

# 安琪酵母 (600298.SH)

买入 (首次评级)

坚守主业成就酵母巨头，放眼寰宇、比学赶超

当前价格: 31.10元

投资要点:

## ➤ 酵母巨头崛起步履坚实，布局寰宇扬帆起航

公司深耕酵母产业近四十载；依托酵母技术与产品优势，公司成功建立一条覆盖上下游、辐射全世界的产业链，并形成了多产品、多业务、多事业的战略布局。目前主营产品包括烘焙酵母、酵母抽提物、酿酒酵母等，应用领域涵盖烘焙食品与发酵面食、调味品、微生物发酵、动物营养、人类营养健康、酿造与生物能源等市场。其中，公司在烘焙面食、烘焙国际、YE 食品调味等主业持续增长下，目前已成为亚洲第一、全球第二的酵母公司，经营基本盘牢固，产业议价力强大。

## ➤ 全球酵母产业前景好、竞争格局清晰，公司系中国制造的比学赶超

全球酵母产业稳步扩容；且在消费健康化、技术创新等驱动下，下游应用持续延伸，行业天花板不断被打开。其中，我国酵母行业逐步迈向成熟，未来靠烘焙食品渗透、衍生品扩容引领增长。其中，YE 等衍生品近年在需求升级、技术迭代下快速发展，未来有望持续受益于减盐、零添加等健康化升级。另一方面，酵母行业属于典型的寡头垄断行业，整体竞争格局稳定；且对比其他行业龙头，安琪酵母增长势能更高，全球竞争优势不断凸显。

## ➤ 长坡厚雪下的行稳致远，业绩周期上行可期

YE 等深加工引领、海外招商拓市下，酵母主业有望保持双位数增长，进而驱动公司冲击 200 亿目标。其次，在成本、业务结构等因子共振下，公司盈利能力有望实现持续修复，阶段性业绩增长弹性或将逐步呈现。具体而言，受益于下游需求提质、C 端消费健康化等趋势，YE 等衍生品业务或持续增长，同时海外业务持续放量，进一步提振整体毛利率；其次，糖蜜价格回落以及水解糖产效提升将带动成本结构改善，进而贡献利润弹性。此外，公司抓紧保健品业务扭亏止损，同时股权激励等刚性费用在逐步收窄；再叠加产能布局日趋成熟，公司资本投入稳步改善，对应的折旧摊销费用在边际可控；最终，多项因素共振促进公司业绩周期向上。

## ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润将达到 13.9/16.6/20.1 亿元，分别同比增长 9%/20%/21%。考虑到 YE 等深加工引领、海外持续快增等因素，预计酵母主业保持双位数增长；叠加业务结构优化、原料成本下行、费用摊销收窄等多重因素共振，公司业绩有望进入上行周期。因此，首次覆盖给予公司“买入”评级。

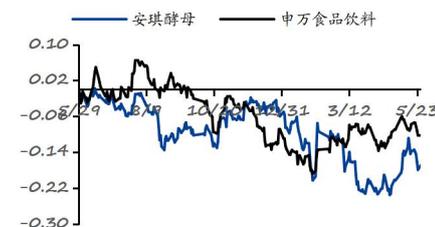
## ➤ 风险提示

国内需求恢复不及预期、原材料价格波动、海外业务拓展不及预期、产能投放不及预期、汇率波动风险、食品安全风险

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 868.67/865.97 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 26,931.73     |
| 每股净资产(元)      | 11.71         |
| 资产负债率(%)      | 47.71         |
| 一年内最高/最低价(元)  | 38.43/28.38   |

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 刘畅 (S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
分析师: 童杰 (S0210523050002)  
tj30105@hfzq.com.cn  
联系人: 周翔 (S0210123070087)  
zx30222@hfzq.com.cn

### 相关报告

| 财务数据和估值   | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12,843 | 13,581 | 15,010 | 16,793 | 18,791 |
| 增长率       | 20%    | 6%     | 11%    | 12%    | 12%    |
| 净利润(百万元)  | 1,321  | 1,270  | 1,391  | 1,663  | 2,013  |
| 增长率       | 1%     | -4%    | 9%     | 20%    | 21%    |
| EPS(元/股)  | 1.52   | 1.46   | 1.60   | 1.91   | 2.32   |
| 市盈率(P/E)  | 20.4   | 21.3   | 19.4   | 16.2   | 13.4   |
| 市净率(P/B)  | 2.9    | 2.7    | 2.4    | 2.2    | 2.0    |

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1 酵母巨头崛起步履坚实，布局寰宇扬帆再起航      | 3  |
| 1.1 公司专注酵母主业，数十载光辉历程铸就百亿龙头  | 3  |
| 1.2 公司业绩呈现波浪式前进、螺旋式上升       | 4  |
| 2 酵母赛道“长坡厚雪”，行业格局清晰、马太效应凸显  | 6  |
| 2.1 酵母产业应用领域广，成长天花板高        | 7  |
| 2.2 健康消费、多元场景提振，YE等衍生品β空间可观 | 9  |
| 2.3 行业竞争格局清晰，公司内外兼修追赶全球领导地位 | 10 |
| 3 巩固国内、蚕食海外，中国制造的“比学赶超”     | 11 |
| 4 长坡厚雪下的行稳致远，业绩周期上行可期       | 14 |
| 4.1 衍生品引领，拓展海外，主业延续双位数增长    | 14 |
| 4.2 多维因子共振，业绩渐入上行周期         | 16 |
| 5 盈利预测与投资建议                 | 18 |
| 5.1 盈利预测                    | 18 |
| 5.2 投资建议                    | 20 |
| 6 风险提示                      | 20 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 公司经营历程&销售情况回顾                     | 4  |
| 图表 2: 酵母及深加工营收、增长及毛利占比(百万元, %)          | 4  |
| 图表 3: 公司分区域营收规模及增长(百万元, %)              | 4  |
| 图表 4: 公司经营业绩、盈利能力周期回顾                   | 5  |
| 图表 5: 南宁糖蜜现货价历史波动(元/吨)                  | 6  |
| 图表 6: 酵母上下游产业链梳理                        | 7  |
| 图表 7: 全球酵母产业规模持续增长                      | 8  |
| 图表 8: 2020年欧洲、北美在酵母粉市场中的销量占比            | 8  |
| 图表 9: 我国酵母市场产、销量稳步增长(万吨, %)             | 9  |
| 图表 10: 2022年中国酵母需求结构占比分布                | 9  |
| 图表 11: YE在食品饮料行业应用场景丰富,发展空间广阔           | 10 |
| 图表 12: YE市场稳步快增,前景广阔                    | 10 |
| 图表 13: 2013-2018年YE在食品饮料业新品应用           | 10 |
| 图表 14: 全球酵母行业竞争格局清晰                     | 11 |
| 图表 15: YE市场集中度高,安琪领先优势突出                | 11 |
| 图表 16: 公司在国内具备多维竞争优势,市场领导者地位稳固,海外市场日拱一卒 | 12 |
| 图表 17: 行业2021年提价情况梳理                    | 13 |
| 图表 18: 以YE为代表,公司在全球酵母衍生品市场的比学赶超         | 14 |
| 图表 19: YE等衍生品引领公司稳步增长                   | 15 |
| 图表 20: 海外持续招商、下沉(家,百元, %)               | 15 |
| 图表 21: 公司营收、业绩增长目标完成情况                  | 15 |
| 图表 22: 供给端原料种植面积有望提升                    | 17 |
| 图表 23: 近年广西榨季糖蜜成交价变动趋势(元/吨)             | 17 |
| 图表 24: 近年折旧摊销费用情况及占比                    | 17 |
| 图表 25: 历年汇兑收益以及营业利润中占比(百万元, %)          | 17 |
| 图表 26: 公司业绩拆分预测表                        | 19 |
| 图表 27: 可比公司估值表                          | 20 |
| 图表 28: 财务预测摘要                           | 22 |



## 1 酵母巨头崛起步履坚实，布局寰宇扬帆再起航

### 1.1 公司专注酵母主业，数十载光辉历程铸就百亿龙头

安琪成立于1986年，深耕酵母产业近四十载；依托酵母技术与产品优势，公司成功建立一条覆盖上下游、辐射全世界的产业链，并形成多产品、多业务、多事业的战略布局。目前公司主营产品包括面包酵母、酵母抽提物YE、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等，对应的应用领域涵盖烘焙与发酵面食、食品调味、微生物发酵、动物营养、人类营养健康、酿造与生物能源等领域。在烘焙面食、烘焙国际、YE等主业持续快增下，公司目前已成为亚洲第一、全球第二的世界级酵母企业。

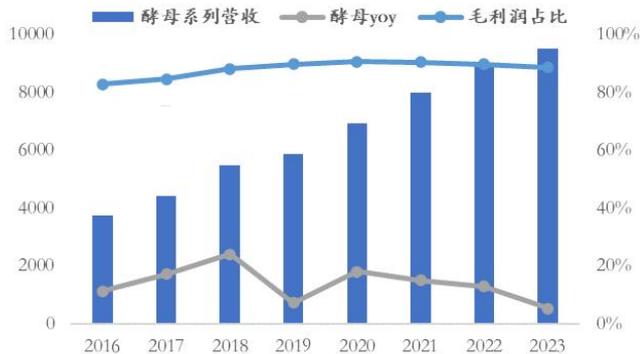
- **快速扩产、领跑亚洲（1986-1999）**：成立初，公司只是湖北宜昌的一个员工数不过几十人的国营小厂，随后通过快速扩产（活性干酵母产线）、产品差异竞争（干酵母相较于鲜酵母等，更利于规模化生产、运输及快速市场化）、技术突破（成立研究所、建立技术研发体系）以及广告营销等策略，在北方区域快速打开市场；期间，公司实现产品端加速替代、市场端城乡并进，并在成立八年后一举成为国内乃至亚洲龙头。随后，公司深化酵母产业发展，如拓展的酵母抽提物被列入国家“九五”科技攻关项目。1998年，公司完成股份制改制并逐步建立全国营销网络，为冲击IPO打下良好基础。
- **酵母为基、多元进化（2000-2010）**：2000年，公司成功上市后，确立“做国际化、专业化酵母大公司”的战略目标。期间，随着全国城镇化发展及居民饮食结构改变，酵母需求攀升，公司也加快产能扩张与产品补充，如先后在伊犁、滨州、睢县、崇左等地建设酵母生产线。公司酵母产能也从2000年的1万吨增长至2010年的9.2万吨，产能增长近10倍，其中还包括2003年投产的5000吨YE产线。经营成绩方面，公司展现出强劲且持续的成长性，2001-2010年期间每年营收增速保持在22%+，同期CAGR达27%；尽管公司归母净利润受糖蜜等原料价格周期扰动，但仍保持稳健快增趋势，同期CAGR也达到22%。除了积极扩充酵母及YE主业产能，公司还积极探索其他衍生品业务，如开发以酵母浓缩液为原料的有机肥、超级酿酒酵母，建成烘焙食品原料车间等。
- **放眼寰宇、进击巨头（2011-至今）**：在经历黄金十年的高速增长，酵母等总量需求也随劳动力人口见顶而逐渐饱和，如2011年公司营收增速跌破20%。对此，公司开始加紧对海外市场的布局：首先，海外战略一直践行“先渠道后建厂”的策略；例如，公司2011年在埃及投资建设首个海外工厂，13年投产，14年-23年该工厂营收CAGR达18%；随后，公司在俄罗斯投建2万吨酵母工厂。其次，公司通过高性价比产品与加速渠道下沉，抢占亚太等新兴市场份额；截止23年末，海外营收占比提升至35%+。此外，面对居民消费升级、需求健康化趋势以及酵母在饲料养殖、生物发酵等新兴市场机遇，公司推动酵母提取物YE（食



品调味和微生物营养两大领域增长较好)等深加工产品快速发展,截止2023年,公司已经是全球最大的YE供应商和第二大酵母供应商,在全球市占率超18%。

**图表 1: 公司经营历程&销售情况回顾**


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

**图表 2: 酵母及深加工营收、增长及毛利润占比(百万元, %)**


数据来源: wind, 华福证券研究所

**图表 3: 公司分区域营收规模及增长(百万元, %)**


数据来源: wind, 华福证券研究所

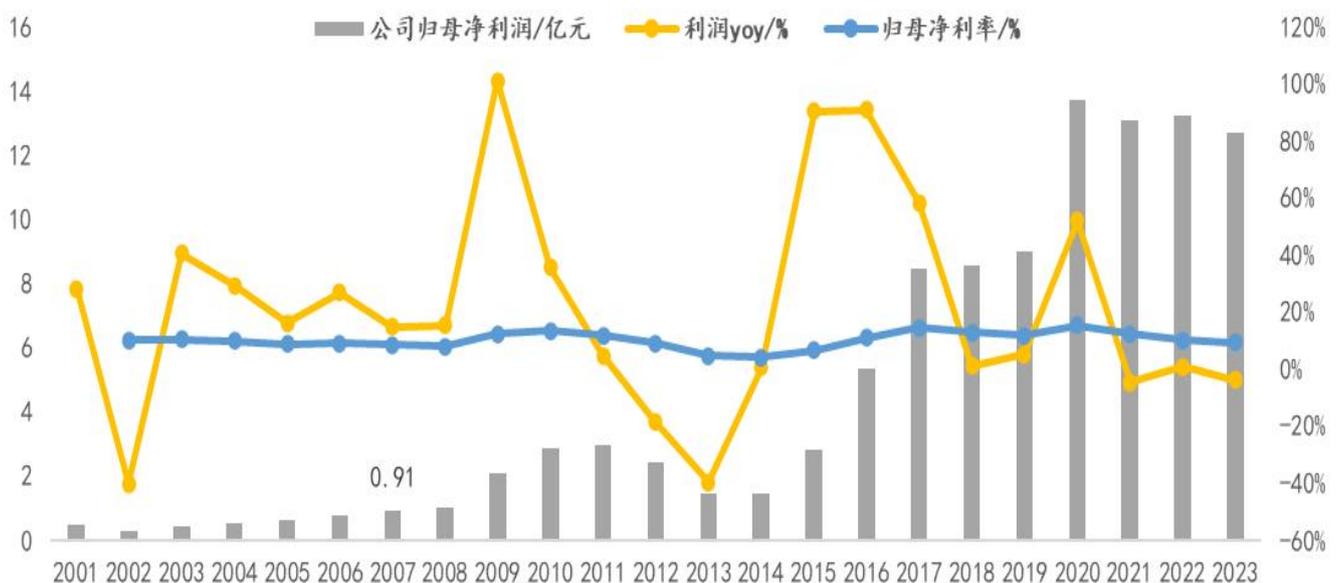
## 1.2 公司业绩呈现波浪式前进、螺旋式上升

不同于营收增长的稳定性,公司利润端受糖蜜等原料价格周期(糖蜜在酵母生产成本低占比大,且属于国家禁止进口的原料;公司一般在榨季集中采购下一个生产周期的量)影响而展现出一定周期性,整体呈现出波浪式前进、螺旋式上升的趋势。具体回顾公司2001年以来的几轮业绩周期:

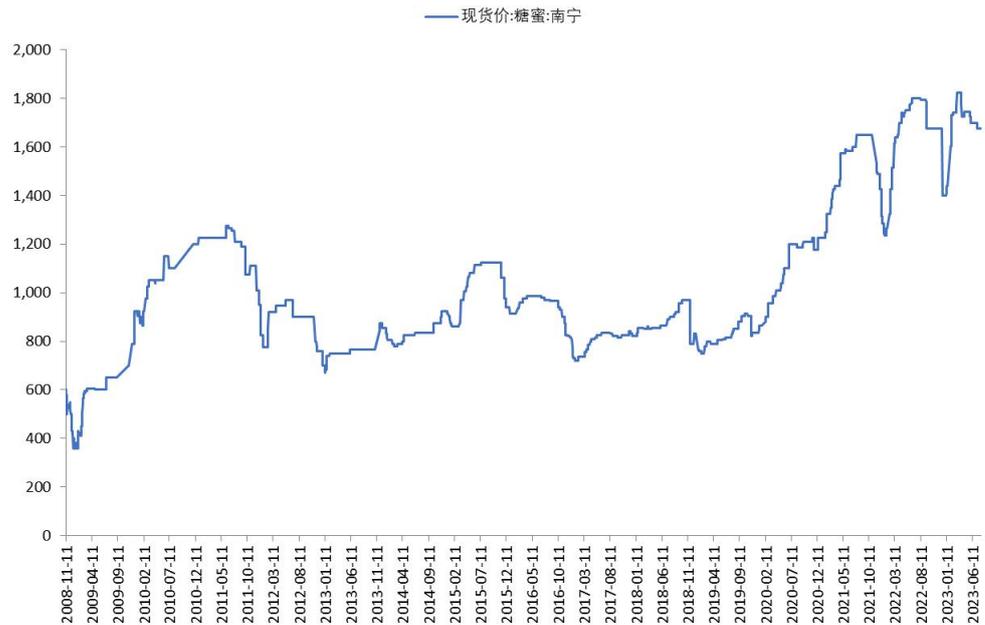
- **2009-2010年业绩高增期:** 期间,公司利润迎来跳跃式提升,主要得益于行业景气度高,内需、外销两旺,公司营收提速;同时,公司通过高新技术企业认定,所得税率从25%降至15%;2009年糖蜜等原辅料进入价格下行周期,其中同年榨季糖蜜原料价格一度低于400元/吨,进而贡献业绩增长弹性。此外,公司2008年3月、12月的两轮大幅提价同样显著提振当年利润表现。



- **2011-2014 年盈利能力下行期:** 首先,国内市场饱和、海外产能投产受阻等导致公司营收增长放缓。其次,受糖蜜原料价格大幅上行(11年采购价约1200元/吨;13-14年榨季价格回落,13年回归至约700元,14年回升至约800元,但折旧摊销大幅提升拖累了EBIT表现)、多元化战略造成费用高企以及政府补助大幅减少等影响,期间公司归母净利润出现大幅调整,即从11年阶段高点2.98亿元大幅下滑至14年1.46亿元。
- **2015-2017 业绩跨越式提升:** 尽管2015-16年榨季糖蜜采购价整体处于抬升期(16年约900元/吨),但下游调味品等需求提质带动公司YE放量,同时消费升级为YE提价创造空间。最终,外部需求升级、产品结构优化与积极提价、所得税率下降等共振,促进公司15-17年盈利能力大幅改善(毛利率提升近8pcts),归母净利润持续高增至8亿元大关,期间CAGR达74%。
- **2018-至今业绩再跃迁后的压力期:** 2019年以来,糖蜜等原料价格处于上行周期;但在20年疫情初期,公司通过优化产品结构(疫情催化C端小包装产品放量)、积极提价、优化费用(四项费率20年合计同比-4pcts)以及高额政府补贴等,再次实现业绩跃迁,同年归母净利润跳跃至13亿元,同比+52%。然而,后续糖蜜价格持续上涨(创近年新高达1800元/吨)明显影响公司利润;对于榨季糖蜜高价压力,公司加紧布局水解糖产线替代糖蜜需求,同时调整价格、向下游传导,但在高成本压力、需求疲软等背景下,公司盈利能力下滑至23年9.35%,利润增长端同样有所承压。

**图表 4: 公司经营业绩、盈利能力周期回顾**


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所


**图表 5: 南宁糖蜜现货价历史波动 (元/吨)**


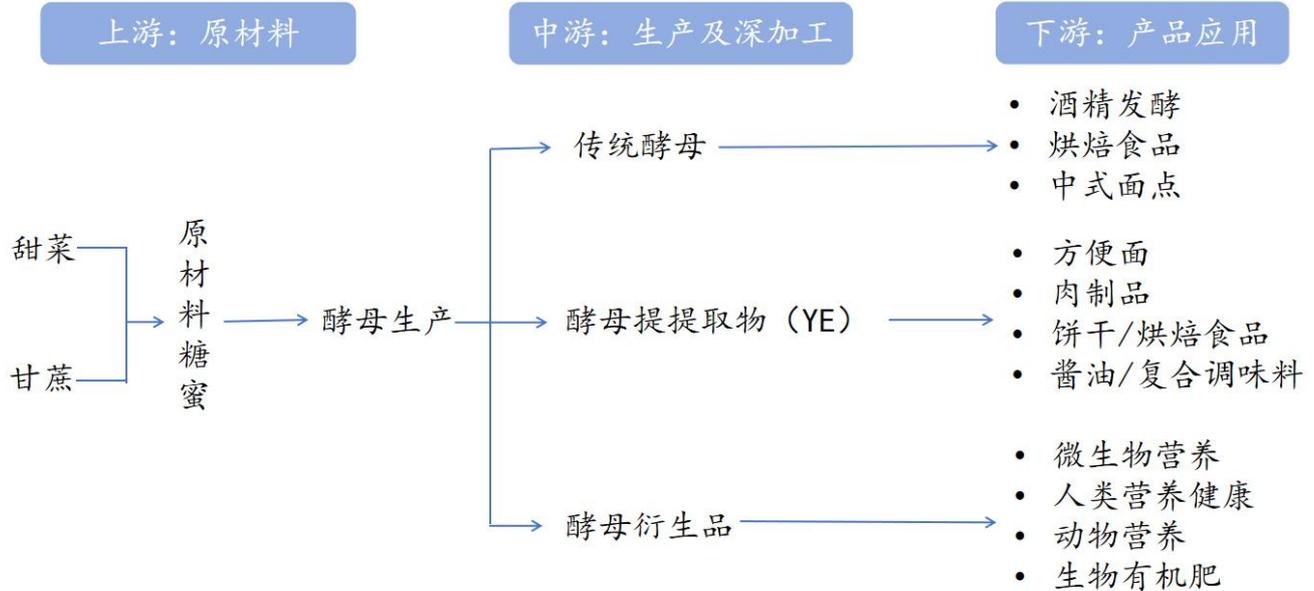
数据来源: choice, 华福证券研究所

## 2 酵母赛道“长坡厚雪”，行业格局清晰、马太效应凸显

酵母是一种单细胞微生物，含有蛋白质、脂肪、糖分和B族维生素等，营养价值丰富。现代酵母产业起源于欧洲，历经上百年发展后，目前主要包含酵母制品和酵母衍生制品两大生产方向。其中，酵母系列从应用端可分为面用烘焙酵母、酿酒酵母以及饲料酵母等。而衍生品是对酵母进行深加工，将其中的营养素提取出来后制成的产品，如YE系衍生品中的核心品类，并被广泛应用于调味品等食品制造、微生物营养、人类营养健康、动物营养、生物有机肥等。此外，酵母产业链上游主要为原材料糖蜜，其作为以甘蔗、甜菜等为原料的制糖工业的副产物，一般应用于酒精、酵母工业；具体到酵母生产，4.5-5.5万吨糖蜜才能生产1吨酵母，而且糖蜜一般占酵母生产成本的39%。



图表 6: 酵母上下游产业链梳理



数据来源：华经情报网，食品创新研究所，华福证券研究所

## 2.1 酵母产业应用领域广，成长天花板高

全球酵母产业稳步扩容；且在消费健康化、技术创新等驱动下，下游应用持续延伸，行业天花板不断被打开。近半个世纪以来，伴随经济发展、人口增长以及技术进步，酵母产业的应用领域日益丰富，市场需求与日俱增；根据 GIF 统计，2021 年全球酵母粉市场规模达 55.38 亿美元，对应 16-21 年 CAGR 达 14%。同样，全球酵母产能迎来持续扩张，截止 2023 年，产能规模约 200 万吨，且在人口老龄化与消费健康化的趋势下，预计 2025 年全球产销规模将增长到 200 万吨。分区域看，欧洲与北美系酵母粉的主销市场，2020 年分别占酵母粉销量的 31.49% 和 25.65%，而大洋洲同样是成熟市场，规模大、增量少，且上述区域以鲜酵母消费为主，未来增长点在于衍生品。而非洲、中东、亚太等区域人口增长快，烘焙业发展欣欣向荣，酵母市场需求潜力大；其中我国生物发酵产业产品总量居世界第一位，成为名符其实的发酵大国，也是全球酵母产能增长最为迅猛的区域。

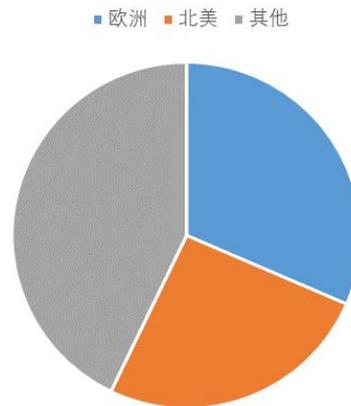


图表 7: 全球酵母产业规模持续增长



数据来源: GIR, 华福证券研究所

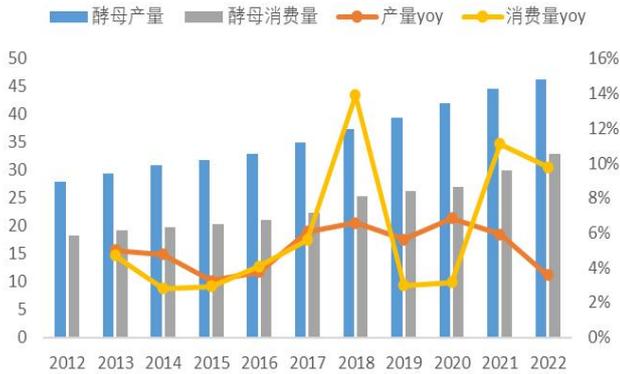
图表 8: 2020 年欧洲、北美在酵母粉市场中的销量占比



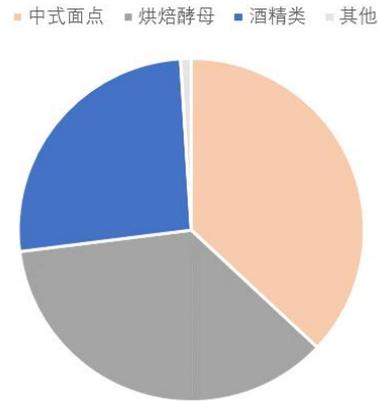
数据来源: GIR, 华福证券研究所

**我国酵母行业逐步迈向成熟，未来靠烘焙食品渗透、衍生品扩容引领增长。**近年来，中国酵母产能及销量快速增长，带动了亚太乃至全球酵母产能的持续增长。截止 2022 年，我国酵母产量逾 46 万吨，近十年 CAGR 约 5.1%，对应市场规模也达到 92.4 亿元。聚焦应用端，目前我国酵母主要用于烘焙食品及面点领域，两者需求占比合计达 70% 以上。具体来看，中式面点占比最高，达 37%，主要由于面点酵母相较于传统的老面、泡打粉发酵，具有发面快、营养丰富、使用简便等显著优势，但近年来发展相对成熟，需求逐步饱和。

其次为烘焙食品和酒类（啤酒、白酒）应用，占比分别为 36% 和 26%；其中，烘焙酵母近年充分受益于烘焙食品渗透率持续提升。而且目前我国人均消费量也与各国有明显差距：2022 年我国烘焙食品人均消费量 7.9KG，约为法国的 1/9、英国的 1/6；未来伴随消费代际更迭、饮食习惯转变，烘焙市场有望迎来持续扩容（欧睿数据预计 2021-2026 年我国烘焙食品零售额 CAGR 为 8.49%），进而带动烘焙酵母市场持续增长。此外，酒精酵母作为酵母业重要下游，近年随着酒类市场的不断扩大和消费者需求的提升而持续扩容。此外，酵母在饲料、生物发酵等新兴领域具备较大发展空间；例如，酵母衍生品在风味、营养、健康等领域应用的广度和深度正在持续拓展。


**图表 9: 我国酵母市场产、销量稳步增长 (万吨, %)**


数据来源: 中国生物发酵产业协会, 华经产业研究院, 智研产业研究院, 华福证券研究所

**图表 10: 2022 年中国酵母需求结构占比分布**


数据来源: 观研报告网, 华福证券研究所

## 2.2 健康消费、多元场景提振, YE 等衍生品 $\beta$ 空间可观

YE 近年充分受益于近年消费升级, 未来有望进一步受益于减盐、零添加等消费新趋势, 成长空间广阔。酵母衍生品系是酵母产业的新兴赛道, 具备高的附加值与高技术含量等特征, 未来在全球应用前景广阔。其中, 酵母抽提物 YE 是从食用酵母中提取的营养型鲜味剂; 作为一种天然食品调味料, YE 相对味精和核苷酸等竞品具备“增鲜增味、降盐淡盐、掩盖异味、耐受性强、食品属性”等多种优势, 可充分满足调味品、食品行业近年产品升级换代的需求, 故在海内外市场均迎来快速发展。具体来看, YE 在国内主要应用于生物培养基 (啤酒 YE) 以及食品加工&调味品 (面包 YE), 如食用香精、肉制品、酱油、鸡精粉以及方便面料包等领域; 而从全球看, 酵母抽提物应用于调味酱 (含酱汁、汤汁等复调)、肉制品、零食饼干、素食食品等领域, 其中占比较大的品类包括零食、预制食品和酱料&调味品类, 分别为 28%/23%/16%; 而日本、美国和英国是上市含 YE 类新品最多的国家, 其中 2021 年人均消费量分别达 0.3/0.16/0.15kg, 远高于中国 0.03kg。

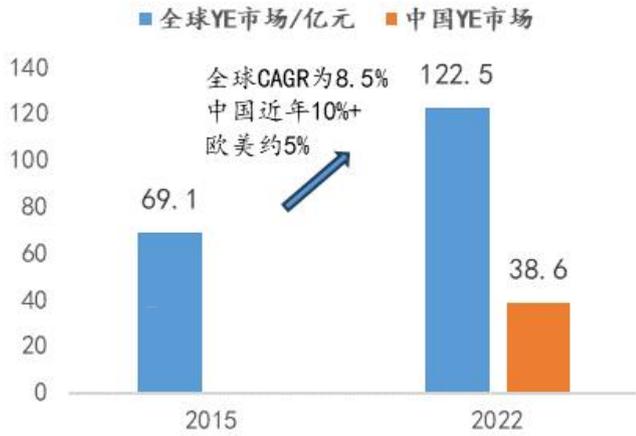
根据贝哲斯咨询与 Global Market Insight 统计, 2022 年全球 YE 市场规模达 122.47 亿元, 2015-2022 年 CAGR 达 8.5%, 其中中国市场规模达 38.55 亿元, 近年平均需求增长率 10%+; 而美国、欧洲衍生品渗透率更高, 市场增速大概在 5%。未来伴随“健康、美味”消费持续崛起, 全球 YE 市场或延续快增趋势, 预计 2028 年规模达 200.8 亿元, 期间 CAGR 为 8.59%; 且考虑到我国人均 YE 消费量远低海外, 预计国内市场增速达 10%。

图表 11: YE 在食品饮料行业应用场景丰富, 发展空间广阔



数据来源: 思宾格公司官网, 《安琪酵母提取物适应市场需求获快速发展》, 华福证券研究所

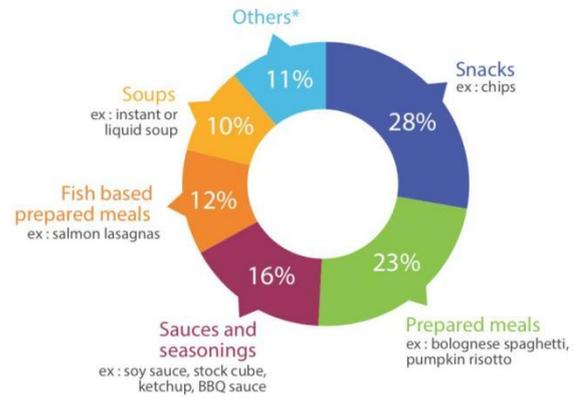
图表 12: YE 市场稳步快增, 前景广阔



数据来源: 贝哲斯咨询, Global Market Insight, 市场趋势, 食品工业科技, 华福证券研究所

图表 13: 2013-2018 年 YE 在食品饮料业新品应用

Main food products launches using yeast extracts are snacks and prepared meals



数据来源: 思宾格, 华福证券研究所

### 2.3 行业竞争格局清晰, 公司内外兼修追赶全球领导地位

酵母行业属于典型的寡头垄断行业, 整体竞争格局稳定; 且对比其他市场龙头, 安琪酵母增长势能更高, 全球竞争优势不断凸显。从全球来看, 酵母行业发展已相对成熟; 且由于行业较高资金、技术及环保壁垒的存在, 新企业进入行业较为困难, 使得行业产能增长相对缓慢, 竞争格局清晰。具体而言, 酵母行业主要由乐斯福、安琪酵母、英联马利三家公司主导, 2021年CR3约64%, 对应的市场份额分别为28%/19%/17%; 其中, 乐斯福系未上市的家族企业, 成立有百年之久, 而其技术底蕴、产能优势集中在鲜酵母, 对YE等衍生品的布局相对较少, 故从行业发展趋势看, 乐斯福经营相对保守; 而英联马利系英国上市公司, 主业为糖业和快消品, 90年代通过并购才开始涉足酵母市场, 整体技术、成本优势在三者中相对不大, 且近年在国内呈收缩态势; 最后, 安琪酵母聚焦主业、后来居上, 目前在国内市场地位稳固, 全球份额持续提升。

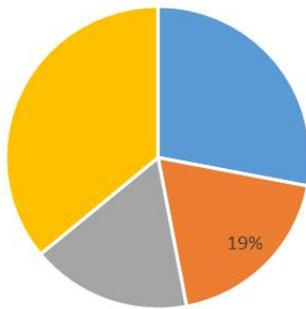


**全球酵母市场格局清晰，各区域龙头存在差异。**国内酵母市场从上世纪 80 年代起步，发展较晚，但增长快、空间大，其中龙头安琪酵母通过技术追赶、产线升级以及错位竞争等快速崛起，目前在国内的市占率约 55%-60%（近 10 年市占率提升近 30%；其中小包装份额达 70%+），且主力产品价格基本高于竞争对手，市场领导地位稳固；而欧洲市场酵母产、销份额集中在乐斯福和英联马利上，预计安琪市场份额不高；非洲酵母产品市场主要参与者是乐斯福、英联马利、安琪酵母以及当地的品种；而亚太、中东等新兴市场主要以乐斯福、安琪、英联马利及本土企业等为主。

**在 YE 等衍生品赛道，安琪已取得领先优势，同时持续发力衍生品，进一步向全球酵母巨头追赶。**相对于酵母及原料市场，YE 技术门槛更高，产线资金投入大，对设备要求严格，故行业整体进入壁垒较高、市场集中度也相对更高。具体来看，华经产业研究院预计 2022 年 YE 全球产量约 35 万吨；从产能视角看，CR2 约 68%，其中安琪酵母自 96 年研制出满足调味品、食品需求的 YE 以来（率先在鸡精中应用），YE 供给份额已跃居全球首位，目前产能达 13 万吨，市占率约 37%，而思宾格 Biospringer（乐斯福旗下）产能约 7.6 万吨，占 31%；从产品销售视角看，2021 年安琪 YE 产品在国内市场的占有率已超过 53%，国际市场占有率高达 23%。伴随着食品饮料消费健康化、高端化，Ye 等酵母衍生品增长潜力更大，安琪作为行业龙头有望充分受益，并助力在总量端持续追赶乐斯福。

图表 14：全球酵母行业竞争格局清晰

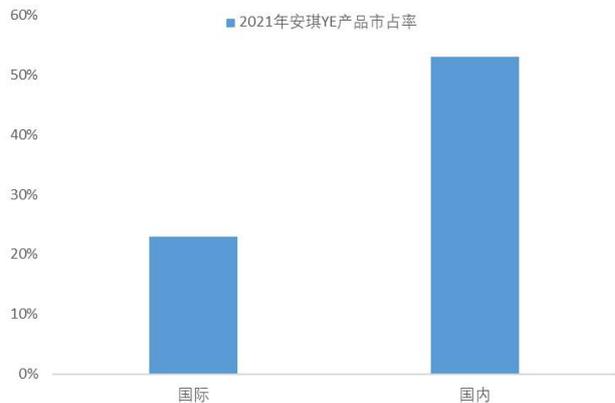
■ 乐斯福 ■ 安琪酵母 ■ 英联马利 ■ 其他



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 15：YE 市场集中度高，安琪领先优势突出

■ 2021 年安琪 YE 产品市占率



数据来源：食品工业科技，华福证券研究所

### 3 巩固国内、蚕食海外，中国制造的“比学赶超”

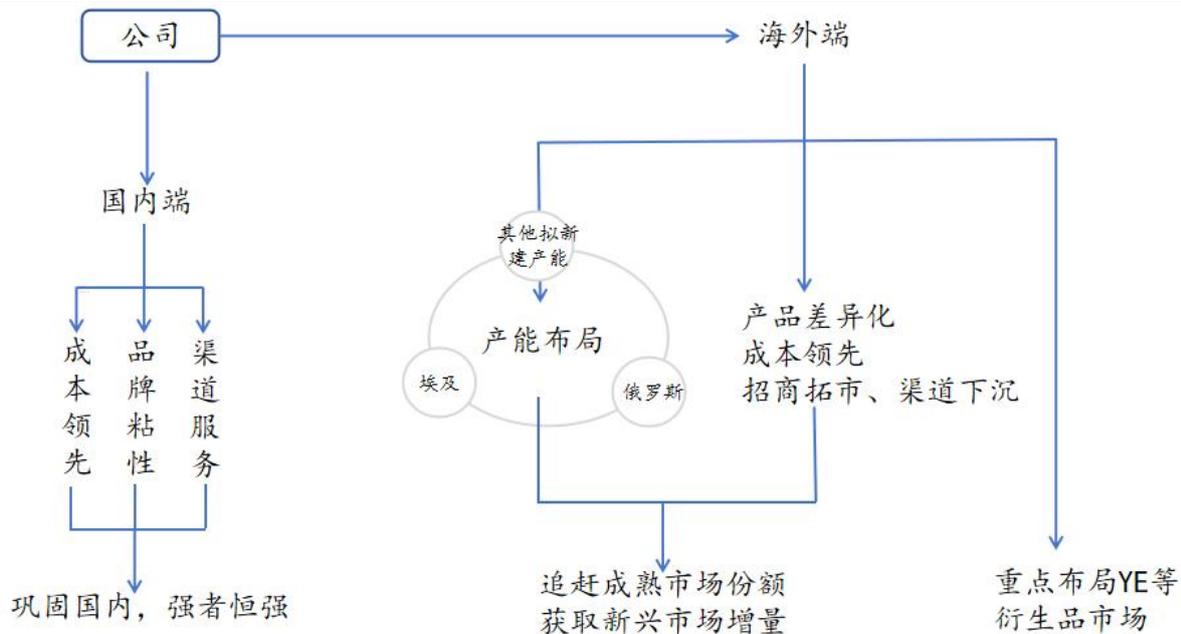
国内先发优势显著，市场领导者地位稳固；海外着力抢占新兴市场与衍生品等行业发展新高地，持续追赶全球酵母产业领导地位。前文谈及酵母行业资金、技术、设备、市场渠道等进入壁垒较高，即便全球各大洲竞争格局不尽相同，甚至部分市场出现一些强力本土品牌，但整体市场秩序主要由乐斯福、安琪酵母及英格马利等



主导。且考虑到酵母行业的增长空间与进入成本，预计酵母行业竞争仍以寡头们为核心，暂时不会出现强有力的跨界选手。具体来看，

对比全球龙头乐斯福、英格马力，安琪酵母具备以下竞争优势：1) 本土市场中，公司近年市场份额持续提升，即从2013年30%多提升到至今55%以上，究其原因系公司在国家支持力度、甜菜等原材料产区卡位（成本领先优势）、品牌粘性、渠道服务等均取得明显优势。2) 海外端，公司一方面积极布局海外产能，如兴建埃及、俄罗斯工厂（计划东南亚再建生产子公司），同时通过产品差异化、成本领先以及技术服务优势等，追赶欧洲、北美等成熟市场份额（干酵母生产、使用于鲜酵母无异，但易保存、规模效益大、运输成本低，更有利渠道下沉、渗透）以及亚太、中东、非洲等新兴市场的增量获取，目前公司在20多个国家市场占有率第一；另一方面，公司重点布局YE等衍生品市场，包括承担国家“九五科技攻关项目”、率先开发市场、实现应用宽度&深度领先以及完成YE产能布局。

图表 16: 公司在国内具备多维竞争优势，市场领导者地位稳固，海外市场日拱一卒



数据来源：华福证券研究所自制

**多重优势持续强化国内市场领导地位，竞争主导权强化上下游议价力。**公司在国内市场中的领导地位日趋稳固，多元竞争抓手打造深护城河。具体来看：首先，公司研发体系完备、技术实力雄厚，不仅拥有自主的酵母菌种筛选、培养、加工等技术，生产出高活性、高耐糖、高稳定性的酵母产品，而且能持续推陈出新，进而强化自身产品矩阵竞争力；其次，公司在国内主要的甘蔗以及甜菜产区均有工厂布局，产能较竞争对手公司更贴近原料地，同时公司积极布局水解糖业务，最终产区布局、规模效应、结构优化等奠定了成本优势；此外，公司拥有20000多家经销商，其中国内接近16000家，已完成线上线下一体化、BC端全渠道布局，且对比乐斯福在国内高线市场设立分公司、提供解决方案，公司目前在国内设立18个销售组织，



销售人员达 1760 名，渠道覆盖广度、市场下沉深度以及服务反馈速度均占优；最后，公司品牌心智高、消费者粘性强，例如国内酵母小包装产品市占率高。

得益于良性的供需结构、领先的市场地位以及强大的竞争优势，公司掌握着酵母市场的定价权。回顾公司以往提价历程，公司产品调价动作主要发生在糖蜜价格上行期；且在每次大幅调价后，公司仍能实现酵母品类销量增长，较顺利地传导原材料价格压力，以平滑业绩波动；同时伴随原料价格回落，新价格体系有助于产生利润弹性。

图表 17: 行业 2021 年提价情况梳理

| 公司   | 提价时间       | 产品类型 | 提价详情  |
|------|------------|------|---|
| 安琪酵母 | 2021/9/30  | 酵母   | 大包装干酵母、半干酵母出厂价上调 6000-8000 元/吨；<br>鲜酵母出厂价上调 2000-2500 元/吨 |
|      | 2021/10/6  | 食品原料 | 膨松剂、馒头、改良剂、乳化剂、鸡精类产品出厂价上调 20%-30%                         |
|      | 2021/10/11 | 动物营养 | 出厂价上涨 20%   |
|      | 2021/10/15 | YE   | 出厂价上涨 10-15%  |
| 乐斯福  | 2021/10/13 | 酵母   | 鲜酵母提价 2500 元/吨<br>450g、500g 中高端系列干酵母价格上调 11%-20%          |
|      | 2021/10/18 | 酵母   | 500g、5 公斤大包装、小包装产品涨价 6000、10000 元/吨                       |
| 英联马利 | 2021/10/12 | 酵母   | 500g、5 公斤系列干酵母出厂价上调 6000 元/吨                              |
|      | 2021/11/1  |      | 鲜酵母出厂价上调 2000 元/吨   |

数据来源：中华网财经，观研报告网，华福证券研究所

以 YE 为代表，公司在全球衍生品市场不断实现“比学赶超”。针对海外市场，公司除了推进产能建设，还已构建起面向全球、信息灵敏、反应迅速、渠道畅通、控制有力的营销与市场服务网络，海外经销商数量持续快速提升，截至 22 年，公司优质的产品、细致的服务已覆盖全球 163 个国家和地区。同时，公司着力抢占衍生品等行业发展新高地；以 YE 为例，公司承担国家“九五科技攻关项目”，同时率先开发市场、完成 YE 产能布局。具体而言，公司产研端均高度重视 YE 的发展前景，不仅在产品研发、应用技术服务方面取得领先，即公司先后开发出天然高 I+G 型、低盐型、多款 umami 型、Kokumi 型、无肉源肉风味型等酵母提取物系列产品，深得国内外用户的欢迎，并针对不同应用领域开发多种技术解决方案，如降盐解决方案、零添加解决方案、多应用领域的增鲜方案、用户配方升级方案；而且自 2003 年以来公司已在建成七大 YE 专业化生产基地，目前总产能达 13 万吨，系全球最大的 YE 供应商。



图表 18: 以 YE 为代表, 公司在全球酵母衍生品市场的比学赶超



数据来源: 公司公告, 《安琪酵母抽提物适应市场需求获快速发展》, 华福证券研究所

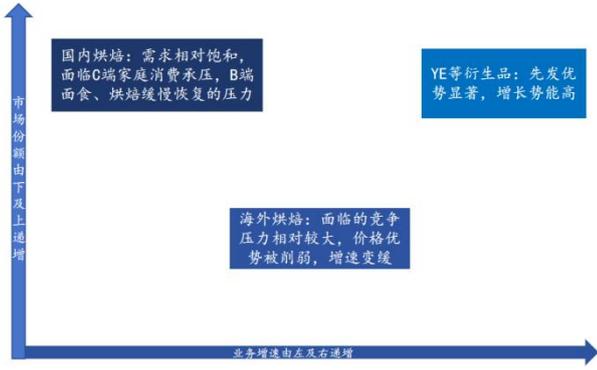
## 4 长坡厚雪下的行稳致远, 业绩周期上行可期

### 4.1 衍生品引领, 拓展海外, 主业延续双位数增长

在 YE 等产品延伸、海外招商拓市下, 酵母主业或保持双位数增长。分品类看, 首先, 国内酵母需求相对饱和, 传统面点市场增量不多, 主要靠西式烘焙品持续渗透贡献, 尤其在 C 端家庭消费承压, B 端面食、烘焙缓慢恢复的背景下, 预计国内酵母业务增长不高; 相较于成熟的酵母市场, YE 等衍生品业务增长势能更高, 其中 YE 先发优势显著, 未来有望通过持续扩品类 (拓展应用场景、领域)、拓市场等保持稳步快增; 而微生物、动物营养等业务基数低、增量需求大, 在公司技术、产能及营销等持续赋能下, 预计增长弹性较高。

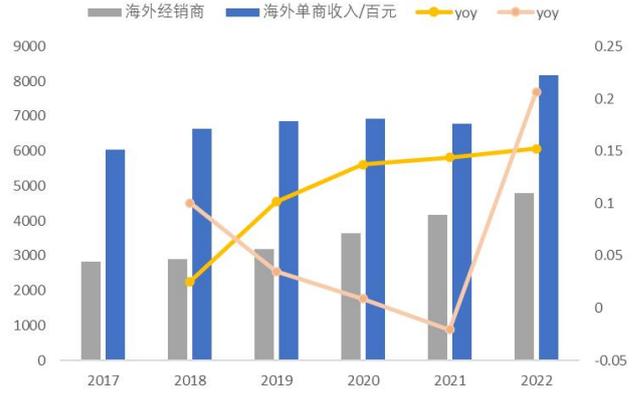
对于海外烘焙酵母等业务, 今年或面临一定竞争压力, 主要系欧洲和俄罗斯需求受局势影响较大, 同时主要竞争对手充分受益于玉米等原料价格下降, 并将释放的成本空间转化为促销等价格武器, 一定程度削弱了公司在部分市场的价格优势。对此, 公司选择优化价格体系、加速新产能落地以摊薄成本, 同时积极推进渠道下沉和二次开发。尤其对于中东、非洲、美洲等正常增长的市场, 公司加大拓展新商、开发大用户的力度, 例如近年, 公司海外经销商数量增长持续提速, 22 年一度达 15%, 同时单商年收入也从 2017 年近 62 万元提升至 23 年超 89 万元。总之, 伴随公司产品端持续丰富、市场端招商拓市 (包括深度下沉、开发大 B 客户等) 以及品牌知名度上升, 公司海外业务或延续 20% 左右的增长, 进一步提升市占率 (除了中国以外, 公司在海外其它地区的市占率总体不到 10%)。

图表 19: YE 等衍生品引领公司稳步增长



数据来源: 华福证券研究所自制

图表 20: 海外持续招商、下沉 (家, 百元, %)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

历年经营目标整体完成度高, 逐步成就全球最大的酵母企业。短期看, 2024 年公司确定了实现营业收入 156.69 亿元, 同比增长 15.37%, 实现归母净利润 13.69 亿元, 同比增长 7.80% 的经营目标。中长期看, 公司延伸产品应用领域同时深化全球业务布局, 未来或进一步挤占英联马利等核心厂商的份额。期间, 公司力争成为全球第一酵母企业, 国际一流生物技术公司, 聚焦酵母、健康食品配料、营养保健食品、生物新技术、新型健康包材五大产业布局, 以期十四五末实现 200 亿元营收目标。

图表 21: 公司营收、业绩增长目标完成情况

|         | 经营目标 (第 N 年末)  | 经营成果 (第 N+1 年末)  | 业绩评价            |
|---------|--|--|-----------------|
| 2011 年报 | 短期 12 年: 收入达 30 亿。<br>远期: 2015 年确保实现营业收入 50-60 亿元, 酵母类全球市占率达 12%, 非酵母类生物技术产品收入占 25%。 | 12 年实现营收 27.14 亿元, 同比增长 8.3%。                          | 未达预期            |
| 2012 年报 | 13 年初目标: 收入达 33 亿元, 净利润 3 亿元, ROE>10%。<br>13 年中修正目标: 营收 31 亿元, 同年 H2 利润高于 H1。        | 13 年实现营收 31.19 亿元, 净利润 1.82 亿元。                        | 完成 2013 年年中修订目标 |
| 2013 年报 | 14 年: 营收 35 亿元, 净利润增长 10%。   | 14 年实现营收 36.54 亿元, 净利润下降。                              | 收入达预期, 但利润未达预期  |
| 2014 年报 | 15 年: 主营收入达 43 亿元, 增长 17.68%, 超过调整后的“十二五”目标。   | 15 年实现营收 42.13 亿元, 同增 15.30%。                          | 短期、中长期目标, 未达预期  |
| 2015 年报 | 短期 16 年: 营收 48.5-50 亿元<br>十三五目标:   | 16 年实现营收 48.61 亿元, 同增 15.36%。                          | 收入达预期           |
| 2016 年报 | 17 年: 营收增长 15%以上   | 17 年实现营收 57.76 亿元, 同增长 18.83%。                         | 超预期             |
| 2017 年报 | 18 年: 主营收入 65-68 亿元, 净利润增速高于销售收入。  | 18 年实现营收 66.86 亿元, 同增 15.75%; 净利润 8.99 亿元, 同比增长 0.79%。 | 收入达到预期, 净利润未达预期 |



|                    |   |  |              |
|--------------------|---|--|--------------|
| 2018 年报            | 19 年：收入增长 15%<br>远期：2020/2021 年 年均收入增长超 15%，21 年收入达 100 亿                               | 19 年实现营收 76.53 亿元，同增 14.47%。             | 略微不达预期       |
| 2019 年报            | 20 年：收入同增 14%+，净利润同增 12%+。  | 20 年实现营收 89.33 亿元，同比增长 16.73%，净利润同增 51%。 | 收入达成预期，业绩超预期 |
| 2020 年报            | 21 年：收入达 102.56 亿，净利润同增 10.32%  | 21 年实现营收 106.75 亿元，同增 19.5%；净利润同减 4.59%。 | 收入达预期        |
| 2021 年报            | 22 年：收入达 126 亿元，净利润稳步增长   | 22 年实现营收 128.43 亿元，同增 20.31%；实现净利润同增 2%。 | 达预期          |
| 2022 年报<br>2023 年报 | 23 年：收入 143.9 亿元，归母净利润同增 10.21%。<br>24 年：营收 156.69 亿元，同增 15.37%，归母净利润 13.69 亿元，同增 7.80% | 23 年实现营收 135.8 亿元，同增 5.7%；归母净利润同比-3.9%   | 收入、利润均不及预期   |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

#### 4.2 多维因子共振，业绩渐入上行周期

**业务结构优化、原料成本下行、费用摊销收窄等共振，或促进公司 EBITDA 增长提速以及毛利率持续改善。**首先，酵母及衍生品业务占公司 90% 的毛利润；而伴随公司 YE 等高附加值业务持续放量，叠加公司剥离低附加值的贸易糖业务、优化亏损的保健品业务，公司整体盈利能力有望得到受益。其次，公司持续布局水解糖项目，目前已成功实现 3 条自制水解糖产线满产，单糖成本不断下降（替代接近 30% 的糖蜜消耗量），再叠加其他供需因子影响，预计糖蜜原料价格有望进一步向下，进而带动公司成本端改善，并逐步释放业绩增长弹性。最后，公司精细管控经营费效比，同时推动刚性费用逐步收窄，例如前期的股权激励费用逐步摊薄，预计能节省 4-5000w 费用。

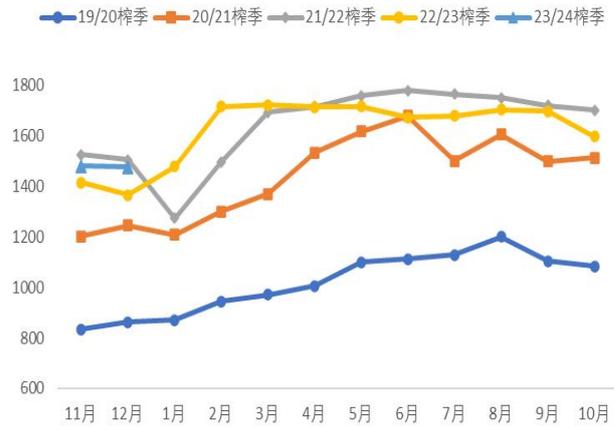
**供需变局驱动糖蜜价格边际向下，主业毛利率改善可期。**首先，公司主要原材料为糖蜜，系核心需求方，估计国内糖蜜需求量约 150 万吨，但由于国内糖蜜资源供需不平衡，导致糖蜜近年价格高位运行，显著影响公司业绩表现。而伴随着供需格局改善，我们预计糖蜜价格呈逐步回落趋势。具体来看，供给端随着南方甘蔗种植面积回升（22/23 年制糖期糖料种植面积 1926 万亩，且距离十四五规划的 2300 万亩仍有提升空间，尤其本期甘蔗面积仅 1652 万亩，距离 2000 万亩左右仍有较大提升空间），糖蜜市场供给量有望回升。从需求视角看，尽管酵母需求整体呈平稳增长态势，但安琪水解糖产效持续爬坡替代糖蜜（对比糖蜜，水解糖主要以玉米、碎米、小麦淀粉为原料，具备原料易得、采购灵活，成本控制力强等优势），叠加玉米等替代品价格明显回落，预计下游酵母、酒精工业对糖蜜的需求边际减弱。此外，结合安琪酵母近期采购情况，截至 23 年 12 月末，公司的甘蔗糖蜜采购价较去年同期下降 8%。因此，供需变局下，我们预计糖蜜价格或迎来边际改善。

图表 22: 供给端原料种植面积有望提升



数据来源: 中国糖业协会, 华福证券研究所

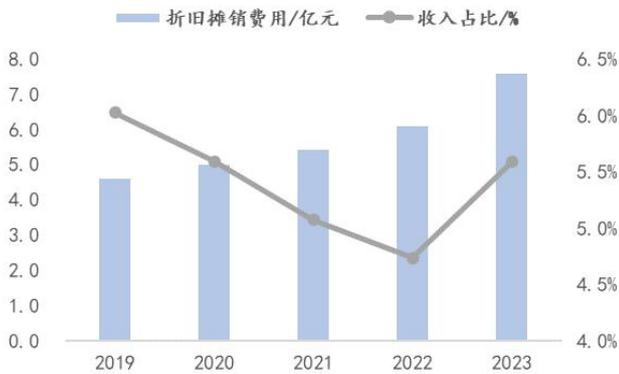
图表 23: 近年广西榨季糖蜜成交价变动趋势(元/吨)



数据来源: 观研报告网, 食品创新研究院, 泛糖科技网, 华福证券研究所

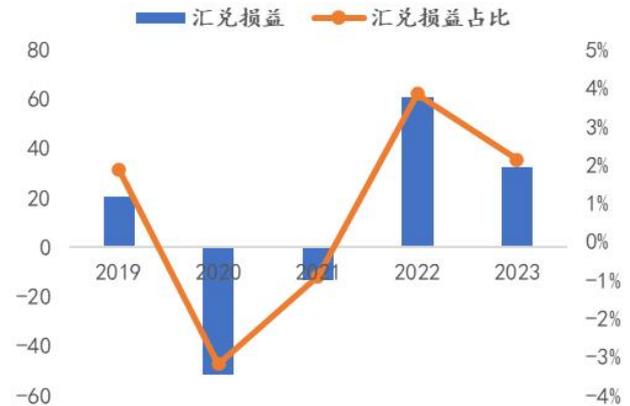
资本投入步伐稳健, 预计 EBITDA 等盈利指标改善; 同时, 公司汇兑损益整体可控。目前, 公司国内产能建设步伐逐步放缓, 未来的生产投入集中在海外, 以匹配全球发展战略。综合来看, 预计整体资本投入相对稳定, 其中固定资产投资预计不超过 10 亿, 对应 24 年新增折旧约 1 亿元, 折旧增幅小于收入增幅, 进而带动公司 EBITDA 等利润指标改善。此外, 尽管 24 年海外存在降息、人民币升值预期, 给公司造成短期汇兑压力, 但中长期整体可控, 而且公司在汇率管理方面具备充足的经验; 例如人民币加速国际化, 有助于控制汇率波动的冲击, 同时公司通过海外贷款以及采用远期结售汇等方式进行汇率的管理; 且近年, 公司汇兑损益在营业利润端占比整体不大, 绝对值都在 4%以内, 故预计汇率波动对公司利润的影响整体可控。

图表 24: 近年折旧摊销费用情况及占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 25: 历年汇兑收益以及营业利润中占比(百万, %)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

在下游需求提质, 海外业务加速拓展下, 烘焙酵母、YE 等主业有望保持稳健增



长，进而提振公司毛利率；同时，糖蜜价格回落以及水解糖产效提升将带动成本结构改善，进而贡献利润增长弹性。此外，公司抓紧保健品业务扭亏止损，同时股权激励等刚性费用在逐步收窄；叠加产能布局日趋成熟下，公司资本投入稳步改善，对应的折旧摊销费用在边际可控。总之，多重因素改善下，公司盈利能力有望实现持续修复，阶段性业绩增长弹性或将逐步呈现。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年营收等财务指标做出以下假设：

**酵母及衍生品类：**首先，公司酵母系列营收占比约 70%，毛利润占比接近 90%，系公司业绩的主要来源。且伴随全球酵母产业稳步扩容以及马太效应的持续强化，公司酵母主业或凭借市场领导者地位以及经营高势能而持续增长。具体而言，公司 YE 等衍生品系列附加值高、增长潜力大且对比竞争对手优势明显，故预计将继续引领公司抢占酵母深加工等新兴市场，并贡献营收增量。此外，公司传统酵母一方面巩固国内市场地位，把握下游烘焙食品渗透与调味品等产品升级的红利，未来延续稳定增长态势；另一方面，公司在海外积极扩产，同时加强招商拓市与市场深度开发，尤其是对中东、非洲以及亚太等增量市场的获取；故预计海外烘焙等业务有望延续快增态势。总之，在结构升级与全球扩张等双轮驱动下，我们预计酵母主业 2024-26 年销量增速分别为 14%/12%/12%，吨价增速分别为 -1%/1.2%/1%，对应营收增速分别为 12.9%/13.3%/13.1%。

**毛利率方面：**前文我们谈及公司毛利润约 90%由主业酵母及深加工系列构成，故公司盈利能力主要由其决定。而伴随酵母主业结构优化、原料成本下行以及费用摊销收窄，公司有望迎来 EBITDA 增长提速，毛利率持续改善；其中，海外业务、YE 等高附加值产品持续快增，进而提振公司毛利率表现；在原料端，供需变局或驱动糖蜜等原料价格下行，而且公司海外产能铺开将逐步带动公司成本端改善。总之，在多重因素共振下，酵母主业毛利率改善可期，预计 2024-26 年酵母及深加工系列毛利率分别为 31%/31.5%/32%。相应地，预计 2024-26 年公司毛利率分别为 25%/25.7%/26.3%。

**费用率方面：**我们认为随着公司规模效应的强化、全球品牌影响力提升、资本投入的边际可控以及股权支付费用摊薄，整体费用率成逐步收窄趋势。其中，销售费用端或主要受益于品牌影响力扩大带动品宣促销活动费效比提升，整体可控。管理费用端，未来有望受益于股权支付费用等摊薄。故预计 2024-26 年公司销售费用率分别为 5.15%/5.08%/5.01%，管理费用率分别为 3.3%/3.12%/3.08%。



图表 26: 公司业绩拆分预测表

|               | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>酵母及衍生品</b> |          |          |          |          |
| 收入 (百万元)      | 9505.35  | 10727.74 | 12159.25 | 13754.55 |
| yoy           | 5.38%    | 12.86%   | 13.34%   | 13.12%   |
| 销量 (万吨)       | 34.85    | 39.73    | 44.50    | 49.84    |
| yoy           | 10.37%   | 14.0%    | 12.0%    | 12.0%    |
| 吨价 (元/吨)      | 27274.60 | 27001.86 | 27325.88 | 27599.14 |
| yoy           | -4.52%   | -1.0%    | 1.2%     | 1.0%     |
| 毛利率           | 30.65%   | 31.0%    | 31.5%    | 32.0%    |
| 业务比例          | 69.99%   | 71.47%   | 72.40%   | 73.20%   |
| <b>制糖产品</b>   |          |          |          |          |
| 收入 (百万元)      | 1710.74  | 1625.20  | 1625.20  | 1625.20  |
| yoy           | -3.15%   | -5.00%   | 0.00%    | 0.00%    |
| 销量 (万吨)       | 8.25     | 7.83     | 7.83     | 7.83     |
| yoy           | -36.96%  | -5.0%    | 0.0%     | 0.0%     |
| 吨价 (万元/吨)     | 20747.19 | 20747.19 | 20747.19 | 20747.19 |
| yoy           | 53.62%   | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |
| 毛利率           | 1.23%    | 1.0%     | 1.0%     | 1.0%     |
| 业务比例          | 12.60%   | 10.83%   | 9.68%    | 8.65%    |
| <b>包装产品</b>   |          |          |          |          |
| 收入 (百万元)      | 421.09   | 426.15   | 448.35   | 471.71   |
| yoy           | -11.88%  | 1.20%    | 5.21%    | 5.21%    |
| 销量 (万吨)       | 3.36     | 3.40     | 3.57     | 3.74     |
| yoy           | 0.75%    | 1.0%     | 5.0%     | 5.0%     |
| 吨价 (百元/吨)     | 12522.34 | 12547.38 | 12572.48 | 12597.62 |
| yoy           | -12.53%  | 0.2%     | 0.2%     | 0.2%     |
| 毛利率           | 6.12%    | 6.0%     | 6.0%     | 6.0%     |
| 业务比例          | 3.10%    | 2.84%    | 2.67%    | 2.51%    |
| <b>其他产品</b>   |          |          |          |          |
| 收入 (百万元)      | 1910.00  | 2196.50  | 2525.97  | 2904.87  |
| yoy           | 26.40%   | 15.0%    | 15.0%    | 15.0%    |
| 毛利率           | 16.73%   | 17.0%    | 17.0%    | 17.0%    |
| 业务比例          | 14.06%   | 14.63%   | 15.04%   | 15.46%   |
| <b>合计</b>     |          |          |          |          |
| 收入 (百万元)      | 13581    | 15010    | 16793    | 18791    |
| yoy           | 5.74%    | 10.52%   | 11.88%   | 11.90%   |
| 毛利率           | 24.19%   | 24.96%   | 25.66%   | 26.32%   |

数据来源: wind, 华福证券研究所



## 5.2 投资建议

相对估值比较：鉴于 A 股无其他酵母类公司，而海天味业、中炬高新、千禾味业，均与公司主业存在一定的业务协同，晨光生物则与公司在全球供应链中所贡献的价值相似，如晨光是全球天然植物提取物龙头、主力产品以 To B 为主，且海外市场占比大，故选取上述公司作为可比公司；2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 24/18/17 倍；预计公司 2024-2026 年归母净利润将达到 13.9/16.6/20.1 亿元，分别同比增长 9%/20%/21%。考虑到 YE 等产品引领、海外业务持续快增下，酵母主业有望保持双位数增长，叠加业务结构优化、原料成本下行、费用摊销收窄等多重因素共振，公司业绩有望进入上行周期。因此，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 27: 可比公司估值表

| 公司   | 市值<br>(亿) | 收盘价<br>(元) | EPS (摊薄) (元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|------|-----------|------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |            | 2023A        | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 海天味业 | 2,013     | 36.21      | 1.01         | 1.12  | 1.25  | 1.39  | 36    | 32    | 29    | 26    |
| 中炬高新 | 216       | 27.48      | 2.20         | 1.00  | 1.25  | 1.60  | 12    | 28    | 22    | 17    |
| 晨光生物 | 50        | 9.37       | 0.90         | 0.73  | 1.09  | 1.39  | 10    | 13    | 9     | 7     |
| 千禾味业 | 163       | 15.84      | 0.53         | 0.63  | 0.76  | 0.89  | 18    | 15    | 12    | 11    |
| 平均值  |           |            |              |       |       |       | 20    | 24    | 18    | 17    |
| 安琪酵母 | 270       | 31.10      | 1.47         | 1.60  | 1.91  | 2.32  | 21    | 19    | 16    | 13    |

数据来源：ifind，华福证券研究所；可比公司盈利预测均采取 ifind 一致性预期，时间为 5.27

## 6 风险提示

**国内需求恢复不及预期风险：**目前国内消费力、消费信心仍处于恢复阶段，需求恢复不及预期将影响公司酵母主业增长。

**原材料价格波动风险：**20 年以来糖蜜等原料进入价格上行周期，而作为酵母企业的重要原材料，若糖蜜价格持续攀升或保持在高位不变，将对公司主业酵母系列产品的盈利能力造成较大压力，从而影响公司整体盈利水平。

**海外业务拓展不及预期风险：**目前海外业务系公司主业规模扩张的主要来源，如海外业务发展不及预期，包括国际局势变动、竞争加剧等将影响海外业务的引领作用，进而影响主业正常增长。

**产能投放不及预期：**公司目前在国内、外进一步扩充主业产能，其中海外俄罗斯等工厂若因俄乌战局等原因导致产能投放不及预期，可能对未来经营业绩产生一定影响。

**汇率波动风险：**伴随公司海外业务在收入比重持续提升，因国际汇率走势不确定，产生的汇兑损益将影响公司海外收入及成本，从而对公司综合业绩表现产生一



定的影响。

**食品安全风险：**食品质量安全控制水平一直是食品企业能否稳健发展的关键因素，若出现食品安全问题将对公司经营造成重大负面影响

图表 28: 财务预测摘要

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 单位:百万元          | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 货币资金           | 1,193         | 1,351         | 1,679         | 1,879         | 营业收入            | 13,581       | 15,010       | 16,793       | 18,791       |
| 应收票据及账款        | 1,547         | 1,646         | 1,692         | 1,833         | 营业成本            | 10,296       | 11,263       | 12,485       | 13,846       |
| 预付账款           | 422           | 405           | 449           | 498           | 税金及附加           | 107          | 105          | 118          | 132          |
| 存货             | 3,818         | 3,547         | 3,935         | 4,364         | 销售费用            | 703          | 773          | 854          | 941          |
| 合同资产           | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 459          | 492          | 524          | 579          |
| 其他流动资产         | 1,230         | 804           | 910           | 1,056         | 研发费用            | 603          | 657          | 731          | 814          |
| 流动资产合计         | 8,209         | 7,753         | 8,665         | 9,630         | 财务费用            | 16           | 86           | 93           | 63           |
| 长期股权投资         | 22            | 22            | 22            | 22            | 信用减值损失          | -35          | -17          | -17          | -20          |
| 固定资产           | 8,615         | 8,944         | 9,105         | 8,743         | 资产减值损失          | -39          | -40          | -40          | -40          |
| 在建工程           | 753           | 653           | 453           | 553           | 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产           | 663           | 714           | 739           | 761           | 投资收益            | -2           | 1            | 1            | 1            |
| 商誉             | 36            | 36            | 36            | 36            | 其他收益            | 136          | 100          | 80           | 80           |
| 其他非流动资产        | 972           | 1,510         | 1,640         | 1,781         | <b>营业利润</b>     | <b>1,509</b> | <b>1,678</b> | <b>2,014</b> | <b>2,440</b> |
| 非流动资产合计        | 11,061        | 11,880        | 11,995        | 11,897        | 营业外收入           | 26           | 15           | 12           | 12           |
| <b>资产合计</b>    | <b>19,270</b> | <b>19,632</b> | <b>20,660</b> | <b>21,527</b> | 营业外支出           | 9            | 5            | 5            | 5            |
| 短期借款           | 2,904         | 3,202         | 3,490         | 2,524         | <b>利润总额</b>     | <b>1,526</b> | <b>1,688</b> | <b>2,021</b> | <b>2,447</b> |
| 应付票据及账款        | 1,893         | 2,106         | 2,347         | 2,658         | 所得税             | 214          | 251          | 303          | 367          |
| 预收款项           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>净利润</b>      | <b>1,312</b> | <b>1,437</b> | <b>1,718</b> | <b>2,080</b> |
| 合同负债           | 218           | 240           | 269           | 301           | 少数股东损益          | 42           | 46           | 55           | 67           |
| 其他应付款          | 222           | 222           | 222           | 222           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,270</b> | <b>1,391</b> | <b>1,663</b> | <b>2,013</b> |
| 其他流动负债         | 1,000         | 1,026         | 1,049         | 1,087         | EPS (按最新股本摊薄)   | 1.46         | 1.60         | 1.91         | 2.32         |
| 流动负债合计         | 6,237         | 6,797         | 7,376         | 6,791         |                 |              |              |              |              |
| 长期借款           | 2,020         | 820           | 20            | 0             |                 |              |              |              |              |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             |                 |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 417           | 417           | 417           | 417           |                 |              |              |              |              |
| 非流动负债合计        | 2,437         | 1,237         | 437           | 417           |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>8,674</b>  | <b>8,034</b>  | <b>7,813</b>  | <b>7,208</b>  |                 |              |              |              |              |
| 归属母公司所有者权益     | 10,074        | 11,030        | 12,224        | 13,629        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 522           | 568           | 623           | 690           |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>10,596</b> | <b>11,599</b> | <b>12,848</b> | <b>14,319</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>19,270</b> | <b>19,632</b> | <b>20,660</b> | <b>21,527</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表          |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,321</b>  | <b>2,426</b>  | <b>2,284</b>  | <b>2,539</b>  |
| 现金收益           | 2,068         | 2,339         | 2,664         | 3,012         |
| 存货影响           | -811          | 271           | -389          | -429          |
| 经营性应收影响        | -112          | -43           | -50           | -150          |
| 经营性应付影响        | -83           | 213           | 241           | 311           |
| 其他影响           | 260           | -355          | -182          | -205          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1,725</b> | <b>-849</b>   | <b>-881</b>   | <b>-683</b>   |
| 资本支出           | -1,744        | -1,098        | -838          | -630          |
| 股权投资           | 3             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期资产变化       | 16            | 249           | -43           | -53           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>287</b>    | <b>-1,419</b> | <b>-1,075</b> | <b>-1,656</b> |
| 借款增加           | 1,147         | -902          | -513          | -985          |
| 股利及利息支付        | -580          | -615          | -745          | -853          |
| 股东融资           | 177           | 0             | 0             | 0             |
| 其他影响           | -457          | 98            | 183           | 182           |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 5.7%  | 10.5% | 11.9% | 11.9% |
| EBIT 增长率       | -3.7% | 15.0% | 19.2% | 18.7% |
| 归母公司净利润增长率     | -3.9% | 9.5%  | 19.6% | 21.0% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率            | 24.2% | 25.0% | 25.7% | 26.3% |
| 净利率            | 9.7%  | 9.6%  | 10.2% | 11.1% |
| ROE            | 12.0% | 12.0% | 12.9% | 14.1% |
| ROIC           | 9.8%  | 11.1% | 12.7% | 14.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 45.0% | 40.9% | 37.8% | 33.5% |
| 流动比率           | 1.3   | 1.1   | 1.2   | 1.4   |
| 速动比率           | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| 应收账款周转天数       | 41    | 38    | 36    | 34    |
| 存货周转天数         | 119   | 118   | 108   | 108   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 1.46  | 1.60  | 1.91  | 2.32  |
| 每股经营现金流        | 1.52  | 2.79  | 2.63  | 2.92  |
| 每股净资产          | 11.60 | 12.70 | 14.07 | 15.69 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 21    | 19    | 16    | 13    |
| P/B            | 3     | 2     | 2     | 2     |
| EV/EBITDA      | 23    | 20    | 18    | 16    |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfyq.com.cn