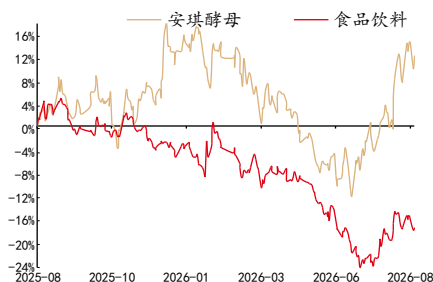


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	42.73
总股本/流通股本(亿股)	8.68 / 8.57
总市值/流通市值(亿元)	371 / 366
52周内最高/最低价	45.60 / 33.50
资产负债率(%)	49.3%
市盈率	24.01
第一大股东	湖北安琪生物集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

安琪酵母(600298)

收入增长稳健，短期外部因素扰动利润

● 事件

公司发布 2026 年半年报，上半年实现营收/归母/扣非 91.87/8.81/7.94 亿元，同比+16.30%/+10.21%/+7.02%。单 Q2 营收/归母/扣非 46.53/4.55/4.08 亿元，同比+13.35%/+6.01%/+0.82%；毛利率/归母净利率/扣非净利率约 27.12%/9.78%/8.77%。

● 投资要点

Q1/Q2 收入均实现双位数增长，稳健发展符合预期。分业务看，酵母及深加工产品收入 66.83 亿元，同比增长 16.15%，主业保持良好增长态势；制糖产品收入 6.21 亿元，同比增长 61.54%，主要因贸易糖业务剥离后自产糖业务聚焦经营所致。分区域看，国内市场收入 53.15 亿元，同比增长 19.25%，延续双位数增长；海外市场收入 38.72 亿元，同比增长 11.84%，Q2 增速慢于 Q1，估计受中东地缘冲突及海运成本上升等外部因素阶段性影响。公司顺应酵母蛋白替代乳清蛋白的行业趋势，加快推进酵母蛋白产线改造，为长期增长做好产能储备。酵母蛋白现有产能满产运行，在建项目中年产 1.2 万吨项目预计 2027 年上半年投产、年产 2 万吨项目预计 2028 年上半年投产、3500 吨/年产能技改项目预计 2027 年 7 月竣工，产能建设稳步推进。公司作为国内酵母行业绝对龙头，全球市占率领先，酵母蛋白作为新增长极有望持续贡献收入增量，中长期成长路径清晰。

利润端增速慢于收入，汇兑损失及海运成本上涨等一次性外部因素为主要拖累。上半年综合毛利率 26.80%，同比提升 0.71 个百分点，受益于糖蜜成本价格稳定在低位区间，成本端压力可控。上半年归母净利率 9.59%，同比下降 0.53 个百分点；扣非净利率 8.64%，同比下降 0.75 个百分点。利润端承压主要源于：①汇兑损失显著增加，上半年财务费用 1.72 亿元，财务费用率同比提升 1.79 个百分点，本期因人民币汇率波动产生汇兑损失约 0.86 亿元，而上年同期为汇兑收益约 0.59 亿元，仅此一项即形成约 1.45 亿元的利润缺口；②3 月以来中东、欧洲方向海运运费及运输保险费用大幅上涨，抵消了糖蜜成本下降带来的成本红利；③本期信用减值损失同比增加 1662 万元，主要为应收账款坏账准备。

展望下半年，外部扰动因素有望消退，主业增长动能充足，酵母蛋白业务有望打开长期成长空间。油价已从 3 月近 120 美元/桶高位回落至 70 美元/桶附近，海运运费及运输保险费用有望环比改善；汇兑损益取决于人民币汇率走势，公司已通过外汇衍生品进行套期保值管理。糖蜜成本维持低位，水解糖替代方案成熟，成本端整体可控。

● 盈利预测与投资评级

我们预计 2026-2028 年营业收入分别为 191.82/218.26/244.26 亿元（原 2026-2027 年预测值为 188.82/206.68 亿元），同比

+14.67%/13.78%/11.91%。预计 2026-2028 年归母净利润分别为 18/21.27/25.65 亿元（原 2026-2027 年预测值为 19.17/22.01 亿元），同比+16.52%/18.22%/20.56%。对应当前股价 PE 分别为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

汇率波动风险；海运及地缘政治风险；糖蜜成本回升风险；酵母蛋白项目推进不及预期；信用减值风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	16729	19182	21826	24426
增长率(%)	10.08	14.67	13.78	11.91
EBITDA（百万元）	2961.78	2947.44	3386.82	3916.61
归属母公司净利润（百万元）	1544.41	1799.50	2127.39	2564.74
增长率(%)	16.60	16.52	18.22	20.56
EPS(元/股)	1.78	2.07	2.45	2.96
市盈率（P/E）	23.79	20.41	17.27	14.32
市净率（P/B）	3.06	2.78	2.50	2.23
EV/EBITDA	14.62	14.25	12.02	9.90

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	16729	19182	21826	24426	营业收入	10.1%	14.7%	13.8%	11.9%
营业成本	12596	14427	16361	18230	营业利润	19.8%	15.6%	18.6%	21.1%
税金及附加	133	152	172	193	归属于母公司净利润	16.6%	16.5%	18.2%	20.6%
销售费用	941	997	1135	1265	获利能力				
管理费用	549	633	764	830	毛利率	24.7%	24.8%	25.0%	25.4%
研发费用	677	767	862	953	净利率	9.2%	9.4%	9.7%	10.5%
财务费用	135	297	251	178	ROE	12.8%	13.6%	14.5%	15.6%
资产减值损失	-70	0	0	0	ROIC	8.2%	9.9%	10.7%	11.5%
营业利润	1874	2165	2569	3110	偿债能力				
营业外收入	25	29	29	28	资产负债率	49.3%	45.7%	45.5%	44.6%
营业外支出	28	16	18	20	流动比率	1.21	1.27	1.34	1.46
利润总额	1871	2178	2580	3117	营运能力				
所得税	282	327	387	468	应收账款周转率	9.11	9.65	9.58	9.63
净利润	1589	1851	2193	2650	存货周转率	2.68	2.74	2.78	2.76
归母净利润	1544	1800	2127	2565	总资产周转率	0.71	0.74	0.80	0.81
每股收益(元)	1.78	2.07	2.45	2.96	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.78	2.07	2.45	2.96
货币资金	2812	1800	2769	4836	每股净资产	13.85	15.25	16.95	18.99
交易性金融资产	20	30	30	30	估值比率				
应收票据及应收账款	1952	2265	2577	2809	PE	23.79	20.41	17.27	14.32
预付款项	340	375	409	438	PB	3.06	2.78	2.50	2.23
存货	5105	5410	6363	6836	现金流量表				
流动资产合计	11650	11516	13899	16752	净利润	1589	1851	2193	2650
固定资产	11223	11858	12206	12282	折旧和摊销	933	472	556	621
在建工程	682	659	611	541	营运资本变动	-283	-408	56	139
无形资产	788	808	824	838	其他	239	175	172	170
非流动资产合计	13808	14568	14896	14929	经营活动现金流净额	2478	2090	2977	3580
资产总计	25458	26084	28795	31681	资本开支	-1529	-1063	-849	-619
短期借款	4573	4073	3873	4073	其他	-473	-179	-20	-21
应付票据及应付账款	2380	2645	2954	3291	投资活动现金流净额	-2002	-1241	-870	-640
其他流动负债	2706	2358	3518	4106	股权融资	70	0	0	0
流动负债合计	9659	9076	10346	11470	债务融资	1421	-1102	-295	105
其他	2901	2844	2749	2654	其他	-721	-731	-844	-976
非流动负债合计	2901	2844	2749	2654	筹资活动现金流净额	770	-1834	-1139	-871
负债合计	12561	11920	13095	14125	现金及现金等价物净增加额	1264	-1012	968	2068
股本	868	868	868	868					
资本公积金	2327	2327	2327	2327					
未分配利润	8957	9904	11055	12442					
少数股东权益	875	926	992	1077					
其他	-129	139	458	843					
所有者权益合计	12898	14164	15699	17556					
负债和所有者权益总计	25458	26084	28795	31681					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048