

短中长期三因素共振：国内烘焙热助力升级，海外刚需强加码机遇

2020年04月27日

买入（首次）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

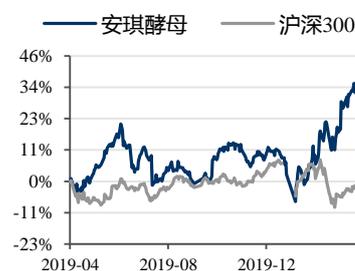
zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,653	8,754	9,747	10,969
同比（%）	14.5%	14.4%	11.3%	12.5%
归母净利润（百万元）	901	1,052	1,207	1,395
同比（%）	5.2%	16.7%	14.8%	15.5%
每股收益（元/股）	1.09	1.28	1.46	1.69
P/E（倍）	35.65	30.55	26.62	23.0

投资要点

- **短期：国内居家烘焙热持续高涨，C端需求不断放大，提价和小包装助力升级。公司全球市占率第三，国内市占率优势明显：**公司全球酵母市占率15.5%，仅次于乐斯福31%及英联马利17%，全球市占率第三；其中国内酵母市占率45%，远高于乐斯福20%及英联马利11.4%，国内优势明显。**疫情持续利好C端需求：**疫情催生居家烘焙热潮，公司加速改造小包装生产线，仍供不应求。疫情催化下，提价成为必然之举，20Q1公司已提高C端价格约20%。**产品结构升级叠加提价效应持续利好毛利：**公司于19年糖蜜价格低点储备20年70%原料，叠加产品结构升级与提价效应，测算酵母类产品毛利率或可攀升至41.3%，带动净利率2.8pct。此外，伴随糖价上涨，自有糖厂有望扭亏，辅助净利提升。
- **中期：海外疫情发酵下，行业格局悄然生变，利好公司海外再进一步。**相较竞品多布局欧美疫情集中区，生产预计可能受到制约，公司海外工厂获政府批文保障供应，产能利用率超110%。全球调货供应面临港口安全隔离观察期。相较鲜酵母，公司干酵母为主，具备保质优势，经销商主动联系寻求供货。
- **长期：看好公司海外扩张能力与国内YE渗透率提升。公司稳固布局新兴市场：**全球酵母供需错配下，看好公司以干酵母切入未成熟市场形成消费习惯壁垒，未来或布局南美及东南亚市场，测算长期营收空间或可提升14-17亿元。**YE空间亟待挖掘：**公司国内YE产能6.6万吨，市占率77%；产能优势下与B端建立长期合作关系，保障未来渗透率提升下的量能释放，中长期或存7万吨扩产空间，测算可打开营收空间约15亿元。
- **重资产模式下业绩弹性大，费用摊薄持续提升净利率。**俄罗斯二期预计2021年扩产，规模效应下摊薄费用率，测算净利率可达36%。伊犁赤峰搬迁改造后重获动能，测算公司整体净利率有望增加约2%。目前公司十四五产能规划井然有序，酵母类产能目标33万吨以上，看好集中投产转固期过后，新产能释放下带来的业绩增长。
- **盈利预测与投资评级：**预计20-22年公司营收增速14/11/13%；净利增速+17/15/16%，对应EPS为1.28/1.46/1.69元，PE为31/27/23X。根据历史平均43X估值，及调味品板块其他公司46至63X估值，给予公司动态35-40X估值区间，予以“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨超预期，海外扩张不及预期，产能投放不及预期，提价不及预期，环保政策趋严限产，食品安全问题，疫情控制不及预期，汇率波动幅度超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.00
一年最低/最高价	25.17/39.52
市净率(倍)	6.21
流通A股市值(百万元)	32139.16

基础数据

每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	46.30
总股本(百万股)	824.08
流通A股(百万股)	824.08

相关研究

内容目录

1. 看现状：以酵母为核心的生物科技企业	5
1.1. 全球前三，勇攀高峰.....	5
1.2. 新任董事长挂帅，完善激励机制，护航利益一致性发展.....	6
2. 看国内：格局已定，量价双升再攀登	7
2.1. 国内量增：看产能优势下 YE 渗透率提升	7
2.1.1. 传统酵母一超两强格局既定，行业存小幅扩产空间.....	7
2.1.2. YE 产能绝对优势下，渗透率提升空间大	9
2.2. 国内价增：C 端渗透、原料成本上升期叠加产能偏紧，提价可期.....	10
2.2.1. 糖蜜周期性减产，酵母成本短期或小幅攀升.....	10
2.2.2. 居家烘焙热情不减，公司产能吃紧.....	12
2.2.3. 复盘历史，产能与成本压力下，C 端提价或为主旋律.....	13
3. 看海外：布局新兴市场，疫情期间抢占市场份额	14
3.1. 疫情加速行业整合，公司满产有望提升海外市占率.....	14
3.2. 供需错配下，公司稳固布局新兴市场，海外扩张全球领先.....	16
3.3. 酵母行业高壁垒，寡头垄断下海外具备提价可能.....	17
4. 探盈利提升潜力	18
4.1. 提价能力强叠加原料成本中枢下行，毛利率长期可攀升.....	18
4.1.1. 短期：高毛利 C 端发力叠加提价效应，毛利或持续向上攀升.....	18
4.1.2. 长期：糖蜜中枢下移，自有糖厂平滑成本，持续利好毛利率.....	19
4.2. 中短期伴随糖价上涨期，制糖业务有望扭亏.....	20
4.3. 重资产模式下，海外扩产+伊犁赤峰搬迁改造，释放规模效应	21
4.3.1. 营收端高增下摊薄折旧费用，释放业绩红利.....	21
4.3.2. 赤峰伊犁搬迁改造获新生，规模效应下海外业绩增幅明显.....	23
4.4. 汇率短期扰动，美元抗风险属性强，长期风险对冲下公司业绩影响小.....	25
5. 公司业绩及股价复盘	27
6. 盈利预测	28
7. 风险提示	30

图表目录

图 1: 2019 年产业链结构与营收概览	5
图 2: 公司发展历史、营收规模及增速	5
图 3: 安琪酵母股权结构图 (2019 年年报)	6
图 4: 我国酵母产量历史变化趋势	7
图 5: 公司传统酵母国内产能具有绝对优势	8
图 6: 头部调味品企业部分产品已添加酵母提取物作为提鲜剂	9
图 7: 糖蜜上游周期性减产 (产量: 万吨)	10
图 8: 19/20 榨季糖料播种面积与单产均有所下降	10
图 9: 酵母产业链上游供给图	11
图 10: 糖蜜与糖蜜酒精价格关系甚密	11
图 11: 疫情催生持续性居家烘焙热情	12
图 12: 酵母类产品产能利用率及产销率均处于高位	12
图 13: 15-19 年酵母类吨价/销量 CAGR 4.4/10.0%	13
图 14: 前五大客户收入占比逐年降低	13
图 15: 公司海外业务收入, 增速及毛利率变动	14
图 16: 新冠疫情不同地区感染人数与酵母三强海外主要工厂	15
图 17: 公司以干酵母为主要产品, 品类丰富	15
图 18: 公司海外经销商数量增幅明显	15
图 19: 全球酵母供需错配	16
图 20: CR3 全球工厂布局 (个数: 2019)	16
图 21: 公司研发费用投入高	17
图 22: 19/20 榨季泰国甘蔗主产区减产推高海外糖蜜价格	17
图 23: 中国人均烘焙量持续增长	18
图 24: 中国与成熟市场人均烘焙消费量仍存差距	18
图 25: 70%原料已购置前提下, 提价后的毛利率波动	19
图 26: 70%原料已购置前提下, 提价后的净利率波动	19
图 27: 酒精对于糖蜜需求占比下降	19
图 28: 糖蜜价格高位有所回落	19
图 29: 酵母业务成本构成, 原材料占比逐年下降	20
图 30: 公司吨价涨跌幅低于糖蜜价格涨跌幅	20
图 31: 白糖价格起暖回升	20
图 32: 公司制糖业务多有亏损, 毛利率与糖价一致性强	20
图 33: 杜邦分析法拆分 ROE	21
图 34: 安琪与 DSM 财务对比	21
图 35: 固定资产+在建工程占总资产比重	22
图 36: 2009 与 2016 年公司净利率拔高	22
图 37: 重要控股公司净利率	23
图 38: 安琪德宏历史业绩	25
图 39: 安琪埃及历史业绩	25
图 40: 公司外币性应收账款换算成人民币后 (百万)	25
图 41: 公司外币性应付账款换算成人民币后 (百万)	25
图 42: 人民币兑美元走势	26

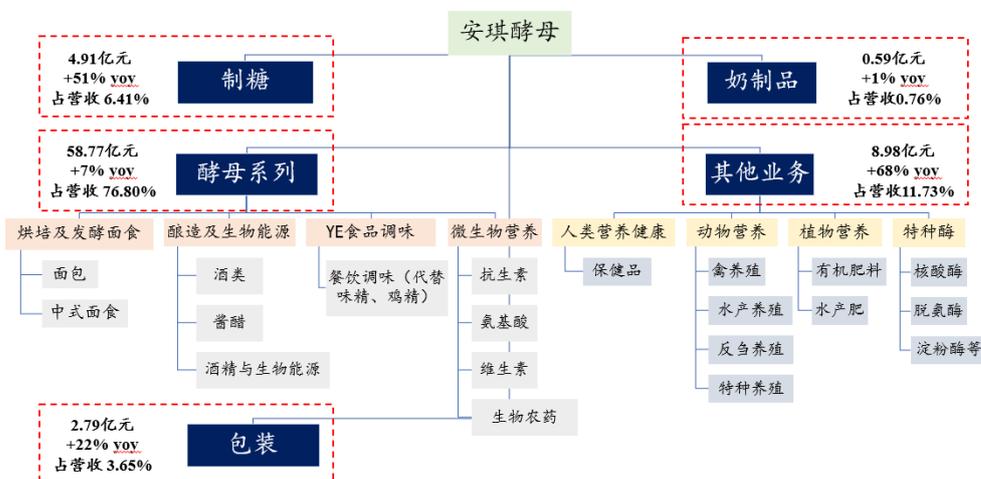
图 43: 人民币兑卢布及埃及镑走势	26
图 44: 汇兑损益对公司扰动甚微	26
图 45: 公司股价复盘	27
图 46: 收入预测 (单位: 百万元)	28
图 47: 可比公司估值 (数据截至 4 月 27 日)	29
表 1: 国内传统酵母市场需求量三年预测	7
表 2: 公司国内产能一览	8
表 3: 国内 YE 市场需求量三年预测	9
表 4: 安琪酵母国内历史提价一览	13
表 5: 公司海外直投项目	17
表 6: 安琪酵母海外历史提价一览	18
表 7: 2019 重大在建工程一览 (亿元)	22
表 8: 伊犁工厂产能恢复测算	24

1. 看现状：以酵母为核心的生物科技企业

1.1. 全球前三，勇攀高峰

国内酵母龙头企业，市占率全球第三。公司以酵母为核心，2019年实现营业收入76.53亿元，同比增长14.47%；其中酵母类产品收入达58.77亿元，占76.80%，同比+7.38%；海外收入贡献进一步扩大，达21.96亿元，增幅达14%，占整体营收28.69%。公司现有酵母类产能27.5万吨。**从品类结构看**，传统酵母产能20.0万吨，YE产能7.8万吨。公司十四五产能规划井然有序，目标酵母类总产能超33万吨，扩产潜力大。**从海内外布局看**，国内产能22.2万吨，海外产能5.6万吨，全球市占率总计15.5%，仅次于乐斯福及英联马利。

图1：2019年产业链结构与营收概览



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图2：公司发展历史、营收规模及增速

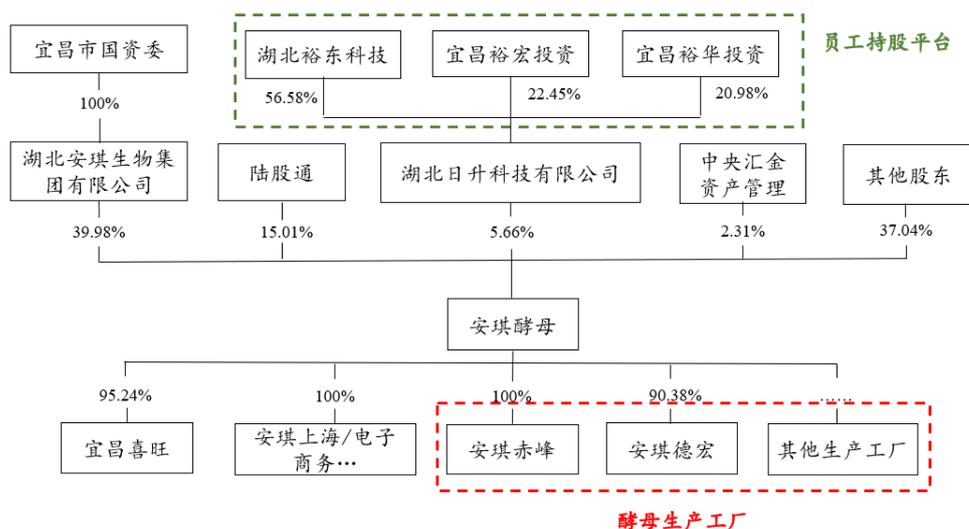


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 新任董事长挂帅，完善激励机制，护航利益一致性发展

国资委实控持股 39.98%，员工利益绑定持股 5.66%。公司控股股东湖北安琪生物集团有限公司持股 39.98%，实控人为宜昌市国资委。湖北裕东科技、宜昌裕宏投资及宜昌裕华投资为公司员工持股平台，共同持有湖北日升科技 100%股权，从而间接持有公司 5.66%股份。

图 3：安琪酵母股权结构图（2019 年年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新任董事长挂帅，夯实公司战略规划，精简组织架构，完善激励机制。2019 年公司原董事长俞学锋退休，新任董事长熊涛走马上任。熊涛化工专业出身，2004 年就职于兴发集团，十五年中带领兴发从零开始，建成全国最大的草甘膦生产基地。兴发集团与安琪酵母同为国资委控股的国有企业，不同之处在于兴发集团作为化工企业，不确定性更高。熊总在兴发集团的经验可嫁接管理公司，进行市场与产业布局，把握效益。与此同时，伴随公司原有创始团队逐渐进入退休阶段，新董事长上任可辅助新老更迭，发展未来团队。2019H2，公司精简部门架构，提高管理效率，预计未来管理层与员工激励将进一步完善。员工持股有利于管理层、员工及股东利益一致性发展。

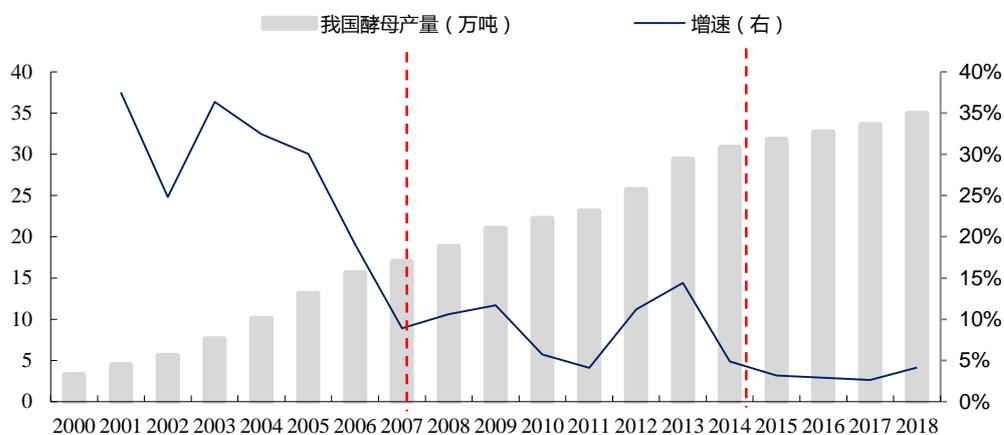
2. 看国内：格局已定，量价双升再攀登

2.1. 国内量增：看产能优势下 YE 渗透率提升

2.1.1. 传统酵母一超两强格局既定，行业存小幅扩产空间

短期下游应用增幅放缓，传统酵母产量由高增转向低增。国内酵母产量经历了较为明显三阶段。2000-06 年 CAGR 约 30% 的高增长；07-13 年 CAGR 约 12% 的中速增长及 14-18 年 CAGR 约 3.3% 的低增长。增速放缓源于下游行业市场规模因消费结构改变由高速增长逐渐转入中低速，甚至负增长。2018 年，我国传统酵母产量约 35 万吨，同比 +4.14%。

图 4：我国酵母产量历史变化趋势



数据来源：中国生物发酵产业协会，中国淀粉工业协会，中国产业信息网，东吴证券研究所

国内一超两强格局下，公司产能领先；行业中长期仍存 2-3 万吨扩产空间，可提营收 5.4 亿元。传统酵母在烘焙食品、中式面点、饮用酒类（白酒、啤酒、葡萄酒）、工业酒精及部分酱醋催化发酵领域具备一定刚需属性。根据下游市场产量、未来增速预测及酵母添加比例，可测得至 2022 年，传统酵母需求量为 40.4 万吨。2019 年公司国内酵母产能已达 15.64 万吨，满产下公司可提供 2019 年全国产量约 44.6%，拥有绝对产能优势。另外两家酵母巨头，乐斯福及英联马利分别在国内拥有产能 7 万吨与 4 万吨，一超两强可提供国内传统酵母产量 76%。目前英联马利正往高附加值的特种油脂及烘焙配料转型，预计未来在华酵母产能扩产可能性较小。而乐斯福仍有 2 万吨干酵母生产线在建，预计 2020 年底竣工投产，届时一超两强产能共计约 29 万吨。我们预测，至 2022 年，若其他企业产能不变，公司仍存 2-3 万吨扩产空间；以 2019 年销售吨价为基础，测算可提营收 5.4 亿元。

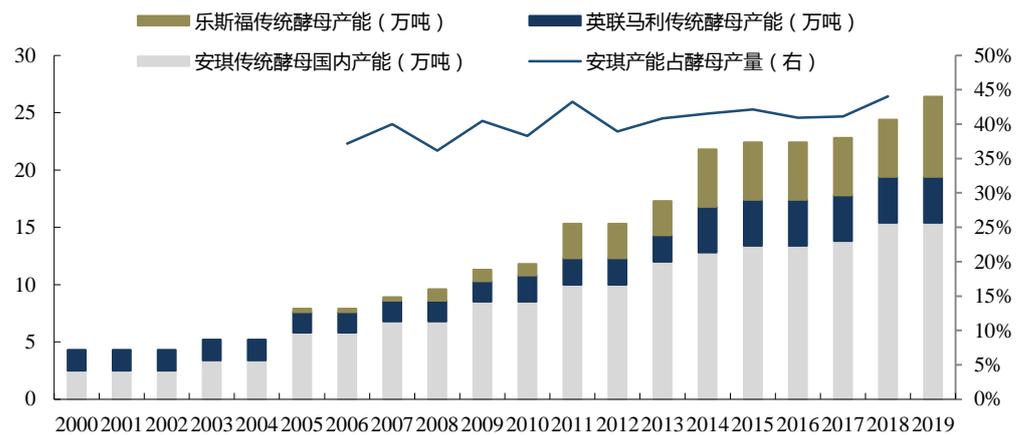
表 1：国内传统酵母市场需求量三年预测

下游市场	注释	酵母用量	2019 年	2022 年	2022 年需求	2021	2020
------	----	------	--------	--------	----------	------	------

			量 (万吨)				
烘焙甜点	-	总量 0.5-1%	1108 万吨	1372 万吨	13.73	12.78	11.9
中式面点	-	总量 0.5%-0.8%	3728 万吨	4315 万吨	16.83	16.03	15.26
白酒酵母	100 斤粮食+1 斤酵母 出酒 30-40 斤	产量 0.25-0.33%	786 万千升	858 万千升	3.22	3.1	3.01
啤酒酵母	0.5-1g/L	产量 0.03-0.05%	3765 万千升	3825 万千升	3.83	3.81	3.79
葡萄酒	100 斤水果+10g 酵母 出酒 50-70 斤	产量 0.03-0.04%	45 万千升	46 万千升	0.17	0.16	0.16
乙醇酵母	-	产量 0.03-0.06%	691 万千升	730 万千升	2.63	2.58	2.54
合计					40.40	38.46	36.66
CAGR 三年增速						4.9%	

数据来源：公司官网，国家统计局，中国生物发酵产业协会，前瞻产业研究院，天猫商城，东吴证券研究所

图 5：公司传统酵母国内产能具有绝对优势



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

表 2：公司国内产能一览

项目	选址	酵母产能 (万吨)	YE 产能 (万吨)	投产时间
宜昌总部	湖北宜昌	2.50	1.00	1989 年
赤峰	内蒙古赤峰	0.90		2003 年 7 月
睢县技改	河南商丘	0.10		2005 年 3 月
伊犁	新疆伊犁	1.50		2005 年 8 月
睢县二期技改	河南商丘	0.10		2006 年 2 月
滨州	山东滨州	0.70		2006 年 6 月
崇左	广西崇左	1.00		2008 年 2 月

伊犁扩建	新疆伊犁	0.70	0.80	2009 年年初
崇左二期	广西崇左	1.00		2009 年 4 月
崇左三期	广西崇左	1.50	0.80	2011 年 5 月
柳州一期	广西柳州		2.00	2013 年 2 月
德宏	云南德宏	2.00		2013 年 5 月
伊犁技改	新疆伊犁	0.80		2014 年
德宏	云南德宏	0.60		2015 年 7 月
德宏	云南德宏	0.40		2017 年 5 月
柳州二期	广西柳州	2.00	2.00	2017 年 12 月
赤峰(搬迁改造)	内蒙古赤峰	1.60		2018 年 10 月
合计		17.40	6.60	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.2. YE 产能绝对优势下，渗透率提升空间大

YE 替代味精潜能亟待挖掘，中长期存 7 万吨扩产空间。酵母抽取物俗称 YE，用以替代味精，加入调味品及零食中，用以提升产品厚度及鲜度。近几年国内味精消费量稳定在 195 万吨左右，若 YE 仅替代其中 10-15%，则行业空间可达 20-29 万吨，替代潜能亟待挖掘。目前 YE 正不断渗透酱醋企业产品中，头部企业例如海天、李锦记等均已在其产品中加入酵母抽取物作为提鲜剂。若 YE 下游市场头部企业中 50% 使用 YE，则中长期 YE 需求量可达 15.5 万吨，剔除现有 8.5 万吨产能，行业中长期存 7 万吨扩产空间，可提营收约 15 亿元。

图 6：头部调味品企业部分产品已添加酵母抽取物作为提鲜剂



数据来源：天猫商城，东吴证券研究所

表 3：国内 YE 市场需求量三年预测

下游市场	假设下游市场渗透率	酵母用量	2019年	2022年	悲观假设		
			产量 (万吨)	预计产量 (万吨)	需求量 (万吨)	中性	乐观
食醋	30%	总量 0.5%	416.3	479.5	0.48	0.72	0.96
酱油	60%	总量 0.3-1.5%	1062.17	1128.28	4.51	5.42	6.32
复合调味料	30%	一般复合调味料 0.5%-5%, 火锅底料 0.5%-1%	60.95	78.94	0.12	0.18	0.24
酱腌菜	20%	原料量 0.3-0.8%	945.37	1033.03	0.52	1.03	1.55
坚果炒货	15%	原料量 0.2-0.8%	1255.68	1559.93	0.78	1.17	1.56
饼干	15%	原料量 0.3-1.5%	980.78	1135.37	1.02	1.53	2.04
速冻食品	50%	总量 0.3-1.5%	1107.66	1357.7	4.34	5.43	6.52
合计					11.77	15.48	19.18
CAGR 三年增速					8.5%	16.2%	22.6%

数据来源：公司官网，前瞻经济学人，中国产业信息网，天猫商城，东吴证券研究所

公司 YE 具备产能优势，高市占率下与 B 端长期合作，利好公司未来扩产。2018 年国内 YE 产能 8.5 万吨，公司产能 6.6 万吨，占国内 YE 市场 77.6%。其余两强仅乐斯福在国内有约 1.5 万吨产能，英联马利 3 万吨 YE 工厂因环保和效益问题于 2014 年停产。目前一超两强在国内无 YE 在建产能，公司在国内处于寡头地位。不同于传统酵母可直面 C 端消费，YE 因其用途而服务于 B 端客户。公司产能优势下形成的高市占率及与 B 端的长期合作关系，利好未来 YE 量能释放下公司扩产。

2.2. 国内价增：C 端渗透、原料成本上升期叠加产能偏紧，提价可期

2.2.1. 糖蜜周期性减产，酵母成本短期或小幅攀升

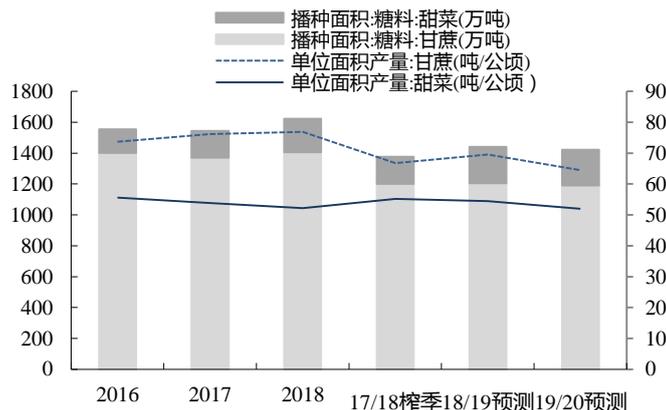
上游周期性减产，疫情期间下游需求上升，导致 2020 年初至今糖蜜价格上升约 20%。从供给端看，糖蜜是甘蔗及甜菜生产白糖时的副产品，其供给与上游甘蔗及甜菜产量息息相关。根据公司招股说明书显示，每 30 吨甘蔗/每 20 吨甜菜可产出 1 吨糖蜜汁，每 5 吨糖蜜汁可生产 1 吨酵母。2018 年甘蔗产量 1.08 亿吨，甜菜产量 0.11 亿吨，理论上可生产糖蜜 417 万吨。甘蔗与甜菜产量呈三上三下六年周期性特征，按以往规律判断 19/20 榨季应是周期高点。但根据中国糖业协会信息显示，19/20 榨季甘蔗与甜菜产量在播种面积及单产分别回落 1.2/1.3% 和 7.3/4.5%，甘蔗及甜菜产量预计约为 0.77/0.12 亿吨，理论可生产糖蜜 316 万吨，产量或已开启下行周期。未来 1-2 年内，需求端不变情况下，将间接推高糖蜜价格。

图 7：糖蜜上游周期性减产（产量：万吨）

图 8：19/20 榨季糖料播种面积与单产均有所下降

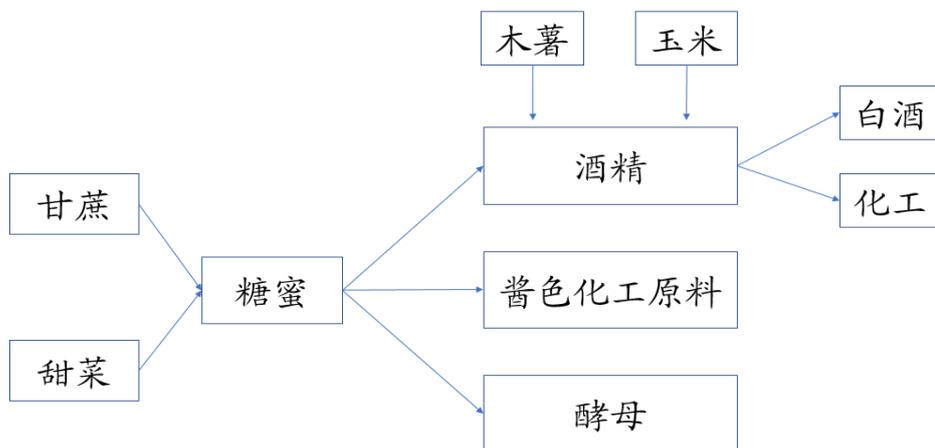


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 中国糖业协会, 东吴证券研究所

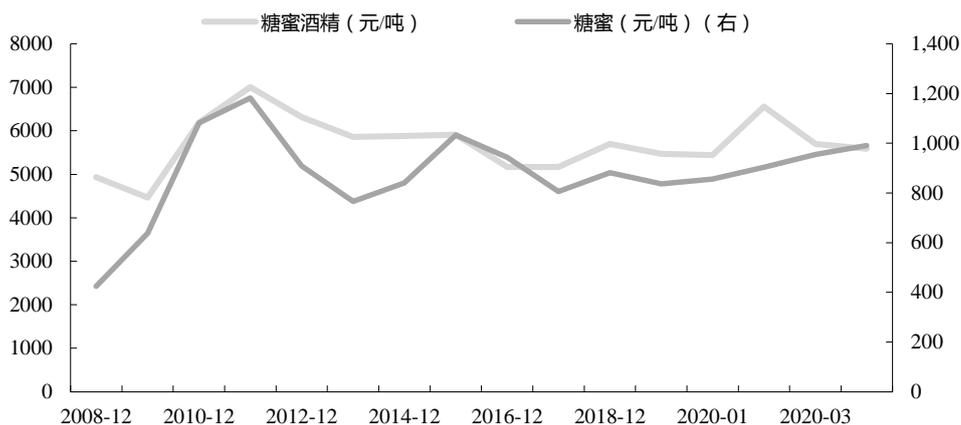
图 9: 酵母产业链上游供给图



数据来源: 前瞻经济学人, 东吴证券研究所

从需求端看, 糖蜜下游涉及酒精 (包括食用酒精与化工酒精)、酵母、饲料等多个产业。除上游供给决定糖蜜价格外, 糖蜜价格与糖蜜酒精价格关系紧密。2020 年初疫情影响下酒精需求量上升, 在玉米及木薯作为传统粮食作物无法为酒精生产大量供给情况下, 酒精对于糖蜜依赖度有所增高, 供给偏紧。2020 年初至 3 月糖蜜价格已攀升 14%, 累计同比增幅约 16%。

图 10: 糖蜜与糖蜜酒精价格关系甚密



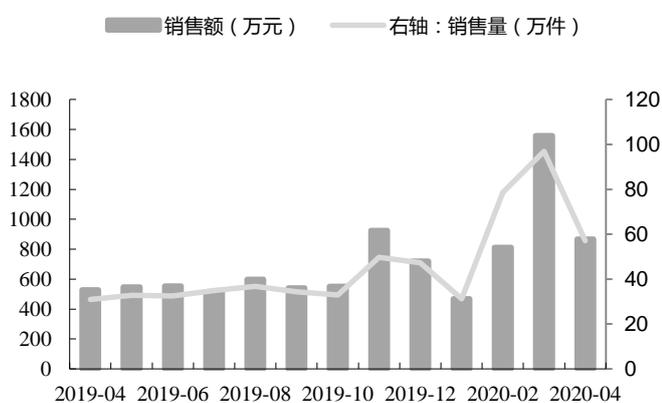
数据来源：Wind，东吴证券研究所

在糖蜜无法自由进出口的情下，根据上下游需求判断，此轮周期调整下，预计未来三年内糖蜜价格小幅上升。公司已于2019年末糖蜜价格低位时采购2020年所需70%糖蜜，若糖蜜价格上升10-25%，2020年原料成本上涨预计约1.9-4.8%。

2.2.2. 居家烘焙热情不减，公司产能吃紧

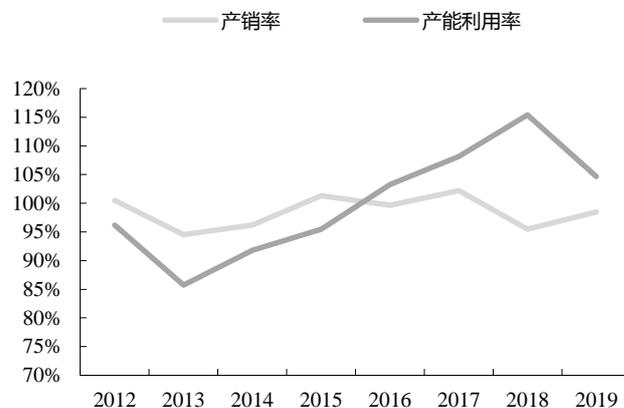
疫情期间居家烘焙热情高涨，且疫后具备延续性，C端产能吃紧。新冠疫情影响下，居家烘焙热情高涨。阿里淘数据显示，20Q1安琪线上销售额达2841.58万元，环比19Q4+29.35%，线上市占率达62.38%；其中3月物流恢复后，销量进一步攀升，3月单月销售额达1560万元，较2月环比+92%；复工复产后的4月，线上半月销售额也已超越19年4月整体销售额的64%，体现居家烘焙热情具备延续性。目前公司正加速改造小包装生产线，但仍供不应求。加之公司酵母类产品常年满产满销，本身面临产能偏紧局面，疫情催化下，提价通道顺畅。

图 11：疫情催生持续性居家烘焙热情



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 12：酵母类产品产能利用率及产销率均处于高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2020年4月数据截止至2020年4月17日

2.2.3. 复盘历史，产能与成本压力下，C端提价或为主旋律

复盘公司国内提价历史，产能偏紧与原材料价格上升，是公司提价主导因素。公司在国内具备较强议价能力，原料价格上涨期，公司提价维持毛利，但未影响整体销量。15-19年公司酵母类产品吨价CAGR达4.39%，销量增幅CAGR达10.02%。2020年，在原料价格上升及产能偏紧双重压力下，公司提价是必然趋势。

表 4：安琪酵母国内历史提价一览

提价时间	提价产品	提价幅度	提价动机
2004年12月	国内主要酵母产品	5%+	糖蜜价格上涨
2006年1月	国内酵母产品	8%	产能较为紧张
2007年1月	部分酵母产品	5%	产能较为紧张
2008年3月	所有产品普遍提价	平均约4%	糖蜜价格大幅上涨
2008年10月	全部酵母产品	7%-15%	糖蜜价格大幅上涨
2009年	未提价	-	糖蜜价格下降
2011年2月	国内酵母产品	5%+	糖蜜价格大幅上涨，创新高
2012年2-3月	国内小包装产品及面用酵母	10%/5%	使用高价糖蜜库存压低毛利率
2013-2015年	国内产品未提价	-	公司产能扩张，供约大于求
2016年1月	国内YE产品	5%	行业空间扩张，产能较为紧张
2016年5月	国内面用酵母产品	5%	行业空间扩张，产能较为紧张
2017年	未提价	-	糖蜜价格下降
2018年1月	部分YE产品	1-2%	YE竞争格局改善，主动提价
2018年10月	60%酵母产品	3-4%	伊利工厂环保限产，主动提价

数据来源：全景网，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

疫后B端或迎来反弹性消费，高市占率为中长期B端提价之保障。2019年公司前五大客户收入达3.71亿元，6年CAGR达9.80%。绝对值上升同时占收入比逐年下降，2019年仅占销售收入4.88%，体现公司客户来源多样，对于大客户依赖程度降低，为B端提价提供基础。达能、桃李、麦当劳及必胜客均为B端客户，国内疫情趋缓下，B端3月中下旬恢复，公司B端市占率超50%下，有望迎来反弹性消费的进货需求。

图 13：15-19年酵母类吨价/销量 CAGR 4.4/10.0%

图 14：前五大客户收入占比逐年降低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2015 年数据缺失

3. 看海外：布局新兴市场，疫情期间抢占市场份额

2019 年公司实现海外营收 21.96 亿元，同比增长 14%，占整体营收 28.69%，营收占比逐年提升。其中埃及与俄罗斯工厂分别实现营收 4.08 亿元及 3.25 亿元，占海外营收 33.4%。19 年海外业务毛利率达 28.84%，直投工厂建成后，当地原料与人力成本优势下，毛利率不断攀升。

图 15：公司海外业务收入，增速及毛利率变动



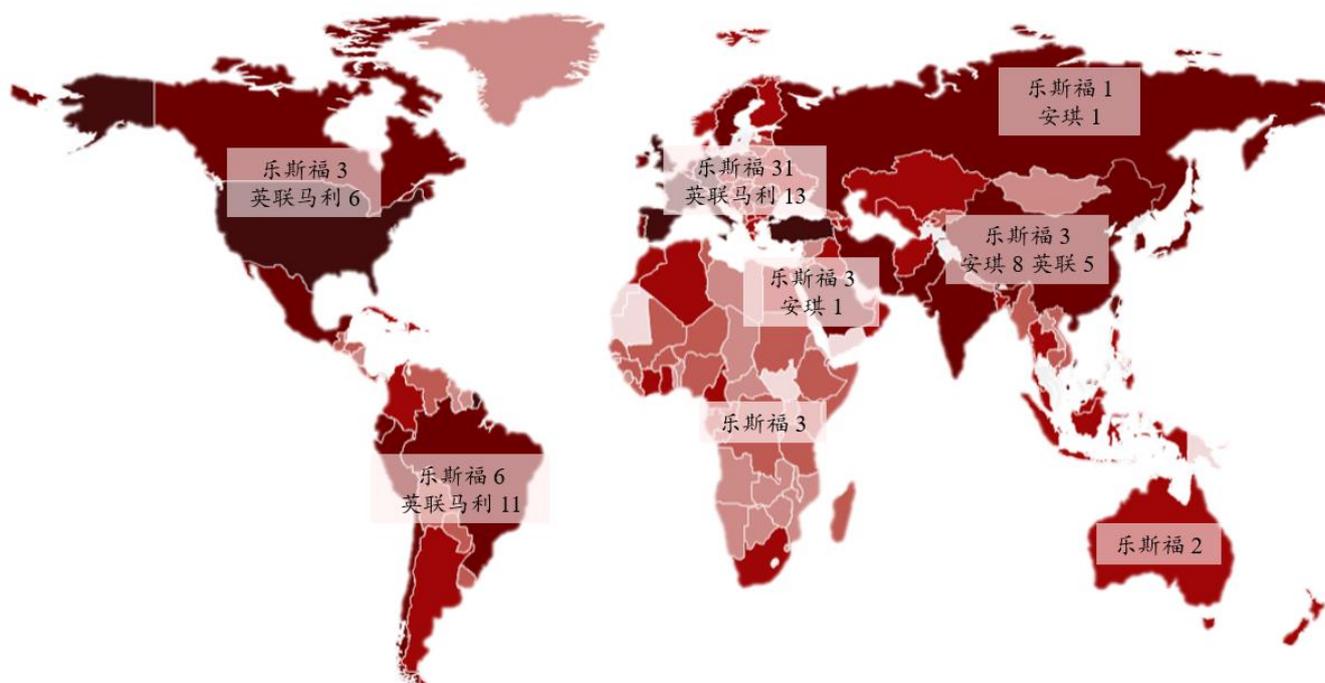
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 疫情加速行业整合，公司满产有望提升海外市占率

海外疫情持续发酵，公司满产有望提升市占率。19 年全球酵母产能达 155 万吨，乐斯福、英联马利通过兼收并购产能分别达 48 及 26 万吨，占全球产能的 31/17%。13 及 18 年公司埃及与俄罗斯工厂分别建成投产，全球产能份额提升至 15.5%，目前 CR3 合

计占全球产能 63%。我们认为疫情发酵下，利好公司提升海外市占率，原因在于 1) 公司海外生产基地埃及与俄罗斯并非疫情集中区，且获当地政府批文，保障生产与物流供应，一季度两大生产基地产能利用率超 110%。2) 欧美饮食习惯下，酵母具备刚需属性。相较于竞品工厂因多布局疫情集中区而停工停产，公司国内外联合生产，保障产品供应下，给予经销商发货地选择权，或选择国内发货加大出口。3) 相较于竞品企业主打保质期 2-3 个月左右的鲜酵母，公司以保质期两年的干酵母为主。疫情期间，物流运输难度加大，加之全球调货供应下，船只需在港口停靠 14 天进行隔离观察，干酵母保质优势下，经销商主动联系寻求供货。4) 国际疫情催化行业竞争格局优化，海外酵母企业存在整合可能性。公司或可择机参与整合其他海外酵母品牌，提升产能同时，借助其渠道进一步提升海外市场份额。19 年以来公司海外经销商数量较 18 年增加 367 个，经销商数量扩张下公司有望在疫情期提升海外市场份额。若公司中期在海外疫情期间抢占 2%，即 3.1 万吨市场份额，可提升营收 6.71 亿元。

图 16: 新冠疫情不同地区感染人数与酵母三强海外主要工厂



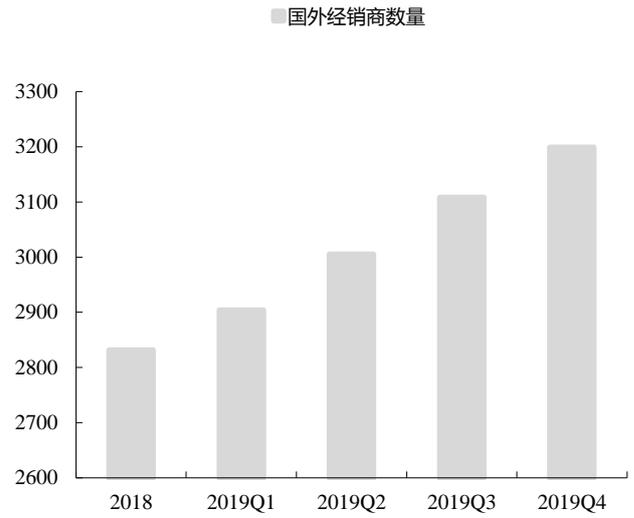
数据来源：凤凰网，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图 17: 公司以干酵母为主要产品，品类丰富

图 18: 公司海外经销商数量增幅明显



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

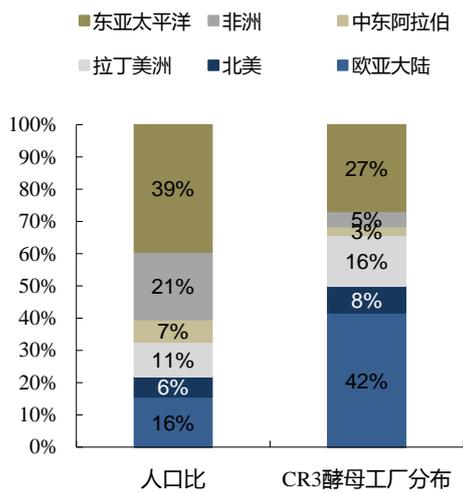


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 供需错配下，公司稳固布局新兴市场，海外扩张全球领先

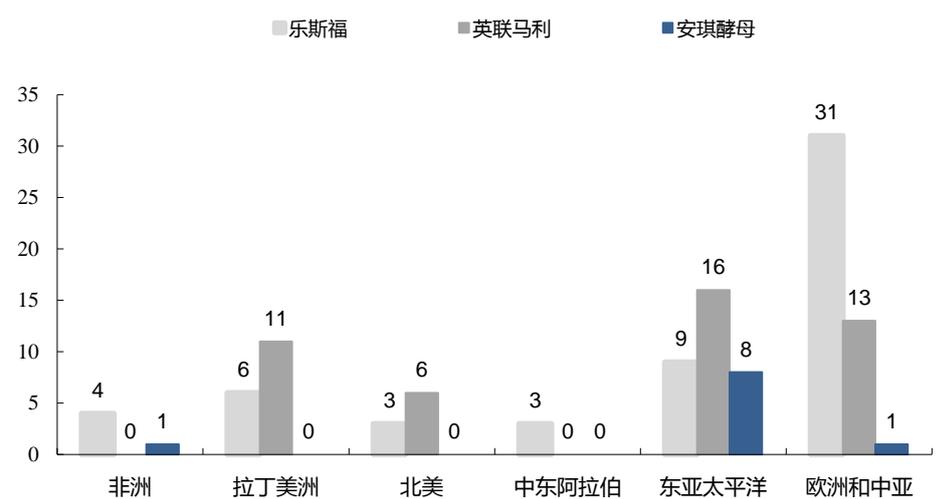
需求端人口结构改变造成酵母市场供需错配，目前全球酵母市场产能不均，欧美地区占全球人口 22%，但 CR3 中 50%工厂在此布局。成熟市场人均消费量虽高，但人口增长缓慢，酵母市场潜力有限。而非洲、拉美及东亚太平洋地区人口占全球 71%，且增长势头不减，但 CR3 仅 48%工厂在此设立，供需错配明显。

图 19：全球酵母供需错配



数据来源：Wind，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图 20：CR3 全球工厂布局（个数：2019）



数据来源：Wind，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司稳固布局待开发市场，南美及东南亚为潜在目标开拓地。2013 年及 2018 年公

司埃及与俄罗斯工厂建成投产，释放约 4.3 万吨酵母、1.2 万吨 YE 产能。目前，公司俄罗斯二期 1.2 万吨酵母产能正积极规划中，预计 2021 年建成投产，投产后海外产能将达 6.6 万吨。纵观世界版图，除公司目前已进驻的埃及与俄罗斯外，南美与东南亚不失为布局良机，预计未来公司将综合考虑政治经济形势，并结合竞争及成本结构，择机布局。

长期而言，若公司能抢占 4-5% 全球市场份额，则可提营收 14-17 亿元。

表 5：公司海外直投项目

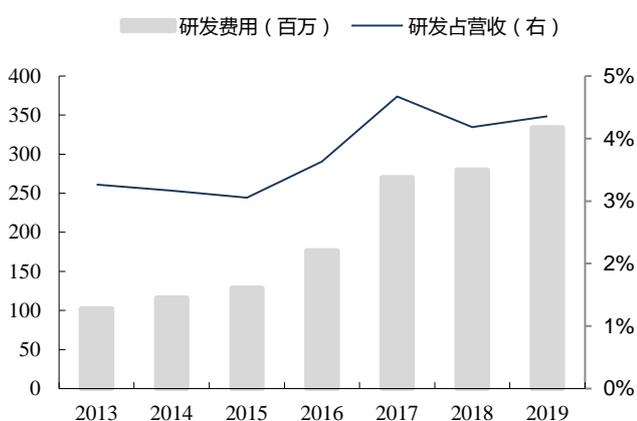
项目	选址	酵母产能（万吨）	YE 产能（万吨）	投产时间
埃及一期	埃及开罗	1.50		2013 年 2 月
埃及改造	埃及开罗	0.80		2017 年
俄罗斯一期	俄罗斯利佩茨克	2.00		2018 年底
埃及二期	埃及开罗		1.20	2019 年 4 月
俄罗斯二期	俄罗斯利佩茨克	1.20		预计 2021 年投产
累计总产能		5.50	1.20	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 酵母行业高壁垒，寡头垄断下海外具备提价可能

酵母行业高壁垒，寡头垄断下海外具备提价可能。酵母行业中，各企业为改良酵母菌种投入大量研发成本，19 年公司投入 3.3 亿元研发费用，占营收 4.4%。因中小企业无法承担高昂研发费用造成目前优质酵母菌群愈发向头部企业集中，全球酵母呈寡头垄断。受海外糖蜜价格预期上涨、环保政策趋严，叠加疫情因素考量，不排除海外竞品提价可能。复盘提价历史可发现，公司在国内具备定价权，而海外以价格跟进为战略。海外龙头提价后，公司预计将跟进提价，有望提升海外业务毛利率。

图 21：公司研发费用投入高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：19/20 榨季泰国甘蔗主产区减产推高海外糖蜜价格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 6：安琪酵母海外历史提价一览

提价时间	提价产品	提价幅度	提价动机
2005 年 6 月	出口酵母产品	5%+	糖蜜价格上涨
2010 年 3 月	出口酵母产品	7%-8%	糖蜜价格大幅上涨
2015 年 12 月	埃及酵母与 YE	5%	海外 YE 产品价格低于竞品
2019 年 Q1	俄罗斯产品	4-5%	海外 YE 定价低于竞品，主动提价

数据来源：全景网，公司官网，公司年报，安琪中期票据跟踪评级报告，东吴证券研究所

4. 探盈利提升潜力

4.1. 提价能力强叠加原料成本中枢下行，毛利率长期可攀升

2019 年公司酵母类产品实现营收 58.77 亿元，糖蜜价格下跌致毛利率达 40.92%；制糖类业务实现营收 4.91 亿元，因糖价下跌处亏损状态。2020 年因上游减产，白糖及糖蜜价格均有所上涨，提价叠加产品结构升级酵母类产品毛利或仍将攀升，糖厂也有望扭亏。

4.1.1. 短期：高毛利 C 端发力叠加提价效应，毛利或持续向上攀升

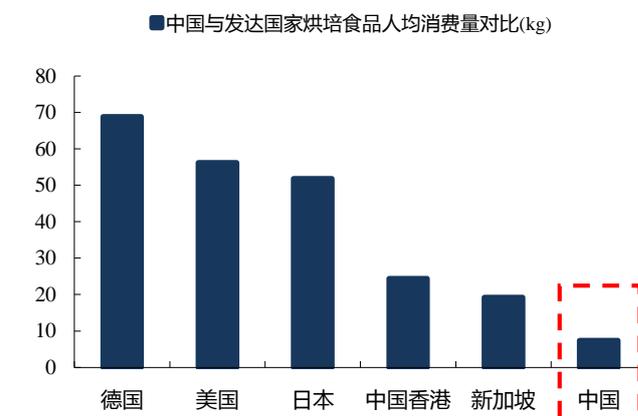
C 端需求放大效应下，公司产品结构或小幅改变。疫情期前，公司 B 端大包装（毛利率约 30%）占整体营收 80%，C 端（毛利率约 50%）小包装占 20%。疫情期间培养的烘焙热情具备延续性。对标成熟市场烘焙人均消费量，以新加坡等饮食习惯较为接近地区为例，我国仍有 2-3 倍提升空间。居家烘焙热成为提升人均消费量关键，持续利好 C 端需求，公司产品结构有望得到改善。

图 23：中国人均烘焙量持续增长



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 24：中国与成熟市场人均烘焙消费量仍存差距



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

提价效应叠加原材料库存保护，2020年毛利率较为乐观。2020年原材料糖蜜价格虽有所攀升，但公司已于2019年糖蜜价格低点采购20年所需糖蜜70%，按照近三年糖蜜价格在15%区间内波动前提测算叠加C端放量下的产品结构改变与提价效应（20Q1已提价20%），若其他营业成本不变下，酵母类产品毛利率约为42.07-44.76%，提升净利率4.66-8.44pct。

图 25：70%原料已购置前提下，提价后的毛利率波动

产品平均提价幅度	糖蜜价格波动性						
	-10%	-5%	0%	10%	15%	20%	25%
2%	42.64%	42.36%	42.08%	41.51%	41.22%	40.94%	40.65%
4%	43.75%	43.47%	43.19%	42.63%	42.35%	42.07%	41.80%
6%	44.81%	44.53%	44.26%	43.71%	43.44%	43.17%	42.89%
8%	45.83%	45.56%	45.29%	44.76%	44.49%	44.22%	43.95%
10%	46.82%	46.55%	46.29%	45.76%	45.50%	45.23%	44.97%
15%	49.13%	48.88%	48.62%	48.12%	47.87%	47.62%	47.36%

数据来源：东吴证券研究所测算

图 26：70%原料已购置前提下，提价后的净利率波动

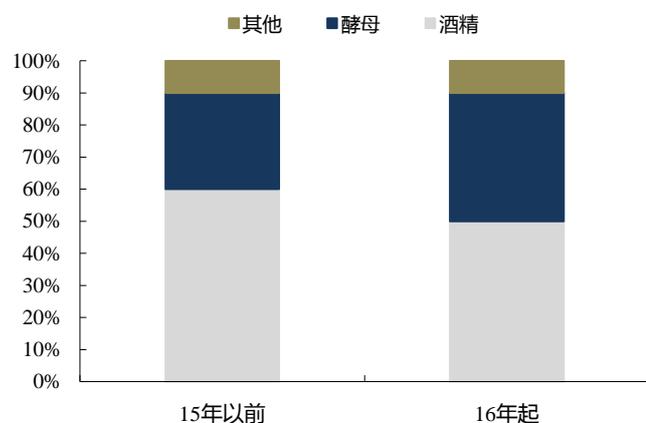
产品平均提价幅度	糖蜜价格波动性						
	-10%	-5%	0%	10%	15%	20%	25%
2%	4.45%	4.21%	3.97%	3.49%	3.25%	3.01%	2.77%
4%	6.10%	5.86%	5.62%	5.14%	4.90%	4.66%	4.42%
6%	7.75%	7.51%	7.27%	6.79%	6.55%	6.31%	6.07%
8%	9.40%	9.16%	8.92%	8.44%	8.20%	7.96%	7.72%
10%	11.05%	10.81%	10.57%	10.09%	9.85%	9.61%	9.38%
15%	15.18%	14.94%	14.70%	14.22%	13.98%	13.74%	13.50%

数据来源：东吴证券研究所测算

4.1.2. 长期：糖蜜中枢下移，自有糖厂平滑成本，持续利好毛利率

环保趋严，糖蜜酒精需求下降，糖蜜价格中枢有望下移。2015年前，酒精需求占主导作用，达糖蜜使用量60%。随着环保政策趋严，及玉米酒精替代性上升，酒精使用糖蜜量已减少为40%，利好酵母类企业对于糖蜜上游的议价能力。近年来糖蜜高位价格持续回落，此趋势未来仍将延续，持续利好公司毛利率。

图 27：酒精对于糖蜜需求占比下降



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

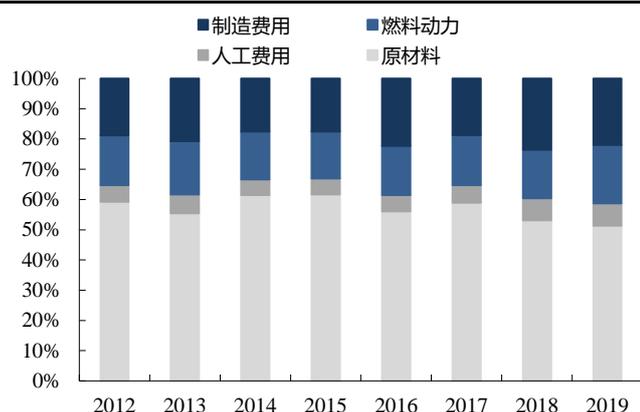
图 28：糖蜜价格高位有所回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

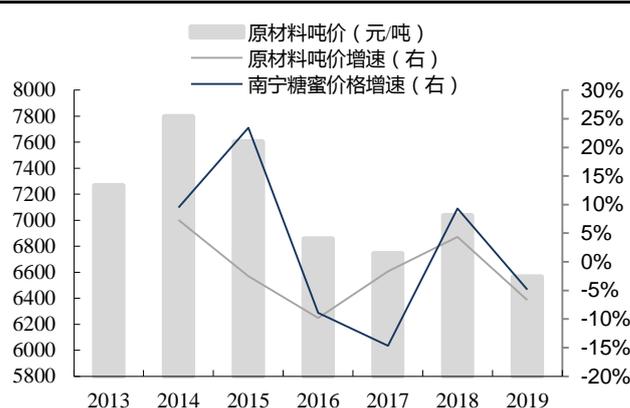
自有糖厂可平滑糖蜜价格上涨压力。糖蜜作为白糖生产副产品，公司自有糖厂生产后的副料使用亦可平滑原料成本。2019年原材料占成本51%，较2012年降低约8%，逐年下降趋势源于公司采购吨价降低。2019年公司酵母类产品原料采购吨价为6563元/吨，从公司原料采购吨价与南宁糖蜜价格增速对比可发现，糖蜜价格上涨期，公司采购成本增幅远低于市场糖蜜价格增幅，体现公司原料采购成本控制权较强，长期看糖蜜价格上涨对公司成本端威胁小。

图 29：酵母业务成本构成，原材料占比逐年下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 30：公司吨价涨跌幅低于糖蜜价格涨跌幅



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

4.2. 中短期伴随糖价上涨期，制糖业务有望扭亏

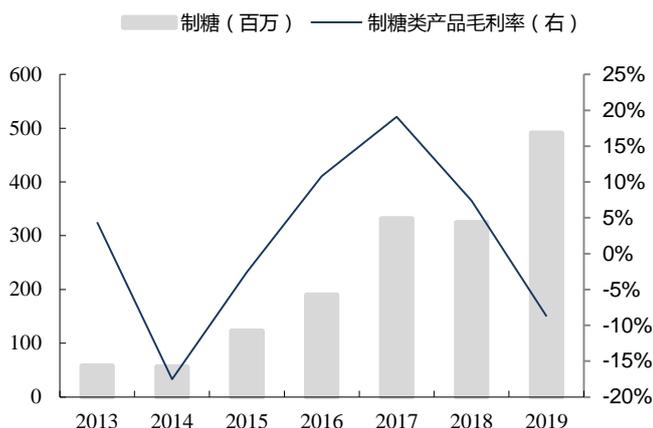
糖价上涨期，制糖业务有望扭亏。19年底公司清理18年因糖价过低所遗留的库存，制糖业务销量与收入同增51%。白糖价格尚未重回高位下，19年公司制糖业务亏损约4000万元。2020年初至3月底，白糖价格累计增长约5%，已回归6300元/吨价格中位。目前公司制糖产能约8.25万吨，若糖蜜及白糖价格维持年初至今涨势，公司制糖业务预计今年将扭亏为盈。2013年公司布局制糖业务本出于应对竞争格局变化的考量，该业务长期以来受宏观糖价制约，多有亏损，不排除公司未来择机退出的可能性。

图 31：白糖价格起暖回升

图 32：公司制糖业务多有亏损，毛利率与糖价一致性强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



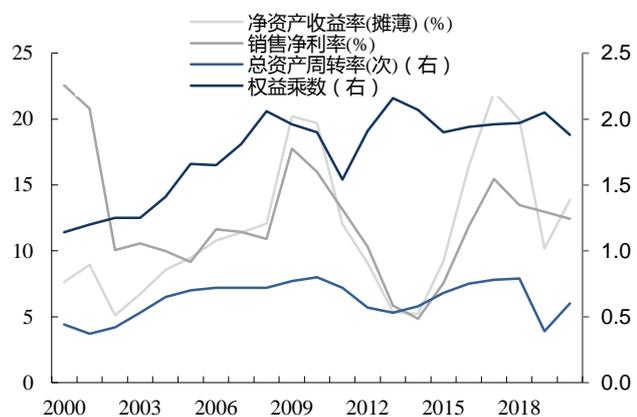
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 重资产模式下, 海外扩产+伊犁赤峰搬迁改造, 释放规模效应

4.3.1. 营收端高增下摊薄折旧费用, 释放业绩红利

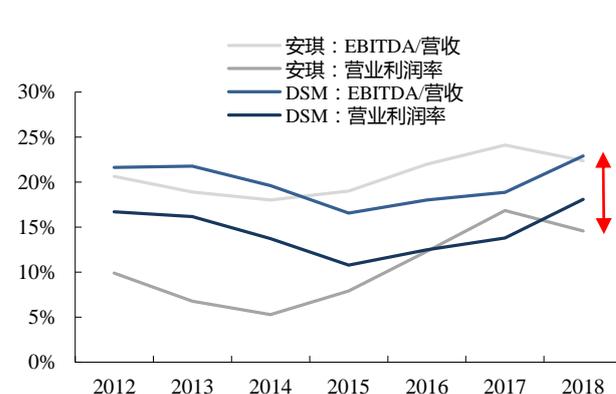
公司仍处于扩张期, 折旧影响较大。杜邦分析法拆分 ROE 时, 公司净利率与 ROE 呈现较强一致性。分解净利率, 对标生物科技企业 DSM 营养板块, 可发现公司近几年 EBITDA/营收 (%) 高于 DSM, 而营业利润率略低于 DSM, 体现出折旧影响作用较大。

图 33: 杜邦分析法拆分 ROE



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 34: 安琪与 DSM 财务对比

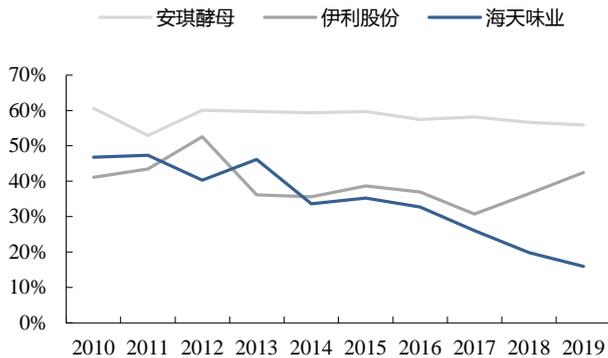


数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

19 年第三轮产能投放接近尾声, 重资产特点下, 高经营杠杆释放规模效应。相较于食品饮料板块其他公司, 酵母行业重资产特点更为明显。目前公司固定资产与在建工程占总资产约 57%, 食品饮料板块其他上市公司该比值在 30%-50% 间。复盘历史, 公司共经历 3 轮集中投产期: 2003-2006 年共释放产能 3.3 万吨; 2011-2013 共释放产能 6.4 万吨; 2017-

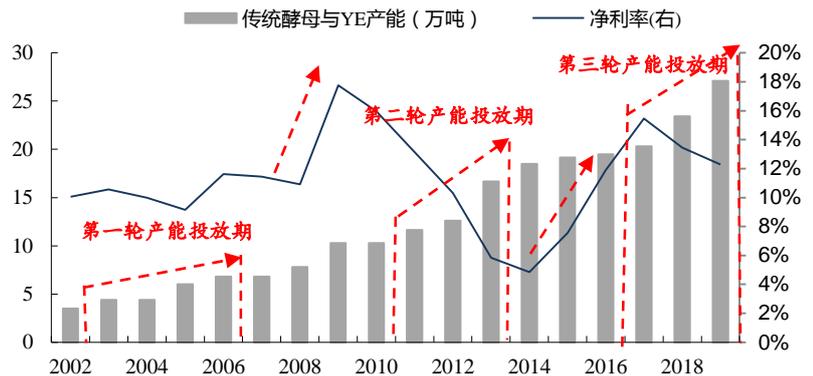
2019 年共释放产能 7.6 万吨。而每一轮集中投产后的 2-3 年内(见 2009 与 2016 年), 伴随产能完全释放、固定资产折旧摊薄以及其他产能零星扩产, 公司净利率拔高显著。2019 年公司第三轮产能投放期已接近尾声, 根据 2019 年报财务信息显示, 公司尚存 3.43 亿在建工程。根据公司项目建设公告估算, 预计 2020 年转固金额在 2.12-5.51 亿元。以 2019 年报为基准, 预计 2020 年新增累计折旧约 0.11-0.28 亿元, 对净利率影响-0.10 至-0.27%, 低于 2019 年对于净利率影响-0.58%。

图 35: 固定资产+在建工程占总资产比重



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 36: 2009 与 2016 年公司净利率拔高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 6: 2017-2019 年重大产能建设转固

	2016	2017	2018	2019
俄罗斯年产 20000 吨酵母项目	0.09	6.18	0.37	0.29
崇左公司 AFR&ANAMMOX 项目		0.60		
宜昌 30000 吨食品原料生产线项目		0.28		
柳州年产 15000 吨酵母抽提物质量安全保障升级改造项目		2.70		
柳州扩建动物营养生产线		0.29		
赤峰年产 25000 吨酵母生产线			3.38	
埃及投资新建年产 12,000 吨酵母抽提物(Yeast Extract)项目				3.25
德宏扩建年产 6 万吨有机肥料生产线项目				0.52
重大产能项目转固总额 (亿元)	0.09	10.05	3.75	4.06
当年转固总额 (亿元)	0.33	10.05	4.56	4.26
营业收入 (亿元)	48.61	57.76	66.86	76.53
当年新增累计折旧 (亿元)	3.21	3.36	4.09	4.61

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 7: 2019 重大在建工程一览 (亿元)

项目	账面余额	预算金额	预计投产时间

	(亿元)	(亿元)	
细胞源(酵母)营养健康食品数字化车间	1.15	2.47	预计 2020 年上半年第一期建成投产
德宏扩建年产 6 万吨有机肥料生产线项目	0.03	0.67	预计 2019 年底完成
"崇左环保技改并建设年产 2.5 万吨颗粒肥料 生产线项目"	0.22	0.41	2019 年 12 月完成设备调试并开始生产
宏裕年产 2.5 万吨健康产品包装材料智能工厂 项目	0.97	1.52	一期预计 2020 年上半年投产
俄罗斯糖蜜处理项目	0.13		
零星工程	0.47		
所有在建工程	3.43		
公司计划重大工程			
安琪滨州新增喷塔干燥系统	-	0.22	预计 2020 年 4 月试运行
崇左糖蜜储罐扩建项目	-	0.47	预计 2020 年 6 月试运行
扩建年产 3.3 万吨食品原料生产线及配套仓储 项目	-	0.91	预计 2020 年 9 月试运行
俄罗斯公司实施二期扩建年产 1.2 万吨酵母生 产线	-	2.66	预计 2021 年投产
宏裕包材 1.5 万吨功能性包装新材料	-	0.90	预计 2021 年 9 月试运行

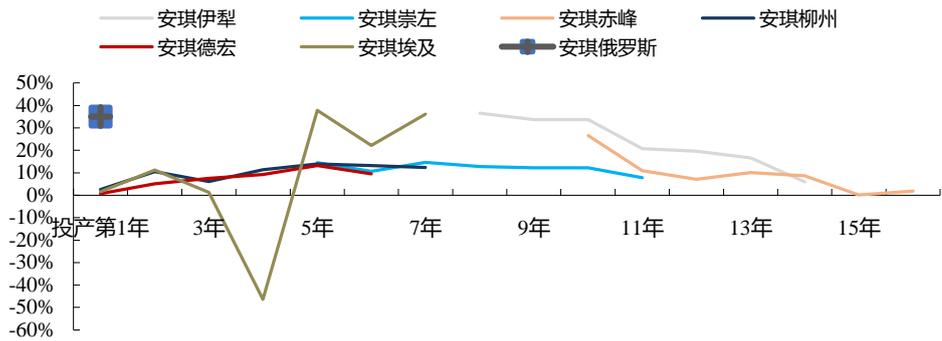
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3.2. 赤峰伊犁搬迁改造获新生，规模效应下海外业绩增幅明显

国内：赤峰伊犁搬迁改造，重回成长期

重要控股公司盈利能力逐渐步入平稳期。从子公司净利率走势可以看出，新工厂投产后的 5-6 年属于业绩上升期，投产后的第 10-11 年，业绩逐渐下滑。根据 2019 年报，公司重要控股子公司中，安琪德宏及柳州相继步入业绩平稳期，未来 3-4 年内净利率预计将维持在 10-13%。埃及工厂从投产时间来看虽理应步入平稳期，但因 19 年 4 月 YE 项目投产，拉动埃及子公司持续向上，预计未来两年净利率仍将维持在 15-20% 的高位。

图 37：重要控股公司净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

赤峰伊犁搬迁改造后，净利率或可重增长。赤峰工厂未搬迁前净利率约 8.69%，产能老旧已处于衰退期。18 年 10 月搬迁改造完工，转固投产，因折旧及制造费用增加导致当年净利率仅为 0.07%，19 年底回升至 0.65%。按照新建产能第二年投产营业利润率 9-10%，及 20 年为折旧年限测算，预计 2020 年赤峰净利率有望回升至 6.03%，增加公司整体净利率 0.62%。

2018 年，伊犁因环保限产 40%，净利率由 17 年 19.6% 下滑至 16.6%。19 年虽产能恢复 70-80%，但由于环保费用高昂，净利率下降至 9.93%。2020 年假设伊犁产能恢复至原先 90%，则净利率可回升至 18.69%，提升公司整体净利率 1.14pct。若伊犁产能恢复至 100%，则净利率可回升至 20.97%，可提升公司整体净利 1.58pct。

表 8：伊犁工厂产能恢复测算

	产能(万吨)	收入(万元)	净利(万元)	净利率	可提升公司整体净利率
90%产能	3.42	74,024	13,831	18.69%	1.14%
100%产能	3.80	82,249	17,247	20.97%	1.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外：俄罗斯二期投产后将拉动新一轮业绩增长

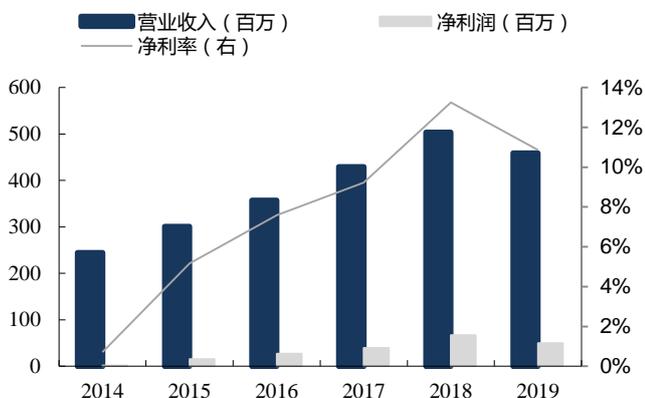
相较于国内，海外子公司业绩提升幅度更大。我们将国内与国外产能扩张后营业利润率与 ROE 增幅对比后发现，海外产能扩张后业绩增幅更为明显。

看国内：2013 年投产的德宏工厂于 15 及 17 年两次扩产能，折旧费用率摊薄后，18 年净利率上升至 13.26%。看海外：同样于 2013 年投产的埃及工厂在第二年产能释放叠加市场开拓成熟后，收入增长 85.12%，营业利润率/ROE 迅速提升至 6.89%/17.61%。17 年扩产 0.8 万吨后，18 年营收已达 3.43 亿元，净利率达 22.12%。

看海外：2017 年 8 月俄罗斯一期投产，19 营收达 3.25 亿元，净利率 20.25%。按照

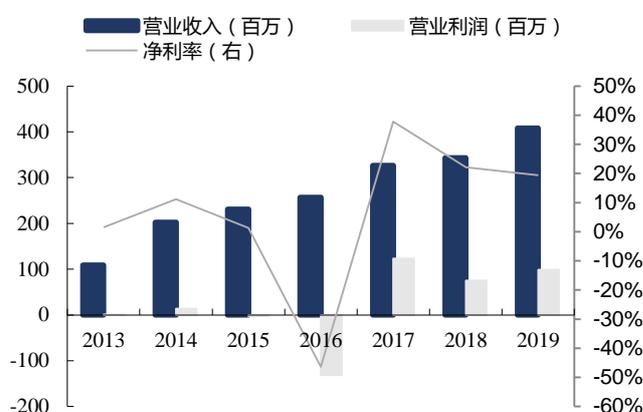
19 年经营数据，考虑新增折旧按 20 年折算，预计二期建成后，原料价格优势下叠加环保及运输费用的摊薄，净利率可达 21%，提升公司整体净利率 0.84%。未来海外持续扩张版图下，公司整体净利率将有望持续提高。

图 38：安琪德宏历史业绩



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 39：安琪埃及历史业绩



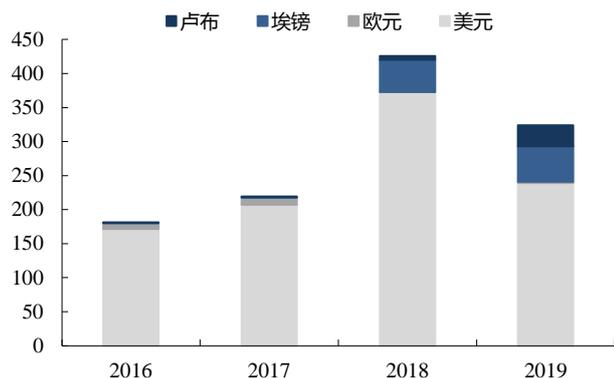
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4. 汇率短期扰动，美元抗风险属性强，长期风险对冲下公司业绩影响小

汇率短期扰动，长期天然对冲下公司业绩影响小。公司作为全球性企业，2019 年海外业务达 22 亿元，占营收规模 29%，比重较大。纵观公司海外业务模式及外币资金与应收应付账款规模，我们可以发现，公司海外交易虽涉及多种外币，但销售仍以美元为主导货币，俄罗斯及埃及两大海外工厂 70% 产品对外出口，换取美金；因埃及与俄罗斯工厂涉及原料采购，应付账款中埃镑与俄罗斯卢布占多数。2017/18 年公司财务费用同比增长 45/51%，便主要源于人民币兑美元短期升值下引发汇兑损失。2019 年俄罗斯工厂净利润 6581 万元人民币，剔除汇兑损益后，净利润约 2000 万元人民币，汇率波动下带来超 4000 万元净利增量。**短期来看**，汇率波动对于公司业绩造成一定扰动。20 年新冠疫情影响下，全球经济表现暗淡，美元硬通货属性下，仍具备抗风险属性，利好公司营收端。石油价格下跌，俄罗斯卢布短期贬值，利好海外子公司成本端费用。**长期来看**，因公司使用财务手段进行风险对冲，且汇率波动对于公司业绩影响偏正面且扰动幅度较小，汇兑损失/营业总收入长期波动在-0.1%至 0.6%之间，对于公司长期经营影响甚微。

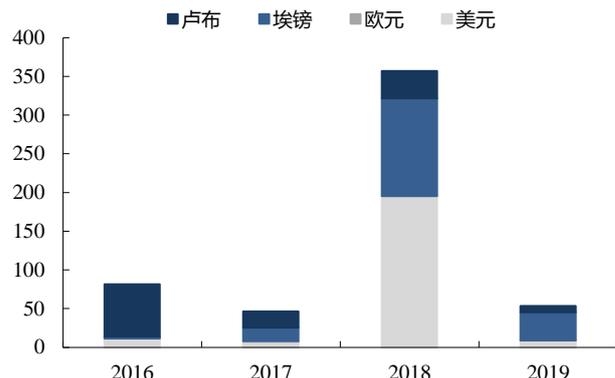
图 40：公司外币性应收账款换算成人民币后（百万）

图 41：公司外币性应付账款换算成人民币后（百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 42: 人民币兑美元走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 43: 人民币兑卢布及埃及镑走势

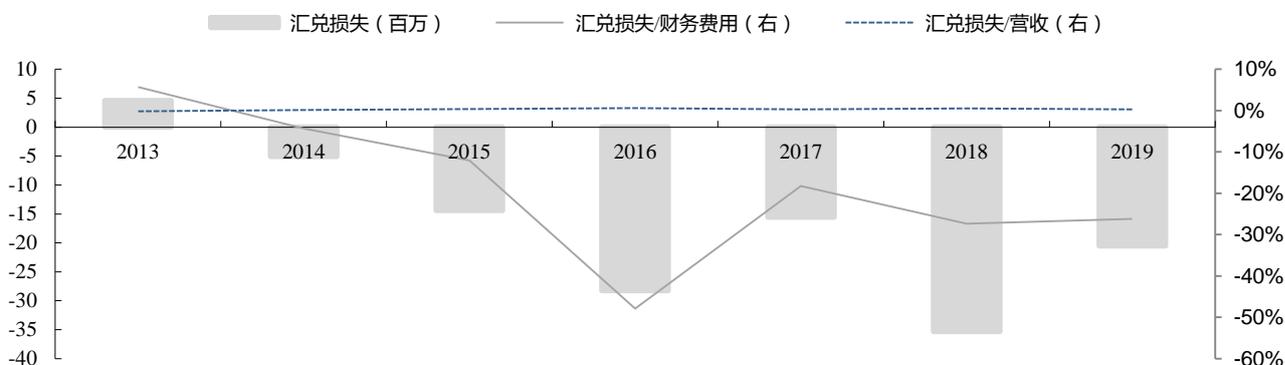


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44: 汇兑损益对公司扰动甚微



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 公司业绩及股价复盘

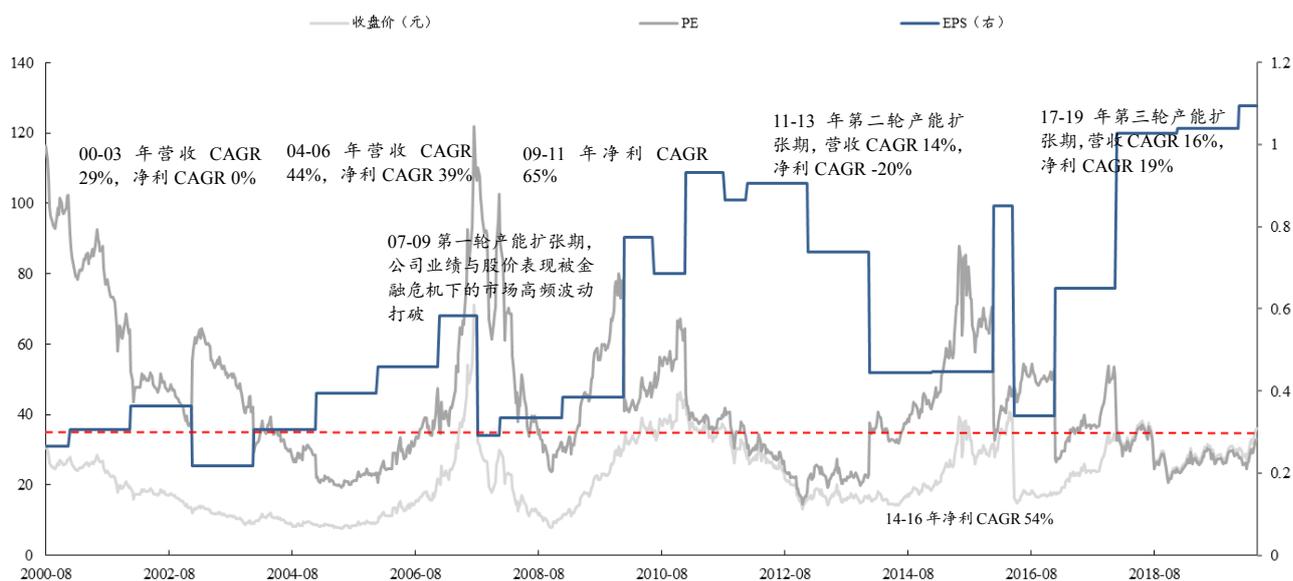
公司股价表现与公司基本面及产能扩张具备一致性。复盘公司股价波动，除市场因素外，股价及估值表现与公司业绩及产能投放基本一致。2000年公司上市后，并未立即实行产能扩张，直至2003年7月并购现安琪赤峰后，产能才有所释放。该时期内，公司主要依托原有产能开发新客户，因而销售与管理费用高增下拖累公司业绩，2000年-2003年公司营收CAGR 29%，归母净利CAGR为0%，业绩表现低于市场预期，股价持续走低。

04年公司将产能扩张计划提上日程，04-06年间公司扩产下，营收CAGR达44%，归母净利CAGR达39%。优异基本面表现叠加市场大环境热钱涌入下的高估值，2007年上半年公司市盈率一度高达122X。后因07H1公司业绩增速受折旧高增而下降，公司市盈率回调至50-60X区间内。08年受金融危机影响，公司市盈率下探至23-24X。09-10年间随着产能完全释放及折旧费用摊薄，公司归母净利CAGR达65%，估值攀升至67X。

11-13年第二轮产能投放期下，公司营收CAGR 14%，净利CAGR -20%，估值一度下探至14X。14-16年受产能释放及费用率摊薄，公司归母净利CAGR 54%，股价虽受A股市场震荡影响，但公司整体估值水平因基本面表现优异，维持在40-50X。

EPS持续走高，估值处于历史低位。17-19年第三轮产能投放期下，公司营收CAGR 16%，净利CAGR 19%，EPS持续走高。考虑到未来产能释放及费用率摊薄下的规模效应，目前对应20年31倍市盈率相较于历史平均43倍而言偏低。

图 45：公司股价复盘



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

6. 盈利预测

基于 19 年数据，我们分业务对公司营收及毛利进行测算。公司目前共有酵母类产品、制糖、包装、奶制品、其他主营及其他，五大类业务。

酵母类产品：酵母类产品又分为传统酵母/YE/营养品等其他，分别占据总营收约 45/15/15%。**收入端：**我们根据以往传统酵母及 YE 的产能、产能利用率、产销率、吨价、潜在提价幅度，综合公司未来的产能规划，预测传统酵母及 YE 未来的营业收入；而营养品等其他业务则根据一般处于发展期产品的营收增速进行估算。**成本端：**我们综合公司披露的酵母类产品成本比例将成本分为原材料、人工、燃油动力及制造费用四块。其中原材料价格考虑糖蜜价格周期，人工、燃油动力及制造费用综合公司产能扩张进行预估，从而得到成本端，进而测得毛利。

糖类产品：我们根据公司以往糖类产品产能、产量、销量、库存量测得公司产能利用率、产销率，结合以往公司吨价及糖价走势测得营收。成本及毛利测算方法与酵母类产品相当。

其余几项公司业务得测算方式与上述基本相同，在未有产能数据下，整体估算业务收入增速。综上我们认为短期内公司酵母类产品因国内 C 端需求放大而提价，考虑中长期产能扩张，预计 20-22 年酵母类产品收入增长 15/12/14%，考虑到公司制糖业务 19 年因清理库存而营收高增及其他业务的稳定性增长，预计 20-22 年公司整体收入增速为 14/11/13%。

图 46：收入预测（单位：百万元）

600298.SH	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,653	8,754	9,747	10,969
	yoy	14%	14%	13%
营业成本	4,974	5,528	6,174	6,874
毛利	2,679	3,226	3,573	4,095
	毛利率	35%	37%	37%
酵母类产品收入	5,877	6,745	7,528	8,580
	yoy	7%	15%	14%
传统酵母收入	3,444	3,911	4,177	4,820
产能	20.0	20.0	20.4	22.4
产量	20.0	21.0	21.4	23.5
销量	19.6	21.0	21.4	23.5
B端收入	2,755	2,755	2,893	3,037
	B端提价	0%	0%	5%
C端收入	689	895	940	987
	C端提价	0%	30%	5%
平均吨价	17,535	18,587	19,516	20,492
YE收入	1,148	1,227	1,423	1,639
产能	7.4	7.8	8.2	9.0
产量	7.5	7.8	8.6	9.5
销量	7.5	7.8	8.6	9.5
保健品、酿酒、营养品等	1,285	1,607	1,928	2,121
	yoy	-	25%	20%
酵母类产品成本	3,472	3,958	4,457	5,061
毛利	2,405	2,787	3,071	3,520
	毛利率	41%	41%	41%
制糖类收入	491	440	458	455
制糖类产品成本	534	381	386	388
毛利	(43)	60	72	67
	毛利率	-9%	13%	15%
其他业务收入	1,285	1,568	1,761	1,934
包装类产品成本	968	1,190	1,331	1,426
毛利	317	379	430	508
	毛利率	25%	24%	24%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计 20-22 年公司实现营收 87/97/110 亿元，同增 14/11/13%，归母净利 10.5/12.1/13.9 亿元，同比增长 17/15/16%，对应 EPS 为 1.28/1.46/1.69 元，对应 PE 为 31/27/23 倍。公司历史估值平均 43 倍，中期海外疫情发酵下公司市场份额有望提升；长期公司具备产能优势持续扩张能力及重资产特性下释放规模效应，我们给予公司动态估值区间 35-40 倍，给予“买入”评级。

图 47：可比公司估值（数据截至 4 月 27 日）

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	股价 (元)	PE			EPS (元/股)			营业总收入 (亿元)			归属母公司股东净利润 (亿元)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600298	安琪酵母	321	39	36	31	27	1.09	1.28	1.46	77	88	97	9	11	12
603288	海天味业	3,393	126	63	54	46	2.03	2.31	2.73	202	228	263	55	63	74
600872	中炬高新	374	47	52	44	36	0.90	1.07	1.29	47	53	62	7	9	10
002507	涪陵榨菜	278	35	46	38	33	0.78	0.92	1.07	19	22	25	6	7	8
600305	恒顺醋业	160	20	49	42	36	0.41	0.48	0.56	18	20	22	3	4	4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

- 1、原材料价格上涨超预期。20 年糖蜜价格开启上涨周期，多年来糖蜜价格中枢虽有所回落，但不排除因疫情延续性长，下游糖蜜酒精需求旺盛，导致糖蜜价格攀升幅度超预期，从而影响公司酵母类产品毛利率，进而拉低整体净利水平。
- 2、提价不及预期。目前 C 端需求旺盛，公司具备提价主导权；但不排除疫情期后，烘焙热情保留率不足，C 端需求减退，公司无法持续提价以进一步提高毛利水平。
- 3、海外扩张不及预期。公司长期向海外发展，不排除因海外市场竞争格局改变致使公司海外扩张不及预期，致使营收及净利受到负面影响。
- 4、产能投放不及预期。公司目前计划俄罗斯二期及睢县产能扩张，不排除建设安排因疫情影响滞后，无法如期投产。
- 5、环保政策趋严限产。2018 年公司伊犁工厂曾因环保问题而限产 40%，目前已基本恢复正常产能水平。环保问题提上日程下，不排除未来政策监管趋严致使工厂产能无法发挥极致，而影响公司供货及产能利用率。
- 6、食品安全问题。公司属于食品加工制造业中一环，若产业链涉及企业发生食品安全事件，将对公司经营造成重大负面影响。
- 7、疫情控制不及预期。若疫情持续发酵，未有好转趋势下，将有可能影响公司正常生产、经营及销货配送。
- 8、汇率波动幅度超预期。因金融风险升高，国际货币走势波动或超预期，汇率波动下不排除公司海外收入及成本受汇兑影响，从而影响公司合并报表。

安琪酵母三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3866	4036	4246	4615	营业收入	7653	8754	9747	10969
现金	664	757	445	434	减:营业成本	4974	5528	6174	6874
应收账款	814	838	1001	1069	营业税金及附加	69	79	88	99
存货	1870	1992	2103	2471	营业费用	885	1090	1164	1347
其他流动资产	519	449	697	642	管理费用	256	334	386	414
非流动资产	6041	6643	7677	8010	财务费用	78	119	103	119
长期股权投资	24	30	32	34	资产减值损失	-18	9	8	-0
固定资产	5195	5746	6646	7046	加:投资净收益	-7	0	1	1
在建工程	343	400	500	400	其他收益	65	53	53	57
无形资产	292	300	320	340	营业利润	1099	1285	1468	1696
其他非流动资产	187	167	179	190	加:营业外净收支	10	7	7	7
资产总计	9907	10680	11923	12625	利润总额	1109	1292	1475	1703
流动负债	2988	3422	4056	3660	减:所得税费用	169	181	206	238
短期借款	787	900	1500	1000	少数股东损益	38	59	61	70
应付账款	1205	1308	1498	1557	归属母公司净利润	901	1052	1207	1395
其他流动负债	996	1214	1057	1103	EBIT	1538	1801	2023	2334
非流动负债	1621	1165	1171	1574	EBITDA	1069	1283	1443	1738
长期借款	1429	1000	1000	1000					
其他非流动负债	192	165	171	574					
负债合计	4609	4586	5226	5233	重要财务与估值指标				
少数股东权益	268	276	286	297	标	2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	5030	5817	6411	7095	每股收益(元)	1.09	1.28	1.46	1.69
负债和股东权益	9907	10680	11923	12625	每股净资产(元)	6.10	7.06	7.78	8.61
					发行在外股份(百万股)	824	824	824	824
					ROIC(%)	17.3%	19.4%	18.9%	20.5%
					ROE(%)	17.7%	18.2%	18.9%	19.8%
					毛利率(%)	35.0%	36.9%	36.7%	37.3%
					销售净利率(%)	11.8%	12.0%	12.4%	12.7%
					资产负债率(%)	46.5%	42.9%	43.8%	41.5%
					收入增长率(%)	14.5%	14.4%	11.3%	12.5%
					净利润增长率(%)	5.2%	16.7%	14.8%	15.5%
					P/E	35.65	30.55	26.62	23.04
					P/B	6.07	5.27	4.80	4.35
					EV/EBITDA	32.15	26.54	24.00	19.87

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>