

内外开花，酵母龙头何缘走向大空间

——安琪酵母（600298）深度报告

2019年4月26日

强烈推荐/上调

安琪酵母 深度报告

报告摘要：

国内酵母龙头，“产能足+产品好+渠道广”促安琪传统业务稳健增长。市场方面，一者随饮结构逐渐西化，烘焙行业增长迅速，对标日本香港，我国人均面包消费量还差1.5倍以上；二者酵母对苏打、老面等低端发酵剂的替代需求量可达64.5万吨，仍有一倍的空间。成本方面，占比36%的糖蜜价格由于供大于求2019年处于下行通道。公司方面，产能维度，安琪以国内18.2万吨的酵母产能居全国首位，市占率55%，小包装市场份额接近70%；产品维度，产品议价能力强，近年来平均每年能够实现5%左右的直接提价；渠道维度，产品+应用技术培训服务的营销模式可增强产品的用户依赖。

海外自建工厂稳步加速，“成本下行+价格上行”促安琪国际化破局。全球酵母市场乐斯福、英联马利、安琪酵母三足鼎立，安琪占比12%，安琪差异化战略布局海外，继埃及、俄罗斯后，南美有望成为安琪国际下一战。海外布局国外糖蜜及人工成本价格略低于国内，且酵母市场价格高于国内，双管齐下，业务市场打开的同时安琪毛利率有望上升。

酵母衍生品多点开花，YE垄断国内空间大。YE成本约为味精的3倍，我国目前YE占鲜味剂市场份额仅2%，而发达国家已达30%-40%，我们测算YE的市场空间为53万吨。安琪YE国内6.6万吨产能位居首位，市占率近90%。

公司治理强新员工激励措施待出台，“定增+债券+产业基金”多渠道融资。老员工持股平台湖北日升持续减持，累计减持一半，新员工激励措施待出台。重资产的特性使得公司资产负债率高，达近50%，通过定增、可转债、短期融资融券、中期票据及产业基金多途径融资约40亿元，有效降低资金成本。

投资建议：预测公司2019年-2021年EPS分别为1.14/1.27/1.44元，给予公司2019年30倍PE，对应目标价34.2元，基于公司收入利润的逐步好转及风险点的充分释放，及目前较低的历史估值水平，上调为“强烈推荐”评级。

风险提示：汇率波动风险 安全环保风险 原材料价格波动风险

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,775.73	6,685.60	7,698.48	8,891.91	10,252.64
增长率(%)	18.83%	15.75%	15.15%	15.50%	15.30%
净利润(百万元)	892.67	899.71	980.84	1,091.01	1,234.09
增长率(%)	54.55%	0.79%	9.02%	11.23%	13.11%
净资产收益率(%)	22.05%	19.96%	17.80%	17.81%	18.11%
每股收益(元)	1.03	1.04	1.14	1.27	1.44
PE	29.47	29.15	26.64	23.85	20.97
PB	6.50	5.82	4.74	4.25	3.80

资料来源：Wind 东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

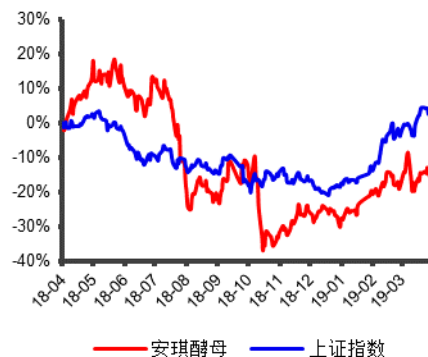
执业证书编号：

S1480519020001

交易数据

52周股价区间(元)	20.46-39.58
总市值(亿元)	226.21
流通市值(亿元)	226.21
总股本/流通A股(万股)	824,08/824,08
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.12

52周股价走势图



资料来源：Wind 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《安琪酵母（600298）：短期业绩承压，国内稳增长海外业务待放量》2019-03-25
- 2、《安琪酵母（600298）：收入稳定增长，短期业绩承压，不改长期投资逻辑》2018-10-26
- 3、《安琪酵母（600298）：短期波动不改长期逻辑，寡头垄断增强安琪核心竞争力》2018-08-20

目录

1. 2018 业绩高增回落，11 月以来处于周期性底部区间	6
1.1 收入增长稳健，环保问题导致利润短期承压	6
1.1.1 传统国内酵母稳健增长，海外市场持续放量，酵母衍生品厚积薄发	6
1.1.2 成本费用上行影响利润，短期仍将承受一定压力	6
1.2 战略性亏损结束，近三年来财务指标逐步向好	7
2. 上游糖蜜成本下行，传统酵母+衍生品市场空间广阔	8
2.1 上游糖蜜价格处下行通道，2019 成本锁定	8
2.1.1 糖蜜跟酒精价格走势相同，未来供过于求，价格处于下行通道	8
2.1.2 糖蜜的价格与公司毛利率负相关，随糖蜜价格下行安琪毛利率有望走高	11
2.2 传统酵母：市场增速稳定，三足鼎立安琪分享一席	12
2.2.1 全球酵母市场增速可观，国内“替代老面+烘焙增长”迎机遇	12
2.2.2 乐斯福、英联马利、安琪酵母三大头部玩家，安琪国内垄断优势强于海外	13
2.3 酵母衍生品：应用前景广阔，多领域待发力	15
2.3.1 酵母抽提物（YE）：起步期空间广，健康意识提升促进对味精替代	15
2.3.2 酵母源保健品尚处消费者教育阶段，营养健康产品品质要求提高	16
2.3.3 酵母源动植物及微生物营养健康高质，新型应用尚处起步期	17
3. 深耕传统酵母领域，全产业链延伸打造安琪核心竞争力	18
3.1 “产能足+产品好+渠道广”构筑安琪传统酵母领域竞争优势	18
3.1.1 安琪国内酵母业务逐渐稳增长，产能优势明显	18
3.1.2 小包装产品站稳市场份额，提价能力强	20
3.1.3 “传统+电商”渠道布局完善，“产品+应用培训”提升用户体验	23
3.2 产业链上下游延伸，全产业链加固安琪酵母护城河	23
3.3 公司治理激发员工活力，多渠道融资降低资金成本	25
3.3.1 老员工持股平台湖北日升持续减持，新员工激励措施待出台	25
3.3.2 “定增+债券+产业基金”多维度资本运作，缓解资金压力	26
4. 海外扩张稳步加速+衍生品业务多点开花支撑安琪未来增长	27
4.1 海外自建工厂成本优势有望提升整体盈利能力，差异化布局抢占海外市场	27
4.1.1 占比近 30% 的出口业务受益于海外工厂的低成本，南美有望成为继埃及、俄罗斯后的第三站	27
4.1.2 避开乐斯福与英联马利竞争优势，三重差异化策略抢占酵母市场	29
4.1.3 “埃及+俄罗斯”酵母和 YE 投产，汇兑损益波动大	29
4.2 酵母衍生品：各事业部独立运营，多点开花	30
4.2.1 安琪垄断国内 YE 市场，开始国外建厂	30
4.2.2 保健品：“差异化产品+全方位覆盖”定位，黑马待出	31
4.2.3 动植物及微生物营养：新型应用，产品优质，锋芒初显	33
5. 盈利预测及估值	35
6. 风险提示	36
7. 附录—安琪淘宝数据	37

表格目录

表 1: 安琪 2018 年环保处罚情况.....	7
表 2: 调味品行业龙头公司产线投入情况.....	7
表 3: 酒精原材料糖蜜总成本较高.....	10
表 4: 酵母市场空间测算.....	13
表 5: YE 市场空间策略.....	16
表 6: 安琪按业绩增速 4 阶段划分.....	19
表 7: 安琪酵母产能国内规划布局.....	20
表 8: 安琪酵母传统酵母类主要典型热销产品情况表.....	22
表 9: 安琪酵母提价时间、幅度、产品.....	22
表 10: 安琪及可比公司渠道覆盖情况.....	23
表 11: 安琪俄罗斯埃及及中国工人价格比较.....	27
表 12: 安琪海外布厂节奏及产能.....	28
表 13: 鲜酵母及干酵母比较.....	29
表 14: 安琪酵母 YE 产能规划布局.....	31
表 15: 安琪酵母保健品事业产能规划.....	32
表 16: 安琪纽特保健品类主要典型热销产品情况表.....	33
表 17: 安琪其他衍生品业务主要典型产品情况表.....	34
表 18: 公司 2019-2021 业务收入预测.....	35
表 19: 安琪热销商品.....	38
表 20: 公司盈利预测表.....	39

插图目录

图 1: 安琪酵母营收历年增长情况.....	6
图 2: 安琪酵母净利历年增长情况.....	6
图 3: 公司历年毛利率净利率情况.....	6
图 4: 公司历年运输费用占比.....	6
图 5: 资产负债率同业对比.....	8
图 6: 公司主要财务指标持续好转.....	8
图 7: 酵母产业链.....	9
图 8: 酵母成本比例.....	9
图 9: 糖蜜与食用酒精的关系.....	9
图 10: 糖蜜价格的影响因素.....	9
图 11: 白糖价格高位运行.....	9
图 12: 糖蜜/木薯/玉米酒精占比.....	9
图 13: 甘蔗种植区.....	10
图 14: 甜菜种植区.....	10
图 15: 甜菜产量.....	11
图 16: 甘蔗产量.....	11

图 17: 玉米价格走低	11
图 18: 糖蜜采购价格预计下行	11
图 19: 安琪毛利率与糖蜜价格负相关	12
图 20: 小麦年产量和面包蛋糕业务收入	13
图 21: 各国人均面包消费量对比	13
图 22: 全球产能对比	14
图 23: 全球工厂布局	14
图 24: 乐斯福的全球建厂历史	14
图 25: 英联马利的收购合并大事	14
图 26: 前三家酵母厂商在华产能情况	15
图 27: 中国主要酵母厂家市场占有率	15
图 28: 全球 YE 市场规模及增速	15
图 29: YE 的来源及功用	15
图 30: 我国保健品市场规模	16
图 31: 中美日保健品人均消费额	16
图 32: 我国老年人口数量及增速	17
图 33: 我国新生儿人口数量及增速	17
图 34: 我国饲料产量及增速	17
图 35: 我国植物有机肥料销售收入及增速	17
图 36: 我国植物有机肥企业产能分布结构	18
图 37: 我国细胞培养基市场规模和进口比例	18
图 38: 传统酵母+YE 占比达 64%	18
图 39: 从主业深耕到多元发散	18
图 40: 安琪酵母业务的收入规模及增速	19
图 41: 安琪酵母业务的毛利规模及增速	19
图 42: 安琪国内产能历年布局图示	20
图 43: 公司酵母产销情况	20
图 44: 产能利用率	20
图 45: 安琪近年研发费用支出及占比情况	21
图 46: 安琪自上市以来专利数量情况	21
图 47: 安琪酵母吨收入及增速	22
图 48: 安琪酵母收入增长与销量增长	22
图 49: 安琪产品应用技术培训	23
图 50: 安琪酵母杯发酵面食大赛	23
图 51: 安琪糖业及包材业的发展历程	24
图 52: 安琪延伸糖业供应安琪情况	24
图 53: 安琪延伸包材供应安琪情况	24
图 54: 安琪酵母制糖产品营收及增速	25
图 55: 安琪酵母包装产品营收及增速	25
图 56: 安琪与贝太厨房融合打造商业闭环	25
图 57: 安琪酵母 2018 年度股权结构	26

图 58：湖北日升 2017 年以来持股变化	26
图 59：安琪酵母自上市以来分红情况	26
图 60：调味品公司人均薪酬对比（剔除通胀影响）	26
图 61：安琪酵母上市以来资本运作图	27
图 62：安琪酵母海外业务营收情况	28
图 63：安琪酵母海外业务毛利情况	28
图 64：2017 全球食糖产地	28
图 65：2017 年糖产量前 23 位的国家分布示意图	29
图 66：中外白糖价格悬殊	29
图 67：安琪汇兑损益回顾	30
图 68：安琪 YE 发展历程	31
图 69：安琪营养健康业务发展及布局	33
图 70：安琪其他主要衍生品业务发展及布局	34
图 71：安琪上市以来 PE 估值震荡走势	36
图 72：目前估值水平处于历史中低位	36
图 73：保健品旗舰店销量走势	37
图 74：保健品旗舰店价格走势	37
图 75：安琪旗舰店销量走势	37
图 76：安琪旗舰店价格走势	37

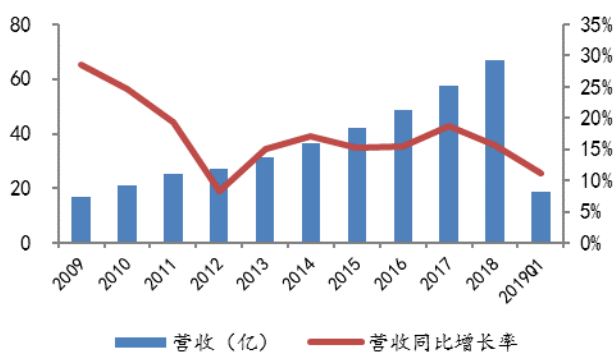
1. 2018 业绩高增回落，11 月以来处于周期性底部区间

1.1 收入增长稳健，环保问题导致利润短期承压

1.1.1 传统国内酵母稳健增长，海外市场持续放量，酵母衍生品厚积薄发

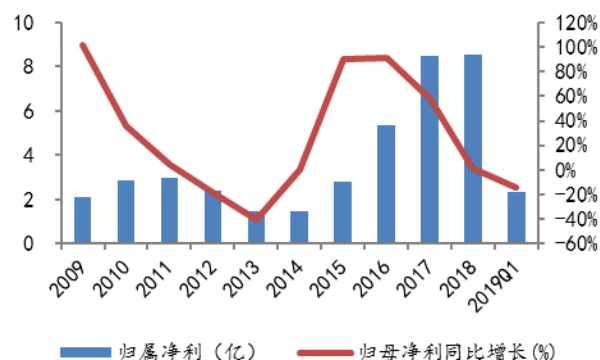
2018 虽宏观经济不景气，受益于下游需求不减，公司收入仍保持稳健增长。2019 年 Q1 季度公司实现营业收入 18.82 亿元，同比增长 11.16%，其中传统酵母业务提升到 24% 的增速，海外市场增幅调整至 13%，动植物营养及保健品业务逐步放量。

图 1：安琪酵母营收历年增长情况



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 2：安琪酵母净利历年增长情况

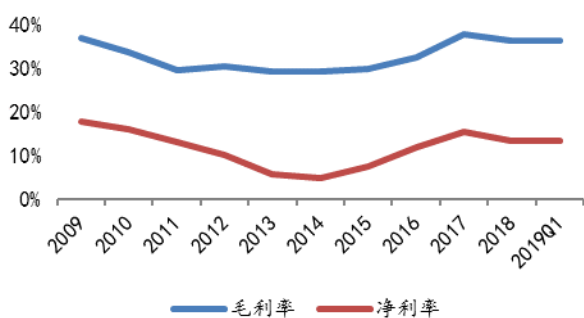


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

1.1.2 成本费用上行影响利润，短期仍将承受一定压力

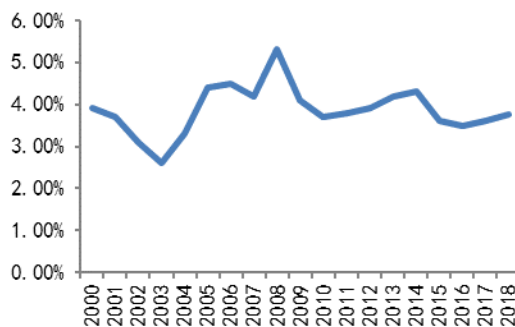
糖蜜采购及能源成本 2018 年略有上升，随今年冬季糖蜜采购价下调及三季度提价公司 2019 年业绩将会有所缓解。2019 年 Q1 季度安琪实现归母净利润 2.37 亿，同比降低 14.56%，较前几年的高增速回落较大；年度毛利率 36.32%，同比下降 0.04pct，净利率 13.46%，同比下降 2pct。2018 受糖蜜采购周期性小幅上调、能源成本上涨及环保因素影响利润承压。今年 10 月公司对部分产品进行了小幅提价，市场消化速度快，且今年采购的糖蜜价下调，2019 年毛利率预计上升。

图 3：公司历年毛利率净利率情况



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 4：公司历年运输费用占比



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

环保问题频发使费用大幅上升, 短期内仍将承压。2018 下半年占公司总产能 15% 的伊犁公司限产, 开工率仅达到 60%, 其余产能由其他工厂替代, 由于其他工厂不具有伊犁税收优势及相较原材料产区和目标市场的运输优势, 在一定程度上增加了公司的销售费用。环保问题解决主要依靠公司的工厂搬迁, 这是 5-7 年的时间维度的事情。

表 1: 安琪 2018 年环保处罚情况

阶段	时间	事件情况	事件情况	涉及金额
	2012 年 2 月 21 日	安琪崇左、安琪睢县、安琪伊犁排放废水中国家控制主要污染物氨氮超标严重	环保核查	--
	2017 年 12 月 26 日	安琪崇左厂区内有机肥料原料储罐发生爆裂事故	环保处罚	20 万元
近一年	2018 年 3 月、4 月、6 月	安琪伊犁存在超过大气污染物排放超标情况	环保处罚	60 万元
	2018 年 5 月 5 日	安琪赤峰排放水污染物总磷浓度超标	环保处罚	35 万元

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

1.2 战略性亏损结束, 近三年来财务指标逐步向好

高资本支出, 资产负债率高于同行。安琪酵母资产负债率为 49.30%, 较可比公司偏高, 原因在于高资本支出的行业特性, 大量的银行贷款用于建设厂房设备。

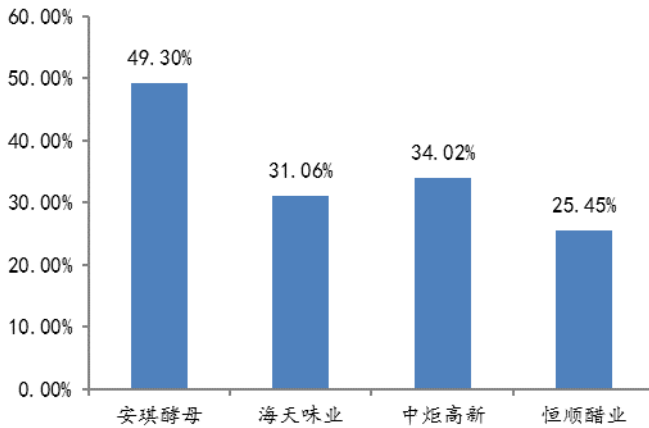
表 2: 调味品行业龙头公司产线投入情况

公司	产线	产线规模	投入资金情况	建设时间
安琪酵母	酵母生产线	1.5 万吨	2-3 亿	1.5-2 年
	YE 生产线	1.2 万-2 万吨	3-4 亿	1-1.5 年
海天味业	酱油生产线	150 万吨	20 亿	5 年
千禾味业	酱油、食醋生产线	10 万吨	约 2 亿	2 年
恒顺醋业	高端食醋生产线	10 万吨	4 亿	1.5 年
涪陵榨菜	榨菜生产线	5 万吨	1.7 亿	3 年

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

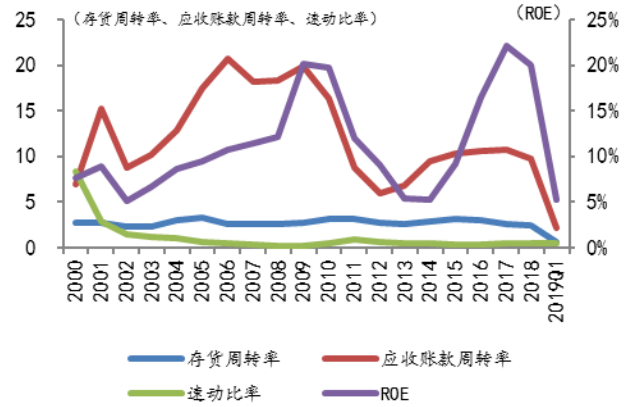
周转力增强, ROE 显著提高。速动比率、应收账款周转率、ROE 近 3 年持续提升, 存货周转率不断下降, 财务指标逐步向好。

图 5：资产负债率同业对比



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 6：公司主要财务指标持续好转



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

2. 上游糖蜜成本下行，传统酵母+衍生品市场空间广阔

2.1 上游糖蜜价格处下行通道，2019 成本锁定

2.1.1 糖蜜跟酒精价格走势相同，未来供过于求，价格处于下行通道

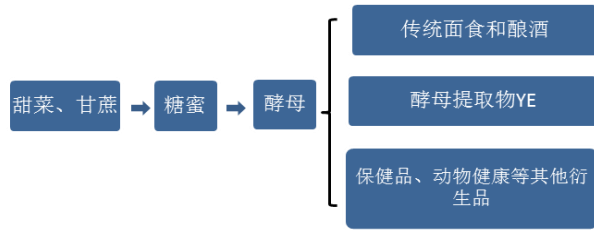
糖蜜是酵母的主要原材料，成本端占比 36%，属于制糖业的副产品，分为甘蔗糖蜜（南方）和甜菜糖蜜（北方）。

供给端来看，糖价高位运行，糖料产区扩产带动糖蜜供给充足。2018 糖价高位运行的背景下，各大糖料产区均扩产，2017/2018 榨季，广西、云南、广东等甘蔗主产区种植面积均有不同程度增加，预计产甘蔗糖量将同比增长 7-9%。黑龙江和内蒙古的甜菜产区也均有扩张。2018 年我国糖产量约 1050 万吨，较 2017 年增加约 100 万吨，每生产 3 吨糖约产生 1 吨副产品糖蜜，今年糖蜜产量有望增加 30-35 万吨。

需求端来看，高污染及环保趋严使得糖蜜需求疲软。糖蜜的下游 60%用于酒精生产，而酒精生产除使用糖蜜外，还可替代性地使用木薯、玉米这两种原料酿造，糖蜜作为酒精原材料，虽价格便宜，但废液治理成本高昂，在环保法实施以来，2017 年广西糖蜜酒精厂开工率由过去 100%降低至 50%以下，相比之下，木薯/玉米价格一直走低且环保投入较小，因此未来会更多地用木薯/玉米酒精替代糖蜜酒精，糖蜜酒精的需求下降，因此上游糖蜜的价格会持稳微降。

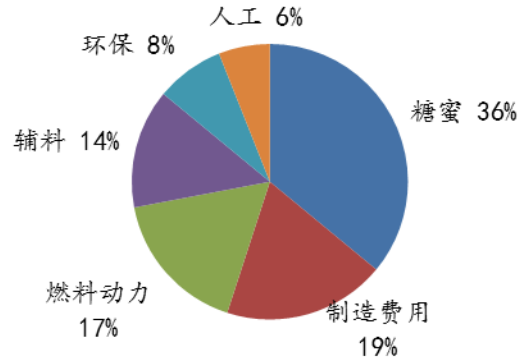
相关性来看，糖蜜价格走势跟酒精高度吻合，酒精价格目前走下行趋势。食用酒精是糖蜜的主要用途，酒精价格的上涨会带动糖蜜价格的上涨，二者价格走势高度相关，2018 年酒精价格不断下行，以此推断糖蜜价格呈下行趋势。

图 7: 酵母产业链



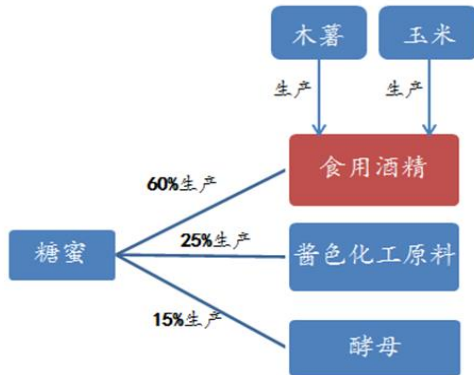
资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 8: 酵母成本比例



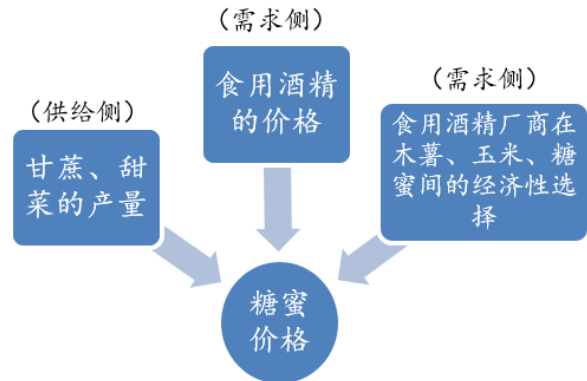
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 9: 糖蜜与食用酒精的关系



资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 10: 糖蜜价格的影响因素



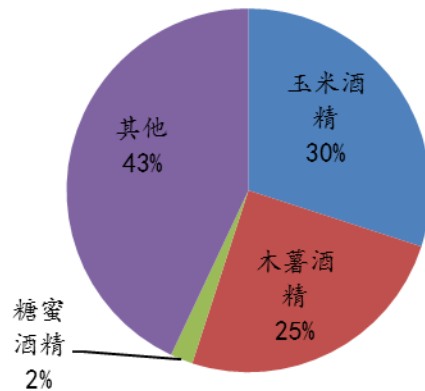
资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 11: 白糖价格高位运行



资料来源: wind 东兴证券研究所

图 12: 糖蜜/木薯/玉米酒精占比



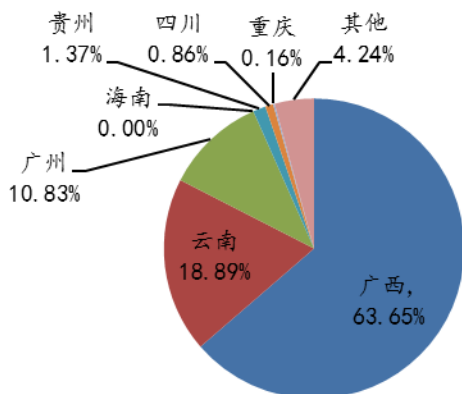
资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

表 3：酒精原材料糖蜜总成本较高

	每产 1 吨酒精的消耗量	2018 年原料价格（元/吨）	原料成本	污染成本	其他说明	其他加工成本	总成本
玉米	3.05 吨	(东北玉米) 1530	4666.5	相对糖蜜较小	1.东北玉米深加工补贴，100-300 元/吨，取值 200 元。2.副产品 DDGS 每吨销售收入 2137 元，且每生产 1 吨乙醇可以产生 0.85-1 吨 DDGS，取值 0.925 吨。	X1	2489.78+X1
木薯干	2.6 吨	1431	3720.6	相对糖蜜较小	无	X2	3720.6+X2
糖蜜	4.3 吨	800	3440	最难治理，成本约 1200 元/吨	无	X3	4640+X3

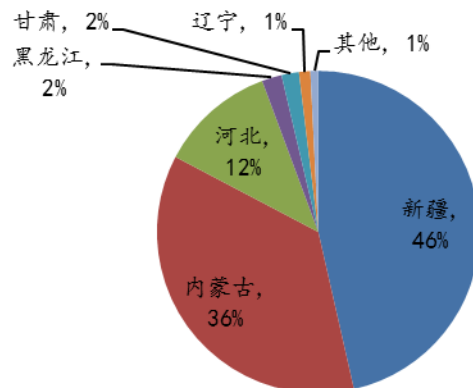
资料来源：wind 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 13：甘蔗种植区



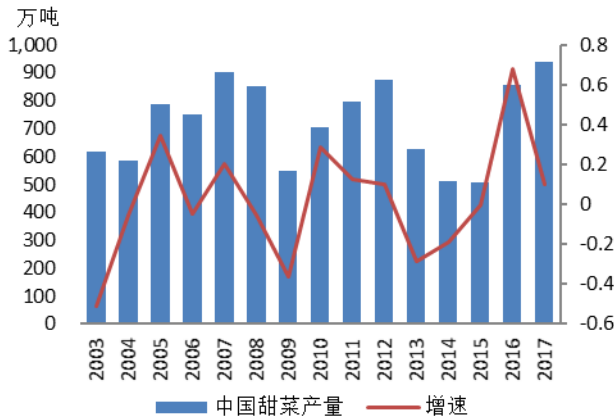
资料来源：中国产业信息网 东兴证券研究所

图 14：甜菜种植区



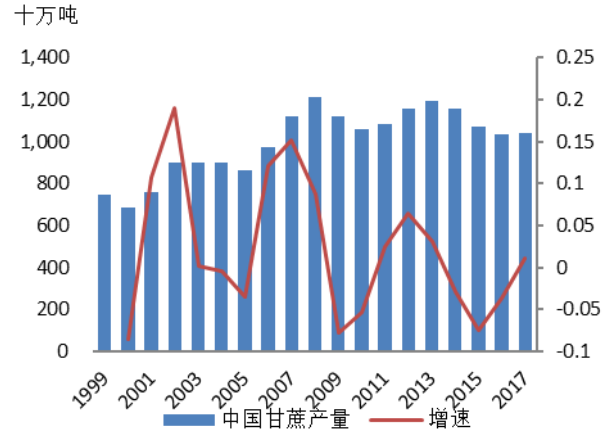
资料来源：中国产业信息网 东兴证券研究所

图 15：甜菜产量



资料来源：CEIC 数据库 东兴证券研究所

图 16：甘蔗产量



资料来源：CEIC 数据库 东兴证券研究所

图 17：玉米价格走低



资料来源：国家粮油信息中心 东兴证券研究所

图 18：糖蜜采购价格预计下行

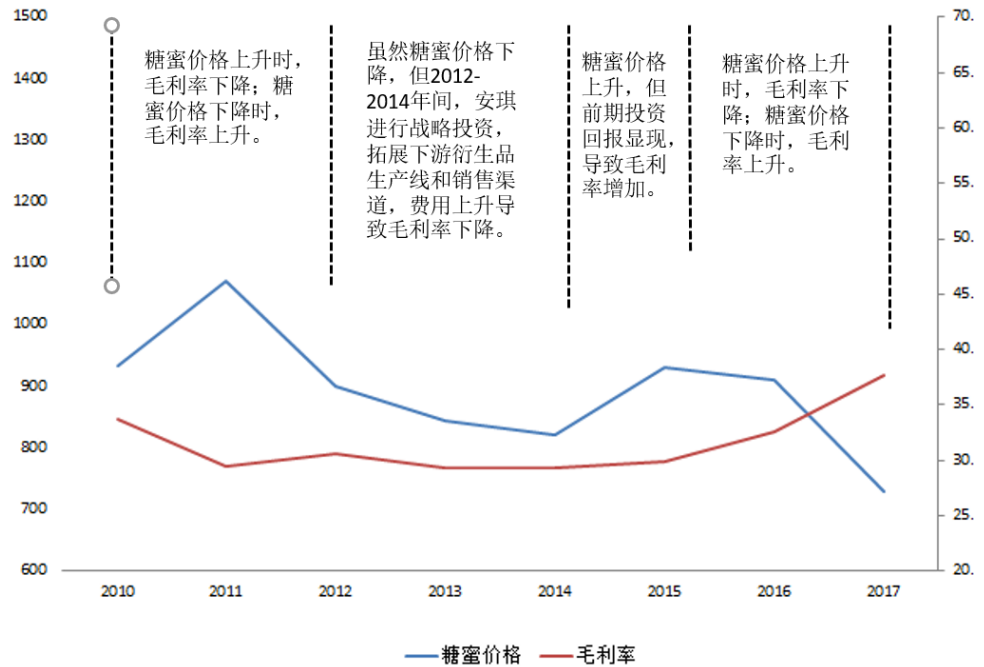


资料来源：中国农业部 东兴证券研究所

2.1.2 糖蜜的价格与公司毛利率负相关，随糖蜜价格下行安琪毛利率有望走高

糖蜜价格周期性变化的属性影响公司毛利率，剔除公司产品结构变化、能源人工成本变化等影响，糖蜜价格与公司毛利率负相关，随糖蜜价格下行，公司毛利率有望走高。

图 19：安琪毛利率与糖蜜价格负相关



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

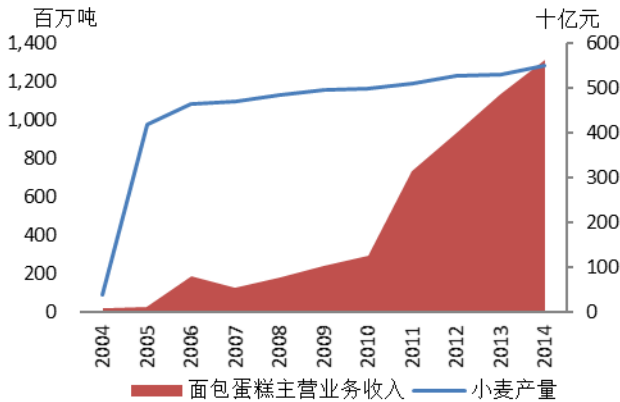
2.2 传统酵母：市场增速稳定，三足鼎立安琪分享一席

2.2.1 全球酵母市场增速可观，国内“替代老面+烘焙增长”迎机遇

全球酵母市场 2010 年至今的复合增长率为 8.6%，国内酵母市场自 2013 年以来也保持着 8%-10%的增速。未来国内传统酵母市场扩张主要源于两个因素：

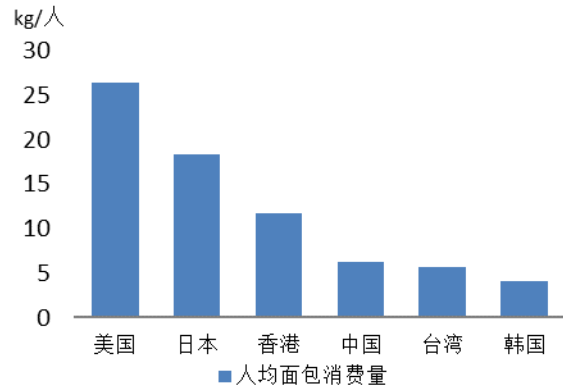
- ① 随饮食结构逐渐西化，烘焙行业的迅速增长；我国烘焙行业市场规模约 1278 亿元，起步较晚但发展较快，2012-2017 年行业平均增速为 11.9%，我国人均面包消费量 6.31 千克/人，与日本、香港等较为成熟的面包市场还有较大差距。随着饮食结构逐渐西化，同体积面包用酵母量多于馒头，酵母需求量将攀升。
- ② 对苏打粉、老面等低端发酵剂替代形成的市场扩容。我国米面制主食产业空间在 10000 亿元左右，其中馒头、面条等面制主食占比达 60%。现阶段我国面食制作仍有约 30%未使用酵母发酵，随着城镇化及人们对食品品质要求的提升，酵母对苏打、老面等低端发酵剂的替代需求量可达 64.5 万吨，仍有一倍的市场空间。

图 20: 小麦年产量和面包蛋糕业务收入



资料来源: CEIC 数据库 东兴证券研究所

图 21: 各国人均面包消费量对比



资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

表 4: 酵母市场空间测算

小麦粉产量	小麦用于发酵面食的比例	酵母使用比例	高活性干酵母
1.3433 亿吨	80%	面包为 0.8-1.2%，馒头为 0.3-0.5%，且馒头消耗量大于面包。假设平均添加比例 0.6%	64.5 万吨 (13433*0.8*0.6%=64.5 万吨)

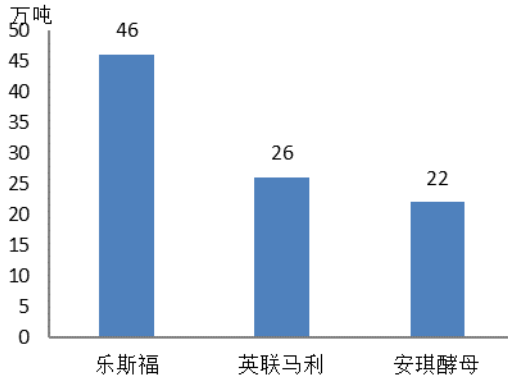
资料来源: wind 东兴证券研究所

2.2.2 乐斯福、英联马利、安琪酵母三大头部玩家, 安琪国内垄断优势强于海外

全球酵母市场三足鼎立, 安琪追赶国际步伐, 赶超英联马利指日可待。目前全球酵母产能超 150 万吨, 50% 以上的产能集中在欧美地区。三大酵母行业巨头依次是乐斯福、英联马利、安琪酵母, CR3 为 51%, 安琪占比 12%, 产品出口到 150 多个国家地区。乐斯福的工厂遍布六大洲, 在欧洲布局最密集; 英联马利在四个大洲布局工厂。相较而言, 安琪仍属于国际市场初探者, 仅在俄罗斯和埃及有建设工厂。但从增速来看, 安琪近 10 年产能速度远超乐斯福和英联马利, 10 年产能扩张近 1.8 倍, 而乐斯福扩张 7%, 英联马利还减少了 7%, 随安琪国际化步伐加快, 有望赶超英联马利。

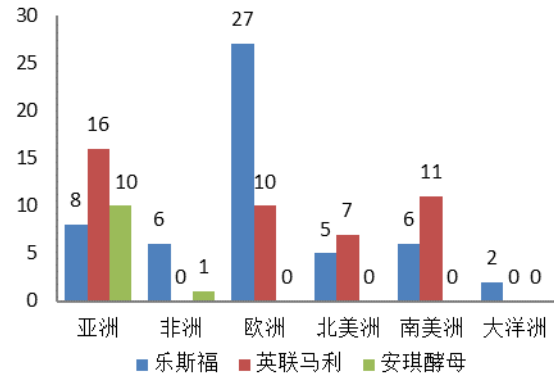
国内酵母市场一超两强, 安琪垄断优势明显。目前国内酵母总产能超 30 万吨, 安琪独占 55% 的市场份额, 乐斯福、英联马利次之, CR3 占有率超 80%。

图 22: 全球产能对比



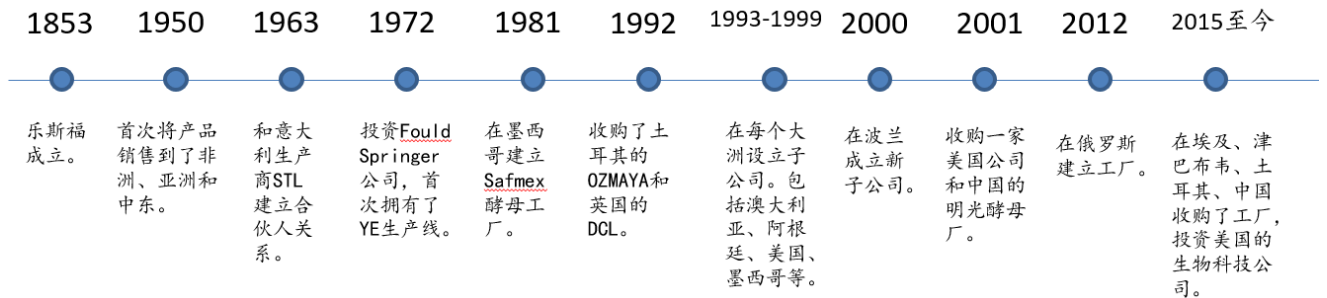
资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 23: 全球工厂布局



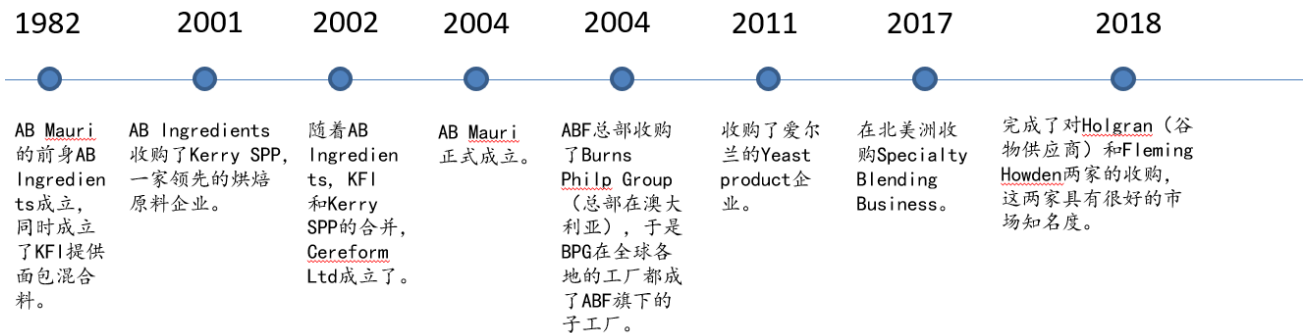
资料来源: 公司官网 东兴证券研究所

图 24: 乐斯福的全球建厂历史



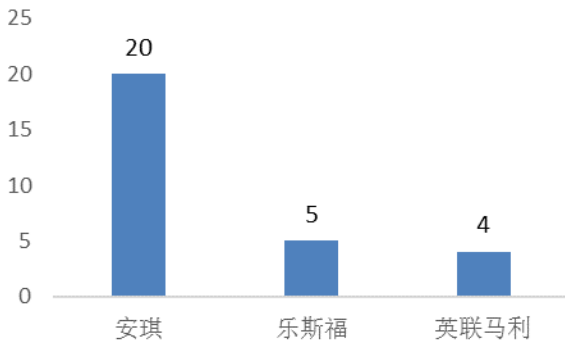
资料来源: 公司官网 东兴证券研究所

图 25: 英联马利的收购合并大事



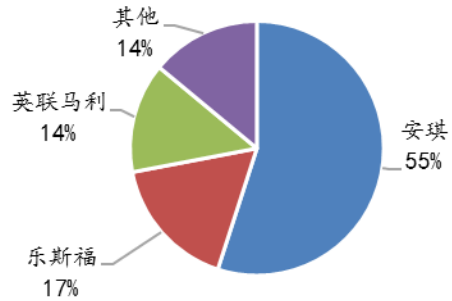
资料来源: 公司官网 东兴证券研究所

图 26：前三家酵母厂商在华产能情况



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 27：中国主要酵母厂家市场占有率



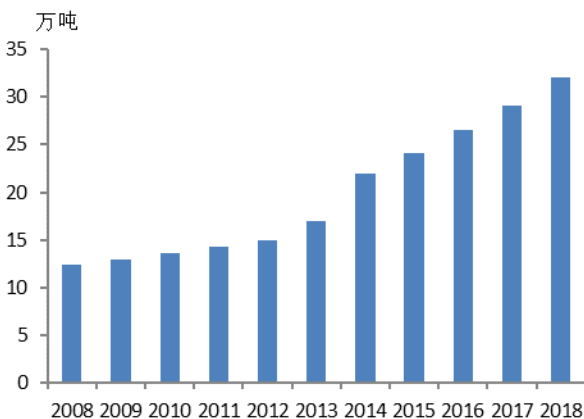
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

2.3 酵母衍生品：应用前景广阔，多领域待发力

2.3.1 酵母抽提物（YE）：起步期空间广，健康意识提升促进对味精替代

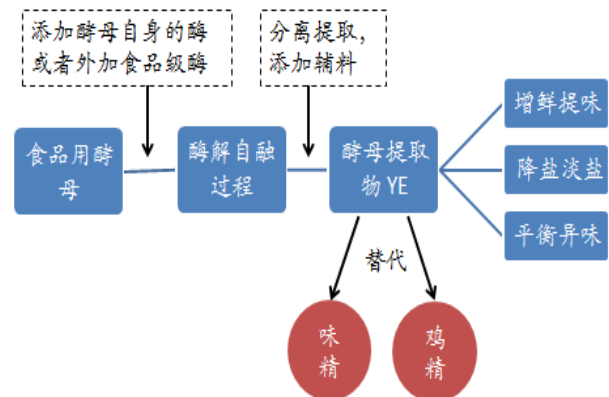
全球市场增速约 10%，国内处于替代味精的初期阶段，尚存较大缺口。2018 年全球 YE 市场 32 万吨，近 10 年来保持约 10% 的增长速度。我国目前 YE 占鲜味剂市场份额仅 2%，对标欧美、日本等发达国家 30%-40% 的份额仍有较大差距。YE 产品虽然健康但成本相当于味精的 3 倍左右，使得其仍处于替代味精的初期阶段，随着人们健康意识提升和二胎政策放开后带来的人口红利，我们测算 YE 的市场空间为 53 万吨。

图 28：全球 YE 市场规模及增速



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 29：YE 的来源及功用



资料来源：中国产业信息网 东兴证券研究所

表 5：YE 市场空间策略

产品	假设条件	YE 需求空间
方便面	2017 产量 1033 万吨，1%添加比例	10.33 万吨
酱油	2015 年产量 803.07 万吨，1%添加比例	8.03 万吨
肉类	2015 年产量 8749 万吨，0.1%添加比例	8.75 万吨
味精	2010 年产量 256.1 万吨，10%的替代比例	25.61 万吨
合计		52.72 万吨

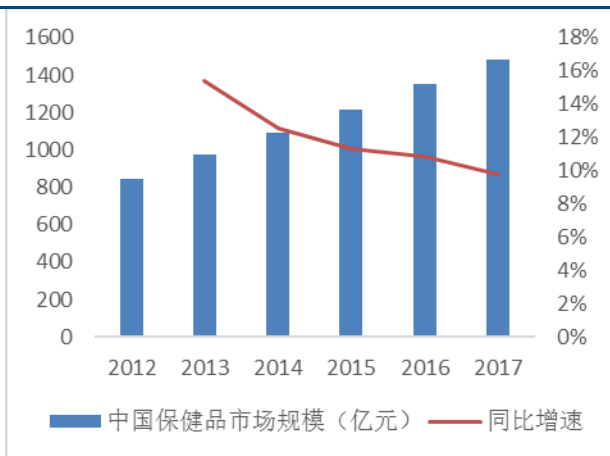
资料来源：wind 东兴证券研究所

2.3.2 酵母源保健品尚处消费者教育阶段，营养健康产品品质要求提高

国内保健品增速高空间大，质量要求提升是趋势所在。国内保健品市场总额约 2500 亿元，年均增速约 10%，高于成熟美国市场的 4.7%，但从人均消费量来看，仅为美国的 12.1%，提升空间大。酵母源保健品受益于原材料特征，产品健康性及功效均有保证，预计未来将受益于保健品受众对质量要求的提升。

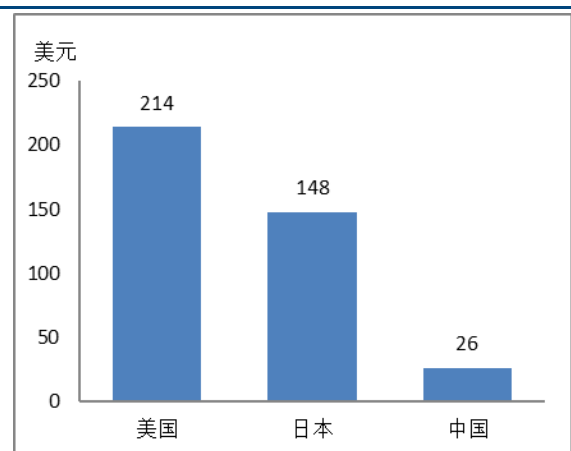
安琪以酵母产品切入保健品市场，走差异化路线。单看酵母源保健品市场，由于宣传科普力度有限，目前我国消费者对酵母产品的认知尚不成熟，对酵母类保健品的接受程度较低，市场尚待深度拓展。竞争对手方面，安琪纽特是唯一一家专营酵母类的保健品企业，保健品十大品牌中仅有安利纽崔莱、汤臣倍健、三九以及天狮开发出酵母相关保健品，但品类单一。

图 30：我国保健品市场规模

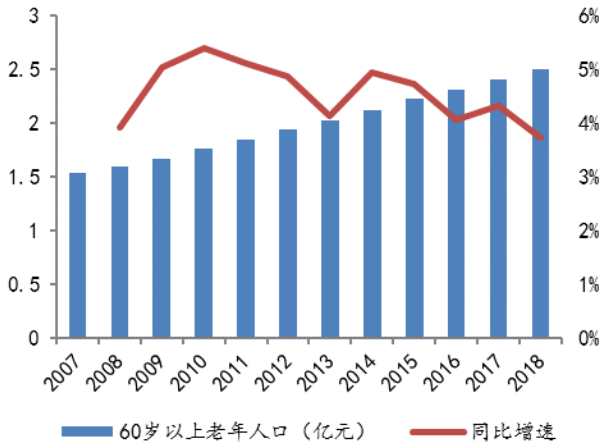


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

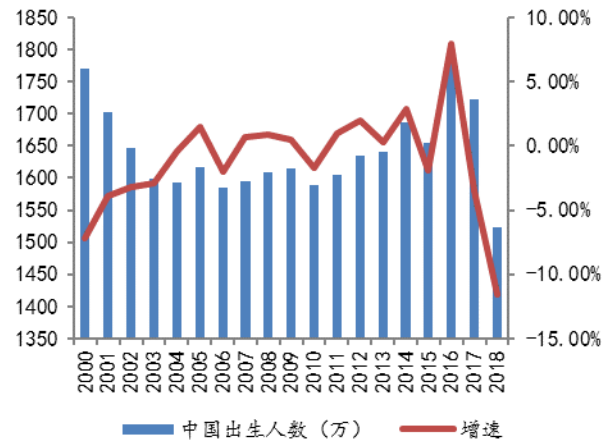
图 31：中美日保健品人均消费额



资料来源：中国产业信息网 东兴证券研究所

图 32：我国老年人口数量及增速


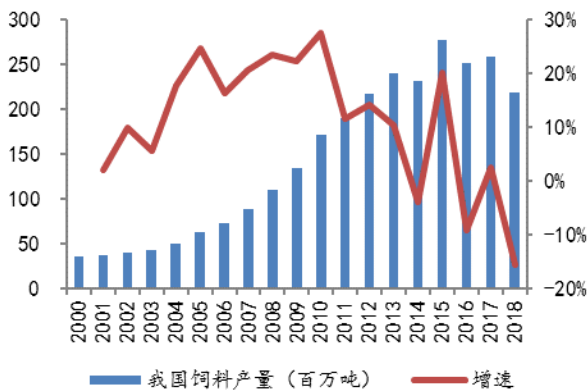
资料来源：中国产业信息网 东兴证券研究所

图 33：我国新生儿人口数量及增速


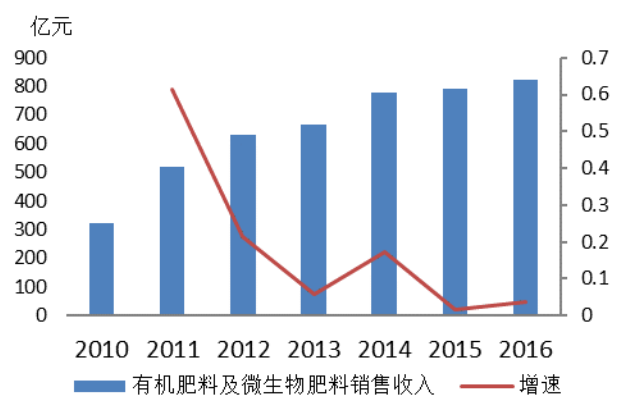
资料来源：wind 东兴证券研究所

2.3.3 酵母源动植物及微生物营养健康高质，新型应用尚处起步期

在生物饲料方面，随着生物饲料中对抗生素的禁用趋势，我国功能性酵母源生物饲料在饲料行业中的应用量每年以高于 20% 的速度不断增长。2018 年饲料产量 22788 万吨，按照 0.3% 的添加比例，未来饲料中酵母添加剂的产品空间为 68.36 万吨。在植物营养市场方面，对比日本有机肥在农业种植中的使用比例高达 76%，我国使用有机肥的比例仅占 20%，虽然我国 2018 年肥料行业收入增速仅为 6.0%，但未来随着我国以有机肥替代无机肥的发展战略，未来有机肥市场将存在巨大的潜在市场。在微生物营养方面，2017 年我国细胞培养基行业市场规模约 11.67 亿元，同比增长 32.92%。目前国内细胞培养基行业市场长期被国外厂商占据，销售规模占比达到 88.78%。国内培养基产品集中在中低端领域，未来安琪可以依托其在微生物培养领域的技术优势持续发力，降低我国培养基产品的对外依存度。

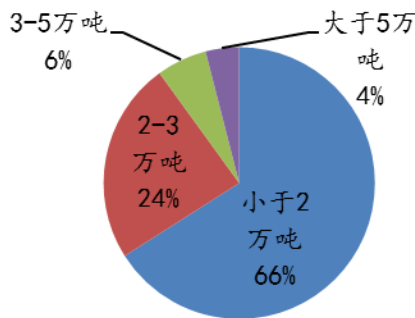
图 34：我国饲料产量及增速


资料来源：CEIC 数据库 东兴证券研究所

图 35：我国植物有机肥料销售收入及增速


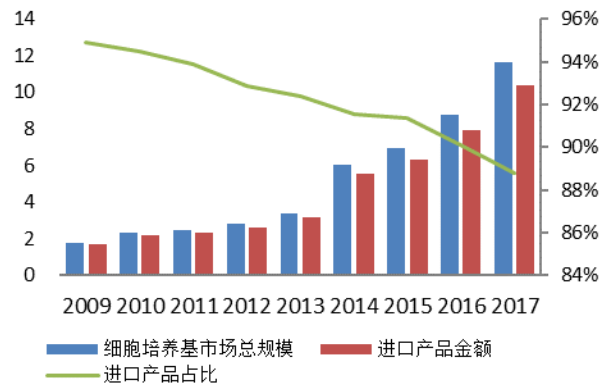
资料来源：前瞻产业研究院 东兴证券研究所

图 36: 我国植物有机肥企业产能分布结构



资料来源: 前瞻产业研究院 东兴证券研究所

图 37: 我国细胞培养基市场规模和进口比例



资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

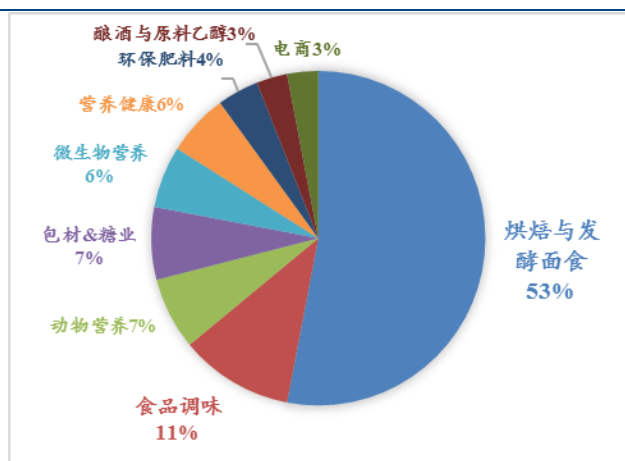
3. 深耕传统酵母领域, 全产业链延伸打造安琪核心竞争力

3.1 “产能足+产品好+渠道广” 构筑安琪传统酵母领域竞争优势

3.1.1 安琪国内酵母业务逐渐稳增长, 产能优势明显

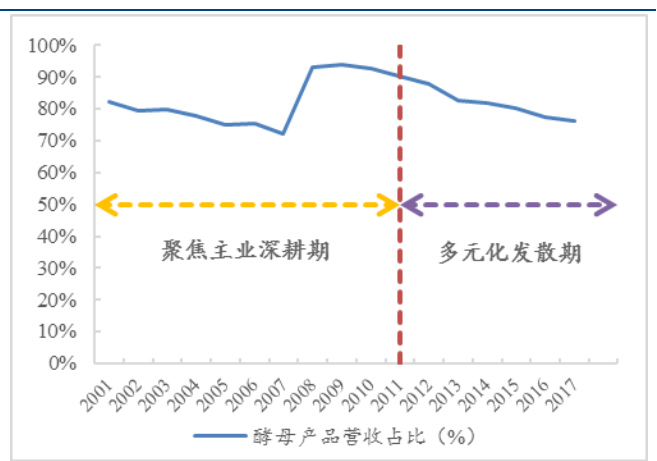
从业绩增速来看, 安琪作为国内酵母龙头企业经历了成立初期前 25 年的快速增长 (1986-2010) 到之后 4 年多元化扩张的战略亏损 (2011-2014) 再到前 3 年业务聚焦重回快车道 (2015-2017) 再至如今的再起航稳健增长 (2018 年后) 四个发展阶段。从产品结构布局重点来看, 公司经历了 2010 年之前聚焦国内传统酵母主业的一阶段深耕期及 2010 年后扩展海外及酵母衍生品的二阶段多元化发散期。

图 38: 传统酵母+YE 占比达 64%



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 39: 从主业深耕到多元发散



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

表 6: 安琪按业绩增速 4 阶段划分

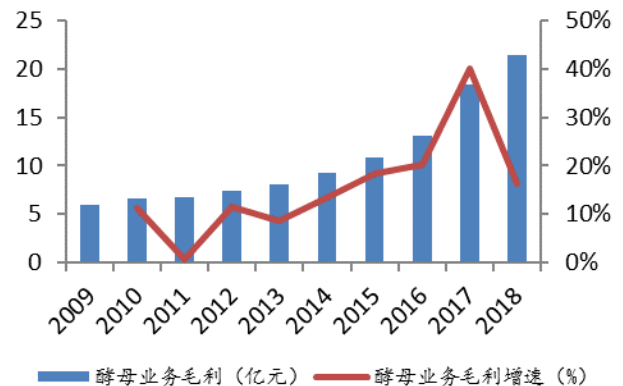
时间节点	发展阶段	营收 CAGR	净利 CAGR	现金流情况 (经营流入-投资流出-筹资流出)	主要业务线情况
1997-2010	快速增长阶段	25.2%	22.7%	正	收入和业绩高速增长
2011-2014	多样化扩张阶段	14.8%	-15.2%	基本为负	开始拓展海外和衍生品业务
2015-2017	业务聚焦阶段	16.5%	79.2%	正	重回主业, 聚焦酵母主业
2018 以后	再起航稳健增长阶段	10%-15%	15%-20%	--	进入稳定发展时期

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

安琪国内酵母业务 11 年后由高增转向平稳增长, 工厂布局偏向糖蜜产地。公司 11 年多元化发展后, 传统酵母业务逐渐转向平稳增长, 近 7 年来平均增速 15.6%, 近来来公司酵母扩产的速度放缓, 规模优势使得公司近 5 年来利润增速逐渐提高, 平均速度 19.7%。公司以国内 18.2 万吨的产能居全国首位, 2004 年起公司新建产能向糖蜜原料集中地转移, 广泛分布于新疆、内蒙、云南、广西等地。

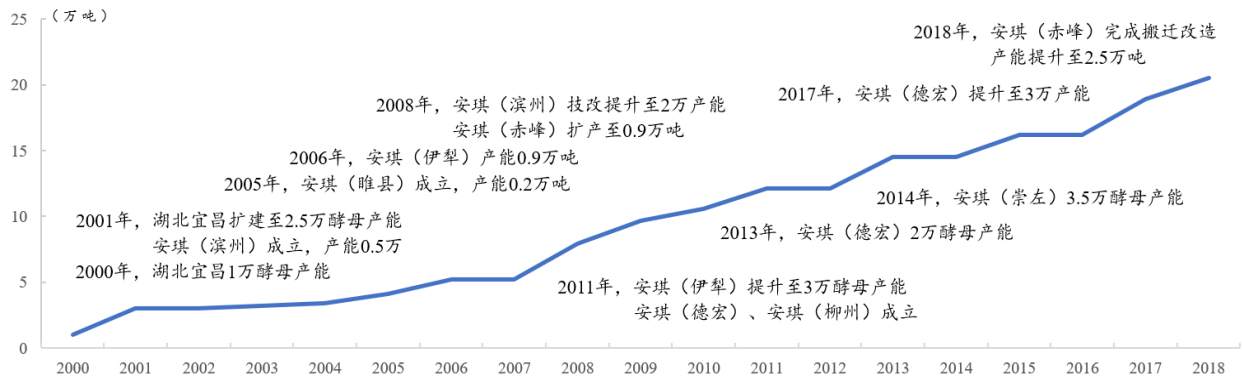
图 40: 安琪酵母业务的收入规模及增速


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 41: 安琪酵母业务的毛利规模及增速


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 42：安琪国内产能历年布局图示



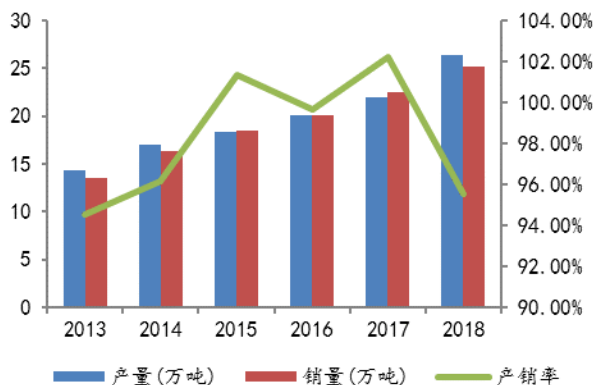
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

表 7：安琪酵母产能国内规划布局

项目	建厂地址	酵母产能 (万吨)	投产时间
宜昌总部	湖北宜昌市	2.50	1986年、2001年
赤峰	内蒙古赤峰市	2.50	2003年、2018年
伊犁	新疆伊犁州	3.00	2004年、2011年
滨州	山东滨州市	3.00	2005年、2010年
睢县	河南商丘市	0.70	2005年
崇左	广西崇左市	3.50	2006年、2010年
德宏	云南德宏	3.00	2015年、2017年
合计		18.20	

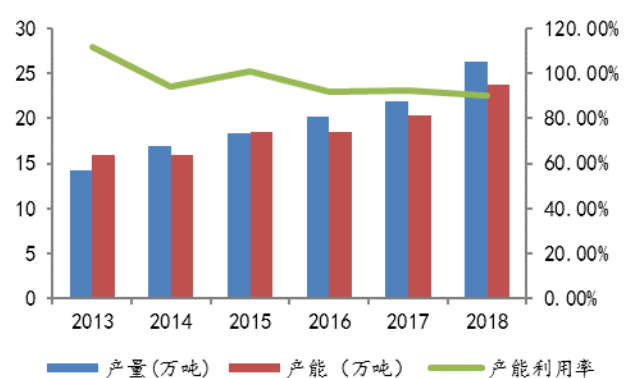
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 43：公司酵母产销情况



资料来源：公司资料 东兴证券研究所

图 44：产能利用率

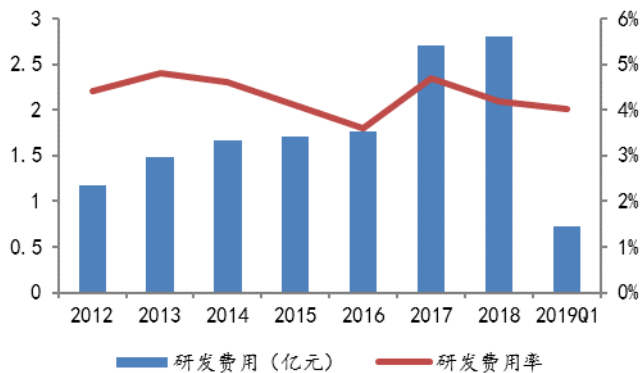


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

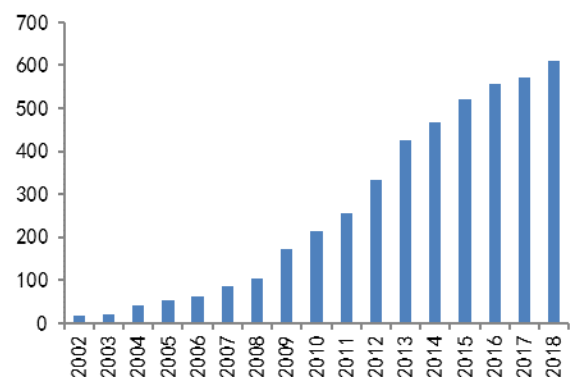
3.1.2 小包装产品站稳市场份额，提价能力强

安琪产品力强，产品线全，品牌深得人心。安琪酵母产品形成初期，即依靠小包装家庭用干酵母迅速打开市场，目前在国内小包装酵母市场份额接近 70%。品牌方面主打安琪和百钻两个品牌，百钻品牌专注于厨房家庭烘焙。品类方面，安琪产品遍布高中低三档，乐斯福主要生产高端的高糖酵母，英联马利以低端酵母为主。研发方面，安琪研发费用投入、研发人员数量、专利数量逐年上升，加强核心技术优势。

安琪提价能力强，小幅提价次数多。酵母占面食/烘焙的成本仅 1%，得益于安琪稳定的产品品质以及在 C 端的小包装战略和对 B 端客户的供应体量，安琪对下游客户的议价能力较强，多次小幅提价，使得安琪酵母产品国内销售均价比主要对手乐思福、英联马利高 10%，且近年来平均每年能够实现 5%左右的直接提价。

图 45：安琪近年研发费用支出及占比情况


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 46：安琪自上市以来专利数量情况


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

表 8：安琪酵母传统酵母类主要典型热销产品情况表

	产品名称	主要销售包 装规模	功能	价格（天猫安琪酵母旗舰店）
安琪	低糖即发高活性干酵母	5g	馒头包子面包发酵粉	64.0 元/500g
	金装耐高糖高活性即发干酵母	500g	面包发酵粉烘焙原料	25.9 元/500g
	安琪油条膨松剂	250g	油条专用即发粉	9.0 元/袋
	安琪甜酒曲	8g	糯米酒酿/米酒	800.0 元/500g
	安琪葡萄酒果酒专用酵母菌	10g	家庭自制自酿做葡萄酒红酒果酒酒曲	15.0 元/袋
百钻(专注 厨房烘焙)	安琪百钻双效泡打粉	50g	蛋糕烘焙原料	6.4 元/500g
	百钻食用小苏打粉	250g/180g	烘焙原料	6.33 元/500g
	百钻葡萄糖酸内酯	3g*24	家用豆花凝固剂	12.8 元/盒
	百钻动物性发酵食用黄油块	200g	面包牛轧糖牛排专用烘焙原料	22.8 元/袋
	百钻高筋小麦粉	500g	面包机专用面包粉 披萨粉 高筋面粉	4.5 元/袋
	百钻披萨饼底胚	6/8/9 寸	冷冻半成品批萨面饼皮	11.5 元/6 寸

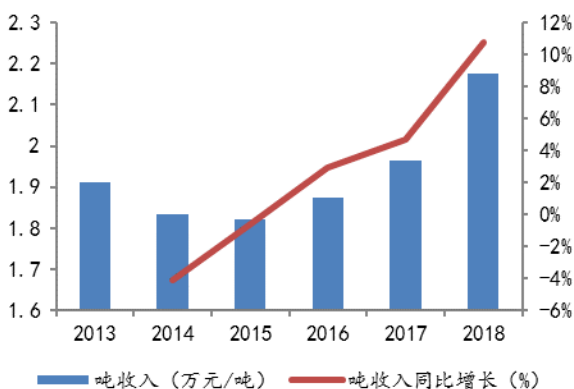
资料来源：安琪酵母天猫旗舰店 淘数据 东兴证券研究所

表 9：安琪酵母提价时间、幅度、产品

提价时间	提价幅度	提价产品	提价原因
2015 年 Q4	--	埃及地区产品	--
2016 年 1 月	5%	YE 系列产品	跟随乐斯福涨价
2016 年 5 月	5%	部分酵母产品	跟随乐斯福涨价
2018 年 10 月	--	各类酵母、甜酒曲等	环保成本和原材料糖蜜价格上涨

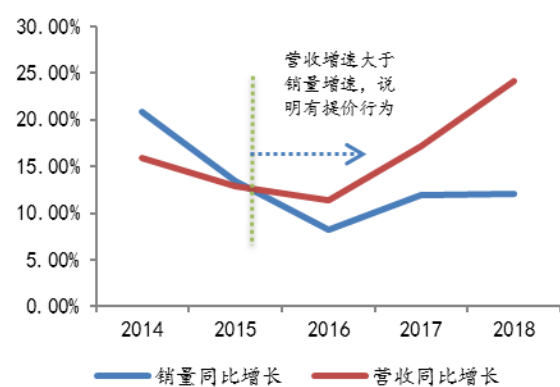
资料来源：公司资料 东兴证券研究所

图 47：安琪酵母吨收入及增速



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 48：安琪酵母收入增长与销量增长



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

3.1.3 “传统+电商”渠道布局完善，“产品+应用培训”提升用户体验

安琪传统渠道覆盖广、下沉程度深，“自有平台+第三方电商”实现多渠道营销。公司传统销售主要采取“经销商代理+大客户直供”模式进行，覆盖广度及下沉深度远优于乐斯福和英联马利，且在调味品公司内也居前列。同时，公司搭建了自有电商平台安琪E家，并在天猫、京东第三方电商平台开设店铺，实现网络的全覆盖。

建立了产品+应用技术培训服务的营销模式，增强产品的用户依赖。干酵母的应用需要一定的技术支持，安琪开展了配套的应用技术服务，为客户提供全套的解决方案如新产品配方、食品加工方案、员工培训等，宣传产品的多用途及增强用户依赖。

表 10：安琪及可比公司渠道覆盖情况

公司	渠道分布	渠道覆盖
安琪酵母	经销商代理+大客户直供+电商平台	在全国 25 个省拥有办事处，经销商 5000 多家，其中专营经销商 500 个。渠道下沉至全国县乡和农村市场，覆盖终端商超。拥有自有电商安琪 e 家，进驻天猫、京东等三方电商平台。
英联马利	以 B2B 为主	办事处主要集中在河北、山东、东北等地，主要负责送货收款，经销商与销售网点数量较少。
乐斯福	以 B2B 为主	五个销售办事处位于广州、上海、北京、沈阳和香港，负责统管当地业务。
海天味业	餐饮 60%、商超 20%	3000 多家一级经销商、2 万多家分销商，50 万直控终端覆盖 96% 的地级市及 50% 的县份市场
涪陵榨菜	实体+电商	涪陵榨菜的销售网点覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场，公司的产品遍布大到全国各大知名连锁超市和全国各级农贸市场，小到城乡的便利店等零售终端。

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 49：安琪产品应用技术培训



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 50：安琪酵母杯发酵面食大赛



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

3.2 产业链上下游延伸，全产业链加固安琪酵母护城河

上游向制糖及包材业务延伸，保证供应、稳定成本。公司 2010 年通过参股伊利特（现新疆现代农垦）糖业涉足上游，2014 年安琪赤峰与蓝天糖业合并，此 2 糖厂可产生

约 4 万吨甜菜糖蜜供应，可保证公司 20%的甜菜糖蜜供应量。子公司下的参股公司约合计产生 60 万吨的甘蔗糖蜜供应量，部分供应于安琪。包材业务延伸是通过 65% 控股子公司宏裕包材（837174.OC）进行的，宏裕产品 50%左右供应安琪，保证安琪一半以上的包材产量。

图 51：安琪糖业及包材业的发展历程



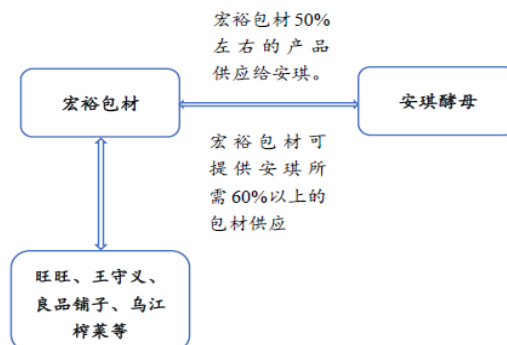
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 52：安琪延伸糖业供应安琪情况



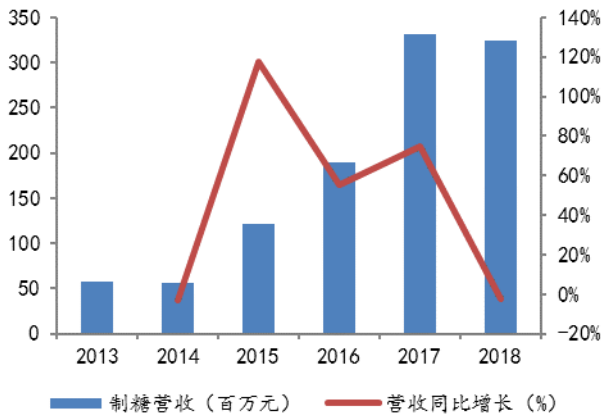
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 53：安琪延伸包材供应安琪情况



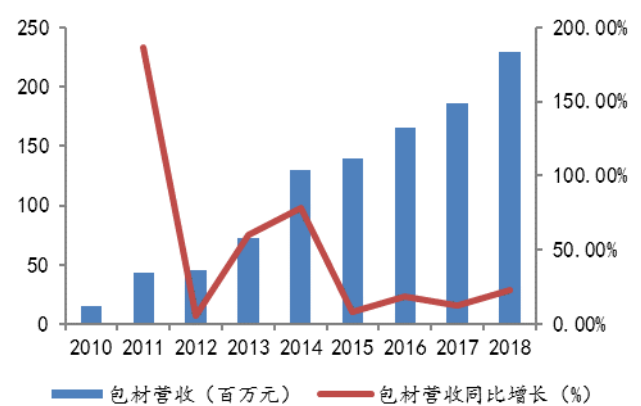
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 54: 安琪酵母制糖产品营收及增速



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 55: 安琪酵母包装产品营收及增速



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

下游参与烘焙相关业务, 快速掌握终端消费动向。战略性收购《贝太厨房》, 实现美食新媒体与烘焙电商的完美融合, 贝太厨房是拥有发行量最大的线下家庭厨艺类杂志, 安琪与贝太厨房的结合通过 O2O 模式将线上产品与线下阅读结合, 形成从阅读到购买的商业闭环。

图 56: 安琪与贝太厨房融合打造商业闭环



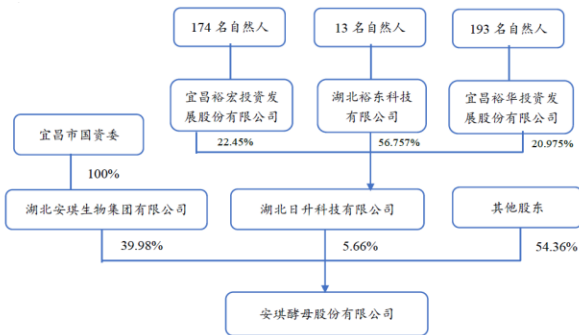
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

3.3 公司治理激发员工活力, 多渠道融资降低资金成本

3.3.1 老员工持股平台湖北日升持续减持, 新员工激励措施待出台

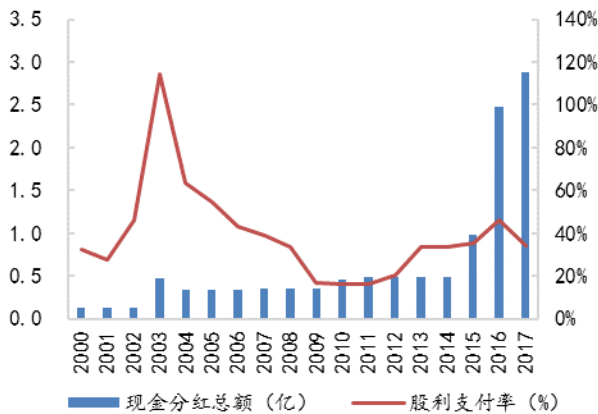
公司股权激励实施到位, 市场化薪酬管理体系激发员工活力。2010年起公司管理层与技术骨干通过湖北日升对公司进行持股, 最初持股比例 11.32%, 为公司第二大股东。随着公司新鲜血液的不断涌入, 公司正在积极制定新的激励措施, 而老员工持股平台湖北日升也于 2017 年逐步减持, 截至 2018Q3, 湖北日升持有公司 5.66% 的股份, 预计将持续减持。

图 57: 安琪酵母 2018 年度股权结构



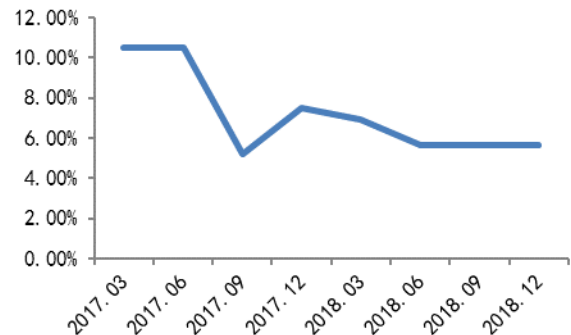
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 59: 安琪酵母自上市以来分红情况



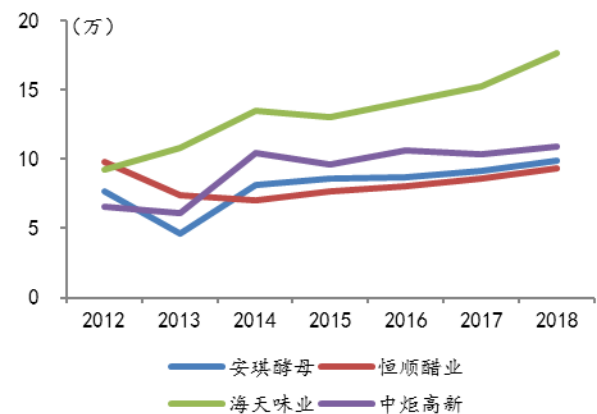
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 58: 湖北日升 2017 年以来持股变化



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 60: 调味品公司人均薪酬对比 (剔除通胀影响)



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

3.3.2 “定增+债券+产业基金”多维度资本运作, 缓解资金压力

重资产行业资金要求高, 安琪多维度资本动作手段灵活。酵母生产的产线扩张需大量资金, 公司历来通过定增、可交债、短期融资融券、中期票据及产业基金多途径解决融资问题。定增实现对公司生产线建设的融资及员工持股平台, 可交债实现平稳减持, 三次短期融资券 12 亿元, 两次中期票据 10 亿元, 2018 年的产业基金以“股权投资+股东借款”的形式缓解了产线搬迁的资金压力。

图 61：安琪酵母上市以来资本运作图



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

4. 海外扩张稳步加速+衍生品业务多点开花支撑安琪未来增长

4.1 海外自建工厂成本优势有望提升整体盈利能力，差异化布局抢占海外市场

4.1.1 占比近 30% 的出口业务受益于海外工厂的低成本，南美有望成为继埃及、俄罗斯后的第三站

国外糖蜜价格低于国内且酵母产品售价高于国内，综合人工成本及税收等影响，盈利能力提升。国内由于糖价保护，控制糖蜜进口数量，国内糖蜜价格高于国外；安琪海外俄罗斯埃及厂的人工成本低于国内；国外建厂直接供给国外市场，出口成本降低。随埃及俄罗斯逐步投产，安琪出口业务利润率逐步走高。

综合考虑安琪现有工厂区位、国际竞争格局及原材料产地分布，南美有望成为安琪海外的第三站。在成本方面，南美是全球食粮主要产量地区，如果设厂，不仅可以利用廉价原材料，还可降低出口成本；在竞争对手方面，乐斯福在南美有 5 处工厂，英联马利在巴西设有 3 处工厂，安琪在南美建厂会面临同业竞争，但就其本身发展来看，优势显著。

表 11：安琪俄罗斯埃及及中国工人价格比较

	说明	换算为平均月工资
中国	50703 人民币（生产、运输、设备操作人员，年平均工资）	609 美元
埃及	1050 埃及镑（全体工人，周平均工资）	235 美元
俄罗斯	27457 卢布（农业、林业、渔业工人，月平均工资）	418 美元

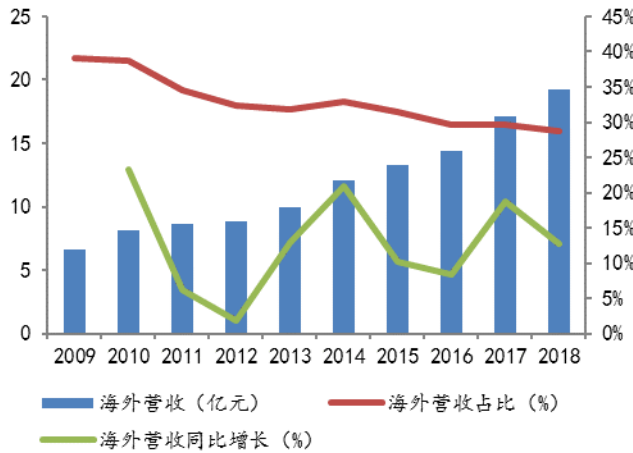
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

表 12：安琪海外布厂节奏及产能

项目	建厂地址	酵母（万吨）	酵母提取物 产能（万吨）	投产时间
埃及	埃及开罗	2.30		2013 年、2016 年
俄罗斯	俄罗斯斯利佩茨克	2.00		2017 年 8 月
埃及（二期）	埃及开罗	1.50	1.20	2019 年 3 月
合计		5.80	1.20	

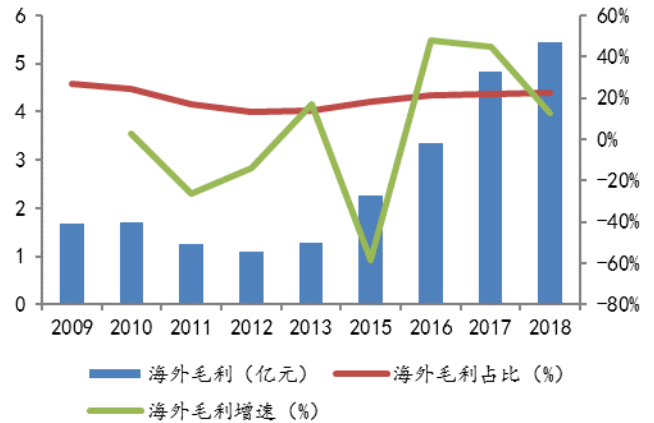
资料来源：公司资料 东兴证券研究所

图 62：安琪酵母海外业务营收情况



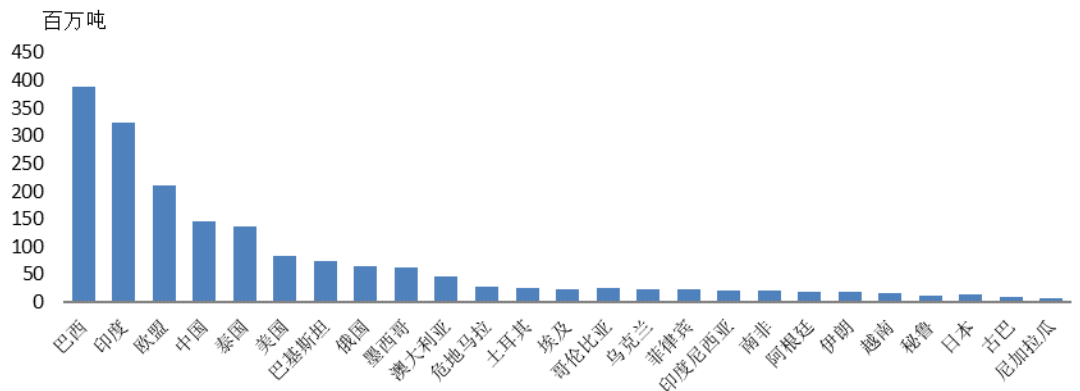
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 63：安琪酵母海外业务毛利情况



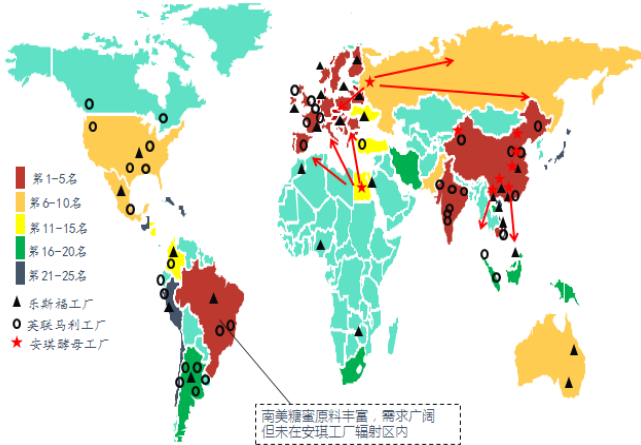
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 64：2017 全球食糖产地



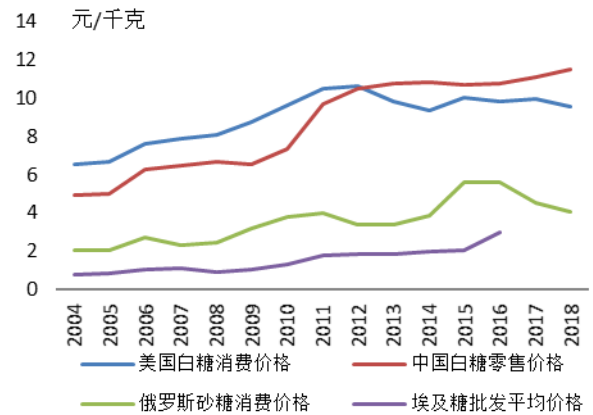
资料来源：USDA 美国农业部 东兴证券研究所

图 65：2017 年糖产量前 23 位的国家分布示意图



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 66：中外白糖价格悬殊



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

4.1.2 避开乐斯福与英联马利竞争优势，三重差异化策略抢占酵母市场

在海外市场拓展上，安琪从区域、产品及定价方面均采取差异化策略。在地域方面，选竞争对手薄弱区域进攻。公司尽量避开了乐斯福和英联马利优势明显且竞争激烈的欧美地区转而进入非洲、东南亚等地，且相较于本土酵母，安琪可以提供较高的性价比。在产品方面，用干酵母与乐思福、英联马利的鲜酵母形成错位竞争。安琪的干酵母产品 1 吨效用可抵 3 吨鲜酵母，保质期长且运输方便，对于工业客户具备较强吸引力。在定价方面，先用性价比抢市场，再提价。在亚非地区公司采用了略低于对手的定价策略，而在欧美等竞争激烈的地区，公司 1 吨干酵母定价与对手 1 吨鲜酵母相同。

表 13：鲜酵母及干酵母比较

项目	干酵母	鲜酵母
含水量	5%	70%
使用量(按照面粉量 100%)	1%面包, 0.5%包子馒头	2.5%-3%
保存条件	常温	0-4 摄氏度
运输条件	宽松, 常温	必须冷藏 0-4 摄氏度, 运输半径有限
使用方法	直接同面粉混匀	搓匀后直接同面粉混匀
风味	好	很好
活细胞率	85%	95%以上
保质期	24 个月	45 天
关系	鲜酵母经过压榨脱水干燥等步骤, 即可制备成干酵母	

资料来源：公司资料 东兴证券研究所

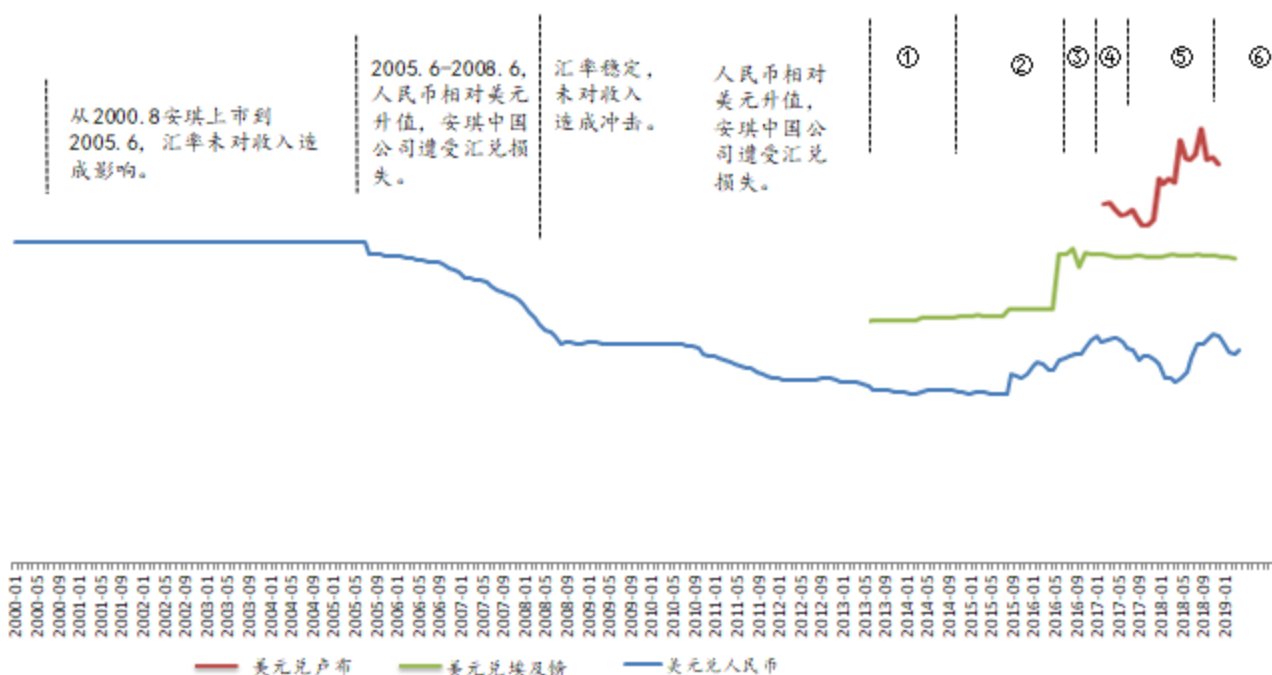
4.1.3 “埃及+俄罗斯”酵母和 YE 投产，汇兑损益波动大

综合报表的最后汇兑损益表现在人民币和美元之间，埃及镑和卢布影响子公司的汇兑损益。安琪汇兑损益有三个来源：占比 85%的中国工厂出口业务，占比 11%的埃及工厂的出口业务以及比重较小的俄罗斯工厂的出口业务，其间涉及埃及镑、卢布、美

园及人民币之间的互相转换，影响因素较为复杂，2018 年由于埃及镑的升值，影响公司利润 3000 多万。

图 67：安琪汇兑损益回顾

- ①2013.2，安琪埃及正式投产，埃及镑相对美元缓慢贬值，安琪埃及得到汇兑收益。人民币兑美元在 6.09-6.17 之间波动，安琪中国在红线上升时得到汇兑收益，下降时遭受汇兑损失。
- ②2014.12-2016.10，埃及镑相对美元缓慢贬值，安琪埃及得到汇兑收益。人民币相对美元贬值，安琪中国得到汇兑收益。
- ③2016.11-2016.12，埃及镑相对美元剧烈贬值，安琪埃及得到大量汇兑收益。人民币相对美元贬值，安琪中国得到汇兑收益。
- ④2017.7，安琪俄罗斯正式投产。卢布相对美元升值，安琪俄罗斯遭受汇兑损失。埃及镑相对美元升值，安琪埃及遭受汇兑亏损。人民币升值，安琪中国遭受汇兑损失。
- ⑤2018.2-2018.9，卢布相对美元贬值，安琪俄罗斯得到汇兑收益。人民币相对美元小幅贬值，安琪中国得到汇兑收益。
- ⑥2018.12-2019.3，埃及镑相对美元升值，安琪埃及遭受汇兑损失。



资料来源：公司官网 东兴证券研究所

4.2 酵母衍生品：各事业部独立运营，多点开花

4.2.1 安琪垄断国内 YE 市场，开始国外建厂

安琪 YE 产能在国内处于垄断地位，国内 YE 市场安琪占比 80% 以上，属于绝对龙头（乐斯福在国内 1.5 万吨且 50% 用于出口，英联马利没有产能）。公司现有四条酵母抽提物生产线总产能 6.6 万吨，预计随着 2019 年 3 月埃及酵母抽取物产线投产，可实现 7.8 万吨 YE 产能。随国内 YE 市场的发展及公司产能的布局，看好公司 YE 业务稳中有进的增长。

图 68：安琪 YE 发展历程


资料来源：公司官网 东兴证券研究所

表 14：安琪酵母 YE 产能规划布局

项目	建厂地址	酵母抽取物产能（万吨）	投产时间
宜昌总部	湖北宜昌市	1.00	1986 年、2003 年
伊犁	新疆伊犁州	0.80	2009 年
崇左	广西崇左市	0.80	2010 年
柳州	广西柳州市	4.00	2012、2017 年
埃及（二期）	埃及开罗	1.20	2019 年 3 月
合计		7.80	

资料来源：东兴证券研究所

4.2.2 保健品：“差异化产品+全方位覆盖”定位，黑马待出

保健品业务需求增长，产能建设为其保驾护航。为适应保健品需求的快速增长，安琪于 2012 年在湖北宜昌生物产业园区建成投产保健食品 GMP 生产基地，年产能达 3.4 亿元。2017 年安琪酵母投资新建的营养健康食品数字化工厂预计于 2020 年 1 月建成投产，释放产能 5.8 亿元。

表 15：安琪酵母保健品事业产能规划

投产时间	建厂地址	产品种类	生产规模
2012 年	湖北宜昌市	片剂	10 亿片（包衣片 1 亿片）
		颗粒剂	220 吨（折合 5500 万袋）
		粉剂	450 吨（折合 150 万瓶）
		硬胶囊剂	2 亿粒
		软胶囊	2 亿粒
		口服液	2000 万瓶
2020 年	湖北宜昌市	粉剂	800 万罐
		固体片剂	12 亿片
		软胶囊	12 亿片
		硬胶囊	3 亿片

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

主打酵母类保健品，婴童产品领域无竞争对手。公司生产的保健类产品覆盖各个年龄阶层，可以满足不同的保健需求。由于产品以酵母为原料，产品安全性极高，而婴童体质极其敏感，安琪的核心技术优势使得公司产品在 0-3 岁的婴童领域无竞争对手。公司的婴童产品将为公司带来新的增长点。

多品牌运营，旗下拥有安琪纽特、康普力星、开智等六大品牌。核心产品包括蛋白粉、酵母锌以及山楂酵母等。“安琪纽特”为酵母源系列产品，主要针对改善成人营养问题；“开智”是安琪纽特旗下的婴童品牌。

产品渠道铺设进入药店和母婴店，电商平台待发力。由于保健品的产品特性，尤其对于母婴童产品来讲，消费者更注重产品品质，价格敏感度低，线下购买可以获得更为直接的体验，仍然是主力购买渠道。公司 80%以上的保健产品渠道进入药店和母婴店，其余入驻主要电商平台。未来随着品牌口碑的形成、消费者教育阶段的完成以及线上线下的不断融合，可以实现线下向线上购买的转移。

体制激励健全，研发投入增加，治理提升进一步释放活力。国内保健品业务以直销为主，安琪保健品事业部初期也采取人海战术，随着近年来，事业部对团队人员的精简，以及以利润为中心的激励机制调整，使得公司体制机制焕发新的活力。在研发投入上，安琪纽特拥有多个酵母营养健康类研究中心，拥有 20 余项专利。

图 69：安琪营养健康业务发展及布局


资料来源：公司官网 东兴证券研究所

表 16：安琪纽特保健品类主要典型热销产品情况表

	产品名称	主要销售包装规模	功能	价格（天猫安琪纽特旗舰店）
安琪纽特	安琪纽特婴儿鳕鱼肝油软胶囊	0.5g/粒*32 粒	无年龄限制	78.00 元/盒
	安琪纽特 DHA 藻油软胶囊	0.3g/粒*30 粒/盒	儿童补脑辅助改善记忆力	84.00 元/盒
	安琪纽特酵母蛋白粉	450g/罐*2 罐	中老年人增强免疫力	178.00 元/2 罐
	安琪纽特越橘叶黄素	0.5g/粒*60 粒	缓解视疲劳，适宜成人	68.00 元/盒
康普力星	安琪纽特乳铁蛋白乳清蛋白粉	1.0g/袋*45 袋*2 罐	提高儿童增强免疫力	996.00 元/2 罐
	安琪纽特康普力星酵母锌	1g*60 片*2 瓶	补锌，专注儿童补锌	132.00 元/盒
开智	安琪纽特康普力星补钙颗粒	2g/袋*30 袋	婴幼儿补锌	68.00 元/盒
	安琪纽特开智山楂酵母片	60 粒/盒	帮助消化、成人儿童均可食用	48.00 元/盒
	安琪纽特开智超微钙	5g*30 袋	补钙，适宜儿童婴儿	78.00 元/盒
益福康	安琪纽特开智益生菌	1 克/袋*30 袋/盒	调节肠道菌群	228.00 元/盒
	益福康牌酵母硒酵母多糖胶囊	0.5g/粒*90 粒	成人用抗氧化、增强免疫力	298.00 元/盒
纽邦	纽邦维生素 C 咀嚼片	1g*90 片	补充维生素	88.00 元/盒（公司网站）
酵力乐	山楂麦芽酵母咀嚼片	1 克/片*60 片	少年儿童促进消化	48.00 元/盒（公司网站）
天使美	安琪纽特天使美胶原蛋白粉	6g/袋*15 袋	进口胶原蛋白产品	78.00 元/盒

资料来源：安琪纽特天猫旗舰店 淘数据 公司网站 东兴证券研究所

4.2.3 动植物及微生物营养：新型应用，产品优质，锋芒初显

安琪 2011 年起在酵母多用途衍生品领域布局，细分领域产品差异化竞争，品质健康，近年来开始崭露头角。在酵母源饲料方面，有“福邦”和“博田”两个品牌，是绿色生产肥料，总产能 20 万吨以上；在特种酶制剂方面，有“安占美”品牌，多领域应用；在微生物营养方面，酵母产品保证培养生产环境稳定，创建“博试生”平台，面向生物企业、高校、科研院所，具备 6.5 万吨酵母浸出物产能；在动植物营养方面，

主打品牌“福邦”，2018 在非洲猪瘟疫情爆发及国内相关政策推动下实现收入高达 80%的爆发性增长。

图 70：安琪其他主要衍生品业务发展及布局



资料来源：公司官网 东兴证券研究所

表 17：安琪其他衍生品业务主要典型产品情况表

类别	产品	品牌	主要销售包装规模	产品特性	价格（博试生/安琪 e 家）
植物营养与保护	酵母源有机肥料	福邦	40 kg /袋	产品有机质含量高，特含酵母发酵氨基酸、中微量元素，长期使用可改良土壤，改善品质。	--
	酵母源生物有机肥	福邦	40 kg /袋	产品与酵母源有机肥料相比，特别添加优质活性菌，可增强作物抗病性以及有效养分的吸收。	--
	有机-无机复混肥	福邦	40 kg /袋	产品将酵母源有机原料复配优质的无机养分，达到双效互补、增产增质的效果。	--
	酵母源水溶肥	福邦	20 kg /袋	有机水溶肥产品获得欧盟有机认证；含腐植酸、氨基酸的水溶肥具有促生根、抗重茬的作用；该系列产品适合水肥一体化的种植。	--
	酵母源专用肥	福邦	40 kg /袋	产品利用酵母源有机养分，针对特定作物调配合适配方，促进作物生长发育。	--
	酵母源水产肥	博田	20 kg /袋	该产品本品富含有益藻类所需营养物质，促进有益藻类稳定生长，长期使用能改善养殖水体环境，促进水产养殖动物生长。	--
动物营养	酵母硒	福邦	5kg/袋	提高动物机体抗氧化能力，并能直接转化为各种硒蛋白	--
	酵母细胞壁多糖	福邦	500g×20	高效免疫增强剂	--
	饲用高活性干酵母	福邦	500g×20	动物胃肠道微生态调节剂	--
	赛雪江	福邦	20 kg /袋	优质蛋白原料，部分或全部替代血浆	--
	可利生	福邦	1kg*10 袋/箱	提供半必需营养素——核苷酸	--
	可立吸	福邦	25 kg /袋	高效脱霉剂	--
	利生元	福邦	500g×20	混合型饲料添加剂	480 元
微生物	安琪酵母浸粉 FM802	安琪	500g	提供培养基中有机氮源成分	70 元

物 营 养	安琪试剂级酵母浸粉 FM828	安琪	500g	专为生物工程教学以及实验室研究设计, 有利于提高基因重组工程菌的产物代谢或蛋白表达水平	85 元
	安琪大豆蛋白胨 FP410	安琪	500g	产品富含胨、多肽、氨基酸等微生物必需的营养成分, 适合各种发酵类型, 特别是生物医药等行业。	80 元
	安琪蛋白胨 FP321	安琪	20kg	适用于一般的微生物发酵类型。	700 元

资料来源: 博试生 安琪 e 家公司网站 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

鉴于公司处于酵母行业的龙头地位, 以及公司未来的成长性和产品的良好预期, 国内传统酵母增速放缓, 酵母衍生品业务多点开花, 国外市场逐步放量, 依据公司各产品的销量及单价的判断, 我们预期 19-21 年酵母系列的增速为 13.55%、12.13%及 12.79%, 未来 3 年整体增速保持 15%左右的水平, 预测公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.14、1.27 元、1.44 元。

表 18: 公司 2019-2021 业务收入预测

(亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
酵母系列	29.9	33.8	37.6	44.1	54.7	62.1	69.7	78.6
制糖	0.6	1.2	1.9	3.3	3.2	3.8	5.0	6.3
包装	1.3	1.4	1.7	1.9	2.3	3.3	4.4	5.0
奶制品	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
YoY		15.30%	15.36%	18.83%	15.75%	15.15%	15.50%	15.30%

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

由于 18Q3 以来公司受环保因素及汇率等的影响, 业绩承压, 估值持续处于低位水平, 而目前来看, 环保因素的影响在慢慢缓解, 伊犁产能利用率由 60%提升到了 80%, 赤峰搬迁已经完成, 糖蜜成本持续下行, 随业绩承压的因素慢慢减少, 公司表现会持续好转, 估值有望提升。给予公司 2019 年 30 倍 PE, 对应目标价 34.2 元, 上调为“强烈推荐”评级。

图 71：安琪上市以来 PE 估值震荡走势



资料来源：WIND 东兴证券研究所

图 72：目前估值水平处于历史中低位

最高值	最低值	平均值	众数	中位数	当前值
96.26	16.41	41.42	43.13	36.8	27.37

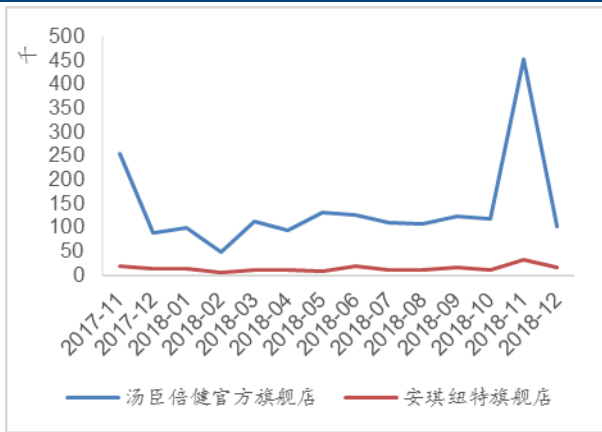
资料来源：WIND 东兴证券研究所

6. 风险提示

汇率波动风险 市场竞争加剧风险 安全环保风险 原材料价格波动风险

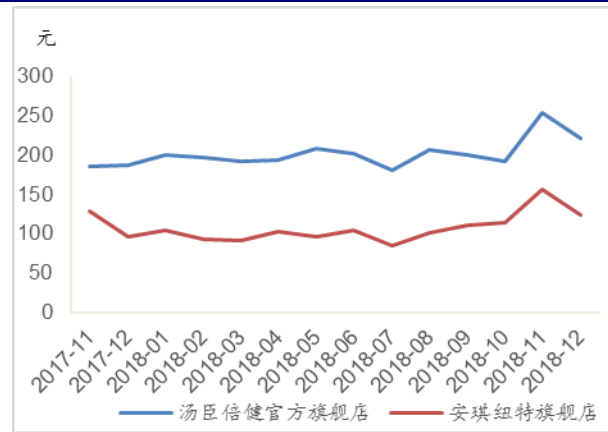
7. 附录—安琪淘宝数据

图 73：保健品旗舰店销量走势



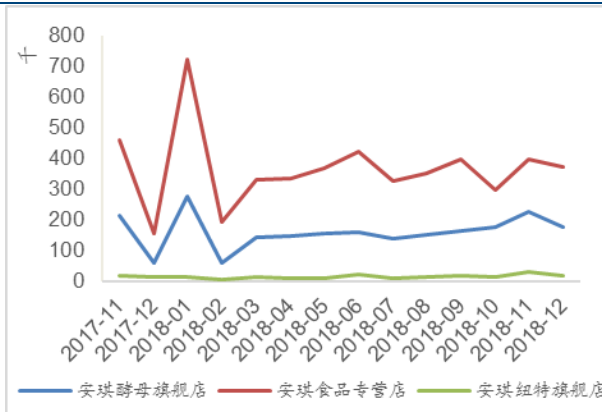
资料来源：淘数据，东兴证券研究所

图 74：保健品旗舰店价格走势



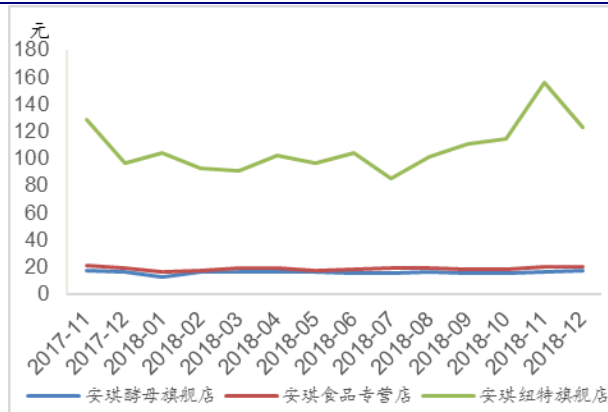
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 75：安琪旗舰店销量走势



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

图 76：安琪旗舰店价格走势



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

表 19: 安琪热销商品

	安琪酵母旗舰店	安琪食品专营店	安琪纽特旗舰店
1	低糖即发高活性干酵母 5g*20(14.22*289363)	金装耐高糖高活性干酵母粉 100g/500g(9.12*135386)	婴儿鳕鱼肝油软胶囊 AD 鱼油 DHA(69.52*67894)
2	即发高活性干酵母 5g/袋(1*149598)	甜酒酿糯米酒酒曲 8g*20 袋 (12.48*126496)	开智山楂酵母片(49.44*7833)
3	百钻双效泡打粉 300g/1000g(16.11*96925)	高活性干酵母粉(12.59*32383)	康普力星开智酵母锌 1 盒 120 粒 (119.8*6826)
4	百钻食用小苏打粉 5 袋 (10.76*96355)	酸奶发酵剂乳酸菌 1g*10 袋(9.8*26314)	开智超微钙婴幼儿补钙冲剂 (69.08*6517)
5	金装耐高糖高活性即发干酵母 500g(20.28*92895)	酵母馒头改良剂 15g 酵母伴侣 (2.0*22236)	酵母蛋白粉(177.57*4930)
6	双歧杆菌益生菌粉 8g(20.24*69991)	新奥尔良烤翅腌料 140g(12.58*17011)	针叶樱桃维生素 C 咀嚼片 (39.79*4673)
7	低糖高活性即发干酵母 500g(20.07*59917)	快速复配油条膨松剂 20g(1.62*16067)	酵母儿童蛋白粉*2 罐(260.58*4581)
8	油条膨松剂 250g(9.27*50052)	无铝害包子泡打粉 150g(8.95*15247)	鳕鱼肝油软胶囊*3 盒(163.97*4543)
9	甜酒曲 米酒曲醪糟曲子 8 克 20 袋 (11.95*44477)	酸奶发酵菌套装(27.13*14187)	开智乳钙补钙咀嚼片(83.13*4060)
10	复合馒头改良剂 酵母伴侣 15 克 (1.5*42242)	面包高活性干酵母 15g(1.58*13011)	氨糖软骨素加钙片 80 片 (86.42*3786)

资料来源：淘数据，东兴证券研究所

表 20: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	201A	2019E	2020E	202E		2017A	2018A	201E	2020E	2021E
流动资产合计	2910	3410	4192	4578	5250	营业收入	5776	6686	7698	8892	10253
货币资金	417	374	830	574	636	营业成本	3602	4258	5120	5941	6882
应收账款	611	767	810	966	1123	营业税金及附加	62	67	76	89	103
其他应收款	43	40	46	53	61	营业费用	629	756	864	990	1150
预付款项	108	145	160	178	199	管理费用	460	228	478	521	529
存货	1537	1870	2111	2531	2930	财务费用	86	129	80	75	70
其他流动资产	119	109	124	142	150	资产减值损失	25.56	32.42	28.99	30.71	30.71
非流动资产合计	5117	5571	5737	5842	5890	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31	30	30	30	30	投资净收益	8.96	-0.70	10.00	6.09	5.13
固定资产	4474.9	4807.35	4897.55	4946.58	4951.04	营业利润	973	976	1062	1251	1493
无形资产	295	284	256	228	199	营业外收入	9.52	10.91	41.00	25.96	25.96
其他非流动资产	60	86	86	86	86	营业外支出	8.17	4.71	5.76	5.24	5.24
资产总计	8027	8980	9929	10420	11141	利润总额	975	982	1097	1272	1514
流动负债合计	2883	3622	3334	2881	2560	所得税	82	82	116	181	280
短期借款	1586	1530	1627	814	91	净利润	893	900	981	1091	1234
应付账款	907	975	1066	1237	1433	少数股东损益	45	43	44	44	44
预收款项	90	140	208	249	321	归属母公司净利润	847	857	937	1047	1190
一年内到期的非流动	2	597	100	200	300	EBITDA	1326	1386	1470	1675	1922
非流动负债合计	1051	805	1025	1313	1615	EPS (元)	1.03	1.04	1.14	1.27	1.44
长期借款	902	640	940	1240	1540	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	200E	2021E
负债合计	3934	4427	4359	4194	4175	成长能力					
少数股东权益	251	260	304	348	392	营业收入增长	18.83%	15.75%	15.15%	15.50%	15.30%
实收资本(或股本)	824	824	824	824	824	营业利润增长	62.43%	0.26%	8.82%	17.79%	19.40%
资本公积	652	652	652	652	652	归属于母公司净利润	9.40%	11.71%	9.40%	11.71%	13.71%
未分配利润	2383	2896	3135	3423	3762	获利能力					
归属母公司股东权益	3843	4293	5266	5878	6575	毛利率(%)	37.64%	36.32%	33.49%	33.19%	32.88%
负债和所有者权益	8027	8980	9929	10420	11141	净利率(%)	15.46%	13.46%	12.74%	12.27%	12.04%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.89%	10.55%	9.54%	9.44%	10.05%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	22.05%	19.96%	17.80%	17.81%	18.11%
经营活动现金流	1122	1144	1203	1157	1377	偿债能力					
净利润	893	900	981	1091	1234	资产负债率(%)	49%	49%	44%	40%	37%
折旧摊销	3.14	24.05	327.96	349.26	358.91	流动比率	1.01	0.94	1.26	1.59	2.05
财务费用	86	129	80	75	70	速动比率	0.48	0.43	0.62	0.71	0.91
应付账款的变化	-148	-156	-43	-155	-157	营运能力					
预收账款的变化	-15	50	68	41	72	总资产周转率	0.78	0.79	0.81	0.87	0.95
投资活动现金流	-907	-1012	-523	-479	-430	应收账款周转率	11	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.84	7.10	7.54	7.72	7.68
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	-1	10	6	5	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.04	1.14	1.27	1.44
筹资活动现金流	-101	-137	-550	-934	-885	每股净现金流(最新)	0.14	-0.01	0.16	-0.31	0.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.66	5.21	6.39	7.13	7.98
长期借款增加	752	-262	300	300	300	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	29.47	29.15	26.64	23.85	20.97
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.50	5.82	4.74	4.25	3.80
现金净增加额	115	-4	130	-256	62	EV/EBITDA	20.39	19.75	18.24	15.91	13.66

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。