



## **安琪酵母 (600298)**

**2022-5**

## 目录

一、企业分析 .....	6
(一) 企业信息 .....	6
(二) 行业规模和发展阶段 .....	7
1. 行业规模 .....	7
2. 行业发展阶段 .....	9
(三) 行业竞争格局 .....	9
(四) 企业经营情况分析 .....	11
(五) 企业文化及管理团队 .....	11
1、企业文化 .....	11
2、管理团队 .....	12
(六) 企业护城河 .....	13
1、高转换成本 .....	13
2、品牌优势 .....	15
3、效率优势 .....	17
4、独特资源 .....	17
5、文化优势 .....	18

(七) 公司股权结构 .....	19
二、资产负债表分析 .....	19
(一) 公司资产实力与成长性分析 .....	19
(二) 公司偿债能力分析 .....	20
1. 资产负债率 .....	20
2. 准货币资金和有息负债 .....	20
(三) 公司竞争力和行业地位分析 .....	21
(四) 公司产品竞争力分析 .....	21
(五) 公司维持竞争力成本高低分析 .....	22
(六) 公司主业专注度分析 .....	22
(七) 公司未来业绩爆雷风险分析 .....	23
(八) 资产负债表分析总结 .....	23
三、利润表分析 .....	23
(一) 公司收入实力和成长性分析 .....	23
(二) 公司的产品竞争力及风险分析 .....	23
(三) 公司的成本管控能力分析 .....	24
(四) 公司产品的销售难易程度分析 .....	24

(五) 公司主业的盈利能力及利润质量分析 .....	24
(六) 公司的经营成果及含金量分析 .....	25
(七) 公司的整体盈利能力和持续性分析 .....	25
(八) 利润表分析总结 .....	25
四、现金流量表分析 .....	26
(一) 经营活动现金流分析（造血能力） .....	26
(二) 投资活动现金流分析（成长能力） .....	26
(三) 筹资活动现金流分析（分红能力） .....	26
(四) 企业发展类型分析 .....	错误!未定义书签。
(五) 现金流量表分析总结 .....	26
五、企业估值 .....	27
(一) 合理市盈率 .....	27
(二) 净利润增速 .....	27
六、总结 .....	28
(一) 公司优势 .....	28
1、国内龙头，全球领先 .....	28
2、强者恒强 .....	28

3、护城河强大 .....	29
(二) 风险 .....	29
1、市场竞争风险 .....	29
2、汇率波动的风险 .....	29
3、安全、环保风险 .....	29
4、原材料价格波动风险 .....	29

## 一、企业分析

### （一）企业信息

安琪酵母股份有限公司创立于 1986 年，总部位于湖北宜昌，前身为原国家计委批准建立的宜昌食用酵母基地，2000 年在上海证交所上市。

经过多年发展，公司业务规模不断扩大，酵母及深加工产品已广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、酿造、人类营养健康、动物、植物、微生物营养等领域。公司酵母类产品总产能超过 27 万吨，居亚洲第一、全球第三。

“安琪”品牌已成为具有较高知名度、广泛影响力的国际品牌，是中国马德里商标国际注册十强企业，拥有“安琪”、“福邦”两件中国驰名商标；“安琪”入围中国最有价值品牌百强，“安琪纽特”连续五届入选“中国保健品十大公信力品牌”。公司荣获“中国轻工业百强企业”、“中国发酵行业十强企业”“中国主板上市公司价值 100 强”、“中国上市公司市值 500 强”、“最具成长性大消费产业上市公司”等荣誉。

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。

## 三、报告期内公司从事的业务情况

### （一）公司从事的主要产品和业务

公司主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品的开发、生产和经营，依托酵母技术与产品优势，建立了上下游密切关联的产业链，打造了以酵母为核心的多个业务领域，产品丰富、结构完善。公司在宜昌、广西柳州和崇左、云南德宏和普洱（在建）、新疆伊犁、内蒙古赤峰、河南睢县、山东滨州和济宁、以及埃及贝尼斯韦夫省、俄罗斯利佩茨克州等地建有 12 个工厂，酵母发酵总产能已达到 31.6 万吨。

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；公司投资领域还涉及生物肥料、酶制剂、制糖、塑料软包装、乳业等。

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上 年增减 (%)	营业成本比上 年增 减 (%)	毛利率比上 年增 减 (%)
酵母及深加工产品	7,984,178,504.55	5,347,767,303.56	33.02	15.10	27.77	减少 6.64 个 百分点
制糖产品	1,050,851,157.08	1,082,276,344.88	-2.99	68.39	64.49	增加 2.45 个 百分点
包装类产品	419,487,732.13	357,927,531.52	14.68	25.58	36.34	减少 6.74 个 百分点
奶制品	62,602,047.14	45,629,109.30	27.11	34.98	23.78	增加 6.6 个百分 点
其他产品	1,089,424,290.43	870,162,046.13	20.13	15.59	21.56	减少 3.92 个 百分点

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

由年报可知，安琪酵母的主要产品集中在酵母及深加工产业，公司业务在国内、国外都有涉及，其中国内业务占比 72%左右，国外业务占比 28%左右。

## （二）行业规模和发展阶段

### 1. 行业规模

酵母是天然的发酵剂，可以用来发酵多种富微量元素酵母或氨基酸酵母，可用作食用、药用或者饲料用，营养价值丰富，在有氧和无氧条件下都能存活，是天然的发酵剂。酵母是一种单细胞微生物，酵母菌体含有蛋白质、脂肪、糖分和 B 族维生素等，具有丰富的营养价值。从产业链来看，酵母上游主要是原材料糖蜜，酵母菌种在糖蜜等培养基中经过扩大培养和繁殖、分离，脱水，均质后经压榨而制成酵母；中游包括酵母、酵母抽提物及酵母衍生品等中间产物；下游应用包括烘焙、发酵面食、调味品、动物饲料、酿酒、保健品等领域。

目前酵母已被广泛应用于食品、制药、饲料等方面，市场规模和研究领域在不断扩大，亚洲和非洲是酵母需求增长最快的地区。酵母属于典型的用途广、用量少但效用明显的添加剂类产品，伴随着用途不断多元化，酵母产业规模也在不断扩张。

据中金企信国际咨询公布的《2020-2026 年中国酵母市场运行动态监测及发展前景投资预测报告》统计数据显示：从全球来看，酵母市场规模 2018 年达到 254 亿元，近 5 年年化增长 6.2%，规模稳中有升。分地区来看，全球合计 65%的酵母产能集中在欧洲和美洲地区，而人口数量较多的亚洲、非洲等地产能分布相对少。近年来随着全球酵母巨头乐斯福和英联马利产能增长速度放缓，亚非地区居民生活水平提升和生活方式不断多元化，亚洲和非洲也成为全球酵母产能增长的主要地区，近几年增速达 8%以上，其中中国成为全球酵母产能增长最为迅速的区域。



资料来源：公开资料整理

另外随着亚太地区、拉丁美洲以及中东和非洲消费水平的稳步上升，预计烘焙行业、酒精饮料和红酒，饲料领域需求的快速上升将驱动酵母行业市场规模在 2021 年达到 48.6 亿美元（约 335 亿人民币）。



## 2. 行业发展阶段

从整个酵母工业的历史来看，酵母工业的发展大致可分成三个阶段。第一阶段：18 世纪末~19 世纪，利用啤酒和酒精副产物阶段。第二阶段：19 世纪末至本世纪 20 年代，酵母生产工艺正式形成阶段。第三阶段：上世纪 20 年代至今，活性干酵母发展阶段。

从产能分布上看，目前全球酵母总产能约为 170 万吨，乐斯福、英联马利、安琪分列行业前三位；酵母行业产能主要集中在欧美，超过总产能一半；近年来中国成为全球酵母产能增长最为迅猛的区域，带动了亚太乃至全球酵母产能的快速增长。

从消费市场上看，酵母消费市场增长不平衡，欧美及大洋洲活性酵母应用成熟，市场增长潜力有限，酵母衍生品需求潜力较大；非洲、亚太等区域人口增长快，活性酵母市场需求增长迅速。

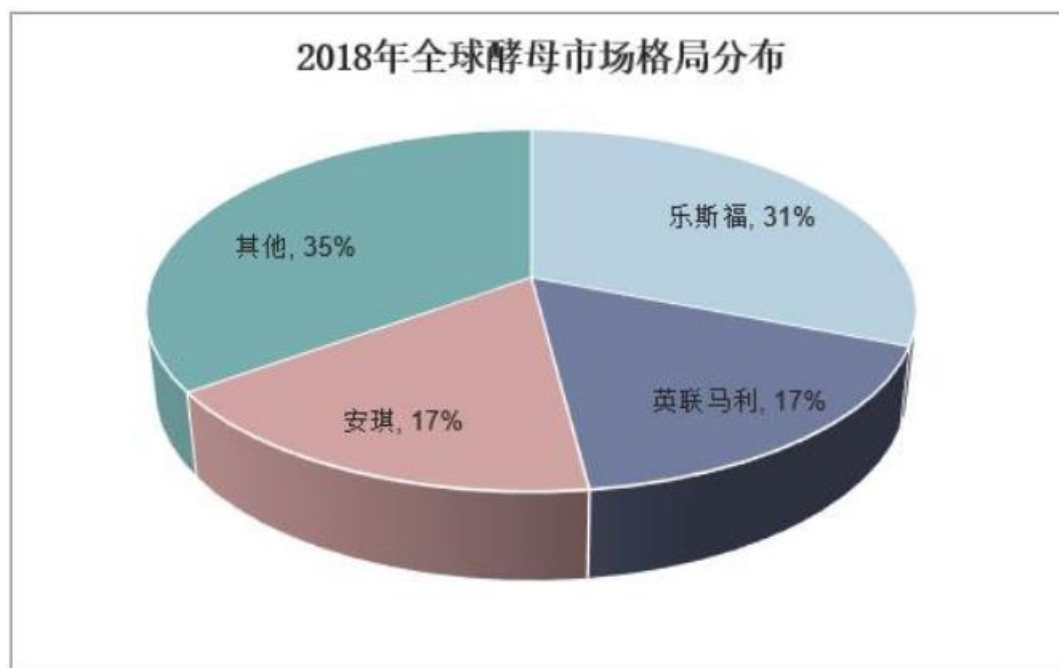
从应用领域上看，酵母应用的传统和主导领域为面食发酵、烘焙、酿造与生物能源，行业发展相对成熟；酵母在饲料养殖、生物发酵等新兴领域市场容量巨大，应用前景广阔；酵母衍生品在风味、营养、健康等领域应用的广度和深度正在进一步拓展。

从地域分布上看，中国已成为全球酵母行业竞争的主战场，行业龙头凭借规模、品牌、技术、渠道等优势进一步巩固市场地位；中国酵母抽提物产能平稳增长，行业集中度提升；酵母传统应用领域平稳增长；酵母衍生品领域潜力较大，下游应用领域不断增加；中国酵母行业整合持续进行。

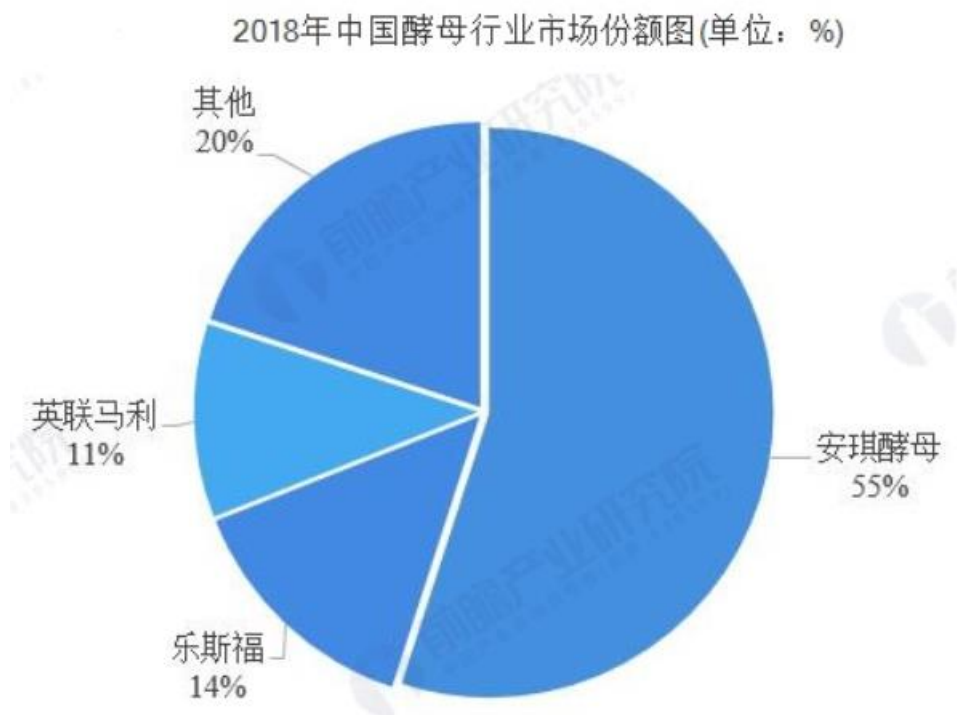
就行业整体而言，综合酵母行业规模及行业增速情况来看，目前酵母行业已经处于成熟期。

### **(三) 行业竞争格局**

从全球来看，酵母行业 CR3 达到 65%，其中乐斯福为全球第一大酵母企业，市占率达到 31%，英联马利和安琪各占 17% 的市场，位列二、三位。



而在国内市场，安琪酵母市占率达到 55%，是绝对的国内第一大酵母企业。



资料来源：前瞻产业研究院整理

@前瞻经济学人APP

安琪酵母在国内酵母市场占据产能优势。21 年最新数据显示，公司在宜昌、广西柳州和崇左、云南德宏和普洱（在建）、新疆伊犁、内蒙古赤峰、河南睢县、山东滨州和济宁、以及埃及贝尼斯韦夫省、俄罗斯利佩茨克州等地建有

12 个工厂，酵母发酵总产能已达到 31.6 万吨。目前公司在国内的酵母产能处于市场绝对领先地位。在国内市场占比近 60%，在全球占比超过 15%，产销规模已全球第二。

#### （四）企业经营情况分析

##### 五、报告期内主要经营情况

报告期内，公司实现营业收入 106.75 亿元，同比增长 19.5%；归属于母公司所有者的净利润 13.09 亿元，同比减少 4.59%。国内市场实现主营业务收入 77.85 亿元，同比增长 22.31%；国际市场实现主营业务收入折算人民币 28.22 亿元，同比增长 12.01%。

报告期末，公司总资产 134.46 亿元，同比增加 24.41%，归属于上市公司股东的净资产 68.54 亿元，同比增加 16.37%。

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

公司在 2021 年收入和利润增长都不错，国内、国际市场表现都很好，经营能力在持续提升。

#### （五）企业文化及管理团队

##### 1、企业文化

### 企业文化

› 战略目标：做国际化、专业化生物技术大公司

› 企业精神：追求卓越，勇于创新，永不满足

› 企业使命：发展生物科技，创新健康生活

› 指导方针：对标卓越找差距，守正创新促发展

图片来源：安琪酵母官网

根据安琪酵母公司官网披露的企业文化，安琪酵母重视健康、守正创新、追求卓越、永不满足，体现了公司拼搏进取、积极向上的精神。公司企业文化符合真善美的原则。

## 2、管理团队

### 四、董事、监事和高级管理人员的情况

#### (一) 现任及报告期内离任董事、监事和高级管理人员持股变动及报酬情况

√适用 □不适用

单位：股

姓名	职务(注)	性别	年龄	任期起始日期	任期终止日期	年初持股数	年末持股数	年度内股份增减变动量	增减变动原因	报告期内从公司获得的税前报酬总额(万元)	是否在公司关联方获取报酬
熊涛	董事长	男	54	2019.08.08	2022.04.23	0	0	0	无	0.00	是
肖明华	董事、总经理	男	55	2019.04.23	2022.04.23	21,000	21,000	0	无	80.70	否
梅海金	董事、副总经理、总会计师	男	58	2019.04.23	2022.04.23	0	30,000	30,000	股权激励股票授予	166.10	否
王悉山	董事、副总经理	男	56	2019.04.23	2022.04.23	0	30,000	30,000	股权激励股票授予	182.66	否
姚鹃	董事	女	56	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	38.70	否
姜颖	独立董事	女	50	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	6.00	否
蒋骁	独立董事	男	44	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	6.00	否
刘颖斐	独立董事	女	44	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	6.00	否
孙燕萍	独立董事	女	41	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	6.00	否
蒋春黔	独立董事	男	52	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	6.00	否
刘信光	独立董事	男	61	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	6.00	否
李林	监事会主席	男	50	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	0.00	是
李啸	监事	男	53	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	113.70	否
宋宏全	监事	男	48	2019.04.23	2022.04.23	0	0	0	无	48.30	否
郑念	副总经理	男	53	2020.12.24	2022.04.23	0	0	0	无	71.02	否
覃先武	副总经理	男	53	2019.04.23	2022.04.23	0	30,000	30,000	股权激励股票授予	155.20	否
石如金	副总经理	男	59	2019.04.23	2022.04.23	0	30,000	30,000	股权激励股票授予	156.40	否
周帮俊	副总经理、董	男	59	2019.04.23	2022.04.23	0	30,000	30,000	股权激励股票	143.10	否

	事会秘书								授予		
吴朝晖	副总经理	男	54	2019.04.23	2022.04.23	0	30,000	30,000	股权激励股票授予	192.00	否
合计	/	/	/	/	/	21,000	201,000	180,000	/	1,383.88	/

姓名	主要工作经历
熊涛	男，54岁，本科学历，正高级工程师，中共党员。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	男，55岁，在职硕士研究生学历，副高级工程师，中共党员。历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，本公司党委副书记、第八届董事会董事、总经理。
梅海金	男，58岁，在职硕士研究生学历，副高级会计师，中共党员。历任宜昌食用酵母基地财务部部长，湖北安琪生物集团有限公司副总会计师、财务部部长，安琪酵母股份有限公司副总经理、总会计师、财务部部长，湖北宏裕新型包材股份有限公司董事。现任本公司第八届董事会董事、副总经理、总会计师。
王悉山	男，56岁，研究生学历，高级经济师，中共党员。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，本公司酵母营销中心副总经理、总经理、电子商务事业部总经理，现任本公司第八届董事会董事、副总经理。
姚鹃	女，56岁，在职硕士研究生学历，正高级工程师，中共党员。历任宜昌食用酵母基地研究所所长，湖北安琪生物集团有限公司研究所所长，安琪酵母股份有限公司董事、研发中心党支部书记、总经理。现任本公司第八届董事会董事。
姜颖	女，50岁，金融学硕士，保荐代表人，1998年开始从事投资银行业务，曾就职于海通证券、华龙证券、中信证券、中泰证券、鲁证创投，在企业上市和重组领域经验丰富。曾负责并参与安琪酵母、中国银行等公司首次公开发行A股股票项目，以及天津港集团境内外资源整合、厦门港资源整合、钱江水利非公开发行等项目。2015年从事股权投资业务，负责并带领团队完成对多家公司的股权投资。现任中泰创业投资（深圳）有限公司法人代表、董事长及总经理，深圳市沧金投资合伙企业（有限合伙）委派代表，深圳市沧鑫投资合伙企业（有限合伙）委派代表及本公司第八届董事会独立董事。
蒋骁	男，44岁，管理学博士、经济学硕士。上海领军人才、中国资产评估师、上海财经大学兼职教授、上海财大、复旦大学及武汉大学专业硕士生导师，上海东洲资产评估有限公司董事及执委会主席，上海洲澜科技有限公司执行董事，浙江太美医疗科技股份有限公司独立董事，武汉微创光电股份有限公司独立董事，道生天合材料科技(上海)股份有限公司独立董事及本公司第八届董事会独立董事。
刘颖斐	女，44岁，管理学博士，武汉大学经济与管理学院会计系副教授、硕士生导师，武汉大学经济与管理学院会计专业硕士中心主任，中国注册会计师非执业会员，国际注册内部审计师会员，一直从事资本市场财务会计、审计理论与实务研究工作。现任湖北振华化学股份有限公司独立董事，湖北东贝机电集团股份有限公司独立董事，西藏多瑞医药股份有限公司独立董事，天壕新能源股份有限公司独立董事。



	及本公司第八届董事会独立董事。
孙燕萍	女，41岁，硕士研究生、注册会计师。曾就职于湖北证监局、凯迪生态环境科技股份有限公司、湖北高投产控投资股份有限公司。现任湖北省宏泰集团有限公司资本运营部总经理，北京东方园林环境股份有限公司独立董事及本公司第八届董事会独立董事。
蒋春黔	男，52岁，硕士研究生。曾就职于贵州省汽车改装工业有限公司、珠海兴业技术玻璃有限公司、天同证券有限责任公司、中山证券有限责任公司、东海证券有限责任公司、中航证券保荐与承销分公司。曾主持和参与万向德农、涪陵电力、成发科技、永利带业、天华超净等企业的首次公开发行股票工作及多家上市公司再融资、股改、重大资产重组工作。现任广东中量文化旅游投资有限公司法定代表人及执行董事、珠海市新依科蓝氧科技股份有限公司董事长、丽江泸沽湖经营发展股份有限公司董事、江苏林海海洋源特种动力技术装备有限公司董事、珠海中珠集团股份有限公司总经理助理、广东富氧基金管理有限公司风控总监、湖北兴发集团股份有限公司独立董事及本公司第八届董事会独立董事。
刘信光	男，61岁，在职研究生，资本市场资深专家。曾历任公务员、某报业集团记者、新华社系统记者等。2001年开始从事资本市场的投行、投资工作，涉及股票投资和股权投资等领域，并先后为多家上市公司提供改制、上市（IPO）、再融资和并购重组等多项服务。曾任安琪酵母股份有限公司和浙江银轮机械股份有限公司董事与独立董事。现任中国上市公司协会独立董事专家委员会委员，湖北宜化化工股份有限公司独立董事，中兴天恒能源科技（北京）股份公司独立董事，北京环球银证投资有限公司副总裁及本公司第八届董事会独立董事。
李林	男，50岁，本科学历，助理经济师，中共党员。历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；本公司第八届监事会主席。
李啸	男，53岁，在职博士研究生学历，副教授，中共党员。历任三峡大学化学与生命科学学院生物工程系党支部书记、主任、副教授，华中农业大学博士后科研流动站/安琪酵母股份有限公司博士后科研工作站站博士后，安琪酵母股份有限公司监事、生物技术总工程师、技术委员会常务副主任、研发第二党支部书记、产业创新技术中心总经理。现任安琪生物科技有限公司总工程师，本公司第八届监事会监事。
宋宏全	男，48岁，硕士研究生学历，中级经济师，中共党员。历任重庆九龙电力股份有限公司业务主办，安琪酵母股份有限公司企业战略研究总监、办公室副主任、战略投资部部长、湖北宏裕新型包材股份有限公司董事。现任本公司企业管理部部长，本公司第八届监事会职工监事。
覃先武	男，53岁，在职硕士研究生学历，正高级工程师，中共党员。历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。现任本公司副总经理。
石如金	男，59岁，本科学历，中共党员。历任宜昌市树脂厂党委副书记、团委书记，宜昌市塑料二厂党委书记、厂长，湖北西陵酒业总公司党委副书记、董事长、总经理，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，湖北宏裕新型包材股份有限公司董事长，现任本公司副总经理。
周帮俊	男，59岁，在职研究生学历，副高级经济师，中共党员。历任宜昌食用酵母基地经营部副经理、基建技改办公室副主任、工程部部长、发展部部长，北京西城安琪酵母联营公司经理，湖北安琪生物集团有限公司发展部部长，安琪酵母股份有限公司副总经理、董事会秘书、证券部部长。现任本公司副总经理、董事会秘书。
吴朝晖	男，54岁，在职硕士研究生学历，副高级工程师。历任宜昌食用酵母基地销售部副部长、技术服务部部长、副总工程师，湖北安琪生物集团有限公司副总工程师，安琪酵母股份有限公司副总经理、生物营养技术中心总经理。现任本公司副总经理。
郑念	男，53岁，在职硕士研究生学历，正高级工程师，中共党员。历任宜昌食用酵母基地生产部主管科员，安琪酵母股份有限公司技术质量管理部副部长，安琪酵母（伊犁）有限公司法定代表人、执行董事、总经理，可克达拉安琪酵母有限公司法定代表人、执行董事、总经理，安琪酵母股份有限公司总经理助理。现任湖北安琪生物集团有限公司党委委员、本公司副总经理、安全总监。

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

从安琪酵母的核心团队成员履历可以看出来，公司的高管基本都是中共党员，这也和公司国企性质有关。公司核心团队成员大都在安琪酵母历任过多项职位，他们大多也都是在公司内部逐步晋升起来的，说明这些成员对公司乃至对酵母行业应该是很了解的，而且能力也都是经过公司认可的，这样有利于团队的稳定发展。但是团队整体年龄偏大，公司可能需要注入一些年轻力量来帮助公司获得更富生机的发展。

## （六）企业护城河

### 1、高转换成本

由于酵母对制作面食影响很大，面包师在用惯了安琪酵母后，换其它酵母需要调整用量、发酵时间等，因此对用户来讲具有一定的用户粘性。

股票名称	净利润	销售毛利率	总市值
安琪酵母	13.21亿	27.34%	343.48亿
当前排名	3	10	2
海天味业	66.71亿	38.66%	3521.71亿
涪陵榨菜	7.41亿	52.36%	319.10亿
梅花生物	23.76亿	19.34%	279.80亿
中炬高新	7.84亿	34.87%	197.56亿
天味食品	1.84亿	32.22%	159.28亿
千禾味业	2.21亿	40.38%	134.51亿
恒顺醋业	1.18亿	37.58%	110.42亿
加加食品	-8016.38万	20.05%	45.84亿
莲花健康	4293.17万	12.31%	41.79亿
仲景食品	1.18亿	38.98%	33.90亿
日辰股份	8128.78万	43.42%	32.44亿
安记食品	4539.26万	21.57%	25.00亿
佳隆股份	2671.61万	32.89%	22.08亿

2021年报 ▲ 申万三级行业 ▲ 对比指标 ▲

图片来源：萝卜投研 app

另外通过对比安琪酵母的毛利率在同行业的水平也可以看出，安琪的毛利率属于行业中上游水平，这一定程度上表明用户愿意花稍高价格来使用公司产品，说明安琪酵母有一定的转换成本优势。

## 2、品牌优势

### （五）市场及品牌优势。

经过三十多年的发展，安琪已成为中国酵母的代名词、成为中国制造的国际新名片，全球知名的国际化、专业化酵母大公司。公司坚持打造自主品牌，立志将安琪打造成全球食品行业的知名品牌。为适应业务同心多元化发展的需要，公司采取“以安琪品牌为主导、多个子品牌支撑”的旗舰式品牌战略。公司形成了多业务品牌构架体系，不同的专业领域实施品牌细分，打造安琪品牌集群的力量，安琪已成为中国酵母市场的标杆品牌。

公司已初步实现了国际化品牌布局，在海外市场销售的产品 95%以上为自主品牌，是中国马德里商标国际注册十强企业。“安琪”品牌是较早获得的中国名牌和中国驰名商标，并入围中国最有价值品牌百强，正在成为具有较高知名度、广泛影响力的国际品牌。

在安琪品牌的带动下，公司旗下“福邦”、“安琪纽特”等一批品牌脱颖而出，“福邦”已成为公司第二件中国驰名商标；“安琪纽特”已成为婴童营养品行业头部品牌，并连续五届入选“中国保健品十大公信力品牌”。

公司已经形成了面向全球、信息灵敏、反应迅速、渠道畅通、控制有力的营销与市场服务网络，全球 163 个国家和地区的人们可以享受到安琪提供的优质产品和细致周到的服务。公司在至少 15 个国家市场占有率第一，并成功进入美国、欧洲、日本等发达国家和地区。

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

股票名称	销售毛利率	总市值	销售净利润率
安琪酵母	27.34%	343.48 亿	12.38%
当前排名	10	2	6
海天味业	38.66%	3521.71 亿	26.68%
涪陵榨菜	52.36%	319.10 亿	29.46%
梅花生物	19.34%	279.80 亿	10.40%
中炬高新	34.87%	197.56 亿	15.33%
天味食品	32.22%	159.28 亿	9.10%
千禾味业	40.38%	134.51 亿	11.50%
恒顺醋业	37.58%	110.42 亿	6.25%
加加食品	20.05%	45.84 亿	-4.57%
莲花健康	12.31%	41.79 亿	2.37%
仲景食品	38.98%	33.90 亿	14.69%
日辰股份	43.42%	32.44 亿	24.01%
安记食品	21.57%	25.00 亿	8.27%
佳隆股份	32.89%	22.08 亿	9.55%

2021年报 ▲ 申万三级行业 ▲ 对比指标 ▲

图片来源：萝卜投研 app

安琪在国内已经没有竞争对手，属于细分行业的隐形冠军。安琪品牌具有较高的知名度，入围了中国最有价值品牌百强，并连续五届入选“中国保健品十大公信力品牌”，再加之安琪的毛利率和净利率都处在中上游水平，所以安琪是具有品牌优势护城河的。



### 3、效率优势

#### （二）规模优势。

公司是全球最大的 YE 供应商和第二大干酵母供应商，全球共拥有 12 个工厂。酵母发酵产能已达到 31.6 万吨，在国内市场占比近 60%，在全球占比超过 15%，产销规模已全球第二。公司产品出口 163 个国家和地区，服务于烘焙、中式发酵面食、调味、酿造与生物能源、人类营养健康、微生物营养、动物营养、植物营养等领域。

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

### 4、独特资源

#### 专利

#### （三）技术创新优势。

公司坚持“天然、营养、健康、美味”的产品研发理念，符合行业发展趋势和顾客消费升级的需求；建立了高层次的产品技术研发平台（国家级企业技术中心、博士后科研工作站、CNAS 国家认可实验室、省级酵母工程中心、中试生产平台），构建了以多位享受国务院、省级政府津贴专家为主的创新技术团队，建立了基础研发、产品开发、应用技术等多层次研发机构，打造了酵母技术专业优势，引领行业与市场发展。

公司获得授权发明专利 237 项，主导和参与制定了酵母行业所有的国家和行业标准。两次获得国家科技进步奖，十次获得省部级科技进步一等奖，并获得中国质量奖提名奖、全国质量标杆奖。2020 年，被工信部评为“国家技术创新示范企业”；2021 年，被国务院国资委评为“国有重点企业管理标杆创建行动标杆企业”，荣获第三届湖北改革奖（企业奖）。

报告期内，完成了酵母制品行标、酵母行业绿色工厂行标制定和酵母蛋白行标立项，启动了食品加工用酵母国际标准的制定。《中国本土葡萄酒酵母资源挖掘及其衍生产品生产关键技术和应用》获中国食品工业协会科学技术奖特等奖，《酵母深加工产品产业化关键技术与应用》获得中国轻工业科技进步一等奖。

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

在安琪 2021 年报的“核心竞争力分析”中有体现其技术创新优势，并荣获多项专利奖，说明安琪是有专利护城河的。

#### 销售渠道

公司已经形成了面向全球、信息灵敏、反应迅速、渠道畅通、控制有力的营销与市场服务网络，全球 163 个国家和地区的人们可以享受到安琪提供的优质产品和细致周到的服务。公司在至少 15 个国家市场占有率第一，并成功进入美国、欧洲、日本等发达国家和地区。

图片来源：安琪酵母 2021 年年报

在安琪 2021 年报的“核心竞争力分析”中可以看到安琪的营销网络遍布全球，渠道优势非常明显，说明安琪是有销售渠道护城河的。

综上表明，安琪拥有独特资源护城河。

#### 5、文化优势

## 企业文化

› 战略目标：做国际化、专业化生物技术大公司

› 企业精神：追求卓越，勇于创新，永不满足

› 企业使命：发展生物科技，创新健康生活

› 指导方针：对标卓越找差距，守正创新促发展

图片来源：安琪酵母官网

#### （一）战略及文化优势。

公司立足以发酵工程和酶工程为支撑的生物技术领域，不断为全球各行业提供多种生物技术产品和服务，帮助提升客户价值，致力于“做国际化、专业化生物技术大公司”的战略目标，“追求卓越，勇于创新，永不满足”已成为支撑公司持续发展的企业精神，“发展生物科技，创新健康生活”已成为公司恪守的企业使命；“对标卓越找差距，守正创新促发展”已成为企业经营的指导方针。

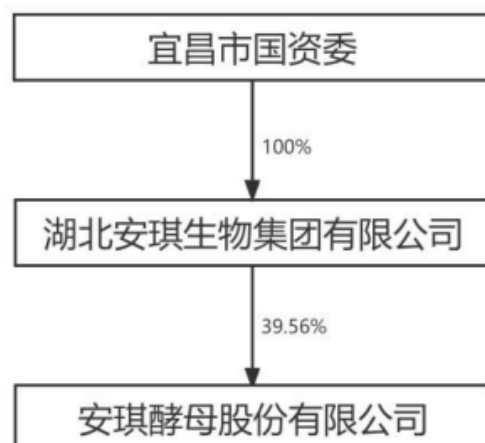
图片来源：安琪酵母 2021 年年报

安琪的企业文化符合真善美原则并且具有长远发展的眼光，在 2021 年报的“核心竞争力分析”中也体现了公司的文化优势，说明安琪是有文化优势护城河的。

## (七) 公司股权结构

### 5 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图

√适用 □不适用



图片来源：安琪酵母 2021 年年报

安琪酵母的实际控制人是宜昌市国资委，持股比例为 39.56%，在 34%-66%之间，股权结构比较健康。

## 二、资产负债表分析

### (一) 公司资产实力与成长性分析

安琪酵母	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
总资产	8,027,327,403.05	8,980,200,338.85	9,906,635,563.46	10,807,179,510.18	13,445,647,466.86
总资产增长率	18.44%	11.87%	10.32%	9.09%	24.41%

安琪酵母近五年总资产持续增长，成长性较好，但是增长率较为平缓，安琪已经开始进入稳定发展期。

## (二) 公司偿债能力分析

### 1. 资产负债率

0	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
总资产	8,027,327,403.05	8,980,200,338.85	9,906,635,563.46	10,807,179,510.18	13,445,647,466.86
总负债	3,933,822,896.97	4,426,973,429.28	4,609,253,039.24	4,619,277,732.74	6,244,622,116.15
资产负债率	49.01%	49.30%	46.53%	42.74%	46.44%

安琪酵母近五年的资产负债率均在 40%以上，小于 60%，具体偿债风险再来看看准货币资金与有息负债的差额。

### 2. 准货币资金和有息负债

0	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.货币资金	416,656,486.73	374,015,620.19	663,689,246.95	1,107,102,339.28	1,296,156,977.73
b.交易性金融资产	-	-	-	-	-
c.其他流动资产里的理财产品	-	-	-	-	-
准货币资金=a+b+c	416,656,486.73	374,015,620.19	663,689,246.95	1,107,102,339.28	1,296,156,977.73
d.短期借款	1,585,915,666.69	1,530,306,332.23	787,241,668.50	1,141,051,194.42	2,035,107,536.10
e.一年内到期的非流动负债	2,000,000.00	597,000,000.00	66,447,517.00	142,612,659.04	158,049,590.08
f.长期借款	902,034,500.00	640,080,378.16	1,428,617,910.20	1,245,147,875.44	1,467,719,807.10
g.应付债券	-	-	-	-	-
h.长期应付款	53,800,000.00	51,600,000.00	39,400,000.00	39,200,000.00	26,000,000.00
有息负债=d+e+f+g+h	2,543,750,166.69	2,818,986,710.39	2,321,707,095.70	2,568,011,728.90	3,686,876,933.28
准货币资金-有息负债	-2,127,093,679.96	-2,444,971,090.20	-1,658,017,848.75	-1,460,909,389.62	-2,390,719,955.55

安琪酵母连续五年准货币资金与有息负债的差额小于 0，说明有偿债风险，需要警惕。

### (三) 公司竞争力和行业地位分析

0	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.应付票据	76,847,622.59	151,041,457.70	286,944,039.99	94,205,683.80	160,415,207.24
b.应付账款	907,119,435.52	974,838,949.08	917,817,995.82	1,088,275,105.86	1,317,167,369.32
c.预收款项	90,084,842.62	140,247,300.61	121,439,298.84	-	-
d.合同负债	-	-	-	202,589,631.94	169,216,466.63
应付预收合计=a+b+c+d	1,074,051,900.73	1,266,127,707.39	1,326,201,334.65	1,385,070,421.60	1,646,799,043.19
e.应收票据	76,129,982.90	105,842,149.59	-	-	-
f.应收账款	610,967,092.62	767,279,353.19	813,606,733.24	799,014,093.84	1,123,486,481.32
g.应收款项融资	-	-	124,976,361.64	180,673,619.45	253,601,744.82
h.预付款项	107,627,328.06	144,768,596.02	126,881,262.10	179,196,503.80	278,727,044.95
i.合同资产	-	-	-	-	-
应收预付合计=e+f+g+h+i	794,724,403.58	1,017,890,098.80	1,065,464,356.98	1,158,884,217.09	1,655,815,271.09
应付预收合计-应收预付合计	279,327,497.15	248,237,608.59	260,736,977.67	226,186,204.51	-9,016,227.90

安琪酵母连续 4 年的“应付预收-应收预付”大于 0，说明安琪能够无偿占用上下游企业的资金，具有“两头吃”的能力，公司的竞争力较强，行业地位较高。21 年小于 0 表示着公司自有资金出现了被别人无偿占用的情况。

### (四) 公司产品竞争力分析

0	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
应收账款	610,967,092.62	767,279,353.19	813,606,733.24	799,014,093.84	1,123,486,481.32
合同资产	-	-	-	-	-
应收账款+合同资产	610,967,092.62	767,279,353.19	813,606,733.24	799,014,093.84	1,123,486,481.32
总资产	8,027,327,403.05	8,980,200,338.85	9,906,635,563.46	10,807,179,510.18	13,445,647,466.86
(应收账款+合同资产)/总资产	7.61%	8.54%	8.21%	7.39%	8.36%

安琪的（应收账款+合同资产）占总资产的比率维持在 7%左右，大于优秀公司 3%的指标，但是小于 15%。说明安琪的产品竞争力不算很强。

### (五) 公司维持竞争力成本高低分析

0	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
总资产	8,027,327,403.05	8,980,200,338.85	9,906,635,563.46	10,807,179,510.18	13,445,647,466.86
a.固定资产	4,474,928,553.77	4,807,349,023.57	5,195,247,002.25	5,203,825,173.64	5,659,104,297.59
b.在建工程	192,869,471.62	279,439,062.32	343,459,508.06	333,275,723.45	924,490,199.78
c.工程物资	-	-	-	-	-
固产合计=a+b+c	4,667,798,025.39	5,086,788,085.89	5,538,706,510.31	5,537,100,897.09	6,583,594,497.37
固产合计 占 总资产的比率	58.15%	56.64%	55.91%	51.24%	48.96%

近五年安琪酵母的固定资产占总资产比例均大于 40%，虽整体呈下降趋势，但仍在 45%以上，是重资产运营，公司维持竞争力的成本比较高。

### (六) 公司主业专注度分析

0	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
总资产	8,027,327,403.05	8,980,200,338.85	9,906,635,563.46	10,807,179,510.18	13,445,647,466.86
a.以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	-	-	-
b.债权投资	-	-	-	-	-
c.可供出售金融资产	-	-	-	-	-
d.其他债权投资	-	-	-	-	-
e.持有至到期投资	-	-	-	-	-
f.长期股权投资	30,830,306.58	30,125,417.14	23,572,739.24	20,222,031.51	-
g.其他权益工具投资	-	-	-	-	-
h.其他非流动金融资产	-	-	-	-	-
i.投资性房地产	-	4,878,050.06	4,747,519.21	4,616,988.36	4,486,457.51
投资类资产 =a+b+c+d+e+f+g+h+i	30,830,306.58	35,003,467.20	28,320,258.45	24,839,019.87	4,486,457.51
投资类资产 占 总资产 的比率	0.38%	0.39%	0.29%	0.23%	0.03%

安琪酵母近五年的投资类资产占比很低，均低于 1%，说明安琪非常专注主业。



### (七) 公司未来业绩爆雷风险分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
总资产	8,027,327,403.05	8,980,200,338.85	9,906,635,563.46	10,807,179,510.18	13,445,647,466.86
商誉	36,262,380.99	36,262,380.99	36,262,380.99	36,262,380.99	36,262,380.99
商誉占总资产的比例	0.45%	0.40%	0.37%	0.34%	0.27%
存货	1,537,193,742.80	1,869,562,192.12	1,992,048,399.65	1,993,067,774.70	2,251,008,149.60
存货占总资产的比例	19.15%	20.82%	20.11%	18.44%	16.74%

安琪近五年的商誉占比很低，不足 1%，没有爆雷风险。存货占比较高，近五年均大于 15%，再结合公司的应收账款连续五年都大于 5%，说明存货可能会有爆雷的风险，需要警惕。

### (八) 资产负债表分析总结

安琪酵母的成长性逐渐降低，已经开始进入稳定发展期。公司行业地位较高，去年出现了下降，非常专注主业，但公司产品的竞争力不是很强，公司属于重资产运营，维持竞争力的成本较高。需要警惕的是公司有偿债风险和存货爆雷的风险。

## 三、利润表分析

### (一) 公司收入实力和成长性分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	5,775,728,160.88	6,685,600,650.19	7,652,754,551.71	8,933,035,777.74	10,675,333,007.67

安琪酵母营业收入增长较快，近几年的增速都在 10%以上，说明安琪酵母的成长性较好。

### (二) 公司的产品竞争力及风险分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.营业收入	5,775,728,160.88	6,685,600,650.19	7,652,754,551.71	8,933,035,777.74	10,675,333,007.67
b.营业成本	3,601,833,072.83	4,257,598,567.20	4,973,979,590.13	5,896,133,145.82	7,756,853,754.04
毛利率=(a-b)÷a	37.64%	36.32%	35.00%	34.00%	27.34%
毛利率波动幅度	15.40%	-3.51%	-3.61%	-2.88%	-19.58%

安琪酵母的毛利率稳定在 33%左右，小于 40%，说明产品竞争力不够强，可能与行业有关。毛利率的波动幅度除了 2017 年在 10%以上，最近几年的波动幅度都比较小，整体上都没超过 20%，经营风险不大。

### (三) 公司的成本管控能力分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.销售费用	628,836,487.11	755,976,174.91	885,075,545.64	645,722,067.40	667,925,087.69
b.管理费用	460,479,224.45	228,204,690.39	255,698,290.26	313,833,325.29	359,418,935.46
c.研发费用	-	279,653,141.58	333,462,089.90	386,191,431.92	475,198,935.51
d.财务费用	-	-	-	-	-
e.营业收入	5,775,728,160.88	6,685,600,650.19	7,652,754,551.71	8,933,035,777.74	10,675,333,007.67
毛利率	37.64%	36.32%	35.00%	34.00%	27.34%
费用率=(a+b+c+d)÷e×100%	18.86%	18.90%	19.26%	15.06%	14.07%
费用率 占 毛利率的比率	50.11%	52.05%	55.03%	44.31%	51.48%

安琪酵母费用率占毛利率的比率近五年都在 40%以上，不符合优秀标准，但基本都在 60%以内，整体比较稳定，说明安琪酵母的成本管控能力有待加强。

### (四) 公司产品的销售难易程度分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.销售费用	628,836,487.11	755,976,174.91	885,075,545.64	645,722,067.40	667,925,087.69
b.营业收入	5,775,728,160.88	6,685,600,650.19	7,652,754,551.71	8,933,035,777.74	10,675,333,007.67
销售费用率	10.89%	11.31%	11.57%	7.23%	6.26%
费用率 占 毛利率的比率	50.11%	52.05%	55.03%	44.31%	51.48%

安琪酵母近五年的销售费用率均在 15%以内，说明公司产品比较容易销售，销售风险很小。

### (五) 公司主业的盈利能力及利润质量分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.营业收入	5,775,728,160.88	6,685,600,650.19	7,652,754,551.71	8,933,035,777.74	10,675,333,007.67
b.营业成本	3,601,833,072.83	4,257,598,567.20	4,973,979,590.13	5,896,133,145.82	7,756,853,754.04
c.税金及附加	61,623,515.81	67,026,562.39	69,194,208.63	79,448,398.65	87,063,555.49
d.四项费用（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）	1,089,315,711.56	1,263,834,006.88	1,474,235,925.80	1,345,746,824.61	1,502,542,958.66
e.营业利润	973,324,630.14	975,842,556.02	1,099,317,061.93	1,625,592,224.07	1,499,204,739.64
f.主营利润=a-b-c-d	1,022,955,860.68	1,097,141,513.72	1,135,344,827.15	1,611,707,408.66	1,328,872,739.48
主营利润率=f÷a	17.71%	16.41%	14.84%	18.04%	12.45%
主营利润 占 营业利润 的比例	105.10%	112.43%	103.28%	99.15%	88.64%

安琪酵母的主营利润率在近五年中有两年小于 15%，说明公司主业盈利能力不够强，可能跟行业有关。连续五年的主营利润与营业利润的比率都在 80%以上，说明公司的利润质量很健康，持续性强。



## (六) 公司的经营成果及含金量分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.净利润	892,665,920.62	899,707,742.73	939,880,333.79	1,422,132,783.25	1,321,484,377.34
净利润增长率	54.55%	0.79%	4.47%	51.31%	-7.08%
b.经营活动产生的现金流量净额	1,121,848,162.92	1,143,861,665.71	1,295,981,194.55	1,869,215,941.06	1,318,897,969.48
净利润现金比率=b÷a×100%	125.67%	127.14%	137.89%	131.44%	99.80%

安琪酵母的净利润近五年持续增长，但是增速不稳定，忽高忽低。净现比连续 4 年都大于 100%，且这四年在 120%以上，说明公司的净利润含金量很高，赚来的钱都是真金白银。21 年虽然出现了下滑，可能受行业影响，差强人意。

## (七) 公司的整体盈利能力和持续性分析

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
归属于母公司所有者的净利润	847,187,749.20	856,669,164.92	901,500,017.94	1,371,512,559.64	1,308,538,068.26
归属于母公司所有者的所有者权益合计	3,842,817,404.30	4,292,951,229.98	5,029,839,822.37	5,889,923,351.98	6,854,060,616.17
净资产收益率 (ROE)	22.05%	19.96%	17.92%	23.29%	19.09%
归属于母公司所有者的净利润增长率	58.33%	1.12%	5.23%	52.14%	-4.59%

安琪近五年的 ROE 都大于 15%，说明公司整体盈利能力较强。公司的归母净利润近四年持续增长，但是增速不稳定，忽高忽低，说明公司盈利的持续性不是很稳。且在 21 年出现了下滑，说明公司盈利增长速度放缓。

## (八) 利润表分析总结

公司收入成长性较好，净利润含金量很高，利润质量健康，经营和销售风险都很小。成本管控能力不够强但是正在加强。

## 四、现金流量表分析

### (一) 经营活动现金流分析（造血能力）

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	5,775,728,160.88	6,685,600,650.19	7,652,754,551.71	8,933,035,777.74	10,675,333,007.67
销售商品、提供劳务收到的现金	6,522,070,722.78	7,811,175,963.70	8,813,177,206.31	10,297,943,326.30	11,772,303,785.39
销售商品、提供劳务收到的现金 占营业收入的比率	112.92%	116.84%	115.16%	115.28%	110.28%

安琪酵母近五年的收现比都大于 100%，造血能力强，收入质量高。

### (二) 投资活动现金流分析（成长能力）

-	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
a.经营活动产生的现金流量净额	1,121,848,162.92	1,143,861,665.71	1,295,981,194.55	1,869,215,941.06	1,318,897,969.48
b.购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	926,704,259.82	1,012,454,698.97	826,992,531.89	783,187,158.48	1,989,214,602.06
=b÷a	82.61%	88.51%	63.81%	41.90%	150.82%

安琪的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与经营活动现金流量净额的比率在前几年都比较高，且在 21 年达到了 150%，说明投资比较激进，公司扩张中，成长力强，但是过于激进。

### (三) 筹资活动现金流分析（分红能力）

股利支付率(%) ?				
2021.12.31 ↓	2020.12.31	2019.12.31	2018.12.31	2017.12.31
31.49	29.73	36.57	33.67	34.05

安琪酵母近五年的股利支付率基本都在 30%左右，说明安琪对股东比较慷慨。

### (四) 现金流量表分析总结

安琪酵母的造血能力强，未来成长性较好，对股东比较慷慨，企业现金流的发展类型比较健康。

## 五、企业估值

### (一) 合理市盈率

安琪酵母的资产负债率在 40%以上，是国内绝对龙头企业，行业处于成熟期，公司自身成长性较好，公司护城河宽，综合考虑给安琪酵母 25 倍合理市盈率。

### (二) 净利润增速

安琪酵母近五年归母净利润的复合增长率为 11.48%。券商预测的未来三年净利润增长率平均值为 18%。



因此，我们保守取安琪酵母未来三年的净利润增长率为 14%。

根据复合增长率估计的净利润增长率	14%	根据资产负债率和护城河估计的合理市盈率	25
2021年估算净利润	14.92	2021年估值	372.93
2022年估算净利润	17.01	2022年估值	425.14
2023年估算净利润	19.39	2023年估值	484.66



但是考虑受最近国际因素和疫情冲击，A股承受下跌。仍需谨慎考虑。

## 六、总结

### (一) 公司优势

#### 1、国内龙头，全球领先

公司酵母类产品在国内市场占比近 60%，在全球占比超过 15%，产销规模已全球第二。

#### 2、强者恒强

未来中国、非洲、亚太等地区酵母行业还有很大增长空间，随着行业的集中度进一步提升，公司可以凭借自身品牌优势和规模优势继续巩固领先地位、继续抢占更多市场份额。

### 3、护城河强大

安琪酵母的品牌优势、规模优势和销售渠道非常强大，其他公司在未来一段时间内都很难追赶上来。

## (二) 风险

### 1、市场竞争风险

酵母行业集中度进一步提高，竞争加剧，国际同行优化和调整全球经营对策可能会对酵母市场带来不确定的影响。

### 2、汇率波动的风险

由于公司业务遍及全球，汇率的波动可能会给公司出口业务带来风险。

### 3、安全、环保风险

随着国家相关法律法规日益严格，公司的环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。安全生产、环境保护仍然制约着公司的经营和发展。

### 4、原材料价格波动风险

公司主要原材料为糖蜜，若上游原料价格波动较大，将会影响公司生产成本，进而影响公司利润。

### 4、疫情冲击带来的影响

国内外疫情对生产和销售带来的冲击

**本研究仅做学习上市公司的财报分析使用，不作为任何投资依据。**