

安琪酵母 (600298)

国际化&专业化的酵母龙头，内外部因素发生积极变化

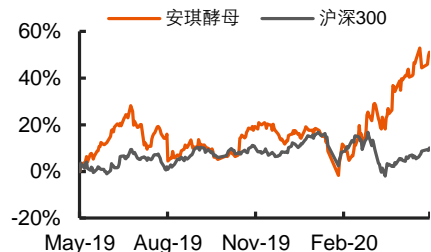
推荐 (维持)

现价: 38.88 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.angelyeast.com
大股东/持股	湖北安琪生物集团有限公司 /39.98%
实际控制人	宜昌市国资委
总股本(百万股)	824
流通 A 股(百万股)	824
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	320.40
流通 A 股市值(亿元)	320.40
每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	46.3

行情走势图



相关研究报告

《安琪酵母*600298*业绩表现靓丽，疫情酝酿新机遇》 2020-04-22

《安琪酵母*600298*呈边际改善趋势，疫情影响偏正面》 2020-03-31

证券分析师

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **全球领先酵母企业，21年剑指百亿目标：**公司为宜昌国资委旗下国际化、专业化的酵母大公司，全球酵母市占率高达16%，规模稳居全球前三。公司产品聚焦干酵母领域，约80%收入来自B端工业客户，因下游需求涉及诸多行业，主要产品包括烘焙与发酵面食酵母、酵母抽提物、保健品、酿酒酵母、动物营养等。公司营收增长相对稳健，增速长期维持在14%~19%，21年力争实现营收100亿目标，历史业绩受诸多变量影响而波动明显，15-17年因规模效应体现等利好推动利润持续高增长，18-19年因外部环境变化+净利率处于高位导致净利润增速大幅放缓。
- **酵母国内国外携手并进，衍生品有望持续放量，长期成长逻辑清晰：**酵母行业马太效应明显，公司国内市占率高达55%，多数竞争对手已丧失扩充产能动力，公司有望在享有行业个位数增长同时，继续收割市场份额。海外酵母产能布局和需求增长区域的不匹配给予领先企业新发展机会，公司积极开拓新兴市场，凭借干酵母优势、低价策略、本地化经营形成成熟扩张模式，有望实现海外市占率的稳步提升。酵母下游衍生品具备较好发展潜力，有望实现持续放量。国内YE市场仍有超5倍成长空间，公司国内市场份额超过60%，已奠定市场领先地位，持续享受行业扩容红利，保健品凭借酵母独特产品优势亦有望延续高增长态势，食品原料、动物营养也具备较好发展前景。
- **国内家用化趋势加快，海外拓展迎来新机遇，短中期积极因素正增加：**1) 新冠疫情提供了培育消费者酵母使用习惯的绝佳机会，国内C端需求出现爆发式增长，且公司2-3月对小包装酵母减少促销及直接提价，利好因素短期可延续。疫情结束后，酵母消费习惯仍有望得到保留，C端收入或持续保持较快增长。2) 海外疫情持续蔓延，竞争对手产能或受疫情负面影响，且物流不畅下干酵母长保质期优势明显，公司有望借助有利时机加快海外扩张步伐。3) 国际原油价格已出现大跌，若未来油价持续低位，这或对糖蜜需求起到抑制作用，21年糖蜜价格有望稳中有降。4) 公司酵母产能利用率已处较高水平，未来1年酵母产能难有扩容，公司在B端产

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,686	7,653	8,897	10,203	11,627
YoY(%)	15.8	14.5	16.3	14.7	14.0
净利润(百万元)	857	902	1,046	1,240	1,461
YoY(%)	1.1	5.2	16.1	18.5	17.8
毛利率(%)	36.3	35.0	35.7	35.7	35.4
净利率(%)	13.5	12.3	12.3	12.7	13.1
ROE(%)	20.0	17.9	18.2	18.9	19.4
EPS(摊薄/元)	1.04	1.09	1.27	1.51	1.77
P/E(倍)	37.4	35.5	30.6	25.8	21.9
P/B(倍)	7.5	6.4	5.6	4.9	4.2

品的价格调整上或更加积极。5) 公司自 2H19 推动组织梳理、人员整合等举措，期待销售费用率实现稳中有降。

- **投资建议：**公司国内酵母寡头地位巩固，海外拓展稳步推进、下游衍生品业务持续发力，长期成长确定性较好。疫情影响下，公司国内 C 端业务、海外业务均有望加速成长，叠加未来成本端、销售费用端或出现向好变化，公司业绩弹性有望持续凸显。我们维持公司 20-22 年 EPS 为 1.27、1.51、1.77 元的预测，对应 PE 分别 30.6X、25.8X、21.9X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、市场竞争加剧风险：酵母行业集中度进一步提高，国际同行优化和调整全球经营对策将对酵母市场带来一定影响；2、汇率波动的风险：汇率波动可能会给公司出口业务带来风险。包括以外币计价的交易活动中由于交易发生日和结算日汇率不一致而产生的外汇交易风险；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、新产品及新技术应用，新环保方法试制、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；4、原材料价格波动风险：公司主要原材料为糖蜜等，若上游原料价格波动较大，将会影响公司生产成本。

正文目录

一、 全球领先酵母企业，21 年剑指百亿目标	5
1.1 亚洲酵母龙头企业，规模稳居全球前三	5
1.2 聚焦干酵母领域，to B 业务占据主导	6
1.3 历史营收增长稳健，多因素导致业绩波动明显	7
二、 酵母国内国外携手并进，衍生品有望持续放量，长期成长逻辑清晰	9
2.1 国内寡头地位巩固，有望延续稳定增长	9
2.2 抓住新兴市场机遇，海外市场开拓稳步推进	11
2.3 下游衍生品具备较好发展潜力	12
三、 国内家用化趋势加快，海外拓展迎来新机遇，短期积极因素正增加	13
3.1 疫情培育消费者习惯，国内 C 端业务迎来快速发展期	13
3.2 海外竞争对手产能或受限及干酵母相对优势凸显，海外扩张迎来新机遇	14
3.3 原油价格出现大跌，21 年糖蜜成本或稳中有降	15
3.4 酵母产能日趋紧张，未来 B 端提价概率加大	16
3.5 新掌舵人注重效益，期待费用效率提升	17
四、 投资建议	17
五、 风险提示	17

图表目录

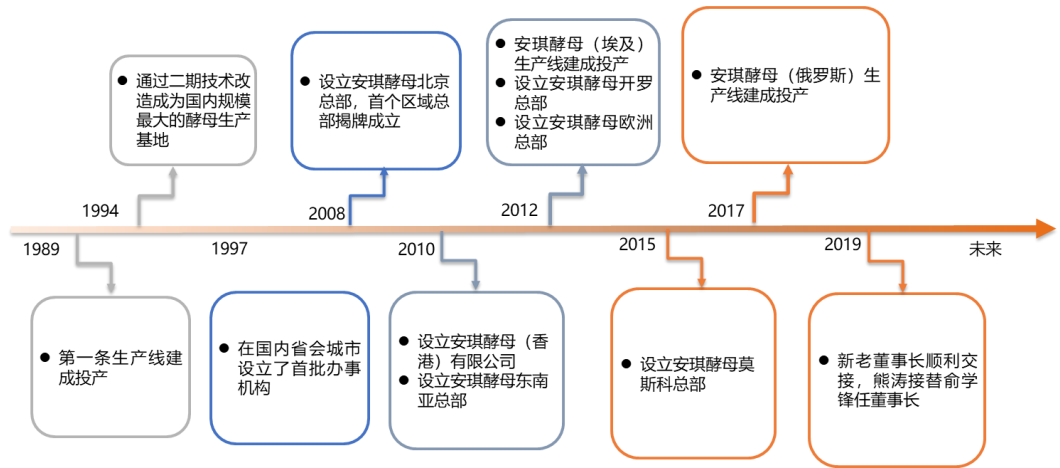
图表 1	公司从宜昌地方科研单位起步，已成为国际化、专业化酵母大公司	5
图表 2	公司实际控制人为宜昌市国资委	5
图表 3	公司酵母产能位居全球第三	6
图表 4	公司营销网络覆盖全球主要国家	6
图表 5	干酵母受储存、运输环境、保质期的限制小	6
图表 6	安琪酵母国内干酵母出厂价高于鲜酵母	6
图表 7	酵母下游产业链涉及多个行业	7
图表 8	公司收入实现稳健增长，2021 年计划实现百亿目标	8
图表 9	酵母系列为公司主要收入来源	8
图表 10	公司各项业务收入增长情况	8
图表 11	公司国外业务占比近 30%	9
图表 12	公司国内国外业务收入增速变化	9
图表 13	公司历年毛利率及费用率变化	9
图表 14	公司历史净利润增速波动较明显	9
图表 15	烘焙行业复合增速在 10%以上	10
图表 16	中国人均烘焙消费量存在较大提升空间	10
图表 17	公司国内酵母市场市占率高达 55%	10
图表 18	估算海外酵母市占率分布	11
图表 19	中东、非洲、南亚人口增长较快，为酵母新兴市场	11
图表 20	18 年国内味精消费量约 168 万吨	12
图表 21	YE 下游行业主要为调味品和食品	12
图表 22	公司酵母提取物产能位居全球第一(2019)	12
图表 23	当前生猪价格处于高位	13
图表 24	能繁母猪产能环比改善趋势仍慢	13
图表 25	疫情推动国内酵母 C 端收入占比大幅提升	14
图表 26	疫情推动家庭烘焙热潮	14
图表 27	海外疫情依然严峻，日新增病例仍超 7 万	14
图表 28	欧美国家为疫情集中爆发区域	14
图表 29	糖蜜成本占总成本 39%	15
图表 30	公司年糖蜜采购量超过 100 万吨	15
图表 31	原油价格从 50 美元以上快跌至 15-30 美元	16
图表 32	短期糖蜜价格因疫情致酒精需求大增而上涨	16
图表 33	公司全球产能分布情况	16
图表 34	公司历年酵母类产能及产能利用率	16
图表 35	2020 年主要财务预算指标	17
图表 36	公司历年销售费用率情况	17

一、全球领先酵母企业，21 年剑指百亿目标

1.1 亚洲酵母龙头企业，规模稳居全球前三

公司前身为始建于 1986 年的宜昌食用酵母基地，是国家计委布点的全国唯一一家酵母科研基地，1997 年宜昌食用酵母基地整体改制成湖北安琪生物集团有限公司，1998 年安琪生物集团等 5 家企业发起设立公司(安琪酵母股份有限公司)，公司于 2001 年在上交所挂牌上市。公司是从事酵母及酵母衍生物产品经营的国家重点高新技术企业，逐步发展成为以酵母产业为主导，营养保健品、动物饲料、新型酶制剂为新兴产业的国际化、专业化酵母大公司，主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。

图表1 公司从宜昌地方科研单位起步，已成为国际化、专业化酵母大公司



资料来源：公司公告，平安证券研究所

宜昌国资委旗下上市公司。公司为宜昌市国资委旗下上市公司，控股股东为安琪生物集团，安琪生物集团持有公司 39.98% 的股权，宜昌市国资委持有安琪生物集团 100% 的股权，为公司实际控制人。日升科技为公司员工持股平台(高管人员、科技骨干)，2010 年通过定增成为公司股东，实现核心员工与公司利益深度绑定，截止 2020 年 3 月底仍持股公司 5.66% 的股权。

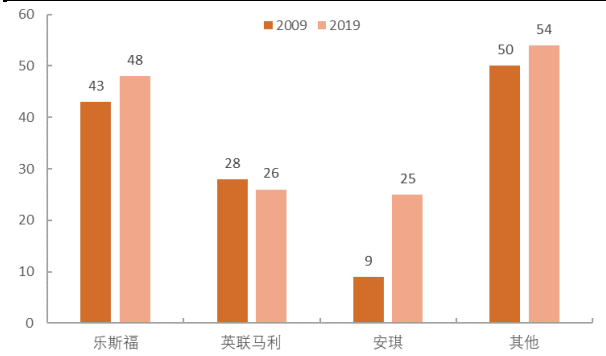
图表2 公司实际控制人为宜昌市国资委



资料来源：公司公告，平安证券研究所

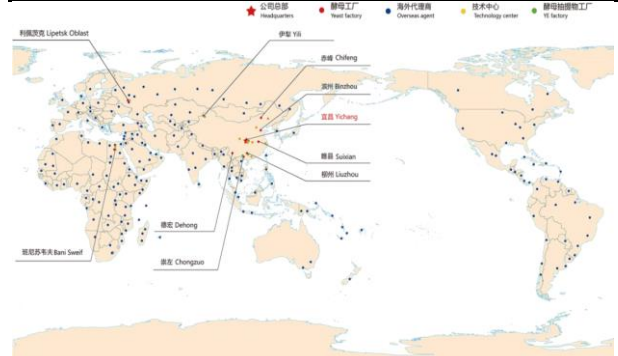
公司酵母生产规模、市场占有率均居于国内及亚洲之首。公司全球市场占有率约 16%，仅次于乐斯福、英联马利。长期发展中，公司构建了遍布全球 150 多个国家和地区的营销网络，6 大技术培训中心，80 多个驻外机构和 15,000 多个经销商。未来，公司力争发展成为全球最大的干酵母产品供应商、全球最大的酵母抽提物产品供应商、全国知名的特种酶制剂供应和技术服务商，规模稳居全球酵母行业前三强。

图表3 公司酵母产能位居全球第三



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司营销网络覆盖全球主要国家



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 聚焦干酵母领域，to B 业务占据主导

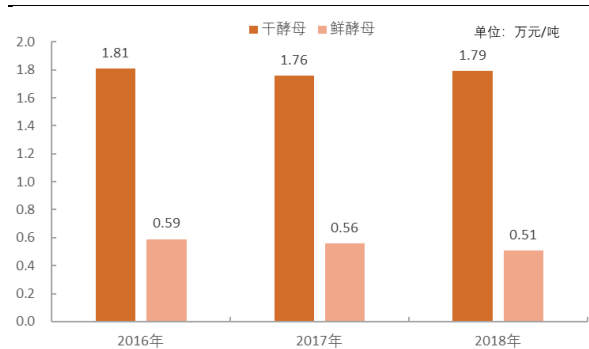
产品聚焦干酵母领域，契合发展中国家客观环境。酵母一般以干酵母和鲜酵母两种形态存在。活性干酵母是可在常温下长期贮存，一定条件下复水活化后恢复成自然状态并具有正常酵母活性的产品。从生产工艺看，生产干酵母工艺较鲜酵母更为复杂，需在鲜酵母基础上真空转股干燥。从需求方角度看，干酵母和鲜酵母各有优劣，干酵母具备性能稳定、易于运输储存、综合使用成本低(虽出厂价高但运输、储存成本低)的优点，鲜酵母具有活细胞多、发酵速度快、酶系健全、发酵风味好的特点。公司酵母产品基本为干酵母，契合发展中国家消费者价格敏感性高(若按鲜酵母和干酵母用量 3: 1 比例换算，干酵母京东价较鲜酵母低近 30%)、冷链物流、冷库发展滞后的市场现状。

图表5 干酵母受储存、运输环境、保质期的限制小

	干酵母	鲜酵母
干物质含量	95%	30%
生产成本	偏高	偏低
运输环境	无要求	0-4℃
储存环境	阴凉干燥处	0-4℃
保质期	2 年	14 天

资料来源：百度文库，平安证券研究所

图表6 安琪酵母国内干酵母出厂价高于鲜酵母



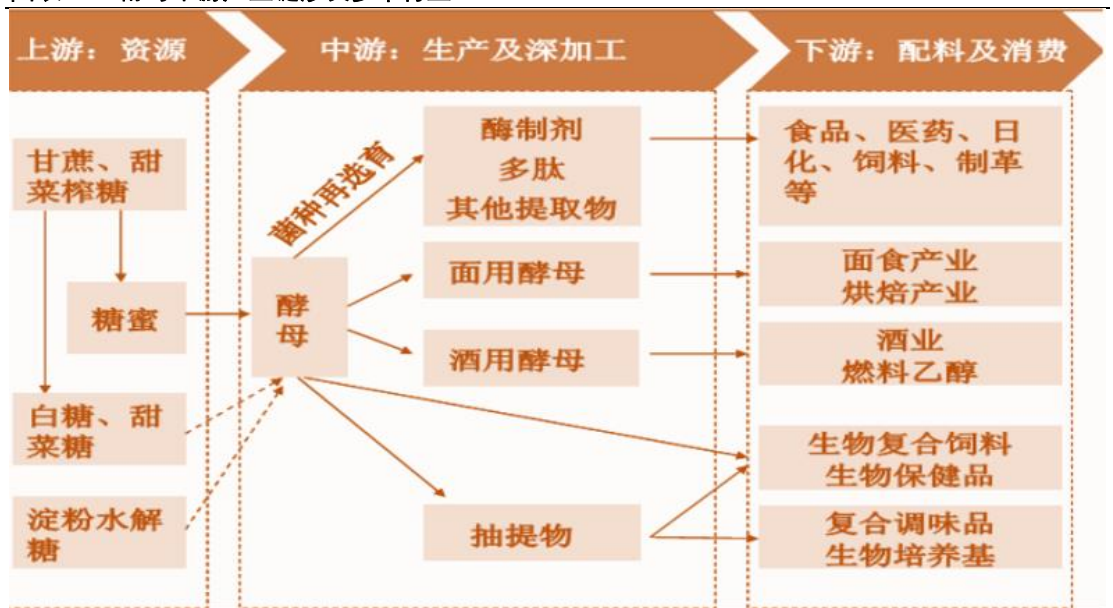
注：鲜酵母和干酵母可按 3: 1 的比例对比使用

资料来源：公司公告，平安证券研究所

下游需求多样化，构建复杂酵母产品线。酵母可广泛应用于面食发酵、烘焙、酿酒、食品调味、医药、营养保健、工业、商品生产、环保以及科学研究领域，下游行业是餐饮业、家庭消费领域及酿酒、医药、日化、饲料等制造业。公司以专业化产品匹配下游行业差异化需求：

- 1) 烘焙与发酵面食为酵母最大需求来源，约贡献公司总收入的 51%，被广泛应用于发酵面食产业，主要用于传统中式面点、面包等的发酵。
- 2) 酵母提取物约贡献公司收入 11%，是天然调味品，其未来的发展方向是替代味精，广泛用于调味品、肉制品、速冻食品、方便面食品等食品工业领域。
- 3) 保健食品约贡献公司收入 7%~8%，以纯天然营养型微生物酵母为载体，全面均衡补充人体所需营养。
- 4) 酿酒酵母主要应用于酿酒行业，约贡献公司 3%~4%的收入，主要用于白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒等产品的酿造，可提高出酒率。
- 5) 动物营养约贡献收入 6%~7%，是源自酵母的天然高效的免疫增强剂，鸡、猪等禽类食用后不易生病且生长周期有所加快，应用于畜禽及水产养殖行业。
- 6) 酵母亦可用于微生物营养、植物营养、特种酶制剂等方面，约贡献公司 10%以上收入。

图表7 酵母下游产业链涉及多个行业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

采取经销商代理+大客户直供模式，下游 B 端工业客户为主。公司产品销售主要采取经销商代理+大客户直供模式进行，主要以经销商代理为主。下游客户分布看，B 端工业客户约占 80%，如盼盼、达利、桃李、肯德基、麦当劳等知名食品餐饮企业，C 端客户约占 20%，主要产品包括保健品、小包装酵母等。

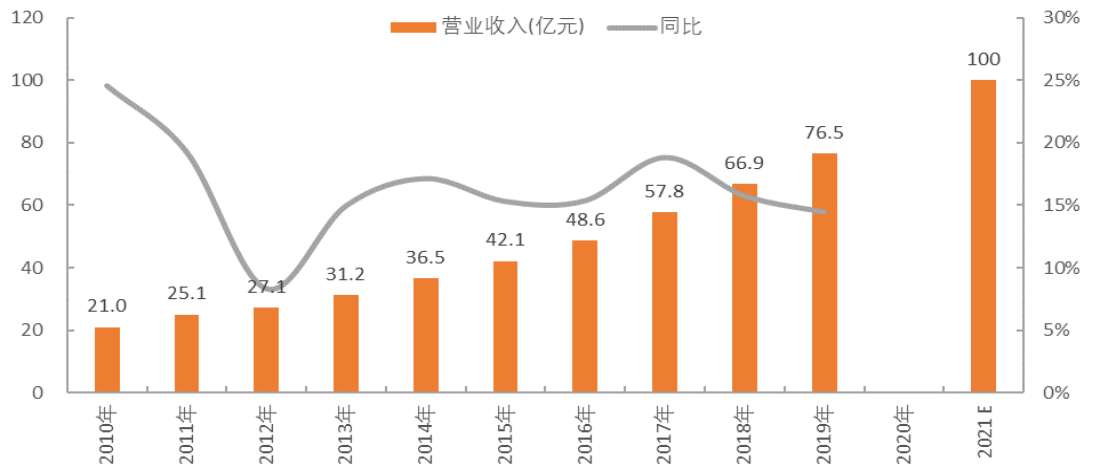
1.3 历史营收增长稳健，多因素导致业绩波动明显

营收增长稳健，2021 年剑指百亿。从历史看，公司营收增长相对较为稳健，13-19 年增速均维持在 14%~19%之间。公司 2019 年营业收入达到 76.5 亿元，2020 年公司经营目标为收入同比增长 14%以上，净利润同比增长 12%以上，2021 年力争实现“建党 100 年，营收 100 亿”目标。

从收入构成看，公司业务分别酵母系列(发酵面食酵母、烘焙酵母、酿酒酵母、酵母提取物、动物营养等)、制糖、包装、奶制品、其他主营业务(酶制剂、保健品、调味品、有机肥料及食品原料)，2019年收入贡献分别为76.8%、6.4%、3.6%、0.8%、11.7%。从各业务近年增长情况看，酵母系列在产能释放的带动下基本延续10%~20%较好增长，2019年或因下游需求不佳而增长放缓，制糖、包装、其他主营业务均在19年实现较快增长。

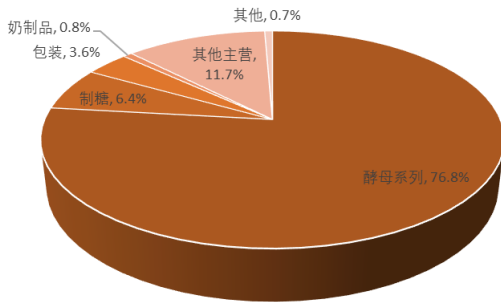
从区域分布看，公司作为立足中国、拓展海外的国际化公司，2019年国内、国外收入占比分别为70.7%、28.7%。从增速看，近5年多数年份国内增速高于国外，且国外增速年度间波动性较大，国内增速大致平稳。

图表8 公司收入实现稳健增长，2021年计划实现百亿目标



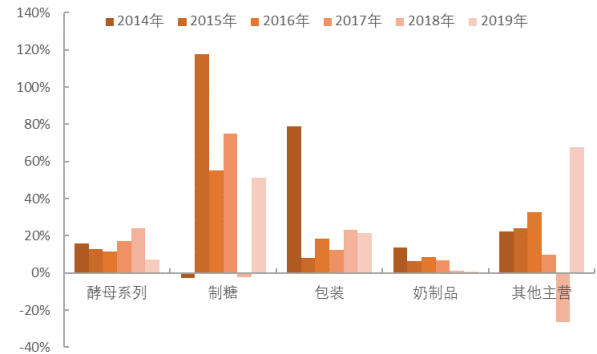
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 酵母系列为公司主要收入来源



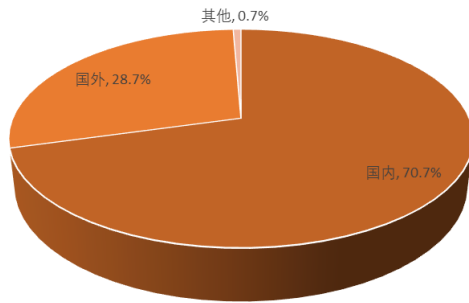
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司各项业务收入增长情况



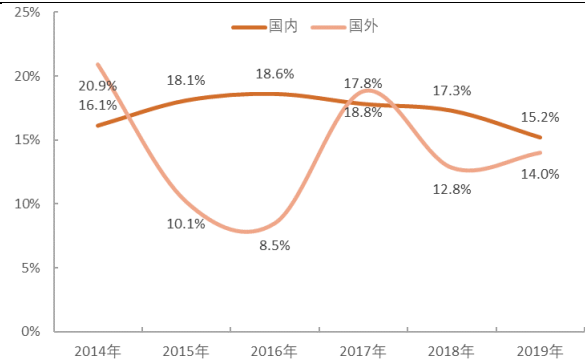
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 公司国外业务占比近 30%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

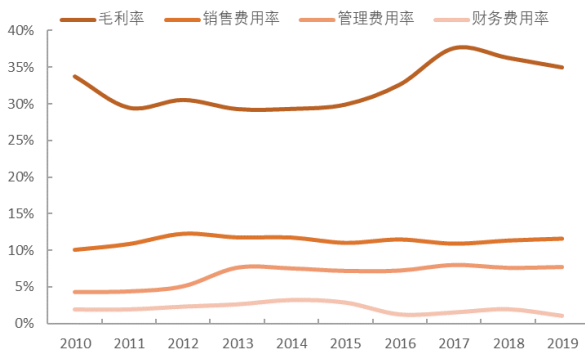
图表12 公司国内国外业务收入增速变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

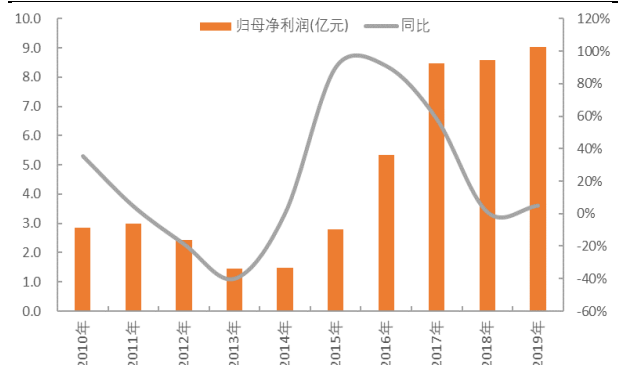
受诸多变量共同影响，历史业绩波动较明显。纵观过去 10 年，公司净利润出现较大波动，11-14 年净利润增长均处于低位，11 年受累于国外市场动荡及糖蜜成本上涨，12 年受到酵母需求不佳、行业产能相对过剩导致竞争加剧、人民币升值的负面影响，13 年受产能集中释放带来折旧大幅增加、所得税率大幅提升拖累，14 年因产能释放导致折旧、财务费用大增以及糖业亏损较大。15-17 年公司在前期持续投入下迎来高光时刻，净利率持续实现高速增长，15 年受益于规模效应降低折旧占比、糖价回升推动糖业改善以及所得税率下降，16 年受益于产能利用率提升、提价、本币贬值、税率波动、糖业扭亏、减值会计政策变更等，17 年得益于糖蜜成本下降、规模效应降低单吨制造费用。18-19 年外部环境发生变化+公司净利率处于高位，净利润增速放缓。18 年受环保限产、赤峰厂搬迁、人民币升值等负面因素影响，19 年因所得税率上升、糖业亏损、埃及 YE 项目折旧&库存导致成本上升、海外费用增加拖累。19 年公司净利率为 12.3%，回落至过去 10 年中枢偏高水平。

图表13 公司历年毛利率及费用率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 公司历史净利润增速波动较明显



资料来源：公司公告，平安证券研究所

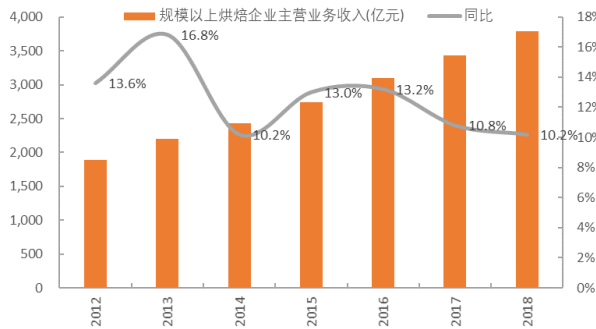
二、 酵母国内国外携手并进，衍生品有望持续放量，长期成长逻辑清晰

2.1 国内寡头地位巩固，有望延续稳定增长

酵母市场容量约 35 万吨，需求或延续单位数增长。目前，国内酵母产量约 35-40 万吨，考虑存在一定数量的出口，国内酵母需求估计约在 35 万吨。由于饮食习惯差异，传统酵母欧洲发达国家人均消费量已高达 2.5 kg，中国人均消费量仍不足 0.3 kg，与日本等饮食习惯相近的国家相比也存在较

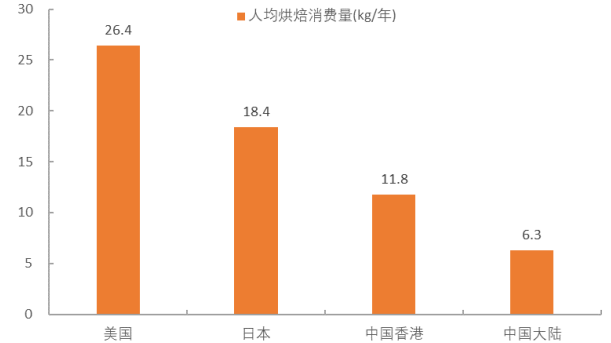
大差距。从下游需求看，酵母最重要需求来源于发酵面食，主要分为面用和烘焙，大致比例为 6: 4，近年来行业增长主要源自于烘焙行业的不断扩容。往未来看，12-18 年烘焙行业均保持双位数增长，且中国人均烘焙量较日本、中国香港仍有至少近 1 倍提升空间，预计未来仍能延续较快增速，叠加面用酵母渗透率逐步提升，国内酵母需求或延续单位数的增速。

图表15 烘焙行业复合增速在 10%以上



资料来源：统计局，平安证券研究所

图表16 中国人均烘焙消费量存在较大提升空间



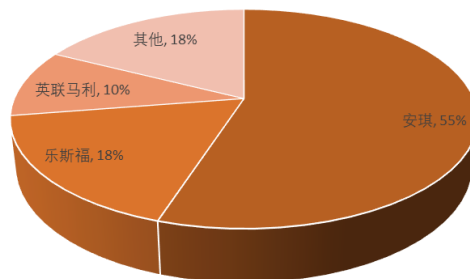
资料来源：欧睿国际，平安证券研究所

公司奠定行业寡头地位，未来格局有望继续优化。酵母行业准入门槛较高，具有高资金和高技术的壁垒，马太效应较为明显：1) 酵母生产包括菌种培育、繁殖等过程，工艺流程精细、复杂，技术水平高低对产品性能、稳定性影响较大，消费者使用体验差异较明显；2) 酵母属于重资产行业，建设 1 万吨活性干酵母生产线需 2~3 亿元资本开支，对资金实力的要求较高；3) 酵母生产需要配套较高的环保费用，大企业规模效应较为突出。

从行业格局看，安琪国内市场占有率高达 55%，乐斯福、英联马利市占率分别约 18%、10%(对应国内产能分别为 7 万吨、4 万吨，实际开工率或偏低)，安琪奠定了绝对龙头地位，3 家公司合计控制国内 80%以上酵母市场。从盈利能力看，公司业务具备 10%以上的净利率水平，而草根调研竞争对手国内净利率多处于 5%以下。主要原因在于：1) 公司产品价格较主要竞争对手高 10%以上，较其他小企业高 30%，但客户依然认可安琪，背后是有较好的品牌认可度及高附加值的服务技术的支撑；2) 公司与少数糖厂建立股权关系，且糖蜜采购量巨大，可获得更低的采购价格。

由于行业内马太效应明显，部分竞争对手及小酵母厂盈利能力较差，已丧失扩充产能的动力，甚至存在退出酵母行业的意愿。因此，行业竞争格局存在进一步优化的空间，公司作为国内酵母行业规模最大、盈利能力最佳的龙头企业，有望继续收割最多的市场份额。

图表17 公司国内酵母市场市占率高达 55%



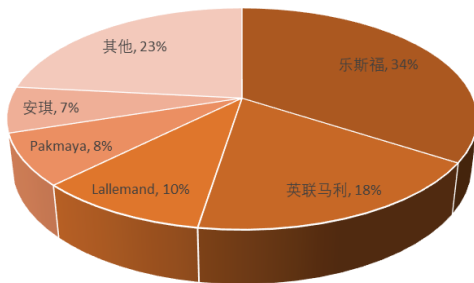
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 抓住新兴市场机遇，海外市场开拓稳步推进

海外酵母行业整体成熟，份额较为集中。2019 年全球酵母产能约 155 万吨，过去 10 年产能年复合增长率约 2%。若剔除中国来看，估计海外酵母年需求量约 120 万吨，从海外竞争格局看，乐斯福海外产能约 41 万吨，英联马利海外产能约 22 万吨，Lallemand、Pakmaya 产能分别为 12 万吨、9 万吨，公司合计国内出口部分及海外工厂的量约 8~9 万吨，CR5 高达 77%，公司在海外市场市占率约 7-8%。

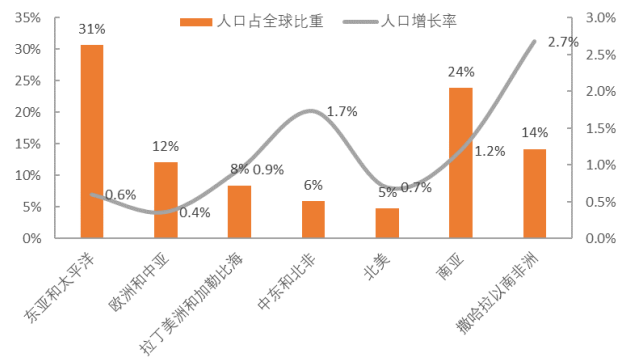
存在结构性机会，新兴市场成机会点。虽海外酵母行业增长相对缓慢，但区域间存在差异化。酵母产业与人口密集度和人口出生率正相关，2018 年非洲、中东、南亚人口增长率分别为 2.7%、1.7%、1.2%，超过全球整体 1.1% 的增长率，是酵母需求的重要增长区域，而酵母行业超过 50% 的产能集中在欧洲、北美，酵母产能布局和需求增长区域的不匹配给予领先酵母企业新发展机会。

图表18 估算海外酵母市占率分布



资料来源：平安证券研究所

图表19 中东、非洲、南亚人口增长较快，为酵母新兴市场



资料来源：Wind，平安证券研究所

积极海外建厂，率先抢占机会市场。在需求增长、产能格局较好的新兴市场中，扩张的时机较为宝贵，因为当地资源、人口难以支撑多个大企业共存，若建厂落后于竞争对手，或在后续经营中处于劣势。近年来，主要竞争对手或因种种原因产能扩张、调整的动作甚少，而公司积极开拓新兴市场，埃及工厂、俄罗斯工厂在 2012 年、2017 年相继投产。当前，公司海外销量约 8-9 万吨，非洲约占海外销量 50%，中东、俄罗斯、东南亚、南美也是公司重要海外销售市场。

1) 干酵母具备竞争优势：公司海外工厂主要生产干酵母产品，主要市场为亚非拉发展中国家。干酵母产品保质期长、运输储存要求低，正好适应发展中国家经济发展水平偏低、冷链基础设施建设不足的现状。此外，公司在干酵母领域具有明显优势，进入者成本要于公司。

2) 前期实行低价策略：公司海外产品价格低于竞争对手 20%~30%，主因在于发展中国家客户追求高性价比，价格敏感度较高，且在新市场开拓期，价格折让是吸引 B 端客户最有效的竞争手段。但即使在低价策略下，海外的糖蜜、人工、能源、环保成本较国内具备优势，剔除汇率不可控因素，海外工厂依然能获得一定利润空间。随着品牌认知逐步建立，区域竞争力逐步提升，公司未来会逐步缩小与竞品的价格差异。

3) 生产经营当地化：出于资源限制，公司海外扩张首先覆盖大型客户，随着当地工厂建立、品牌影响力逐步形成，公司逐步完善当地销售团队和服务体系，采取当地人开拓市场，进一步覆盖中小客户。

已形成完善海外扩张模式，期望继续在新兴市场复制。自 12 年埃及工厂投产至今已近 8 年，公司在海外市场拓展方面积累了丰富的经验，并形成一套可复制的扩张模式。从当前情况看，原有海外市场

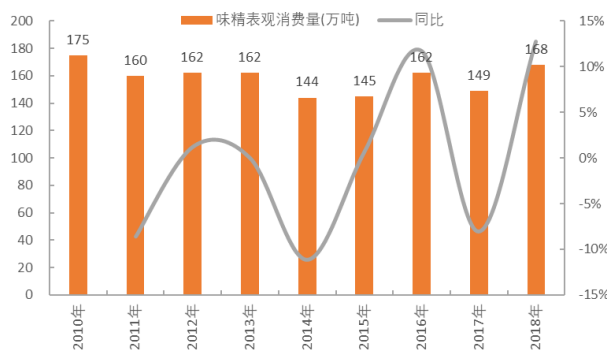
仍有较好增长潜力，可支撑埃及、俄罗斯工厂继续扩产，且部分发展中国家仍有布局机会，未来或有望在拉美、东南亚等区域建厂深耕当地市场。

2.3 下游衍生品具备较好发展潜力

国内 YE 市场仍有超 5 倍成长空间，有望延续双位数增长。酵母抽提物(YE)是天然调味品，具有增鲜增味、降盐淡盐、平衡异味、耐受性强等特点，顺应减盐、健康的发展趋势，未来的发展方向是替代味精。从西方调味剂发展历程看，酵母抽提物、植物蛋白水解物已经替代味精成为主要的烹饪调味品，酵母抽提物占鲜味剂市场份额的 30%-40%，中国目前占比仅有 2%，还处于市场替代初期。2018 年，国内味精消费量约 168 万吨，若 30%替代则可转换为 50 万吨酵母提取物规模，较当前仍有超 5 倍成长空间。当前，酵母提取物下游主要为调味品和食品加工，占比约为 60%、40%，主要添加产品为快餐面、酱油，得益于消费升级趋势，YE 需求保持双位数增长。

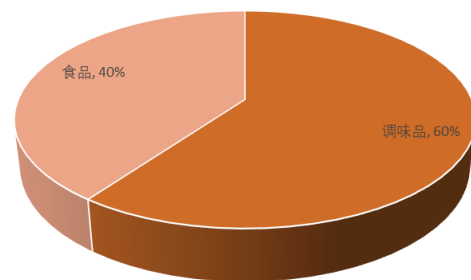
公司为全球最大 YE 生产商。全球 YE 产能超过 30 万吨，公司产能约 7.8 万吨，占全球产能 25%，国内市场份额超过 60%，已奠定市场领先地位，有望持续享受行业扩容红利。

图表20 18 年国内味精消费量约 168 万吨



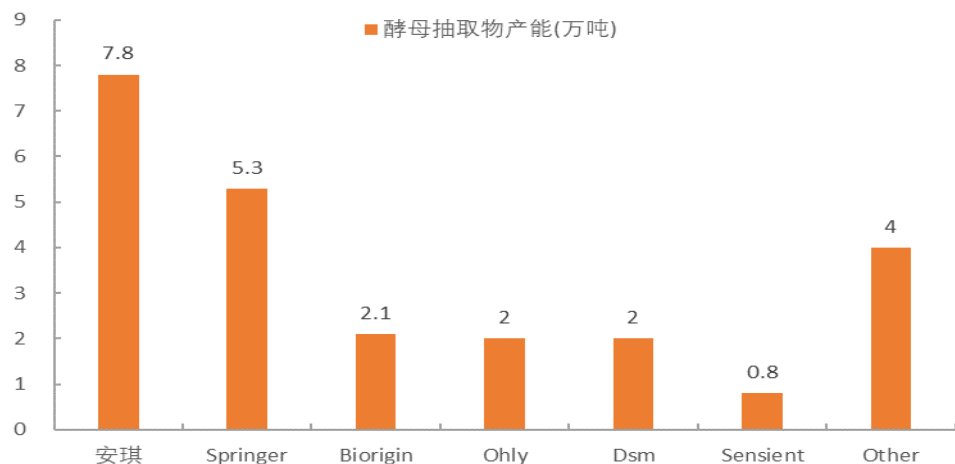
资料来源：观研天下，平安证券研究所

图表21 YE 下游行业主要为调味品和食品



资料来源：公司调研，平安证券研究所

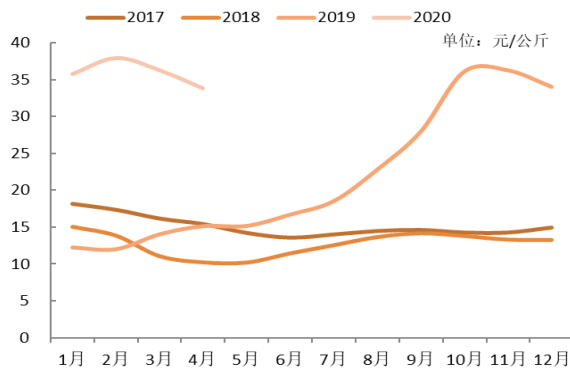
图表22 公司酵母提取物产能位居全球第一(2019)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

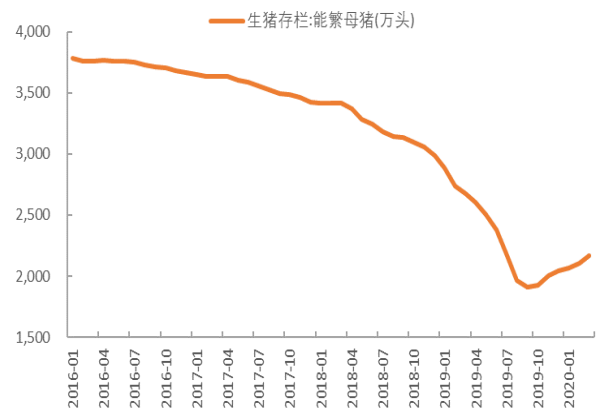
猪瘟支撑动物蛋白价格高位，动物营养发展环境较好。动物营养主要为酵母益生菌，益生菌的主要优点是鸡、猪等动物食用后不易生病且生长周期有所加快。非洲猪瘟爆发以来，猪价大幅上涨带动动物蛋白价格整体向上，动物营养使用量和动物价格正相关，公司动物蛋白业务也迎来快速增长。从目前看，能繁母猪存栏有所恢复，产能底部虽已确认，但产能效率下降明显，不应乐观估计 3Q20 出栏量的恢复，判断全年猪价或在 25-35 元/公斤高位震荡，高猪价有望支持动物营养高景气度。此外，海外动物营养市场或较国内前景更好，公司通过俄罗斯产能辐射海外市场。

图表23 当前生猪价格处于高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 能繁母猪产能环比改善趋势仍慢



资料来源: Wind, 平安证券研究所

保健品、食品原料有望继续保持较快增长。公司保健品提取酵母中的微量元素生产，独具特色，相比其他竞品吸收率更高，渠道则主打婴童店。过去几年，公司保健品业务发展迅速，17-18 年实现 50% 以上的复合增速，19 年因基数扩大而降至 20%+，规模超过 6 亿元。公司对保健品业务重视度也在逐步提升，当前产能已能支撑 15 亿收入体量，且 20 年单独成立子公司运作，也有望以更专业化的组织结构推动保健品业务发展。公司食品原料主要搭配酵母产品使用，满足中式&西式面食的配方需求，简化生产工艺流程，近年来均实现快速增长，且凭借创新性的产品、较好的客户黏性，未来有望延续较好增长。

三、国内家用化趋势加快，海外拓展迎来新机遇，短期积极因素正增加

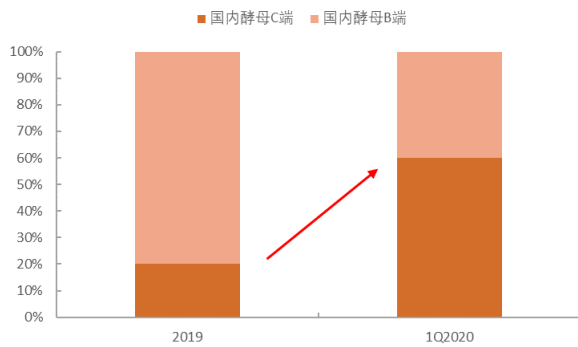
3.1 疫情培育消费者习惯，国内 C 端业务迎来快速发展期

疫情推动 C 端需求出现爆发式增长。新冠疫情期间，消费者居家时间大幅延长，消费者出于消磨时间自制烘焙面食，带动 C 端酵母产品旺销。《2020 春节宅经济大数据》显示，通过美团外卖搜索“烘焙”寻找相关商品的次数增加了 100 多倍，并带动了酵母/酒曲商品销量增长近 40 倍。公司亦受益于酵母家用化机会，C 端需求大幅增长弥补 B 端需求下降的损失，带动公司 1Q20 收入继续稳健增长。从 C 端收入贡献看，19 年国内酵母 B 端：C 端收入贡献为 8：2，春节后得益于家用小包装酵母需求大幅增长，公司将小包装生产线从 1 条增加至 3 条，且仍难以完全满足市场需求，2 月、3 月分别对小包装酵母减少促销及直接提价，1Q20 国内酵母 C 端实现收入翻倍以上增长，收入贡献或达到国内酵母收入的 60%。短期看，疫情影响尚未消退，C 端快增长趋势仍有望延续。

疫情后消费习惯或得以保留，C 端占比提升有望提升盈利能力。疫情提供了培育消费者酵母使用习惯的绝佳机会，虽疫情过后部分消费者或流失，但我们认为大部分消费者在感受到自制烘焙、面食

的乐趣后，酵母消费习惯有望得到保留，我们认为疫情过后，公司酵母 C 端收入贡献将不会回落至疫情前的水平，且未来 C 端收入增速或较过往年份有所加快。此外，公司 C 端产品毛利率、净利率均好于 B 端产品，C 端收入持续较增长或带动整体净利率提升。

图表25 疫情推动国内酵母 C 端收入占比大幅提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 疫情推动家庭烘焙热潮

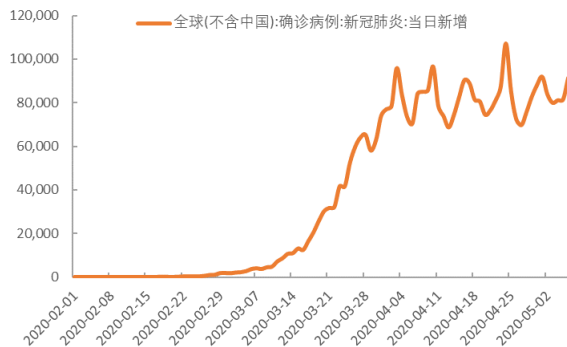


资料来源: 百度图片, 平安证券研究所

3.2 海外竞争对手产能或受限及干酵母相对优势凸显，海外扩张迎来新机遇

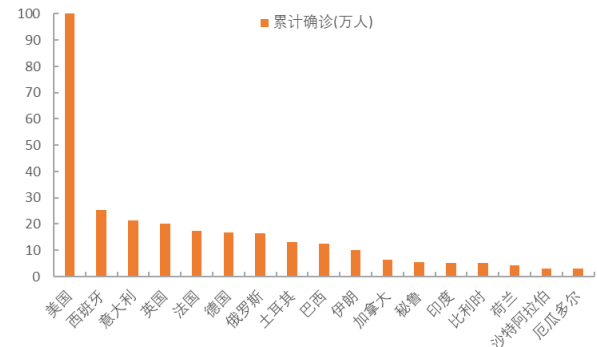
海外疫情形势严峻，欧美受影响较明显。2 月以来，新冠肺炎疫情在海外持续蔓延，当前海外日新增确诊人数仍徘徊在 7 万人以上，海外疫情形势依然严峻。分国家看，欧洲及美洲疫情较为严重，美国、西班牙、意大利、英国、法国、德国、俄罗斯、土耳其、巴西、伊朗为累计确诊病例前十国家。

图表27 海外疫情依然严峻，日新增病例仍超 7 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 欧美国家为疫情集中爆发区域



注: 数据截止 5 月 6 日

资料来源: Wind, 平安证券研究所

酵母为海外必需品，竞争对手产能或受疫情负面影响&消费者对干酵母接受度提升，给予公司海外扩张机遇。西方人将面包视为主食，酵母为制作面包的必备配料，因此酵母为西方消费的必需品。疫情期间，日常生活所需的必需品需求未受影响，西方酵母需求有望依然平稳。

1) 竞争对手主要产能位于欧洲、北美、土耳其等地，而这些地区多数是疫情较为严重的区域，当地为防控疫情，也基本采取了人员流动限制、停产停课等措施，或对竞争对手正常生产、物流造成阻碍。公司国内产能早已恢复正常，出口部分未受影响，俄罗斯、埃及海外工厂生产物流依然正常，有望承接部分需求。

2) 疫情下物流不畅通导致运输时间大幅延长, 鲜酵母保质期仅 2 周, 难以及时满足消费者需求, 而干酵母保质期长达 2 年, 在此背景下, 西方客户对干酵母的接受度提升, 这为公司进入西方市场及推广干酵母提供有利时机。

1Q20 海外酵母销售已有加速表现, 预计有利趋势有望延续甚至强化。1Q20, 公司海外酵母业务已实现超过 20% 的高速增长, 增速较以往有所加速。考虑海外疫情 3 月开始逐渐严重, 4 月疫情持续快速蔓延, 我们预计后续多个季度公司海外扩张的有利因素得以延续甚至进一步强化, 有望加速公司海外扩张步伐。

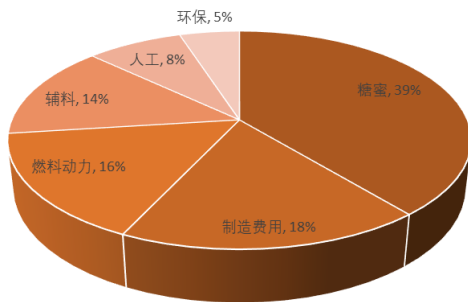
3.3 原油价格出现大跌, 21 年糖蜜成本或稳中有降

糖蜜为主要原材料, 价格受多因素影响。糖蜜为公司生产酵母系列的主要原材料, 从成本构成看, 糖蜜成本约占营业成本的 39%, 其次为制造费用(18%)、燃料动力(16%)、辅料(14%)、人工(8%)、环保(5%)。糖蜜是甘蔗和甜菜制糖后的副产品, 是很好的发酵原料。糖蜜的供给与制糖业紧密相关, 而制糖业又与甘蔗或甜菜紧密相关。从糖蜜需求来看, 国内酒精行业占糖蜜消耗量的 60% 左右, 酵母行业占糖蜜消耗量的 40% 左右。

从糖蜜价格影响因素看, 上游供给与糖价相关, 若糖价越高, 厂商产糖意愿就越强, 糖蜜的供给也会随之增加。下游需求与石油价格、玉米价格、酒精价格有关, 国内汽油一般添加工业酒精助燃, 若汽油价格下跌则会减少添加酒精。此外, 酒精原材料包括糖蜜和玉米, 若玉米价格下跌则会推动玉米替代糖蜜生产酒精。

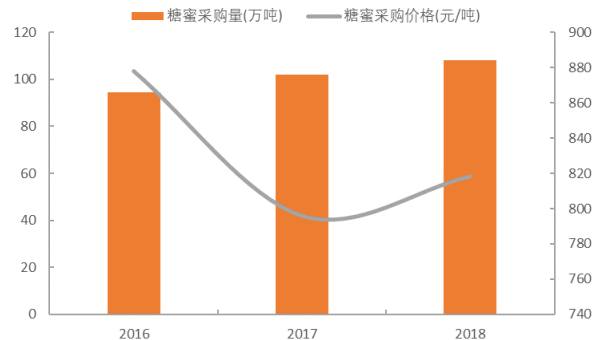
公司具有较强议价能力。我国糖蜜年产量约为 400-450 万吨, 公司年糖蜜采购量超过 100 万吨, 且与少数糖厂建立股权关系, 具有较强的议价能力, 长期获得稳定的糖蜜供应和较低廉的采购价格。

图表29 糖蜜成本占总成本 39%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表30 公司年糖蜜采购量超过 100 万吨



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

原油价格大跌, 21 年糖蜜价格或稳中有降。3 月以来, 国际原油价格出现大幅下跌, 布伦特原油现货价从 50 美元/桶快速跌至目前 15-25 美元/桶, 海外原油价格有望逐步传导至国内, 压低国内汽油价格, 这或对糖蜜需求起到抑制作用。糖蜜的榨季在于每年 11 月份至第二年 2-3 月份, 公司 20 年所需原材料已基本储备完成, 距离下个集中收购时点仍有一段时间, 若原油价格仍能持续保持较低水平, 21 年公司糖蜜成本或稳中有降。

图表31 原油价格从 50 美元以上快跌至 15-30 美元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 短期糖蜜价格因疫情致酒精需求大增而上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 酵母产能日趋紧张, 未来 B 端提价概率加大

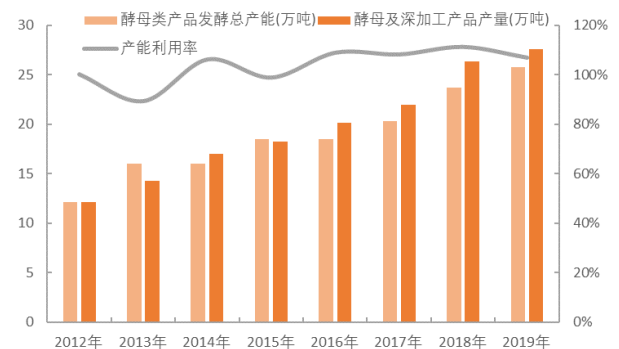
公司产能布局合理, 产能利用率处于较高水平。公司以接近原材料产地和消费市场为生产基地布局依据, 在湖北宜昌、内蒙古赤峰、山东滨州、新疆伊犁、河南睢县、广西崇左、广西柳州、云南德宏、埃及开罗、俄罗斯利佩兹克建立生产基地。从产能看, 公司酵母类产能呈逐年增长态势, 历年产能利用率在 100%~110%, 2019 年酵母类产能 25.8 万吨, 产能利用率高达 107%。

图表33 公司全球产能分布情况

工厂地址	酵母产能(万吨)	酵母抽提物产能(万吨)	投产时间
宜昌	2.5	1.0	1986
赤峰	0.9		2003
伊犁	3.0	0.8	2004
滨州	0.7		2005
睢县	0.2		2005
崇左	3.5	0.8	2006
柳州	2.0	2.0	2012
开罗	2.3		2013
德宏	3.0		2014
柳州(二期)	2.0	2.0	2017
利佩兹克	2.0		2017
赤峰(搬迁改造)	1.6		2018
开罗(二期)	1.2	1.2	2019

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表34 公司历年酵母类产能及产能利用率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

未来 1 年难有酵母产能扩容, 产能趋紧或致调价更为积极。从目前产能建设进度看, 公司伊犁项目 19 年 11-12 月启动, 设计产能 3.3 万吨, 预计 1Q21 投产, 但伊犁新工厂为替代老工厂, 实际新增产能仅 0.3 万吨。公司原计划 20 年新建俄罗斯二期工程, 新增 1 万吨产能, 但由于新冠疫情发展存在不确定性, 目前尚无建设时间表。因此, 考虑当前在建项目及新建项目 1 年以上的建设期, 未来 1 年除伊犁增加 0.3 万吨外, 或仅能通过技术改造来提升老生产基地产能。

从历史看, 公司基本每 2 年提一次价格, 提价幅度 3%-5%, 提价驱动因素主要为产能较为紧张、糖蜜价格上涨、跟随竞争对手提价。公司 B 端产品最近 1 次提价为 2018 年 10 月, 提价幅度 3%~4%,

时间距今已近 2 年。综合看，公司当前产能利用率已处于较高水平，未来 1 年公司酵母产能难有扩容，且距离上次提价时间已较长，公司未来在 B 端产品的价格调整上或更加积极。

3.5 新掌舵人注重效益，期待费用效率提升

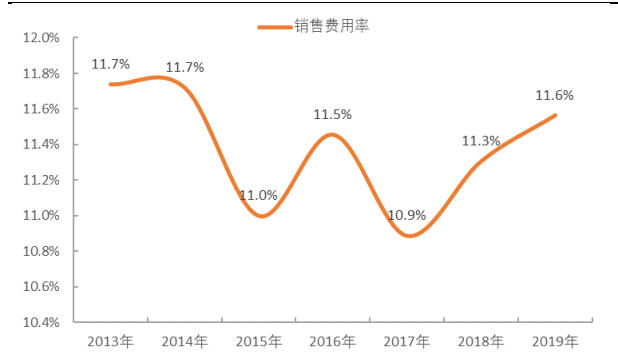
公司完成新老交接，新掌舵人更为注重效益，期待销售费用率稳中有降。2019 年 7 月，公司董事长俞学锋因到龄退休，俞总在公司前身企业及公司工作超过三十三年，领导“安琪”逐步成长为国际一流的酵母品牌。兴发集团董事兼常务副总经理熊涛接任公司董事长，实现管理层新老交接。熊总更为重视规模和效率的协调，期望通过改善经营效率来提升盈利能力。2H19 以来，公司逐步进行业务部门的调整和人员的整合，如合并小业务部门的后台支持部门以精简行政职能人员、增加服务市场的销售等岗位，如整合小业务部门的出口业务以提升效率。此外，公司 20 年开始披露财务预算报告，也体现公司对费用可控性的强化。综上，在公司多项调整下，公司销售费用的投放效率或能有所提高，期待销售费用率实现稳中有降。

图表35 2020 年主要财务预算指标

	20年预算值(亿元)	同比
营业收入	87.85	14.79%
净利润	10.13	12.41%
投资	13.10	55.58%
研发	3.82	14.43%
薪酬	10.73	8.14%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 公司历年销售费用率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议

公司长期成长逻辑清晰，国内酵母寡头地位巩固，凭借远强于竞争对手的盈利能力，有望进一步优化竞争格局，实现国内酵母业务的稳健增长。海外业务抓住产能布局和需求增长区域不匹配给予的发展机遇，积极开拓新兴市场，凭借干酵母优势、低价策略、本地化经营形成成熟扩张模式，有望实现海外酵母市占率的稳步提升。此外，公司下游衍生品业务发展渐入佳境，正成为公司发展愈发重要的动力引擎，酵母抽提物、保健品、食品原料、动物营养等均有望延续较快成长速度。短中期看，疫情为公司带来发展新机遇，酵母家用化趋势加快下公司国内 C 端收入贡献大幅提升，产品结构得到较大优化，且海外业务或受益竞争对手产能受限及干酵母长保质期优势，有望实现更快成长，叠加未来成本端、销售费用端或出现向好变化，公司业绩弹性有望持续凸显。我们维持公司 20-22 年 EPS 为 1.27、1.51、1.77 元的预测，对应 PE 分别 30.6X、25.8X、21.9X，维持“推荐”评级。

五、风险提示

1、市场竞争加剧风险：酵母行业集中度进一步提高，国际同行优化和调整全球经营对策将对酵母市场带来一定影响；

- 2、汇率波动的风险：汇率波动可能会给公司出口业务带来风险。包括以外币计价的交易活动中由于交易发生日和结算日汇率不一致而产生的外汇交易风险；
- 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、新产品及新技术应用，新环保方法试制、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；
- 4、原材料价格波动风险：公司主要原材料为糖蜜等，若上游原料价格波动较大，将会影响公司生产成本。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,866	4,577	5,689	6,835
现金	664	696	1,343	1,810
应收票据及应收账款	814	1,054	1,147	1,342
其他应收款	32	45	47	57
预付账款	127	170	181	215
存货	1,992	2,402	2,692	3,115
其他流动资产	237	210	279	296
非流动资产	6,041	6,215	6,438	6,640
长期投资	24	24	24	24
固定资产	5,195	4,988	5,070	5,205
无形资产	292	293	294	296
其他非流动资产	530	911	1,050	1,116
资产总计	9,907	10,793	12,127	13,475
流动负债	2,988	3,100	3,554	3,871
短期借款	787	787	787	787
应付票据及应付账款	1,205	1,450	1,626	1,881
其他流动负债	996	863	1,141	1,203
非流动负债	1,621	1,621	1,621	1,621
长期借款	1,429	1,429	1,429	1,429
其他非流动负债	192	192	192	192
负债合计	4,609	4,721	5,175	5,492
少数股东权益	268	318	376	443
股本	824	824	824	824
资本公积	652	652	652	652
留存收益	3,840	4,557	5,379	6,344
归属母公司股东权益	5,030	5,753	6,575	7,540
负债和股东权益	9,907	10,793	12,127	13,475

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,296	1,137	1,934	1,877
净利润	902	1,046	1,240	1,461
折旧摊销	446	482	508	563
财务费用	78	81	98	107
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	470	-566	-11	-362
其他经营现金流	-600	93	99	108
投资活动现金流	-815	-695	-770	-806
资本支出	839	695	770	806
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1,654	-1,390	-1,540	-1,613
筹资活动现金流	-427	-411	-517	-603
短期借款	-743	0	0	0
长期借款	258	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	58	-411	-517	-603
现金净增加额	53	32	647	467

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,653	8,897	10,203	11,627
营业成本	4,974	5,722	6,562	7,506
营业税金及附加	69	88	99	111
营业费用	885	1,036	1,174	1,310
管理费用	256	363	395	415
研发费用	333	383	420	460
财务费用	78	81	98	107
资产减值损失	-18	-19	-20	-22
其他收益	65	70	75	83
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-7	7	7	8
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,099	1,282	1,517	1,787
营业外收入	14	16	17	19
营业外支出	4	5	5	6
利润总额	1,109	1,293	1,530	1,800
所得税	169	196	231	272
净利润	940	1,097	1,298	1,528
少数股东损益	38	51	58	67
归属母公司净利润	902	1,046	1,240	1,461
EBITDA	1,662	1,902	2,161	2,486
EPS(元)	1.09	1.27	1.51	1.77

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	14.5	16.3	14.7	14.0
营业利润(%)	12.7	16.6	18.4	17.7
归属于母公司净利润(%)	5.2	16.1	18.5	17.8
获利能力				
毛利率(%)	35.0	35.7	35.7	35.4
净利率(%)	12.3	12.3	12.7	13.1
ROE(%)	17.9	18.2	18.9	19.4
ROIC(%)	13.0	13.7	14.5	15.3
偿债能力				
资产负债率(%)	46.5	43.7	42.7	40.8
净负债比率(%)	34.2	29.3	16.3	8.3
流动比率	1.29	1.48	1.60	1.77
速动比率	0.63	0.70	0.84	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.86	0.89	0.91
应收账款周转率	145	253	184	213
应付账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.27	1.51	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.38	2.35	2.28
每股净资产(最新摊薄)	6.10	6.98	7.98	9.15
估值比率				
P/E	35.5	30.6	25.8	21.9
P/B	6.4	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	20.9	18.3	16.2	14.1

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033