

看好全球酵母龙头价值回归

华泰研究

深度研究

2026年1月14日 | 中国内地

公司为全球酵母行业龙头企业，24年国内/全球市占率为55%/22%（按产能），分别列第1/2。本文旨在剖析公司投资价值，回答市场关心的收入稳健性与利润波动性问题。收入端，国内传统酵母/酵母衍生品/海外市场将构成公司未来收入增长的核心驱动，国内需求具备韧性，海外市场大有可为。利润端，我们判断安琪短期利润率已处周期低点，25/26榨季糖蜜价格下行的背景下，26年公司利润率有望延续改善趋势；长期看，定价权彰显/成本控制能力强化/资本开支高峰期已过等有望支撑安琪利润率波动性弱化。

论壁垒：从供需两侧深挖公司龙头地位炼就之路

供给侧：酵母生产难度较大（高品质菌种培育工艺繁杂）且需重资产投入（单吨酵母生产线所需投资超2亿），进入壁垒坚固。此外，酵母技术研发依赖不断积累的渐进性创新，进一步强化了公司的先发优势。需求侧：酵母行业下游客户以B端为主，C端为辅，普遍具备较强的需求粘性。公司通过庞大的渠道网络形成对下游客户的广泛覆盖（渠道下沉至县级），凭借技术指导跟进服务、一揽子采购支持及深入人心的品牌形象进一步夯实下游粘性。

探收入：国内需求具备韧性，海外市场大有可为

25Q1-3公司国内/海外收入占比为56%/44%：1)国内：传统酵母业务的增量将主要来自下游烘焙行业的扩容等，行业需求仍有望保持平稳；酵母衍生品业务中，YE有望逐步替代味精等传统化学鲜味剂，渗透率仍有较大提升空间（据产业信息网，23年欧美YE已占鲜味剂市场份额的40%+）；公司在人体营养/动物营养/植物营养/微生物营养/酵母蛋白/酶制剂领域的业务均有一定的收入成长性。2)海外：差异化的干酵母产品及性价比优势在海外新兴市场竞争力较强，YE等产品价格优势凸显，切入雀巢/联合利华等大客户。公司在海外的组织架构与团队配置上进一步完善，助力渠道下沉。

析利润：短期具备向上弹性，长期看利润波动周期性有望弱化

公司在利润维度存在周期低点弹性、波动周期弱化双重红利：1)短期具备弹性：我们判断安琪2024年利润率已处周期低点，2024年归母净利率（8.7%）<2000年以来的归母净利率均值（11.1%）、2024年扣非净利率（7.3%）<2000年以来的扣非净利率均值（9.6%），25/26榨季糖蜜价格下行趋势明确，我们预计安琪新榨季的采购价格约800-900元/吨（同比下降250-350元/吨），2026年净利率有望改善；2)长期看波动性有望弱化：我们看好随着公司在行业中的定价权进一步彰显、水解糖产能投产后成本控制能力强化、资本开支高峰已过/折旧摊销对于经营的影响减少、海外市场产能扩张后可以有效节约运输费用，公司利润率振幅有望控制在更低水平。

我们与市场观点不同之处

市场担忧安琪利润率的波动性，我们认为公司利润率波动周期性有望弱化。公司作为全球第二大酵母龙头，核心壁垒稳固。中长期视角下，公司利润率的波动幅度有望持续受益于其行业定价权彰显、水解糖价格锁定成本上限、后续折旧摊销对公司经营的影响减少、海外市场产能补充或可减少运费等。

盈利预测与估值

预计25-27年归母净利15.7/20.1/23.5亿，同比+18.3%/+28.2%/+16.8%，对应EPS 1.81/2.31/2.70元（较前次+1%/+8%/+10%），参考可比公司26年PE均值24x（Wind一致预期），给予其26年24x PE，目标价55.55元（前值47.30元，对应26年22xPE），维持“买入”评级。

风险提示：原料成本波动、行业竞争加剧、汇率波动。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

55.55

吕若晨

研究员

SAC No. S0570525050002
SFC No. BEE828

lvruochen@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

王可欣

研究员

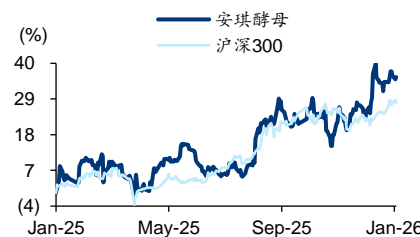
SAC No. S0570524020001
SFC No. BVO215

wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至1月13日)	44.22
市值(人民币百万)	38,382
6个月平均日成交额(人民币百万)	371.31
52周价格范围(人民币)	32.67-45.60

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	15,197	16,899	19,091	21,360
+/-%	11.90	11.20	12.97	11.89
归属母公司净利润(百万)	1,325	1,567	2,009	2,347
+/-%	4.28	18.31	28.18	16.82
EPS(最新摊薄)	1.53	1.81	2.31	2.70
ROE(%)	11.93	12.86	14.62	15.28
PE(倍)	28.98	24.49	19.11	16.36
PB(倍)	3.54	3.22	2.87	2.57
EV/EBITDA(倍)	17.60	15.60	12.81	11.01
股息率(%)	1.24	1.47	1.99	2.45

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,209	9,514	9,046	10,214	11,010
现金	1,193	1,378	536.67	604.00	720.34
应收账款	1,547	1,831	1,925	2,318	2,429
其他应收账款	194.99	179.48	236.94	233.49	292.86
预付账款	421.78	404.74	514.35	523.95	637.78
存货	3,818	4,282	4,491	5,080	5,571
其他流动资产	1,035	1,439	1,343	1,455	1,359
非流动资产	11,061	12,219	13,118	13,832	14,420
长期投资	21.98	33.39	40.72	27.13	13.54
固定投资	8,615	9,816	10,577	11,407	12,100
无形资产	663.10	672.31	722.91	772.00	801.86
其他非流动资产	1,761	1,697	1,777	1,627	1,504
资产总计	19,270	21,733	22,164	24,047	25,430
流动负债	6,237	7,780	7,384	8,148	8,315
短期借款	2,904	3,598	3,598	3,598	3,598
应付账款	1,679	2,081	1,991	2,451	2,492
其他流动负债	1,655	2,101	1,795	2,098	2,225
非流动负债	2,437	2,614	2,316	1,963	1,569
长期借款	2,020	2,060	1,762	1,409	1,015
其他非流动负债	416.51	553.88	553.88	553.88	553.88
负债合计	8,674	10,394	9,700	10,111	9,884
少数股东权益	522.42	510.86	546.21	574.56	602.91
股本	868.75	868.64	867.98	867.98	867.98
资本公积	2,440	2,265	2,265	2,265	2,265
留存公积	7,501	8,395	9,420	10,681	12,105
归属母公司股东权益	10,074	10,829	11,918	13,361	14,943
负债和股东权益	19,270	21,733	22,164	24,047	25,430

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	1,321	1,650	2,131	2,737	3,027
净利润	1,312	1,353	1,602	2,037	2,375
折旧摊销	758.49	846.95	868.03	992.59	1,119
财务费用	15.79	63.48	85.62	42.10	37.28
投资损失	2.04	4.09	4.09	25.00	25.00
营运资金变动	(855.01)	(711.46)	(431.66)	(362.84)	(532.97)
其他经营现金	87.86	93.89	2.44	2.84	3.25
投资活动现金	(1,725)	(1,765)	(1,771)	(1,731)	(1,731)
资本支出	(1,707)	(1,717)	(1,760)	(1,721)	(1,720)
长期投资	(14.00)	(85.65)	(7.32)	13.59	13.59
其他投资现金	(3.96)	37.24	(3.46)	(24.37)	(24.37)
筹资活动现金	286.68	211.27	(1,202)	(937.99)	(1,179)
短期借款	389.00	693.82	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,711	39.65	(298.03)	(352.61)	(394.49)
普通股增加	(0.22)	(0.11)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	67.00	(175.32)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,880)	(346.78)	(904.07)	(585.38)	(784.99)
现金净增加额	(97.68)	151.14	(841.73)	67.33	116.34

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,581	15,197	16,899	19,091	21,360
营业成本	10,296	11,622	12,588	13,733	15,284
营业税金及附加	106.54	116.59	131.34	148.20	165.24
营业费用	703.36	828.31	1,011	1,199	1,341
管理费用	458.92	491.78	606.00	684.59	765.98
财务费用	15.79	63.48	85.62	42.10	37.28
资产减值损失	(39.47)	(62.17)	(101.39)	(114.54)	(128.16)
公允价值变动收益	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
投资净收益	(2.04)	(4.09)	(4.09)	(25.00)	(25.00)
营业利润	1,509	1,565	1,865	2,385	2,781
营业外收入	27.00	33.87	26.31	26.31	26.31
营业外支出	9.41	9.83	9.83	19.00	19.00
利润总额	1,526	1,589	1,882	2,392	2,789
所得税	214.75	235.65	279.12	354.82	413.68
净利润	1,312	1,353	1,602	2,037	2,375
少数股东损益	41.53	28.35	35.35	28.35	28.35
归属母公司净利润	1,270	1,325	1,567	2,009	2,347
EBITDA	2,325	2,523	2,862	3,457	3,980
EPS (人民币, 基本)	1.47	1.55	1.81	2.31	2.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.74	11.90	11.20	12.97	11.89
营业利润	(4.57)	3.69	19.21	27.85	16.64
归属母公司净利润	(3.86)	4.28	18.31	28.18	16.82
获利能力 (%)					
毛利率	24.19	23.52	25.51	28.06	28.45
净利率	9.35	8.72	9.27	10.52	10.99
ROE	12.38	11.93	12.86	14.62	15.28
ROIC	9.11	8.51	9.46	11.20	12.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.01	47.82	43.76	42.05	38.87
净负债比率 (%)	42.98	48.69	45.92	38.22	31.08
流动比率	1.32	1.22	1.23	1.25	1.32
速动比率	0.51	0.47	0.39	0.42	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.74	0.77	0.83	0.86
应收账款周转率	8.68	9.00	9.00	9.00	9.00
应付账款周转率	5.97	6.18	6.18	6.18	6.18
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.53	1.81	2.31	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.90	2.46	3.15	3.49
每股净资产(最新摊薄)	11.61	12.48	13.73	15.39	17.22
估值比率					
PE (倍)	30.22	28.98	24.49	19.11	16.36
PB (倍)	3.81	3.54	3.22	2.87	2.57
EV EBITDA (倍)	18.69	17.60	15.60	12.81	11.01

正文目录

投资要点	5
安琪酵母：稳健扩张的全球酵母领军企业	6
探收入：国内需求具备韧性，海外市场大有可为	9
国内：传统酵母需求韧性充足，衍生品处蓝海市场	9
海外：新兴市场开拓加速，发达国家实现突破	12
新兴市场：需求空间广阔，干酵母产品具备优势	15
成熟市场：YE 产品性价比优势凸显，积极对接大客户	16
产能：高资本投入增强行业壁垒，产能扩张提供增长保障	17
析利润：短期具备向上弹性，长期看波动周期性有望弱化	18
底部弹性：新榨季糖蜜价格下行趋势明确，利润率有望步入上行周期	18
周期弱化：水解糖投产&资本开支高峰已过，长期利润率波动性有望收窄	19
盈利预测与估值	21
风险提示	26

图表目录

图表 1：2024 年中国市场酵母产能格局分布	6
图表 2：2024 年全球市场酵母产能格局分布	6
图表 3：安琪酵母发展历程	6
图表 4：安琪酵母股价复盘	7
图表 5：安琪酵母 PE-TTM 复盘	7
图表 6：安琪酵母年度股价复盘	7
图表 7：安琪酵母股权结构（截至 25Q3）	7
图表 8：安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划激励对象及股份分配明细	8
图表 9：酵母系列业务为主要收入来源	8
图表 10：25Q1-3 公司海外收入占比 43.9%	8
图表 11：安琪酵母 B、C 端销售渠道布局	8
图表 12：B、C 端销售渠道特征对比	8
图表 13：酵母产业链概况	9
图表 14：安琪酵母护城河	9
图表 15：酵母行业主要产品及其应用场景	9
图表 16：国内酵母产量及增速：16-23 年 CAGR=5.9%	10
图表 17：中国及全球酵母行业规模对比	10
图表 18：YE 下游需求空间及敏感性分析：对标欧美，国内 YE 市场空间预计接近 40 万吨	11
图表 19：酵母在人体营养及动物营养中的应用值得期待（以下均为 24 年数据）	11
图表 20：全球蛋白质的年需求量	12
图表 21：酵母蛋白产品生产的全过程流程图	12

图表 22: 全球酵母行业消费特征.....	13
图表 23: 15-24 年安琪海外业务收入及毛利率变化趋势.....	14
图表 24: 安琪酵母出海解读.....	14
图表 25: 安琪埃及工厂与俄罗斯工厂的收入&净利润情况.....	14
图表 26: 21-24 年安琪埃及工厂的净利率显著高于公司整体.....	14
图表 27: 安琪酵母 vs 乐斯福 vs 英联马利.....	14
图表 28: 2023 年全球酵母产能与人口分布错配.....	15
图表 29: 鲜酵母与干酵母特点比较.....	15
图表 30: 海外新兴市场的酵母需求: 空间测算及敏感性分析.....	15
图表 31: 全球 YE 市场销售额及增速预测.....	16
图表 32: 23 年全球 YE 市场区域分布.....	16
图表 33: 固定资产占总资产比重对比: 安琪 vs 其他食品龙头.....	17
图表 34: 安琪酵母/乐斯福/英联马利国内工厂分布 (截至 24 年).....	17
图表 35: 全球主要企业酵母类产能 (不含 YE) 对比.....	17
图表 36: 公司酵母类产品产能利用率.....	17
图表 37: 安琪酵母历史上利润率波动原因拆解.....	18
图表 38: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 自 24Q3 的高位回落.....	18
图表 39: 美元兑人民币汇率走势.....	18
图表 40: 安琪酵母归母净利率&扣非净利率波动情况.....	19
图表 41: 酵母生产中水解糖与糖蜜比较.....	20
图表 42: 公司当年新增折旧.....	20
图表 43: 公司在建工程转固情况.....	20
图表 44: 公司酵母系列业务的吨制造费用变化情况.....	21
图表 45: 公司酵母系列业务成本拆分.....	21
图表 46: 吨制造费用变动对于公司酵母系列业务毛利率影响大小的敏感性测算.....	21
图表 47: 19-24 年下游烘焙行业集中度相对较低.....	21
图表 48: 2021 年烘焙食品原料消耗量占比: 酵母占比较低.....	21
图表 49: 安琪酵母收入预测 (单位: 百万元).....	22
图表 50: 安琪酵母毛利预测 (单位: 百万元).....	22
图表 51: 糖蜜成本变动对于公司酵母系列业务毛利率影响大小的敏感性测算.....	23
图表 52: 安琪酵母费用率及利润率预测明细.....	24
图表 53: 可比公司估值表.....	24
图表 54: 自由现金流预测 (单位: 百万元).....	25
图表 55: WACC 假定条件.....	25
图表 56: DCF 估值结果 (单位: 百万元).....	25
图表 57: 公司权益价值敏感性分析 (单位: 百万元).....	26
图表 58: 安琪酵母 PE-Bands.....	26
图表 59: 安琪酵母 PB-Bands.....	26

投资要点

公司为全球酵母行业龙头企业，不仅在国内家喻户晓，出海进程亦处于食品饮料板块的领先地位，2024 年公司在国内/全球的市占率分别为 55%/22%（按产能），分列第 1/2。本文旨在剖析公司投资价值，回答市场最关心的收入稳健性与利润波动性问题。收入端来看，酵母作为天然食品，公司国内酵母主业有望保持稳健发展、衍生品业务具备成长性、酵母蛋白等新业务积极拓展，海外市场正处于积极开拓的过程中，产能不断补足后市占率仍有提升空间。利润端来看，我们判断安琪短期利润率已处于周期低点，25/26 榨季糖蜜价格下行的背景下，2026 年公司利润率有望延续改善，长期看，水解糖锁定成本上限、资本开支高峰已过、公司在行业内的议价权提升等背景下，公司利润率周期波动亦有望弱化。

探收入：25Q1-3 公司国内/海外收入占比分别为 56%/44%，国内市场中传统酵母需求具备韧性，酵母衍生品存在成长空间，海外市场或为公司未来收入增长的核心驱动。

-**国内市场：**国内传统酵母行业已进入平稳增长期，未来增量将主要来自下游烘焙行业的扩容等。酵母衍生品板块中，YE 作为天然鲜味剂，可在提鲜的同时满足减盐/降糖/减脂需求，我们判断在健康化趋势下，YE 有望逐步实现对味精等传统化学鲜味剂的替代，下游渗透率仍有较大提升空间，我们预计国内 YE 需求量的理论空间接近 40 万吨，较当下国内的 YE 产能仍有充足的空间。同时，公司其他业务布局具备前瞻性，其在人体营养（保健品）、动物营养、植物营养、微生物营养、酵母蛋白及酶制剂领域的多元业务均值得期待。

-**海外市场：**我们看好安琪凭借制造优势出海，一方面，差异化的干酵母产品及性价比优势在海外新兴市场竞争能力较强；另一方面，局部战争使得竞争对手在欧洲的生产成本提升，安琪的 YE 等产品性价比优势凸显，成功切入雀巢/联合利华等大客户、实现重要突破。此外，公司在海外的组织架构与团队配置上进一步完善，推动渠道下沉，为海外业务的持续拓展提供支撑。

-**产能扩张提供增长保障：**公司作为未来酵母行业产能扩张的主力军，2024 年酵母系列产品总产能超过 45 万吨（对应 2024 年产能利用率为 92.3%/接近满产状态），2030 年之前规划产能约 60 万吨，后续公司产能扩张将聚焦海外工厂建设、料将缓解供需矛盾，助力公司挖掘更广阔的市场空间。

析利润：短期具备向上弹性，长期看利润波动周期有望弱化。

-**公司利润率波动的核心原因：**糖蜜价格（及相应的价格调整行为）、新增产能投产导致的折旧计提增加（将进入制造费用影响成本）、人民币汇率波动（影响出口产品价格/导致汇兑损益）等是导致公司利润率波动的核心因素。此外，海运费波动、环保因素、战略偏移、所得税率波动、政府补助等因素对少数年份的利润率水平亦有较大影响。

-**短期：**我们判断安琪短期利润率已处周期低点，24 年归母净利率（8.7%）<00 年以来的归母净利率均值（11.1%）、24 年扣非净利率（7.3%）<00 年以来的扣非净利率均值（9.6%），新榨季糖蜜价格下行趋势明确，预计安琪新榨季的采购价格约 800-900 元/吨（同比下降 250-350 元/吨），26 年净利率有望持续改善。

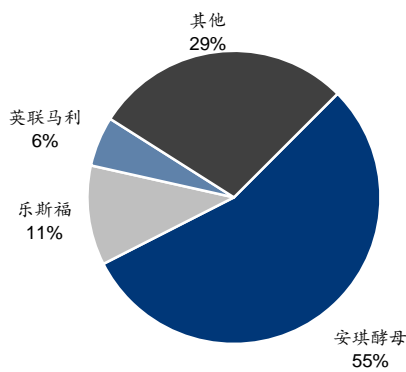
-**长期：**展望未来，我们看好随着公司规模扩张后行业定价权进一步彰显、水解糖产能投产后成本控制能力强化、资本开支高峰已过/折旧摊销对于经营的影响减少、海外市场产能扩张后可以有效节约运输费用，公司利润率波动幅度有望控制在更低的水平。

区别于市场的观点：市场虽然认可安琪短期的利润弹性，但仍然对安琪的利润率波动性表示担忧，我们认为公司利润率的波动周期有望弱化。公司作为全球第二大酵母龙头企业，其核心壁垒以及由此享受的潜在成长空间是值得被市场充分定价的。中长期视角下，公司利润率的波动幅度有望持续受益于其行业地位逐步提升后的定价权彰显、水解糖产能陆续投产后的成本控制能力强化、规模效应释放下折旧摊销对于公司经营的影响减少、海外市场产能扩张后可以有效节约运输费用等因素。

安琪酵母：稳健扩张的全球酵母领军企业

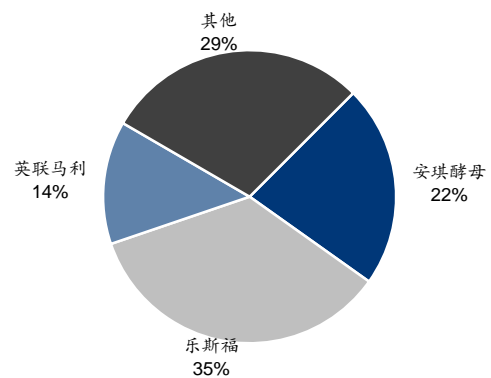
三十余年专注前行，成就酵母行业龙头，我们将安琪的发展历史分为四个阶段：**1) 起步期（2000年以前）**：酵母行业在国内刚刚起步，公司的品牌历史可以追溯至1986年，第一条生产线于1989年建成投产；**2) 快速成长期（2000-2010年）**：此阶段公司产能由1万吨扩产到9万吨，营业收入实现高速增长（2000-2010年CAGR为27.6%）；**3) 探索&调整期（2011-2014年）**：此阶段公司产能投放加速，低端产品占比提升，同时公司开启多元化尝试，使得费用率有所提升，综合影响下营收&业绩阶段性承压；**4) 稳健扩张期（2015年至今）**：公司当前已进入稳健扩张阶段，据公司24年年报，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、内蒙古赤峰等地及两个海外国家建有16个酵母工厂，酵母系列产品总产能超45万吨，在国内市场占比55%，在全球的市场占比超20%，酵母系列产品规模居全球第二（仅次于乐斯福），公司产品出口170多个国家和地区。

图表1：2024年中国市场酵母产能格局分布



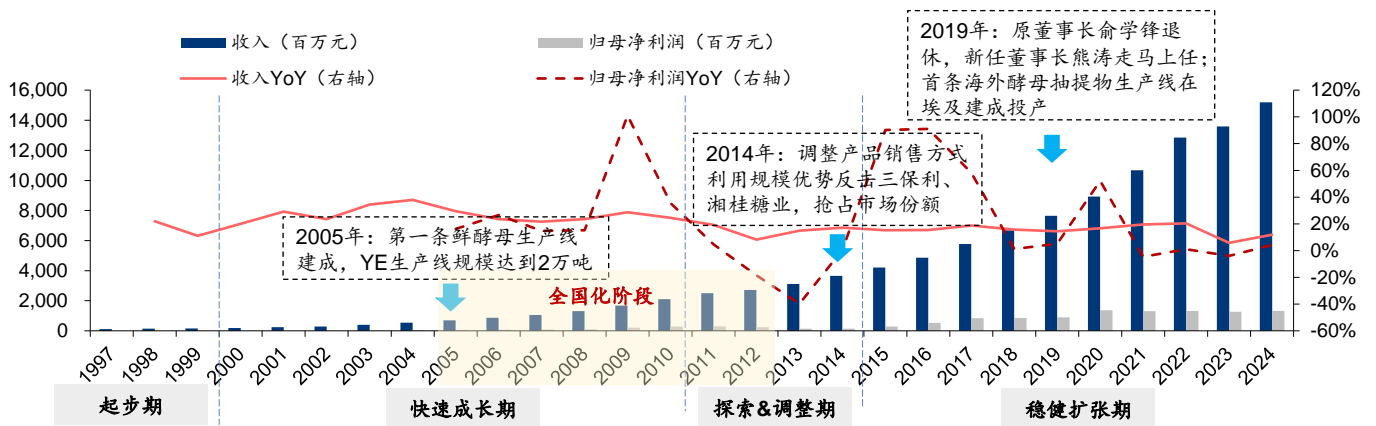
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：2024年全球市场酵母产能格局分布



资料来源：公司公告，华泰研究

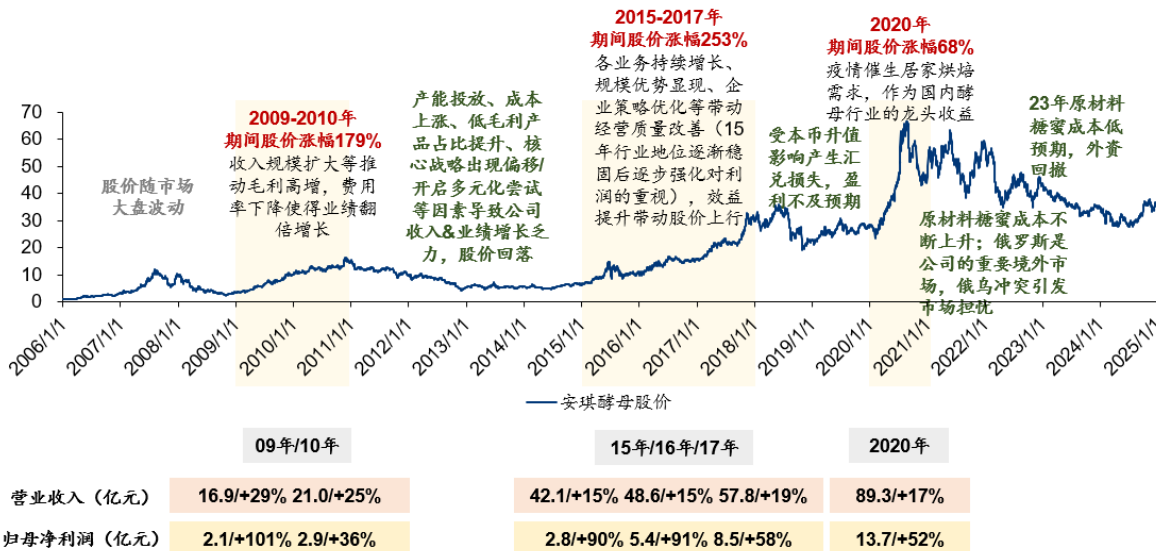
图表3：安琪酵母发展历程



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

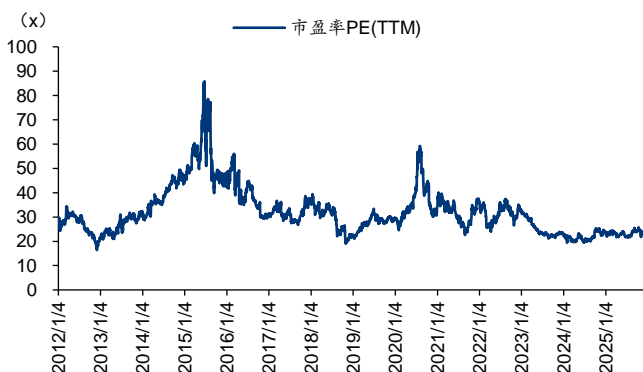
我们对安琪酵母的股价进行复盘：2006年以来，公司共经历了三轮明显的上涨行情，分别为09-10年、15-17年、2020年，对应期间股价涨幅分别为179%/253%/68%，上述阶段公司均受益于经营底部反转，盈利高弹性、业绩表现亮眼，从而带动业绩与估值的戴维斯双击。2020年以后，公司股价呈现波动下行趋势，主要由于主要原材料糖蜜价格高企（国内与海外的糖蜜价格均有压力），叠加消费弱复苏的背景下、国内需求相对平淡，主要竞争对手在国内的新增产能投产、引发国内在部分年份出现价格竞争的情况，此外，俄罗斯是公司的重点境外市场，俄乌冲突后部分国家抵制安琪在俄罗斯工厂的产品，亦引发了市场担忧。我们认为压制因素已在前期充分体现，当下公司经营底部已过，随着新榨季糖蜜成本下行，叠加产能投放的大周期结束，后续公司利润弹性有望显现，公司或落入价值配置区间。

图表4：安琪酵母股价复盘



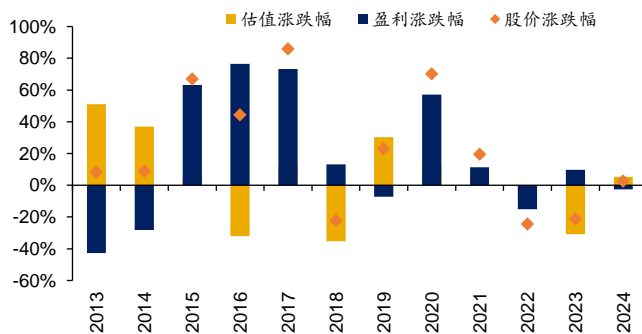
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表5：安琪酵母 PE-TTM 复盘



资料来源：Wind，华泰研究

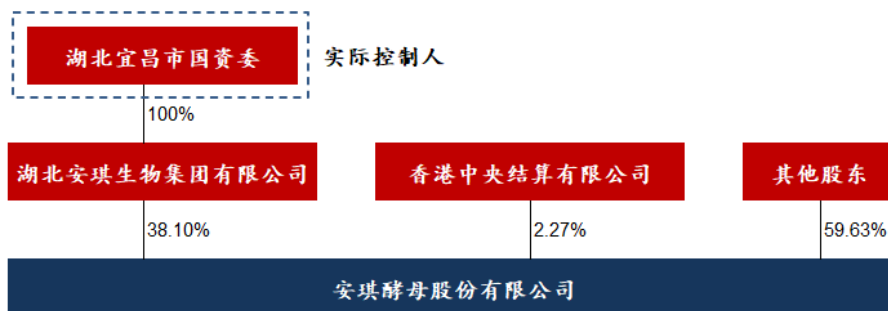
图表6：安琪酵母年度股价复盘



注1：估值涨跌幅参考 PE-TTM；
注2：盈利涨跌幅=股价涨跌幅-估值涨跌幅；
资料来源：Wind，华泰研究

国有控股企业，推行股权激励锚定发展目标，与员工共享发展红利。公司第一大股东为湖北安琪生物集团有限公司，实控人为宜昌市国资委（截至 25Q3，持股比例为 38.10%）。24 年公司推出限制性股票激励计划，拟授予激励对象限制性股票 1147.6 万股，占总股本的 1.32%。激励对象为公司董事、高管、核心技术人员及管理骨干等，覆盖人员广泛。考核目标为以 21-23 年主营业务收入均值（123.15 亿元）为基数，考核 24-26 年收入增速不低於 21%/33%/46%，即 24-26 年主营业务收入同比增长 10%/10%/10%，24-26 年净资产现金回报率（EOE）不低於 21.5%/22%/22.5%，24-26 年资产负债率不低於 51%/53%/55%。

图表7：安琪酵母股权结构（截至 25Q3）



资料来源：Wind，华泰研究

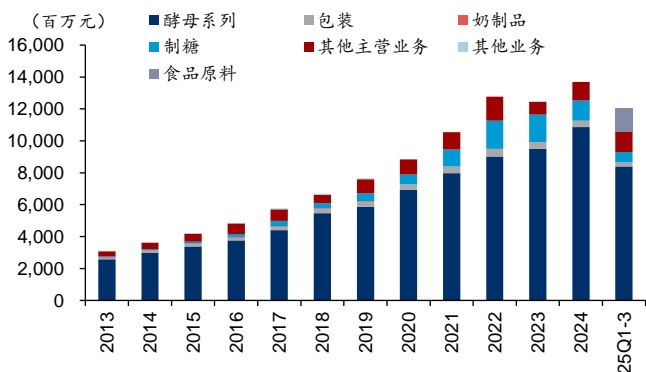
图表8：安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划激励对象及股份分配明细

姓名	职务	授予额度 (万股)	获授权益占授予总量比例	获授权益占总股本
王悉山	董事、副总经理	3	0.26%	0.0035%
覃先武	总工程师、食品 (质量) 安全总监	3	0.26%	0.0035%
吴朝辉	副总经理	3	0.26%	0.0035%
刘劲松	副总经理	3	0.26%	0.0035%
杜支红	副总经理	3	0.26%	0.0035%
覃光新	财务负责人、总经理助理	3	0.26%	0.0035%
高路	董事会秘书、总经理助理	3	0.26%	0.0035%
核心技术人员、管理骨干 (967 人)		1126.60	98.17%	1.30%
合计 (974 人)		1147.60	100.00%	1.32%

资料来源：公司公告、华泰研究

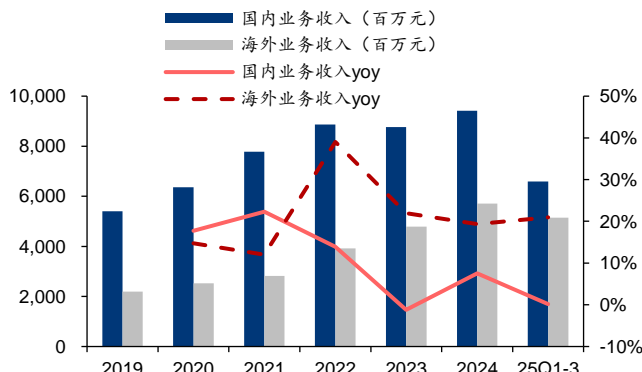
专注酵母主业，下游客户消费粘性普遍较强，公司主要面向粘性更强的 B 端销售，进一步加固护城河。从公司的业务结构来看，25Q1-3 酵母及相关业务收入占比达 71.3%，食品原料业务收入占比 12.3%。类似调味品之于菜品，酵母在发酵过程中属于辅料，成本占比较小，但对于最终产品的好坏起着至关重要的作用。不同的酵母菌除了影响发酵力，还影响食物的风味，在面食发酵中，酵母杂菌控制越好，发酵风味越好，因此下游客户普遍对酵母产品具备比较强的消费粘性。公司目前主要面向 B 端食品生产类客户销售，24 年 B 端销量占比达 80% 左右，C 端占比约 20%。我们认为，B 端客户天然具备更强的粘性，公司抢先发力 B 端，良好的客户结构有力地保障了下游销售的稳定。此外，疫情助力小包装酵母产品的发展，公司已在 C 端客群心中抢占部分消费者心智，后续若家庭烘焙等趋势兴起，公司亦有望从中受益。

图表9：酵母系列业务为主要收入来源



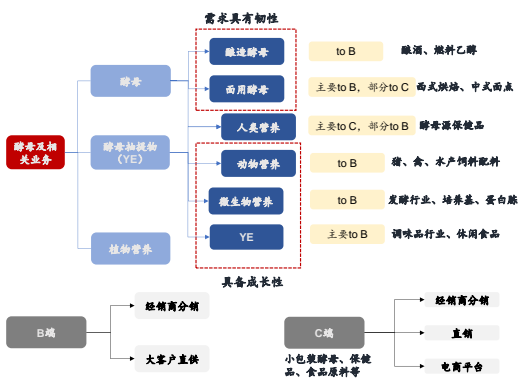
资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：25Q1-3 公司海外收入占比 43.9%



资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：安琪酵母 B、C 端销售渠道布局



资料来源：公司官方微信公众号，华泰研究

图表12：B、C 端销售渠道特征对比

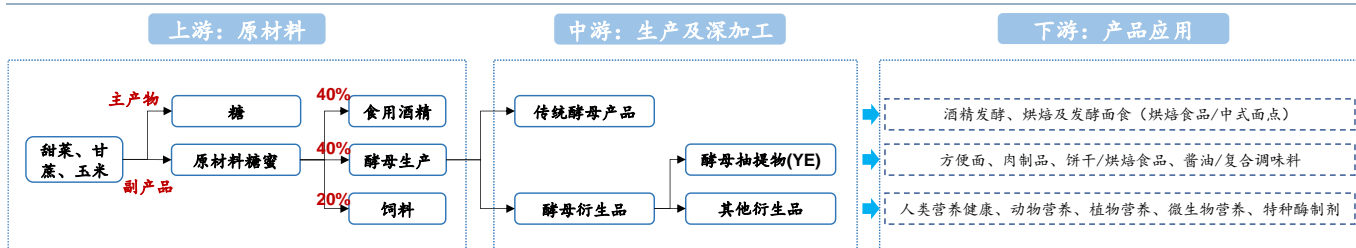
	B 端	C 端
销量占比 (2024 年)	约 80%	约 20%
目标客群	大型食品生产商, 烘焙店、餐饮店等	家庭用户
诉求	采购品质优良的产品, 有配套技术服务, 供应稳定	品质优良、值得信任, 便利性与可得性
核心竞争力	产品品质+技术服务、渠道网络、供应链能力	产品品质、渠道网络、品牌力
毛利率	低	高
费用率	低	高

资料来源：公司公告，华泰研究

探收入：国内需求具备韧性，海外市场大有可为

25Q1-3 公司国内/海外收入占比分别为 56%/44%，我们认为，国内市场中传统酵母具备需求韧性，酵母衍生品存在成长空间，海外市场或为公司未来收入增长的核心驱动。1) 国内市场：国内传统酵母行业已进入平稳发展期，酵母为天然食品，未来增量将主要来自下游烘焙行业的扩容等，行业需求有望保持韧性；酵母衍生品业务中，公司分别于 2003 年、2005 年、2009 年、2012 年陆续成立细分产品事业部，将业务正式延伸到酵母提取物、动物营养、保健品、酶制剂等领域，实现酵母系列产品业务的深度挖掘；2) 海外市场：安琪作为中国食品饮料出海的领军企业，我们看好其凭借制造优势出海，市场开拓空间广阔。目前公司海外市场的团队建设更进一步、对于海外客户的服务能力明显增强，差异化的干酵母产品在海外新兴市场竞争能力较强，俄乌冲突后俄罗斯的糖蜜&能源出口相对困难，使得主要竞争对手在欧洲的生产成本提升，安琪的 YE 等产品在欧洲区域性性价比优势凸显，安琪积极对接大客户，24 年其在欧洲市场的发展明显提速。

图表 13：酵母产业链概况



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

图表 14：安琪酵母护城河



资料来源：华泰研究

国内：传统酵母需求韧性充足，衍生品处蓝海市场

酵母天然且营养，上游联动制糖，下游应用场景丰富。酵母是一种单细胞微生物，可用做天然发酵物质，同时作为一种天然营养物质，可作食用、药用或者饲料用，应用场景丰富。酵母生产以制糖业副产品糖蜜为原料，配以含氮营养源，进行恒温培养制成。酵母产品可分为传统酵母产品和酵母衍生品，前者应用场景包括中式面点、西式烘焙及酒精发酵等，后者包括酵母提取物（YE）、保健品、动物营养、微生物营养及植物营养等。

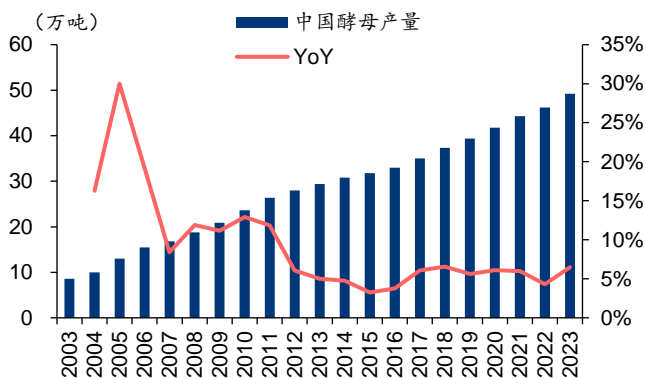
图表 15：酵母行业主要产品及其应用场景

下游应用场景	主要产品	比较优势
传统酵母产品		
烘焙及发酵面食	高活性干酵母等	酵母发酵较老面发酵、化学蓬松技术产品口感更好，且更加健康（无细菌滋生、不破坏食品中营养物质）
酒精发酵	酿酒酵母等	
酵母衍生品		
酵母提取物（YE）	鲜味物质	通过生物技术保留天然营养属性，鲜度更高、降盐淡盐、耐受性强
人类营养（保健品）	酵母蛋白粉、益生菌、酵母硒等	酵母营养具备“三低四优”的特点，低脂、低糖、低胆固醇；且富含优质完全蛋白、功能膳食纤维、活性物质以及锌硒铬镁等矿物质
动物营养	饲料营养添加剂（酵母硒、酵母水解物等）	政策红利，抗生素受限下酵母源生物饲料凭借增强动物免疫力的功效有望受益
其他	食品、护肤品等的营养添加成分	天然营养元素，同时含有多种有益肌肤的细胞因子，SK-II 神仙水、兰蔻小黑瓶、雅诗兰黛小棕瓶等高端护肤品均添加有酵母精华

资料来源：公司官网，天猫商城，华泰研究

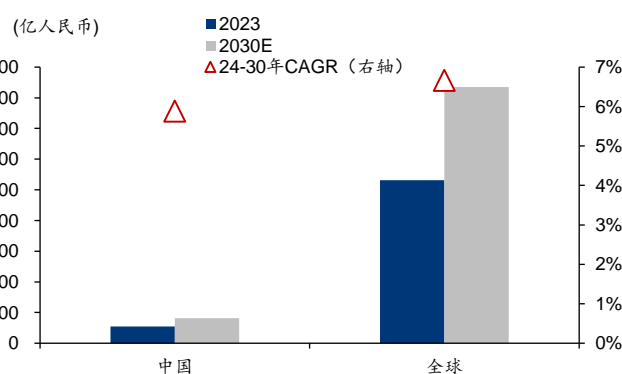
国内传统酵母市场已进入需求平稳期，未来增量或主要来自烘焙行业的增长等。传统酵母包括面用酵母、烘焙酵母、酿酒酵母等，据观研天下，2022 年中国酵母的下游需求结构中，烘焙食品/中式面点/酒类/其他分别占比 36%/37%/26%/1%。据中国生物发酵产业协会，2023 年国内酵母产量达到 49.2 万吨，对应 16-23 年 CAGR 为 5.9%，国内传统酵母市场已发展至相对成熟阶段。据中研网，2023 年中国酵母行业规模已达 55 亿人民币，预计 2030 年有望扩张至 82 亿人民币，对应期间 CAGR 约 6%。下游烘焙行业仍处于扩容阶段，有望持续贡献烘焙酵母增量需求。同时，全球酵母市场预计也将呈现稳健增长态势，IMARC Group 预测 2023 年全球酵母市场规模为 532 亿人民币（对应中国酵母市场占全球规模的 ~10%），2030 年有望达 835 亿人民币，对应期间 CAGR 约 7%，在技术革新、产业链升级及消费需求持续改善的推动下，全球酵母行业存在结构性扩张和升级机会。

图表 16: 国内酵母产量及增速: 16-23 年 CAGR=5.9%



资料来源: 中国生物酵母产业协会, 酵母工业, 华泰研究

图表 17: 中国及全球酵母行业规模对比



资料来源: 中研网, IMARC Group, 华泰研究

酵母抽提物 (YE) 是更加天然的增鲜提味物质，最大的优势在于可在提鲜的同时满足减盐、降糖、减脂的需求。 YE 是指以食用酵母为原料，将酵母细胞内的蛋白质降解为氨基酸和多肽，将核酸分解为核苷酸的产物，是酵母的深加工产品。YE 具有鲜香及肉香味，主要用途为提味增鲜、平衡异味，广泛运用于各类调味品及食品加工。作为纯天然食品配料，YE 较味精、鸡精等传统增鲜物质存在两点优势：**1) 天然属性、更加健康：**YE 是从酵母中提取的天然物质（在我国标准《酵母加工制品 GB/T20886.2》中被定义为食品属性），包含 18 种以上氨基酸、多种微量元素和维生素等有效成分，而味精为以谷氨酸钠为主要成分的化工添加剂；**2) 提鲜的同时实现减盐、减糖、减脂：**YE 可以增强人体味觉中的鲜味受体接收功能，增强鲜味感知时间，进而帮助消费者日常饮食中在减少盐分摄入的同时感受到相同程度的咸味。

健康化趋势下 YE 具备对味精等传统/非天然鲜味物质的替代潜力，未来增长空间广阔。 伴随着消费者健康意识增强，YE 有望逐步完成市场导入，下游渗透率在低基数下具备较大提升空间（据产业信息网，23 年欧美 YE 已占鲜味剂市场份额的 40%+）。YE 的下游应用场景广泛，我们汇总了酱油、食醋、调味酱、方便面、饼干、肉制品等重点下游行业，并按照产业信息网给出的添加量指引（取中值预测），测算得国内 YE 空间近 40 万吨，较当国内国内的 YE 产能仍有充足的空间。安琪酵母为全球最大的 YE 生产商，已奠定市场领先地位，有望最大程度享受行业扩容红利。

图表18: YE 下游需求空间及敏感性分析: 对标欧美, 国内 YE 市场空间预计接近 40 万吨

调味品									
酱油产量 (万吨)	795	添加比例		0.3%-1.5%					
渗透率	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	0.36	0.50	0.64	0.79	0.93	1.07	1.22	1.36	7.16
食醋产量 (万吨)	435	添加比例		0.1%-0.5%					
渗透率	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	0.07	0.09	0.12	0.14	0.17	0.20	0.22	0.25	1.31
调味酱 (万吨)	444	添加比例		0.5%-5.0%					
渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	0.56	1.11	1.67	2.22	2.78	3.33	4.44	5.55	11.11
调味用鸡精及味精 (万吨)	268	假设按照1:3置换味精及鸡精需求							
渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	4.47	8.93	13.40	17.87	22.33	26.80	35.73	44.67	89.33
食品加工									
方便面产量 (万吨)	439	添加比例		0.5%-2.5%					
渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	0.33	0.66	0.99	1.32	1.65	1.98	2.63	3.29	6.58
速冻食品产量 (万吨)	1035	添加比例		0.2%-0.6%					
渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	0.21	0.41	0.62	0.83	1.04	1.24	1.66	2.07	4.14
饼干及坚果炒货 (万吨)	908	添加比例		0.2%-0.5%					
渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	0.18	0.36	0.54	0.73	0.91	1.09	1.45	1.82	3.63
肉制品 (万吨)	1775	添加比例		0.2%-0.8%					
渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	100%
对应YE潜在需求量 (万吨)	0.44	0.89	1.33	1.78	2.22	2.66	3.55	4.44	8.88
合计	6.6	13.0	19.3	25.7	32.0	38.4	50.9	63.4	132.1

注1: 以上均为 2023 年产量, 并保守假设 2023 年后下游应用市场规模不增长 (实际情况预计好于此假设);

注2: YE 添加比例参考产业信息网 (我们取中值预测需求量);

注3: 上表为对 YE 主要下游市场空间测算, 可能因下游覆盖不全、部分假设与实际存在差异导致测算误差;

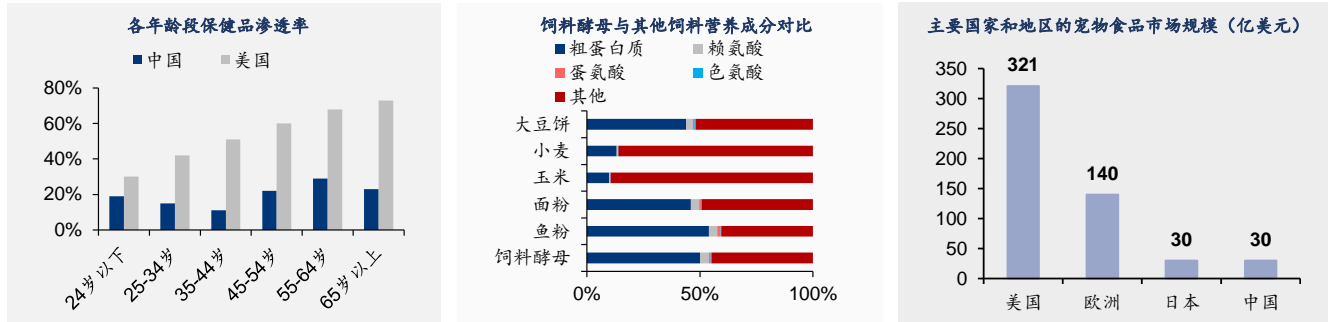
资料来源: 国家统计局, 产业信息网, 智研咨询, 华泰研究

营养产品可具体细分为人体营养 (主要应用于保健品当中)、动物营养 (缓解我国蛋白饲料不足的困境)、植物营养及微生物营养等。

酵母应用于保健品当中, 具备多种优势、开发前景广阔。相比发达国家, 我国营养健康食品人均消费量较低 (对比美国, 我国各年龄段的保健品渗透率都与之存在较大差距), 酵母、富硒酵母在保健食品中的应用具有广阔的开发前景。酵母应用于保健品当中, 具备“三低四优”的特点, 低脂、低糖、低胆固醇; 且富含优质完全蛋白、功能膳食纤维、活性物质以及锌硒铬镁等矿物质。

酵母应用于动物营养, 缓解我国蛋白饲料不足的困境。酵母时常被用作畜牧业、禽业蛋白饲料, 饲养价值高, 能有效缓解我国蛋白质饲料不足的困境。相较其它饲料, 饲料酵母含有 50% 的粗蛋白质含量, 可作为蛋白饲料添加到配合饲料中。除高蛋白质含量外, 饲料酵母还富含多种氨基酸, 适合作为畜禽饲料。据公司官网, 安琪在国内率先推出饲用高活性干酵母、酵母水解物、酵母硒、酵母细胞壁等酵母源饲用产品和应用技术, 广泛应用于畜禽、水产、反刍、特种养殖、宠物喂养等领域。

图表19: 酵母在人体营养及动物营养中的应用值得期待 (以下均为 24 年数据)

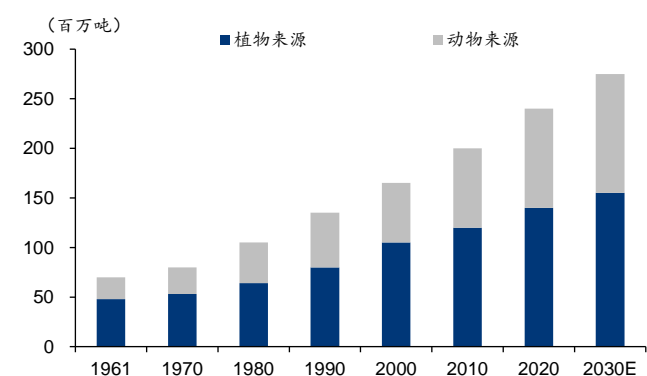


资料来源: 欧睿, 产业信息网, 华泰研究

酵母用于植物营养具有多种益处，其在微生物营养中的效用有待持续开发。酵母富含有机酸、氨基酸、维生素和酶等多种对植物生长有益的营养物质，还含有锌、铁、镁和硼等微量元素，这些物质能为植物提供全面的养分，帮助植物更好地利用土壤中的养分，对植物的健康生长和开花至关重要。此外，生物发酵产业是国家战略性新兴产业，是生物制造的基础产业，据东方药师研究院，2023 年我国生物发酵行业主要产品总产量 3200 万吨，同比+2.3%，总产值近 2780 亿元，同比+3.1%，酵母在微生物营养中的应用仍有新领域有待开发。

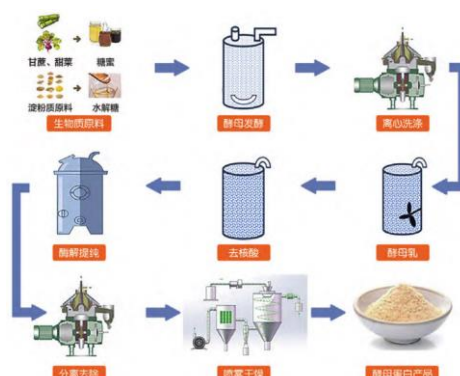
全球市场对蛋白质的需求快速增长，酵母蛋白被视为新型蛋白质明星、领航“新食代”。随着世界人口不断增长，人均蛋白质需求量和全球蛋白质消费量逐年增加，由于传统蛋白质供应不足，寻找可持续的、环境友好的优质蛋白质，是全球争相克服的重点。酵母蛋白因营养价值高（营养全面）、生产高效、来源安全、环境友好、不受季节&地区等因素干扰，是优质的可持续替代的蛋白产品。据中国农业科学院，我国优质蛋白的自给率不足 60%；海关总署数据显示，我国对大豆的进口依存度长期超过 80%，2024 年进口量达 1.05 亿吨，其中美国大豆占比约 20%，2025 年以来的关税战导致进口大豆成本显著上涨。据中国食品工业杂志，2023 年 11 月酵母蛋白在我国被批准为新食品原料（2023 年第 10 号公告）。酵母蛋白的生产不仅能有效提高生产效率，并能降低碳排放（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%）、节约耕地和淡水资源，在可持续性和环境友好方面具有显著优势。现在的工业化生产线已经形成了“糖蜜-水解糖-酵母-酵母蛋白-酵母发酵液-肥料-农作物”的闭环生态产业链，环保性较强。

图表20：全球蛋白质的年需求量



资料来源：共研产业咨询，华泰研究

图表21：酵母蛋白产品生产的全过程流程图



资料来源：中国食品工业杂志 24 年第 9 期《酵母蛋白：解锁休闲食品营养美味新密码》李库，华泰研究

海外：新兴市场开拓加速，发达国家实现突破

据华经产业研究院，2023 年全球酵母市场规模~73 亿美元（约合 532 亿人民币），产能约为 200 万吨，全球来看，酵母消费市场发展尚不平衡。

- 1) 欧洲市场（酵母市场规模约 30 亿美元）：作为全球最成熟的酵母消费区，鲜酵母在烘焙场景的渗透率较高。竞争层面，英联马利、乐斯福等国际巨头占据 60%+ 的市场份额，同时，部分区域性品牌凭借本土化配方在意大利披萨酵母、德国黑麦面包酵母等细分领域形成差异化竞争优势。
- 2) 美洲市场（酵母市场规模约 22 亿美元）：美国酵母市场集中度较高，CR3 合计市占率超 70%，主要采用“酵母+预制烘焙解决方案”模式，即提供整合了酵母产品及预混或半成品烘焙配方、工艺和相关服务的综合产品与服务体系，以帮助烘焙企业实现标准化、提高生产效率、降低操作的复杂性；墨西哥市场受益于中美产业转移，烘焙加工品需求增长较快。
- 3) 亚太市场（酵母市场规模约 18 亿美元）：中国以超过 10 亿美元的市场规模领跑亚洲酵母市场，安琪酵母 2024 年市占率~55%（按产能）；东南亚为亚洲酵母行业的重要增长引擎，因湿热气候对鲜酵母运输的天然限制，故干酵母的适用性更广；日本酵母市场则呈现高端化趋势，功能性酵母（如低嘌呤、高谷胱甘肽）产品溢价可观。

4) 新兴市场 (中东、非洲等新兴发展中国家): 埃及、沙特等中东国家酵母需求增长稳健, 但基础设施短板突出, 如埃及冷链覆盖率较低, 致干酵母占比超 95%; 非洲酵母市场尚处萌芽期, 有望享受人口增长的红利。

图表22: 全球酵母行业消费特征

国家/地区	酵母市场规模	下游消费特点	偏好酵母种类	酵母市场发展态势	竞争格局
欧洲					
英国	成熟	注重传统与创新, 偏好 高品质 、健康及工艺面包	活性干酵母为主; 部分传统面包店仍使用鲜酵母	稳定增长 , 手工及清漆标签产品热度上升	国际品牌与本土优质企业并存, 竞争较激烈
德国	成熟	工业化程度高, 强调 产品稳定性 与高效物流	活性干酵母占主导	技术革新推动产品高端化, 市场保持 平稳增长	主要由 跨国企业主导
法国	可观	传统面包文化浓厚, 重视 手工艺 和产品风味	传统烘焙中鲜酵母为主, 现代化生产逐步转向干酵母	传统与现代工艺结合, 市场增长稳健	本土老牌与国际供应商共同参与竞争
意大利	中等	以披萨和各类面包为主, 重视 地域传统 和风味特色	工业生产中以活性干酵母为主	创新与健康需求推动细分市场发展	市场较分散 , 区域性品牌较多
西班牙	中等	倾向于 健康、有机及特色 烘焙产品	主要使用活性干酵母	随消费观念转变, 市场有望保持 中高速增长	本土生产商与国际企业共存
俄罗斯	中等	气候严寒, 物流距离远, 消费较传统、价格较敏感	干酵母为主	增长潜力存在但 受宏观经济波动影响较大	市场较分散 , 竞争逐步向品牌效应集中
美洲					
美国	大且成熟	高度依赖 加工食品 与便利食品, 注重营养与健康	活性干酵母占主导	稳定增长, 创新驱动新产品推出	由大型跨国企业主导, 竞争格局较集中
加拿大	成熟	消费者注重食品安全、品质及有机健康食品	主要使用活性干酵母	增长平稳, 绿色、可持续产品需求上升	国际品牌占主要份额, 竞争激烈, 产品多样化
墨西哥	新兴市场	中产阶级崛起对 烘焙食品需求上升	干酵母	快速扩张, 产品升级和品牌意识提升明显	本土与国际品牌共存, 竞争向品牌整合发展
巴西	南美最大	环境高温潮湿, 面包及加工食品消费广泛	干酵母	市场稳步增长, 向高端、有机和特色产品拓展	本土与国际品牌共存, 近年整合趋势明显
阿根廷	较小	传统面包文化浓厚, 消费者对 传统风味 有较高需求	干酵母	受经济波动影响较大	本土企业主导, 国际品牌渗透逐步增加
东亚					
中国	亚洲最大	传统面食和西式烘焙 需求兼有; 对品质与健康要求提升	传统上中式糕点酵母为主, 工业化生产干酵母为主	增长稳定, 未来需求将向高端及衍生品延伸	国内龙头安琪酵母占据主导优势
日本	中等	食品烘焙技术领先, 传统工艺与现代快餐文化并存	活性干酵母为主; 部分高端或手工烘焙采用鲜酵母	平稳增长, 侧重于高端化、个性化与健康化	本土与国际品牌共存, 格局较为集中
韩国	中等	传统与西式需求兼有; 强调产品一致性和物流便利	干酵母占主导	对新型高附加值产品兴趣增加	本土与国际品牌共存, 竞争较为稳定
东南亚					
新加坡	较小	高端进口 食品比例较高, 烘焙文化逐步普及	干酵母, 东南亚气候环境高温潮湿, 不适合鲜酵母	作为贸易中心将继续引进高品质产品	国际品牌主导, 本地生产较少
马来西亚	中等	既有传统餐饮也有现代烘焙需求, 注重性价比 与安全	干酵母	伴随城市化及中产阶级扩大带来烘焙消费增长	竞争相对分散, 总体集中度尚低
印尼	较大	消费层级分化明显, 烘焙和快餐市场发展迅速	干酵母	较高增速 , 在人口红利及城镇化持续推进	国际品牌与本土企业并存, 市场竞争逐步加剧
泰国	中等	消费习惯多样, 既注重传统风味, 也接受现代烘焙产品	干酵母	受旅游业和餐饮升级带动, 烘焙产品需求 稳步增长	国际品牌高端占优, 本土厂商耕耘传统市场
越南	正快速扩大	价格敏感, 传统饮食对发酵食品需求稳固	干酵母	受益于城市化和消费升级, 未来增长潜力较大	竞争较分散, 国际品牌正逐步进入
中东					
沙特	较大	对进口优质食品需求较高, 注重食品安全、健康和营养	干酵母	烘焙及便利食品市场需求稳定	国际知名品牌在高端市场占据主导
阿联酋	中等	既有传统中东食品, 也大量消费西式烘焙食品	干酵母	市场稳定成熟, 依托完善的物流和贸易网络	国际品牌占据较大市场份额
埃及	快速增长	以传统面食、烘焙食品为主, 价格敏感度较高	干酵母, 原材料(如甘蔗、甜菜)丰富	市场扩张较快, 烘焙及便利食品消费升级明显	国际品牌与本土企业并存, 目前为整合阶段
以色列	较小	食品工业高度现代化, 消费者注重品质、创新与健康	干酵母	增长温和, 侧重于高端及功能性食品的创新与升级	国际品牌主导高端, 本土企业占据细分领域

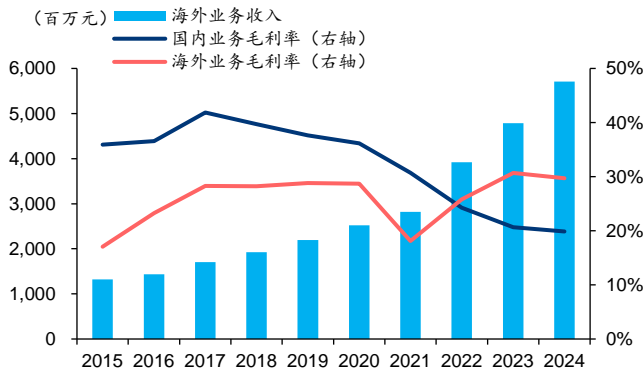
资料来源: 乐斯福官网, 英联马利官网, 华泰研究

伴随国内市场趋于饱和, 安琪将触角伸向更广阔的国际市场, 我们认为安琪走出国门具备三方面益处: 1) 获取更低的糖蜜、能源、人工成本: 俄罗斯等海外地区盛产甜菜和甘蔗, 为酵母生产提供了充足的原材料且价格更为低廉, 埃及人工成本更低, 俄罗斯的能源成本具备竞争优势; 2) 降低运输成本: 通过布局海外, 安琪大大缩短了与海外消费者之间的运距、减少运输成本; 3) 节省税负: 埃及出口欧洲免税, 国内出口需要 15% 的关税; 俄罗斯与欧洲、拉美等多个国家存在关税减免的优惠。

差异化、性价比构成安琪出海的核心优势。1) 干酵母的差异化优势: 新兴市场国家的酵母使用习惯仍在培育期, 且冷链运输条件相对落后, 保质期相对更长、无需冷链运输的干酵母产品更加匹配新兴市场运输条件及消费者使用习惯。2) 产品性价比优势相对突出: 背靠国内市场相对低廉的原料、劳动力等, 目前安琪海外产品相较乐斯福/英联马利等主要竞争对手仍有一定的价格优势。

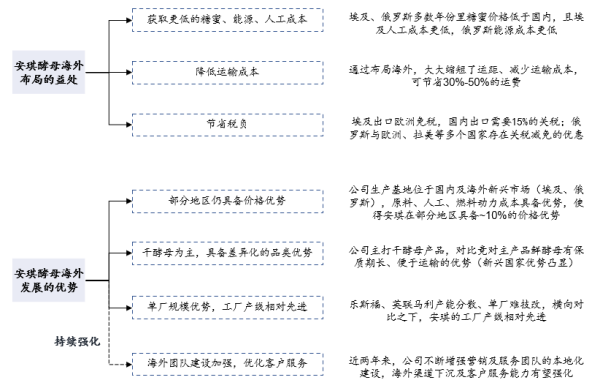
从竞争格局来看, 据华经产业研究院, 24 年全球酵母总产能超 210 万吨, 乐斯福、安琪、英联马利分列行业前三位, CR3>70%, 呈现“金字塔型”结构: 顶层(乐斯福、英联马利) 掌控高端应用标准; 中层(安琪酵母) 聚焦规模化生产; 底层区域性企业依赖价格优势竞争。当前安琪的海外需求主要依赖国内生产及埃及&俄罗斯的产能供给, 随着海外产能的不断扩张, 公司海外业务的盈利能力也逐步趋于稳定。公司早期采用营销网点布局开拓新市场, 13 年后、海外产能逐步释放, 公司逐渐摆脱了单一的内产外销模式, 本地产能实现降本增效、运输费用大大收缩, 叠加产品矩阵扩张, 公司海外业务的毛利率显著提升; 22 年以来, 随着公司海外业务持续扩张及糖蜜成本下行, 公司海外业务的毛利率再度提升。

图表23: 15-24年安琪海外业务收入及毛利率变化趋势



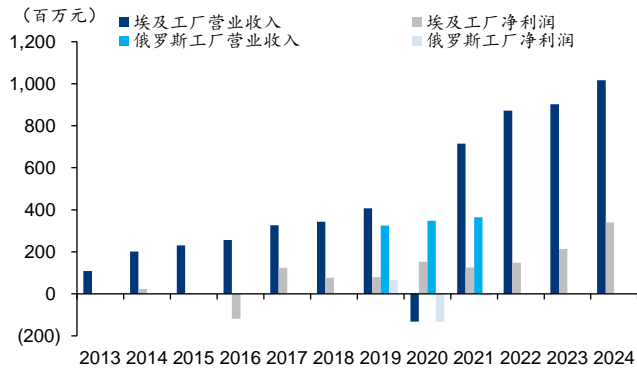
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表24: 安琪酵母出海解读



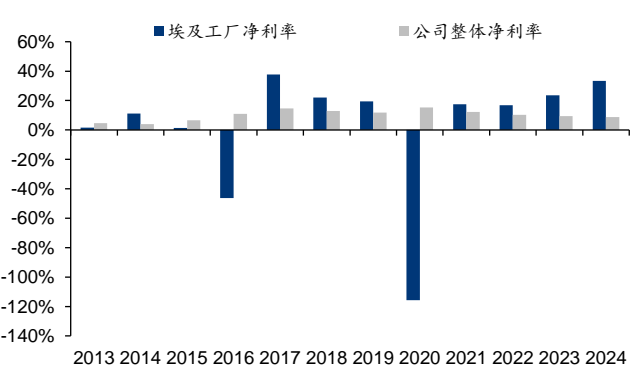
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表25: 安琪埃及工厂与俄罗斯工厂的收入&净利润情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表26: 21-24年安琪埃及工厂的净利率显著高于公司整体



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表27: 安琪酵母 vs 乐斯福 vs 英联马利

	安琪酵母	乐斯福	英联马利
全球产能占比 (2024年)	22%	35%	14%
毛利率 (2024年)	29.5% (酵母系列业务毛利率)	弗若斯特沙利文预估为30%-35% (预计高于安琪的主要原因为技术溢价、产品结构优化等)	弗若斯特沙利文预估为25%-30%
产品价格	干酵母产品为主, 售价低于乐斯福和玛利主流的鲜酵母产品	中高端定位, 产品均价较高, 主因技术附加值较高	竞争性定价, 产品售价贴近市场水平
相对优势	1. 中国本土龙头, 市占率较高; 2. 政府支持, 原料(糖蜜)资源丰富; 3. 产品线全, 覆盖面广	1. 全球技术领导者, 研发实力较强; 2. 品牌历史悠久, 深耕高端烘焙/营养健康领域; 3. 全球布局均衡	1. 英联食品旗下, 资金与渠道资源较强; 2. 全球产能布局广, 供应链高效; 3. 面向工业客户, 可提供丰富的解决方案
相对劣势	国际化程度低于另外两大巨头; 高端技术积累仍有差距	在价格敏感市场竞争力相对弱	品牌知名度弱于乐斯福; 创新产品推出速度相对慢

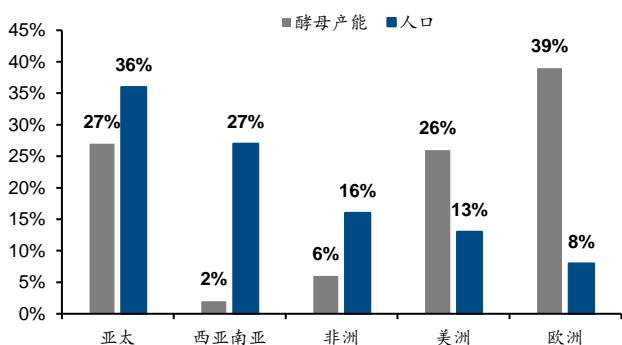
资料来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文, 乐斯福官网, 英联马利官网, 华泰研究

公司在海外的组织架构与团队配置上进一步完善, 推动渠道下沉。此前公司在海外市场几乎没有常驻员工, 因此无法开发中小型客户, 往往通过单一大客户或单一经销商实现对海外市场的客户对接, 整体出海的方式偏向粗放。近两年来, 公司加大海外销售子公司的布局力度, 先后公告设立新加坡、墨西哥、美国、德国等子公司, 增强营销及服务团队本地化建设, 可以以比较低的投入换得持续的渠道下沉、进而带动公司在海外的收入增长。公司销售团队本地化的目标是实现渠道精耕、更加下沉, 叠加我国国内总部的协调与产品&技术支持, 共同提升对海外客户的服务能力。后续针对高增进程中的东南亚市场, 安琪或可复制国内“技术服务站”模式, 联合当地经销商提供烘焙培训, 强化渠道渗透。

新兴市场：需求空间广阔，干酵母产品具备优势

全球酵母产能与人口分布错配，海外市场存在结构性机会，新兴国家需求空间广阔，干酵母产品具备优势。作为必需品，酵母市场规模与人口密集度和出生率正相关，南亚、撒哈拉以南非洲、中东与北非、拉美与加勒比海等地区人口基数较大，且人口增速相对较快，为酵母新兴市场。据公司 2023 年年报，2023 年酵母行业产能主要集中在市场相对成熟、增长潜力相对有限的欧美地区，超过总产能的一半，酵母产能和需求的不匹配给予了酵母企业新的发展机会，酵母使用习惯尚处于培育阶段的新兴市场或将成为传统酵母产品的主要机会点。中东、非洲、西亚/南亚等区域均有吃发酵面食的习惯，同时具备人口红利，随着发展中国家生活水平提升，酵母有望加速替代传统发酵方式，考虑发展中国家并无发达的冷链运输条件，安琪的优势产品干酵母更适合在发展中国家渗透，叠加安琪逐步建立起海外工厂的成本优势，在海外市场尤其是新兴国家市场具有较大的提升空间。

图表28：2023 年全球酵母产能与人口分布错配



资料来源：公司公告，华泰研究

图表29：鲜酵母与干酵母特点比较

	鲜酵母	干酵母
含水量	65%-73%	7%-8%
使用量	2.5%-3%	面包1%，包子馒头0.5%
保质期	约20天	2年
储存温度	0-4摄氏度冷藏（不高于6摄氏度）	
运输条件	0-4摄氏度，运输半径较小	宽松，常温，运输半径较大
使用方法	揉匀后直接同面粉混匀	直接同面粉混匀
活细胞率	95%+	85%
工厂规模	较小，3000-5000吨	较大
主要生产厂商	乐斯福、英联马利等	安琪酵母

资料来源：产业信息网，华泰研究

经我们测算，我们认为海外新兴市场的酵母需求在 127.5 万吨左右（由于数据可得性，我们基于 2021 年起下游市场不增长的假设进行保守测算，但随着新兴市场人口增长，下游需求仍有望保持稳健增长，故实际空间或高于测算值）。据公司 24 年年报业绩会，24 年在除中国以外的地区，安琪在全球的市占率不足 10%，若安琪在海外新兴市场的市占率提升至 20%，则对应安琪海外的销量有望达 25.5 万吨。据欧睿、OIV 及国家统计局数据，2021 年全球烘焙及面食/烈酒/啤酒/葡萄酒的产量分别为 20520/1610/18600/2340 万吨，按照 1%/0.1%/0.05%/0.07%的酵母添加量计算，测算得全球酵母需求量~231.7 万吨，其中海外新兴市场酵母需求量~127.5 万吨（据前瞻产业研究院，2021 年新兴市场烘焙及面用酵母/烈酒酵母/啤酒酵母/葡萄酒酵母的需求量约占全球的 57%/30%/40%/40%）。若安琪在海外新兴市场的市占率提升至~20%，则其在海外新兴市场的销量将达到~25.5 万吨左右，较 2025 年公司在海外的销量~15 万吨仍有充足的提升空间。

图表30：海外新兴市场的酵母需求：空间测算及敏感性分析

下游全球产量 (万吨)	对应酵母需求 (万吨)	其中：海外新兴市场酵母需求 (万吨)	安琪海外新兴市场市占率假设					
			10%	15%	20%	25%	30%	
烘焙及面用酵母	20,520	205.2	117	11.7	17.6	23.5	29.4	35.2
烈酒酵母	1610	4.8	1.4	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
啤酒酵母	18600	16.7	6.7	0.7	1.0	1.3	1.7	2.0
葡萄酒酵母	2340	4.9	2.0	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
合计		231.7	127.5	12.8	19.1	25.5	31.9	38.3

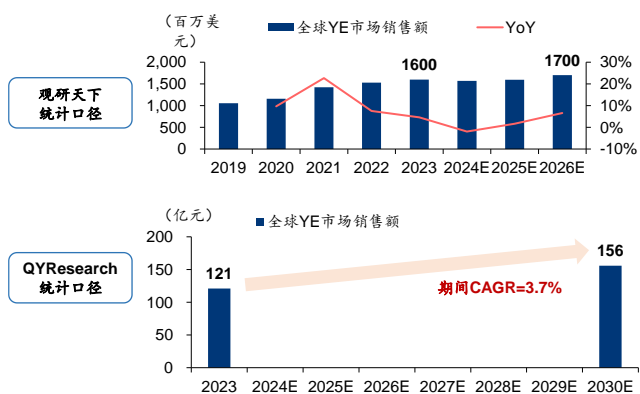
资料来源：WHO，国家统计局，前瞻产业研究院，欧睿，OIV，公司公告，华泰研究

除差异化品类优势以外，我们亦看好公司在海外新兴市场复刻国内的成长路径，逐步从性价比优势向渠道及服务优势转变。公司主打干酵母产品，对比竞争对手的鲜酵母产品保质期更长、便于运输。复盘安琪国内的成长路径，其最开始凭借领先的产品性价比发力农村市场，逐步深耕并向大城市渗透，公司的核心竞争优势亦逐步从价格优势向渠道及服务优势转变。展望海外新兴市场，我们看好安琪复刻在国内的成长路径不断增强营销及服务团队的本地化建设，海外渠道下沉及客户服务能力有望强化。

成熟市场：YE 产品性价比优势凸显，积极对接大客户

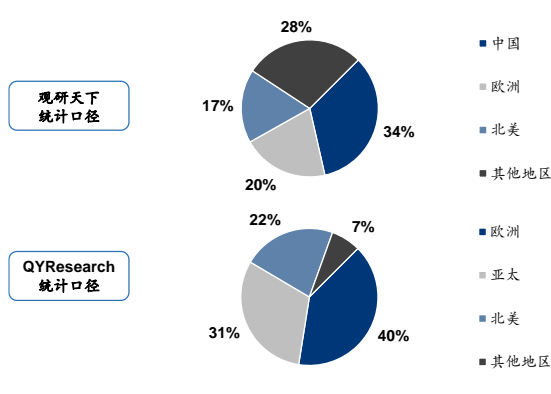
酵母抽提物行业的发展与经济发展息息相关，伴随公众健康意识提升，YE 在鲜味剂市场的份额有望不断提升。据观研天下，2023 年全球 YE 市场销售额达到了 16 亿美元（约合 117 亿人民币），对应 19-23 年 CAGR 为 10.9%，预计 2024 年阶段性受到经济需求弱化影响，但后续仍有望回归正增通道，预计 26 年全球 YE 市场销售额将达到~17 亿美元（约合 125 亿人民币），对应 24-26 年 CAGR 为 2.0%。分区域来看，我国凭借庞大的消费基础和生产能力、成为全球 YE 市场增长的重要引擎，2023 年我国已成为全球最大的 YE 消费市场，对应市场规模 4.2 亿美元（约合 31 亿人民币，占比~28%）；此外，欧美等发达国家亦为 YE 的主要消费市场，据观研天下，2023 年欧洲/北美的 YE 消费分别占全球的 20%/17%；据产业信息网，23 年欧美 YE 已占鲜味剂市场份额的 40%+。

图表31：全球 YE 市场销售额及增速预测



资料来源：观研天下，QYResearch，华泰研究

图表32：23 年全球 YE 市场区域分布



资料来源：观研天下，QYResearch，华泰研究

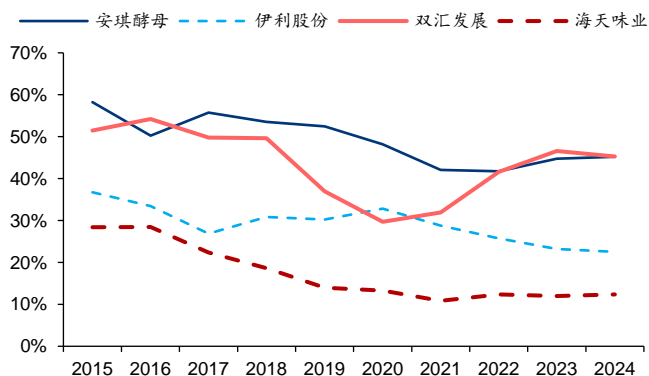
生产端来看，中国与欧洲是全球 YE 主要的生产基地，竞争格局相对集中。据观研天下，2023 年在全球 YE 市场中，中国的生产规模最大、占比达 46%，其次为欧洲（占比 27%），安琪逐渐成为推动全球 YE 产品生产增长的关键力量。从全球市场来看，YE 厂商主要分为三个梯队，据观研天下，第一梯队厂商包括安琪、乐斯福和帝斯曼，2023 年合计市占率为 65%，第二梯队厂商包括 Biorigin、英联马利、Leiber GmbH 等，2023 年合计市占率为 12%，第三梯队的小厂商合计市占率为 22%，竞争格局相对集中。

俄乌冲突后俄罗斯的糖蜜&能源出口相对困难，使得主要竞争对手在欧洲的生产成本提升，安琪的 YE 等产品在欧洲区域性价比优势凸显，成功切入雀巢、联合利华等大客户的供应，2024 年安琪在欧洲市场的发展明显提速，后续有望维持稳健较快增长。俄乌冲突后欧洲各国对俄罗斯从多个维度进行出口限制，俄罗斯的糖蜜&能源出口相对困难，使得主要竞争对手在欧洲的生产成本提升，安琪生产的 YE 等产品在欧洲区域性价比优势凸显，成功切入雀巢、联合利华等大客户的供应。我们认为，B 端购买者（尤其是上述 B 端大客户）为保证产品口味、质量的稳定性，避免口味转换带来的终端客户流失风险，往往对 YE 的品质、供应的稳定性等有更严格的要求，一旦切入、便产生了较强的粘性。叠加公司海外销售团队逐步完善，客户服务与需求响应速度有望进一步提升，公司在成熟市场亦有广阔的发展空间。

产能：高资本投入增强行业壁垒，产能扩张提供增长保障

安琪作为国内酵母行业的先行者，具备先发优势，同时行业本身具备高资本投入等特点，使得后来者进入难度较大。**1) 重资产、建设周期长、资金投入大。**酵母生产线建设需要投入大量资金，属于重资产行业，以云南普洱项目为例(据公司2021年非公开发行A股预案)，年产2.5万吨的酵母生产线需要投资5.4亿元，建设期预计为2年。**2) 环保要求日趋严格，污水处理成本较高。**随着环保政策趋严，较高的环保费用促使生产规模小、技术水平落后的企业被逐渐淘汰。**3) 公司受益于规模效应，不断降低单位生产成本。**随着规模的扩大，公司在原材料采购及生产过程中有更低的单位生产成本，规模效应进一步构筑成本护城河。

图表33：固定资产占总资产比重对比：安琪 vs 其他食品龙头



资料来源：Wind，华泰研究

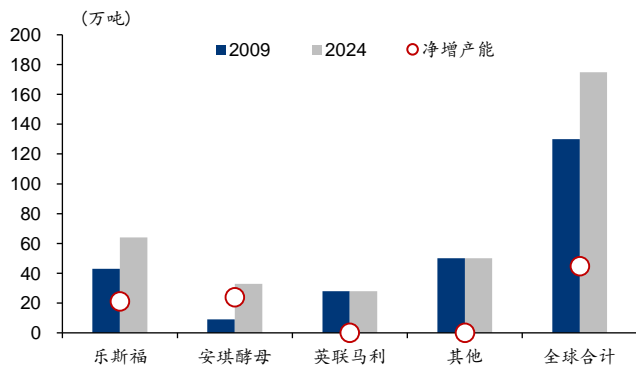
图表34：安琪酵母/乐斯福/英联马利国内工厂分布（截至24年）



资料来源：英联马利官网，乐斯福官网，安琪酵母公告，华泰研究

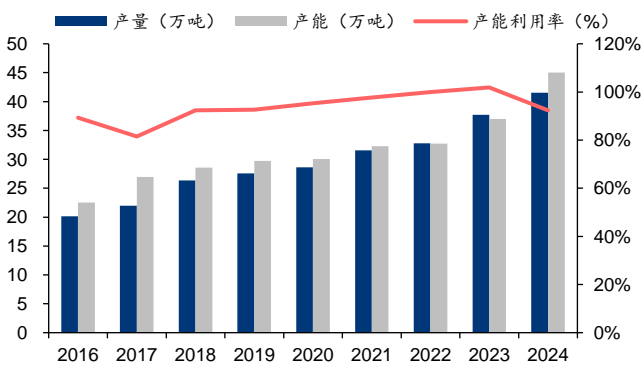
安琪作为酵母行业产能扩张的主力军，2024年酵母系列产品总产能超过45万吨，2030年之前规划产能约60万吨，产能扩张料将缓解供需矛盾，助力公司挖掘更广阔的市场空间。放眼全球，安琪已成为全球酵母类产能扩张的主力军，但目前海外市场的供应仍需要国内产能出口。据公司反馈，2030年之前，公司的产能目标对标乐斯福(对应约60万吨产能)，2024年之后新增的产能绝大部分放在海外。2024年9月公司公告拟投建印尼工厂，辐射东南亚市场，出海进程再落一子，缓解公司在海外产能不足的问题。横向对比主要竞争对手，由于欧美等发达国家(乐斯福/英联马利基地市场)酵母需求已基本稳定，乐斯福和英联马利的新产能建设主要在亚洲区域(酵母增量需求旺盛的新兴市场)，据公司反馈，乐斯福在亚洲新建了干酵母的产能(疫情以来新增产能6万吨左右)，英联马利新增产能2-3万吨，预计投向亚洲市场。

图表35：全球主要企业酵母类产能（不含YE）对比



资料来源：立鼎产业研究院，华泰研究

图表36：公司酵母类产品产能利用率



资料来源：公司公告，华泰研究

析利润：短期具备向上弹性，长期看波动周期性有望弱化

我们认为，安琪利润率短期看具备向上弹性，长期看利润波动的周期性有望弱化：**1) 短期看：**我们判断安琪短期利润率已处周期低点，新榨季糖蜜价格下行趋势明确，预计安琪新榨季的采购价格约 800-900 元/吨（同比下降 250-350 元/吨），26 年净利率有望持续改善。**2) 长期看：**受益于行业地位逐步提升后定价权彰显、水解糖产能陆续投产后成本控制能力强化、规模效应释放下折旧摊销对于公司经营的影响减少，我们看好安琪的利润率波动幅度有望控制在更低的水平。

底部弹性：新榨季糖蜜价格下行趋势明确，利润率有望步入上行周期

历史上看公司利润率呈现周期性波动特征，成本、产能投放进度与汇率周期是导致利润率波动的核心原因。我们拆解公司利润率波动的核心原因后发现，糖蜜价格（及相应的提价对冲行为）、新增产能投产导致的折旧计提增加（将进入制造费用影响成本）、人民币汇率波动（影响出口产品价格/导致汇兑损益）是导致公司利润率波动的核心因素。此外，海运费波动、环保因素、战略偏移、所得税率波动、政府补助等因素对少数年份的利润率水平亦有较大影响。

图表37：安琪酵母历史上利润率波动原因拆解

年份	归母净利润率	同比	糖蜜价格	提价对冲	产能投产	人民币汇率	其他影响较大的因素
2004	9.9%						
2005	8.8%	-1pct	+	04年12月酵母提价5%	伊犁/唯县投产	升值周期	
2006	9.1%	0.2pct	+	06年1月酵母提价8%		升值周期	
2007	8.5%	-0.5pct	-			升值周期	环保技改
2008	8.0%	-0.6pct	-	08年3月及10月酵母提价5%-8%/5%	崇左投产	升值周期	非经常项波动
2009	12.5%	4.5pct	+			升值周期	
2010	13.6%	1.1pct	+			升值周期	期间费用收窄
2011	11.9%	-1.7pct	+	11年2月酵母提价5%-7%		升值周期	
2012	9.0%	-2.9pct	-		产能集中投产	升值周期	战略偏移
2013	4.7%	-4.3pct	-		产能集中投产	升值周期	战略偏移
2014	4.0%	-0.7pct	+		产能集中投产	升值周期	战略偏移
2015	6.6%	2.6pct	+	海外产品提价5%		贬值周期	
2016	11.0%	4.4pct	-	16年1月YE提价5%，5月酵母提价5%		贬值周期	
2017	14.7%	3.7pct	-				
2018	12.8%	-1.9pct	+	18年10月国内酵母提价3%-4%	产能调整	汇率波动较大	
2019	11.8%	-1pct	-		产能投产		所得税增加
2020	15.4%	3.6pct	+	20年3月小包装提价15%-20%		升值周期	期间费用收窄
2021	12.3%	-3.1pct	+	21年国内累计提价20%，海外累计30%左右		升值周期	
2022	10.3%	-2.0pct	+	Q3-4海外产品季度提价个位数，Q4C端小包装产品提价10%		贬值周期	
2023	9.4%	-0.9pct	+		产能投产	贬值周期	
2024	8.7%	-0.7pct	-			贬值周期	海运费超预期上涨

注：上图以色块形式标注影响利润率的核心因素，其中红色表示该因素有利于利润率提升，绿色表示该因素将导致利润率下降；资料来源：公司公告，华泰研究

图表38：中国出口集装箱运价指数（CCFI）自 24Q3 的高位回落

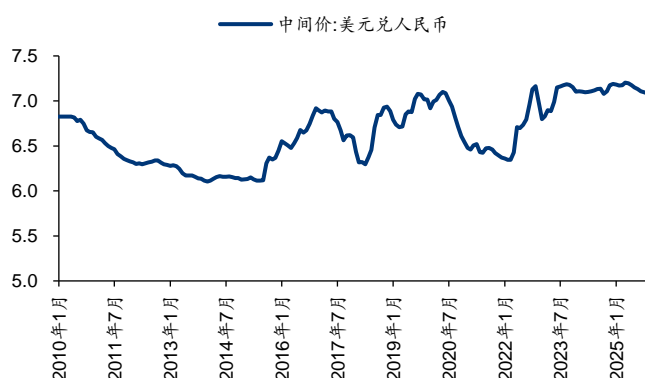


注 1：海运费用的承担与 FOB/CIF 模式有关，安琪出口以 CIF 为主，海运费用由公司承担，海运费用高企将影响出口产品的毛利率；

注 2：据公司反馈，疫情前公司的海运费用金额为 2-2.5 亿元，21 年海运费用金额为 4-4.5 亿元，22 年海运费用金额为 3-4 亿元；

资料来源：Wind，华泰研究

图表39：美元兑人民币汇率走势



注：人民币汇率下行或将有助于公司出口产品毛利率的改善；

资料来源：Wind，华泰研究

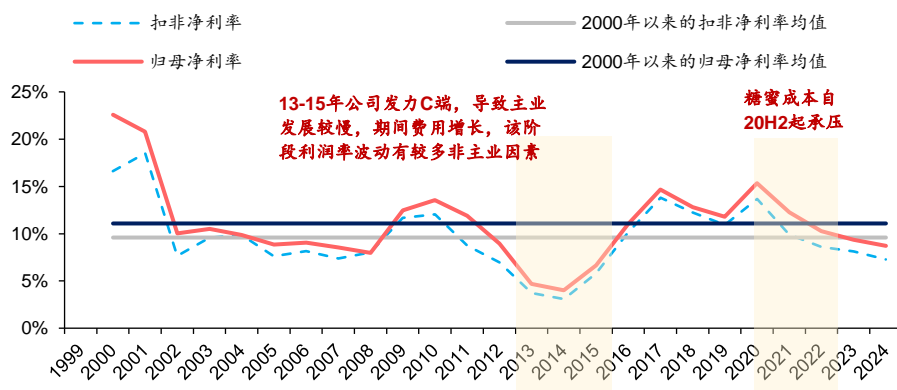
成本变化是导致公司利润率波动的主要原因，糖蜜价格波动直接影响酵母生产成本。公司的原材料成本占比较高，2024 年公司酵母系列业务中、原材料成本占总成本的比重达到 62.0%，因此原材料成本的周期性波动将对公司的净利率产生重要影响。糖蜜是酵母生产过程中最重要的原材料构成（占酵母生产成本近 40%），糖蜜供需端的波动将直接影响酵母生产成本。**1) 从供给端看**，糖蜜为制糖后产生的副产品，国内糖料来源主要是南方甘蔗和北方甜菜，总体供给量相对稳定，波动也在减少。**2) 从需求端看**，据华经产业研究院，糖蜜的下游需求中，酒精/酵母/饲料的占比分别为 40%/40%/20%，近年来国内酵母产能扩张，2020 年以来的疫情+2021 年的能源危机共同带动酒精的需求量快速增长、进而导致糖蜜需求有所增长，驱动糖蜜价格自 20H2 起步入上行周期，伴随需求回落，糖蜜价格自 23/24 榨季步入下行通道。

短期看，25/26 榨季的糖蜜价格有望继续回落，公司成本红利有望于 2026 年明显释放。供给端看，糖蜜采购具备季节性，往往集中在每年 12 月-次年 2 月，各企业将集中采购次年全年的需求量，25/26 榨季预计供给端整体波动不大。需求端看，需求压力缓解有望驱动糖蜜价格趋势回落：此前酒精需求的增长主要由外围因素导致，近两年已有明显回落，未来有望保持平稳；畜牧业近年表现低迷，对于糖蜜饲料的使用量产生负面影响；酵母企业仍是糖蜜主要的需求方之一。根据泛糖科技，当前市场上的糖蜜预售价已接近糖蜜历史价格中枢 800-900 元/吨的位置。我们预计安琪新榨季的采购价格约 800-900 元/吨，同比下降 250-350 元/吨，站在当前时点，我们认为公司短期利润率已处于周期低点，2026 年净利率有望迎来明显改善。

周期弱化：水解糖投产&资本开支高峰已过，长期利润率波动性有望收窄

中长期看，我们亦认为安琪短期净利率已处于周期底部位置，24 年归母净利率（8.7%）< 00 年以来的归母净利率均值（11.1%）、24 年扣非净利率（7.3%）< 00 年以来的扣非净利率均值（9.6%），未来有望趋势向上，主要由于：**1) 原料成本**：未来酒精的需求有望维持平稳，同时随着公司水解糖产能已有储备，后续可替代部分糖蜜采购需求，使得公司成本控制能力强化，水解糖替代锁定公司成本上限，有望进一步平抑利润率波动；**2) 折旧摊销**：当前公司资本开支高峰已过，后续产能规划预计主要用于补充海外市场的需求，海外市场产能扩张后可以有效节约运输费用；**3) 行业定价权提升**：公司行业地位逐步提升、定价权持续彰显，在糖蜜成本的上涨周期中更能通过提价传导成本压力。

图表40：安琪酵母归母净利率&扣非净利率波动情况



资料来源：公司公告，华泰研究

1) 原料成本：水解糖锁定公司成本上限，随着水解糖产能布局，公司成本控制能力强化。2021年12月以来，公司陆续发布公告，为拓展酵母产品主要原料渠道，缓解糖蜜采购紧张局势，保障酵母主业持续健康发展，公司柳州、崇左、宜昌子公司分别实施年产15万吨水解糖深加工项目，合计形成年产45万吨水解糖供应能力。伴随玉米/碎米等主要原材料价格下行，现在公司自产水解糖的成本~1200元。中长期来看，水解糖替代锁定公司成本上限，随着水解糖产能陆续投产，公司将具备在水解糖和糖蜜两类原材料之间灵活切换的能力，进而打破了公司扩张过程中的原料限制，公司原料成本控制能力亦有望进一步强化，支撑利润率周期波动进一步收窄。

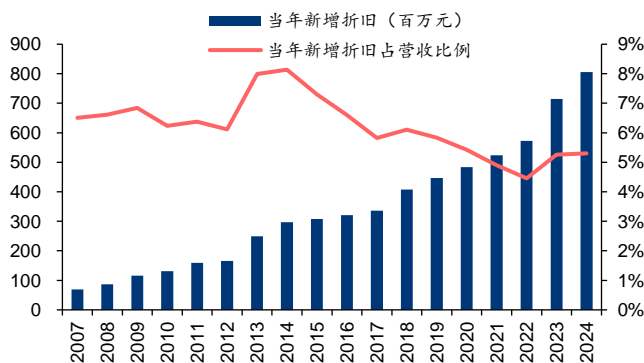
图表41：酵母生产中水解糖与糖蜜比较

原料	来源	应用酵母种类	历史价格区间	优势	劣势
水解糖	淀粉（玉米、小麦、大米、甘薯、木薯、马铃薯）	饲料酵母、富核酸酵母、营养酵母可100%替代，高糖酵母等可替代30%左右	水解糖历史吨价高位为2000元，低位为1000元	1) 原料来源多；2) 生产过程更加环保，废水处理难度较低；3) 原料质量更稳定	1) 不能完全替代糖蜜；2) 当下粮食价格亦处于高位
糖蜜	甘蔗和甜菜为主	全适用	糖蜜历史吨价高位为1825元，低位为350元	营养元素丰富，适用于多种酵母生产	1) 供给有限，应用领域加大，未来价格中枢上行；2) 环保处理成本大

资料来源：中研普华，华泰研究

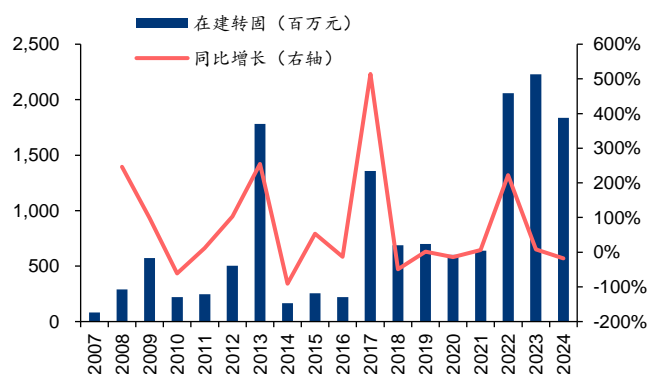
2) 折旧摊销：随着企业规模扩张、发展趋于成熟，当前公司资本开支高峰已过，规模效应下产线投产带来的转固折旧增加等阶段性因素对利润率的影响不断弱化，海外市场产能扩张后可以有效节约运输费用。酵母产业为重资产行业，资本支出较大，产能密集释放期带来折旧摊销较大，据公司2020年9月27日《关于普洱公司实施年产2.5万吨酵母制品绿色制造项目的公告》，以云南普洱项目为例，年产2.5万吨的酵母生产线需要投资7.5亿元，建设期预计为2年。公司过去产能规模较小，2013、2017、22-24年前后转固金额较大，折旧摊销对经营的影响相对明显。当前公司资本开支高峰已过，预计后续产能主要投向海外工厂，规模效应下产线投产带来的转固折旧增加等阶段性因素预计对公司整体经营影响有限。此外，由于公司后续的资金开支主要用于建设海外工厂，海外市场的产能补充后可以减少国内生产、运输至海外销售的产品，可以有效节约运输费用，提振公司利润率。

图表42：公司当年新增折旧



资料来源：Wind，华泰研究

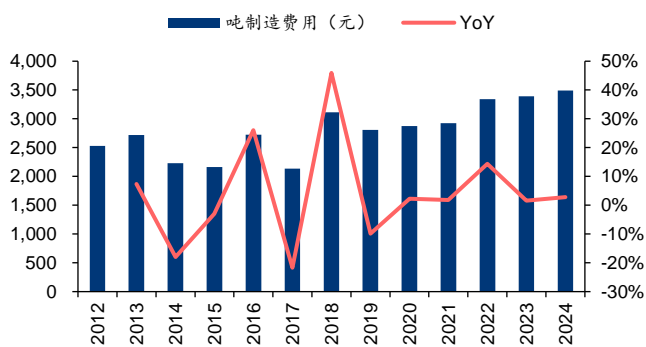
图表43：公司在建工程转固情况



资料来源：公司公告，华泰研究

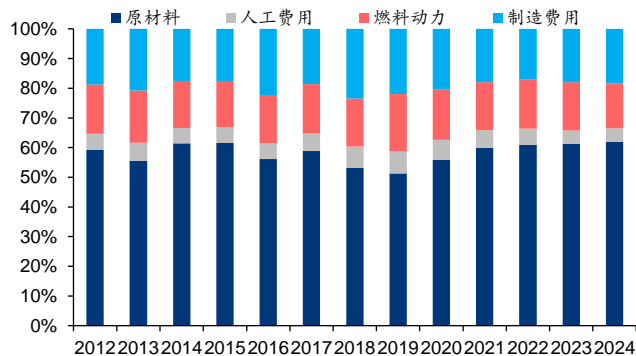
折旧摊销是构成公司生产成本的刚性部分，通过影响吨制造费用、进而影响公司酵母系列业务的毛利率。24年公司酵母系列业务中，制造费用占总成本的比重为18%。若中期维度公司折旧摊销进入下行通道，我们预计将对公司毛利率产生正向贡献。若不考虑其余因素的变化，我们仅考虑吨制造费用的变动对于公司酵母系列业务毛利率的影响，我们以24年公司酵母系列业务毛利率29.5%为基数进行敏感性测算，若中期维度公司酵母系列产品的吨制造费用相较24年下滑10%，则对应中期公司酵母系列业务毛利率较24年提升1.3pct，若中期维度公司酵母系列产品的吨制造费用相较24年下滑20%，则对应中期公司酵母系列业务毛利率较24年提升2.6pct。

图表44：公司酵母系列业务的吨制造费用变化情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表45：公司酵母系列业务成本拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

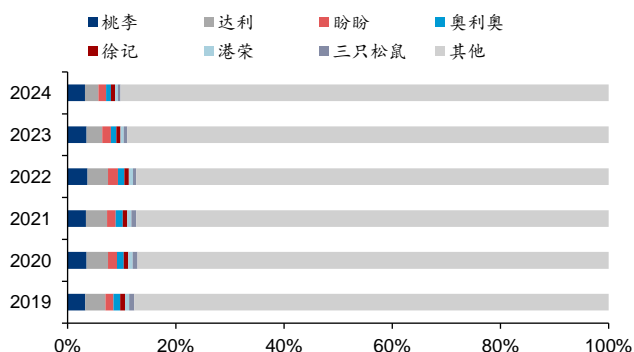
图表46：吨制造费用变动对于公司酵母系列业务毛利率影响大小的敏感性测算

吨制造费用变动率	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
我们预计的中期酵母系列业务毛利率	30.2%	30.8%	31.5%	32.1%	32.8%	33.4%
较24年毛利率的变动幅度	0.6pct	1.3pct	1.9pct	2.6pct	3.2pct	3.9pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

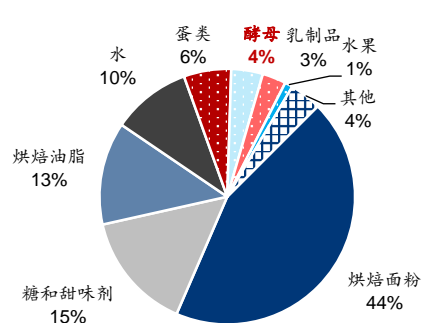
3) 行业定价权：产品属性、产业格局共同决定下游对酵母价格的敏感性不强，安琪行业地位逐步提升、定价权的彰显或将是其利润率波动幅度收窄的根本原因，且我们预计利润率波动周期收窄的趋势有望延续。我们认为，公司的行业定价权由以下几大要素共同保障：1) 产品属性：酵母作为面食及烘焙糕点发酵过程中必须使用的刚需产品，因单次用量较少、成本占比较低(2021年占比仅4%)，因此下游客户对酵母价格变化的敏感度相对偏低；2) 产业格局：酵母下游相对分散，同时安琪凭借高附加值的技术服务及一揽子采购服务进一步夯实了下游客户粘性，因而下游客户的议价能力相对偏弱。展望未来，我们认为酵母的刚需属性难以撼动，安琪随着规模扩大后自身行业地位的不断强化、增值服务能力的进一步提升，行业定价权亦有望强化。此外，公司利润率波动周期弱化本质上是企业规模不断成长、行业地位更加稳固后自然而然产生的红利，行业地位强化后公司在糖蜜成本的上涨周期中更能通过提价传导成本压力。

图表47：19-24年下游烘焙行业集中度相对较低



资料来源：欧睿，华泰研究

图表48：2021年烘焙食品原料消耗量占比：酵母占比较低



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

盈利预测与估值

收入预测：24年公司实现营收152.0亿，同比+11.9%，其中酵母/包装/制糖/食品原料/其他业务实现营收108.5/4.1/12.7/14.4/12.3亿，同比+14.2%/-2.8%/-26.0%/+31.7%/+44.3%，分区域看，24年国内业务实现营收94.2亿，同比+7.5%，保持韧性增长趋势，24年海外业务实现营收57.1亿，同比+19.4%，维持成长速度。我们预计25-27年公司有望实现营收169.0/190.9/213.6亿，同比+11.2%/+13.0%/+11.9%：

图表49：安琪酵母收入预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	12,843	13,581	15,197	16,899	19,091	21,360
YOY	20.3%	5.7%	11.9%	11.2%	13.0%	11.9%
分业务：						
酵母系列	9,020	9,505	10,854	12,182	13,661	15,232
YOY	13.0%	5.4%	14.2%	12.2%	12.1%	11.5%
销量（吨）	315,759	348,506	403,915	455,616	513,479	572,529
YOY	-4.1%	10.4%	15.9%	12.8%	12.7%	11.5%
吨价（万元/吨）	2.86	2.73	2.69	2.67	2.66	2.66
YOY	17.9%	-4.5%	-1.5%	-0.5%	-0.5%	0.0%
包装业务	478	421	409	373	388	399
YOY	13.9%	-11.9%	-2.8%	-8.9%	4.0%	3.0%
制糖业务	1,766	1,711	1,265	992	895	833
YOY	68.1%	-3.2%	-26.0%	-21.6%	-9.8%	-6.9%
食品原料业务		1,091	1,437	1,950	2,535	3,042
YOY			31.7%	35.7%	30.0%	20.0%
其他业务	1,579	853	1,231	1,402	1,612	1,854
YOY	29.4%	-46.0%	44.3%	13.9%	15.0%	15.0%
分区域：						
国内业务	8,868	8,761	9,421	10,003	10,816	11,596
YOY	13.9%	-1.2%	7.5%	6.2%	8.1%	7.2%
海外业务	3,923	4,786	5,712	6,896	8,275	9,764
YOY	39.0%	22.0%	19.4%	20.7%	20.0%	18.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

毛利率预测：

24 年以来，糖蜜价格开启下行通道，但 24 年公司毛利率受海运费扰动，同比有所下滑，25Q1-3 公司毛利率已恢复至同比提升通道（同比+2.3pct），25Q4 预计毛利率同比提升的趋势仍将延续。综合我们上文判断，公司 25/26 新榨季的糖蜜采购均价预计在 800-900 元/吨，同比下降 250-350 元/吨，有望带动公司 26 年毛利率同比进一步提升，且酵母业务 26 年毛利率同比提升的幅度预计超过 25 年。中期维度看，成本控制能力强化、规模优势、定价权彰显下，公司毛利率向上趋势不改。我们预计 25-27 年总体毛利率为 25.5%/28.1%/28.4%，同比+2.0/+2.6/+0.4pct。

图表50：安琪酵母毛利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	3,186	3,285	3,575	4,311	5,357	6,077
酵母系列	2,857	2,913	3,207	3,825	4,768	5,362
包装业务	48	26	-1	22.82	23.73	24.43
制糖业务	3	21	-2	5	3	3
食品原料业务		194	186	244	317	395
其他业务	279	131	185	214	246	292
毛利率	24.8%	24.2%	23.5%	25.5%	28.1%	28.4%
酵母系列	31.7%	30.6%	29.5%	31.4%	34.9%	35.2%
包装业务	10.1%	6.1%	-0.2%	6.1%	6.1%	6.1%
制糖业务	0.2%	1.2%	-0.2%	0.5%	0.3%	0.3%
食品原料业务		17.8%	13.0%	12.5%	12.5%	13.0%
其他业务	17.6%	15.4%	15.0%	15.3%	15.3%	15.8%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

分业务：

1) 酵母系列：25Q1-3 公司酵母系列业务实现收入 84.0 亿，同比+8.9%，我们预计 25 年酵母系列销售额将达 121.8 亿，同比+12.2%，25Q4 酵母主业有望在旺季收入增长提速，全年有望保持稳健增长。展望来看，我们看好国内饮食习惯西化支撑传统酵母需求维持韧性，健康意识强化下 YE 等酵母衍生品需求景气，酵母蛋白业务产能加速投放，同时成本及技术优势支撑下海外市场扩张有望加速推进，我们预计 26-27 年公司酵母系列业务收入有望达 136.6/152.3 亿，同比+12.1%/+11.5%。销量端看，我们预计 25-27 年公司酵母系列销量同比+12.8%/+12.7%/+11.5%，主要考虑国内酵母蛋白等新业务有望于 26-27 年放量，海外市场的市占率仍有提升空间；价格端看，我们预计 25-27 年公司酵母系列吨价同比-0.5%/-0.5%/持平，主要是考虑产品结构的变化，以及我们预计糖蜜成本进一步下降后，行业竞争对于公司酵母系列产品的吨价将产生一定的负面影响，但负面影响整体有限。利润端，综合考虑糖蜜采购价下行及海运费等影响，我们预计 25-27 年酵母系列业务毛利率为 31.4%/34.9%/35.2%，同比+1.9/+3.5/+0.3pct，糖蜜采购价格对于毛利率的影响测算见下文“成本分析”部分。

2) 包装业务：该部分业务主体为北交所上市公司—宏裕包材，受市场竞争加剧等影响，部分客户的销售单价下调、销量减少，导致公司经营表现阶段性承压，但安琪凭借良好的技术及生产设备积淀，假定随着经济环境改善，我们预计公司 26-27 年包装业务收入有望小幅改善。我们预计 25-27 年公司包装业务有望实现收入 3.7/3.9/4.0 亿，同比-8.9%/+4.0%/+3.0%。利润端，我们预计 25-27 年公司包装业务的毛利率稳定在 6.1%。

3) 制糖业务：主要包括糖类贸易及生产，由于公司持续聚焦主业，23 年以来逐步将制糖业务剥离至集团公司，我们预计 25-27 年公司制糖业务有望实现收入 9.9/9.0/8.3 亿，同比-21.6%/-9.8%/-6.9%。利润端，我们预计 25-27 年制糖业务供需相对稳定，支撑毛利率维持在微利的水平，毛利率分别为 0.5%/0.3%/0.3%。

4) 食品原料业务：主要包括蔓越莓、泡打粉等食品原料的生产与销售，可以复用公司酵母业务的下游核心客户，为下游客户提供一站式采购服务。伴随产品品类的延伸，该业务的收入成长性预计较强，我们预计 25-27 年公司食品原料业务有望实现收入 19.5/25.4/30.4 亿，同比+35.7%/+30.0%/+20.0%。利润端，我们预计 25-27 年公司食品原料业务的毛利率分别为 12.5%/12.5%/13.0%，整体保持稳中有升的态势。

5) 其他业务：其他业务主要包括环保产品、奶制品等，其他业务非公司重点业务，我们预计 25-27 年其他业务有望实现收入 14.0/16.1/18.5 亿，同比+13.9%/+15.0%/+15.0%。利润端，我们预计 25-27 年公司其他业务的毛利率分别为 15.3%/15.3%/15.8%，整体保持平稳。

成本分析：

公司的原材料成本占比较高，24 年公司酵母系列业务中，原材料成本占总成本的比重达到 62%，因此原材料成本的周期性波动将对公司的毛利率产生重要影响。糖蜜是酵母生产过程中最重要的原材料构成（占酵母生产成本的~40%），糖蜜供需端的波动将直接影响酵母的生产成本。若不考虑产品结构的变化等其他因素，我们仅考虑糖蜜成本变动对于公司酵母系列业务毛利率的影响，我们以 25 年我们预测的公司酵母系列业务毛利率 31.4%为基数进行敏感性测算，若糖蜜采购价格下降 20%，对应公司酵母系列业务毛利率较 25 年预测值同比+1.4pct，若糖蜜采购价格下降 30%，对应公司酵母系列业务毛利率较 25 年预测值同比+2.3pct。

图表51：糖蜜成本变动对于公司酵母系列业务毛利率影响大小的敏感性测算

糖蜜采购价格变动率	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%	-40%
我们预计的 26 年酵母系列业务毛利率	35.5%	36.9%	38.3%	39.6%	41.0%	42.4%
较 25E 毛利率的变动幅度	4.1pct	1.4pct	1.8pct	2.3pct	2.7pct	3.2pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率预测：

综合考虑公司的规模效应、酵母蛋白等新业务的市场推广及海外市场开拓带来的人员支出& 网点开发等费用,我们预计 25-27 年销售费用率 6.0%/6.3%/6.3%, 同比+0.5/+0.3/+0.0pct。随着公司行业地位不断稳固,管理及研发费用率有望趋于稳定, 预计 25-27 年管理费用率 3.6%/3.6%/3.6%, 25 年管理费用率同比小幅提升, 主要是考虑股份支付费用影响, 预计 25-27 年研发费用率 4.2%/4.2%/4.2%, 26-27 年均有望同比持平。

综上, 我们预计 25-27 年营收 169.0/190.9/213.6 亿, 同比+11.2%/+13.0%/+11.9%, 归母净利润 15.7/20.1/23.5 亿, 同比+18.3%/+28.2%/+16.8%, 对应净利率 9.3%/10.5%/11.0%。

图表52：安琪酵母费用率及利润率预测明细

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.7%	5.2%	5.5%	6.0%	6.3%	6.3%
管理费用率	3.0%	3.4%	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用率	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
归母净利润	1,321	1,270	1,325	1,567	2,009	2,347
净利率	10.3%	9.4%	8.7%	9.3%	10.5%	11.0%
同比	1.0%	-3.9%	4.3%	18.3%	28.2%	16.8%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们采用 PE 估值法与 DCF 估值法对于公司价值进行评估, 我们以 PE 估值法作为主要的目标价依据, 用 DCF 估值法对于公司内生价值进行解读。

-PE 估值法

展望未来, 我们看好公司国内业务需求维持稳健, 海外业务收入保持成长速度, 糖蜜成本下行/海运费回落/折旧有望进入下行通道的背景下期待公司利润端潜力显现, 我们预计公司 25-27 年归母净利润 15.7/20.1/23.5 亿, 同比+18.3%/+28.2%/+16.8%, 对应 EPS 1.81/2.31/2.70 元, 我们选取了主要的 A 股上市调味品企业作为可比公司, 参考可比公司 26 年 PE 均值 24x (Wind 一致预期), 给予其 26 年 24x PE, 目标价 55.55 元, 维持“买入”评级。

图表53：可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)					PE (倍)					EPS (元)		25-27 净利润	
		2026/1/13	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	CAGR
海天味业	603288 CH	220,872	33	32	29	26	1.14	1.20	1.34	1.47	1.14	1.20	1.34	1.47	9%
涪陵榨菜	002507 CH	15,220	19	19	17	16	0.69	0.71	0.76	0.81	0.69	0.71	0.76	0.81	6%
千禾味业	603027 CH	13,571	20	34	26	23	0.50	0.30	0.39	0.45	0.50	0.30	0.39	0.45	-3%
平均值		83,221	24	28	24	22	0.78	0.74	0.83	0.91	0.78	0.74	0.83	0.91	4%
中间值		15,220	20	32	26	23	0.69	0.71	0.76	0.81	0.69	0.71	0.76	0.81	6%
安琪酵母	600298 CH	38382	29	24	19	16	1.53	1.81	2.31	2.70	1.53	1.81	2.31	2.70	17%

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind、华泰研究预测

-DCF 估值法

现金流预测：两阶段预测：1) 我们预计 2030 年公司收入有望达 286.5 亿元 (25-30 年 CAGR 为 11.1%)，对应 2030 年公司 EBIT 有望达 50.2 亿元 (25-30 年 CAGR 为 15.3%)，对应 2030 年公司 FCF (自由现金流) 有望达 34.1 亿元；2) 2031-2035 年, 假设收入增速由 2030 年的 9.5% 每年逐年下降 1.5pct, 对应 2035 年公司收入有望达 365.1 亿元 (31-35 年 CAGR 为 5.0%)，对应 2035 年公司 EBIT 有望达 63.9 亿元 (31-35 年 CAGR 为 5.0%)，对应 2035 年公司 FCF 有望达 50.4 亿元 (31-35 年 CAGR 为 8.1%)。此外, 我们假设永续增长率 g 为 0.8% (后续我们对于永续增长率进行敏感性测算)。

图表54：自由现金流预测（单位：百万元）

自由现金流预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	13,581	15,197	16,899	19,091	21,360	23,729	26,170	28,653	30,942	32,949	34,593	35,799	36,511
YoY	5.7%	11.9%	11.2%	13.0%	11.9%	11.1%	10.3%	9.5%	8.0%	6.5%	5.0%	3.5%	2.0%
息税前利润	2,017	2,138	2,563	3,326	3,804	4,202	4,608	5,017	5,417	5,769	6,057	6,268	6,392
YoY	2.2%	6.0%	19.9%	29.7%	14.4%	10.5%	9.7%	8.9%	8.0%	6.5%	5.0%	3.5%	2.0%
息税后利润	1,733	1,821	2,167	2,812	3,217	3,553	3,897	4,242	4,581	4,878	5,122	5,300	5,406
+ 折旧及摊销	735	828	836	821	843	716	609	517	440	374	318	270	230
- 营运资金变化	-1,127	-261	-328	-398	-492	-406	-345	-293	-249	-212	-180	-153	-130
- 资本支出	-1,707	-1,717	-1,760	-1,721	-1,720	-1,462	-1,243	-1,056	-898	-763	-649	-551	-469
自由现金流	-366	671	916	1,515	1,847	2,401	2,918	3,410	3,874	4,277	4,610	4,866	5,036
YOY	-283.2%	36.4%	65.4%	21.9%	30.0%	21.5%	16.9%	13.6%	10.4%	7.8%	5.5%	3.5%	

资料来源：Wind，华泰研究预测

WACC 假定条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况，我们假定有效税率为 15.4%，目标债务资本占比为 45%，贝塔系数为 1.0（根据 Wind BETA 计算器计算近 10 年中信食品饮料行业加权调整贝塔值），无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 2.0%，我们假设风险溢价为 11.0%（采用公司上市以来沪深 300 指数相较 10 年期国债到期收益率的风险溢价），债务资本成本为 2.5%，计算得出 WACC 值为 8.1%。

图表55：WACC 假定条件

税率	15.4%
目标债务资本占比	45%
贝塔系数	1.0
无风险收益率	2.0%
风险溢价	11.0%
权益资本成本	13.0%
债务资本成本	2.5%
税后债务资本成本	2.1%
WACC	8.1%

资料来源：Wind，华泰研究预测

DCF 估值结果：未来现金流折现至 2025 年，得出公司的权益价值为 493.0 亿元，对应每股权益价值为 56.79 元，内在价值具备支撑。

图表56：DCF 估值结果（单位：百万元）

预测期自由现金流现值	22,378
自由现金流终值	69,573
永续自由现金流现值	31,925
企业价值	54,303
净现金，少数股东权益	-4,968
权益价值	49,335

资料来源：Wind，华泰研究预测

敏感性分析：我们对 WACC 和永续增长率进行敏感性分析，我们看到，若永续增长率在原始假设值的基础上提升 0.5pct 至 1.3%，就会使公司权益价值上升至 518.2 亿元，较原始估值上升 5.1%；若 WACC 在原始假设值基础上提升 0.5pct 至 8.6%，则公司权益价值将下降至 453.3 亿元，较原始估值下降 8.0%。

图表57: 公司权益价值敏感性分析 (单位: 百万元)

公司权益价值		永续增长率						
		-0.7%	-0.2%	0.3%	0.8%	1.3%	1.8%	2.3%
7.1%		50,895	53,279	56,014	59,183	62,898	67,314	72,649
	7.6%	46,948	48,959	51,246	53,868	56,907	60,470	64,704
WACC	8.1%	43,468	45,178	47,106	49,299	51,815	54,729	58,146
	8.6%	40,378	41,842	43,482	45,332	47,436	49,849	52,645
	9.1%	37,617	38,879	40,283	41,857	43,632	45,651	47,966

资料来源: Wind, 华泰研究预测

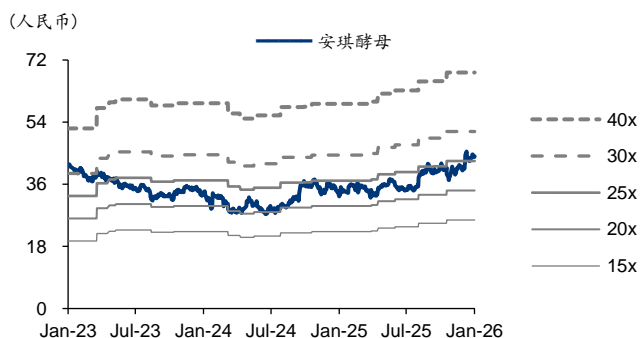
风险提示

原料成本波动。如果未来原材料价格产生大幅波动, 而公司不能适时采取有效措施, 可能会影响公司产品的市场竞争力, 公司将面临利润下降的风险。

行业竞争加剧。消费者对必需高频的日常消费品更关注质量品质, 如果公司在采购、生产、销售等各经营环节出现质量安全问题, 则会对品牌美誉度产生较大影响。

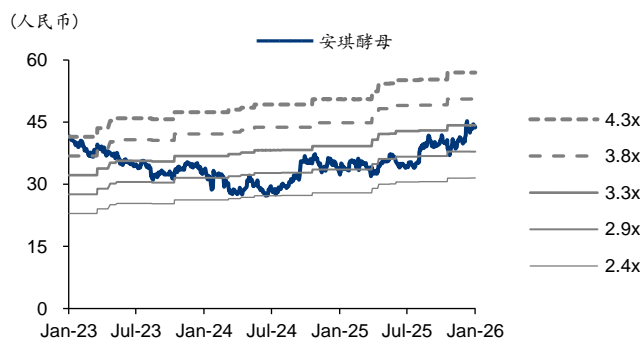
汇率波动。公司当前的海外收入占比较高, 海外子公司(埃及、俄罗斯)的销售和成本涉及美元、欧元、埃及镑、卢布等多种货币, 若人民币升值, 对于公司的汇兑损益预计将产生不利影响。

图表58: 安琪酵母 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表59: 安琪酵母 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 安琪酵母（600298 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 安琪酵母（600298 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司