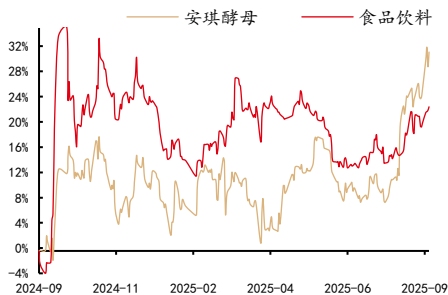


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	41.81
总股本/流通股本(亿股)	8.68 / 8.57
总市值/流通市值(亿元)	363 / 358
52周内最高/最低价	42.06 / 31.80
资产负债率(%)	47.8%
市盈率	26.97
第一大股东	湖北安琪生物集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

安琪酵母(600298)

国内外双轮驱动，格局改善与成长动能兼具

● 投资要点

近年来，酵母行业经历了产能快速扩张期，后随着成本压力持续和市场需求变化，行业进入整合期。中小酵母厂因技术、资金和规模劣势逐步退出市场，行业竞争对手扩张动能减弱，转而以兼并整合为主，如乐斯福收购帝斯曼调味业务等。行业集中度进一步提升，头部企业竞争格局趋于稳定。2023 年行业内曾采取降价策略，公司于 24Q2 跟随降价促销，随后不再采取激进价格策略，行业竞争从价格战转向质量、服务和技术竞争，竞争环境明显改善。安琪凭借其规模优势和技术积累，在投标报价中保持合理利润水平，避免恶性竞争。公司在技术研发、产能规模、全球渠道等方面建立起深厚护城河。目前全球酵母总产能超 210 万吨，乐斯福、安琪、英联马利分列行业前三位，CR3 超 60%，而安琪是其中极少能够规模化生产酵母蛋白的企业。公司目前产能超 45 万吨，在国内市场占比 55%，全球的市场占比超 20%，另海外规划有印尼 2 万吨工厂预计 2027 年投产。公司产品品质得到国际认可，且具备成本优势，在全球市场竞争中地位稳固。

安琪酵母作为全球酵母行业的龙头企业，正处在行业竞争格局优化、全球需求结构性增长与成本压力缓解的多重利好阶段。酵母行业经历产能消化期后，中小厂商持续退出，头部企业竞争趋于理性。安琪海外业务保持快速增长，国内业务触底企稳，形成双轮驱动。成本端糖蜜价格进入下行通道，公司水解糖替代技术成熟，盈利能力有望持续修复。同时，公司基于酵母技术核心，成功培育 YE/YF、酵母蛋白、食品原料等多个增长极，长期成长路径清晰。预计公司未来几年将保持收入双位数增长，利润弹性显著，具备长期投资价值。

➤ 海外市场：战略重点，增长强劲

海外业务是公司当前主要增长引擎，2022 年以来保持较快双位数增速，公司战略目标明确，通过全产品线销售、渠道下沉和技术服务，在非洲、东南亚等新兴市场（如尼日利亚）份额持续提升。未来将持续提升海外收入比重。埃及工厂目前满产运行，覆盖中东市场，在当地拥有较高市场份额。俄罗斯工厂经营状况优异，原料成本极低、利润丰厚，主要供应本地市场并部分出口欧洲和东南亚。新兴市场如非洲、中东等地区在消费升级推动下增长潜力巨大，以尼日利亚为例，公司进入当地市场后份额从零快速提升至较好水平，对原先当地供应商形成替代效应。市场以鲜酵母为主，由于运输限制未来计划通过干酵母抢占市场份额，欧洲市场烘焙需求较稳，通过 YE 切入，定价策略稳健，贸易摩擦风险低。

公司改进海外发展策略，通过设立海外销售子公司实现本地化运营，协助海外经销商渠道下沉至用户层面，通过精细化运营推动海外市场订单快速落地。

➤ 国内市场：触底企稳，复苏可期

国内市场与经济关联度较高，经历调整期后已触底并呈现弱复苏态势。Q2 以来市场需求逐渐筑底改善，公司持续深化渠道改革，优化经销商体系，渠道覆盖和渗透能力得到增强。烘焙与面食作为独立板块运营，保持稳健增长。动物营养（福邦）板块受养殖行业周期影响短期承压，但已进行调整，未来有望改善。

随着国内经济复苏和消费回暖，消费者对天然、健康、功能性食品配料的需求持续增长，叠加尾部中小产能出清，头部企业竞争趋缓，价格环境更趋理性，公司国内业务有望迎来反弹。

➤ 成本角度：红利有望延续，水解糖替代比例提升

糖蜜作为酵母生产主要原料，其价格变化对公司成本影响显著。24/25 榨季国内甘蔗持续增产、糖蜜供应量增加，叠加下游应用场景减少糖蜜价格进一步下探，25 年平均采购成本较去年同期有较大幅度下滑，成本弹性显著。未来糖蜜价格仍有下行空间，预计未来 1-2 年国内糖蜜价格继续下降。若糖蜜价格进一步下降，预计公司利润率将显著提升。

同时公司积极布局水解糖替代技术，有效平滑成本波动。当前水解糖替代比例约在一到三成，公司产能储备充足，后续仍计划有较多预备水解糖产能建设项目，未来替代比例可进一步提升。水解糖不仅可用于酵母生产，还可用于酵母衍生品（如提取物），应用范围更广。

➤ 折旧摊销：产能布局高峰已过，折旧压力最大时期过去

安琪酵母已度过产能扩张高峰期，当前核心产能充足，折旧压力边际减弱。未来增长驱动转向海外市场渗透与高附加值产品，利润端有望受益于成本优化及折旧占比下降，进入稳步提升阶段。

从产能扩张周期视角看，公司固定资产**新增折旧摊销高峰已过，利润弹性进入释放拐点**。前期海外及国内产能集中投产时期过去，且投产工厂产能利用率逐渐爬坡，海外埃及、俄罗斯工厂运行效率接近满产，国内此前新增较多产能以满足海外市场发展，YE 抽提物产能充足，短期内无大规模扩产计划，新增折旧边际影响递减，而产能释放驱动的收入增长保持稳健，新增折旧/收入比自 2024 年起进入下行通道。

➤ 产品壁垒：有效搭建产品梯队与创新业务布局

公司基于酵母技术核心，不断延伸产品边界，打造多元增长曲线：

YE (酵母抽提物): 作为天然食品调味料, 由酵母通过自溶(或酶解)后, 分离、浓缩干燥制得产物, 具有增鲜增厚、降盐淡盐、平衡异味功能, 可用于酱油、肉制品、休闲食品、调味酱料、方便面调味包等调味领域。国内需求平稳, 海外份额持续提升。公司 YE 业务产能及销售市占率在全球酵母抽提物行业中位列第一梯队, 应用场景逐步从调味品到全食品领域的渗透, 带来该业务板块持续快速发展。

YEF (酵母浸出物): 作为微生物发酵的高端培养基原料, 提供氨基酸、维生素、生长因子等技术壁垒高, 售价高, 可用于抗生素、氨基酸、有机酸、酶制剂等工业发酵培养基。当前海外份额较低, 正通过技术攻关和客用验证处于发展较早阶段, 将其培育为重要新增长点。

酵母蛋白: 是公司战略级大单品, 作为食品蛋白营养强化原料, 通过培养酵母菌, 经脱核酸、酶解、纯化等工艺制成, 可提供优质蛋白质营养、为慢消化提供饱腹感。宜昌所布局的酵母蛋白产线将于下半年投产, 下游消费品应用场景有蛋白棒、蛋白粉、肉制品、老年营养食品、体重管理代餐等, 长期市场空间巨大。公司是全球极少拥有规模化生产能力的酵母企业。

同时, 公司积极布局合成生物学领域及食品原料业务, 通过“核心酵母+酶制剂”复配, 复配后产品成本较低, 因此盈利能力高于酵母业务。国内市场规模尚小, 公司重点开拓海外广阔市场, 已在欧洲布局研发合作。

综合来看, 安琪酵母的国内业务正步入企稳复苏通道, 前期压制因素逐渐消退, 而增长新动能正在积蓄。需求温和复苏叠加竞争格局优化, 为国内主业提供稳定基础。YE、YF 等业务提供额外增量, 酵母蛋白等新兴业务有望打开成长天花板。

● 盈利预测与投资评级

基于行业格局优化、需求复苏、成本下行的核心逻辑, 我们看好安琪酵母未来几年的业绩表现。公司产品梯队完整, 创新能力强, 全球布局均衡, 长期成长路径清晰。维持 2025 年-2027 年营业收入预测 170.49/188.82/206.68 亿元, 同比+12.19%/10.75%/+9.46%, 维持 2025 年-2027 年归母净利润预测 16.51/19.17/22.01 亿元, 同比+24.62%/+16.14%/+14.80%, 对应三年 EPS 分别为 1.90/2.21/2.54 元, 对应当前股价 PE 分别为 22/19/16 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示:

食品安全风险; 市场竞争加剧风险; 原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15197	17049	18882	20668
增长率(%)	11.86	12.19	10.75	9.46
EBITDA(百万元)	2481.76	3654.65	4233.42	4698.73
归属母公司净利润(百万元)	1324.57	1650.70	1917.13	2200.84
增长率(%)	4.07	24.62	16.14	14.80
EPS(元/股)	1.53	1.90	2.21	2.54
市盈率(P/E)	26.83	21.53	18.53	16.15
市净率(P/B)	3.28	2.96	2.66	2.39
EV/EBITDA	15.10	11.12	9.39	8.09

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	15197	17049	18882	20668	营业收入	11.9%	12.2%	10.7%	9.5%
营业成本	11622	12616	13953	15253	营业利润	3.5%	24.2%	18.7%	14.9%
税金及附加	117	121	132	145	归属于母公司净利润	4.1%	24.6%	16.1%	14.8%
销售费用	828	972	1067	1137	获利能力				
管理费用	492	597	651	703	毛利率	23.5%	26.0%	26.1%	26.2%
研发费用	632	648	699	744	净利率	8.9%	9.8%	10.5%	11.0%
财务费用	63	236	203	158	ROE	12.2%	13.8%	14.4%	14.8%
资产减值损失	-62	-66	-57	-62	ROIC	8.9%	10.8%	12.4%	13.5%
营业利润	1565	1943	2307	2651	偿债能力				
营业外收入	34	26	26	26	资产负债率	47.8%	45.2%	42.0%	37.9%
营业外支出	10	8	8	8	流动比率	1.22	1.29	1.41	1.64
利润总额	1589	1962	2325	2669	营运能力				
所得税	236	294	349	400	应收账款周转率	7.59	7.52	7.52	7.52
净利润	1353	1667	1976	2269	存货周转率	2.71	2.86	2.86	2.86
归母净利润	1325	1651	1917	2201	总资产周转率	0.70	0.75	0.79	0.83
每股收益(元)	1.53	1.90	2.21	2.54	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.53	1.90	2.21	2.54
货币资金	1378	2188	2590	3445	每股净资产	12.47	13.81	15.37	17.09
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2111	2309	2557	2799	PE	26.83	21.53	18.53	16.15
预付款项	405	431	478	523	PB	3.28	2.96	2.66	2.39
存货	4282	4418	4886	5341	现金流量表				
流动资产合计	9514	10434	11716	13426	净利润	1353	1501	1776	2068
固定资产	9835	9664	10010	9543	折旧和摊销	830	1457	1705	1871
在建工程	823	1162	750	500	营运资本变动	-711	422	-382	-375
无形资产	672	602	565	511	其他	140	369	422	377
非流动资产合计	12219	12405	12298	11525	经营活动现金流净额	1611	3749	3520	3941
资产总计	21733	22840	24014	24952	资本开支	-1579	-1600	-1600	-1100
短期借款	3598	3391	3090	2500	其他	-187	-10	-16	-16
应付票据及应付账款	2344	2462	2723	2976	投资活动现金流净额	-1765	-1610	-1616	-1116
其他流动负债	1837	2253	2489	2717	股权融资	-190	0	0	0
流动负债合计	7780	8105		8193	债务融资	729	-605	-732	-1109
其他	2614	2216	1785	1267	其他	-327	-725	-770	-863
非流动负债合计	2614	2216	1785	1267	筹资活动现金流净额	211	-1330	-1502	-1971
负债合计	10394	10321	10087	9459	现金及现金等价物净增加额	113	810	402	854
股本	869	869	869	869					
资本公积金	2265	2265	2265	2265					
未分配利润	7695	8857	10207	11704					
少数股东权益	511	528	587	655					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	11339	12518	13928	15492					
负债和所有者权益总计	21733	22840	24014	24952					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

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

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048