

安琪酵母（600298）公司深度报告

风雨兼程三十七载，酵母传奇成就“创世界一流”

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华 登记编号：S1220523060002

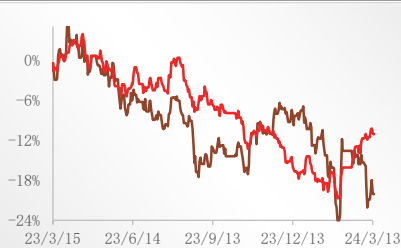
薛涵 登记编号：S1220523060005

强烈推荐（维持）

公司信息

行业	调味发酵品Ⅲ
最新收盘价(人民币/元)	31.38
总市值(亿)(元)	272.61
52周最高/最低价(元)	41.75/29.84

历史表现



数据来源：Wind 方正证券研究所

相关研究

《安琪酵母：Q4 主业迎来边际改善，2023 业绩有望加速向前》2023.04.02

《安琪酵母：22Q3 营收稳增，成本端压力可缓解》2022.10.27

《安琪酵母：主营业务稳健增长，利润降幅环比收窄》2022.08.11

《安琪酵母：盈利承压不改长期发展逻辑，业绩目标彰显公司信心》2022.04.16

专注致远，三十七载耕耘，成就世界级酵母巨擘。安琪酵母拥有卓越的品牌优势，是亚洲第一，全球第二的酵母公司，拥有遍布全球的销售网络，产品已销往全球 163 个国家或地区。公司聚焦于主业酵母及深加工品，经过三十七年的发展，公司入选“创建世界一流示范企业和专精特新示范企业名单”，安琪已成为中国酵母的代名词、中国制造的国际化名片。

国内酵母行业增长节奏放缓，酵母抽提物为后起之秀。酵母行业受下游烘焙需求拉动，行业规模持续扩张，2022 年我国酵母行业市场规模已达到 92.4 亿元。国内酵母行业正步入成熟期，市场规模增速放缓，竞争格局稳定，而酵母抽提物作为一种优良无添加食品配料，存在广阔的调味品替代空间。目前中国的酵母抽提物年均需求增长率高于 10%，美国和欧洲市场的增长速度大约在 5%，我国 YE 人均消费量仅 0.03kg，低于世界平均水平，对标欧美、日本等国家还有 5-10 倍增长空间。YE 作为公司的第二成长曲线，有望成为公司未来的核心增长点。

核心竞争力驱动量价齐升，海外市场前景广阔。从核心竞争力来看，公司具备“规模+技术+渠道+品牌”四重优势，奠定了公司在业内构筑竞争壁垒的基础。未来成长空间方面，在国内，公司作为行业龙头具备一定的定价权，随着下游市场逐渐恢复、公司不断优化产品结构，产品价格存在提升预期；同时受益于消费者健康需求增长，公司第二成长曲线 YE 等衍生品市场空间广阔。放眼海外，公司在客户开发、产能建设、渠道下沉等方面持续推进布局，抓住海外市场机遇，未来有望量价齐升。此外，新榨季到来叠加水解糖投产的替代效应，糖蜜供需或将有所改善，糖蜜成本有下降空间。

盈利预测：短期来看，公司竞争力强劲，具备量价双击空间。此外，新榨季到来叠加水解糖投产的替代效应，糖蜜供需将有所改善，糖蜜成本有下降空间。长期来看，公司加快推进国际市场布局，产能落地有望持续提升市场份额。我们预计 23-25 年公司实现营收 139.77/154.25/174.68 亿元，同比增长 8.83%/10.36%/13.25%，实现归母净利润 13.64/16.06/18.35 亿元，同比增长 3.22%/17.74%/14.29%，EPS 分别为 1.57/1.85/2.11 元/股，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全风险、汇率波动风险、原材料成本上涨风险。

盈利预测（人民币）

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12843	13977	15425	17468
(+/-)%	20.31	8.83	10.36	13.25
归母净利润	1321	1364	1606	1835
(+/-)%	0.97	3.22	17.74	14.29
EPS (元)	1.57	1.57	1.85	2.11
ROE (%)	14.27	12.64	13.36	13.25
PE	28.80	19.99	16.98	14.86
PB	4.24	2.53	2.27	1.97

数据来源：Wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按照最新股本摊薄

正文目录

1 酵母行业龙头，亚洲第一全球第二	5
1.1 深耕酵母主业，专注成就行业龙头	5
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富	6
1.3 营收规模稳步增长，业务版图逐步拓宽	7
2 国内酵母需求稳健，YE 及海外业务空间广阔	10
2.1 行业规模持续扩张，下游应用场景广泛	10
2.2 烘焙市场需求拉动酵母行业增长	11
2.3 酵母衍生品空间广阔，YE 成长潜力强	12
2.4 行业集中度较高，全球竞争格局相对稳定	13
3 行业龙头地位稳固，积极探求未来增量	14
3.1 “规模+技术+渠道+品牌”，四重优势构筑核心壁垒	14
3.1.1 重资产布局覆盖全球市场，高投入门槛巩固龙头地位	14
3.1.2 持续打造研发优势，引领酵母行业升级	16
3.1.3 深耕海内外营销网络，线上线下联动发力	17
3.1.4 树立中国酵母品牌标杆，多品牌架构走向国际化	18
3.2 国内龙头地位稳固，海外增量可期	19
3.2.1 国内传统酵母需求放缓，第二成长曲线 YE 前景广阔	19
3.2.2 持续推进海外市场布局，未来有望量价齐升	20
3.3 利润率稳步向好，长期看周期性有望弱化	21
4 盈利预测	22
5 风险提示	23

图表目录

图表 1: 安琪酵母发展历程	6
图表 2: 安琪酵母股权结构图	6
图表 3: 安琪酵母管理层主要情况	7
图表 4: 安琪酵母股权激励方案及考核目标.....	7
图表 5: 安琪酵母 2012-2023H1 营收及增速.....	8
图表 6: 安琪酵母 2012-2023H1 归母净利润及增速.....	8
图表 7: 安琪酵母 2012-2023H1 分产品营收及占比.....	8
图表 8: 安琪核心业务及收入占比(2018 年)	8
图表 9: 安琪酵母 2012-2022 分地区营收及占比.....	9
图表 10: 安琪酵母 2012-2022 分地区营收增速.....	9
图表 11: 2012 年-2023 年糖蜜价格走势.....	9
图表 12: 中国酵母生产成本结构占比分布情况.....	9
图表 13: 安琪酵母 2012-2023H1 毛利率及净利率.....	10
图表 14: 安琪酵母 2012-2023H1 各项费用率.....	10
图表 15: 酵母行业构成	10
图表 16: YE 构成	10
图表 17: 酵母行业产业链位置	11
图表 18: 酵母行业市场规模(亿元)及增速.....	11
图表 19: 中国酵母需求结构	11
图表 20: 中国烘焙食品行业市场规模(亿元)及预测.....	12
图表 21: 全球部分国家和地区人均烘焙食品消费量.....	12
图表 22: 中国烘焙行业市场集中度.....	12
图表 23: 中国烘焙企业注册数量(家)	12
图表 24: 2017-2021 年中国及美国 YE 消费量占比情况	13
图表 25: 2021 年全球主要地区人均 YE 消费量情况统计	13
图表 26: 中国调味品市场规模(亿元)及增速.....	13
图表 27: 中国味精产量与消费量	13
图表 28: 2021 年全球及中国酵母行业市场竞争格局	14
图表 29: 全球 YE 行业市场竞争格局	14
图表 30: 安琪酵母投资逻辑	14
图表 31: 2018-2022 年公司固定资产及在建工程占比情况	15
图表 32: 2018-2022 年公司环保费用及环保费用率	15
图表 33: 安琪全国产能布局	15
图表 34: 部分安琪研究院技术中心介绍.....	16
图表 35: 安琪研究系统	16
图表 36: 2018-2022 年公司研发费用及增速	17
图表 37: 2018-2022 年公司技术人员数量及占比	17
图表 38: 19Q3-23Q3 国内外经销商数量及增长情况	17
图表 39: 2018-2022 年公司线上营收及增速	18
图表 40: 2022 年公司线上/线下营收占比	18
图表 41: 2018-2023 年公司品牌价值及行业排名	18
图表 42: 安琪参加预制菜专业委员会年会.....	18
图表 43: 2023 年中国酵母产能占比分布情况	19
图表 44: 2023 年中国消费者对健康型调味品需求	19
图表 45: YE 调味品优势	19

图表 46: 2021 年全球酵母市场份额占比	20
图表 47: 2019 年全球人口占比	21
图表 48: 2019 年全球酵母产能占比	21
图表 49: 2018-2022 年糖蜜产量 (万吨)	21
图表 50: 广西糖蜜平台招标成交价 (元/吨)	21
图表 51: 公司分产品收入预测	22
图表 52: 可比公司估值	23

1 酵母行业龙头，亚洲第一全球第二

公司始创于 1986 年，是专业从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品经营的国家重点高新技术企业、上市公司，亚洲第一、全球第二大酵母公司。公司主营面包酵母、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，产品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。目前公司是全球最大的 YE 供应商和第二大酵母供应商，在全球 13 个城市拥有酵母及深加工产品生产基地，酵母系列产品规模已居全球第二。

1.1 深耕酵母主业，专注成就行业龙头

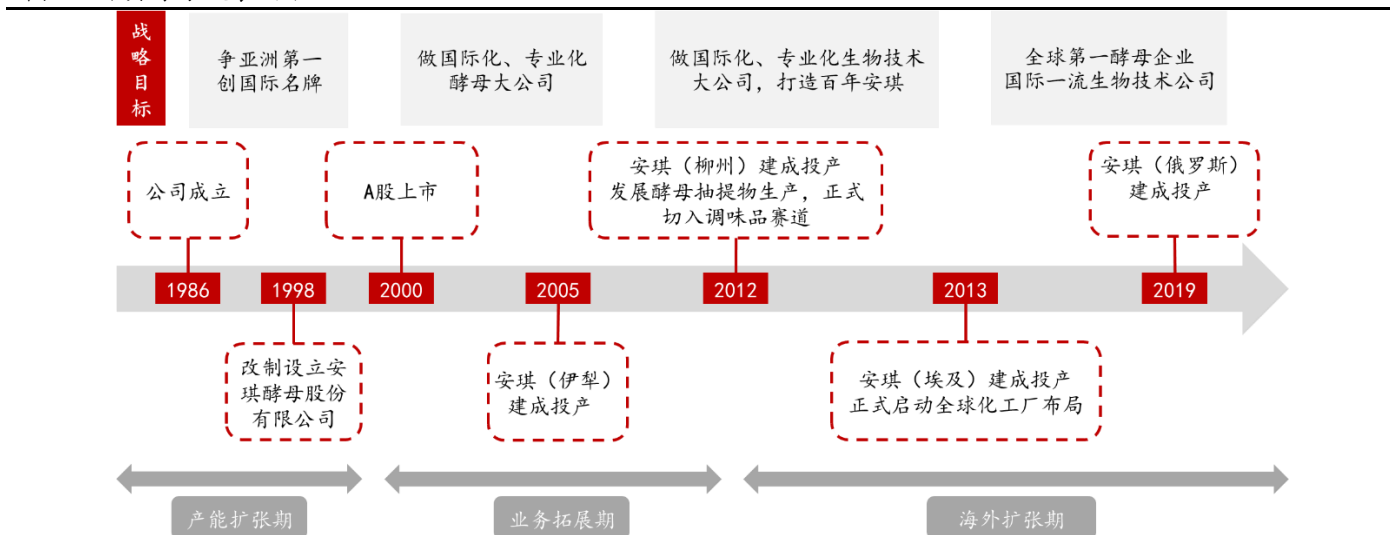
专注致远，三十七载耕耘，成就世界级酵母巨擘。公司聚焦于主业酵母及深加工品，经过三十七年的发展，安琪已成为中国酵母的代名词、中国制造的国际新名片。复盘公司发展历程，我们认为公司共经历了 3 个主要发展阶段：

1) 起步扩张期（1986-1999 年）：公司始创于 1986 年，前身为是由中国科学院、湖北省科委、湖北省计委三家联合申报立项，湖北宜昌生物技术开发中心承担建设的宜昌食用酵母基地，为独立核算的国有企业。公司最初进军以传统面食为主流饮食习惯的华北市场，于 1993 年在内蒙古赤峰市投产第一条产线。1995 年，公司开始走出国门，进入哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、俄罗斯等国外市场，开启了国际化之路。1998 年公司改制为安琪酵母股份有限公司。

2) 业务拓展期（2000-2012 年）：2000 年公司在上交所挂牌上市，持续扩张国内业务。在此期间，公司从中式面点发酵出发，迅速打开华北市场。一方面，公司持续产能扩张，加速全国化布局。2005 年，首个自建外埠工厂在伊犁建成投产。2012 年，规模最大的酵母抽提物工厂在柳州建成投产。另一方面，公司不断拓展酵母系列产品矩阵，积极发展衍生品生产，寻找新的增长点。通过对酵母抽提物（简称 YE）的研发和推广，公司切入食品调味领域。

3) 海外扩张期（2013 年至今）：随着国内传统酵母行业增速放缓，公司推动国际化战略。2013 年 2 月，安琪埃及建成投产。2019 年 2 月，安琪俄罗斯工厂正式投产，成为全俄罗斯最先进的酵母工厂。同年，安琪埃及酵母抽提物生产线顺利建成。截至目前，公司在全球 13 个城市拥有酵母及深加工产品生产基地，同时构建了遍布全球的营销网络，分业务或区域设立了 13 个国内销售组织和 6 个海外事业部，并在全球拥有 12 个应用技术服务中心。公司产品出口 160 多个国家和地区，其中酵母系列产品总产能 37 万吨，在国内市场占比 55%，全球占比超过 17%，酵母系列产品规模已居全球第二。

图表1: 安琪酵母发展历程

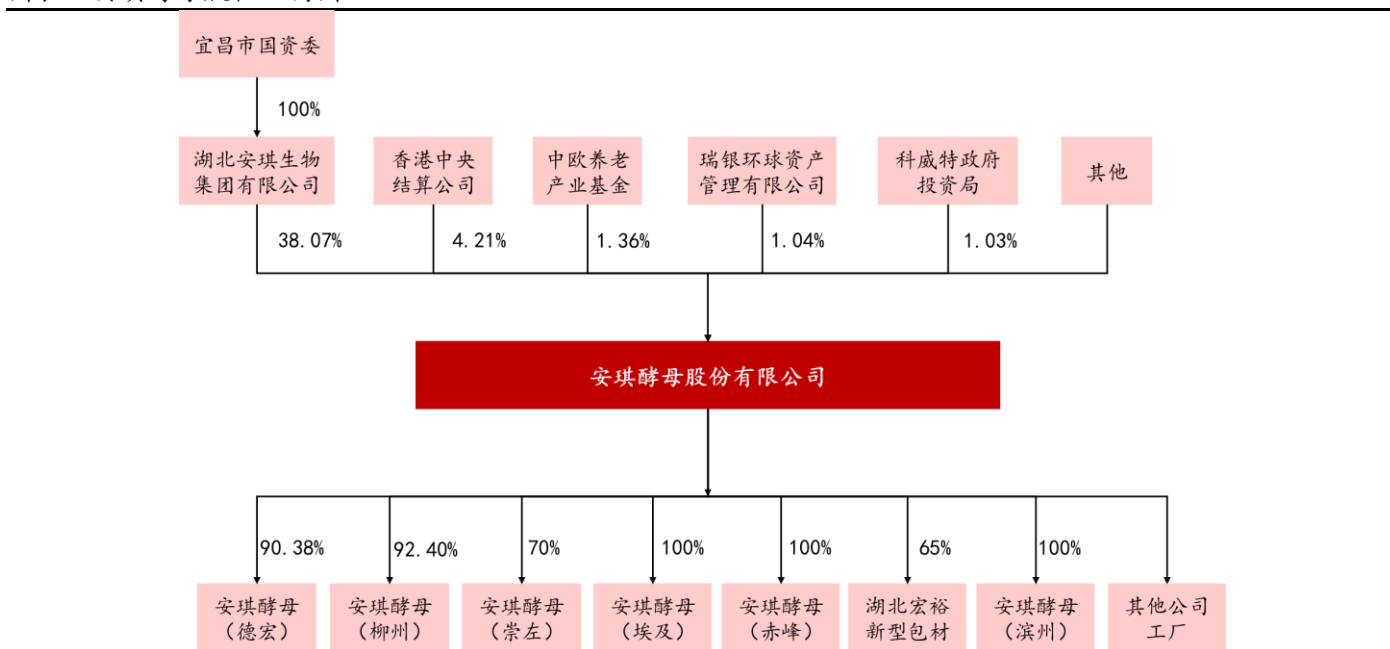


资料来源：公司公告、公司官网、方正证券研究所

1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司的实际控制人是宜昌市国资委，股权结构稳定。宜昌市国资委作为实际控制人，通过其全资子公司湖北安琪生物集团有限公司持有公司 38.07% 的股权。公司股权结构稳定，除宜昌市国资委外，其他持股超 1% 的主体均为机构投资者、社保基金等。公司控股安琪德宏、安琪柳州等酵母生产子公司及其他子公司，业务涉及生产、包装、销售等，持续加强公司上下游业务的丰富度。

图表2: 安琪酵母股权结构图



资料来源：Wind、方正证券研究所

管理层经验丰富，团队运行平稳。现任管理层均于公司任职多年，具备丰富的酵母行业从业经验，了解公司经营战略思路。公司职位换届调整有条不紊，实现团队平稳运行。2019 年公司原董事长俞学锋退休，新任董事长熊涛换届顺利。其余职位的换届调整也选用公司元老级骨干员工，以维持管理团队构成及公司运营策略的稳定。

图表3: 安琪酵母管理层主要情况

姓名	职务	主要工作经历
熊涛	董事长	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, 安琪酵母股份有限公司党委书记, 第八届董事会董事长。
李林	监事会主席	曾任宜昌市食用酵母基地财务部经理, 湖北安琪生物集团有限公司党委委员, 副总经理, 监事会主席, 发展部部长。现任湖北安琪生物集团有限公司党委副书记, 董事, 工会主席, 安琪酵母股份有限公司第八届监事会主席。
肖明华	总经理	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。
覃光新	财务负责人	曾任安琪酵母股份有限公司财务部部长, 湖北安琪生物集团有限公司纪委副书记, 现任安琪酵母股份有限公司财务负责人, 总经理助理, 拟任湖北宏裕新型包材股份有限公司第三届董事会非独立董事。
高路	董事会秘书	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。

资料来源: Wind、方正证券研究所

股权激励锁定十四五 200 亿目标, 激发员工积极性。2020 年, 公司推出限制性股票激励计划, 并于 2021 年完成授予登记工作。本次限制性股票激励计划以 24.30 元/股的价格授予限制性股票 878 万股, 约占公司总股本的 1.07%。业绩考核目标以公司 2017-2019 年业绩均值为基数, 要求 2020/2021/2022 年营业收入增长率分别不低于 25%/38%/50%, 净利润增长率分别不低于 50%/55%/60%。资产负债率分别不高于 45%/50%/55%。激励计划涵盖公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干等 734 人, 覆盖人员广泛, 充分调动员工积极性。

图表4: 安琪酵母股权激励方案及考核目标

激励方案		考核目标	
授予数量	878 万股, 占公司股本总额的 1.07%	第一个解除限售期	2020 年净资产现金回报率 (E0E) 不低于 26%; 以 2017-2019 年业绩均值为基数, 2020 年净利润增长率不低于 50%, 且上述两个指标均不低于同行业平均水平; 以 2017-2019 年主营业务收入均值为基数, 2020 年主营业务收入增长率不低于 25%; 2020 年资产负债率不高于 45%。
授予人数	734 人, 包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干	第二个解除限售期	2021 年净资产现金回报率 (E0E) 不低于 27%; 以 2017-2019 年业绩均值为基数, 2021 年净利润增长率不低于 55%, 或 2021 年净利润较基准净利润增长不低于 45%未达到 55%, 2021 年和 2022 年平均净利润较基准净利润增长率不低于 55%; 且上述两个指标均不低于同行业平均水平; 以 2017-2019 年主营业务收入均值为基数, 2021 年主营业务收入增长率不低于 38%; 2021 年资产负债率不高于 50%。
授予日	2021 年 4 月 15 日		
授予价格	24.30 元/股	第三个解除限售期	2022 年净资产现金回报率 (E0E) 不低于 28%; 以 2017-2019 年业绩均值为基数, 2022 年净利润增长率不低于 60%, 且上述两个指标均不低于同行业平均水平; 以 2017-2019 年主营业务收入均值为基数, 2022 年主营业务收入增长率不低于 50%; 2022 年资产负债率不高于 50%。

资料来源: 公司公告、方正证券研究所

1.3 营收规模稳步增长, 业务版图逐步拓宽

收入持续增长, 利润增速呈波动趋势。伴随海内外产能扩张、销售规模扩大, 营收持续积极增长, 2017-2022 年公司营收 CAGR 为 17%, 2022/2023H1 分别实现营业收入 128.43/67.14 亿元, 同比增长 20.31%/10.23%。公司归母净利润整体保持增长, 2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 9%, 2022/2023H1 分别实现归母净利润 13.21/6.69 亿元, 同比增长 0.97%/0.13%。公司利润端呈现明显的波

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/017000110021006053>