



安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

产能深化全球布局,利润开启上行周期

公司简介

公司前身是 1984 年在宜昌成立的食用酵母基地,2000 年在上交所上市。目前在全球共建有 16 家酵母工厂,2024 发酵总产能超 45 万吨,酵母产品在国内市占率近 55%,产销量亚洲第一。全球市占率超 20%,产品远销 170 多个国家和地区,目前全球市占率第二。

投资逻辑

收入端:产能锚定全球第一,中期维度产能超 60 万吨,产值约 240 亿元。1) 海外产能结构优化,持续提升市占率。十四五期间受宏观需求疲软、行业竞争等影响,国内收入增速放缓,海外市场成为新的增长引擎,21-24 年国内/国外收入 CAGR 分别为 6.3%/26.5%。公司近年来加快海外产能布局,围绕潜力市场如非洲、东南亚基于供应链配套和服务优势持续提升份额。目前海外收入占比 40%,预计未来 5 年 CAGR 为 20%,中长期海外占比预计超 50%。2) 拓展业务领域,大力发展 YE、酵母蛋白等高附加值衍生品。随着低盐化、健康化趋势演绎,酵母抽提物逐步成长为 15 万吨体量大单品,参照发达国家基于替代味精角度仍有 2~3 倍成长空间。酵母蛋白有望弥补国内蛋白缺口,目前仍处于开发阶段,未来有望复刻 YE 成长路径,市场空间广阔。

利润端:成本高位回落、资本开支已过小高峰,27 年净利率有望修复至 10%+:1) 公司核心原材料糖蜜约占比总成本 25-30%,受供需错配影响价格持续 3 年高涨,对毛利造成显著冲击。公司自 22 年开始自建水解糖产能,目前可替代 30%糖蜜原材料。同时伴随着上游扩产、粮食作物价格下行,25Q1-Q3 毛利率顺利实现 2.3pct 修复,我们预计 25/26 年新榨季成本有望进一步下降至 1000 元/吨,对应毛利率有望改善 1pct。2) 十四五期间伴随着国内扩产及项目搬迁,23/24 年折旧费用 7.1/8.1 亿元,占主业成本比重约 10%。参照近年来产能设计较为宽裕(24 年产能/销量分别为 45/41 万吨),我们认为十五五初期产能建设速度有望放缓,且产能投放结构持续优化,海外自产自销模式下利润率有望改善。

盈利预测、估值和评级

预计公司 25-27 年归母净利润分别为 15.8/19.4/22.3 亿元,同比 +19%/23%/+15%,对应 EPS 分别为 1.82/2.24/2.57 元/股,对应 PE 分别为 22/18/16x,给予公司 26 年行业平均 PE 22x,目标价 49.25 元/股,维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、成本下降不及预期风险、海外贸易政策风险、市场竞争加剧等风险

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师:陈宇君(执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):40.51 元

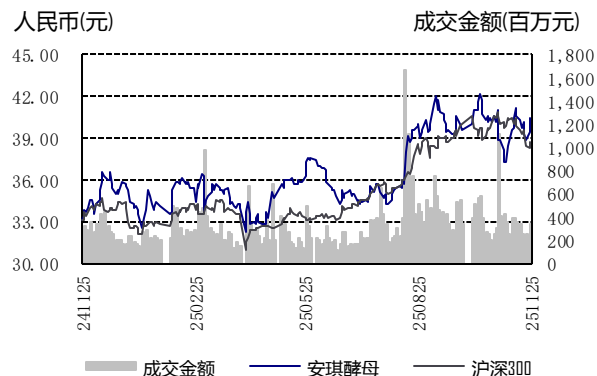
目标价(人民币):49.25 元

相关报告:

1.《安琪酵母公司点评:Q3 毛利率改善亮眼,业绩符合预期》,2025.10.29

2.《安琪酵母公司点评:需求改善+成本下行,Q2 扣非超预期》,2025.8.15

3.《安琪酵母公司点评:成本边际下行,利润逐步修复》,2025.4.27



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,753	18,644	20,633
营业收入增长率	5.74%	11.90%	10.24%	11.29%	10.67%
归母净利润(百万元)	1,270	1,325	1,577	1,943	2,226
归母净利润增长率	-3.86%	4.28%	19.05%	23.24%	14.56%
摊薄每股收益(元)	1.462	1.525	1.817	2.239	2.565
每股经营性现金流净额	1.52	1.90	1.83	3.44	3.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.61%	12.23%	13.30%	14.75%	15.17%
P/E	24.06	23.64	22.30	18.09	15.80
P/B	3.03	2.89	2.97	2.67	2.40

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、收入端：海外市占率提升+衍生品扩容两大驱动因素.....	4
1.1 酵母主业根基稳固，规模驱动全球领先.....	4
1.2 全球市场西稳东进，海外市占率持续提升.....	7
1.3 衍生品协同发展，第二曲线逐步清晰.....	10
二、利润端：两大周期叠加，业绩弹性有望持续释放.....	11
2.1 毛利率影响因子 1:糖蜜（占比 25-30%）.....	11
2.2 毛利率影响因子 2:折旧（占比 15-20%）.....	13
2.3 毛利率影响因子 3:运费（占比 5-10%）.....	14
2.4 其他短期因素：汇率、税率、政府补助等.....	15
2.5 历史因子复盘及未来展望.....	16
三、盈利预测与投资建议.....	16
3.1 收入预测.....	16
3.2 毛利率及费用预测.....	18
3.3 可比公司估值表.....	19
四、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：十四五期间基本保持收入双位数增长.....	4
图表 2：酵母产销量 20-24 年加速扩张.....	4
图表 3：公司在酵母产能国内稳居第一（2023）.....	4
图表 4：全球酵母市场 20-24 年不断扩张.....	4
图表 5：公司扩产项目投资额大，行业壁垒高.....	5
图表 6：公司近年来利润波动较大.....	5
图表 7：公司以酵母为核心，逐渐聚焦主业，2019-2024 年酵母类/合计营收 CAGR=13.1%/14.6%.....	5
图表 8：2022 年后公司扩产速度较快，产能大于销量.....	6
图表 9：公司四大产业多元发展.....	7
图表 10：公司海外工厂具备成本、运输和市场洞察优势.....	7
图表 11：国内人口总量自 2021 年起下降.....	8
图表 12：近五年我国居民人均粮食消费量呈现下降趋势.....	8
图表 13：中东和北非地区人口持续增加.....	8
图表 14：东南亚人口逐年增加.....	8
图表 15：海外收入占比不断增加.....	9
图表 16：国外工厂销售收入占比海外收入约 30%.....	9



图表 17: 国外工厂产能爬坡较长 (单位: 亿元)	9
图表 18: 海外子公司净利率显著高于公司整体	9
图表 19: 公司海外工厂具备成本、运输和市场洞察优势	10
图表 20: 全球 YE 销量主要集中在欧洲、北美	11
图表 21: 中国味精市场规模居世界第一	11
图表 22: 我国大豆进口国家主要为巴西、美国	11
图表 23: 我国大豆蛋白市场规模全球第二	11
图表 24: 糖蜜主要原材料为甘蔗和甜菜	12
图表 25: 2025/2026 年榨季预计糖蜜供给量增加 5%	12
图表 26: 22-23 糖蜜均价持续下降, 毛利率有望恢复	12
图表 27: 酵母主业成本拆分中原材料占比成本较高	12
图表 28: 碎米进口数量较 22 年大幅下降	13
图表 29: 糖蜜价格与玉米、豆粕等价格同向变动	13
图表 30: 制造费用占比成本比重稳定在 15-20%	14
图表 31: 折旧费用集中在 2023-2024 年提升	14
图表 32: 公司运输费率占比成本约为 5%	14
图表 33: 2021 年/2024Q3 海运费涨幅高达 200%/100%+	14
图表 34: 非经常性损益占归母净利润比重较大	15
图表 35: 归母净利润 yoy 相较扣非净利润 yoy 平滑	15
图表 36: 子公司享受稳定的优惠税率	15
图表 37: 政府补助帮助熨平外部压力冲击	15
图表 38: 公司净利率受到糖蜜、折旧等多因素扰动	16
图表 39: 25-27E 分业务收入预测	17
图表 40: 公司毛利率敏感性测算	18
图表 41: 25-27E 三项费率预测	18
图表 42: 公司历史股价及 PE 复盘	19
图表 43: 25-27E 可比公司估值表	19

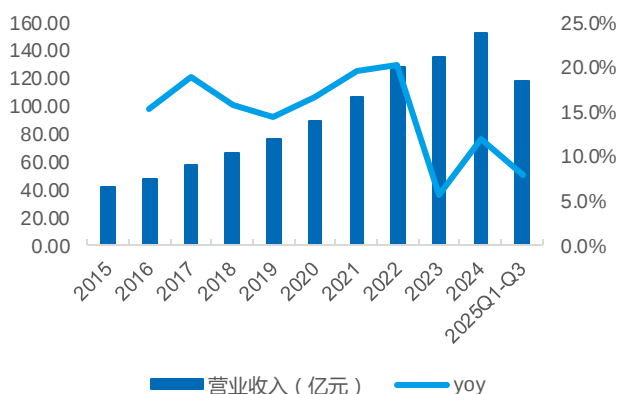


一、收入端：海外市占率提升+衍生品扩容两大驱动因素

1.1 酵母主业根基稳固，规模驱动全球领先

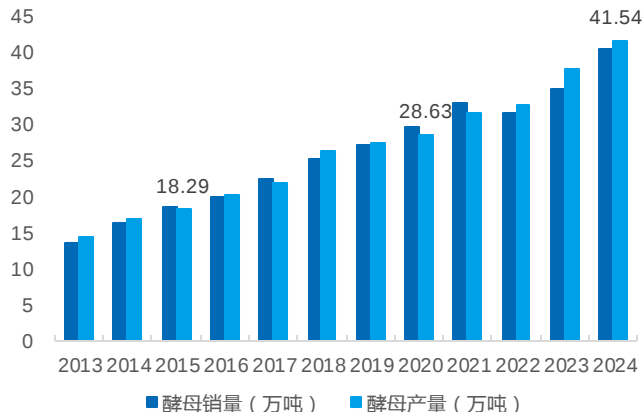
公司前身是 1984 年在宜昌成立的食用酵母基地，2000 年在上交所上市。历经四十余年发展，公司在国内各地及两个海外国家共建有 16 家酵母工厂，2024 发酵类产品总产能超 45 万吨，酵母产品在国内市占率近 55%，产销量亚洲第一。公司作为酵母行业龙头，目前市占率国内第一，全球第二。

图表1：十四五期间基本保持收入双位数增长



来源：公司公告，国金证券研究所

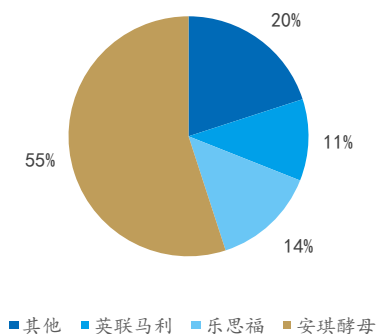
图表2：酵母产销量 20-24 年加速扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

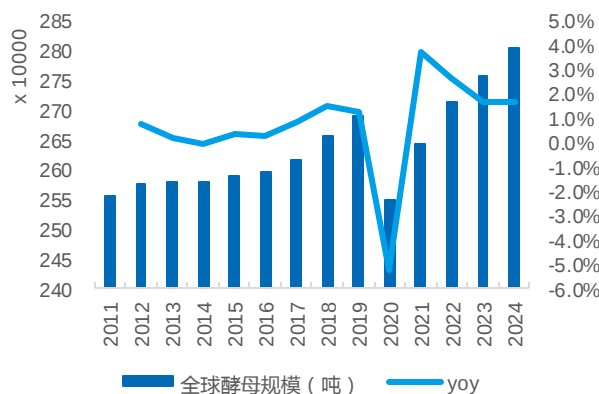
目前全球酵母总产能超 210 万吨，乐思福、安琪、英联马利分列行业前三位，CR3 超 70%。全球来看，酵母行业产能主要集中在欧美，超过总产能一半；近年来，中国成为全球产能增长最快的区域，公司市占率仅次于乐思福，24 年市占率超 20%。其中酵母抽提物（YE）产能接近 15 万吨，居全球第一。

图表3：公司在酵母产能国内稳居第一（2023）



来源：观研天下，国金证券研究所

图表4：全球酵母市场 20-24 年不断扩张



来源：欧睿，国金证券研究所（注：欧睿口径包含衍生品大类，故销量口径偏高）

酵母行业具备较强的进入壁垒，重资产投入+利润波动大，阻碍中小竞争对手扩张。酵母行业在产能建设、研发储备等方面需要投入大量资金，且投资回报期较长，以印尼项目为例，建设 2 万吨产能需要投入 8.8 亿元，且面临当地土地、环保等协商审核问题，产能建设周期较长。另外行业利润受成本、折旧等影响波动较为剧烈，以公司为例，2020-2024 年净利率从 15.35% 下降至 8.72%，部分年份甚至净利润下滑。

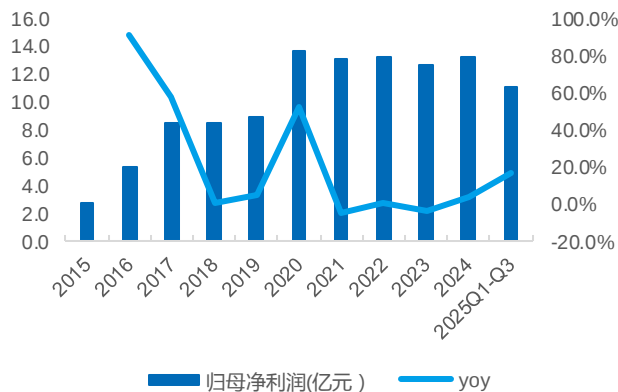


公司通过自主扩产以及收并购，在国内持续提升市占率，2014 年酵母系列国内产能市占率仅 30%，2025 年国内产能市占率达到 55%；全球范围来看亦通过产能扩充在 21 年超越英联马利成为行业龙二。2003 年公司收购赤峰国光酵母设立安琪赤峰；在 2005 年收购河南省睢县酵母厂设立安琪睢县；2021 年 5 月安琪济宁收购山东圣琪。目前，公司在湖北宜昌、广西柳州和崇左、云南德宏和普洱、山东滨州和济宁、内蒙古赤峰、河南睢县等地以及两个海外国家建有 16 个酵母工厂，生产规模具备显著领先优势。

图表5：公司扩产项目投资额大，行业壁垒高

图表6：公司近年来利润波动较大

	投资额	产能	建设周期
印尼公司项目	人民币8.8亿元	干酵母产能18,800吨/年，鲜酵母折合产能约2,000吨/年	24个月
埃及公司扩建项目	人民币5.13亿元	2万吨酵母产能其中干酵母产能15,000吨，酵母抽提物产能5,000吨	26个月
俄罗斯公司扩建项目	人民币2.02亿元	干酵母产能8,000吨/年	18个月
俄罗斯公司扩建项目-2	人民币10.6亿元	年产2.2万吨酵母生产线	24个月
白洋生物科技园项目	人民币16.62亿元	年产30万吨水解糖绿色制造项目、年产8500吨特种酵母绿色制造项目、年产2万吨酵母抽提物及酵母蛋白绿色制造项目	23个月

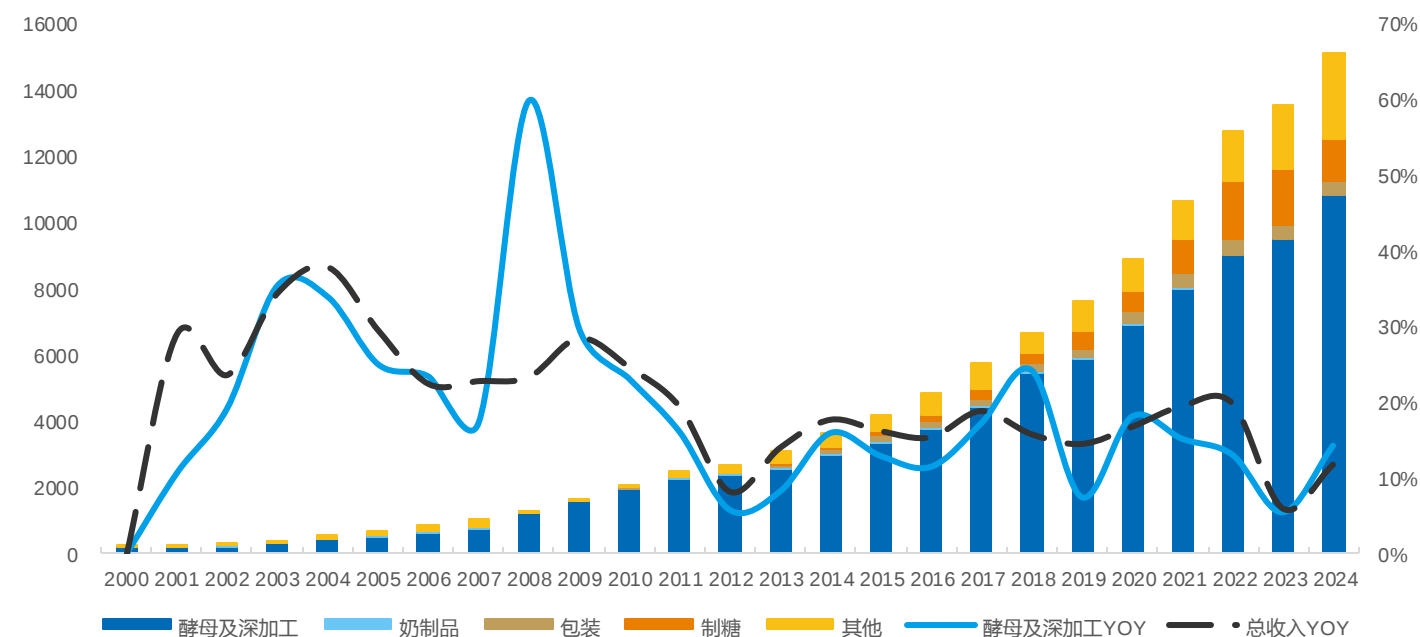


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

主业根基持续巩固，多元布局协同增效。从收入拆分来看，1) 酵母及深加工为核心业务，收入规模超百亿元，占比 70%以上，其下细分出多项衍生业务，如动植物营养、YE 等。2) 包装业务是 2009 年收购宏裕塑业（2015 年更名宏裕包材）后的并表业务，销售体量 4 个亿，占比稳定在 2%-3%，已于 2023 年在北交所上市。3) 制糖业务销售占比约 8%，是主要原材料糖蜜的上游延伸产业，销售额约 12 个亿，近年来公司逐步剥离其中贸易糖业务，改善盈利能力。4) 其他业务含 14 个亿的食品原料业务，以及 12 个亿贸易类及其他业务，近年来复合增速 20%+。5) 奶制品业务已于 2022 年 3 月逐步剥离。

图表7：公司以酵母为核心，逐渐聚焦主业，2019-2024 年酵母类/合计营收 CAGR=13.1%/14.6%



来源：公司公告，国金证券研究所



依托酵母技术与资源优势，深度参与上下游产业链。公司产品线全面覆盖烘焙与发酵面食、食品调味、微生物营养、动物营养、人类营养健康、酿造与生物能源等多个下游领域，构建起跨行业、多场景的产品应用生态。在传统应用方面，面食发酵、烘焙、酿造及生物能源等作为酵母技术的基础与主导领域，行业发展成熟，市场需求稳定。在新兴应用方面，酵母在饲料养殖、微生物发酵等环节的应用价值日益显著，市场潜力巨大，成长前景广阔。此外，酵母衍生品在风味提升、营养强化、功能健康等方向的研发与应用正不断深化，进一步拓展了行业的技术边界与价值链。

复盘历年收入目标达成情况，十四五期间收入波动较大，体现在 2022 年主业销量首次下滑、2023 年竞争加剧单价下行，核心原因在于：1) 公司以中长期视角制定的扩张性战略，在实际执行时不可避免地受到国内宏观经济增速放缓、下游餐饮消费需求疲软等情况的影响，而公司下游 B 端占比较高，除了烘焙酵母其他衍生品类目需求亦有波动。2) 公司为应对竞争与提升经营质量，主动进行了战略性取舍，主动剥离了如贸易类、食品原料类等低毛利率产品。

过去五年，公司收入规模整体实现稳健增长，其核心驱动力源于海外市场的战略性突破与高附加值产品的结构性升级双轮驱动。

在海外市场方面，公司通过积极的本土化产能布局成功打开了增长新空间。埃及与俄罗斯工厂的扩建产能投产，以及印尼基地的持续推进，不仅有效规避了高昂的海运成本（运费峰值增幅达 250%）与地缘政治风险，更实现了原料、人员与产品的本土化运营，构建了显著的成本优势。基于此，公司以高性价比策略快速抢占中东、非洲、东南亚等人口高增长、主食需求持续增长的新兴市场，近五年海外收入复合增速高达 22%，收入占比提升至约 40%，成为收入增长的主引擎。

在产品结构方面，公司大力发展的酵母深加工产品成为另一大增长支柱。其中，酵母抽提物（YE）作为战略性大单品，凭借其健康减盐的属性，在对味精替代及人均消费量提升、的双重逻辑下快速放量。公司凭借全球第一的 15 万吨 YE 产能，牢牢把握蓝海市场的增长红利。同时，酵母蛋白作为面向未来的绿色蛋白解决方案，在国家粮食安全与碳中和战略背景下，从近乎零基础起步，具备长期增长潜力。

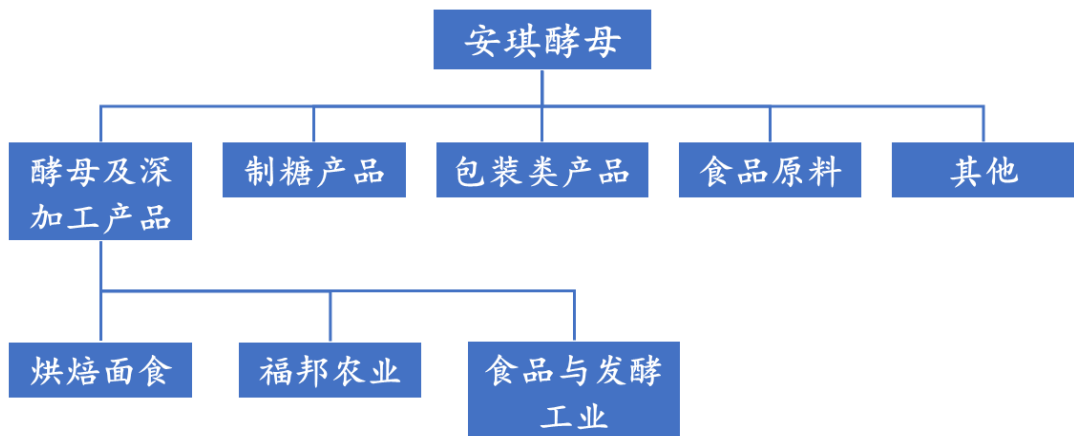
图表8：2022 年后公司扩产速度较快，产能大于销量

年份		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宏观-GDP 增速		7.46%	6.98%	6.77%	6.89%	6.76%	6.07%	2.34%	8.57%	3.13%	5.42%	4.98%
营收分析												
收入	销量 yoy	20.81%	13.48%	8.25%	11.90%	12.10%	7.92%	9.01%	11.28%	-4.13%	10.36%	15.90%
	均价 yoy	-4.09%	-0.57%	2.92%	4.70%	10.77%	-0.49%	8.27%	3.43%	17.88%	-4.54%	-1.48%
	收入 yoy	15.87%	12.83%	11.40%	17.17%	24.16%	7.38%	18.04%	15.09%	12.98%	5.38%	14.19%
	是否完成收入	完成率	未完成	完成率	完成率	完成率	未完成	完成率	完成率	完成率	未完成	未完成
	目标	104.4%		100.2%	103.3%	102.9%		102.4%	104.1%	101.9%		
产销率分析 (单位: 万吨/%)												
产能 利用	产能	16	19	19	20	24	26	27	32	35	37	45
	销量	16	19	20	22	25	27	30	33	32	35	40
	产能销量缺口	-0.33	-0.03	-1.56	-2.15	-1.46	-1.35	-2.60	-1.34	3.42	2.15	4.61
	生产量	16.98	18.29	20.13	21.96	26.35	27.57	28.63	31.57	32.75	37.69	41.54
	产能利用率	106.11%	98.84%	108.83%	108.16%	111.17%	106.85%	106.03%	99.90%	93.58%	101.88%	92.32%
	产销率	96.18%	101.34%	99.63%	102.23%	95.50%	98.50%	103.40%	104.34%	96.41%	92.45%	97.23%

来源：Wind，公司公告，国金证券研究



图表9：公司四大产业多元发展



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 全球市场西稳东进，海外市占率持续提升

全球酵母行业正步入一个结构性的增长周期。1) 在成熟的欧洲与北美市场：增长趋于平稳，主要依赖于产品高端化、菌株技术创新及在精酿啤酒等细分领域的渗透。2) 在中东、非洲及东南亚为代表的新兴市场展现出巨大的潜力这主要得益于其庞大的人口基数、快速的城市化进程以及主食消费的刚性需求。

行业头部企业如乐斯福、安琪酵母与英联马利等，其竞争战略已随之进行关键性调整。竞争焦点正从存量市场的精耕细作，转向对增量市场的前瞻性争夺。各大巨头正积极通过直接投资建厂、建立本地化销售网络等方式，加速在新兴区域的产能与渠道布局，旨在构建本土化运营优势，从而在未来的市场竞争中确立先发地位。

图表10：公司海外工厂具备成本、运输和市场洞察优势

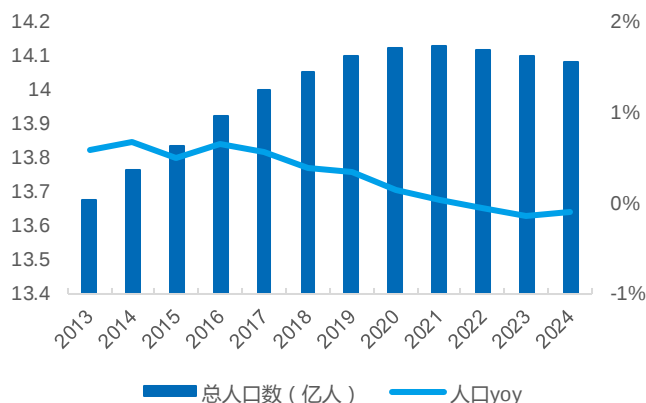
区域	全球占比（估计）	市场特征与增长动力
		全球最大单一市场国家，产业成熟集中。
中国	~20%	安琪酵母（>55%）为绝对龙头，外资品牌（乐斯福、英联马利）占约 25%。 增长动力：人均烘焙消费提升，家庭/餐饮渗透率高。 已成为全球最大生产国和出口国。
欧洲	~30%	传统酵母消费中心，烘焙文化深厚，酿酒业发达。 市场成熟，需求稳定
北美	~10%	工业化烘焙和食品加工业发达。 增长动力：精酿啤酒、健康烘焙与特种酵母需求。 家庭烘焙热潮后回归常态。
亚太（除中国）	~10%	全球增长最快的区域之一。 增长动力：人口增长、城镇化、饮食西化（如印度）。 对价格敏感，本土生产不足。
南美	~10%	具有特色需求：巴西的生物乙醇燃料生产需要大量酵母。 烘焙和啤酒业带来稳健需求。
中东及非洲	~20%	人均消费低，但增长潜力最大。 增长动力：主食（面粉、糖）消费、人口快速增长。

来源：Wind，欧睿，公司公告，国金证券研究所



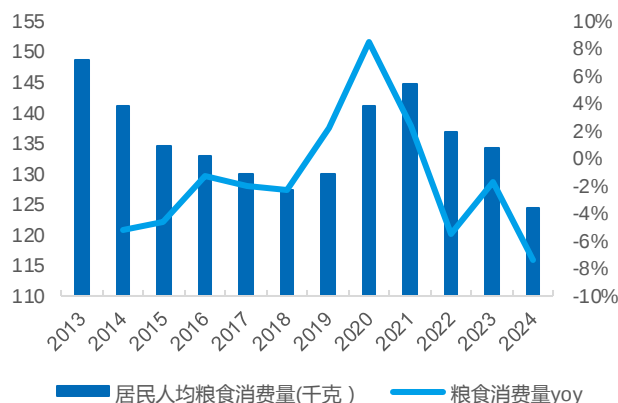
国内酵母行业正步入结构性调整期。一方面，受传统主食消费量见顶、健康饮食观念普及（如减糖、减碳水）及人口总量拐点显现的三重压力，基础市场需求增长乏力。在全球酵母行业持续增长、而中国市场逐渐步入成熟期的宏观背景下，开拓海外市场已成为推动行业发展的关键路径。尤其中东、非洲、东南亚等地区仍处于人口快速增长的周期中，且这些区域城市化进程加快、烘焙与加工食品消费兴起，为酵母及其衍生品提供持续且庞大的潜在需求。

图表11：国内人口总量自 2021 年起下降



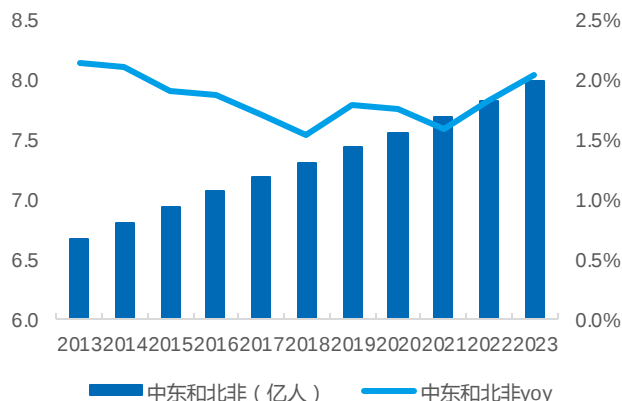
来源：Ifind，国金证券研究所

图表12：近五年我国居民人均粮食消费量呈现下降趋势



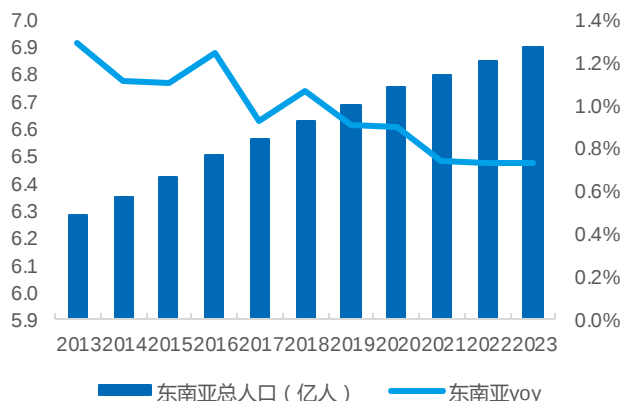
来源：Ifind，国金证券研究所

图表13：中东和北非地区人口持续增加



来源：ifind，国金证券研究所

图表14：东南亚人口逐年增加

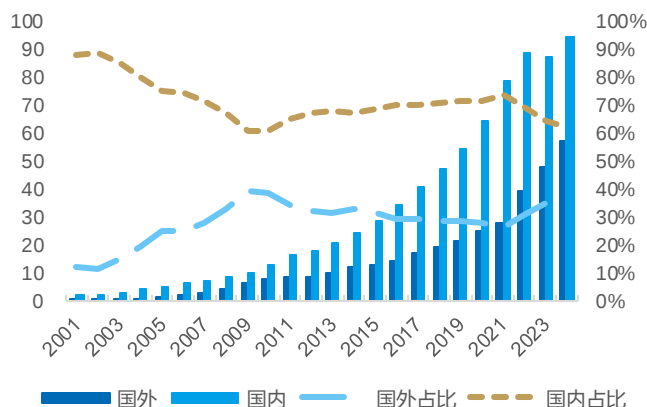


来源：ifind，国金证券研究所

公司于 2010 年/2015 年/2025 年分别在埃及、俄罗斯以及印度尼西亚(在建)设厂，与乐思福等欧洲传统鲜酵母霸主错位竞争，主要面向非洲、中东、亚太、东南亚等人口增长快、烘焙主食需求仍有大量成长空间的地域出口干活性酵母。除烘焙酵母之外，新菌种酵母、食品原料、YE 等重点产品在国外均有大幅销量提升，2024 年公司海外收入占比逐步提升至 40%，近 5 年复合增速 22%。

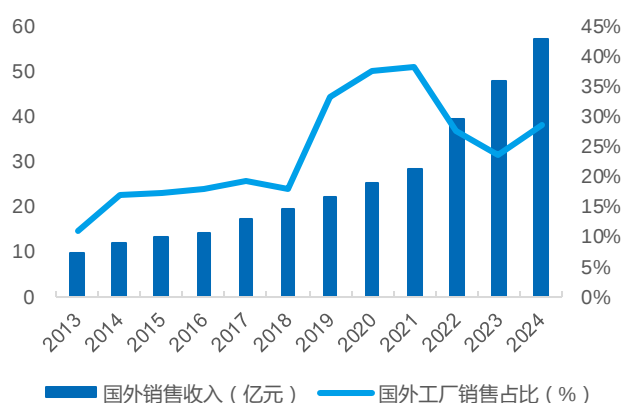


图表15: 海外收入占比不断增加



来源: 公司公告, 国金证券研究所

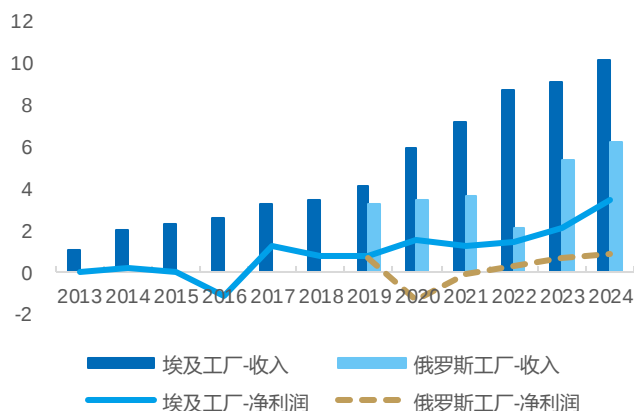
图表16: 国外工厂销售收入占比海外收入约 30%



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 2022 年开始俄罗斯工厂不单独披露收入和利润, 因子公司扩产披露 2024 年财务数据, 假定产能利用率较高, 23 年收入业绩平滑增长)

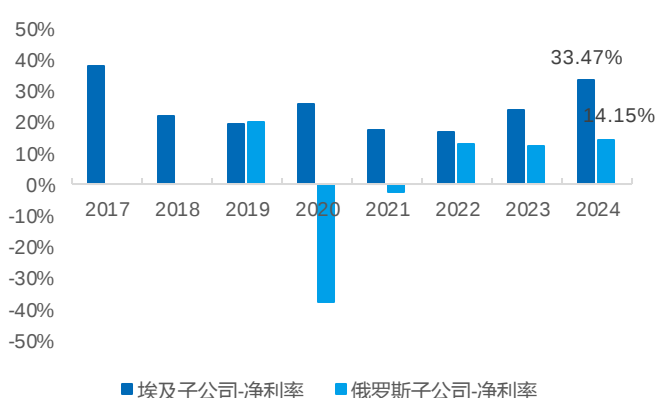
由于跨国建厂受制于环保、土地等政策因素, 国外工厂产能爬坡期较长, 且部分年份存在汇率风险, 前期以亏损为主。以埃及工厂为例, 前期投入较大、产能爬坡周期厂, 2017 年实现稳定盈利。随着埃及分公司发展逐渐稳定, 分公司实现了原料本地化采购, 近五年盈利不断增加, 2024 年净利率与 2021 年相比提升 6pct, 同时显著高于国内利润率水平。而俄罗斯工厂受益于汇率因素, 2022 年上半年首次扭亏为盈, 2024 年利润率超 14%。印尼工厂于 2025 年开始建设, 预计工期 24 个月, 将于 2027 年建成投产。

图表17: 国外工厂产能爬坡较长 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 2022 年开始俄罗斯工厂不单独披露收入和利润, 因子公司扩产披露 2024 年财务数据, 假定产能利用率较高, 23 年收入业绩平滑增长)

图表18: 海外子公司净利率显著高于公司整体



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 2022 年开始俄罗斯工厂不单独披露收入和利润, 因子公司扩产披露 2024 年财务数据, 假定产能利用率较高, 23 年收入业绩平滑增长)

相较国内, 海外建厂具备成本、运输和市场洞察优势。埃及工厂地处糖蜜原产地资源丰富, 出口周边国家运输距离短, 因此在 2017 年产能稳定后, 净利率一直高于公司整体。从产销情况来看, 埃及/俄罗斯目前均具备 5.5 万吨/3.5 万吨酵母产能, 且直接出海比例较高, 但是仍难满足国外全部需求, 国内生产再出口仍然是辅助供给方式。


图表19：公司海外工厂具备成本、运输和市场洞察优势

生产地区	优势	目标区域
中国	1) 生产成本管控优势，制造能力接近全球领先，较竞品生产成本较低；2) 产品质量和竞品差距不大；3) 优质服务能力，配备专业技术人员为客户提供技术指导、解决方案、及时响应工业客户需求	中国、东亚、美洲
东南亚（印尼）	1) 市场潜力大；2) 地处马六甲海峡，享有海运便利；3) 原料及能源资源丰富	东南亚、南亚
埃及	1) 甘蔗和甜菜资源丰富；2) 市场容量大，非洲人口增速快，市场快速成长；3) 人工成本、能源成本低；4) 供货周期较国内短	非洲、欧洲、中亚
俄罗斯	1) 甜菜资源丰富，糖蜜成本低廉；2) 市场潜力大；3) 人工成本低于国内；4) 供货周期较国内短	欧洲、俄罗斯

来源：Wind，公司公告，国金证券研究

复盘近年来，公司海外增长的核心驱动因素如下：

- 1) 本土化运营：一方面是原料本土化，埃及、印尼等地是世界传统的甜菜、甘蔗种植区，是酵母原料之一糖蜜的主要产地之一，糖蜜成本优势巨大。另一方面是人员本土化：埃及、印尼等国的劳动力成本与国内相比差异显著，在人员成本上有较大优势。且公司为完善销售网络及充分了解当地需求，在 23 年后在海外市场增派销售人员，实现本土化布局。
- 2) 一体化配套服务：面对本土竞争对手及国际巨头，公司可以依托其强大的供应链优势、强大的应用技术服务团队，建立一套以“全面、快速、专业、贴身”为核心的服务体系。这种超越单纯产品销售、深度融合到客户生产流程中的“及时响应”，极大地提升客户粘性与依赖度。
- 3) 性价比策略：干酵母便于储存、保质期长、运输费用较低，对于下游工业和连锁餐饮客户而言，便于总部集中采购后配送至各工厂生产。且从目前发酵效率角度来看，目前干酵母在适当的温度和湿度等条件下，亦具备较强的发酵活性。与其他竞争对手相比，前期公司烘焙酵母、YE 价格偏低，具备较强的性价比优势。近年来随着公司品牌力壮大，以及顺应海外通胀趋势，公司产品价格逐步提升，目前已收窄和竞争对手的价格差距。

综上，从主业维度来看，酵母主导产品未来增量空间仍存，主要体现在 1) 海外市场扩容，尤其是人口数量较多的发展中国家。例如公司主要拓展的非洲、中东、亚太等区域人口增长快，烘焙业兴起，活性酵母市场处于快速发展阶段。2) 实现对鲜酵母的替代，随着干酵母发酵效率逐步提升，且具备保质期长，运输费用低等特征。从消费市场上看，全球酵母消费市场呈不平衡发展态势，欧美及大洋洲活性酵母应用成熟，存量小但增量小，以鲜酵母为主。

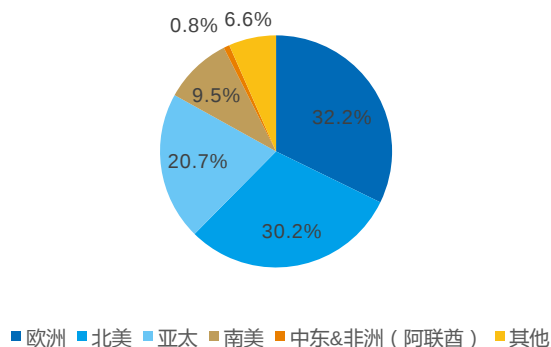
1.3 衍生品协同发展，第二曲线逐步清晰

YE（酵母抽提物）作为天然食品属性的调味原料，富含丰富的氨基酸、肽、多肽、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素等多种成分，更符合健康化发展趋势，同时具备减盐、降糖、丰富鲜味、除异味等多方面的特点，目前 YE 被广泛运用于各种休闲食品、调味品、肉制品等食品加工领域。

随着大众减盐健康意识提升，预计未来 YE 对味精替代率提升。结合饮食习惯、产业链配套等因素，目前主流消费区域仍集中在欧洲和北美，二者 YE 消费量超过全球 60%。相比之下，我国是味精产销量最大的国家，市场规模全球占比超过 50%，但 YE 销量占比不到 20%，预计未来仍有较大的替代空间。

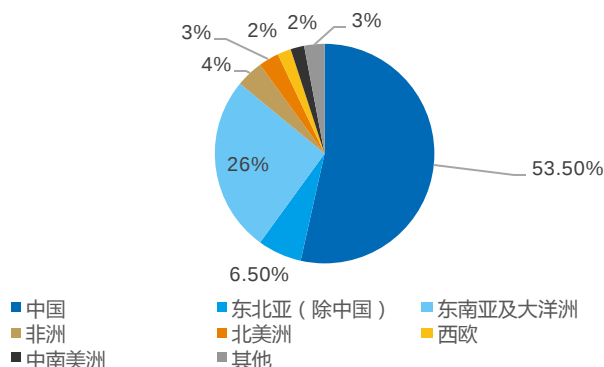


图表20：全球 YE 销量主要集中在欧洲、北美



来源：Fortune business insights，国金证券研究所

图表21：中国味精市场规模居世界第一

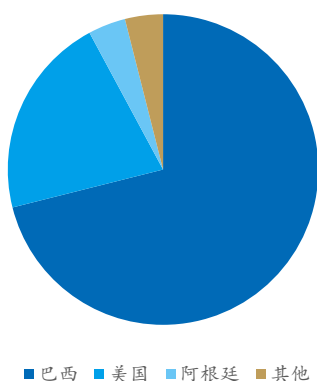


来源：IHS Markit，国金证券研究所

酵母蛋白作为一种优质的微生物蛋白来源，具有纯天然、营养高效的特点，富含人体必需的全部氨基酸、消化吸收率高的完整蛋白、B 族维生素、膳食纤维及矿物质等多种营养成分，更符合可持续健康饮食的发展趋势。同时具备高蛋白密度、低脂肪、低胆固醇、致敏性低等多方面的优势。目前酵母蛋白被广泛运用于植物肉、营养补充剂、健康食品、功能性饮品及特种饲料等领域，是未来蛋白供给的重要解决方案之一。

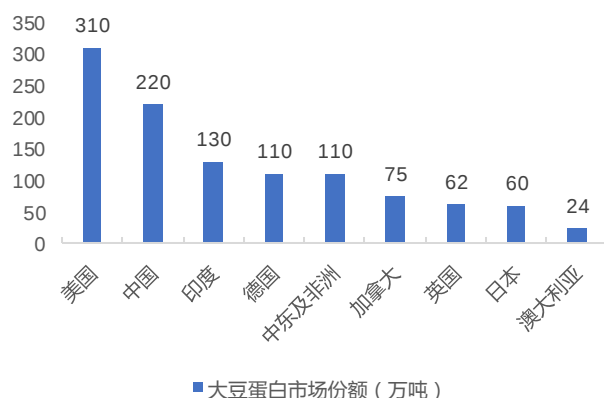
酵母蛋白未来市场增量：1)我国优质蛋白自给率不足 60%，对大豆进口依存度长期超 80%，2024 年进口量达 1.05 亿吨，其中美国大豆占比约 20%。关税战导致进口大豆成本显著上升。2)目前的研究表明，微生物蛋白的碳排放量仅为同单位肉制品蛋白碳排放量的 2%~10%，土地暂用量更是仅为肉产品生产的 0.5%~1.5%。据测算，如果到 2050 年用真菌蛋白替代全球 20%的牛肉消费，能够减少每年 56%的森林砍伐和相关二氧化碳排放。因此其在降低碳排放、节约耕地和淡水资源上具有显著优势，是绿色、安全、高效的蛋白，更符合当前我国提出的碳中和战略发展要求。

图表22：我国大豆进口国家主要为巴西、美国



来源：ifind，国金证券研究所

图表23：我国大豆蛋白市场规模全球第二



来源：360 research report，国金证券研究所

二、利润端：两大周期叠加，业绩弹性有望持续释放

2.1 毛利率影响因子 1:糖蜜（占比 25-30%）

从供给端来看，糖蜜主要原材料是甘蔗和甜菜，二者分别产自南方和北方，榨季和产出比存在较大差异。一般，甜菜榨季较早（9 月开榨），甘蔗较晚（11 月开榨）。甜菜产出比更高（5%），甘蔗产出比较低（3.3%）但种植面积较广。以 2024 年入榨量来看，甘蔗糖蜜占比高达 85%。根据中国糖业协会数据公布的糖料产量，我们估算得到 2025/2026 榨季糖蜜总产量为 322 万吨，同比增长约 5%。



图表24：糖蜜主要原材料为甘蔗和甜菜

项目	甘蔗	甜菜
榨季开始	11月	9月中下旬
榨季结束	次年4-5月	次年3月
主要产地	广西、广东、云南、海南	内蒙古、新疆、河北、黑龙江
按比例换算糖蜜	3.30%	5%
2025年入榨量(万吨)	7564	1149
糖蜜(万吨)	250	57

来源：中国糖业协会，国金证券研究所

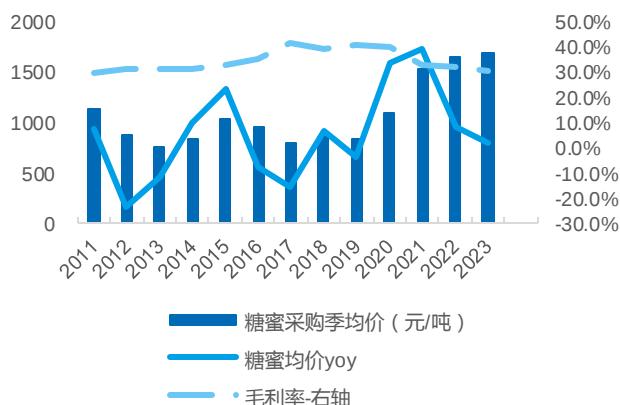
国内供给趋于饱和，供需矛盾是造成 20-23 年糖蜜涨价核心因素。我们估算全国糖蜜仅 320 万吨产量，而酵母产能国内约 40 万吨（糖蜜需求 200 万吨），且糖蜜被视为工业废料禁止进出口。根据中国糖业协会数据公布的种植面积、单位产量等数据，甘蔗播种面积在近 10 年基本保持在 115-120 万公顷左右，甜菜保持在 20 万公顷左右。因其他农作物经济性更强，甘蔗甜菜种植意愿偏弱，基本保持在国家指导线附近。但是在 2020-2023 年间，国内甘蔗和甜菜的种植面积均有所下降，榨糖率也受到暴雨、台风等极端天气影响，导致制糖原料供应紧张，糖蜜作为制糖副产品价格涨幅较高。

图表25：2025/2026 年榨季预计糖蜜供给量增加 5%

榨季	2019/2022 年度		2020/2021 年度		2021/2022 年度		2022/2023 年度		2023/2024 年度		2024/2025 年度 (7月估计值)		2025/2026 年度 (7月估计值)	
种类	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜
糖料播种面积 (千公顷)	1165	215	1191	262	1122	141	1102	182	1095	167	1180	216	1230	210
单产(吨/公顷)	62.7	56.1	64.35	52.5	68.6	51	56.4	47	66.5	54.9	64.1	53.2	65.3	54.1
糖料产量(万吨)	7305	1206	7664	1376	7697	719	6215	855	7282	917	7564	1149	8032	1136
食糖产量(万吨)	902	139	913	154	870	86	789	108	882	114	966	150	970	150
榨糖率	12.35%	11.52%	11.91%	11.20%	11.30%	11.96%	12.69%	12.63%	12.11%	12.43%	12.77%	13.05%	12.08%	13.20%
糖蜜产量(万吨)	241	60	253	69	254	36	205	43	240	46	250	57	265	57
合计糖蜜产量 (万吨)	301		322		290		248		286		307		322	

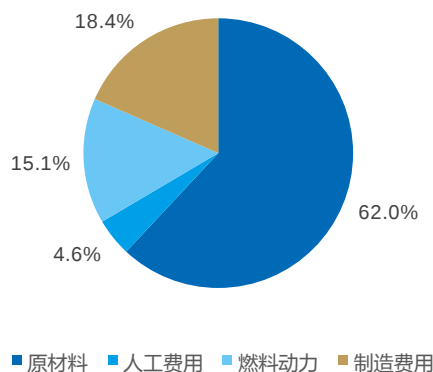
来源：中国糖业协会，国金证券研究所

图表26：22-23 糖蜜均价持续下降，毛利率有望恢复



来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

图表27：酵母主业成本拆分中原材料占比成本较高



来源：公司公告，国金证券研究所



目前糖蜜供给总量趋于饱和，一般产生 1 吨酵母需要消耗 4.5-5 吨糖蜜，目前酵母使用量糖蜜占比约 60%。为缓解糖蜜资源紧缺、成本持续上涨的风险，公司早在 2007 年就对水解糖生产干酵母做出研究，2022 年公司在柳州、崇左、宜昌新建 3 个水解糖项目建设项目，共计 45 万吨，目前可替代超过 30% 的原材料，有效对 23-24 年糖蜜价格形成压制。

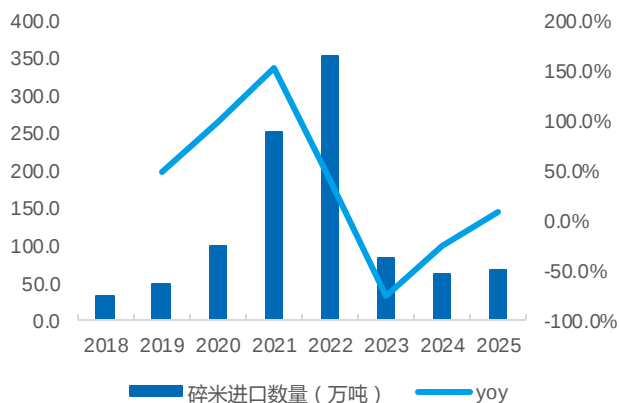
水解糖的原材料来源主要是玉米、碎米等富含淀粉的谷物，其作为粮食具备重要战略地位，因此产量和储备较为充足，且近年来价格下降。我国碎米通常从印度、巴基斯坦、泰国等地采购。同时碎米含糖量更高，也可避免与酒精产生价格联动，实现经济效益最大化，而公司 2021 年也选用碎米作为自建水解糖项目的主要原料。

除供给相对宽松之外，水解糖生产相较于糖蜜有环保优势，由于传统糖蜜发酵方式产生的废水中含有大量 COD（化学需氧量），生化降解性能差，厂商需要采用多种方式综合治理，环保成本较高。若采用水解糖生产，则无需对废水处理，节约水资源的同时减少净化成本。

另外，从需求端来看，糖蜜主要应用于酒精、酵母、饲料等行业，在糖蜜价格大幅上涨的情况下，酒精企业更倾向于寻求成本更低的木薯和玉米作为酿造原料。饲料行业也多采用豆粕等原材料进行替代，因此糖蜜价格与替代品（各类粮食作物）的价格形成较强的联动关系。当玉米、豆粕等主要饲料原料价格走低时，糖蜜的性价比优势减弱，会被大量替代。因此，从 2022 年开始，玉米、豆粕以及糖蜜价格出现同向变动趋势。

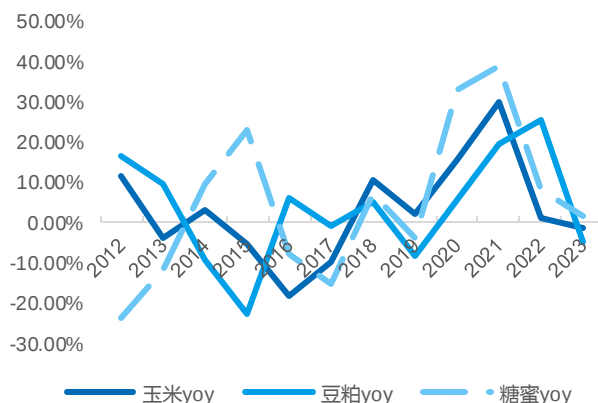
综上所述，供给端扩产、水解糖压制、酒精需求下降等均导致糖蜜价格自 2024 年开始下降至 1300 元/吨，2025 年延续下行趋势至 1150-1200 元/吨。站在当下，我们认为 2025/2026 年新榨季糖蜜成本有望进一步下行至 1000-1100 元/吨，对应糖蜜价格降幅 10%-15%，综合考虑吨价指标，主业毛利率有恢复至 32~33%（2021 年水平）。

图表28：碎米进口数量较 22 年大幅下降



来源：ifind，国金证券研究所

图表29：糖蜜价格与玉米、豆粕等价格同向变动



来源：ifind，国金证券研究所

2.2 毛利率影响因素 2: 折旧 (占比 15-20%)

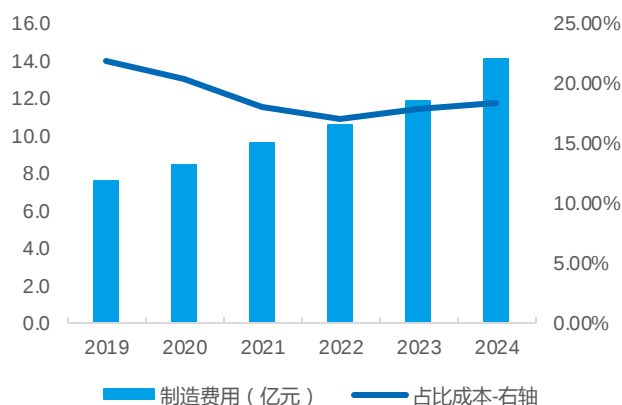
折旧较多的年份，制造费用占比相应提升，显著影响毛利率。从公司十二五-现今十四五期间的产能、折旧以及毛利率等分析来看，固定资产折旧金额基本和毛利率呈现反向变动关系。公司固定资产折旧从 2021 年的 5.23 亿元大幅飙升至 2024 年的 8.06 亿元，与公司近五年大幅扩产相符合，毛利率在 2021-2024 年下降约 4pct。

另外例如 2018 年固定资产折旧额同比提升 21%，而收入增速仅为 16%，尽管同期糖蜜均价下滑 7%，各项能源、海运费用平稳，酵母及衍生品毛利率仍下滑 2.6 pct。

23-24 年公司折旧金额大幅增长原因：1) 公司所处的酵母行业具备重资产特征，需要大量资金和时间投入生产及扩建。即使新工厂建成，从投产到达产（达到设计产能）也需要产能爬坡的过程，无法立即满负荷贡献产量。海外需求单靠海外分公司的生产无法满足需求，需要国内扩产出海支援。2) 搬迁项目（湖北宜昌、新疆可克达拉等）从旧厂区关停、拆除，到新厂区建设、调试、投产的过程可能长达 1-2 年，期间公司的有效产能减少，搬迁产能的过程中会产生较大的固定资产投入费用，但并未带来显著的产能增长贡献。

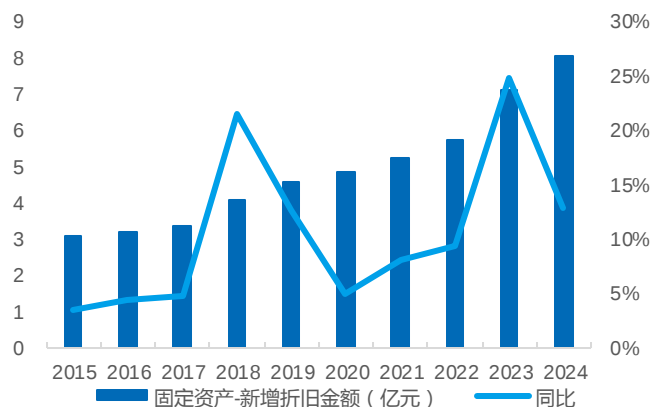


图表30: 制造费用占比成本比重稳定在 15-20%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表31: 折旧费用集中在 2023-2024 年提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2021-2022 年多处项目完成日期滞后, 多数集中在 2023-2024 年释放, 2024 年公司产能已超 45 万吨, 而销量仅 41.5 万吨, 产能储备较为充裕, 后续十五五期间留有余力。同时, 公司产能结构预计围绕以下两方面调整:

1) 产品结构优化: 由于国内主食消费习惯多元化、人口结构变化等原因, 国内传统酵母市场已经进入平台期。随着消费者对免疫、肠道健康关注度提升, 相关保健品和原料需求旺盛。YE、酵母蛋白等酵母衍生品的市场需求保持强劲增长。未来公司扩产重点将集中在此类衍生品细分赛道上, 业务扩产效益较高。

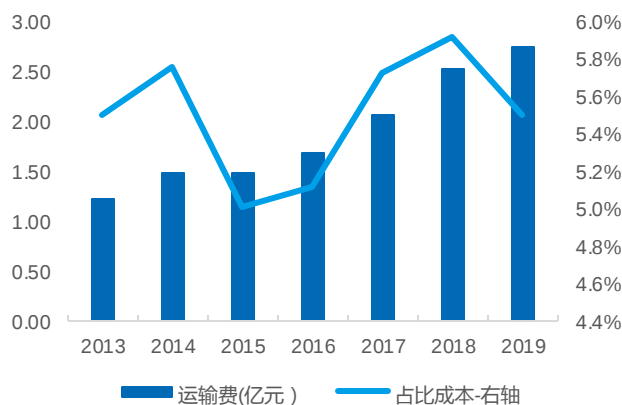
2) 倾斜海外产能增长: 公司新设印尼分公司预计于 2027 年建成投产, 海外产能进一步增加。同时, 埃及所处的北非地区与印尼分别为甜菜与甘蔗的主要种植区域, 糖蜜产量丰富, 成本低廉。此外, 印尼、北非等地人工费用、海运费、税费等与国内相比均较低, 能够有效降低成本, 从而使得产能大幅提升。

2.3 毛利率影响因子 3: 运费 (占比 5-10%)

由于海外市场需求旺盛, 公司出口占比逐年提升, 加上公司以 CIF 为主要结算模式, 海运费成为一项重要成本。平常年份海运费约 2-2.5 亿元, 2021 年提升至 4-4.5 亿元, 运输成本翻倍增长。2022 上半年海运费继续高涨, 涨幅超 50%。但进入 2022 年 9 月后, CCFI 综合指数回落, 基本恢复到 2020 年涨价前位置。

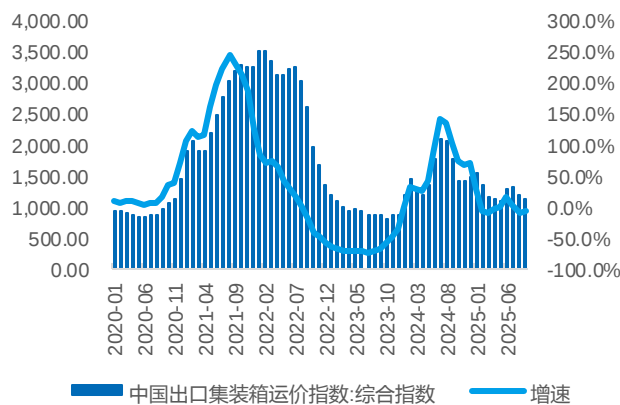
例如 2024 年三季度, 受地缘冲突影响, 海运费激增, 对 Q3 净利率造成较大挤压, 降至近 10 年历史最低值, 单季度净利率不到 8%。2025 年至今海运费逐步回落, 目前已恢复正常, 预计全年有望节省 0.5-1 个亿。

图表32: 公司运输费率占比成本约为 5%



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (2020 年后运费准则改变, 不单独披露)

图表33: 2021 年/2024Q3 海运费涨幅高达 200%/100%+



来源: ifind, 国金证券研究所



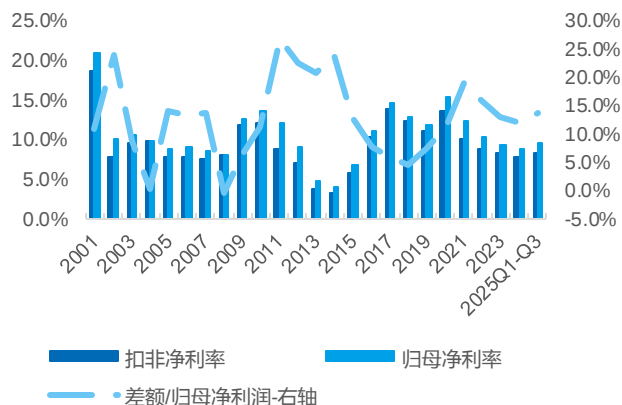
2.4 其他短期因素：汇率、税率、政府补助等

汇率：2024 年公司总收入的 38%来自于海外市场，其中埃及以埃镑、美元计、俄罗斯以卢布计，其他国家以美元计。总的来说，海外市场收入主要以美元和人民币结算，因此各子公司入账时的汇率与当月结账时即期汇率间的差额产生汇兑损益。在部分美元汇率走弱的年份，如 2014-2015、2018、2020 年，公司的汇兑损失较多，同时也使得财务费用高企。自 2019 年起，公司的财务费率逐步下降至 1%以内，对于最终净利润的影响程度减弱。

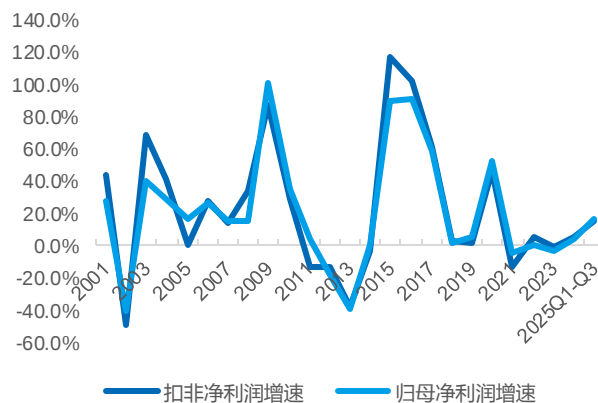
非经常性损益项目：公司非经常性损益项目占净利润比重的平均值约 10%，而非经常性损益中，政府补助为主导。根据历史经验看，政府补助多为 1-2 亿元区间，往年财政扶持资金的高点一般是企业面临巨大的外部环境压力时，扣非净利润增速出现拐点往下的首年。如 2011 年，糖蜜价格继续高位波动，美元、埃镑兑人民币汇率下降，产品出口走弱，公司扣非净利润同比下降 14%，政府补助约 0.93 亿元；2021 年糖蜜、海运价格大幅上涨；固定资产折旧费用大幅提升，公司扣非净利润同比下降 13%，政府补助约 2.85 亿元。2025Q3 政府补助 1.15 亿元，平滑财务费用波动。

税率：从上市至今，母公司及各子公司企业所得税率大部分呈下降趋势，并在 2017 年后基本稳定在历史低位。其中国内主体和各子公司大多享受由高新技术、西部大开发、小微企业认定的优惠税率（15%、20%）。国外的埃及公司在成立两年后，下调税率 2.5%；俄罗斯公司于 2025H1 上调税率 9.5%。从长远角度看，公司致力于“全球第一酵母企业，国际一流生物技术公司”的战略目标，构建了以多位享受国务院、省级政府津贴专家为主的创新技术团队，主导或参与制定了酵母及酵母衍生品的全部国家标准及行业标准，连续多年被工信部评为“国家技术创新示范企业”，享受为期 3 年的税收优惠政策。

图表34：非经常性损益占归母净利润比重较大



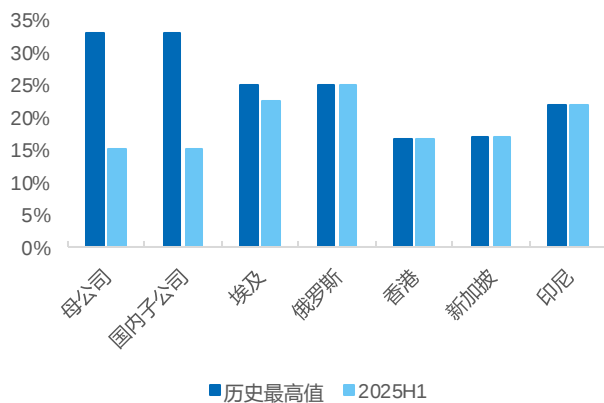
图表35：归母净利润 yoy 相较扣非净利润 yoy 平滑



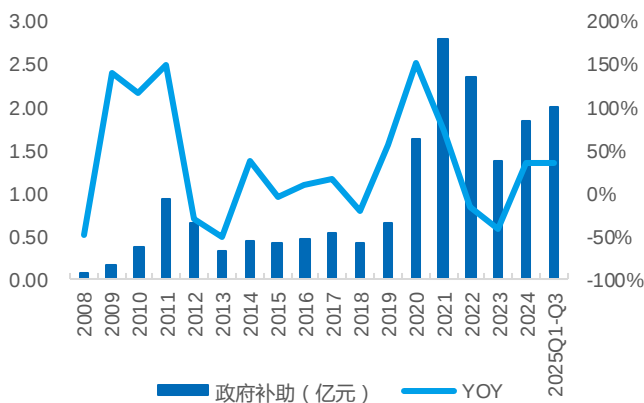
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表36：子公司享受稳定的优惠税率



图表37：政府补助帮助熨平外部压力冲击



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



2.5 历史因子复盘及未来展望

影响收入的主要因素是价格（提价）和销量（海外需求），影响利润端的主要因素是糖蜜周期、扩产周期。

2014-2016 年（收入增速放缓，利润逐步修复）1）公司 YE 产能和销量快速提升，而 YE 毛利率低于主业烘焙酵母，产品结构变化导致吨价略有下滑，国外开拓不及预期导致销量增速放缓。2）折旧费用下降+人民币汇率贬值。糖蜜价格略微增长被提价对冲；公司在建产能较多，而实际可投放产能较少，因此折旧净值同比下降；美元对人民币汇率逐步上行，人民币贬值利好出口，综上公司净利率从 4.03%提升至 11.01%。

2017-2019 年（收入高速增长，利润增速回落）1）公司前期储备产能集中释放，推动销量增长。叠加逆成本周期提价，收入增速在 2018 年达到顶峰。2）折旧费用提升+销售投放增加。虽然 17 年糖蜜价格处于下行周期，但 18 年开始进入上行期。同期人民币汇率大体呈现贬值趋势，出口有序恢复，公司增加销售费用投放。净利率从 14.67%下降至 11.78%。

2020-2024 年（收入持续高增，利润显著下滑）1）随着公司对于海内外多项产品提价以对冲成本压力，吨价显著提升。销量也随着产能释放同步增长，因此公司收入维持双位数增长。2）糖蜜价格高涨+折旧费用提升+海运费激增+人民币汇率升值。多重因子重压下，21 年毛利率下降 6.6pct，净利率下降 3.1pct。22-23 年毛利率逐年持续下降至 30.65%，净利率持续下降至 8.7%。

2025 年-2027E（收入稳健增长，利润逐步修复）：1）尽管内需恢复不及预期，但海外支撑起收入增长基本盘。公司主动优化低毛利率的非主营业务，进一步聚焦资源在主业。2）糖蜜价格逐步回落+扩产产能集中释放（折旧减少）+海运费回落，预计公司毛利率和净利率至少存在 1~2pct 优化空间，中期净利率有望向 12%进行靠拢。

图表38：公司净利率受到糖蜜、折旧等多因素扰动

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利分析											
主营业毛利率	30.80%	32.30%	34.87%	41.69%	39.07%	40.92%	39.66%	33.02%	31.67%	30.65%	29.54%
毛利率yoy	-0.67%	1.50%	2.57%	6.82%	-2.62%	1.85%	-1.26%	-6.64%	-1.35%	-1.02%	-1.11%
糖蜜周期	糖蜜价格yoy	9.70%	22.86%	-8.00%	-15.21%	6.90%	-3.86%	33.13%	38.82%	8.10%	1.81%
影响糖蜜价格的主要因素	玉米价格↑	甘蔗产量↓	玉米价格↓	玉米价格↓	玉米价格↑	甘蔗产量↑	大豆涨价↑	竞品需求↑	酵母需求↑	酵母需求↑	水解糖替代
折旧周期	固定资产折旧净值yoy	19.34%	3.44%	4.36%	4.70%	21.59%	12.70%	5.04%	8.15%	9.39%	24.76%
产能增量(万吨)	0	2.5	0	1.8	3.4	2.1	1.2	4.6	3.4	2	8
归母净利润分析											
归母净利润	归母净利润yoy	0.51%	90.29%	91.04%	58.33%	1.12%	5.23%	52.14%	-4.59%	0.97%	-3.86%
是否完成利润目标	未完成	-	-	-	-	-	完成率135.8%	未完成	完成	未完成	未完成
净利率	4.03%	6.65%	11.01%	14.67%	12.81%	11.78%	15.35%	12.26%	10.29%	9.35%	8.72%
净利率yoy	-0.67%	2.62%	4.36%	3.66%	-1.85%	-1.03%	3.57%	-3.10%	-1.97%	-0.93%	-0.64%
汇率周期	国外收入占比	33.16%	31.63%	29.73%	29.90%	29.10%	28.88%	28.36%	26.61%	30.67%	35.33%
美元兑人民币汇率	6.142	6.227	6.640	6.755	6.612	6.897	6.904	6.451	6.721	7.042	7.120
销售周期	销售费率	11.72%	11.00%	11.46%	10.89%	11.31%	11.57%	7.23%	6.26%	5.68%	5.18%
销售策略	C端转型					全球化铺开		降本增效		海外扩张	销售本土化
其他因素	政府补助/归母净利润	29.59%	14.87%	8.50%	6.19%	4.87%	7.22%	11.91%	21.32%	17.74%	10.73%
其他业务亏损情况	制糖亏损	制糖亏损减少				制糖亏损	制糖亏损	制糖亏损		制糖、包装亏损	制糖亏损
公司税率变化	德宏↓10%		埃及↓2.5%								

来源：公司公告，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 收入预测

酵母及衍生加工：1）销量：公司未来增长主要依托海外市占率提升及国内衍生品渗透率提升，预计后续随着印尼工厂的顺利投产，海外生产基地的总体产能将得到有效补充，为市场供应提供坚实保障。同时国内仍具备产能扩张计划，根据公司股权激励计划指引 3 年复合收入增速双位数，预计 25-27 年的销量增速分别为 13%/11%/11%。2）价格：预计 25 年烘焙酵母市场竞争态势趋于缓和，而在酵母抽提物（YE）及酵母蛋白等高附加值衍生品领域，鉴于 YE 市场尚处成长期、消费者对健康溢价接受度较高，且公司已建立全球产能与技术领先优势，预计未来三年吨价将保持稳中有升态势。

制糖业：随着公司集中资源聚焦主业，优化产品结构，23 年开始贸易糖逐步从体内剥离，预计 25-27 年依旧延续此趋势，结合今年前三季度表现（制糖业下滑 28.6%），预计 25-27 年收入分别下滑 28%/12%/8%，27 年余额约为 7 个亿，较 22 年剥离约 10 个亿贸易糖业务。


图表39：25-27E 分业务收入预测

分业务拆分	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,843	13,581	15,197	16,753	18,644	20,633
营业收入 YOY	20.3%	5.7%	11.9%	10.2%	11.3%	10.7%
营业成本（百万元）	9,658	10,296	11,622	12,571	13,846	15,248
营业毛利（百万元）	3,186	3,285	3,575	4,182	4,797	5,385
毛利率	24.8%	24.2%	23.5%	25.0%	25.7%	26.1%
酵母及衍生加工行业	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入占比	70%	70%	71%	73%	73%	74%
销售收入（百万元）	9,020	9,505	10,854	12,290	13,683	15,233
收入 YOY	13.0%	5.4%	14.2%	13.2%	11.3%	11.3%
销量（万吨）	31.58	34.85	40.39	45.64	50.66	56.24
销量 YOY	-4.1%	10.4%	15.9%	13.0%	11.0%	11.0%
出厂吨价（万元/吨）	2.86	2.73	2.69	2.69	2.70	2.71
吨价 YOY	17.8%	-4.5%	-1.5%	0.2%	0.3%	0.3%
销售成本	6,163	6,592	7,647	8,556	9,423	10,460
吨成本（万元/吨）	1.95	1.89	1.89	1.87	1.86	1.86
吨成本 YOY	20.2%	-3.1%	0.1%	-1.0%	-0.8%	0.0%
销售毛利	2,857	2,913	3,207	3,734	4,259	4,774
毛利率	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%
制糖业	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入占比	14%	13%	8%	5%	4%	4%
销售收入（百万元）	1,766	1,711	1,265	911	797	732
收入 YOY	68.1%	-3.2%	-26.0%	-28.0%	-12.5%	-8.2%
毛利率	0.2%	1.2%	-0.2%	-2.4%	-1.4%	0.6%
包装行业	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入占比	4%	3%	3%	2%	2%	2%
销售收入（百万元）	478	421	409	399	415	428
收入 YOY	13.9%	-11.9%	-2.8%	-2.5%	4.0%	3.0%
毛利率	10.1%	6.1%	-0.2%	10.2%	12.0%	12.0%
食品原料行业	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入占比			9%	11%	13%	13%
销售收入（百万元）			1,437	1,868	2,335	2,685
收入 YOY			31.7%	30.0%	25.0%	15.0%
毛利率			13.0%	12.5%	12.3%	12.0%
其他业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入占比	12%	14%	8%	8%	8%	8%
销售收入（百万元）	1,511	1,910	1,168	1,285	1,413	1,555
收入 YOY	30.5%	26.4%	-38.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	16.9%	16.7%	15.3%	15.2%	15.0%	15.0%

来源：公司公告，国金证券研究所



包装业：该部分业务主体为北交所上市公司-宏裕包材，受市场需求竞争加剧影响，部分客户销售单价阶段性下调、销量减少，导致 23 年以来收入持续下滑，结合今年前三季度表现（包装业下滑 12.7%），预计 25 年收入依旧承压，假定随着经济环境改善 26-27 年收入端逐步修复，预计 25-27 年收入分别-2.5%/+4%/+3%。

其他业务：公司借助上下游产业链资源优势，通过贸易类业务、食品原料类业务为客户提供一站式采购服务，近年来该部分业务实现较快的增长，因此预计 25-27 年食品原料、其他业务合计延续 20-30%增幅。

综上，预计 2025-2027 年公司总收入分别为 167.5/186.4/206.3 亿元，分别同比增加 10.2%/11.3%/10.7%。

3.2 毛利率及费用预测

毛利率：1) 酵母及衍生品：预计随着成本下行，毛利率持续修复，考虑到糖蜜占比约为 25%~30%（占比原材料一半），24/25 年糖蜜成本从 1300 元/吨下降至 1200 元/吨，25 年前三季度公司报表毛利率呈改善态势（25Q1-Q3 公司毛利率 25.5%，同比+2.26pct）。预计 25-27 年榨季成本从 1200 元/吨持续回落至 1000 元/吨，综合考虑人工、折旧等因素，预计未来 2 年公司主业毛利率有望提升 2pct，因此我们预计 25-27 年主业毛利率分别为 30.4%/31.1%/32.3%。2) 制糖业：考虑到糖价仍处于下行周期，整体毛利仍亏损，26-27 年有望恢复。3) 包装业：结合子公司宏裕包材上半年毛利率表现，预计 25 年有望修复至 10%以上，26-27 年有望维持正常水平。4) 其他：考虑到产品结构扰动，预计食品原料、其他业务毛利率仍延续下行趋势。

综上，预计 25-27 年公司毛利率分别为 25.0%/25.7%/26.1%，分别同比增长 1.5/0.8/0.4pct。

图表40：公司毛利率敏感性测算

毛利率敏感性分析				
安琪酵母	成本变动	价格变动		
吨价		-1%	0%	1%
2.69	-3%	1.42%	2.11%	2.79%
吨成本	-2%	0.71%	1.41%	2.09%
1.89	-1%	0.00%	0.70%	1.40%
毛利率	0%	-0.71%	0.00%	0.70%
29.5%	1%	-1.42%	-0.70%	0.00%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：吨价和吨成本选取 2024 年值）

期间费率：考虑到公司海外市场开拓带来的人员支出、网点开发等费用，预计 25-27 年销售费率维持稳定在 5.7%；结合公司股权激励支付费用减少，预计 25-27 年管理费用率分别为 3.4%/3.3%/3.2%。研发费用方面，考虑到酵母蛋白等高附加值衍生品开发，预计仍基本维持稳定，随着收入规模扩张略有下降，25-27 年预计分别为 4.0%/3.9%/3.9%。

图表41：25-27E 三项费率预测

三费预测	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用(百万元)	730	703	828	955	1,063	1,176
销售费用率	5.68%	5.18%	5.45%	5.70%	5.70%	5.70%
管理费用(百万元)	390	459	492	570	615	660
管理费用率	3.03%	3.38%	3.24%	3.40%	3.30%	3.20%
研发费用(百万元)	536	603	632	670	727	805
研发费用率	4.17%	4.44%	4.16%	4.00%	3.90%	3.90%

来源：公司公告，国金证券研究所

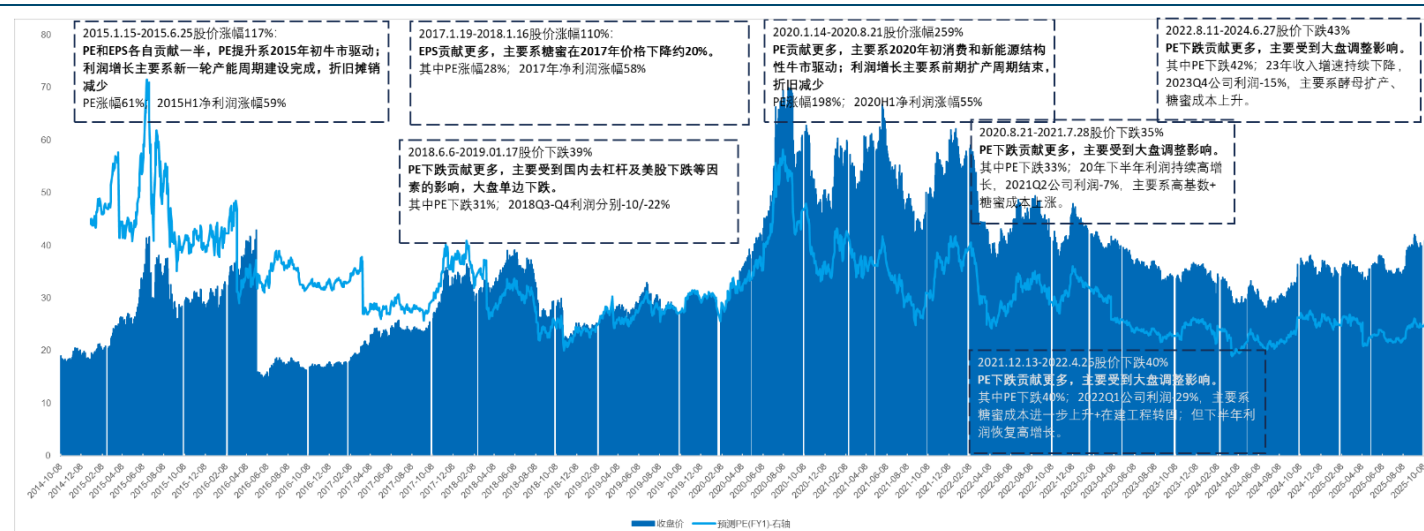


3.3 可比公司估值表

从历史周期可见，公司估值中枢落在 25x 左右，当处于盈利向上阶段时，公司 PE 同步上涨，如 2015 年、2022 年期间公司 PE 水平达到 40-50x 巅峰。当处于盈利向下阶段时，公司 PE 同步回落至 15-20x 之间。

结合我们的盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 15.8/19.4/22.3 亿元，同比 +19%/23%/+15%，对应 EPS 分别为 1.82/2.24/2.57 元/股，对应 PE 分别为 22/18/16x，对应 26 年 PE 仍处于历史估值低位。我们选取调味品行业细分赛道龙头作为可比公司，取均值得到 26 年 PE 为 22x，考虑到公司相对自身处于净利率抬升周期，估值有望向 25x 靠拢，给予公司 26 年行业平均 PE 22x，目标价 49.25 元/股，维持“买入”评级。

图表42：公司历史股价及 PE 复盘



来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 11 月 25 日）

图表43：25-27E 可比公司估值表

股票代码	公司	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)					PE (倍)				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
603288.SH	海天味业	37.1	1.01	1.14	1.19	1.35	1.49	37	33	31	28	25
603027.SH	千禾味业	9.46	0.52	0.50	0.31	0.37	0.42	18	19	30	26	22
002507.SZ	涪陵榨菜	13.13	0.72	0.69	0.71	0.76	0.81	18	19	18	17	16
600872.SH	中炬高新	17.83	2.16	1.14	0.72	0.83	0.92	8	16	25	21	19
603317.SH	天味食品	12.91	0.43	0.59	0.59	0.66	0.72	30	22	22	20	18
均值								22	22	25	22	20
600298.SH	安琪酵母	40.51	1.46	1.52	1.82	2.24	2.57	28	27	22	18	16

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2025 年 11 月 25 日，涪陵榨菜业绩采用 wind 一致预期）



四、风险提示

- 1、**食品安全风险：** 公司所处的酵母及食品原料行业，其产品直接关联下游食品安全。若发生产品微生物超标或质量不达标等事件，将直接冲击公司作为供应商的核心声誉，不仅会导致订单流失、销量下滑，更可能引发广泛的客户信任危机，对业务造成持续性的负面影响。
- 2、**成本下降不及预期风险：** 公司主要原材料为糖蜜，由于国内糖蜜资源供需不平衡，导致糖蜜价格会存在大幅度波动，同时其他辅料采购价格也随市场行情出现波动，对公司生产成本带来一定影响。
- 3、**海外贸易政策风险：** 国际政治和经济政策环境的不确定性，以及贸易壁垒、贸易冲突等因素，可能导致出口成本增加和海外市场准入受限等情况发生，会对公司海外业务造成影响。
- 4、**市场竞争加剧风险：** 目前酵母行业呈现寡头垄断格局，若市场竞争加剧，则可能引发恶性价格战，扰乱市场秩序，公司存在竞争力和盈利水平下降的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,843	13,581	15,197	16,753	18,644	20,633
增长率	20.3%	5.7%	11.9%	10.2%	11.3%	10.7%
主营业务成本	-9,658	-10,296	-11,622	-12,571	-13,846	-15,248
%销售收入	75.2%	75.8%	76.5%	75.0%	74.3%	73.9%
毛利	3,186	3,285	3,575	4,182	4,797	5,385
%销售收入	24.8%	24.2%	23.5%	25.0%	25.7%	26.1%
营业税金及附加	-93	-107	-117	-117	-131	-144
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-730	-703	-828	-955	-1,063	-1,176
%销售收入	5.7%	5.2%	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	-390	-459	-492	-570	-615	-660
%销售收入	3.0%	3.4%	3.2%	3.4%	3.3%	3.2%
研发费用	-536	-603	-632	-670	-727	-805
%销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.0%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	1,437	1,413	1,507	1,870	2,262	2,599
%销售收入	11.2%	10.4%	9.9%	11.2%	12.1%	12.6%
财务费用	-6	-16	-63	-114	-109	-108
%销售收入	0.0%	0.1%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-91	-75	-59	-81	-47	-52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	-2	-4	0	0	0
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,581	1,509	1,565	1,876	2,307	2,640
营业利润率	12.3%	11.1%	10.3%	11.2%	12.4%	12.8%
营业外收支	14	18	24	12	12	12
税前利润	1,595	1,526	1,589	1,888	2,319	2,652
利润率	12.4%	11.2%	10.5%	11.3%	12.4%	12.9%
所得税	-246	-215	-236	-283	-348	-398
所得税率	15.4%	14.1%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,349	1,312	1,353	1,605	1,971	2,254
少数股东损益	28	42	28	28	28	28
归属于母公司的净利润	1,321	1,270	1,325	1,577	1,943	2,226
净利率	10.3%	9.4%	8.7%	9.4%	10.4%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,349	1,312	1,353	1,605	1,971	2,254
少数股东损益	28	42	28	28	28	28
非现金支出	708	833	906	1,051	1,165	1,322
非经营收益	35	-33	53	126	132	129
营运资金变动	-1,023	-791	-662	-1,196	-283	-636
经营活动现金净流	1,069	1,321	1,650	1,585	2,984	3,069
资本开支	-2,512	-1,706	-1,680	-2,257	-1,789	-1,939
投资	-2	-19	-86	-82	-10	-10
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,514	-1,725	-1,765	-2,339	-1,799	-1,949
股权募资	1,408	177	180	0	0	0
债权募资	617	884	934	1,777	-244	-70
其他	-614	-775	-903	-696	-770	-863
筹资活动现金净流	1,411	287	211	1,081	-1,014	-933
现金净流量	-6	-98	151	327	171	187

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,291	1,193	1,378	1,704	1,874	2,060
应收款项	1,790	1,960	2,290	2,281	2,488	2,753
存货	3,007	3,818	4,282	4,672	4,993	5,459
其他流动资产	579	1,238	1,564	2,322	2,407	2,559
流动资产	6,667	8,209	9,514	10,979	11,762	12,831
%总资产	39.4%	42.6%	43.8%	45.0%	45.5%	46.5%
长期投资	759	555	603	605	607	609
固定资产	8,470	9,373	10,640	11,384	12,033	12,580
%总资产	50.0%	48.6%	49.0%	46.7%	46.5%	45.6%
无形资产	654	703	713	962	1,099	1,234
非流动资产	10,263	11,061	12,219	13,409	14,096	14,780
%总资产	60.6%	57.4%	56.2%	55.0%	54.5%	53.5%
资产总计	16,930	19,270	21,733	24,388	25,857	27,611
短期借款	3,967	3,404	4,379	6,156	5,812	5,642
应付款项	2,204	2,119	2,669	2,475	2,688	2,877
其他流动负债	534	715	732	755	909	1,011
流动负债	6,705	6,237	7,780	9,387	9,410	9,529
长期贷款	310	2,020	2,060	1,360	1,460	1,560
其他长期负债	306	417	554	1,251	1,249	1,248
负债	7,321	8,674	10,394	11,998	12,119	12,338
普通股股东权益	9,257	10,074	10,829	11,852	13,172	14,680
其中：股本	869	869	869	868	868	868
未分配利润	6,175	7,005	7,899	8,920	10,239	11,745
少数股东权益	351	522	511	539	566	594
负债股东权益合计	16,930	19,270	21,733	24,388	25,857	27,611

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.520	1.462	1.525	1.817	2.239	2.565
每股净资产	10.653	11.596	12.466	13.653	15.174	16.911
每股经营现金净流	1.230	1.520	1.899	1.825	3.438	3.536
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.640	0.720	0.830
回报率						
净资产收益率	14.27%	12.61%	12.23%	13.30%	14.75%	15.17%
总资产收益率	7.80%	6.59%	6.09%	6.47%	7.52%	8.06%
投入资本收益率	8.68%	7.54%	7.18%	7.57%	8.70%	9.38%
增长率						
主营业务收入增长率	20.31%	5.74%	11.90%	10.24%	11.29%	10.67%
EBIT 增长率	8.12%	-1.64%	6.61%	24.13%	20.96%	14.92%
净利润增长率	0.97%	-3.86%	4.28%	19.05%	23.24%	14.56%
总资产增长率	25.91%	13.83%	12.78%	12.22%	6.03%	6.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.5	42.1	40.6	39.0	38.0	38.0
存货周转天数	99.4	121.0	127.2	138.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	58.3	61.1	59.0	56.0	55.0	53.0
固定资产周转天数	200.8	231.5	235.8	227.9	215.5	202.7
偿债能力						
净负债/股东权益	31.08%	39.93%	44.63%	54.32%	45.90%	39.54%
EBIT 利息保障倍数	245.4	89.5	23.7	16.3	20.8	24.0
资产负债率	43.24%	45.01%	47.82%	49.19%	46.87%	44.68%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	22	25	35	71
增持	0	5	8	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.24	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究