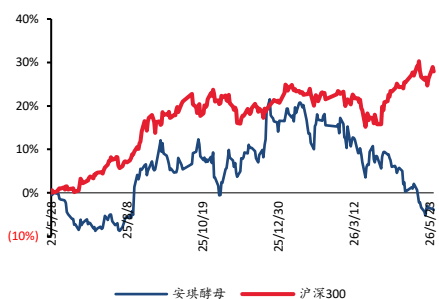


安琪酵母：海外增长强劲，国内复苏加速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 8.68/8.57
总市值/流通(亿元) 312.69/308.83
12个月内最高/最低价(元) 46/34

相关研究报告

<<安琪酵母：海外延续高增，盈利水平恢复超预期>>—2025-08-18

<<安琪酵母：主导酵母延续亮眼表现，盈利能力持续改善>>—2025-04-29

<<安琪酵母：全年目标顺利达成，业绩弹性恢复可期>>—2025-04-11

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：公司发布2025年年报与2026年一季报，2025年公司实现总营收167.29亿元，同比+10.08%，归母净利润15.44亿元，同比+16.60%，扣非净利润13.59亿元，同比+16.19%。其中2025Q4实现收入49.42亿元，归母净利润4.28亿元，扣非净利润3.94亿元，Q4收入及利润环比均实现显著提速。2026Q1公司实现总营收45.34亿元，同比+19.49%，归母净利润4.26亿元，同比+15.08%，扣非净利润3.86亿元，同比+14.46%。

海外业务延续高增，国内业务复苏强劲，食品原料成新亮点。分区域来看，2025年国外/国内分别实现收入68.48/98.05亿元，分别同比+19.88%/+4.08%，海外市场延续高增态势，是公司增长的核心引擎。2026Q1国外/国内分别实现收入19.31/25.76亿元，分别同比+14.6%/+22.7%。国内业务在餐饮烘焙需求修复的带动下实现强劲复苏，增速亮眼。分产品来看，2025年酵母及深加工产品/食品原料/制糖产品/包装类产品分别实现收入119.49/22.18/13.39/3.60亿元，分别同比+10.09%/+54.36%/+5.80%/ -12.16%，其中酵母及深加工产品保持稳健增长，食品原料行业表现亮眼，酵母蛋白等新产品上的推广取得显著成效。26Q1核心酵母及深加工产品/食品原料业务实现收入32.56/6.15亿元，分别同比+17.4%/+41.7%，成为核心增长引擎。此外，制糖业务因并表晟通糖业，26Q1收入同比大幅增长125.0%至3.52亿元。

毛利率稳步提升，短期因素扰动Q1利润表现。2025/26Q1公司销售毛利率为24.79%/26.47%，分别同比+1.22pct/+0.50pct。盈利能力改善主要得益于糖蜜价格下降带来的成本红利与高毛利率的海外业务收入占比提升。3月份海运费短期飙升扰动，26Q1毛利率提升趋势有所放缓。费用方面，销售/管理费用率基本稳定，财务费用因银行利息支与汇兑损失等有所增加，对利润端形成一定压力，2025/26Q1销售净利率分别为9.50%/9.69%，同比+0.60pct/-0.51pct。

成本下行周期明确，海外扩张与新品类打造增长双引擎。展望未来，公司将继续推进全球化战略，海外市场仍是核心增长引擎。公司正加速海外制造布局，印尼、俄罗斯等新产能的建设将为海外市场扩张提供坚实基础。国内市场以酵母蛋白为代表的新兴业务正加速商业化，公司积极布局酵母蛋白、食品原料、酶制剂等，有望打造第二增长曲线，打开长期成长空间。利润端，公司迎来明确的成本下行周期。

主要原材料糖蜜价格在 25/26 榨季已大幅回落，有望增厚 2026 年毛利率。同时，公司通过发展水解糖技术、扩建糖蜜储罐等方式，增强了对上游成本的管控能力。

盈利预测：我们预计 2026-2028 年公司实现收入 189.7/210.9/233.5 亿元，同比增长 13.4%/11.1%/10.7%，实现归母净利 18.6/21.4/24.3 亿元，同比+20.2%/+15.0%/+13.6%，对应 PE 为 17x/15x/13x。公司作为全球酵母龙头，海外业务步入收获期，成本红利释放有望带来业绩弹性，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本波动风险；行业竞争加剧风险；海外市场拓展及汇率波动风险；下游需求复苏不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	16,729	18,974	21,087	23,351
营业收入增长率(%)	10.08%	13.42%	11.14%	10.73%
归母净利（百万元）	1,544	1,856	2,135	2,425
净利润增长率(%)	16.60%	20.18%	15.02%	13.59%
摊薄每股收益（元）	1.78	2.14	2.46	2.79
市盈率（PE）	20.25	16.85	14.65	12.89

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,378	2,812	3,025	3,353	3,906
应收和预付款项	2,344	2,292	2,732	3,019	3,321
存货	4,282	5,105	5,552	6,172	6,822
其他流动资产	1,510	1,441	1,758	1,903	2,066
流动资产合计	9,514	11,650	13,067	14,448	16,115
长期股权投资	33	43	52	61	70
投资性房地产	4	39	56	76	98
固定资产	9,816	11,223	12,261	13,197	14,068
在建工程	823	682	526	411	278
无形资产开发支出	672	788	858	934	1,014
长期待摊费用	5	6	7	8	8
其他非流动资产	10,379	12,676	14,224	15,702	17,470
资产总计	21,733	25,458	27,984	30,390	33,007
短期借款	3,598	4,573	5,357	6,190	7,030
应付和预收款项	2,344	2,380	2,759	3,050	3,345
长期借款	2,060	1,072	876	456	16
其他负债	2,391	4,536	4,753	4,909	5,076
负债合计	10,394	12,561	13,745	14,605	15,466
股本	869	868	868	868	868
资本公积	2,265	2,327	2,341	2,341	2,341
留存收益	8,395	9,454	10,736	12,230	13,928
归母公司股东权益	10,829	12,023	13,320	14,814	16,512
少数股东权益	511	875	919	971	1,029
股东权益合计	11,339	12,898	14,239	15,785	17,541
负债和股东权益	21,733	25,458	27,984	30,390	33,007

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	1,650	2,478	2,262	2,711	2,988
投资性现金流	-1,765	-2,002	-2,059	-2,080	-2,097
融资性现金流	211	770	27	-303	-337
现金增加额	151	1,264	213	328	553

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,197	16,729	18,974	21,087	23,351
营业成本	11,622	12,596	14,335	15,820	17,415
营业税金及附加	117	133	146	163	180
销售费用	828	941	1,082	1,228	1,376
管理费用	492	549	604	676	764
财务费用	63	135	27	29	10
资产减值损失	-62	-70	2	3	4
投资收益	-4	-5	-1	-1	-1
公允价值变动	0	-1	0	0	0
营业利润	1,565	1,874	2,203	2,537	2,909
其他非经营损益	24	-2	24	24	0
利润总额	1,589	1,871	2,227	2,562	2,909
所得税	236	282	326	375	426
净利润	1,353	1,589	1,900	2,187	2,483
少数股东损益	28	44	44	52	59
归母股东净利润	1,325	1,544	1,856	2,135	2,425

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	23.52%	24.71%	24.45%	24.98%	25.42%
销售净利率	8.72%	9.23%	9.78%	10.12%	10.38%
销售收入增长率	11.86%	10.08%	13.42%	11.14%	10.73%
EBIT 增长率	10.33%	23.63%	11.12%	14.93%	12.70%
净利润增长率	4.07%	16.60%	20.18%	15.02%	13.59%
ROE	12.23%	12.85%	13.93%	14.41%	14.69%
ROA	6.09%	6.07%	6.63%	7.03%	7.35%
ROIC	7.86%	8.18%	8.35%	8.85%	9.18%
EPS (X)	1.53	1.78	2.14	2.46	2.79
PE (X)	23.61	20.25	16.85	14.65	12.89
PB (X)	2.89	2.60	2.35	2.11	1.89
PS (X)	2.06	1.87	1.65	1.48	1.34
EV/EBITDA (X)	14.62	14.62	11.58	10.14	9.11

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。