

国内酵母龙头，全产业链布局打开成长空间

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

孙颖(联系人)

010-83561313

证书编号: S0280118090017

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

● 酵母龙头，积极布局产业链：

安琪酵母第一大股东为宜昌市国资委，上市以来积极开发国内外市场，CAGR超20%，公司主营酵母及衍生品，同时向上游制糖、包装行业，下游奶制品、人类/动植物营养积极拓展，打造全产业链。公司目前拥有9家酵母工厂，15条酵母生产线，酵母总产能超20万吨，YE产能约6.8万吨（含埃及产能），酵母产能市占率（超过60%）国内第一，全球（15%）第三。

● 国内酵母行业空间巨大，YE潜在容量超过100万吨：

酵母应用广泛，（1）活性干酵母主要用于烘焙、面点、酒精酿造和酱醋酿造等方面，预计需求超过30万吨。（2）酵母抽提物（YE）作为第四代天然调味，具有风味多，低盐等优势，是味精升级替代产品，目前国内味精实际消耗200万吨，按照50%的替代率，我们认为YE潜在需求超过100万吨。

● 成本仍有下降空间，期待盈利能力持续提高：

酵母生产严重依赖糖蜜，成本占比约40-45%，投入（糖蜜）：产出（干酵母）大约4.5-5.5：1，酵母产品毛利率约40%。糖蜜价格波动严重影响公司毛利率水平，糖蜜供给端：（1）2017年被列为禁止进口货物，国内产能依赖国内糖蜜供给。（2）根据甘蔗3年生长期特性，2017/2018年榨季糖蜜处于供给低谷期，预计未来三年供给将会有所缓和。需求端：糖蜜酒精需求由原来的60%，降低到20%左右，需求趋缓。公司原材料提前储备，糖蜜存下行空间+人民币贬值带来海外工厂盈利提高，我们认为未来三年公司毛利率存提升空间。

● 首次覆盖给予“推荐”评级：

公司在埃及、俄罗斯分别建立工厂，两国均为公司提供廉价原料、能源，且具有优越的地理位置，关税的优越性等，以及公司酵母衍生品延伸到健康领域，未来市场需求空间较大。我们预计2018-2020年营收分别为67.0/77.1/87.1亿，同比增长16/15/13%，对应EPS为1.15/1.32/1.52元，当前股价对应PE为22/19/16倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：环保趋严、汇率波动、糖蜜供给短缺价格上涨风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,861	5,776	6,700	7,705	8,706
增长率(%)	15.4	18.8	16.0	15.0	13.0
净利润(百万元)	535	847	948	1,088	1,250
增长率(%)	91.0	58.3	11.9	14.8	14.9
毛利率(%)	32.6	37.6	39.0	37.8	37.3
净利率(%)	11.0	14.7	14.1	14.1	14.4
ROE(%)	16.5	21.8	21.7	20.5	19.6
EPS(摊薄/元)	0.65	1.03	1.15	1.32	1.52
P/E(倍)	38.4	24.3	21.7	18.9	16.4
P/B(倍)	6.3	5.4	4.6	3.8	3.2

推荐（首次评级）

市场数据

时间 2019.01.08

收盘价(元):	24.72
一年最低/最高(元):	20.46/39.58
总股本(亿股):	8.24
总市值(亿元):	203.71
流通股本(亿股):	8.24
流通市值(亿元):	203.71
近3月换手率:	68.22%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.6	-8.79	1.05
绝对	1.39	-16.17	-25.69

相关报告

目 录

1、国内酵母龙头，产业链一体化布局	4
1.1、 国资背景，行业龙头	4
1.2、 产能持续扩张支撑高增长	4
1.3、 以酵母生产为中心，积极布局上下游产业	5
2、酵母市场需求旺盛，下游应用场景广泛	6
2.1、 酵母应用广泛，需求旺盛，受制于供给产能约束	6
2.2、 供给端：糖蜜产地约束+运输费用较高，原材料导向型产业	7
2.2.1、 成本中糖蜜占比约 45%，重度依赖成本	7
2.2.2、 糖蜜国产为主，运输成本较高	7
2.2.3、 北方甜菜、南方甘蔗，酵母生产集中建厂	8
2.2.4、 预计成本上涨空间较小，酵母产量尚存提量空间	11
2.3、 需求端：下游空间大，红利有望逐步释放	12
2.3.1、 酵母类产品下游应用领域广泛	12
2.3.2、 国内烘焙行业基数小，发展潜力大	12
2.3.3、 YE 潜在市场空间巨大，静待红利逐步释放。	14
2.4、 环保+生产线投资过大，铸就高行业壁垒	15
3、产能逐步释放，积极拓展海外业务	15
3.1、 酵母产能投资提速，静待释放红利	15
3.2、 海外产能扩张，成本降低利于盈利提升	17
3.2.1、 海外收入和盈利能力提高	17
3.2.2、 新兴市场本地化生产，降费低税节约成本	18
3.2.3、 人民币结束单方向升值阶段，汇率走弱有利出口和报表收入增加	18
4、全产业链布局，有望发挥协同效应	19
4.1、 上游延伸制糖业和包装业	19
4.2、 衍生品向健康产业链延伸，促进营收毛利双收	20
5、投资建议	21
6、风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 2018H1 安琪酵母公司股权结构	4
图 2： 上市以来安琪酵母营业收入、归母净利润及其增速	4
图 3： 公司产品结构及其应用领域	5
图 4： 酵母、其他主营分别占营收 76.31%、12.57%	6
图 5： 酵母、其他主营分别占毛利比例 84.53%、9.12%	6
图 6： 酵母行业主要产业链	6
图 7： 上市以来安琪酵母毛利率水平	7
图 8： 2017 年安琪酵母成本构成	7
图 9： 2017 年糖蜜需求结构	7
图 10： 2017 年各地区甘蔗糖料占比	8
图 11： 2017 年各地区甜菜糖料占比	8
图 12： 中国糖料种植、制糖厂和主要酵母生产工厂分布	8
图 13： 全球酵母行业竞争格局	9

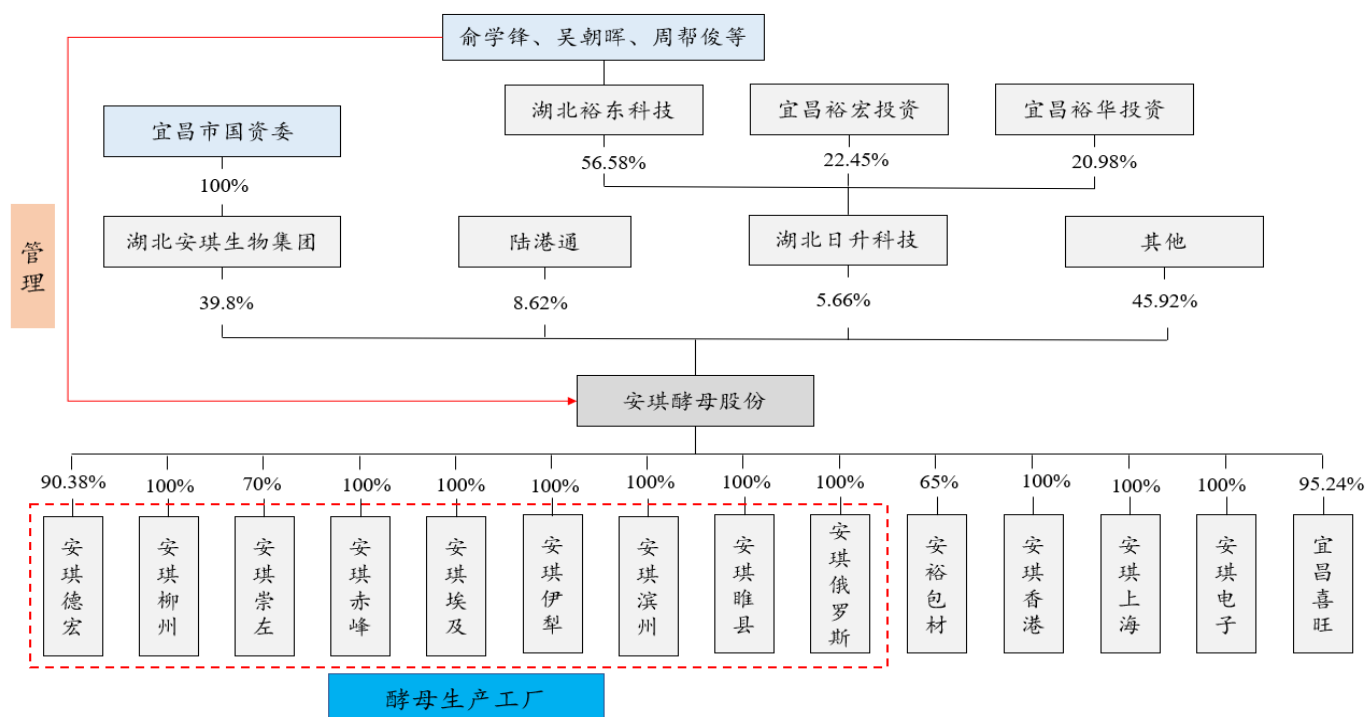
图 14: 中国酵母行业竞争格局.....	9
图 15: 国内 YE 市场竞争格局.....	10
图 16: 甜菜种植面积.....	11
图 17: 甘蔗种植面积.....	11
图 18: 白砂糖价格和种植面积负相关.....	11
图 19: 酵母产业链各个环节产量.....	11
图 20: 酵母类产品主要应用.....	12
图 21: 我国烘焙市场规模位居第二.....	13
图 22: 各国及地区人均烘焙产品消费额.....	13
图 23: 世界主要国家面包消费量 (kg)	13
图 24: 我国烘焙零食渠道收入情况.....	13
图 25: 可支配收入的提升, 有利于消费.....	13
图 26: 高端酱油普遍使用 YE.....	14
图 27: 2005-2017 年中国味精产量 (万吨)	14
图 28: 公司产能投放历程.....	15
图 29: 2018H1 公司控股子公司营业在子公司中的占比	16
图 30: 2018H1 公司子公司净利润在子公司中的占比	16
图 31: 公司在国内的产能分布.....	17
图 32: 国外营收及增长率情况.....	17
图 33: 国外毛利率情况.....	17
图 34: 埃及、俄罗斯基地覆盖中东、北非、东欧等区域.....	18
图 35: 2000 年至今美元兑人民币中间价	18
图 36: 两地甜菜产量情况.....	19
图 37: 公司制糖产量情况.....	19
图 38: 制糖营收增速及毛利情况.....	20
图 39: 包装及奶制品营收增速及毛利情况.....	20
图 40: 城镇居民人均医疗保健消费性支出情况	20
图 41: 幼龄儿童及老龄人口情况.....	20
图 42: 酵母衍生品营收情况.....	21
表 1: 2017 年世界酵母行业产能(单位: 万吨)	10
表 2: 乐斯福中国投资酵母生产工厂 (含合资)	10
表 3: 增味剂种类及其优缺点.....	14
表 4: 2012 年至今安琪酵母重大项目投资	15

1、国内酵母龙头，产业链一体化布局

1.1、国资背景，行业龙头

国资背景+员工持股，打造酵母行业龙头企业。安琪酵母于 1986 年在宜昌成立，由国企改革及联合其他企业重组后，2000 年在上交所挂牌上市。公司主营酵母、酵母衍生物及相关生物制品生产，曾主持或参与制定了 30 多项国家、行业标准，提升中国酵母产品的先进性和国际化，引领中国酵母工业的发展，同时带动相关应用领域的技术进步。公司第一大股东为宜昌市国资委间接持股 39.8%，俞学锋等公司管理层通过湖北裕东科技间接持股 5.66%。公司下属安琪德宏、安琪柳州等 9 家酵母生产子公司，2017 年产能 22 万吨，目前是亚洲第一、全球第三大酵母公司。

图1： 2018H1 安琪酵母公司股权结构

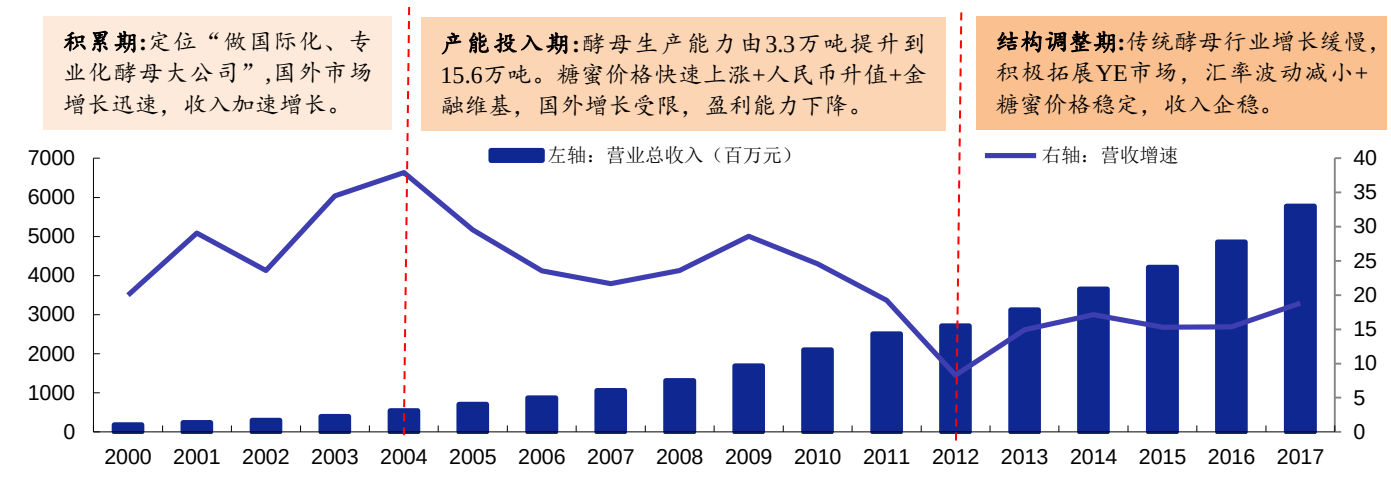


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、产能持续扩张支撑高增长

产能多次扩充支持公司高增长。公司定位“做国际化、专业化酵母大公司”，积极夯实国内酵母市场基础的同时，不断拓展国外业务。2004 年之前国内传统酵母行业处于起步阶段，酵母需求快速增长，公司（含安琪伊犁、安琪赤峰）总产能 3.3 万吨，营业收入不足 5 亿元，低基数快速发展。2005-2012 年受国内糖蜜价格上涨、人民币快速升值和 2008 年美国次贷危机的影响，国外收入增速缓慢，拖累总收入和盈利增长；期间公司积极布局国内外工厂建设先后投产安琪睢县、安琪滨州、安琪崇左、安琪埃及等公司，实现酵母总产能 15.6 万吨（含伊犁 0.8 万吨 YE）。2012 年至今国内传统酵母行业低速增长，公司开发酵母抽提物（YE）等高附加值产品，控制糖蜜成本，营收企稳增长。2017 年实现营收 57.8 亿元（+18.8%），上市以来（17 年）年复合增长 20%。

图2： 上市以来安琪酵母营业收入、归母净利润及其增速

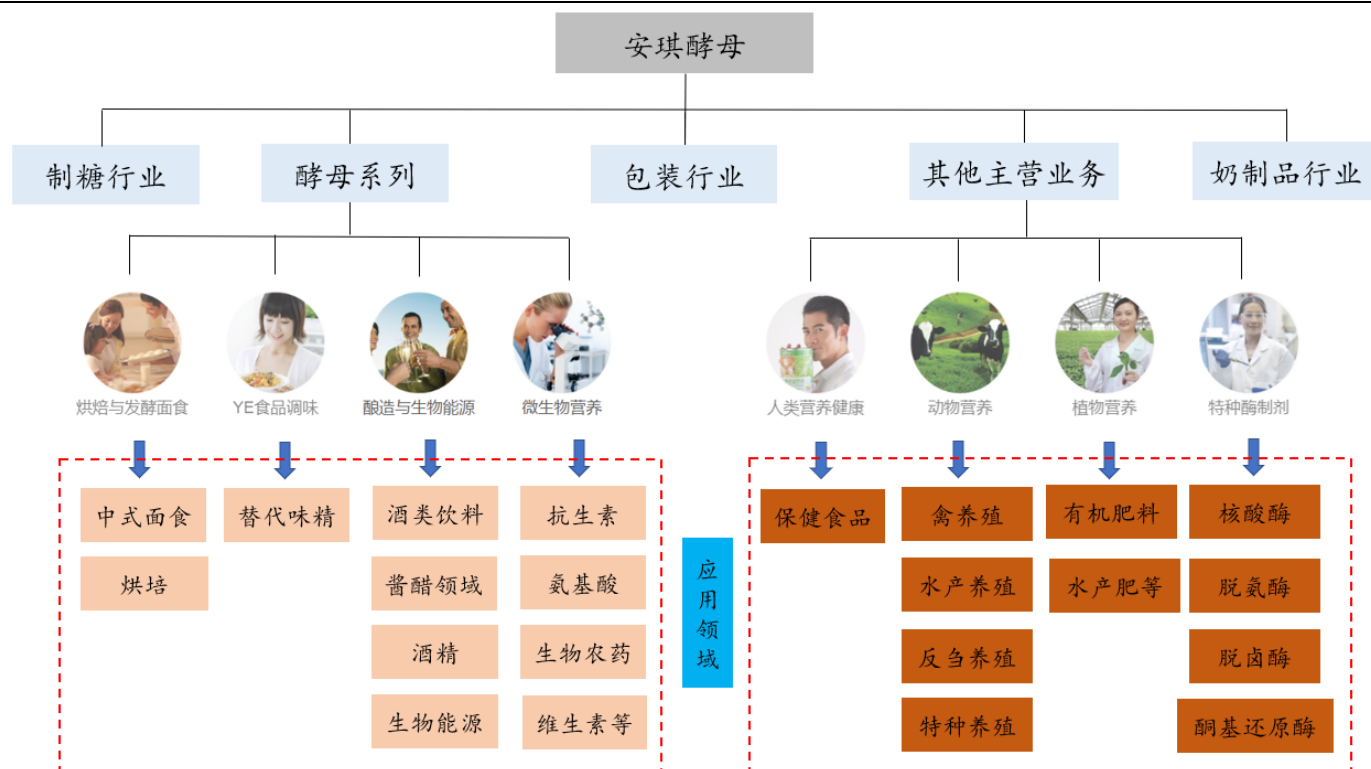


资料来源:公司公告,新时代证券研究所

1.3、以酵母生产为中心,积极布局上下游产业

酵母应用领域广泛,前景可期。公司主营酵母及衍生品生产(活性干酵母和酵母抽提物),同时向上游制糖、包装行业,下游奶制品、人类/动植物营养积极拓展,打造全产业链。活性干酵母主要作为面点、烘焙、酿造等的发酵剂,酵母抽提物(Yeast extract,简称YE)是天然的调味品,主要用作休闲食品、肉制品、方便面、酱油、火锅料等。

图3: 公司产品结构及其应用领域

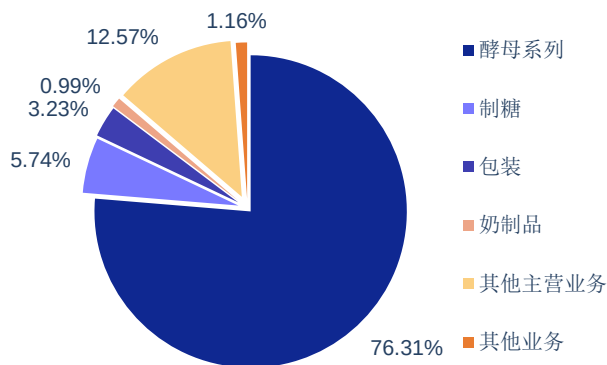


资料来源:公司官网,新时代证券研究所

传统酵母业务稳定增长,酵母衍生品成为增长新动力。2017年公司酵母系列(酵母、酵母抽提物和微生物营养)收入44亿元(+17%);主要系酵母衍生品快速增长:传统酵母业务、YE微生物营养、YE调味品收入分别增速为12%、40%、30%;其他主营业务(含人类营养、动物营养、植物营养和酶制剂等)收入7.26

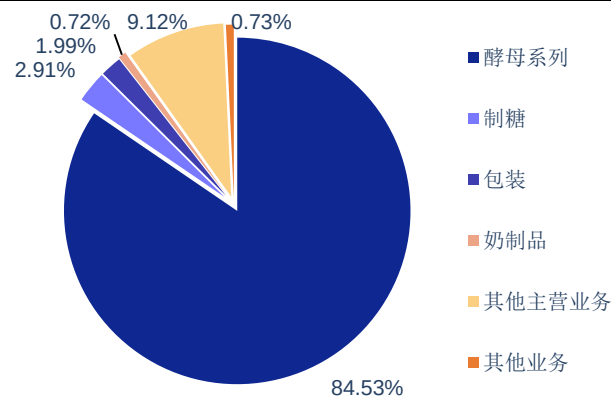
亿元（+11.5%），保健品业务继续保持高速增长，动物营养业务收入改善，分别增长 60%、20%。

图4： 酵母、其他主营分别占营收 76.31%、12.57%



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图5： 酵母、其他主营分别占毛利比例 84.53%、9.12%



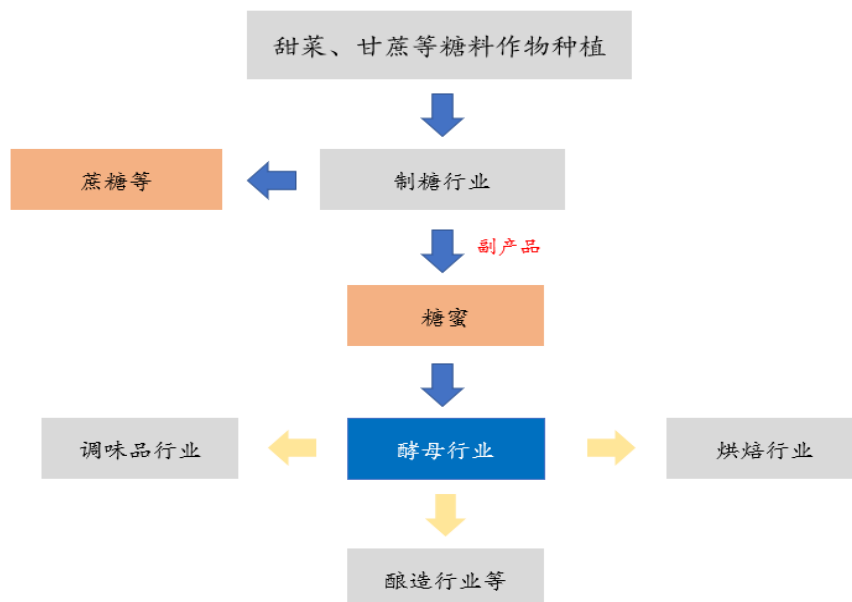
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

2、酵母市场需求旺盛，下游应用场景广泛

2.1、酵母应用广泛，需求旺盛，受制于供给产能约束

酵母行业产业链条短。国内酵母的生以糖蜜为主要原料，糖蜜是制糖工业的副产品，糖蜜含有 50%左右糖份，按品类可分为甘蔗糖蜜、甜菜糖蜜和淀粉糖蜜。工业将酵母菌通风发酵培养后，经过分离、洗涤、压榨而制得含水份 71% - 73%的产品为鲜酵母，鲜酵母经过造粒、干燥制得水份 7% - 8.5%酵母为活性干酵母。酵母菌是发酵重要原材料，被广泛应用在面点、烘焙、调味品、酿造行业。

图6： 酵母行业主要产业链



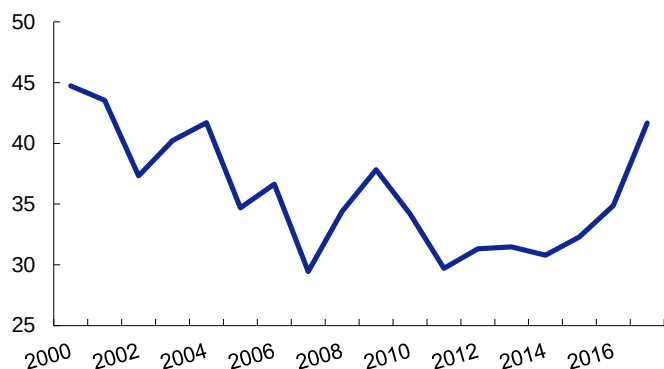
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、供给端：糖蜜产地约束+运输费用较高，原材料导向型产业

2.2.1、成本中糖蜜占比约 45%，重度依赖成本

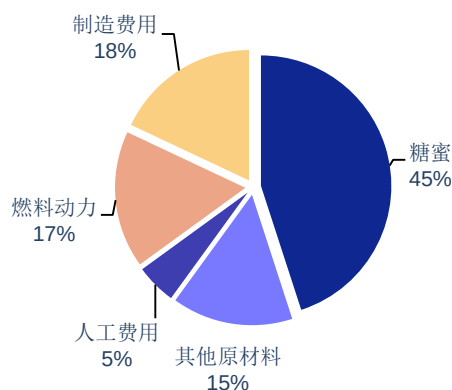
酵母依赖糖蜜供给。根据安琪酵母年报显示，酵母生产成本中糖蜜约占总成本的 45% 左右，2017 年酵母系列毛利率 42%，仅糖蜜就占酵母收入的 19%，因此糖蜜产量和价格对酵母行业的影响至关重要。2017 年制糖产量 1000 万吨左右，按照糖蜜：产糖量=1：3，我们预计目前国内糖蜜产量 340 万吨左右。糖蜜制糖业息息相关，受制于甘蔗和甜菜的种植面积、地理位置、气候、进口限制等因素，短期内国内供给不会出现很大增长。

图7：上市以来安琪酵母毛利率水平



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

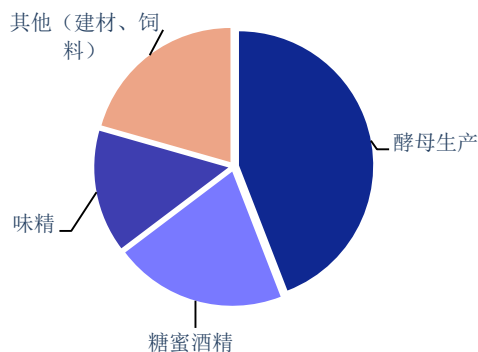
图8：2017 年安琪酵母成本构成



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

糖蜜酒精需求降低，酵母糖蜜需求超过 4 成。从糖蜜下游来看，国内糖蜜主要应用在酵母生产、酒精、味精及其他如建材和饲料相关领域。2013 年以前糖蜜主要用于糖蜜酒精的生产，糖蜜需求量达到 60% 左右，但随着环保成本增加+替代原材料（玉米、薯类）价格相对便宜，糖蜜酒精开工率不高；以 2017 年年底测算，广西地区糖蜜价格多在 800-850 元/吨，按照乙醇价格 5900-6000 元/吨计算，吨利润在 600-800 元/吨。虽然乙醇生产利润较好，但在环保检查趋严、企业开工率偏低的情况下，生产企业对糖蜜的采购积极性偏低，酒精糖蜜需求 20% 左右。与之相反酵母糖蜜需求从 2012 年的 30% 提高到 40% 以上，成为糖蜜最大需求者。

图9：2017 年糖蜜需求结构



资料来源：中糖协，中国产业信息网，新时代证券研究所

2.2.2、糖蜜国产为主，运输成本较高

约束一：糖蜜被列为严禁进口原材料，供给以国产为主。2003 年以来糖蜜被

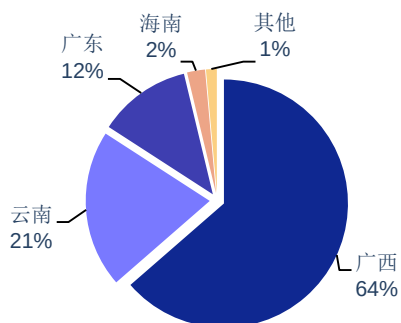
归为限制进口类产品，进口需要申请，从申请进口到获批保守估计约需 30 个工作日，历年来糖蜜的进口量远低于审批量。2017 年 2 月环境保护部等发布《进口固体废物管理》的公告，将甘蔗糖蜜和其他糖蜜从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调整列入《禁止进口固体废物目录》，生产用糖蜜以国内自给为主。

约束二：糖蜜运输要求高+成本低，多就近建厂。糖蜜由于自身特殊性，多采取罐车运输，目前糖蜜市场价格低于 1000 元/吨，价格相对便宜，长距离运输不切实际，多在甘蔗、甜菜产区就近建厂。

2.2.3、北方甜菜、南方甘蔗，酵母生产集中建厂

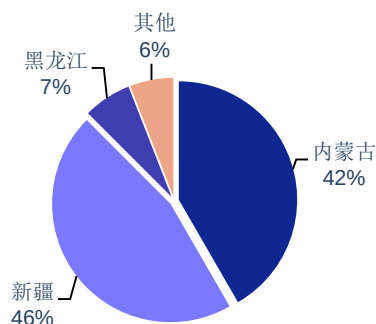
糖料种植呈现南甘蔗、北甜菜局势。国内糖料主要集中在南方的广西、广东、云南和海南四省，大约 60% 的产量产于广西。地理位置看，形成南方甘蔗、北方甜菜种植区局势，国内酵母工厂也主要分布在糖料区域，其中安琪酵母、乐斯福和 AB 英联分别设立 8 家、5 家和 5 家，占据中国主要的酵母市场。

图10： 2017 年各地区甘蔗糖料占比



资料来源：中糖协，新时代证券研究所

图11： 2017 年各地区甜菜糖料占比



资料来源：中糖协，新时代证券研究所

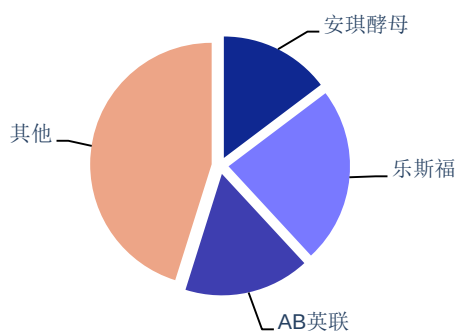
图12： 中国糖料种植、制糖厂和主要酵母生产工厂分布



资料来源：LESAFFRE 官网，AB 英联官网，安琪酵母官网，中国产业信息网，新时代证券研究所

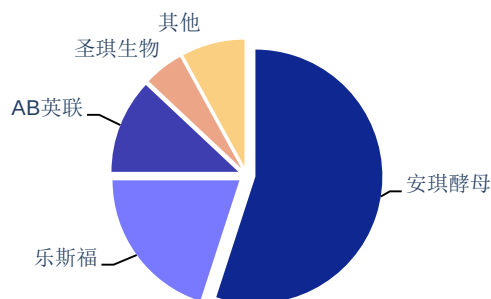
酵母行业壁垒高，行业集中度高。从产能分布上看，2017 年全球酵母总产能约为 150 万吨，乐思福（35 万吨）、AB 马利（25 万吨）、安琪（22 万吨）分列行业前三位，占据全球 55% 份额。酵母行业产能主要集中在欧美，超过总产能一半；近年来中国成为全球酵母产能增长最为迅猛的区域，带动了亚太乃至全球酵母产能的快速增长，2017 年中国酵母类总产能超过 30 万吨，其中乐思福、安琪酵母、AB 马利和圣琪生物分别为 18 万吨、7 万吨、4 万吨、2 万吨，占据中国绝大部分市场份额。

图13: 全球酵母行业竞争格局



资料来源：AB 英联、安琪、乐斯福官网，新时代证券研究所

图14: 中国酵母行业竞争格局



资料来源：AB 英联、安琪、乐斯福官网，新时代证券研究所

表1: 2017 年世界酵母行业产能(单位: 万吨)

企业名称	国别	全球			中国市场		
		酵母产能	YE 产能	酵母工厂数量	酵母产能	YE 产能	酵母工厂数量
乐斯福 (LESAFFRE)	法国	35	4.5	50	7	1.5	5
安琪酵母	中国	22	6.86	9	18	6.86	8
AB 英联	英国	25	-	48	4	-	5
全球/中国合计	-	150	-	300	30	-	-

资料来源: LESAFFRE 官网, AB 英联官网, 中糖协, 安琪酵母年报, 新时代证券研究所

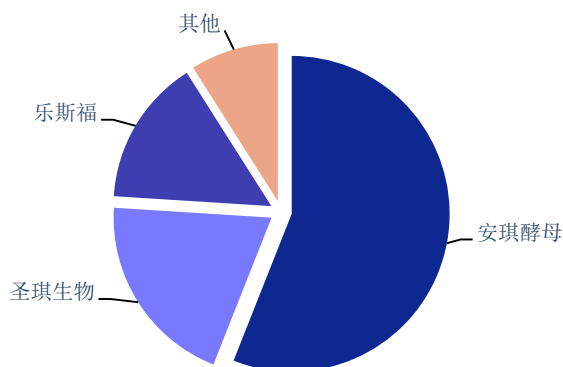
中国酵母产品大市场, 乐斯福加大投资筹码。2015 年 11 月, 在国家主席习近平和法国总统奥朗德两国元首共同见证下, 中国民营企业 500 强、广西八大制糖企业之一广西湘桂集团与世界酵母巨头乐斯福签署项目合作协议。乐斯福计划在 6 年内投入 20 亿元以上, 酵母年生产量达到 10 万吨以上, 酵母抽提物年产量达到 2 万吨以上, 实现销售收入每年达 15 亿元。基于对中国酵母市场长期看好, 事隔 10 年乐斯福再次加大中国投资筹码, 乐斯福在华工厂 5 家 (含合资), 产能 7 万多吨。

表2: 乐斯福中国投资酵母生产工厂 (含合资)

年份	工厂	产能 (万吨)	备注
1999 年	安徽明光乐斯福	1.3-1.5	第一个中国工厂
2006 年	广西丹宝利酵母	3	乐斯福与东糖集团和合作建厂, 目前均已投产
	广西一品鲜生物科技	1.96	
2016 年	广西湘桂酵母科技	1	2016 年与湘桂集团签订战略合作协议, 计划在 6 年内投入 20 亿元以上, 酵母年生产量达到 10 万吨以上, 酵母抽提物年产量达到 2 万吨以上, 实现销售收入每年达 15 亿元。2017 年湘桂酵母科技 2 万吨干酵母项目开工建设。
	广西湘桂生物科技	-	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

酵母抽提物 (YE) 尚处于起步阶段, 安琪酵母有望打造世界级 YE 航母。全球酵母抽提物 (YE) 总产能约 20 万吨, 以安琪酵母、乐斯福、英联马利以及荷兰 DSM 等知名酵母抽提物企业为主, 目前已形成寡头竞争格局。目前, 中国 YE 产能约 10 万吨左右, 以安琪酵母、圣琪生物、乐斯福为主, 安琪酵母市场占有率接近 50%, 随着下游领域被广泛接受, 国内 YE 需求将继续增长。

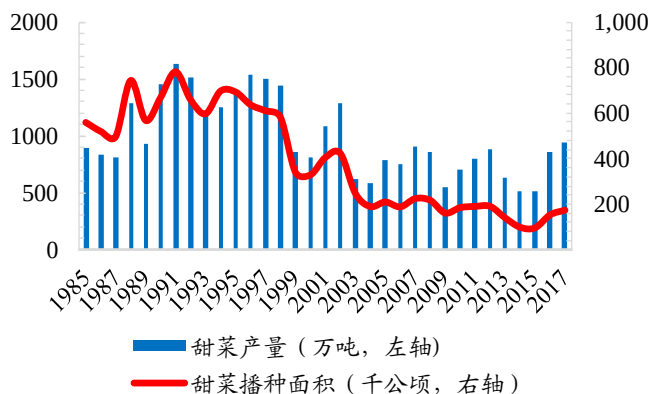
图15: 国内 YE 市场竞争格局

资料来源: 公司公告, 乐斯福、圣琪生物官网, 新时代证券研究所

2.2.4、预计成本上涨空间较小，酵母产量尚存提量空间

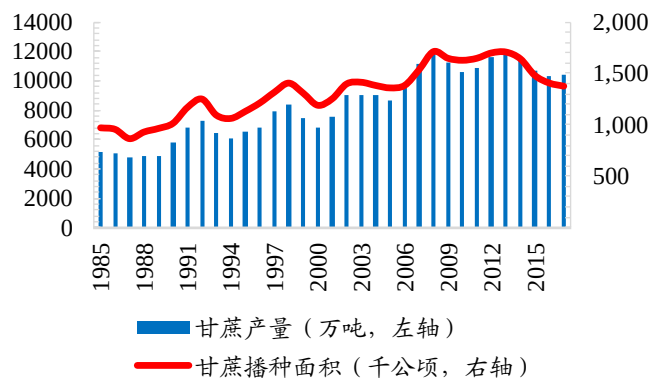
糖蜜价格和白砂糖价格相关，预计 2019 年无上涨空间。糖蜜价格与甜菜、甘蔗种植面积和产量相关，甘蔗糖蜜在糖蜜中占比 85%以上，甘蔗生长期为三年，因此甘蔗产量均有三年周期性，2017/2018 榨季恰逢甘蔗产量低谷期，糖蜜平均收购价格较 2016/2017 榨季上浮 10%左右。而 2018/2019 榨季广西产糖量预计比上榨季略增，甘蔗糖蜜供给有所增长，根据柳州白砂糖价格走势和甘蔗种植周期性，我们预计 2019 年糖蜜总成本略降，叠加榨季提前储存原材料，预计酵母行业毛利率提高滞后一年。

图16: 甜菜种植面积



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图17: 甘蔗种植面积



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

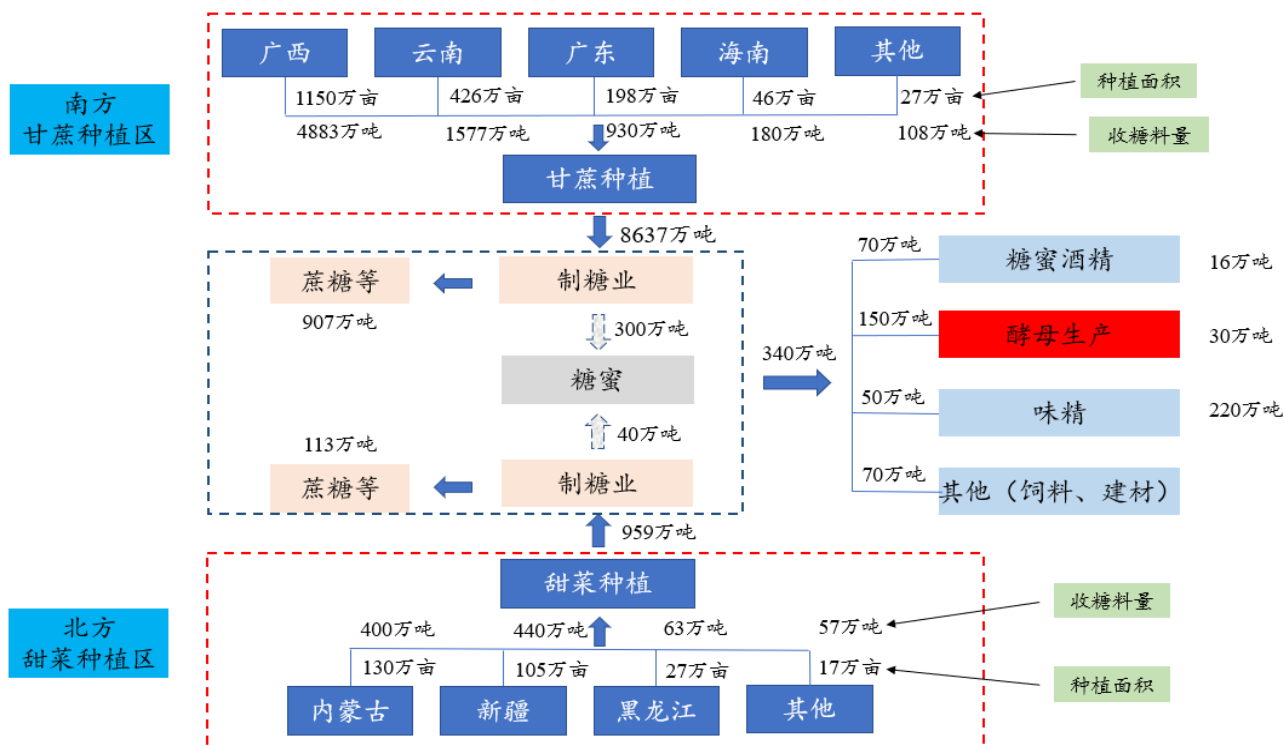
图18: 白砂糖价格和种植面积负相关



资料来源：Wind，新时代证券研究所

酵母生产糖蜜消耗 45%，酵母产量尚存提量空间。根据中糖协数据，2017 年甘蔗、甜菜收糖料量分别为 8637 万吨和 959 万吨，产糖量 907 万吨和 113 万吨，共产生 340 万吨左右糖蜜。目前酵母利用糖蜜约 45%，假设所有糖蜜均生产酵母，酵母的潜在产能 70 万吨左右。

图19: 酵母产业链各个环节产量



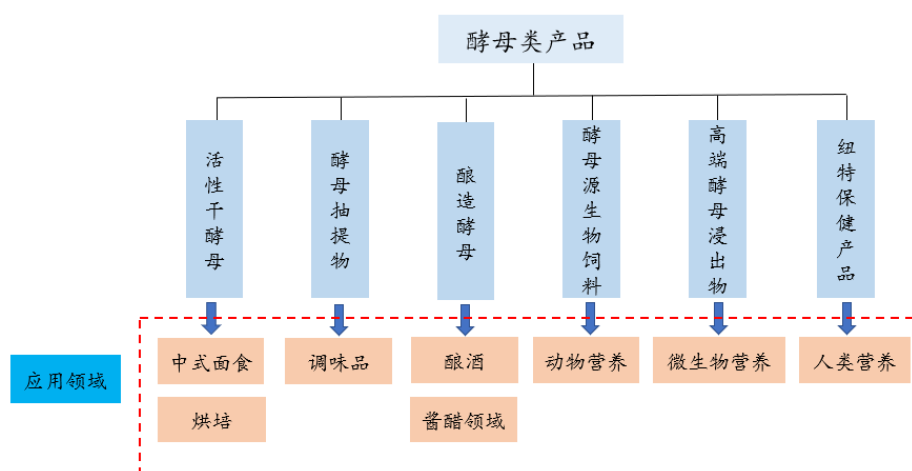
资料来源：中国产业信息网，中糖协，公司公告，新时代证券研究所

2.3、需求端：下游空间大，红利有望逐步释放

2.3.1、酵母类产品下游应用领域广泛

应用广泛：目前酵母产品包括面包酵母、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、酿造及酒精工业等领域。

图20：酵母类产品主要应用



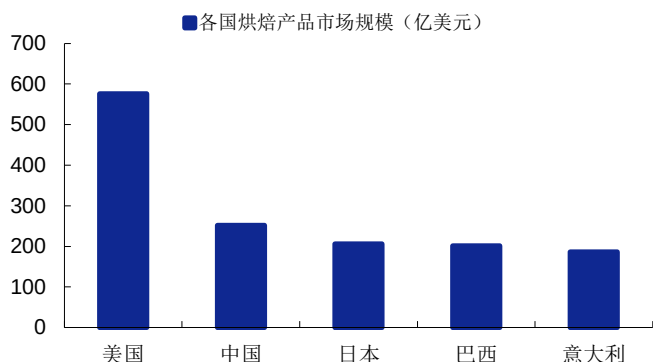
资料来源：安琪酵母公司年报，新时代证券研究所

2.3.2、国内烘焙行业基数小，发展潜力大

烘焙行业尚属于发展期，对标国际仍有很大空间。根据每日食品网，美国烘焙食品的市场规模接近 3800 亿元，远超中国 1700 亿元；个人消费方面，中国人均

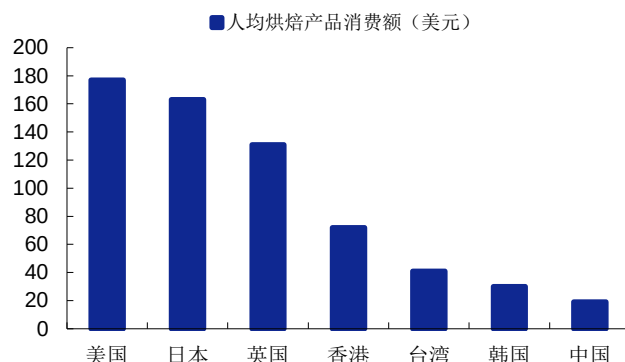
烘焙产品的年消费额仅为美国人的十分之一。从消费量上看,中国面包消费量 1.5kg,远低于欧美,对标香港 (7.6kg)、日本 (7.2kg)、韩国 (2.4kg),我们认为我国未来烘焙市场的增长空间依旧较大,对酵母发酵的需求同样会增加。

图21: 我国烘焙市场规模位居第二



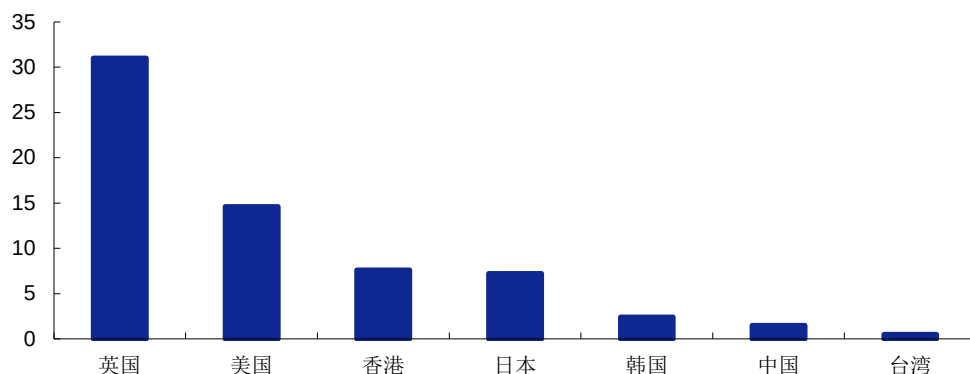
资料来源: 每日食品网, 新时代证券研究所

图22: 各国及地区人均烘焙产品消费额



资料来源: 每日食品网, 新时代证券研究所

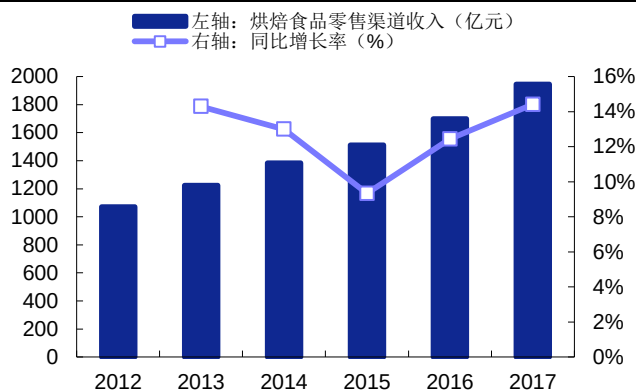
图23: 世界主要国家面包消费量 (kg)



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

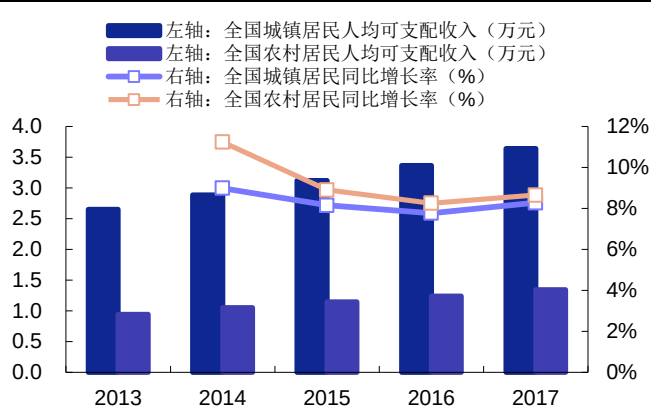
烘焙需求提速支撑酵母市场扩容。2017 年我国烘焙零售渠道销售额 1945 亿元, 同比增长 14.41%, 同时全国城镇居民人均可支配收入已超过 3.5 万元, 对面包等烘焙早餐需求加大。全国农村居民人均可支配收入已站稳 1.3 万元, 酵母发酵成本高的劣势, 将逐渐下降, 未来市场的替代空间较大。

图24: 我国烘焙零食渠道收入情况



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图25: 可支配收入的提升, 有利于消费



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.3.3、YE 潜在市场空间巨大，静待红利逐步释放。

酵母提取物天然调味剂，应用于饮食各方面。酵母抽提物（YE）是天然鲜味剂，YE 是具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质，具有增鲜增味，降盐淡盐，平衡异味，耐受性强等特点，广泛应用于酱醋、餐饮、海产品、调味酱、火锅料、方便面等。随着消费者对健康生活品质要求的提高，YE 对传统鲜味剂的替代有望提速。酱油是 YE 的使用场景之一，国内主要厂商海天、李锦记、恒顺推出的高端酱油中均加入了 YE，同时逐步向普通酱油渗透。

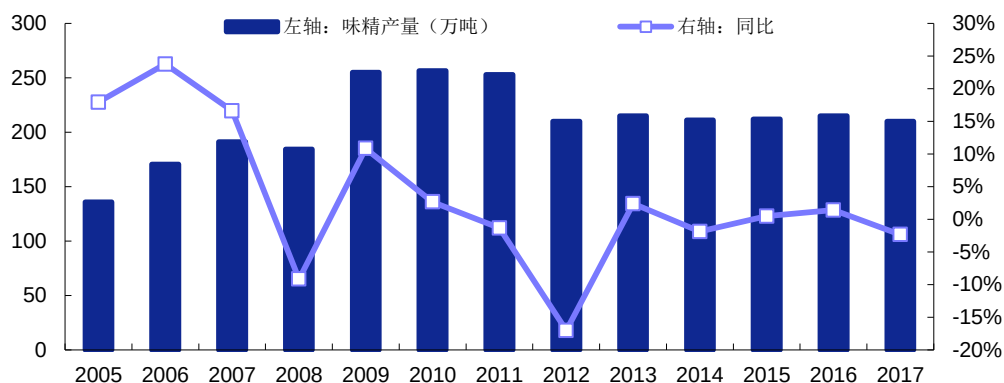
图26： 高端酱油普遍使用 YE



资料来源：京东商城，新时代证券研究所

YE 是味精的天然替代品。和传统广泛使用的食品添加剂味精、核苷酸二钠（I+G）相比，YE 作为天然调味料，富含氨基酸、肽、多肽等酵母细胞中的可溶性成分，国际上把酵母抽提物划分为食品，而不是食品添加剂。但是由于 YE 价格昂贵，消费市场仍处于起步阶段。随着人们对健康的日益关注，YE 在全球有逐步取代味精的态势。目前国内味精产量 220 万吨左右，扣除进口的影响，国内纯粹消费量达 200 万吨，按照 YE 使用量是传统味精的一半，我们认为 YE 潜在市场容量超过 100 万吨。

图27： 2005-2017 年中国味精产量（万吨）



资料来源：Wind，中国淀粉业协会，中国产业信息网，新时代证券研究所

表3： 增味剂种类及其优缺点

增味剂	类型	主要产品	吨价	中国消费量	优缺点
第一代	味精	谷氨酸钠盐味精	7000 元左右	85%	多含盐，不符合现代人低盐要求。价格低廉

第二代	强力味精	核苷酸二钠(I+G)	7000-9000		
第三代	风味型调味料	鸡粉、鸡精等	9000-10000	10-15%	含有味精和 I+G，具有鸡肉口味，但口味单一，不适合素食主义
第五代	营养性调味料	酵母 YE、动植物水解蛋白等	20000 以上	低于 5%	无盐，风味多，营养健康，但价格昂贵

资料来源：公司公告，中国产业信息网，新时代证券研究所

2.4、环保+生产线投资过大，铸就高行业壁垒

环保壁垒：目前每生产 1 吨活性干酵母会产生约 150 吨废水，由于废水中富含残糖、蛋白质、纤维素等营养物质，极易腐化，对环境构成污染。目前一般采用 MVR 机械压缩式蒸发的方式进行处理，但初始设备投入和后续 运行费用较高。随着国家环保政策的趋严，环保门槛将不断提高，从而提升了整个行业的进入门槛。

资金壁垒：以安琪酵母为例，每条生产线产能 1.5 万吨左右。由于行业盈利能力不高，3 万吨是比较经济的产能。按照我们测算，活性干酵母和 YE 经济产能下分别需要投资 7 亿元、7.5 亿元，建设期 1 年左右。资金投资过大也加大行业进入壁垒。

表4： 2012 年至今安琪酵母重大项目投资

品类	时间	项目名称	产能（万吨）	投资金额（万元）	平均产能投资元
活性干酵母	2012 年	新建柳州 2 万吨酵母生产线	2.0	38700	19350
	2012 年	新建埃及 1.5 万吨酵母生产线	1.5	50250	33500
	2013 年	新建德宏 2 万吨酵母生产线	2.0	40000	20000
	2017 年	新建俄罗斯 2 万吨	2.0	67900	33950
	2018 年	新（扩）建赤峰 2.5 万吨酵母生产线	2.5	41807	16723
	平均	4.77 亿元/条；2.39 亿元/万吨			
酵母抽提物	2017 年	新建柳州 YE1.06 万吨酵母生产线	1.1	24397	23016
	2018 年	新建埃及 YE1.2 万吨	1.2	32458	27048
	平均	2.84 亿元/条；2.52 亿元/万吨			

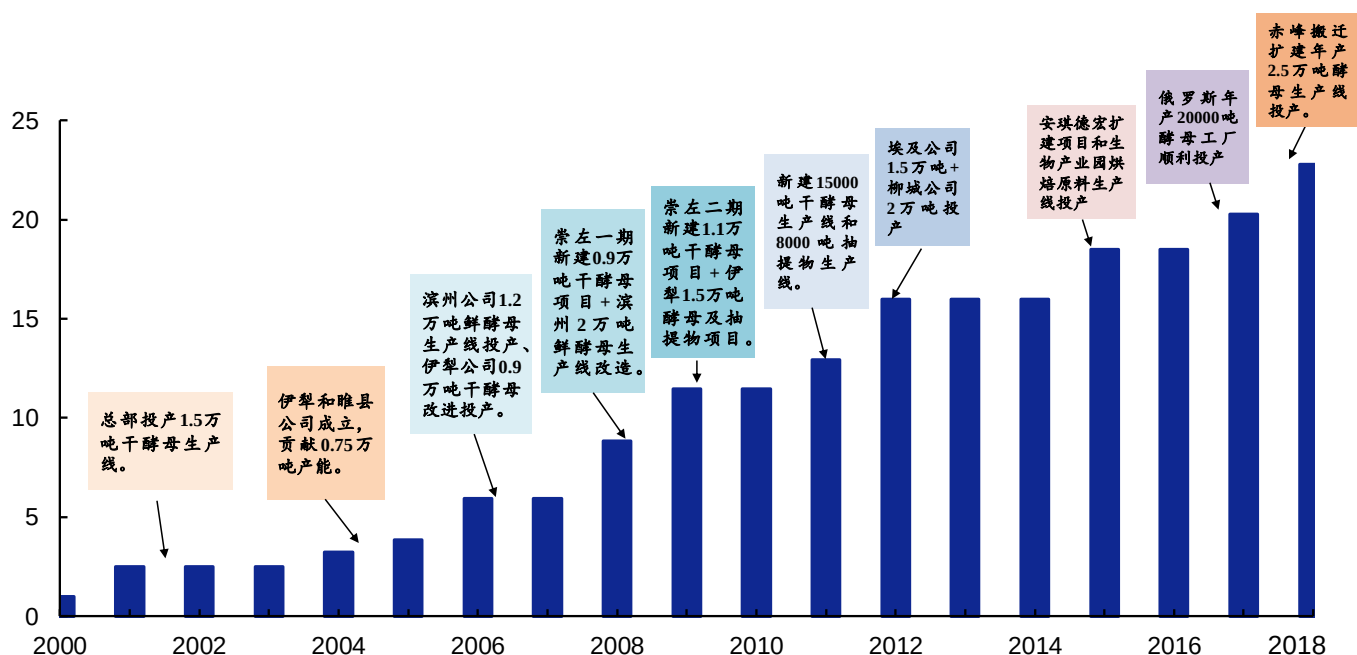
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、产能逐步释放，积极拓展海外业务

3.1、酵母产能投资提速，静待释放红利

酵母产能投资加速。2000 年公司上市时，总部宜昌拥有产能 1.5 万吨，2001 年经过扩建活性干酵母产能达 2.5 万吨。为了满足市场对酵母需求，公司先后成立、收购安琪伊犁、安琪赤峰、安琪睢县、安琪滨州、安琪崇左、安琪埃及、安琪德宏和安琪俄罗斯八家控股子公司。随着安琪赤峰新建 1.6 万吨活性干酵母项目和埃及新建 1.2 万吨 YE 项目投产，我们预计公司活性干酵母总产能将超过 23 万吨，YE 产能 6.8 万吨左右。

图28： 公司产能投放历程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

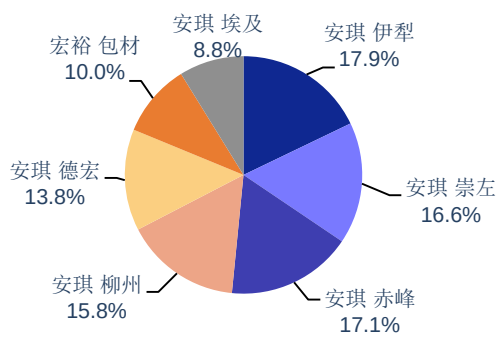
国内工厂主要分布在糖料产地。分地区看公司在伊犁、崇左、德宏、宜昌、赤峰、柳州、滨州和睢县分别拥有活性干酵母产能 4.3、3.5、3.0、2.5、2.4、2.0、0.8 和 0.2 万吨。其中：

安琪崇左：位于广西崇左，是我国白糖和糖蜜的主产区，靠近中国-东盟自由贸易区。此外，安琪崇左少数股东东亚置业有限公司在崇左及其周边共有 5 家制糖厂，年产糖蜜 40 万吨左右。根据合作协议的约定，东亚置业有限公司生产的糖蜜优先供应安琪崇左，因此，安琪崇左的原料供应稳定，运输半径较短，也具有较为明显的成本优势。2018 年上半年安琪崇左营收和利润在子公司中分别贡献 16.6% 和 11%。

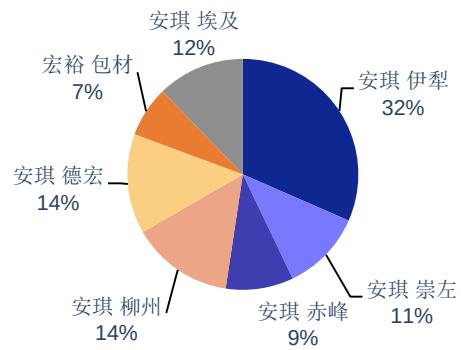
安琪伊犁和安琪赤峰：处在酵母主要原料糖蜜产区，运输半径短，可大大节约原料的运输成本；从主要动力燃料方面看，伊犁地区煤炭储量十分丰富，安琪伊犁主要动力燃料 5500 大卡的烟煤与花沫煤均可在当地采购，且采购价格仅为宜昌本部采购价格的十分之一左右；赤峰周边煤炭资源也较为丰富，安琪赤峰使用的本地产 3000 大卡烟煤的价格和能源运输成本均较低；从销售市场方面看，新疆和内蒙地区饮食习惯以面食为主，是安琪伊犁和安琪赤峰重要的目标市场，同时伊犁地区距中国西部最大的陆路口岸霍尔果斯口岸仅 86 公里，公司产品出口中亚地区十分便利。综上，安琪伊犁和安琪赤峰相对于安琪酵母成本优势十分明显。2018 年上半年营收和利润在子公司中占比分别为 39% 和 41%。

图29： 2018H1 公司控股子公司营业在子公司中的占比

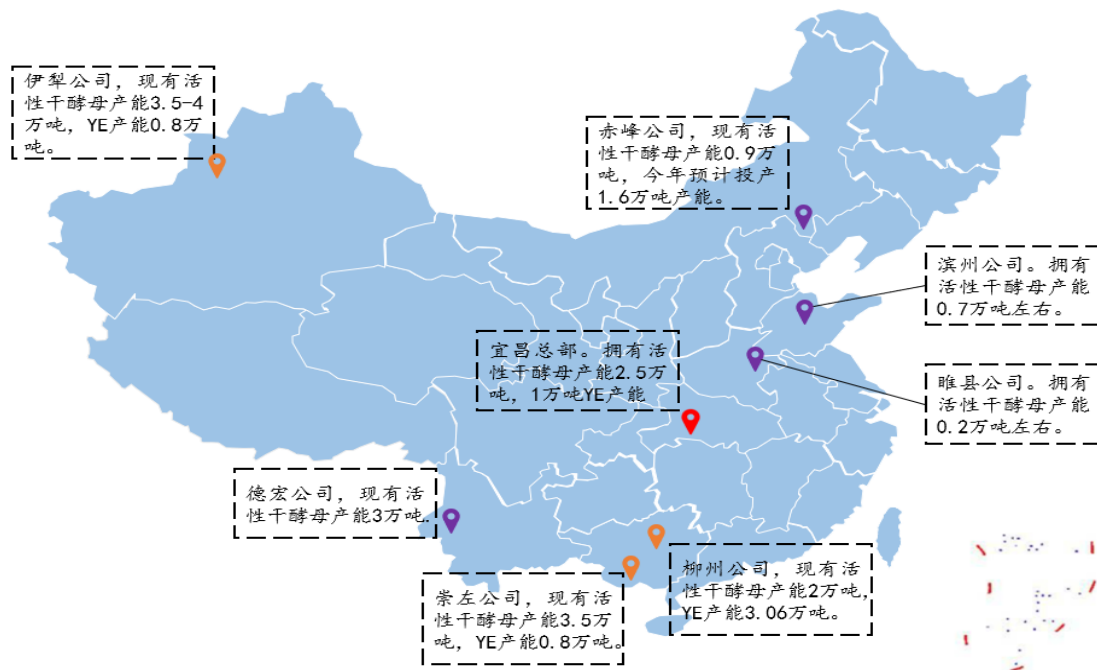
图30： 2018H1 公司子公司净利润在子公司中的占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图31： 公司在国内的产能分布

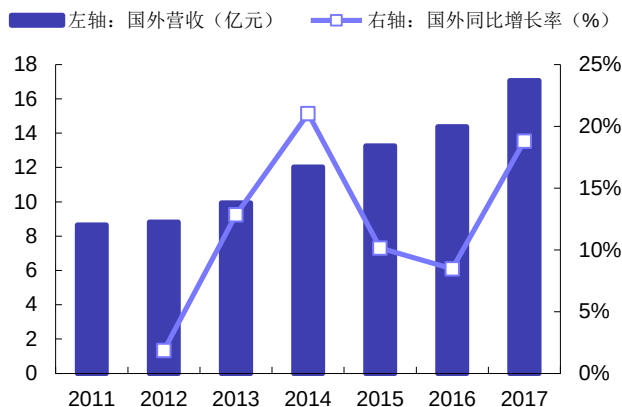
资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

3.2、海外产能扩张，成本降低利于盈利提升

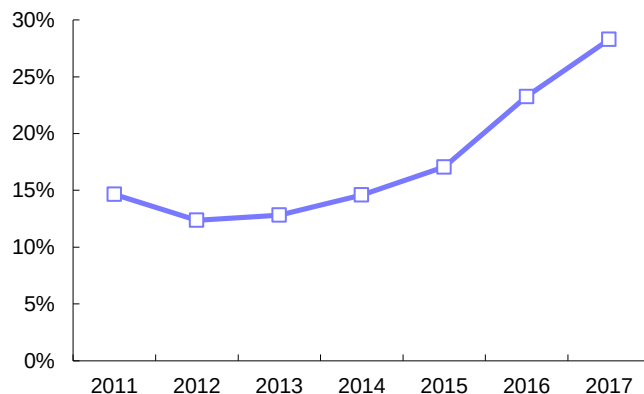
3.2.1、海外收入和盈利能力提高

海外盈利能力持续提高。全球酵母企业约 300 家，安琪酵母全面市场份额排名前三甲，市场份额 15%。2011 年国外营收 8.65 亿元，增长至 2017 年的 17.07 亿元（+18.79%），CAGR 为 12.00%。随着公司海外工厂的投产及产品的认可度提升，未来海外营收增长可期。海外工厂有原料价格低，将进一步提升海外毛利率，2017 年国外毛利率 28.30%（+5%）。

图32： 国外营收及增长率情况**图33： 国外毛利率情况**



资料来源：Wind，新时代证券研究所



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2.2、新兴市场当地化生产，降费低税节约成本

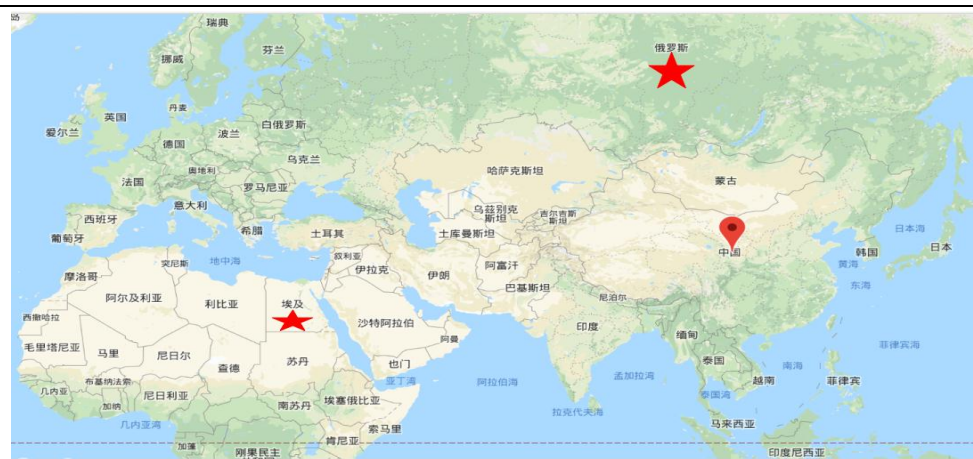
海外投资加速，成本下降有望提高盈利能力。公司已经在埃及和俄罗斯建厂，随着埃及新建 1.2 万吨酵母抽提物生产线投产，海外活性干酵母和 YE 产能将分别达到 5.3 和 1.2 万吨。

我们认为海外产能扩大有望提高公司盈利能力：

（1）埃及盛产甘蔗和甜菜，酵母工业原料糖蜜资源丰富；燃气能源成本低，有利于节约成本；关税优惠，出口到其他国家或地区，给予零关税或低关税待遇；区位优势，节约供货时间等。

（2）俄罗斯甜菜制糖业比较发达，拥有全球最大的天然气储量，能源丰富，成本低，糖蜜产量丰富但需求不足，当地糖蜜价格低于国内，俄罗斯工厂规划产能 2 万吨。因此，充分利用俄罗斯的糖蜜和能源资源，有效拓展俄罗斯本土、独联体国家、中东、非洲等多个国家，可以为公司开拓新的利润增长点。

图34：埃及、俄罗斯基地覆盖中东、北非、东欧等区域

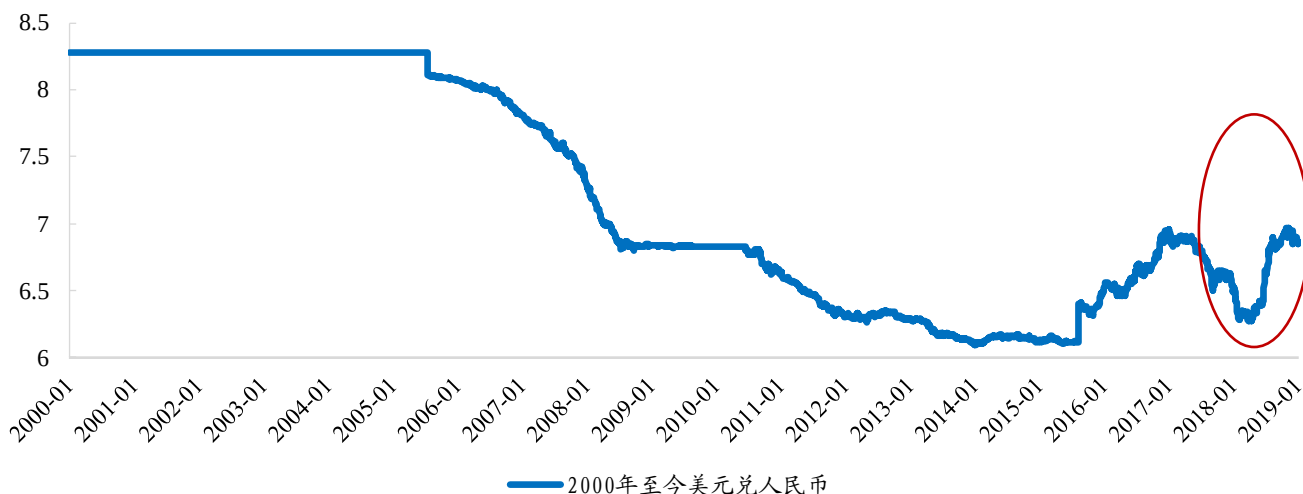


资料来源：公司财报，谷歌地图，新时代证券研究所

3.2.3、人民币结束单方向升值阶段，汇率走弱有利出口和报表收入增加

今年人民币进入新一轮贬值期间。由于贸易战和美国经济向好，美元走强，人民币走弱，出口多以美元和欧元结算，有利于公司出口和汇兑收益。

图35：2000 年至今美元兑人民币中间价



资料来源：Wind，新时代证券研究所

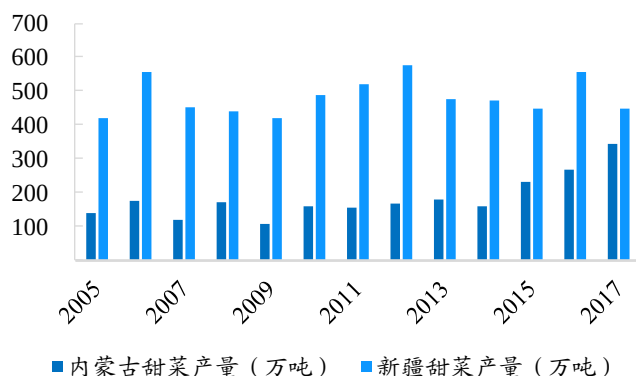
4、全产业链布局，有望发挥协同效应

公司已逐步发展上游制糖、下游奶制品、复合肥及塑印包材，完整的产业链布局，不仅节约成本，同时提升资产的协同效应。

4.1、上游延伸制糖业和包装业

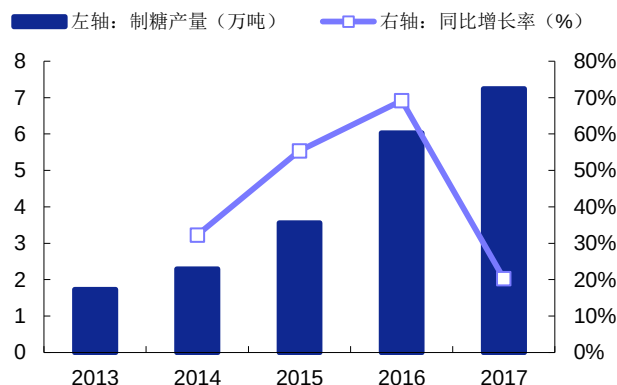
开拓制糖工厂。新疆伊犁、内蒙赤峰是主要的甜菜生产地，拥有丰富的制糖原材料。公司在两处均拥有制糖工厂，主要产品有白砂糖、绵白糖和甜菜颗粒粕，也为酵母提供糖蜜原料，降低公司的材料成本，提高资产的协同效应。公司在内蒙古翁旗形成了甜菜种植-甜菜制糖-废蜜生产酵母-酵母废液生产复合肥-复合肥用于农业种植的循环经济产业链。不仅降低制糖过程中产生的废渣，同时提升整体经济效益。内蒙古、新疆甜菜自2013年两地合计值均超过600万吨。公司的制糖产量由2013年的1.73万吨增长至2017年的7.24万吨，年复合增长率42.96%，2017年同比增长20.21%。生产地原材料供应充足，降低原材料成本。

图36： 两地甜菜产量情况



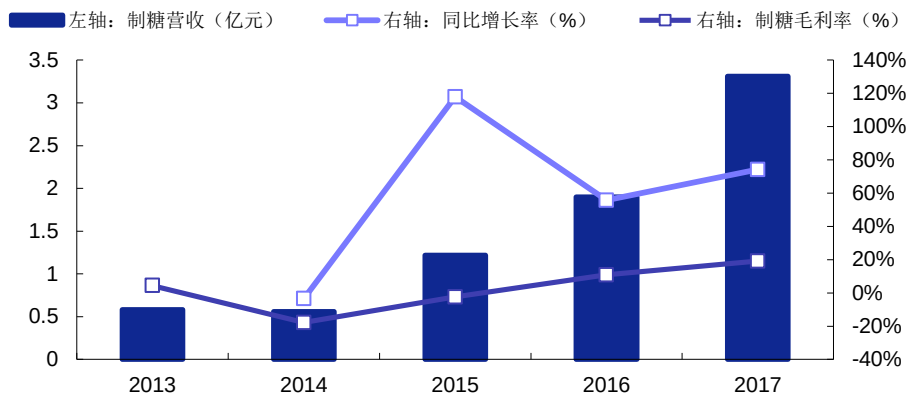
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图37： 公司制糖产量情况



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

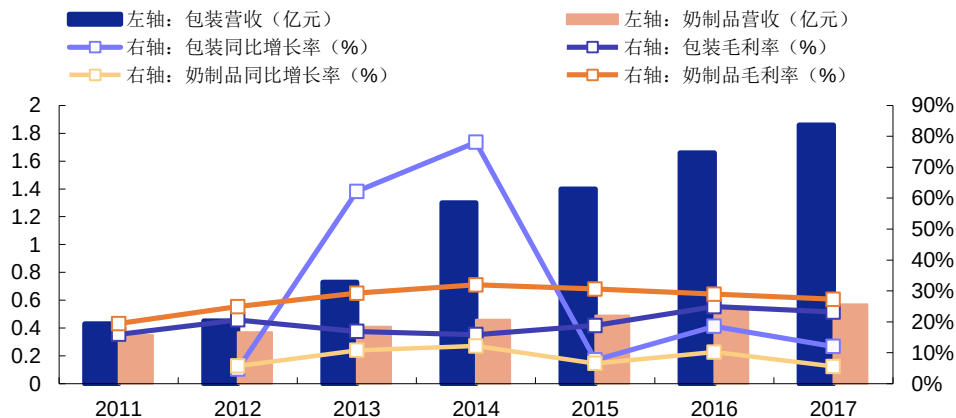
安琪酵母制糖业务起步较晚，但发展较快，2013年营收0.58亿元，增长至2017年的3.31亿元，年复合增长率54.56%，2017年同比增长率74.21%。随着产能的扩张，带来单位成本的降低，毛利率由2014年最低时的-17.86%，增长稳步增长至19.11%。

图38: 制糖营收增速及毛利情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

包装和乳制品业务。包装业务营收由 2011 年的 0.43 亿元，增长至 2017 年的 1.86 亿元(+12.05%)，毛利率由 2011 年的 15.97%，波动提升至 2017 年的 23.17%，包装业务一方面对外为公司带来营收，另一方面降低公司整体的采购成本，形成资产的协同效应，为公司整体营收及毛利的提升做出贡献。

喜旺乳业为宜昌市农业产业化龙头企业，年处理生奶能力 30000 吨，主要产品有酸牛奶、鲜牛奶、含乳饮料、调味乳、百利包、乳酸菌饮料等系列三十多个品种，产品行销宜昌、荆州、武汉等湖北区域大中城市，为湖北省的知名品牌。2017 年营收 0.57 亿元 (+5.56%)。

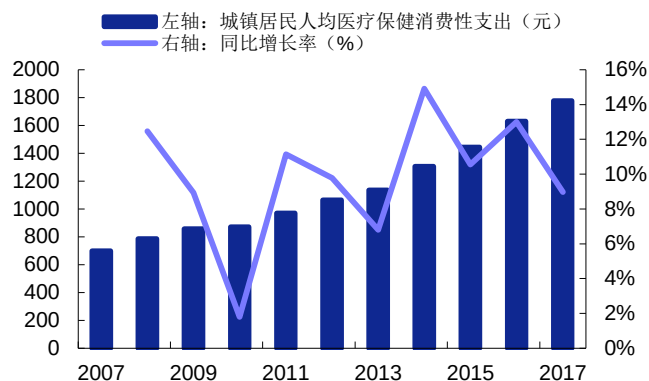
图39: 包装及奶制品营收增速及毛利情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

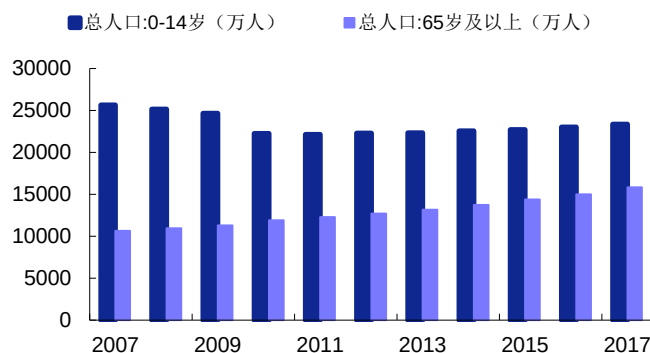
4.2、衍生品向健康产业链延伸，促进营收毛利双收

进军营养行业。随着消费升级、注重健康养生，居民对保健品的需求逐步提升，城镇居民人均医疗保健消费性支出，以由 2007 年的 699 元，增长至 2017 年的 1777 元 (+9.0%)，年复合增长率 9.78%。幼龄儿童及社会老龄化将会对保健品的需要具有重要影响，0-14 岁儿童目前约 2.33 亿人，相较于 2007 年有所下降，但基数依旧较高，而老龄人口则由 2007 年的 1.06 亿人，增长至 2017 年的 1.58 亿人，中国现在步入了一个“大健康”时代，未来的保健品发展将会有更好的前景。

图40: 城镇居民人均医疗保健消费性支出情况**图41: 幼龄儿童及老龄人口情况**



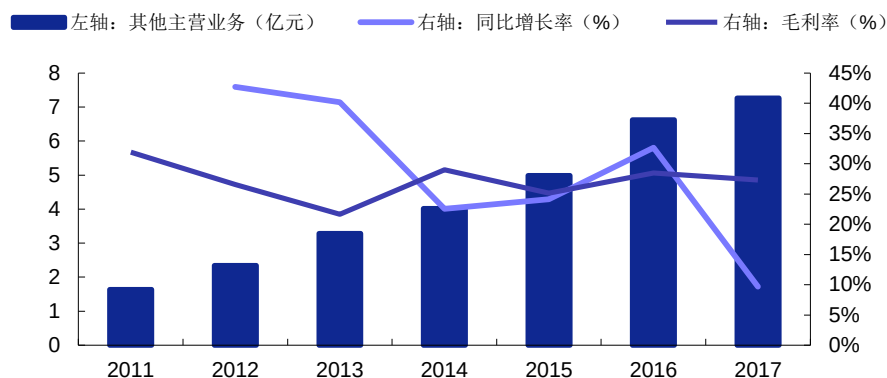
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

公司还经营人类营养、动物营养、植物营养等，注重从人类食物的开始端至人类自身的营养出发，充分发挥酵母的衍生品在绿色健康饮食中的重要作用。公司酵母衍生品 2017 年营收 7.26 亿元 (+25%)，年复合增长率 28.14%。毛利率近几年保持在 25%以上，随着市场对酵母在健康养生等方面认知度的提升，公司产品的推陈出新，未来公司酵母衍生品市场空间巨大。

图42： 酵母衍生品营收情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、投资建议

考虑到公司全球市场份额第三，亚洲第一，在埃及、俄罗斯分别建立工厂，两国均为公司提供廉价原料、能源，同时具有优越的地理位置、关税等优势，以及公司酵母衍生品延伸到健康领域，未来市场需求空间较大。我们预计 2018-2020 年营收分别为 67.0/77.1/87.1 亿，同比增长 16/15/13%，对应 EPS 为 1.15/ 1.32/ 1.52 元，当前股价对应 PE 为 22/19/16 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

环保趋严、汇率波动、糖蜜供给短缺价格上涨风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2320	2910	3309	4069	4282	营业收入	4861	5776	6700	7705	8706
现金	333	417	670	770	871	营业成本	3275	3602	4087	4792	5457
应收账款	463	611	635	798	821	营业税金及附加	47	62	67	77	87
其他应收款	29	43	40	56	53	营业费用	557	629	703	809	914
预付账款	139	108	179	151	221	管理费用	351	460	523	601	679
存货	1214	1537	1585	2076	2092	财务费用	59	86	110	100	66
其他流动资产	142	195	201	218	224	资产减值损失	-25	26	0	0	0
非流动资产	4458	5117	5676	6183	6595	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	26	31	33	39	45	投资净收益	3	9	-0	4	4
固定资产	3406	4475	5014	5509	5910	营业利润	599	973	1210	1329	1507
无形资产	303	295	301	297	294	营业外收入	51	10	38	36	34
其他非流动资产	722	316	327	338	346	营业外支出	4	8	4	5	5
资产总计	6778	8027	8985	10253	10877	利润总额	646	975	1244	1361	1535
流动负债	2986	2883	3200	3660	3355	所得税	69	82	187	168	178
短期借款	1389	1586	1495	1745	1695	净利润	578	893	1057	1192	1357
应付账款	566	907	1136	1260	1014	少数股东损益	42	45	109	104	107
其他流动负债	1031	390	569	654	645	归属母公司净利润	535	847	948	1088	1250
非流动负债	294	1051	922	765	590	EBITDA	1070	1473	1713	1883	2119
长期借款	150	902	773	616	441	EPS (元)	0.65	1.03	1.15	1.32	1.52
其他非流动负债	144	149	149	149	149						
负债合计	3280	3934	4122	4425	3945	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	244	251	360	464	571	成长能力					
股本	824	824	824	824	824	营业收入(%)	15.4	18.8	16.0	15.0	13.0
资本公积	652	652	652	652	652	营业利润(%)	79.4	62.4	24.3	9.9	13.4
留存收益	2073	2673	3336	4072	4901	归属于母公司净利润(%)	91.0	58.3	11.9	14.8	14.9
归属母公司股东权益	3253	3843	4502	5364	6362	获利能力					
负债和股东权益	6778	8027	8985	10253	10877	毛利率(%)	32.6	37.6	39.0	37.8	37.3
						净利率(%)	11.0	14.7	14.1	14.1	14.4
						ROE(%)	16.5	21.8	21.7	20.5	19.6
						ROIC(%)	13.0	15.8	16.1	15.9	16.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.4	49.0	45.9	43.2	36.3
						净负债比率(%)	37.3	50.6	36.8	30.8	21.3
						流动比率	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3
						速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	10.6	10.8	10.8	10.8	10.8
						应付账款周转率	6.2	4.9	4.0	4.0	4.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.65	1.03	1.15	1.32	1.52
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	0.76	1.94	1.52	1.86
						每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.66	5.46	6.51	7.72
						估值比率					
						P/E	38.4	24.3	21.7	18.9	16.4
						P/B	6.3	5.4	4.6	3.8	3.2
						EV/EBITDA	20.8	15.6	13.3	12.2	10.7

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	780	1122	1601	1252	1532
净利润	578	893	1057	1192	1357
折旧摊销	340	355	364	423	487
财务费用	59	86	110	100	66
投资损失	-3	-9	0	-4	-4
营运资金变动	-194	-224	72	-460	-375
其他经营现金流	1	21	-2	-0	1
投资活动现金流	-773	-907	-921	-927	-895
资本支出	797	927	554	502	406
长期投资	0	0	-3	-6	-6
其他投资现金流	24	20	-369	-431	-495
筹资活动现金流	62	-101	-575	-384	-470
短期借款	281	197	-239	90	16
长期借款	150	752	-129	-157	-175
普通股增加	494	0	0	0	0
资本公积增加	-493	0	0	0	0
其他筹资现金流	-370	-1049	-207	-317	-311
现金净增加额	32	84	105	-59	167

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>