



公司研究 | 深度报告 | 安琪酵母（600298.SH）

安琪酵母深度报告（二）：寸积铢累，蓄势待发

报告要点

从成长性来看，安琪酵母是一家国内主业稳定且梯队产品具备成长性的食品添加剂制造企业。同时，公司在产能出海上的投入进一步打开了其在国际市场上的想象空间。从周期性来看，酵母行业一直受到原材料糖蜜价格波动及重资产属性影响。当前，随着公司收入规模的增长及投资节奏趋于稳定，公司产能投资节奏对盈利能力的影响逐步平滑。另一方面，酵母原材料本轮价格周期高点已过，安琪酵母盈利能力有望进入新一轮上行期。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



陈硕旸

SAC: S0490524020002

安琪酵母（600298.SH）

2025-02-25

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

安琪酵母深度报告（二）：寸积铢累，蓄势待发

糖蜜价格周期与产能扩张节奏共同催生公司盈利弹性

复盘酵母行业发展历史，我们发现我国 21 世纪初期行业寡头间的博弈主要以围绕原材料糖蜜而建设的酵母产能为核心抓手。作为一个下游议价能力有限的重资产行业，与产能快速扩张一道而来的是产能投放初期产能利用率下行及固定资产折旧带来的盈利能力压力。叠加主要原材料糖蜜自身的周期波动，共同决定了过去公司盈利能力弹性大于收入弹性的典型特征。

新一轮糖蜜周期或已跨过波峰，酵母水解糖长期有望平抑成本波动

作为制糖的副产物，糖蜜价格与糖料农作物产量、相关下游需求变化等多个因素相关，也因此形成了一定的成本波动周期。历史上看，糖蜜价格受到糖料种植面积、亩产及需求结构变化的影响最大，而后两者在每一个制糖榨季的变化都具备一定的不确定性。从本榨季情况来看，国内糖蜜价格同比显著下行，2025 年 1 月广西部分批次糖蜜价格已跌破 1100 元/吨大关（去年同期价格多为 1400 元/吨以上）。另一方面，在上一轮糖蜜价格走强的背景下（2022 榨季糖蜜公开报价较 2020 年水平上升 66.36%），安琪酵母通过扩产淀粉水解糖产能以补充糖蜜需求，随着相关产能的投产和进一步扩建，我们有望看到公司上游议价能力的进一步增强及更长时间跨度下糖蜜成本波动的平抑。

扩产节奏有望逐步平滑，产业链延伸+出海描绘新篇章

作为典型的重资产行业，产能的集中投放也使得公司在新产能爬坡阶段面对较大的折旧和财务费用压力。固定资产投资短期使得公司毛利率承压，但随着规模效应持续提升，长期来看产能的逐步释放又将反哺公司的盈利能力。因此，扩产不只是酵母行业提升市占率的主要途径，又是持续稳定提升市场议价权，改善盈利能力的重要方式。

除国内的持续扩产外，自 2013 年埃及产能投产以来，“走出去”的产能为公司国际业务市占率和盈利能力的提升提供了有力保障，公司 2021 年全球市占率超过 15%，超过英联马利提升至全球第二，后持续提升至 2024 年年中的 19% 左右。同时，随着市场的开拓、产能的爬坡及海外原材料价格的变化，公司海外业务的毛利率近年来也呈现上行状态。另一方面，随着酵母衍生物产能的投产和进一步规划，公司在打牢传统酵母市场基础的同时“向上走”，探寻新型品类机会并已开始逐步在商业化较为成功的酵母抽提物市场独占鳌头。“走出去”与“向上走”持续深化公司产能优势，布局未来成长。

看好公司长期成长的多元性与中期的盈利改善

中长期来看，安琪是一家主业稳定且具备成长性的食品添加剂制造企业，公司在制造出海及产业链延伸上持续迈进。从周期性来看，公司固定资产投资对盈利能力的影响逐步平滑，酵母原材料本轮价格周期高点或已过，盈利能力修复可期。预计公司 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 1.58/1.92/2.16 元，对应 PE 分别为 23/19/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、需求恢复较慢风险；
- 2、行业竞争进一步加剧风险；
- 3、消费者消费习惯发生改变风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险等。

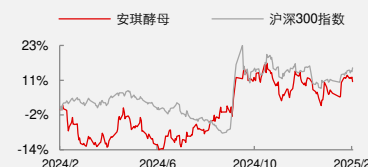
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	35.93
总股本(万股)	86,864
流通A股/B股(万股)	85,450/0
每股净资产(元)	12.01
近12月最高/最低价(元)	40.00/27.22

注：股价为 2025 年 2 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《安琪酵母 2024 年三季报点评：主导产品高增，海内外上行趋势延续》2024-11-11
- 《安琪酵母 2024 年中报点评：经营呈现季度间改善，海外收入继续维持高增》2024-08-13
- 《安琪酵母深度报告（一）：见微知著，踵事增华》2024-08-03



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

规模优势加速格局塑造，产能原料主导盈利周期	6
原材料波动与扩产节奏主导安琪酵母盈利弹性	6
历史溯源，寻找行业塑造成本优势的两大抓手：产能规模+原材料采购	7
原材料：糖蜜与甘蔗产量周期强相关，水解糖长期看或平抑相关波动	10
采购价受供需两端影响，但供给端起到决定性作用	10
水解糖长期有望平抑成本波动	13
产能：重资产背景下产能投放形成周期，产业链延伸+出海描绘新篇章	14
产能扩张压制短期毛利率，达产后反哺公司盈利能力	14
化桎梏为动能，产业链延伸+出海战略实现破局	16
看好公司长期成长的多元性与中期的盈利改善	19
风险提示	20

图表目录

图 1：安琪酵母的归母净利润波动显著大于收入端	6
图 2：公司历史净利率和毛利率变化节奏相同	6
图 3：公司酵母及衍生品单位成本和公司净利率比较	7
图 4：公司酵母及衍生品吨价及吨成本比较	7
图 5：糖蜜中含有大量蔗糖和还原糖	8
图 6：酵母生产中原材料成本占比高	8
图 7：上世纪 80-90 年代酵母核心企业发展情况	9
图 8：我国酵母市场竞争格局（2021 年）	9
图 9：我国 YE 市场竞争格局（2021 年）	9
图 10：我国糖蜜榨季（上一年的 11 月至本年度的 4 月）价格变化	10
图 11：糖蜜月度采购价格及尾货节奏梳理	10
图 12：糖蜜供应链情况梳理	11
图 13：2016 年起，糖蜜产量的波动与糖料种植面积产生背离	11
图 14：2015 年糖蜜下游需求情况	12
图 15：2021 年糖蜜下游需求情况	12
图 16：长期看糖蜜酒精产量下滑但存在部分年度产量增长的案例	12
图 17：糖蜜酒精压力主要来自原材料成本	12
图 18：糖蜜酒精利润变化梳理	13
图 19：固定资产扩背景下公司折旧情况及营收中的占比	14
图 20：公司固定资产扩张率和毛利率比较	15
图 21：公司固定资产扩张率和财务费用率比较	16
图 22：公司财务费用变化情况	16
图 23：公司固定资产变化情况	16
图 24：公司新增资产折旧在 2023 年达到峰值	16
图 25：酵母行业产业链及安琪酵母的主要产品分类	17

图 26：安琪酵母国内及国外业务毛利率变化	19
表 1：安琪酵母水解糖产能梳理	13
表 2：安琪酵母 2011-2014 年新增或落地项目情况梳理	15
表 3：公司埃及现有及在建产能（万吨）	18
表 4：俄罗斯现有及在建产能（万吨）	18
表 5：海外业务相关子公司发展梳理	19
表 6：公司营业总收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）	21

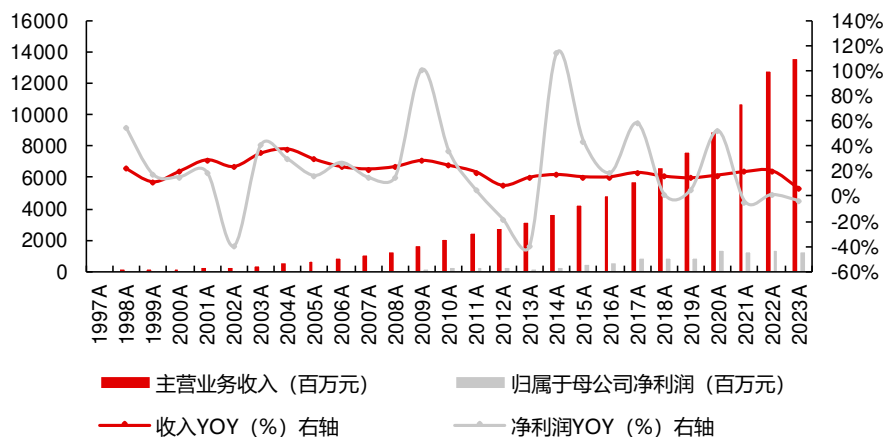
规模优势加速格局塑造，产能原料主导盈利周期

世界范围内，中国的工业化酵母属于后来者，但是依托我国糖料农作物（甘蔗、甜菜）禀赋，酵母行业在实现技术突破后发展较快。通过持续的产能布局，安琪已经在国内形成了较强的规模优势。在塑造这一优势的同时，扩产节奏变化和原材料价格的波动也造成了公司相应的成本和费用的波动，这一特征决定了其存在盈利的周期性。

原材料波动与扩产节奏主导安琪酵母盈利弹性

公司历史归母净利润弹性显著高于收入端。以安琪酵母 1997 年以来的财务数据看，随着公司的扩产，公司收入持续增长且同比增速波动区间为（5.74%，37.91%）。相比之下，公司同期归母净利润的波动则更为显著，同比增速区间达到（-40.30%，114.22%）。

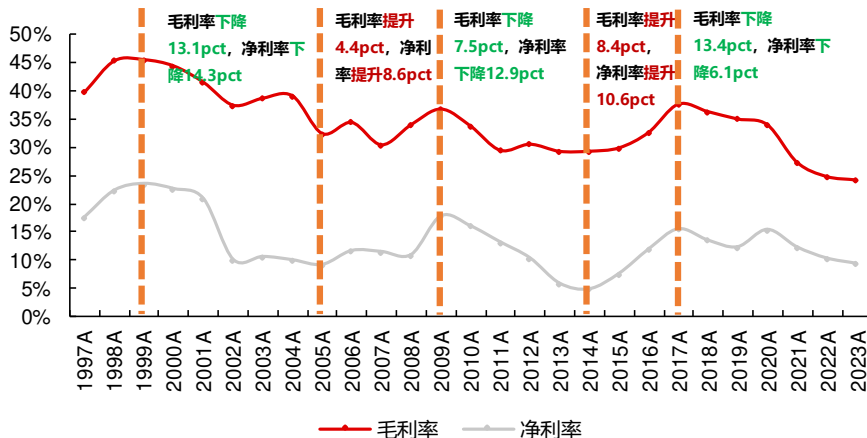
图 1：安琪酵母的归母净利润波动显著大于收入端



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司的净利率弹性主要来自于毛利率波动且波动幅度差别小。分阶段来看，第一阶段（1999~2005）、第三阶段（2009~2014）和第五阶段（2017~2023）公司毛利率、净利率同降，第二阶段（2005~2009）和第四阶段（2014~2017）公司毛利率、净利率同增。

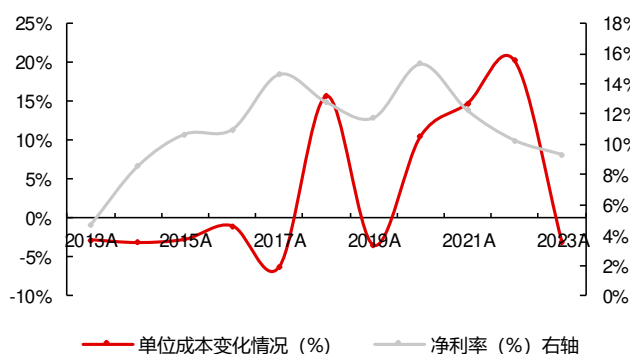
图 2：公司历史净利率和毛利率变化节奏相同



资料来源：Wind，长江证券研究所

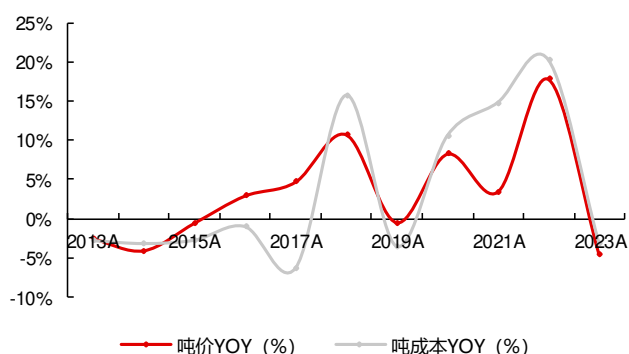
现象归因：酵母加工为生物发酵生产模式，叠加 B 端客户占比较重，产品均价对原材料价格的变化较为敏感，对公司的持续提价能力具有一定的限制，因此行业内大企业间的竞争集中在成本控制方面。如我们在深度报告（一）中提到，酵母生产关键在优质菌种和发酵过程优化。从生产模式上来看，只要给予酵母菌充足的糖原（比如糖蜜）和足够的产能，其增殖的产量就会增多。同时，从行业内中低端产品来看，全球最大的三家企业的产品品质差异相对有限，这就导致了行业内的竞争更多集中在成本优化和费用控制上。这也解释了公司酵母系列产品的单价虽然屡次提价且总体呈现上升趋势，但是在成本显著下行的年份，其产品均价往往也会承压这一现象。因此，生物发酵的制造模式及下游大 B 客户的议价能力导致了行业控本为第一要务，而大型企业间的竞争更是如此。

图 3：公司酵母及衍生品单位成本和公司净利率比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司酵母及衍生品吨价及吨成本比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

历史溯源，寻找行业塑造成本优势的两大抓手：产能规模+原材料采购

我国酵母行业发展起步于世界酵母工业化第三时期，在进入上世纪 80 年代的快速成长期以前，主要经历了两个阶段。

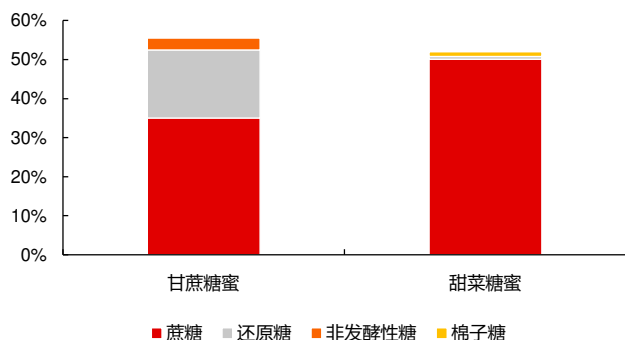
萌芽阶段（1920s~1940s）：外国企业在华投资推动了行业的早期发展。酵母厂的兴建主要源于抵沪外国人不断增加所产生的面包及葡萄酒需求。早期的酵母主要从美国进口，直至 1922 年德商大华利化学工业公司来上海开设我国第一家酵母厂。至 1949 年，我国仅有上海大华利卫生食料厂和创立于 1942 年的上海新亚酵素厂。

起步阶段（1950s~1970s）：我国酵母行业迎来了两个重要的变化：

（1）糖蜜作为产糖效率高、成本价格低的优质糖原逐步成为酵母生产的主要原材料。解放后，我国酵母工业开始起步，在原上海大华利卫生食料厂基础上发展起来的上海酵母厂主要生产面包酵母，在用糖蜜作为原料替代玉米及麦芽为原料的生产工艺后，产量逐渐增加。

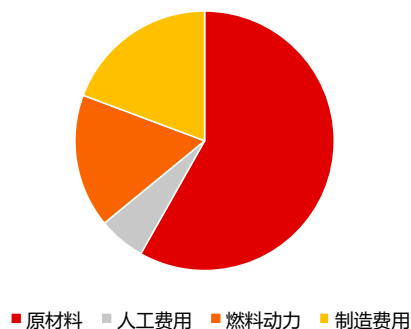
糖蜜含糖量高，在酵母生产中成本占比大。糖蜜是一种粘稠、深褐色、半流动性的液体，含糖（蔗糖及还原糖）量一般大于 48%，是很好的发酵原料。从成本结构角度出发，酵母行业原材料、燃料动力及制造费用占比较大，其中糖蜜为原材料的核心成本项。

图 5：糖蜜中含有大量蔗糖和还原糖



资料来源：《酵母生产与应用手册》，长江证券研究所

图 6：酵母生产中原材料成本占比高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

（2）酵母下游应用范围拓展。酵母产品由单一的面包酵母发展并细分为鲜酵母、活性干酵母，同时随着酵母菌培育和工业化生产技术的提升，药用酵母、饲料酵母、核酸酵母、酿酒用酵母、营养功能性酵母等多品种系列化产品应运而生。这些产品除应用于我国食品工业、医药和保健工业、酿酒工业及饲料工业外，部分产品亦开始用于出口。

进入上世纪 80 年代以来，我国酵母行业的竞争格局由分散逐步走向集中。两大国际品牌乐斯福及英联马利凭借生产工艺、品牌优势和相对成熟的发展模式通过合资、收购等形式进入我国酵母市场，而中国企业中安琪酵母则成为民族工业的代表。过去的三十年里，酵母行业加速发展，并逐步形成了寡头垄断的格局。

①上世纪 80 年代，国际酵母品牌进入我国市场：1981 年法国乐斯福进入中国市场；1984 年广东东莞糖厂酵母分厂（现名丹宝利酵母公司）成立，后被乐斯福收购；1985 年英联马利进入中国市场，合资成立广东梅山-马利酵母有限公司；1986 湖北宜昌安琪酵母基地成立。

②上世纪 90 年代，酵母企业本地化产能先后投产：1989 年，安琪酵母第一条生产线建成投产，并于 1994 年通过二期技术改造成为国内规模最大的酵母生产基地，1997 年建成酵母抽提物生产线；英联马利也将重心瞄准产能扩张，并于 10 年内连建 4 厂。最早进入中国的乐斯福产能扩张相对保守，早期主要以旗下品牌“燕子酵母”对市场进行试探和培育，至 1999 年于安徽建立在中国的第一个大型生产基地。

③进入 21 世纪，国内酵母市场集中进一步加速：进入 21 世纪以来，随着生产工艺改造和原料综合利用水平的提高，酵母生产线建设规模效应凸显。进一步来看，**酵母行业产能建设是围绕糖蜜资源禀赋的竞争。**其核心原因为糖蜜上游主要原料为甘蔗或甜菜且糖蜜生产后运输成本较高。从原材料分布来看，甜菜分布在北纬 40° 以北地区，内蒙古、新疆甜菜产量占全国约 85%；甘蔗性喜湿热，广西、云南、广东三省产量约占全国 95%。

分公司来看，安琪与乐斯福均在国内外甘蔗、甜菜主产地建厂。而扩张较早的英联马利建厂位置位于我国中部，距离甘蔗（广西、云南）、甜菜（内蒙古、新疆）最主要产地均有一定距离。

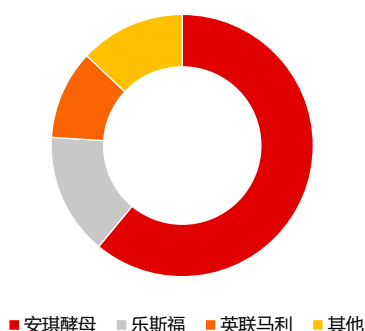
图 7：上世纪 80-90 年代酵母核心企业发展情况



资料来源：安琪酵母公司官网，顺企网，发酵工业网，天眼查，烘焙通，食品伙伴网，中国网，湖北经济和信息化厅，长江证券研究所

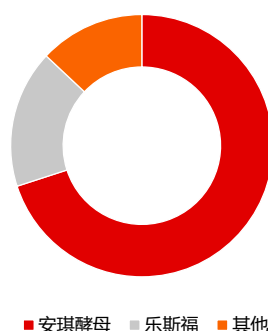
安琪积极抢占行业竞争潮头，形成了当前一超两强的优势格局。酵母品牌产品矩阵的完整度及服务覆盖广度决定了市场格局，其背后的核心支撑则来自于各企业在酵母技术突破、产能建设和原材料议价能力。2021 年，安琪酵母凭借六成左右的酵母市场市占率及七成左右的 YE 市场市占率稳居国内酵母行业的龙头位置。

图 8：我国酵母市场竞争格局（2021 年）



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

图 9：我国 YE 市场竞争格局（2021 年）



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

综合历史变化和经营结果来看，酵母行业的竞争主要集中于：

- (1) 靠近原材料（糖蜜）产地的采购优势
- (2) 产能规模的持续增长

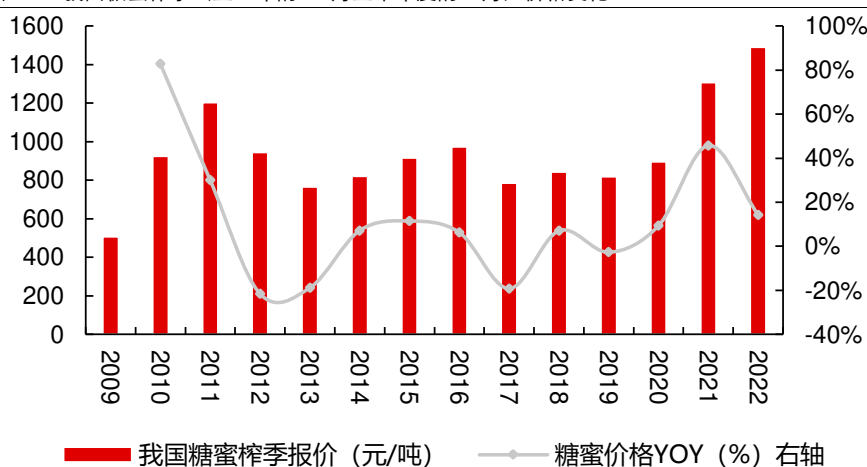
回到这两个因素对公司影响本质来看，因为公司扩产存在折旧及相关生产效率的再平衡问题、糖蜜原材料的上游（甘蔗、甜菜）的农业周期问题等，我们在研究这两个因素对安琪酵母的归母净利润弹性的影响时，可以归因为：

- (1) 糖蜜上游的农业周期对采购成本的直接影响
- (2) 产能投放周期的变化对生产效率和相关费用的影响

原材料：糖蜜与甘蔗产量周期强相关，水解糖长期看或平抑相关波动

糖蜜价格周期性显著，对行业经营的成本影响大。糖蜜价格在 2009 年~2011 年、2013 年~2016 年及 2019 年~2022 年经历了三次上行，价格在抵达高点后下滑。综合上行和下降的时间跨度，其完整周期一般为 3~5 五年左右。从前两个完整周期看，糖蜜年度间价差分别达到 137.62% 及 26.98%，而 2019 年以来糖蜜的新一轮上行周期内，年度间价格浮动已经达到 82.02%。以 1 吨干酵母需要 5 万吨左右糖蜜生产来看，这一差价会放大企业年度之间经营的利润弹性。

图 10：我国糖蜜榨季（上一年的 11 月至本年度的 4 月）价格变化

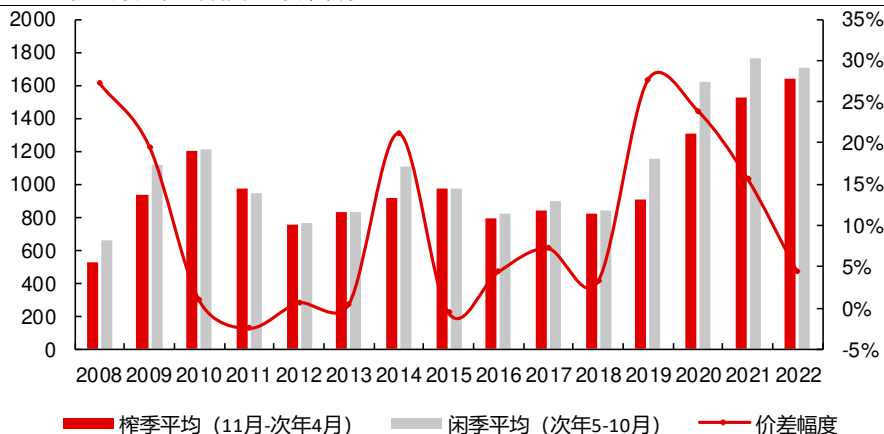


资料来源：华讯酒精网，Wind，长江证券研究所

采购价受供需两端影响，但供给端起到决定性作用

采购方式：作为制糖副产物，我国糖蜜的产出时间和白糖同步。以甘蔗产区为例，每一年的榨季一般在 11 月到第二年的 4 月左右。因为糖蜜的储存需要特制储罐，而榨季期间白糖生产一般不间断，糖蜜持续产出和清罐需求导致糖蜜的生产和销售相对同频。每一批次糖蜜的重量和品质不同，所以每一批的糖蜜销售一般都采用竞标的方式进行。到了榨季外（5 月至 10 月）的时间，糖厂的制糖产线也会陆续停工，因此 5-10 月糖蜜的销售主要来自榨季生产临近结束时存储在罐内的尾货（且和榨季销售的糖蜜存在价差）。

图 11：糖蜜月度采购价格及尾货节奏梳理

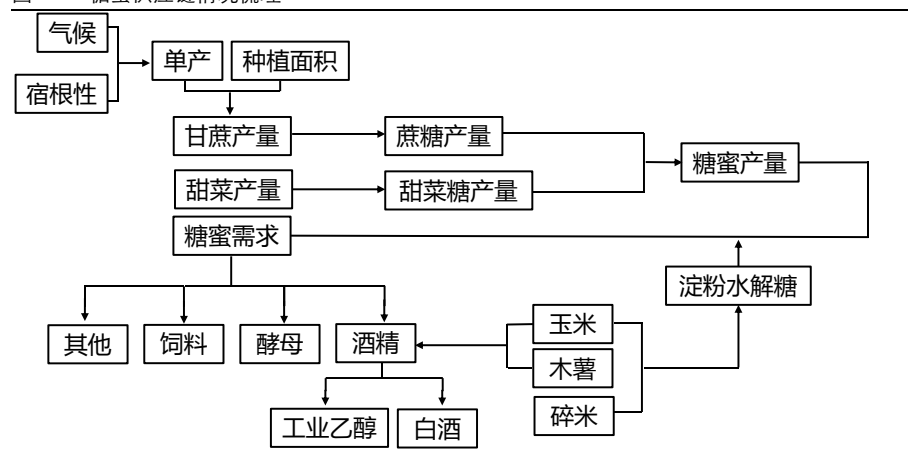


资料来源：华讯酒精网，Wind，长江证券研究所

供给端：从糖蜜的生产过程来看，作为制糖的副产物，糖蜜的上游为糖料作物即甘蔗或甜菜。和普通农作物一样，甘蔗和甜菜的产量往往和糖蜜价格成反比。因为我国糖料产量中甘蔗占据主导，所以市场更加关注甘蔗产量对糖蜜价格的影响。甘蔗本身具有宿根性，叠加主要蔗区（广西及云南）气候的原因，往往会形成 3~5 年的农业周期。

需求端：糖蜜下游主要用于酵母、酒精及饲料等。核心产区广西的酒精生产主要有玉米和糖蜜两种选择。两种原料利润的高低会对相应产线的开工选择形成影响。因此，需求端看，每一年的糖蜜采购在价格波动的背景下会形成酒精糖蜜需求不稳定的情况（即如果糖蜜酒精利润较差会造成糖蜜酒精产线停产，导致该年度糖蜜相应需求减少）。

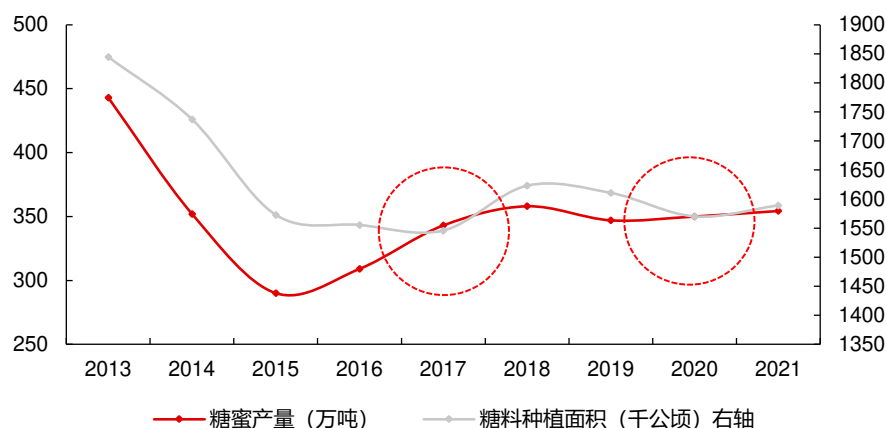
图 12：糖蜜供应链情况梳理



资料来源：长江证券研究所

核心变量因素一：种植面积是基础，但是特定气候对单一榨季影响较大，个别年份的亩产波动会打破糖蜜价格与糖料种植面积的负相关性。糖蜜产量因为与糖生产直接挂钩，因此糖料的种植面积与糖蜜产量往往呈现较强的正相关性。然而，2016/2017 年糖料种植面积下滑 1.10%/0.62%，但糖蜜产量上行 6.55%/11.00%。2020 年，这一背离再次发生，糖料种植面积下行 2.51%，糖蜜产量上行 0.86%。这一现象的发生主要来自特定榨季气候变化（例如天气晴好或持续干旱/洪涝）对亩产的影响。

图 13：2016 年起，糖蜜产量的波动与糖料种植面积产生背离



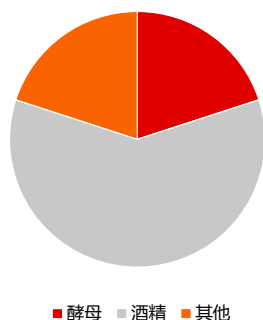
资料来源：智研咨询，长江证券研究所

因为甘蔗本身的经济性有限，因此我国甘蔗种植面积在 2013 年达到峰值以后实际上处于较弱状态。近年来，广西政府强调甘蔗种植的安全性并推出“桉退蔗进”等政策，因此预计广西的种植面积总体呈现修复性增长。气候方面较难预测，但是国内甘蔗种苗培育近年来亦取得相应突破，例如抗倒伏较强的品种及抗病虫害较强的品种都有研究及培育种植，对自然灾害的抵御能力有望提升。

核心变量因素二：糖蜜酒精需求每一个榨季都存在大幅波动的可能性，其决定因素在玉米酒精利润和糖蜜酒精利润的比较。

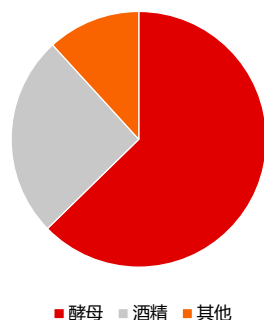
从需求结构来看，糖蜜下游主要需求为酵母、酒精和其他（饲料、建筑业等）。酒精糖蜜从 2015 年的 60% 左右下滑到 2021 年的 25.77%，而酵母对糖蜜的需求占比则提升到了 63.32%。

图 14：2015 年糖蜜下游需求情况



资料来源：观研天下，长江证券研究所

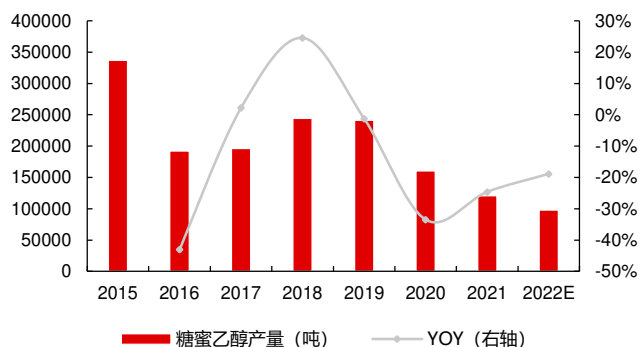
图 15：2021 年糖蜜下游需求情况



资料来源：观研天下，长江证券研究所

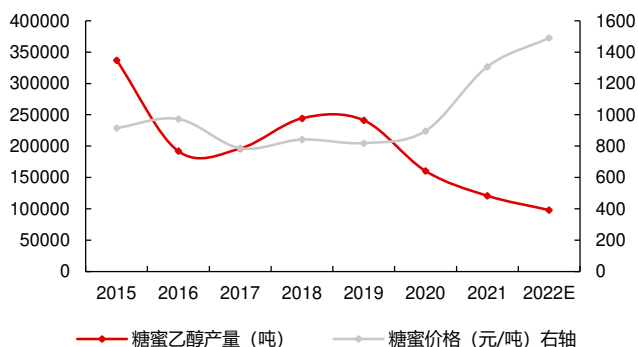
糖蜜酒精则主要用于生产低端酒及工业乙醇，叠加近年来环保要求提高的限制，糖蜜酒精需求下滑较为明显。同时，在我国酵母产能不断增加的背景下，糖蜜价格中枢上移。最典型的情况发生在 2016/2020/2021 年，在糖蜜价格上行阶段糖蜜乙醇产量显著下行。

图 16：长期看糖蜜酒精产量下滑但存在部分年度产量增长的案例



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

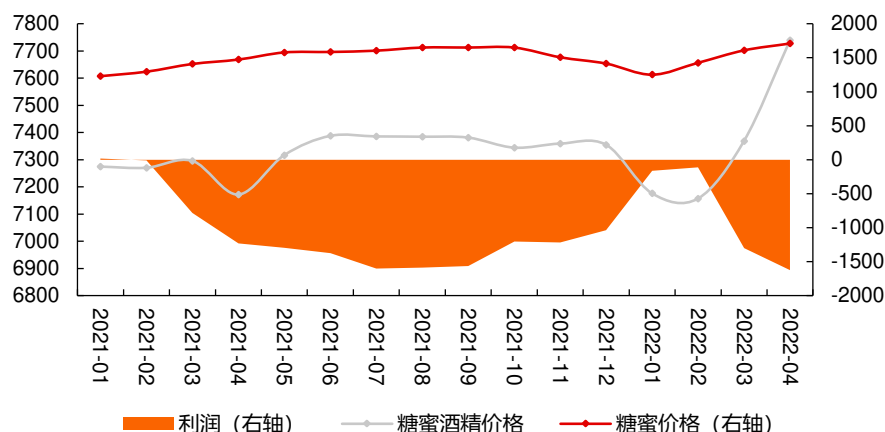
图 17：糖蜜酒精压力主要来自原材料成本



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

具体来看，以 2021 年以来糖蜜酒精的利润变化情况为例，高企的糖蜜成本导致糖蜜酒精利润长期为负值。在玉米价格相对平稳的阶段，考虑到工艺和制成品的缘故，玉米酒精盈利能力一般优于糖蜜酒精，最终导致糖蜜价格上行时相应糖蜜需求的减少。

图 18：糖蜜酒精利润变化梳理



资料来源：卓创资讯，华讯酒精网，Wind，长江证券研究所

但是总需求量的下滑和单一榨季生产的回归并不等同。在特殊年份，比如糖蜜价格下降但是玉米价格上行期间（比如 2022/2023 榨季）会有之前停产的糖蜜酒精产线复产。而产线的复产会在单一榨季消耗较多的糖蜜，对单一榨季的采购价格形成显著的影响。因此玉米的价格实际上和糖蜜的底价高度相关。

水解糖长期有望平抑成本波动

因安全事件影响叠加糖蜜上行周期，2020 至 2023 年的糖蜜价格的上行趋势显著。从国内糖蜜市场的角度来看，糖料种植面积在 2020 年迎来新一轮周期底部，拖累糖蜜供给出现阶段性低点，导致 2021/2022 至 2023/2024 榨季的糖蜜价格都处于历史较高水位。

主动加强控本，糖蜜价格有望因淀粉水解糖实现平抑。面对 2020 年以来糖蜜价格的增长，安琪除了因产量优势带来的对上游的议价权外，淀粉水解糖也成为公司对糖蜜的主要替代品。2022~2024 年安琪酵母集中投产了 60 万吨水解糖产能，有效替代了部分糖蜜的采购需求。此外，公司亦在白洋港项目中有 30 万吨水解糖布局规划，有望对糖蜜价格持续上行形成更强阻力。

表 1：安琪酵母水解糖产能梳理

公司	计划投产时间	应用	水解糖产量	原材料
宜昌	2022	酵母/葡萄糖酸内酯深加工等	11.5 万吨用于酵母，共 15 万吨	碎米
崇左	2022	酵母/酵母抽提物等	15 万吨	碎米
柳州	2022	酵母/酵母抽提物等	15 万吨	碎米
普洱	2024	酵母/酵母抽提物等	15 万吨	碎米
白洋港	2025	酵母/酵母抽提物等	30 万吨	-

资料来源：公司公告，长江证券研究所

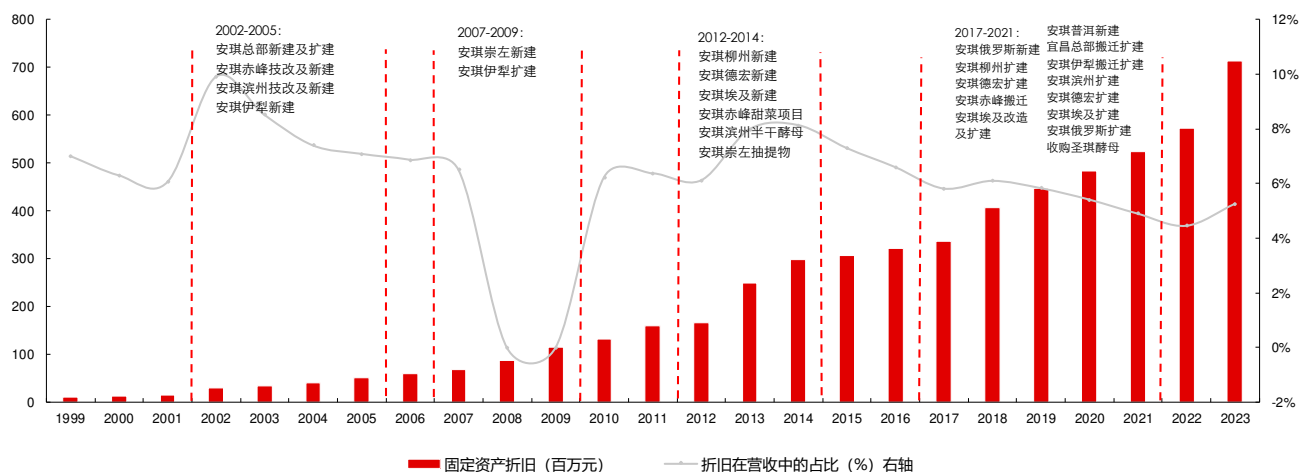
综上，糖蜜的波动周期性变化在供需两侧都有影响因素，供给端是形成周期的主要因素，而需求端的调整也会在特定年份对糖蜜价格变化形成冲击。在 2019 年以来的这一轮周期中，在我国西南甘蔗种植面积的修复和本榨季较好的气候表现的背景下，预计行业的 2024/2025 榨季产量将迎来新高，对糖蜜价格形成压制。

产能：重资产背景下产能投放形成周期，产业链延伸+出海描绘新篇章

酵母行业是典型的重资产行业。围绕糖蜜和下游需求的产能建设是行业的核心竞争力，因此酵母寡头之间的竞争往往集中于生产效率。大量的设备、工厂、营业网点建设带来的高投入是行业的典型特征。

公司产能消化能力强，集中投产带来的转固压力对公司盈利能力影响逐步减弱但依旧存在。从固定资产扩张节奏及折旧占比来看，2002 年~2005 年及 2012 年~2014 年两轮扩张对公司营收利润影响较大。随着公司收入规模的持续增长，固定资产折旧带来转固压力下行，2018 年以后这一趋势更为显著，未来随着产能的稳定扩建，公司相关影响预计将逐步平滑。

图 19：固定资产扩背景下公司折旧情况及营收中的占比



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

产能扩张压制短期毛利率，达产后反哺公司盈利能力

作为重资产行业，酵母行业的产能利用率对毛利率影响相对较大，同时固定资产投产之后由于利息支出由资本化转为费用化从而影响财务费用率，因此扩产节奏主要是通过毛利率和财务费用率影响净利率。

对毛利率的影响：扩产初期受损，爬坡后受益。以 2011 年~2014 年的情况为例，安琪酵母在这一时间段内对酵母、酵母抽提物及相关产品的产能和研究支持进行了集中投放和规划。其中，安琪滨州在 2012 年扩产前实际生产鲜酵母 1.86 万吨，产能利用率为 60% 左右。但是基于公司对市场较强的前景预期，公司进一步新增鲜酵母生产线，这势必将导致产能利用率的进一步下行。

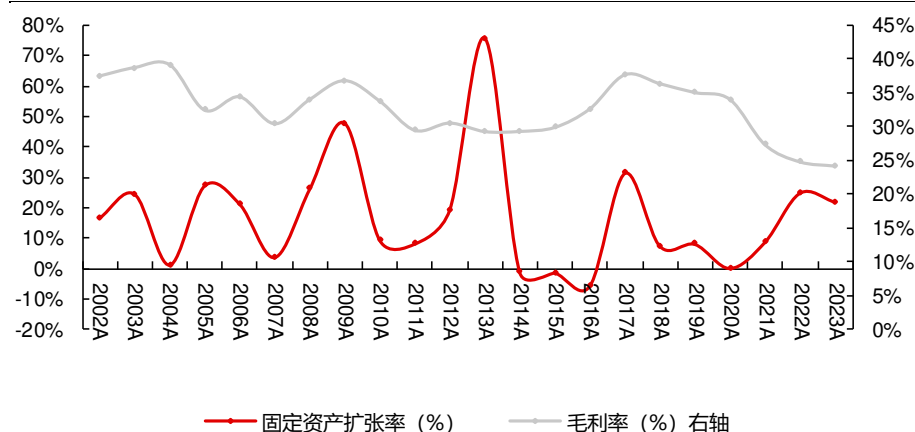
表 2：安琪酵母 2011-2014 年新增或落地项目情况梳理

项目类型	2011	2012	2013	2014
酵母		滨州鲜酵母生产线扩产	2500 吨滨州半干酵母生产线 德宏 20000 吨干酵母项目 埃及 15000 吨酵母项目	柳州 20000 吨干酵母项目 德宏 6000 吨干酵母扩建方案
酵母抽提物	伊犁 YE 项目扩建完成		崇左抽提物项目二期扩建工程 广西柳州酵母抽提物项目建成投产	
其他产能			赤峰日处理 3000 吨甜菜制糖项目	宜昌生物产业园新建 1000 吨固态发酵产品生产线完成 伊犁新建有机肥生产线项目完成
研究支持	企业技术中心成都总部设立	企业技术中心武汉分部、广州分部相继设立		

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2011 年~2013 年是糖蜜价格的下行周期，但是受到固定资产扩张的压制，公司毛利率仅在 2012 年实现小幅上行，其核心原因即为 2011-2014 年公司相对快节奏的扩产计划所致。2011 年~2014 年公司产能增加约为 45.45%左右，快速的扩张带来的产能利用率下行直接导致了短期制造费用的提升及毛利率的承压。2013 年公司资产扩张率达到 75.75%，同期公司毛利率仅为 29.3%，较 2010 年的加速扩产前水平下滑 4.48%。

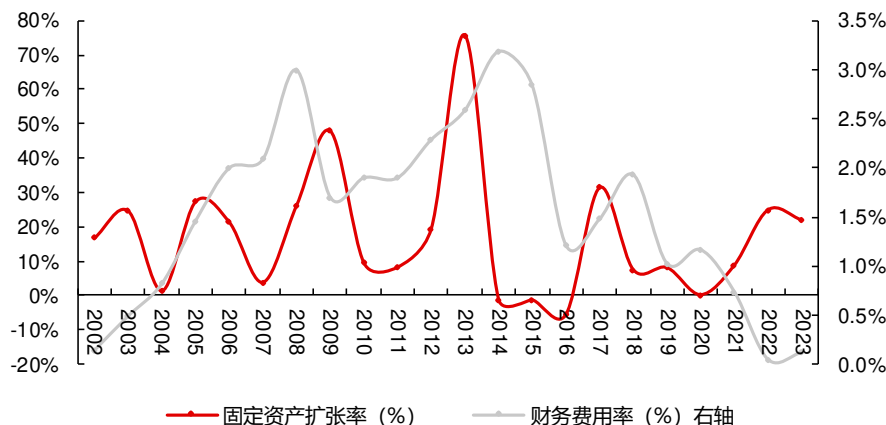
图 20：公司固定资产扩张率和毛利率比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

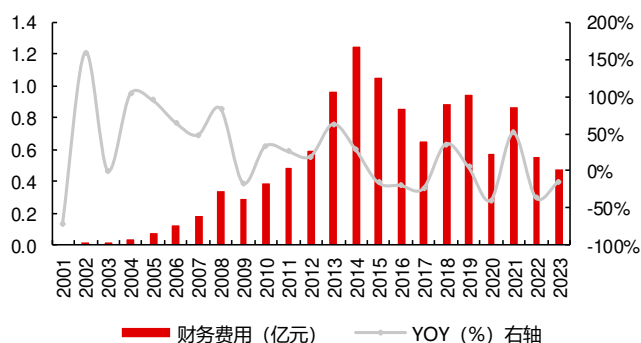
对财务费用率的影响：转固初期财务费用增加较为明显，但影响周期相对较短。新增固定资产投资在转固前利息一般会资本化进入折旧，而转固后则直接进入财务费用，因此在建工程转固定资产期间，往往也会迎来财务费用增加的小高峰。以 2013 年为例，2013 年末较 2012 年底固定资产增加约 16 亿元，同比增长 75.75%，2014 年安琪酵母财务费用增加 3600 万元（其中利息费用增加接近 3000 万元），同比增加 29.23%，对公司的净利润造成了一定的影响。

图 21：公司固定资产扩张率和财务费用率比较



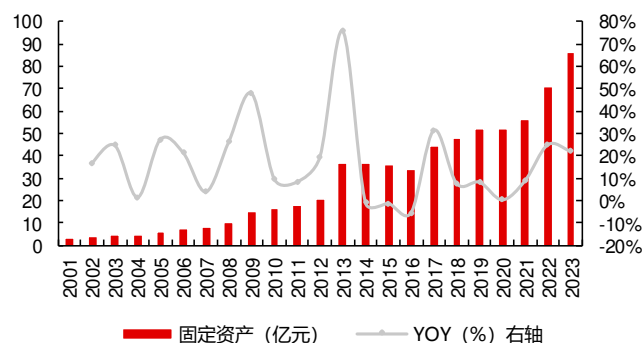
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：公司财务费用变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

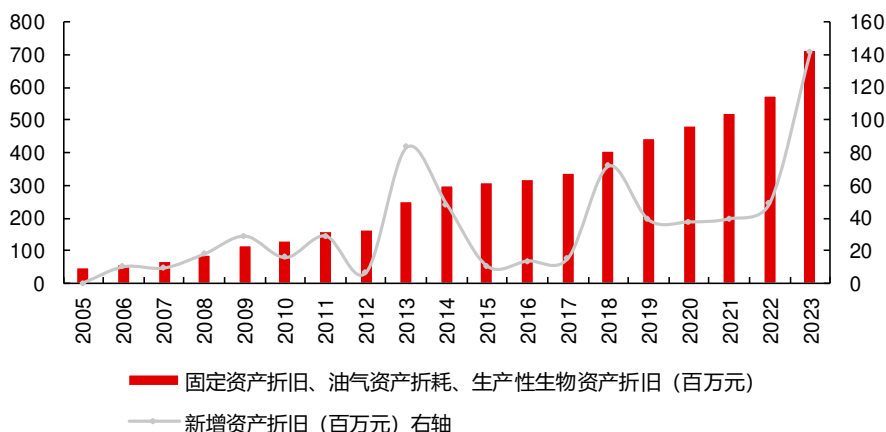
图 23：公司固定资产变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

对折旧摊销的影响：公司在十四五规划中因产能搬迁影响带来了较大的资本开支，2019年以后新增资产折旧持续提升并于2023年度创下新高。在公司后续国内产能扩张平稳、海外产能投放周期慢于国内的预期下，我们有望看到新增资产折旧费用对公司利润的直接影响逐步减弱。

图 24：公司新增资产折旧在2023年达到峰值



资料来源：Wind，长江证券研究所

化桎梏为动能，产业链延伸+出海战略实现破局

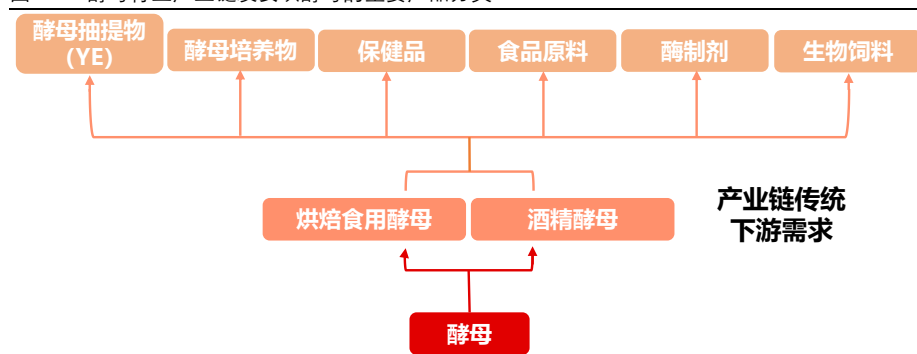
从业务的角度出发，我们在安琪深度（一）中对未来行业的发展，即安琪的海外布局和酵母抽提物业务空间进行了分析。面对广阔的市场和不断丰富的应用，酵母系列产品的产能和营销布局是公司实现规模扩张和市场影响力的主要手段。

酵母的海外需求仍有较大的增长空间，公司酵母产能“走出去”开发国际市场成为其核心驱动力之一。同时，公司以酵母为枝干，各类衍生品如酵母抽提物、保健品、动物饲料等的商业化也逐步开花结果。公司“向上走”引领着酵母行业进一步打开未来市场的发展空间。

强化酵母衍生品市场领先优势，探寻“向上走”路径

以酵母研究为基石，酵母系列产品逐步实现“向上走”。酵母的下游应用可以分为传统酵母（面包酵母及酿酒酵母）和酵母深加工产品。相对较为烘焙和酿酒场景，酵母衍生品的开发极大的丰富了酵母相关产品的应用场景，并逐步渗透到调味品、休闲食品、保健品、动物饲料、医药用品等领域。其中，酵母抽提物技术相对成熟，市场确定性强，已成为酵母行业抢占布局的重要赛道。从 2021 年的市占率来看，安琪酵母以 70% 左右的市场份额在国内独占鳌头，全球范围内亦领先。

图 25：酵母行业产业链及安琪酵母的主要产品分类



资料来源：公司公告，长江证券研究所

国内酵母产能投放或降速，抽提物产能扩张或将持续推进。2023 年，安琪酵母全球酵母产能约 37 万吨，国内产能约 33 万吨（其中国内酵母抽提物产能约 10.5 万吨）。从 2024~2025 年国内已规划的产能来看，公司将于云南德宏及普洱分别落地 1.5 万吨及 1.7 万吨抽提物产能。从产能规模来看，酵母仍显著领先于酵母抽提物，但随着 YE 行业需求的增长及我国酵母行业成长的降速，未来我们有望看到国内的 YE 相关产能扩产持续快于传统酵母。

海外产能布局助力市场精耕，实现“走出去”

相较于海外竞争者，公司仍有大量的潜在市场可以开拓。2021 年，全球酵母产能约为 190 万吨，安琪全球产能 31.6 万吨，占比超过 15%，超越英联马利，位于世界第二。2024 年年中安琪全球发酵总产能超 40 万吨，全球市占率超过 19%。然而，如果剔除中国市场产能来看，安琪海外市场市占率处于较低水平。从这个视角来看，安琪在已有技术的支持下，仍有大量的潜在市场可以开拓。

根植全球市场、把握成本优势，安琪先后在埃及和俄罗斯建设产能。在安琪酵母系列报告（一）中，我们发现当前全球酵母市场的新兴市场主要集中在亚洲、中东和非洲地区。同时，欧洲酵母消费黏性强，亦是重要的需求来源。安琪海外扩张有序推进，2013 年投产的埃及产能主要考虑当地对欧出口关税优势及中东市场需求；2017 年投产的俄罗斯产能则主要考虑相对充沛的甜菜糖蜜资源和周边市场需求。

①把握对欧出口关税优势，持续推进埃及产能建设。埃及一期项目作为安琪在外投资的第一处产能始建于 2010 年，并于 2013 年正式达产。随后通过技改项目及二期扩张实现酵母系列产品产能 3.5 万吨，其中酵母抽提物 1.2 万吨。未来，安琪对埃及产能已规划新增酵母系列产品产能 2 万吨，其中包括 0.5 万吨酵母抽提物产能。达产后，埃及酵母系列产品总产能将实现 57.14% 的跃升，而酵母抽提物产能将提升 41.67%。

表 3：公司埃及现有及在建产能（万吨）

项目	酵母	YE	投产时间
埃及一期	1.5		2013 年
埃及一期设备改造工艺改进	0.8		
埃及二期		1.2	2019 年
埃及年产 2 万吨酵母制品扩建项目	1.5	0.5	
合计产能	3.8	1.7	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

②植根甜菜糖蜜资源，产地销模式助力俄罗斯市场成长。俄罗斯一期产能投产于 2017 年，当前产能主要为 2 万吨酵母及 3 万吨有机肥。依托俄罗斯优质的糖蜜资源禀赋，俄罗斯公司继续丰富产品业态。当前俄罗斯除 0.8 万吨干酵母产能扩张外，亦新建 0.3 万吨食品原料和 1.3 万吨肥料及饲料产能。产品系列进一步完善，综合服务能力增强。

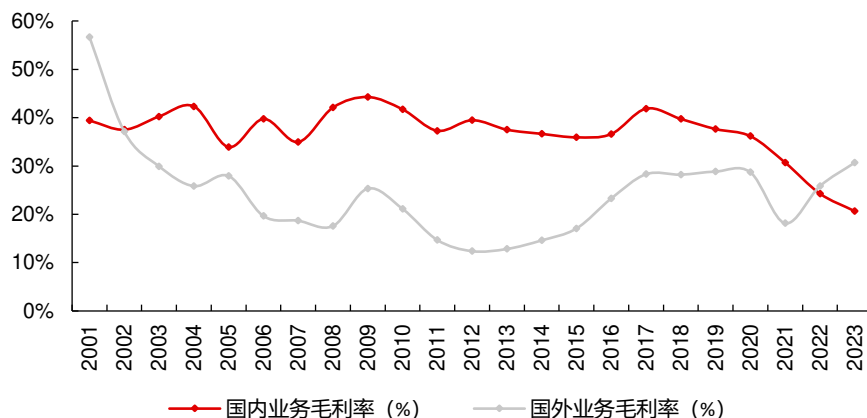
表 4：俄罗斯现有及在建产能（万吨）

项目	酵母	环保有机肥	食品原料	液体肥及饲料	投产时间
俄罗斯一期（技改后）	2.3	3			2017 年
年产 8000 吨酵母制品扩建项目	0.8		0.3	1.3	
合计产能	3.1	3	0.3	1.3	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

本地产能实现降本增效，公司海外业务毛利率提升。公司早期采用营销网点布局开拓新市场。2013 年后海外产能逐步达产以来，公司成本下行叠加产品矩阵扩张，公司海外业务毛利率从 2013 年的 12.82% 提升至 2016 年的 23.27%。2022 年以来，随着公司海外业务扩张及糖蜜价格下行，公司海外业务毛利率重回上行区间，2023 年达 30.69%。

图 26：安琪酵母国内及国外业务毛利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

业务结构调整构筑地基，支撑安琪酵母海外市场持续精耕。公司海外业务市占率有限，以美国和欧洲为例，安琪市场市占率分别为不到 6%及 13.5%（2021 年数据）。同时，除我国市场以外，亚太区域整体市占率仍有较大空间。因此，继 2020 年公司宣布整合国际事业部后，安琪进一步推进海外业务的扩张。除埃及和俄罗斯两地产能的扩张外，公司通过在墨西哥、美国、德国、新加坡、印度设立子公司的形式进一步实现人员本地化，为海外收入的持续增长和市占率的上行打牢基础，并为海外产能的进一步释放构筑坚固地基。

表 5：海外业务相关子公司发展梳理

时间	公司	事件和影响力
2010	安琪酵母（埃及）有限公司	成立后于 2013 年第一次投产
2011	安琪酵母香港有限公司	公司出口产品境外销售业务，为统一管理安琪酵母（埃及）公司产品国际销售准备条件
2015	安琪酵母（俄罗斯）有限公司	成立后于 2017 年第一次投产
2015	安琪酵母（上海）融资租赁有限公司	通过低成本的海外融资，以汇率互换、融资租赁方式降低融资成本
2020	安琪酵母（湖北自贸区）有限公司	跨境电商、保税仓库、保税加工、外贸综合服务
2020		整合烘焙国际事业部及各事业部国际业务销售职能，设立俄罗斯中亚、亚太、中东非洲、欧洲、拉美、北美等六个事业部
2021	安美斯克生物股份有限公司（墨西哥子公司）	通过设立墨西哥子公司，优化结构、扩展人员
2021	安柏生物有限公司（美国子公司）	公司业务规模仍偏小，总体（美国）市场占有率不足 6%。意在深挖潜在客户，提升服务能力，并利用当地优势资源更好的开拓酵母市场
2021	安琪生物科学工贸有限公司（德国子公司）	公司业务仅占（欧洲）总体市场的 13.5%，整体业务规模仍然偏小，存在巨大的发展空间
2021	安琪酵母（新加坡）有限公司	负责市场开发与销售、进出口贸易、应用技术服务、产品研发及合作、烘焙原料加工、电商等
2022	安琪酵母（印度）有限责任公司	整合印度及周边国家市场国际业务，有助于做大做强亚太市场
2024	巴西安吉斯特有限责任公司	促进公司在巴西市场的全业务发展
2024	PT.ANGELYEAST BUDI INDONESIA	拟与印度尼西亚 PT.Tunas Baru Lampung Tbk 共同出资在印度尼西亚楠榜省设立子公司并购置土地

资料来源：公司公告，长江证券研究所

看好公司长期成长的多元性与中期的盈利改善

中长期来看，安琪酵母是一家主业稳定且具备成长性的食品添加剂制造企业，公司在制造出海及产业链延伸上持续迈进。另一方面，从周期性的角度来看，公司固定资产投资对盈利能力的影响逐步平滑，酵母原材料本轮价格周期高点已过，安琪酵母盈利能力修复可期。预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 13.70/16.66/18.77 亿元，对应 EPS 分别为 1.58/1.92/2.16 元，对应 PE 分别为 23/19/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、需求恢复较慢风险。过去几年行业的发展轨迹及居民的消费习惯有所改变，随着经济的逐步修复，未来国内需求恢复预计呈现震荡向上特征，但仍然存在恢复较慢的风险，若未来行业及政策发生较大变化，将极大考验公司经营的可持续性和抗风险能力。

2、行业竞争进一步加剧风险。随着需求逐步修复，行业进入新一轮铺货及补货周期，短期可能会导致整体行业竞争进一步加剧，费用投放进一步放大，对企业潜在盈利产生一定影响。

3、消费者消费习惯发生改变风险。消费品公司的产品设计、渠道模式、营销手段通常迎合消费者的消费习惯，当前弱复苏背景下消费者的消费习惯或发生改变，对公司策略灵活变动的能力提出挑战。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司全球业务团队的有序发展、中国市场竞争格局稳中向好及新收购产能逐步实现降本增效，公司利润或维持良性上行的趋势。预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 13.70/16.66/18.77 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若行业竞争加剧导致运营不及预期，预计公司 2024/2025/2026 年营业总收入 152.32/167.16/182.36 亿元，归母净利润 13.55/14.76/15.83 亿元。

表 6：公司营业总收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13581.13	15246.61	17243.29	19136.30	13581.13	15231.93	16716.27	18236.08
YOY	5.74%	12.26%	13.10%	10.98%	5.74%	12.16%	9.74%	9.09%
毛利率	24.19%	23.65%	24.84%	25.95%	24.19%	23.64%	23.82%	24.57%
归母净利润	1270.17	1370.09	1665.99	1876.59	1270.17	1355.08	1475.68	1582.52
YOY	-3.86%	7.87%	21.60%	12.64%	-3.86%	6.68%	8.90%	7.24%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13581	15247	17243	19136	货币资金	1193	2066	2669	3673
营业成本	10296	11641	12960	14171	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3285	3605	4283	4965	应收账款	1547	1762	2005	2213
%营业收入	24%	24%	25%	26%	存货	3818	3902	4406	4826
营业税金及附加	107	120	135	150	预付账款	422	402	453	508
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1230	1337	1392	1454
销售费用	703	808	929	1127	流动资产合计	8209	9469	10925	12674
%营业收入	5%	5%	5%	6%	长期股权投资	22	25	30	34
管理费用	459	515	583	647	投资性房地产	4	4	4	4
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	8615	9731	10921	12068
研发费用	603	640	724	861	无形资产	663	743	814	885
%营业收入	4%	4%	4%	5%	商誉	36	36	36	36
财务费用	16	76	86	96	递延所得税资产	88	94	94	94
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他非流动资产	1632	1575	1410	1199
加: 资产减值损失	-39	-30	-30	-30	资产总计	19270	21677	24234	26993
信用减值损失	-35	-30	-30	-30	短期贷款	2904	3408	3869	4333
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1679	1989	2207	2399
投资收益	-2	-2	-2	-2	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1509	1616	1966	2215	应付职工薪酬	292	322	357	393
%营业收入	11%	11%	11%	12%	应交税费	184	183	213	238
营业外收支	18	20	22	25	其他流动负债	1178	1266	1340	1428
利润总额	1526	1635	1988	2240	流动负债合计	6237	7169	7987	8791
%营业收入	11%	11%	12%	12%	长期借款	2020	2020	2020	2020
所得税费用	215	230	280	315	应付债券	0	0	0	0
净利润	1312	1405	1709	1925	递延所得税负债	82	80	80	80
归属于母公司所有者的净利润	1270	1370	1666	1877	其他非流动负债	334	370	370	370
少数股东损益	42	35	43	48	负债合计	8674	9638	10457	11261
EPS (元)	1.47	1.58	1.92	2.16	归属于母公司所有者权益	10074	11481	13177	15084
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	522	558	600	648
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	10596	12039	13778	15732
经营活动现金流净额	1321	1972	1594	1951	负债及股东权益	19270	21677	24234	26993
取得投资收益收回现金	0	-2	-2	-2	基本指标				
长期股权投资	3	-3	-5	-3		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-1706	-1495	-1446	-1405	每股收益	1.47	1.58	1.92	2.16
其他	-22	-142	0	0	每股经营现金流	1.52	2.27	1.84	2.25
投资活动现金流净额	-1725	-1642	-1453	-1410	市盈率	23.93	22.78	18.73	16.63
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.03	2.72	2.37	2.07
股权融资	177	5	0	0	EV/EBITDA	15.52	16.38	13.99	12.25
银行贷款增加 (减少)	2100	504	461	463	总资产收益率	6.6%	6.3%	6.9%	7.0%
筹资成本	-580	0	0	0	净资产收益率	12.6%	11.9%	12.6%	12.4%
其他	-1410	32	0	0	净利率	9.4%	9.0%	9.7%	9.8%
筹资活动现金流净额	287	541	461	463	资产负债率	45.0%	44.5%	43.1%	41.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-117	871	602	1004	总资产周转率	0.75	0.74	0.75	0.75

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。