

## 安琪酵母（600298.SH）

## 深耕中国酵母市场，全球布局逐渐深化

优于大市

## 核心观点

公司是中国酵母行业龙头，全球第二大酵母企业。公司主业为酵母及深加工产品，2024 年酵母发酵总产能达 40 万吨，酵母及深加工产品销量 41.54 万吨。2024 年公司实现营业收入 151.97 亿元，净利润 13.25 亿元，综合毛利率为 23.52%。公司实行全球化布局，在国内建有 11 个生产基地，在埃及、俄罗斯设有海外工厂，产品销往全球 160 多个国家和地区。

酵母行业呈现寡头垄断格局，原料成本周期性波动。全球酵母行业 CR3 超过 70%，安琪酵母在中国市场份额达 55%，位居第一。行业具有重资产、高环保壁垒特征，单位产能投资额是调味品行业的 10-18 倍。生产核心原料糖蜜（成本占比约 40%）价格与白糖周期高度联动，呈现周期性波动。2025 年随着国内糖料种植面积扩大，糖蜜价格进入下行区间，为公司利润修复提供支撑。

公司构建全球产能与研发体系，形成核心竞争壁垒。公司生产基地贴近原料产区以保障供应稳定，并通过自建约 60 万吨水解糖产能，对冲糖蜜价格波动。研发投入方面，公司研发费用率常年保持在 4% 以上，拥有大量国内外发明专利。凭借技术及规模优势，公司对下游具备较强议价权，酵母系列产品均价从 2015 年至 2024 年复合增长率约 4.4%。

成本下行释放利润弹性，海外与酵母抽提物（YE）构成增长双引擎。短期来看，糖蜜成本下降将直接提振毛利率，根据我们测算，预计原材料价格每下降 5% 可拉动毛利率提升约 1.4 个百分点。中长期增长动力明确：1）海外业务高增长，收入占比从 2020 年 28% 提升至 2024 年 38%，本地化生产的海外工厂对净利率提升亦有贡献；2）酵母抽提物（YE）作为天然调味料，契合食品工业健康化趋势，市场渗透空间广阔。

盈利预测与估值：公司在国内外市场同步推进产能布局与渠道下沉，具备份额提升与衍生品类延伸潜力。根据我们的预测，2025-2027 年公司实现营业总收入 167.2/188.4/210.0 亿元，同比 10.0%/12.6%/11.5%；2025-2027 年公司实现归母净利润 15.8/19.7/23.1 亿元，同比 19.6%/24.5%/17.3%；实现 EPS1.82/2.27/2.66 元；当前股价对应 PE 分别为 24.8/19.9/17.0 倍。若给予公司 2026 年 22-25XPE，则对应股价 49.98-56.79 元，对应市值 434-493 亿元，相比当前有 10%-25% 溢价。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险；下游需求增长不及预期的风险；新产品拓展与海外市场拓展不及预期的风险；产能快速扩张带来的消化与运营风险；汇率波动风险；其他风险。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,723	18,836	20,996
(+/-%)	5.7%	11.9%	10.0%	12.6%	11.5%
净利润(百万元)	1270	1325	1585	1973	2315
(+/-%)	-3.9%	4.3%	19.6%	24.5%	17.3%
每股收益(元)	1.46	1.52	1.82	2.27	2.66
EBIT Margin	10.4%	9.9%	11.0%	12.2%	12.8%
净资产收益率(ROE)	12.6%	12.2%	13.6%	15.5%	16.6%
市盈率(PE)	31.0	29.7	24.8	19.9	17.0
EV/EBITDA	22.4	21.3	17.1	14.2	12.4
市净率(PB)	3.91	3.63	3.37	3.09	2.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

## 食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn  
S0980523090001

## 基础数据

投资评级	优于大市(首次覆盖)
合理估值	49.98 - 56.79 元
收盘价	45.33 元
总市值/流通市值	39345/38855 百万元
52 周最高价/最低价	46.00/31.91 元
近 3 个月日均成交额	324.95 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

# 内容目录

<b>1 立足中国市场，全球酵母产业龙头</b>	<b>5</b>
1.1 公司简介：深耕 40 年酵母产业，从地方国企走向全球巨头	5
1.2 股权架构：湖北宜昌国资控股，新管理层平稳过渡	6
1.3 股价与财务复盘：穿越成本周期，有望进入盈利修复阶段	7
<b>2 酵母产品应用多元，原料价格高敏感</b>	<b>9</b>
2.1 酵母产业链产品多元，下游应用领域拓展	9
2.2 寡头垄断格局明显，安琪排名全球第二	10
2.3 天然重资产属性，行业壁垒深厚	11
2.4 糖蜜价格锚定白糖，原料成本周期明显	13
<b>3 市场化国企范本，产能建设逐渐完善</b>	<b>15</b>
3.1 扩产稳健，原料稳供，全球产业链布局深化	15
3.2 高强度研发犹如，积极响应下游需求	16
3.3 管理创新基因充足，市场化国企范本	18
<b>4 利润进入改善通道，全球布局持续深化</b>	<b>20</b>
4.1 短期：成本红利释放，盈利进入改善通道	20
4.2 中长期：全球产能布局深化，产品平台壁垒加强	22
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
假设前提	24
未来 3 年业绩预测	25
盈利预测情景分析	25
<b>估值与投资建议</b>	<b>26</b>
绝对估值：49.58-54.65 元	26
相对估值：49.98-56.79 元	27
投资建议	27
<b>风险提示</b>	<b>28</b>
盈利预测的风险	28
经营与管理的风险	28
市场与外部环境风险	29
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 安琪酵母从地方国企走向全球巨头	5
图 2: 安琪酵母实控人为宜昌市国资委（截至 2025 中报）	6
图 3: 安琪酵母股价复盘	7
图 4: 安琪酵母 1997-2024 年收入 CAGR 为 20%	7
图 5: 安琪酵母 1997-2024 年利润 CAGR 为 17%	7
图 6: 安琪酵母股价上涨与成长红利释放相关	8
图 7: 安琪酵母净利率与毛利率趋同	8
图 8: 安琪酵母 ROE 维持较高水平	8
图 9: 安琪酵母 FCF 受到资本开支扰动	8
图 10: 酵母及其衍生品应用广泛	9
图 11: 酵母产业链产品多元	9
图 12: 面点、烘焙、酒类是中国酵母行业下游主要需求场景	10
图 13: 酵母的形态主要分为鲜酵母、干酵母、半干酵母	10
图 14: 2024 年中国酵母行业产量约为 50 万吨	11
图 15: 2024 年全球酵母产能超过 210 万吨	11
图 16: 2023 年中国酵母行业呈现寡头垄断格局	11
图 17: 酵母行业主要竞争对手	11
图 18: 安琪酵母固定资产占总资产比例较高	12
图 19: 安琪酵母 EBIT/固定资产比例在行业较低	12
图 20: 酵母生产会伴随污染	13
图 21: 安琪酵母每年需要缴纳环保税	13
图 22: 酵母生产的主要原材料是糖蜜	13
图 23: 复盘 2009-2025 年糖蜜价格基本锚定白糖周期	14
图 24: 2024 年公司酵母及深加工产品产量 41.54 万吨	15
图 25: 截至 2024 年公司酵母发酵总产能已达 40 万吨	15
图 26: 安琪酵母全球产业链布局	16
图 27: 公司研发费用率持续保持 4%以上	17
图 28: 安琪酵母持续申请专利	17
图 29: 安琪酵母多次提价, 单价稳步提升	18
图 30: 安琪酵母实行业务部制度	19
图 31: 24/25 甘蔗播种面积提升	20
图 32: 甘蔗糖逐渐进入丰产区区间	20
图 33: 糖蜜价格变动、酵母价格变动对于公司毛利率影响的敏感性分析	20
图 34: 安琪酵母短期资本开支进入尾声	21
图 35: 国内/国外收入增速	22
图 36: 国内外经销商数量	22
图 37: 近几年海外毛利率水平高于国内	22

图 38：埃及工厂净利率高于其他国内控股公司 .....	22
图 39：安琪酵母形成酵母行业资源循环产业链 .....	23
表 1：安琪酵母新任管理层简历 .....	6
表 2：YE 核心应用在于调味 .....	10
表 3：酵母行业单位产能投资较高 .....	12
表 4：水解糖能够对糖蜜产生一定替代 .....	14
表 5：安琪酵母国内外产能布局以及重点在建工程 .....	15
表 6：安琪酵母主要产品矩阵丰富 .....	17
表 7：安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划 .....	19
表 8：安琪酵母水解糖产能 60 万吨 .....	21
表 9：安琪酵母收入、毛利率预测 .....	24
表 10：未来三年业绩预测表 .....	25
表 11：情景分析（乐观、中性、悲观） .....	25
表 12：公司盈利预测假设条件 .....	26
表 13：资本成本假设 .....	26
表 14：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	26
表 15：可比公司估值表（2026 年 1 月 19 日） .....	27

# 1 立足中国市场，全球酵母产业龙头

## 1.1 公司简介：深耕 40 年酵母产业，从地方国企走向全球巨头

安琪酵母主业为酵母及深加工业务，在酵母行业排名全球第二、国内第一，酵母抽提物行业排名全球第一，行业地位突出。公司产品品类和品牌丰富，产品包括面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等产品的生产和销售，广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、微生物发酵、动物营养、人类营养健康、酿造与生物能源等领域，销售渠道遍布全球。安琪酵母主要经历了三个发展阶段：

- ◆ **起步阶段（1986 年-1999 年）：集中生产干酵母，建设全国最大酵母基地。**公司成立于 1986 年，前身为宜昌食用酵母基地。20 世纪末，面对外资企业占据大部分国内市场的局面，公司决定进军以面食为主的华北市场，并于 1990 年创新推出小型包装酵母。1993 年公司在内蒙古赤峰市投产第一条生产线。1994 年通过二期建设成为全国规模最大的酵母生产基地；同期推进市场化改革，依托在酵母及酿酒行业的技术创新，进一步巩固了行业领先地位。
- ◆ **发展阶段（2000 年-2010 年）：创新发展酵母衍生品，开拓海外渠道。**2000 年，公司在上海证券交易所上市。随后加速开拓国外市场，推动收入增长；在国内则通过建设伊犁、滨州等生产基地巩固龙头地位。2007 年国际一流的自动化生产线建成投产。随着多条产能线陆续投产，公司产能从 2000 年的 1 万吨增至 2010 年的 9.2 万吨，增长超过 9 倍。
- ◆ **全球化阶段（2011 年至今）：产品多元发展，全球化布局深入。**2011 年公司在埃及建设首个海外工厂，于 2013 年投产。此后在全球 13 个城市建立了酵母及深加工产品生产基地，构建了全业务“互联网+”经营模式，产品销往 160 多个国家和地区。公司积极拓展酵母提取物（YE）等酵母衍生品业务，逐步成长为全球主要的酵母企业之一。

图1：安琪酵母从地方国企走向全球巨头



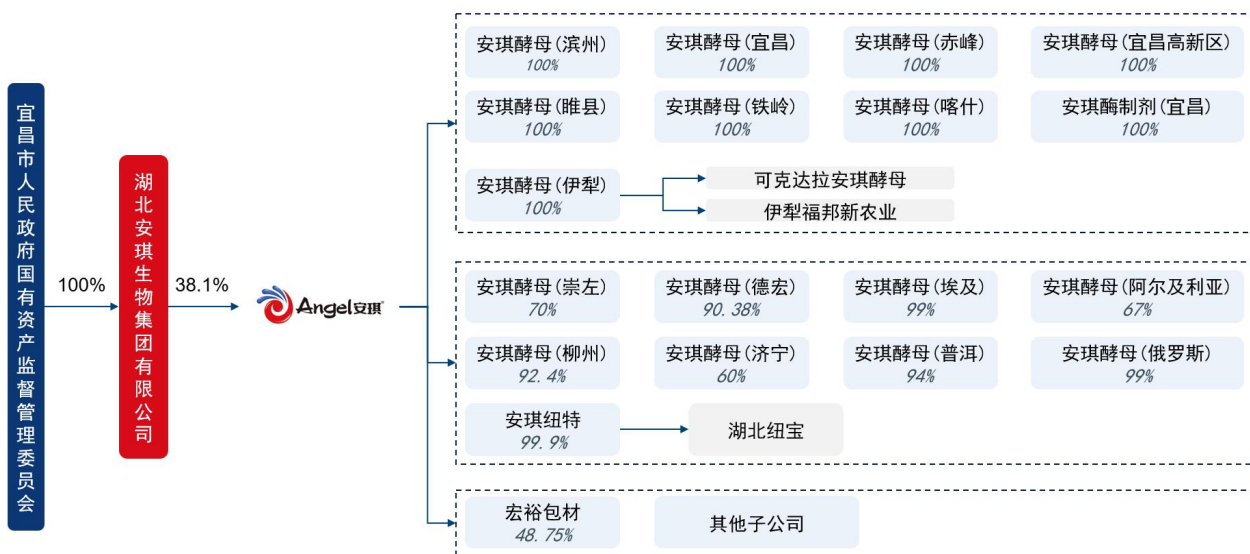
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



## 1.2 股权架构：湖北宜昌国资控股，新管理层平稳过渡

实控人为宜昌市国资委，股权架构稳定。公司最大股东为湖北安琪生物集团有限公司，截至 2025 中报其持股占比为 38.1%，实控人为全资控股安琪生物集团的湖北宜昌市国资委。公司上市以来股权架构稳定，早期安琪集团持股比例因非公开发行股份购买资产、股权激励、可转债转股等原因有所稀释，近 10 年比例维持在 38%-40%，体现国资控股的稳定性。

图 2：安琪酵母实控人为宜昌市国资委（截至 2025 中报）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**2020 年新任管理层到位，多为公司元老。**俞学锋是公司改制上市及发展过程中的核心领导者和奠基人，自公司上市起一直担任董事长职务并曾长期兼任总经理。2019 年因 8 月原董事长俞学锋退休，由熊涛接任。熊涛长期在化工系统任职，由控股股东湖北安琪生物集团有限公司从同为宜昌国资委控股的兴发化工集团调任而来；原总经理李知洪辞职后，公司于 2020 年 10 月聘任原副总经理肖明华为新任总经理。

表 1：安琪酵母新任管理层简历

管理层	职务	年龄	履历
熊涛	董事长, 董事	56	历任湖北宜昌磷化工工业集团公司常务副总经理，宜昌楚磷化工有限公司董事长，总经理，湖北兴发化工进出口有限公司董事长，宜昌兴发集团有限责任公司党委委员，湖北兴发化工集团股份有限公司常务副总经理。现任湖北安琪生物集团有限公司党委书记，董事长，总经理，安琪生物科技有限公司法定代表人，总经理，本公司党委书记，第八届董事会董事长。
肖明华	总经理	57	曾任宜昌食用酵母基地副主任兼工程部部长，湖北安琪生物集团有限公司党委委员，总经理。现任湖北安琪生物集团有限公司党委副书记，董事，安琪酵母股份有限公司党委副书记，董事，总经理。
刘劲松	副总经理	54	曾任安琪酵母股份有限公司总经理助理兼烘焙国际事业部党支部书记，总经理，安琪酵母（湖北自贸区）有限公司法定代表人，执行董事，总经理。现任安琪酵母股份有限公司总经理助理兼国际业务中心党支部书记，总经理，安琪酵母（湖北自贸区）有限公司法定代表人，安琪酵母（上海）有限公司执行董事。
覃光新	财务负责人	54	曾任安琪酵母股份有限公司财务部部长。现任湖北安琪生物集团有限公司监事会主席，纪委副书记，纪委办公室主任，湖北安琪健康科技有限公司监事，湖北三峡生物医药知识产权运营有限公司监事，安琪生物科技有限公司监事。
高路	董事会秘书	48	曾任安琪酵母股份有限公司证券部副部长。现任安琪酵母股份有限公司证券部部长，证券事务代表。
覃先武	总工程师	55	曾任宜昌市食用酵母基地主任助理，生产部经理，湖北安琪生物集团有限公司党委委员，安琪酵母股份有限公司副总经理，安全管理者代表，安全总监。现任安琪酵母股份有限公司副总经理。

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

### 1.3 股价与财务复盘：穿越成本周期，有望进入盈利修复阶段

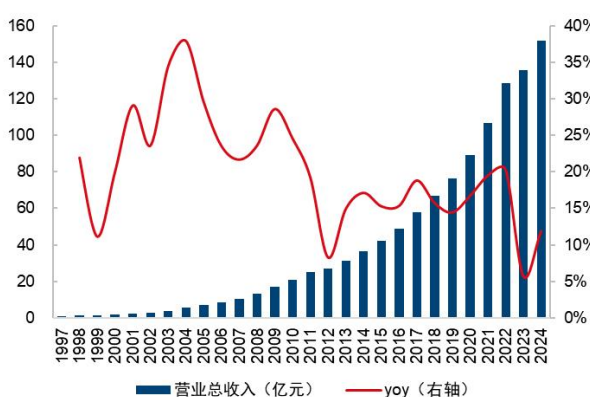
股价波动与产能、成本、成长周期共振，2025 年后驱动逻辑再次切换。上市至 2013 年前后，公司经历产能扩张与业务探索，2010-2012 年因业务侧重点及产能集中转固，费用与折旧大幅上升，净利润在 2013 年触底，股价承压。2013-2017 年公司重新聚焦主业，且前期投入的产能逐步释放规模效应，业绩进入高速增长期，成长股定位重获市场认可。2018-2023 年，虽然面临董事长退休及成本扰动，股价进入调整阶段，但是在管理层换代平稳落地后股价回升。2024 年后随着糖蜜价格高位回落，公司海外市场前期布局效果显现，业绩修复预期促进股价回暖。复盘历史，安琪酵母在成本下行、产能利用率提升、新市场开拓的顺周期阶段，业绩弹性释放推动股价走强。

图3：安琪酵母股价复盘



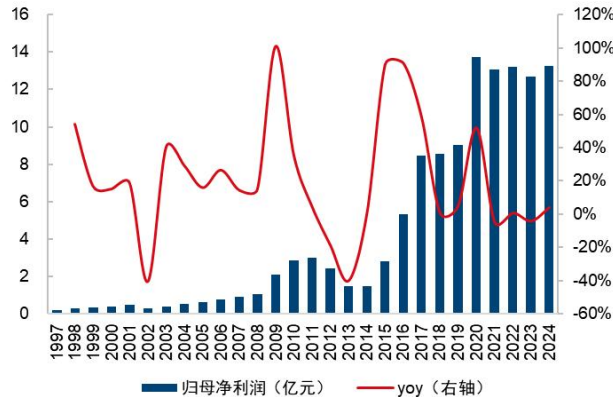
资料来源：公司公告，Wind，公司官网，泛糖科技，国信证券经济研究所整理

图4：安琪酵母 1997-2024 年收入 CAGR 为 20%



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

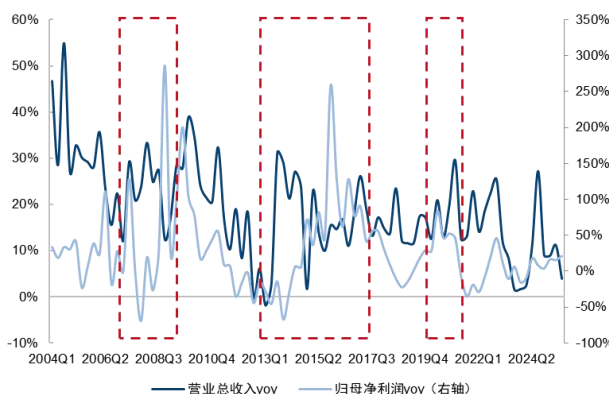
图5：安琪酵母 1997-2024 年利润 CAGR 为 17%



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

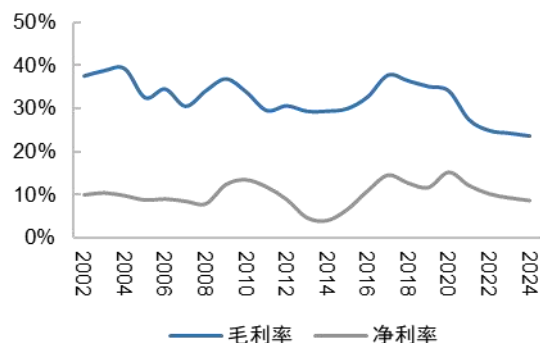
**毛利率与原料价格紧密相关，成本下行有望带来利润修复。**2024 年公司实现营业收入 151.97 亿元，同比增长 11.86%；归母净利润 13.25 亿元，同比增长 4.07%。全年综合毛利率为 23.52%，同比微降 0.67 个百分点，受原材料糖蜜价格高位、折旧计提及产品结构变化影响。进入 2025 年安琪成本压力显著缓解，第三季度单季毛利率已回升至 25.54%，糖蜜成本下行周期带来的利润修复有序兑现。费用方面，2024 年销售费用率为 5.45%，同比略有上升；财务费用大幅增长 302.21%，主要源于为产能扩张而增加的有息负债。尽管杠杆率较高，但受益于毛利率改善，2025 年前三季度净利率已回升至 9.77%。

图6：安琪酵母股价上涨与成长红利释放相关



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

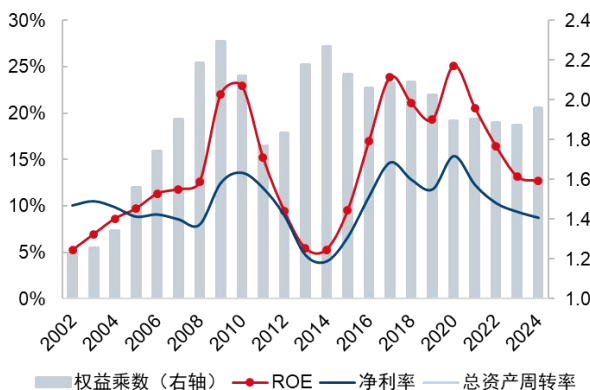
图7：安琪酵母净利率与毛利率趋同



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

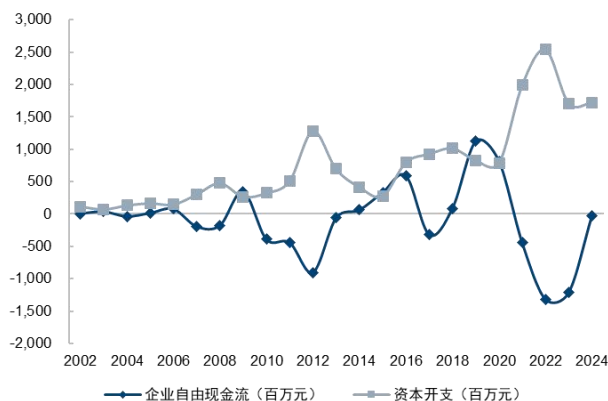
**ROE 维持较高水平，FCF 受到资本开支扰动。**安琪酵母净利润率保持在 9%-10%左右，叠加高杠杆，使得净资产收益率维持在 13%以上的较高水平，但 2021-2024 年企业自由现金流为负，主因（1）公司在全球范围内持续投入资金用于扩建工厂和购置设备；（2）酵母行业具有强烈的季节性和备货特性，公司需要提前大量采购原料，短期内现金往往被锁定在存货和应收账款中。

图8：安琪酵母 ROE 维持较高水平



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：安琪酵母 FCF 受到资本开支扰动



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



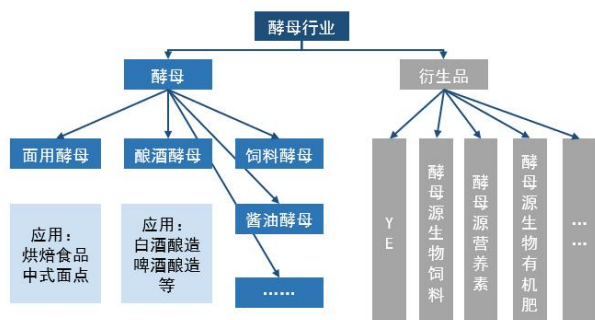
## 2 酵母产品应用多元，原料价格高敏感

### 2.1 酵母产业链产品多元，下游应用领域拓展

**天然发酵剂，下游应用广泛。**酵母是人类最早应用的微生物之一，公元前 3000 年古埃及人已利用天然酵母发酵酸啤酒，公元前 600 年希腊人开创酵母面包烘焙技术。现代工业化生产始于 1846 年奥地利建立的全球首家酒精酵母厂，19 世纪末至 20 世纪中叶，欧洲通过工艺革新推动酵母原料从粮食转向废糖蜜。当前酵母通过发酵作用广泛应用于烘焙、酿酒、调味品及健康食品领域。其产品形态包括活性干酵母、酵母抽提物（YE）、衍生功能成分等，是现代食品工业不可或缺的生物催化剂。

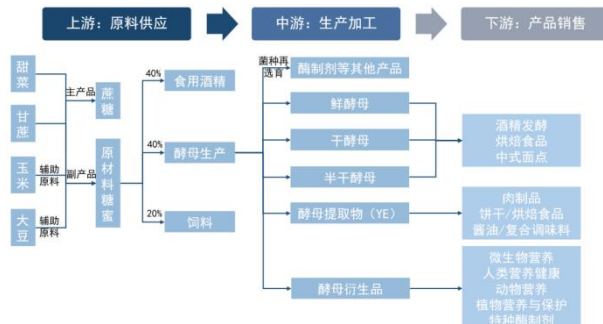
**产业链产品多元，覆盖面食、烘焙、酒精等多个领域。**酵母的上游核心原料为甜菜、甘蔗制糖的副产品——糖蜜。中游企业的核心产品包括传统干酵母（烘焙、面点用）、酵母抽提物（YE）、动物饲料添加剂及保健品原料等。酵母下游销售网络涉及面食、烘焙、酒精等多个领域，传统酵母主要用于烘焙、面食消费；酵母抽提物（YE）凭借天然健康特性切入调味品、动物饲料及保健品市场，逐步替代化学添加剂，此外酵母衍生品的应用逐渐拓展至医用保健品、化妆品等领域。

图 10：酵母及其衍生品应用广泛



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 11：酵母产业链产品多元

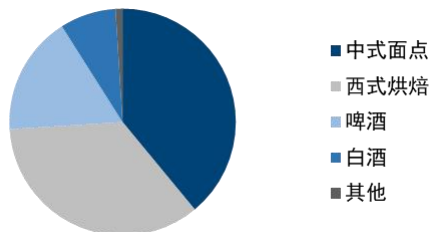


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

**传统酵母主要应用于面食、YE 核心为鲜味剂替代。**从产品分类来看，我国酵母产品以活性酵母为主，产量占比约 65%，其余主要为酵母抽提物，占比约 25%。酵母抽提物（YE）是以食用酵母为原料，通过生物技术提取其细胞内可溶性精华制成的天然食品配料，富含氨基酸、核苷酸等风味与营养成分，核心应用在于调味。

◆ **酵母主要应用于面食、烘焙和酿酒。**根据华经产业研究院，酵母当前主要应用于面食、烘焙及酿酒三大传统场景，分别占比 39%、35%、25%。传统领域中，酵母在面食发酵、烘焙、酿造和生物能源行业发展程度已经相对成熟。

图12: 面点、烘焙、酒类是中国酵母行业下游主要需求场景



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图13: 酵母的形态主要分为鲜酵母、干酵母、半干酵母

	干酵母	鲜酵母	半干酵母
含水量	5%	65%	20%
使用量	1.00%	2.5%-3%	1.0%-1.2%
保存条件	常温	0-4℃	-12~-20℃
运输条件	宽松、常温	严格、需冷藏	宽松、冷冻
使用方法	直接同面粉混合	搓匀后同面粉混匀	直接同面粉混合
风味	好	很好	很好
活细胞率	85%	99%以上	99%以上
保质期	24个月	45天	24个月

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **YE 核心应用在于调味，实现鲜味剂替代。**YE 并非食品添加剂，而是酵母的深加工产物，源自酵母但风味和营养更集中，广泛用于酱油、复合调味料、方便食品和肉制品中，能增强鲜味、提升醇厚感并帮助实现减盐。近年来，YE 也成为植物基食品改善风味、掩盖豆腥味的关键配料。作为“清洁标签”和天然减盐方案，YE 正逐步替代化学鲜味剂。

表2: YE 核心应用在于调味

应用领域	用量%	特点
方便面（粉丝、米粉）	0.5~3	增强鲜味及醇厚感，使风味丰富
家用调料、鸡精、汤料	0.8~5.0	改进产品风味、提高营养
肉制品	0.3~1.0	增进品质，增强醇厚感、肉鲜味
酱油、醋、蚝油、调味汁	0.3~5.0	增强鲜味、平衡口感、减弱刺人臭味、缓和酸味
酱类、风味酱	1.0~5.0	增强鲜味及醇厚感
香精香料基质	1~20	为香精提供丰富的反应氨基酸、增强口感
膨化食品、休闲食品、饼干、糕点	0.3~5.0	提高风味、上色好、产生高级感
各类火锅	0.6~2.0	有掩盖肉腥味作用，增强醇厚感
素食、榨菜、泡菜、咸菜	0.1~0.3	增强鲜味、掩盖异味、异臭
餐饮	0.06~0.3	调在汤汁中，增强鲜美感
生物发酵培养基	0.3~3.0	提供丰富的氮源和微量元素

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 2.2 寡头垄断格局明显，安琪排名全球第二

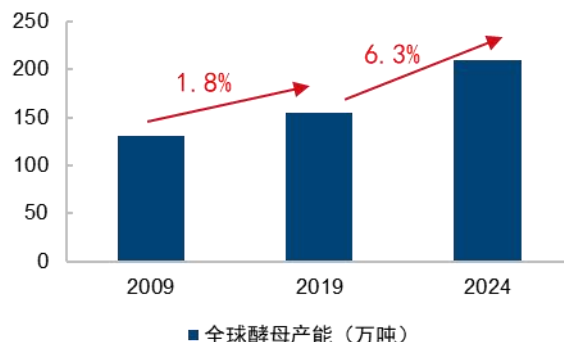
**欧美集中产能分布，中国酵母产量稳步上升。**2024 年全球酵母总产能超 210 万吨，欧美超过总产能一半，主要源于酵母产业发源于欧美且当地拥有成熟的烘焙文化和消费市场。近年来我国酵母产量呈现稳步上升态势，根据智研咨询，2024 年中国酵母行业产量增长到 50 万吨，同比上涨 4.60%，2004-2024 年 CAGR 约为 8.3%。中国酵母抽提物行业快速增长，根据安琪酵母公告，目前我国酵母抽提物产量和销量占全球市场的比重分别约为 30%和 14.4%。

图14：2024 年中国酵母行业产量约为 50 万吨



资料来源：中国发酵工业协会，智研咨询，国信证券经济研究所整理

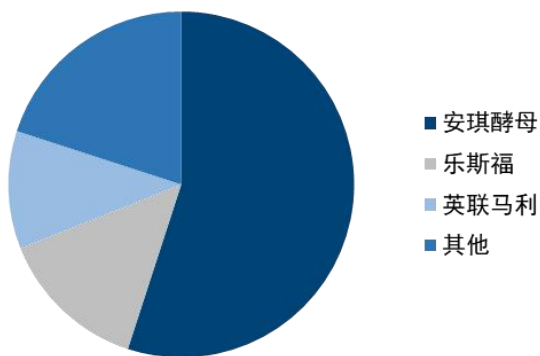
图15：2024 年全球酵母产能超过 210 万吨



资料来源：公司公告，Wind，华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

**酵母市场寡头垄断，安琪全球排名第二。**除安琪酵母外，全球领先企业主要包括法国的乐斯福（Lesaffre）、英国的英联马利（AB Mauri，隶属于 Associated British Foods）、加拿大的拉曼（Lallemand）以及丹麦的科汉森（Chr. Hansen，已与诺维信合并）和帝斯曼（DSM，已与芬美意合并），其中乐斯福、安琪、英联马利位居行业前三，CR3 超 70%。按照产能计算安琪酵母 2024 年全球市场份额约为 19%，仅次于全球龙头乐斯福。安琪酵母凭借差异化的产品及渠道策略，在中国市场实现突围，2023 年国内市场占比高达 55%；同期外资品牌乐斯福、英联马利仅为 14%、11%。

图16：2023 年中国酵母行业呈现寡头垄断格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图17：酵母行业主要竞争对手

品牌	国家	简介
乐斯福 (Lesaffre)	法国	全球最大的酵母生产商，旗下燕子牌 (Saf-instant) 是全球使用最广泛的即发干酵母，在全球 50 多个国家设有 80 个生产基地
英联马利 (AB Mauri)	英国	英国联合食品集团 (Associated British Foods, ABF) 旗下的全球烘焙及酿造配料业务单元，全球烘焙酵母的主要生产商之一，拥有著名的“马利 (Mauri)”品牌，年营收已超过 16 亿美元
拉曼 (Lallemand)	加拿大	由诺维信 (Novozymes) 与科汉森 (Chr. Hansen) 于 2024 年合并成立的跨国生物科技公司，横跨烘焙、酿酒、动物营养、人类健康和农业领域
Novonesis (诺和新元)	丹麦	专注于酶和微生物技术，全球乳制品菌种（奶酪、酸奶）和植物保护生物方案的领导者
帝斯曼-芬美意 (dsm-firmenich)	荷兰/瑞士	原荷兰帝斯曼 (DSM) 与瑞士芬美意 (Firmenich) 于 2023 年完成合并，在丹麦及欧洲拥有庞大的营养与发酵研究设施，2024 年全年营收约为 133 亿欧元

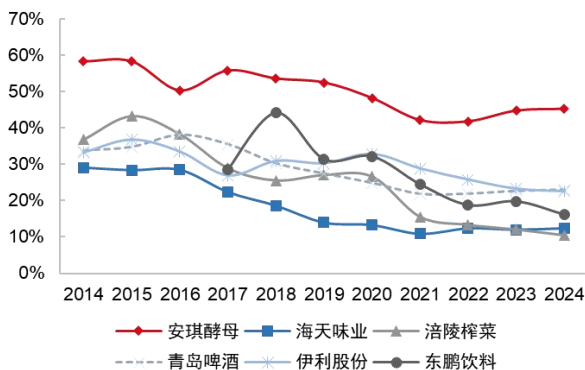
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

## 2.3 天然重资产属性，行业壁垒深厚

**天然重资产属性，巩固寡头格局。**酵母行业本身是典型的重资产行业，企业在建厂、购置大型发酵罐、干燥塔以及配套的污水处理设施时，需要投入巨额资金并经历数年时间的建设与调试。对比海天、榨菜、青啤、伊利和东鹏来看，安琪固定资产在总资产中的比重显著更高，导致每年产生的大额折旧费用也相对较多。重资产特征加之发酵工艺的产能爬坡慢、达产周期长，使得投资回收期普遍更久，形成了天然的进入壁垒。中小规模的酵母企业往往缺乏足够的资本储备和稳定的

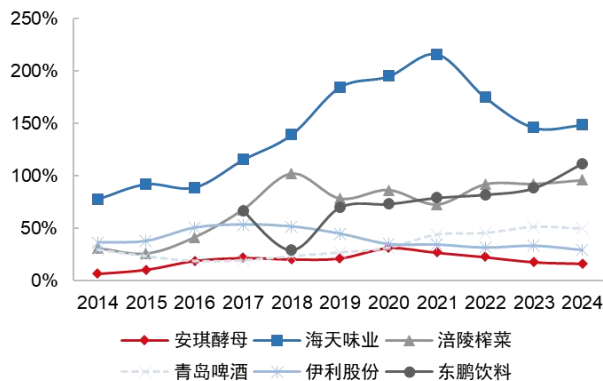
原料糖厂支撑，失去规模优势，最终被行业龙头通过兼并收购吞并，进一步巩固寡头格局。

图18：安琪酵母固定资产占总资产比例较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：安琪酵母 EBIT/固定资产比例在行业较低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**酵母产线资本开支强度大，要求较高的资金实力。**酵母行业本质处于生物工程领域，产线的建设成本极具刚性，资本开支强度比其他食品加工业更高。根据测算，安琪酵母新建项目的单位产能投资额达到 2.9 万至 4.8 万元/吨，其中海外产线建设单位产能投资额更高，整体是调味品行业的 10-18 倍，是液态奶行业的 30-40 倍。酵母产业“高投资、小产能”的特征，要求企业必须具备极其雄厚的资金实力和融资能力。

表3：酵母行业单位产能投资较高

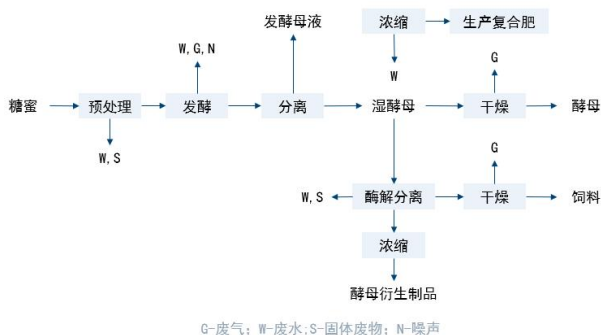
公司	项目名称	产能规模 (万吨)	总投资额 (亿元)	单位产能投资 (元/吨)
安琪酵母	云南普洱项目	3.2	11.2	35,116
	云南德宏项目	1.5	4.3	28,945
	俄罗斯扩产项目	2.2	10.6	48,285
	印尼新建项目	2.0	8.8	44,000
海天味业	南宁项目	95.0	24.4	2,571
伊利股份	呼伦贝尔液态奶项目	35.0	3.6	1,029

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

**酵母生产伴随污染，环保合规成本高昂。**根据生态环境部，生产 1 吨干酵母发酵完成后分离出的发酵母液含有 18-30 立方米高浓度废水，化学需氧量 (COD)、总氮浓度也较高，而酱油酿造过程中废水产生量仅为 3-5 立方米/t 产品。酵母生产企业必须投入大量资金用于建设和运行废水处理等环保设施，推高生产成本。随着我国环保税制的实施，污染物排放已转化为明确的税负，增加了企业的合规性运营成本。安琪酵母 2024 年缴纳的环保税达到 325 万元，占当期税金及附加的比例约为 1.8%。

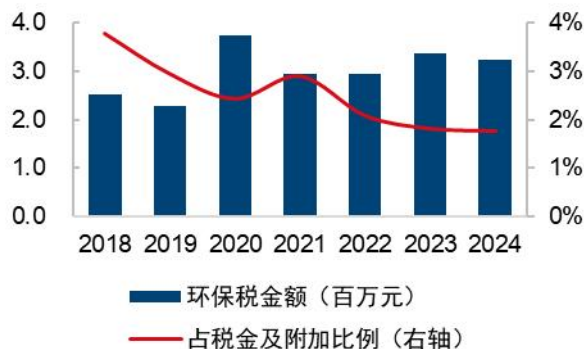


图20：酵母生产会伴随污染



资料来源：生态环境部，国信证券经济研究所整理

图21：安琪酵母每年需要缴纳环保税

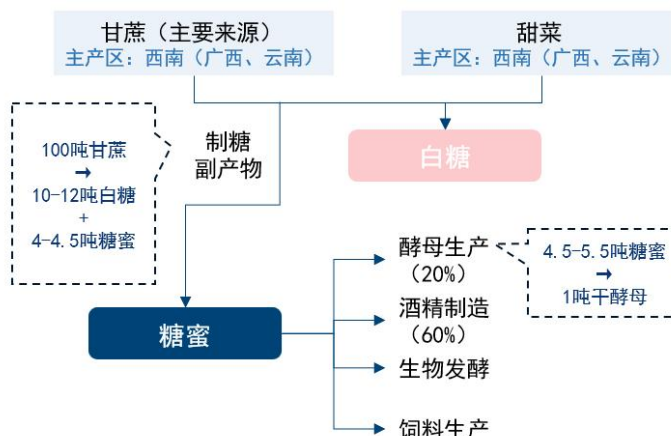


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.4 糖蜜价格锚定白糖，原料成本周期明显

**酵母核心原材料为糖蜜，价格呈现周期性波动。**酵母生产的核心原材料糖蜜系制糖副产品，因被列为固体废物自2017年起我国已全面禁止进口，目前供应主要源于新疆、内蒙古等甜菜产区及广西、云南等甘蔗产区，且以甘蔗糖蜜为主。100吨甘蔗约对应10至12吨白糖及4至4.5吨精炼糖蜜，而生产1吨酵母需消耗约4.5至5.5吨糖蜜，糖蜜在酵母总成本中占比达40%左右。由于产量与食糖高度正相关，糖蜜价格呈现出鲜明的周期性，每年9至11月榨季供应增加导致价格下调，3月停榨后因供不应求促使价格从底部回升，5至8月则进入供需平衡的相对稳定期；长期价格则随甘蔗种植面积、气候及政策环境波动而变化。

图22：酵母生产的主要原材料是糖蜜



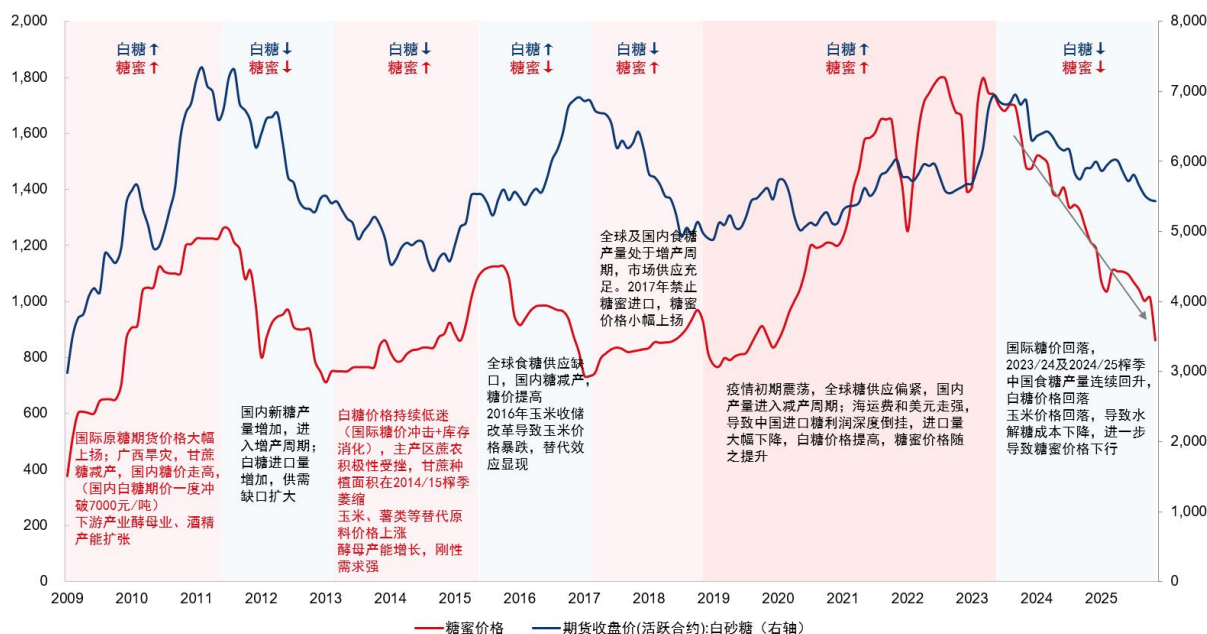
资料来源：公司公告，每经网，国信证券经济研究所整理

**白糖与糖蜜的价格联动，受供需、替代品及政策多重驱动。**2009至2011年上半年，国际原糖走强叠加广西旱灾减产，白糖冲破7000元/吨，下游产能扩张带动糖蜜同步上行；随后进入增产周期，2012年价格双双回落。2013至2015年上半年，白糖受高库存压制持续低迷，而糖蜜受谷物原料上涨及刚需支撑逆势走高；2016年玉米收储改革致其价格下跌，替代效应使糖蜜回落，与走牛的糖价脱钩；



2017 年后，尽管白糖处于增产下行周期，但糖蜜进口禁令的颁布促使价格小幅回升。2019 至 2022 年受全球供应偏紧与进口利润倒挂驱动，两者重回同步上涨区间。2023 至 2025 年随着国内食糖持续丰产，加之玉米价格回落压低了水解糖的替代成本，白糖与糖蜜价格再度共振下行，回归周期低位。

图 23: 复盘 2009-2025 年糖蜜价格基本锚定白糖周期



资料来源：中国新闻网，Wind，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**水解糖供应稳定，逐渐成为传统糖蜜重要替代原料。**根据安琪酵母公告，对于部分酵母产品，水解糖可完全替代糖蜜，其余产品替代比例因产品品种不同而存在差异。不同于产出深度锚定白糖榨季、受天气及政策影响导致价格波动剧烈的糖蜜，水解糖主要以玉米或木薯为基材，通过酶解工艺制取，供应打破了季节性限制，成本更随大宗粮价平稳波动。另外，水解糖废水 COD 及盐分低，能够直接降低 30%以上的污水处理成本。

表 4: 水解糖能够对糖蜜产生一定替代

维度	水解糖	糖蜜
简介	含有约 45%-55%的混合糖（蔗糖、葡萄糖、果糖），同时含有大量灰分、有机酸和色素。	通常以玉米、大米或木薯淀粉为原料，通过淀粉酶和糖化酶的催化作用，将长链淀粉水解为结晶葡萄糖或高纯度葡萄糖浆。
成本波动	取决于玉米、碎米、木薯等生产原料价格，产地分布广，不具有制糖的季节性周期。	锚定白糖周期，具有强榨季周期性，且受干旱等天气影响大，有封闭市场溢价。
环保压力	低。废水中的 COD（化学需氧量）和盐分远低于糖蜜，污水处理成本可降低 30%以上。	高。糖蜜废液（黑液）处理难度极大，环保成本极高。

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 3 市场化国企范本，产能建设逐渐完善

#### 3.1 扩产稳健，原料稳供，全球产业链布局深化

2024 年发酵产能达到 40 万吨，市场消化产能充分。公司酵母发酵总产能从 2003 年的 2.5 万吨起步，历经二十余年全国化布局，于 2024 年达到 40 万吨，酵母系列产品总产能超过 45 万吨。公司自 2015 年以来产能利用率连续十年维持在 90% 以上，2024 年公司全年发酵总产量达 41.54 万吨，同比增长 10.21%；其中高附加值的酵母抽提物（YE）产量为 14.64 万吨，同比增长 5.63%。

图 24：2024 年公司酵母及深加工产品产量 41.54 万吨



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25：截至 2024 年公司酵母发酵总产能已达 40 万吨



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内外产能建设稳步推进，全球化产能布局日渐完善。截至 2024 年末公司在湖北宜昌、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、新疆等地以及两个海外国家建有 13 个生产基地、16 个酵母工厂、25 条酵母产品生产线。安琪产能建设稳步实施，国内积极推进德宏和普洱酵母抽提物项目、宜昌高新区公司 15 万吨粮食仓储及配套设施项目建设，海外埃及、俄罗斯、印尼扩展计划也在积极推进中，在建产能合计约 6.6 万吨，为公司的长远发展提供有力支撑。

表 5：安琪酵母国内外产能布局以及重点在建工程

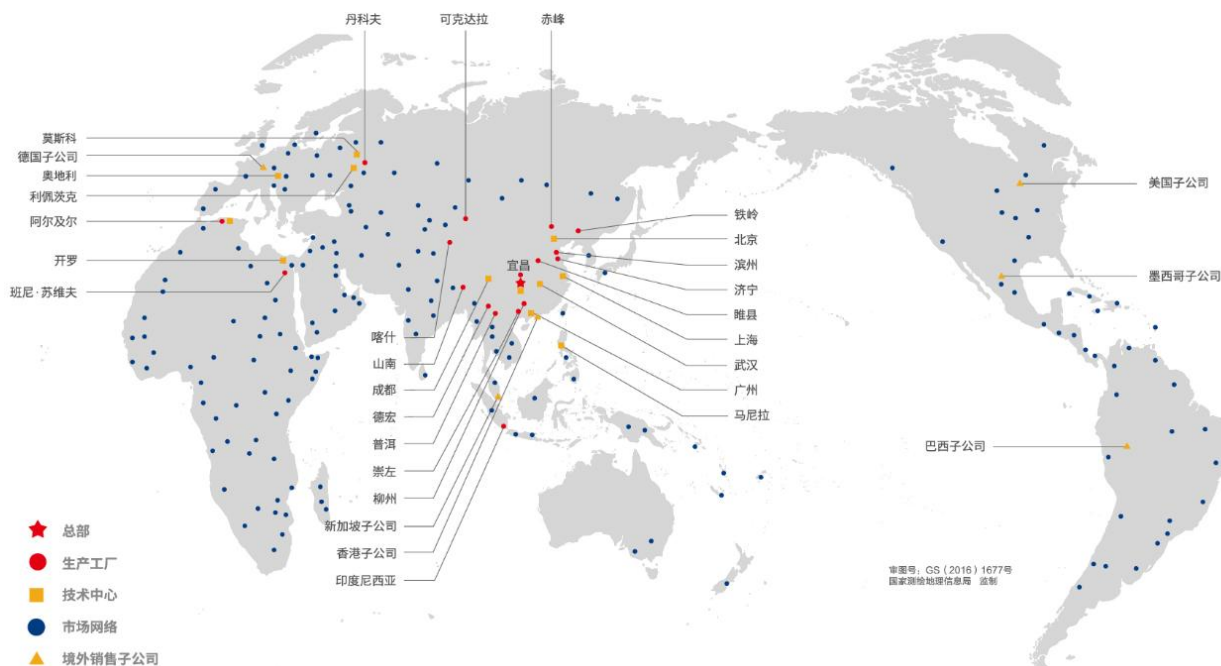
区域	生产基地	产能（万吨）
国内	湖北宜昌	3.94
	新疆可克达拉	2.77
	内蒙赤峰	3.79
	山东滨州	2.97
	河南睢县	1.12
	广西崇左	5.82
	广西柳州	5.68
	云南德宏	3.59
	云南普洱	1.44
	山东济宁	1.52
	海宜生产部	0.71
	国内合计	33.35
海外	埃及	4.1
	俄罗斯	2.59
	海外合计	6.69
主要生产基地设计产能		40.04

地点	项目	生产能力
安琪普洱	普洱公司年产 3.2 万吨酵母制品绿色制造项目	年产 1.5 万吨高活性干酵母、1.7 万吨酵母抽提物
安琪宜昌	15 万吨粮食仓储及配套设施项目	玉米筒仓储罐及其配套清理车间，年仓储能力 15 万吨
安琪宜昌 (白洋生物 科技园一期)	年产能 1.1 万吨酵母蛋白产业化示范项目 年产能 60 万吨水解糖绿色制造项目	酵母蛋白、酵母膳食纤维、酵母抽提物等产品 1.1 万吨/年 年加工玉米 30 万吨/年
安琪埃及	埃及公司年产 2 万吨酵母制品扩建项目	高酒、酒精、糖化酶、葡萄酒等特种酵母 8500 吨/年，年产值 7.79 亿元
安琪德宏	德宏公司年产 1.5 万吨酵母抽提物绿色制造项目	干酵母和酵母抽提物年产能分别为 1.50 万吨和 0.50 万吨
安琪印尼	印尼公司实施年产 2 万吨酵母项目	酵母抽提物年产能 1.5 万吨
安琪俄罗斯	俄罗斯公司二期扩建 8000 吨酵母项目	干酵母、鲜酵母年产能分别为 1.88 万吨和 0.20 万吨
	俄罗斯公司实施年产 2.2 万吨酵母生产线扩建项目	年产 8000 吨干酵母 年产 2.2 万吨酵母

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**原材料供应源稳定，全球产业链布局深化。**安琪酵母以“接近原材料产地”为原则布局生产基地，糖蜜成本高位回落，能够直接受益于上游成本下降，保障生产原料的稳定供应。公司广西、新疆等南北两大区域均有稳定糖蜜供应源，并与中粮集团等主流糖业集团签订了长期战略合作协议。另外，同时，公司在埃及、俄罗斯、印尼等地的海外产能，不仅有效平抑了单一区域的供应波动，更成为了支撑其全球化扩张的关键支点。销售端看，截至 2024 年安琪构建了 2.4 万家经销商网络，确保了公司在拥有低成本制造能力的同时，具备强市场渗透与响应能力。

图 26：安琪酵母全球产业链布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 3.2 高强度研发犹如，积极响应下游需求

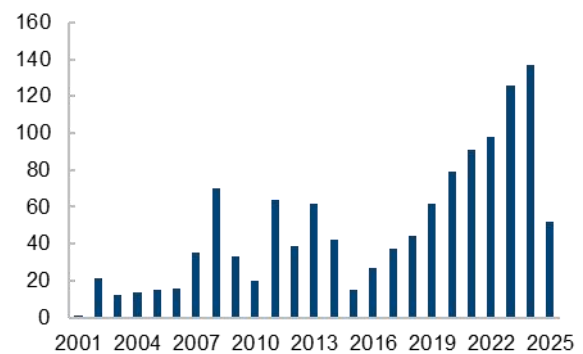
**持续高强度投入，构建技术端壁垒。**2018 年至 2024 年公司研发费用复合增长率达 15%，研发费率常年保持在 4.2% 以上，截至 2024 年安琪酵母拥有有效国内发明专利 282 件、国外发明专利 107 件。安琪彻底扭转了 80 年代外资垄断国内 90% 市场的局面，从 2014 年高端菌种仍依赖进口到如今建成全国最系统的工业酵母菌种资源库，部分产品性能已超越国际竞品。

图27：公司研发费用率持续保持 4%以上



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：安琪酵母持续申请专利



资料来源：公司公告，国家知识产权局官网，国信证券经济研究所整理

**产品矩阵丰富，响应多样化需求。**安琪酵母通过积累的研发能力，能够灵活应对市场趋势变化，满足从普通家庭烘焙到专业餐饮、从日常保健到特殊医学营养的多样化需求。1991 年公司推出家庭小包装酵母，将传统“老面”发酵所需的漫长周期缩短至 40 分钟，极大提升了面食制作效率。随着 2022 年数字化产线的建成，公司则进一步实现了从 3 克到 100 克规格的柔性制造，精准响应了家庭与商业市场的多样化需求。目前，安琪产品矩阵覆盖从最基础的烘焙酵母、啤酒酵母到功能性强的活性干酵母，产品线几乎涵盖了食品、饮料、保健等主要领域。

表6：安琪酵母主要产品矩阵丰富

品类	子品类	应用场景	产品品牌
酵母	高糖干酵母	适用于配方中加糖量超过 5%的面包和馒头制作；适用于甜面包及甜面点的制作。	安琪、天使、天鹰、国光、喜福来、百钻、发宝
	低糖干酵母	适用于配方中加糖量 7%以下的面包和馒头等面制品制作。	安琪、国光、天使、喜来、乐厨、发宝、炊宝、天鹰
	高糖鲜酵母	适用于工业化制作各种发酵型面制品，适用于每百斤面粉中加糖量 5 斤以上的面制品。	安琪、天鹰、发宝
	低糖鲜酵母	适用于工业化制作各种发酵型面制品，适用于每百斤面粉中加糖量 5 斤以下或不加糖的面制品。	安琪、国光、发宝、乐厨
	半干酵母	适用于制作各类发酵面食，如面包、馒头、包子等，尤其适用于冷冻面团工艺。	安琪、天鹰
改良剂	包子面皮改良剂	适用于制作包子面皮、南方馒头及其他面品。	安琪
	馒头改良剂	适用于馒头、包子、饅饼和烧饼等发酵面制品。	安琪、好搭档
	面条改良剂	适用于拉面制作和冷冻面团生产，帮助提升面团稳定性和筋道口感。	安琪
	饼类改良剂	适用于各类饅、烧饼等发酵面制品。	安琪
无铝害膨松剂	双效泡打粉	适用于发酵面制品、焙烤食品等。	安琪、天鹰、百钻
	包子泡打粉	适合制作包子，馒头等。	安琪
	油条膨松剂	适用于油炸面制品的蓬松、制作。	安琪
	芝麻球膨松剂	适合于制作大芝麻球。	安琪
	麻花膨松剂	适用于制作麻花，改善麻花的酥脆度和表皮的光亮度。	安琪
中点原料	芝麻球粉	适合于芝麻球的制作。	安琪、百钻
	油条粉	适合于油条的制作。	安琪、百钻
	米发糕粉	适合于米发糕的制作。	安琪、百钻
	窝窝头粉	适合于玉米窝窝头、馒头的制作。	百钻
	开花馒头粉	适合于开花馒头的制作。	安琪、百钻
	麻花粉	适合于麻花的制作。	百钻
	吉士粉	适用于各类焙烤食品、发酵面制品、方便米面制品、冷冻米面制品和粮食制品馅料	百钻
调味品	鸡精	适用于火锅、煨汤、卤菜、米线面条等。更适合于炒菜。	安琪、乐厨、天鹰
	老卤汁	用于制作各种卤水，能耐高温长时间加热，可增强菜肴的鲜美醇厚感。	安琪
	鲜味汁	制作骨汤、高汤时使用，也可用于火锅底料。	安琪
	小龙虾全料	适用于小龙虾的烹饪调味，也可用于各种虾、鱼、蟹、花甲的制作。	安琪
	调馅料	适用于各式面点馅料的调味。	安琪



其他产品	鲜味粉	适用于各类火锅，可以应用于火锅调汤，也可应用于炒制火锅底料	安琪
	糖品	适用于烘焙、饮品调味、腌制食品及餐饮调料等。	百钻
	豆制品原料	适用于豆腐、豆腐脑制作，适合制作北豆腐、豆腐干、千张。	百钻
	甜酒曲	用于制作甜米酒、醪糟等发酵食品。	安琪
	食用碱	适用于面食制作、蔬果清洗、餐具清洁及肉制品腌制。	百钻
	小苏打	适用于果蔬清洗、餐具茶具去油去污及食品加工。	百钻
	嫩肉粉	适用于各种肉类的腌制和烹饪。	安琪

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**龙头对下游具有议价权，酵母系列单价提升。**从需求端看，酵母作为关键添加剂，在 B 端生产成本中占比低但对成品质量影响大，导致客户对价格敏感度不强而对稳定性要求高；C 端因低频消费属性，同样具备一定价格传导能力。从供给端看，安琪在国内市占率领先于乐斯福与英联马利，寡头格局进一步巩固了其定价主导权。尽管 2023-2024 年需求波动致使单价短期承压，但受益于直接提价与高附加值产品结构升级，酵母产品均价中枢稳步上移。2024 年酵母系列均价达 2.69 万元/吨，2015-2024 年复合增速（CAGR）约 4.4%。

图 29：安琪酵母多次提价，单价稳步提升



资料来源：公司公告，上交所，公司投资者交流平台，国信证券经济研究所整理

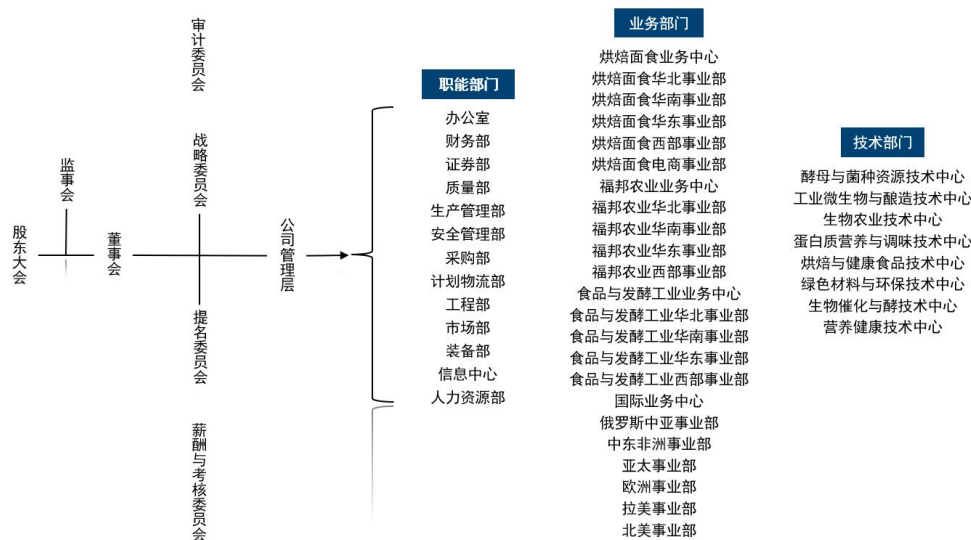
### 3.3 管理创新基因充足，市场化国企范本

**市场化国企业制范本，抗风险韧性充足。**1997 年由俞学锋等管理层主导的改制开启了安琪酵母市场化转型的序幕，企业借由兼并地方酿造与酒业公司快速盘活资产，1998 年集团公司作为主要发起人，与四家公司共同发起设立湖北安琪酵母股份有限公司，成为混合所有制企业，正式步入现代企业制度轨道。国资背景带来的融资优势与战略定力，确保公司能在重资产发酵领域维持跨周期的投资强度，而不必受制于短期的财务压力，股权激励则将核心团队与企业价值深度绑定，为原本稳健的体制引入了市场博弈的能动性，增强公司抗风险韧性。

**动态调整组织机制，高效制度支撑。**公司坚持扁平化的管理理念，总部授权事业部全面履责，从而充分发挥各事业部主观能动性，提高组织运行效率。2025 年公司新设俄罗斯中亚、亚太、中东非洲、欧洲、拉美、北美六个海外事业部以及烘焙面食电商、烘焙面食西部等事业部，撤销动物营养、植物营养与保护等事业部，优化管理结构，提升管理水平和运营效率。



图 30：安琪酵母实行业务部制度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**充分激励核心人员，支撑中长期发展战略。**安琪酵母 2024 年 6 月发布了新一期股权激励计划，此次激励对象覆盖公司核心管理层、技术骨干以及业务骨干，推动公司实现既定的三年发展目标。计划强调“战略导向、业务融合”。在考核管理办法中明确指出，激励对象需要将公司制定的中长期战略与专业管理、业务管理相结合，并将企业战略目标逐级分解落实，通过充分的业绩考核确保激励对象持续为公司的业绩增长贡献力量。

表 7：安琪酵母 2024 年限制性股票激励计划

授予	激励对象	职位	限制性股票数量 (万股)	授予价格 (元/股)
一次性授予	王悉山	董事、副总经理	3.00	15.41
	覃先武	总工程师、食品（质量）安全总监	3.00	
	吴朝晖	副总经理	3.00	
	刘劲松	副总经理	3.00	
	杜支红	副总经理	3.00	
	覃光新	财务负责人、总经理助理	3.00	
	高路	董事会秘书、总经理助理	3.00	
		核心技术人员、管理骨干（967 人）	1126.60	
合计		974 人	1147.60	
解除限售时间安排				完成情况
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止			未开始
第二个解除限售期	自授予完成登记之日起 36 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止			未开始
第三个解除限售期	自授予完成登记之日起 48 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止			未开始
解除限售条件（业绩目标）				完成情况
第一个解除限售期	2024 年净资产现金回报率（E0E）不低于 21.5%；以 2021-2023 年主营业务收入均值为基数，2024 年主营业务收入增长率不低于 21%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值；2024 年资产负债率不超过 51%。			已完成
第二个解除限售期	2025 年净资产现金回报率（E0E）不低于 22%；以 2021-2023 年主营业务收入均值为基数，2025 年主营业务收入增长率不低于 33%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值；2025 年资产负债率不超过 53%。			进行中
第三个解除限售期	2026 年净资产现金回报率（E0E）不低于 22.5%；以 2021-2023 年主营业务收入均值为基数，2026 年主营业务收入增长率不低于 46%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值；2026 年资产负债率不超过 55%。			进行中

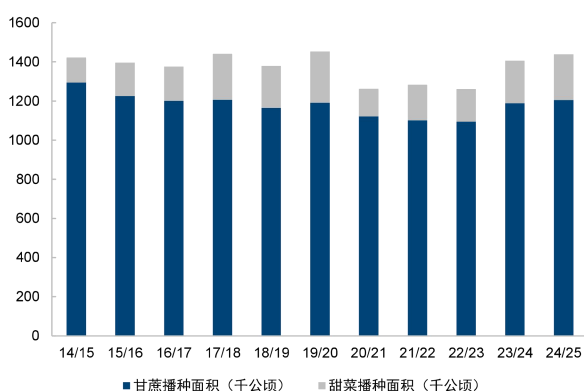
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 4 利润进入改善通道，全球布局持续深化

### 4.1 短期：成本红利释放，盈利进入改善通道

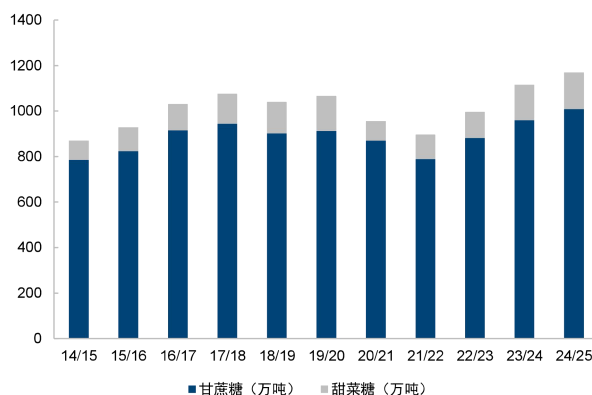
糖蜜采购具有鲜明季节性特征，紧贴国内南北榨季节奏。糖蜜采购窗口期通常由北方甜菜产区（新疆、内蒙古）在 10 月率先启动，南方甘蔗产区（广西）于 11 月跟进，并持续至次年春季。安琪采取“集中采购、提前储备”的策略，主要在每年四季度至次年一季度完成全年大部分原料锁价。据广西发改委数据，2025/26 新榨季全区糖料蔗种植面积达 1234 万亩，同比增加 99 万亩，创下近十年新高。种植面积的大幅扩容将保障食糖与糖蜜的增产，预示着糖蜜价格的下行趋势有望延续，为酵母产品延续成本红利提供坚实支撑。

图 31：24/25 甘蔗播种面积提升



资料来源：iFIND，国信证券经济研究所整理

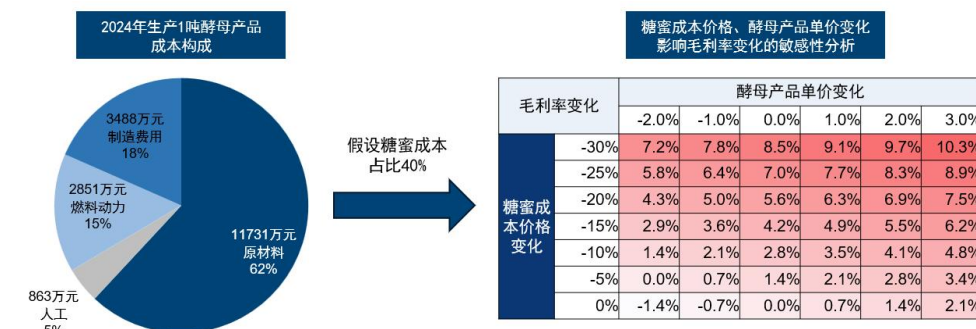
图 32：甘蔗糖逐渐进入丰产区间



资料来源：iFIND，国信证券经济研究所整理

**糖蜜价格下探，拉动酵母毛利率改善。**受益于国内糖料种植面积扩大与供给格局改善，糖蜜价格已确立较为明确的下行趋势。随着 2025 年底新榨季开启，采购价格已显著下探至 800-900 元/吨区间，且有望在未来延续低位运行。基于敏感性分析，假设糖蜜占生产成本的 40%，在终端产品价格稳定的前提下，原材料价格每下降 5%，理论上可拉动毛利率提升约 1.4 个百分点。当前的低成本红利将直接转化为显著的利润弹性，为公司未来 1-2 年的盈利修复提供了极强的确定性支撑。

图 33：糖蜜价格变动、酵母价格变动对于公司毛利率影响的敏感性分析



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

**自建水解糖产能约 60 万吨，平抑糖蜜价格波动影响。**安琪酵母正通过自建水解糖产能，稳步推进对核心原料糖蜜的策略性替代，目前公司水解糖在原料中占比约 30%，能够有效平抑成本波动。产能布局方面，截至 2025 年 3 月，公司在宜昌、柳州、崇左及济宁的 4 条产线已投运，具备年加工玉米 60 万吨能力。按 5:1 单耗测算，现有能力可支撑约 15 万吨酵母生产，覆盖总产能 30%以上。此外，白洋工业园区在建的 60 万吨水解糖项目落地后，原料替代保障度、成本控制能力将得到进一步强化。

表8: 安琪酵母水解糖产能 60 万吨

地点	位置	水解糖产能	投产时间
宜昌	猗亭安琪生物科技产业园	年产 15 万吨 30%浓度水解糖	2022 年 5 月
	宜昌高新区白洋工业园沙湾片区	年产 30 万吨水解糖	计划于 2025 年一期建成投产
柳州	柳州公司厂区内	年产 15 万吨 30%浓度水解糖	2022 年 6 月
崇左	崇左公司抽提车间对面预留地块	年产 15 万吨 30%浓度水解糖	2022 年 6 月
普洱	普洱公司澜沧县富本工业园区内	15 万吨水解糖生产线	2023 年 12 月

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**重资产属性决定折旧周期，转固尾声后盈利逐步修复。**酵母行业具有典型的重资产特征，产能扩张往往伴随着较大资本开支。工厂投产初期，新增折旧与尚未饱和的产能利用率形成错配，净利率通常处于低位；后续随着利用率爬坡，收入规模增长有效摊薄单位固定成本，盈利能力逐步修复。公司过往在 2007-2009 年、2012-2014 年及 2017-2019 年转固周期明显，一般维持在 2-3 年。最近一期 2022-2024 年集中产能投放，虽在短期内造成报表端折旧摊销压力，但也为突破产能瓶颈、支撑长周期营收增长提供了保障。

**资本开支高峰已过，海外布局开启利润修复。**随着安琪规模扩张，22-24 年期间资本开支高峰期已过，叠加当前资产与营收基数较大，新增产线转固带来的折旧增加对整体利润率的边际影响逐渐减弱。公司后续产能布局将主要向海外倾斜，通过海外本土化生产替代跨境出口。本土化运营不仅能解决产能供应问题，更能有效规避国际海运物流费用，助力净利率中枢逐步修复。中长期来看，规模效应叠加物流成本节约，将弱化阶段性折旧因素的扰动，推动整体经营效益回升。

图 34: 安琪酵母短期资本开支进入尾声

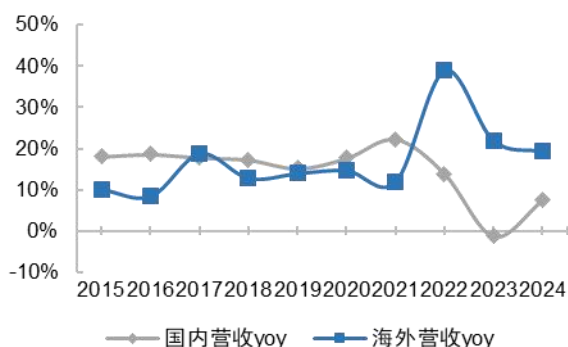


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 4.2 中长期：全球产能布局深化，产品平台壁垒加强

**深化全球化战略，海外业务驱动增长。**面对国内市场增速趋稳，安琪海外板块展现出强劲韧性，海外收入占比由2020年的28%提升至2024年的38%，期间收入复合增长率约22.7%。产能端，印尼年产2万吨项目预计2027年投产，配合巴西子公司及本土销售团队的组建，将进一步完善全球供应链网络。渠道端，海外经销商数量由2018年的2832个扩容至2024年底的6028个，市场渗透深度显著增强。未来，随着印尼等新建产能释放及南美市场开拓，完善的产销网络将持续支撑中期收入规模扩张。

图35：国内/国外收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

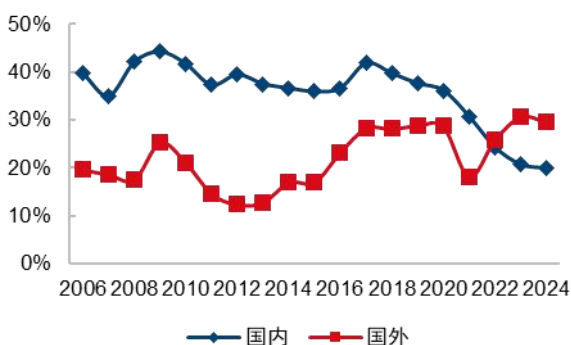
图36：国内外经销商数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

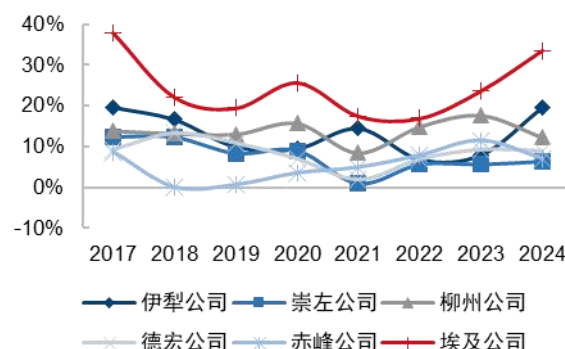
**海外本地化生产节约成本，盈利能力高于国内。**海外业务早期受制于国内出口补缺，需承担较高的海运费与关税成本，毛利率长期受压。2021年虽面临成本与运费双重挑战，但2022年后随着外部环境缓和及海外产能爬坡，盈利能力显著修复，2022-2024年海外毛利率已连续反超国内水平。2024年埃及工厂净利率达33.5%，显著高于公司整体平均水平，主因本地化生产能够规避贸易壁垒，也具有物流成本优势。随着印尼、巴西等新建产能陆续投产，更多外销需求将转为在地生产。随着运输及关税成本的进一步节约，有望推动海外业务利润率持续上行。

图37：近几年海外毛利率水平高于国内



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图38：埃及工厂净利率高于其他国内控股公司



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

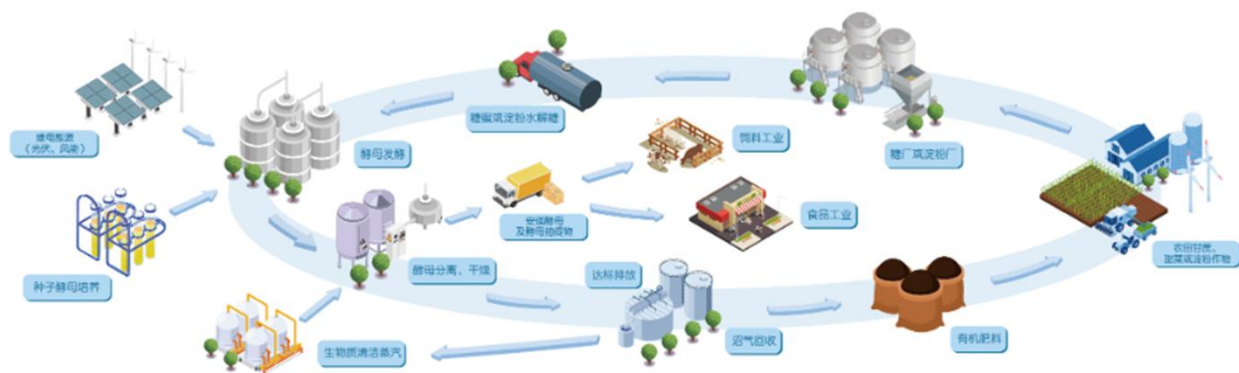
**第二曲线 YE 渗透放量，建设酵母产业链平台。**公司已构建闭环生态链。利用制糖副产物糖蜜及水解糖作为碳源，在生产高附加值活性干酵母及衍生品（如 YE、蛋



白)的同时,将发酵废液资源化处理为有机肥料反哺农业。闭环模式不仅实现了资源的极致利用,更确立了环保且高效的绿色制造壁垒。

- ◆ **酵母提取物精准契合了食品工业趋势。**当前国内 YE 人均消费量显著低于发达国家水平,全行业产量仅约 20 万吨,市场天花板尚远。中长期看,随着 YE 在复合调味品、休闲食品等下游领域的渗透率持续提升,其高附加值属性将成为驱动公司产品结构升级与业绩增长的核心力量。
- ◆ **公司战略正逐步向“发酵蛋白平台”跃迁。**面对全球人口增长引发的蛋白质供给缺口,酵母蛋白凭借营养全面、生产效率高及不受季节地域限制等优势,成为可持续蛋白的重要替代方案。相比传统养殖与种植蛋白,酵母发酵技术在土地占用与碳排放上的显著优势,使其成为解决未来食品供给问题的关键技术路径。

图 39: 安琪酵母形成酵母行业资源循环产业链



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理



## 5 盈利预测与估值

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**收入：**1) 酵母及深加工产品：国内产能持续扩张，预计 2025-2027 年销售收入同比增速分别为 9.7%/12.0%/10.6%。2) 制糖产品：2023 年起公司聚焦主业，逐步剥离制糖业务，预计 2025-2027 年持续此趋势，预计 2025-2027 年收入分别同比-26.0%/-23.5%/-19.0%。3) 包装产品：业务主体宏裕包材阶段性承压，2025 年仍然受到单价下行的负面影响，假设 26 年开始企稳改善，预计 2025-2027 年收入增速分别同比+0.0%/+4.0%/+3.0%。4) 其他产品：公司凭借上下游产业链资源整合优势，贸易类、食品原料类快速增长且有望保持快速增长态势，预计 2025-2027 年收入增速分别为 29.0%/25.0%/20.0%。

**毛利率：**1) 酵母及深加工产品：糖蜜价格 25/26 榨季下行确定性较强，叠加公司水解糖产能投产，贡献酵母毛利率持续修复，但考虑到海外俄罗斯、印尼等地产能爬坡导致制造费用提升，预计毛利率稳健提升，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 30.8%/32.0%/32.3%。2) 制糖产品：糖价仍处于下行周期，整体毛利仍亏损，预计 2025-2027 年毛利率与 2024 年持平。3) 包装产品：结合子公司宏裕包材上半年毛利率回升情况，预计 2025-2027 年毛利率维持 6.8%。4) 其他产品：预计原料等业务毛利率维持稳定回升，2025-2027 年毛利率为 14.0%/16.5%/17.5%。

综合来看，2025-2027 年公司实现营业总收入 167.2/188.4/210.0 亿元，同比 10.0%/12.6%/11.5%；毛利率 25.3%/26.5%/27.1%。

表9：安琪酵母收入、毛利率预测

(百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>安琪酵母</b>						
营业总收入	12,843	13,581	15,197	16,723	18,836	20,996
YoY	20.3%	5.7%	11.9%	10.0%	12.6%	11.5%
毛利率	24.8%	24.2%	23.5%	25.3%	26.5%	27.1%
<b>酵母及深加工产品</b>						
收入	9,020	9,505	10,854	11,910	13,339	14,746
YoY	13.0%	5.4%	14.2%	9.7%	12.0%	10.6%
毛利率	31.7%	30.6%	29.5%	30.8%	32.0%	32.3%
<b>制糖产品</b>						
收入	1,766	1,711	1,265	968	784	670
YoY	68.4%	68.1%	-3.2%	-26.0%	-23.5%	-19.0%
毛利率	0.2%	1.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
<b>包装类产品</b>						
收入	478	421	409	409	426	438
YoY	13.9%	-11.9%	-2.8%	0.0%	4.0%	3.0%
毛利率	10.1%	6.1%	-0.2%	6.8%	6.8%	6.8%
<b>其他产品</b>						
收入	1,511	1,910	2,605	3,360	4,200	5,041
YoY	38.7%	26.4%	36.4%	29.0%	25.0%	20.0%
毛利率	16.9%	16.7%	14.0%	15.5%	16.5%	17.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

**费用率：**由于公司需要在海外配备本土化团队，且需要增加海外运营成本，国内 C 端投放广告宣传，我们预计公司费用率有小幅提升，2025-2027 年销售费用率分

别为 6.2%/6.4%/6.4%；管理费用率分别为 3.4%/3.2%/3.2%。

## 未来 3 年业绩预测

表 10：未来三年业绩预测表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13581	15197	16723	18836	20996
营业成本	10296	11622	12501	13838	15305
销售费用	703	828	1029	1196	1333
管理费用	459	492	538	584	627
财务费用	16	63	92	84	71
营业利润	1509	1565	1882	2347	2755
利润总额	1526	1589	1901	2367	2776
归属于母公司净利润	1270	1325	1585	1973	2315
EPS	1.46	1.52	1.82	2.27	2.66
ROE	12.61%	12.23%	13.57%	15.50%	16.56%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

按上述假设条件，2025-2027 年公司实现营业总收入 167.2/188.4/210.0 亿元，同比 10.0%/12.6%/11.5%；2025-2027 年公司实现归母净利润 15.8/19.7/23.1 亿元，同比 19.6%/24.5%/17.3%；实现 EPS1.82/2.27/2.66 元。

## 盈利预测情景分析

表 11：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,800	19,028	21,319
(+/-%)	5.7%	11.9%	10.5%	13.3%	12.0%
净利润(百万元)	1270	1325	2236	2719	3160
(+/-%)	-3.9%	4.3%	68.8%	21.6%	16.2%
摊薄 EPS	1.46	1.52	2.57	3.13	3.64
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,723	18,836	20,996
(+/-%)	5.7%	11.9%	10.0%	12.6%	11.5%
净利润(百万元)	1270	1325	1585	1973	2315
(+/-%)	-3.9%	4.3%	19.6%	24.5%	17.3%
摊薄 EPS(元)	1.46	1.52	1.82	2.27	2.66
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	13,581	15,197	16,647	18,645	20,676
(+/-%)	5.7%	11.9%	9.5%	12.0%	10.9%
净利润(百万元)	1270	1325	950	1254	1505
(+/-%)	-3.9%	4.3%	-28.3%	32.0%	20.0%
摊薄 EPS	1.46	1.52	1.09	1.44	1.73
总股本(百万股)	869	869	869	869	869

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值：49.58-54.65 元**

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 12：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	5.7%	11.9%	10.0%	12.6%	11.5%	10.3%	9.3%	8.4%	7.5%	6.8%	6.1%	5.5%
营业成本/营业收入	75.8%	76.5%	74.7%	73.5%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%
管理费用/营业收入	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
研发费用/营业收入	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
销售费用/销售收入	5.2%	5.5%	6.2%	6.4%	6.4%	6.2%	6.0%	5.8%	5.6%	5.5%	5.3%	5.1%
营业税及附加/营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	14.1%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
股利分配比率	45.7%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%	46.4%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

表 13：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9	T	14.83%
无风险利率	1.85%	Ka	8.15%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.024
公司股价（元）	44.42	Ke	9.02%
发行在外股数（百万）	869	E/(D+E)	86.12%
股票市值（E，百万元）	38585	D/(D+E)	13.88%
债务总额（D，百万元）	6221	WACC	8.18%
Kd	3.50%	永续增长率（10 年后）	1.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.9x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 1.85%，股票风险溢价率取 7.00%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 3.50%；由此计算出 WACC 为 8.18%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 49.58-54.65 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 14：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.80%	8.00%	8.18%	8.40%	8.60%
永续增长率 变化	1.30%	58.22	55.92	53.75	51.71	49.78
	1.20%	57.53	55.27	53.15	51.15	49.27
	1.10%	56.85	54.65	52.57	50.61	48.76
	1.00%	56.2	54.04	52.01	50.09	48.27
	0.90%	55.56	53.45	51.46	49.58	47.8
	0.80%	54.94	52.87	50.92	49.08	47.33
	0.70%	54.34	52.32	50.4	48.59	46.88

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值：49.98–56.79 元

在对安琪酵母进行相对估值分析时，我们选取业务模式与成长逻辑相近的食品制造行业上市公司作为可比参照。选取海天味业、涪陵榨菜、天味食品及立高食品作为可比公司，主要基于以下考量：

海天味业是调味品行业的龙头企业，其品牌、渠道与规模优势，为食品制造领域的估值提供了重要参照。安琪酵母在酵母及相关生物制品领域同样处于领先地位，两者在兼顾 B 端与 C 端市场、推动产品迭代和持续投入研发等方面，具有相似性。涪陵榨菜则展示了细分品类如何通过产品升级与定价实现增长，其应对成本波动的能力和渠道精细化管理经验，有助于分析安琪酵母在原料价格波动下的盈利稳定性。天味食品作为复合调味料代表，其产品推新节奏、面向餐饮的定制服务以及区域拓展路径，与安琪酵母在烘焙、发酵等领域提供技术解决方案的模式较为接近，二者都在从基础产品向高附加值场景延伸。立高食品在烘焙原料与冷冻烘焙领域，体现出渠道协同与场景化产品开发能力，其服务烘焙门店及餐饮客户的体系，也可对应安琪酵母在下游烘焙、面点行业中所发挥的产业链协同作用。食品制造行业的共同特征在于面向日常消费的必需属性，需求具备较强韧性，且行业集中度提升与消费升级趋势为头部企业带来结构性成长机会。

行业平均 PE 水平为 20X，安琪酵母依托酵母核心技术，持续扩展酵母衍生品及生物技术新业务，在国内外市场同步推进产能布局与渠道下沉，具备份额提升与衍生品类延伸潜力，理应享有估值溢价。根据我们的预测，2025–2027 年公司实现营业总收入 167.2/188.4/210.0 亿元，同比 10.0%/12.6%/11.5%；2025–2027 年公司实现归母净利润 15.8/19.7/23.1 亿元，同比 19.6%/24.5%/17.3%；实现 EPS1.82/2.27/2.66 元，当前股价对应 PE 分别为 24.8/19.9/17.0 倍。若给予公司 2026 年 22–25XPE，则对应股价 49.98–56.79 元，对应市值 434–493 亿元，相比当前有 10%–25%溢价。

表 15：可比公司估值表（2026 年 1 月 19 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
600298.SH	安琪酵母	26.43	45.30	1.82	2.27	24.8	19.9	393	优于大市
603288.SH	海天味业	31.48	36.86	1.20	1.34	30.6	27.6	2,157	优于大市
002507.SZ	涪陵榨菜	18.83	13.08	0.71	0.76	18.5	17.2	151	优于大市
603317.SH	天味食品	23.98	13.16	0.58	0.64	22.9	20.5	140	优于大市
300973.SZ	立高食品	24.96	46.09	2.00	2.40	23.0	19.2	78	优于大市

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理、预测 注：除安琪酵母外均为 Wind 一致预测

## 投资建议

综合以上分析，参考相对估值法，我们认为公司股票合理估值区间在 49.98–56.79 元之间，对应 26 年 PE 约 22–25X，相对于公司目前股价有 10%–25%溢价空间。考虑到公司作为全球酵母行业龙头，拥有强大的技术壁垒、全球化的成长空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.85%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2026 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

**原材料价格大幅波动的风险。**公司生产所需的主要原材料为糖蜜等农副产品，其价格受农作物种植面积、气候状况、市场供求及政策等因素影响，波动较为显著且不易控制。若糖蜜等主要原料价格未来持续上涨，且公司未能通过技术降本或适时提价有效传导成本压力，可能对盈利水平造成直接冲击。

**下游需求增长不及预期的风险。**公司产品广泛应用于面食、烘焙、酿酒、调味等领域，其需求与下游餐饮消费、家庭烘焙频率及食品工业景气度紧密相关。若宏观经济增长放缓抑制消费，或主要下游行业增长动能减弱，可能导致公司产品需求增速放缓，影响收入及盈利目标的实现。

**新产品市场拓展与盈利兑现不及预期的风险。**公司在酵母衍生品、营养健康、生物技术等新业务领域持续投入。若这些新产品的技术转化、市场推广节奏迟滞，或客户接受度、定价能力未达预期，可能导致研发投入无法及时转化为盈利贡献，拖累整体业绩增长曲线。

### 经营与管理的风险

**产能快速扩张带来的消化与运营风险。**公司持续推进国内外产能布局，若新增产能投放后，对应的市场开拓、渠道建设及销售团队培养未能同步跟进，可能导致产能利用率不足，折旧等固定成本增加，短期内侵蚀利润。同时，多地运营对公司的管理体系也提出了更高要求。

**市场竞争加剧的风险。**酵母行业虽集中度较高，但在部分应用领域或区域性市场，仍面临国内外同行的竞争。若竞争对手采取激进的价格策略或加大市场投入，可能迫使公司跟进竞争，从而面临毛利率下滑或费用率上升的压力。

**汇率波动风险。**公司海外业务收入占比较高，且拥有海外生产基地。人民币汇率的剧烈波动可能对公司产品出口竞争力、外币资产价值以及汇兑损益产生不利影



响，进而影响财务表现的稳定性。

## 市场与外部环境风险

**食品安全与质量控制风险。**作为食品原料生产企业，产品质量与安全是公司生存和发展的根本。若在采购、生产、储运等任一环节发生质量控制疏漏，可能导致食品安全事件，对公司品牌信誉造成严重损害，并可能引发监管处罚、索赔及市场份额流失。

**环保政策趋严的风险。**公司生产过程涉及发酵等环节，环保要求较高。随着国家“双碳”战略推进及环保法规标准持续提升，公司可能需要在环保设施、技术改造及运行方面增加资本开支和运营成本，若未能达到更严格的环保要求，可能面临停产整改等风险。

**技术迭代与替代风险。**生物技术处于持续发展之中。若未来出现颠覆性的发酵技术或酵母替代方案，而公司未能及时跟进或完成技术转型，可能对现有主营业务构成长期挑战。

**贸易壁垒风险。**公司在埃及、俄罗斯等地拥有生产基地和销售网络，海外收入在业务收入中占据重要比例，可能面临进口关税调整、配额限制或卫生证书延迟审批等问题，导致产品成本上升或出货受阻；可能出现因技术标准差异导致的贸易争端，影响出口订单的持续性。

**地缘政治风险。**公司海外业务布局广泛，部分生产基地位于地缘政治相对不稳定的地区，可能面临政治动荡、突发公共卫生事件或自然灾害等风险，这些因素可能导致工厂停工、物流受阻或原材料供应中断，从而影响全球供应链的稳定性。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1193	1378	1300	1300	1306	营业收入	13581	15197	16723	18836	20996
应收款项	1742	2119	2332	2626	2928	营业成本	10296	11622	12501	13838	15305
存货净额	3818	4282	4532	5020	5572	营业税金及附加	107	117	128	145	161
其他流动资产	1107	1247	1372	1546	1723	销售费用	703	828	1029	1196	1333
<b>流动资产合计</b>	<b>8209</b>	<b>9514</b>	<b>10025</b>	<b>10980</b>	<b>12017</b>	管理费用	459	492	538	584	627
固定资产	9373	10640	11018	10994	10696	研发费用	603	632	695	783	873
无形资产及其他	663	672	646	621	595	财务费用	16	63	92	84	71
投资性房地产	1003	873	873	873	873	投资收益	(2)	(4)	(3)	(3)	(3)
						资产减值及公允价值变动	(39)	(62)	(60)	(60)	(60)
长期股权投资	22	33	33	33	33	其他收入	(450)	(444)	(491)	(580)	(680)
<b>资产总计</b>	<b>19270</b>	<b>21733</b>	<b>22596</b>	<b>23501</b>	<b>24214</b>	营业利润	1509	1565	1882	2347	2755
短期借款及交易性金融负债	3404	4379	4561	4293	3500	营业外净收支	18	24	19	20	21
应付款项	1893	2344	2482	2749	3051	<b>利润总额</b>	<b>1526</b>	<b>1589</b>	<b>1901</b>	<b>2367</b>	<b>2776</b>
其他流动负债	941	1056	1132	1258	1396	所得税费用	215	236	282	351	412
<b>流动负债合计</b>	<b>6237</b>	<b>7780</b>	<b>8175</b>	<b>8301</b>	<b>7947</b>	少数股东损益	42	28	34	42	50
长期借款及应付债券	2020	2060	1660	1360	1160	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1270</b>	<b>1325</b>	<b>1585</b>	<b>1973</b>	<b>2315</b>
其他长期负债	417	554	554	554	554	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2437</b>	<b>2614</b>	<b>2214</b>	<b>1914</b>	<b>1714</b>	净利润	1270	1325	1585	1973	2315
<b>负债合计</b>	<b>8674</b>	<b>10394</b>	<b>10389</b>	<b>10214</b>	<b>9660</b>	资产减值准备	(20)	23	6	(0)	(2)
少数股东权益	522	511	529	552	578	折旧摊销	735	828	1083	1191	1266
股东权益	10074	10829	11678	12735	13976	公允价值变动损失	39	62	60	60	60
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19270</b>	<b>21733</b>	<b>22596</b>	<b>23501</b>	<b>24214</b>	财务费用	16	63	92	84	71
						营运资本变动	(948)	(125)	(369)	(563)	(592)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	其它	43	(8)	12	23	28
每股收益	1.46	1.52	1.82	2.27	2.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>1119</b>	<b>2105</b>	<b>2377</b>	<b>2684</b>	<b>3075</b>
每股红利	0.67	0.71	0.85	1.05	1.24	资本开支	(1558)	(2033)	(1501)	(1201)	(1001)
每股净资产	11.60	12.47	13.44	14.66	16.09	其它投资现金流	(350)	(138)	0	0	0
ROIC	12%	11%	12%	15%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1905)</b>	<b>(2182)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1201)</b>	<b>(1001)</b>
ROE	13%	12%	14%	15%	17%	权益性融资	20	180	0	0	0
毛利率	24%	24%	25%	27%	27%	负债净变化	1711	40	(400)	(300)	(200)
EBIT Margin	10%	10%	11%	12%	13%	支付股利、利息	(580)	(615)	(736)	(916)	(1074)
EBITDA Margin	16%	15%	17%	18%	19%	其它融资现金流	(1592)	1233	182	(267)	(793)
收入增长	6%	12%	10%	13%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>689</b>	<b>263</b>	<b>(954)</b>	<b>(1483)</b>	<b>(2068)</b>
净利润增长率	-4%	4%	20%	25%	17%	<b>现金净变动</b>	<b>(98)</b>	<b>186</b>	<b>(78)</b>	<b>0</b>	<b>6</b>
资产负债率	48%	50%	48%	46%	42%	货币资金的期初余额	1291	1193	1378	1300	1300
息率	1.5%	1.6%	1.9%	2.3%	2.7%	货币资金的期末余额	1193	1378	1300	1300	1306
P/E	31.0	29.7	24.8	19.9	17.0	企业自由现金流	(557)	(47)	773	1378	1969
P/B	3.9	3.6	3.4	3.1	2.8	权益自由现金流	(473)	1151	477	739	916
EV/EBITDA	22.4	21.3	17.1	14.2	12.4						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032