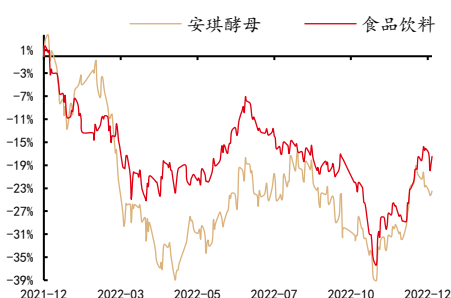


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	45.36
总股本/流通股本(亿股)	8.69 / 8.61
总市值/流通市值(亿元)	394 / 390
52 周内最高/最低价	62.20 / 36.18
资产负债率(%)	46.4%
市盈率	28.57
第一大股东	湖北安琪生物集团有限 公司
持股比例(%)	38.0%

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

安琪酵母(600298)

产能扩张叠加成本改善，业绩拐点将至

● 投资要点

2022 年美元走强，欧洲能源价格高企，公司海外业务获得发展良机；展望 2023 年国内 B 端需求复苏预期良好，成本端水解糖替代叠加糖蜜价格预期回落，成本压力改善，公司业绩有望迎来拐点。

● 核心观点

公司是国家重点高新企业、国内酵母行业龙头、国际第二大酵母生产商。公司以酵母为核心，通过“酵母+衍生品”的同心多元化模式扩容产品矩阵，未来进一步扩大下游应用场景，成长空间广阔。2021 年公司营收 106.75 亿元，近三年营收复合增速达 16.88%，伴随国内扩产和多元发展以及国际市场逆势扩张，双轮驱动下公司营收规模有望提速，2025 年营收目标破 200 亿。

行业角度看，我国酵母行业在下游烘焙与 YE 需求增长驱动下，市场规模稳步提升，近年保持中个位数增速。酵母行业全球规模仅 350 亿，行业 CR3 达 64%，竞争格局稳定。下游应用场景中，烘焙行业需求稳健，疫情期间经营有韧性，疫后复苏有弹性；而 YE 作为食品属性增鲜剂，未来替代空间广阔，仅味精替代就有望带来 150%增量空间。同时，当前行业产销存在地域性错配，全球 65%产能分布在增速较低的欧美国家，但未来蓝海主要为渗透度较低且人口增速较高的亚非地区。公司已在埃及、俄罗斯设厂，积极布局东欧、亚非蓝海市场。

公司作为行业龙头，历经 36 年发展，在酵母及深加工品行业具有规模领先、渠道完善、技术领先三重优势，小行业大公司的格局下，未来强者恒强，公司在酵母行业具有较强壁垒和掌握部分定价权。短期来看，成本端改善叠加海外业务扩张，公司业绩有望迎来拐点。伴随新榨季糖蜜产量提升，糖蜜成本预期回落，同时公司推出水解糖替代稳定价格波动，综合成本低个位数回落预期下，国内业绩有望回暖；同时近期美元升值叠加海运费回落，国际业务盈利能力有望修复。公司主要竞争对手受地缘性冲突影响，产能运输受限，利好公司海外业务份额扩张。

● 盈利预测：

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 128.20/152.41/174.04 亿元，同比增长 20.1%/18.9%/14.2%；实现归母净利润 13.47/16.69/21.29 亿元，同比增长 2.9%/23.9%/27.6%，对应 EPS 为 1.55/1.92/2.45 元，对应当前股价 PE 为 29x/24x/19x。公司 2022 年短期受成本上行以及疫情扰动影响，净利润增速放缓；看明年，需求复苏、产能扩容、提价效果兑现，叠加成本回落预期，公司盈利能力有望修复。根据绝对估值法，公司合理市值为 473.61 亿元，对应合理价值为 54.50 元。参考公司历史估值、可比公司估值，我们认为给

予公司 2023 年 28-32 倍 PE 估值较为合理。综合考虑，我们给予公司 2023 年合理价格区间 53.76-61.44 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

疫情扰动、行业竞争加剧、糖蜜成本、运输费用、汇率等波动的风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10675	12820	15241	17404
增长率(%)	19.5%	20.1%	18.9%	14.2%
EBITDA（百万元）	2146	2680	3267	3909
归属母公司净利润（百万元）	1309	1347	1669	2129
增长率(%)	-4.6%	2.9%	23.9%	27.6%
EPS(元/股)	1.51	1.55	1.92	2.45
市盈率（P/E）	30.12	29.26	23.61	18.51
市净率（P/B）	5.75	4.30	3.83	3.36
EV/EBITDA	25.12	15.53	12.70	10.32

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：数据基于 2022 年 12 月 22 日收盘价

目录

1 投资聚焦.....	7
2 安琪酵母：行业后起之秀，比肩百年国际巨头	8
2.1 历史沿革：36 年风雨兼程，后发先至比肩国际巨头	8
2.2 股权架构：背靠宜昌国资委，管理团队深耕行业	9
2.3 主营业务：酵母为核心，同心多元扩容产品矩阵	11
3 酵母行业：国内需求放缓，海外空间广阔	12
3.1 酵母行业规模：增速放缓，步入成熟期	12
3.2 酵母产业链：上游原料价格周期性波动，下游应用场景广泛.....	13
3.3 竞争格局：小行业、大公司，竞争格局稳定	14
3.4 行业空间：对比海外酵母成长空间充足，衍生品应用场景广阔.....	14
3.5 产销地域分布不均，发展中地区是需求蓝海	17
4 公司分析：同心多元化发展，国内国外双轮驱动	18
4.1 财务分析：营收提速，利润波动	18
4.2 同业对比：稳健运营，研发投入领先全行业	21
5 规模+渠道+技术，三重优势构建深厚护城河	23
5.1 产能规模：酵母行业重资产特性，规模领先铸造高壁垒.....	23
5.2 渠道布局：精细化渠道建设，多模式渗透终端市场.....	25
5.3 技术优势：研发驱动产品差异化、多元化	26
6 成本回落+产能提升+海外扩张，多重因素催化业绩改善.....	27
6.1 原料成本：糖蜜预期下行+水解糖替代，毛利率有望修复.....	27
6.2 产能释放下折旧短期提升，提价有望对冲压力	31
6.3 美元升值与运费回落，共同驱动海外业务回升	32
6.4 能源费用：欧洲能源受限影响供给，海外业务抓机遇扩份额.....	33
7 盈利预测与投资建议.....	34
7.1 盈利预测.....	34
7.2 估值与投资建议.....	34
8 风险提示.....	36

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	8
图表 2: 公司背靠宜昌市国资委, 股权架构稳定	9
图表 3: 公司管理层行业经验丰富	10
图表 4: 公司股权激励绑定核心骨干	11
图表 5: 公司完成对烘焙行业全覆盖	11
图表 6: 公司不断扩展酵母相关产品矩阵	12
图表 7: 同心多元化衍生业务	12
图表 8: 酵母相关深加工品	12
图表 9: 2014-19 年我国酵母行业规模	13
图表 10: 2012-19 年我国酵母产销数据	13
图表 11: 酵母行业上下游产业链分解	14
图表 12: 国内酵母行业公司份额	14
图表 13: 国际酵母行业公司份额	14
图表 14: 烘焙行业近 5 年复合增速为 7.69%	15
图表 15: 各国人均烘焙食品消费量对比	15
图表 16: 连锁餐饮疫情后修复弹性更大	15
图表 17: 面包甜品受疫情影响小, 复苏弹性大	15
图表 18: 烘焙行业集中度较低	16
图表 19: 烘焙行业公司数量	16
图表 20: 安琪 YE 应用手册	16
图表 21: 调味品行业增速稳健	17
图表 22: 我国味精需求规模较大	17
图表 23: 大洋洲东欧烘焙市场增速较高	17
图表 24: 中东、非洲人口增长潜力较高	17
图表 25: 2020 年起公司营收提速	18
图表 26: 盈利能力呈现周期性波动	18
图表 27: 公司毛利率和净利率	19
图表 28: 酵母及深加工品占比逐年下降	19
图表 29: 公司各业务毛利率水平	19
图表 30: 2021 年公司成本构成	20
图表 31: 糖蜜价格占生产成本近 4 成	20
图表 32: 公司毛利率与糖蜜价格高度相关	20
图表 33: 公司期间费用稳步回落	21
图表 34: 广告投放符合 C 端发展需求	21
图表 35: 公司员工构成	21

图表 36: 调味发酵行业毛利率对比	22
图表 37: 调味发酵行业净利率对比	22
图表 38: 调味发酵行业 ROA 对比	22
图表 39: 调味发酵行业 ROIC 对比	22
图表 40: 调味发酵行业存货周转率对比	23
图表 41: 调味发酵行业资产周转率对比	23
图表 42: 调味发酵行业销售费用率对比	23
图表 43: 调味发酵行业研发费用率对比	23
图表 44: 安琪酵母国内份额领先	24
图表 45: 酵母产能初期投入较高	24
图表 46: 酵母行业为重资产模式	24
图表 47: 资本支出驱动业绩增长	24
图表 48: Q1Q4 季节性采购支出较大	25
图表 49: 环保运营费用率逐年提升	25
图表 50: 公司经销商持续扩容	26
图表 51: 公司线上业务占比逐年提升	26
图表 52: 公司线上线下业务毛利率趋近	26
图表 53: 公司海外业务稳健增长	26
图表 54: 安琪研究院支撑公司技术提升	27
图表 55: 安琪研究院支撑公司技术优势领先行业	27
图表 56: 糖蜜供给增长较为缓慢	28
图表 57: 公司扩产带来糖蜜需求提升	28
图表 58: 糖蜜供给端决定机制	28
图表 59: 甜菜播种面积受糖价影响直接	29
图表 60: 甘蔗播种面积滞后于糖价走势	29
图表 61: 糖蜜需求影响因素	29
图表 62: 2015 年糖蜜行业需求分布	30
图表 63: 2021 年糖蜜行业需求分布	30
图表 64: 2020 年酿造酒精产能回升	30
图表 65: 木薯、玉米、糖蜜价格对比	30
图表 66: 水解糖原料占总供给比例较低	31
图表 67: 水解糖成本构成	31
图表 68: 折旧小幅影响毛利率水平	31
图表 69: 未来 3 年折旧占营收比重预测	31
图表 70: 公司近期提价梳理	32
图表 71: 美元升值带来汇兑收益	32
图表 72: 海外业务毛利率与汇率正相关	32

图表 73: 9 月 CCFI 综合指数较高点回落近 40%	33
图表 74: 2019 年前运输费率中枢 3.8%	33
图表 75: 欧洲天然气价格同比仍处于高位	33
图表 76: 乐斯福、英联马利欧洲工厂	33
图表 77: 公司营收测算汇总 (百万元)	34
图表 78: 公司营收测算汇总 (百万元)	35
图表 79: 安琪酵母绝对估值测算	35
图表 80: 公司 PE-Band	36

1 投资聚焦

➤ 研究背景与核心逻辑

酵母行业国内市场趋于稳定，安琪酵母市场份额近 60%，当前公司竞争目标已从国内转向海外市场。同时国内业务端，伴随防控政策放开，B 端复苏预期转好；成本端通过水解糖替代糖蜜以及糖蜜成本回落，公司毛利率亦有改善空间，公司明年业绩有望迎来拐点。

➤ 不同于市场的观点

市场认为：疫情反复下，终端烘焙消费场景受损，部分产品作为可选消费产品，消费需求复苏迟缓；海外业务盈利困难，公司成长陷入瓶颈；公司扩产能带来大量折旧，短期公司净利率承压。

我们认为：根据 8 月终端消费数据反馈，疫情好转后，餐饮复苏，终端烘焙门店需求快速回升的逻辑得到验证。12 月起伴随疫情防控政策放开，第一波疫情冲击后，终端经营韧性有望增强，国内酵母需求基本盘预计逐渐复苏。公司产能扩张带来的折旧提升预计在明后两年降低公司 2% 左右毛利率，但成本端糖蜜价格回落以及水解糖替代，叠加提价效应逐渐兑现，能有效对冲折旧压力；同时 2022 年美元走强利好公司海外业务发展。综合来看，公司正走出盈利低谷，业绩增速明年有望迎来拐点。

➤ 核心假设

1. 上游成本端，2023 年糖料作物播种面积提升叠加公司采用水解糖替代工艺减少糖蜜需求，2023 年公司综合成本低个位数回落。
2. 国内消费需求复苏，海外俄乌冲突延续驱动公司海外业务走强，国内外业务双重改善。

➤ 业绩预测

我们预计未来三年酵母海外市场扩容以及国内酵母衍生品多元化发展是公司主要营收增长点，预计核心的酵母及深加工品未来三年营收分别为 94.76/111.14/122.57 亿元，同比增速分别为 18.69%/17.29%/10.28%，未来三年 CAGR 为 15.36%。

➤ 核心看点

短期来看：糖蜜成本预期回落，国内业务毛利率修复；美元升值、海运费回落，公司海外、出口业务持续高增。

中期来看：B 端需求回升，烘焙行业回暖，国内基本盘复苏；公司海外业务抓住战略机遇扩容市场份额。

长期来看：公司海外份额仍然偏低，未来目标提升国际市场份额。同时公司国内业务在立足酵母核心单品之外，依靠技术优势持续扩容产品矩阵，未来发力酶制剂、保健品、动植物营养等衍生品，打开第二成长空间。公司对菌类研发运用具有长期技术储备，近期切入 PHA 项目，未来生物合成领域大有可为，技术及规模优势下有望转型为生物合成行业 CXO 型公司。

2 安琪酵母：行业后起之秀，比肩百年国际巨头

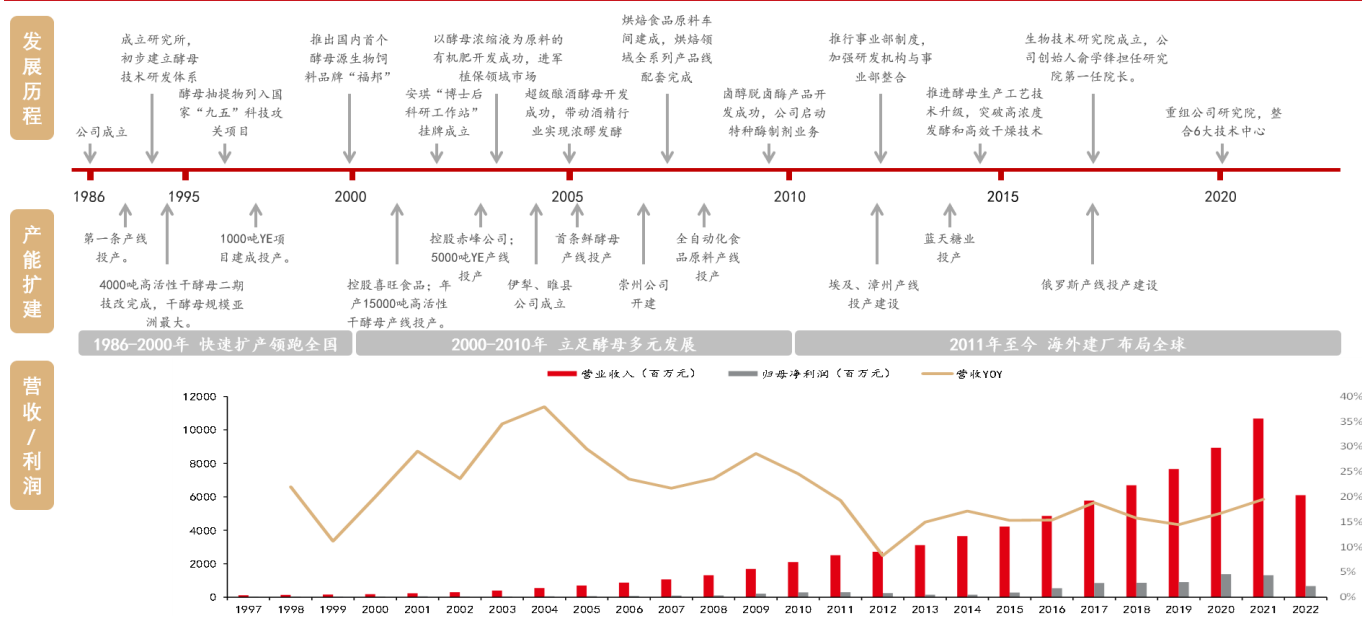
公司成立于1986年，是国家重点高新企业、国内酵母行业龙头、国际第二大酵母生产商。公司主营业务聚焦酵母及深加工品，当前已覆盖烘焙发酵面食、食品调味、酿造、保健品、动植物营养、微生物营养等领域。公司目前在国内外设厂12座，响应国家“一带一路”建设号召，在埃及、俄罗斯布局开展境外业务，销售规模国内领跑、国际第二。

十四五期间，公司战略上立足酵母同心多元化，聚焦酵母及衍生品、健康食品、营养保健、生物技术、新型包材五大产业，公司目标“十四五”末收入突破200亿元。

2.1 历史沿革：36年风雨兼程，后发先至比肩国际巨头

公司成立于1986年，历经36年发展，当前已成为销售规模稳坐国内第一、全球第二的行业绝对龙头。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

公司发展历程主要分为3个阶段：

第一阶段：1986-2000年，起步扩产阶段。公司创立于1986年，前身为宜昌市食用酵母基地，由中国科学院、湖北省科委、湖北省计委三家联合申报立项，后于1997年改制为国有独资公司、1998年进行股份制改革。公司发展初期受区位因素限制，远离主要消费市场，公司实施差异化策略，发力中式面点酵母，推广替代老面发酵，在华北地区打开市场，并进一步全国化推广。在此期间，公司多次扩产与技改，1994年干酵母产能已跃居亚洲第一。

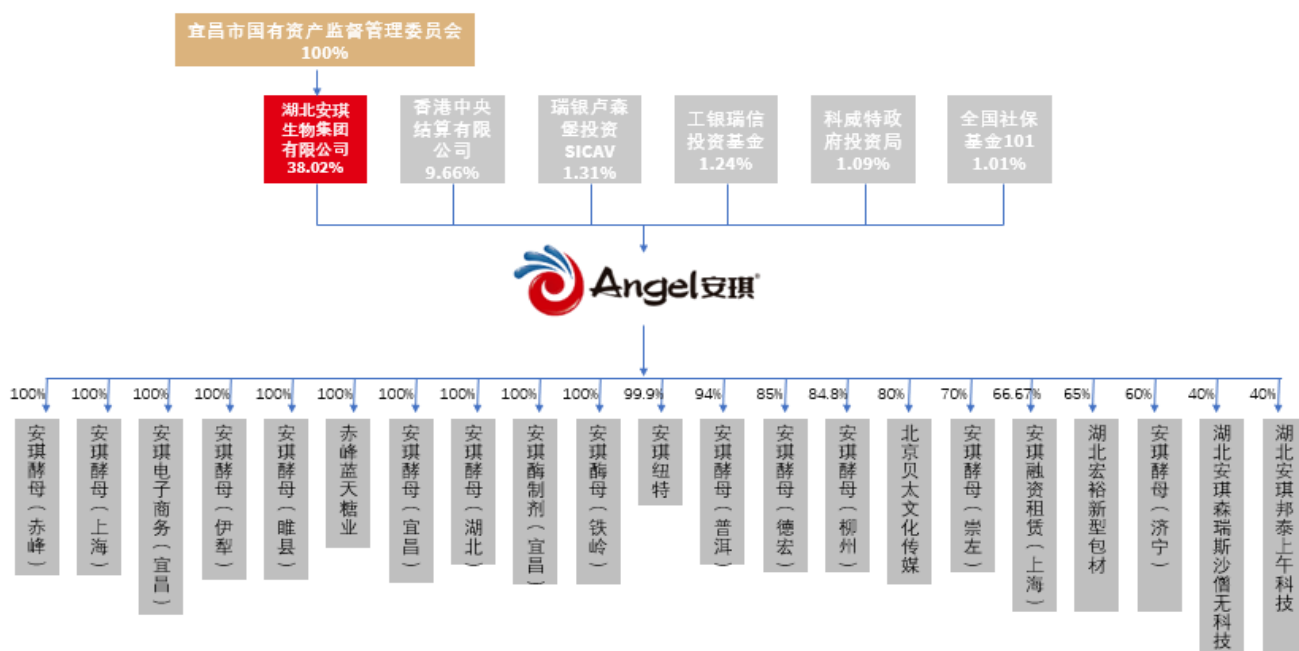
第二阶段：2000-2010年，多元发展阶段。2000年公司成功登陆A股市场，此后伴随酵母业务规模坐稳国内第一，公司业务范围逐渐从酵母向其衍生品扩展。公司在2002年挂牌成立博士后研究站，不断强化技术领先优势，并借此涉足酵母抽提物（YE），切入调味品行业，随后进一步覆盖生物饲料、有机肥、酿酒酵母、酶制剂等品类，期间公司通过并购控股不断强化上下游产业链基础。公司在多元化发展的同时，仍不断强化核心业务技术实力，在2007年完成烘焙领域全系列产品线覆盖，行业龙头优势稳固。

第三阶段：2011 年至今，布局全球阶段。2010 年之前公司经历高速发展近 20 年，但伴随国内市场逐渐饱和，营收增速回落至 20% 以下，随后公司开启全球化布局。2011 年，在埃及投产首个海外工厂，2017 年在俄罗斯投产第二座海外工厂，截至 2021 年公司在全球建有 12 家工厂，酵母类产品总产能接近 32 万吨，位居亚洲第一、全球第二。当前公司在国内市场份额超 60%，增长空间逐渐饱和，但海外市场份额仅在 10% 左右，成长空间广阔，公司海外市场目标中亚、非洲、东南亚等发展中国家，未来力争国际市场份额继续提升。

2.2 股权架构：背靠宜昌国资委，管理团队深耕行业

公司是湖北地方性国企，背靠宜昌市国资委，股权架构稳定。公司大股东为湖北安琪生物集团有限公司，持股占比为 38.02%，实控人为全资控股安琪生物集团的湖北宜昌市国资委。公司整体股权架构稳定，除大股东外其他持股超 1% 的主体均为机构投资者、国家主权基金、社保基金等，资本市场长期看好公司发展潜力

图表2：公司背靠宜昌市国资委，股权架构稳定



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司管理层平稳换届，多位公司元老构成公司新团队。2019 年公司原董事长俞学锋先生到龄退休，由熊涛先生接任，同时管理层平稳过渡。从履历看，新管理层多为公司元老人物，历任公司内多项职务，陪伴公司多年成长，对战略规划、发展思路、未来目标均有较为清晰的定位和认知。稳定且经验丰富的管理团队为公司冲刺十四五目标打下良好基础，同时从持股情况看，公司管理层与核心骨干均有持股，与公司利益方向一致。

图表3：公司管理层行业经验丰富

管理层	职务	年龄	履历
熊涛	董事长	54	本科，正高级工程师，中共党员。历任湖北宜昌磷化工工业集团公司常务副总经理，宜昌楚磷化工有限公司董事长、总经理，湖北兴发化工进出口有限公司董事长，宜昌兴发集团有限责任公司党委委员，湖北兴发化工集团股份有限公司常务副总经理。现任湖北安琪生物集团有限公司党委书记、董事长、总经理，安琪生物科技有限公司法定代表人、总经理，安琪酵母股份有限公司党委书记、第八届董事会董事长。
肖明华	总经理	55	在职硕士研究生，副高级工程师，中共党员。历任宜昌食用酵母基地副主任兼工程部部长，湖北安琪生物集团有限公司党委委员、总经理。现任湖北安琪生物集团有限公司党委副书记、董事，安琪酵母股份有限公司总经理、党委副书记、第八届董事会董事。
刘劲松	副总经理	52	本科，中共党员。曾任安琪酵母股份有限公司总经理助理兼烘焙国际事业部党支部书记、总经理，安琪酵母(湖北自贸区)有限公司法定代表人、执行董事、总经理。现任安琪酵母股份有限公司总经理助理兼国际业务中心党支部书记、总经理，安琪酵母(湖北自贸区)有限公司法定代表人，安琪酵母(上海)有限公司执行董事。
覃光新	财务负责人	52	大学本科，正高级会计师。曾任安琪酵母股份有限公司财务部部长，湖北安琪生物集团有限公司纪委副书记、纪委会办公室主任，现任安琪酵母股份有限公司财务负责人、总经理助理，拟任湖北宏裕新型包材股份有限公司第三届董事会非独立董事。
高路	董事会秘书	46	本科，中共党员。曾任安琪酵母股份有限公司证券部副部长。现任安琪酵母股份有限公司证券部部长、证券事务代表。
覃先武	总工程师	53	在职硕士研究生，正高级工程师，中共党员。曾任宜昌市食用酵母基地主任助理、生产部经理，湖北安琪生物集团有限公司党委委员，安琪酵母股份有限公司副总经理、安全管理者代表、安全总监。现任安琪酵母股份有限公司副总经理。

资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

股权激励绑定核心骨干，为十四五末 200 亿营收目标保驾护航。公司于 2021 年首次推出股权激励，以 24.4 元/股授予限制性股票 878 万股，占总股本 1.07%。激励计划授予对象覆盖面广泛，涵盖副总经理、董事会秘书、总会计师、核心技术人员和管理骨干在内共计 734 人。此次激励大范围绑定公司中层以上技术、管理人员，激发员工活力，为公司在十四五末达成 200 亿营收目标打下基础。

图表4：公司股权激励绑定核心骨干

授予对象	职务	授予数量 (万股)	占授予比 例	占公司总股本比 例	业绩考核要求
石如金	副总经理	3	0.34%	0.0036%	2020-22 年净资产现金回报率 (E0E) 不低于 26%/27%/28%；以 2017-2019 年业绩均值为基数，2020-22 年净利润增长率不低于 50%/55%/60%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平；以 2017-2019 年主营业务收入均值为基数，2020-22 年主营业务收入增长率不低于 25%/38%/50%；2020-22 年资产负债率不高于 45%/50%/50%。
覃先武	副总经理	3	0.34%	0.0036%	
梅海金	董事、副总经理、总会计师	3	0.34%	0.0036%	
周帮俊	董事会秘书、副总经理	3	0.34%	0.0036%	
王悉山	副总经理	3	0.34%	0.0036%	
吴朝晖	副总经理	3	0.34%	0.0036%	
核心技术人员、管理骨干 (728 人)		860	97.95%	1.04%	
合计 (734 人)		878	100%	1.07%	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 主营业务：酵母为核心，同心多元扩容产品矩阵

公司产品矩阵以酵母为核心，完成对烘焙与中华面食行业全覆盖，产品矩阵涵盖烘焙酵母、烘焙原料、中点原料、改良剂、膨松剂、调味品等基础原料、生产加工相关产品。

图表5：公司完成对烘焙行业全覆盖



资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

公司在聚焦酵母及深加工产品的基础上，施行同心多元化发展战略，不断扩展酵母相关产品矩阵，当前已涉足酵母衍生品、YE、酿造、动植物营养、微生物营养、保健品、酶制剂、水产营养等相关行业，其中YE、酶制剂、营养等业务是公司未来发展的重要增长点。

图表6：公司不断扩展酵母相关产品矩阵

领域	相关产品	相关产品简介
食品调味	酵母抽提物 YE	酵母抽提物是一种酵母的加工制品，一种天然的食品配料。在国标《酵母加工制品 GB/T20886.2》中，明确其食品属性身份，没有添加范围和限量的要求。
微生物营养	酵母浸出物 YEF、酵母蛋白肽	酵母浸出物富含蛋白质、多肽、氨基酸、核苷酸、维生素、微量元素等营养成分，可作为生物工程研究试剂，微生物优质培养基的重要组成部分
酿造与生物能源	酿酒酵母、酒曲、功能菌	高耐性酵母主要应用于食品、酿酒、饲料、生物能源等行业。功能微生物提升了白酒、黄酒产品风味和健康度，“高浓醪和清洁生产”技术推进了全球新能源技术进步，风土酵母及酵母源发酵辅料为葡萄酒注入新动能。
特种酶制剂	核酸酶、脱氨酶、面品改良用酶、动植物蛋白水解用酶	核酸酶、脱氨酶可增鲜、提高核酸利用率，满足客户高 I+G 抽提物生产需求。蛋白水解系列用酶能够专一、高效水解各类（植物、动物、微生物）蛋白，提高原料蛋白利用率，改善特征风味。面制品改良系列用酶系列产品能够规范小麦粉质量，改善面包及烘焙制品产品品质，提升中华传统面点品质。
动植物营养	饲用高活性酵母、酵母源生物有机肥	公司开发和推广饲用酵母、酵母水解物、酵母细胞壁、酵母硒等酵母衍生物和相关应用技术，服务于畜禽、水产、反刍、宠物、特种养殖等多个应用领域。对酵母代谢产物资源化综合利用，开发和推广有机肥料、生物有机肥料、水溶性肥料、有机-无机复混肥料等酵母源新型肥料，应用于农产品和有机农作物种植、土壤修复与水产动保等领域。
人类营养	酵母蛋白粉、益生菌、酵母硒	酵母是一种单细胞有益菌，具有“三低四优”的特点，低脂、低糖、低热量，不含胆固醇；富含优质蛋白、完整的维生素 B 群、优质矿物质和优质膳食纤维，是一种纯天然、的均衡营养食品，是人类理想的营养源。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

持续并购整合，完善烘焙行业上下游产业链。在上下游产业链衍生上，公司通过不断纵向并购整合，于 2001 年控股喜旺食品、2010 年控股湖北宏裕包材、2012 年兴建赤峰糖厂，当前已涉足糖业、乳制品、包装材料、烘焙设备、融资租赁、电子商务等行业，为公司同心多元化战略下的全产业链发展完善业务版图。

图表7：同心多元化衍生业务



资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

图表8：酵母相关深加工品



资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

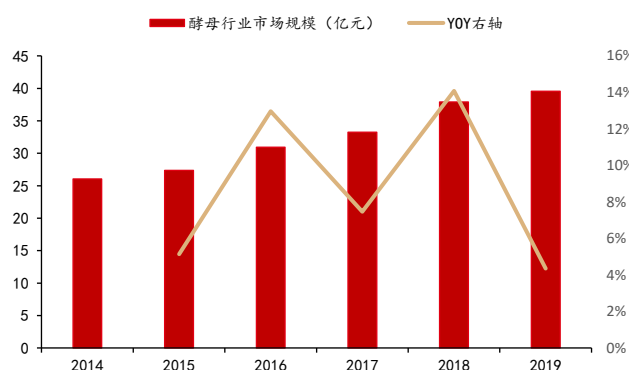
3 酵母行业：国内需求放缓，海外空间广阔

3.1 酵母行业规模：增速放缓，步入成熟期

酵母被人类用于发酵食品和酿酒的历史悠久。19 世纪中期，酵母已实现工业化生产，当前酵母及其深加工产品被广泛用于烘焙发酵，调味品，酿造，动植物营养，保健品等领域。未来，我国酵母深加工品发展方向有望根据两会提出的“大食物观”方向，沿着向植物动物微生物要热量、要蛋白，全方位多途径开发食物资源的路径发力，缓解我国蛋白质资源短缺的问题，未来酵母行业成长空间有望进一步打开。

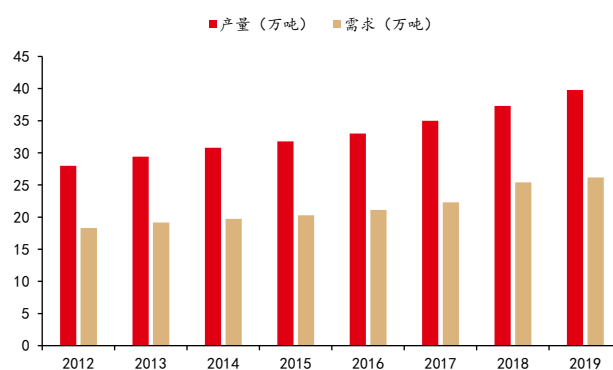
我国酵母行业在下游烘焙与酿酒需求增长驱动下，市场规模稳步提升。根据华经产业研究数据，2019 年我国酵母行业规模为 39.57 亿元(含抽提物后整体约 110 亿元)，同比增长 4.35%，2014-2019 年 5 年复合增速为 8.73%。从供需数据看，2019 年我国酵母行业产量为 39.4 万吨，2012-19 年 7 年复合增速为 5.15%；需求量为 26.17 万吨，2012-19 年 7 年复合增速为 5.23%，整体产销增速匹配。当前，我国酵母行业需求量低于产量，部分产能用于出口海外市场，行业已进入成熟阶段。预计伴随下游需求增速放缓，行业整体复合增速将保持中个位数增速。

图表9：2014-19 年我国酵母行业规模



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

图表10：2012-19 年我国酵母产销数据



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

3.2 酵母产业链：上游原料价格周期性波动，下游应用场景广泛

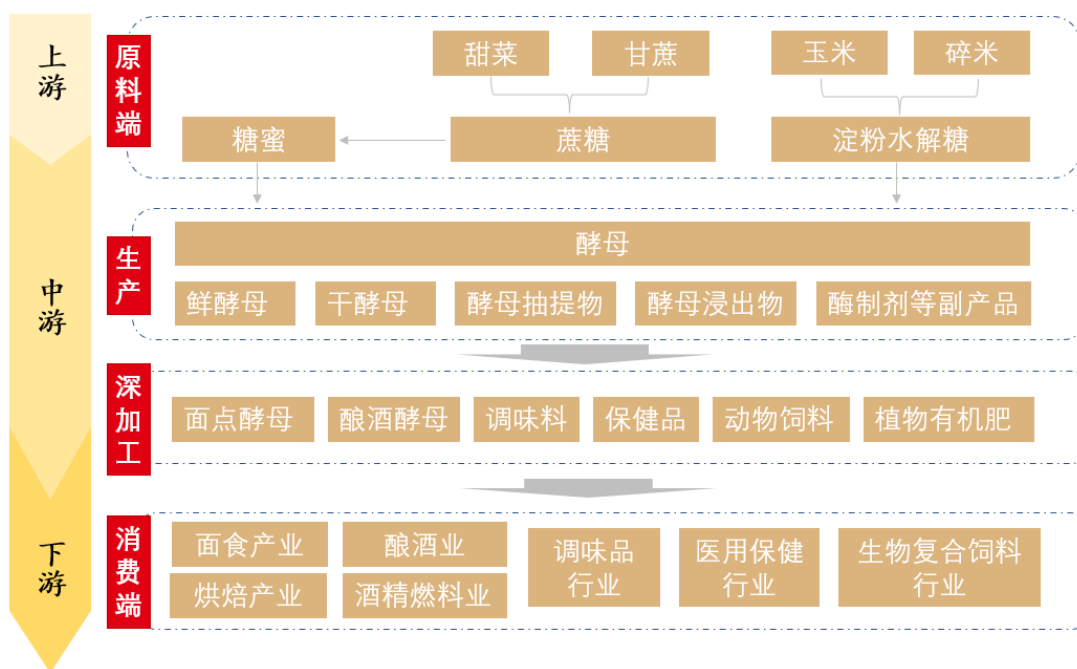
酵母行业上游原料呈现周期性供给波动，下游应用场景广泛、增量空间充足。从酵母行业及上下游产业链看，上游是甜菜、甘蔗等糖作物种植业，制糖所产出的副产物糖蜜为酵母生产中的核心原料，整体供给受糖料作物产量影响，呈现周期性波动。

中游为酵母生产以及深加工企业，主要生产包括酵母、酵母抽提物及酵母衍生品等中间产物，当前行业竞争格局稳定，三大龙头占据国内超 8 成市场份额。

行业下游应用场景广泛，主要包括烘焙、发酵面食、调味品、动物饲料、酿酒、化妆品、医疗保健品等领域。

从应用领域看，传统的烘焙面点、酒精酿造行业发展相对成熟，需求逐渐饱和；饲料养殖、生物发酵等新兴领域市场空间宽广；酵母衍生品在风味、营养、健康等领域应用的广度和深度有望进一步拓展。

图表11：酵母行业上下游产业链分解



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所整理

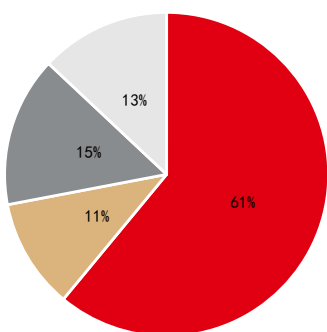
3.3 竞争格局：小行业、大公司，竞争格局稳定

全球酵母行业市场空间较小，行业集中度较高，竞争格局稳定。2021 年我国酵母行业市场 CR3 为 87%，其中安琪在国内已有产能 31 万吨，占据 61%份额稳居第一，乐斯福和英联马利占比分别为 15%和 11%位居二、三名。

国际酵母市场规模约 350 亿元，安琪当前份额位居行业第二，预计在疫情影响、俄乌冲突、海外能源供给波动等因素影响下，安琪主要竞争对手受影响较大，公司有望加速抢占海外市场份额。

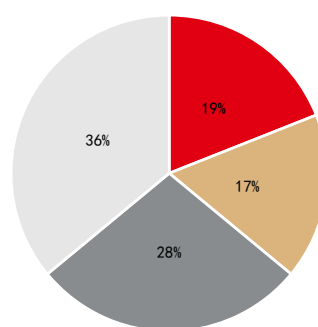
图表12：国内酵母行业公司份额

■ 安琪酵母 ■ 英联马利 ■ 乐斯福 ■ 其他



图表13：国际酵母行业公司份额

■ 安琪酵母 ■ 英联马利 ■ 乐斯福 ■ 其他



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

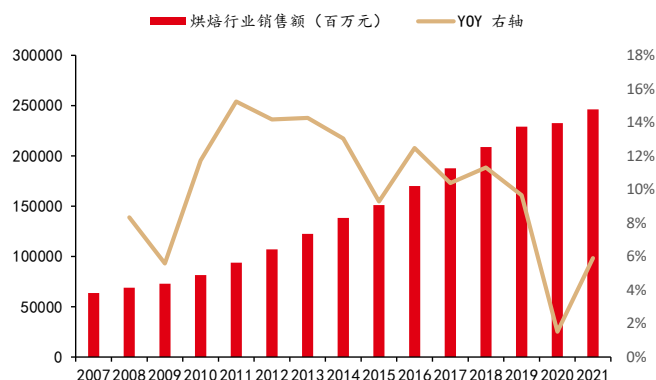
资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

3.4 行业空间：对比海外酵母成长空间充足，衍生品应用场景广阔

- 烘焙行业需求稳定，占据酵母主要需求

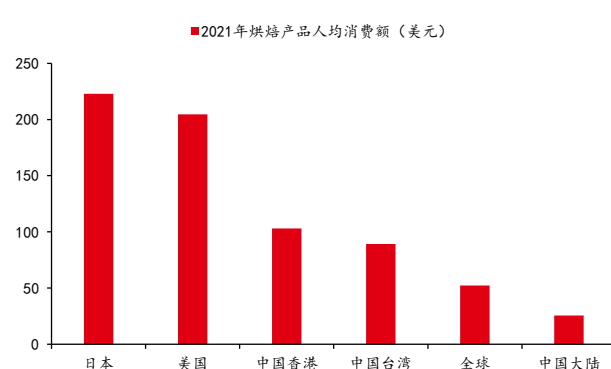
消费水平提升、西餐文化渗透共同驱动烘焙行业进入高速成长期。据欧睿国际数据，2021 年我国烘焙行业零售额为 2462 亿元，同比增长 5.90%，2016-2021 年 5 年复合增速为 7.69%。同时根据欧睿预计，2026 年我国烘焙行业规模有望达到 3700 亿元，2021-2026 年 5 年复合增速为 8.49%。从人均消费量看，2021 年我国烘焙人均消费额仅为日本的 1/10，全球平均的 1/2，同时也低于饮食文化习惯接近的台湾、香港等地区，未来增量空间仍然广阔。

图表14：烘焙行业近 5 年复合增速为 7.69%



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

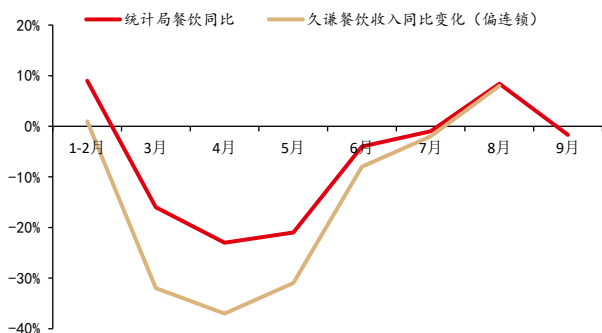
图表15：各国人均烘焙食品消费量对比



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

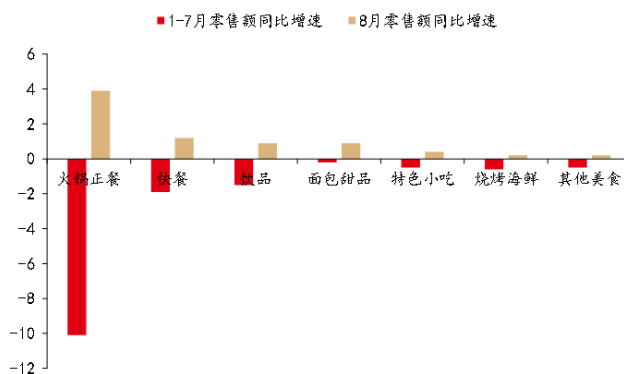
烘焙品受疫情影响小，疫后复苏弹性大。2020 年起，国内烘焙市场受疫情影响较为严重，但 2020 年增速仍然收正为 1.52%，B 端烘焙门店、工厂开工率相对较低但需求端保持一定韧性。根据跟踪一二线城市商圈线下销售的久谦数据，2022 年 8 月份终端消费数据反馈，烘焙需求处于复苏阶段，行业整体韧性更优于 2021 年。对比 2022 年 1-7 月以及 8 月复苏时期各类餐饮业态同比增速，面包甜品在 1-7 月同比仅下滑 0.2%，为各细分品类最低；而 8 月同比 +0.8%，增速优于特色小吃、海鲜烧烤等品类。

图表16：连锁餐饮疫情后修复弹性更大



资料来源：久谦，中邮证券研究所

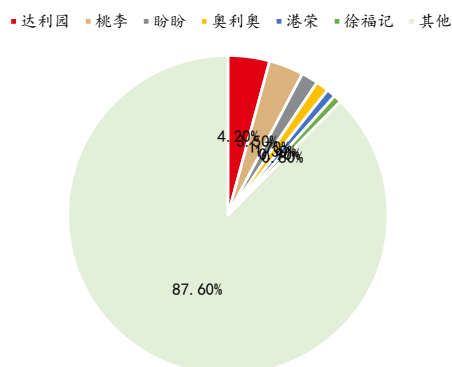
图表17：面包甜品受疫情影响小，复苏弹性大



资料来源：久谦，中邮证券研究所

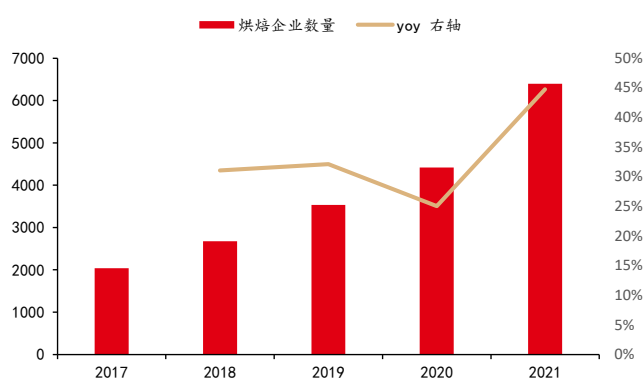
烘焙行业下游集中度较低，新消费催化下各类烘焙品牌进入行业，上游酵母公司议价能力较强。根据华经产业数据，2017-2021 年我国烘焙相关企业注册量快速增长，企业注册量从 2040 家增长至 6395 家，年均复合增长率约为 33%，下游烘焙产业快速发展带来酵母需求提升。同时，由于我国经济发展地域性不均衡，烘焙行业受到配送半径限制，行业内公司数量众多且普遍具有区域性限制，并未产生全国性品牌，市场集中度低。根据欧睿国际数据，2021 年我国烘焙 CR5 仅为 11.6%。由于烘焙行业进入壁垒较低，处于完全竞争状态，多数企业规模偏小，具有较强的地域属性，作为酵母行业下游主要需求端，烘焙行业较低的集中度为上游龙头公司提供较好的议价能力，因此公司历次提价均较为顺畅。

图表18：烘焙行业集中度较低



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

图表19：烘焙行业公司数量



资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

➤ 抽提物 YE 接棒酵母，第二成长曲线空间广阔

YE 作为食品增鲜剂在海外已广泛运用，国内渗透度仍相对较低。YE 是国际上广泛运用的食品调味品增鲜原料，主要以酵母为原料，通过生物降解制成，核心成分为多肽、氨基酸、呈味核苷酸、维生素及微量元素。由于 YE 具有纯天然的特点，其在国内被定义为食品而非添加剂，因此是天然调味料。

YE 在国外生产运用已有近 70 年历史，下游应用场景广泛，市场成熟渗透度较高，海外需求旺盛。在食品端应用中，YE 通常作为酸水解植物蛋白和味精的替代品，其中在日韩 YE 已明确用于替代传统调味料，作为新一代高端调味添加物在食品中应用。

公司当前是全球规模最大的 YE 生产商，合计 YE 产能近 9 万吨，同时也是 YE 国家标准的起草方。目前国内 YE 应用场景主要为食品工业，包含方便面料包、鸡精、酱油、肉制品、食用香精、调味汁等产品，但总体渗透度仍然偏低，未来替代空间广阔。

图表20：安琪 YE 应用手册

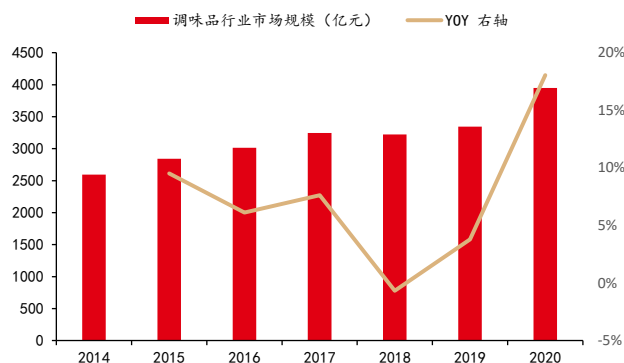
应用领域	用量%（以干计）	特点
方便面	0.5-3	增强鲜味及醇厚感，丰富风味
家用调料、鸡精、汤料	0.8-5	改进风味、提高营养
肉制品	0.3-1	增强醇厚感、肉鲜味
酱油、醋、蚝油、调味汁	0.3-5	增强鲜味、平衡口感、减弱刺激臭味、酸味
酱类、风味酱	1-5	增强鲜味及醇厚感
香精香料基质	1-20	为香精提供反应氨基酸、增强口感
膨化食品、休闲食品、饼干	0.3-5	提高风味、上色好、产生高级感
火锅底料	0.6-2	掩盖肉腥味、增强醇厚感
素食、榨菜、泡菜、咸菜	0.1-0.3	增强鲜味、掩盖异味、异臭
餐饮	0.06-0.3	用于浇汁、增强鲜美感
生物发酵培养基	0.3-3	提供氮源和微量元素

资料来源：安琪酵母抽提物应用手册，中邮证券研究所

当前 YE 下游主要替代空间来源为调味品中替代味精等传统增鲜剂的需求，乐观预测有 150% 增长空间。根据艾媒数据，2020 年中国调味品行业市场规模达到 3950 亿元，同比增长

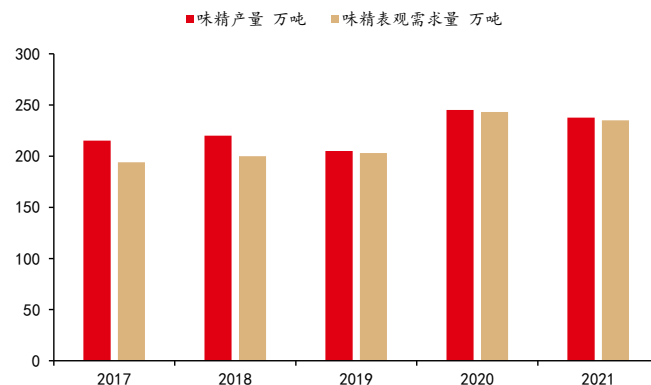
18.1%，调味品需求稳健增长间接带动味精需求提升。YE 可广泛用于替代调味品中的其他增鲜剂，且由于其食品属性并非添加剂，无用量限制。酵母抽提物 YE 鲜味是 I+G 的 4 倍，而 I+G 鲜味是味精的 3 倍，假设 1:10 替代味精需求，我国 2021 年味精产量为 238 万吨，完全替代折合 YE 新增 23 万吨需求，安琪当前 YE 产能约 8-9 万吨，增量空间近 150%。

图表21：调味品行业增速稳健



资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

图表22：我国味精需求规模较大

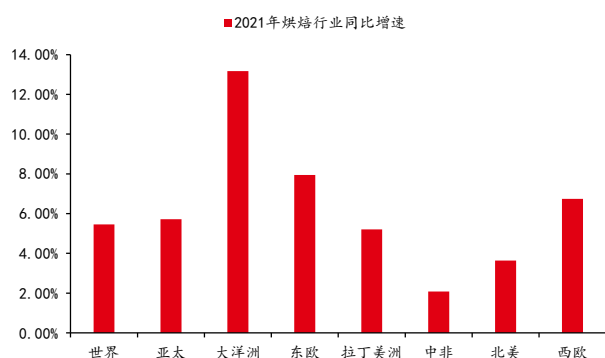


资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

3.5 产销地域分布不均，发展中地区是需求蓝海

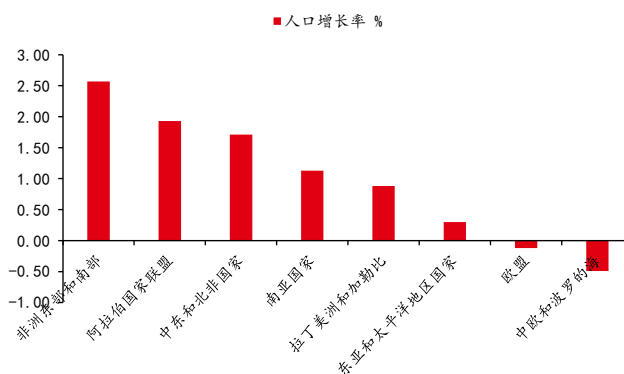
全球酵母产能、需求出现地域性错配。公司年报披露 2021 年全球酵母总产能约为 190 万吨，其中乐斯福、英联马利、安琪分列行业前三位。分地区看，酵母始于欧美，产品在西方发达国家渗透度较高，因此全球 65% 的酵母产能分布在欧美国家，终端市场开发渗透充分，年均增速为低个位数，未来的市场的蓝海主要在渗透度相对较低且人口增速较高的亚洲和非洲。产销存在地区性分布不均的背景下，公司当前已在埃及、俄罗斯设厂，目标覆盖东欧、非洲、中亚等蓝海市场。

图表23：大洋洲东欧烘焙市场增速较高



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表24：中东、非洲人口增长潜力较高



资料来源：ifind，中邮证券研究所

亚洲、非洲、东欧是未来酵母需求新增量。从人口增量看，2021 年阿拉伯、东非、中东、南亚地区人口增速均超过 1%，且增速远高于西欧、东亚等酵母渗透度较高的发达地区。同时，亚非地区烘焙市场正处于高速发展的成长阶段，酵母产品渗透度偏低，市场需求仍未充分挖掘。

从需求品类看，欧美等成熟市场基础酵母产品应用成熟，且常用产品为鲜酵母或酵母乳与公司主营的干酵母差异较大，市场增长潜力有限，未来主要通过酵母衍生品如 YE、酶制剂等

产品挖掘更多细分应用场景。而非洲、亚太等区域人口增长快，烘焙产品消费需求处于上升阶段，基础酵母市场短期需求增长空间广阔，同时公司主打的干酵母相较于半干、鲜酵母对冷链和冷柜陈列需求较低，更为契合发展中国家以及赤道国家需求。

4 公司分析：同心多元化发展，国内国外双轮驱动

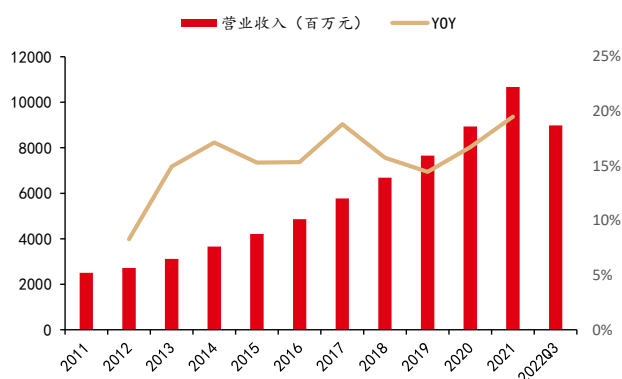
公司以酵母为核心，通过“酵母+衍生品”的同心多元化模式扩容产品矩阵，进一步扩大应用场景，覆盖更多终端应用场景。2021 年公司营收过百亿，近三年营收复合增速达 16.88%，伴随国内多元发展以及国际市场拓新，双轮驱动下公司营收规模提速。从财务视角看，公司多项经营数据均处于调味发酵品行业领先水平。

4.1 财务分析：营收提速，利润波动

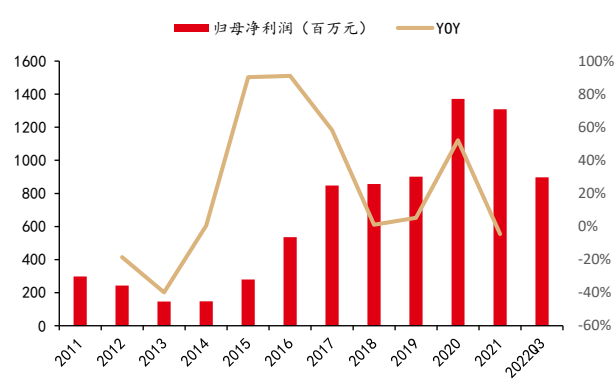
2020 年起疫情催化 C 端需求，公司营收增速回升，归母净利润增速呈现波动。2021 年公司实现营收 106.75 亿元，同比增长 19.50%，近 3 年营收 CAGR 为 16.88%；实现归母净利润 13.09 亿元，同比下滑 4.59%，近 3 年归母净利润 CAGR 为 15.17%。公司营收规模伴随产能扩张稳步增长，其中 C 端业务在疫情催化下近 2 年略有提速。净利润水平主要受上游主要原料糖蜜价格、糖价、产能折旧、汇率、税率等多重因素影响，呈现周期性波动。预计伴随上游糖料种植进入新周期，成本有望回落，毛利率修复驱动下，公司净利润增速有望回升。

短期疫情影响下需求稳健，未来 B 端场景复苏叠加成本回落，业绩弹性可期。公司 2022 前三季度实现营收 89.83 亿元，同比增长 18.29%；归母净利润 8.97 亿元，同比下滑 11.87%。单 Q3 实现营收 28.92 亿元，同比增长 22.55%；归母净利润 2.29 亿元，同比增长 20.59%。营收端公司短期受疫情小幅影响，部分需求从 B 端烘焙企业和门店转移至 C 端家庭，销量回落均价提升。盈利端，伴随糖蜜价格行至历史高位以及产品结构中低毛利的制糖等业务占比提升，公司毛利率同比下滑 4.41pct 至 25.18%。预计伴随餐饮需求逐季复苏，叠加上游成本回落，公司业绩有望复苏。

图表25：2020 年起公司营收提速



图表26：盈利能力呈现周期性波动



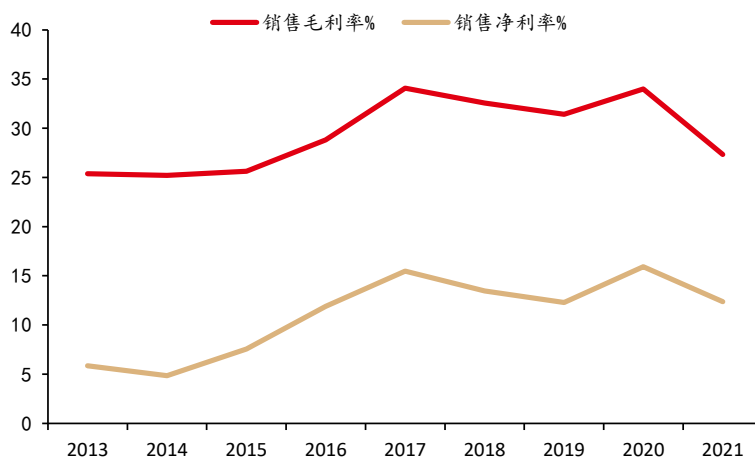
资料来源：ifind，中邮证券研究所

资料来源：ifind，中邮证券研究所

短期成本高涨抑制公司毛利率、净利率水平，两者呈现周期性波动。2021 年，公司毛利率为 27.34%，较 2017 年高点的 34.07%（同口径下）下滑 6.73 个百分点，核心原料糖蜜价格突破历史高位叠加能源、运输等其他成本普涨，公司毛利率水平降至近 5 年最低水平。2021 年，公司净利率为 12.38%，较 2017 年的 15.46% 下滑 3.08 个百分点，在毛利率下滑的背景下，公司通过部分费用管控缓解盈利能力下行压力，净利率降幅较毛利率相对较小。

短期看，公司核心原料糖蜜价格在行业采用水解糖替代以及新榨季糖作物产量预期提升的双重利好下有望逐渐回落，毛利率水平预计在明年得到修复。长期看公司产品矩阵扩容、毛利率相对较高的酵母深加工品是未来国内业务主要增长方向，公司毛利率存在提升空间；而伴随公司新一轮扩产后产能爬坡，折旧占比降低，公司净利率有望持续提升。

图表27：公司毛利率和净利率

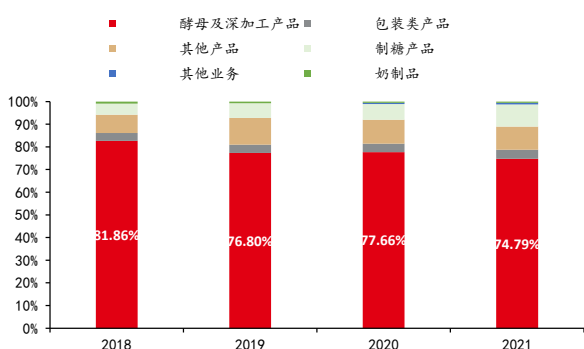


资料来源：ifind，中邮证券研究所

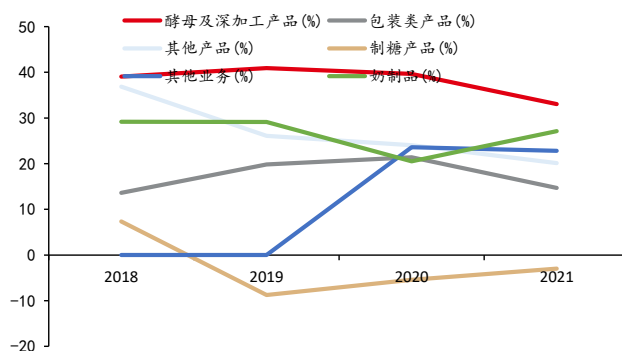
分业务看，酵母及深加工品为公司核心业务，贡献公司近 75% 营收。公司营收占比中，酵母及深加工产品是贡献营收的核心。2021 年，公司酵母及深加工品/包装/其他产品/制糖/奶制品分别贡献营收 79.84/4.19/10.89/10.51/0.63 亿元，占比分别为 74.79%/3.93%/10.21%/9.84%/0.59 亿元。公司核心的酵母及深加工品业务仍是业绩增长主要驱动力，2021 年同比增长 15.10%，近三年复合增速 13.41%；而制糖业务近年增速最高，2021 年同比增长 68.39%，近三年复合增速 47.98%。

分各业务毛利率看，酵母及深加工品毛利率水平最高，制糖业务持续亏损。2018-2020 年酵母及深加工品毛利率稳定在 40% 左右浮动，2021 年起由于核心原料糖蜜价格高涨，酵母业务毛利率下滑至 33.02%。制糖业务伴随 2019 年起食糖价格进入下行周期，近三年持续亏损，但从毛利率看伴随近期糖价走高，亏损幅度逐年收窄。

图表28：酵母及深加工品占比逐年下降



图表29：公司各业务毛利率水平



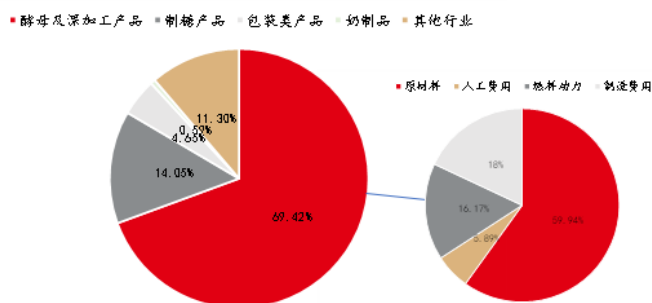
资料来源：ifind，中邮证券研究所

资料来源：ifind，中邮证券研究所

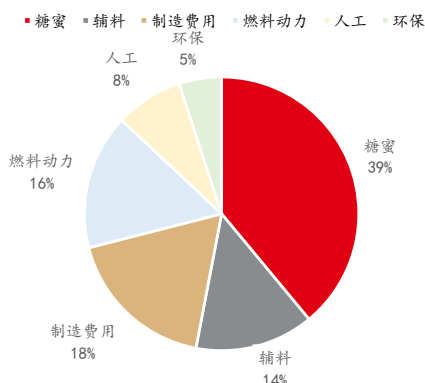
成本端，公司核心原材料糖蜜占总成本约 30%。2021 年，公司酵母及深加工/制糖/包装三大业务成本占比分别为 69.42%/14.05%/4.65%，其中酵母业务中原材料/燃料/制造成本占比分别为 59.94%/16.58%/18.64%。我们估算酵母生产中糖蜜成本占比约 39%，综合来看糖蜜成本占

公司营业总成本近 3 成。此外，由于酵母行业为重资产、高能耗行业，公司 2021 年燃料动力/制造费用分别占总成本的 14.52%/17.09%

图表30：2021 年公司成本构成



图表31：糖蜜价格占生产成本近 4 成

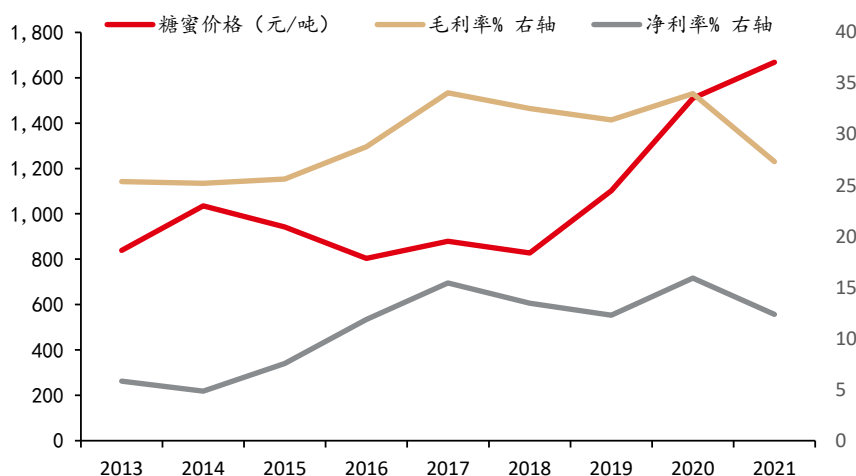


资料来源：ifind，中邮证券研究所

资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

糖蜜价格波动对公司毛利率影响较大。2013-2021 年，公司毛利率与糖蜜价格呈现较强负相关性，其中糖蜜价格低点如 2016-2018 年期间公司毛利率上行，而 2020 年起糖蜜价格大幅提升后公司毛利率出现较大下滑。且由于糖蜜作为食糖生产的副产品，供给端受糖料作物产能影响，呈现一定周期性；而需求端由于酵母行业扩产与疫情催化酒精需求提升双重影响，糖蜜需求增幅高于供给，短期价格提升下公司毛利率承压。

图表32：公司毛利率与糖蜜价格高度相关



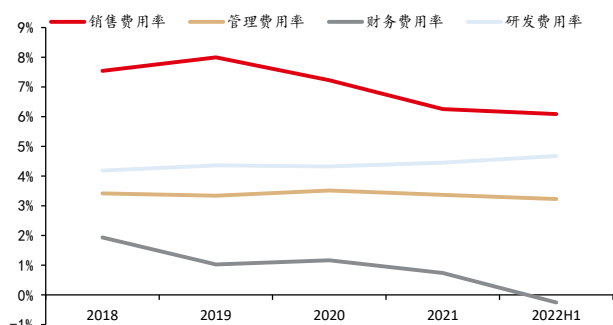
资料来源：公司公告，ifind，中邮证券研究所

费用端，公司期间费用率稳中有降，近 3 年销售、财务费用率持续改善。2021 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.26%/3.37%/0.74%/4.45%，较 2018 年（同口径下）分别为-1.28/-0.05/-1.19/+0.27 个百分点，期间费用率整体较 2018 年的高点下降 2.25 个百分点。其中，研发费用率持续提升，我们认为公司主要在酵母深加工品等衍生业务上持续加大研发投入，不断强化公司技术领先优势，为公司同心多元化发展战略提供技术支撑。

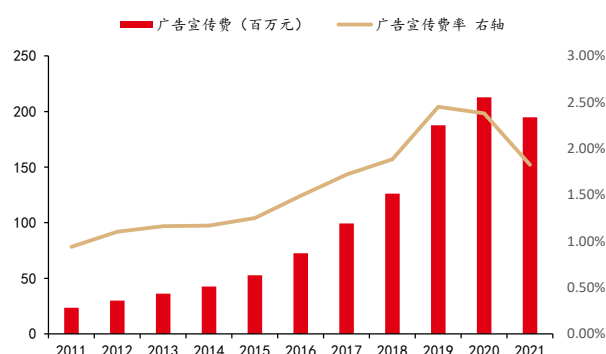
公司广告宣传费投入伴随 C 端扩展逐年提升。2021 年，公司广告宣传费为 1.94 亿元，广告费用率为 1.82%，近 5 年公司广告投入接近翻倍。2011-2021 年期间，公司广告宣传费用率从 0.94% 提升至 1.82%，其中 2020 年广告费用达到历史高点的 2.13 亿元。由于疫情催化下，

居家烘焙带动部分酵母需求从 B 端向 C 端转移，公司为推广适合 C 端的小包装家庭产品，在广告费用投入上加大投放符合终端推广诉求

图表33：公司期间费用稳步回落



图表34：广告投放符合 C 端发展需求

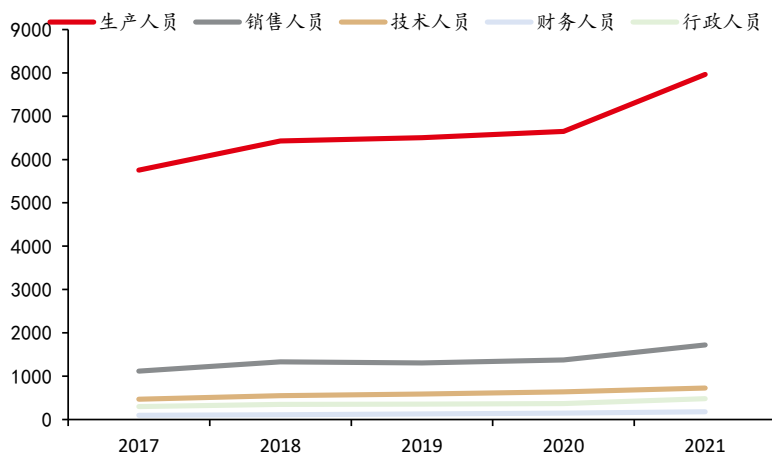


资料来源：ifind，中邮证券研究所

资料来源：ifind，中邮证券研究所

公司人员构成中生产人员为主，2021 年占比近 72%，销售人员增速较高。从趋势看，2021 年公司人员大幅扩容 20%，其中生产/销售/技术人员同比分别增长 19.77%/24.93%/14.06%。主要由于 2021 年公司调整披露口径改为全口径员工人数，同时由于 2020 年起公司再次进入扩产周期，为匹配产能扩张，公司各类型人员需求均有提升。其中，为大力扩展海外业务，公司销售人员呈现较高增速，较 2018-2020 年的 1300 多人增至 2021 年的 1719 人。

图表35：公司员工构成



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

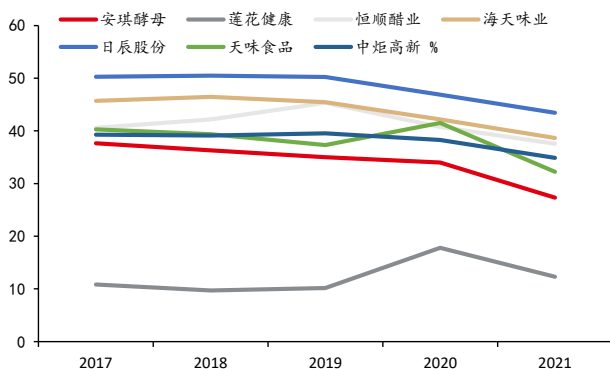
4.2 同业对比：稳健运营，研发投入领先全行业

公司毛利率、净利率较为稳定，处于调味发酵品行业中游水准。调味发酵品行业在 2020 年起普遍受到大宗品价格上行带来的原料成本压力影响，毛利率普遍承压。其中，毛利率较高的海天味业/日辰股份 2021 年毛利率较 2020 年分别下滑 3.5/3.4 个百分点，安琪酵母由于核心原料糖蜜价格涨幅相对更高，毛利率同比下降 6.7 个百分点。2021 年安琪酵母毛利率为 27.34%，由于公司以 B 端业务为主，毛利率低于多数调味品公司，仅优于主营味精等基础调味品原料的莲花健康。

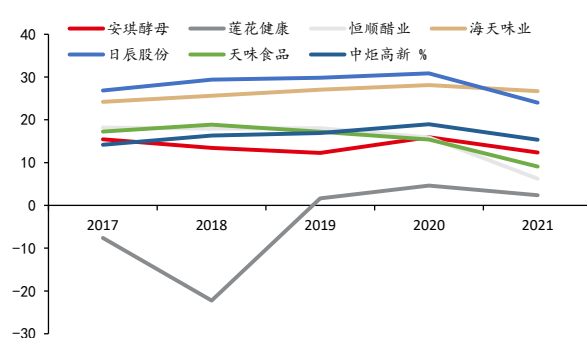
公司 2021 年净利率为 12.38% 与天味食品、中炬高新接近，位居行业中游，较 B/C 两端业务平衡发展的海天有较大差距，同时也低于 B/C 端占比类似的日辰股份。公司 2020 年受益疫情催化带来的 C 端需求增长驱动，公司净利率小幅上行，但 2021 年起伴随毛利率承压以及扩产带来的折旧提升，净利率短期预计处于低位。

由于调味发酵品行业不同类型产品间应用场景、需求群体、原料构成均有差异，行业间公司的毛利率、净利率水平难以直接比较，但安琪酵母作为偏 B 端的公司，且当前仍处于全球化布局阶段，未来毛利率、净利率未来伴随全球化带来的成本改善、产能提升，均有改善空间。

图表36：调味发酵行业毛利率对比



图表37：调味发酵行业净利率对比

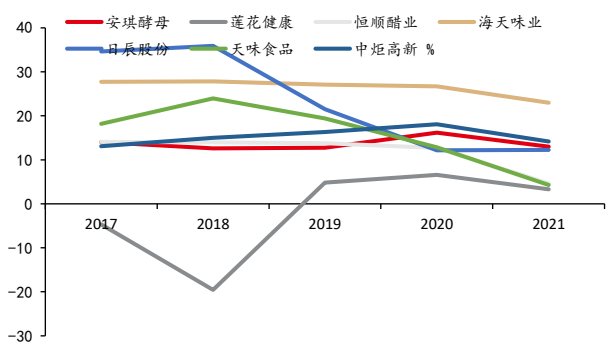


资料来源：ifind，中邮证券研究所

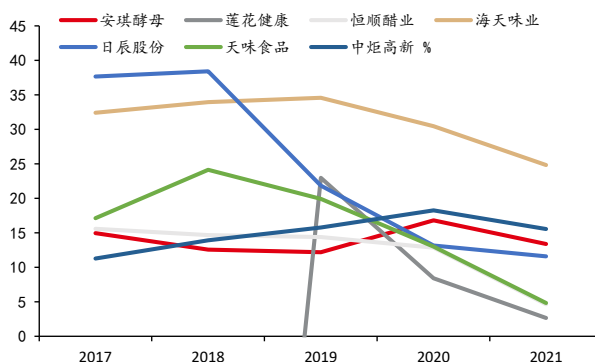
资料来源：ifind，中邮证券研究所

公司 ROA、ROIC 位于行业中上水平。公司 2021 年 ROA、ROIC 分别为 13.00%/13.37%，与行业龙头海天味业的 22.97%/24.83% 有较大差距，与日辰股份较为接近，较其他可比公司两项数据仍处于行业中等水准。从趋势看，公司两项指标近 2 年略有下滑，主要由于公司在 2020 年起开启新一轮产能扩张，资产和资本投入进入上行周期。同时，当前公司新增产能普遍逐渐投用，当前仍在产能爬坡期，预计未来伴随产能利用率提升，公司毛利较高的酵母深加工品等占比提升带来的产品结构升级，利润逐渐回升有望带动公司 ROA、ROIC 修复。

图表38：调味发酵行业 ROA 对比



图表39：调味发酵行业 ROIC 对比



资料来源：ifind，中邮证券研究所

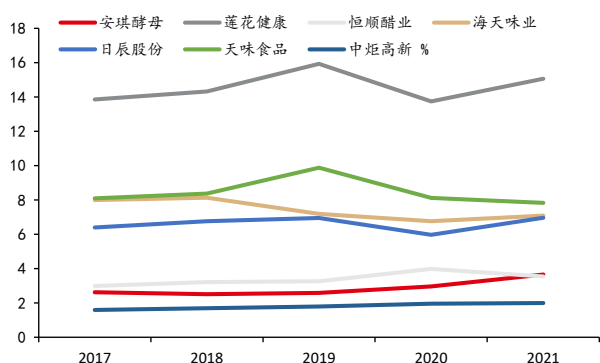
资料来源：ifind，中邮证券研究所

公司存货周转率较低。2021 年，公司存货周转率为 3.66，莲花健康为 15.06 行业领先，酱油头部公司海天以及复调料公司天味、日辰位居行业中游，分别为 7.09/7.83/6.96。我们认为，公司存货周转率较低主要由于公司存货中原材料糖蜜占比较高，同时糖蜜主要于年末集中采购，因此公司存货周转率相对偏低。

公司资产周转率位居行业前列。公司 2021 年资产周转率为 0.88，仅次于莲花健康的 0.96 位列第二。公司资产周转率伴随扩产周期提升，公司在 2020 年进入新一轮产能扩张周期，部

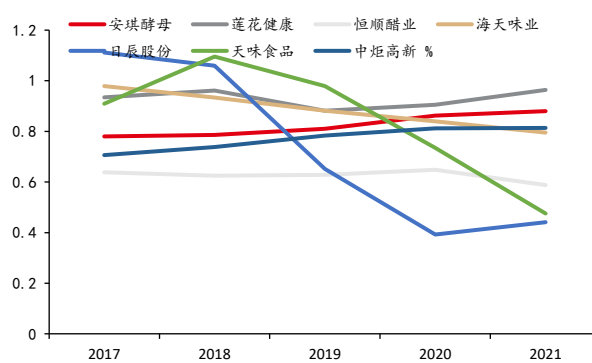
分产能尚处于爬坡期，预计伴随公司国内业务逐渐复苏，海外业务份额提升，公司资产周转率将有望继续提升。

图表40：调味发酵行业存货周转率对比



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表41：调味发酵行业资产周转率对比

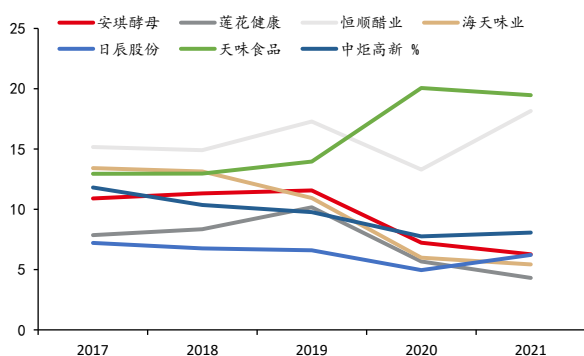


资料来源：ifind，中邮证券研究所

公司销售费用率处于行业中游。2021年，公司销售费用率为6.26%，行业前二天味食品、恒顺醋业销售费用远高于其他公司，费用率分别为19.47%/18.15%。2021年公司销售费用率与客户结构类似的日辰股份接近，为6.1%，同比下降0.97个百分点。2021年伴随公司毛利率承压，公司在广告投放等支出上与海天等公司类似进行收缩，销售费用率同比回落。

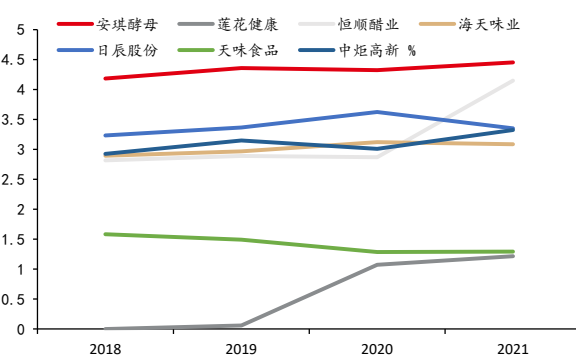
公司研发投入行业领先。2021年，公司研发费用率为4.45%，在行业可比公司中位居第一，行业可比公司研发费用率普遍保持稳中有降的趋势，主要由于传统调味品普遍技术工艺较为成熟，研发投入相对较小。而安琪酵母当前主营的酵母产品在国内市场逐渐饱和，未来业绩新增动力预计依靠酵母深加工衍生品为发力点，因此研发投入逐年加大

图表42：调味发酵行业销售费用率对比



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表43：调味发酵行业研发费用率对比



资料来源：ifind，中邮证券研究所

5 规模+渠道+技术，三重优势构建深厚护城河

安琪酵母作为行业龙头，历经36年发展，在酵母及深加工品行业具有规模领先、渠道完善、技术领先三重优势，小行业大公司的格局下，未来强者恒强，公司在酵母行业具有较强壁垒和掌握部分定价权。

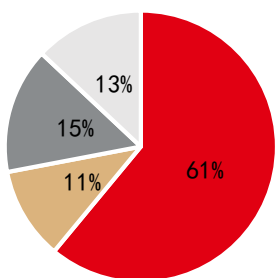
5.1 产能规模：酵母行业重资产特性，规模领先铸造高壁垒

先发优势叠加并购整合，公司依靠规模领先打造深厚护城河。公司所处的酵母行业为重资产运营模式，通过早期不断扩产以及并购整合，当前公司已占据国内 60% 市场份额，龙头地位夯实。同时，从行业格局看，酵母市场规模较小，2020 年全球酵母行业规模为 350 亿左右，而国内的产值在百亿左右，在行业需求稳定增长的背景下，同业公司难以短期进行大额资本投入扩张规模的同时保持稳定投资回报，因此行业竞争格局较为稳定。

行业初期投入较高，回报周期较长，中小型企业难以大幅扩产。根据公司历次产能扩张项目看，2.5 万吨的酵母产能需投资 7 亿，建设及回报周期合计约 7-9 年，中小型企业普遍难以负担初期资金投入。

图表44：安琪酵母国内份额领先

■ 安琪酵母 ■ 英联马利 ■ 乐斯福 ■ 其他



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表45：酵母产能初期投入较高

项目	产能 (万吨)	投资额 (亿元)	动态回收期 (年)
酵母绿色生产基地	4.15	13.17	6.73
酵母项目	2.5	7.47	8.73
新型酶制剂	0.5	3.40	5.07
俄罗斯酵母扩产项目	0.8	2.02	5.6

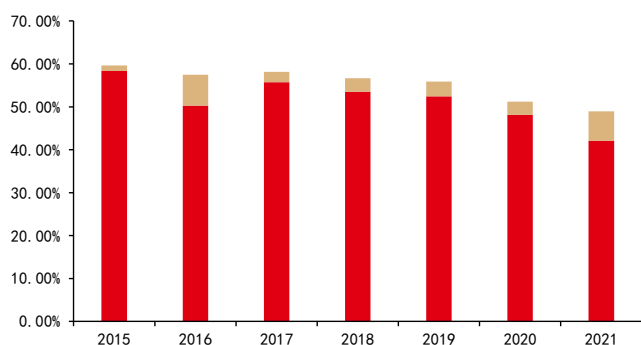
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

酵母行业重资产模式，固定资产占比较高。公司近年固定资产与在建工程占总资产比重均在 50% 以上浮动，因此酵母行业是典型重资产行业，生产设备等持续投入下的较大折旧带来较高的退出成本，进一步阻止行业第二梯队公司扩张。

行业业绩提升需通过更高的前置资本投入驱动。公司历次扩产周期需投入远超当期净利润收入的资本支出进行产能扩容，而业绩释放需滞后 1-2 年。如 2017-19 扩产周期，三年资本投入合计 27.66 亿元，期间三年净利润仅 27.32 亿元，而 2020 年公司净利润跃升至 14.22 亿元的新台阶。

图表46：酵母行业为重资产模式

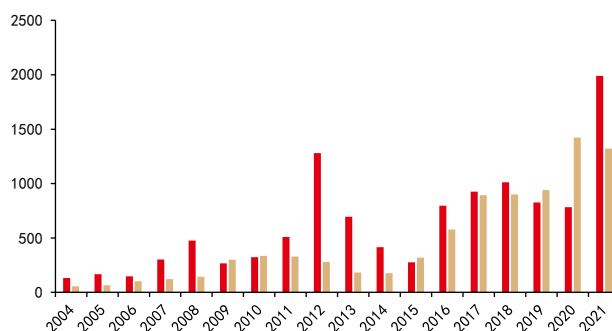
■ 固定资产占总资产 ■ 在建工程占总资产



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表47：资本支出驱动业绩增长

■ 固定资产投资 (百万元) ■ 净利润 (百万元)

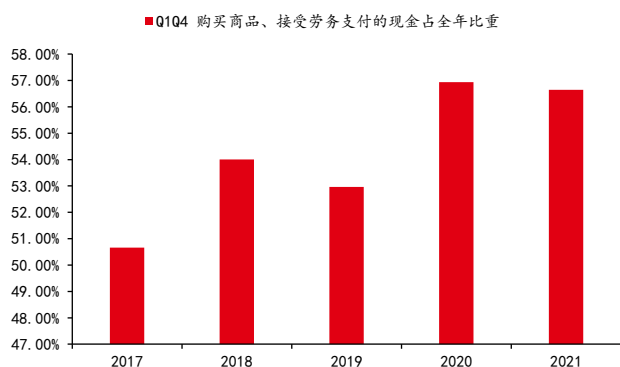


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

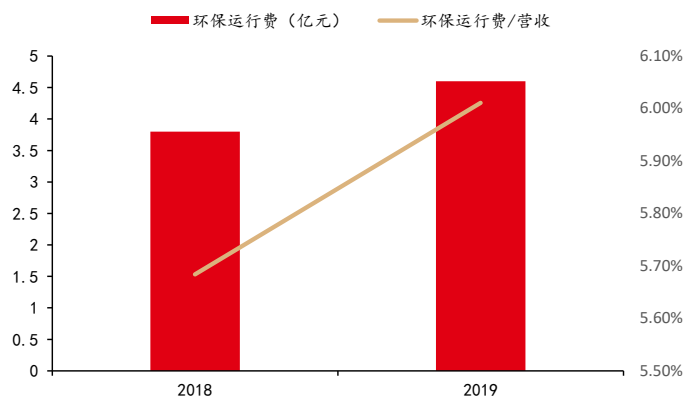
酵母行业核心原料采购具有周期性，对公司流动资金需求较高。2021 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 84.13 亿元，同时公司 Q1、Q4 购买商品、接受劳务支付现金为 47.66 亿元，占全年的 56.65%。主要由于公司主要原材料糖蜜需在年末榨季提前采购储备，因此非线性成本支出对行业公司流动资金需求较高。

酵母行业环保运营投入较高。酵母生产环节中三废以及噪音处理费用较高，2018/19 年公司环保运行投入分别为 3.8/4.6 亿，分别占营收的 5.68%/6.01%。同时，伴随国家对环保要求趋严，新增审批项目普遍为绿色环保项目，新增产能资金投入需求进一步提升，因此中小型企业扩产难度进一步提升。

图表48：Q1Q4 季节性采购支出较大



图表49：环保运营费用率逐年提升



资料来源：ifind，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

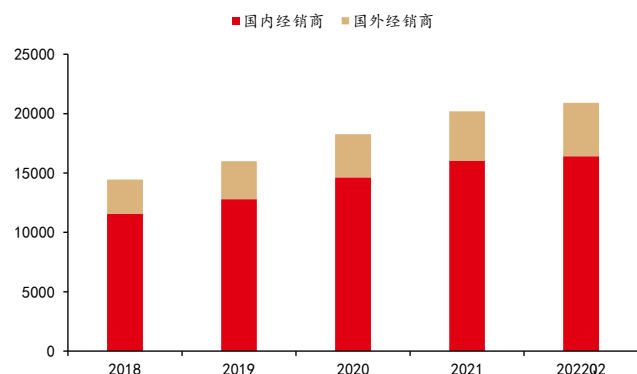
综合来看，酵母行业重资产模式运营下，公司凭借先发优势成为行业龙头，规模优势下行业竞争格局稳定。同时，由于酵母行业初期投入高，投资回报周期长，环保运营费用投入大，对资金需求较高，中小型企业难以进行大规模扩产。伴随公司产能提升和并购整合，未来强者恒强，市场份额有望进一步提升。

5.2 渠道布局：精细化渠道建设，多模式渗透终端市场

公司通过多种模式渗透终端市场，营销网络持续推进全球化布局。公司渠道端采用经销商代理、大客户直销、线上电商等模式，其中 B 端占比约 80%，主要通过经销商+直供对接，产品以大包装烘焙原料、YE、微生物和动植物营养为主；C 端占比 20%，采用经销、直销或电商平台等渠道，产品以小包装家庭烘焙酵母、烘焙原料为主。

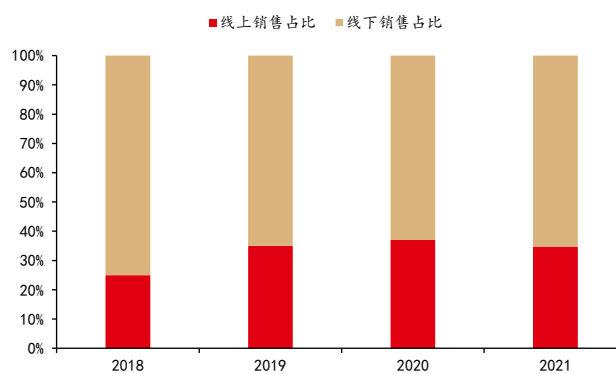
分模式看，公司三种主要渠道模式各有差异。公司经销商渠道当前已打造覆盖全球的销售网络，设立 13 个国内销售组织以及 6 个海外事业部。2022H1，公司国内外经销商合计为 20915 家，其中国内/外分别为 16406/4509 家，近 3 年复合增速分别为 11.59%/12.74%。2021 年，公司销售人员为 1719 人，同比增长 24.93%，销售团队规模持续扩容有助于为经销商提供更为精细化服务，强化经销商运营能力。大客户直销模式则针对 B 端工业客户，主要为面食烘焙、酿酒、饲料等业务的核心大客户。由于工业客户订单需求量大且相对稳定，公司采用直销模式可根据客户特定需求开发针对性产品、降低渠道推广费用。线上渠道则主要为协助公司构建完善“线上与线下”协同互动、“垂直平台和第三方平台”并行的发展需求；当前公司已搭建烘焙垂直电商平台、安琪官方商城及博试生等自有电商平台，并在主流第三方电商平台开设店铺，实现全网、全渠道覆盖。2021 年，公司线上营收为 36.82 亿元，占总营收的 34.71%，2020 年起疫情催化 C 端烘焙热情，家庭需求带动公司线上收入占比提升。

图表50：公司经销商持续扩容



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表51：公司线上业务占比逐年提升

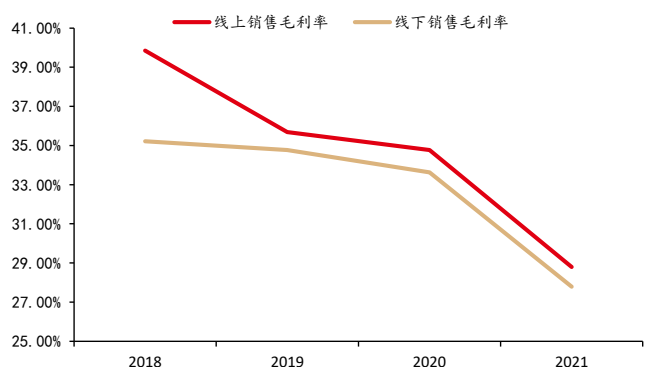


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

分渠道看，公司线上业务占比逐年提升。2021 年，公司线上/线下业务营收分别为 36.82/69.25 亿元，占比分别为 34.71%/65.29%，2020 年后在疫情催化下，C 端需求增长带动公司线上业务高增，近 3 年复合增速为 30.60%，远高于线下 11.71% 的增长，近 3 年线上业务占比提升 9.74 个百分点。公司线上业务毛利率长期高于线下业务，但两者差距逐渐收窄，2021 年线上/线下毛利率分别为 28.79%/27.79%，两者毛利率差较 2018 年收窄 3.63 个百分点。

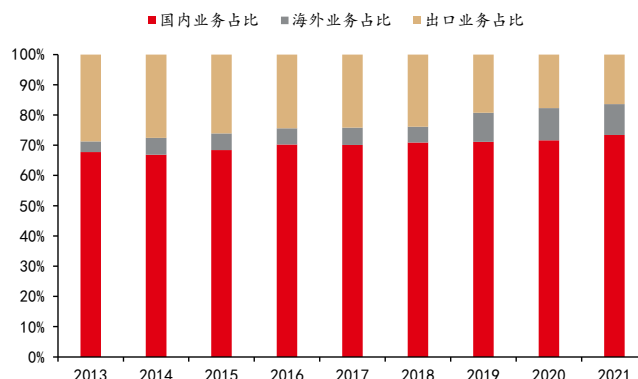
分地区看，公司国内市场仍是核心，海外业务稳步替代出口业务。2021 年，公司国内/海外/出口业务营收分别为 77.85/10.79/17.42 亿元，占比分别为 72.92%/10.11%/16.33%，近三年复合增速分别为 18.37%/25.35%/-11.66%，国内业务受益疫情催化增速稳健，海外业务伴随俄罗斯、埃及工厂产能扩张，逐渐替代出口业务份额。2010 年起，伴随公司开启全球化布局在埃及、俄罗斯先后建厂，海外业务保持稳健增长。展望未来，受俄乌冲突导致的欧洲能源危机、通胀等因素影响，公司海外竞争对手供应链、产能预计受损，公司海外+出口业务有望抓住战略机遇，齐头并举扩张份额。2021 年公司国内/国外业务毛利率分别为 30.71%/18.14%，其中国内业务毛利率在 30-40% 区间浮动，而国外业务长期低于 30%，公司国内业务毛利率水平长期优于海外业务，2020 年前伴随海外业务产能提升，规模效应带动下国内外毛利率差距逐渐收窄。但 2021 年，伴随糖蜜、海运费用高涨，人民币短期升值等因素影响，公司国外业务毛利率同比下滑 10.57 个百分点，当前伴随美元走强海外业务毛利率有望得到修复。

图表52：公司线上线下业务毛利率趋近



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表53：公司海外业务稳健增长



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5.3 技术优势：研发驱动产品差异化、多元化

公司研发体系完善，安琪研究所助力公司业实现差异化、多元化发展。1993 年，公司成立研究所，初步建立酵母技术研发体系。随后在近 30 年发展中，公司研发创新体系为公司获得授权发明专利 237 项，主导和参与制定酵母行业所有的国家和行业标准，并多次获得国家级、省级奖项。公司多元化产品如 YE、特种酶制剂、饲料营养、保健品等业务均为研究院研发项目驱动。

2020 年，公司重组研究院，整合各研究机构并设立酵母与酶技术中心、工业微生物与酿造技术中心、蛋白质营养与调味技术中心、生物农业技术中心、烘焙与中华面食技术中心、环保技术中心 6 大技术中心。公司当前已建立高层次产品技术研发平台（包括国家级企业技术中心、博士后科研工作站、CNAS 国家认可实验室、省级酵母工程中心、中试生产平台等），创新技术团队由多位享受国务院、省级政府津贴的专家为核心，打造从基础研发、产品开发、应用技术的多层次研发体系。

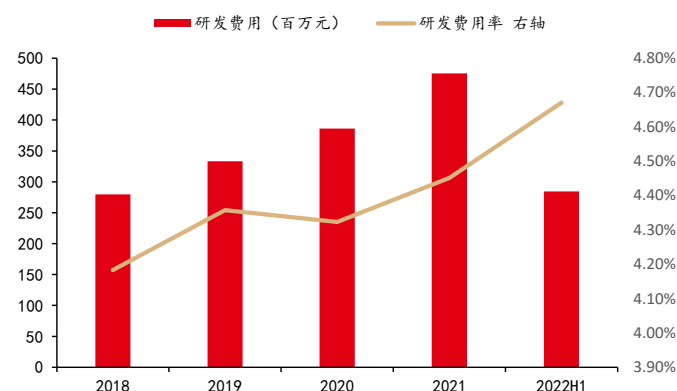
公司研发投入逐年提升，保持技术领先优势。2021 年，公司研发费用为 4.75 亿元，同比增长 23.05%，近 3 年复合增速为 19.33%，高于营收增速。公司研发费用率逐年提升，2022H1 为 4.67%，较 2018 年提升 0.49 个百分点。由于公司当前核心的酵母产品已占据国内较高市场份额，同时海外业务主要由产能和规模驱动，因此未来第二成长曲线主要通过酵母衍生品多元化发展驱动，同时公司与 B 端用户合作紧密，需要保持较高的研发投入来及时响应客户需求，短期来看，公司研发投入预计仍将保持较高水平

图表54：安琪研究院支撑公司技术提升



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表55：安琪研究院支撑公司技术优势领先行业



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

6 成本回落+产能提升+海外扩张，多重因素催化业绩改善

2022 年美元走强、欧洲能源危机、海外通胀压力高企等因素驱动下，公司海外业务迎来发展良机。同时展望 2023 年国内 B 端需求复苏预期转好，提价效果逐渐释放；水解糖替代糖蜜，成本压力改善，公司业绩有望迎来拐点。

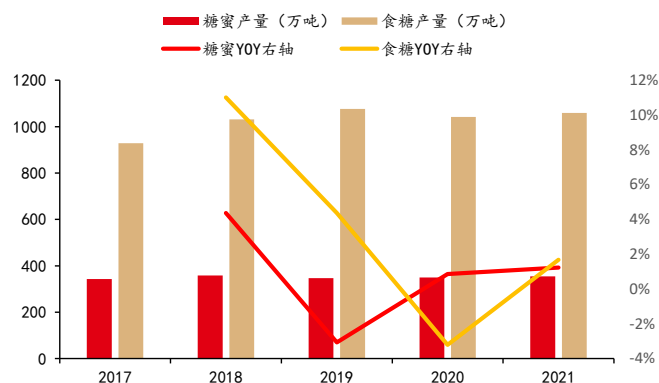
6.1 原料成本：糖蜜预期下行+水解糖替代，毛利率有望修复

➤ 糖蜜供给稳定，下游需求提速

我国食糖产量较为稳定，近 5 年在 900 至 1000 万吨左右浮动，而糖蜜作为制糖副产物，产量为食糖的三分之一左右，2021 年产量为 354.3 万吨，同比增长 1.23%，近 3 年复合增速为 -0.35%。

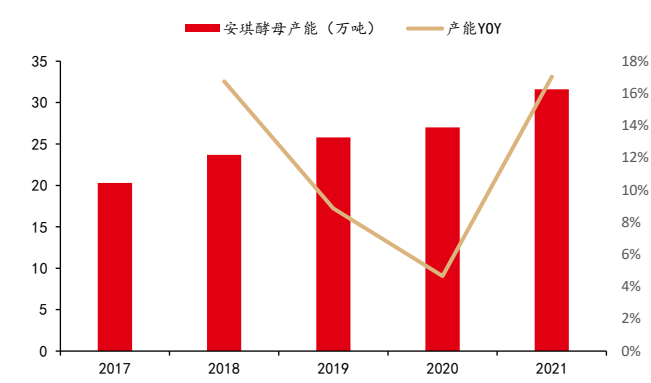
公司十四五末规划增至 40 万吨产能，2022-2025 年公司预计扩产 8.3 万吨，根据酵母产出和糖蜜需求比例 1:5 推算，需对应增长近 40 万吨糖蜜需求，年均糖蜜需求增长近 13 万吨，对应年均食糖产能需提升 40 万吨。从糖作物产量趋势，预计糖蜜未来 3 年供给增量难以满足公司扩产需求。

图表56：糖蜜供给增长较为缓慢



资料来源：观研天下、智研咨询，中邮证券研究所

图表57：公司扩产带来糖蜜需求提升

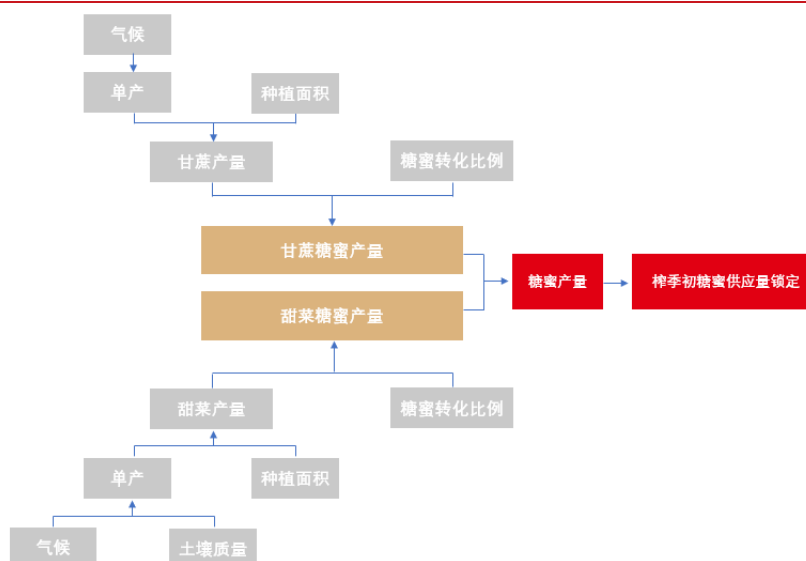


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

➤ 上游供给端甘蔗、甜菜产量影响糖蜜价格

糖蜜产量与上游主要糖料作物甘蔗、甜菜年产量直接关联，呈现周期性。甘蔗、甜菜糖蜜产量主要受到单产、种植面积、糖蜜转化三因素影响。首先，气候因素直接影响糖作物含糖量，进而影响单产，甘蔗主产区为南方云南、广西；甜菜主产区为北方内蒙新疆。种植面积上，甘蔗受宿根性影响，种植面积与产量具有 3 年左右周期性，对糖价反应相对滞后；而甜菜主产区位于北方，种植面积受糖价影响反应较为及时。两者糖蜜转化率与产糖量相关，在当前技术条件下均较为稳定。

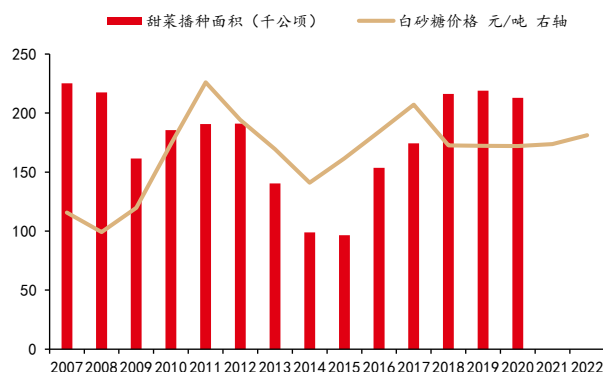
图表58：糖蜜供给端决定机制



资料来源：产业信息网，中邮证券研究所

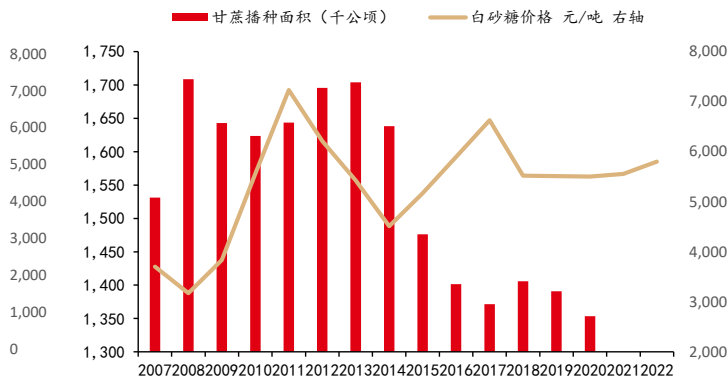
2020 年起，白砂糖价格上行预计带动糖料作物播种面积提升。糖料种植面积与糖价相关，2011-2014 年糖价进入下行周期，甜菜种植面积伴随糖价低迷同步降低，而甘蔗种植面积则滞后糖价顶点 2 年左右开始减产。2020 年起，糖价再次进入上行阶段，根据 2022/23 年北方甜菜榨季展望，内蒙甜菜产量预计提升 40%，而甘蔗种植面积预计仍保持平稳，明年播种面积有望进入扩产新周期，预计 2023/24 榨季糖产量回暖。

图表59：甜菜播种面积受糖价影响直接



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表60：甘蔗播种面积滞后于糖价走势

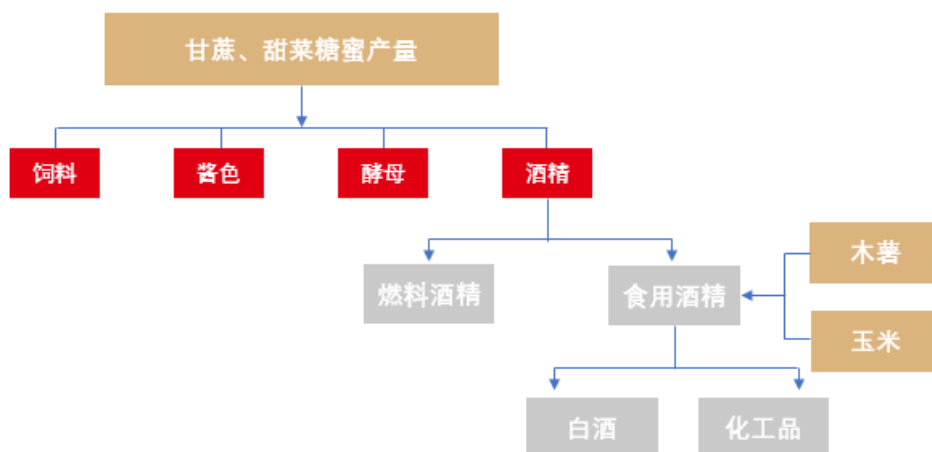


资料来源：ifind，中邮证券研究所

下游酒精需求提升，间接带动糖蜜价格高涨

糖蜜下游需求主要为酵母、酒精、饲料、酱色等，其中酵母的需求量占比最高。糖蜜需求主要与酵母、酒精等行业产量以及木薯、玉米价格相关。其中，酵母对糖蜜需求保持产能扩张对应 1:5 糖蜜的需求比例稳步增长。而酒精行业则主要依靠糖蜜酒精用于勾兑中低档白酒，但伴随我国白酒消费升级趋势，低端市场逐年萎缩，糖蜜酿酒需求降低。此外，玉米、木薯均可用于食用酒精的制造，对糖蜜具有替代性，两者价格低于糖蜜时，酿酒行业对糖蜜需求下滑。

图表61：糖蜜需求影响因素

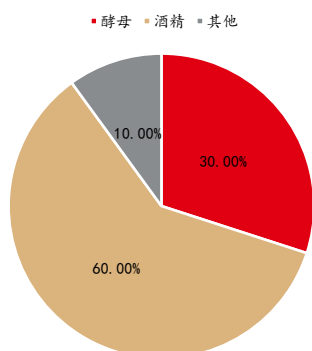


资料来源：产业信息网，中邮证券研究所

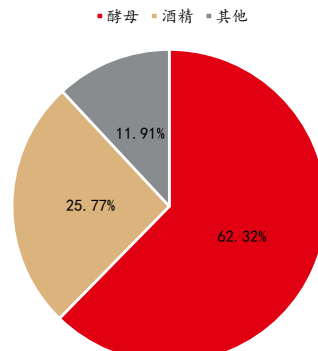
2015 年前，酒精酿造是糖蜜的主要下游需求，酒精/酵母/其他（酱色、饲料、水泥等）需求占比分别为 60%/30%/10%。2016 年后酒精酿造对糖蜜的需求下滑至 40%，主要由于三点因素：首先，玉米、木薯可替代糖蜜用于食用酒精酿造，2015 年后玉米价格回落，成本优于糖蜜；同时白酒市场消费升级，低端白酒需求疲软，对于食用酒精酿造需求下滑；此外 2015 年新环保

法实施提升糖蜜酿酒的环保运营费用，木薯玉米酿酒性价比相对更优。2021 年，糖蜜下游需求端，酵母/酿酒/其他产比分别为 62%/26%/12%。

图表62：2015 年糖蜜行业需求分布



图表63：2021 年糖蜜行业需求分布



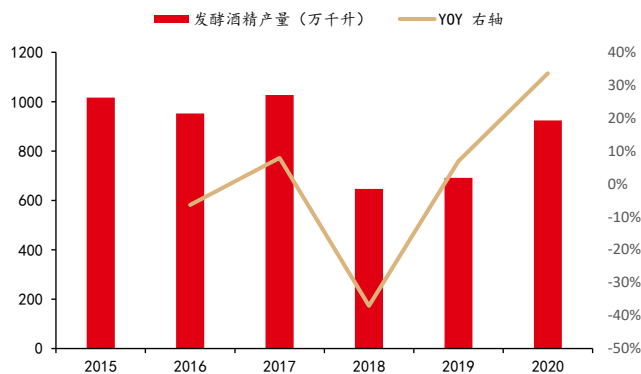
资料来源：观研天下，中邮证券研究所

资料来源：观研天下，中邮证券研究所

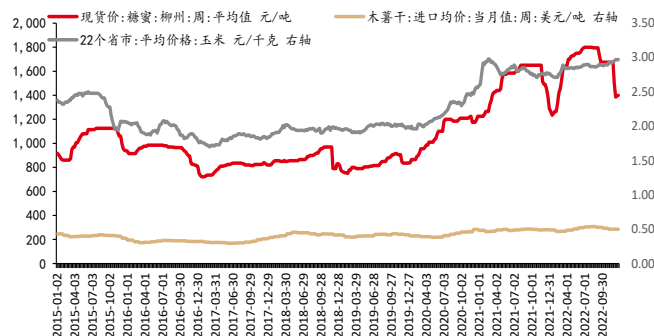
2020 年起的本轮糖蜜价格高增长主要受玉米价格传导影响。2020 年起，疫情带来的消毒需求催化下游酿造酒精需求快速提升，2020 年发酵酒精产量回升至 924 万千升，同比增长 33.64%。同时，此前发酵酒精主要由于原料玉米价格自 2020 年起同样快速增长，同时俄乌冲突进一步延长大宗品涨价周期，在此趋势下成本端重新占据性价比优势的糖蜜酒精产量重新提振，糖蜜需求端涨幅远超上游产能增速，带动糖蜜价格涨至历史新高。

展望未来，当前玉米价格已有所回落，同时伴随疫情放开，消毒酒精需求逐渐回落，2023 年糖蜜成本预计得到改善。此外，伴随 11 月底 22/23 糖作物榨季到来，新产糖蜜 12 月均价已回落至 1420 元，同比下降近 3 个百分点。而根据敏感性测试，假设公司原材料成本降低 10%，公司毛利率水平有望提升 4 个百分点

图表64：2020 年酿造酒精产能回升



图表65：木薯、玉米、糖蜜价格对比



资料来源：ifind，中邮证券研究所

资料来源：ifind，中邮证券研究所

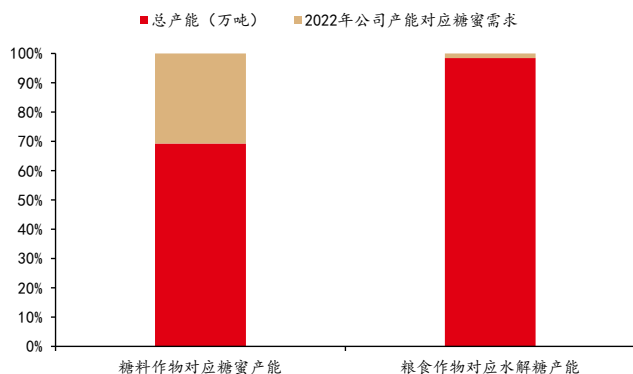
➤ 水解糖替代缓解糖蜜压力，未来价格有望下行

公司在 2022 年推进水解糖项目，预计新增 3 条产线提供 40 万吨产能，有效满足产能扩张需求。水解糖工艺原料为碎米、玉米等粮食类作物，供给端产量较大，公司 155 万吨原料需求绝对值占总供给仅为 1.55%，而公司糖蜜需求占总产能近 44%。因此，水解糖工艺投产可有效降低公司成本端对单一原料的依赖度，缓解糖蜜价格周期性波动对公司毛利率的影响。

公司水解糖投产时间较短，当前仍处产能爬坡期，生产成本与糖蜜采购成本类似，但未来伴随产能提升，合理成本展望可降至 1300 元左右。对比糖蜜价格，水解糖工艺远期理想成本

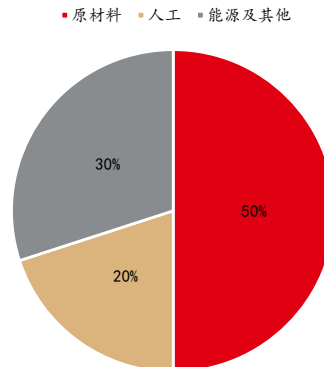
仍高于糖蜜低位时价格，但从产能绝对值看，40 万吨新增产能已初步满足公司十四五期间新增产能原料端需求，有效弥补糖蜜供给与公司产能扩张带来的原料缺口。同时，伴随酵母行业中水解糖公司占比提升，公司糖蜜需求减少有望带动价格加速回落。

图表66：水解糖原料占总供给比例较低



资料来源：ifind，中邮证券研究所测算

图表67：水解糖成本构成



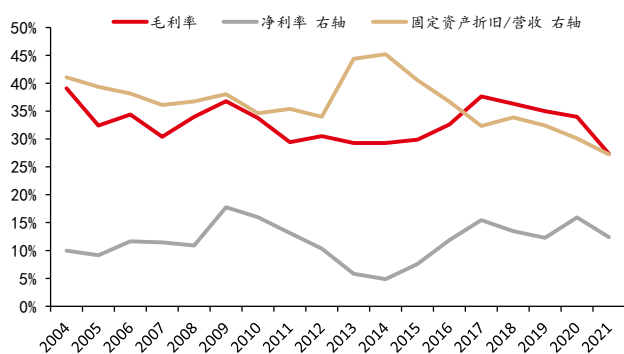
资料来源：中邮证券研究所整理

6.2 产能释放下折旧短期提升，提价有望对冲压力

公司重资产模式运营下，毛利率、净利率受产能投放扰动，在产能密集投放期，公司资本开支增加，在建工程逐步转固带来折旧费提升，公司毛利率、净利率短期承压；而伴随产能爬坡，规模效应下，毛利率、净利率在投放期结束约 2-3 年后触底反弹。同时，随着公司规模扩大，新增折旧对利润端的扰动减弱，利润释放提速。

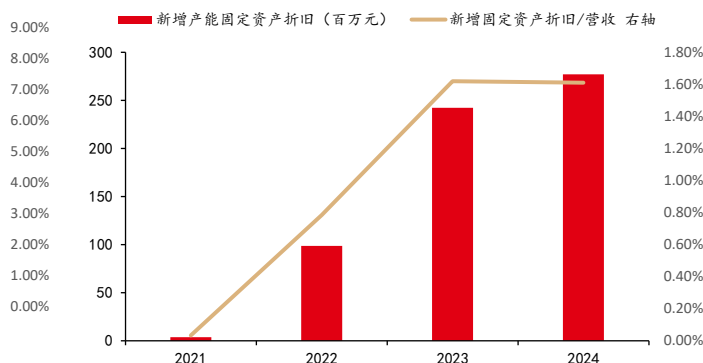
2020 年起公司进入新一轮产能扩张周期，目标十四五末产能增至 40 万吨，预计 2022 年新建产能逐渐转固开始折旧，公司毛利率预计短期承压。近几年公司毛利率围绕 30%-35% 中枢上下波动。复盘公司前两轮产能扩张周期，产能释放后 2 年折旧有所提升。2011-2013 年，公司扩产 6.8 万吨，随后 2013-2014 年公司折旧占营收比重升至 8% 左右，随后逐渐回落毛利率修复带动净利率提升；本轮产能扩张预计在 2022Q4 起开始转固，根据测算 2022/23/24 年新增折旧分别为 0.98/2.42/2.77 亿元，占公司营收比重分别为 0.8%/1.6%/1.6%。

图表68：折旧小幅影响毛利率水平



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表69：未来3年折旧占营收比重预测



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司在 2021 年起持续进行多轮提价，预计提价效果在 2022H2 有望逐渐体现，根据敏感性测试，在全年整体 15% 左右提价涨幅带动下，公司毛利率有望提升近 9 个百分点，将有效对冲折旧提升带来的毛利率下行压力。

图表70：公司近期提价梳理

时间	提价项目	涨幅
2021 年 3 月	部分产品	
2021 年 9 月	酵母产品	2000-8000 元/吨
2021 年 10 月	YE 等	10%-20%
2021 年 11 月	膨松剂、改良剂、乳化剂等	1000-5000 元/吨
2022 年 4 月	YE 等	部分规格 30%以上
2022 年 10 月	小包装产品等	6%-30%

资料来源：中邮证券研究所整理

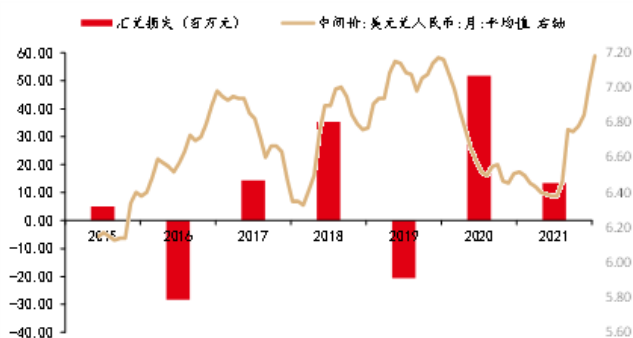
6.3 美元升值与运费回落，共同驱动海外业务回升

2022 年美元升值利好公司国际业务。汇率波动主要影响公司出口业务及汇兑损益。公司近 5 年国际业务营收占比在 25%-30%左右浮动，其中埃及、俄罗斯产能除本地销售外，部分产品销往欧洲、非洲、中亚；出口业务则销往全球。公司为降低汇率波动影响，规定公司对发生的外币交易，采用与交易发生日即期汇率的近似汇率折合本位币入账。

当前，美元升值利好公司出口业务，营收改善及毛利率修复在望。对比公司海外业务毛利率与美元人民币汇率走势，两者有较强正相关性，美元走强下公司海外业务毛利率提升。我们认为，主要由于公司海外订单仍多以美元计价，在美元升值周期下，先期确认收入的出口订单以人民币计价，伴随后续美元升值，海外业务收入增加。而公司产品原材料成本为人民币、埃及镑、卢布计价，公司海外业务成本端进一步改善，2022 年起美元汇率接近 2019 年，海外业务毛利率有望修复至 2019 年水平。

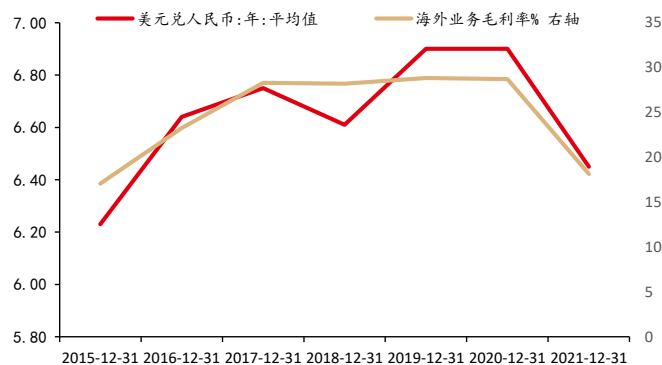
此外，美元升值有望带来一定的汇兑收益，但对净利润影响相对较小。公司确认入账时汇率与当月结账时即期汇率之前的差额形成汇兑损益。2016 年美元走强为公司带来 0.28 亿元汇兑收益，而 2020 年人民币大幅升值趋势下，公司承受 0.52 亿元汇兑损失。但总体看，2015-2021 年期间，汇兑损益对净利率影响在-0.58-0.58%间浮动，对公司净利率水平影响幅度相对较小。我们认为 2022 年此轮美元升值趋势与 2016 年趋同，有望给公司带来接近 2016 年类似的汇兑收益。

图表71：美元升值带来汇兑收益



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

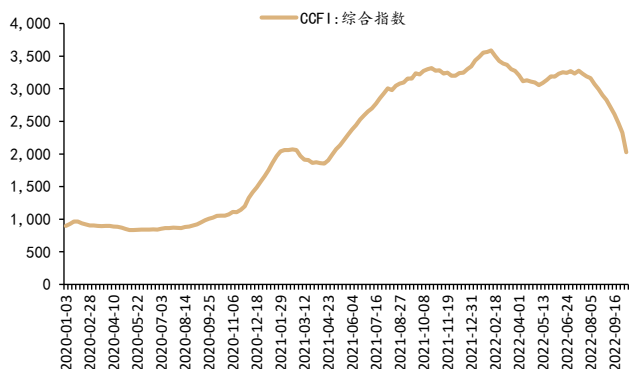
图表72：海外业务毛利率与汇率正相关



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

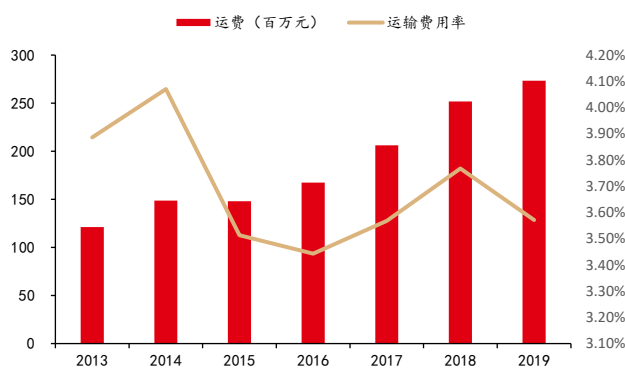
海运费用回落利好公司出口业务。2020 年下半年起，疫情扰动下全球供应链体系叠加海外需求旺盛，我国出口业务高增带动海运价格快速提高，CCFI 综合价指数在 2022 年初超 3500，为 2020 年同期近 3.5 倍。近期伴随海运价格逐渐回落，9 月 CCFI 综合指数较上半年高点下降近 40%。预计伴随美国加息驱动，海运价格将呈现结构性分化，除能源运输外其他品类海运价格有望进一步回落，毛利率有望回升。

图表73：9 月 CCFI 综合指数较高点回落近 40%



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表74：2019 年前运输费率中枢 3.8%



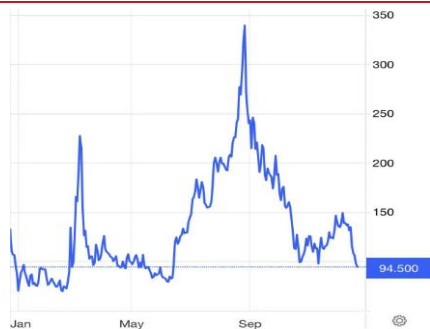
资料来源：ifind，公司公告，中邮证券研究所

6.4 能源费用：欧洲能源受限影响供给，海外业务抓机遇扩份额

俄乌冲突影响供应链、能源稳定，公司国际业务迎来发展良机。俄乌冲突后，欧洲天然气价格持续走高，北溪管道受损后 9 月每兆瓦升至近 340 欧元，虽近期大幅回落，但同比仍然处于高位。根据酵母行业常规情景下成本占比推测，假设产品毛利率 40%，能源成本占比 15%，能源价格翻倍预计导致海外竞争对手产品毛利率下滑 9 个百分点。在俄乌冲突短期停火预期较低的背景下，乐斯福、英联马利欧洲工厂生产成本预计继续上行，未来部分产能可能出现停产或减产。其中，英联马利欧洲主要产能均位于西欧，受能源价格影响较大（图表 76 蓝黑圆圈为公司酵母工厂位置）。公司出口业务以及埃及地区业务有望通过原料成本优势，依靠性价比扩大海外市场份额。

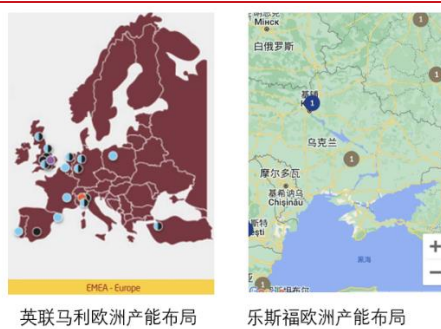
公司竞争对手供应链波动导致终端需求切换供应商。乐斯福欧洲酵母工厂中三座位于俄罗斯、乌克兰（图 76 深褐色圆圈为公司酵母工厂），地区冲突以及国际政治环境预计影响该地区欧洲公司在当地出货。公司海外部分产品如 YE，受益竞争对手供应波动，产品逆势提价，海外业务预计短期呈现较好的营收利润弹性。展望未来，俄乌冲突持续预期下，公司出口及海外业务有望保持高增长。

图表75：欧洲天然气价格同比仍处于高位



资料来源：trading economics，中邮证券研究所

图表76：乐斯福、英联马利欧洲工厂



英联马利欧洲产能布局

乐斯福欧洲产能布局

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

公司目标十四五末营收突破 200 亿元，预计营收未来 4 年营收复合增速在 16.99%。我们预计未来三年酵母海外市场扩容以及国内酵母衍生品多元化发展是公司主要营收增长点，按当前已披露的产能规划，预计核心的酵母及深加工品未来三年营收分别为 94.76/111.14/122.57 亿元，同比增速分别为 18.69%/17.29%/10.28%，未来三年 CAGR 为 15.36%。

成本端，预计 2022 年糖蜜、运输、能源等费用仍然处于高位并持续影响公司营业成本，但公司提价效果逐渐兑现、成本端 2023 年综合成本低个位数下降后毛利率改善，预计公司未来三年毛利率分别为：28.70%/29.64%/30.86%；其中核心的酵母及深加工品毛利率预计在，预计未来三年为 33.74%/34.71%/36.03%。

图表77：公司营收测算汇总（百万元）

合计		2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计		8,933.04	10,675.33	12,820.06	15,241.24	17,404.00
yoy		16.73%	19.50%	20.09%	18.89%	14.19%
毛利率		34.00%	27.34%	28.70%	29.64%	30.86%
酵母及深加工品						
收入		6,936.96	7,984.18	9,476.22	11,114.44	12,256.53
YOY		18.03%	15.10%	18.69%	17.29%	10.28%
毛利率		39.66%	33.02%	33.74%	34.71%	36.03%
制糖业务						
收入		624.04	1,050.85	1,366.11	1,656.40	1,966.98
YOY		27.17%	68.39%	30.00%	21.25%	18.75%
毛利率		-5.44%	-2.99%	1.96%	-0.06%	-2.17%
包装业务						
收入		334.03	419.49	570.04	722.19	923.82
YOY		19.75%	25.58%	35.89%	26.69%	27.92%
毛利率		21.41%	14.68%	15.47%	18.76%	21.88%
其他产品						
收入		942.50	1,089.42	1,339.99	1,674.99	2,177.49
YOY		5.01%	15.59%	23.00%	25.00%	30.00%
毛利率		24.05%	20.13%	25.97%	30.12%	35.49%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

7.2 估值与投资建议

对比食品饮料行业，安琪酵母估值低于多数龙头公司。当前调味发酵行业伴随 B 端消费逐季复苏，成本改善，2023 年盈利能力有望复苏。未来三年安琪酵母归母净利润 CAGR 为 17.62%，在类似业绩增速以及确定性的食饮板块龙头公司中估值水平较低，具备较好的投资价值。

图表78：公司营收测算汇总（百万元）

股票简称	PEG	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
	2023E		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
推荐公司:								
安琪酵母	1.36	45.36	1.51	1.55	1.92	30x	29x	24x
调味发酵品行业可比公司:								
海天味业	2.47	78.39	1.58	1.48	1.75	66x	53x	45x
中炬高新	1.57	37.87	0.93	0.90	1.10	41x	42x	34x
天味食品	1.67	26.44	0.24	0.43	0.55	110x	62x	48x
日辰股份	0.88	40.01	0.82	0.73	1.05	69x	55x	38x
恒顺醋业	1.45	12.16	0.12	0.17	0.24	135x	70x	51x
SW 调味发酵品行业平均:						51x	48x	40x
食品饮料可比头部公司:								
金龙鱼	0.83	44.27	0.76	0.81	1.18	83x	54x	37x
伊利股份	0.98	30.85	1.36	1.50	1.77	30x	21x	17x
贵州茅台	1.78	1768.00	41.76	49.63	58.10	49x	36x	30x
安井食品	1.22	160.79	2.79	3.59	4.62	61x	45x	35x
涪陵榨菜	1.47	26.02	0.84	1.08	1.23	45x	24x	21x
洽洽食品	1.09	49.75	1.83	2.05	2.44	34x	24x	20x
青岛啤酒	1.76	106.66	2.31	2.58	3.08	43x	41x	35x
双汇发展	1.93	25.30	1.40	1.65	1.77	22x	15x	13x
行业龙头平均:						46x	36x	26x

资料来源：ifind，中邮证券研究所预测，注：收盘价为 2022 年 12 月 22 日收盘价；可比公司数据来源为 ifind 盈利预测一致预期；食品饮料可比公司行业平均为表内所选 8 家公司算数平均 PE。

根据绝对估值法，假设公司第二阶段持续 6 年，2025-2030 年增长率为 7%，2031 年起进入永续增长阶段，永续增长率 2%。同时，根据资本结构和融资成本，计算未来 WACC 为 6.62%，结合第一阶段 2022-2024 年盈利预测，计算得出公司股价为 54.50 元。

图表79：安琪酵母绝对估值测算

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	2,818.15	5.50%
第二阶段	10,287.73	20.09%
第三阶段（终值）	38,112.70	74.41%
企业价值 AEV	51,218.58	
加：非核心资产	0.00	0.00%
减：带息债务(账面价值)	3,510.41	6.85%
减：少数股东权益	346.96	0.68%
股权价值	47,361.21	92.47%
除：总股本(股)	868,968,879.00	
每股价值(元)	54.50	

资料来源：ifind，中邮证券研究所测算

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 128.20/152.41/174.04 亿元，同比增长 20.1%/18.9%/14.2%；实现归母净利润 13.47/16.69/21.29 亿元，同比增长 2.9%/23.9%/27.6%，对应 EPS 为 1.55/1.92/2.45 元，对应当前股价 PE 为 29x/24x/19x。公司 2022 年短期受成本上行以及疫情扰动影响，净利润增速放缓；看明年，需求复苏、产能扩容、提价效果兑现，叠加成本回落预期，公司盈利能力有望修复。根据绝对估值法，公司合理市值为 473.61 亿元，对应合理价值为 54.50 元。参考公司历史估值、可比公司估值，我们认为给予公司 2023 年 28-32 倍 PE 估值较为合理。综合考虑，我们给予公司 2023 年合理价格区间 53.76-61.44 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表80：公司 PE-Band



资料来源：ifind，中邮证券研究所

8 风险提示

疫情反复的风险：国内疫情防控放开后预计形势整体向好，但疫情感染人数增加仍可能将影响部分地区烘焙门店运营，导致消费需求波动。

行业竞争加剧的风险：国内酵母行业整体格局相对稳定，但行业竞争加剧，公司盈利能力将受到影响。

食品安全的风险：食品安全事件将影响消费者信心，将相关行业和公司造成影响。

糖蜜、运输费用波动的风险：公司主要原材料糖蜜、海运费用等成本波动将增加公司盈利不确定性。

汇率波动的风险：公司海外业务占比较高，汇率波动将影响公司盈利能力。

环保的风险：公司生产环节产生的废弃物需进行处理，如处理失当可能被处以罚款等措施。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	10675	12820	15241	17404	营业收入	19.5%	20.1%	18.9%	14.2%
营业成本	7757	9140	10723	12033	营业利润	-7.8%	6.1%	22.6%	26.2%
税金及附加	87	111	133	151	归属于母公司净利润	-4.6%	2.9%	23.9%	27.6%
销售费用	668	859	1097	1253	获利能力				
管理费用	359	513	640	731	毛利率	27.3%	28.7%	29.6%	30.9%
研发费用	475	590	701	801	净利率	12.4%	10.6%	11.1%	12.4%
财务费用	79	140	112	81	ROE	19.1%	14.7%	16.2%	18.2%
资产减值损失	-32	-45	-54	-61	ROIC	16.4%	14.0%	15.6%	17.9%
营业利润	1499	1591	1951	2463	偿债能力				
营业外收入	26	18	18	18	资产负债率	46.4%	40.5%	37.9%	33.9%
营业外支出	9	8	8	8	流动比率	1.22	1.55	1.61	1.85
利润总额	1517	1601	1961	2472	营运能力				
所得税	195	240	274	321	应收账款周转率	7.75	8.30	8.30	8.30
净利润	1321	1361	1686	2151	存货周转率	3.45	2.92	2.92	2.92
归母净利润	1309	1347	1669	2129	总资产周转率	0.79	0.80	0.89	0.95
每股收益(元)	1.51	1.55	1.92	2.45	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.51	1.55	1.92	2.45
货币资金	1296	2325	2173	2776	每股净资产	7.89	10.55	11.84	13.49
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1377	1544	1836	2096	PE	30.12	29.26	23.61	18.51
预付款项	279	268	319	364	PB	5.75	4.30	3.83	3.36
存货	2251	3134	3677	4126	现金流量表				
流动资产合计	5468	7548	8332	9737	净利润	1321	1209	1533	1996
固定资产	5680	6057	6945	6970	折旧和摊销	551	940	1194	1356
在建工程	924	1212	750	500	营运资本变动	-704	-190	-357	-321
无形资产	532	485	471	441	其他	139	495	290	259
非流动资产合计	7978	8457	8859	8600	经营活动现金流净额	1307	2454	2661	3291
资产总计	13446	16005	17192	18337	资本开支	-1938	-1600	-1600	-1100
短期借款	2035	1588	1310	917	其他	-13	-24	-22	-20
应付票据及应付账款	1478	1929	2263	2540	投资活动现金流净额	-1951	-1624	-1622	-1120
其他流动负债	956	1365	1611	1815	股权融资	284	1410	0	0
流动负债合计	4469	4882	5184	5272	债务融资	1124	-630	-532	-788
其他	1776	1593	1339	944	其他	-568	-582	-659	-779
非流动负债合计	1776	1593	1339	944	筹资活动现金流净额	840	199	-1191	-1567
负债合计	6245	6475	6523	6216	现金及现金等价物净增加额	178	1029	-153	604
股本	833	870	870	870					
资本公积金	929	2302	2302	2302					
留存收益	5093	5998	7119	8550					
少数股东权益	347	361	377	399					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	7201	9530	10668	12120					
负债和所有者权益总计	13446	16005	17192	18337					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2022 年 12 月 22 日收盘价

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>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。</p> <p>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。</p>	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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

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

电话：15800181922

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