

成长空间及利润弹性兼具的酵母龙头

华泰研究

2022年11月14日 | 中国内地

首次覆盖

食品

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

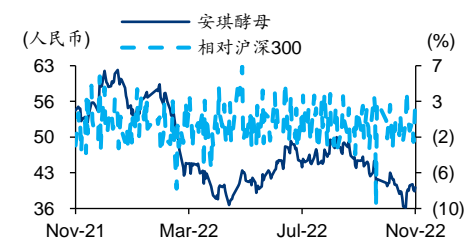
53.20

研究员	龚源月
SAC No. S0570520100001	gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737	+(86) 21 2897 2228
研究员	张墨
SAC No. S0570521040001	zhangmo@htsc.com
SFC No. BQM965	+(86) 21 2897 2228
联系人	俞慕寒
SAC No. S0570121070175	yumuhan@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	53.20
收盘价(人民币 截至11月10日)	39.97
市值(人民币百万)	34,733
6个月平均日成交额(人民币百万)	352.55
52周价格范围(人民币)	36.18-62.20
BVPS(人民币)	10.15

股价走势图



资料来源: Wind

成长空间及利润弹性兼具的酵母龙头

本文重点从成长空间及利润弹性两大维度刻画安琪酵母的投资价值。安琪产品端具备差异化及性价比两大优势, 凭借先发的强技术/重资产投入及牢固的下游粘性, 铸就坚固护城河, 21年国内/全球市占率61%/19%, 分列第1/2。展望未来, 我们认为酵母作为天然食品, 健康化消费趋势下有望充分受益, 延续稳健增长; YE等天然食品添加剂的渗透率亦有较大提升空间。利润端, 我们判断安琪短期利润率已处于周期低点, 提价效应释放、成本/运费/汇率条件改善有望释放弹性; 长期看, 定价权彰显、成本控制能力强化(水解糖投产)、规模优势扩大支撑下安琪利润率波动性亦有望进一步弱化。预计22-24年EPS1.50/1.90/2.29元, 参考可比23年PE均值28x(Wind一致预期), 给予23年28x PE, 目标价53.20元, 首次覆盖“买入”。

成长空间: 国内传统酵母/国内酵母抽提物/海外新兴市场三轮驱动

国内传统酵母/酵母抽提物/海外新兴市场将构成安琪未来收入增长的核心驱动: 1) 国内传统酵母: 酵母为天然食品, 未来增量主要来自下游烘焙高景气及健康化消费趋势下酵母发酵渗透率的提升; 2) 国内酵母抽提物(YE): 天然食品添加剂, 具备减盐/降糖/减脂属性, 健康化趋势下有望替代味精等传统、非天然鲜味物质, 21年国内YE的渗透率在10%左右, 较欧美的30%-40%仍有较大提升空间; 3) 海外市场: 我们看好安琪酵母凭借制造优势出海, 差异化的干酵母产品及性价比优势(安琪海外售价较竞品有10%-20%的价格优势)在海外新兴市场竞争力较强, 市场开拓空间广阔。

利润弹性: 短期利润率已处于周期低点, 长期看利润率波动性有望弱化

安琪酵母在利润率维度存在周期低点弹性、波动周期弱化双重红利: 1) 周期低点弹性: 我们判断安琪短期利润率已处周期低点, 看好提价/成本/运费/汇率条件改善支撑利润率趋势改善, 长期看好定价权彰显、成本控制能力强化、规模优势支撑利润率向上; 2) 长期看波动性有望弱化: 受益于行业地位逐步提升后定价权彰显、规模效应释放, 安琪剔除折旧及汇率后利润率波动区间已从02-12年的11.9%-18.2%(振幅为6.3pct), 收窄至16-21年的13.8%-17.7%(振幅为3.9pct), 我们看好随着安琪行业定价权进一步彰显/成本控制能力强化/规模优势扩大, 其利润率波动幅度有望控制在更低水平。

底部弹性及长期成长性兼具, 首次覆盖“买入”评级

看好公司充分挖掘传统酵母/酵母衍生品/海外市场空间, 享受提价能力/成本控制能力强化赋予的利润增量, 预计22-24年EPS为1.50/1.90/2.29元, 给予23年28x PE, 目标价53.20元, 首次覆盖“买入”。

风险提示: 原料成本波动、行业竞争加剧、食品安全风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	8,933	10,675	12,603	15,001	17,378
+/-%	16.73	19.50	18.06	19.03	15.85
归属母公司净利润(人民币百万)	1,372	1,309	1,300	1,648	1,987
+/-%	52.14	(4.59)	(0.63)	26.71	20.63
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.58	1.51	1.50	1.90	2.29
ROE(%)	22.98	18.35	13.34	14.53	14.99
PE(倍)	25.32	26.54	26.71	21.08	17.48
PB(倍)	5.90	5.07	3.66	3.14	2.68
EV EBITDA(倍)	20.86	22.68	23.31	18.07	15.04

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
探壁垒：供给侧壁垒高铸，需求侧粘性较强	4
供给侧：技术及资金壁垒高铸，国内产能优势不断扩大.....	6
需求侧：品牌及服务壁垒共振，终端粘性较强.....	8
展前程：主业需求稳健，衍生品及海外市场空间广阔	11
国内：传统酵母需求稳健增长，衍生品蓝海广阔.....	11
传统酵母：下游需求稳健增长.....	11
酵母衍生品：多点开花，增量可期.....	13
海外：制造优势出海，新兴市场开拓大有可为.....	15
析利润：短期具备向上弹性，长期看利润波动周期有望弱化	17
底部弹性：多因素共振，利润率有望步入上行周期.....	17
周期弱化：行业地位提升，定价权彰显，长期利润率波动性有望收窄.....	19
盈利预测与估值.....	20
风险提示.....	22

核心观点

公司为酵母行业龙头，21 年国内/全球市占率 61%/19%，分列第 1/2。本文旨在剖析其核心竞争力，并从成长空间及利润弹性的维度刻画安琪酵母的投资价值。酵母作为天然食品，健康化消费趋势下有望延续稳健增长；YE 等天然食品添加物的渗透率亦有较大提升空间；利润端我们判断安琪短期利润率已处于周期低点，长期看利润率周期波动亦有望弱化。

首先从产品维度及供需两侧深挖公司龙头地位炼就之路，探其核心壁垒：

- 1) 产品维度：**相较海外龙头，公司具备干酵母的差异化优势（乐斯福/英联马利以鲜酵母为主，更适合欧美市场；安琪的干酵母更适合新兴国家市场）及更好的产品性价比。
- 2) 供给侧：**酵母生产难度大（高品质菌种培育工艺繁杂，存在技术壁垒）且需重资产投入，进入壁垒坚固。此外，酵母技术研发依赖不断积累的渐进性创新，进一步强化了先发优势。
- 3) 需求侧：**安琪酵母下游客户以 B 端为主，C 端为辅，普遍具备较强的需求粘性。与此同时公司通过庞大的渠道网络形成对下游客户的广泛覆盖，凭借技术指导跟进服务、一揽子采购支持及深入人心的品牌形象进一步夯实下游粘性，竞争优势突出。

其次基于其核心竞争壁垒，从产能保障、成长空间、利润弹性三维度展望其未来成长基础：

一是产能扩张提供增长保障：竞争壁垒加持下，公司作为未来酵母行业产能扩张的主力军，预计其产能将由 21 年的 32 万吨（对应产能利用率为 99.3%，处于满产状态）增至 25 年的 40 万吨左右（考虑定增），产能扩张料将缓解供需矛盾，助力公司挖掘更广阔市场空间。

二是营收端从国内传统酵母/国内酵母抽提物/海外新兴市场三维度看其增长空间：

- 1) 国内传统酵母：**酵母为天然食品，未来增量将主要来自下游烘焙行业增长（据欧睿，21 年美/日人均烘焙消费量为我国的 4.2/2.5x）及健康化趋势下天然面用酵母渗透率提升，我们判断国内传统酵母中长期理论需求空间在 42 万吨，较 21 年预计仍有 46% 左右提升空间。
- 2) 国内酵母抽提物：**YE 作为天然鲜味剂，可在提鲜同时满足减盐/降糖/减脂需求，下游应用场景广泛，我们判断在健康化趋势下，YE 有望逐步实现对味精等传统化学鲜味剂的替代，下游渗透率仍有较大提升空间，我们预计国内 YE 需求量的理论空间在 30-40 万吨左右，较 21 年 10 万吨左右的国内产量仍有 2-3 倍的提升空间。
- 3) 海外市场：**我们看好安琪酵母凭借差异化的干酵母产品、性价比优势抢占海外新兴市场增量空间，若其海外市占率提升至 20%，则较 21 年海外销量预计仍有近 2 倍的提升空间。

三是利润率短期看已处于周期低点，长期看利润率波动周期有望弱化：

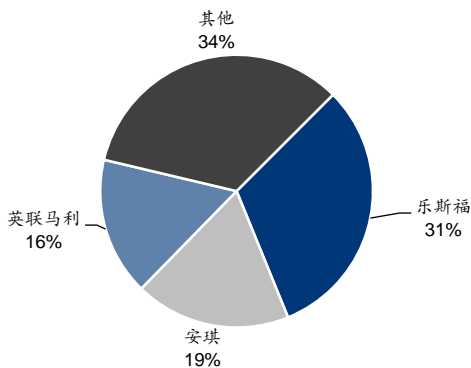
- 1) 周期低点弹性：**我们认为安琪短期利润率大概率已处周期底部，未来有望趋势向上。主因：1) 原料端：20 年初以来糖蜜成本进入上行周期，主要系疫情导致原料的另一个下游领域医用酒精需求高增，未来随着疫情稳定受控，同时公司水解糖产能投产替代部分糖蜜采购需求，糖蜜价格有望趋稳回落；2) 运费端：20 年以来海运费用上涨较快，目前已趋稳回落，Wind 显示截至 22 年 10 月末出口集装箱运价综合指数已较 21 年末下降 44%；3) 汇率：近期人民币汇率呈贬值趋势，或将有助于出口产品毛利率改善；4) 提价：据公司公告，22 年 10 月再次对面包酵母提价，彰显定价权。
- 2) 长期视角下波动周期弱化：**受益于行业地位逐步提升后定价权彰显、成本控制能力强化、规模效应释放，安琪酵母剔除折旧及汇率后利润率波动区间已从 02-12 年的 11.9%-18.2%（振幅为 6.3pct），收窄至 16-21 年的 13.8%-17.7%（振幅为 3.9 pct），我们看好随着安琪行业定价权进一步彰显/成本控制能力强化（水解糖投产支撑）/规模优势扩大，长期视角下其利润率波动幅度有望控制在更低水平。

区别于市场的观点：市场担忧安琪利润率的波动性，我们认为利润率波动周期性弱化有望带来价值重估机会。公司作为全球第二大酵母龙头，其核心壁垒以及由此享受的潜在成长空间是值得被市场充分定价的。我们认为，公司利润率的波动幅度已随着定价权的彰显逐步收窄，同时我们判断公司短期利润率大概率已处于周期底部位置，提价效应释放、成本、运费、汇率条件改善有望支撑利润率趋势改善，长期看公司成本控制能力逐步强化、定价权彰显、规模效应有望支撑利润率波动周期性弱化、中枢向上。

探壁垒：供给侧壁垒高铸，需求侧粘性较强

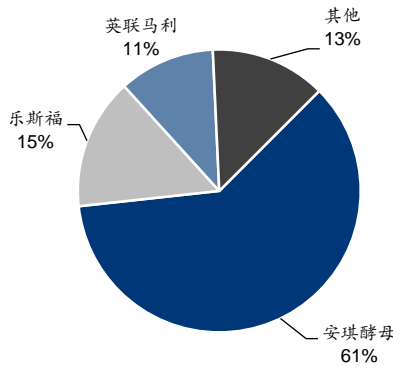
三十余年专注前行，成就酵母行业龙头。公司以生产酵母及相关产品为主业，2021年在国内酵母市场以61%的市占率稳居第一，同期全球市占率19%，位居第二。据公司21年年报，公司产品出口163个国家和地区，是全球第二大酵母公司、全球最大的酵母抽提物(YE)供应商、中国酵母行业唯一上市公司。

图表1：2021年安琪全球酵母市场市占率位居第二



资料来源：中国产业信息网、华泰研究

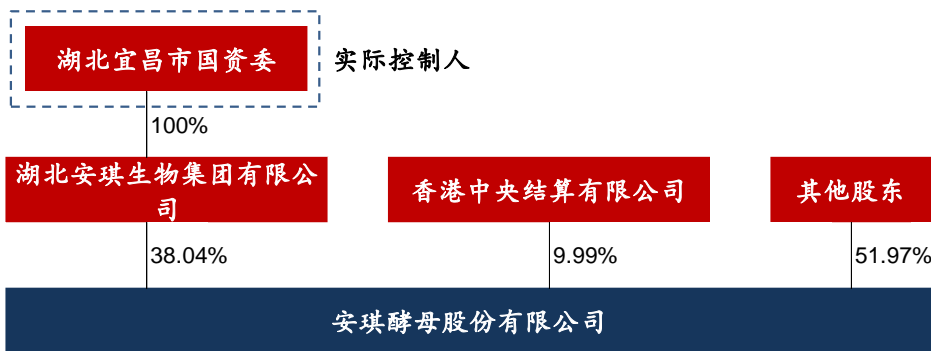
图表2：2021年安琪国内酵母市场市占率位居第一



资料来源：前瞻产业研究院、华泰研究

国有控股企业，推行股权激励锚定发展目标，与员工共享发展红利。公司第一大股东为湖北安琪生物集团有限公司，实控人为宜昌市国资委。20年11月公司推出限制性股票激励计划，经21年2月重新修订后拟授予激励对象限制性股票894.30万股，占总股本的1.09%。激励对象为公司董事、高管、核心技术人员及管理骨干等，覆盖人员广泛。

图表3：安琪酵母股权结构（截至22Q3）



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：安琪酵母2020年11月限制性股票激励计划激励对象及股份分配明细

姓名	职务	授予额度 (万股)	获授权益占授予总量比例	获授权益占总股本
石如金	副总经理	3	0.335%	0.0036%
覃先武	副总经理	3	0.335%	0.0036%
梅海金	董事、副总经理、总会计师	3	0.335%	0.0036%
周帮俊	董事会秘书、副总经理	3	0.335%	0.0036%
王悉山	副总经理	3	0.335%	0.0036%
吴朝晖	副总经理	3	0.335%	0.0036%
核心技术人员、管理骨干 (738人)		876.3	97.99%	1.06%
合计 (744人)		894.3	100.00%	1.09%

资料来源：公司公告、华泰研究

我们认为，安琪酵母从三大维度高铸竞争壁垒，后来者较难居上。1) **产品维度**：相较于海外龙头，公司在产品端具备干酵母的差异化优势（乐斯福/英联马利以鲜酵母为主，更适合欧美市场；安琪以干酵母为主，更适合中国等新兴市场）及更好的产品性价比（据公司，安琪酵母海外售价较竞争对手有 10%-20% 的价格优势）；2) **供给侧**：酵母高品质菌种培育工艺存在技术壁垒，产能建设重资产且建设周期长，技术端依赖不断积累的渐进性创新；3) **需求侧**：依托庞大的渠道网络（据公司半年报，22H1 安琪经销商数量达 2.1 万个）、技术指导跟进服务及深入人心的品牌形象夯实下游粘性。未来作为产能扩张的主力军，公司预计其产能将由 21 年的 32 万吨增至 25 年的~40 万吨（考虑定增），牢固根基加持下产能扩张料将缓解供需矛盾，助力公司挖掘更广阔市场空间。

图表5：安琪酵母护城河



资料来源：华泰研究

图表6：鲜酵母与干酵母特点比较

	鲜酵母	干酵母
含水量	65%-73%	7%-8%
使用量	2.5%-3%	面包 1%，包子馒头 0.5%
保质期	约 20 天	2 年
储存温度	0-4 摄氏度冷藏（不高于 6 摄氏度）	室温
运输条件	0-4 摄氏度，运输半径较小	宽松，常温，运输半径较大
使用方法	搓匀后直接同面粉混匀	直接同面粉混匀
风味	很好	好
活细胞率	95%以上	85%
工厂规模	较小，3000-5000 吨	较大
主要生产厂商	乐斯福、英联马利等	安琪酵母

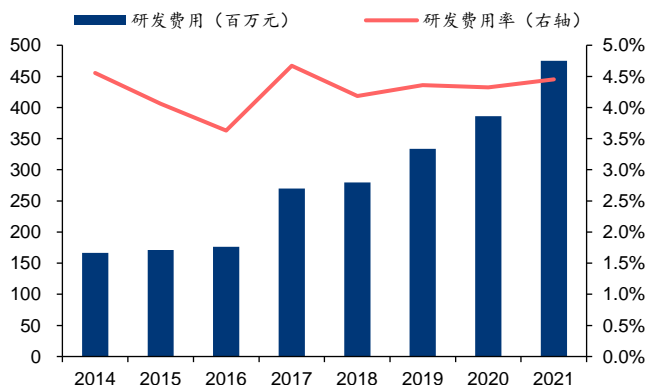
资料来源：产业信息网、华泰研究

供给侧：技术及资金壁垒高铸，国内产能优势不断扩大

酵母的技术门槛主要体现在菌种复杂度高，且生产工艺依赖渐进性积累创新。具体看：**1) 高品质菌种培育工艺繁杂，存在技术壁垒。**酵母的种类达 2000 多种，生产过程包括菌种的选择、代谢路径研究、培育繁殖等，工艺流程精细复杂，技术水平高低对产品性能、稳定性影响较大，消费者使用体验差异较明显。**2) 酵母的生产是多年的经验总结，是菌种选择、培育及制作经验的长期积累，渐进性创新、多年经验聚沙成塔加固护城河。**酵母类产品活性受温度、水质等多方面因素影响，安琪的早期生产过程全靠技术人员经验判断，通过其对几万批样本数据进行研究后，将经验性参数部分量化，形成生产工艺关键控制点，建立智能化控制模型，从而实现了酵母产线的自动化与智能化。酵母生产工艺开发是累积性、渐进性的，依赖于长时间的积淀，后来者居上的隐性成本很高，很难实现弯道超车。

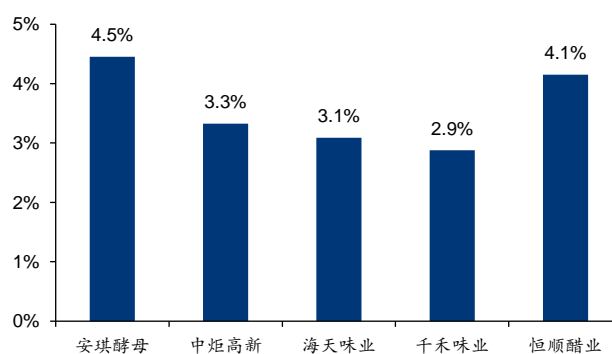
安琪酵母始于科研院所，为行业标准制定者，研发实力领先。公司前身为宜昌食用酵母基地，是国家计委布点的全国唯一一家活性干酵母工业性试验基地，这也奠定了公司的高科技“基因”。1986 年为响应国家经济体制改革的要求、弥补我国干酵母产业的空白，公司第一条生产线在宜昌动工。安琪主导并参与制定了酵母及其衍生品的大部分国家及行业标准。2021 年公司研发投入 4.75 亿元，占总营收的 4.5%，高于海天、中炬高新等调味品企业。据公司官网，安琪拥有全球领先的酵母及酵母抽提物生产线，拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室 (CNAS) 等高层次产品技术研发平台；同时高薪引进国际顶级专家，拥有海外技术顾问团队，培养出了世界顶级的研发团队。

图表7：安琪酵母研发费用率基本在 4% 以上



资料来源：Wind、华泰研究

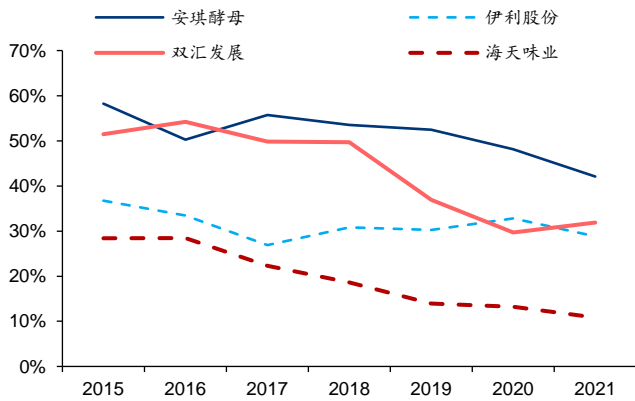
图表8：2021 年安琪酵母研发费用率与可比公司对比



资料来源：Wind、华泰研究

高资本投入增强行业壁垒，产能规模效应强化成本优势，进入壁垒较高。安琪作为国内酵母行业的先行者，具备一定先发优势，同时行业本身具备高资本投入、重资产特点，使得后来者进入难度较大。具体看：**1) 重资产、建设周期长、资金投入大，行业资金壁垒较高。**酵母生产线建设需要投入大量资金，属于重资产行业，以云南普洱项目为例（据安琪酵母 2021 年非公开发行 A 股预案），年产 2.5 万吨的酵母生产线需要投资 5.4 亿元，建设期预计为两年。**2) 环保要求日趋严格，污水处理成本同样较高。**随着环保政策趋严，高环保费用促使生产规模小、技术水平落后的企业被逐渐淘汰。**3) 公司受益于规模效应，不断降低单位生产成本。**公司的产能除了先发优势，还受益于规模优势，随着规模的扩大，在原材料采购及生产过程中有更低的单位生产成本，规模效应进一步构筑成本护城河。

图表9：固定资产占总资产比重对比：安琪酵母高于其他食品龙头



资料来源：Wind、华泰研究

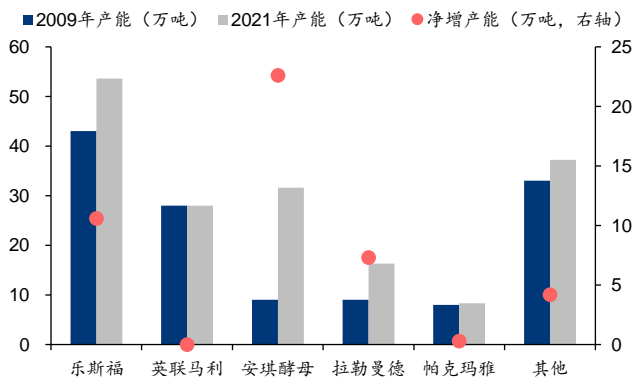
图表10：安琪酵母/乐斯福/英联马利国内工厂分布（截至2021年）



资料来源：Wind、华泰研究

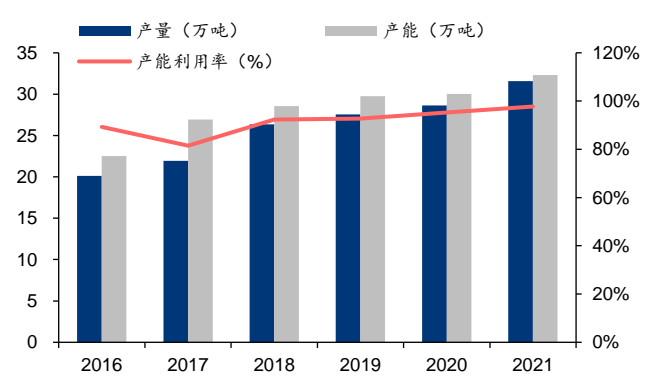
定增进一步夯实产能基础，市场、产品及成本优势加持下，安琪作为行业未来产能扩张的主力军，预计至25年末产能将扩张至40万吨左右。22年6月公司定增落地，募集资金总额达14.1亿元，用于年产4.15万吨酵母及酵母抽提物生产基地等项目。据公司预计，若本次定增涉及产能顺利投产，至25年公司酵母类产品产能将由21年的32万吨增至25年的~40万吨，产能扩张料将缓解供需矛盾，助力公司挖掘更广阔市场空间。放眼全球，安琪已经成为全球酵母类产能扩张主力军，主因：1) 市场优势：背靠酵母增量需求旺盛的新兴市场，而龙头乐斯福/英联马利基地市场（欧美等发达国家）酵母需求已基本稳定；2) 产品优势：公司产品以干酵母为主，保质期长，与亚、非、中东等新兴市场国家使用习惯更加匹配，而乐斯福/英联马利更擅长鲜酵母生产；3) 成本优势：生产基地位于国内及海外新兴市场（埃及、俄罗斯），原料、人工、燃料动力成本具备优势。

图表11：全球主要企业酵母类产能（不含YE）对比



资料来源：立鼎产业研究院、华泰研究

图表12：公司酵母类产品产能利用率



资料来源：Wind、华泰研究

图表13：安琪酵母在建产能一览表（截至2022年5月）

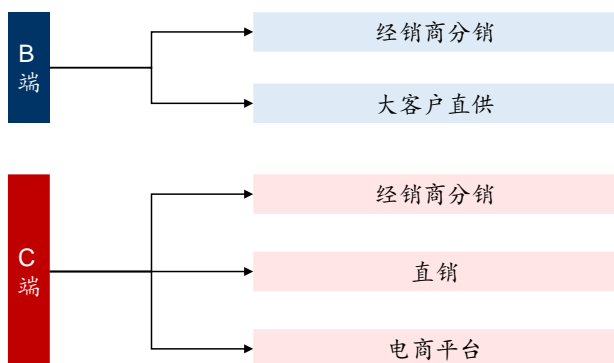
预计投产时间	项目名称	新增酵母产能 (万吨)	新增YE产能 (万吨)
2022年3月	滨州公司实施建设年产5000吨酵母抽提物绿色制造项目		0.5
2022年3月	滨州公司年产1.1万吨高核酸酵母制品绿色制造项目的公告	1.1	
2022年6月	云南普洱年产2.5万吨酵母制品绿色制造项目	1.5 (第一期)	
2022年7月	可克达拉公司3.2万吨酵母制品绿色制造项目调整实施方案 (伊犁工厂搬迁)	0.2	
2022年8月	酵母绿色生产基地建设项目 (宜昌总部搬迁)	1.1	
2022年12月	德宏公司年产1.5万吨酵母抽提物绿色制造项目		1 (第一期)
2023年12月	俄罗斯公司实施年产8000吨酵母制品扩建项目	0.8	
2024年5月	埃及公司实施年产2万吨酵母制品扩建项目	1.5	0.5
定增项目	年产2.5万吨酵母制品绿色制造项目	2.5	
定增项目	酵母绿色生产基地建设项目		
		酵母+抽提物合计 4.15	

资料来源：公司公告、华泰研究

需求侧：品牌及服务壁垒共振，终端粘性较强

下游客户消费粘性普遍较强，公司主要面向粘性更强的 B 端销售，进一步加固护城河。类似调味品之于菜品，酵母在发酵过程中属于辅料，成本占比小，但是对最终产品的好坏起着至关重要的作用。不同的酵母菌除了影响发酵力，还影响食物的风味，在面食发酵中，酵母杂菌控制越好，发酵风味越好，因此下游客户普遍对酵母产品具备比较强的消费粘性。公司目前主要面向 B 端食品生产类客户销售，21 年 B 端销量占比达 80% 左右，C 端占比约 20% 左右。我们认为，B 端购买者为保证产品口味、质量的稳定性，避免口味转换带来的终端客户流失风险，往往对酵母品质、供应稳定性等等有更严格的要求。因此，B 端客户天然具备更强的粘性，公司抢先发力 B 端，良好的客户结构有力地保障了下游销售的稳定。

图表14：安琪酵母 B、C 端销售渠道布局



资料来源：公司官方微信公众号、华泰研究

图表15：B、C 端销售渠道特征对比

	B 端	C 端
销量占比 (2021 年)	约 80%	约 20%
目标客群	大型食品生产商, 烘焙店、餐饮店等	家庭用户
诉求	采购品质优良的产品, 有配套技术服务, 供应稳定	品质优良、值得信任, 便利性与可得性
核心竞争力	产品品质+技术服务、渠道网络、供应链能力	产品品质、渠道网络、品牌力
毛利率	低	高
费用率	低	高

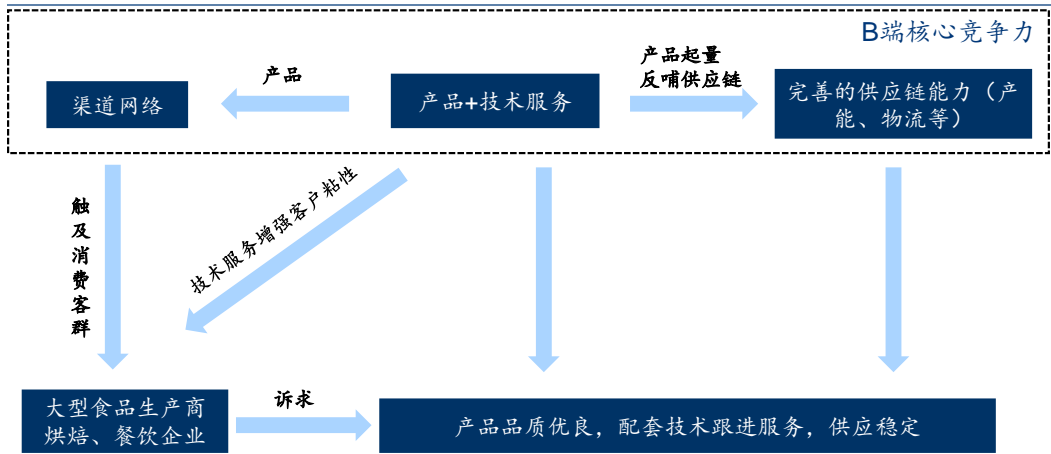
资料来源：公司公告、华泰研究

(一) B 端：渠道网络是基础，技术服务是核心竞争力，供应能力是支撑

优质的技术指导跟进服务及一揽子销售支持是 B 端销售核心竞争要素。1) 技术指导跟进服务：酵母发酵过程会受到温度、湿度、盐度等因素的影响，不同产品需要的发酵程度亦有所区别。公司在销售酵母产品的过程中，主动提供技术服务，帮助客户把配料、制作时间等工艺流程固定下来，这使得 B 端客户若切换供货商需付出较多的试验时间和成本，转换成本相对较高。2) 一揽子销售支持：在制作发酵面食过程中，除酵母外还需要膨松剂、泡打粉等各类添加剂提升产品口味。这些添加剂类目较多，且单一添加剂用量较少，若单独分别采购将付出较高的采购成本，酵母+各类添加剂的一揽子销售支持在方便客户的同时亦有助于进一步强化客户粘性。

具体到安琪酵母，我们认为其庞大的经销商布局、渠道下沉、技术指导跟进服务及一揽子销售支持，使得公司建立了广度和深度兼备的渠道网络，竞争对手弯道超车难度大，先发优势显著，护城河宽厚。具体看：1) 庞大的渠道网络是基础：公司下游客户较分散，据公司 21 年年报及 22H1 半年报，安琪 2021 年前五大客户收入占比仅 4.48%，因此经销商渠道网络是覆盖客户群体的基础，截止 22H1 末安琪的经销商数量已达到 2.1 万个。2) 技术服务及一揽子销售支持是关键：据公司官网，除了提供产品，安琪还为客户提供全套技术解决方案，其专业面包师和面点师长期贴近海内外用户服务，在开罗、马尼拉、北京、上海、成都、广州、武汉、沈阳、宜昌等城市建立了区域培训中心，举办烘焙课程，向客户开展技能培训，涉及全球各式经典的面包、西点、中华面点、油炸食品、米制品等产品的培训，为桃李面包、巴黎贝甜、好利来等多个知名连锁品牌开展技术支持服务。一揽子采购维度，公司亦设立了膨松剂、泡打粉等配套添加剂生产线，同时设立主营烘焙原料及工具提供的子品牌百钻，有效提升客户采购的便捷性。3) 供应能力是支撑：对于 B 端客户，除产品品质、技术服务跟进外，供应稳定性也是其主要诉求。相比乐斯福、英联马利两大主要竞争对手，安琪在全国多地均设立了办事处，广泛触及全国各地，供应持续保障能力更强。

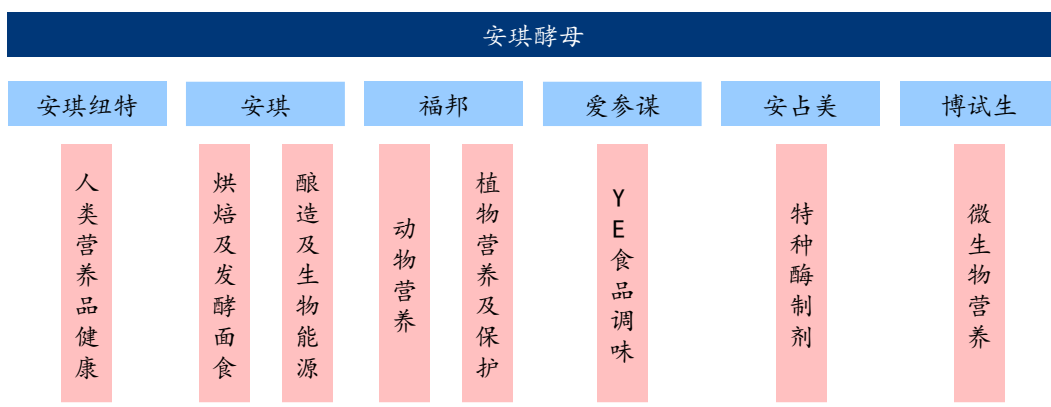
图表16: 安琪酵母 To B 端核心竞争力



资料来源: 公司公告、华泰研究

(二) C 端: 品牌及购买便捷性为核心, 安琪品牌形象深入人心, 渠道下沉至县镇级。历经三十余载深耕, 安琪已成为中国酵母品牌的代名词, 品牌形象深入人心。“安琪”品牌已成为具有较高知名度、广泛影响力的国际品牌。我们认为, 较高的市场份额与渠道渗透进一步强化了消费者心中“酵母=安琪”的定位, 是其稳固品牌力的重要保证。

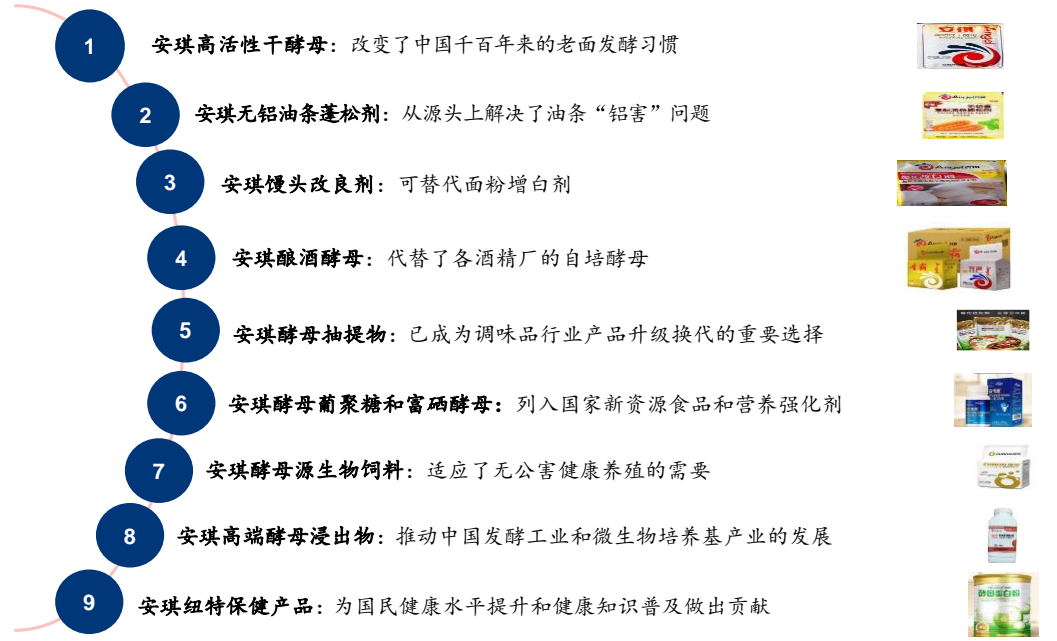
图表17: 安琪酵母品牌集群



资料来源: 公司官网、华泰研究

专业领域品牌细分, 打造安琪品牌集群, 并持续升级产品, 丰富产品矩阵。公司形成了多业务品牌构架体系, 不同的专业领域实施品牌细分, 打造品牌集群。据公司 2021 年年报, 除家喻户晓的“安琪”外, 其主打动植物营养与保护的“福邦”已成为中国驰名商标, 保健品品牌“安琪纽特”连续五届入选“中国保健品十大公信力品牌”。此外, 公司收购一站式美食厨艺生活门户“贝太厨房”, 其旗下拥有内容分享平台、国内发行量最大的家庭厨艺美食杂志及美食烹饪节目自媒体, 通过打造媒体、消费者、社群生态圈, 进一步增强品牌曝光与用户的品牌忠诚度。公司重视产品研发, 持续升级产品, 目前已经建立了包括面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等的多维度丰富的产品矩阵。

图表18: 安琪酵母代表性产品



资料来源: 公司公告、华泰研究

渠道下沉至县镇级，线上销售渠道增加覆盖。对于 C 端客户，除了品牌力外，购买的便捷性（渠道网络铺设）同样至关重要。安琪在发展初期采取“农村包围城市”的策略，结合国人饮食习惯，推出主要用于中式家常面点发酵的家庭装小包装酵母，并通过渠道密集铺货进一步增加曝光度和可获得性，形成了触达至县镇及市场的深度渠道网络覆盖。此外，公司还搭建了安琪 E 家、博试生等自有电商平台，并在第三方电商平台开设多家店铺，实现了网络销售渠道的广覆盖。

图表19: 安琪酵母/海天/中炬/恒顺/千禾经销渠道对比

公司	总收入 (2021 年, 亿元)	经销商数量 (截至 2021 年末)	销售人员数量 (2021 年末)	销售人员人均薪酬 (2021 年, 万元)
安琪酵母	107	20,205 (海外 4161 个)	1,719	18.8
海天味业	250	7,430	2,023	31.8
中炬高新	51	1,702	1,667	9.7
恒顺醋业	19	1,820	791	12.9
千禾味业	19	1,791	1,143	11.5

资料来源: Wind、华泰研究

展前程：主业需求稳健，衍生品及海外市场空间广阔

我们认为，国内传统酵母/酵母抽提物/海外新兴市场将构成安琪未来收入增长的核心驱动：

- 1) 国内传统酵母：**国内传统酵母行业已进入平稳增长期，酵母为天然食品，未来增量将主要来自下游烘焙行业的增长及酵母发酵渗透率的进一步提升，行业仍有望保持稳健增长；
- 2) 国内酵母抽提物：**酵母抽提物是更加天然的鲜味物质，具备减盐/降糖/减脂属性，健康化趋势下有望替代味精等传统、非天然鲜味物质，21年国内YE的渗透率在10%左右，较欧美的30%-40%仍有较大提升空间；
- 3) 海外市场：**看好安琪酵母凭借制造优势出海，差异化的干酵母产品及性价比优势（安琪海外销售价格较竞品有10%-20%的价格优势）在海外新兴市场竞争力较强，市场开拓空间广阔。

图表20：安琪酵母核心增长来源及空间测算

	21年需求量	理论空间（万吨）	增长空间	增长驱动
国内传统酵母	29万吨左右	42万吨左右	46%	烘焙行业增长、酵母发酵对传统发酵模式的替代
国内YE	10万吨左右	30-40万吨（假设渗透率提升至30%-40%）	200%-300%	下游应用场景开拓、渗透率提升
海外新兴市场（安琪）	8.8万吨左右	25.5万吨（假设安琪海外市占率提升至20%）	191%	凭借差异化的干酵母产品、性价比优势抢占新兴市场增量空间

注：本表为汇总表，具体测算逻辑见下文；

资料来源：公司公告、华泰研究预测

国内：传统酵母需求稳健增长，衍生品蓝海广阔

酵母天然且营养，下游应用场景丰富。酵母是一种单细胞微生物，可用做天然发酵物质，同时作为一种天然营养物质，可作食用、药用或者饲料用，应用场景丰富。酵母产品可分为传统酵母产品和酵母衍生品，前者应用场景包括中式面点、西式烘焙及酒精发酵等，后者包括酵母提取物（YE）、保健品、动物营养、微生物营养及植物营养等。

图表21：酵母行业主要产品及其应用场景

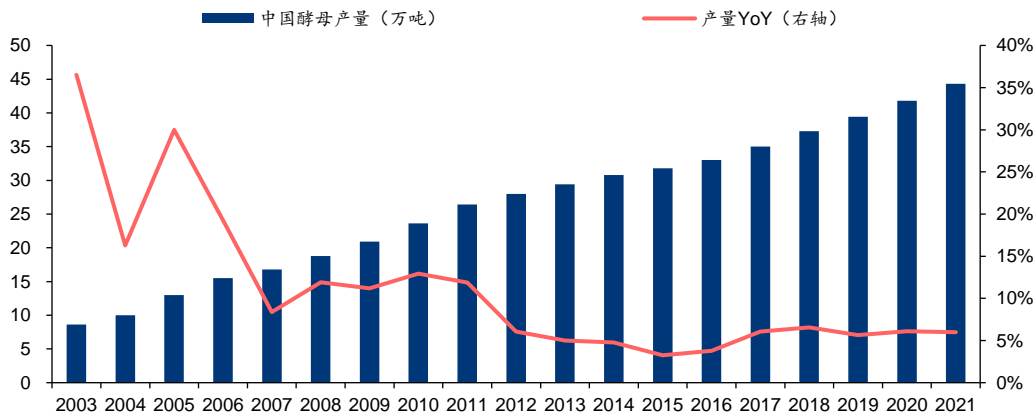
	下游应用场景	主要产品	比较优势
传统酵母产品	烘焙及发酵面食	高活性干酵母等	酵母发酵较老面发酵、化学蓬松技术产品口感更好，且更加健康（无细菌滋生、不破坏食品中营养物质）
	酒精发酵	酿酒酵母等	
酵母衍生品	酵母提取物（YE）	鲜味物质	较味精、I+G（核苷酸二钠）两大化工鲜味物质，YE通过生物技术保留天然营养属性，鲜度更高、降盐减糖、耐受性强
	人类营养（保健品）	酵母蛋白粉、益生菌、酵母硒等	酵母营养具备三低四优的特点，低脂、低糖、低胆固醇；且富含优质完全蛋白、功能膳食纤维、活性物质以及锌硒铬镁等矿物质
	动物营养 其他	饲料营养添加剂（酵母硒、酵母水解物等） 食品、护肤品等的营养添加成分	政策红利，抗生素受限下酵母源生物饲料凭借增强动物免疫力的功效有望受益天然营养元素，同时含有多种有益肌肤的细胞因子，SK-II 神仙水、兰蔻小黑瓶、雅诗兰黛小棕瓶等高端护肤品均添加有酵母精华

资料来源：公司官网、天猫商城、华泰研究

传统酵母：下游需求稳健增长

国内传统酵母市场已进入平稳增长期，我们判断未来增量将主要来自烘焙行业的增长及面用酵母渗透率的进一步提升。传统酵母主要包括面用酵母、烘焙酵母、酿酒酵母等，根据中国生物发酵产业协会的数据，2021年国内酵母产量达到44.3万吨（Wind数据显示2021年中国酵母出口量为15.3万吨），同比增长6.0%，对应16-21年CAGR为6.1%，国内传统酵母市场已发展至相对成熟阶段，步入平稳增长期。展望未来，我们判断未来国内传统酵母市场仍将保持中个位数左右的平稳增长，增量主要来自于：1) 下游烘焙行业景气度较高，有望贡献增量需求；2) 中式面点中酵母发酵对传统老面发酵、化学发酵方式的进一步替代。

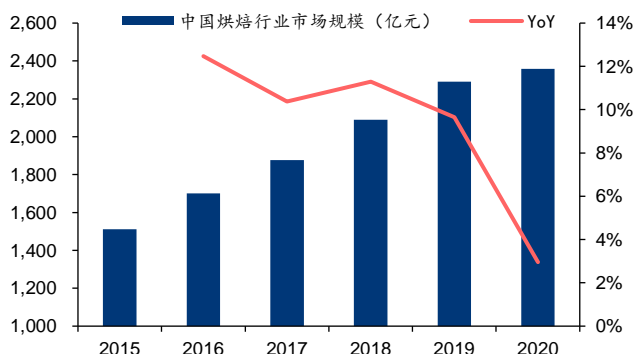
图表22: 2003-2021年国内酵母产量及增速



资料来源: 中国生物酵母产业协会、酵母工业、华泰研究

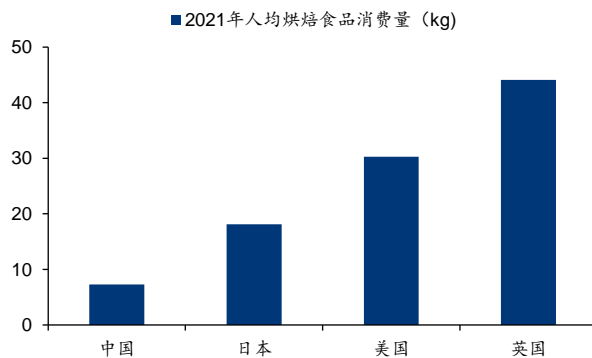
1) 烘焙酵母: 下游烘焙行业景气度较高, 有望持续贡献烘焙酵母增量需求。近年来, 随着饮食习惯的西化, 国内烘焙业快速发展。据欧睿, 15-20年我国烘焙行业市场规模 CAGR 9.3%, 其中销量 CAGR 为 4.3%, 价格 CAGR 为 4.8%。对标海外, 我国人均烘焙量仍有较大提升空间, 21年我国人均烘焙食品消费量 7.3kg, 较饮食习惯相近的日本 18.1kg 的水平还有一倍以上的空间, 下游烘焙高景气度有望支撑烘焙酵母需求持续增长。

图表23: 2015-2020年我国烘焙行业规模及增速



资料来源: 欧睿、华泰研究

图表24: 国内人均烘焙食品消费量仍有较大提升空间



资料来源: 欧睿、华泰研究

2) 中式面点: 健康意识强化, 酵母发酵或将进一步替代老旧发酵方式。目前常见的面点发酵方式主要包括化学膨松剂发酵、老面发酵及酵母发酵三种。其中, 酵母发酵在发酵效果、营养价值和便利性上优势显著, 老面发酵易滋生细菌而化学发酵则易破坏食物营养风味。据前瞻产业研究院, 2021年我国发酵需求中尚有 30%左右依赖老面和化学发酵。我们认为, 随着居民生活水平提高、健康意识强化, 酵母发酵有望逐步替代其他两种发酵方式。

图表25: 主要发酵方法对比

发酵方法	发酵原理	优势	劣势
酵母发酵	利用酵母活性产生的气体让面团蓬松并赋予香味	发酵速度快, 只需要 0.5-1 个小时; 保留食制成品中的营养和风味	价格相对较高
老面发酵	利用野生酵母遇水活化, 吸收面粉中的糖类物质, 产生生物化学反应, 释放气体, 膨大面团	发酵速度快	易滋生细菌; 引起致癌的物质黄曲霉素; 加碱后中和破坏原有营养物质
化学发酵	化学膨松剂在遇水和高温环境下产生化学变化, 释放出气体, 从而让面团蓬松	发酵速度最快、便宜	易破坏食品营养风味, 化学添加剂对人体健康不利, 有食品安全风险

资料来源: 前瞻产业研究院、华泰研究

经测算，我们认为国内传统酵母需求量的理论空间在 42 万吨左右，较 21 年 28.7 万吨仍有 46% 的提升空间。传统酵母主要以烘焙酵母、面用酵母、酿酒酵母为主，我们分类探讨其未来空间：1) 烘焙酵母：据欧睿，21 年国内人均烘焙消费量为 7.3kg，按照 1% 的平均酵母添加量计算对应烘焙酵母需求为 10.2 万吨。我们认为随着国内经济水平发展，烘焙行业有望持续景气，若假设国内人均烘焙消费量进一步提升至 14kg（为 21 年日本人均烘焙量的 77%），则国内烘焙酵母消费量的理论空间为 19.6 万吨；2) 面用酵母：我们按酵母添加量为 0.4% 测算，据国家统计局，21 年国内小麦产量约为 13500 万吨，出粉率为 80%，其中 45% 左右用于中式面点（据产业信息网），酵母发酵渗透率在 70% 左右（据产业信息网），对应 21 年面用酵母（不含烘焙）需求量约为 13.6 万吨。我们假设国内酵母发酵的渗透率进一步提升至 90%，则国内面用酵母的理论空间为 17.5 万吨；3) 酒精酵母：据 Wind，2021 年白酒/啤酒/葡萄酒产量分别为 716/3562/27 万千升（按照 0.9kg/L 的酒精密度换算为质量单位），结合出酒率（三斤原粮酿一斤白酒、1.8 斤原粮酿一斤啤酒、三斤葡萄酿一斤葡萄酒），综合测算得到 21 年国内白酒酵母/啤酒酵母/葡萄酒酵母需求量分别为 1.9/2.9/0.1 万吨，考虑到国内酒精饮料年产量已相对平稳，因此我们判断国内酒精酵母需求将保持相对稳定。

图表 26：国内传统酵母需求量拆分及未来空间展望

	酵母添加量	21 年对应下游市场产量	21 年酵母需求量 (万吨)	理论空间 (万吨)	基本假设
烘焙酵母	0.8%-1.2%	21 年烘焙产品总产量约 1022 万吨	10.2	19.6	人均消费量达到 14kg（日本当前的 77%）
中式面点	0.3%-0.5%	21 年小麦产量约为 13500 万吨	13.6	17.5	酵母发酵渗透率提升至 90%
白酒酵母	0.10%	21 年白酒产量 716 万千升	1.9	1.9	未来需求量保持稳定
啤酒酵母	0.05%	21 年啤酒产量 3562 万千升	2.9	2.9	未来需求量保持稳定
葡萄酒酵母	0.07%	21 年葡萄酒产量 27 万千升	0.1	0.1	未来需求量保持稳定
合计			28.7	42.0	

资料来源：Wind、产业信息网、华泰研究预测

酵母衍生品：多点开花，增量可期

1) 酵母抽提物 (YE)：YE 是将酵母细胞内的蛋白质降解为氨基酸和多肽，将核酸分解为核苷酸的产物，为酵母的深加工产品，酵母菌种及生产工艺的积淀、酵母自溶生产环节的 Know-how 是核心壁垒。YE 是去除细胞壁后的酵母成分，是基于酵母的深加工产品，因此在酵母生产环节菌种、生产工艺的渐进性积累是进入 YE 市场的先决条件。技术环节上看，YE 生产的最关键步骤是酵母自溶（即酵母细胞壁的打破），为获得正确比例的风味物质成分，监测整个酵母细胞破壁过程是很有必要的。破碎细胞壁的每个参数（温度、pH 值等）都会影响到 YE 成品最终口感，因此自溶环节的 Know-how 是酵母抽提物生产的重要壁垒。

酵母抽提物是更加天然的增鲜提味物质，最大优势在于可在提鲜同时满足减盐、降糖、减脂的需求。酵母抽提物具有鲜香及肉香味，主要用途为提味增鲜、平衡异味，广泛运用于各类调味品及食品加工业。作为纯天然食品配料，YE 较味精、鸡精等传统增鲜物质存在两点优势：1) 天然属性、更加健康：YE 是从酵母中提取的天然物质，包含 18 种以上氨基酸、多种微量元素和维生素等有效成分，而味精为以谷氨酸钠为主要成分的化工添加剂；2) 提鲜同时实现减盐、减糖、减脂：YE 可以增强人体味觉中的鲜味受体接收功能，增强鲜味感知时间，进而帮助消费者日常饮食中在减少盐分摄入的同时感受到相同程度的咸味。与之类似，YE 亦可提升食物味道的持久度，提升食品乳脂感，进而在减糖、减脂同时保持食物口感。据 Springer 官网，YE 可在保持食物风味一致同时减少 30% 的盐、糖及脂肪摄入。

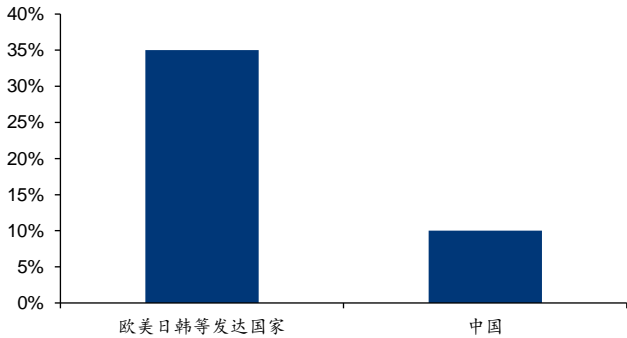
健康化趋势下 YE 具备对味精等的替代潜力，未来增长空间广阔。目前食品行业最广泛使用的增鲜物质为味精、I+G 和 YE。相较味精（非天然提取物）、I+G（非天然提取物，且价格高昂）两大食品添加剂，YE 成分更加天然健康，且具备减盐、减糖、减脂的健康化属性。我们认为，伴随着消费者健康意识增强，YE 有望逐步完成市场导入，下游渗透率在低基数下具备较大提升空间（据产业信息网，21 年国内 YE 在鲜味剂中的渗透率在 10% 左右，而欧美日等发达国家市场中 YE 在鲜味剂中的占比在 30-40% 左右）。安琪酵母为全球最大的 YE 生产商，据公司年报，安琪 2021 年 YE 产能约 8.3 万吨，占全球产能比例超过 25%，国内市场份额超过 60%，已奠定市场领先地位，有望最大程度享受行业扩容红利。

图表27: 主要鲜味物质对比

	成分	优势	劣势	吨价
味精	谷氨酸钠	价格较低	过多食用不利于身体健康	0.9万-1万元左右
I+G	核苷酸二钠	提鲜效果强于味精	需搭配味精使用	7万-9万元左右
YE	酵母提取物	天然成分, 减盐、减糖、减脂	价格相对较高	2.5-3万元左右

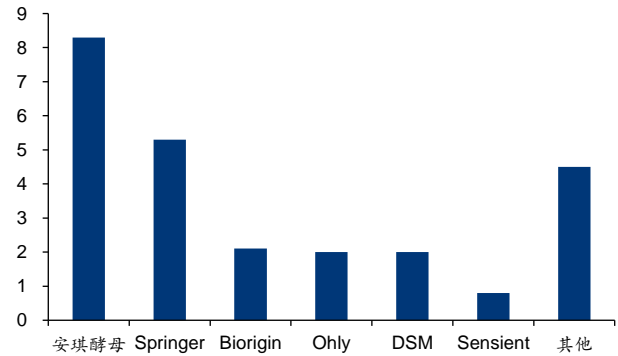
资料来源: 公司公告、阿里巴巴、华泰研究

图表28: 2021年YE在鲜味剂中的市场份额



资料来源: 产业信息网、华泰研究

图表29: 2021年全球酵母提取物产能分布: 公司位居第一



资料来源: 公司公告、华泰研究

经测算, 我们认为国内 YE 需求量的理论空间在 30-40 万吨左右, 较 21 年 10 万吨左右的产量仍有 2-3 倍提升空间。我们从下游应用的角度测算国内 YE 市场空间。YE 作为一种具有提鲜、平衡异味作用的纯天然鲜味剂, 广泛运用于调味品及食品加工各领域, 我们汇总酱油、食醋、调味酱、方便面、饼干、肉制品等 YE 重点下游行业, 并假设 YE 在各下游行业的渗透率可达到 30%-40% 左右 (为目前欧美主要国家 YE 渗透率水平), 则国内 YE 需求量的理论空间在 30-40 万吨左右, 较 21 年 10 万吨左右的产量仍有 2-3 倍增量空间。

图表30: YE 下游需求空间及敏感性分析: 对标欧美, 国内 YE 市场空间预计在 30-40 万吨

调味品	产量 (万吨)	添加比例	0.3%-1.5%	20%	25%	30%	40%	50%	100%		
酱油	778.15	5%	0.35	1.05	1.40	1.75	2.10	2.80	3.50	7.00	
食醋	460	5%	0.14	0.21	0.28	0.35	0.41	0.55	0.69	1.38	
调味酱	380	5%	0.95	1.43	1.90	2.38	2.85	3.80	4.75	9.50	
调味用鸡精及味精	119	5%	2.98	5.95	8.93	11.90	14.88	17.85	23.80	29.75	59.50
方便面	513	5%	0.38	1.15	1.54	1.92	2.31	3.08	3.85	7.70	
速冻食品	1035	5%	0.21	0.41	0.62	0.83	1.04	1.24	1.66	2.07	4.14
饼干及坚果炒货	1275.92	5%	0.26	0.51	0.77	1.02	1.28	1.53	2.04	2.55	5.10
肉制品	1775	5%	0.44	0.89	1.33	1.78	2.22	2.66	3.55	4.44	8.88
合计	5.2	10.3	15.5	20.6	25.8	31.0	41.3	51.6	103.2		

注: 以上均为 2021 年产量, 并保守假设 21 年后下游应用市场规模不增长 (实际情况预计好于此假设); YE 添加比例参考产业信息网。上表为对 YE 主要下游市场空间测算, 可能因下游覆盖不全、部分假设与实际存在差异导致测算误差;

资料来源: 国家统计局、产业信息网、智研咨询、华泰研究

2) 动物营养: 酵母应用于动物营养, 缓解我国蛋白饲料不足的困境。酵母时常被用作畜牧业、禽业蛋白饲料, 饲养价值高, 能有效缓解我国蛋白质饲料不足的困境。相较其它饲料, 饲料酵母含有 50%粗蛋白质含量, 可作为蛋白饲料添加到配合饲料中。除高蛋白质含量外, 饲料酵母还富含多种氨基酸, 适合用作畜禽饲料。据公司官网, 安琪在国内率先推出饲用高活性干酵母、酵母水解物、酵母硒、酵母细胞壁等酵母源饲用产品和应用技术, 广泛应用于畜禽、水产、反刍、特种养殖、宠物喂养等领域。

图表31：饲料酵母与其它饲料营养成分对比

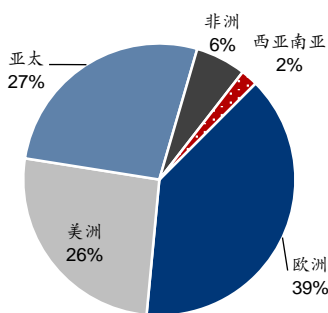
	饲料酵母	鱼粉	面粉	玉米	小麦	大豆饼
粗蛋白质 (%)	50	54	46	9.9	13.2	44
赖氨酸 (%)	4	3.6	3.7	0.3	0.42	2.9
蛋氨酸 (%)	0.75	1.5	0.7	0.2	0.18	0.65
色氨酸 (%)	0.3	0.26	0.4	0.04	0.1	0.55

资料来源：产业信息网、华泰研究

海外：制造优势出海，新兴市场开拓大有可为

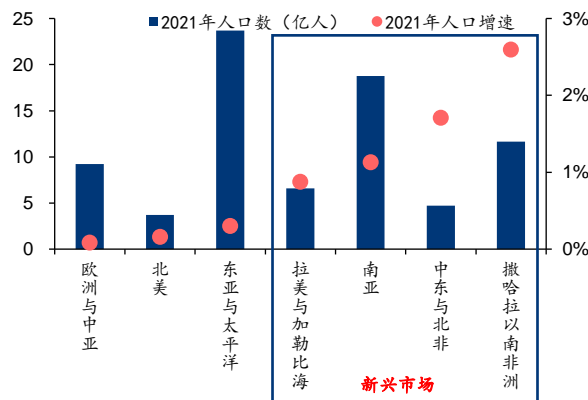
海外市场存在结构性机会，需求空间广阔。全球来看，酵母消费市场发展尚不平衡。作为必需品，酵母市场规模与人口密集度和出生率正相关，南亚、撒哈拉以南非洲、中东与北非、拉美与加勒比海等地区人口基数较大，且人口增速相对较快，为酵母新兴市场。目前来看，酵母行业 65%的产能仍集中在市场相对成熟、增长潜力相对有限的欧美地区，酵母产能和需求的不匹配给予了酵母企业新的发展机会，酵母使用习惯尚处于培育阶段的新兴市场或将成为机会点。

图表32：2021 年全球酵母产能分布情况



资料来源：产业信息网、华泰研究

图表33：2021 全球各大洲人口数量及增速



资料来源：世界银行、华泰研究

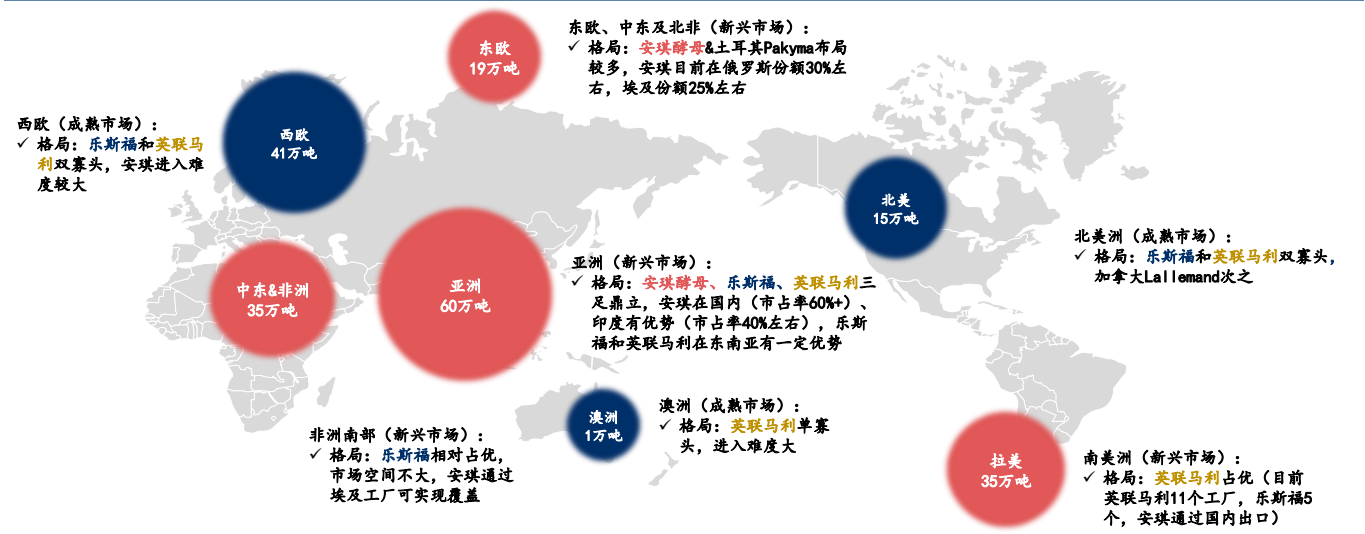
差异化、性价比构成安琪出海的核心优势。1) 干酵母的差异化优势。国内酵母产品以干酵母为主，而欧美发达国家以鲜酵母为主。考虑到新兴市场国家酵母使用习惯仍在培育期，且冷链运输条件相对落后，保质期相对更长、无需冷链运输的干酵母产品更加匹配新兴市场运输条件及消费者使用习惯，国内企业有望受益，充分挖掘海外新兴国家市场增长红利。2) 产品性价比优势相对突出。背靠国内市场相对低廉的原料、劳动力等生产要素价格，本土酵母产品具备一定价格优势，目前安琪海外产品售价相较乐斯福/英联马利等主要竞争对手仍有 10%-20%左右的价格优势。

性价比的本质是产能、技术、资金、成本等多维度构建的综合制造优势，且其制造优势有望进一步强化。1) 产能优势：安琪背靠酵母增量需求旺盛的新兴市场，扩产动能强劲，乐斯福/英联马利由于基地市场（欧美发达国家）酵母需求已基本稳定；2) 技术优势：酵母高品质菌种培育工艺存在技术壁垒，技术端依赖不断积累的渐进性创新，安琪深耕产业三十余年，已在酵母菌种、生产培育技术等维度构建起技术优势；3) 资金优势：酵母行业需要重资产投入（单万吨产能建设投入在 2-3 亿元左右），且生产过程中环保成本较高，安琪作为上市龙头企业（乐斯福未上市/英联马利母公司为上市公司），在资金端具备一定优势；4) 成本优势：生产基地位于国内及海外新兴市场（埃及、俄罗斯），原料、人工、燃料动力成本具备优势。

展望未来，我们看好安琪在海外新兴市场复刻国内成长路径，逐步从性价比优势向产品、渠道及服务优势转变。复盘安琪国内的成长路径，其最开始凭借领先的产品性价比发力农村市场，逐步深耕并向大城市渗透。随着技术的渐进性积累、渠道及服务的不断完善，安琪国内产品定价逐步向竞争对手靠拢，核心竞争优势亦逐步从价格优势向产品、渠道及服务优势转变。展望海外新兴市场，我们看好安琪复刻在国内的成长路径，具体看：1) 价格端：安琪早期海外产品较竞争对手有 20% 以上的价格优势，近年随着一系列产品提价动作落地，价格优势已逐步收窄至 10%-20% 左右；2) 渠道及服务端：据公司公告，21 年以来公司加大海外销售子公司布局力度，先后公告设立新加坡、墨西哥、美国、德国等子公司，增强营销及服务团队本地化建设，海外渠道及服务能力有望进一步强化。

经测算，我们认为海外新兴市场酵母需求在 127 万吨左右（仅基于 21 年起下游市场不增长的假设进行保守测算，但随着新兴市场人口增长，下游需求仍有望保持稳健增长，实际空间或高于测算值），若安琪酵母海外市占率提升至 20%，则较 21 年海外销量安琪仍有接近 2 倍的提升空间。我们认为安琪凭借干酵母的竞争优势以及海外工厂的成本优势，在海外新兴市场尤其是新兴国家市场仍有较大提升空间。据欧睿、OIV 及国家统计局数据，2021 年全球烘焙及面食/烈酒/啤酒/葡萄酒产量分别为 20520/1610/18600/2340 万吨，分别按照 1%/0.1%/0.05%/0.07% 的酵母添加量计算，测算得到全球酵母需求量在 231 万吨左右，其中海外新兴市场酵母需求量在 127 万吨左右（据前瞻产业研究院，2021 年新兴市场烘焙及面用酵母/烈酒酵母/啤酒酵母/葡萄酒酵母需求量分别约占全球的 57%/30%/40%/40% 左右，据此测算海外新兴市场理论需求），若安琪酵母在海外新兴市场的市占率提升至 20%（据前瞻产业研究院，安琪 21 年海外销量市占率约 7% 左右），则其在海外市场的销量将达到 25.5 万吨左右，较 21 年海外销量仍有 191% 左右的提升空间。

图表34：全球酵母市场竞争格局一览图



注：红色圆圈代表新兴市场，蓝色圆圈代表成熟市场，圆圈中数字代表各地区烘焙酵母需求量，为华泰研究测算值，可能与实际存在差异；资料来源：乐斯福官网、英联马利官网、华泰研究

图表35：安琪海外新兴市场空间测算及敏感性分析

			安琪海外新兴市场市占率假设					
下游全球产量 (万吨)	对应酵母需求 (万吨)	其中: 海外新兴市场酵母需求 (万吨)	10%	15%	20%	25%	30%	
烘焙及面用酵母	20,519.8	205.2	117	11.7	17.6	23.5	29.4	35.2
烈酒酵母	1610	4.8	1.4	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
啤酒酵母	18600	16.7	6.7	0.7	1.0	1.3	1.7	2.0
葡萄酒酵母	2340	4.9	2.0	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
合计		231.7	127.5	12.8	19.1	25.5	31.9	38.3
较当前安琪海外销量提升空间				46%	118%	191%	264%	337%

注：下游产量（保守假设 21 年后下游应用市场规模不增长，但实际情况预计好于此假设）、对应酵母需求及新兴市场需求数据均为 2021 年；资料来源：WHO、国家统计局、前瞻产业研究院、欧睿、OIV、公司公告、华泰研究

析利润：短期具备向上弹性，长期看利润波动周期有望弱化

我们认为，安琪利润率短期看具备周期低点弹性，长期看周期性有望弱化：1) 短期看具备周期低点弹性：我们判断安琪短期利润率已处周期低点，看好提价、成本、运费、汇率条件改善支撑利润率趋势改善，长期看成本控制能力强化、规模优势、定价权彰显支撑利润率向上；2) 长期看波动周期有望弱化：受益于行业地位逐步提升后定价权彰显、成本控制能力强化、规模效应释放，安琪剔除折旧及汇率后利润率波动区间已从 02-12 年的 11.9%-18.2%（振幅为 6.3pct），收窄至 16-21 年的 13.8%-17.7%（振幅为 3.9pct），我们看好随着安琪行业定价权进一步彰显/成本控制能力强化（主要得益于水解糖产能投产）/规模优势扩大，其利润率波动幅度有望控制在更低水平。

底部弹性：多因素共振，利润率有望步入上行周期

历史上看安琪酵母的利润率呈现周期性波动特征，提价、成本、产能、汇率周期是导致利润率波动的核心原因。安琪酵母的利润率存在周期波动的特征，我们拆解安琪酵母利润率波动的核心原因后发现，糖蜜价格波动（及相应的提价对冲行为）、新增产能投产导致的折旧计提增加（将进入制造费用影响成本）、人民币汇率波动（影响出口产品价格、导致汇兑损益）是导致利润率波动的核心因素。此外，环保因素、战略偏移、所得税率波动等因素对少数年份的利润率水平亦有较大影响。

图表36：安琪酵母历史上利润率波动原因拆解：定量拆解

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
核心财务指标										
收入（百万元）	2713.7	3119.4	3654.1	4213.4	4860.5	5775.7	6685.6	7652.8	8933.0	10675.3
YoY	8.3%	15.0%	17.1%	15.3%	15.4%	18.8%	15.8%	14.5%	16.7%	19.5%
归母净利润（百万元）	243.19	146.44	147.19	280.09	535.09	847.19	856.67	901.50	1371.51	1308.54
YoY	-18.5%	-39.8%	0.5%	90.3%	91.0%	58.3%	1.1%	5.2%	52.1%	-4.6%
毛利率	30.5%	29.3%	29.3%	29.9%	32.6%	37.6%	36.3%	35.0%	34.0%	27.3%
同比变化（pct）	1.1	(1.3)	0.0	0.6	2.7	5.0	(1.3)	(1.3)	(1.0)	(6.7)
净利率	9.0%	4.7%	4.0%	6.6%	11.0%	14.7%	12.8%	11.8%	15.4%	12.3%
同比变化（pct）	(2.9)	(4.3)	(0.7)	2.6	4.4	3.7	(1.9)	(1.0)	3.6	(3.1)
影响因素1：产能投产										
酵母产能（万吨）	16.94	20.44	20.64	21.24	22.04	26.44	28.04	29.24	29.54	31.80
产量（万吨）	12.1	14.3	17.0	18.3	20.1	22.0	26.3	27.6	28.6	31.6
产能利用率	71.5%	70.0%	82.3%	86.1%	91.4%	83.0%	94.0%	94.3%	96.9%	99.3%
同比变化（pct）		(1.6)	12.3	3.8	5.3	(8.3)	10.9	0.3	2.6	2.4
折旧占营收比重	6.0%	7.9%	7.6%	6.3%	5.3%	4.6%	5.6%	5.6%	4.2%	4.6%
同比变化（pct）		1.9	(0.4)	(1.3)	(1.0)	(0.7)	1.0	(0.0)	(1.4)	0.4
影响因素2：糖蜜价格										
糖蜜价格（元/吨）	938.3	748.7	818.9	894.2	970.1	781.0	838.7	815.9	886.8	1267.7
YoY	-22.8%	-20.2%	9.4%	9.2%	8.5%	-19.5%	7.4%	-2.7%	8.7%	42.9%
酵母业务毛利率	31.3%	31.5%	30.8%	32.3%	34.9%	41.7%	39.1%	40.9%	39.7%	33.0%
同比变化（pct）	1.6	0.2	(0.7)	1.5	2.6	6.8	(2.6)	1.8	(1.3)	(6.6)
影响因素3：期间费用										
销售费用率	12.23%	11.74%	11.72%	11.00%	11.46%	10.89%	11.31%	11.57%	7.23%	6.26%
管理及研发费用率	5.09%	7.62%	7.51%	7.17%	7.22%	7.97%	7.60%	7.70%	7.84%	7.82%
财务费用率（含汇兑损益）	2.29%	2.59%	3.19%	2.84%	1.21%	1.48%	1.93%	1.02%	1.17%	0.74%
四费率合计	19.61%	21.95%	22.42%	21.01%	19.89%	20.34%	20.83%	20.29%	16.23%	14.81%
同比变化（pct）	2.5	2.3	0.5	(1.4)	(1.1)	0.4	0.5	(0.5)	(4.1)	(1.4)

资料来源：公司年报、Wind、华泰研究

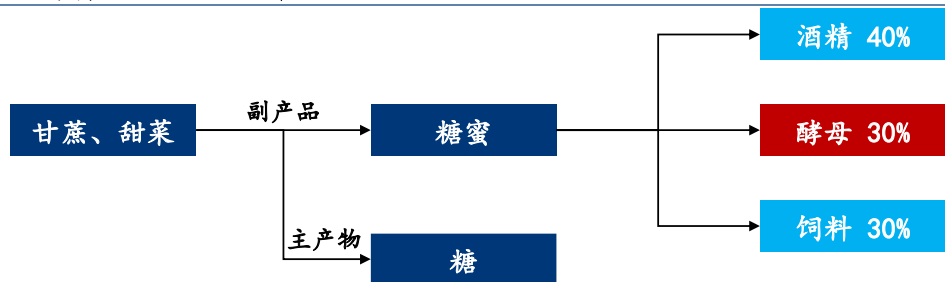
图表37：安琪酵母历史上利润率波动原因拆解：定性分析

年份	归母净利润率	同比	糖蜜价格	提价对冲	产能投产	人民币汇率	其他因素
2004	9.9%						
2005	8.8%	-1pct	+	04年12月酵母提价5%	伊犁/唯县投产	升值周期	
2006	9.1%	0.2pct	+	06年1月酵母提价8%		升值周期	
2007	8.5%	-0.5pct	-			升值周期	环保技改
2008	8.0%	-0.6pct	-	08年3月及10月酵母提价5-8%/5%应对人民币升值压力	崇左投产	升值周期	非经常项波动
2009	12.5%	4.5pct	+			升值周期	
2010	13.6%	1.1pct	+			升值周期	期间费用率收窄
2011	11.9%	-1.7pct	+	11年2月酵母提价5-7%		升值周期	
2012	9.0%	-2.9pct	-		产能集中投产	升值周期	
2013	4.7%	-4.3pct	-		产能集中投产	升值周期	战略偏移
2014	4.0%	-0.7pct	+		产能集中投产	升值周期	战略偏移
2015	6.6%	2.6pct	+	海外产品提价5%		贬值周期	战略偏移
2016	11.0%	4.4pct	+	16年1月YE提价5%，5月酵母提价5%		贬值周期	
2017	14.7%	3.7pct	-				
2018	12.8%	-1.9pct	+	18年10月国内酵母提价3-4%	产能调整	汇率波动较大	
2019	11.8%	-1pct	-		产能投产		所得税增加
2020	15.4%	3.6pct	+	20年3月小包装提价15-20%		升值周期	期间费用率收窄
2021	12.3%	-3.1pct	+	21年国内累计提价20%，海外累计30%左右		升值周期	
2022E	11.0%	-1.3pct	+	Q2海外计划再提价10%	下半年产能投产	贬值周期	

注：上图以色块形式标注影响利润率的核心因素，其中红色表示该因素有利于利润率提升，绿色表示该因素将导致利润率下降；资料来源：公司公告、华泰研究

成本波动是导致公司利润率波动的主要原因。安琪酵母的原材料成本占比较高，2021年原材料成本占总成本的比重达到60%，因此原材料成本的周期性波动将对安琪酵母的净利率产生重要影响。糖蜜是安琪酵母最重要的原材料构成，糖蜜供需端的波动亦是导致安琪酵母成本波动的重要驱动。从供给端看，糖蜜为制糖后产生的副产品，国内糖料来源主要是南方甘蔗和北方甜菜，总体供给量相对稳定。需求端看，糖蜜下游主要包括酒精、酵母及饲料等，近年来国内酵母产能保持扩张，消毒酒精需求量增长等因素导致糖蜜需求有所增长，驱动糖蜜价格步入上行周期。展望未来，我们认为需求压力的缓解有望驱动糖蜜价格趋势回落：1) 酵母需求端，22年以来安琪酵母45万吨水解糖产能先后投产，我们判断作为替代性原材料，水解糖预计将替代公司30%左右的糖蜜需求；2) 酒精需求端，近年医用消毒酒精需求的增长主要系外围因素导致，未来有望趋稳回落。

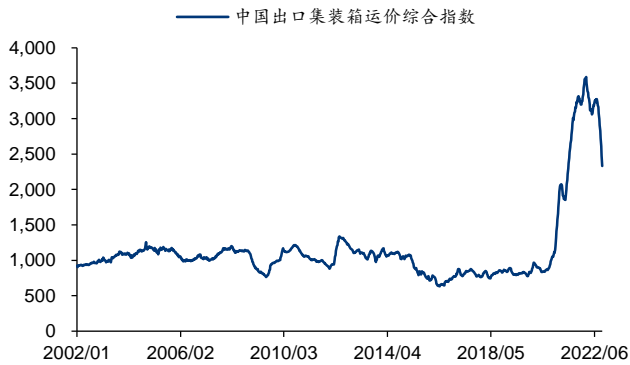
图表38：酵母产业链概况（2021年）



资料来源：华经情报网、华泰研究

站在当前时点，我们认为安琪酵母短期利润率已处于周期低点，22Q4净利率有望恢复改善趋势。21Q3-22Q2安琪酵母归母净利润率分别为8.1%/9.4%/10.3%/11.6%，环比改善趋势明确，22Q3净利率环比下滑3.7pct，主要系以下短期因素扰动：1) 外围环境扰动导致产品结构变化，高毛利国内酵母产品销售疲软；2) 水解糖产能投产进度慢于公司原计划，公司外采部分高价原料导致成本偏高；3) 公司主动去化保健品等产品库存。展望未来，我们判断随着外围扰动趋弱、库存去化后公司有望轻装上阵，在提价效应稳步释放、海运成本压力趋缓、汇率条件改善等利好因素提振下公司净利率有望恢复改善趋势。中长期看，我们亦认为安琪短期净利率已处于周期底部位置，未来有望趋势向上，主要系：1) 原料成本端：20年初以来糖蜜成本进入上行周期，主要系疫情导致糖蜜另一下游医用消毒酒精需求高增，未来随着疫情逐步稳定受控，同时随着公司水解糖产能投产替代部分糖蜜采购需求，糖蜜价格有望趋稳回落；2) 海运成本端：2020年以来海运费用较快上涨，目前整体海运费用水平已逐步趋稳回落，Wind显示截至22年10月末出口集装箱运价综合指数较21年末已下降44%；3) 汇率：今年以来人民币汇率有所贬值，或将有助于公司出口产品毛利率的改善；4) 提价：据公司公告，22年10月公司再次对部分面包酵母产品提价，彰显定价权。

图表39：中国出口集装箱运价综合指数高位有所回落



资料来源：Wind、华泰研究

图表40：美元兑人民币汇率走势

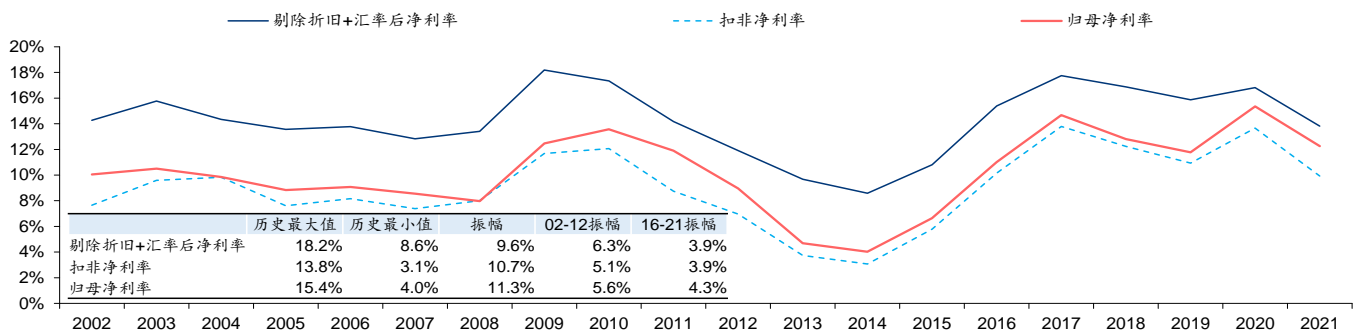


资料来源：Wind、华泰研究

周期弱化：行业地位提升，定价权彰显，长期利润率波动性有望收窄

动态视角下，安琪酵母利润率波动幅度正在逐步收窄。考虑到安琪 13-15 年核心战略出现偏移，且 13 年前公司更加重视收入扩张抢占市场，15 年行业地位逐渐稳固后逐步强化对利润的重视，我们将时间轴划分为 02-12 年、16-21 年进行比较，发现 02-12 年安琪剔除折旧和汇率后的净利率波动区间在 11.9%-18.2%（振幅为 6.3pct），而 16-21 年其利润率波动区间在 13.8%-17.7%（振幅为 3.9pct），波动幅度已经明显收窄。

图表41：安琪酵母历年利润率呈现周期性波动

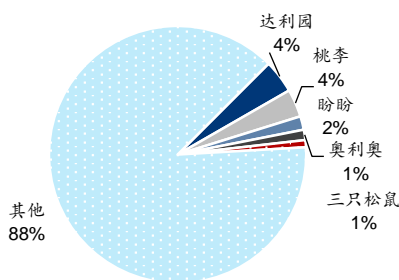


注：1) 我们定义振幅为区间内利润率最大值-最小值；2) 剔除折旧+汇率后净利润计算公式为扣非净利+税后转固折旧及汇兑损益，可剔除在建工程转固及汇率波动对利润率的阶段性影响，还原更真实的周期；3) 剔除 13-15 年主因公司该阶段发力 C 端，导致主业发展较慢，期间费用增长，该阶段利润率波动有较多非主业因素；资料来源：公司官网、Wind、华泰研究

行业地位逐步提升、定价权的彰显是利润率波动幅度收窄的根本原因，且波动周期收窄趋势有望延续。我们认为，安琪酵母利润率波动周期弱化本质上是企业规模不断成长、行业地位更加稳固后的红利。一方面，行业地位强化后公司更能通过提价传导成本压力，表现在 16 年来公司提价频次明显高于 12 年前，彰显出更强的行业定价能力（21 年 9 月末公司率先对国内酵母产品提价，且单次提价幅度达 20-30%，体现出较强的行业自信及成本转嫁能力）；另一方面，随着企业规模扩张，规模效应下产线投产带来的转固折旧增加等阶段性因素对利润率的影响亦不断弱化。展望未来，我们看好随着安琪酵母行业定价权进一步彰显、成本控制能力强化、规模优势继续扩大，其利润率波动幅度有望控制在更低水平。

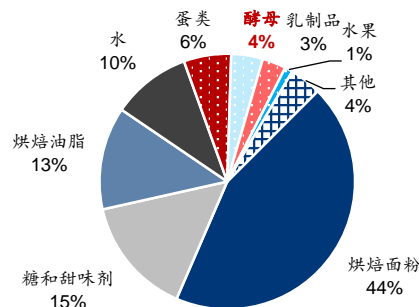
产品属性、产业格局共同决定下游对酵母价格的敏感性不强，安琪的行业定价权有望不断强化。我们认为，安琪酵母行业定价权由以下几大要素共同保障：1) 产品属性：酵母作为面食及烘焙糕点发酵过程中必须使用的刚需产品，因单次用量较少、成本占比较低，因此下游客户对酵母价格变化的敏感度相对偏低；2) 产业格局：酵母下游相对分散，同时安琪酵母凭借高附加值的技术服务及一揽子采购服务进一步夯实了下游客户粘性，因而下游客户的议价能力相对偏弱。展望未来，我们认为酵母的刚需属性难以撼动，安琪酵母随着自身行业地位的不断强化、增值服务能力的进一步提升，行业定价权亦有望不断强化。

图表42：2021年下游烘焙行业集中度相对较低



资料来源：欧睿、华泰研究

图表43：2021年烘焙食品原料消耗量占比：酵母占比较低



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

图表44：安琪酵母历史上提价行为复盘

时间	提价幅度	提价产品	提价原因
2004年12月	5%	国内酵母产品价格上调1000-1500元/吨	成本压力
2005年6月	5%	出口酵母产品价格上调1000元/吨	跟随竞争对手提价
2006年1月	8%	酵母产品价格上调1000-1500元/吨	产能供给压力
2007年1月	5%	部分高糖酵母产品提价1000元/吨	产能供给压力
2008年3月	5-8%	国内大部分酵母产品	人民币加速升值压力
2008年10月	5.0%	国内酵母产品	逆势提价，提价受到短期经销商抵触
2010年3月	7-8%	出口酵母产品	成本压力
2011年2月	5%-7%	国内酵母产品	糖蜜价格上涨，但未全部转嫁成本压力
2012年3月、5月	10%/5%	国内小包装/高糖酵母单品	公司主动提价
2015年12月	5%	埃及酵母、YE	海外YE定价低于竞品，主动提价
2016年1月	5%	国内YE系列产品	竞争格局改善，产能偏紧
2016年5月	5%	国内面用酵母	产能偏紧
2018年1月	1%-2%	部分YE	主动提价
2018年10月	3%-4%	60%的酵母产品	伊犁环保限产，主动提价
2019年3月	4%-5%	俄罗斯产品出厂价	价格低于竞品，主动提价
2020年3月	15-20%，终端40%+	小包装酵母产品	产品供不应求，主动提价
2020年11月		埃及、俄罗斯出厂酵母菌提价	成本上涨，主动提价
2021年3月	5-10%	国内YE、大包装酵母及海外产品	成本上涨，主动提价
2021年9月	20-30%	国内大包装、半干酵母、鲜酵母	成本上涨，主动提价
2021年12月	10-20%	海外产品	成本上涨，主动提价
2022年4月	10%	埃及及俄罗斯工厂产品	成本上涨，主动提价
2022年10月	/	国内部分面包干酵母产品	成本上涨，主动提价

资料来源：全景网，人民网，公司官网，华泰研究

随着水解糖产能有序投产，公司成本控制能力更加强化，有望进一步平抑利润率波动。2021年12月以来，公司陆续发布公告，为拓展酵母产品主要原料渠道，缓解糖蜜采购紧张局势，保障酵母主业持续健康发展，安琪酵母柳州、崇左、宜昌子公司分别实施年产15万吨水解糖深加工项目，合计形成年产45万吨水解糖供应能力，我们预计可代替公司30%左右的糖蜜采购需求。随着水解糖产能陆续投产，公司将具备在水解糖和糖蜜两类原材料之间灵活切换的能力，进而原料成本控制能力亦有望进一步强化，支撑利润率周期波动进一步收窄。

盈利预测与估值

收入预测：22Q1-3 公司实现营收 89.8 亿元，同比+18.3%，其中酵母/包装/制糖/其他（含乳制品）业务分别实现营收 63.7/9.9/3.6/11.9 亿元，同比+6.9%/+105.6%/+19.7%/+50.1%，保持韧性增长趋势，我们预计 22-24 年公司实现营业总收入 126.0/150.0/173.8 亿元，同比+18.1%/+19.0%/+15.8%：

1) 酵母业务：我们预计 22 年酵母销售额将达 86.4 亿，同比+8.2%，系 21 年成本压力下国内大包装酵母产品及海外产品提价落地，支撑酵母主业保持稳健增长。中长期看，我们看好国内饮食习惯西化支撑传统酵母需求持续稳健增长，健康意识强化下 YE 等酵母衍生品需求景气，成本及技术优势支撑下海外市场扩张有望加速推进，同时坚固护城河下公司提价能力较强，我们预计 23-24 年酵母业务营收达到 104.1/121.1 亿，同比+20.5%/+16.4%。

2) 包装业务：据公司年报，安琪凭借良好的技术及生产设备积淀，其彩印复合包材产品业务已经积累了包括盼盼食品、旺旺集团、涪陵榨菜、蒙牛集团、伊利股份等一批优质客户，相对稳定的客户需求支撑下营收有望保持稳健增长，预计 22-24 年公司实现包装业务营收 5.1/6.1/7.3 亿元，同比+21.4%/20.2%/19.2%，增速递减主因基数影响。

3) 制糖业务：主要包括糖类贸易及生产。我们预计 22-24 年制糖业务营收 21.4/25.1/29.2 亿元，同比+103.2%/+17.5%/+16.5%，23-24 年制糖业务增速放缓主因基数扩大。

4) 其他业务 (含奶制品): 其他业务主要包括环保产品、奶制品等,其他业务非公司重点业务, 我们预计 22-24 年其他业务营收增速为 8.3%/11.4%/9.5%, 22 年增速较慢系公司剥离奶制品业务 (22 年 3 月公告拟转让喜旺公司 95.2%的股权, 至 22H1 末已完成股权变更)。

图表45: 安琪酵母收入预测 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	7,652.8	8,933.0	10,675.3	12,602.9	15,001.2	17,378.4
YOY	14.5%	16.7%	19.5%	18.1%	19.0%	15.8%
酵母系列	5,877.1	6,937.0	7,984.2	8,637.0	10,408.5	12,114.5
YOY	7.4%	18.0%	15.1%	8.2%	20.5%	16.4%
包装业务	279.0	334.0	419.5	509.2	612.0	729.4
YOY	21.6%	19.7%	25.6%	21.4%	20.2%	19.2%
制糖业务	490.7	624.0	1,050.9	2,135.1	2,508.8	2,922.3
YOY	51.3%	27.2%	68.4%	103.2%	17.5%	16.5%
其他业务(含奶制品)	1,005.9	1,038.0	1,220.8	1,321.6	1,472.0	1,612.3
YOY	52.6%	3.2%	17.6%	8.3%	11.4%	9.5%

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

毛利率预测:

受糖蜜等原材料价格上涨、产品结构变化等因素的影响, 22Q1-3 毛利率同比-4.4pct 至 25.2%, 其中 22Q3 毛利率同比-2.6pct, 主要系水解糖产能投产进度慢于公司原计划、清理保健品库存等阶段性因素导致。轻装上阵后受益于提价效应彰显、海运费用高位回落、汇率条件改善等有利因素驱动, 我们判断 22Q4 毛利率有望趋势改善。中长期看成本控制能力强化、规模优势、定价权彰显下, 公司毛利率长期向上趋势不改。我们预计 22-24 年总体毛利率为 24.5%、26.2%、27.2%, 同比-2.8pct、+1.7pct、+1.0pct。

1) 酵母业务: 我们预计 22 年糖蜜成本上行将对酵母业务毛利率形成压制, 而提价落地/运费及汇率条件改善等因素或将部分对冲成本压力, 预计 22 年酵母业务毛利率为 31.5%, 同比-1.5pct。中期维度下, 我们看好公司凭借自身定价能力及成本压力的缓解带动毛利率改善, 预计 23-24 年酵母业务毛利率为 33.7%、35.1%, 同比+2.2pct、+1.4pct。

2) 包装业务及制糖业务: 综合考虑规模效应及成本压力, 预计 22 年包装业务毛利率为 14.7%, 同比持平; 考虑制糖业务效率改善, 预计 22 年制糖业务毛利率恢复至 1%, 同比+4.0pct。中期维度下, 看好规模效应带动包装业务利润率改善, 预计 23-24 年包装业务毛利率为 15.2%、15.5%, 同比+0.5pct、+0.3pct; 我们预计 23-24 年制糖业务供需相对稳定, 支撑毛利率维持在微利的水平, 毛利率分别为 1.0%、1.0%, 同比持平。

图表46: 安琪酵母毛利预测 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利	2,678.8	3,036.9	2,918.5	3,086.4	3,925.9	4,723.1
酵母系列	2,404.8	2,751.5	2,636.4	2,722.4	3,509.8	4,254.7
包装业务	55.3	71.5	61.6	74.7	92.9	112.9
制糖业务	-43.0	-33.9	-31.4	21.4	25.1	29.2
其他业务 (含奶制品)	261.8	247.8	251.9	267.8	298.1	326.3
毛利率(%)	35.0%	34.0%	27.3%	24.5%	26.2%	27.2%
酵母系列	40.9%	39.7%	33.0%	31.5%	33.7%	35.1%
包装业务	19.8%	21.4%	14.7%	14.7%	15.2%	15.5%
制糖业务	-8.8%	-5.4%	-3.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他业务 (含奶制品)	26.0%	23.9%	20.6%	20.3%	20.3%	20.2%

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

费用率预测:

我们预计 22-24 年销售费用率 6.1%/6.0%/5.9%, 同比-0.2pct/-0.1pct/-0.1pct, 销售费用率随着规模效应释放温和下行。随着公司行业地位不断稳固, 管理及研发费用率望趋于稳定, 预计 22-24 年管理费用率 3.4%/3.4%/3.4%, 研发费用率 4.5%/4.5%/4.5%, 同比持平。预计 22 年财务费用率为 0.1%, 同比-0.6pct, 主要系人民币贬值带来汇兑收益, 预计 23-24 年汇兑收益对财务费用的冲抵作用减弱, 财务费用率为 0.4%/0.4%, 同比+0.3pct/持平。

图表47: 安琪酵母费用率预测明细

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	11.6%	7.2%	6.3%	6.1%	6.0%	5.9%
管理费用率	3.3%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用率	4.4%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用率	1.0%	1.2%	0.7%	0.1%	0.4%	0.4%

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

我们预计安琪 22-24 年营收为 126.03/150.01/173.78 亿, 同比+18.1%/+19.0%/+15.8%, 归母净利 13.00/16.48/19.87 亿, 同比-0.6%/+26.7%/+20.6%, 对应 22-24 年 EPS 1.50/1.90/2.29 元, 参考可比公司 23 年 PE 均值 28x(Wind 一致预期), 给予 23 年 28x PE, 目标价 53.20 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表48: 归母净利润预测明细 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	902	1,372	1,309	1,300	1,648	1,987
净利率	11.8%	15.4%	12.3%	10.3%	11.0%	11.4%
同比	5.2%	52.1%	-4.6%	-0.6%	26.7%	20.6%

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表49: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)				EPS (元)				22-24 净利润
		2022/11/10	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	CAGR	
海天味业	603288 CH	327566	45	48	40	35	1.58	1.48	1.78	2.04	9%	
涪陵榨菜	002507 CH	21676	28	23	19	17	0.87	1.08	1.27	1.42	18%	
晨光生物	300138 CH	8610	24	19	15	12	0.67	0.84	1.11	1.35	26%	
千禾味业	603027 CH	16659	76	58	41	35	0.23	0.30	0.43	0.50	29%	
平均值		93628	43	37	28	25	0.84	0.93	1.15	1.33	21%	
中间值		19168	36	35	29	26	0.77	0.96	1.19	1.38	22%	
安琪酵母	600298 CH	34733	27	27	21	17	1.51	1.50	1.90	2.29	15%	

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind、华泰研究预测

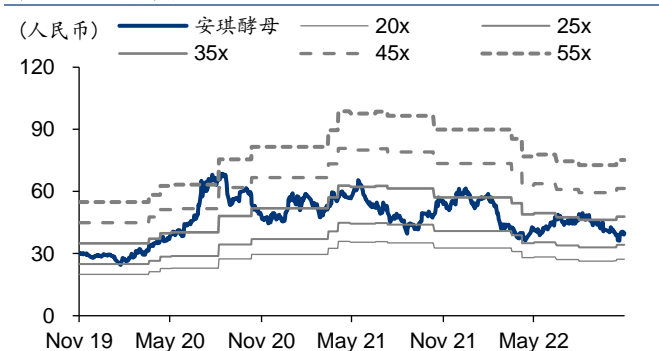
风险提示

原料成本波动。如果未来原材料价格产生大幅波动, 而公司不能适时采取有效措施, 可能会影响公司产品的市场竞争力, 公司将面临利润下降的风险。

行业竞争加剧。消费者对必需高频的日常消费品更关注质量品质, 如果公司在采购、生产、销售等各经营环节出现质量安全问题, 则会对品牌美誉度产生较大影响。

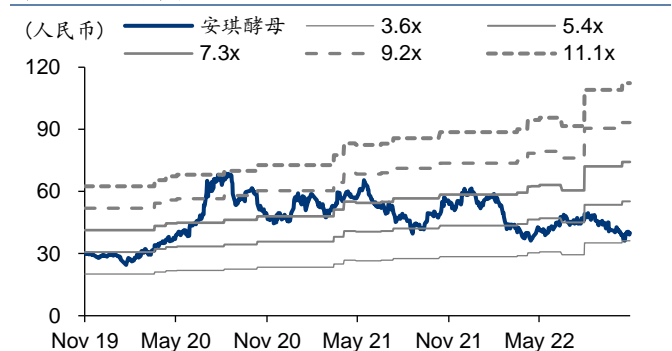
食品安全风险。如果出现食品安全问题, 公司销售也将受到影响。

图表50: 安琪酵母 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表51: 安琪酵母 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,445	5,468	7,186	7,597	8,246
现金	1,107	1,296	2,292	2,023	1,943
应收账款	799.01	1,123	1,146	1,555	1,574
其他应收账款	32.40	32.89	44.19	47.56	58.72
预付账款	179.20	278.73	261.88	381.60	363.85
存货	1,993	2,251	2,956	3,104	3,820
其他流动资产	334.35	485.76	485.76	485.76	485.76
非流动资产	6,362	7,978	9,314	10,919	12,462
长期投资	20.22	0.00	4.18	8.36	12.54
固定投资	5,204	5,659	7,257	8,971	10,540
无形资产	368.06	531.91	572.57	623.28	686.76
其他非流动资产	769.95	1,787	1,480	1,316	1,223
资产总计	10,807	13,446	16,499	18,516	20,708
流动负债	3,125	4,469	4,971	5,510	5,936
短期借款	1,141	2,035	2,035	2,035	2,035
应付账款	1,088	1,317	1,634	1,801	2,124
其他流动负债	895.72	1,117	1,302	1,675	1,777
非流动负债	1,494	1,776	1,681	1,580	1,426
长期借款	1,245	1,468	1,373	1,272	1,118
其他非流动负债	249.08	308.04	308.04	308.04	308.04
负债合计	4,619	6,245	6,652	7,090	7,362
少数股东权益	297.98	346.96	359.91	372.86	385.80
股本	824.08	832.86	868.97	868.97	868.97
资本公积	653.49	928.53	2,302	2,302	2,302
留存公积	4,876	5,766	7,001	8,564	10,445
归属母公司股东权益	5,890	6,854	9,487	11,054	12,960
负债和股东权益	10,807	13,446	16,499	18,516	20,708

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	1,869	1,319	991.81	1,619	1,821
净利润	1,422	1,321	1,313	1,661	2,000
折旧摊销	82.70	82.70	81.80	106.11	132.31
财务费用	104.09	78.70	9.09	61.50	62.08
投资损失	3.35	(7.64)	(7.64)	(7.64)	(7.64)
营运资金变动	(211.57)	(704.09)	(404.69)	(201.79)	(365.96)
其他经营现金	468.51	547.75	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(776.77)	(1,951)	(1,410)	(1,704)	(1,667)
资本支出	(783.19)	(1,989)	(1,414)	(1,708)	(1,671)
长期投资	0.00	27.37	(4.18)	(4.18)	(4.18)
其他投资现金	6.41	10.75	7.64	7.64	7.64
筹资活动现金	(466.83)	840.39	1,414	(183.34)	(233.89)
短期借款	353.81	894.06	0.00	0.00	0.00
长期借款	(183.47)	222.57	(94.72)	(101.48)	(153.53)
普通股增加	0.00	0.00	36.65	0.00	0.00
资本公积增加	1.51	275.04	1,373	0.00	0.00
其他筹资现金	(638.69)	(551.28)	98.65	(81.87)	(80.36)
现金净增加额	654.79	190.37	995.54	(268.80)	(80.06)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,933	10,675	12,603	15,001	17,378
营业成本	5,896	7,757	9,517	11,075	12,655
营业税金及附加	79.45	87.06	102.78	122.34	141.73
营业费用	645.72	667.93	763.32	893.58	1,018
管理费用	313.83	359.42	424.32	505.06	585.10
财务费用	104.09	78.70	9.09	61.50	62.08
资产减值损失	(46.96)	(31.96)	(37.73)	(44.90)	(52.02)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.35)	7.64	7.64	7.64	7.64
营业利润	1,626	1,499	1,490	1,888	2,278
营业外收入	14.02	26.38	26.38	26.38	26.38
营业外支出	12.47	8.73	8.73	8.73	8.73
利润总额	1,627	1,517	1,507	1,906	2,296
所得税	205.00	195.36	194.15	245.48	295.72
净利润	1,422	1,321	1,313	1,661	2,000
少数股东损益	50.62	12.95	12.95	12.95	12.95
归属母公司净利润	1,372	1,309	1,300	1,648	1,987
EBITDA	1,756	1,659	1,576	2,047	2,459
EPS (人民币, 基本)	1.66	1.59	1.50	1.90	2.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	16.73	19.50	18.06	19.03	15.85
营业利润	47.87	(7.77)	(0.63)	26.76	20.66
归属母公司净利润	52.14	(4.59)	(0.63)	26.71	20.63
获利能力 (%)					
毛利率	34.00	27.34	24.49	26.17	27.18
净利率	15.35	12.26	10.32	10.98	11.44
ROE	22.98	18.35	13.34	14.53	14.99
ROIC	19.87	15.15	12.06	13.44	14.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.74	46.44	40.32	38.29	35.55
净负债比率 (%)	25.73	35.33	16.64	16.34	13.91
流动比率	1.42	1.22	1.45	1.38	1.39
速动比率	0.68	0.61	0.75	0.70	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.88	0.84	0.86	0.89
应收账款周转率	11.08	11.11	11.11	11.11	11.11
应付账款周转率	5.88	6.45	6.45	6.45	6.45
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	1.51	1.50	1.90	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	1.52	1.14	1.86	2.10
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.89	10.92	12.72	14.91
估值比率					
PE (倍)	25.32	26.54	26.71	21.08	17.48
PB (倍)	5.90	5.07	3.66	3.14	2.68
EV EBITDA (倍)	20.86	22.68	23.31	18.07	15.04

免责声明

分析师声明

本人, 龚源月、张墨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、张墨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 安琪酵母（600298 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 安琪酵母（600298 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司