

# 安琪酵母 (600298) \ 农林牧渔

## ——广阔空间，持续成长

### 投资要点：

#### ➤ 主业持续稳健增长，衍生品有望量利齐升

酵母具有天然食品属性，迎合了消费者对健康美味的追求，下游应用广也赋予公司较高的成长天花板。我们认为，酵母主业受益于下游烘焙行业的高景气，配合公司的稳健扩产步伐，持续成长动力并未衰减。同时，我们看好公司在衍生品业务上的拓展，进一步打开广阔的成长空间，获取更多的加工附加值，有望迎来量利齐升。

#### ➤ 酵母行业下游应用广，迎合消费者健康需求

国内人均面包消费仅1.6kg，低于海外水平，预计烘焙行业的高景气可保持多年，中式面食方面，在替代老面发酵上还有空间。衍生品方面，YE业务在国内的渗透率低，有数倍的成长空间；保健品业务受益于母婴店渠道的开拓，依托于聚焦大单品，收入、净利进入高速增长阶段。

#### ➤ 产能扩张步伐稳健，海外建厂顺利

从2015年起，公司进入新一轮的产能扩张期，赤峰搬迁改造项目和埃及二期项目预计在2018、2019年投产，产能扩张步伐稳健。公司在海外建设的埃及、俄罗斯工厂，盈利能力好于国内，通过复制海外建厂模式，享受低关税和低成本的优势。

#### ➤ 糖蜜供应宽松，效益继续提升

环保整治提高了糖蜜酒精的生产成本，我们认为，糖蜜价格有望维持历史低位。未来来看，公司将受益于行业龙头地位和议价能力，并随着生产规模的扩大，摊薄总部成本，效益继续提高。

#### ➤ 盈利预测与估值

公司是酵母行业的龙头企业，成长空间广阔，预计2018年、2019年、2020年净利润分别为10.31、12.86、15.80亿元，当前股价对应PE分别为26.50、21.23、17.29倍。维持“推荐”评级。

#### ➤ 风险提示：糖蜜价格波动风险，人民币大幅升值

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,860.53	5,775.73	6,767.15	7,955.33	9,350.30
增长率（%）	15.36%	18.83%	17.17%	17.56%	17.53%
EBITDA（百万元）	1,070.01	1,342.06	1,931.97	2,236.61	2,590.47
净利润（百万元）	535.09	803.55	1,030.75	1,286.30	1,579.78
增长率（%）	91.04%	50.17%	28.27%	24.79%	22.82%
EPS（元/股）	0.65	0.98	1.25	1.56	1.92
市盈率（P/E）	51.04	33.99	26.50	21.23	17.29
市净率（P/B）	8.39	7.11	5.88	4.84	3.97
EV/EBITDA	27.19	22.39	15.42	12.75	10.72

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：

推荐

当前价格：

33.14 元

目标价格：

元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	824/824
流通A股市值（百万元）	27,294
每股净资产（元）	4.66
资产负债率（%）	49.01
一年内最高/最低（元）	37.28/21.45

### 一年内股价相对走势



王承 分析师

执业证书编号：S0590513090004

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

马立 研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：mal@glsc.com.cn

王映雪 研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：wangyinxue@glsc.com.cn

### 相关报告

## 正文目录

1.	<b>酵母行业龙头企业</b> .....	4
1.1.	国内最大酵母生产商.....	4
1.2.	业绩快速扩张, 盈利能力提升.....	4
2.	<b>酵母及衍生品-下游应用场景广, 迎合消费者健康需求</b> .....	6
2.1.	传统应用领域: 烘焙高景气, 老面替代有空间.....	7
2.2.	YE: 市场空间巨大, 迎接量价齐升.....	10
2.3.	饲料添加剂: 酵母类替抗产品迎发展机遇.....	12
2.4.	保健品需求: 消费前景广阔, 母婴渠道贡献主要增速.....	13
3.	<b>酵母类产能稳步扩张, 海外建厂顺利</b> .....	15
3.1.	行业格局稳固, 门槛提高.....	15
3.2.	走向全球布局: 埃及、俄罗斯产能基地拓展新兴国家市场.....	18
4.	<b>糖蜜供应宽松, 盈利持续提升</b> .....	19
4.1.	糖蜜国内供应宽松.....	19
4.2.	需求端: 糖蜜酒精需求下降, 价格处在历史低位.....	20
4.3.	行业龙头享有定价权, 提价市场接受度好.....	22
5.	<b>盈利预测与估值</b> .....	23

## 图表目录

图表 1: 股权结构图 (截止 2018 年 1 月 09 日).....	4
图表 2: 营业收入稳健扩张 (百万元).....	4
图表 3: 归母净利润高速增长 (百万元).....	4
图表 4: 2017 年营业收入结构 (%).....	5
图表 5: 近五年营业收入结构变动 (%).....	5
图表 6: 毛利率上升 (%).....	5
图表 7: 各业务板块毛利率 (%).....	5
图表 8: 净利率上升明显.....	6
图表 9: 销售费用、管理费用率上升 (%).....	6
图表 10: 下游应用场景广.....	6
图表 11: 三种发酵方法优劣.....	7
图表 12: 速冻米面食品产量 (%).....	8
图表 13: 2016 年各国烘焙市场销售额 (亿元).....	8
图表 14: 2015 年面包行业市场规模达到 298 亿元, 同比增长 9.96% (同上).....	8
图表 15: 我国人均面包消费约 1.6kg, 远低于发达国家和地区.....	9
图表 16: 人均收入持续增长 (%).....	9
图表 17: 城镇化率持续提高 (%).....	9
图表 18: 海天老字号、李锦记醇味鲜、欣和六月鲜中都加入了 YE.....	10
图表 19: 安琪酵母抽提物类型.....	11
图表 20: 四环素等主要兽用抗生素对大肠杆菌的耐药性增强.....	12
图表 21: 农业部多次规范饲料添加剂使用.....	12
图表 22: 酵母类替代产品功能简介.....	13
图表 23: 2016 年国内饲料达到 2 亿吨, 替代空间非常广阔.....	13
图表 24: 保健食品制造主营收入增速仍高 (万元, %).....	13
图表 25: 酵母锌有助吸收.....	14
图表 26: 酵母 $\beta$ -葡聚糖能够增强细胞活性.....	14
图表 27: 公司为全球第三大酵母公司.....	15

图表 28: 国际市场占有率 (%) .....	15
图表 29: 国内市场占有率 (%) .....	15
图表 30: 安琪酵母 2013-2017 年的产量 (万吨) 和产销率 (%) .....	16
图表 31: 新一轮产能扩张期开启 (百万元) .....	16
图表 32: 公司产能规划布局 .....	17
图表 33: 新的生产基地布局围绕原料产业 .....	17
图表 34: 埃及、俄罗斯基地辐射中东、北非、东欧、中亚等区域 .....	18
图表 35: 俄罗斯 2010-2017 年的甜菜糖产量 (万吨) 及同比增速 .....	19
图表 36: 甘蔗产量 (万吨) .....	20
图表 37: 甜菜产量 (万吨) .....	20
图表 38: 甘蔗主产区的种植面积 (千公顷) .....	20
图表 39: 甜菜主产区的种植面积 (千公顷) .....	20
图表 40: 糖蜜价格和产量 .....	21
图表 42: 玉米价格走势 (元/吨) .....	22
图表 43: 玉米库存仍在历史高位 (千吨) .....	22
图表 44: 安琪酵母的 ROE 水平呈周期性波动 .....	22
图表 45: 酵母系列产品 (万元/吨) .....	22
图表 46: 收入假设 (百万元, 亿只) .....	23
图表 47: 财务预测摘要 .....	25

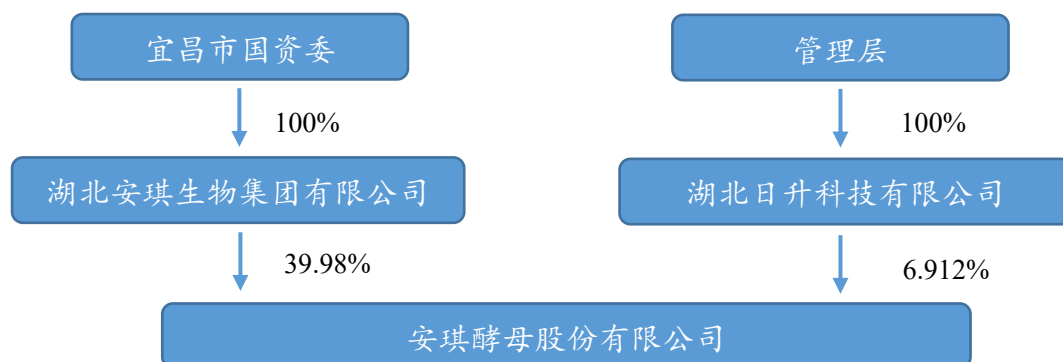
## 1. 酵母行业龙头企业

### 1.1. 国内最大酵母生产商

公司是国内酵母行业的龙头企业，产业化水平在国内外处于领先地位。为全球第三大酵母生产商，同时也是国内最大的生产商，国内的市占率达到 60%。公司的终端产品酵母及深加工品，广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、营养保健、动物营养等领域。公司已建立起强大的销售网络，在国内有 25 个办事处，产品远销欧洲、美洲、非洲、亚洲等 140 多个国家和地区。

公司股权结构清晰，管理层激励到位。实际控制人为宜昌市国资委，截止 2017 年三季报，宜昌市国资委通过安琪集团持有 39.98% 的股权。管理层通过日升科技平台持有 6.912% 的股权，此前通过定增收购资产的方式，形成股权，理顺了公司股权结构，同时也加强管理层的激励。

图表 1：股权结构图（截止 2018 年 1 月 09 日）



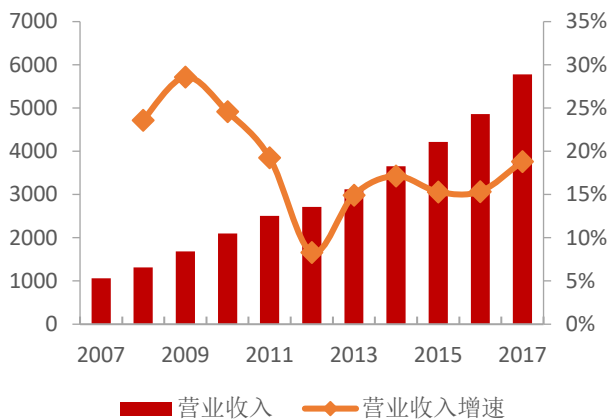
来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.2. 业绩快速扩张，盈利能力提升

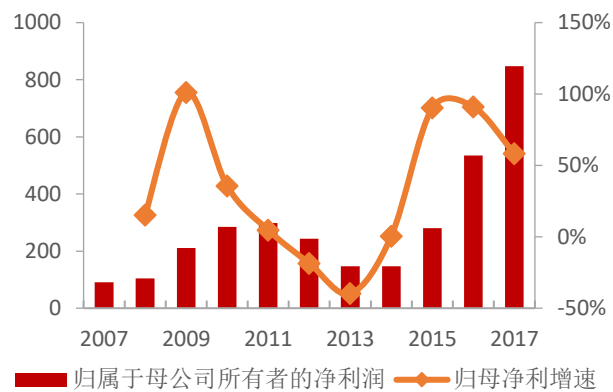
2014 年起，受益于行业格局的优化，以及下游需求的持续增长、上游原料成本节约，公司业绩出现反转，开启了新一轮的业绩快速扩张期。2017 年公司营业收入为 57.76 亿元，同比增长 18.83%；归母净利润为 8.47 亿元，同比增长 58.33%。

图表 2：营业收入稳健扩张（百万元）

图表 3：归母净利润高速增长（百万元）



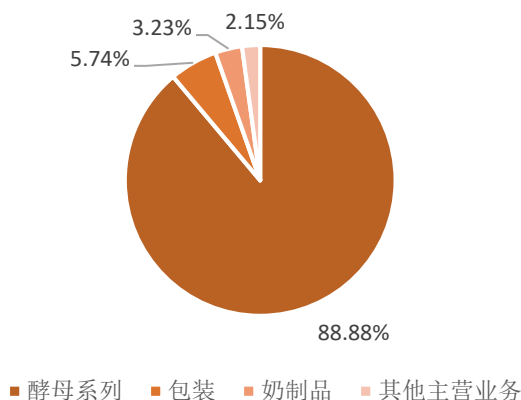
来源: wind, 国联证券研究所



来源: wind, 国联证券研究所

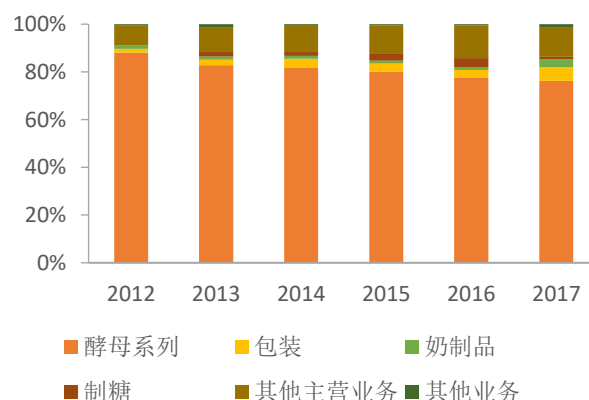
收入内部板块方面, 酵母类产品贡献大部分收入, 约占营业收入的 90%。其他子板块收入合计贡献约 10%的收入, 根据 2017 年年报披露的信息, 来自动物营养、保健品等酵母深加工的其他主营业务收入贡献 12.57%, 且收入贡献逐渐上升。

图表 4: 2017 年营业收入结构 (%)



来源: wind, 国联证券研究所

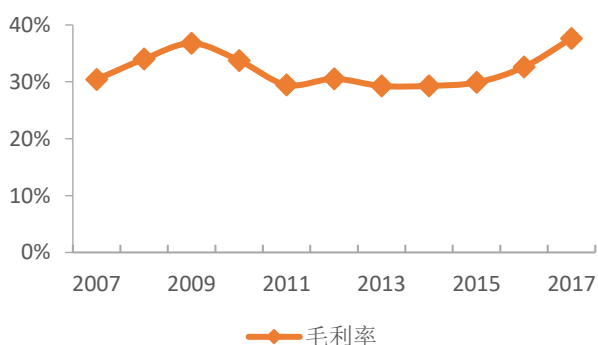
图表 5: 近五年营业收入结构变动 (%)



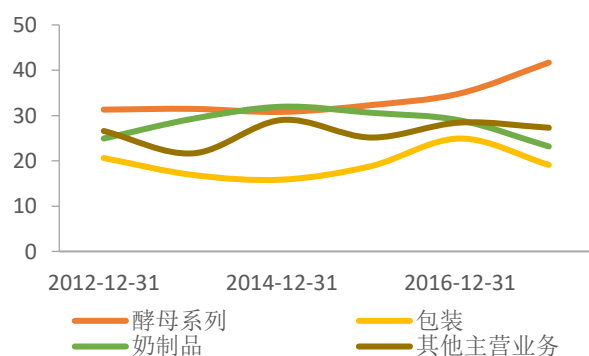
来源: wind, 国联证券研究所

公司毛利率近三年呈上升趋势, 2015~2017 年毛利率分别为 29.88%、32.62%、37.64%, 主要是受益于产业议价力的提高、产能利用率提升和成本节约, 毛利率呈良好的上升态势。

图表 6: 毛利率上升 (%)



图表 7: 各业务板块毛利率 (%)

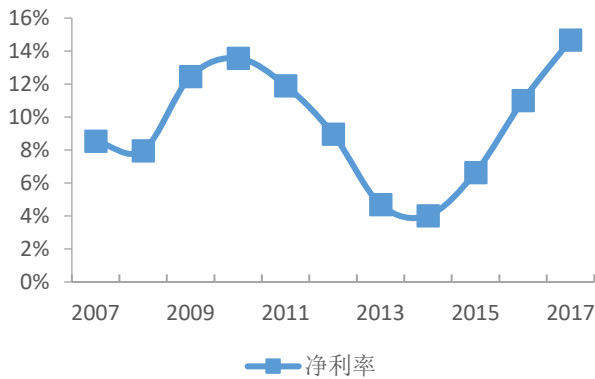


来源: wind, 国联证券研究所

来源: wind, 国联证券研究所

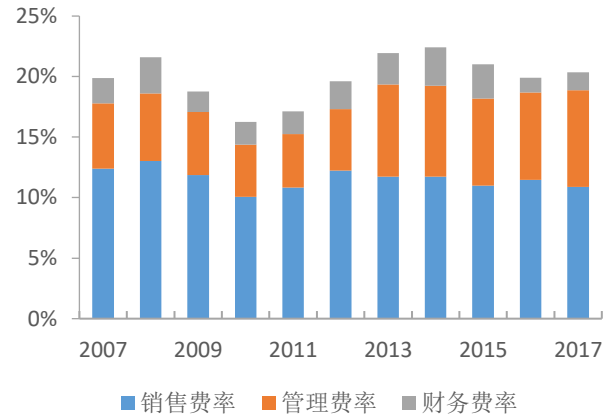
期间费用方面, 公司 2017 年的销售费率、管理费率、财务费率分别为 10.89%、7.97%、1.48%, 期间费率小幅下降。公司盈利能力上升, 表现强劲, 2017 年年报披露的净利率达到 15.46%。

**图表 8: 净利率上升明显**



来源: wind, 国联证券研究所

**图表 9: 销售费用、管理费用率上升 (%)**



来源: wind, 国联证券研究所

## 2. 酵母及衍生品-下游应用场景广, 迎合消费者健康需求

酵母作为天然的发酵剂, 富含氨基酸、维生素等营养成分, 在改善食品口味、营养方面起积极作用。国内收入水平的提高和对美好健康生活的向往, 驱动了消费者对食品要求的提高, 我们认为, 酵母需求将持续受益于此轮消费升级, 终端需求有望保持稳健增长, 应用场景也是不断得到拓宽。

**图表 10: 下游应用场景广**

应用分类	酵母功能	应用场景
中西式面食	有氧条件发酵, 使面团膨胀松软和产生香味	
酿酒	无氧条件发酵, 产生酒精	



酵母提取物	富含鲜味物质和微生物营养源	
医药保健	富含“酵母葡聚糖”，增强免疫	
化妆品	提取酵母精华，有保湿美白的功效	

来源：公开资料整理，国联证券研究所

## 2.1. 传统应用领域：烘焙高景气，老面替代有空间

酵母行业保持每年 10% 的自然增长。我国酵母产能从 2004 年的 10 万吨增加至现在的 30 万吨以上，复合增速达 12.3%。我们认为，酵母需求有望保持稳定增长，原因在于：1) 中式面食方面，酵母替代老面发酵仍有空间；2) 烘焙处在高景气，带来烘焙酵母需求的扩张。

中式面食发酵除使用酵母以外，在农村还会使用老面、小苏打等发酵品，老面发酵的馒头优点在于有劲道，受到部分消费者欢迎，但容易产生酸性物质和有害物质，加碱中和后又破坏面食的营养成分。酵母发酵约占中式面食发酵一半以上，在替代老面发酵上仍有空间。

图表 11：三种发酵方法优劣

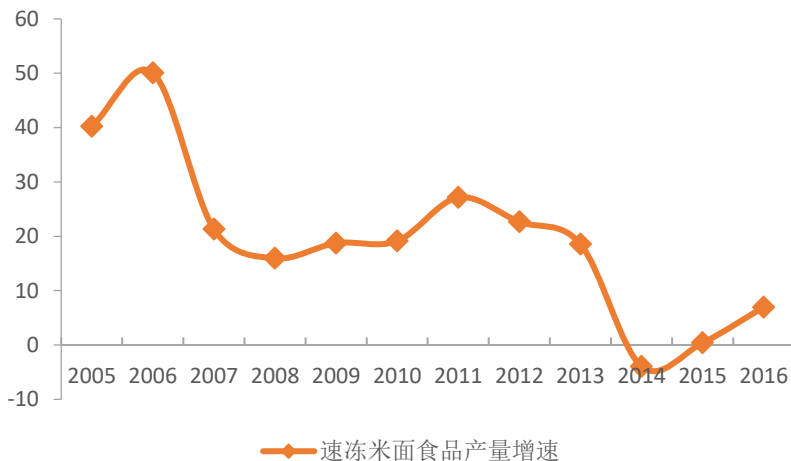
发酵方法	优势	劣势
酵母发酵	营养健康，且产生氨基酸等风味物质，口感好	价格较高
老面发酵	成本最低	容易产生有害物质，且呈酸性，需加碱中和
化学膨松剂发酵	发酵速度快	弱碱性破坏营养成分，泡打粉、明矾等含铝超标

来源：公开资料整理，国联证券研究所

中式面食方面，2014 年后行业收入增速下移，进入低速增长阶段。根据统计局数据，2016 年速冻米面食品产量为 566 万吨，同比增长 6.96%，预计速冻面食品产量

的中枢增速约在 2~3%。速冻米面产量增速的下滑，主要是受速冻水饺和汤圆量产品的拖累，发面类的收入仍呈增长态势。传统面食发酵上存在着使用老面、化学膨松剂，叠加这部分的替代贡献，我们预计中式面食酵母的消费量可保持增长。

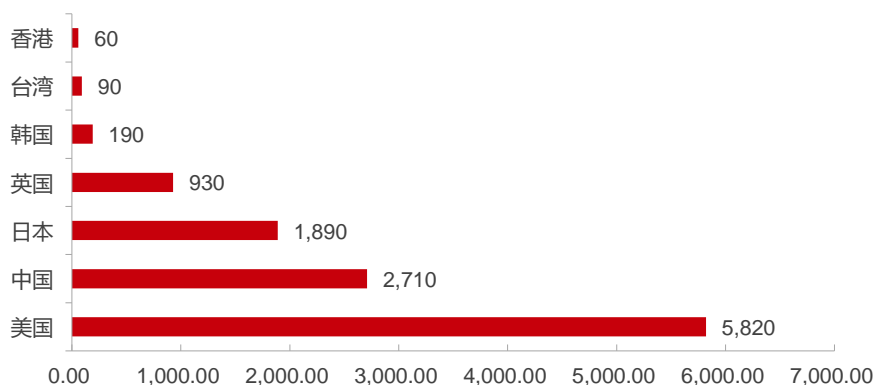
图表 12：速冻米面食品产量 (%)



来源：wind，国联证券研究所

面包烘焙方面，面包烘焙属于年轻成长的细分行业，烘焙行业的高景气带来烘焙酵母需求的持续扩张。由于饮食习惯与庞大的人口基数的原因，虽然我国的烘焙市场起步较欧美市场晚，但是发展迅速，自 2009 年起一直保持高速增长，新一代的年轻人更愿意将烘焙食品当作代餐的一种。烘焙酵母规模在烘焙行业中大约可以占到 20%，并且在近几年保持 15% 以上的年增速。根据欧睿咨询公布的数据，2016 年国内面包销量达到 223 万吨，销售额达到 298 亿元。

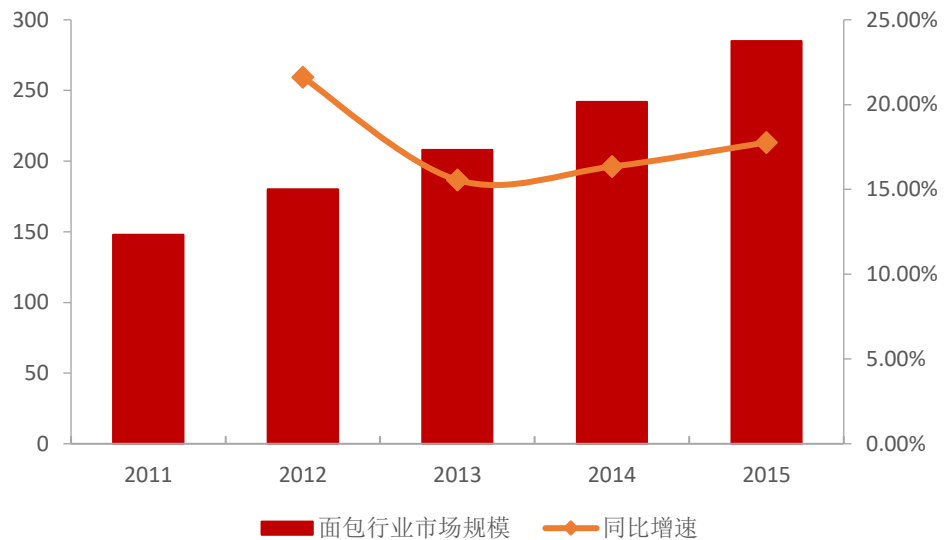
图表 13：2016 年各国烘焙市场销售额 (亿元)



来源：欧睿市场研究公司 国联证券研究所

图表 14：2015 年面包行业市场规模达到 298 亿元，同比增长 9.96% (同上)

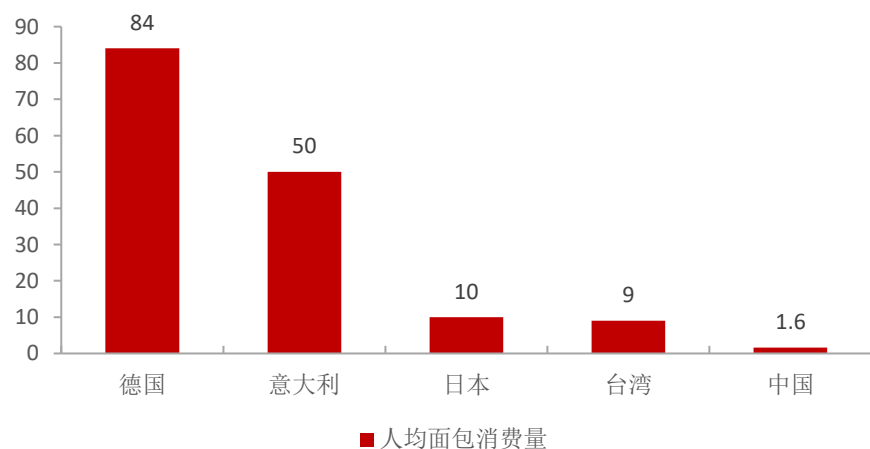




来源：产业信息网，国联证券研究所

从面包的人均消费量来看，中国的人均消费量约 1.6kg，远低于发达国家，在和消费习惯、饮食文化更加接近的日本、台湾比较，也存在着差距。

图表 15：我国人均面包消费约 1.6kg，远低于发达国家和地区

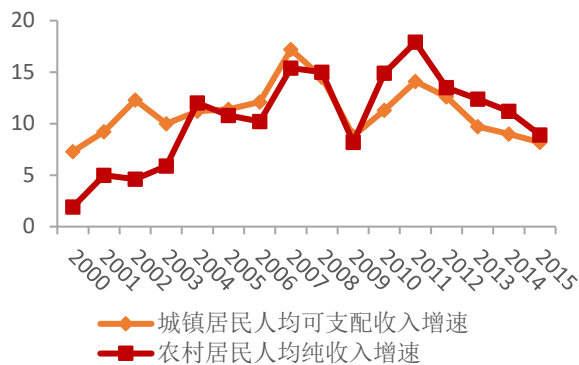


来源：公开资料整理，国联证券研究所

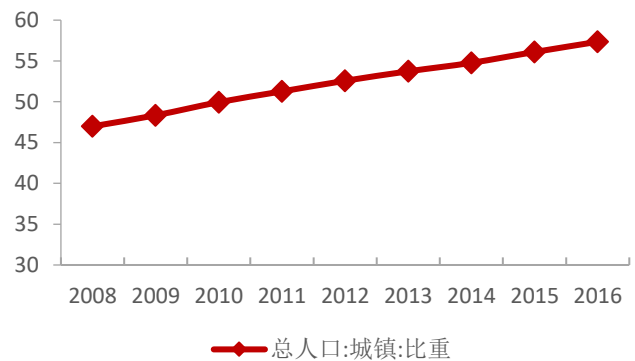
我们认为，传统的酵母需求将长期受益于国内收入水平的提高，和城镇化率的提升，远未达到饱和状态，有望维持稳健增长。1) 2015 年国内农村人均纯收入达到了 1 万元以上，城镇人均可支配收入在 3.5 万元以上，绝对收入水平提高，酵母发酵成本更高的劣势不再明显；2) 我国城镇化水平和发达国家仍有不小的差距，在农村人口转化为城市人口的过程中，面包和牛奶的组合因其较高的营养成分和蛋白质，在早餐中占据更重要位置。

图表 16：人均收入持续增长 (%)

图表 17：城镇化率持续提高 (%)



来源: wind, 国联证券研究所



来源: wind, 国联证券研究所

## 2.2. YE: 市场空间巨大, 迎接量价齐升

酵母深加工之一的酵母抽提物 (YE) 是天然鲜味剂, 可以增加食品鲜味, 应用于调味酱、肉制品、方便面等调味领域。它是酵母通过质壁分离后, 利用自身水解酶去除细胞壁和不溶性分子后获得的产品。

和传统广泛使用的味精、核苷酸二钠 (I+G) 相比, YE 作为第四代鲜味剂, 内含有大量的鲜味物质氨基酸、核苷酸, 具备低盐状态下仍能保持鲜度的优良特性, 是唯一具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质。

YE 在发达国家应用广泛、售价高, 国内替代空间大。YE 在欧美、日韩的渗透高, 其中, 欧盟的 YE 使用量占鲜味剂的比例达到 60%, 韩日使用比例达到 30% 以上, 使用比例仍不断提高。国内使用习惯上以味精、鸡精为主, 已进入成熟阶段, 相比而言, YE 的使用处在成长阶段。国内味精产量在 200 万吨以上, 假设未来替代比例达到 10%, 则 YE 的替代空间也能达到 20 万吨, 相对于现在 6 万吨的产量, 有数倍的成长空间。

随着消费者对健康安全的生活方式要求提高, YE 对传统鲜味剂的替代有望提速, 市场前景较为乐观。在 YE 的主要使用场景之一酱油上, 国内主要厂商海天、李锦记、欣和推出的高端酱油中, 均加入了 YE, 并且在普通酱油上, YE 也正向下渗透。除此之外, 周黑鸭、煌上煌、涪陵榨菜的产品中都加入了 YE, 在未来 YE 应用品类横向扩张, 推动需求量的增长。

图表 18: 海天老字号、李锦记醇味鲜、欣和六月鲜中都加入了 YE



来源：公开资料整理，国联证券研究所

下游消费需求的变化和对口味的追求影响了食品制造业厂商对原材料采购的变化，YE 广泛应用于食醋、酱油、调味酱、火锅底料、饼干、酱卤制品、坚果炒货、速冻食品和海产品等领域，传统调味品和休闲零食的高端化进程不断加快，对 YE 的需求量有明显的提升，带动了公司 YE 产品收入的高速增长。公司在 YE 产品开发上走在行业前列，公司根据口味进行细分开发了 4 种酵母抽提物产品，分别为**基础型 YE**、**高鲜型 YE**、**浓厚型 YE** 和**肉类风味 YE**。公司先后在湖北宜昌、新疆伊犁、广西崇左、柳州建设了四条酵母抽提物生产线，当前总产能达到 6.6 万吨。

图表 19：安琪酵母抽提物类型

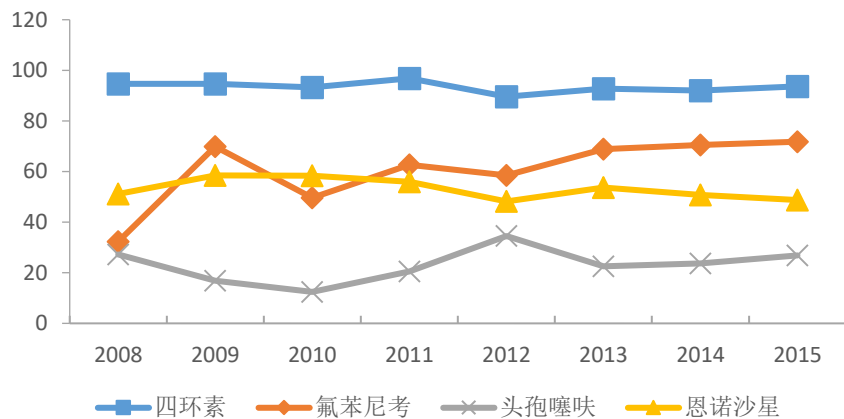
类型	特征	系列
基础型 YE	富含氨基酸、肽等物质，具有典型的酵母抽提物基础风味，能提供纯正的肉汤口感	FA/KA 系列：水分≤6.0%，含盐量 0%-40% LA/LB 系列：水分 30.0%-35.0%，含盐量 0%-40%
高鲜型 YE	天然呈味核苷酸含量 2-20%、可提供低盐 and 不同盐含量的产品、减少钠离子摄入量，具有典型的鲜味口感，鲜味强劲	FIG/KU 系列：水分≤6%，含盐量 0%-15%，天然 I+G 含量 2%-20% LIG 系列：水分 30%-35%，含盐量 0%-15%，天然 I+G 含量 2%-20%
浓厚型 YE	产品相比普通 YE 更具有典型的 KOKUMI 特征风味，回味持久，醇厚感强、可提供低盐 and 不同盐含量的产品	KK 系列：水分≤6.0%，含盐量 0%-40%
肉味风味 YE	产品将酵母抽提物进行美拉德反应，生成具有特征风味的抽提物，比普通的酵母抽提物更具特征风味	TP 系列：猪肉风味，水分≤6%或 40%-45%，含盐量 5%-40% TB 系列：牛肉风味，水分≤6%或 40%-45%，含盐量 5%-40% TC 系列：鸡肉风味，水分≤6%或 40%-45%，含盐量 5%-40% VKM 系列：无肉源，水分≤6%，盐含量 0-20%

来源：公司官网 国联证券研究所

### 2.3. 饲料添加剂：酵母类替抗产品迎发展机遇

养殖安全问题升温，酵母类替抗产品迎来市场机遇。养殖行业的抗生素、激素等添加剂使用问题成为近几年行业焦点，由于抗生素在业内存在过度使用现象，不仅导致细菌的抗药性增强，饲料添加剂也会残留在畜禽产品中，影响食品摄入安全。

图表 20：四环素等主要兽用抗生素对大肠杆菌的耐药性增强



来源：公开资料整理，国联证券研究所

农业部多次发文规范行业对兽用抗生素等添加剂的使用，监管趋严。我们认为，在行业监管高压下，行业将积极寻找替抗产品，替代抗生素的产品有望迎来历史性的发展机遇。

图表 21：农业部多次规范饲料添加剂使用

发布日期	文件	具体内容
2015 年 9 月 7 日	农业部 2292 号公告	在食品动物中停止使用洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星 4 种兽药，撤销相关兽药产品批准文号
2016 年 7 月 26 日	农业部 2428 号公告	决定停止硫酸黏菌素用于动物促生长
2017 年 6 月 23 日	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017—2020 年）》	推进兽用抗菌药物规范化使用、减量化使用，优化兽用抗菌药物品种结构，完善兽用抗菌药物监测体系，提升养殖环节科学用药水平
2017 年 6 月 29 日	中国兽药典委员会办公室文件药典办〔2017〕14 号	建议停止氨苯胂酸、洛克沙胂和喹乙醇等 3 种兽药作为药物饲料添加剂在食品动物上使用
2017 年 9 月 8 日	《饲料添加剂安全使用规范》修订内容（征求意见稿）	修订《饲料添加剂安全使用规范》，增加了维生素、非蛋白氮、抗氧化剂等 6 类 50 个饲料添加剂品种的安全使用规定，并对铜、锌等微量元素的安全使用规定进行了修改完善。

来源：农业部，国联证券研究所

酵母类产品，作为抗生素、营养剂的替代品，在养殖动物的肠道健康中可起积极

作用，比如说，酵母核苷酸能够刺激消化机能和保护肠道粘膜屏障，酵母多糖能够增强免疫反应。

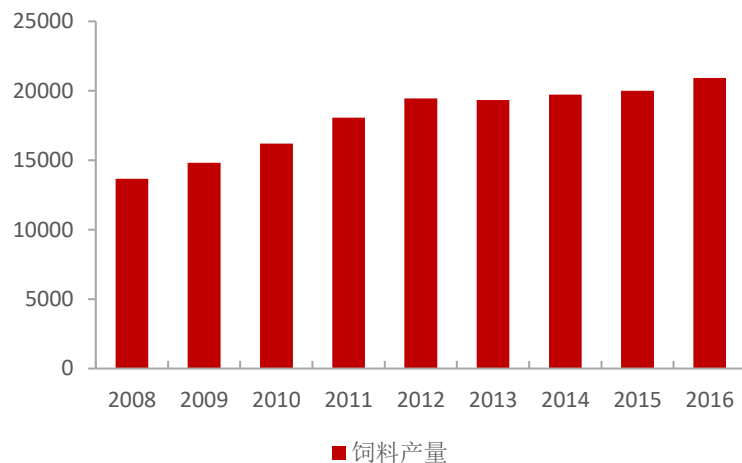
图表 22：酵母类替代产品功能简介

酵母类产品	积极作用
酵母精华	缓解肠道病原菌、细菌性疾病并发问题
活酵母	优化肠道菌群，改善消化不良
酵母水解物	提高生长性能，提高饲料利用率
酵母细胞壁	提高免疫力，降低腹泻率

来源：公司官网，国联证券研究所

酵母类添加剂相对于传统的抗生素、微量元素等添加品，具有广阔的替代空间。2016 年商品饲料产量达到了 2 亿吨左右，仅按千一的添加比，市场容量便可达到 20 万吨，市场空间非常广阔。

图表 23：2016 年国内饲料达到 2 亿吨，替代空间非常广阔



来源：wind，国联证券研究所

#### 2.4. 保健品需求：消费前景广阔，母婴渠道贡献主要增速

国内保健品市场广阔，收入增速仍高。国内保健品市场经历了早期的快速发展，当前增速有所放缓。2014 年保健食品制造主营收入达到 1474 亿元，同比增长 21.91%。

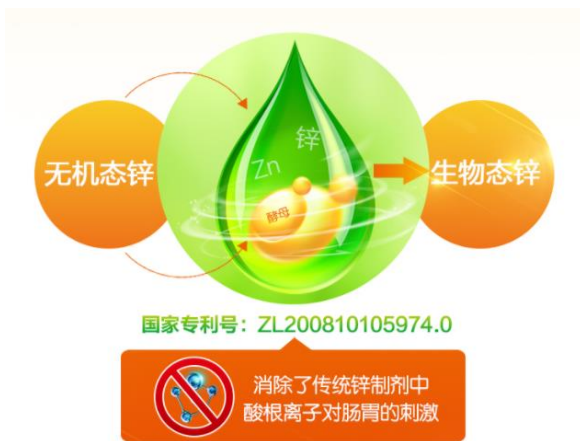
图表 24：保健食品制造主营收入增速仍高 (万元，%)



来源: wind, 国联证券研究所

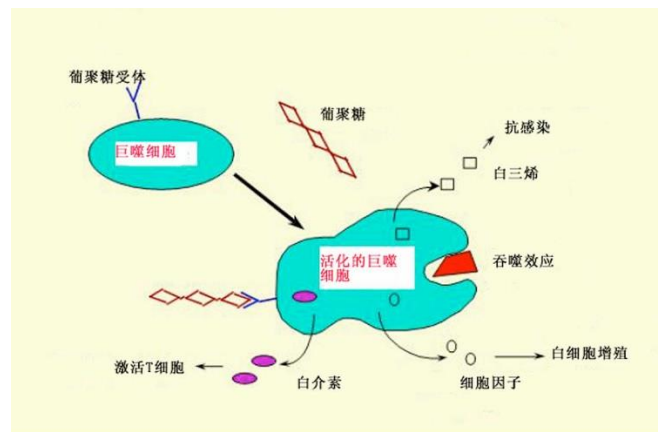
营养酵母在补充微量元素和增强免疫方面具有独特效果。酵母富含蛋白质、氨基酸、维生素,可和硒、锌、铬等微量元素结合,转化为酵母硒、酵母锌、酵母铬等,是理想的微量元素补充剂。酵母壁中含有酵母β-葡聚糖,能够增强免疫细胞活性,并具有辅助抗辐射的作用。

图表 25: 酵母锌有助吸收



来源: 公司官网, 国联证券研究所

图表 26: 酵母β-葡聚糖能够增强细胞活性



来源: 公司官网, 国联证券研究所

母婴渠道体现竞争优势,大单品战略获得成效。公司主要的两个渠道是药店和母婴渠道,目前重点开发母婴渠道,开拓顺利。母婴店的产品多定位高端,门槛更高,能够体现出公司产品的竞争优势。例如公司的酵母蛋白粉吸收率比安利(大豆类)高一倍,该单品增长速度非常快,收入规模达到亿元的级别。

公司聚焦大单品战略,酵母蛋白粉、康普力星酵母锌等产品推广顺利,安琪酵母的三大子品牌系列,安琪纽特、康普力星、开智,涵盖蛋白粉、营养补充剂等产品,产品覆盖各个年龄段的消费群体。其中,母婴产品是公司的优势产品,公司推出了康普力星酵母锌、开智柠檬酸锌固体饮料等,适合婴幼儿口味。



### 3. 酵母类产能稳步扩张，海外建厂顺利

#### 3.1. 行业格局稳固，门槛提高

公司为亚洲第一、全球第三大酵母公司，国内市占率超过 60%。当前国内的酵母类产能目前约 30 万吨，市场规模 80 亿元，安琪酵母的产能过 20 万吨，市场占有率超过 60%。

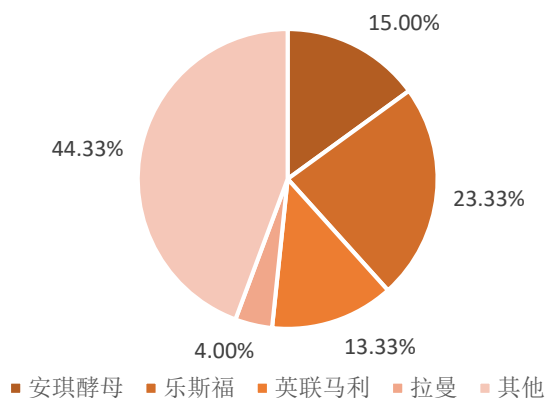
从横向看，全球酵母企业约 300 家，但产能主要集中于法国乐斯福、英国英联马利、中国安琪酵母、加拿大拉曼等，国际市场的 CR3 占有率为 51%。而在国内也已形成安琪酵母、乐斯福和英联马利三足鼎立的竞争局面，国内市场的 CR3 占有率为 90%，其中安琪处于主导地位，近几年国内仅有安琪酵母扩建产能，享受市场红利，这也推动了公司国内市场占有率的持续提高，产业议价能力不断增强。

图表 27：公司为全球第三大酵母公司

公司名称	全球产能	国内产能
安琪酵母	22.5 万吨酵母+6.6 万吨 YE	18.5 万吨酵母+6.6 万吨 YE
乐斯福	35 万吨酵母+4.5 万吨 YE	5 万吨酵母+1.5 万吨 YE
英联马利	25 万吨	4 万吨酵母

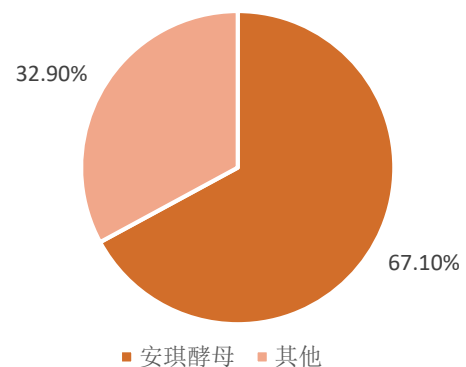
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 28：国际市场占有率 (%)



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 29：国内市场占有率 (%)



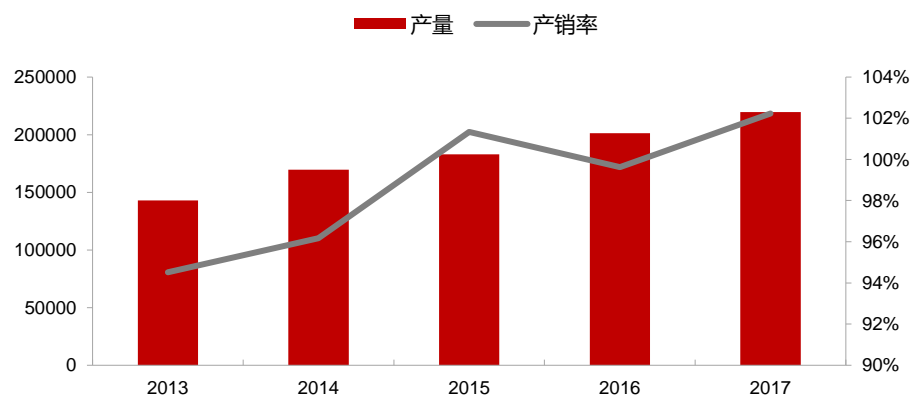
来源：公司公告，国联证券研究所

**行业门槛高，竞争呈寡头格局。**资金门槛和环保门槛和阻止了行业内企业扩建产能和潜在竞争者进入。酵母行业产能扩建的资金需求量很大，生产的规模效益明显，产能利用率会对资产效益产生重要影响。一条酵母生产线需投入 5~6 亿元，一次性投入巨大。此外，酵母生产过程中废水量大，处理成本也较高。每生产 1 吨干酵母会产生 150 吨废水，废水中富含糖、氮氮等物质，容易造成环境污染。环保趋严，是行业集中度提升的重要推力，酵母行业的整合基本完成，仅剩 5~6 家酵母企业，作为国内

最大酵母生产商，可享受市场红利。

国内需求提升下产能接近满产，扩产势在必行。下游食品烘焙市场的行业景气度提高了国内对于酵母的需求，目前公司拥有 15 条高度现代化的酵母生产线，酵母类产品规划总产能达到 25 万吨，基本达到 100% 满产，同时产销率水平不断上升，基本接近饱和状态。相较于欧美等国的成熟酵母需求，公司定位的市场属于新兴市场，行业增速较快，因此扩产势在必行。

图表 30：安琪酵母 2013-2017 年的产量（万吨）和产销率（%）



来源：公司公告 国联证券研究所

安琪酵母的酵母产能和 YE 产能持续投放，使得公司进入了新一轮的产能扩张期。2016 年公司在建工程为 4.57 亿元，2017 年 1-9 月公司在建工程为 1.93 亿元，根据未来的项目建设规划，预计酵母产能将保持平稳增长。

图表 31：新一轮产能扩张期开启（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

根据规划，赤峰的搬迁改造项目预计在 2018 年 6 月投产，增加 1.5 万吨的酵母产能；埃及二期项目将在 2019 年 3 月投产，增加 1.5 万吨酵母产能，和 1.5 万吨的酵母抽提物产能。在公司的产能规划下，到 2019 年底，公司酵母产能将达到 24.80 万

吨，酵母抽提物将达到 8.10 万吨。

图表 32：公司产能规划布局

项目	建厂地址	酵母产能（万吨）	酵母抽提物产能（万吨）	投产时间
宜昌总部	湖北宜昌市	2.50	1.00	1986 年
赤峰	内蒙古赤峰市	0.90	-	2003 年
伊犁	新疆伊犁州	3.00	0.80	2004 年
滨州	山东滨州市	0.70	-	2005 年
睢县	河南山丘市	0.20	-	2005 年
崇左	广西崇左市	3.50	0.80	2006 年
柳州	广西柳州市	4.00	4.00	2012、2017 年
埃及	埃及开罗	2.00	-	2013 年
德宏	云南德宏	3.00	-	2014 年
俄罗斯	俄罗斯斯利佩茨克	2.00	-	2017 年 8 月
赤峰	内蒙古赤峰	1.50	-	2018 年 6 月
埃及（二期）	埃及开罗	1.50	1.50	2019 年 3 月
合计		24.80	8.10	

来源：公司公告，国联证券研究所

从 2008 年以后，公司新产能布局转向原料产地，崇左、柳州、德宏三大酵母基地位于糖蜜产地广西和云南，从而节约了原材料的采购和运输成本。

图表 33：新的生产基地布局围绕原料产业



来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.2. 走向全球布局：埃及、俄罗斯产能基地拓展新兴国家市场

新兴市场增长潜力更大，埃及、俄罗斯基地先后落子。酵母的消费市场增长不平衡，欧美市场是酵母的传统市场，应用时间早且成熟，市场潜力有限。而非洲、亚太地区在人口红利、烘焙兴起及健康意识等因素驱动下是酵母需求的主力市场，发展增速超越行业增速。公司先后在埃及、俄罗斯布局酵母基地，辐射中东、北非和东欧，由国内龙头向全球性企业迈进。

图表 34：埃及、俄罗斯基地辐射中东、北非、东欧、中亚等区域



来源：公司公告，国联证券研究所

2010 年，公司赴埃及建设年产 1.5 万吨高活性干酵母项目，该项目于 2013 年 2 月投产。2015-2016 年间，埃及公司对酵母生产线关键设备实施了小型改造和工艺改进，将干酵母产能提升至 23000 吨/年。2017 年，在埃及投资新建年产 12000 吨酵母抽提物项目，公司在埃及投资酵母项目积累的丰富经验，该项目建设投产后将有效的降低 YE 生产成本，提升公司的竞争优势。2017 年埃及基地销售收入达到 3.26 亿元，净利润达到 1.23 亿元，对净利润贡献显著。

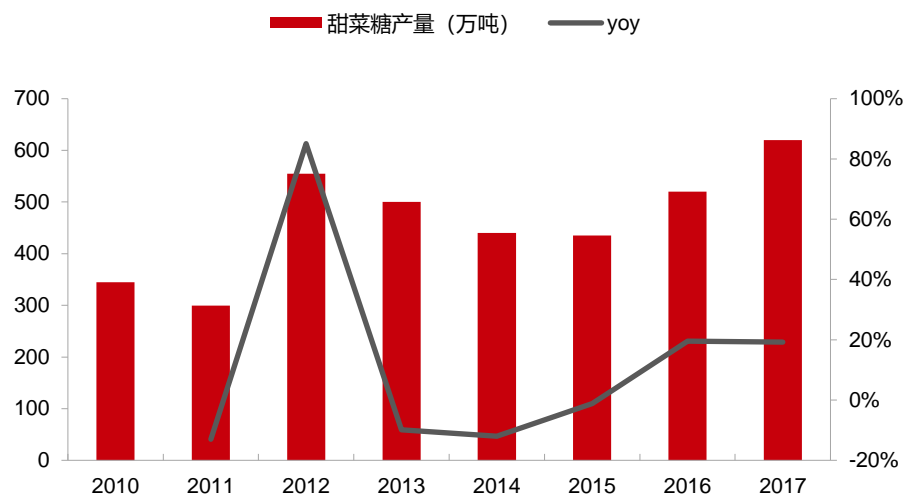
**埃及 YE 项目开发欧盟市场享受区位优势。**欧盟市场是全球最大的 YE 市场，虽然酵母消费习惯成熟稳定，但是对天然、降盐性的调味原料需求仍在增长，YE 的需求量巨大。从中国出口 YE 产品至欧盟，不仅需要缴纳进口关税，而且需要承担较高的海运费和较长的运输周期，与欧盟本土 YE 厂商相比处于竞争力劣势位置。如果从埃及生产 YE 产品出口至欧盟，可以享受欧盟对埃及产品的零关税优惠，还因埃及便利的地理位置，有助于加快对欧盟市场和用户的响应速度，扩大对欧盟的 YE 市场份额。

2017 年，在埃及投资新建年产 12000 吨酵母抽提物项目，公司在埃及投资酵母

项目积累的丰富经验，该项目建设投产后将有效的降低 YE 生产成本，提升公司的竞争优势。

**俄罗斯具备原材料资源优势 and 广阔市场。**俄罗斯是全球重要的酵母消费市场，年需求总量近 5 万吨，且自身供应能力不足，2012-2014 年期间，每年从外部进口酵母超过 1 万吨。2015 年俄罗斯签订独联体自由贸易区协议，相互取消进口关税，东欧地区酵母产品潜在需求量更大。同时，俄罗斯已成为世界上最大的甜菜制糖生产国，原材料供给充足。2016 年，俄罗斯生产甜菜制糖 620 万吨，已超过法国、美国和德国，成为重要的原料供应地。

图表 35：俄罗斯 2010-2017 年的甜菜糖产量（万吨）及同比增速



来源：美国农业部 国联证券研究所

我国“一带一路”战略的实施，增强了中俄双边投资及战略合作关系，此次建设俄罗斯工厂也可以借助国家“一带一路”战略的实施，在满足俄白哈关税同盟市场和独联体市场干鲜酵母需求的同时，利用俄罗斯的区位优势，补充公司中东非洲市场的产能需求，进一步巩固和拓展海外市场。俄罗斯工厂从下半年投产运行，明年产能利用率达到 80%，预计未来会贡献较高效益。

## 4. 糖蜜供应宽松，盈利持续提升

### 4.1. 糖蜜国内供应宽松

糖蜜是生产酵母的主要原料。它是制糖时经过多次蒸发结晶后分离出的高浓度溶液，这类溶液再进行蒸发结晶的经济性较差，一般作为副产品进行回收处理。而糖蜜中含有大量可发酵糖，是很好的发酵原料，可以用来生产酵母和酒精。

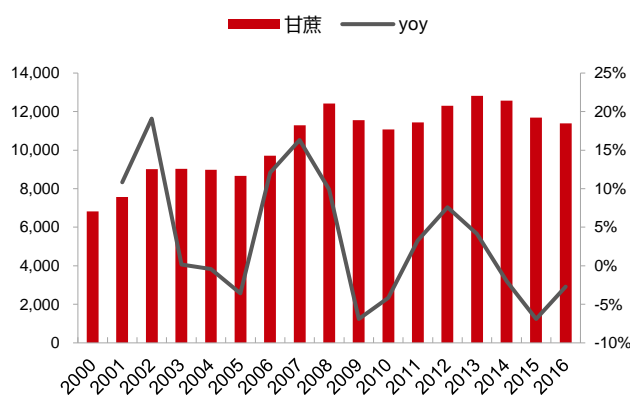
**甘蔗产量是影响糖蜜供给的核心变量。**依照制糖方式不同，国内糖蜜可分为甘蔗



糖蜜和甜菜糖蜜。我国近 90% 的食糖为甘蔗糖、甜菜糖占 10%。从种植面积和产量上来看，2016 年我国的甘蔗产量为 1.14 亿吨，甜菜产量为 950 万吨，甘蔗的产量远大于甜菜产量，未来甜菜的种植面积会趋于稳定，而甘蔗由于其宿根性，根据宿根年限的不同会影响往后 2-3 年的产量，因此甘蔗产量是影响糖蜜供给的核心变量。

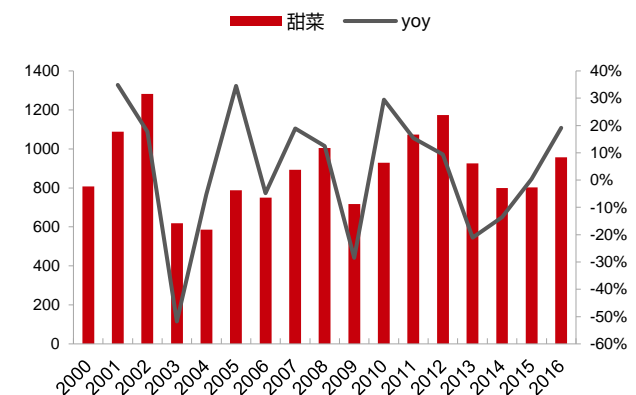
我们认为受宿根性的影响，甘蔗种植面积将处在增长周期中，糖蜜供给预计维持宽松局面。糖价高点时，糖料的种植效益高，当年及往后年份的种植面积会得到提升，而糖价低点时，当年及以后年份的种植面积会下降。2016 年甘蔗和甜菜的种植效率与前两年相比均有明显的提升，结合当下的糖价，我们认为 2018 年甘蔗的种植面积会处于增长态势中，糖蜜的原料供给局面维持宽松状态。

图表 36: 甘蔗产量 (万吨)



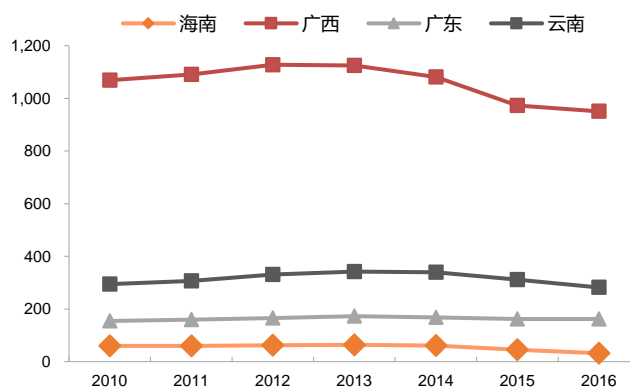
来源: wind 国联证券研究所

图表 37: 甜菜产量 (万吨)



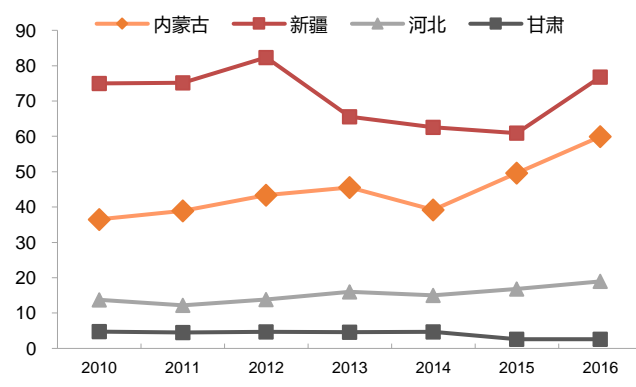
来源: wind 国联证券研究所

图表 38: 甘蔗主产区的种植面积 (千公顷)



来源: wind 国联证券研究所

图表 39: 甜菜主产区的种植面积 (千公顷)



来源: wind 国联证券研究所

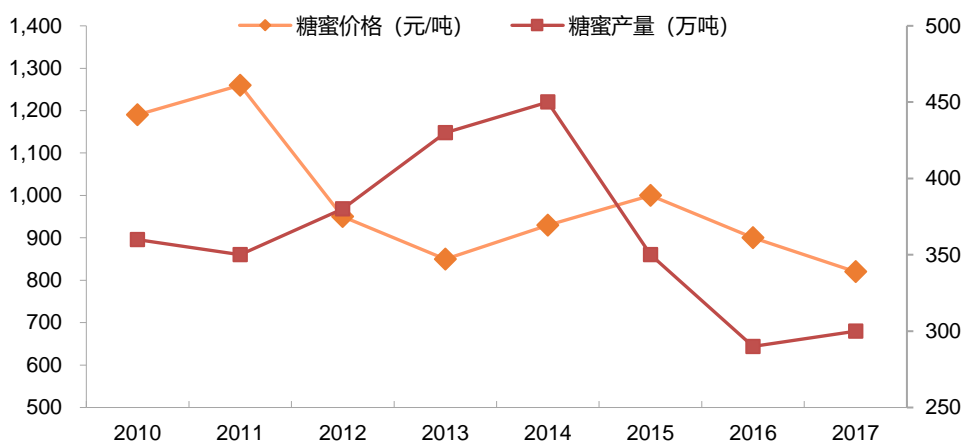
#### 4.2. 需求端: 糖蜜酒精需求下降, 价格处在历史低位

糖蜜的下游应用方向有酒精、酵母、饲料等, 其中, 酒精和酵母在糖蜜需求中占主要部分。酒精需求在糖蜜中的占比约 60%, 酵母需求占比约 20%, 糖蜜酒精主要产自华南地区和云南地区。



当前阶段，需求主导糖蜜价格波动，而糖蜜酒精环保整治和玉米价格下跌，致糖蜜价格跌至历史低位。2010-2014 年糖蜜价格与糖蜜产量呈现显著的负相关关系，糖蜜价格受供给影响程度比较高。而 2014-2016 年糖蜜产量在甘蔗种植景气下行周期中逐年下降，另一方面，糖蜜的价格也呈现下降趋势，二者呈现同步下降的趋势，主要是由于需求端对于糖蜜价格的影响程度更深。需求在糖蜜价格波动中起主导作用。

图表 40：糖蜜价格和产量



来源：公开资料，国联证券研究所

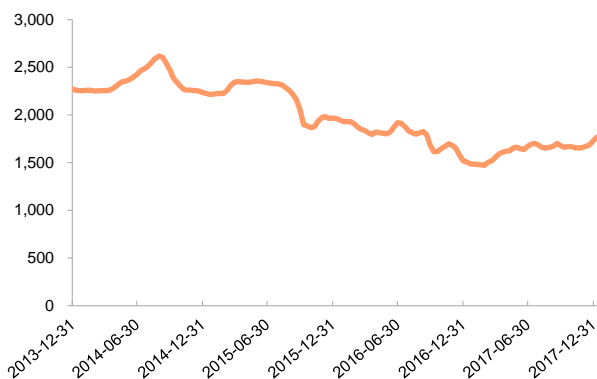
我们认为，酵母糖蜜的需求保持稳定的增长，但受酒精需求下降的影响，糖蜜需求骤减，主导了本轮周期的价格下跌。糖蜜价格下跌的原因在于：1) 国家加强环保整治，增加了环保处理费用，糖蜜酒精盈利大幅下降；2) 玉米、木薯酒精盈利转好，形成对糖蜜酒精的替代。

糖蜜酒精工厂是消耗糖蜜的主力军，但在生产过程中造成的环境污染以及成本劣势拖累着糖蜜酒精工厂的产能扩张。同时低端白酒的需求受消费升级的影响而下滑，玉米酒精利用价格优势抢占糖蜜酒精市场，酒精厂开工意愿不足。

国家加强环保整治，生产成本抬高，企业微利运行，糖蜜酒精行业内产能下降。糖蜜制酒精属于高污染行业，处理成本高，国家环保整治后，不符合环保要求的企业退出行业，仍留在行业内的企业也必须忍受更高的运营成本。这使得糖蜜生产酒精的经济性大幅下降，行业内产能退出。糖蜜制酒精的生产效率不高，并会产生严重的环境污染。伴随酒精产生的蒸馏废液是酒精产量的 10 倍以上，处理起来难度也很大，处理费用高，每吨酒精的生产成本会提高 200~300 元，糖蜜酒精盈利下降，开工率处在低位。

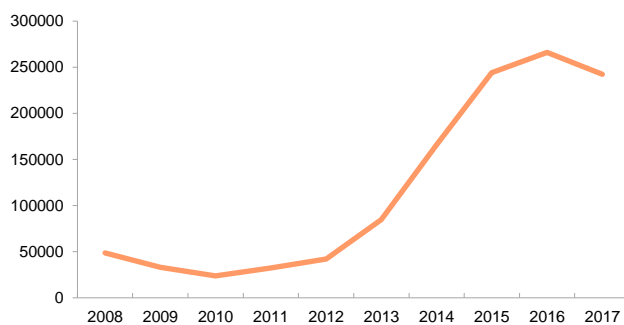
玉米去库存趋势不变，玉米酒精低成本优势有望延续。玉米价格调整，使得玉米酒精企业生产成本大降，玉米制酒精更具成本优势和价格优势，挤占糖蜜酒精的市场。玉米酒精是消化陈玉米的有效途径，未来两三年内，玉米行业都将处在去库存阶段，由此判断，玉米酒精低成本、低价格优势有望延续。

图表 41：玉米价格走势（元/吨）



来源：统计局 国联证券研究所

图表 42：玉米库存仍在历史高位（千吨）



来源：国家统计局 国联证券研究所

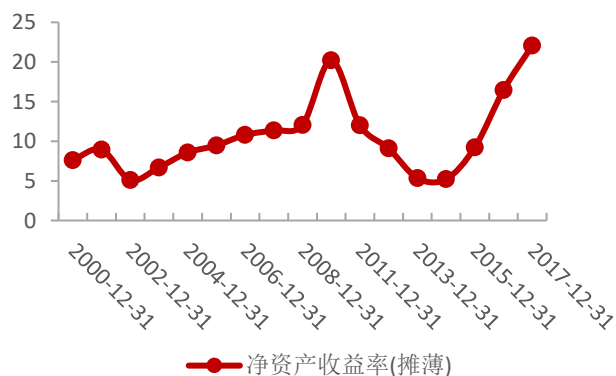
17/18 榨季糖蜜采购价格仍处在低位，国外原材料采购更具优势。2017 年 11-12 月份糖蜜采购季节，公司一部分的糖蜜采购完毕，新疆、内蒙等地的甜菜糖蜜采购价格约 730-750 元/吨，同比下降 12%，南方甘蔗糖蜜采购量为 55 万吨，去年同期价格为 730 元/吨，今年的采购价格仍将保持在低位。国外子公司采购季略有不同，埃及糖蜜采购价格约 500 元/吨，采购量 10 万吨；俄罗斯由于甜菜丰产，采购价格实际不到 200 元/吨，比预算低 2/3，采购量 10 万吨。

综合来看，目前采购的糖蜜综合成本基本和去年持平。由于甘蔗种植进入增产周期，我们预计糖蜜的供应格局仍将显得比较宽松，需求端角度考虑，受玉米去库存的持续影响，玉米酒精较糖蜜酒精的优势不变，糖蜜价格有望维持在历史低位。

#### 4.3. 行业龙头享有定价权，提价市场接受度好

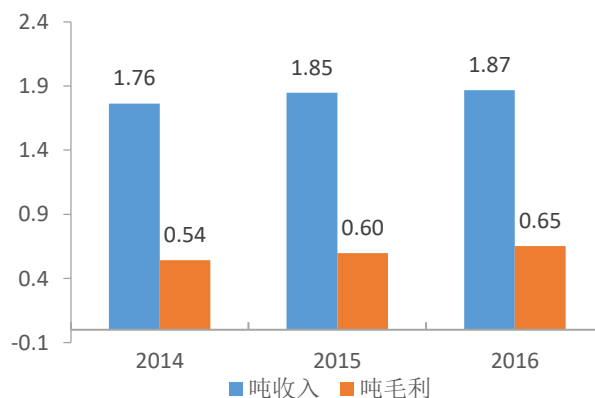
酵母行业受原料价格的波动和阶段性的产能集中释放影响，具有周期属性。上一轮周期下行动力，来自于行业内产能投放，企业间竞争恶化。但从近几年行业表现来看，安琪龙头地位稳固，上游原料价格疲软，预计行业有望维持高景气。

图表 43：安琪酵母的 ROE 水平呈周期性波动



来源：wind，国联证券研究所

图表 44：酵母系列产品（万元/吨）



来源：wind，国联证券研究所

在调味品板块整体提价的背景下，安琪酵母同样受益于下游消费升级，提价预期

较强。与其它调味品企业提价以覆盖原材料成本压力所不同的是，安琪酵母的成本端糖蜜会有较大幅度的价格下滑，同时包材等占比较小，整体毛利率水平比较稳定，在未来提价3%—5%的市场预期下，盈利能力提升较大。我们认为，公司酵母产品存在提价预期。

## 5. 盈利预测与估值

假设 1：酵母产能稳步投放

假设 2：糖蜜价格保持历史低位

图表 45：收入假设（百万元，亿只）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>酵母产品</b>					
销售收入	3762.17	4407.64	5156.94	5982.05	6939.18
增长率	11.41%	17.16%	17.00%	16.00%	16.00%
销售成本	2479.72	2570.05	2991.02	3469.59	4024.72
毛利	34.09%	41.69%	42.00%	42.00%	42.00%
毛利率	1282.45	1837.59	2165.91	2512.46	2914.45
<b>其他主营业务</b>					
销售收入	661.88	726.10	980.24	1303.71	1694.83
增长率	32.51%	9.70%	35.00%	33.00%	30.00%
销售成本	473.59	527.81	637.15	834.38	1067.74
毛利	188.29	198.30	343.08	469.34	627.09
毛利率	28.45	27.31	35.00	36.00	37.00
<b>包装</b>					
销售收入	165.76	186.42	219.98	259.57	306.29
增长率	18.37%	12.46%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本	124.43	143.23	164.98	194.68	229.72
毛利	41.32	43.19	54.99	64.89	76.57
毛利率	24.93	0.23	25.00	25.00	25.00
<b>奶制品</b>					
销售收入	53.52	57.24	50.00	50.00	50.00
销售成本	38.03	41.61	35.00	35.00	35.00
毛利	15.49	15.62	15.00	15.00	15.00
毛利率	28.94	27.29	30.00	30.00	30.00
<b>制糖</b>					
销售收入	189.61	331.49	300.00	300.00	300.00
销售成本	169.10	268.15	250.00	250.00	250.00
毛利	20.51	63.34	50.00	50.00	50.00
毛利率(%)	10.82	19.11	16.67	16.67	16.67
<b>其他业务</b>					
销售收入	27.59	66.83	60.00	60.00	60.00

销售成本	19.58	50.98	45.00	45.00	45.00
毛利	8.01	15.85	15.00	15.00	15.00
毛利率	29.02	23.71	25.00	25.00	25.00

来源：公司公告，国联证券研究所

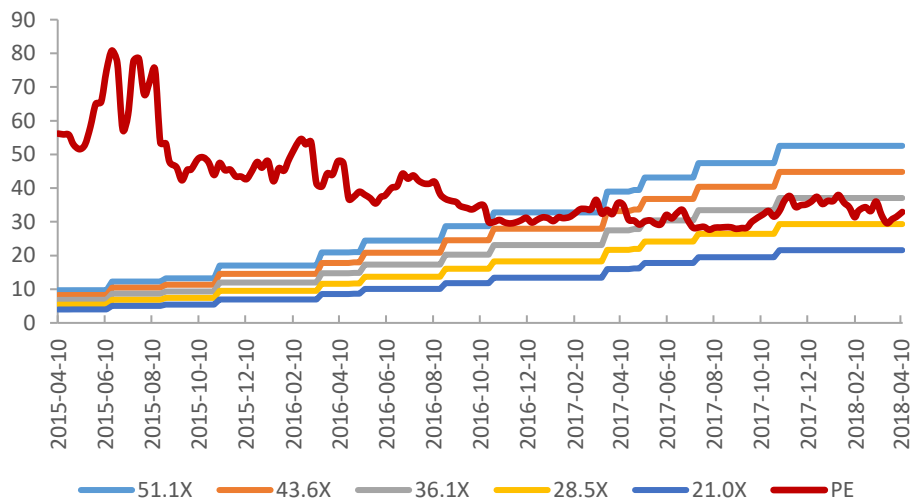
估值方面，公司估值从横向比较，或是从纵向比较，都具有配置优势。公司2018年业绩对应的PE为26.50倍，低于行业内可比公司海天味业、千禾味业的估值；跟历史估值比较，当前公司的估值低于历史平均估值36倍，处在合理水平。

图表 46：公司相对估值表

公司代码	公司名称	股价	EPS		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E
600298	安琪酵母	33.14	1.25	1.56	26.50	21.23
603288	海天味业	60.50	1.59	1.91	38.12	31.72
603027	千禾味业	20.17	0.63	0.86	32.06	23.54

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 47：公司 PE band



来源：国联证券研究所

公司是酵母行业的龙头企业，成长空间广阔，预计2018年、2019年、2020年净利润分别为10.31、12.86、15.80亿元，当前股价对应PE分别为26.50、21.23、17.29倍。维持“推荐”评级。

**图表 48：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	73.14	148.84	338.36	469.05	1,366.62	营业收入	4,860.53	5,775.73	6,767.15	7,955.33	9,350.30
应收账款+票据	551.75	730.26	847.66	1,007.32	1,172.93	营业成本	3,275.20	3,601.83	4,123.16	4,828.64	5,652.18
预付账款	139.15	107.63	207.59	161.56	270.54	营业税金及附加	47.21	61.62	58.48	68.74	80.80
存货	1,214.08	1,537.19	1,612.29	2,076.08	2,241.36	营业费用	556.83	628.84	710.55	811.44	935.03
其他	81.89	118.57	118.57	118.57	118.57	管理费用	351.11	460.48	500.77	580.74	673.22
<b>流动资产合计</b>	<b>2,060.00</b>	<b>2,642.49</b>	<b>3,124.47</b>	<b>3,832.58</b>	<b>5,170.02</b>	财务费用	58.92	85.50	128.25	103.35	83.22
长期股权投资	26.46	30.83	30.83	30.83	30.83	资产减值损失	-24.60	25.56	6.70	6.70	6.70
固定资产	3,406.49	4,474.93	4,124.77	3,858.67	3,569.49	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	488.40	192.87	300.00	300.00	300.00	投资净收益	3.31	4.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	303.39	295.46	281.88	268.29	254.70	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	206.30	100.86	98.34	95.82	95.82	<b>营业利润</b>	<b>599.17</b>	<b>916.26</b>	<b>1,239.25</b>	<b>1,555.71</b>	<b>1,919.15</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,431.05</b>	<b>5,094.95</b>	<b>4,835.82</b>	<b>4,553.61</b>	<b>4,250.84</b>	营业外净收益	47.05	5.95	32.03	32.03	32.03
<b>资产总计</b>	<b>6,491.05</b>	<b>7,737.44</b>	<b>7,960.29</b>	<b>8,386.19</b>	<b>9,420.86</b>	<b>利润总额</b>	<b>646.22</b>	<b>922.21</b>	<b>1,271.28</b>	<b>1,587.75</b>	<b>1,951.18</b>
短期借款	1,389.14	1,585.92	1,282.11	0.00	0.00	所得税	68.63	73.18	186.28	233.75	288.26
应付账款+票据	580.02	983.97	606.94	1,256.18	924.70	<b>净利润</b>	<b>577.58</b>	<b>849.03</b>	<b>1,085.00</b>	<b>1,354.00</b>	<b>1,662.92</b>
其他	822.12	118.22	166.75	158.38	213.90	少数股东损益	42.49	45.48	54.25	67.70	83.15
<b>流动负债合计</b>	<b>2,791.27</b>	<b>2,688.10</b>	<b>2,055.80</b>	<b>1,414.55</b>	<b>1,138.60</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>535.09</b>	<b>803.55</b>	<b>1,030.75</b>	<b>1,286.30</b>	<b>1,579.78</b>
长期带息负债	150.00	902.03	902.03	902.03	902.03						
长期应付款	<b>52.00</b>	<b>53.80</b>	<b>53.80</b>	<b>53.80</b>	<b>53.80</b>						
其他	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>非流动负债合计</b>	<b>202.00</b>	<b>955.83</b>	<b>955.83</b>	<b>955.83</b>	<b>955.83</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,993.27</b>	<b>3,643.94</b>	<b>3,011.64</b>	<b>2,370.39</b>	<b>2,094.43</b>						
少数股东权益	244.41	250.69	304.94	372.64	455.78						
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	824.08						
资本公积	651.97	651.97	651.97	651.97	651.97						
留存收益	1,777.31	2,366.76	3,167.66	4,167.11	5,394.59						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,497.78</b>	<b>4,093.50</b>	<b>4,948.65</b>	<b>6,015.80</b>	<b>7,326.43</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,491.05</b>	<b>7,737.44</b>	<b>7,960.29</b>	<b>8,386.19</b>	<b>9,420.86</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	575.84	889.38	1,053.36	1,322.36	1,631.28
折旧摊销	340.09	355.44	552.44	575.51	596.07
财务费用	85.73	65.56	108.25	73.35	43.22
存货减少	-225.85	-319.66	-75.10	-463.79	-165.28
营运资金变动	31.86	96.10	-545.85	527.23	-550.55
其它	<b>-52.17</b>	<b>56.11</b>	<b>6.70</b>	<b>6.70</b>	<b>6.70</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>755.51</b>	<b>1,142.93</b>	<b>1,099.79</b>	<b>2,041.36</b>	<b>1,561.43</b>
资本支出	797.38	926.70	300.00	300.00	300.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	<b>24.05</b>	<b>20.06</b>	<b>31.64</b>	<b>31.64</b>	<b>31.64</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-773.33</b>	<b>-906.64</b>	<b>-268.36</b>	<b>-268.36</b>	<b>-268.36</b>
债权融资	235.79	250.81	-303.81	-1,282.11	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-173.44	-351.49	-338.11	-360.20	-395.51
<b>筹资活动现金流</b>	<b>62.35</b>	<b>-100.67</b>	<b>-641.92</b>	<b>-1,642.31</b>	<b>-395.51</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>6.74</b>	<b>104.95</b>	<b>189.52</b>	<b>130.69</b>	<b>897.56</b>

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.36%	18.83%	17.17%	17.56%	17.53%
EBIT	52.82%	35.17%	39.82%	20.41%	20.07%
EBITDA	33.46%	25.43%	43.95%	15.77%	15.82%
归属于母公司净利润	90.29%	50.17%	28.27%	24.79%	22.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.62%	37.64%	39.07%	39.30%	39.55%
净利率	11.88%	14.70%	16.03%	17.02%	17.78%
ROE	16.45%	20.91%	22.20%	22.79%	22.99%
ROIC	13.91%	17.92%	17.47%	19.48%	24.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	46.11%	47.09%	37.83%	28.27%	22.23%
流动比率	0.74	0.98	1.52	2.71	4.54
速动比率	0.27	0.37	0.68	1.16	2.47
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.29	8.41	8.29	8.36	8.30
存货周转率	2.70	2.34	2.56	2.33	2.52
总资产周转率	0.75	0.75	0.85	0.95	0.99
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.65	0.98	1.25	1.56	1.92
每股经营现金流	0.92	1.39	1.33	2.48	1.89
每股净资产	3.95	4.66	5.64	6.85	8.34
<b>估值比率</b>					
市盈率	51.04	33.99	26.50	21.23	17.29
市净率	8.39	7.11	5.88	4.84	3.97
EV/EBITDA	27.19	22.39	15.42	12.75	10.72
EV/EBIT	39.86	30.46	21.60	17.17	13.92

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373



## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064