

安琪酵母（600298）

酵母领军，踏浪前行

买入（首次）

2025 年 03 月 07 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

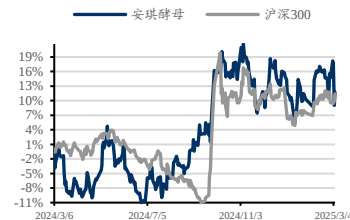
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12843	13581	15266	17292	19264
同比（%）	20.31	5.74	12.40	13.27	11.40
归母净利润（百万元）	1321	1270	1366	1631	1857
同比（%）	0.97	(3.86)	7.51	19.41	13.87
EPS-最新摊薄（元/股）	1.52	1.46	1.57	1.88	2.14
P/E（现价&最新摊薄）	23.02	23.94	22.27	18.65	16.38

投资要点

- **酵母行业增长稳健，结构分化。**全球酵母行业发展成熟，规模增速稳定在 6% 左右、趋于稳健；中国酵母行业起步略晚，但比学赶超，至 2023 年市场规模已达 133 亿元，2021-2023 年 CAGR 为 8.21%，高于世界平均水平。分结构来看，（1）传统的烘焙、面食酵母在完全渗透的假设下需求超过 50 万吨，为国内酵母需求夯底；（2）酵母提取物（YE）降盐增鲜、符合健康化趋势，有望为酵母行业发展注入新动能。经测算，2023 年为例，国内 YE 市场空间约 78 万吨，我国产量仅 20 万吨，空间充足。
- **原料价格扰动行业盈利，安琪酵母成本优势明显：**糖蜜是酵母生产中最主要的原材料，占生产成本的比重约 30-40%。供给端，据测算，我国糖蜜供应预计围绕 353 万吨的中枢呈周期性波动；需求总量平稳，酵母已成为糖蜜最大需求方，占比由 2015 年的 30% 提升至 2021 年的 65%，中长期糖蜜的价格主要由供给端决定。2024 年以来糖蜜供给回暖，我们预计 2025 年糖蜜价格或同比下滑 10% 以上，龙头安琪酵母于国内酵母市场一家独大，有望凭借其灵活的调价机制、水解糖替换技术及产能、全球化的采购能力平抑糖蜜价格波动，在 2025 年享受成本端红利。
- **踏浪出海，海外市场已成为公司增长新引擎：**公司加速海外产能扩建、解决供需矛盾：（1）埃及工厂干酵母产能共计 3.8 万吨+YE 产能 1.7 万吨；（2）俄罗斯工厂酵母产能 4 万吨；（3）印尼拟建年产 2 万吨酵母产线（预计 2026H2 投产）、巴西设立子公司，搭建销售团队，加大中东、非洲、东南亚产能建设及市场开拓进度。随着全球化战略不断深化，2023 年海外市场实现收入 47.86 亿元，2001-2023 年 CAGR 高达 26.09%，收入占比由 12% 增至 35%。对标国内，海外市场渗透率提升空间更为充足，我们认为公司海外市场有望保持双位数高增速。
- **资本开支或触顶回落，2025 年原材料价格走低：**（1）复盘近二十年公司四次产能投放阶段的财务表现，安琪的产能建设周期约 2-3 年，在建工程转固带来较高的折旧费，致短期资本开支增加，但一般在产能密集投放后的 1-2 年左右，规模效应显现、净利率触底向上，且近年来该周期明显缩短，新增折旧对净利率的影响减弱、利润兑现加速。随着德宏、普洱、埃及以及俄罗斯的新增产能于 2024Q4 投产完毕，2025 年资本开支有望触顶回落。（2）糖蜜价格与公司毛利率呈负相关，当前糖蜜价格仍处下行区间，据测算，假定水解糖/糖蜜替代比率在 20%，若 2025 年糖蜜价格同比继续下滑 10%，公司毛利率有望提升 2.4pct。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.66/16.31/18.57 亿元，同比增速为 7.51%/19.41%/13.87%，EPS 分 1.57/1.88/2.14 元，对应当前 PE 为 22.27x、18.65x、16.38x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争的风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.01
一年最低/最高价	27.22/40.00
市净率(倍)	2.91
流通 A 股市值(百万元)	29,915.90
总市值(百万元)	30,411.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.01
资产负债率(% ,LF)	47.72
总股本(百万股)	868.64
流通 A 股(百万股)	854.50

相关研究

- 《安琪酵母(600298)：股权激励增活力，十四五前景可期》
2020-12-02
- 《安琪酵母(600298)：提价红利延续，B 端逐步恢复》
2020-10-23

内容目录

1. 天然发酵剂，性能佳应用广毛利高	5
1.1. 酵母应用广泛，国内酵母抽提物方兴未艾	5
1.2. 产品特性和竞争格局赋予高毛利	7
1.3. 高度依赖糖蜜原料，成本扰动行业盈利	8
2. 酵母行业增长稳健，安琪领军国内市场	12
2.1. 中国酵母行业比学赶超，增速领先	12
2.1.1. 全球酵母行业发展平稳，中国增长更快	12
2.1.2. 烘焙、面食酵母增速趋稳，酵母提取物注入新动能	13
2.2. 复盘安琪，砥砺前行成就第一	16
2.2.1. 科研高起点，市场化国企	16
2.2.2. 先发优势明显，资金优势加持	18
2.2.3. 技术领航，产品差异化明显	21
2.2.4. 差异化战略，成就渠道优势	22
2.2.5. 较早布局出海，内外市场同步成长	23
2.2.6. 战略连续，2021 年以来激励机制更上层楼	24
3. 放眼全球，安琪踏浪前行	26
3.1. 从贸易到直接建厂，海外市场再度成为公司增长引擎	26
3.2. 海外营收增长快，占比再度攀升	27
3.3. 海外市占率空间乐观	28
4. 财务展望：资本开支触顶回落，糖蜜成本下行	29
4.1. 周期性资本开支上升影响盈利，2025 资本开支有望触顶回落	29
4.2. 糖蜜成本回落，毛利率有望受益	30
4.3. 安琪酵母具备原料优势，有望享受成本红利	32
4.4. 费用持续优化，盈利有望进入上行区间	35
5. 盈利预测及风险提示	35
5.1. 盈利预测	35
5.2. 估值与投资建议	36
6. 风险提示	37

图表目录

图 1: 酵母的有氧呼吸与厌氧发酵.....	5
图 2: 酵母产业链.....	5
图 3: YE 与味精的对比	7
图 4: YE 使用案例	7
图 5: 安琪酵母毛利率接近品牌消费品.....	7
图 6: 酵母的成本结构占比.....	8
图 7: 甘蔗糖蜜与甜菜糖蜜对比.....	8
图 8: 中国糖蜜主产地地区分布（2024 年为例）	8
图 9: 2023 年我国糖料种植面积结构.....	9
图 10: 2023 年我国糖料产量结构.....	9
图 11: 2010-2023 年我国甘蔗产量	9
图 12: 2010-2023 年我国甘蔗种植面积及单产变化	9
图 13: 2010-2023 年我国食糖产量	10
图 14: 2010-2022 年我国糖蜜产量测算（单位：万吨）	10
图 15: 2002-2021 年我国发酵酒精产量及增速	10
图 16: 2015-2017 年及 2021 年糖蜜下游需求占比情况	10
图 17: 中国食糖现货价格指数.....	11
图 18: 中国 22 个省市玉米平均价（元/千克）	11
图 19: 2011-2024 年糖蜜价格复盘	12
图 20: 2013-2018 年全球酵母市场规模 CAGR=6%	13
图 21: 全球酵母行业市场竞争格局（2021 年）	13
图 22: 2021-2023 年中国酵母市场规模 CAGR=8%	13
图 23: 2023 年国内酵母行业中，安琪酵母一家独大.....	13
图 24: 2015-2021 年中国酵母行业产量	14
图 25: 2020 年中国酵母行业产量结构.....	14
图 26: 我国烘焙食品市场增速稳健.....	14
图 27: 人均烘焙食品消费量对比（kg）	14
图 28: 2021 年各国 YE 人均消费量对比（kg/人）	15
图 29: 2021 年各国 YE 需求量：味精需求量对比	15
图 30: 公司历史复盘.....	17
图 31: 安琪酵母股权结构（截至 2024Q3）	18
图 32: 安琪酵母首批入场，具备先发优势.....	19
图 33: 自由现金流/营业总收入持续低于行业均值	20
图 34: 公司资本性支出/净利润指标处较高水平	20
图 35: 燃料动力及制造费用占成本比重下滑（%）	21
图 36: 公司产能利用率持续高于 94%	21
图 37: 2023 年安琪酵母 YE 产能	22
图 38: 2022 年全球 YE 市占率（按产能计，单位：%）	22
图 39: 2023 年安琪酵母经销商数量达 2.24 万个.....	23
图 40: 各家酵母厂国内办事处数量（2018 年为例）	23
图 41: 海外经销商数量及总经销商数量占比.....	24
图 42: 安琪酵母海外市场毛利率稳步上行.....	27

图 43:	2010-2021 年间国内酵母业务增长较快	28
图 44:	2010-2021 年多元化业务如制糖、包装占比增加	28
图 45:	海外市场增长再度反超国内	28
图 46:	2023 年海外收入占比重新提升至 35%	28
图 47:	安琪酵母海外渗透率空间充足	29
图 48:	2004-2023 年间四次产能密集投放期	29
图 49:	2004-2023 年在建工程转固情况	29
图 50:	2004-2023 年固定资产及新增固定资产	30
图 51:	2004-2023 年资本开支	30
图 52:	公司产能投放期及业绩复盘	30
图 53:	糖蜜价格与公司毛利率复盘	31
图 54:	安琪酵母毛利率敏感性分析（单位：元/吨）	32
图 55:	公司费用持续优化	35
图 56:	受原料价格如糖蜜的影响，公司利润略有波动	35
表 1:	酵母发酵操作方便、速度快且口味丰富	6
表 2:	三种类型酵母对比	6
表 3:	酵母提取物 YE 市场空间测算	16
表 4:	安琪酵母属国企，财政支持、融资便利	19
表 5:	公司在建工程（2023 年为例，蓝色标注为环保项目）	20
表 6:	安琪酵母三大突破性创新	21
表 7:	安琪研发的干酵母使用方便、保质期长、适合 C 端使用	22
表 8:	三大主要酵母企业在中国局部情况（单位：个）	23
表 9:	公司管理层经验丰富	25
表 10:	安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划	26
表 11:	公司海外业务模式由出口贸易转型为建厂直接销售	27
表 12:	2024/2025 年榨季云南糖蜜有望增产	31
表 13:	安琪酵母的原料卡位	33
表 14:	安琪酵母提价梳理	34
表 15:	截至 2024 年，安琪酵母现有水解糖产能 45 万吨	35
表 16:	公司营收测算汇总（百万元）	36
表 17:	可比公司估值对比（估值日 2025/3/6）	37

1. 天然发酵剂，性能佳应用广毛利高

1.1. 酵母应用广泛，国内酵母抽提物方兴未艾

酵母作为天然发酵剂，其应用广泛，且具有十分突出的性能优势。工业生产的酵母是将筛选出的特定酵母菌株通过糖蜜等营养物质环境的接种培养，再经过分离、脱水、均质后加工而成的生物发酵剂。

酵母菌可以通过发酵作用将糖类转化为酒精和二氧化碳，使得面团蓬松香软，这一过程被广泛应用于食品工业当中。以我国为例，2022 年酵母的下游应用里，中式面点占比达 39%，西式烘焙为 35%。此外，酵母于啤酒酿造、调味品生产以及保健品、化妆品、医药等领域的应用同样十分广泛。

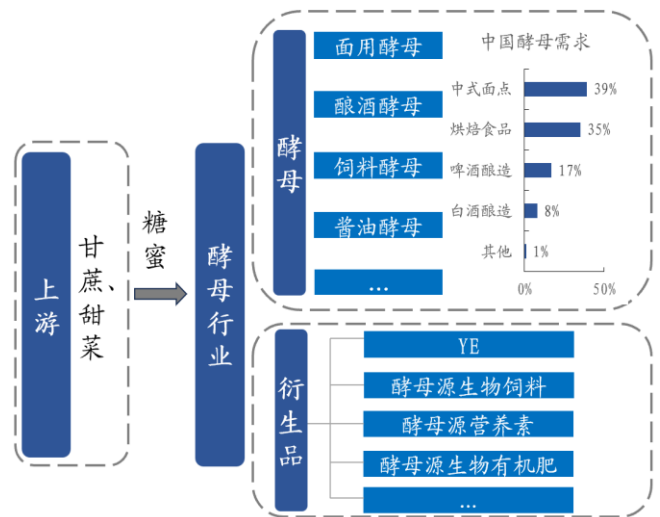
图1：酵母的有氧呼吸与厌氧发酵

第一阶段：“有氧呼吸”或“耗氧发酵”，酵母进入面粉后的最初阶段，酵母生长繁殖产生更多的细胞、增加面包体积；



数据来源：长沙发酵面食行业协会、东吴证券研究所

图2：酵母产业链



数据来源：智研咨询，华经产业研究院、东吴证券研究所

横向对比，酵母在发酵速度、营养价值及便利性上具备明显优势。传统的老面发酵法虽存在一定成本优势，但容易破坏食品中的营养成分、耗时耗力且不卫生；化学蓬松发酵法中的化学添加剂对人体健康不利，具有一定食品安全风险，而酵母发酵操作便捷、发酵速度快且口味丰富，逐步实现替代。

表1: 酵母发酵操作方便、速度快且口味丰富

	发酵机理	优缺点
酵母发酵	利用酵母活性, 产生二氧化碳, 让面团蓬松并赋予香味	优点: 操作方便简单, 发酵速度快、且风味丰富; 缺点: 价格相对较高
老面发酵	利用野生酵母遇水活化, 吸收面粉中的糖类物质, 产生生物化学反应, 释放气体使得面团膨胀	优点: 成本低廉; 缺点: 破坏营养成分, 费时且不卫生
化学蓬松剂	①碱性膨松剂发酵, 在一定温度下在面团中缓慢分解, 释放出二氧化碳, 使面团膨胀; ②复合膨松剂发酵: 由酸碱反应释放二氧化碳蓬松面团	优点: 产气速度大; 缺点: 容易破坏食品营养成分, 化学添加剂对人体健康不利, 具有一定的食品安全风险

数据来源: 发酵工业网, 华经情报网、东吴证券研究所

从类型来看, 欧美地区鲜酵母使用较多, 亚太地区则以干酵母为主: (1) 鲜酵母即未经干燥处理的酵母, 使用方便, 无需溶解、发酵速度快, 且生产的面制品香味浓厚, 但由于其含水量高 (65%-70%), 保存条件较为严苛, 需低温保存、保质期短。欧美地区的鲜酵母使用较为普遍, 因此酵母厂多建于销售地附近, 以短距离运输为主; (2) 干酵母即经过干燥处理的酵母颗粒, 含水量低 (7%-8%), 在室温下即可使面团发酵制成面制品, 储存及运输方便、用量经济、保质期长。亚太地区常用干酵母, 酵母厂多建于原料产地附近。 (3) 半干酵母含水量居于鲜酵母与干酵母之间, 保存条件最为严苛, 在-18℃环境下保质期可达 2 年。

表2: 三种类型酵母对比

	干酵母	鲜酵母	半干酵母
特点	经过干燥处理的酵母颗粒, 含水量低	未经过干燥处理的酵母, 含水量高	含水量适中, 需冷冻保存
含水量	7%-8%	65%-70%	适中
保存条件	常温下密封保存, 拆封后需冷藏	需在低温 (-4℃—4℃) 下保存	需冷冻保存 (-18℃), 保质期长达 2 年
保质期	未拆封长期保存, 拆封后密封冷藏可保存半年至一年	较短, 需尽快使用	冷冻状态下可保存 2 年
使用方法	直接使用或预先溶解	无需预先溶解, 直接使用	需预先溶解或直接添加
用量	标准用量	一般是干酵母的 2-3 倍	与干酵母类似
优势	易于保存, 使用方便, 用量易控制	发酵速度快, 适合大规模生产	活力高, 适合冷冻面团, 使用便捷
劣势	或需要预先溶解, 发酵速度相对较慢	保存条件苛刻, 保质期短	需冷冻保存, 使用不如干酵母便捷

数据来源: 墨海识焙, 中国焙烤食品糖制品工业协会、东吴证券研究所

YE (Yeast extract) 是酵母的衍生物, 是一种从酵母中提取的健康食品配料, 富含多种呈味氨基酸及小分子多肽等, 具备增鲜增味、降盐淡盐 (添加 YE 后的食品可以减少 35% 的食盐用量, 亦可减少味精用量)、平衡异味、耐受性强等功效, 已被广泛用于酱油、

调味酱、方便面、肉制品及火锅底料等产品中。

由于 YE 以酵母为原料，因此酵母企业天然就是 YE 厂家。大型酵母企业均有 YE 产能配置，集中度亦高。

图3：YE 与味精的对比

成分	风味	其他
味精	谷氨酸钠	具很强的肉类鲜味，遇热会产生苦味等不良味觉
YE	多种氨基酸、多肽等成分	世界卫生组织规定味精摄入的明确限量：每公斤体重每天允许摄入量以不超过 120 毫克为宜 营养型多功能鲜味剂和风味增强剂，富含氨基酸可改善产品风味，提高产品品质及营养价值，增进食欲

数据来源：华经情报网、东吴证券研究所

图4：YE 使用案例

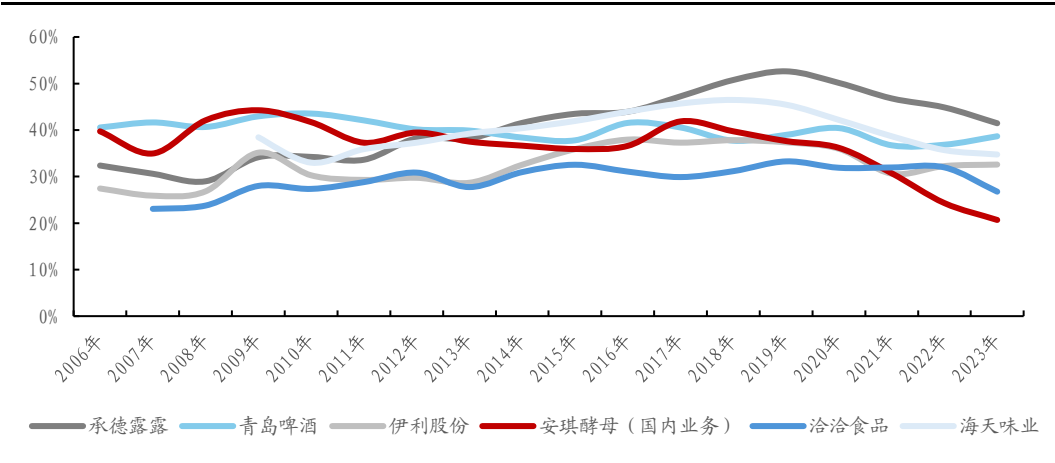
(复合调味品)火锅料	参与火锅料中的肉类、调味料的反应，提升风味、增强肉本味，减少肉类、香精、及添加剂的使用
坚果炒货	YE具有鲜味醇厚、回味持久的特点，在坚果炒货产品中起到增鲜增味，协调整体口感的作用
(基础调味品)酱油	安琪淡咸型YE可广泛应用于黄豆酱、酱油、豆豉酱、豆瓣酱、鱼露、蚝油等高盐偏咸调味品中，可在不改变产品盐分的情况下，使产品的咸度淡化到更低
肉制品	YE含有大量蛋白质和呈味肽，增加肉的醇厚感。安琪风味型YE或者纯品膏状YE产品如GU03 添加0.4%左右，可以减少台湾烤肠中原料肉的添加量2%，降低成本200元左右
海鲜制品	YE中特有的氨基酸、肽类物质对海鲜制品具有去除腥味、提升海鲜的特征风味，增强浓厚味有较好的应用效果

数据来源：安琪酵母官网、东吴证券研究所

1.2. 产品特性和竞争格局赋予高毛利

2006-2020 年间，安琪酵母国内业务的毛利率均维持在 35%-44%，接近品牌消费品。高毛利根本上是得益于产品特性和竞争格局，其次是生产运营的成本管理。

图5：安琪酵母毛利率接近品牌消费品



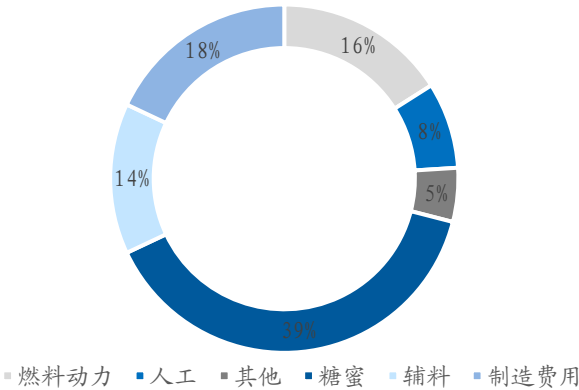
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

客户分散类 C 端，酵母企业议价力强。酵母主要的下游用户是食品厂、烘焙工厂、面包房、面点店及家庭 C 端等，其中小 B 和 C 端合计占比更高，因此酵母的客户更类 C 端，酵母企业议价能力强。此外，由于酵母本身单价低、添加量少（一般情况下酵母的用量控制在食品总质量的 0.1%~3%之间），在终端产品的成本中占比低，客户对酵母产品的价格敏感度也较低。

1.3. 高度依赖糖蜜原料，成本扰动行业盈利

糖蜜是酵母生产最主要的原材料，占生产总成本的比重约 30-40%。拆分酵母成本结构，糖蜜/制造费用/燃料动力/辅料/人工占比分别为 39%/18%/16%/14%/8%，糖蜜是影响酵母成本的关键因素。

图6：酵母的成本结构占比



数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

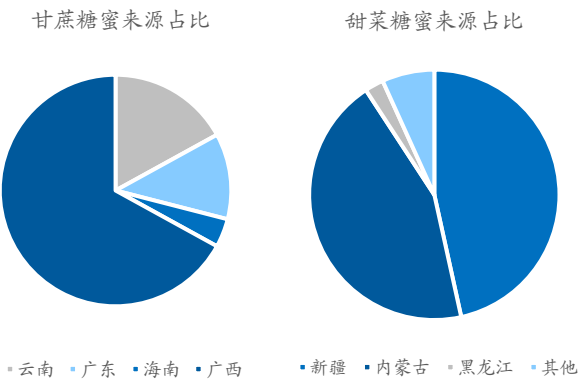
供给端：糖蜜是制糖工业的副产品，俗称糖废蜜，生产 3 吨糖约可产生 1 吨的糖蜜。由于糖蜜属固体废物，国家禁止进口，因此我国糖蜜产量整体走势与国内糖的产量基本保持一致。糖蜜按原料来源分为甘蔗糖蜜、甜菜糖蜜，两者主产地分别位于广西、内蒙古/新疆。

图7：甘蔗糖蜜与甜菜糖蜜对比

	甘蔗糖蜜	甜菜糖蜜
主要产地	广西（生产、集散和交易中心主要集中于此）、云南、广东湛江、海南	东北、西北、华北
产量占原料的比重	2.5-3.0%	3-4%

数据来源：中国微生物高新技术产业服务联盟、东吴证券研究所

图8：中国糖蜜主产地地区分布（2024 年为例）

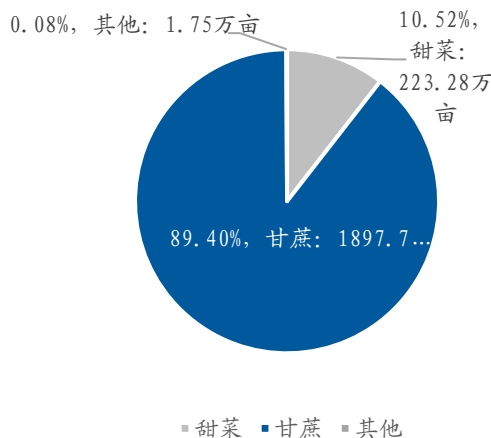


数据来源：中国微生物高新技术产业服务联盟、东吴证券研究所

其中，甘蔗是我国种植面积最大、产量最高的糖料作物，近年来我国甘蔗产量的稳定多依赖于单产中枢的抬升。据国家统计局数据，甘蔗种植面积及产量常年占全国糖料规模的 90%左右，因此甘蔗的产量对糖蜜的供给分析至关重要：（1）种植面积：2014 年

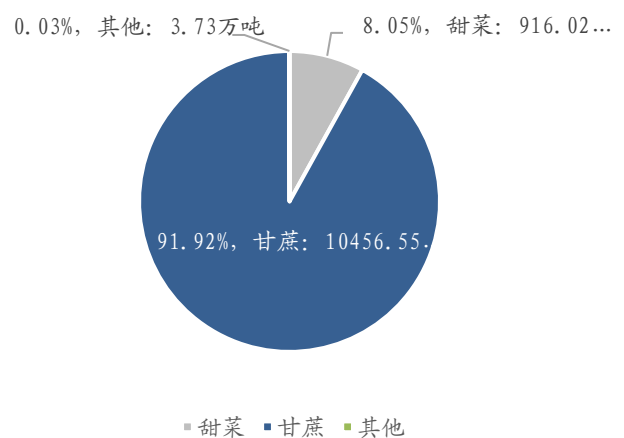
开始，我国农业产业多元化发展、种植产业结构调整优化，甘蔗由于全年在田、生长周期长、没有轮作空间，蔗田全年仅有一笔收入，叠加农资、用工成本增加等因素，种植效益趋低，蔗农种植积极性减弱、种植面积逐年下滑；（2）单产：短期来看，单产受到气候（雨水、气温、光照）的影响呈现波动，但中长期来看，得益于科技的发展、种植效率提升，我国甘蔗单产中枢持续抬升，抵消部分种植面积下滑的负面影响：2010-2023 年我国甘蔗产量/种植面积/单产 CAGR 分别为-0.10%/-1.90%/+1.83%。

图9：2023 年我国糖料种植面积结构



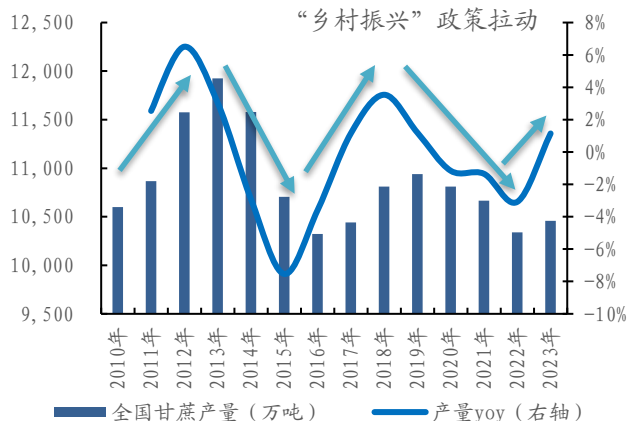
数据来源：农更行、东吴证券研究所

图10：2023 年我国糖料产量结构



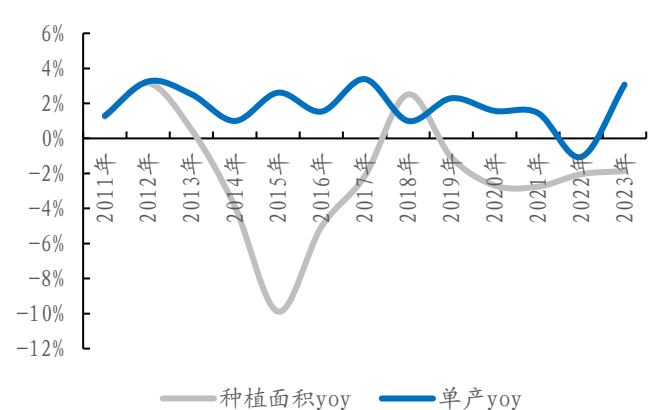
数据来源：农更行、东吴证券研究所

图11：2010-2023 年我国甘蔗产量



数据来源：农更行、东吴证券研究所

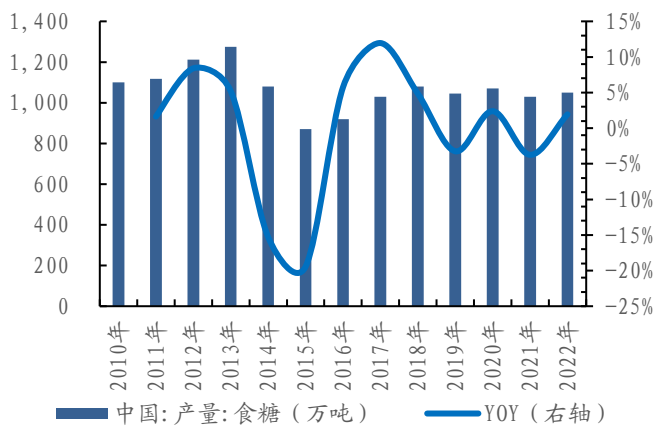
图12：2010-2023 年我国甘蔗种植面积及单产变化



数据来源：农更行、东吴证券研究所

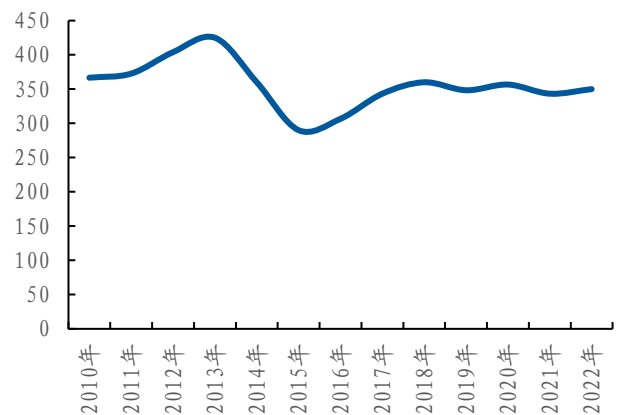
展望未来，预计我国甘蔗作物种植面积下滑、单产提升的趋势延续，甘蔗年产维持在 10860 万吨左右，按照 90% 的供应比例，对应糖料供应稳定在 12067 万吨左右。据测算，糖料供给：食糖产量比值稳定在 11 倍左右，据此假设，对应食糖产量预计稳定在 1058 万吨，按照食糖产量：糖蜜产量=3:1 的假设测算，我国糖蜜供应量的中枢约 353 万吨。由于甘蔗具有宿根性，宿根周期 2-5 年左右，因此我国糖蜜供给量围绕中枢、根据市场价格及季节性因素（榨季一般于 10 月-次年 2 月）呈周期性波动。

图13: 2010-2023 年我国食糖产量



数据来源: Wind、东吴证券研究所

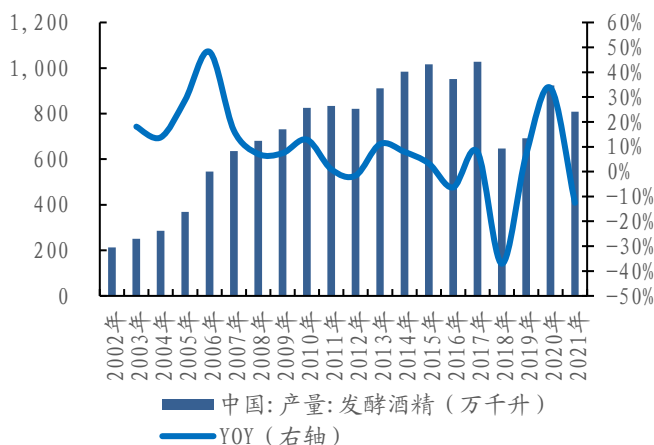
图14: 2010-2022 年我国糖蜜产量测算 (单位: 万吨)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

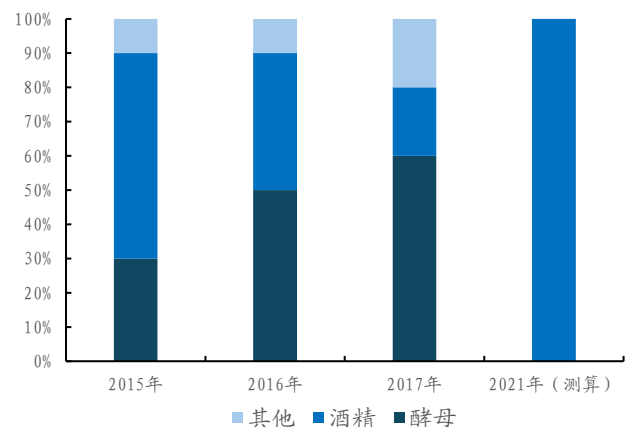
需求端: 酵母为糖蜜最大需求方, 占比持续提升。糖蜜的下游需求包括酵母、酒精、其他 (饲料等), 2015 年后国内环保政策趋紧, 广西、云南等糖蜜主产区的小型酒精厂陆续关停, 叠加玉米酒精因工艺更清洁 (废水处理成本较糖蜜酒精低 30%) 及政策支持 (如燃料乙醇补贴), 逐步替代糖蜜酒精。糖蜜的下游需求中, 酒精部分的占比遂由 2015 年的 60% 降至 2017 年的 20%, 而酵母占比逐年提升, 2017 年达 60%。据测算, 2021 年糖蜜的下游需求中, 酵母占比进一步提升至 65%, 酒精需求下滑至 13%, 酵母已成为糖蜜最大的需求方, 占比持续提升。

图15: 2002-2021 年我国发酵酒精产量及增速



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图16: 2015-2017 年及 2021 年糖蜜下游需求占比情况

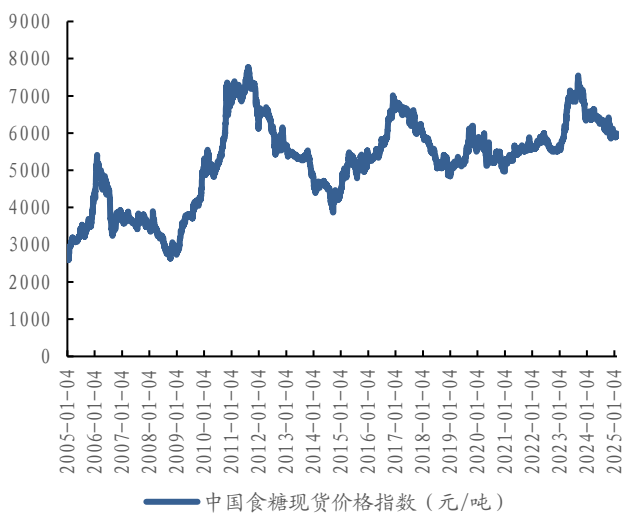


数据来源: 发酵工业网, 华经产业研究院, 公司公告, 卓创资讯、东吴证券研究所 (注: 2021 年为东吴证券测算值)

供需变化及价格复盘: 需求总量平稳, 中长期糖蜜的价格主要由供给端决定。由于核心原料甘蔗具有宿根性 (通常 2-5 年), 致糖蜜价格呈周期性波动: (1) 2011-2013 年: 前序西南地区的旱灾致糖价连续上涨近四倍, 蔗农增产、糖蜜供给增加; 同时因国家加大环保治理力度及酒精发酵的替代品木薯价格走低, 下游酒精相关需求走弱, 供过于求, 价格上涨; (2) 2013-2015 年: 前序糖料增产致 2012-2014 年糖价急速下跌, 蔗农减产,

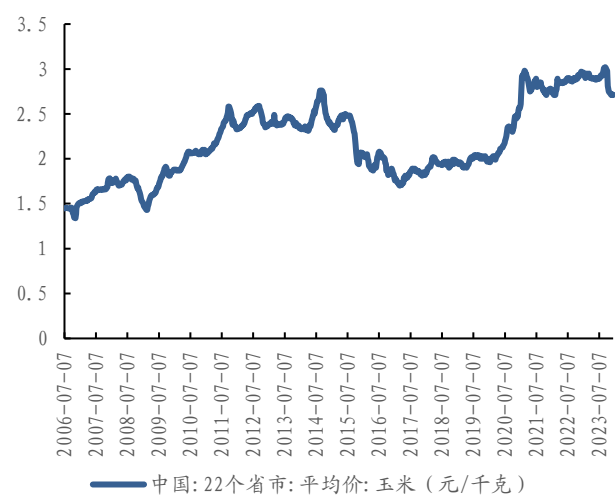
叠加 2014 年广西遭遇台风灾害、供给收紧，糖蜜价格有所回升；（3）2015-2019 年：糖价震荡，甘蔗种植面积虽微幅下滑但单产提升明显，期间糖蜜产量 CAGR=5%；同时 2014 年后环保政策明显收紧、酒精发酵的替代品玉米价格回落，期间发酵酒精产量 CAGR=-9%，供过于求，价格回落；（4）2019 年-2022 年：疫情影响下酒精需求走强、替代品玉米价格大幅上涨，期间酒精酵母产量 CAGR=8%；同期饲料产量 CAGR=12%，带动酵母下游需求增长，供需再度趋紧，价格上涨；（5）2023 年之后：糖料种植面积有望稳步扩张（农业部规划 2025 年糖料种植面积达到 2500 万亩），叠加单产提升，2023 年甘蔗产量同比+1%；同时水解糖技术逐步成熟、实现部分替代，叠加 2023 年玉米价格逐步回落、糖蜜供需改善，价格逐步回落。

图17：中国食糖现货价格指数



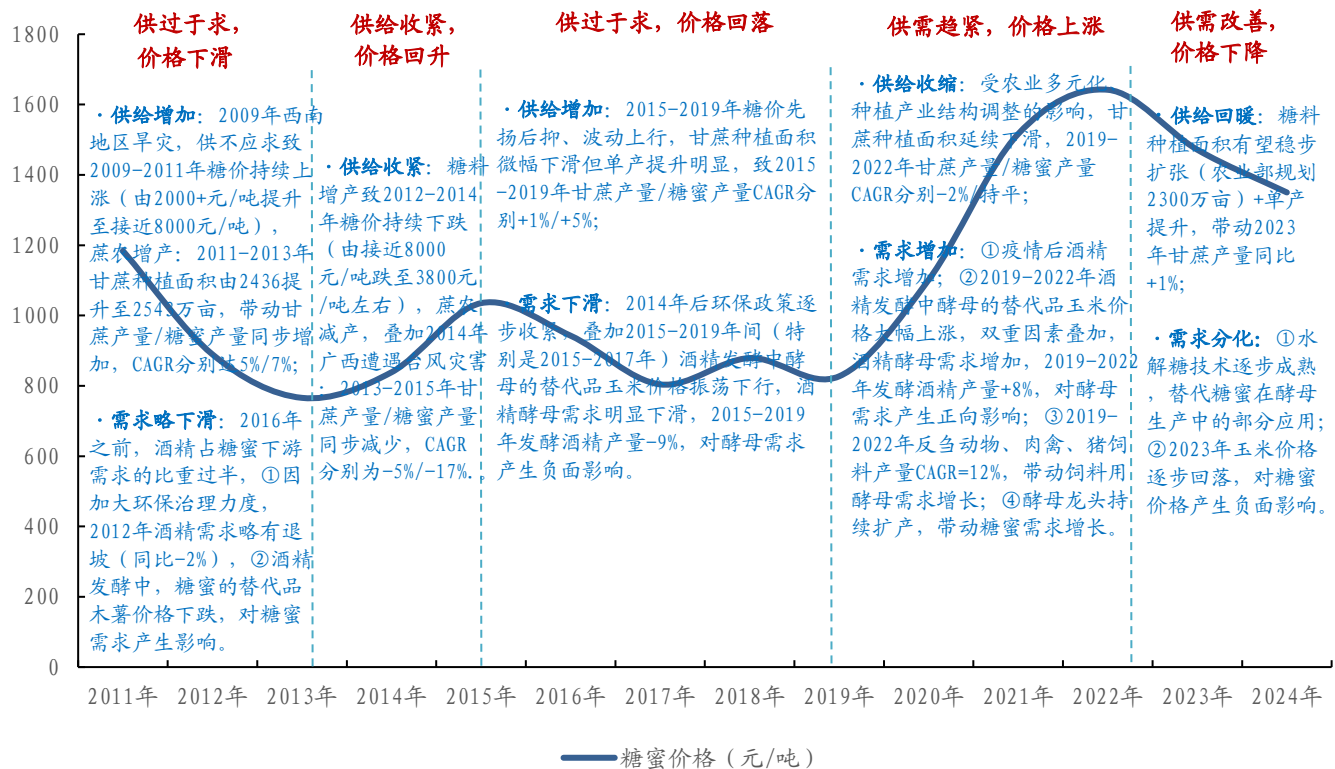
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图18：中国 22 个省市玉米平均价（元/千克）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图19：2011-2024 年糖蜜价格复盘



数据来源：Wind，广西日报，大畜牧网、东吴证券研究所

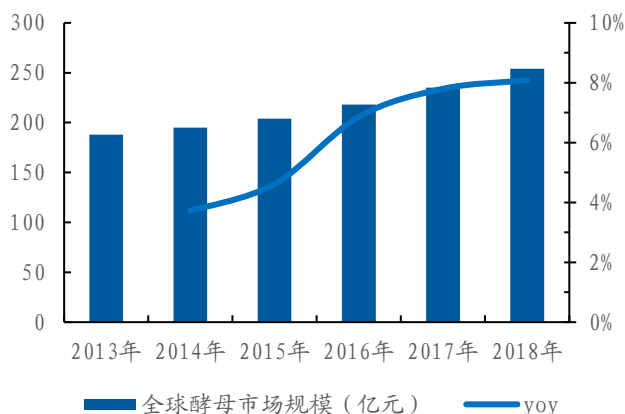
2. 酵母行业增长稳健，安琪领军国内市场

2.1. 中国酵母行业比学赶超，增速领先

2.1.1. 全球酵母行业发展平稳，中国增长更快

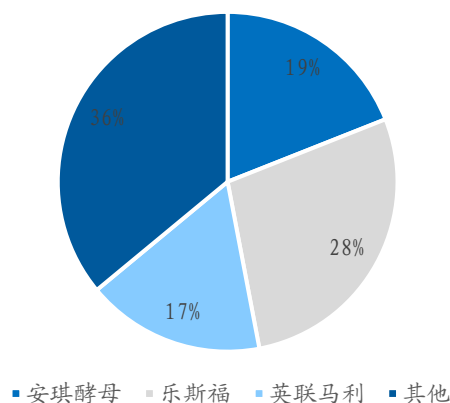
全球酵母行业发展成熟，增速趋于稳健。酵母的发展可追溯至数千年前，行业发展成熟、增速趋于稳健：2013-2018 年全球酵母市场规模由 188 亿元增至 254 亿元，CAGR 为 6%。从格局来看，由于酵母行业具备一定的重资产属性、产线较多，对资金、技术及环保的要求高，短期难有新的进入者，格局长期稳定、寡头垄断明显：全球酵母市场长期被乐斯福、安琪酵母、英联马利三家龙头占据，2021 年市占率分别为 28%/19%/17%。

图20: 2013-2018 年全球酵母市场规模 CAGR=6%



数据来源：华经产业研究院，智研咨询、东吴证券研究所

图21: 全球酵母行业市场竞争格局（2021 年）

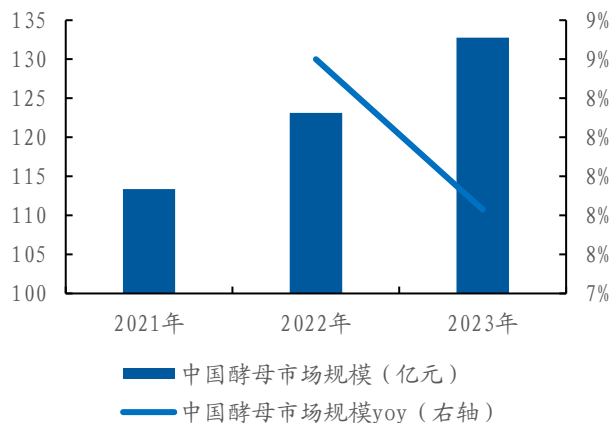


数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

中国酵母行业起步略晚，但比学赶超、增速领先。20 世纪 80 年代中期中国酵母行业开始进入工业化生产时代，在政府的支持下，国内头部企业积极引进海外先进技术、竞相扩张产能，至 2023 年中国酵母市场规模已达 132.76 亿元，全球占比为 31%，2021-2023 年 CAGR 为 8.21%，增速高于世界平均水平。

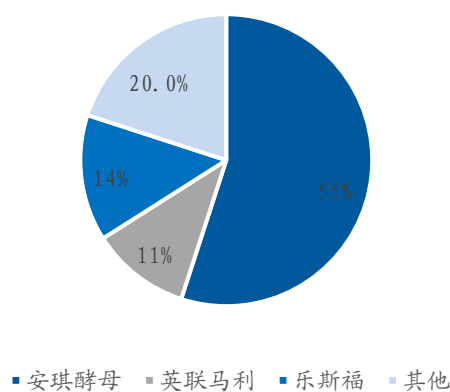
竞争格局而言，安琪酵母于国内市场一家独大。凭借差异化的产品及渠道策略，安琪酵母于中国市场实现突围、份额领先，2023 年市占率高达 55%，同期外资品牌乐斯福、英联马利仅为 14%/11%。

图22: 2021-2023 年中国酵母市场规模 CAGR=8%



数据来源：贝哲斯、东吴证券研究所

图23: 2023 年国内酵母行业中，安琪酵母一家独大



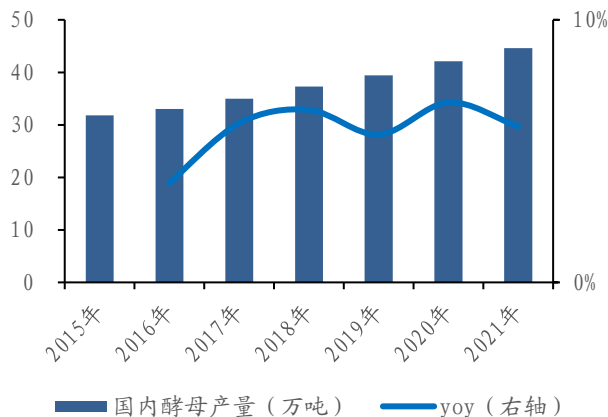
数据来源：贝哲斯、东吴证券研究所

2.1.2. 烘焙、面食酵母增速趋稳，酵母提取物注入新动能

烘焙、面食酵母增速稳健，酵母提取物打开成长空间。国内酵母产量由 2015 年的 31.8 万吨提升至 2021 年的 44.6 万吨，拆分来看，活性酵母/酵母提取物占比分别为 68%/26%。整体而言，传统的烘焙、面食板块增速稳健，为国内酵母需求夯底；酵母提

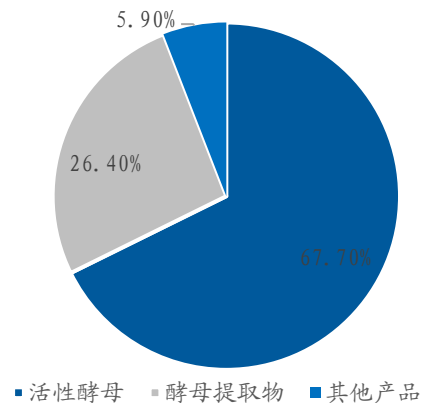
取物渗透空间充足，为酵母行业发展注入新动能。

图24：2015-2021 年中国酵母行业产量



数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

图25：2020 年中国酵母行业产量结构

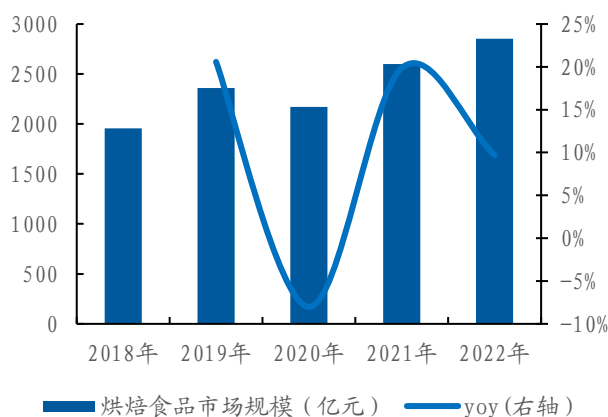


数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

(1) 烘焙、面食增长稳健，(以 2023 年为例) 完全渗透假设下刚性需求超过 50 万吨，为国内酵母需求夯底。中国是世界上最上面食消费大国之一，素有面食糕点的饮食习惯，20 世纪 90 年代曼可顿、好丽友、元祖等西式烘焙品牌通过港澳等地区传入大陆市场，我国烘焙面食行业进入上行通道，至 2022 年行业规模已达 2853 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 10%，增速稳健，拆分测算：①中式面点需求：2023 年我国面粉产量达 8276.2 万吨，按照下游 30%用于面点发酵、中式面点制作中酵母的添加量为面粉重量的 1%，且完全渗透的假设测算，中式面点酵母的需求量约在 24.8 万吨；②西式烘焙需求：2023 年我国烘焙食品的产量约 1956.6 万吨，按照 1%的酵母添加比例、完全渗透假设测算，西式烘焙酵母的需求量约 29.3 万吨。以上合计，完全渗透假设下，传统烘焙、面食酵母的需求在 54.2 万吨，随着酵母发酵逐步替代老面等传统发酵方法，该部分刚性需求有望为国内酵母需求夯底。

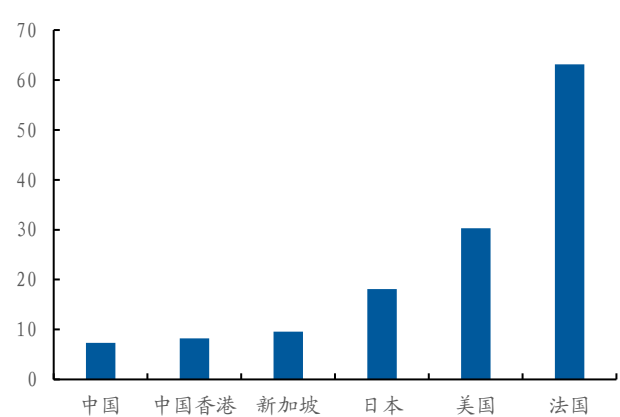
此外，通过横向对比，2020 年我国人均烘焙食品的消费量为 7.3kg，仅为同期日本人均消费量的 40%、美国的 24%，提升空间仍旧充足。

图26：我国烘焙食品市场增速稳健



数据来源：艾媒咨询、东吴证券研究所

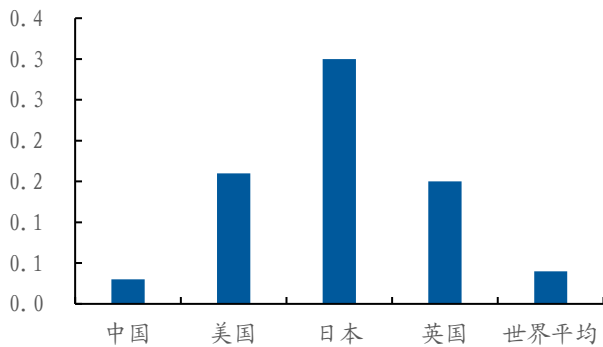
图27：人均烘焙食品消费量对比 (kg)



数据来源：艾媒咨询、东吴证券研究所

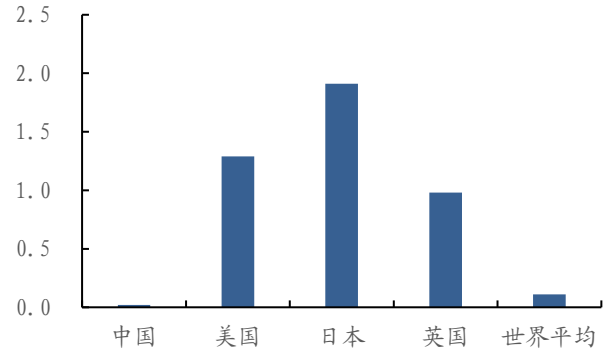
(2) 酵母提取物 (YE) 降盐增鲜, 符合健康化趋势, 成长空间广阔。从人均消费量角度看, 2021 年中国 YE 人均消费量为 0.03kg/人, 仅为日本的 10%、美国的 19%, 世界平均的 75%。从味精替代比率来看, 中国 YE: 味精需求量仅为 2%, 为世界平均的 18%, 替代空间较大。

图28: 2021 年各国 YE 人均消费量对比 (kg/人)



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

图29: 2021 年各国 YE 需求量: 味精需求量对比



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

经测算, (以 2023 年为例) 国内酵母提取物 YE 市场空间约 78 万吨; 我国现有 YE 产量仅 20 万吨, 发展空间充足。YE 下游应用场景中: (1) 膨化食品 (休闲零食) 受益于量贩、电商等新渠道, 行业发展提速; (2) 餐饮火锅 (复合调味品) 受益于餐饮端降本增效+家庭端“懒人经济”发展, 加速渗透、行业整体维持 10%-12% 增长; (3) 酱油 (基础调味品) 健康化、减盐趋势明确, YE 有望凭借健康的属性、丰富的口感不断拓宽应用场景。静态情况下、完全渗透的假设中, YE 添加比例取区间中位数, 测算得我国 YE 市场空间约 78 万吨, 而 2023 年我国现有 YE 产量仅 19.8 万吨左右, 发展空间充足。

表3: 酵母提取物 YE 市场空间测算

具体应用领域	优势效果	YE 添加比例	销售量/产量 (万吨)	YE 需求量 (万吨)
方便面	调料包中添加可增强产品的鲜味、醇厚感, 提高产品适口性和营养。面身中添加可以改善和提高面饼的口感, 增加营养	调料 0.5%—4%; 面身 0.5%—1.5%	450	5
鸡精	有效提高鸡精中的氨基酸、总氮及呈味核苷酸含量, 更容易达到标准要求。有效增鲜, 使鸡精的香味纯正, 口感醇厚、鲜美, 提升产品档次	0.5%—4%	47.62	1
食用香精	作为香精基料, 提供口感及香气的载体, 使香精效果更充分体现	2%—15%	89.04	8
肉制品	增强色泽; 烘托肉风味, 掩蔽不良气味; 增强产品鲜美感, 改善肉质原味及醇厚味, 提高真实度; 改善切片性能; 使组织更致密, 切面更光滑	0.2%—1%	1789	11
酱卤制品	增强色泽; 强化风味, 增强产品鲜味、肉质感及厚味, 增进食欲	0.6%—4%	1299.3	30
餐饮火锅	增强鲜美感及醇厚感、掩盖肉腥味	0.2%—5%	243.7	6
焙烤食品	提供风味, 改善口感及结构	1%以内	1956.55	10
膨化食品	协调各种香辛料的香气; 平衡调味料的口感; 增强醇厚感, 丰富味道	0.5%—5%	20	1
酱油	协调、平衡滋味, 缓和产品直冲感, 使口感更自然柔和、醇厚	0.4%—1.5%	795	8
合计	1、用熟食制品代酱卤制品; 2、YE 添加比例取均值计算; 3、静态条件、完全渗透假设			78

数据来源: 中国报告网, 智研咨询, 艾媒咨询, 中研网, 华经产业研究院, 前瞻经济学、东吴证券研究所

2.2. 复盘安琪, 砥砺前行成就第一

2.2.1. 科研高起点, 市场化国企

安琪酵母前身是 1986 年建立的国家活性干酵母实验基地, 与国内同行相比, 科研起点高。

上世纪 80 年代起, 外资酵母企业进入中国, 公司与外资品牌同台竞技, 凭借产品+渠道的差异化实现突围, 现已成长为全球第二大、国内第一大酵母公司: ①公司于 1990 年开发出适合中式面点的家用小包装酵母, 实现产品端的第一轮突围; ②避免与竞争对手在城镇市场正面交锋, 锚定面食习惯较强的北方区域, 同时精准把握下沉市场流量红利, 截至 1998 年公司于全国建立了 27 个办事处, 全国营销网络初具规模, 是为渠道端的第一轮突围; ③2003 年公司开创第一条酵母提取物(下文简称 YE)产线, 经过数轮

扩产，至 2023 年已有 YE 产能 13.86 万吨，全球市占率 37%、国内占比 70%以上，此为产品端的第二轮突围；④2013 年埃及工厂建成投产，标志着公司发展进入新纪元、生产销售迈步全球化，至 2023 年海外收入占比已增至 35%，目标海外市场的第二轮突围正在进行中。

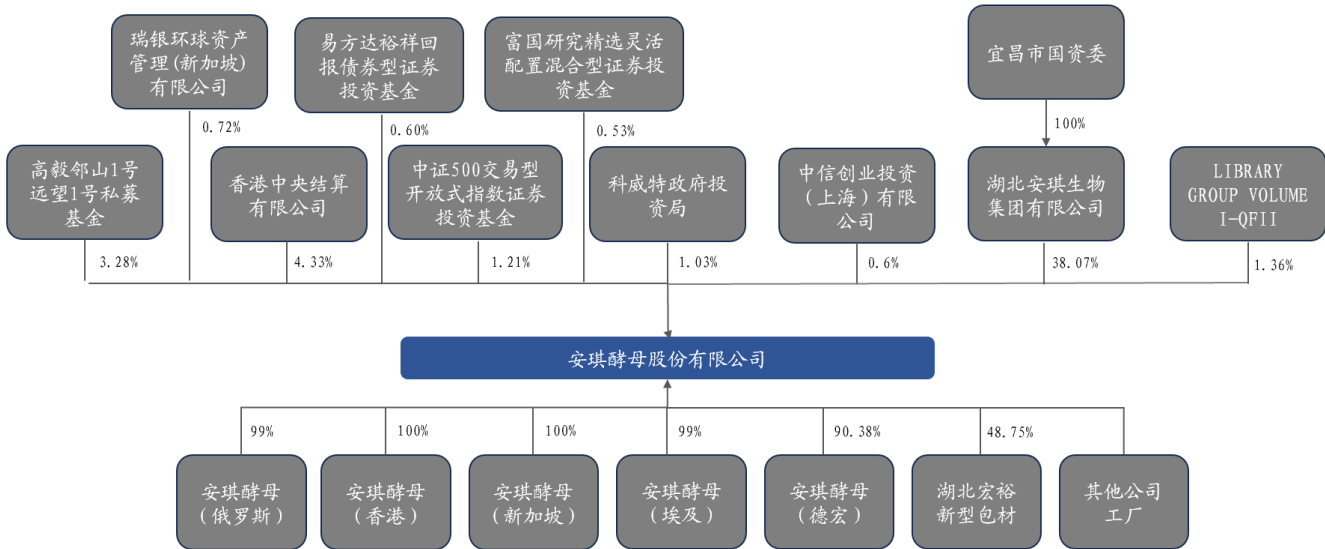
图30：公司历史复盘



数据来源：公司官网，招股说明书，公司公告、东吴证券研究所

宜昌国资委间接控股，股权集中、结构稳定。宜昌国资委控股的湖北安琪生物集团为公司的第一大股东，公司上市前第一大股东持股占比 68.72%，上市后稀释为 50.99%，此后由于再融资、股权激励等，截至 2024 年三季报，集团共持有 3.31 亿股，占比 38.07%，仍为第一大股东。

图31：安琪酵母股权结构（截至 2024Q3）

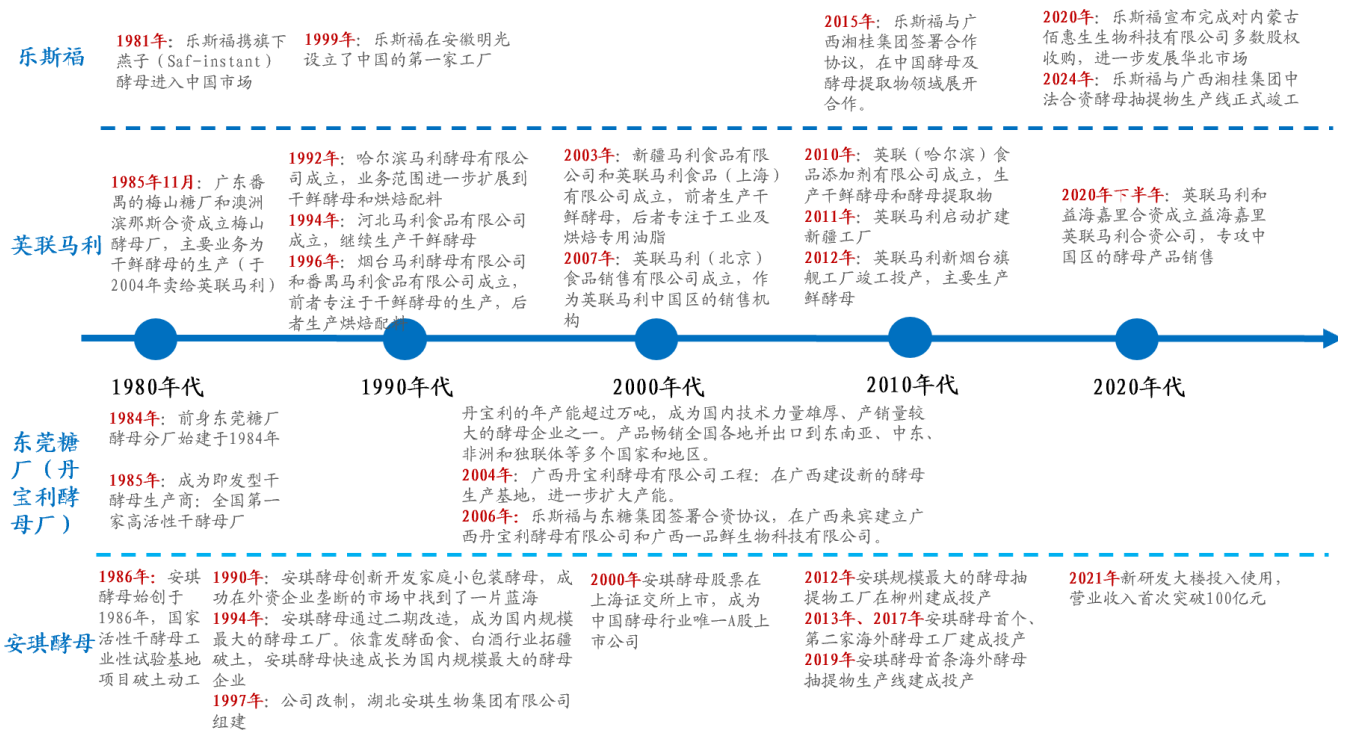


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2.2. 先发优势明显，资金优势加持

20 世纪 80 年代我国酵母进入工业化生产时代，安琪酵母首批入场、率先布局。首批入局的参与者类型多元，外资企业、内外合资及内资公司并存：①外资企业：以乐斯福为代表，1981 年旗下燕牌酵母（Saf-instant）进入中国市场，聚焦西式烘焙酵母赛道；②内外合资企业：1985 年广东番禺梅山糖厂与澳洲滨那斯合资成立梅山酵母厂（该公司于 2004 年并入英联马利）；③内资企业：以安琪酵母及丹宝利酵母厂为代表。丹宝利引进了欧洲全套的酵母技术及产线，而安琪酵母则凭借财政拨款和银行贷款等方式选择了一家奥地利的酵母企业引进其部分生产线及设备，开始工业化生产。

图32：安琪酵母首批入场，具备先发优势



数据来源：新华网，shobserver 上观号，益海嘉里英联马利官网，排排榜，食品商务网，投资网、东吴证券研究所

资金优势构筑早期护城河。由于酵母产线设备及生产过程中的环保费用较高，行业具备一定投资驱动的重资产属性，特别是在发展早期，需要大量引进海外先进技术及设备，对资金要求较高。

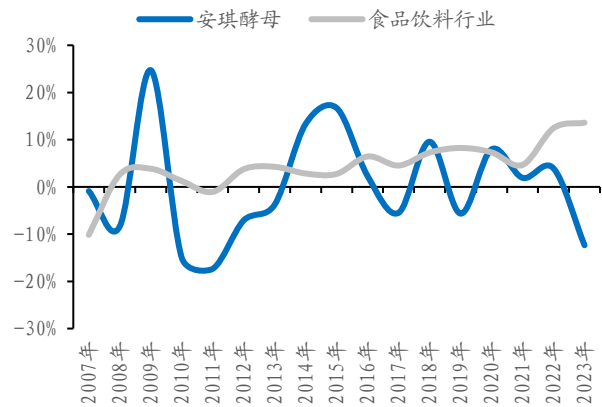
表4：安琪酵母属国企，财政支持、融资便利

	成立时间	背景	性质	现控股股东
安琪酵母	1986 年	国家计委布点全国唯一一家活性干酵母工业性试验基地	国企	宜昌国资委
梅山酵母厂	1985 年	最初由番禺梅山糖厂和澳洲滨那斯合资成立，2004 年被英联马利收购	内外合资	英联马利
乐斯福	（进入中国市场的时间）：1981 年	法国家族企业，拥有百年历史	外企	乐斯福家族
丹宝利酵母厂	1985 年	最初由东莞糖厂成立，2006 年被乐斯福收购	国企（2002 年改制民营，而后乐斯福控股）	乐斯福家族

数据来源：公司公告，丹宝利官网，新浪财经、东吴证券研究所

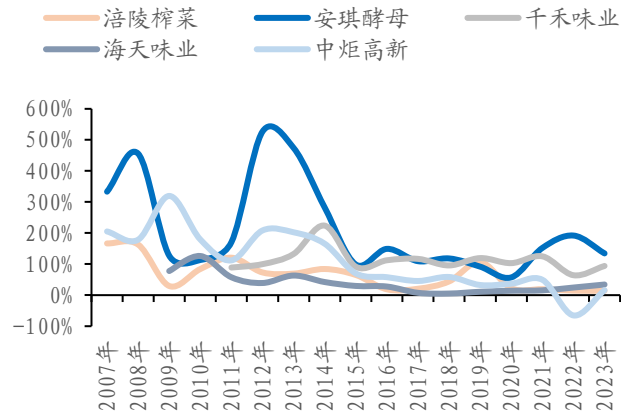
以安琪酵母为例，公司自由现金流/营业总收入比值持续低于行业平均，资本开支较大。而公司作为国家活性干酵母实验基地，获财政及融资支持、能够成功缓释资金端压力。

图33：自由现金流/营业总收入持续低于行业均值



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图34：公司资本性支出/净利润指标处较高水平



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

现阶段在建工程多为绿色项目，有望为公司节水节能、进一步夯实成本壁垒：2023 年燃料动力/制造费用占公司总成本比重分别为 10.49%/11.52%，较 2011 年下滑 4.07/6.70pct。

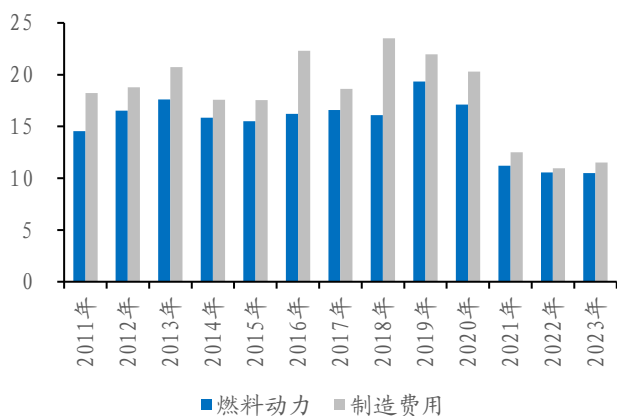
从成效而言，2016-2023 年公司产能利用率均保持在 94%以上，新建产能与订单需求匹配，产能建设效率高。

表5：公司在建工程（2023 年为例，蓝色标注为环保项目）

2023 年 在建工程明细	
可克达拉公司 3.2 万吨酵母制品绿色制造项目	宜昌公司年产 15 万吨水解糖及深加工项目
普洱公司年产 3.2 万吨酵母制品绿色制造项目	滨州公司年产 4 万吨高核酸酵母提取物项目
宜昌公司酵母绿色生产基地建设项目	柳州公司酵母提取物生产线技术改造项目
崇左公司新建肥料厂及新增糖蜜罐	老办公楼及研发楼功能改造项目
年产 5000 吨新型酶制剂绿色制造项目	安琪酵母绿色健康食品产业园信息化基础设施建设项目
滨州公司年产 5000 吨植物蛋白酶解物绿色制造项目	新型种子发酵罐项目
年产 2.3 万吨功能性包装新材料项目	安琪酵母绿色生产基地信息化基础设施建设项目
滨州公司年产 5000 吨酵母提取物绿色制造项目	滨州公司扩建 6000 吨酵母提取物绿色制造项目
年产 1.1 万吨高核酸酵母制品绿色制造项目	化工仓库建设项目
工业大数据平台项目	年产 5 万吨生物发酵饲料绿色制造项目
园区工厂年产 1 万吨酵母分装线智能化改造项目	德宏公司实施年产 1.5 万吨酵母提取物绿色制造项目
柳州公司实施年产 15 万吨水解糖深加工项目	滨州公司年产 2 万吨酵母培养物绿色制造项目
俄罗斯公司二期扩建 8000 吨酵母项目	柳州公司新增微滤系统技术改造项目
园区工厂年产 1.8 万吨复合微生物绿色制造项目	15 万吨粮食仓储及配套项目
崇左公司实施年产 15 万吨水解糖深加工项目	埃及公司年产 2 万吨酵母制品扩建项目

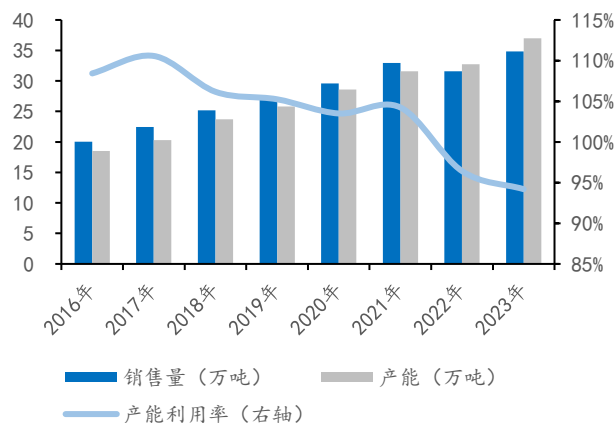
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图35: 燃料动力及制造费用占成本比重下滑 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图36: 公司产能利用率持续高于 94%



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.2.3. 技术领航，产品差异化明显

安琪酵母前身为国家科研基地，研发能力强。公司现已建有 12 个国家级企业技术中心、博士后科研工作站，检测中心已通过 CNAS 实验室认可，获得授权发明专利 300 余项，主导和参与制定了酵母行业所有的国家和行业标准，两次获得国家科技进步奖。公司三项突破性创新包括家用小包装活性干酵母、酵母提取物 YE、酿酒高活性干酵母：

表6: 安琪酵母三大突破性创新

爆品	图片	上市	优势	应用场景
小包装活性干酵母		1991 年前后	选用新鲜酵母脱水而成，活力强，发酵速度可提升 25%-30%，可使面团的体积增大约 10%，揉面次数减少约 30%	中式面食： 包括面用酵母、馒头改良剂、甜酒曲、预拌粉（窝窝头、米发糕、芝麻球、油条）、膨松剂（油条、芝麻球、麻花）
酵母提取物（YE）		1996 年	① 天然、营养： 含有各种氨基酸、核苷酸、肽和其它呈味物质，国标认定其为食品属性，可以协同激发食物美味，起到减盐增鲜的作用 ② 耐受性强： 能承受食品加工中一些较剧烈的条件变化，如酸性较强、食盐浓度较高、温度较高或较低、湿度较大等，以及抗吸潮性能较佳，其鲜味不会遭受破坏	食品调味： 包括调味品（基础调味品+复合调味品）、肉制品、方便食品、休闲零食、水产制品、饮料等食品品类的调味，提升食品的品质和口感
酿酒高活性干酵母		2004 年 7 月开始应用	① 耐高温： 能够有效解决传统发酵方法出酒率低、发酵周期长、易酸败等问题，可缩短发酵周期近 1/3，提高出酒率从 6%到 16% ② 提升质量： 不仅很好地满足了浓醪生产的需要，而且在现有基础上提高了生产能力，达到了节约用粮、提高出酒率、降低能耗、减少环境污染等效果	白酒酿造： 广泛应用于白酒、啤酒、葡萄酒等酒类酿造，推动了中国酿酒工业的革命

数据来源: 公司官网, 招股说明书, 公司公告、东吴证券研究所

（1）**研发适合中式面食的家用小包装干酵母**：安琪酵母早期引入的奥地利发酵技术更为适配低糖环境，于西式烘焙场景不具比较优势，公司差异化锚定低糖的中式面食市场，生产长保的小包装家用干酵母，是为产品端一大创新：发酵成功率高、储存要求低，适合新手烘焙，且无需化水，操作简便；同时规格（5g/15g）较小，价格实惠（5g装京东旗舰店均价 0.58 元/袋），一次一袋、即开即用，性价比突出，适配 C 端“少量多次”的消费习惯。公司凭借小包装干酵母差异化打开家庭端以及下沉市场空间，奠定国内酵母龙头地位。

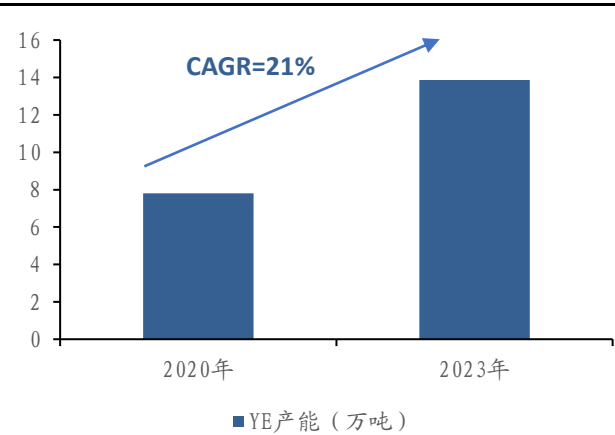
表7：安琪研发的干酵母使用方便、保质期长、适合 C 端使用

酵母类型	含水量	保存条件	保质期	活性	使用方法	适用场景
鲜酵母	65%-70%	0-4℃冷藏	3-4 周	高	需按量切割，20℃左右的温水溶解	适合制作各种面食，尤其是冷冻面团
干酵母	7%-8%	常温保存	2 年	中	使用前需用 30℃左右的温水活化，静置 5-10 分钟	适合家庭烘焙，使用方便，保质期长
安琪小包装活性干酵母	7%-8%	常温保存	1 年	-	①成功率高（适合新手烘焙）、②操作方便（无需化水）、③经济性（5g/15g 小规格，5g 装均价 0.8 元/袋，一次一袋、即开即用）	无糖或低糖配方点，适合如馒头、包子、花卷、麻花等中式面食

数据来源：百家号，中国烘烤制品糖制品工业协会、东吴证券研究所

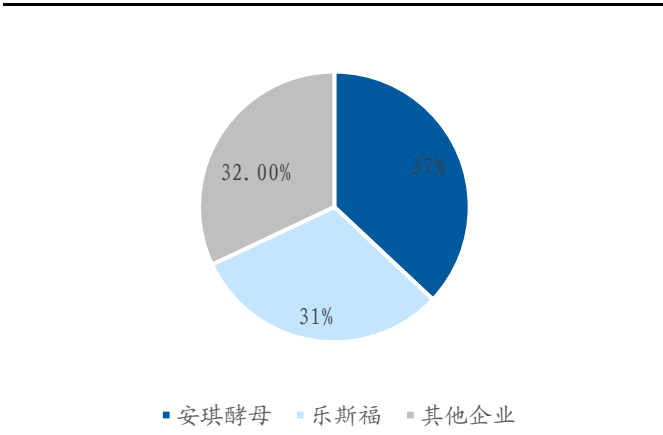
（2）**公司研发的酵母提取物（YE）成为第二成长曲线**：安琪酵母的 YE 产品属国家“九五”科技攻关项目，已被列入“国家火炬计划”以及国家高新技术产品出口目录。截至 2023 年，安琪酵母 YE 产能已达 13.86 万吨，2020-2023 年 CAGR 达 21%。2022 年公司 YE 于全球 YE 市场份额已达 37%（按产能计），位居第一；于中国市场份额达 70%以上。

图37：2023 年安琪酵母 YE 产能



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图38：2022 年全球 YE 市占率（按产能计，单位：%）

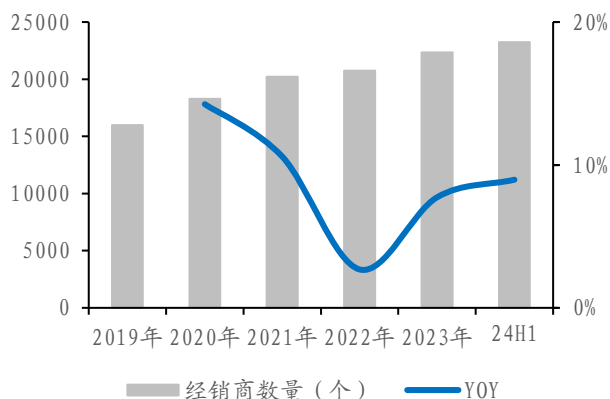


数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

2.2.4. 差异化战略，成就渠道优势

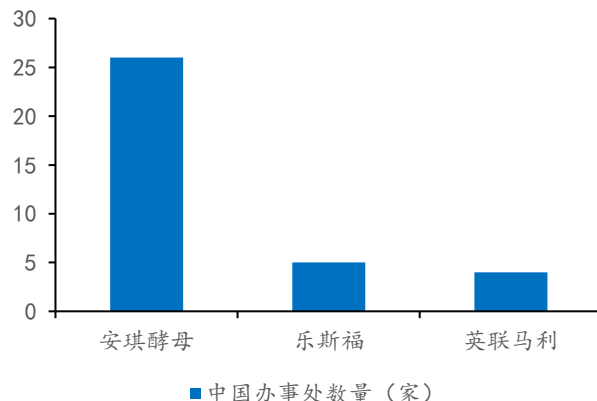
(1) 站位 C 端：广铺网点、不断下沉。早期外资企业布局多集中于高线城市、下沉仅至地市级，而安琪选择避开竞争激烈的城镇，发挥其小包装干酵母的优势，将销售网络覆盖到县级、甚至更小的乡镇市场，公司经销商数量及办事处数量领先于行业。同时辅之电视、高铁等形式的广告宣传（时任董事长俞学锋先生亲自带队到王府井百货大楼做宣传），成功把握 C 端发酵习惯切换的时代红利。

图39：2023 年安琪酵母经销商数量达 2.24 万个



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图40：各家酵母厂国内办事处数量（2018 年为例）



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

(2) 渗透 B 端：优质服务，培育高粘性。B 端较 C 端而言，对定制化服务及响应速度的要求较高，同时订单粘性强、利润空间可观。安琪酵母较外资企业更关注大客户服务质量，公司于多地设立区域培训中心，定期为客户举办课程及免费技能培训，同时公司对于库存及供应链管理先进，实现下单 72 小时送达；安琪酵母国内工厂数量、技术中心（2018 年为例）分别为 8 家、7 个，截至 2023 年员工数量（销售人员数量）已显著领先于行业，达 11897 人（销售人员 1760 名）。

表8：三大主要酵母企业在中国局部情况（单位：个）

	工厂数量（2018 年）	技术中心（2018 年）	员工数量（2023 年）
安琪酵母	8	7	11897（销售人员 1760 名）
乐斯福	3	4	1500+
英联马利	4	1	-

数据来源：前瞻产业研究院，公司公告，百度有驾、东吴证券研究所（注：工厂及技术中心数量取 2018 年，员工数量为 2023 年）

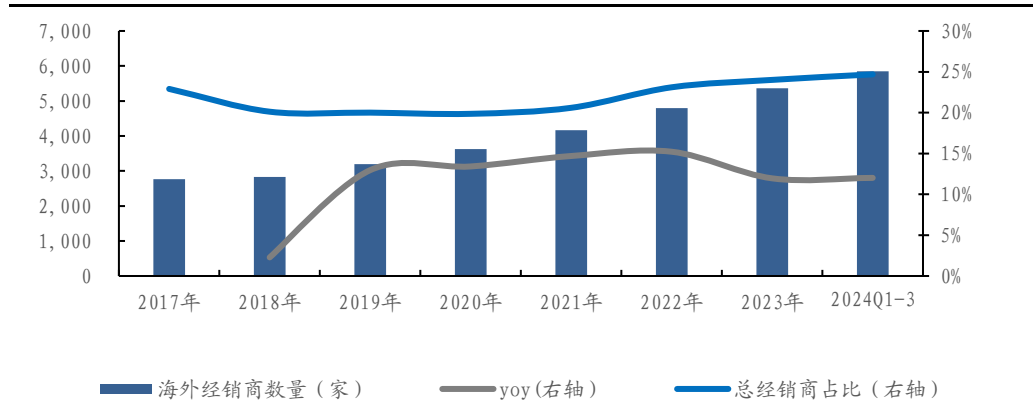
2.2.5. 较早布局出海，内外市场同步成长

安琪酵母较早布局出海，身位领先。安琪酵母于 1996 年便提出“争亚洲第一、创国际名牌”的目标，通过出口贸易及代理商模式，逐步打开海外拓展的蓝图：1999 年 1 月获得了乌兹别克斯坦的第一个自主进出口订单，挖潜中亚市场；2001 年进入非洲、中东市场、2003 年进入东南亚、2009 年进入美国市场。至 2024Q1-3 公司海外经销商数量

达 5846 家，占比提升至 25%。

而国内其他企业如梅山酵母厂多聚焦于国内市场，受限于资金、技术及规模限制，国际化进程较为滞后，多以出口贸易为主，鲜有本地化生产或长期战略投入。

图41：海外经销商数量及总经销商数量占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.6. 战略连续，2021 年以来激励机制更上层楼

公司战略连续性好，虽为国企，但换届平稳，战略连贯，管理层经验丰富，凝心聚力谋发展。2019 年原董事长俞学锋先生到龄退休，熊涛先生出任公司董事长，管理层换届平稳，现任管理层从业经验丰富、且均于公司任职多年。公司经营策略稳定、管理层凝心聚力共谋发展。

表9：公司管理层经验丰富

姓名	职务	年龄	个人简历
熊涛	董事长	57	历任湖北宜昌磷化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，安琪生物科技有限公司法定代表人、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，安琪酵母股份有限公司党委书记、第九届董事会董事长。
肖明华	总经理	58	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。现任安琪生物集团有限公司党委副书记、董事，安琪酵母党委副书记、董事、总经理。
覃光新	财务负责人	55	2005年4月至2012年10月，在安琪酵母（伊犁）有限公司历任子公司项目负责人、副总经理、工会主席；2012年10月至2019年11月，在安琪酵母任财务部部长；2019年12月至2022年4月，在湖北安琪生物集团有限公司任纪委副书记兼纪委办公室主任；2022年4月至今，在安琪酵母任财务负责人、总经理助理；2022年6月至今，在湖北宏裕新型包材股份有限公司任董事。现任安琪酵母（香港）有限公司法定代表人、董事长，安琪（香港）财资管理有限公司法定代表人、董事长，安琪酵母（崇左）有限公司董事。
高路	董秘	49	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董事会秘书、总经理助理、证券事务代表，安琪酵母（崇左）有限公司董事。
覃先武	总工程师	56	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。现任湖北安琪生物集团有限公司技术委员会副主任，湖北微琪生物科技有限公司董事，安琪酵母（钦岭）有限公司法定代表人、执行董事、总经理，安琪酵母股份有限公司总工程师、食品（质量）安全总监。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2021年以来公司推出2次股权激励，其中2024年新一轮股票激励计划目标积极，常态化激励有望充分调动员工积极性，收入确定性增强。2024年发布的股票激励授予人数1006人，较上轮激励范围扩大，解锁条件主要包括净资产现金回报率（EOE）、主营业务收入增长率及前述两项指标与对标企业分位值、资产负债率四项指标。根据本轮解锁条件推算，公司2024-2026年主营业务收入增长率应不低于10.2%/9.9%/9.8%，目标积极、路径清晰。

表10：安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划

激励方案	
授予数量	1189 万股
授予人数	1006 人 包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干
考核目标	
第一个解除限售期 可解除限售数量占获授权益数量比例 33%	①2024 年净资产现金回报率（EOE）不低于 21.5%； ②以 2021-2023 年主营业务收入均值为基数，2024 年主营业务收入增长率不低于 21%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值； ③2024 年资产负债率不超过 51%
第二个解除限售期 可解除限售数量占获授权益数量比例 33%	①2025 年净资产现金回报率（EOE）不低于 22%； ②以 2021-2023 年主营业务收入均值为基数，2025 年主营业务收入增长率不低于 33%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值； ③2025 年资产负债率不超过 53%
第三个解除限售期 可解除限售数量占获授权益数量比例 34%	①2026 年净资产现金回报率（EOE）不低于 22.5%； ②以 2021-2023 年主营业务收入均值为基数，2026 年主营业务收入增长率不低于 46%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值； ③2026 年资产负债率不超过 55%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3. 放眼全球，安琪踏浪前行

3.1. 从贸易到直接建厂，海外市场再度成为公司增长引擎

2010 年之前的试水阶段，公司以出口贸易及代理商模式为主，2010 年后逐步建立海外工厂及自主外贸团队，现有：（1）埃及工厂干酵母产能共计 3.8 万吨+YE 产能 1.7 万吨；（2）俄罗斯工厂酵母产能 4 万吨；（3）印尼拟建年产 2 万吨酵母产线（预计 2026H2 投产），同时计划于巴西设立子公司、搭建销售团队。

当前国内增长阶段性趋缓，海外市场重要性更加凸显，公司已由出口贸易转型为海外建厂直接销售，有望加速中东、非洲、东南亚产能建设及市场开拓进度。

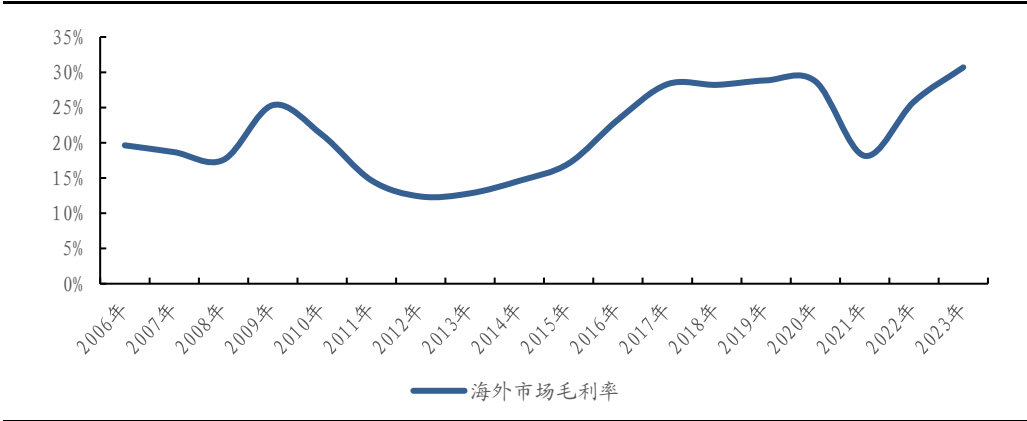
表11：公司海外业务模式由出口贸易转型为建厂直接销售

海外工厂	开工时间	投产时间	优势	建设产能	服务市场
埃及工厂	2010 年	2013 年	① 原料优势 ：埃及盛产甜菜、甘蔗；	安琪酵母首个海外工厂，设计年产能 为 1.5 万吨干酵母	东欧、 西欧
	2015 年	2016 年	② 税收优势 ：与欧洲、拉美多国的关税减免政策；	小型改造和工艺改进，干酵母产能挖 潜提升至 2.3 万吨	
	2017 年	2019 年	③ 运输优势 ：从埃及向欧美出口的运输成本及便利度更有优势	年产 1.2 万吨酵母提取物 YE 生产线	
	2022 年	2024 年		年产 2 万吨酵母制品扩建（干酵母 1.5 万吨，YE0.5 万吨）	
俄罗斯工厂	2015 年	2017 年	① 政策优势 ：响应“一带一路”倡议； ② 原料优势 ：俄罗斯盛产甜菜； ③ 市场优势 ：俄罗斯当地的市场需求大；	一期为年产 2 万吨酵母生产线，配套设施建设 4000 吨/日污水处理项目， 年产 3 万吨环保有机肥项目，8.5MW 天然气内燃机发电项目	俄罗斯及东 欧
	2019 年	2020 年	④ 运输优势 ：与欧洲、亚洲等地区相邻，运用中欧班列等运输方式，相对海运能节约一半以上的物流时间	技术改造项目，扩建后年产 1.2 万吨 酵母，其中干酵母 0.85 万吨/年，鲜 酵母折干 0.35 万吨/年	
	2022 年	2023 年		扩建年产 8,000 吨酵母、3000 吨食品 原料、1.3 万吨液体肥及饲料	
印尼工厂	2024 年	-	① 市场优势 ：人口大国，酵母需求大； ② 原料优势 ：原料（甘蔗）供应充足； ③ 运输优势 ：地处马六甲海峡，海运便利	2024 年 9 月 25 日发布公告拟与印尼 三安公司共同出资在印尼楠榜省设立 子公司，计划年产酵母 2 万吨	东南亚、美 洲

数据来源：招股说明书，公司公告，荆楚网，中国政府网，界面新闻，今日头条，每经网、东吴证券研究所

随着海外工厂陆续投产、规模效应显现，同时受益于低价原料、运费缩减、关税优化等因素，安琪海外市场毛利率稳步上行，2023 年达 31%，较 2013 年提升 18pct。

图42：安琪酵母海外市场毛利率稳步上行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 海外营收增长快，占比再度攀升

随着全球化战略不断深化，海外收入规模持续攀升，从 2001 年 1.06 亿元持续增长

至 2023 年的 47.86 亿元, 2001-2023 年 CAGR 高达 26.09%, 收入占比由 12% 增至 35%。

公司较早布局海外市场, 2009 年和 2010 年公司海外收入也曾到过 39.17% 和 38.73%, 彼时以出口贸易为主; 2009 年中国政府大力刺激经济后, 国内市场景气度提升, 公司重心回归: 2010-2021 年 10 年间国内酵母业务增长较快, 收入 CAGR 达 13.86%; 同时多元化业务如制糖、包装等营收规模成长, 海外收入占比逐步回落。

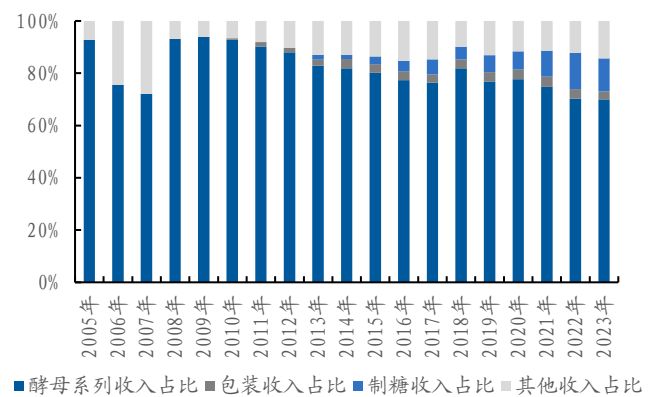
2022 年以来海外收入占比重新攀高。随着国内市场增长趋缓, 加之公司已经于国内市场取得大幅领先的身位, 公司从容加快布局海外市场 (海外建厂), 2022 年海外市场收入增长 39.02%、2023 年为 21.99%, 同期国内市场分别为 13.92%, -1.20%。海外市场攻势已起, 且气势如虹, 我们预计海外市场有望保持双位数高增速, 成为未来增长引擎。

图43: 2010-2021 年间国内酵母业务增长较快



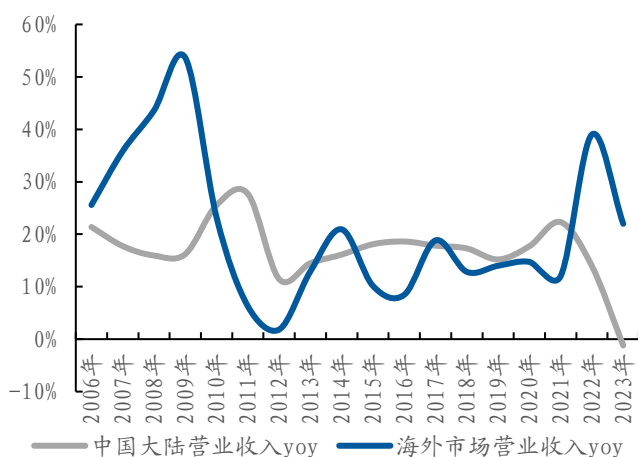
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图44: 2010-2021 年多元化业务如制糖、包装占比增加



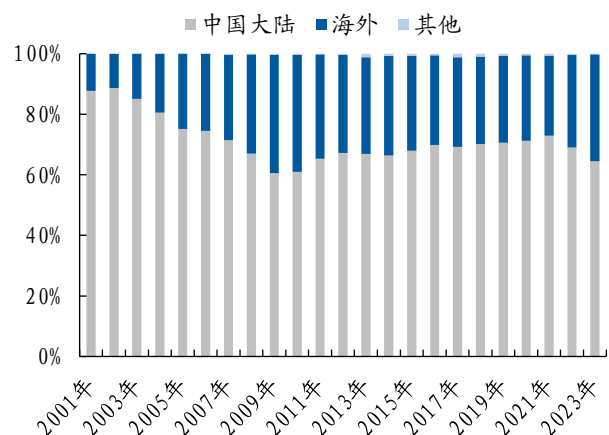
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图45: 海外市场增长再度反超国内



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图46: 2023 年海外收入占比重新提升至 35%



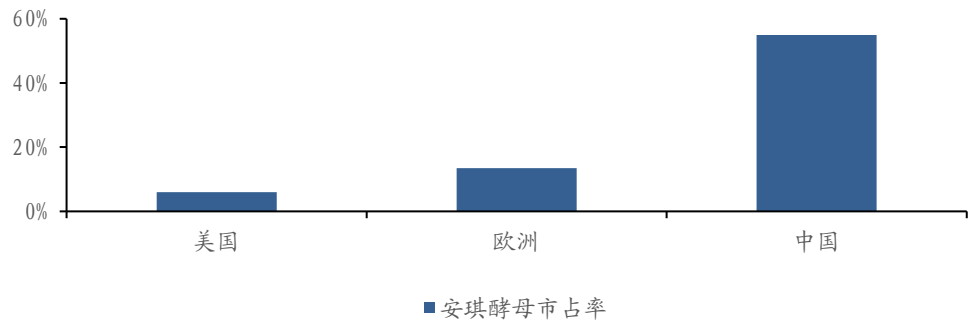
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3.3. 海外市占率空间乐观

安琪酵母市占率国内第一，全球第二，但全球（除中国外）市占率远低于国内市占率。安琪酵母的酵母及深加工产品合计于中国/欧洲/美国市占率分别为 55%/13.5%/6%，对标国内，我们认为海外市场渗透率提升的空间更为充足。

优势产品干酵母+差异化产品 YE 为矛，我们认为公司海外市场有望保持双位数高增速。

图47：安琪酵母海外渗透率空间充足



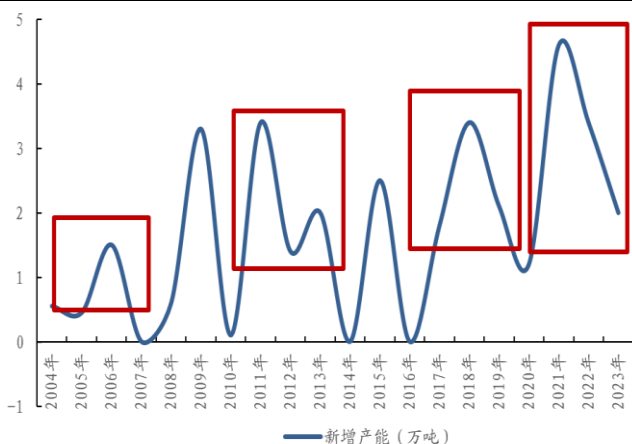
数据来源：览富财经网，东吴证券研究所

4. 财务展望：资本开支触顶回落，糖蜜成本下行

4.1. 周期性资本开支上升影响盈利，2025 资本开支有望触顶回落

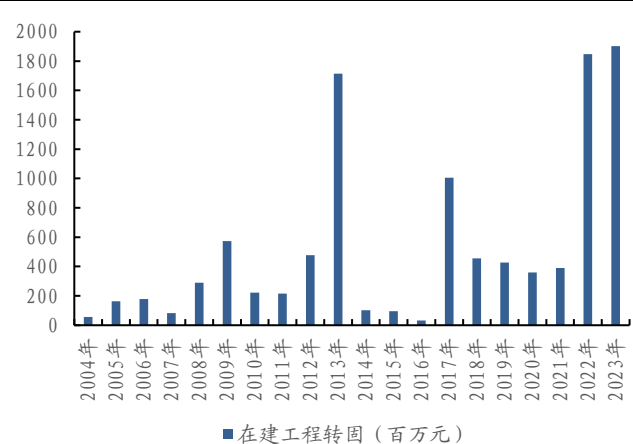
复盘近二十年，公司共经历四次产能密集投放期：（1）2004-2006 年通过收购睢县酵母厂、新建新疆伊犁工厂等方式，新增发酵产能 2.5 万吨；（2）2011-2013 年成立安琪柳州、安琪德宏公司，在宜昌等生产基地进行大规模扩产，辅之以小型酵母企业收购，新增发酵产能 6.8 万吨；（3）2017-2019 年公司扩建柳州生产基地，叠加俄罗斯扩产，期间新增发酵产能共 7.3 万吨；（4）2021-2023 年通过自建产能及收购，再增发酵产能 10 万吨。

图48：2004-2023 年间四次产能密集投放期



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

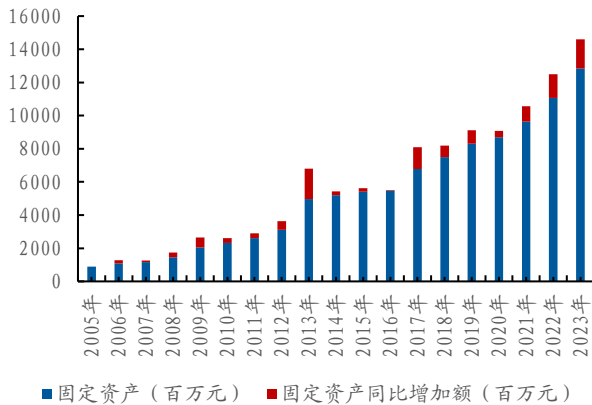
图49：2004-2023 年在建工程转固情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

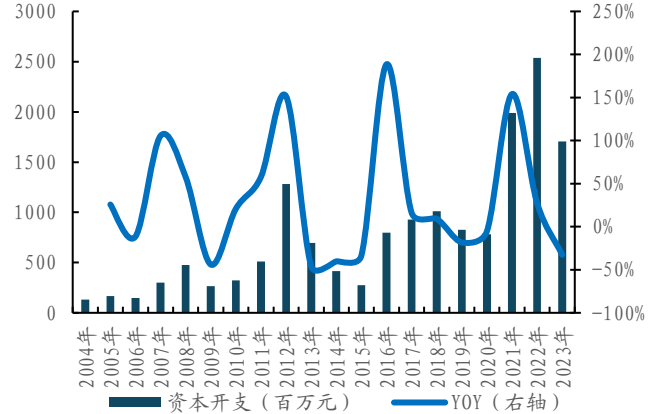
公司产能建设周期约 2-3 年，在建工程转固带来较高的折旧费，致短期资本开支有所增加，但我们认为此乃重资产模式的必经之路；随着产能有序投放、规模效应逐步显现，中长期而言公司盈利能力表现依旧稳健。

图50：2004-2023 年固定资产及新增固定资产



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

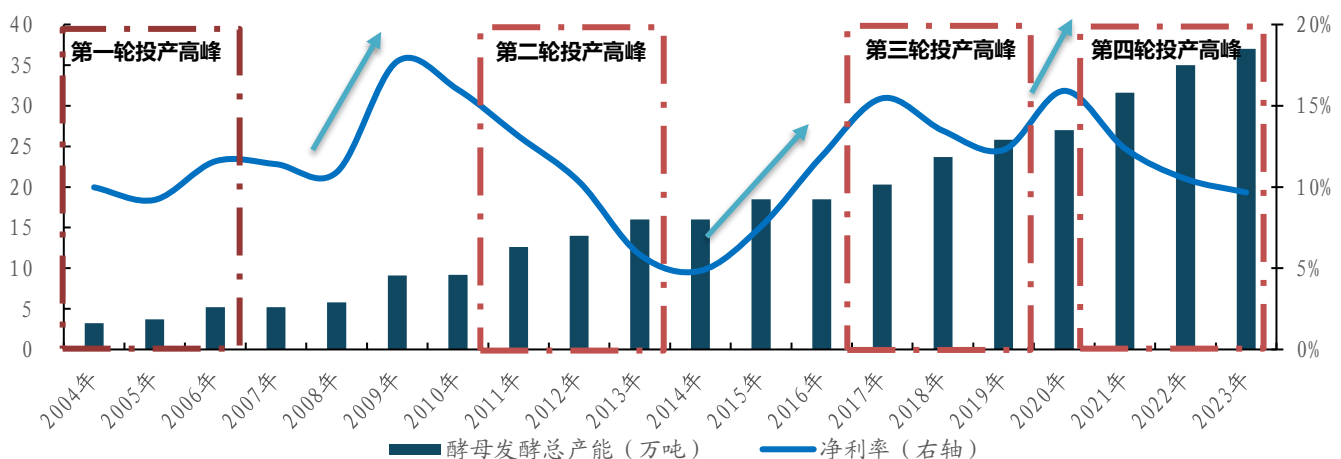
图51：2004-2023 年资本开支



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

复盘公司产能投放节奏及净利率的波动，一般在产能密集投放后的 1-2 年左右，规模效应显现、净利率触底向上，而近年来该周期明显进一步缩短，新增折旧对净利率的影响减弱、利润兑现速度加快（2013 年第二轮产能投放期结束、2015 年公司净利率开始回升；2019 年第三轮产能投放期结束、2020 年净利率回升）。随着德宏、普洱、埃及以及俄罗斯的新增产能于 2024Q4 投产，本轮新增产能密集投放已近尾声，2025 年资本开支有望触顶回落。

图52：公司产能投放期及业绩复盘



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.2. 糖蜜成本回落，毛利率有望受益

糖蜜供给回暖，2025 年糖蜜价格或同比下滑 10%以上，酵母生产企业锁价基本完

成，成本红利有望贯穿全年。种植面积扩大、生长条件较佳，2024-2025 年广西甘蔗种植面积平均增幅达 10-12%，据云南糖网预估，正在进行中的 2024/2025 榨季全国糖产量预计为 1100-1120 万吨，同比增产 125 万吨，增幅达 17%。需求平稳、供给回暖，2025 年糖蜜价格下滑幅度有望超过 10%，酵母生产商的成本端有望深度受益。

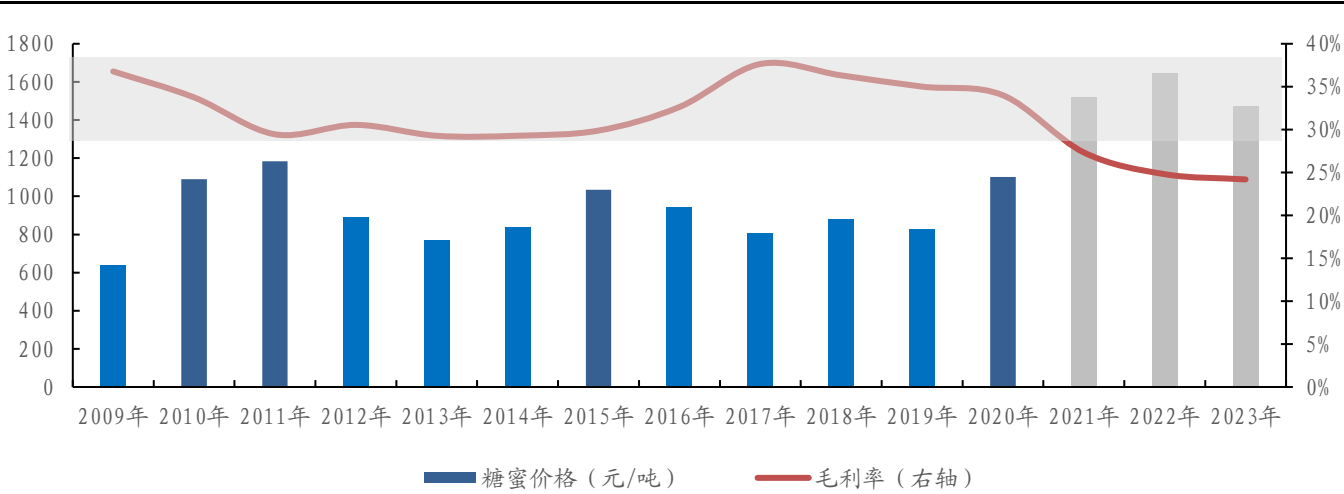
表12：2024/2025 年榨季云南糖蜜有望增产

	2022/2023	2023/2024	2024/2025（9 月预测）	2024/2025（10 月预测）
千公顷 (1000 hectares)				
糖料播种面积	1284	1267	1396	1396
甘蔗	1102	1100	1180	1180
甜菜	182	167	216	216
糖料收获面积	1284	1267	1396	1396
甘蔗	1102	1100	1180	1180
甜菜	182	167	216	216
吨/公顷 (ton per hectares)				
糖料单产	51.6	60.1	58.7	58.7
甘蔗	56.4	66.4	64.1	64.1
甜菜	46.9	53.8	53.2	53.2
万吨 (10000 tons)				
食糖产量	897	996	1100	1100
甘蔗糖	789	882	950	950
甜菜糖	108	114	150	150

数据来源：云南糖网、东吴证券研究所

糖蜜价格与安琪毛利率呈负相关，当前糖蜜价格处下行区间，公司盈利端有望受益。复盘 2009-2023 年糖蜜原料价格与公司毛利率的变动，当糖蜜价格处 1000 元/吨以内，公司毛利率处 29%-38%区间；当糖蜜价格处于 1000-1200 元/吨区间，公司毛利率在 29%-34%区间。

图53：糖蜜价格与公司毛利率复盘



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

据测算，假定水解糖/糖蜜替代比率在 20%（由于 2024 年以来糖蜜价格持续下行、低于水解糖价格，公司或降低水解糖替代比例），若 2025 年糖蜜价格同比继续下滑 10%，公司毛利率有望提升 2.4pct。

图54：安琪酵母毛利率敏感性分析（单位：元/吨）

水解糖价格/糖蜜价格	-10.0%	-7.5%	-5.0%	-2.5%	0.0%	2.5%	5.0%	7.5%	10.0%
	1215.00	1248.75	1282.50	1316.25	1350.00	1383.75	1417.50	1451.25	1485.00
1300	27.5%	26.9%	26.3%	25.7%	25.1%	24.5%	24.0%	23.4%	22.8%
1350	27.3%	26.7%	26.1%	25.5%	24.9%	24.3%	23.7%	23.1%	22.5%
1400	27.1%	26.5%	25.9%	25.3%	24.7%	24.1%	23.5%	22.9%	22.3%
1450	26.9%	26.3%	25.7%	25.1%	24.5%	23.9%	23.3%	22.7%	22.1%
1500	26.6%	26.1%	25.5%	24.9%	24.26%	23.7%	23.1%	22.5%	21.9%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.3. 安琪酵母具备原料优势，有望享受成本红利

安琪酵母于国内酵母市场一家独大，有望凭借其灵活的调价机制、水解糖产能及替换技术、全球化的采购能力平抑糖蜜价格波动，在 2025 年享受成本端红利：

（1）**就近建厂、放大规模效应，公司具备天然的成本优势。**安琪酵母通过直接在原料产地建立工厂、与糖业公司签订长期协议的方式，确保原材料供应的稳定性、降低采购价格与运输费用。

表13: 安琪酵母的原料卡位

原料	时间	省份	子公司	产品	事件
甘蔗	2006 年	广西	安琪酵母（崇左）有限公司	酵母、YE、有机肥	2006 年设立，靠近甘蔗产地，与当地糖厂合作，有效降低了原材料采购及运输成本。该公司主要生产高活性干酵母、高核苷酸酵母提取物、生物有机肥等产品，已发展成为亚洲最大的综合性酵母生产基地
	2011 年	云南	安琪酵母（德宏）有限公司	酵母、肥料、饲料	2011 年由安琪酵母和英茂糖业共同出资组建。该公司主要生产高活性干酵母、食品添加剂、有机肥料、有机水溶肥、生物有机肥、饲料、饲料添加剂等产品
	2020 年	云南	安琪酵母（普洱）有限公司	酵母	2020 年注册成立，地处云南，临近广西，可辐射周边甘蔗产区，与当地糖厂合作。该公司利用制糖产生的副产品糖蜜为原料，生产高附加值的酵母系列产品
甜菜	2003 年	内蒙古	安琪酵母（赤峰）有限公司	制糖、酵母、肥料	2003 年公司并购控股赤峰国光酵母有限公司，甜菜制糖、高活性干酵母、有机无机复混肥等多条生产线
	2004 年	新疆	安琪酵母（伊犁）有限公司	酵母、YE	2004 年建立，伊犁是新疆的甜菜主要产区，该工厂的建立有利于获取当地糖蜜资源，与当地糖厂积极合作，主要从事酵母、酵母衍生物研究和产品制造
	2012 年	内蒙古	赤峰蓝天糖业有限公司	糖蜜	2012 年成立，形成“甜菜种植——甜菜制糖——副产品糖蜜生产酵母——酵母废液生产复合肥”的循环经济产业链，生产销售细砂糖、绵白糖等多种糖产品
	2024 年	新疆	安琪酵母（喀什）有限公司	酵母	2024 年成立，喀什种植出的甜菜含糖量高达 18%

数据来源：招股说明书，公司公告、东吴证券研究所

（2）灵活的调价机制：2023 年安琪酵母于国内酵母市场的市占率已达 55%，能够根据原料（糖蜜）价格、通胀水平及市场情况灵活调价，平抑原料价格波动。复盘安琪酵母近二十年的调价活动，可大致分为成本传导调价、升级主动调价、跟随型调价，每 1-2 年提价一次、幅度一般在 10%以内，2021-2023 年俄乌冲突下大宗商品价格高企、糖蜜价格大幅上涨，致公司近年来提价幅度有所放大。复盘近二十年公司的数轮提价，均得以顺利传导、平抑原料价格波动，毛利率基本稳定在 25%-35%区间。

表14：安琪酵母提价梳理

提价时间	提价原因	提价措施	当年收入同比	当年利润同比	后三年收入 CAGR	后三年利 润 CAGR
2004 年	糖蜜价格上涨	国内主要酵母产品提价 5%-8%	38%	30%	25%	31%
2005 年	糖蜜及能源价格上涨	出口的酵母产品提价 5%	30%	19%	23%	30%
2006 年	糖蜜及能源价格上涨、产能紧张	国内酵母产品提价 5%-8%	24%	57%	25%	44%
2007 年	糖蜜及能源价格上涨、产能紧张	部分酵母产品提价 5%	22%	20%	26%	41%
2008 年	糖蜜价格上涨	3 月全部酵母产品提价 3%-5%；10 月所有酵母产品提价 7-15%	24%	18%	24%	32%
2010 年	糖蜜价格上涨	国内酵母产品提价 5%	25%	12%	14%	-18%
2012 年	主动提价	国内大包装及小包装酵母提价幅度分别为 10%和 5%	8%	-15%	16%	4%
2015 年	主动提价	埃及酵母及 YE 提价 5%	15%	80%	17%	41%
2016 年	跟随提价	YE 提价 5%左右，部分酵母产品提价 5%	15%	81%	16%	18%
2018 年	伊犁工厂环保限产、环保成本增加；糖蜜价格上涨	国内六成的产品提价 3-4%；YE 产品提价 1%-2%	16%	1%	17%	14%
2019 年	主动提价，海外 YE 定价低于竞品	俄罗斯酵母提价 4%	14%	4%	19%	13%
2020 年	C 端需求走强、优化产品结构	小包装酵母产品提价 15%+	17%	51%	15%	-3%
2021 年	大宗商品价格高企，糖蜜价格大幅上涨	海内外市场多轮密集提价，整体提价幅度约 15%-20%	20%	-7%	-	-
2022 年	大宗商品价格高企，糖蜜价格大幅上涨	酵母及深加工产品提价 18%	20%	2%	-	-
2024 年	糖蜜成本下降，竞争加剧，跟随降价	国内酵母降价 5%	-	-	-	-

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

（3）公司现有水解糖产能 45 万吨，通过水解糖替换，改善成本结构。水解糖是利用碎米、玉米、小麦等粮食原料通过水解工艺制成的糖，相对糖蜜存在相对优势：①原料稳定性：糖蜜为制糖工业的副产品，产量受经济作物种植的周期性及季节性影响，而水解糖的原料以谷物为主、来源广泛且供应稳定、易于储存，能够与糖蜜替代供应（替代比率约 20-30%）、保障原料供给的稳定性及经济性；②环保优势：水解糖生产过程中产生的废水较少、污染程度低、缩减环保相关成本。

表15: 截至 2024 年, 安琪酵母现有水解糖产能 45 万吨

公司	位置	水解糖产能
宜昌公司	猇亭	年产 15 万吨 30%浓度水解糖
	宜昌高新区(白洋工业园)	年产 30 万吨水解糖的生产能力, 预计 2025 年 6 月投产
柳州公司	柳州	年产 15 万吨水解糖深加工项目
崇左公司	崇左	年产 15 万吨水解糖产线

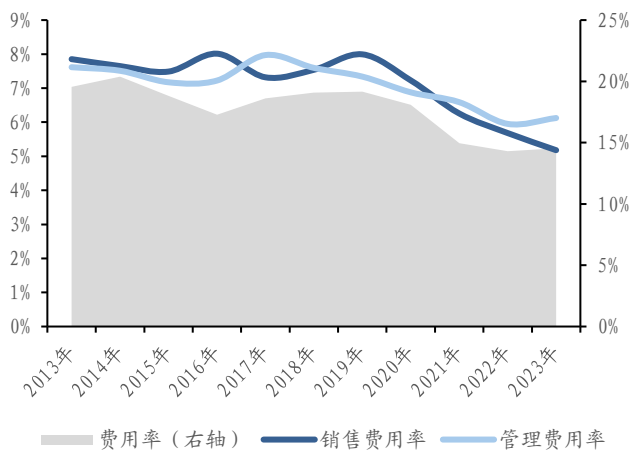
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

(4) 海外工厂采购低价原料, 平抑价格波动。安琪酵母加速海外产能布局, 俄罗斯、埃及工厂采购当地低价糖蜜, 进一步优化成本结构: 2024 年俄罗斯糖蜜价处 100-300 元/吨区间, 埃及在 700-1000 元/吨区间, 较国内有显著的价格优势。展望 2025 年, 俄罗斯 100-200 元/吨的低价糖蜜目前已锁定完成, 埃及 600-700 元/吨的价格亦有望落地。

4.4. 费用持续优化, 盈利有望进入上行区间

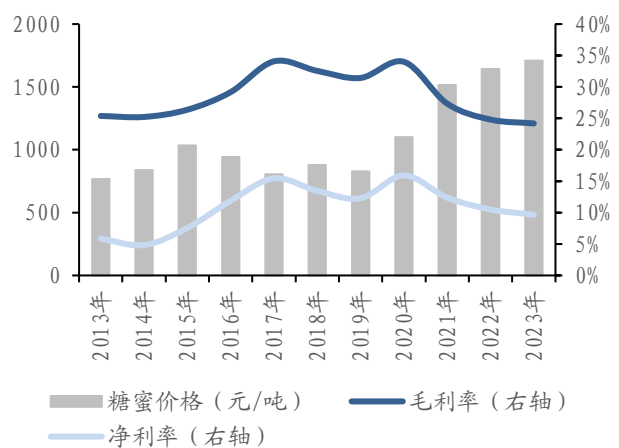
公司持续推进降本增效措施, 多项智能化、绿色化改造落地, 费用率由 2005 年的 20%降至 2023 年的 15%。叠加成本结构优化, 我们认为公司盈利端有望步入上行区间。

图55: 公司费用持续优化



数据来源: 公司公告(注: 2018、2020 年管理费用率、销售费用率表观大幅下滑系会计准则调整所致, 已对数据口径做还原统一: 2018 年后的研发费用率并入管理费用率, 2020 年前的销售活动运输费用划归回主营业务成本)、东吴证券研究所

图56: 受原料价格如糖蜜的影响, 公司利润略有波动



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

5. 盈利预测及风险提示

5.1. 盈利预测

收入预测: YE 符合健康化的消费趋势,下游应用场景不断拓宽+海外产能爬坡、市场开拓顺利,有望成为公司收入增长引擎,预计 2024-2026 年公司营收同比增速分别为 12.40%/13.27%/11.40%,其中酵母及深加工产品营收同比增速分别为 12.32%/15.00%/12.00%,包装业务营收同比增速分别为-4.53%/-4.53%/-4.53%,由于公司对贸易糖业务进行剥离,制糖营收同比增速分别为-20.00%/-50.00%/-40.00%,其他业务营收同比增速分别为 45.00%/40.00%/20.00%。

业绩预测: 由于原料糖蜜价格进入新一轮下行周期+成本结构改善(水解糖替换、海外低价原料采购),公司成本端红利有望逐步释放,叠加公司业务结构不断优化,聚焦高毛利主业,我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 23.89%/24.82%/25.00%。2024-2026 年归母净利润为 13.66/16.31/18.57 亿元,同比增速分别为 7.51%/19.41%/13.87%,三年 CAGR 为 13.49%。

表16: 公司营收测算汇总(百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	12843.30	13581.12	15,265.77	17,292.23	19,263.73
YOY	20.31%	5.74%	12.40%	13.27%	11.40%
毛利率	24.80%	24.19%	23.89%	24.82%	25.00%
酵母及深加工产品					
收入	9020.16	9505.35	10,676.41	12,277.88	13,751.22
YOY	12.98%	5.38%	12.32%	15.00%	12.00%
包装					
收入	477.87	421.09	402.04	383.84	366.48
YOY	13.92%	-11.88%	-4.53%	-4.53%	-4.53%
制糖					
收入	1766.42	1710.74	1,368.59	684.30	410.58
YOY	68.09%	-3.15%	-20.00%	-50.00%	-40.00%
其他					
收入	1,578.84	1,943.94	2,818.73	3,946.22	4,735.46
YOY	29.33%	23.12%	45.00%	40.00%	20.00%

数据来源:公司公告, Wind、东吴证券研究所

5.2. 估值与投资建议

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 152.66/172.92/192.64 亿元,同比增速分别为 12.40%/13.27%/11.40%,2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.66/16.31/18.57 亿元,同比增速为 7.51%/19.41%/13.87%,三年 CAGR 为 13.49%。

对应当前 PE 为 22.27x、18.65x、16.38x,公司处于调味发酵品赛道,可比公司包括海天味业、宝立食品、中炬高新、千禾味业等,对比可比公司当下估值具备性价比,首次覆盖,给予“买入”评级。

表17：可比公司估值对比（估值日 2025/3/6）

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS（元）				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	41.13	2,287.08	1.01	1.12	1.25	1.38	40.72	36.60	33.02	29.80
603170.SH	宝立食品	13.21	52.84	0.75	0.58	0.68	0.79	17.61	22.84	19.33	16.70
600872.SH	中炬高新	20.46	160.25	2.20	0.99	1.18	1.44	9.30	20.64	17.41	14.25
603027.SH	千禾味业	11.51	118.29	0.54	0.50	0.57	0.65	21.51	23.08	20.20	17.83
	平均							22.28	25.79	22.49	19.65
600298.SH	安琪酵母	35.01	304.11	1.46	1.57	1.88	2.14	23.98	22.27	18.65	16.38

数据来源： Wind、东吴证券研究所；其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

6. 风险提示

市场竞争的风险: 企业面对海内外的竞争, 如若不能尽快提升自身研发、扩大产能, 提升品牌知名度, 保持及加强竞争优势, 或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨: 若糖蜜等原材料价格大幅上涨, 公司净利润将受到较大影响。

产品销售不达预期的风险: 如若公司单品推广不达预期, 或对公司收入及利润产生影响。

安琪酵母三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,209	8,493	9,268	10,872	营业总收入	13,581	15,266	17,292	19,264
货币资金及交易性金融资产	1,193	1,293	1,079	1,669	营业成本(含金融类)	10,296	11,618	13,001	14,447
经营性应收款项	2,187	2,373	2,661	2,951	税金及附加	107	118	132	149
存货	3,818	3,726	4,282	4,844	销售费用	703	794	899	963
合同资产	0	0	0	0	管理费用	459	504	571	636
其他流动资产	1,011	1,100	1,245	1,409	研发费用	603	672	761	848
非流动资产	11,061	12,334	13,799	15,102	财务费用	16	158	183	222
长期股权投资	22	23	30	32	加:其他收益	136	277	268	280
固定资产及使用权资产	8,639	9,946	11,284	12,550	投资净收益	(2)	5	4	3
在建工程	758	629	615	607	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	663	747	807	860	减值损失	(75)	(76)	(77)	(76)
商誉	36	36	36	36	资产处置收益	52	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	3	营业利润	1,509	1,607	1,940	2,205
其他非流动资产	939	949	1,024	1,014	营业外净收支	18	16	16	17
资产总计	19,270	20,828	23,067	25,974	利润总额	1,526	1,624	1,955	2,222
流动负债	6,237	6,887	7,734	8,615	减:所得税	215	229	284	317
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,404	3,597	4,082	4,570	净利润	1,312	1,394	1,671	1,905
经营性应付款项	1,893	2,221	2,488	2,728	减:少数股东损益	42	29	41	49
合同负债	218	215	234	280	归属母公司净利润	1,270	1,366	1,631	1,857
其他流动负债	723	855	929	1,037	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.46	1.57	1.88	2.14
非流动负债	2,437	2,779	3,052	3,800	EBIT	1,485	1,782	2,139	2,444
长期借款	2,020	2,279	2,549	3,295	EBITDA	2,243	2,543	2,998	3,403
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.19	23.89	24.82	25.00
租赁负债	11	14	17	19	归母净利率(%)	9.35	8.94	9.43	9.64
其他非流动负债	406	486	486	486	收入增长率(%)	5.74	12.40	13.27	11.40
负债合计	8,674	9,667	10,785	12,415	归母净利润增长率(%)	(3.86)	7.51	19.41	13.87
归属母公司股东权益	10,074	10,610	11,690	12,919					
少数股东权益	522	551	592	640					
所有者权益合计	10,596	11,161	12,281	13,560					
负债和股东权益	19,270	20,828	23,067	25,974					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,321	2,659	2,094	2,469	每股净资产(元)	11.60	12.21	13.46	14.87
投资活动现金流	(1,725)	(2,093)	(2,307)	(2,244)	最新发行在外股份(百万股)	869	869	869	869
筹资活动现金流	287	(491)	(1)	365	ROIC(%)	8.53	9.25	10.16	10.38
现金净增加额	(98)	101	(214)	589	ROE-摊薄(%)	12.61	12.87	13.95	14.37
折旧和摊销	758	761	859	958	资产负债率(%)	45.01	46.41	46.76	47.80
资本开支	(1,706)	(2,001)	(2,221)	(2,249)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.94	22.27	18.65	16.38
营运资本变动	(791)	280	(703)	(696)	P/B (现价)	3.02	2.87	2.60	2.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>