



内外需求叠加, 向上空间广阔

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司业绩进入快速成长周期: 1) 需求端: 国内家庭烘焙需求旺盛, 小包装酵母收入大幅增长, 供不应求下出厂价提升约 20%; 海外市场酵母刚需属性突显, 海外工厂保持超负荷生产, 酵母品类增速超 20%; 2) 成本端: 公司已在糖蜜低位区间完成大部分采购, 叠加产品结构优化因素, 预计今年毛利率将维持在高位; 3) 长期来看: 安琪酵母是国内酵母行业绝对龙头, 市占率达 55%, 在全球范围内发展迅猛, 产能突飞猛进, 逼近行业第二大企业规模。酵母行业增速稳健, 壁垒较高形成行业高集中度; 酵母抽提物下游产业景气度高, 未来空间广阔; 酵母衍生品领域伴随消费者健康意识提升, 将迎来较快发展, 安琪作为国内最大的酵母生产商, 未来将持续受益。
- **行业: 传统酵母增速稳健, YE 与衍生品领域发展迅猛。** 1、传统酵母: 2018 年全球酵母市场规模达 254 亿元, 2013-2018 年 CAGR 为 6%, 传统酵母行业成熟, 竞争格局稳定, 预计未来将维持稳健增长; 2、酵母抽提物 (YE): YE 作为天然鲜味剂, 可替代味精, 从日韩等发达国家来看, YE 占据调味品市场 35% 左右, 而我国 YE 占比不足 5%, 根据安琪官方推荐的添加比例, 我们测算出目前酵母抽提物的空间约为 51 万吨; 3、酵母衍生品: 保健品、动物营养、微生物营养、环保肥料等行业尚处成长阶段, 伴随消费者健康意识提升, 未来发展空间广阔。
- **长期: 国内市场稳居龙头, 海外新兴市场发展空间大。** 安琪在国内市场市占率达 55%, 稳居龙头地位, 具备明显定价权; 在海外市场, 安琪产能约 5.5 万吨, 占海外市场份额 6% 左右, 未来俄罗斯 1.2 万吨产能投产将进一步抢占海外市场份额, 海外市占率提升空间大。亚非地区人口快速增长带动酵母市场需求增长迅速, 安琪积极布局, 海外市场有望迎来快速成长。
- **短期: C 端消费叠加海外需求旺盛, 成本低位完成七成采购。** 疫情期间, 国内家庭烘焙需求旺盛, 小包装酵母收入大幅度增长。销量方面, 公司小包装酵母生产线由一条增加至三条, 销量大幅增长; 价格方面, 国内小包装酵母终端价格出现 50% 以上上涨, 公司也逐步提升出厂价格。长期来看, 未来酵母的家用化潜力巨大。海外市场, 海外工厂和出口业务因酵母刚需属性保持超过 20% 增长, 截止目前公司的两个海外工厂均保持超负荷生产, 产能利用率逾 110%。糖蜜价格对公司毛净利率影响显著, 目前公司已完成全年采购量七成左右, 采购价格与上一年基本持平, 预计全年毛利率将维持高位。
- **产能: 国内产能改善, 国外产能项目稳步推进。** 目前公司共有酵母产能 24.9 万吨, YE 产能 7.8 万吨。国内: 春节期间宜昌 1.5 万吨产能受疫情影响停产 20 天左右, 其余所有工厂全部满产。海外: 埃及 YE 项目产能逐步爬坡, 俄罗斯酵母项目投产后, 将抢占更多海外市场份额。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 年收入分别为 87.5 亿元、99.7 亿元、113.2 亿元, EPS 分别为 1.31 元、1.56 元、1.84 元, 未来三年归母净利润将保持 19% 的复合增长率, 对应 PE 分别为 30X、25X、21X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、食品安全风险、新产能投产及达产或不及预期的风险、海外经营风险、汇率波动风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7652.75	8753.50	9967.65	11316.05
增长率	14.47%	14.38%	13.87%	13.53%
归属母公司净利润(百万元)	901.50	1076.82	1286.30	1517.88
增长率	5.23%	19.45%	19.45%	18.00%
每股收益 EPS(元)	1.09	1.31	1.56	1.84
净资产收益率 ROE	17.74%	17.24%	17.53%	17.60%
PE	36	30	25	21
PB	6.37	5.16	4.40	3.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

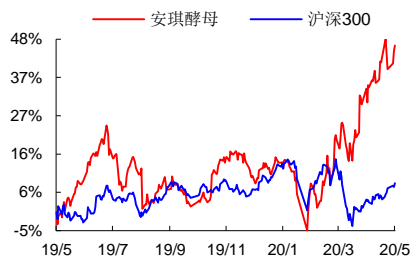
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 周可为

电话: 023-67710114

邮箱: zhkw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.24
流通 A 股(亿股)	8.24
52 周内股价区间(元)	25.29-39.33
总市值(亿元)	320.40
总资产(亿元)	101.62
每股净资产(元)	6.28

相关研究

1. 安琪酵母(600298): 海内外需求叠加, 一季报业绩超预期 (2020-04-23)
2. 安琪酵母(600298): 收入完成目标, 利润短期承压 (2020-03-31)
3. 安琪酵母(600298): 成本平稳, 酵母龙头稳步改善 (2019-11-26)

目 录

1 国内酵母绝对龙头	1
1.1 管理层优秀，新董事长开启管理改进	1
1.2 重点聚焦酵母业务，核心板块增速稳健	1
2 酵母行业增速稳定，下游应用领域发展快	4
2.1 酵母行业壁垒高筑，行业集中度高	4
2.2 下游应用场景丰富，潜在空间巨大	6
3 长期、短期因素共振，产能释放支撑业绩增长	12
3.1 长期：国内市场稳居龙头，海外市场提升空间大	12
3.2 短期：C端消费叠加海外需求旺盛，成本低位完成七成采购	16
3.3 产能：国内产能改善，海外项目稳步推进	19
4 盈利预测与评级	21
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 酵母系列营收占比约 81%.....	2
图 3: 2019 年各项业务毛利率水平.....	2
图 4: 公司产能及销售网络.....	2
图 5: 海外市场毛利贡献比重逐年提升.....	3
图 6: 自 2013 年来公司营业收入及增速.....	3
图 7: 自 2013 年来公司归母净利润及增速.....	3
图 8: 酵母上下游产业链.....	4
图 9: 全球酵母市场份额.....	5
图 10: 全球酵母市场规模.....	5
图 11: 全球酵母企业产能情况 (万吨).....	5
图 12: 中国酵母市场份额.....	6
图 13: 公司各项业务占比.....	7
图 14: 2012 年以来我国烘焙行业零售规模.....	8
图 15: 人均烘焙食品消费量 (千克/年).....	8
图 16: YE 下游产业行业增速.....	9
图 17: YE 全球产能 (万吨).....	10
图 18: YE 在鲜味剂市场份额.....	10
图 19: 保健品行业规模.....	10
图 20: 国内饲料行业规模.....	12
图 21: 酵母系列销售量.....	13
图 22: 酵母系列吨单价.....	13
图 23: 天猫平台销售额 (万元).....	14
图 24: 全球酵母产能分布情况.....	15
图 25: 酵母龙头企业各大洲产能分布情况 (万吨).....	15
图 26: 公司成本构成.....	17
图 27: 公司毛净利率情况.....	18
图 28: 南宁糖蜜现货价格走势 (元/吨).....	19
图 29: 公司折旧费用及同比增速.....	20
图 30: 公司资本开支情况 (亿元).....	20

表 目 录

表 1: 酵母行业主要产品及其应用场景	6
表 2: 不同发酵方式对比	7
表 3: 味精和 YE 对比	8
表 4: 调味品中酵母抽提物添加	8
表 5: 酵母抽提物规模测算	9
表 6: 安琪酵母系列保健品	11
表 7: 饲料酵母与其它饲料营养成分对比	12
表 8: 安琪、乐斯福、英联马利近年工厂建设时间表	13
表 9: 安琪、乐斯福、英联马利国内产能对比	14
表 10: 安琪海外布局的工厂优势	16
表 11: 糖蜜价格比较	16
表 12: 公司提价情况	17
表 13: 2019 年我国糖料种植及糖料收购基本与去年持平	18
表 14: 公司产能情况	19
表 15: 安琪重要境外经营实体	21
表 16: 分业务收入及毛利率	21
附表: 财务预测与估值	23

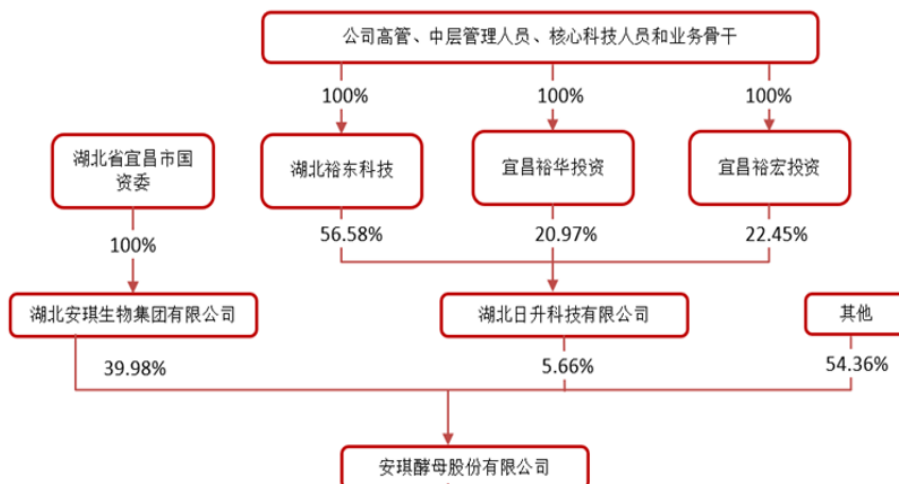
1 国内酵母绝对龙头

安琪酵母成立于 1986 年，2000 年在上海证券交易所上市，主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品的生产和销售，是行业内唯一的国家级企业技术中心、国家认可实验室。安琪酵母为中国酵母产业的龙头产业，拥有 15 条现代化的酵母生产线，截止 2019 年，公司酵母产能达 24.9 万吨，YE 产能达 7.8 万吨。安琪酵母为中国酵母行业绝对龙头，国内市占率达 55%；近年来不断发力全球市场，仅次于乐斯福和 AB 马利排名第三，市占率达到 12%。

1.1 管理层优秀，新董事长开启管理改进

国有控股，有望实施新一轮股权激励。公司第一大股东为湖北安琪生物集团有限公司，为湖北宜昌市国资委的全资子公司，实际控制人为宜昌市国资委，持有 39.98% 公司股权。公司管理层与员工骨干通过湖北日升科技持股，持有公司 5.66% 股权，与公司利益捆绑，积极性较强。

图 1：公司股权结构



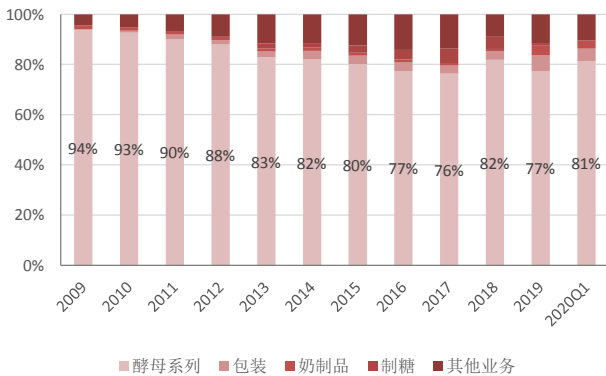
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司迎来新董事长，开启管理改进。2019 年 8 月熊涛先生当选为公司第八届董事会董事长，从多方面对公司开启管理改进：一方面对经销商政策做出调整，严格控制应收账款、压缩库存、降低流动资金占用；另一方面对费用进行严格控制，控制人员增加，精简部门设置，优化结构组织。

1.2 重点聚焦酵母业务，核心板块增速稳健

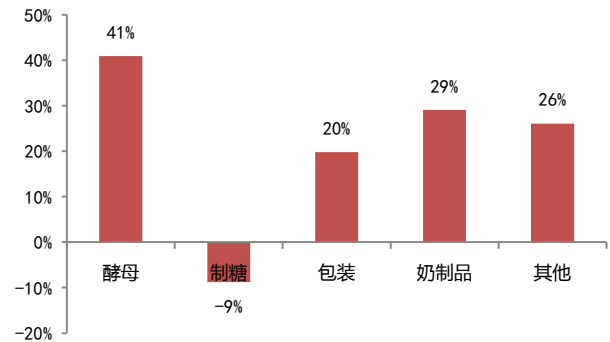
近年来，安琪大力拓展海外业务和衍生品业务，形成了酵母、包装（湖北鸿裕包材）、奶制品（安琪喜旺）、制糖（安琪赤峰）及其他业务五个板块。其中主营业务为酵母及深加工产品，涵盖面包酵母、YE、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等，占整体营收比重达 80% 左右。收入方面，2020Q1，酵母、包装、奶制品、制糖和其他业务板块分别实现营业收入 16.4 亿元/1.0 亿元/0.6 亿元/695 万元/2.1 亿元。毛利率方面，酵母业务毛利率最高且较稳定，奶制品、制糖等业务受原材料价格周期性影响，相对较低且波动较大。

图 2：酵母系列营收占比约 81%



数据来源：公司公告，西南证券整理

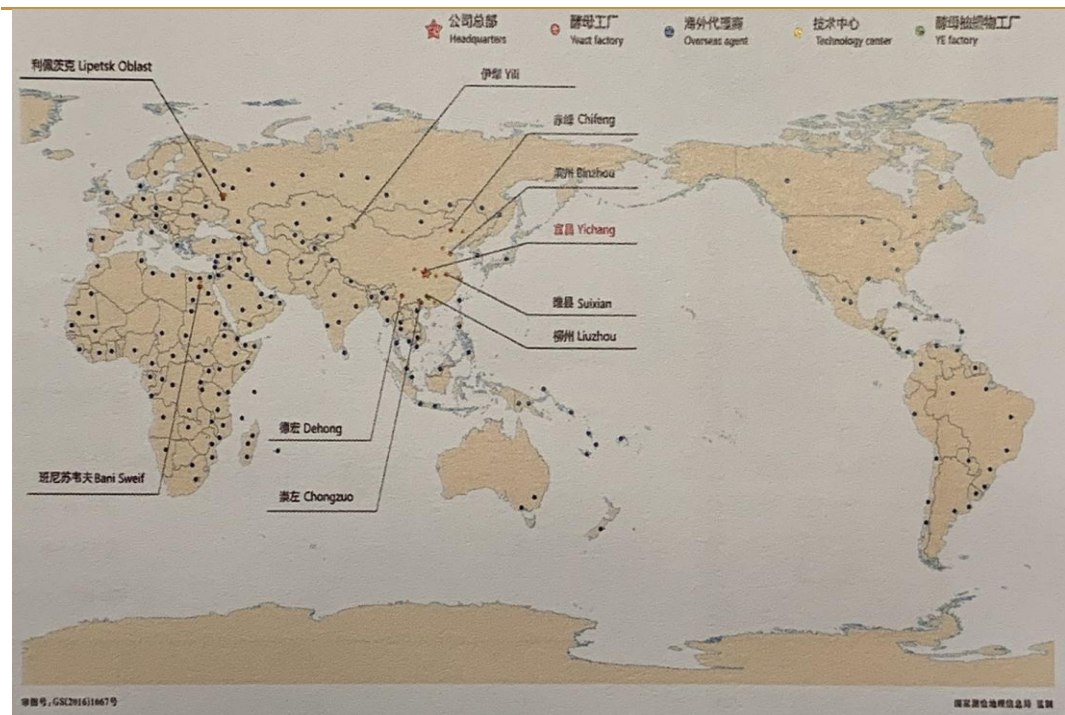
图 3：2019 年各项业务毛利率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

产能及销售网络全球化。安琪共有 15 条现代化酵母生产线，在国内酵母工厂包括新疆伊犁，山东滨州，广西崇左和柳州，河南睢县，内蒙赤峰，在埃及和俄罗斯建立了海外工厂。2019 年酵母类产品发酵总产能达到 23.7 万吨，目前生产线产能利用率接近 100%。公司构建了遍布全球的营销网络，在国内外拥有众多的经销商。在北京、上海、成都、沈阳、武汉、广州、宜昌、埃及开罗、俄罗斯利佩茨克等城市建有区域总部和应用技术服务中心，产品海外销售到 150 多个国家和地区。

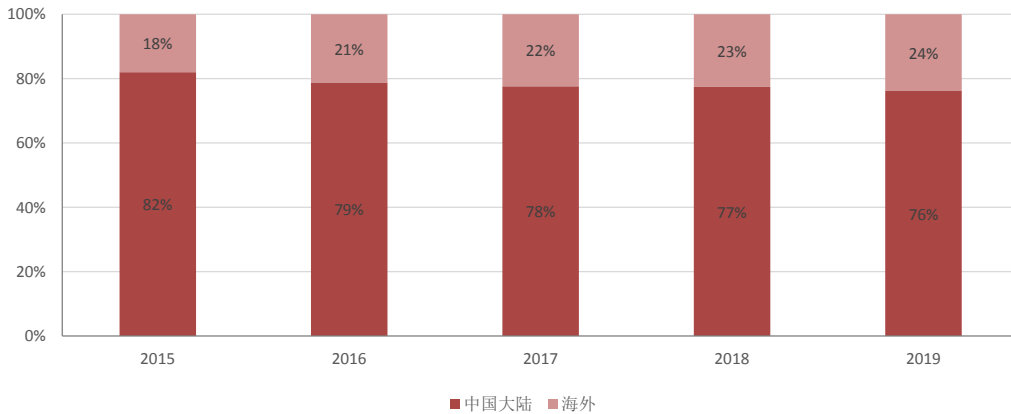
图 4：公司产能及销售网络



数据来源：公司公告，西南证券整理

安琪市场国际化布局，海外业务发展迅猛，埃及、俄罗斯原材料成本低廉，盈利能力突出。从区域分布来看，目前公司在埃及和俄罗斯设有生产基地，未来有望在南美设立工厂，受益于原材料价格低廉，海外业务毛利贡献突出，带动整体盈利能力提升，非洲、亚太等新兴市场，人口红利明显，酵母行业增速较高，目前国内、国外市场毛利占比分别为 76%、24%，未来海外市场盈利能力有望持续提升，贡献业绩。

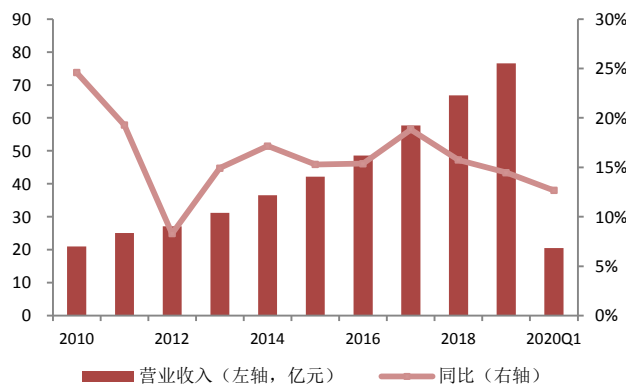
图 5：海外市场毛利贡献比重逐年提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

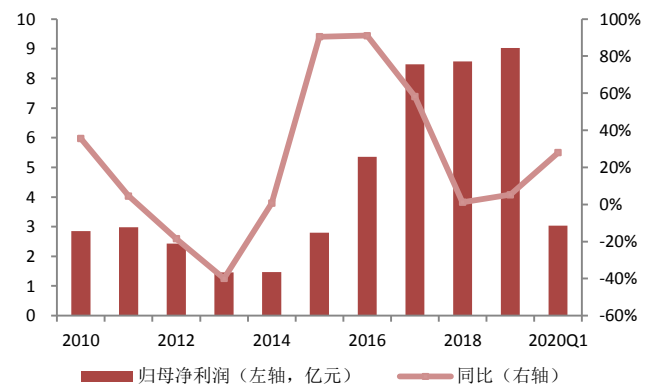
营业收入增速稳定，利润波动较大。安琪酵母作为全球领先企业，2010-2020 年间收入和归母净利润复合增速分别为 15%和 14%。受益于下游烘焙行业需求持续增长、海外市场逐步打开以及酵母衍生品（YE、保健品）的逐步放量，安琪收入规模保持较快增长；从利润端来看，2015 年受益于糖蜜成本、产能释放、费用改善等多重因素，利润增速显著提升，2018 年起，上游糖蜜价格上涨、工厂限产导致毛净利率下滑，利润增速有所回落，2020Q1，小包装酵母显著放量以及海外酵母增长带动利润回升，预计 2020 年将保持双位数增长。

图 6：自 2013 年来公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：自 2013 年来公司归母净利润及增速



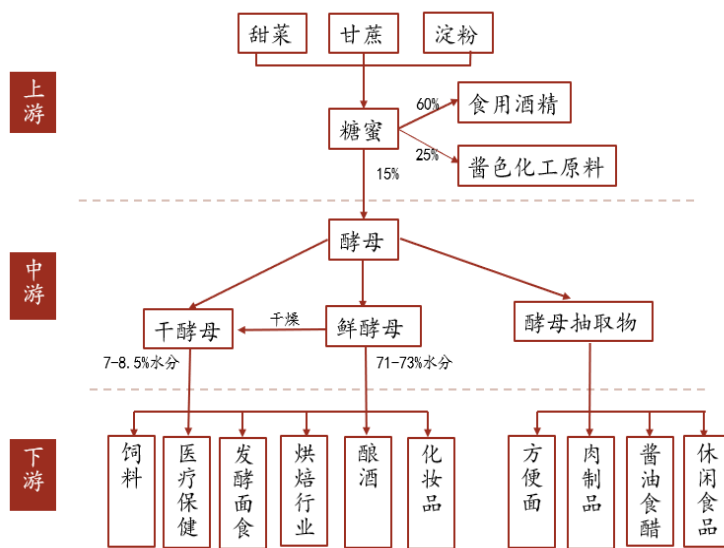
数据来源：Wind，西南证券整理

2 酵母行业增速稳定，下游应用领域发展快

2.1 酵母行业壁垒高筑，行业集中度高

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。

图 8：酵母上下游产业链



数据来源：西南证券整理

酵母行业多重壁垒，行业进入门槛较高。酵母行业中，酵母生产线的建设要求大量资本支出，存在极高的资金壁垒；酵母产品的研发和生产要求较高的技术资质；酵母行业的客户以 B 端客户为主，具备较高的渠道壁垒；酵母生产中产生废水要求较高的环保处理成本。

资金壁垒：酵母行业产能建设资金需求量大，生产规模效益明显。安琪的建设周期大约是每两年一条线，国内生产线投入需 6 亿左右，国外生产线投入需 7 亿左右，均摊到每年大约为 3 亿固定资产投资；小产品投资每年大约 1-1.5 亿，每年生产线维护费用 1 亿左右，合计每年总计 6 亿左右固定资产投资。

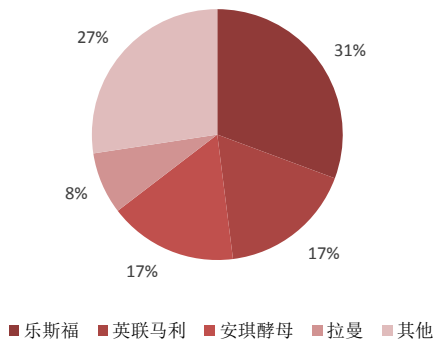
技术壁垒：安琪酵母的生产建立了高层次的产品技术研发平台（国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室、省级酵母工程中心、中试生产平台），构建了以多位享受国务院、省级政府津贴专家为主的创新技术团队，建立了多层次多领域的创新合作平台，拥有良好的研发组织和创新机制。

渠道壁垒：酵母行业客户多为食品厂等 B 端企业，以安琪为例，大部分客户为 B 端客户，绝大部分为食品厂、大型面包房、馒头店等。食品工厂在选定合适的酵母配方后，通常将固定使用且不易更换配方，客户的产品使用黏性较强。

环保壁垒：酵母生产过程中，废糖蜜经过酵母利用后，排出高色度有机废水，每生产 1 吨干酵母会产生 60-130m³ 废水，废水中含糖、氨氮等物质，容易造成环境污染，企业需对废水进行再次处理，以达到环保生产目标。

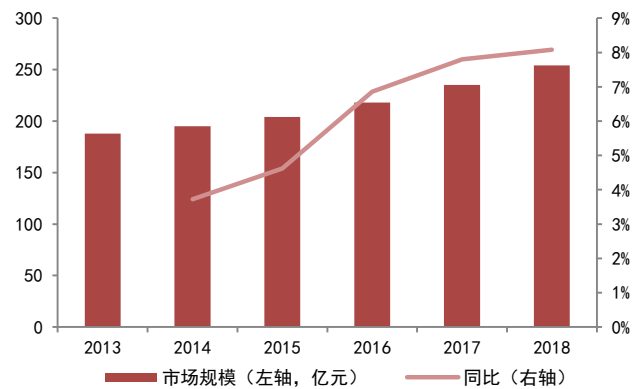
由于酵母生产过程中存在的各种壁垒，导致酵母行业集中度较高，安琪酵母收入规模处于亚洲第一、全球第三的位置，在国内市场份额达 55%，全球来看市场份额达 17%。目前全球酵母产能合计达 150 万吨，其中乐斯福、英联马利、安琪酵母、拉曼分别占比 31%/17%/17%/8%，CR4 超过 70%，行业集中度较高。其中法国的乐斯福以及英国的英联马利主要占据欧洲、美洲市场，其酵母品种主要为鲜酵母，需冷链运输，对运输的卫生、温度要求较高。安琪酵母主要以干酵母为主，在中国及东南亚地区由于运输设备的限制，干酵母备受推崇。2018 年全球酵母市场规模达 254 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 6%。目前下游烘焙、保健品等行业保持高景气条件下，酵母行业将维持稳定增长。

图 9：全球酵母市场份额



数据来源：产业信息网，西南证券整理

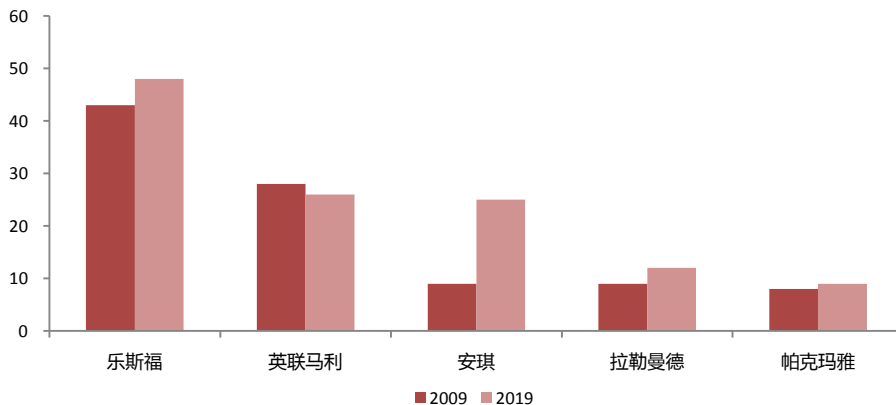
图 10：全球酵母市场规模



数据来源：产业信息网，西南证券整理

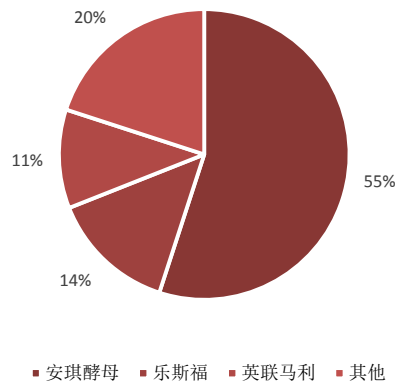
过去十年，全球酵母产能总量增长平稳，龙头企业规模增减不一，安琪酵母产能突飞猛进，逼近行业第二大企业规模。全球来看，2009-2019 年间，酵母产能由 130 万吨增长为 155 万吨。行业龙头乐斯福扩张速度平稳，逐步将产能从欧洲转移至南美亚洲等新兴市场；第二大企业英联马利战略有所收缩，关闭部分地区工厂；安琪酵母扩张迅速，由 2009 年 9 万吨增长为 2019 年 25 万吨，年复合增速达 11%，增长势头强劲。

图 11：全球酵母企业产能情况 (万吨)



数据来源：产业信息网，西南证券整理

国内市场中,安琪酵母占据绝对优势地位,产能占整体行业 55%,远远超过乐斯福(14%)和英联马利 (11%)。战略布局国内市场,在中国各地建设工厂,以山东、内蒙古、河南、云南等地进行销售辐射,酵母销售铺遍全国。而乐斯福设厂仅有安徽明光和广西来宾两个工厂,辐射范围小,只能覆盖南部一部分市场。但乐斯福未来打算扩展 3-4 万吨产能,争夺中国市场。英联马利在国内市场竞争力较弱,在河北、烟台等地设厂,仅能辐射一部分北方市场。国内市场竞争加剧,但整体格局不会发生较大变动。国内市场竞争将依靠产品结构和客户选择,而安琪酵母凭借庞大的客户基础以及先进的科研水平,稳居国内酵母龙头企业。

图 12: 中国酵母市场份额


数据来源: 产业信息网, 西南证券整理

2.2 下游应用场景丰富, 潜在空间巨大

酵母行业产品主要为传统酵母、酵母抽提物 (YE) 和酵母衍生品。从市场应用来看,酵母应用的主要领域包括烘焙与面食发酵、食品调味、动物营养、包材糖业、微生物营养、营养健康、环保肥料等。

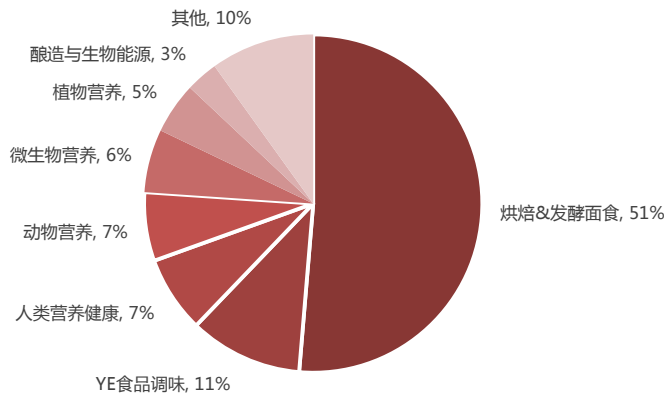
表 1: 酵母行业主要产品及其应用场景

	下游应用场景	主要产品
传统酵母	中式面点	高活性干酵母、改良剂、无铝油条膨松剂
	西式烘焙	高活性干酵母、泡打粉、
	酒精发酵	甜酒曲
酵母抽提物 (YE)	调味品	鸡精、鲜味汁等
	方便面	汤料等
	肉制品	卤汁等
酵母衍生品	人类营养健康 (保健品)	酵母蛋白粉、益生菌、酵母硒等
	动物营养	酵母硒、酵母细胞壁、酵母水解物等
	微生物营养	酵母浸出物、蛋白胨、酵母粉等
	植物营养	无机肥料、生物肥料、水溶性肥料等

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

就安琪酵母而言，烘焙与面食发酵占整体收入比例最高，达 51%，下游烘焙行业高景气度支撑传统酵母产品的增长；其次为酵母抽提物（YE），具备对味精的替代功能和健康属性，未来空间广阔。

图 13：公司各项业务占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 烘焙及发酵面食领域

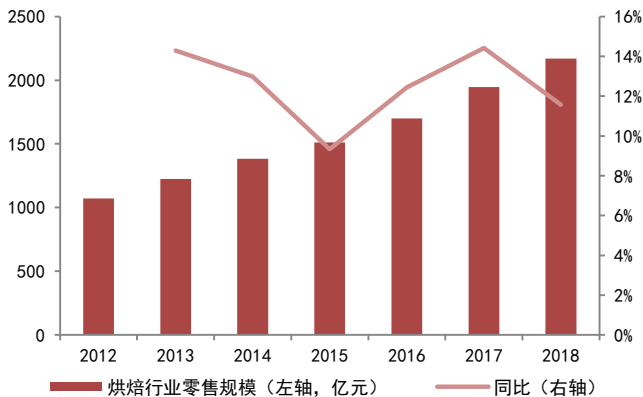
目前主流的发酵方式主要有酵母发酵、老面发酵、化学蓬松剂三类，前两类原理都是利用酵母菌与有机物产生气体使面团松软，而化学膨松剂则是利用化学反应使面团蓬松。酵母发酵是采用天然酵母菌的方式，不添加任何化学成分，更为营养健康。由于膨松剂中化学添加剂成分对健康的危害，国家明文规定，在面制品发酵过程中禁止使用添加明矾等物质膨松剂。未来随着居民健康意识的提升，发酵速度快、营养成分高、便捷性强的酵母将逐步代替老面和化学膨松剂。

表 2：不同发酵方式对比

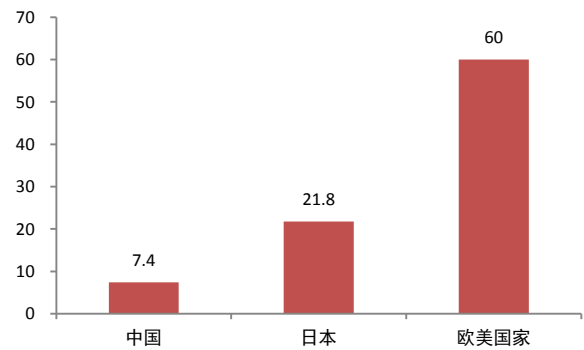
	原理	优点	缺点
酵母	酵母产生大量气体使面团蓬松	发酵速度快，保存营养成分，使用方便	价格相对较高
老面	利用剩余面团中含有的野生酵母，和各种杂菌的发酵作用，催发新的面团	便宜	对老面用量、水温、室温都要求较高；发酵速度较慢；碱的添加破坏营养成分
化学膨松剂	利用酸性和碱性盐的化学反应，在蒸制过程中产生二氧化碳，使面团松软	发酵速度快，便宜	化学添加剂破坏食品营养成分，危害健康

数据来源：西南证券整理

烘焙行业景气度较高，未来烘焙面用酵母产品将维持 10%左右增速。受益于居民消费升级及对西方美食的需求，我国烘焙行业景气度较高，2012-2018 年行业复合增速为 12%，2018 年行业规模达到 2200 亿元。目前烘焙行业消费主要集中于一二线城市，三四线城市渗透率较低，未来烘焙产品不断下沉，将带动烘焙面用酵母市场快速发展。与发达国家对比来看，我国人均烘焙食品消费量 2018 年为 7.4 千克，而欧美国家的人均消费量约为 60 千克左右，日本的人均消费量也达到 21.8 千克，我国的人均烘焙食品消费量仍有较大提升空间。

图 14: 2012 年以来我国烘焙行业零售规模


数据来源: 产业信息网, 西南证券整理

图 15: 人均烘焙食品消费量 (千克/年)


数据来源: 产业信息网, 西南证券整理

➤ 酵母抽提物

酵母抽提物 (YE) 是一种具有提鲜、平衡异味等特点的天然鲜味剂, 在酱油、方便面、卤食品、肉制品生产过程中都可应用。YE 富含多种氨基酸、多肽等成分, 其中谷氨酸含量可达到 8% 左右。作为食品配料, 可以替代传统调味品味精、鸡精等产品丰富食品风味, 增强鲜味, 柔和口感。

表 3: 味精和 YE 对比

对比	成分	风味	其他
味精	谷氨酸钠	具有很强的肉类鲜味, 遇热会产生苦味等不良味觉。	世界卫生组织规定了味精摄入的明确限量: 每公斤体重每天允许摄入量以不超过 120 毫克为宜; 12 周岁以下的儿童不在此列。
酵母抽取物	多种氨基酸、多肽等成分	增鲜增味、降盐减咸、平衡异味、强耐受性	营养型多功能鲜味剂和风味增强剂, 富含氨基酸可改善产品风味, 提高产品品质及营养价值, 增进食欲

数据来源: 西南证券整理

酵母抽提物具有纯天然、营养丰富、味道鲜美醇厚等优点, 在食品工业中已经广泛应用。

以酱油为例, 为满足零添加产品的需求, 酱油企业在生产过程中更多使用天然食材, 呈味特性和加工性能良好的酵母抽提物得以广泛。其优点主要有三个方面: 一是掩蔽由于酱油加工过程的不稳定产生的各种不良气味, 并突出产品的自然发酵酱香; 其次, 是协调、平衡各种原辅料的呈味, 缓和直冲感, 增强醇厚感, 使产品口感更自然柔和。最后, 酵母抽提物还可以弥补酱油产品的理化指标缺陷, 并改善产品的上色效果。

表 4: 调味品中酵母抽提物添加

厨邦特级鲜生抽	海天金标生抽	好人家火锅底料
	产品名称 金标生抽 (酿造酱油) 规格 500mL 保质期 24个月 配料 水, 非转基因黄豆, 食用盐, 小麦, 谷氨酸钠, 白砂糖, 酵母抽提物, 5'-呈味核苷酸二钠, 5'-肌苷酸二钠, 苯甲酸钠, 三氯蔗糖。 储藏方法 阴凉干爽处保存。开封后请尽快食用, 冷藏更佳。	使用方法: 1. 加水: 锅内入料 (无需炒制), 并加入约 750 克水或汤; 2. 煮沸: 大火煮沸, 待汤料翻滚, 香气四溢; 3. 烫菜: 依照个人喜好放入各类菜品, 待煮熟后即可享用美味。 配料: 食用牛油, 辣椒, 鸡精调味料 (含白胡椒), 豆瓣酱 (辣椒, 蚕豆, 食用盐, 小麦粉, 水), 食用香精香料, 大葱, 食用盐, 花椒, 植物油, 小葱, 姜, 蒜, 味精, 香辛料, 豆豉, 白酒, 单晶体冰糖, 酵母抽提物, 辣椒红, 鸡骨抽提物 (鸡骨, 水, 食用盐, 食品用香料)。本产品中白胡椒采用辐照杀菌技术处理。 致敏物质提示: 本产品中含有大豆、小麦、蛋制品。

数据来源: 天猫商城, 西南证券整理

酵母抽提物在食品中添加比例在 0.1-5.0% 不等，按照安琪官方推荐的添加比例，我们对不同食物种类中酵母抽提物的使用规模进行了测算，目前酵母抽提物的空间约 50.7 万吨。

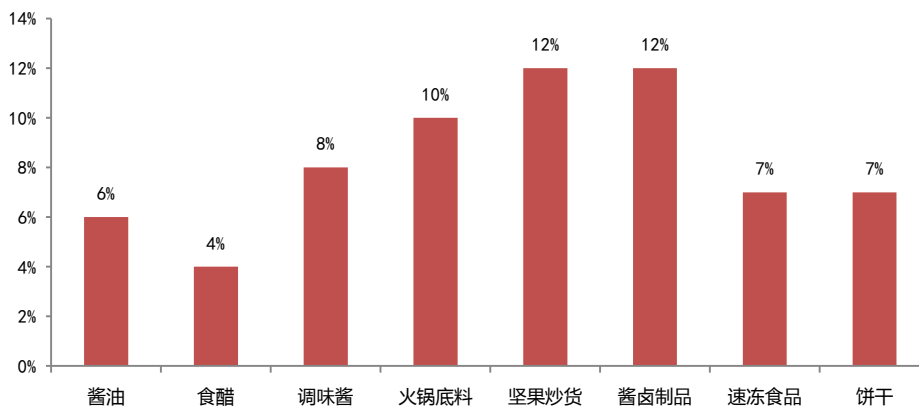
表 5：酵母抽提物规模测算

应用领域	添加比例	产量 (万吨)	YE 规模 (万吨)
酱油	0.5-1.2%	1050	8.9
食醋	0.1-0.5%	420	1.3
调味酱	0.8-1.8%	380	4.9
火锅底料	1.0%	70	0.7
坚果炒货	0.2-5.0%	650	16.9
酱卤制品	0.3-0.6%	548	2.5
速冻食品	0.3-1.5%	1035	9.3
饼干	0.3-1.5%	954	6.2
合计			50.7

数据来源：公司官网，中国产业信息网，西南证券整理

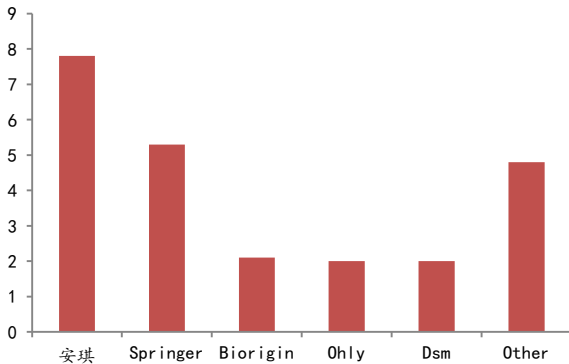
YE 下游产业未来五年增速稳健、景气度较高。YE 下游行业中，酱油、食醋、调味酱、火锅底料、坚果炒货、酱卤制品、速冻食品、饼干未来五年年均复合增速分别为 6%/4%/8%/10%/12%/12%/7%/7%。

图 16：YE 下游产业行业增速

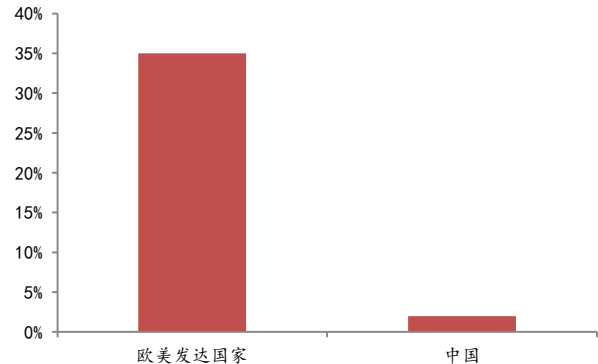


数据来源：Wind，产业信息网，西南证券整理

安琪拥有 7.8 万吨 YE 产能，全球 YE 产能超过 30 万吨，安琪约占全球产能的 25%，位居全球第一。目前，从欧美、日韩等发达国家来看，YE 应用已占鲜味剂市场 35% 左右，而我国 YE 占比不足 2%，处于 YE 替代的初步阶段，伴随消费者健康意识增强，YE 在调味品领域的应用将大幅提升。目前我国味精产量约 200 万吨，保守估计若 YE 使用量达到传统味精的 25%，则 YE 市场规模将达到 50 万吨，而目前尚不足 10 万吨，仍有 5 倍市场空间。

图 17: YE 全球产能 (万吨)


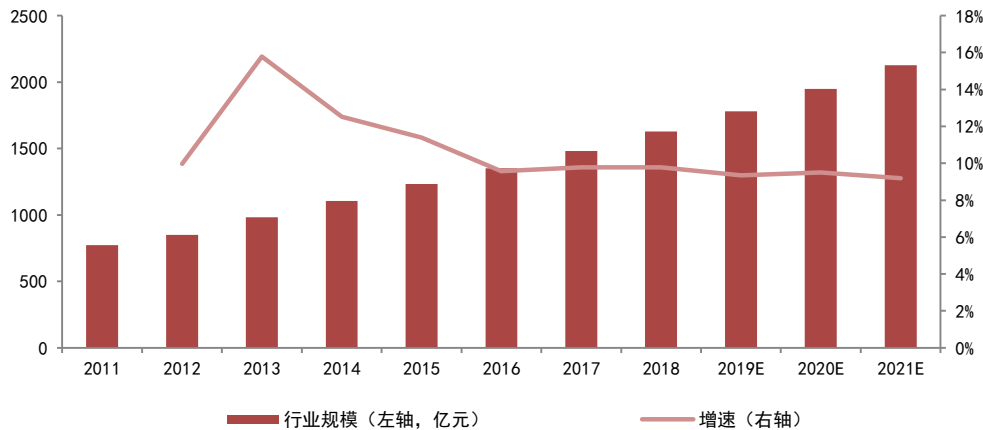
数据来源: 产业信息网, 西南证券整理

图 18: YE 在鲜味剂市场份额


数据来源: 产业信息网, 西南证券整理

➤ 人类营养健康 (保健品)

2018 年我国保健品行业规模突破 1600 亿元, 2011-2018 年保健品行业年复合增速达 11%。消费者对健康的日益重视刺激了保健品的快速发展, 目前保健品行业主要可划分为膳食补充剂、体重管理和运动营养, 其中膳食补充剂规模最大, 达到 1486 亿元, 同比增长 9.2%。酵母类保健品概念较新, 公司主要通过线下药店、母婴店及线上渠道进行消费者培育, 逐步推广。

图 19: 保健品行业规模


数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

公司聚焦大单品, 实现保健品高速增长。安琪纽特酵母源保健品包括了即食酵母粉、酵母锌、酵母硒、酵母铬、酵母 B 族维生素、酵母多糖等等多种类别, 针对不同人群的保健食品, 这些保健食品都是以酵母为载体, 经过人为加工, 是众多人体所必需的微量元素与酵母菌进行结合, 已达到符合人体吸收利用的标准。安琪纽特的酵母源保健品富含优质完全蛋白、完整 B 族维生素、优质膳食纤维以及钙、锌、铬等多种矿物质及微量元素, 能够很好的提高人体免疫力。目前安琪的大单品战略初见成效, 2018 年蛋白粉销售额在 1 亿以上, 已形成酵母蛋白粉、酵母锌、益生菌、酵母硒、山楂酵母等酵母系列特色产品。

表 6: 安琪酵母系列保健品

	酵母蛋白粉	酵母锌	益生菌	酵母硒	山楂酵母
产品					
价格	598 元	88 元	298 元	298 元	48 元
针对人群	孕妇	儿童	儿童	中老年人	儿童

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

专注婴童市场, 差异化竞争打造增长核心动力。安琪潜心研发孕婴童营养品 28 年时间, 通过酵母粉及 YE 转入人类膳食营养补充剂保健领域, 在国内首创了酵母营养保健产品, 早在 2001 年就拥有了国家博士后科研工作站与国家认可的研发实验室, 研发团队包含 3 名博士后、5 名博士以及 10 多名硕士, 并且两次获得国家科学技术进步二等奖。酵母类保健品天然健康, 尤为复合母婴市场消费者重视安全的消费诉求, 但初期保健品市场混乱, 乱象频发, 安琪在混乱的市场竞争中优势并不明显, 在目前保健品严格监管形势下, 安琪这样合规且有技术含量的保健品企业市场份额有望进一步提升。保健品业务营收增速最快, 伴随去年年底保健品新生产线投产, 今年保健品有望实现 20% 以上收入增长。

注重安琪纽特品牌建设, 优质服务保障动销。安琪拥有持续的品牌和动销服务能力, 安琪纽特建立了以动销为导向的服务型营销体系, 全国拥有近 1000 人的专业服务团队快速提供贴身服务, 有专业化的培训与一整套动销解决方案, 并在品牌力上持续投入, 不断塑造品牌。

➤ 酿酒

安琪从公司初建开始, 一直从事酿酒酵母研制, 率先在国内推出“浓醪发酵”概念, 帮助酒精厂提高生产能力、降低能耗、节约工艺用水、实现清洁生产。早在 1990 年, 安琪已开发出耐高温酿酒高活性干酵母, 实现了白酒和酒精行业的节能降耗、安全度夏??、平稳生产; 随后安琪又持续研发出白酒王、耐高温白酒专用、生香酵母、酿酒曲、根霉菌曲、营养剂等针对白酒企业的产品。

➤ 动物营养

除发面、酿酒和作维生素等营养物之外, 酵母也时常被用作畜牧业、禽业蛋白饲料, 饲养价值高, 能有效解决我国蛋白质饲料不足的困境。饲料酵母含有 45-50% 蛋白质含量, 可作为蛋白饲料添加到配合饲料中, 其不仅含有高比例蛋白质, 还富含多种氨基酸, 适合用作畜禽饲料。

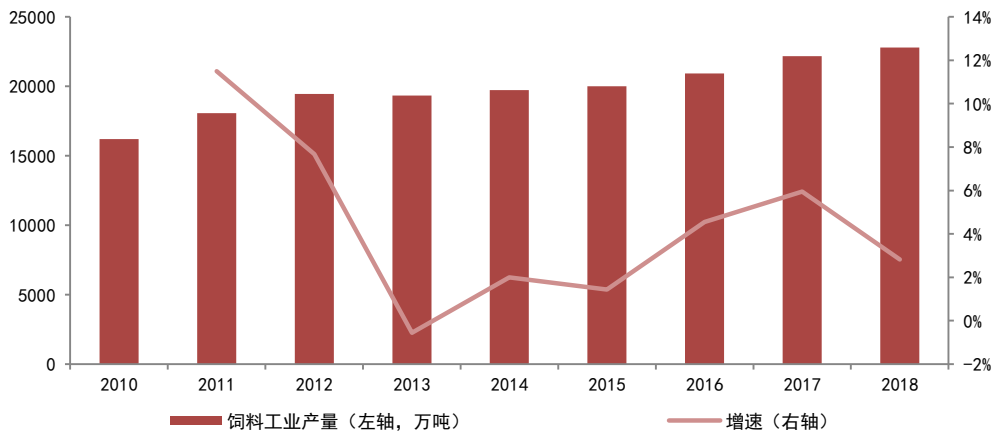
安琪在国内率先推出饲用高活性干酵母、酵母水解物、酵母硒、酵母细胞壁等酵母源饲用产品和应用技术, 服务于畜禽、水产、反刍、特种养殖、宠物喂养等领域。其中, 酵母硒、酵母细胞壁、酵母水解物三个产品的产能均位居全球第一。

表 7: 饲料酵母与其它饲料营养成分对比

品类	粗蛋白质 (%)	赖氨酸 (%)	蛋氨酸 (%)	色氨酸 (%)
饲料酵母	50.0	4.00	0.75	0.30
鱼粉	54.0	3.60	1.50	0.26
面粉	46.0	3.70	0.70	0.40
玉米	9.9	0.30	0.20	0.04
小麦	13.2	0.42	0.18	0.10
大豆饼	44.0	2.90	0.65	0.55

数据来源: 产业信息网, 西南证券整理

2017 年, 国家发改委发布《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》, 将“酵母源生物饲料”等列为重点产品与技术范畴。国家产业政策的大力支持, 成为我国生物饲料产业持续稳定健康发展的政策基础。与欧美国家相比, 我国酵母饲料仍处在初期阶段, 市场相对不成熟, 用户接受度也尚待提高, 酵母饲料的应用仍需要企业的大力推广。

图 20: 国内饲料行业规模


数据来源: 中商产业研究院数据, 西南证券整理

3 长期、短期因素共振, 产能释放支撑业绩增长

3.1 长期: 国内市场稳居龙头, 海外市场提升空间大

安琪在国内市场市占率已达 55%, 份额提升空间较为有限; 在海外市场, 安琪产能约 7 万吨, 2018 年全球产能 155 万吨, 除中国市场外大约 120 万吨, 安琪的海外工厂布局占海外市场份额约 6% 左右, 海外市占率提升空间更大。

➢ 国内市场

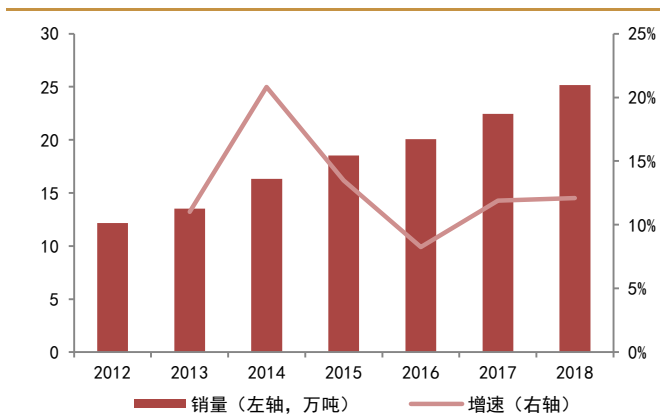
国内销售网络广, 稳居酵母龙头。安琪酵母为国内酵母产业的龙头企业, 占有国内市场 55% 的市场份额。2018 年, 国内酵母市场总产量约 35 万吨, 其中安琪酵母生产 19.5 万吨。而乐斯福国内产能 7 吨左右, 英联马利产能 4 万吨。国内酵母市场集中度高, CR3 高达 81%。

表 8: 安琪、乐斯福、英联马利近年工厂建设时间表

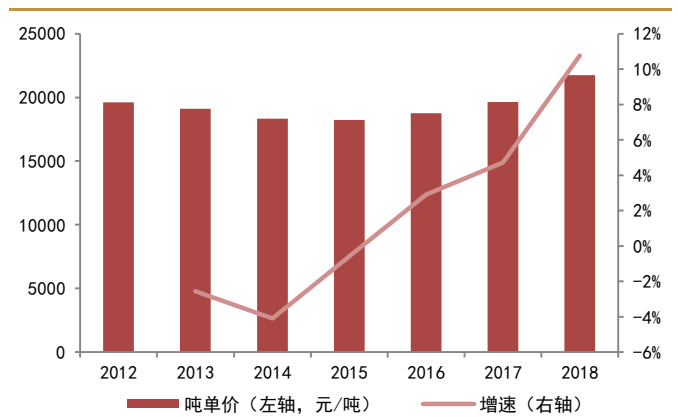
	重大事件
安琪酵母	2012 年, 安琪酵母 (埃及) 生产线建成投产 2012 年, 安琪酵母 (柳城) 生产线建成投产 2013 年, 蓝天糖业建成投产 2017 年, 安琪酵母 (俄罗斯) 生产线建成投产
乐斯福	2010 年, 英联 (哈尔滨) 食品添加剂有限公司 2012 年, 英联马利新烟台旗舰工厂竣工投产 2011 年, 英联马利启动扩建新疆工厂 2019 年, 英联马利东莞新公司的成立
英联马利	1999 年, 乐斯福 (明光) 有限公司建成 2006 年, 乐斯福广西来宾建立广西丹宝利酵母有限公司和广西一品鲜生物科技有限公司 2010 年, 乐斯福管理 (上海) 有限公司成立 2019 年, 法国乐斯福集团与湘桂集团合资公司“年产 2 万吨活性干酵母生产线项目”竣工

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

酵母系列销量稳步提升, 出厂价提价明显。销售量方面, 2012 年以来, 安琪实施多样化扩张战略, 积极拓展海外业务及酵母系列衍生品, 销售量稳健增长, 2012-2018 年年复合增速达 13%; 吨单价方面, 2018 年吨单价同比提升 11%, 主要系年初 YE 提价和 10 月份酵母提价所致, 国内酵母提价后, 销量仍保持双位数增长, 侧面反映出公司在酵母领域内定价权充分, 公司在海外售价偏低, 明显低于乐斯福、英联马利两家公司售价, 未来提价空间充足。

图 21: 酵母系列销售量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 酵母系列吨单价


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

安琪产能集中于北方和南方地区, 辐射全国, 乐斯福、英联马利目前只覆盖区域市场。安琪在中国各地建设工厂, 公司拥有 15 条高度现代化的酵母生产线, 在湖北、山东、内蒙古、河南、云南、新疆等地设有工厂, 销售辐射全国。而乐斯福设厂仅有安徽明光和广西来宾两个工厂, 辐射范围小, 主要覆盖南部一部分市场。英联马利在国内市场竞争力较弱, 在河北、烟台等地设厂, 主要辐射一部分北方市场。国内市场竞争加剧, 但整体格局不会发生较大变动。国内市场竞争将依靠产品结构和客户选择, 而安琪酵母凭借现有的庞大的客户基础、先进的科研水平以及一体化的后期服务, 长期来看将稳居国内酵母龙头地位。

表 9: 安琪、乐斯福、英联马利国内产能对比

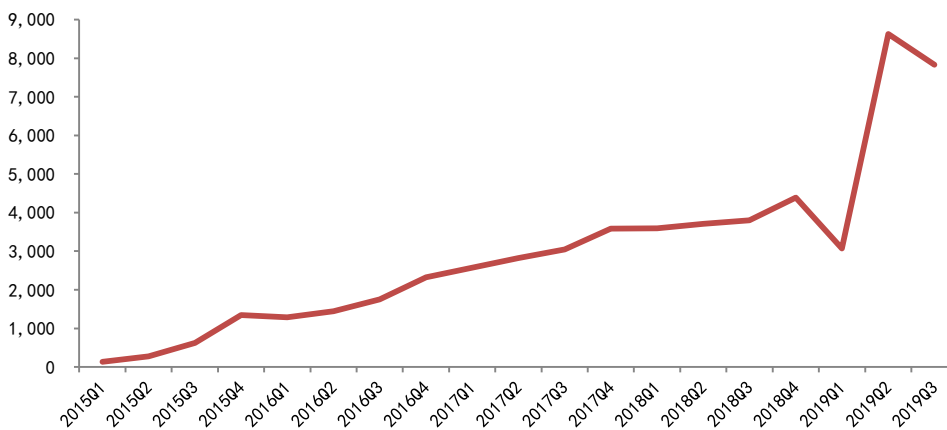
对比	总部	工厂情况	主要市场
安琪酵母	湖北	在湖北宜昌、山东滨州、内蒙古、新疆、河南、云南、广西等地设有工厂，遍布全国各地	全国
乐斯福	上海	在广州、上海、北京、沈阳、中国香港分别设立 5 大分公司，拥有北京、上海、广州、中国香港 4 个烘焙中心，拥有安徽明光、广西来宾 2 个现代化工厂。	南部市场
英联马利	北京	在中国有河北、烟台、新疆等地设有酵母工厂，2019 年 2 月在东莞开设新厂	北部市场

数据来源：公司公告，西南证券整理

国内市场以 B 端客户为主，黏性较强。安琪酵母国内的销售客户大部分为工业企业，C 端客户比例较低。公司销售主要采取经销商代理+大客户直供模式进行，产品可细分为工业用产品和民用产品，工业用产品通过经销商分销或直供的方式提供给用户，民用产品则通过经销商分销、直销或者通过公司搭建的各类电商平台交付给消费者。工业企业数量庞大，为业务收入主要来源，议价能力强。产品目前价格高于乐斯福与英联马利产品价格，企业对酵母价格敏感性高，若盲目增加工业客户价格，可能造成流失客户端的风险。C 端客户占比较低，价格提价对业绩影响变化响较小。

➤ 线上渠道

建立电商自有平台，收购贝太厨房布局烘焙。安琪自 2003 年起开始涉足电商，在 2011 年在成立电子商务事业部，2014 年成立安琪电商公司。目前安琪电商建有自营网站安琪 e 家，并已入驻天猫、淘宝、京东等主要电商平台，目前有 25 个线上销售渠道，宜昌、上海和天津三个物流中心。2015 年，安琪收购了瑞士荣格集团旗下的“贝太厨房”，力图打造线上线下一体化的美食厨艺生活媒体，构建烘焙垂直电商平台，为消费者提供一站式解决方案，打造媒体、电商、社群生态圈。以天猫数据为例，2015Q1 天猫销量仅为业绩 100 多万元，逐年增加至现在的 2019Q3 七千多万元销售额。

图 23: 天猫平台销售额 (万元)


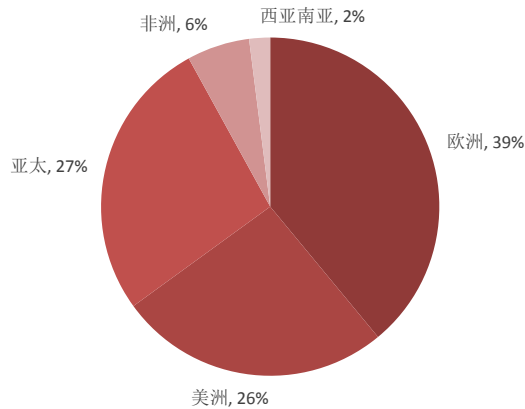
数据来源：天猫商城，同花顺，西南证券整理

➤ 海外市场

欧美及大洋洲市场酵母应用成熟，亚非地区人口快速增长带动酵母市场需求增长迅速，但酵母产能主要集中于欧洲、美洲，非洲等新兴市场产能非常有限。现代酵母产业起源于欧洲，历经上百年的发展历程和持续的技术进步，酵母产业沿着酵母制品和酵母衍生制品两大

产品线不断发展，已深入应用和服务于食品制造、饲料工业和生物制造等领域。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。全球酵母产能主要集中在欧洲和美洲地区，合计占比 65%，而人口占比较高的亚洲、非洲地区酵母产能分布则较相对少，随着全球酵母巨头乐斯福和英联马利产能增长速度放缓，近年来亚洲、非洲市场伴随人口快速增长迎来巨大的增长空间。

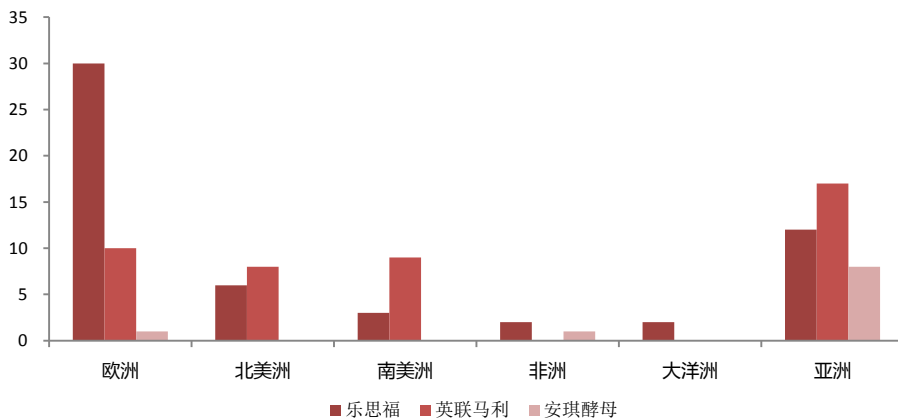
图 24：全球酵母产能分布情况



数据来源：产业信息网，西南证券整理

海外市场空间广阔，占有率有望提升。与乐斯福、英联马利相比，目前安琪海外市场建立的工厂较少。乐斯福在中国以外市场共有 61 个工厂，产能达 43 万吨；英联马利在国外市场拥有 36 个工厂；目前安琪仅在埃及和俄罗斯建厂。

图 25：酵母龙头企业各大洲产能分布情况（万吨）



数据来源：乐斯福、英联马利、安琪酵母官网，西南证券整理

原料、关税、市场、运输优势多管齐下，安琪在埃及、俄罗斯布局工厂。安琪在埃及和俄罗斯建厂可以使用价格低廉的糖蜜进行生产，销往北非、中东、俄罗斯以及欧洲等国家。酵母产品差异化竞争，安琪海外市场广阔。安琪销售的产品多为干酵母，而乐斯福和英联马利生产的多为鲜酵母，且大量销往欧洲等发达国家。鲜酵母中含水量较多，需维持在恒温条件下保持细胞的活度，对运输冷链以及卫生条件有较高的要求。干酵母储藏以及运输则更为

方便，使用时通过加水在一定温度下即可激活使用。中东、非洲人口基础大，需求量比欧洲国家大，同时酵母市场处于起步阶段。此外，干酵母比鲜酵母更加适合非洲、中东季节干燥的地区，且这些地区收入水平低，安琪产品价格上也享有优势，可快速抢占市场份额。安琪积极布局，未来有意向在南美洲建立第三座海外工厂，在发展初期抢占拉美及非洲市场。

表 10：安琪海外布局的工厂优势

工厂	选址优势	辐射市场
埃及工厂	1) 埃及盛产甘蔗和甜菜，酵母工业原料糖蜜资源丰富； 2) 市场容量大，埃及及其周边市场容量超出埃及工厂的生产能力； 3) 能源成本低，埃及天然气的成本比宜昌烧煤还要低； 4) 关税优势，埃及加入了许多周边区域贸易组织，埃及产品出口周边国家或地区，进口国给予零关税或低关税待遇； 5) 服务更优化，在埃及直接给客户供货，平均需要 7 天，货品从中国远渡重洋约 40 天，供货周期大大缩短，同时减少了安琪及用户成本。	非洲、欧洲、中亚
俄罗斯工厂	1) 原材料糖蜜成本低廉； 2) 市场潜力大，俄罗斯是欧洲最大的烘焙酵母市场，本地酵母无法满足需求； 3) 关税优势，利佩茨克工厂可以零关税向独联体国家自贸区成员国出口； 4) 缩短新品研发周期，建立烘焙中心，开启产品研发本地化。	欧洲、亚洲

数据来源：公司官网，西南证券整理

海外工厂原材料糖蜜价格低廉，成本优势明显。安琪海外市场上销售的产品主要来自海外工厂生产以及国内出口销售，国内每年大概有 4 万多吨的酵母产品销往海外。相较而言，国内生产成本明显高于海外工厂，除了运输成本以外，主要原因在于糖蜜价格差异较大。埃及盛产甘蔗，糖蜜价格较低，2018 年维持在 700-800 元/吨。俄罗斯的糖蜜主要源于甜菜，价格低廉，2018 年均价约为 300-400 元/吨，价格最低可至 200-300 元/吨。国内糖蜜的市场价格通常在 800-900 元/吨，海外工厂成本优势显著。

表 11：糖蜜价格比较

区域	来源	均价
埃及	甘蔗	700-800 元/吨
俄罗斯	甜菜	300-400 元/吨
国内	甘蔗、甜菜	800-900 元/吨

数据来源：Wind，中国产业信息网，西南证券整理

海外市场安琪定价明显低于竞品，未来提价空间充足。在海外市场，乐斯福、英联马利产品价格均高于安琪产品价格，安琪大部分产品比同类竞品低 10% 左右，部分产品差价更达 15% 左右，价格差异明显，安琪后期有持续提价空间。

3.2 短期：C 端消费叠加海外需求旺盛，成本低位完成七成采购

疫情期间，国内居家烘焙需求旺盛，小包装酵母收入大幅度增长。销量方面，公司小包装酵母生产线由一条增加至三条，销量大幅增长；价格方面，国内小包装酵母终端价格出现 50% 以上上涨，公司也逐步提升出厂价格。公司同时推进 500 克大包装产品进入 C 端渠道，以缓解小包装酵母的生产压力，疫情期间消费者居家烘焙习惯逐步培育，长期来看，未来酵母的家用化潜力巨大。

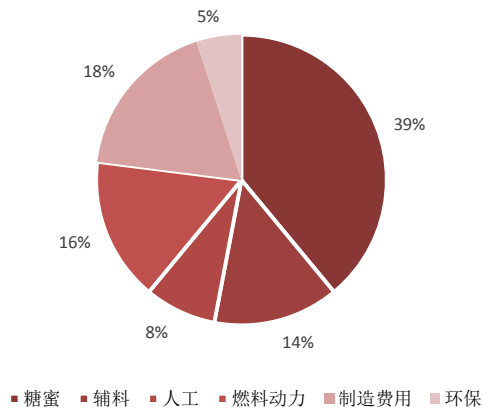
表 12: 公司提价情况

提价时间	提价幅度	产品	原因
2016 年 1 月	5%	国内 YE 产品	跟随行业趋势
2016 年 5 月	5%	部分酵母产品	跟随行业趋势
2018 年 10 月	3-4%	60%酵母产品	伊犁工厂限产, 成本上升

数据来源: 公司官网, 公司公告, 西南证券整理

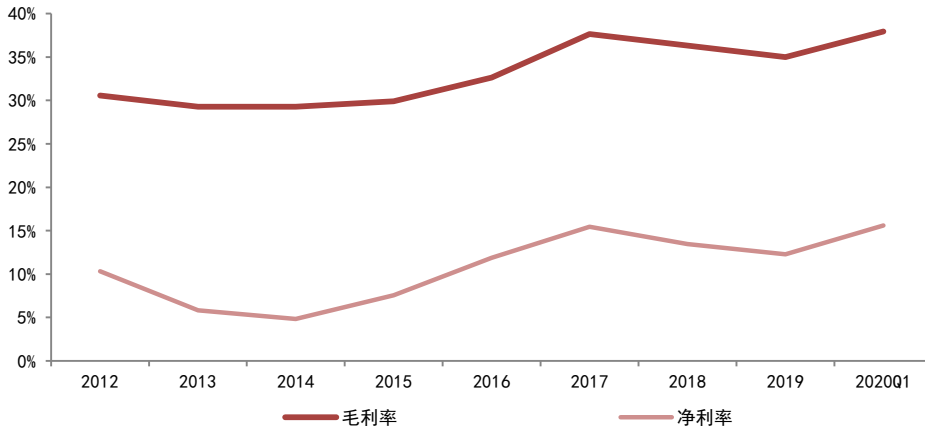
海外市场方面, 受到新冠疫情的影响, 海外工厂和出口业务因酵母刚需属性保持超过 20% 增长。国外疫情逐步蔓延, 按照政府的要求确保工厂正常开工, 与集中于欧美疫情爆发地带的竞争对手相比, 安琪工厂受疫情影响较小, 截止目前公司的两个海外工厂均保持超负荷生产, 产能利用率逾 110%。

酵母生产的主要原材料是糖蜜, 糖蜜为制糖过程中分解出的副产品, 根据制糖原材料不同, 可分为甘蔗糖蜜、甜菜糖蜜和淀粉糖蜜。从公司成本构成来看, 糖蜜约占原材料成本 80%, 原材料占总成本的 55% 左右, 由此测算酵母产品制造中糖蜜约占总成本的近 40%, 对公司毛利率影响显著。

图 26: 公司成本构成


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

从公司近十年毛利率和净利率走势可以看出, 两者相关性非常明显, 净利率很大程度上受到成本的影响, 而糖蜜占据了公司总成本的 40%, 糖蜜的价格高低对公司净利率影响十分显著。目前, 公司已完成全年采购量七成左右, 采购价格与上一年基本持平, 预计全年毛利率将维持高位。

图 27: 公司毛净利率情况


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

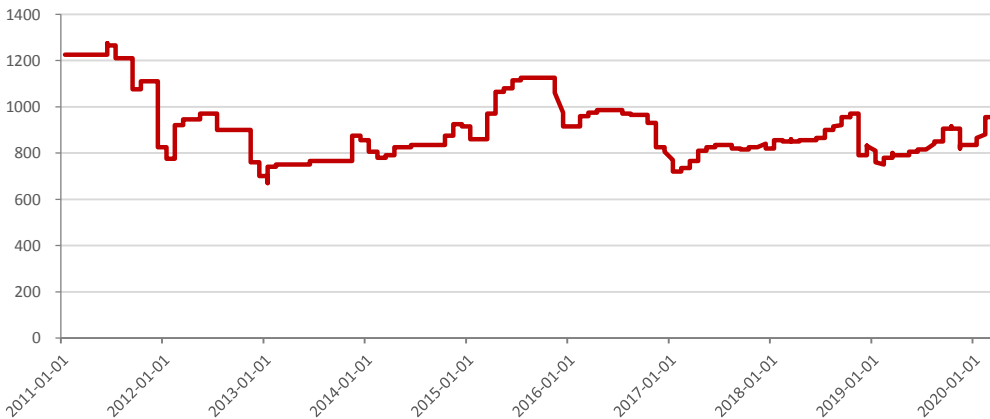
上游甘蔗及甜菜供给与去年基本持平, 下游酒精需求疲软, 预计明年糖蜜价格将维持平稳较低水平。从供给端来看, 我国糖蜜生产主要集中于广西、广东、云南、海南四省, 其中 60% 产量来源于广西。根据中国糖业协会数据, 2019/20 年榨季已经开启, 糖料种植面积同比下滑 4.9%, 收购糖料量同比下滑 1.9%。

表 13: 2019 年我国糖料种植及糖料收购基本与去年持平

省区	糖料种植面积 (万亩)		同比	收购糖料量 (万吨)		同比
	2019 年	2018 年		2019 年	2018 年	
广西	1140	1160	-1.7%	5400	5100	5.9%
广东	165	190	-13.2%	760	906	-16.1%
云南	421	433	-2.8%	1471	1680	-12.4%
海南	32	39	-17.9%	112	150	-25.3%
全国	2084	2191	-4.9%	8859	9026	-1.9%

数据来源: 中国糖业协会, 西南证券整理

从需求端看, 糖蜜酒精生产成本尤其废液处理费用高企, 且替代性玉米酒精、木薯酒精生产成本较低, 糖蜜需求低迷。糖蜜下游需求主要包括酒精、酵母、饲料等, 其中酒精和酵母需求较大, 两者占比约 80%, 受玉米、木薯替代效应及环保成本高昂影响, 糖蜜需求量不断萎缩。酒精生产除使用糖蜜作为原料外, 还可使用玉米、木薯作为替代产品, 玉米价格持续走低, 相对于糖蜜酒精生产成本更低, 酒精企业更多选择玉米、木薯作为原材料, 糖蜜需求量下滑。自环保法实施以来, 糖蜜酒精生产过程中排出的废液需进行严格的零污染处理, 设备购置及能源消耗开销加大, 酒精企业更多地使用其他产品替代糖蜜。

图 28: 南宁糖蜜现货价格走势 (元/吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.3 产能: 国内产能改善, 海外项目稳步推进

目前公司共有酵母产能 24.9 万吨, YE 产能 7.8 万吨。国内: 前期伊犁工厂受环保原因限产, 开工率较低, 经协调 2019Q3 已提升至 90%, 目前所有工厂全部满产。

表 14: 公司产能情况

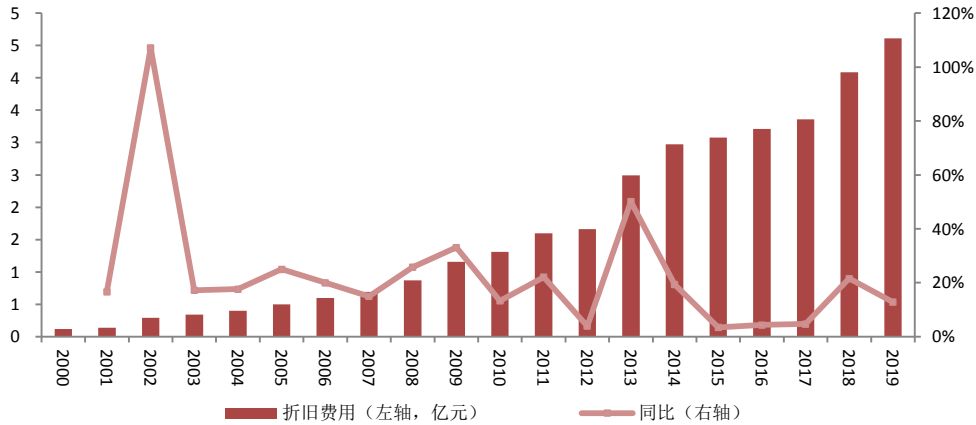
	建厂地址	酵母 (万吨)	酵母提取物 (万吨)	投产时间
宜昌总部	湖北宜昌市	2.50	1.00	1986 年
安琪赤峰	内蒙古赤峰市	0.90		2003 年
安琪伊犁	新疆伊犁市	3.00	0.80	2004 年
安琪滨州	山东滨州市	0.70		2005 年
安琪睢县	河南商丘市	0.20		2005 年
安琪崇左	广西崇左市	3.50	0.80	2006 年
安琪柳州	广西柳州市	2.00	2.00	2012 年
安琪埃及	埃及开罗	2.30		2013 年
安琪德宏	云南德宏	3.00		2014 年
安琪柳州 (二期)	广西柳州市	2.00	2.00	2017 年
安琪俄罗斯	俄罗斯利佩茨克	2.00		2018 年
安琪赤峰 (搬迁改造)	内蒙古赤峰市	1.60		2018 年
安琪埃及 (二期)	埃及开罗	1.20	1.20	2019 年 4 月投产
合计		24.90	7.80	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产能不断释放保障了安琪业绩的持续增长, 但转入固定资产后产生折旧也对当期利润产生了反向效应。公司上一次产能集中投放期是 2012-2014 年, 2013 年/2014 年折旧费用为 2.5 亿元/3.0 亿元, 同比增长 50%/19%, 投产的项目主要包括埃及 1.5 万吨酵母项目、柳州 2 万吨干酵母项目、德宏 2 万吨干酵母项目、赤峰日处理 3000 吨甜菜制糖项目, 导致 2013/2014 年折旧费用大幅提升。此轮集中投产周期中, 2017 年, 安琪投产项目主要有俄

罗斯 2 万吨酵母项目、柳州 2 万吨酵母项目和 2 万吨 YE 项目；2018 年公司投产项目有赤峰 1.6 万吨酵母项目；2019 年投产转固项目有埃及 1.2 万吨 YE 项目；目前处于增长中的在建产能主要有俄罗斯 2 万吨酵母项目，投产后折旧摊销费用将进一步提升。

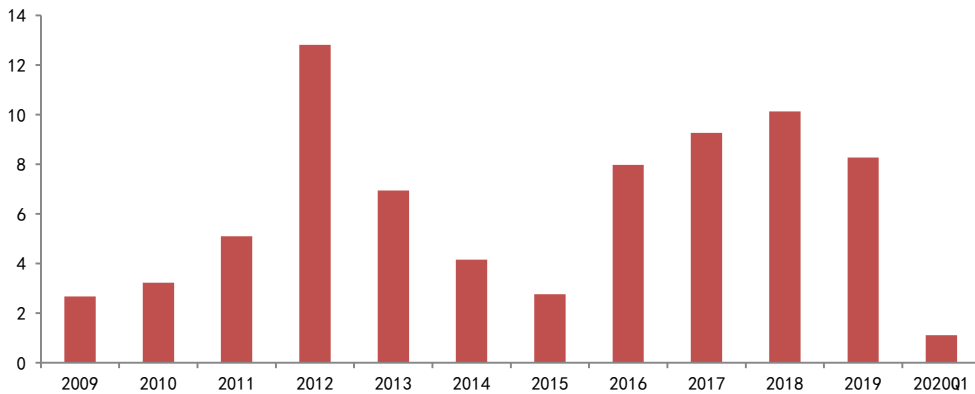
图 29：公司折旧费用及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

安琪在 2016-2019 资本开支分别为 8.0 亿元、9.3 亿元、10.1 亿元、48.3 亿元，主要集中于柳州 1.5 万吨 YE 项目、赤峰 2.5 万吨酵母项目、埃及 1.2 万吨 YE 项目、俄罗斯 2 万吨酵母项目。公司经历产能集中投放后，短期暂无集中投产安排，资本开支将逐步回归稳定水平，预计 2020 年公司资本开支在 6-7 亿元左右。

图 30：公司资本开支情况 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司海外业务会受到汇率波动影响，产生外汇交易风险。公司在埃及、俄罗斯销售产品都是用当地的货币结算，而产品出口用美元结算，为减小汇率风险，埃及、俄罗斯公司将会当日将收入兑换为美元；最终合并报表采用人民币为单位，会产生折算差额。为外汇交易风险，公司不断调整合理制定贸易条款和结算方式，最大限度地规避国际结算汇率风险。

表 15: 安琪重要境外经营实体

境外经营实体	主要经营地	记账本位币
安琪香港	香港	美元
安琪埃及	埃及	埃镑
安琪俄罗斯	俄罗斯	卢布

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与评级

关键假设:

假设 1: 未来三年酵母业务保持双位数增长, 毛利率维持在 41% 左右;

假设 2: 未来三年乳制品规模小幅增长, 增速维持在 0-2%, 毛利率小幅提升;

假设 3: 未来三年包装业务增速维持在 5-10%, 毛利率随规模扩大逐步提升;

假设 4: 未来三年制糖业务增速维持 10%, 毛利率维持在 5% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 16: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
酵母	收入	5,877.14	6758.7	7738.7	8822.1
	增速	7.4%	15.0%	14.5%	14.0%
	毛利率	40.9%	41.0%	41.0%	41.0%
乳制品	收入	58.53	58.5	59.7	60.9
	增速	0.9%	0.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	29.1%	29.0%	30.0%	30.0%
包装	收入	278.95	306.8	322.2	338.3
	增速	21.6%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.8%	15.0%	16.0%	17.0%
制糖	收入	490.73	539.8	593.8	653.2
	增速	51.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-8.8%	5.0%	5.0%	5.0%
其他主营业务 (化肥、食品原料等)	收入	897.53	1032.2	1187.0	1365.0
	增速	23.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	26.1%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	收入	49.84	57.3	65.9	75.8
	增速	-25.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	7652.8	8753.4	9967.3	11315.4
	增速	11.3%	14.4%	13.9%	13.5%
	毛利率	35.0%	37.0%	37.2%	37.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年收入分别为 87.5 亿元、99.7 亿元、113.2 亿元, EPS 分别为 1.31 元、1.56 元、1.84 元, 未来三年归母净利润将保持 19%的复合增长率, 对应 PE 分别为 30X、25X、21X, 维持“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格或大幅波动、食品安全风险、新产能投产及达产或不及预期的风险、海外经营风险、汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7652.75	8753.50	9967.65	11316.05	净利润	939.88	1125.82	1342.30	1579.88
营业成本	4973.98	5515.20	6261.77	7091.51	折旧与摊销	469.28	468.77	493.53	515.82
营业税金及附加	69.19	84.39	94.75	107.20	财务费用	78.43	122.55	119.61	124.48
销售费用	885.08	1015.41	1146.28	1278.71	资产减值损失	-17.76	30.00	30.00	30.00
管理费用	255.70	665.27	737.61	826.07	经营营运资本变动	489.67	-59.63	-189.68	-182.14
财务费用	78.43	122.55	119.61	124.48	其他	-663.51	-19.43	-38.57	-27.48
资产减值损失	-17.76	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	1295.98	1668.09	1757.19	2040.56
投资收益	-6.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	-454.54	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-360.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-815.19	-400.00	-400.00	-400.00
营业利润	1099.32	1320.68	1577.64	1858.07	短期借款	-743.06	-787.24	0.00	0.00
其他非经营损益	9.69	7.72	6.20	6.09	长期借款	788.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	1109.01	1328.41	1583.84	1864.16	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	169.13	202.58	241.54	284.28	支付股利	-288.43	-180.30	-215.36	-257.26
净利润	939.88	1125.82	1342.30	1579.88	其他	-184.48	97.62	-119.61	-124.48
少数股东损益	38.38	49.00	56.00	62.00	筹资活动现金流净额	-427.43	-869.92	-334.98	-381.74
归属母公司股东净利润	901.50	1076.82	1286.30	1517.88	现金流量净额	76.98	398.16	1022.22	1258.82
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	663.69	1061.85	2084.07	3342.89	成长能力				
应收和预付款项	972.86	1157.50	1309.36	1482.30	销售收入增长率	14.47%	14.38%	13.87%	13.53%
存货	1992.05	2257.05	2598.79	2947.14	营业利润增长率	12.65%	20.14%	19.46%	17.78%
其他流动资产	237.34	128.52	146.35	166.15	净利润增长率	4.47%	19.78%	19.23%	17.70%
长期股权投资	23.57	23.57	23.57	23.57	EBITDA 增长率	7.63%	16.09%	14.58%	14.04%
投资性房地产	4.75	4.75	4.75	4.75	获利能力				
固定资产和在建工程	5538.71	5486.43	5409.40	5310.08	毛利率	35.00%	36.99%	37.18%	37.33%
无形资产和开发支出	328.02	312.69	297.37	282.04	三费率	15.93%	20.60%	20.10%	19.70%
其他非流动资产	145.65	144.48	143.31	142.13	净利率	12.28%	12.86%	13.47%	13.96%
资产总计	9906.64	10576.84	12016.97	13701.05	ROE	17.74%	17.24%	17.53%	17.60%
短期借款	787.24	0.00	0.00	0.00	ROA	9.49%	10.64%	11.17%	11.53%
应付和预收款项	1580.17	1811.60	2041.58	2310.57	ROIC	14.00%	17.10%	19.82%	22.69%
长期借款	1428.62	1428.62	1428.62	1428.62	EBITDA/销售收入	21.52%	21.84%	21.98%	22.08%
其他负债	813.23	807.10	890.30	982.78	营运能力				
负债合计	4609.25	4047.32	4360.51	4721.97	总资产周转率	0.81	0.85	0.88	0.88
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	固定资产周转率	1.53	1.68	1.91	2.19
资本公积	651.97	651.97	651.97	651.97	应收账款周转率	9.68	9.90	9.76	9.77
留存收益	3840.40	4736.92	5807.86	7068.48	存货周转率	2.56	2.59	2.57	2.55
归属母公司股东权益	5029.84	6212.98	7283.92	8544.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.16%	—	—	—
少数股东权益	267.54	316.54	372.54	434.54	资本结构				
股东权益合计	5297.38	6529.52	7656.46	8979.08	资产负债率	46.53%	38.27%	36.29%	34.46%
负债和股东权益合计	9906.64	10576.84	12016.97	13701.05	带息债务/总负债	48.07%	35.30%	32.76%	30.25%
					流动比率	1.29	1.90	2.24	2.56
					速动比率	0.63	0.97	1.29	1.61
					股利支付率	31.99%	16.74%	16.74%	16.95%
					每股指标				
					每股收益	1.09	1.31	1.56	1.84
					每股净资产	6.10	7.54	8.84	10.37
					每股经营现金	1.57	2.02	2.13	2.48
					每股股利	0.35	0.22	0.26	0.31
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1647.03	1912.01	2190.79	2498.37					
PE	35.54	29.75	24.91	21.11					
PB	6.37	5.16	4.40	3.75					
PS	4.19	3.66	3.21	2.83					
EV/EBITDA	20.35	16.87	14.26	12.00					
股息率	0.90%	0.56%	0.67%	0.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn