下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月 20 日

公司研究

酵母龙头拾级而上，盈利步入上行阶段

——安琪酵母（600298.SH）投资价值分析报告

要点

安琪酵母：全球酵母行业领军企业。安琪酵母主营酵母及深加工产品，经过四十年发展，公司酵母系列产品规模已经位居全球第二，25 年发酵总产能 49 万吨、在国内/全球占比约 55%/20%+，产能布局全球且继续扩张。25 年公司营收 167.3 亿元，其中酵母及深加工产品收入占比 71%，国内/海外收入占比 59%/41%，产品已出口 170 多个国家和地区。

国内基本盘稳健，海外市场与酵母蛋白打开空间。1）国内：酵母需求基本盘由馒头、包子等高频刚需的发酵面食构成，量较为平稳，烘焙食品人均消费量以及酵母需求仍有提升空间，YE 作为中高端食品配料，有望带来结构性增量。**2）海外：**酵母增量需求主要来自渗透率与消费量有提升空间的新兴市场，公司在埃及/俄罗斯/印尼的产能扩张匹配当地酵母需求。近年公司海外收入占比提升，盈利能力优于国内。公司在海外配有当地团队，本地化经营灵活，YE 作为高附加值产品可切入欧美成熟市场。**3）酵母蛋白：**品类属性支持下市场容量更大，公司已经奠定领先优势，酵母蛋白作为战略产品有望成长为新增长曲线。

规模效应兑现，成本红利有望延续。公司成本端逐步从以原料成本影响为主，转为由规模效应、原料成本、原料组合等因素综合影响，25 年毛利率修复以销量为基础，其成本改善来自多重因素而非单一的原料价格下降。1）伴随销量扩张，公司在制造端的规模效应逐步兑现，未来新产能投产对利润率的边际影响或弱化，费用端也呈现类似趋势。2）23 年以来糖蜜价格回落，后续或仍有下行空间，且公司投产水解糖作为替代原料，可适当控制原料成本。27 年成本红利有望延续，估算若糖蜜采购成本下降 10%，可增厚毛利率/净利率约 2.4/2.1pct。

资本回报效率有望改善。2022 年公司资本开支与在建工程达到峰值，之后呈回落趋势。25 年自由现金流转正，经营现金流净额创上市以来新高，资本开支同比基本持平，利润的现金含量修复至十余年来最高水平，营运资本的占用有所回落。从资本回报效率看，本轮 ROIC 回升由利润率驱动，后续若周转率回升，有望与利润率共同推动 ROIC 修复。

盈利预测、估值与评级：公司国内基本盘稳固，海外市场继续扩张，酵母蛋白有望打开增长新空间，规模效应与成本红利下盈利或步入上行期。我们预测 2026-28 年营收为 191.3/214.5/241.1 亿元，归母净利润为 18.13/22.32/25.89 亿元，当前股价对应 P/E 为 18/14/12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：产能利用率不达预期风险，海外业务波动风险，原材料价格波动风险，美元汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,197	16,729	19,127	21,449	24,109
营业收入增长率	11.90%	10.08%	14.34%	12.14%	12.40%
归母净利润（百万元）	1,325	1,544	1,813	2,232	2,589
归母净利润增长率	4.28%	16.60%	17.39%	23.13%	15.96%
EPS（元）	1.52	1.78	2.09	2.57	2.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.23%	12.85%	13.57%	14.85%	15.28%
P/E	24	21	18	14	12
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-10-19，注：2024/2025/2026E 总股本 8.69/8.68/8.68 亿股

买入（首次）

当前价：36.90 元

作者

分析师：叶倩瑜
执业证书编号：S0930517100003
021-52523657
yeqianyu@ebscn.com

分析师：王招华
执业证书编号：S0930515050001
021-52523811
wangzhh@ebscn.com

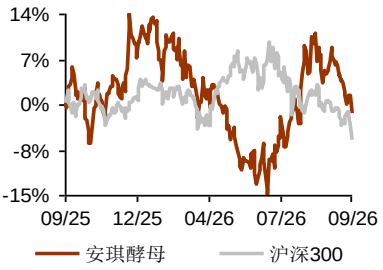
分析师：李嘉祺
执业证书编号：S0930523070005
021-52523658
lijq@ebscn.com

分析师：董博文
执业证书编号：S0930524030003
021-52523798
dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.68
总市值(亿元):	320.23
一年最低/最高(元):	33.11/45.28
近 3 月换手率:	70.10%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.29	4.20	0.92
绝对	-5.75	-5.02	-7.10

资料来源：Wind

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

关键假设

收入端：考虑公司酵母及深加工产品海外市场继续贡献增量、YE 渗透率仍在提升、酵母蛋白接力放量、以及其他衍生品增长，预估销量仍保持稳步提升，均价表现相对平稳、酵母蛋白等销量占比提升有望提升均价，预测 2026-28 年酵母及深加工产品销量同比+13%/+12%/+12%，均价同比+0%/+1%/+1%，对应收入为 135.0/152.7/172.8 亿元。综合看，我们预测公司 2026-28 年总营收 191.3/214.5/241.1 亿元，同比+14.3%/+12.1%/+12.4%。

毛利率与费用率：1）毛利率：考虑 26 年糖蜜采购价格低于上年、27 年或仍有下行空间，后续投产转固折旧费用或有抬升，我们预测酵母及深加工产品 2026-28 年毛利率分别为 33.39%/33.77%/33.75%，公司 2026-28 年综合毛利率分别为 25.65%/26.17%/26.36%。2）费用率：公司以 B 端业务为主，销售与管理费用率相对稳定，预计 2026-28 年销售费用率保持在 5.62%、管理费用率保持在 3.28%。研发费用率继续保持较高水平，预计 2026-28 年研发费用率 4.05%/4.15%/4.15%。

我们区别于市场的观点

市场对公司的利润分析往往聚焦在糖蜜价格波动对于短期毛利率的影响，我们通过对公司成本端的拆分，认为安琪酵母成本端的影响因素已经从以糖蜜成本为主转向规模效应、糖蜜成本、原料组合等因素综合影响，25 年毛利率的修复更多以销量为基础且由多重因素推动，而非单纯来自原料降价，成本端优势有望延续。且公司在生产制造端已经形成了较强的规模效应，后续在建工程转固对利润的压制或逐步减弱。

市场担忧公司需要维持大额资本开支，或影响现金流与资本回报效率。我们通过分析认为，公司在 2022 年资本开支达到高峰后，之后投入强度有所回落，2025 年现金流出现拐点。利润率修复下 ROIC 于 2025 年回升，后续伴随新项目贡献收入、周转率回升，ROIC 有望继续修复。

股价上涨的催化因素

1）酵母蛋白需求景气度高，为公司贡献收入新增量。2）糖蜜采购价格继续下行，公司毛利率和利润率或继续提升。3）海外市场有效布局、市占率提升，YE 渗透率提升。

估值与评级

安琪酵母为全球酵母行业龙头，公司市占率具备领先优势，国内基本盘稳固，海外市场继续扩张，酵母蛋白有望打开收入增长新空间。规模效应与成本红利下盈利或步入上行期、利润弹性有望释放，资本回报效率初现改善趋势。我们预测公司 2026-28 年营业收入为 191.27/214.49/241.09 亿元，归母净利润为 18.13/22.32/25.89 亿元，当前股价对应 P/E 为 18/14/12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 安琪酵母：全球酵母领军企业 6
1.1 深耕酵母行业，产能布局全球 6
1.2 股权结构稳定，激励机制强化 8
1.3 收入稳健增长，利润周期波动 9
2、 需求端：国内基本盘稳健，海外空间打开 11
2.1 国内：基本盘稳健，仍有结构性增量 11
2.1.1 传统面食的酵母需求相对平稳，烘焙仍有增量 11
2.1.2 YE 等衍生品品类带来结构性增量 13
2.2 国外：新兴市场仍有空间，盈利质量逐步验证 14
2.2.1 成熟市场需求平稳，新兴市场仍有增量 14
2.2.2 公司海外收入占比提升，盈利质量改善 15
2.2.3 “高附加值并购+区域再布局”为行业主线 17
2.3 酵母蛋白：品类属性跃迁，有望开启新篇 18
3、 规模效应兑现，成本红利有望延续 20
3.1 成本端综合优势逐步兑现 20
3.2 规模效应继续强化，投产转固影响减弱 22
3.3 糖蜜：供给宽松下仍有成本红利 24
4、 资本效率：扩张高峰后资本回报有望改善 27
4.1 资本投入高峰期后现金流迎来拐点 27
4.2 ROIC：本轮修复由利润率驱动 28
5、 盈利预测、估值与评级 29
5.1 盈利预测 29
5.2 相对估值 30
5.3 绝对估值 31
5.4 投资建议 32
6、 风险分析 32

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1：国内酵母行业竞争格局（2023 年） 6
图 2：全球酵母行业格局（2025 年） 6
图 3：安琪酵母产品收入结构 6
图 4：安琪酵母区域收入结构 6
图 5：安琪酵母全球布局网络 7
图 6：安琪酵母发展历程 8
图 7：安琪酵母股权结构 8
图 8：安琪酵母上市以来营收及同比 10
图 9：安琪酵母的酵母及深加工产品产销量 10
图 10：安琪酵母上市以来归母净利润及同比 10
图 11：安琪酵母综合毛利率、归母净利率与 ROE 11
图 12：安琪酵母各项期间费用率 11
图 13：中国人均烘焙消费量较低 12
图 14：中国发酵面包销售量/万吨 12
图 15：日本面包用粉需求/千吨 12
图 16：中国当前城市化率约处于日本 1965 年前后水平 12
图 17：中国烘焙销售渠道结构变化 13
图 18：2020 年起中国包装发酵面包销售量占比大幅提升 13
图 19：安琪酵母 YE 总产量从 2020 年到 2024 年接近翻倍 13
图 20：25 年人均发酵面包消费量（按区域） 14
图 21：25 年主要国家人均发酵面包消费量 14
图 22：中国活性酵母出口量、均价及出口额 15
图 23：安琪酵母海外收入及占比 16
图 24：安琪酵母国内与海外市场毛利率 16
图 25：安琪酵母 2025 年生产及销售酵母的主要子公司净利率 16
图 26：安琪酵母埃及子公司净利率水平 16
图 27：各大酵母企业的产能所在国活性酵母出口量（万吨） 18
图 28：ABF Ingredients 营收及调整后经营利润率 18
图 29：酵母蛋白工艺流程及成分 19
图 30：安琪酵母综合毛利率与可比口径毛利率 20
图 31：安琪酵母的酵母及深加工销量及同比 21
图 32：安琪酵母的酵母及深加工产品 2025 年毛利增量拆解 21
图 33：安琪酵母的酵母及深加工产品单吨成本、收入及毛利 21
图 34：安琪酵母的酵母及深加工产品 2025 年单位成本改善 21
图 35：安琪酵母的酵母及深加工产品成本结构 21
图 36：安琪酵母的酵母及深加工产品单吨制造费用 22
图 37：安琪酵母的酵母及深加工产品单吨人工成本（元/吨） 22
图 38：安琪酵母历年在建工程转固金额（亿元） 22
图 39：安琪酵母新增折旧（百万元）及占营收比重 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：安琪酵母可比口径下的销售费用率及期间费用率 23
图 41：糖蜜供给及需求产业链 24
图 42：广西糖蜜价格中枢（元/吨） 24
图 43：全国糖料产量/万吨 24
图 44：全国糖料播种面积（万公顷） 24
图 45：规上白酒产量与发酵酒精产量 25
图 46：世界糖蜜参考价（美元/吨） 25
图 47：安琪酵母的酵母及深加工产品毛利率（单位：%） 26
图 48：安琪酵母资本开支、经营现金流与自由现金流 27
图 49：安琪酵母资本开支与折旧摊销比例（倍） 27
图 50：安琪酵母固定资产净额与在建工程 27
图 51：安琪酵母经营现金流净额/归母净利润比值 28
图 52：安琪酵母核心营运资本与年度增量 28
图 53：安琪酵母 2006-2025 年 ROIC 呈现两轮周期 28
图 54：安琪酵母 ROIC 拆解：利润率与周转率 28

表目录

表 1：安琪酵母核心管理层 9
表 2：安琪酵母于 2024 年推出新一期股权激励计划 9
表 3：国内发酵面食酵母需求估算 11
表 4：国内发酵面包对于酵母需求估算 12
表 5：安琪酵母产能可辐射海外市场发酵面包对于酵母需求估算 15
表 6：安琪酵母埃及工厂发展历程 17
表 7：海外主要酵母企业简介 17
表 8：国内酵母蛋白市场容量估算 19
表 9：安琪酵母主要在建以及公告投产项目 23
表 10：糖蜜采购价格变动对公司利润影响 26
表 11：公司分产品收入预测 29
表 12：公司毛利率及费用率预测 30
表 13：可比公司盈利预测与估值对比 31
表 14：绝对估值核心假设表 31
表 15：现金流折现及估值表 31
表 16：敏感性分析表 32

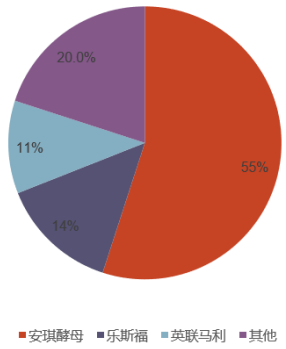
下载日志已记录，仅供内部参考

1、 安琪酵母：全球酵母领军企业

1.1 深耕酵母行业，产能布局全球

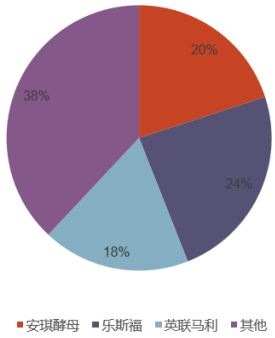
四十年发展，酵母行业领军企业。安琪酵母始创于 1986 年，前身为宜昌食用酵母基地，1997 年组建湖北安琪生物集团有限公司，2000 年在上交所上市。公司主营酵母及深加工产品，包括面包酵母、中华面食酵母、酵母抽提物、酿酒酵母，以及生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等产品的生产和销售，下游覆盖烘焙与发酵面食、食品调味、酿造、人类营养健康、动物营养等领域。经过四十年左右发展，2025 年公司酵母系列产品规模已经位居全球第二，发酵总产能在国内/全球市场占比分别约 55%/20%+，产品出口 170 多个国家和地区。

图 1：国内酵母行业竞争格局（2023 年）



资料来源：华经情报网，光大证券研究所

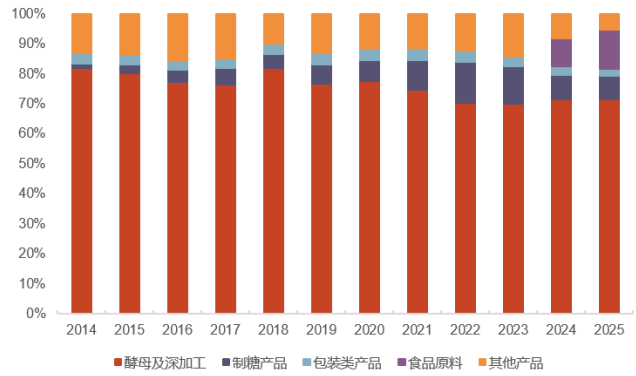
图 2：全球酵母行业格局（2025 年）



资料来源：公司公告，Industry Research，光大证券研究所

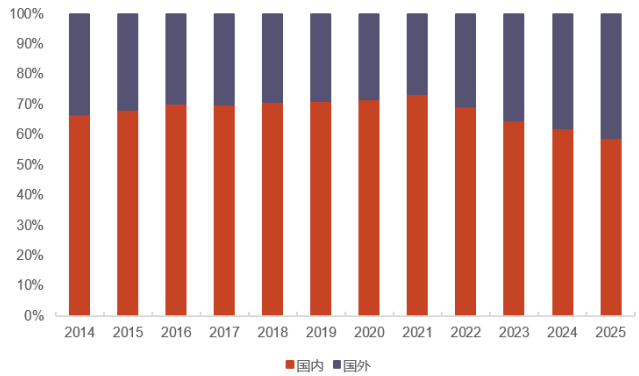
酵母及深加工产品收入占比 70%+，国内及海外收入占比六四开。2025 年公司实现营收 167.29 亿元，其中酵母及深加工产品、食品原料、制糖、包装材料收入分别为 119.5/22.2/13.4/3.6 亿元，占比 71.4%/13.3%/8.0%/2.2%，其中酵母及深加工产品包含传统酵母、酵母抽提物（YE）等衍生品，YE 已经成为公司重要增长极。按区域分，2025 年国内/海外收入分别为 98.1/68.5 亿元，占比 59%/41%。

图 3：安琪酵母产品收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：23 年之前其他产品包含奶制品收入

图 4：安琪酵母区域收入结构

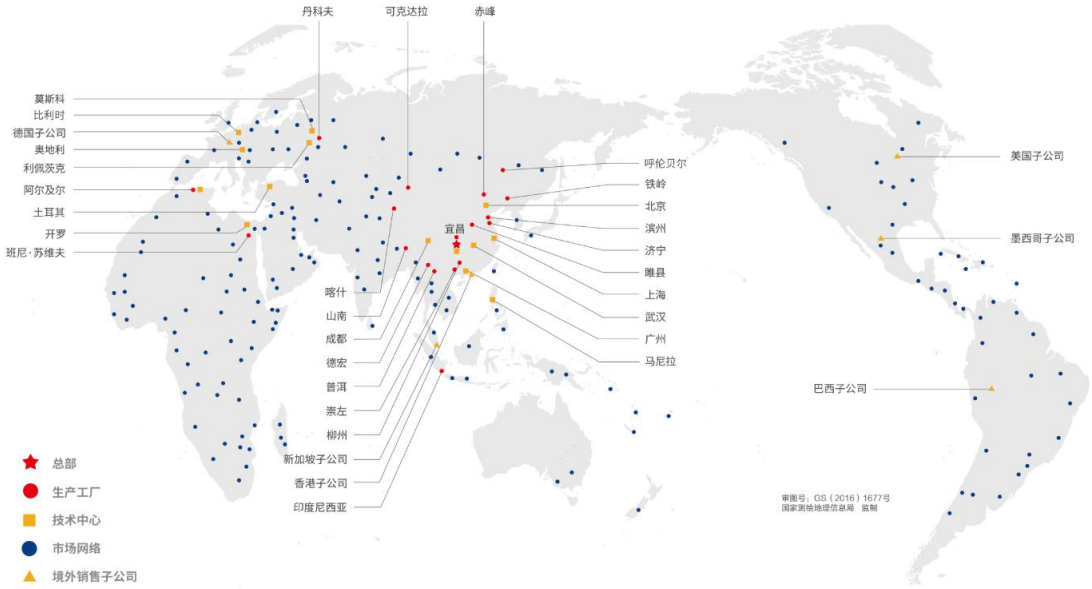


资料来源：公司公告，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

产能布局全球，后续或继续加大海外产能扩张。公司在国内 11 个城市以及埃及、俄罗斯、印度尼西亚建有工厂，25 年发酵总产能 49 万吨，其中估计国内产能约 40 万吨、埃及工厂约 6 万吨、俄罗斯工厂约 3.2 万吨，另有俄罗斯 2.2 万吨与印尼 2 万吨产能项目在建。估计后续国内产能扩张主要依托酵母蛋白等衍生品，酵母等主导产品主要在海外扩产。

图 5：安琪酵母全球布局网络



资料来源：公司官网，光大证券研究所，注：截至 2026-09

回顾公司过去四十年发展，主要经历三个阶段：

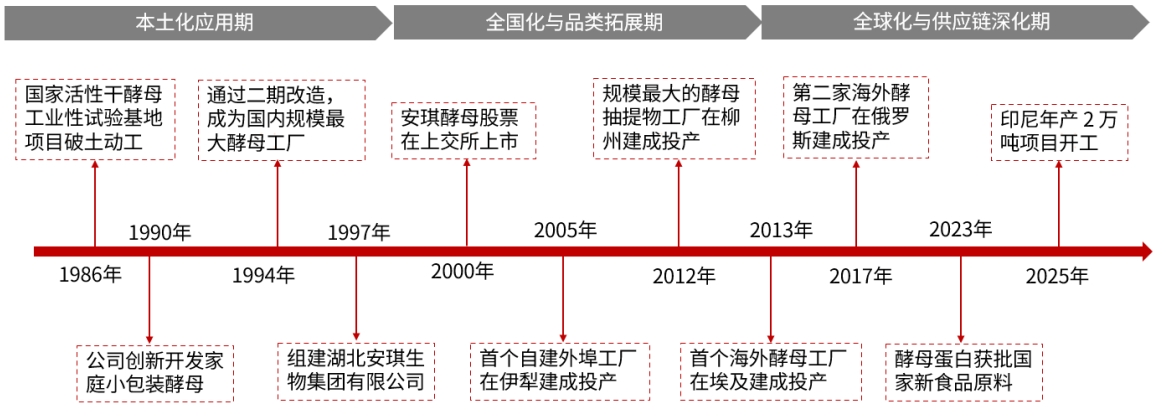
本土化应用期（1986–1999 年）：1986 年国家活性干酵母工业性试验基地项目破土动工。1990 年公司创新开发出家庭小包装酵母、针对中式面点低糖环境，避开外资品牌主导的高糖西式烘焙赛道。1994 年通过二期改造，成为国内规模最大酵母工厂，1997 年组建湖北安琪生物集团有限公司。

全国化与品类拓展期（2000–2012 年）：2000 年公司登陆上交所，上市后以产能扩张、品类扩展与渠道纵深为主线，形成覆盖东西南北中的国内产能布局，并且布局投产酵母抽提物产线，从发酵原料向功能性酵母衍生品延伸。2005 年首个自建外埠工厂在伊犁建成投产，2012 年国内规模最大的酵母抽提物工厂在柳州建成投产。

全球化与供应链深化期（2013 年至今）：2013 年公司首个海外酵母工厂在埃及建成投产，2017 年第二家海外酵母工厂在俄罗斯建成投产，2025 年印尼年产 2 万吨项目开工，全球制造网络逐步成型。另外，2023 年底酵母蛋白获国家卫健委新食品原料批复，公司牵头申报、系我国微生物领域首个获批的蛋白原料，品类边界继续开拓。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：安琪酵母发展历程

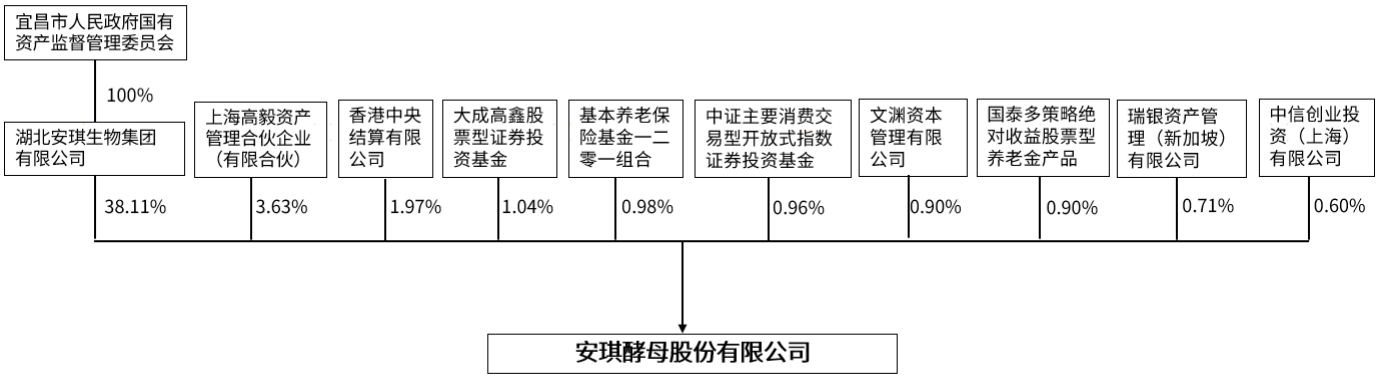


资料来源：公司官网，光大证券研究所

1.2 股权结构稳定，激励机制强化

公司股权结构清晰稳定。安琪酵母第一大股东为湖北安琪生物集团有限公司，截至 26Q2 末其持股比例为 38.1%，实控人为宜昌市国资委，其余股东以投资机构为主。上市以来控股股东与实际控制人未发生变更。

图 7：安琪酵母股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：截至 2026 年半年报

管理团队主要来自内部成长，具备较强技术背景。公司董事长熊涛自 2019 年 8 月起任职，总经理肖明华自宜昌食用酵母基地工程部起步，副总经理及核心技术管理人员多来自酵母基地或公司生产、技术、销售一线。管理团队具备专业背景，且主要来自内部成长，任职连续性较强。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：安琪酵母核心管理层

姓名	职位	履　历
熊涛	董事长	曾任湖北宜昌磷化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，安琪生物科技有限公司法定代表人、总经理。现任湖北安琪生物集团有限公司党委书记、法定代表人、董事长、总经理，安琪酵母股份有限公司党委书记、董事会董事长。
肖明华	董事、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、技术委员会主任，安琪酵母股份有限公司党委副书记、董事、总经理，安琪酵母(普洱)有限公司法定代表人、执行董事，安琪酵母(崇左)有限公司法定代表人、董事长，安琪酵母(湖北)销售有限公司法定代表人、执行董事。
王悉山	副总经理	曾任宜昌食用酵母基地销售部副经理、副部长、副总经济师，湖北安琪生物集团有限公司副总经济师，安琪酵母股份有限公司酵母营销中心副总经理、总经理，安琪酵母股份有限公司电子商务事业部总经理，安琪酵母股份有限公司董事。现任安琪酵母股份有限公司副总经理。
杜支红	副总经理	曾任安琪酵母股份有限公司酵母抽提物事业部副部长、抽提物业务海外市场总监、生物技术事业部总经理、微生物营养事业部党支部书记、总经理，安琪酶制剂（宜昌）有限公司法定代表人、执行董事、总经理，湖北安琪森瑞斯生物科技有限公司董事、总经理。现任安琪酵母股份有限公司副总经理、烘焙面食党总支书记、烘焙面食业务中心总经理
涂岚铭	副总经理	曾任安琪酵母股份有限公司信息中心总经理、安琪酵母股份有限公司总经理助理。现任安琪酵母股份有限公司副总经理。
孙豫湘	副总经理	曾任安琪酵母股份有限公司中东非洲事业部总经理、国际业务中心副总经理，安琪酵母（埃及）有限公司法定代表人、总经理、安琪酵母股份有限公司总经理助理。现任安琪酵母股份有限公司副总经理。
高路	董事会秘书	曾任安琪酵母股份有限公司证券事务代表、证券部部长。现任安琪酵母股份有限公司董事会秘书，安琪酵母（崇左）有限公司董事。
姜德玉	财务负责人	曾任安琪酵母（俄罗斯）有限公司副总经理。现任安琪酵母股份有限公司财务负责人、财务部部长，安琪纽特股份有限公司董事，安琪酵母（香港）有限公司法定代表人、董事，安琪（香港）财资管理有限公司法定代表人、董事，湖北宏裕新型包材股份有限公司董事，安琪酵母（崇左）有限公司董事。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

以股权激励强化激励机制。公司于 2020 年推出限制性股票激励计划，第三个解除限售期已于 2025 年 5 月解锁，并于 2024 年推出新一期限制性股票激励计划，该激励计划初始拟授予限制性股票数量 1189 万股、占公司当时股本总额的 1.37%，激励对象涵盖公司董事、高管、核心技术人员、管理骨干等，授予价格 15.41 元/股，限售期 24 个月，分三期解锁限售，业绩考核目标围绕 2024-26 年 EOE、主营业务收入增长以及资产负债率水平。

表 2：安琪酵母于 2024 年推出新一期股权激励计划

项目	主要内容
股票数量	拟授予限制性股票 1189 万股，约占当时公司总股本的 1.37%，调整后为 1149.6 万股
授予价格	授予的限制性股票授予价格为 15.41 元/股，调整后为 14.31 元/股
激励对象	拟授予激励对象 1006 人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干，调整后为 976 人。
限售期	有效期包括授予后的 24 个月限售期和 36 个月解除限售期，限售期结束后分三期解除限售，解除限售的比例分别为 33%/33%/34%。
业绩考核目标	2024/25/26 年净资产现金回报率（EOE）不低于 21.5%/22%/22.5%，以 2021-23 年主营业务收入均值为基数，2024/25/26 年主营业务收入增长率不低于 21%/33%/46%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值。2024/25/26 年资产负债率不超过 51%/53%/55%。

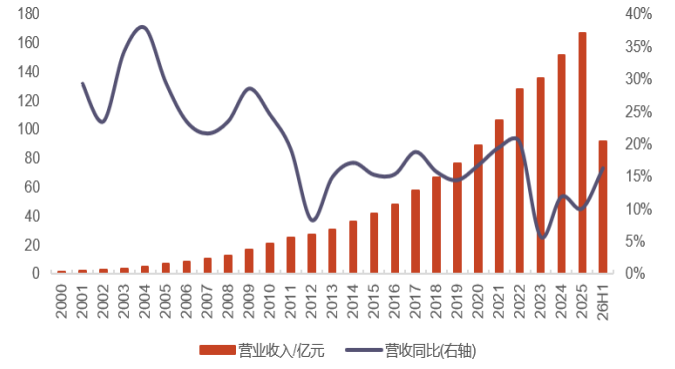
资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3 收入稳健增长，利润周期波动

近年来收入端维持稳健增长。公司上市以来营业收入从 2000 年的 1.84 亿元增长至 2025 年的 167.3 亿元，2000-2025 年收入年复合增速约 19.8%，26 年上半年收入同比增幅 16.3%。量的维度，公司核心产品酵母及深加工产品销量从 2015 年 18.53 万吨增加至 2025 年 46.79 万吨，年复合增速约 9.7%，产销率多年位于 95%以上的水平，基本处于满产状态。

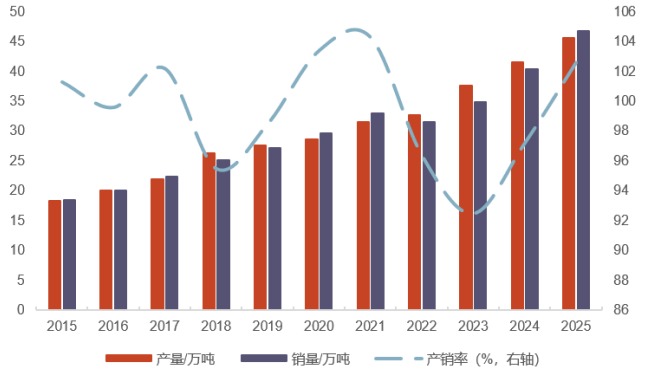
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：安琪酵母上市以来营收及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

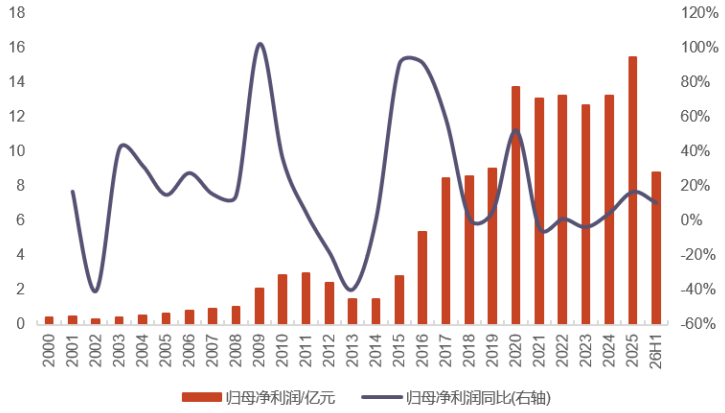
图 9：安琪酵母的酵母及深加工产品产销量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

利润端受原材料价格、产能投放等影响有所波动。公司 25 年归母净利润 15.4 亿元，2000-25 年归母净利润年复合增速约 15.5%，26H1 归母净利润 8.81 亿元，同比增长 10.21%。公司利润端波动相对明显，主要受到原材料价格周期、产能扩张带来折旧增加等因素影响，如 2013-14 年归母净利率下探至 5%以内，2024 年归母净利率回落至 8.7%，盈利能力谷底均与糖蜜价格高点、产能投放高峰重合，对应毛利率水平处于低位。费用端，销售费用率随着规模效应释放呈现下降趋势，管理及研发费用率近年来保持在 7%-8%的水平，财务费用率受利息支出、汇兑损益等影响有所波动。

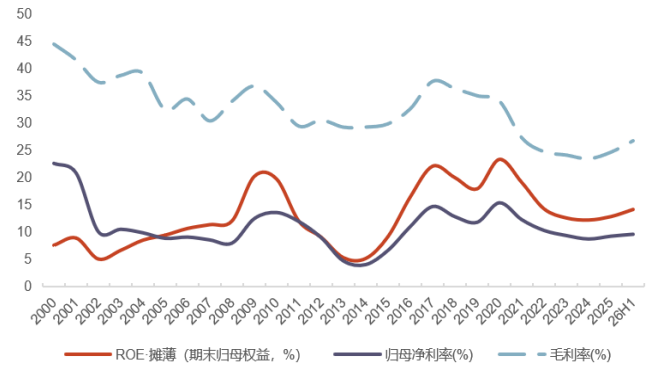
图 10：安琪酵母上市以来归母净利润及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

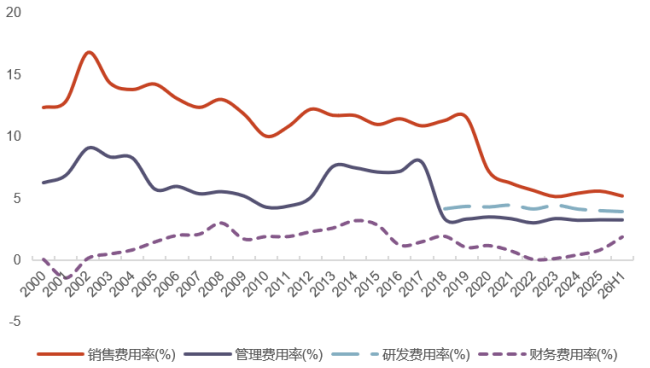
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：安琪酵母综合毛利率、归母净利率与 ROE



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：26H1 的 ROE 按照上半年数据乘以 2 进行年化处理

图 12：安琪酵母各项期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、需求端：国内基本盘稳健，海外空间打开

2.1 国内：基本盘稳健，仍有结构性增量

2.1.1 传统面食的酵母需求相对平稳，烘焙仍有增量

国内酵母产量大于需求，馒头包子等传统面食为酵母需求基本盘。据智研咨询，2023 年中国酵母产量 48.4 万吨，近几年产量保持平稳增长态势，海关数据显示 2023 年酵母出口约 14.9 万吨（同期进口量 0.12 万吨），国内呈现酵母产量大于需求、净出口的格局。酵母需求基本盘由馒头、包子等高频刚需的发酵面食构成，量波动较小。其中馒头是发酵面食的核心载体，占全国面制品总量约 30%+，在以面食为主的北方区域，约 70%的小麦面粉用于制作馒头。2025 年中国面粉产量约 8400 万吨，据此测算，仅馒头对应的酵母需求在 11.4–30.4 万吨区间，中性情景下约 20 万吨。

表 3：国内发酵面食酵母需求估算

项目	数据	估算依据
食用面粉量	7600 万吨	全国面粉年产量约 8400 万吨，扣除饲料、工业、出口等，按照食用面粉量占比 90%左右估算
馒头占面制品比例	30-50%	馒头面条占面制品总量 65%以上，其中馒头估计占 30%+
干酵母添加量	0.5-1.0%	
基础假设	11.4 万吨	面粉占比 30%，干酵母添加 0.5%
中性假设	**20.0 万吨**	面粉占比 35%，干酵母添加 0.75%
乐观假设	30.4 万吨	面粉占比 40%，干酵母添加 1.0%

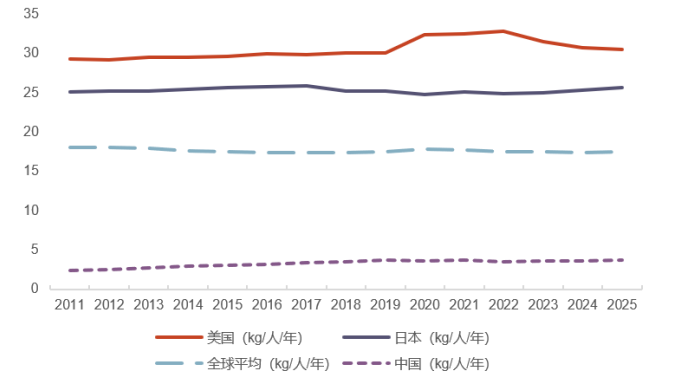
资料来源：智研咨询，前瞻产业研究院，中研产业研究院，光大证券研究所，注：前瞻产业研究院统计面粉下游应用中食品消费占比达 96%，中研产业研究院统计小麦总产量中 74%用作食品加工和食物，综合按照全国面粉年产量中食用面粉占比 90%左右估算

烘焙食品酵母需求仍有提升空间。根据欧睿数据，2025 年中国人均烘焙消费量 3.7kg，仅为日本（25.6kg）人均消费量的约 1/7、美国（30.5kg）人均消费量的约 1/8，也显著低于全球平均水平（17.5kg）。考虑烘焙食品中发酵面包为酵母需求的主要载体，25 年中国发酵面包销售量 134.13 万吨、人均消费量约 1.0kg/年，若按照 1%的干酵母添加量、面包面粉比 70%，对应酵母需求约 0.94 万吨。

下载日志已记录，仅供内部参考

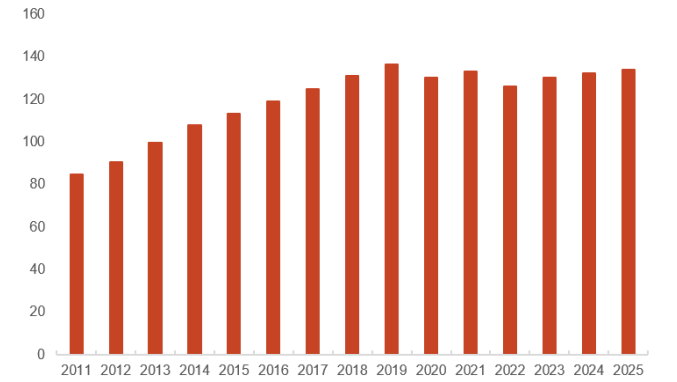
若人均发酵面包消费量达到亚太平均水平（2.6kg），对应酵母需求约 2.44 万吨，若达到全球平均水平（10.9kg），对应酵母需求约 10.23 万吨。

图 13：中国人均烘焙消费量较低



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 14：中国发酵面包销售量/万吨



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

表 4：国内发酵面包对于酵母需求估算

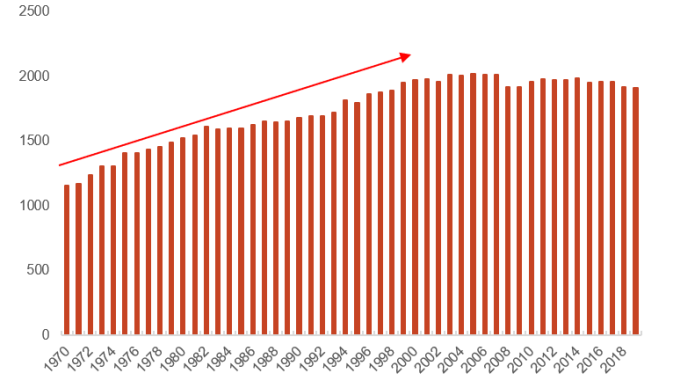
25 年人均消费量	发酵面包消费量	对应酵母需求量（按照 1%添加量）
1.0 kg/年	134.13 万吨	0.94 万吨
2.6 kg/年	348.74 万吨	2.44 万吨
10.9 kg/年	1462.02 万吨	10.23 万吨

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

对照日本，日本面包用粉需求量从 1970 年的 115 万吨增至 2000 年前后的约 200 万吨，面包主食化扩容期持续约三十年，此后进入成熟期。以城市化率来看，中国 2025 年约 66%，相当于日本 1965 年前后（68%）的水平，中国烘焙消费约处于日本面包主食化扩容期的前半段。**考虑到饮食文化与消费习惯，中国未必复制日本的面包主食化路径，但人均消费量及相应烘焙酵母需求仍处于提升阶段。**

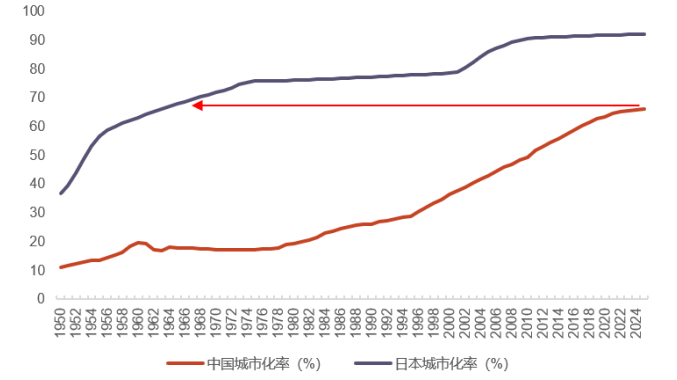
虽然烘焙行业近几年规模增速相对平稳，但零售渠道变迁带来购买频次与消费场景扩张，有助于烘焙总需求扩容。另外工业包装烘焙食品占比提升有助于支撑酵母需求（工业包装烘焙食品使用标准化干酵母、单位用量高于家庭与作坊场景，且生产集中化下酵母采购更偏向于具备应用服务能力的头部供应商）。

图 15：日本面包用粉需求/千吨



资料来源：日本制粉协会，光大证券研究所；注：数据截至 2019 年

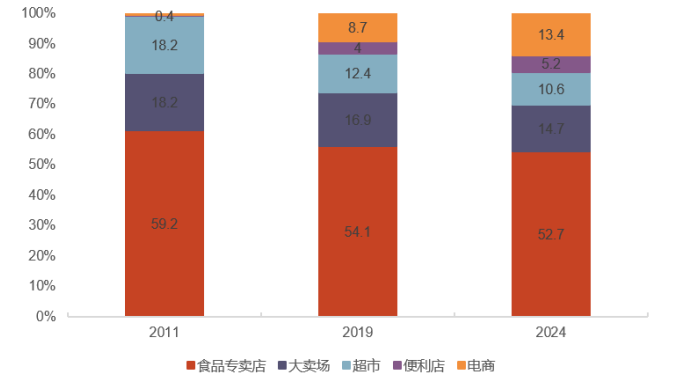
图 16：中国当前城市化率约处于日本 1965 年前后水平



资料来源：Our World in Data，光大证券研究所；注：数据截至 2025 年

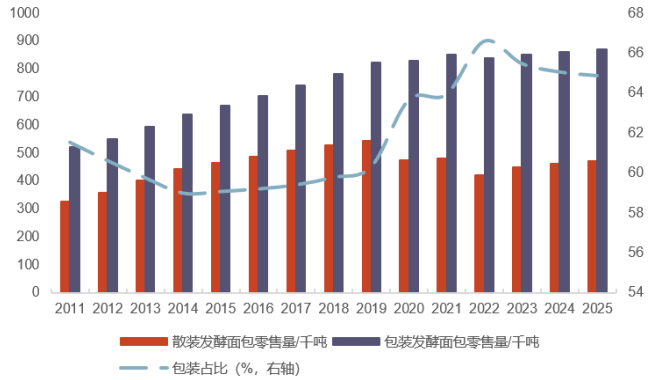
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：中国烘焙销售渠道结构变化



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 18：2020 年起中国包装发酵面包销售量占比大幅提升

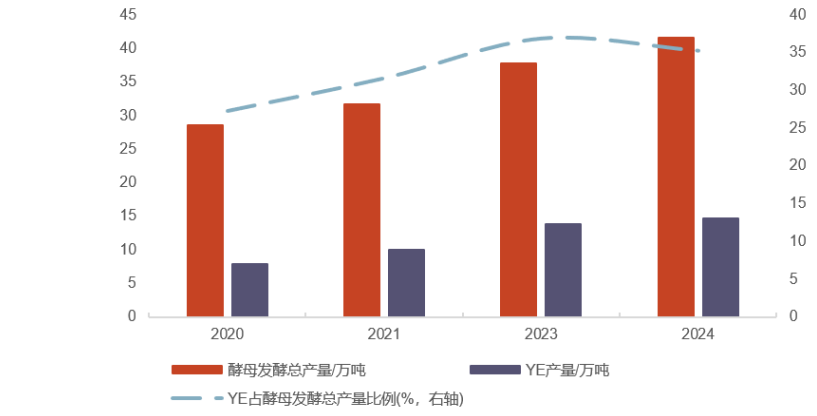


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2.1.2 YE 等衍生品品类带来结构性增量

YE（酵母抽提物）等衍生品提供结构性增量。YE（酵母抽提物）是从酵母细胞中释放并分离可溶性成分，作为食品配料有助于增强鲜味、提升厚味、平衡风味、减盐。与标准化程度较高的基础酵母不同，YE 更看重配方适配，如添加到酱油的推荐用量约 0.3%–1.5%，食醋约 0.1%-0.25%，调味料约 1%+，肉制品约 0.2%-0.8%，调味酱约 0.3-0.8%，坚果炒货约 0.2%-0.5%，速冻食品约 0.2%-0.3%。客户导入需要经历样品筛选、剂量测试、感官评价、中试与量产验证的完整流程，供应商交付的是配方解决方案而非标准品。公司 2000 年前即开始建设第一条 YE 产线，2002 年年报披露追加酵母抽提物项目投入，经宜昌、伊犁、崇左、柳州、埃及等多轮扩产，到 24 年酵母抽提物产量达到 14.64 万吨，目前为全球最大的 YE 供应商。“十五五”期间公司继续进行产能扩张，如柳州酵母抽提物复配智能制造项目已经董事会审议。

图 19：安琪酵母 YE 总产量从 2020 年到 2024 年接近翻倍



资料来源：公司公告，光大证券研究所

YE 的需求逻辑是天然配料对人工添加剂的替代。YE 定位为“天然减盐、替代味精”的食品配料，契合“三减三替”、清洁标签、提升味觉体验等消费升级方向。以酱油为例，添加 YE 有助于提升酱油鲜味及饱满度、强化配料表清洁标签、达到“减盐不减鲜”的效果。因此，YE 的渗透是渐进的结构升级而非全面替代。

下载日志已记录，仅供内部参考

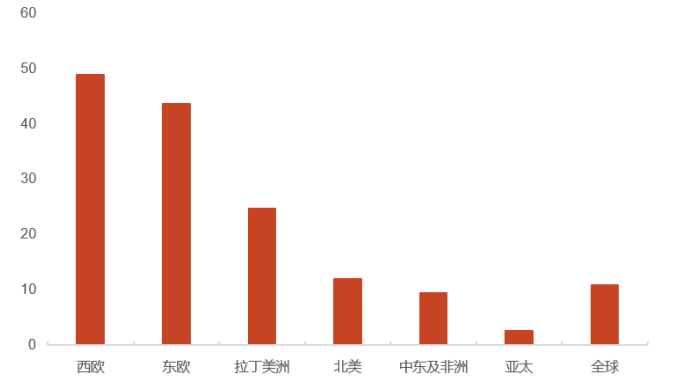
政策与标准层面，酵母抽提物新国标（GB/T 20886.2-2021）于 2022 年 7 月实施，安琪酵母为主要起草单位。YE 在下游市场应用较为广泛，足够支撑市场容量，若从 YE 对味精的替代角度，24 年国内味精产量约 301.5 万吨，消费量约 299.7 万吨，若 YE 渗透率 5%/10%，对应国内 YE 需求约 15/30 万吨量级。**且 YE 销售均价通常高于基础酵母，伴随渗透率提升，成长空间相比基础酵母更大。**

2.2 国外：新兴市场仍有空间，盈利质量逐步验证

2.2.1 成熟市场需求平稳，新兴市场仍有增量

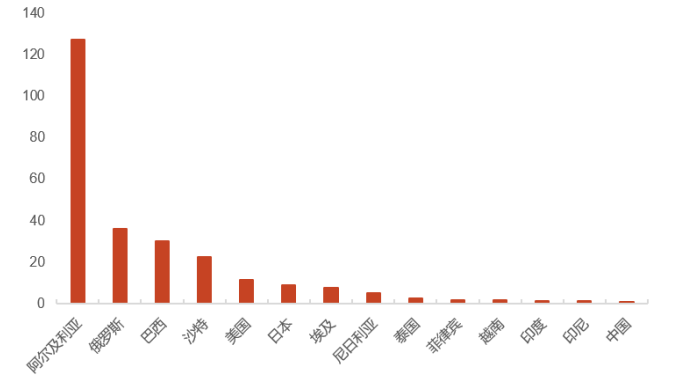
全球烘焙消费呈现清晰的梯队分化。根据 Euromonitor 统计的 2025 年人均发酵面包消费量，西欧、东欧在 40kg 以上，拉美约 25kg、北美 12kg，而亚太仅 2.6kg。重点新兴市场内部同样有所分化，阿尔及利亚人均高达 127.5kg（为馕饼类主食口径，或与西式烘焙存在统计口径差异），俄罗斯、巴西、沙特在 20kg 以上，尼日利亚、埃及在 10kg 以内，印尼、印度仅约 1.3kg。基数越低，渗透空间越大，成熟市场人均发酵面包消费量在过去十五年基本持平。从行业集中度来看，根据公司 2025 年年报，全球酵母总产能超过 210 万吨、CR3 超过 70%，欧美市场由乐斯福、英联马利的本地产能主导，竞争焦点已转向 YE 等高附加值产品。**对中国酵母企业而言，需求空间更多来自于渗透率与消费量有提升空间的新兴市场。**

图 20：25 年人均发酵面包消费量（按区域）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所，单位：kg/人·年

图 21：25 年主要国家人均发酵面包消费量



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所，单位：kg/人·年；注：阿尔及利亚为馕饼类主食口径，或与西式烘焙存在统计口径差异

若将需求测算聚焦到公司产能可辐射的海外市场，包括位于非洲、中东、东南亚、南亚等地区的十一个代表国家。以 2025 年发酵面包零售量折算（面包面粉比 0.7，干酵母添加比例 0.8%–1.2%，取 1%的中性添加比例），估算此十一个市场 2025 年烘焙对应的酵母需求约 16.3 万吨，按欧睿预测量推算 2030 年将增至 17.9 万吨。结构上，2025 年巴西、阿尔及利亚、俄罗斯三个国家合计需求约 12 万吨，而尼日利亚、埃及、印度增长更加突出。

公司海外产能扩张匹配当地酵母需求。将公司海外产能布局对比当地需求来看，埃及工厂（约 6 万吨产能）主要面向北非/中东地区，其中埃及、阿尔及利亚、沙特阿拉伯发酵面包对应的 2025 年酵母需求约 5.4 万吨；俄罗斯工厂（约 3.2 万吨产能，另有 2.2 万吨产能在建）主要面向东欧/中亚地区，其中俄罗斯发酵面包对应 2025 年酵母需求约 3.6 万吨；印尼工厂（2 万吨产能项目在建）主要面向东南亚国家（当前需求相对较低，但人均消费量低、渗透空间可观）。截至 2025 年末，公司在海外合计约 10 万吨产能，对比上述市场 16.3 万吨的存量需

下载日志已记录，仅供内部参考

求，再叠加除发酵面包以外的其他品类酵母需求，**产能与需求空间匹配，且仍有扩产空间。**

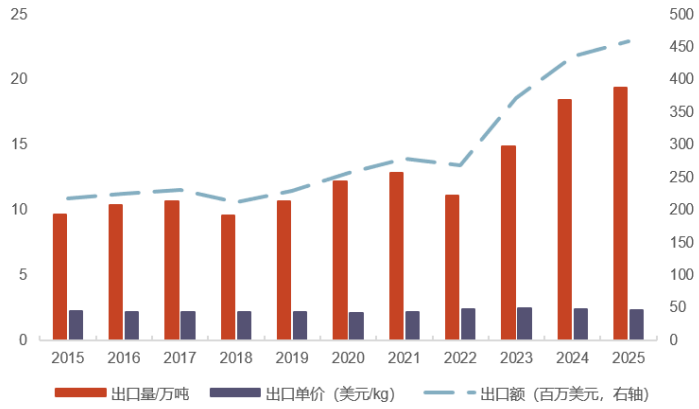
表 5：安琪酵母产能可辐射海外市场发酵面包对于酵母需求估算

国家	2025 年发酵面包消费量/万吨	2030E 发酵面包消费量/万吨	2025 年酵母需求量/万吨	2030E 酵母需求量/万吨
阿尔及利亚	604.95	636.44	4.24	4.46
巴西	640.23	691.65	4.48	4.84
俄罗斯	519.31	534.83	3.64	3.74
印度	185.73	218.83	1.3	1.53
尼日利亚	116.93	160.84	0.82	1.13
埃及	83.46	103.60	0.58	0.73
沙特	80.52	96.34	0.56	0.67
印尼	37.32	44.15	0.26	0.31
菲律宾	18.88	22.43	0.13	0.16
泰国	17.39	21.32	0.12	0.15
越南	16.73	18.26	0.12	0.15
合计	2321.45	2548.69	16.25	17.87

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所，注：按照面包面粉比 0.7、酵母添加量 1%

贸易维度，海关统计数据口径下，中国活性酵母（HS 210210）出口量由 2015 年的 9.67 万吨增至 2025 年的 19.38 万吨，十年出口量翻倍，出口额由 2015 年 2.19 亿美元增至 2025 年 4.58 亿美元，出口均价基本在 2.1–2.5 美元/kg 区间，2026 年上半年出口 10.4 万吨。**量增价稳进一步验证出口扩张由新兴市场的真实需求拉动，而非价格竞争驱动。**

图 22：中国活性酵母出口量、均价及出口额



资料来源：海关总署，光大证券研究所

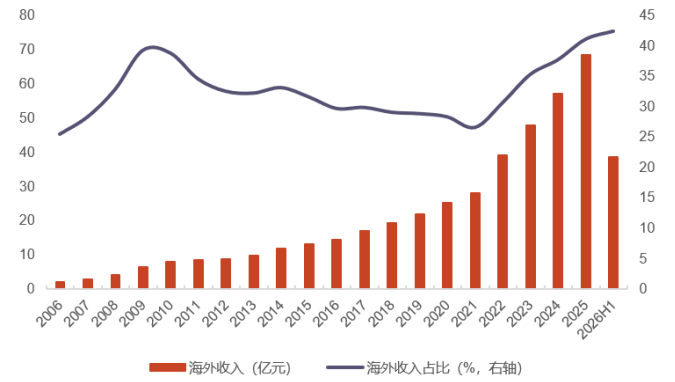
2.2.2 公司海外收入占比提升，盈利质量改善

近年来公司海外市场收入占比提升，26 年上半年虽然阶段性受到汇率波动、地缘政治等因素影响，但整体扩张趋势延续。公司海外收入从 2006 年的 2.2 亿元增至 2025 年的 68.5 亿元，海外收入占比在 2009 年达到峰值 39.3%，之后呈回落趋势，2021 年达 26.6%（同期国内市场扩容更快），2022 年起海外收入占比再次提升，2025 年达到 41.1%。26H1 海外收入同比增速慢于国内，主要受汇率波动、地缘政治等特殊因素影响，但公司在海外的规模扩张趋势延续。

下载日志已记录，仅供内部参考

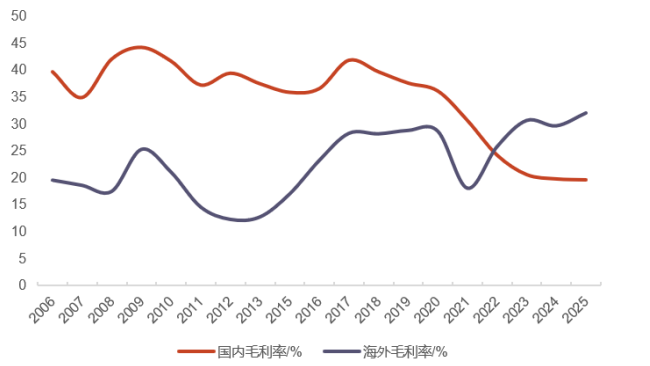
海外市场利润率更高，子公司盈利能力较强。公司海外市场 2011-2014 年期间毛利率在 12%–15%，2016 年起毛利率逐步修复，2022 年以 25.8%的毛利率超过国内（24.3%），2025 年海外市场毛利率达到 32.1%，较国内市场差距进一步扩大，原因主要系：**1）产能本地化带来的原料成本红利**，埃及、俄罗斯等糖蜜采购价格具备优势，可以在海外糖蜜低价区锁定成本。**2）本地化经营带来定价权**，伴随公司从“国内生产、跨境发货”转为“本地生产、本地服务”后，公司在海外供应链得以优化，且海外团队规模、人工成本、管理研发等运营成本低于国内，产能逐步爬坡后海外工厂盈利能力优于公司整体水平，如 **25 年埃及子公司净利率已经达到 26.9%、明显高于其他子公司。**

图 23：安琪酵母海外收入及占比



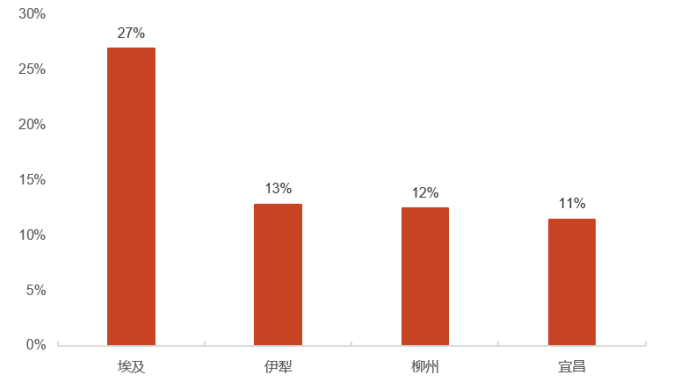
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：安琪酵母国内与海外市场毛利率



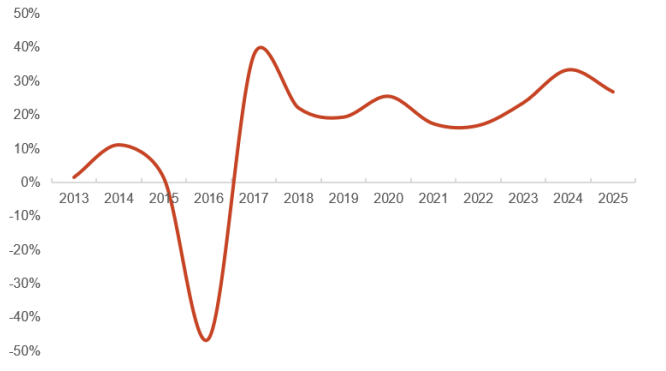
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：安琪酵母 2025 年生产及销售酵母的主要子公司净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：安琪酵母埃及子公司净利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

区域化的经营策略有助于海外市场规模扩张，也是实现盈利质量的基础。公司在海外主要地区配有当地团队和销售人员，如埃及公司本地员工占比 96%，由埃籍主管、片区负责人等骨干组成本地管理力量，本地化运作较为灵活。另外在不同市场采取差异化策略，如非洲和东南亚市场活性酵母产品仍在发展阶段，公司经销商网络仍在扩张，并建立应用技术服务中心，为客户开展相关培训服务；欧美成熟市场则以 YE 等高端衍生品切入，避开活性酵母的存量竞争。

YE 是海外高附加值产品策略的核心载体。海外市场 YE 价格相对较高，特别欧美等主销国家需求量较大，公司在欧洲等市场已经建立良好销售渠道，埃及工厂 2019 年已投产年产 1.2 万吨酵母抽提物项目，与基础酵母共享海外本地化产能

下载日志已记录，仅供内部参考

平台。欧美成熟市场“价高量稳”、YE 产品贡献利润，新兴市场“量增领先”、YE 渗透率有望持续提升。

表 6：安琪酵母埃及工厂发展历程

时间	发　展
2013 年	一期年产 1.5 万吨干酵母项目投产
2015-2016 年	通过小型改造和工艺改进，干酵母年产能提升至 2.3 万吨
2019 年	二期年产 1.2 万吨酵母抽提物项目投产，酵母及抽提物年总产能达到 3.5 万吨
2019-2021 年	年总产能进一步提升至 4 万吨，之后产能爬坡
2024 年 11 月	三期年产 2 万吨酵母制品扩建项目建成投产，年总产能跃升至 6 万吨

资料来源：公司官网，光大证券研究所

2.2.3 “高附加值并购+区域再布局”为行业主线

全球酵母行业竞争格局相对集中，乐斯福、安琪、英联马利位居行业前三。从工厂网络布局看，乐斯福集团拥有 80 个生产基地（全业务生产，不单指酵母产品），产品销往 180 多个国家。英联马利拥有 50+个工厂（包含酵母及烘焙配料）、产品销售范围 100 多个国家。Pakmaya 拥有四个酵母厂（其中土耳其 3 个、罗马尼亚 1 个，1972–1998 年陆续建成），Lallemand 官网显示其具备 20 个酵母厂及 4 个酵母下游加工厂、覆盖 48 个国家。

近年全球酵母行业的竞争动态以“高附加值并购+区域再布局”为主线。其中针对 YE 的并购动作较为密集，如乐斯福 2017 年收购 Sensient 的 YE 业务，2024 年收购 dsm-firmenich 酵母抽提物业务，2024–2025 年收购巴西 Zilor 旗下 Biorigin 70%的股权并成立合资公司，上述交易基本都围绕 YE 与酵母衍生物，也与安琪酵母以 YE 切入欧美市场的策略形成印证。区域再布局的信号同样清晰，如 AB Mauri 在印度投产鲜酵母工厂，乐斯福 2024 年在印尼投产干酵母。

表 7：海外主要酵母企业简介

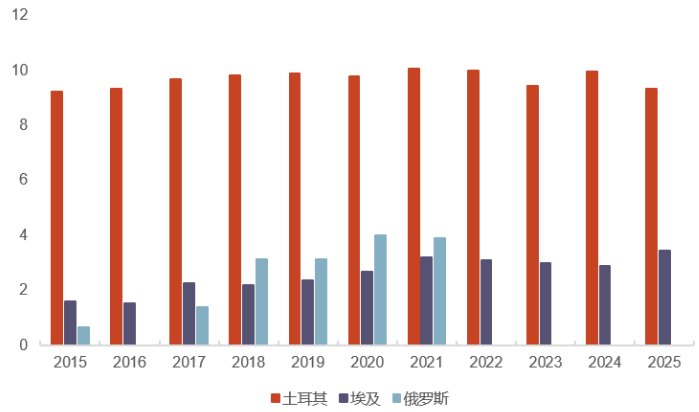
企业	企业类型	工厂/产能	25 年销售规模	覆盖范围	近年主要动作
乐斯福	法国非上市企业	80 个生产基地	集团收入约 32 亿欧元	经营 55 个国家，产品销往 180 多个国家	2020 年控股 Biohymn，2024 年收购 DSM-Firmenich YE 业务，建印尼 Malang 新厂，2025 年完成对巴西 Zilor 公司旗下业务部 Biorigin70%的股权收购，并成立合资公司
英联马利	英国 ABF 集团子公司	50+个工厂	ABF Ingredients 收入 20.41 亿英镑	运营 32 国，销售 100+国	2024 年收购 Omega Yeast，2025 年出售上海业务 90%股权、北印度鲜酵母厂在建
Pakmaya	土耳其公司	4 个酵母厂，土耳其 3 个，罗马尼亚 1 个	-	销售 130 国	-
Lallemand	加拿大私营企业	20 个酵母厂以及 4 个下游加工厂	-	覆盖 48 个国家	2016 年收 USA Yeast，2019 年接手 Ohly Torula，2025 年收 AIT Ingredients

资料来源：各公司官网，光大证券研究所，注：乐斯福集团收入包括酵母、YE、益生菌、营养健康、工业生物技术等整个集团业务，ABF Ingredients 销售额还包含旗下酶制剂、健康营养、制药原料等业务，不能完全等同于安琪酵母的酵母及深加工板块

贸易维度，从各大酵母企业的产能所在国的出口量看，土耳其 2015-2025 年活性酵母对全球出口量约 9–10 万吨、十年间基本持平。而埃及活性酵母出口量从 2015 年约 1.6 万吨增至 2025 年 3.4 万吨，估计安琪酵母工厂与乐斯福产能均有贡献，俄罗斯 2015–2021 年期间活性酵母出口量从 0.6 万吨增至 3.9 万吨。这进一步验证**酵母在欧美成熟市场的存量竞争趋于稳定，增量竞争集中于新兴市场的产能布局以及 YE 等高附加值衍生品。**

下载日志已记录，仅供内部参考

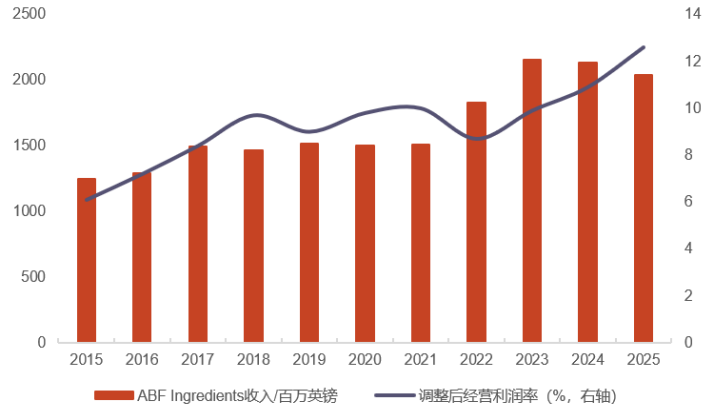
图 27：各大酵母企业的产能所在国活性酵母出口量（万吨）



资料来源：UN Comtrade，光大证券研究所，俄罗斯部分年份出口量数据缺失

盈利能力维度，由于未有独立上市的海外酵母企业，尚未有可比口径财务数据披露，我们参考披露数据的 ABF Ingredients 分部（注：ABF Ingredients 业务包含 AB Mauri 酵母/烘焙原料与 ABFI 特种配料，ABF 未单独披露酵母业务的数据，仅供参考趋势），FY2015–FY2025 其收入由 12.47 亿英镑增至 20.41 亿英镑、CAGR 约 5.1%，调整后经营利润率由 6.1%升至 12.6%。其中 FY2022 分部利润率回落至 8.7%，此后三年利润率逐步修复至十一年以来最高水平 12.6%，与安琪酵母 2022 年毛利率下降、2023–25 年海外业务毛利率修复路径存在相似趋势。

图 28：ABF Ingredients 营收及调整后经营利润率



资料来源：Associated British Foods plc 公告，光大证券研究所

2.3 酵母蛋白：品类属性跃迁，有望开启新篇

酵母蛋白为公司新增长曲线，品类属性支撑下市场容量更大。酵母蛋白是以酿酒酵母为原料，经酶解、提取、分离、干燥等工艺，将酵母菌体中的蛋白质高效提取出来，去除核酸、细胞壁多糖等非蛋白组分，得到高纯度（70%以上）的蛋白质产品，酵母蛋白具有营养全面、契合国人肠胃吸收特性（可解决部分消费者乳糖不耐受的痛点）、品质稳定、成本低于乳清蛋白等优势。作为当下公司重点培育的战略产品，酵母蛋白的战略逻辑首先在于品类属性的跃迁，干酵母在食品加工中的添加上限约 1%–1.5%，YE 作为食品配料添加比例通常也在 5%以内，而酵母蛋白作为食品原料，在不同食品中用量比例更高，品类属性决定了市场容量

下载日志已记录，仅供内部参考

的量级差异。**YE 下游除用于营养食品如蛋白粉、蛋白棒、高蛋白饮等，也可应用于饮料、肉制品、烘焙、休闲食品等日常食品。**

图 29：酵母蛋白工艺流程及成分

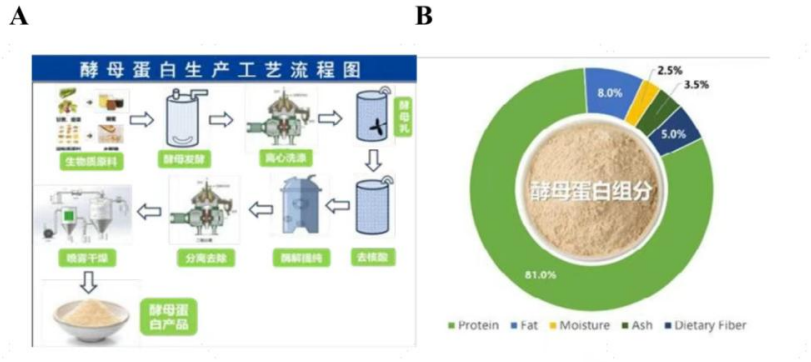


图 1-2 酵母蛋白生产工艺流程图（A）及组分组成（B）

资料来源：《酵母蛋白（酿酒酵母）白皮书》，光大证券研究所

短期内，酵母蛋白受益于乳清蛋白涨价带来的替代需求，中长期伴随渗透率提升，需求空间有望打开。国内蛋白市场特别是高端产品中，乳清蛋白占比较高，乳清蛋白作为奶酪副产物，其供给高度依赖进口，2026 年以来乳清蛋白涨价催生替代需求，当前酵母蛋白在下游应用更多是跟乳清蛋白配比使用。从中长期空间看，中国营养学会《中国居民膳食营养素参考摄入量（2023 版）》建议，18~64 岁男性和女性每日蛋白质推荐摄入量为 65 克和 55 克，根据《2022–2023 年十省调查（自治区）成年居民宏量营养素摄入现状及食物来源》（卫生研究，2024-11），成年居民每天蛋白质摄入量 61.56g。若以 60g/d 中枢计算，全国 14 亿人口蛋白质摄入总量约 3066 万吨/年（运动健身人群、65 岁以上老年人、母婴等人群蛋白质推荐摄入量更高，实际需求总量或高于该数据），假设酵母蛋白渗透率达 1%，对应量级约 31 万吨/年。若渗透率提升至 5%（中国成人蛋白质的食物来源中豆类贡献 6.1%，或可作为单一新原料渗透率参考），对应量级在百万吨/年。参考 2021 年 BCG 与 Blue Horizon 联合报告预计基准情境下全球替代蛋白消费由 2020 年约 1300 万吨增至 2035 年约 9700 万吨，占整体蛋白市场约 11%（乐观假设下 16%/22%），其中微生物蛋白约 2200 万吨，远期酵母蛋白需求或有更大空间。**且酵母蛋白均价及利润率通常高于基础酵母和酵母提取物，市场空间更加乐观。**

表 8：国内酵母蛋白市场容量估算

参数	数据及假设依据
人均蛋白质摄入量	60 克/天，
全国蛋白质年摄入总量	3066 万吨/年，按照全国 14 亿人口
酵母蛋白渗透率 1%	酵母蛋白消费量约 31 万吨/年，市场规模约 90 亿元
酵母蛋白渗透率 2%	酵母蛋白消费量约 61 万吨/年，市场规模约 180 亿元
酵母蛋白渗透率 5%	酵母蛋白消费量约 153 万吨/年，市场规模约 460 亿元

资料来源：中国营养学会《中国居民膳食营养素参考摄入量（2023 版）》，光大证券研究所，注：公司酵母蛋白产品国内均价约 3-4 万/吨，取 3 万元/吨

公司在酵母蛋白领域已经奠定领先优势，有望享受行业红利。1）品类标准先行卡位，2023 年底酵母蛋白被国家卫健委列入新食品原料目录，系公司牵头申报，也是我国微生物领域第一个获批的蛋白原料，2024 年 7 月由公司牵头制定的《酵母蛋白》行业标准正式施行。**2）专利与菌种壁垒，**如公司发明专利“一种低酵

下载日志已记录，仅供内部参考

母风味酵母蛋白及其制备方法和应用”覆盖复合酶酶解工艺，可实现蛋白含量78%以上、核酸 1.5%以下、几乎无酵母不良气味，另有运动损伤修复/减脂蛋白粉等多项酵母蛋白下游应用专利申请，公司酵母蛋白产品 AnPro 蛋白含量达到70%-90%。**3）工程化与产能先发。**公司较早布局酵母蛋白产业，宜昌酵母蛋白产线产能约 1.6 万吨，另外 3 万余吨改造以及新产能在建。**4）客户与渠道基础。**酵母蛋白下游渠道与公司酵母、YE 客户高度重合，新品类有望复用既有渠道。

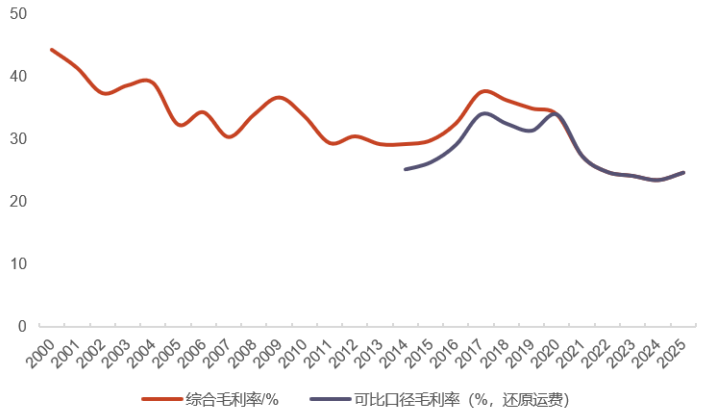
3、 规模效应兑现，成本红利有望延续

3.1 成本端综合优势逐步兑现

安琪酵母的成本端影响因素逐步从以原料成本影响为主，转为由规模效应、原料成本、原料组合等因素综合影响。糖蜜作为公司重要原材料，其成本变动属于周期因素，糖蜜价格上行导致公司酵母与深加工产品毛利率 2020 年的约 40%降至 2022 年的 30%附近，2023-24 年榨季糖蜜价格开始回落，2025 年酵母与深加工产品毛利率有所修复，该阶段盈利能力波动主要受外部原料价格影响。而公司内生降本来自两方面，一是销量扩张带来固定成本摊薄，这是资本投入和时间积累形成的存量壁垒。二是通过水解糖进行原料组合管理，提高糖蜜这一成本变量的可控性。

25 年公司毛利率出现回升。2020 年起公司执行新收入准则，原计入销售费用的运输费（2014–2019 年每年 1.5–2.7 亿元）改为在营业成本下列支。考虑公司运输费用占有一定比例、或存在扰动，我们将 2014–2019 年的运输费加回至营业成本，对毛利率进行可比处理。统一口径后，可以看到公司毛利率从 2000 年上市时的 44.4%下行至 2013–2014 年约 29.3%，此后进入两轮周期：2017 年毛利率见顶至 34.1%，2024 年回落至 23.5%、为二十年来最低水平，2025 年回升至 24.7%。

图 30：安琪酵母综合毛利率与可比口径毛利率

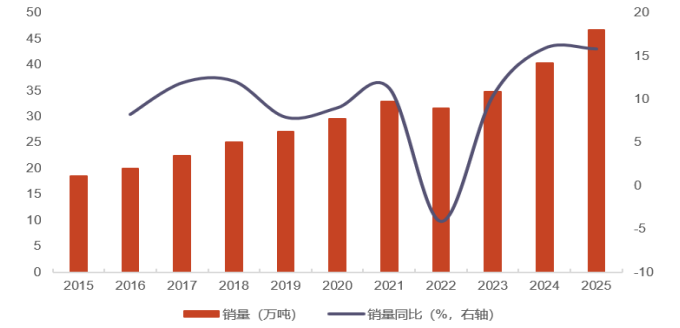


资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所，注：2014–2019 年可比毛利率将销售费用中的运输费加回至营业成本

25 年毛利修复以销量为基础。若对 2025 年毛利增量进行分解，25 年酵母及深加工产品毛利同比增加约 6.42 亿元，其中销量贡献约 5.08 亿元、单位毛利改善贡献约 1.34 亿元，销量贡献占毛利同比增量的接近八成。**若毛利修复主要依靠原料降价，周期反转后改善空间会收窄，以销量为基本盘的修复则以市占率与产能利用率持续扩张为基础，成本改善在此基础上进一步增厚利润。**

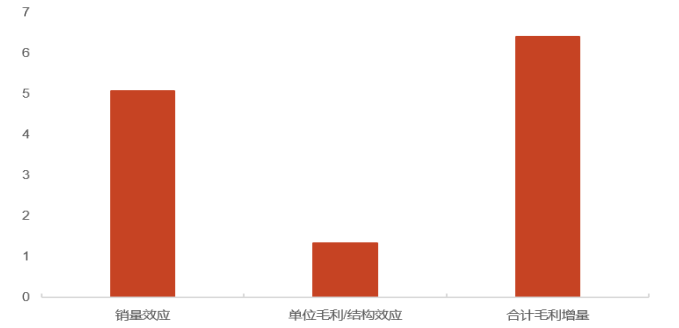
下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：安琪酵母的酵母及深加工销量及同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

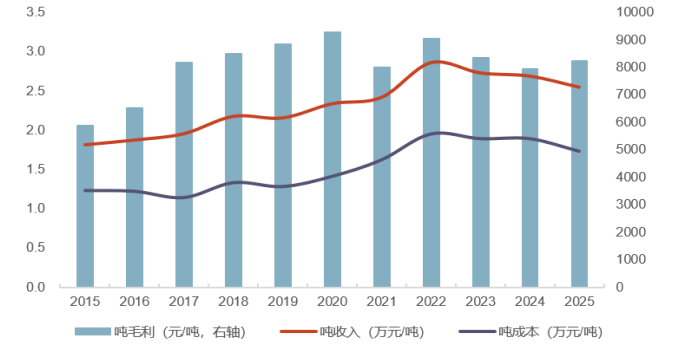
图 32：安琪酵母的酵母及深加工产品 2025 年毛利增量拆解



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：亿元

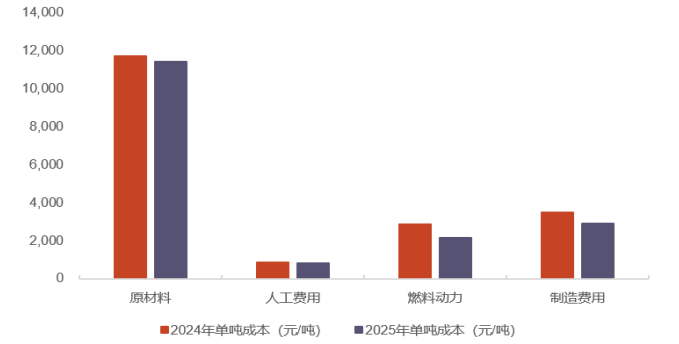
25 年成本改善来自多重因素共同推动。如果将酵母及深加工产品的毛利拆到“吨”的维度，2015–2022 年吨收入整体呈现上行趋势，2022 年之后稳中有降，而吨成本在 2021–2022 年出现明显抬升（对应糖蜜价格上行周期），吨毛利在 2023-24 年被压缩至相对低位，2025 年吨成本回落，虽然吨价有小幅下移，但吨毛利出现修复。进一步看，2025 年单位成本下降可拆分为：单吨原材料同比-2.4%、单吨人工-6.5%、单吨燃料动力-24.5%、单吨制造费用-16.5%。可见，**公司 2025 年的成本改善由原料价格、能源价格、摊薄效应等因素共同推动，而非糖蜜价格单一变量所致。**

图 33：安琪酵母的酵母及深加工产品单吨成本、收入及毛利



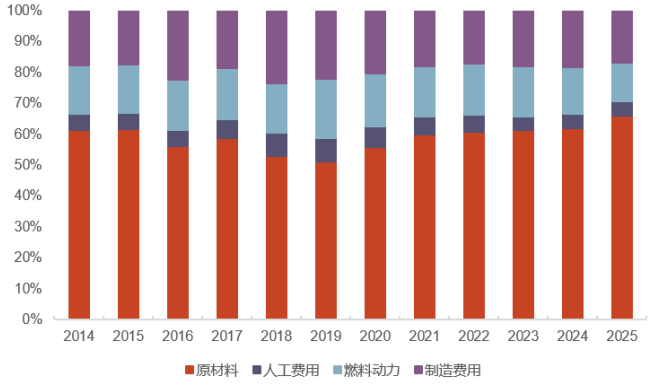
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 34：安琪酵母的酵母及深加工产品 2025 年单位成本改善



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 35：安琪酵母的酵母及深加工产品成本结构



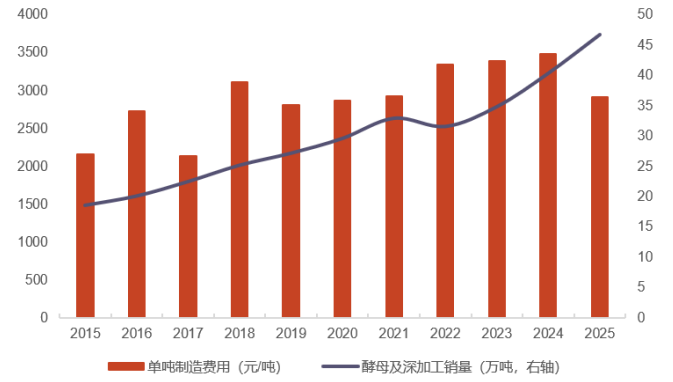
资料来源：公司公告，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 规模效应继续强化，投产转固影响减弱

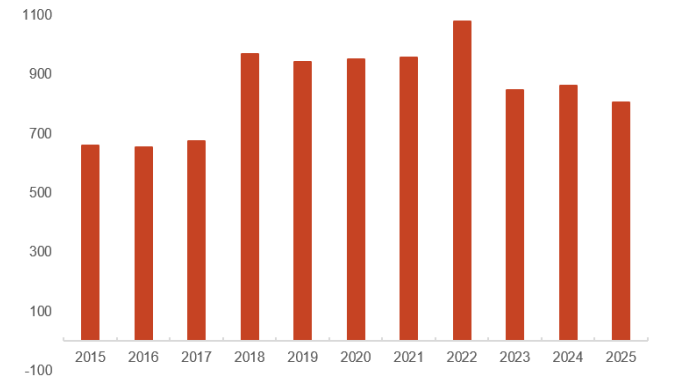
伴随着销量的扩张，公司规模效应得以强化，制造费用、人工成本等摊薄效应逐步兑现。2015–2025 年，公司酵母及深加工产品销量从 18.5 万吨增至 46.8 万吨、增长约 1.5 倍，单吨制造费用从 2015 年的 2163 元/吨升至 2024 年的高点 3488 元/吨，2025 年出现拐点，单吨制造费用下降 16.5%至 2911 元/吨，这是建设周期收尾（公司资本开支与在建工程于 2022 年见顶，23 年新增折旧创历史新高）之后，销量增长开始体现摊薄效应的第一年。单吨人工成本的走势更加温和，2015-25 年从 660 元/吨升至 805 元/吨（增加 22%，明显低于销量增幅 153%），且从 2023 年起连续下行，人工端的规模效应也在体现。

图 36：安琪酵母的酵母及深加工产品单吨制造费用



资料来源：公司公告，光大证券研究所

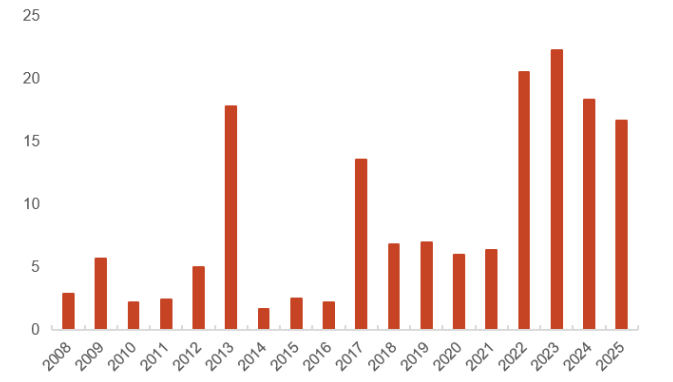
图 37：安琪酵母的酵母及深加工产品单吨人工成本（元/吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

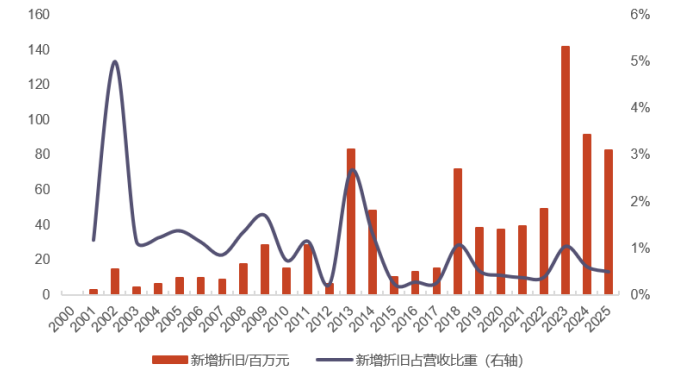
新产能折旧先于销量爬坡计入成本，伴随规模扩张逐步显现摊薄效应。公司历史上较为明显的在建工程集中转固阶段包括 2012-13 年（柳州、德宏、埃及一期）、2017-2019 年（俄罗斯一期、赤峰、柳州扩建、埃及二期）、2022-25 年（宜昌绿色基地、普洱、可克达拉、埃及三期、俄罗斯二期等），对应新增折旧金额以及占收入的比例也分别在 2013/14 年、2018 年、2023 年达到高点，或压制当年盈利能力。但伴随公司收入规模扩张，集中转固在以上三个时期的折旧压力峰值也在逐步减弱。

图 38：安琪酵母历年在建工程转固金额（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 39：安琪酵母新增折旧（百万元）及占营收比重



资料来源：Wind，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

未来酵母蛋白及海外产能扩建带来的折旧对毛利率的边际影响有限，且伴随销量扩张有望逐步减弱。根据 25 年年报披露的重要在建工程项目进展，公司大部分国内工程进度已经接近尾声。26 年上半年年产 1.1 万吨酵母蛋白项目转固 5.1 亿元，另有年产 8500 吨特种酵母绿色项目、普洱公司年产 3.2 万吨酵母制品项目合计转固 1.46 亿元。**27/28 年印尼、俄罗斯、白洋园区酵母蛋白项目投产或带来新增折旧。**26 年上半年在建工程转固 8.36 亿元，固定资产折旧金额约 4.9 亿元，按年化推算全年折旧金额约 9.8 亿元、较 25 年新增约 0.9 亿元。若印尼年产 2 万吨、白洋年产 1.2 万吨项目在 27 年投产，俄罗斯年产 2.2 万吨、白洋年产 3.2 万吨项目在 28 年投产，按照 6%的折旧率，估算 27/28 年新增折旧约 0.7/1.1 亿元。假设公司收入端保持 10%的稳态增速，预计新增折旧额占收入比重约 0.4%/0.5%（23 年该比例达到 1.04%，之后呈下降趋势），对毛利率的负面影响有限，若销量进一步增长，**折旧对于利润率的边际压力将进一步减弱。**

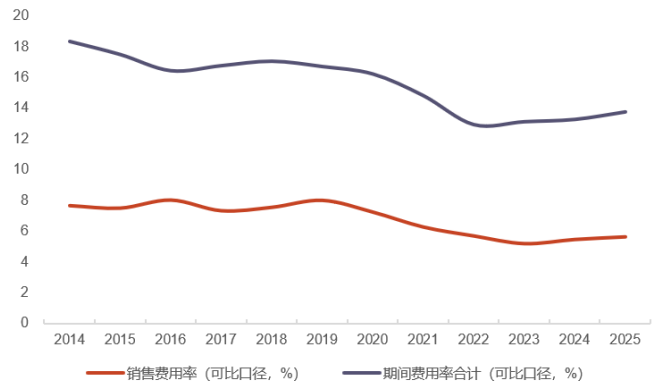
表 9：安琪酵母主要在建以及公告投产项目

项目名称	公告时间	投资金额	计划产能	建设周期
印尼年产 2 万吨酵母项目	2025.3	8.8 亿元	酵母 2 万吨/年，其中干酵母 1.88 万吨/年，鲜酵母折干产能约 2000 吨/年	24 个月，预计 2027 年投产
俄罗斯年产 2.2 万吨酵母生产线扩建项目	2025.11	10.62 亿元	酵母 2.2 万吨/年	24 个月，预计 2028 年前后投产
无血清细胞培养基核心技术攻关工程	2025.5	2.3 亿元	成果转化能力为干粉无血清细胞培养基 200 吨/年，液体无血清细胞培养基 10 万升/年	30 个月
柳州酵母抽提物复配智能制造项目	2025.11	2.32 亿元	酵母抽提物复配生产线	12 个月，预计 2027 年建成
普洱年产 1.2 万吨酵母制品绿色制造项目	2026.1	2.22 亿元	酵母制品 1.2 万吨/年	14 个月，项目已完成可研并经董事会审议通过
宜昌高新区白洋生物科技园项目二期	2026.3	7.97 亿元	高纯度酵母蛋白 1.2 万吨/年，酵母蛋白及联产产品 2 万吨/年	1.2 万吨项目预计 27 年上半年建成投产，2 万吨项目预计 28 年上半年建成投产
酶制剂公司新建合成生物中试验证基地项目	2026.7	3.70 亿元	构建一体化中试平台，加快新型工业酶制剂、新质微生物蛋白、合成生物水相提取等产品产业化	16 个月，预计 2027 年 3 月开工
可克达拉安琪酵母有限公司年产 2 万吨酵母制品绿色制造项目	2026.9	8.45 亿元	酵母制品 2 万吨/年	20 个月，预计 2027 年 4 月开工
宜昌公司酵母蛋白核心技术攻关工程项目	2026.9	9.70 亿元	酵母蛋白及联产产品 2 万吨/年、4000 吨复配生产线及配套环保等公用工程	16 个月，预计 2027 年 4 月开工
宜昌高新区白洋生物科技园项目二期（调整）	2026.9	10.61 亿元	将原年产 2 万吨酵母蛋白及联产产品绿色制造项目调整为年产 3.2 万吨酵母蛋白及联产产品绿色制造项目	年产 3.2 万吨酵母蛋白及联产产品绿色制造项目预计 2028 年建成

资料来源：公司公告，光大证券研究所

费用端规模效应也在兑现，费用率整体呈现下降趋势。可比口径下（剔除运输费调整的影响），公司销售费用率从 2014 年的 7.65%降至 2025 年的 5.62%，整体呈现下降趋势。研发费用率稳定在 4%出头，期间费用率 2014-2025 年期间下降约 4.6pct，费用端同样呈现出规模效应。

图 40：安琪酵母可比口径下的销售费用率及期间费用率



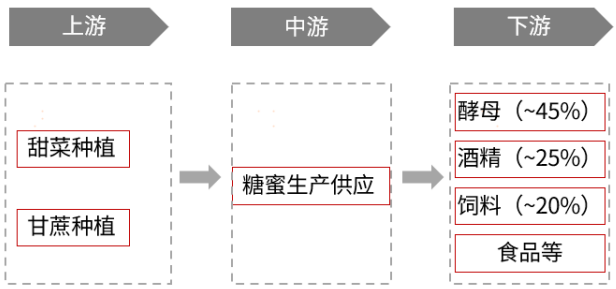
资料来源：公司公告，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 糖蜜：供给宽松下仍有成本红利

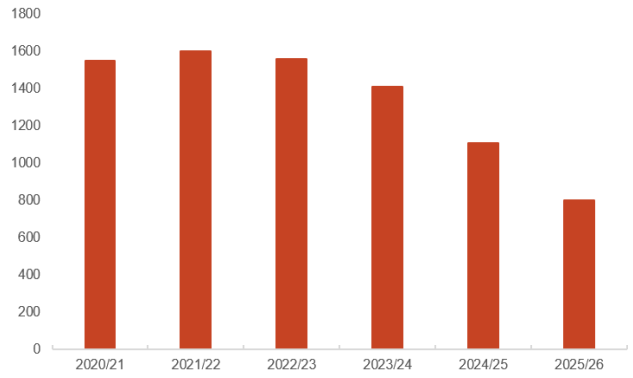
2023 年以来糖蜜价格出现下行。糖蜜是制糖工业的副产物，国内具备产量优势的是甘蔗糖蜜和甜菜糖蜜，其中甘蔗糖蜜的产出率约 3.2%-3.5%，甜菜糖蜜的产出率约 4.5%-5%，糖蜜价格由糖料种植周期与下游需求共同决定，历史上呈现三到四年一轮的周期。2021/22 年、2022/23 年榨季糖蜜价格处于高位，公司采购价格亦相对较高，2023/24 年榨季糖蜜价格出现回落，之后继续下降，2025/26 年榨季糖蜜价格处于历史低位。

图 41：糖蜜供给及需求产业链



资料来源：泛糖科技，光大证券研究所

图 42：广西糖蜜价格中枢（元/吨）



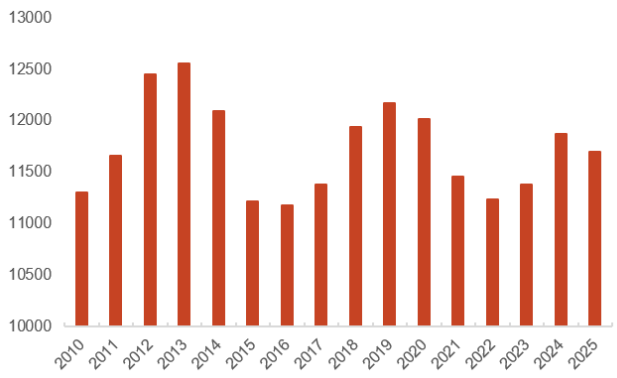
资料来源：泛糖科技，光大证券研究所

水解糖（以淀粉糖工艺替代糖蜜作为碳源）是公司内生降本的重要举措，有助于把控原料成本。目前公司水解糖产能 45 万吨，水解糖对于基础酵母可替代最多 50%的糖蜜用量，对于酵母衍生品基本可实现全替代。若糖蜜价格上涨，水解糖替代糖蜜的经济性增强，公司与糖蜜供应商谈判时也具备价格锚。这部分成本优势与榨季丰歉无关，来自于公司的产能积累与技术路线，其他厂商也较难复制。

从供给以及下游需求来看，估计后续糖蜜价格仍有下降空间。

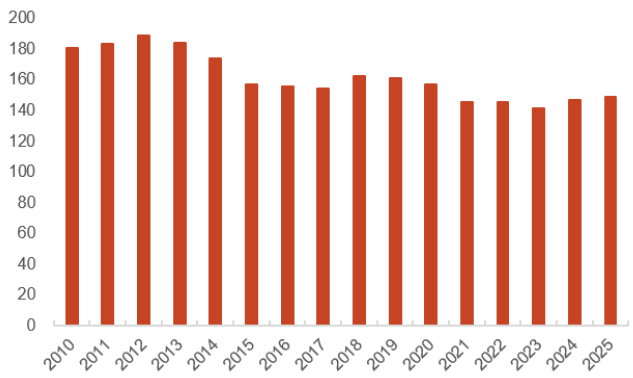
1）糖蜜供给端或继续扩张。国家统计局口径，全国糖料产量于 2022 年触底（11236 万吨），之后呈现回升态势，2024 年达 11870 万吨（较 2022 年增产 5.6%）、2025 年 11701 万吨（较 2022 年增产 4.1%），糖料播种面积在 2024–2025 年连续增加，**对应糖蜜产出继续增加。**

图 43：全国糖料产量/万吨



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 44：全国糖料播种面积（万公顷）



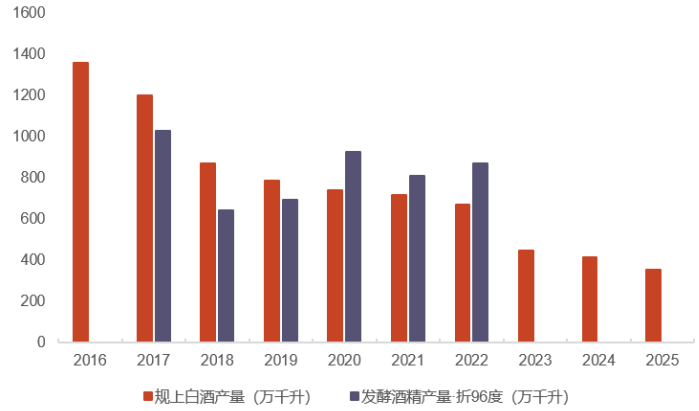
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2）需求端有所收缩。酒精（白酒与发酵酒精）是糖蜜的下游应用领域之一，在糖蜜应用中占比约 25%（泛糖科技 2022 年统计）。据国家统计局/中国酒业协

下载日志已记录，仅供内部参考

会统计，规上白酒产量自 2016 年 1358 万千升的峰值持续收缩至 2025 年的约 355 万千升、累计下降约 74%，26 年规上白酒产量或仍有承压（26 年前 8 月累计产量同比下降 3.8%），发酵酒精产量自 2017 年高点的 1027 万千升后波动下行。伴随酒精对酵母的应用收缩，酵母等发酵工业在糖蜜下游需求中的占比有所提升。

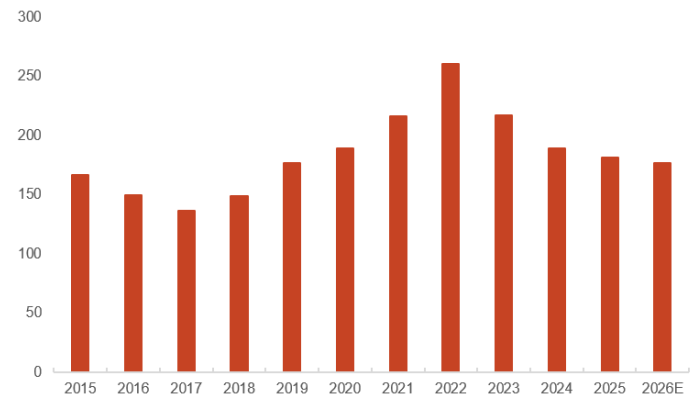
图 45：规上白酒产量与发酵酒精产量



资料来源：国家统计局，中国酒业协会，光大证券研究所

3）世界糖蜜参考价格及趋势印证。根据 OECD-FAO Agricultural Outlook 2026–2035 数据库，世界糖蜜参考价在 2022 年以 260.5 美元/吨见顶，此后连续三年回落，2026 年预测价格为 176.35 美元/吨，仍处于下行通道。

图 46：世界糖蜜参考价（美元/吨）



资料来源：OECD-FAO Agricultural Outlook 2026–2035 数据库，光大证券研究所，注：2026 年数据为 OECD 预测

以 2025 年为基准（公司营收 167.29 亿元、归母净利润 15.44 亿元、酵母及深加工产品成本 81 亿元），假设糖蜜占酵母及深加工产品的成本约 50%（即 40.5 亿元），按照所得税率 15%、成本全额传导至毛利、其他因素不变的简化假设，**估算若糖蜜采购成本下降 10%，可增厚毛利率约 2.42pct，增厚归母净利率约 2.06pct，**归母净利润可增厚约 22%。

下载日志已记录，仅供内部参考

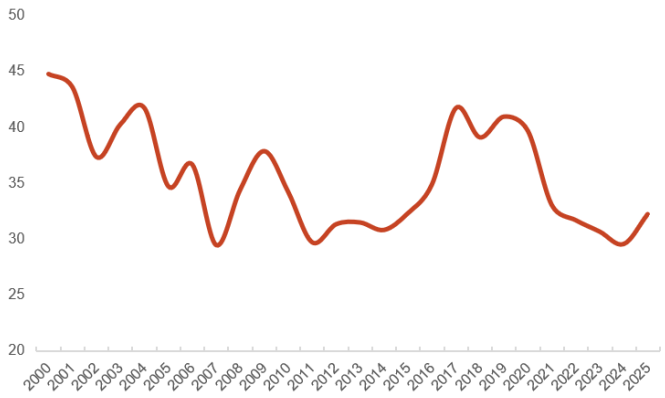
表 10：糖蜜采购价格变动对公司利润影响

糖蜜价格变动假设	-30%	-20%	-15%	-10%	-5%
酵母及深加工成本变动（亿元）	-12.15	-8.10	-6.08	-4.05	-2.03
增厚酵母及深加工毛利率/pct	10.17	6.78	5.08	3.39	1.69
增厚毛利率/pct	7.26	4.84	3.63	2.42	1.21
增厚归母净利润（亿元）	10.33	6.89	5.16	3.44	1.72
增厚归母净利率/pct	6.17	4.12	3.09	2.06	1.03
归母净利润弹性	66.87%	44.58%	33.44%	22.29%	11.15%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

复盘历史来看，糖蜜价格波动是影响毛利率的重要因素。酵母及深加工产品毛利率的趋势基本都与糖蜜价格对应，2018–2020 年糖蜜价格平稳，毛利率稳定在 40%上下，2021–2023 年糖蜜采购价上涨，公司酵母及深加工产品毛利率下行、到 24 年达到 29.5%低位水平，之后伴随糖蜜价格下降，2025 年公司酵母及深加工产品毛利率同比回升约 2.7pct 达到 32.2%。从定量角度，2021–2022 年糖蜜价格上行阶段，按照糖蜜价格上涨约 20%-30%推算，对毛利率影响约 5-7 个百分点，实际酵母及深加工产品毛利率在 2021-22 年两年累计下降约 8.0pct（其中叠加海运费与能源费用等），与上述估算结果基本一致。

图 47：安琪酵母的酵母及深加工产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

估计 2027 年成本红利有望延续，但斜率放缓。我们判断糖蜜价格有望维持低位，主因：一是公司部分原材料采购已经在 26 年年中完成锁价，且当前广西云南也有价格处于低位的糖蜜，未来一年采购端成本改善可能性较高。二是供给宽松的结构性基础（糖料播种面积增加、酒精需求萎缩、水解糖分流）决定糖蜜价格不易快速反转，价格低位具备支撑。若糖蜜价格继续下降，叠加制造费用摊薄，公司有望继续释放盈利弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

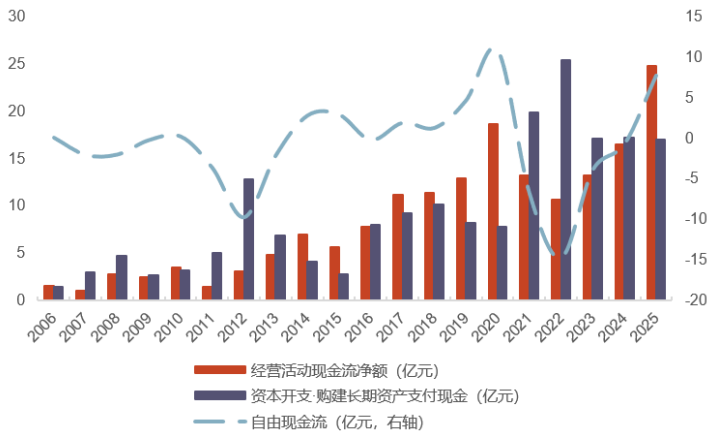
4、 资本效率：扩张高峰后资本回报有望改善

4.1 资本投入高峰期后现金流迎来拐点

复盘安琪酵母 2006-2025 年的资本开支，存在两轮清晰的周期。第一轮（2006–2012 年）以国内产能建设为主，2012 年资本开支（12.81 亿元）占当年收入（27.14 亿元）近一半。2013 年开始着重建设海外产能，2020 年以来布局酵母蛋白等衍生品、水解糖产线等，2022 年资本开支 25.36 亿元达到峰值水平，之后有所回落，2023-25 年三年基本维持在 17 亿元左右。2025 年资本开支与折旧摊销的比例降至 1.86 倍（2022 年峰值 4.29 倍，2023-24 年为 2.32/2.07 倍），扩张高峰期阶段性收尾。**“十五五”期间公司资本开支主要用于通过自建以及并购方式，进行海外产能布局、酵母蛋白以及衍生品产能扩建等**，考虑国内基础酵母产品已相对平稳，后续战略重心估计主要在海外市场、酵母蛋白等新增长曲线，预估“十五五”期间每年资本开支总额或与 2023-25 年的水平相当。

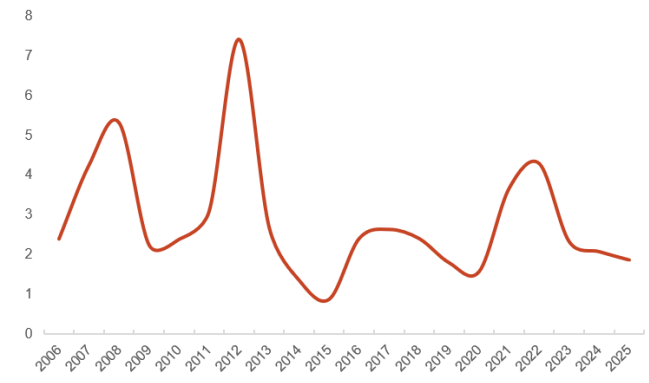
公司 2025 年自由现金流转正。公司在建工程余额在 2022 年见顶后呈回落趋势，与自由现金流（指经营活动现金流净额与资本开支间的差额）的变化互相印证，说明建设周期正在收尾，并非付款节奏扰动。过去二十年来累计资本开支超过累计经营现金流，2023 年以来投入强度回落，**2025 年自由现金流转正。**

图 48：安琪酵母资本开支、经营现金流与自由现金流



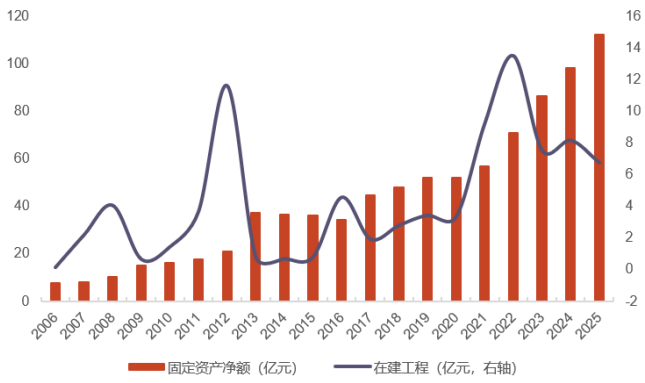
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 49：安琪酵母资本开支与折旧摊销比例（倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 50：安琪酵母固定资产净额与在建工程

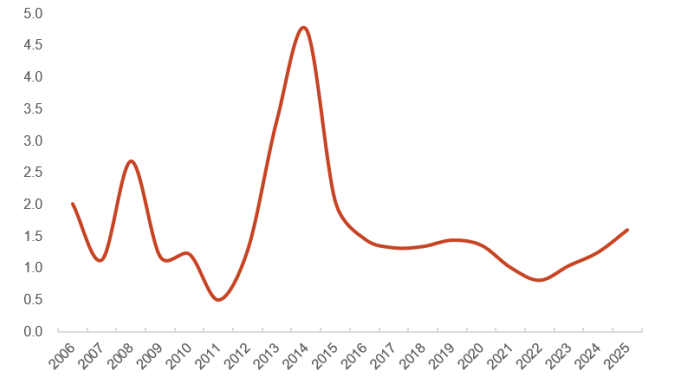


资料来源：Wind，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

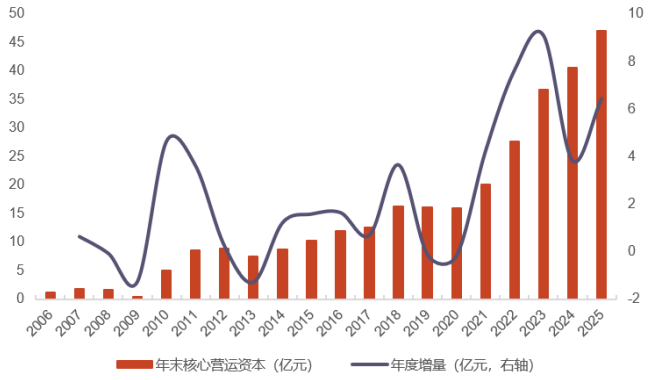
现金流与营运资本验证公司现金流拐点。2021-24 年公司自由现金流连续四年为负，2025 年自由现金流转正，经营现金流净额创上市以来新高，利润的现金含量同步修复至十余年来最高水平。从营运资金的变动看，增量攀升最快的一段集中在 2021–2023 年（收入放量叠加原料备库），2024–2025 年的增量已回落至与收入增速基本匹配的水平。

图 51：安琪酵母经营现金流净额/归母净利润比值



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：安琪酵母核心营运资本与年度增量

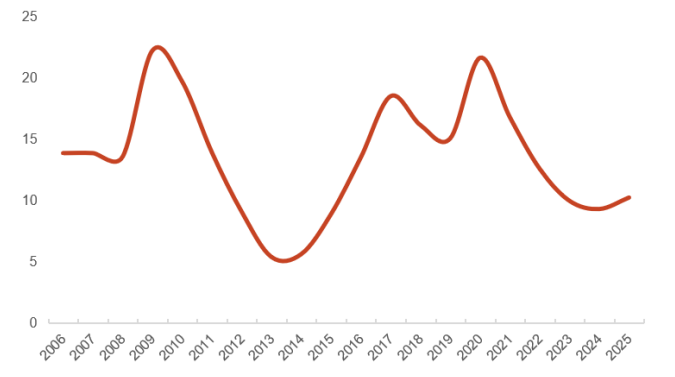


资料来源：Wind，光大证券研究所，注：核心营运资本=应收票据及应收账款+存货+预付款项-应付票据及应付账款-预收款项/合同负债

4.2 ROIC：本轮修复由利润率驱动

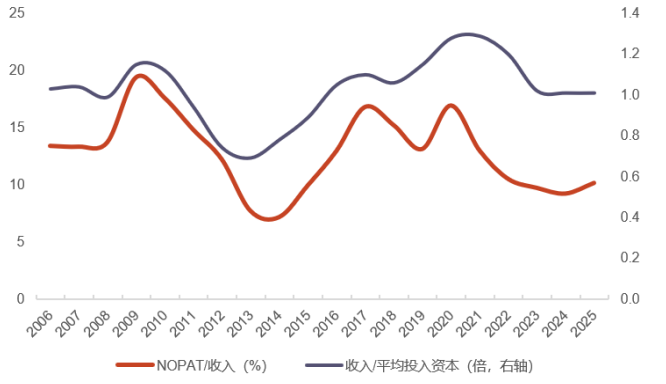
公司二十年 ROIC 呈现两轮完整周期，本轮修复由利润率先行。复盘历史数据，公司 ROIC 的探底结构基本呈现：扩产转固后周转率（指“收入/平均投入资本”）下降，ROIC 随之探底，而后周转率与利润率接力修复，ROIC 逐步回到高点。2013 年周转率与利润率达到底部后，周转率于 2014 年率先回升，利润率自 2015 年起修复，ROIC 经过四年时间从谷底回到 2017 年的 18.5%。本轮 ROIC 的探底也是扩产后周转率自 2021 年起持续下行，ROIC 于 2024 年探底，2025 年的回升来自于利润率端的修复，周转率基本同比持平，修复顺序与上一轮有所不同，本轮利润率先行、周转率的修复尚待启动，ROIC 谷底水平高于上轮（2024 年为 9.31%、2013 年 5.38%），估计系海外市场毛利率水平较高、对冲了周转率的拖累。随着印尼、俄罗斯、酵母蛋白等项目陆续投产贡献收入，**后续需重点观察周转率能否回升、与利润率共同推动 ROIC。**

图 53：安琪酵母 2006-2025 年 ROIC 呈现两轮周期



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

图 54：安琪酵母 ROIC 拆解：利润率与周转率



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：NOPAT=（利润总额+财务费用）×（1-实际税率），投入资本=归母权益+有息负债-货币资金

下载日志已记录，仅供内部参考

5、 盈利预测、估值与评级

5.1 盈利预测

收入端：1）酵母及深加工产品：25 年营收 119.49 亿元，同比增长 10%，占公司总营收比重为 71.43%。其中 25 年销量 46.79 万吨、均价 2.55 万元/吨，分别同比+15.8%/-4.96%。考虑伴随产能补充，海外市场继续贡献增量、YE 渗透率仍在提升、酵母蛋白等有望接力放量、以及其他衍生品增长，预估销量仍保持稳步提升，均价表现相对平稳、酵母蛋白等销量占比提升有望提升均价，我们预测 2026-28 年酵母及深加工产品销量同比+13%/+12%/+12%，均价同比+0%/+1%/+1%，对应收入分别为 135.02/152.74/172.78 亿元，同比+13.0%/+13.1%/+13.1%。

2）制糖业：25 年营收 13.39 亿元，同比增长 5.8%，占公司收入比重约 8%，25 年 7 月公司公告以 5.05 亿元并购呼伦贝尔晟通糖业 55%的股权，考虑并表对 26 年完整年度的收入增量贡献，预计 26 年收入增幅较高（26H1 制糖产品收入同比增长 61.5%），后续相对平稳，我们预测 2026-28 年收入分别为 17.40/17.57/17.75 亿元，同比增加 30%/1%/1%。

3）包装类：25 年营收 3.60 亿元，同比减少 12.2%，占公司收入比重 2.15%，预测 2026-28 年收入分别为 3.60/3.60/3.60 亿元，同比持平。

4）食品原料：25 年营收 22.18 亿元，同比增长 54.36%，占公司收入比重约 13.26%，当前保持良好增势，同时公司也在积极推动产能建设，预测 2026-28 年收入 26.61/31.94/38.33 亿元，同比增长 20%/20%/20%。

5）其他行业：25 年营收合计 8.64 亿元，预测 2026-28 年收入保持在 8.64 亿元。

综上，预测公司 2026-28 年总营收 191.27/214.49/241.09 亿元，同比+14.34%/+12.14%/+12.40%。

表 11：公司分产品收入预测

产品	2024	2025	2026E	2027E	2028E
酵母及深加工收入/百万元	10854	11949	13502	15274	17278
同比	14.2%	10.1%	13.0%	13.1%	13.1%
销量/万吨	40.39	46.79	52.87	59.21	66.32
同比	15.9%	15.8%	13%	12%	12%
均价（万元/吨）	2.69	2.55	2.55	2.58	2.61
同比	-1.47%	-4.96%	0%	1%	1%
制糖业/百万元	1265.12	1338.51	1740.07	1757.47	1775.04
同比	-26.0%	5.8%	30%	1%	1%
包装类/百万元	409.35	359.57	359.57	359.57	359.57
同比	-2.8%	-12.2%	0%	0%	0%
食品原料行业/百万元	1437	2218	2661	3194	3832
同比	-	54.4%	20%	20%	20%
其他行业/百万元	1231	864	864	864	864
同比	-36.7%	-29.8%	0%	0%	0%
总营收合计/百万元	15197	16729	19127	21449	24109
同比	11.9%	10.1%	14.34%	12.14%	12.40%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利率：1）酵母及深加工产品：25 年分部毛利率 32.21%，营业成本 81 亿元，对应单位成本 1.73 万元/吨。按成本结构，以糖蜜为主的原材料占成本约 66%，考虑到 26 年糖蜜采购价格低于上年、27 年或仍有下行空间，预计 26-27 年单吨原材料成本将有所下降。25 年单位人工费用降至较低水平，后续新产能建设或导致小幅抬升；25 年单位燃料动力位于低点、26 年或有所上涨，后续年份或与 26 年基本持平；制造费用考虑后续投产转固，整体或有抬升。综上，我们预测 2026-28 年酵母及深加工产品分部毛利率为 33.39%/33.77%/33.75%。

2）制糖业 25 年毛利率为-4.86%，预计 2026-28 年毛利率 0%。**包装类** 25 年毛利率 2.6%，预计 2026-28 年维持 2.5%的毛利率。**食品原料** 25 年毛利率 10.8%，预计 2026-28 年毛利率维持 10.8%，**其他行业** 25 年毛利率 11.72%，预计 2026-28 年毛利率维持 11.7%。

综上，预计公司 2026-28 年综合毛利率分别为 25.65%/26.17%/26.36%。

费用率：公司以 B 端业务为主，销售与管理费用率相对稳定。25 年销售费用率 5.62%，预计 2026-28 年销售费用率保持在 5.62%。25 年管理费用率 3.28%，预计 2026-28 年管理费用率保持在 3.28%。25 年研发费用率 4.05%，研发费用率继续保持较高水平，预计 2026-28 年研发费用率 4.05%/4.15%/4.15%。

表 12：公司毛利率及费用率预测

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
综合毛利率	23.52%	24.71%	25.65%	26.17%	26.36%
酵母及深加工毛利率	29.54%	32.21%	33.39%	33.77%	33.75%
制糖业毛利率	-0.15%	-4.86%	0.0%	0.0%	0.0%
包装类毛利率	-0.17%	2.60%	2.50%	2.50%	2.50%
食品原料毛利率	12.95%	10.80%	10.8%	10.8%	10.8%
其他行业毛利率	14.95%	11.72%	11.7%	11.7%	11.7%
销售费用率	5.45%	5.62%	5.62%	5.62%	5.62%
管理费用率	3.24%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%
研发费用率	4.16%	4.05%	4.05%	4.15%	4.15%
销售净利率	8.9%	9.5%	9.7%	10.6%	10.9%
归母净利润/百万元	1325	1544	1813	2232	2589
同比	4.3%	16.6%	17.4%	23.1%	16.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

综上，我们预测公司 2026-28 年营业收入为 191.27/214.49/241.09 亿元，同比+14.34%/+12.14%/+12.40%，归母净利润 18.13/22.32/25.89 亿元，同比+17.39%/+23.13%/+15.96%，对应 2026-28 年 EPS 为 2.09/2.57/2.98 元。

5.2 相对估值

考虑到：1）公司酵母及相关产品主要用于烘焙及发酵面食、食品调味等领域，我们选取主营烘焙食品的桃李面包，食品调味公司海天味业、中炬高新作为可比公司。2）公司 YE、酵母蛋白产品当前渗透率处于提升阶段，特别酵母蛋白成长性可观，我们选取布局膳食纤维品类、成长性较强的功能食品配料龙头百龙创园作为可比公司。根据 Wind 一致盈利预期，截至 2026 年 10 月 19 日，可比公司 2026-28 年 P/E 均值为 21/19/17 倍。根据我们预测，安琪酵母 2026-28 年 P/E 为 18/14/12 倍，考虑到酵母蛋白等有望打开收入增长新空间、成本红利与规模效应或释放业绩弹性，且公司在酵母行业市占率优势突出，我们认为安琪酵母较可比公司可享受估值溢价。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：可比公司盈利预测与估值对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
海天味业	603288.SH	1999.22	34.21	1.20	1.32	1.46	1.60	28	26	23	21
桃李面包	603866.SH	64.95	4.06	0.18	0.17	0.19	0.21	23	23	21	19
中炬高新	600872.SH	141.55	18.36	0.69	0.91	1.04	1.18	27	20	18	16
百龙创园	605016.SH	78.96	18.80	0.88	1.14	1.49	1.91	21	16	13	10
平均值								25	21	19	17
安琪酵母	600298.SH	320.22	36.90	1.78	2.09	2.57	2.98	21	18	14	12

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：可比公司 2026-28 年 EPS 为 Wind 一致盈利预测，安琪酵母 2026-28 年 EPS 为光大证券研究所预测，时间截至 2026-10-19

5.3 绝对估值

我们采用 FCFF 绝对估值法：

1、长期增长率：考虑酵母偏刚需属性，YE、酵母蛋白渗透率提升，公司有望维持稳健增长，假设长期增长率为 1%。

2、β值选取：采用申万食品饮料指数历史平均β（1.09）作为公司的无负债β，计算得公司β(levered)为 1.33；

3、无风险收益率：采用十年期国债收益率（1.7%）作为无风险收益率；

4、税率：预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15%。

表 14：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.0%
无风险利率 Rf	1.70%
β(βlevered)	1.33
Rm-Rf	6.00%
Ke(levered)	9.71%
税率	15.00%
Kd	3.96%
Ve（百万元）	33608.36
Vd（百万元）	8883.49
目标资本结构	20.91%
WACC	8.51%

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	5155.22	8.47%
第二阶段	19703.54	32.36%
第三阶段（终值）	36032.08	59.17%
企业价值 AEV	60890.84	100.00%
加：非经营性净资产价值	1045.93	1.72%
减：少数股东权益（市值）	1747.54	-2.87%

下载日志已记录，仅供内部参考

减：债务价值	8883.49	-14.59%
总股本价值	51305.75	84.26%
股本（百万股）	867.82	-
每股价值（元）	**59.12**	-
PE（隐含，2026 年）	28.30	-
PE（动态，2026 年）	17.66	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 16：敏感性分析表

WACC/g	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
7.51%	65.72	69.25	73.33	78.08	83.69
8.01%	59.40	62.33	65.69	69.55	74.06
8.51%	53.88	56.34	**59.12**	62.30	65.97
9.01%	49.02	51.09	53.43	56.07	59.09
9.51%	44.71	46.48	48.45	50.66	53.18

资料来源：光大证券研究所预测，注：单位/元

根据我们的假设及预测，采用 FCFF 绝对估值法得到公司的合理价值为 513.06 亿元，每股价值为 59.12 元，较目前股价仍有一定空间。

5.4 投资建议

安琪酵母为全球酵母行业龙头，公司市占率具备领先优势，国内基本盘稳固，海外市场继续扩张，酵母蛋白有望打开收入增长新空间。规模效应与成本红利下盈利或步入上行期、利润弹性有望释放，现金流与资本回报效率呈改善趋势。我们预测公司 2026-28 年营业收入为 191.27/214.49/241.09 亿元，归母净利润为 18.13/22.32/25.89 亿元，当前股价对应 P/E 为 18/14/12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

6、 风险分析

1）产能利用率不达预期风险：公司固定资产占比较高、扩产所需的资本开支较高，若产能利用率不达预期，折旧摊销可能影响公司利润率。

2）海外业务波动风险：公司海外市场收入占比较高、也在积极扩产布局，若海外地缘形势变动，可能影响海外业务经营，从而影响公司销售。

3）原材料价格波动风险：公司营业成本中以糖蜜为主的原材料占比较高，糖蜜价格对公司毛利率影响明显，若后续糖蜜价格上涨，可能影响公司利润。

4）美元汇率波动风险：美元与人民币汇率波动可能造成汇兑损失、财务费用增加，从而影响公司盈利水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**15,197**	**16,729**	**19,127**	**21,449**	**24,109**
营业成本	11,622	12,596	14,221	15,836	17,754
折旧和摊销	828	914	1,127	1,216	1,303
税金及附加	117	133	152	172	193
销售费用	828	941	1,075	1,208	1,357
管理费用	492	549	627	703	791
研发费用	632	677	775	890	1,001
财务费用	63	135	291	102	81
投资收益	-4	-5	-3	-3	-3
营业利润	**1,565**	**1,874**	**2,190**	**2,713**	**3,133**
利润总额	**1,589**	**1,871**	**2,188**	**2,686**	**3,106**
所得税	236	282	330	408	472
净利润	**1,353**	**1,589**	**1,858**	**2,277**	**2,634**
少数股东损益	28	44	45	45	45
归属母公司净利润	**1,325**	**1,544**	**1,813**	**2,232**	**2,589**
EPS(元)	**1.52**	**1.78**	**2.09**	**2.57**	**2.98**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**1,650**	**2,478**	**2,427**	**2,926**	**3,232**
净利润	1,325	1,544	1,813	2,232	2,589
折旧摊销	828	914	1,127	1,216	1,303
净营运资金增加	795	731	1,210	1,019	1,185
其他	-1,298	-711	-1,723	-1,541	-1,845
投资活动产生现金流	**-1,765**	**-2,002**	**-1,721**	**-1,714**	**-1,714**
净资本支出	-1,680	-1,529	-1,710	-1,710	-1,710
长期投资变化	33	43	0	0	0
其他资产变化	-119	-516	-11	-4	-4
融资活动现金流	**211**	**770**	**-648**	**-864**	**-646**
股本变化	0	-1	0	0	0
债务净变化	1,015	1,707	-239	-553	-281
无息负债变化	704	460	784	762	888
净现金流	**151**	**1,264**	**57**	**348**	**872**

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	**21,733**	**25,458**	**27,384**	**29,313**	**31,870**
货币资金	1,378	2,812	2,869	3,217	4,089
交易性金融资产	0	20	20	20	20
应收账款	1,831	1,844	2,215	2,484	2,792
应收票据	109	108	115	129	145
其他应收款（合计）	179	44	191	214	241
存货	4,282	5,105	5,668	6,294	7,041
其他流动资产	842	910	1,018	1,122	1,242
流动资产合计	**9,514**	**11,650**	**12,990**	**14,423**	**16,570**
其他权益工具	0	4	4	4	4
长期股权投资	33	43	43	43	43
固定资产	9,816	11,223	11,534	11,716	11,796
在建工程	817	676	610	584	574
无形资产	672	788	783	777	771
商誉	36	202	202	202	202
其他非流动资产	153	127	127	127	127
非流动资产合计	**12,219**	**13,808**	**14,393**	**14,890**	**15,300**
总负债	**10,394**	**12,561**	**13,105**	**13,314**	**13,921**
短期借款	3,598	4,573	834	281	0
应付账款	2,081	2,203	2,560	2,850	3,196
应付票据	264	176	142	158	178
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	18	42	80	117	160
流动负债合计	**7,780**	**9,659**	**6,353**	**6,213**	**6,421**
长期借款	2,060	1,072	1,072	1,072	1,072
应付债券	0	997	4,497	4,497	4,497
其他非流动负债	447	742	1,101	1,450	1,849
非流动负债合计	**2,614**	**2,901**	**6,753**	**7,101**	**7,500**
股东权益	**11,339**	**12,898**	**14,279**	**15,998**	**17,949**
股本	869	868	868	868	868
公积金	2,761	2,823	2,823	2,823	2,823
未分配利润	7,899	8,957	10,293	11,968	13,873
归属母公司权益	10,829	12,023	13,359	15,034	16,939
少数股东权益	511	875	920	965	1,010

主要指标

盈利能力（%）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	23.5%	24.7%	25.7%	26.2%	26.4%
EBITDA 率	17.0%	18.3%	19.2%	19.1%	19.0%
EBIT 率	11.5%	12.9%	13.3%	13.4%	13.6%
税前净利润率	10.5%	11.2%	11.4%	12.5%	12.9%
归母净利润率	8.7%	9.2%	9.5%	10.4%	10.7%
ROA	6.2%	6.2%	6.8%	7.8%	8.3%
ROE（摊薄）	12.2%	12.8%	13.6%	14.8%	15.3%
经营性 ROIC	8.0%	8.9%	9.8%	10.5%	11.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	48%	49%	48%	45%	44%
流动比率	1.22	1.21	2.04	2.32	2.58
速动比率	0.67	0.68	1.15	1.31	1.48
归母权益/有息债务	1.68	1.48	1.69	2.04	2.40
有形资产/有息债务	3.25	2.99	3.33	3.84	4.35

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	5.45%	5.62%	5.62%	5.63%	5.63%
管理费用率	3.24%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%
财务费用率	0.42%	0.81%	1.52%	0.48%	0.34%
研发费用率	4.16%	4.05%	4.05%	4.15%	4.15%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.55	0.55	0.64	0.79	0.91
每股经营现金流	1.90	2.85	2.80	3.37	3.72
每股净资产	12.47	13.85	15.39	17.32	19.52
每股销售收入	17.49	19.27	22.04	24.72	27.78

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	24	21	18	14	12
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.6	13.5	11.3	10.1	8.8
股息率	1.5%	1.5%	1.7%	2.1%	2.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼