27	23.27	应收账款周转率	8.79	9.01	8.83	8.88
留存收益	94.54	107.28	121.02	136.32	存货周转率	2.65	2.54	2.54	2.55
归属母公司股东权益	120.23	137.62	151.35	166.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.12%	—	—	—
少数股东权益	8.75	9.28	9.86	10.52	资本结构				
股东权益合计	128.98	146.90	161.22	177.18	资产负债率	49.34%	38.33%	32.03%	29.05%
负债和股东权益合计	254.58	238.22	237.17	249.71	带息债务/总负债	52.88%	51.15%	36.68%	28.53%
					流动比率	1.21	1.78	2.58	3.33
					速动比率	0.68	0.88	1.27	1.78
					股利支付率	30.91%	30.70%	32.76%	32.72%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	29.25	36.11	38.24	40.38	每股收益	1.78	2.12	2.35	2.62
PE	22.56	18.95	17.06	15.32	每股净资产	14.86	16.92	18.57	20.41
PB	2.70	2.37	2.16	1.97	每股经营现金	2.85	2.81	3.42	3.50
PS	2.08	1.89	1.72	1.57	每股股利	0.55	0.65	0.77	0.86
EV/EBITDA	13.41	10.17	9.06	8.06					
股息率	1.37%	1.62%	1.92%	2.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn