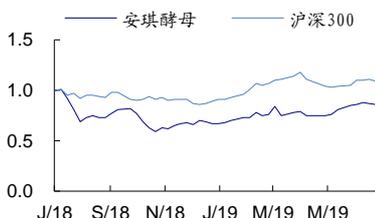


**证券研究报告—深度报告**
**食品饮料**
**食品**
**安琪酵母(600298)**
**买入**

昨收盘: 28.2 元 (维持评级)

2019年7月22日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	824/824
总市值/流通(百万元)	23,239/23,239
上证综指/深圳成指	2,901/9,302
12个月最高/最低(元)	36.97/20.21

**相关研究报告:**

《安琪酵母-600298-2018 年年报点评: 产能调整业绩承压, 现金流改善》——2019-03-25  
 《安琪酵母-600298-2018 年三季报点评: 业绩低于预期, 产能及费用致盈利承压》——2018-10-26  
 《安琪酵母-600298-2018 年半年报点评: 汇率波动业绩受阻, 主品类收入稳增》——2018-08-20  
 《安琪酵母-600298-2018 年一季报点评: 高基数增长不易, 盈利持续提升》——2018-04-23  
 《安琪酵母-600298-2017 年年报点评: 衍生品拉动高增, 海内外彰显优势》——2018-03-16

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

**证券分析师: 郭尉**

电话: 15210587234  
 E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 全球布局, 需求广阔, 红利渐显

**● 酵母“隐形冠军”, 业绩估值存修复空间**

根据国信策略团队最新观点, 预计未来市场行情特征可能会从目前 ROE 非常好但是估值已经较贵的“价值龙头”, 扩散至二线的“隐形冠军”。安琪酵母在国内酵母行业中占比 55% 处于绝对领导地位, 全球排名第三, 明年有望赶超第二; 以 B 端业务为主, C 端不断发展, 收入及盈利能力稳定, ROE 在 2017 年以来稳定在 20% 以上, 国内产能逐渐改善后仍有提升空间, 符合“隐形冠军”标准, 公司当前估值处于历史偏低位, 存在向上修复空间。

**● 长期需求空间大, 中短期改善因素充分**

长期看, 安琪基于广袤的基地市场需求以及多元化酵母衍生品的技术储备与发展策略, 有望加速渗透酵母行业下游应用领域成倍的空白市场, 实现稳定的业绩增长; 中短期看, 前期陆续落地并爬坡完成的海内外产能布局将持续为公司提供规模效应、成本便利及关税优惠, 不断优化盈利能力, 提升产能效益; 伊犁产能限产缺口逐渐弥合, 前期压制毛利的不利因素已逐渐消退。结合公司在行业格局优化下日益强化的原料采购议价力及产品提价能力, 预计短期业绩有望持续改善, 预计全年收入将完成 15% 增长, 利润增速高于收入增速。

**● 全球布局龙头优势凸显, 稳步迈向百亿目标**

公司酵母国内龙头地位显著, 国际业务发展迅猛, 在安联马利式微中有望依靠同业并购、外延多品类发展实现赶超。随着全球战略进程加速, 安琪有望进军东南亚、南美等地区, 实现全球布局。以 YE 为核心的衍生品结构升级以及国内竞争格局改善下产品提价空间将促进公司收入量价稳健上升。当前公司经营稳健, 高管团队在董事长更替后预计将保持稳定, 有望按照公司既定战略目标向着“国际化、专业化”的生物技术公司奋进, 预计公司仍将延 2021 年百亿目标不断深耕, 争取顺利实现目标。

**风险:** 产能扩张风险; 原料成本波动风险; 食品安全风险。

**估值与投资建议。**公司作为酵母业全球龙头, 长期探索酵母生物技术优势, 形成多品类良性发展, 需求空间大、产能稳改善、成本维持低位、提价预期强贡献业绩增量。上调 2019-2021EPS 至 1.22/1.44/1.66 元, 对应 24/20/17 倍 PE, 结合相对估值及绝对估值判断, 给予 2020 年 24x-25xPE, 一年期目标估值 34.6-36.0 元, 按当前股价有 20% 空间, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,686	7,758	8,952	10,313
(+/-%)	15.8%	16.0%	15.4%	15.2%
净利润(百万元)	857	1005	1185	1371
(+/-%)	1.1%	17.3%	17.9%	15.7%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.22	1.44	1.66
EBITMargin	20.6%	16.7%	17.0%	16.7%
净资产收益率(ROE)	20.0%	20.6%	21.3%	21.6%
市盈率(PE)	27.78	23.69	20.09	17.36
EV/EBITDA	15.7	15.9	14.0	12.7
市净率(PB)	5.54	4.88	4.28	3.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>投资聚焦</b> .....	<b>5</b>
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>6</b>
绝对估值法.....	6
敏感性分析.....	6
相对估值法.....	7
投资建议.....	7
<b>公司概况：全球布局的酵母龙头企业</b> .....	<b>8</b>
国内第一、世界第三的行业龙头.....	8
全球化建设产销网络.....	8
业绩精进不止，打造酵母全产业链.....	8
实现管理层持股，员工激励度高.....	11
<b>全球布局，需求广阔，红利渐显</b> .....	<b>12</b>
长期——下游需求强劲与优势替代共振：多点开花，亮点纷呈.....	13
中短期——海外产能落地，国内产能改善，成本下降提价增收.....	19
<b>投资建议</b> .....	<b>26</b>
关键假设.....	26
盈利预测.....	28
<b>风险提示</b> .....	<b>28</b>
业务增速不及预期.....	28
产能扩张减慢.....	28
原料价格波动.....	28
食品安全问题.....	29
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>30</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>31</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>31</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 安琪酵母市场服务网络 .....	8
图 2: 2008-2019Q1 公司收入表现 .....	9
图 3: 2008-2019Q1 公司归母净利润表现 .....	9
图 4: 公司 8 大酵母核心业务及占比 .....	10
图 5: 公司主要酵母产品 .....	10
图 6: 2018 公司酵母收入占比 82% .....	11
图 7: 2018 公司海外业务占比 29% .....	11
图 8: 高管持股的日升科技为第二大股东 .....	12
图 13: 全球 YE 产量快速提升 .....	12
图 10: 全球酵母产能占比格局 .....	13
图 11: 烘焙食品行业规模稳步扩大 .....	14
图 12: 安琪占国内酵母产能过半 (单位: 万吨) .....	15
图 13: 主流酱油高端品牌中已添加酵母抽提物 .....	16
图 14: 主流酱油高端品牌中已添加酵母抽提物 .....	16
图 15: 全球 YE 产量快速提升 .....	16
图 16: 酵母营养饲料 .....	17
图 17: 2012-2015 年饲料加工主营业务收入 .....	17
图 18: 2012-2016 年饲料产能 .....	18
图 19: 安琪保健产品 .....	18
图 20: 中国保健品市场快速发展 .....	19
图 21: 高档化妆品内含酵母原料 .....	19
图 22: 2017 年全球人口与酵母产能占比一览 (%) .....	21
图 23: 糖蜜在酵母生产中所占比重近四成 .....	22
图 24: 广西与云南糖蜜产量合占全国 84% .....	22
图 25: 全球及国内蔗糖产量攀升 .....	23
图 26: 中国及俄罗斯甜菜糖产量提升 .....	23
图 27: 白砂糖柳州现货价 (元/吨) .....	24
图 28: 南宁糖蜜价格 (元/吨) .....	24
图 29: 安琪占国内酵母产能过半 .....	24
图 30: 安琪动态 PE (TTM) 处于历史偏低位 .....	26
表 1: 绝对估值假设 .....	6
表 2: 绝对估值假设 .....	6
表 3: 敏感性分析 .....	6
表 4: 估值与可比公司比较 .....	7
表 5: 主要发酵方法比较 .....	14
表 6: YE 需求空间预测 .....	16
表 7: 公司产能分布 .....	20
表 8: 俄罗斯甜菜、中国甜菜和甘蔗人均产量对比 .....	22
表 9: 酵母龙头企业战略对比 .....	25

---

表 10: 估值与可比公司比较 ..... 28

## 投资聚焦

根据国信策略团队最新观点，预计未来市场行情特征可能会出现扩散，即从目前 ROE 非常好但是估值已经较贵的“价值龙头”，扩散至二线的“隐形冠军”。其中“隐形冠军”是最早由德国管理学家赫尔曼西蒙提出这一概念，西蒙认为符合“隐形冠军”的企业通常需要具备三个标准：1.在细分行业中占据领导地位，行业内世界前三强的公司或者所在大洲名列第一的公司；2. 市场规模比较小营业额较低，西蒙给的标准是企业营业额低于 50 亿欧元；3.公司公众知名度较低，一般从事 to B 的业务，大都不做终端产品，而是为大企业提供服务。安琪酵母在国内行业中占比 55%处于绝对领导地位，在全球排名第三，有望赶超第二；以 2B 业务为主，2C 业务蒸蒸日上，倡导提供一篮子烘焙技术支持及产品服务，收入及盈利能力稳定，ROE 在 2017 年以来稳定在 20%以上，产能逐渐改善后仍有提升空间，符合“隐形冠军”标准，公司当前估值处于历史偏低位，存在向上修复空间。

近期由于公司董事长更替以及前期伊犁产能限产等事件，市场对于公司中长期发展目标及短期业绩改善程度较为关注，我们认为当前公司经营稳健，高管团队在新董事长上任后将保持稳定，有望按照公司既定战略目标向着“国际化、专业化”的生物技术公司奋进，预计对短期以及 2021 年公司的百亿目标不会产生影响。基于安琪酵母已有的产品结构、产能布局以及市场行业情况发展分析，我们认为公司具备短期及中长期的发展优势：

**长期看**，基于广袤的基地市场需求以及多元化酵母衍生品的技术储备与发展策略，公司有望加速渗透酵母行业下游应用领域成倍的空白市场，实现稳定的业绩增长；**中短期看**，公司前期积极与智慧的海内外产能布局将持续为公司提供规模效应、成本便利及关税优惠，优化盈利能力，而自 2018 年下半年新疆伊犁产能限产 60%缺口导致的毛利率波动，也将随着公司积极进行产能选址调整逐步改善，近期调研了解伊犁产能利用率已回升至 80%，未来随着公司调整产能选址也有望逐步改善，前期压制毛利的不利因素已逐渐消退。结合公司在行业格局优化下日益强化的原料采购议价力及产品提价能力，预计短期业绩有望持续改善，预计全年收入将完成 15%增长，利润增速高于收入增速。**展望未来**，公司经历近年集中性产能爬坡投放后，预计未来产能增量、资本开支及固定资产折旧及财务费用将逐渐回稳，加上糖蜜价格稳中有降并无明显反弹压力，业绩有望不断改善，增量更多依靠衍生品推广及结构性升级提价，产能使用效率有进一步提升空间，预计公司净利润率将重回 15%以上。公司目标在 2021 年实现收入过百亿，预计在新董事长带领下将有望延既定发展路径稳步实现目标。

### 风险因素

酵母衍生品市场认同不足，业务增速低于预期；海外产能建设进度受当地情况风险影响；糖蜜成本波动风险；食品安全风险。

## 估值与投资建议

### 绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 33.73 元。

**表 1: 绝对估值假设**

估值假设	合理值	参考值
无杠杆 Beta	1.00	1.00
无风险利率	3.00%	3.00%
股票风险溢价	7.50%	7.50%
公司股价	28.88	28.88
发行在外股数	824	824
股票市值(E, 百万元)	23799	23799
债务总额(D, 百万元)	2780	2780
Kd	6.00%	6.00%
T	10.00%	10.00%
Ka	10.50%	10.50%
有杠杆 Beta	1.10	1.10
Ke	11.28%	11.28%
E/(D+E)	89.54%	89.54%
D/(D+E)	10.46%	10.46%
WACC	10.66%	10.66%

资料来源:国信证券经济研究所预测

**表 2: 绝对估值假设**

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	1,296	1,518	1,724	2,123	2,443	2,811	3,235	3,722	4,282	4,926	
所得税税率	11.00%	12.0%	12.0%	12.0%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
EBIT*(1-所得税率)	1,153	1,336	1,517	1,868.5	2,150	2,474	2,847	3,275	3,768	4,335.1	
折旧与摊销	510.3	543.2	580.8	621.6	665.0	710.4	757.4	846.4	950.4	1,019.6	
营运资金的净变动	(58.5)	(12.8)	95.9	(231.9)	(260.4)	(299.6)	(344.7)	(389.9)	(455.7)	(525.1)	
资本性投资	(1,000)	(900)	(800)	(801)	(801)	(801)	(801)	(801)	(801)	(801)	
FCFF	605.6	966.7	1,394	1,457	1,753.8	2,084.1	2,458.6	2,931.1	3,462.1	4,028.7	54,137.9
PV(FCFF)	547.2	789.3	1,028	971.6	1,056.7	1,134.6	1,209.5	1,303.0	1,390.8	1,462.4	19,652.1
核心企业价值	30,546.0										
减: 净债务	(2,750.1)										
股票价值	27,795.9										
每股价值	33.73										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为  $\pm 0.2\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 29.82-38.78 元，估值中枢为 33.73 元。

**表 3: 敏感性分析**

33.73	10.3%	10.5%	10.66%	10.9%	11.1%
3.6%	38.78	37.30	35.91	34.59	33.35
3.4%	37.90	36.48	35.14	33.88	32.68

3.2%	37.06	35.70	34.42	33.20	32.05
<b>3.0%</b>	36.27	34.96	<b>33.73</b>	32.56	31.45
2.8%	35.52	34.27	33.08	31.95	30.88
2.6%	34.81	33.60	32.46	31.37	30.34
2.4%	34.14	32.97	31.87	30.82	29.82

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 相对估值法

由于公司是唯一上市酵母企业，我们从下游烘焙酵母及 YE 应用维度出发选取海天味业、千禾味业、桃李面包作为公司的比较对象。从 PE 角度看公司估值，目前可比公司 2019 年平均 PE 为 42.7 倍，而公司 2019 年 PE 为 23.7 倍，由于安琪主营业务 2B 占比较大，给予一定估值折价，同时考虑到公司在国内酵母行业中绝对龙头地位、长期产能扩增稳健性以及未来衍生品类拓张的增量贡献，符合前述“隐形冠军”标准，当前市场估值仍处洼地。

表 4：估值与可比公司比较

公司名称	当前股价 2019/7/16	市值 (亿元)	PE			EPS		
			18	19E	20E	18	19E	20E
安琪酵母	28.88	238	27.8	23.7	20.1	1.04	1.22	1.44
可比公司								
海天味业	100.15	2,704	61.8	51.6	43.0	1.62	1.94	2.33
千禾味业	21.58	99	41.5	43.2	33.7	0.52	0.50	0.64
桃李面包	38.37	253	39.6	33.4	27.4	0.97	1.15	1.40
可比公司平均			47.6	42.7	34.7			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测并整理

### 投资建议

公司酵母国内龙头地位显著，国际业务发展迅猛，在安联马利式微中有望依靠同业并购、外延多品类发展实现赶超。随着全球战略进程加速，安琪有望进军东南亚、南美等地区，实现全球布局，海外产能建设及落地将有效缓解产能瓶颈同时助力企业享受更多出口创收增量及税率优惠。以 YE 为核心的衍生品结构升级以及国内竞争格局改善下产品提价空间将促进公司收入量价稳健上升。近期俞董事长因到龄退休辞职引市场关注，俞董事长在公司工作超三十三年功勋卓越，引领安琪由地方性科研单位发展成国家重点高新技术企业、国内酵母行业龙头企业、全球酵母产品主要供应商，担任中国发酵工业协会副理事长、中国焙烤食品糖制品工业协会副理事长。公司也正按照法定程序完成董事、董事长增补及法定代表人变更的过程，预计拟任董事长将有长期的上市公司工作管理经验，会按照公司既定的战略和目标，向着“国际化、专业化”的生物技术公司这个目标奋进，除董事长更换外其他高管阵容保持稳定，预计短期以及 2021 年公司的百亿目标不会产生影响，且公司仍在积极寻求提升内部激励、发挥管理层活力的方式，公司长期基于酵母生物技术优势形成多品类良性发展。上调 2019-2021EPS 至 1.22/1.44/1.66 元，对应 24/20/17 倍 PE，结合相对估值及绝对估值判断，给予 2020 年 24x-25xPE，一年期目标估值 34.6-36.0 元，按当前股价有 20%空间，维持“买入”评级。

## 公司概况：全球布局的酵母龙头企业

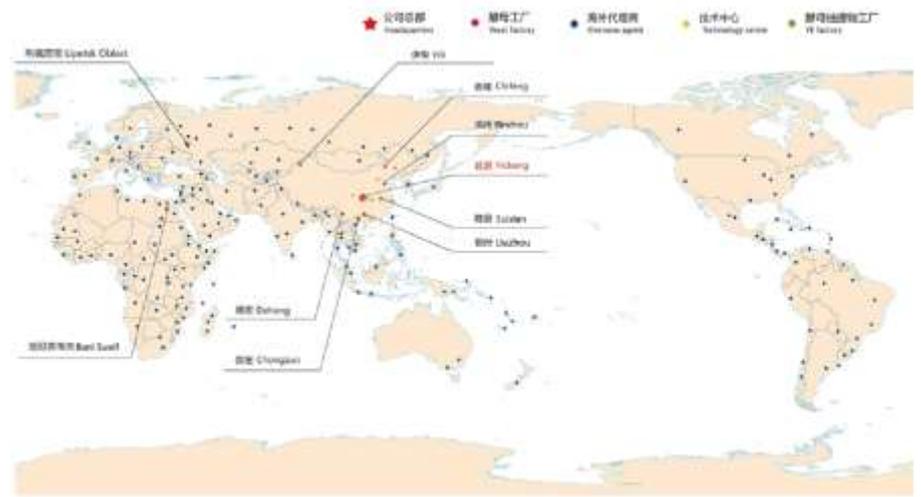
### 国内第一、世界第三的行业龙头

安琪酵母股份有限公司成立于 1986 年，于 2000 年登陆上交所，是从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品经营的国家重点高新技术企业。公司主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。目前公司酵母年产能达 22 万吨，占据国内 55%、全球 16% 的市场份额，是国内第一、世界第三大酵母企业，仅次于法国乐斯福和英联马利，在中国、埃及和俄罗斯建立 10 个酵母生产基地，服务于 150 多个国家和地区。

### 全球化建设产销网络

**产能建设与营销网络多地布局、联动发展。**在中国、埃及和俄罗斯建立 10 个酵母生产基地，服务于 155 个国家和地区。已在国内湖北宜昌、新疆伊犁、内蒙赤峰、山东滨州、广西崇左柳州、云南德宏、河南睢县、埃及开罗、俄罗斯利佩茨克等地建有生产基地营销网络遍布全球，且市场需求日益增长，产能利用率接近 100%。公司在全球范围共派出 50 多个服务机构，拥有 8000 余家经销商；在国际，设立了开罗、莫斯科两个海外子公司。公司产品出口由安琪香港公司统一销售。

图 1：安琪酵母市场服务网络



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

### 业绩精进不止，打造酵母全产业链

近 10 年营收 CAGR 达 17.7%，净利润 CAGR 达 23.4%。公司 2018 年实现营收 57.78 亿元，同增 18.83%；归母净利润 8.47 亿元，同增 58.33%。公司经营业绩精进不止，营业收入从 2008 年的 13.1 亿增长到 2018 年的 66.9 亿，近 10 年的 CAGR 为 17.7%，归母净利润从 2008 年的 1.04 亿增长到 2018 年的 8.57 亿，近 10 年的 CAGR 为 23.4%。由于以 YE、动物营养、生物能源、保健品等产品及业务多点开花，产品价格稳步提升，在销售收入稳健提升的基础上公司盈利能力自 2013 年以来明显提升，销售毛利率由 29% 提升在 36%-37% 左右，产品盈利能力和运营效率不断提高，业务规模稳步扩大。此外，公司还

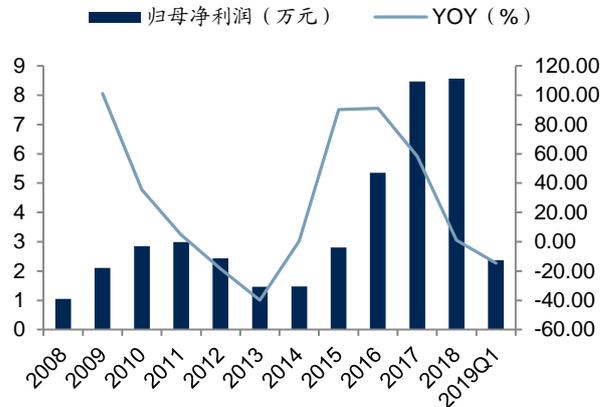
有比较稳定的现金分红机制，自 2000 年上市以来每年均现金分红，累计现金分红 14.6 亿元，占公司同期实现净利润比例为 41.32%。

图 2: 2008-2019Q1 公司收入表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2008-2019Q1 公司归母净利润表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**打造酵母产业链，酵母核心产品发展稳健，衍生品增速快占比提升。**安琪酵母目前已开展酵母及深加工产品的多元化发展，拥有 8 个以酵母为核心的业务群，其中烘焙及发酵面食占比最大为 51.3%，YE 酵母抽提物占比 10.9%，其余依次是保健品 7.3%、动物营养 6.6%、微生物营养 6.0%、植物营养 4.9%、生物能源 3.1%以及酶制剂 1.1%。公司深入酵母产业的上下游，打造一体化产业链。2017 年以来公司酵母抽提物、保健品、动物营养产品都保持高速增长，酵母衍生品的爆发有望贡献未来收入更多增量。

**积极打造 C 端产品，强化品牌力及经营稳定性。**除了 2B 端产品，公司在 2C 端业务（如小包装酵母、电商、保健品）也在稳步推进，之前收购贝太杂志强化烘焙类产品的消费者培育及倒流，此外也在商超、电商等渠道推广家庭用 YE 调味料、预拌粉等，C 端业务发展速度积极，目前已占比近 20%。2C 业务有利于强化品牌和增强企业经营稳定性，主要包含 3 部分：（1）营养业务也即保健品业务，其中做的最好是婴童市场，目前针对婴童的营养健康市场仍是蓝海，公司仍有较大空间发展；（2）电商业务，前几年的贝太厨房有代表性，他们处在转型期，对企业的作用还是满意的，19 年家庭厨房类电商业务预计能完成近 2 个亿的销售；（3）商超业务，原来主要是小包装酵母，现在形成 20+品种的产品组合（如粮食制品的原料，酵母改良剂、甜酒曲，调味品，小包装食品级纯碱、小苏打）这些品类尚未有大品牌进入，譬如小包装糖只有光明和太古在做，竞争尚不激烈，公司也在尝试做烘焙类小包装糖匹配烘焙课堂推广，预计将提升糖业务的盈利能力。

图 4: 公司 8 大酵母核心业务及占比



资料来源: 公司信息、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司主要酵母产品



家用 YE 类调味品及工业用 YE 产品

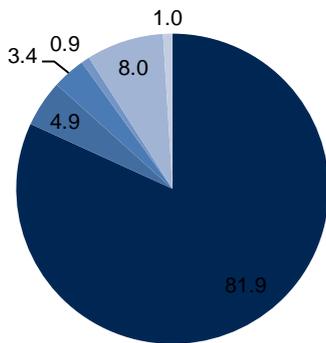


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

各项业务稳健发展，国内外市场均持续增长。从业绩占比上看，2018 年公司核心酵母及酵母衍生品业务收入 54.73 亿元占比 81.9% 同比增长 24.2% 表现积极，烘焙类、YE 等业务持续、稳健增长，微生物营养、植物营养、生物能源、酶制剂及宏裕包材外单收入增长均超过 20%。从国内外占比来看，2018 年国内销售 46.9 亿占比 70% 同增 17.3%（线上线下分别占比 35%/65%）海外业务恢复增长全年同增 12.8%，占比 30%。

图 6: 2018 公司酵母收入占比 82%

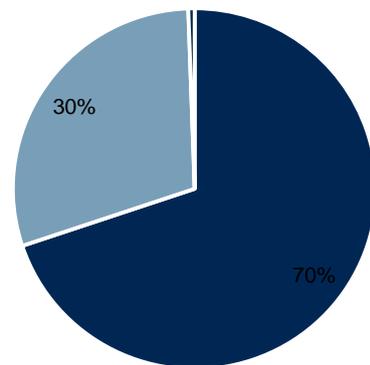
■ 酵母系列 ■ 制糖 ■ 包装 ■ 奶制品 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 7: 2018 公司海外业务占比 29%

■ 中国大陆 ■ 国外 ■ 其他业务(地区)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

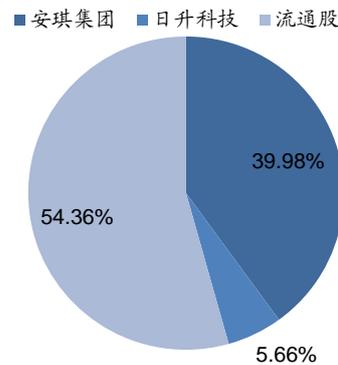
实现管理层持股，员工激励度高

公司高管及核心员工持股，激励机制良好。公司实际控制人是湖北省宜昌市国资委，宜昌市国资委通过全资子公司湖北安琪生物集团持有安琪酵母 39.98% 的股权。虽然身为国企，但公司治理结构良好，2010 年 6 月通过向日升科技公司定增购买持有公司股份的方式实现管理层持股，日升科技为公司 300 多位管理层及核心科技骨干的持股平台，目前是公司第二大股东，当前占比 5.66%。未来公司有望寻找合适方式进一步完善员工激励机制，绑定核心业务人员与公司长期利益。

近期董事长更替，预计将维持公司既定发展目标。近期公司公告俞董事长因 65 岁到龄退休辞职，俞董事长在公司工作超三十三年，引领安琪由地方性科研单位发展成国家重点高新技术企业、国内酵母行业龙头企业、全球酵母产品主要供应商，功勋卓越，带领公司取得了收入规模持续增长，利润水平稳步提升的

经营业绩。目前公司也正按照法定程序完成董事、董事长增补及法定代表人变更的过程，预计拟任董事长将有长期的上市公司工作管理经验，会按照既定战略和目标，向着“国际化、专业化”的生物技术公司这个目标奋进，除董事长更换外其他高管阵容保持稳定，预计短期以及 2021 年公司的百亿目标不会产生影响。

图 8: 高管持股的日升科技为第二大股东

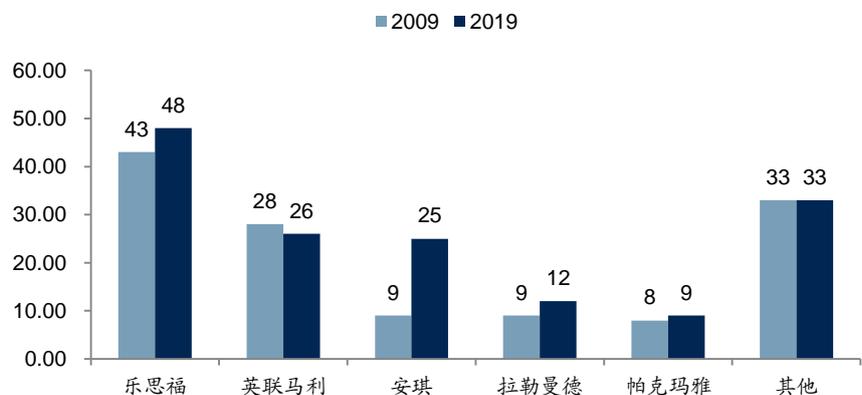


资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

## 全球布局，需求广阔，红利渐显

全球酵母需求增长看亚太，安琪产能增速远超同业。从全球范围来看，欧洲、美洲等面食国家为酵母的传统市场，发展多年目前已进入增长率 1%-3% 的自然增长状态。但亚洲、南美洲、非洲等地区在人口红利、烘焙兴起及健康意识等因素驱动下成为全球酵母需求主力增长地区，以中国为代表的亚太地区为酵母主力增长市场。而由于酵母下游应用领域广泛，全球酵母公司也在向多元化业务进行拓展，纷纷涉足烘焙食品原料、烘焙油脂、酵母提取物（YE）、动物营养等酵母衍生品行业。从全球酵母产能布局来看，2009-2019，全球酵母总产能由 130 万吨增长到 155 万吨，复合增速 1.8%，而安琪基于亚非地区酵母需求日渐扩大的市场资源，积极建设投放产能实现海内外产能布局，安琪全球产能快速增长，从 2009 年的 9 万吨提升到 2019 年近 25 万吨，年均复合增长超过 10.8%，扩张速度远超行业平均增速 9pcts。

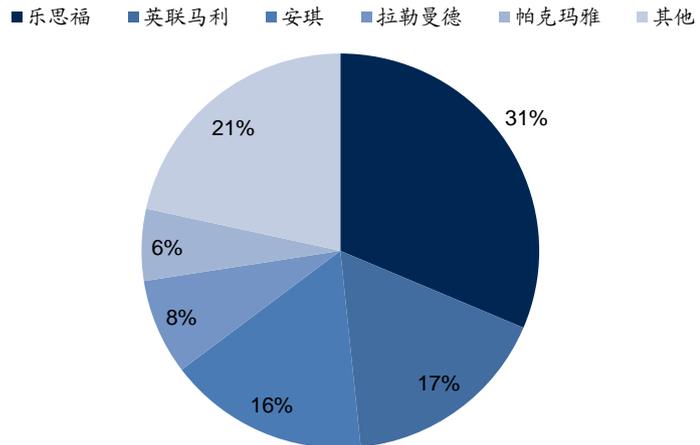
图 9: 全球 YE 产量快速提升



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

行业集中度有望提升，安琪打造全球酵母名片。目前为止酵母行业全球 5 强占据全球约 78% 市场，安琪仅次于乐思福、英联马利排名第三，占比 16% 的份额。随着酵母企业全球布局网络的渗透以及行业前几大龙头资金优势、技术壁垒和采购议价力显现，行业内存在进一步兼并收购的可能，集中度有望继续提升，安琪凭借中国乃至亚太区的需求禀赋以及更积极的全球拓张潜力，有望进一步渗透海内外市场，打造中国酵母名片。

图 10: 全球酵母产能占比格局



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

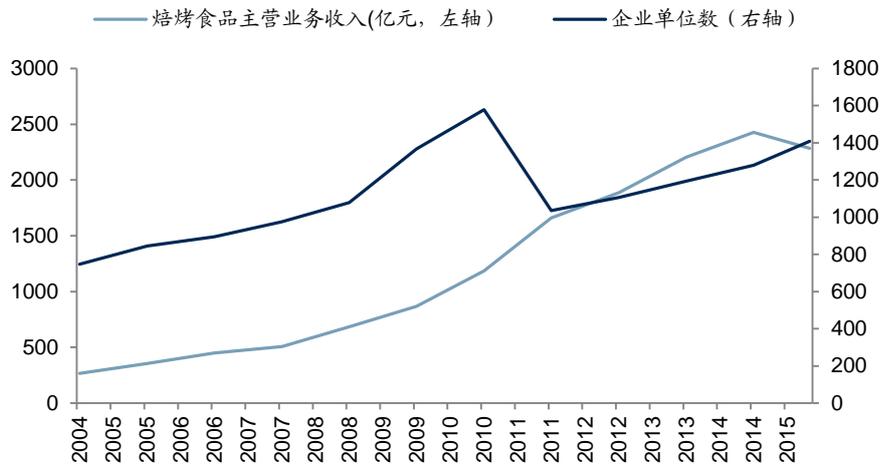
**安琪中长期市场需求容量广阔、海内外布局获益，短期产能改善、定价权支撑业绩释放。**基于安琪酵母已有的产品结构、产能布局以及市场行业情况发展分析，我们认为公司具备短期及中长期的发展优势：长期看，基于广袤的基地市场需求以及多元化酵母衍生品的技术储备与发展策略，公司有望加速渗透酵母行业下游应用领域成倍的空白市场，实现稳定的业绩增长；中短期看，公司前期积极与智慧的海内外产能布局将持续为公司提供规模效应、成本便利及关税优惠，优化盈利能力，而自 2018 年下半年部分地区产能限产缺口导致的毛利率波动，也将随着公司积极进行产能选址调整逐步改善，结合公司在行业格局优化下日益强化的原料采购议价力及产品提价能力，预计短期业绩有望持续改善。公司目标在 2021 年实现收入过百亿，预计在新董事长带领下将有望延既定策略稳步前进。

### 长期——下游需求强劲与优势替代共振：多点开花，亮点纷呈

#### 传统应用：紧跟下游需求提升

**烘焙“西学东渐”，增长稳定。**在安琪酵母产品主要应用中，烘焙及发酵面食业务占据收入的 51%。烘焙来自欧美，而随着年轻消费群体的崛起，中国饮食习惯的“西学东渐”现象显现，Euromonitor 预测中国将在 2020 年成为全球第二大焙烤食品市场。我国焙烤行业企业数在 2015 年超过 1400 家，企业资产总计达 1504 亿元，企业 04-14 年营收 CAGR 达 24.7%，在 2015 年后宏观经济放缓期焙烤行业增速仍保持 10% 左右稳定提升，反映行业较高景气度。中商产业数据亦显示，国内烘焙食品零售规模保持着稳步增长，2012—2017 年年均复合增长率为 12.8%。面包是烘焙产业最大的子产业，占据 40% 以上。

图 11: 烘焙食品行业规模稳步扩大



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从面包的消费需求来看, 2017 年我国面包消费额超过 320 亿元, 2012-2017 年保持两位数的消费增长, 从总量上看, 面包需求增长稳定。而从人均来看, 我国面包人均消费量较低, 2016 年中国的人均面包消费量为 1.6 千克, 日本人均面包消费量的 10.2 千克, 美国 14.6 千克、英国 31 千克。我国面包人均消费量相较成熟市场而言仍处于较低水平, 面包子行业未来的发展空间仍较大。

**酵母发酵优势替代, 国内需求量有成倍发展空间。**目前我国面用酵母行业销量约为 35 万吨, 过去五年保持了 10%左右增速, 发展驱动因素不仅在于烘焙行业乃至面包消费量的增加, 而且在健康意识的提升。目前常用的发酵方法共有 3 种, 分别是化学膨松剂发酵、老面发酵以及酵母发酵。相比其他两种发酵模式, 酵母发酵在发酵效果、营养价值和便利性上更具优势。在当前健康意识普遍提升的消费大背景下, 消费者也更倾向于选择酵母发酵的方式来保证食品营养和风味。目前国内发酵需求中尚有 30%依赖于化学发酵和老面发酵, 2014 年国家出台的禁止含铝化学蓬松剂在发酵领域使用的政策将进一步扩大酵母的使用量。

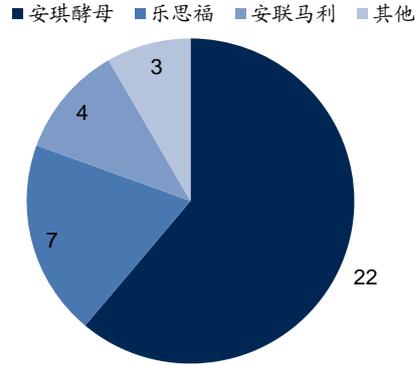
表 5: 主要发酵方法比较

发酵方法	发酵原理	优劣势
酵母	利用酵母活性产生气体让面团蓬松并赋予香味。	发酵速度快, 只需 0.5-1 小时制成成品; 保留食品中的营养和口味; 价格较高
老面发酵	利用野生酵母遇水活化, 吸收面粉中的糖类物质, 产生生物化学反应, 释放气体, 膨大面团。	发酵速度慢; 易滋生细菌, 引起致癌的物质——黄曲霉素 加碱中和后破坏原有营养物质
化学膨松 (俗称“泡打粉”)	化学膨松剂在遇水和高温环境下产生化学反应, 释放出气体, 从而让面团蓬松。	发酵速度最快、便宜; 易破坏食品营养成分, 化学添加剂对人体健康不利, 具有食品安全风险

资料来源: 国信证券经济研究所分析师整理

**安琪酵母产能占比国内份额过半, 受益国内酵母市场发展。**2018 安琪国内产能为 22 万吨, 占国内产能过半, 远超国际龙头乐斯福 7 万吨及英联马利 4 万吨, 是国内酵母市场的绝对龙头, 国内前三家龙头占比中国酵母总产能近 90%。安琪深耕中国市场, 上下游供应链体系完善, 有望持续保持龙头优势。随着国内环保政策的监管趋严, 环保成本上涨将推动部分企业退出市场, 后续市场秩序将进一步趋稳, 安琪作为市场唯一龙头, 将首先受益于市场规模整体提升。

图 12: 安琪占国内酵母产能过半 (单位: 万吨)



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

**YE 优势替代传统增鲜剂, 受益消费升级空间大。**YE (Yeast Extract) 即酵母抽提物, 是酵母通过质壁分离后利用自身水解酶完全自溶去除细胞壁和不溶性分子后的产品, 是一种优良的天然调味料。YE 具有增鲜增味、降盐淡盐、平衡异味、耐受性强的特点, 广泛应用于休闲食品、肉制品、方便面、酱油、火锅等食品调味领域。

表 6: YE 主要应用领域及优势

应用领域	优势效果	添加比例
酱油	提升鲜度, 降低盐含量, 保持酱汁醇厚	0.4%-2%
方便面 (面饼及调料)	改善面饼口感, 增加食品营养含量	0.5%-2%
肉制品	增强肉质鲜味, 提升口感, 保持肉品色泽	0.1%-1%
卤制品	烘托酱卤风味, 提升产品鲜度, 去除酸涩感	0.5%-4%
火锅	提升食品风味和鲜度, 掩盖汤汁腥味, 增强醇厚口感	1%

资料来源: 国信证券经济研究所整理

传统的三大鲜味物质有味精、I+G (肌苷酸二钠) 和 YE, 前两者为化工产品, 与 YE 通过生物技术保留的食品天然营养属性相比有明显劣势。长期食用味精会降低正常的人体抵抗力, 减少人体对维生素的吸收。从消费者需求来说, YE 这种天然营养物质将得到更多消费者的青睐。从调味品生厂商角度来看, YE 替代味精在成本端上涨压力不大, 但是在产品上, YE 鲜度将高于味精 1-2 倍, 销售单价是味精 4 倍左右。如果 YE 实现完全替代, 成本大约会提升 20%, 但差异化、高端化、品质化的战略实施可以在市场获得更高单价, 因此从下游调味品生产商来看 YE 替代动力充分。

图 13: 主流酱油高端品牌中已添加酵母抽提物



品名：海天味真鲜特浓酱油  
 配料表：水，非转基因脱脂大豆，转基因黄豆，小麦粉，食用盐，谷氨酸钠，白砂糖，酵母抽提物，5'-肌苷酸二钠，5'-鸟苷酸二钠，苯甲酸钠，三氯蔗糖  
 氨基酸态氮含量≥1.2g/100ml  
 质量等级：特级  
 保质期：24个月  
 产品标准号：GB 18186 高盐稀态发酵酱油  
 贮存条件：常温保存冷藏更佳，开封后请尽快食用。发酵产品，若有少量沉淀属正常现象，请放心食用  
 生产许可证号：QS4406 0301 3528  
 温馨提示：使用时请防止水、油等异物混入瓶内；使用后应立即盖紧瓶盖，保持瓶口清洁

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

图 14: 主流酱油高端品牌中已添加酵母抽提物

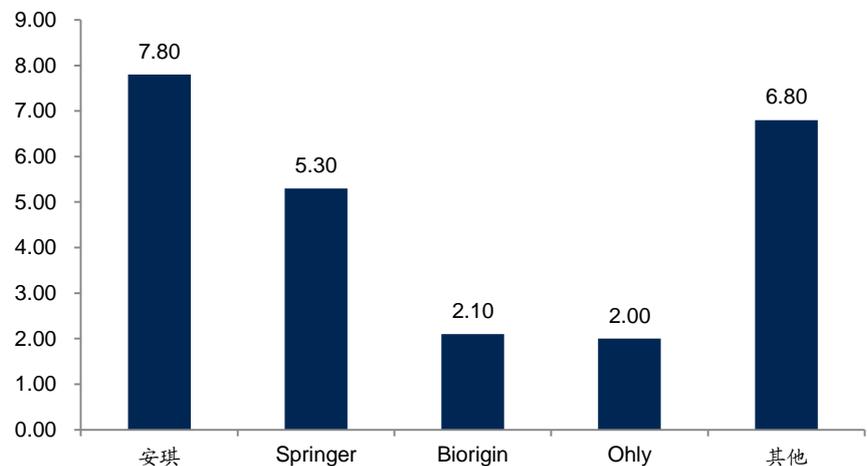


商品品牌：李锦记  
 商品名称：蒸鱼豉油（酿造酱油）  
 原料与辅料：水，白砂糖，食用盐，大豆，小麦粉，酵母抽提物，食品添加剂  
 氨基酸态氮≥0.55g/100ml  
 净含量：1750ml  
 产品标准号：GB 18186-2000 高盐稀态  
 保质期：二年  
 贮存条件：存放于阴凉干燥处，使用后请即盖好并冷藏存放。

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

**YE 国内市场仍有 5 倍空间，安琪占据全球 YE 产能 25%，最为受益。**安琪酵母 YE 产能达到 7.8 万吨，产量跃居世界第一位，全球 YE 产能超过 30 万吨，安琪约占全球产能的 25%，已成为全球最大的 YE 生产商。目前，YE 在海天、李锦记等主要品牌的高端酱油中已开始得到应用。然而当前 YE 在酱油中的渗透率还不高，完全采用 YE 的酱油产品也很少，预计 YE 在酱油中的应用还有 5 倍以上增长空间。从行业空间来看，对标欧美、日本等发达国家 YE 使用率，其占鲜味剂市场份额达 30-40%，而国内 YE 使用占比仅有 2%，还处于市场替代初期，市场增长潜力巨大。目前按照欧美市场（取代味精大概 30%的份额）预计大概会有 50 万吨市场，现在中国只有 8 万多吨的市场，空间仍有 5 倍空间。

图 15: 全球 YE 产量快速提升



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

表 6: YE 需求空间预测

产品	假设条件	酵母需求空间
酱油	方便面产量 1018 万吨，1%添加比例	10.2
方便面（面饼及调料）	酱油产量 939 万吨，1%添加比例	9.4
肉制品及卤制品	中国肉类产量 8625 万吨，0.1%添加比例	8.6
火锅	味精产量约 200 万吨，10%替代	20
合计		48.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**新兴应用：酵母衍生品兼具差异优势与政策红利**

**酵母源生物饲料需求空间足，具备政策红利。**酵母源生物饲料是指以酵母为原料或载体，结合微生物发酵而获得的天然、安全、富含营养的产品。酵母源生物饲料可作为饲料原料及添加剂产品，服务于畜禽、水产、反刍、特种养殖、宠物喂养等领域，能够增强动物机体的免疫能力，提高动物产品的品质。食用酵母饲料的动物，皮毛更光滑、亮泽，肉的品质也非常高，符合现行消费者对于高品质食物的追求。

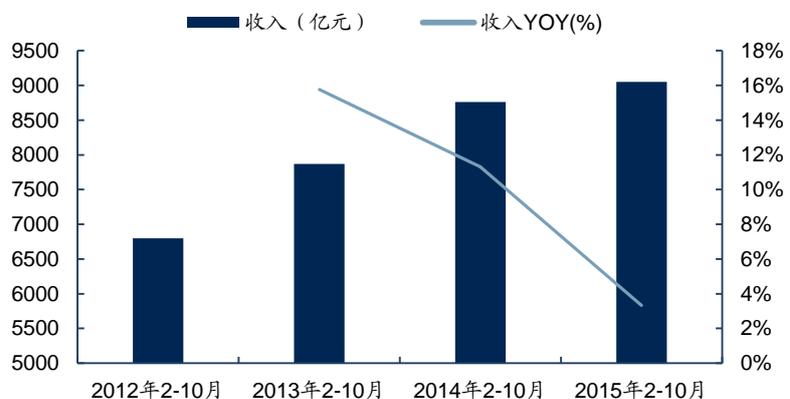
**图 16：酵母营养饲料**



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

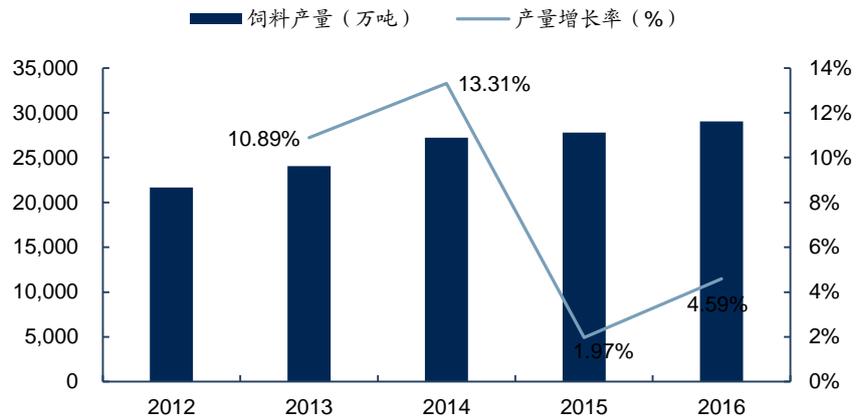
**安琪是国内最大酵母源生物饲料原料供应商，动物营养业务维持 20%以上增速，为面用酵母、YE、保健品后的第四大业务板块。**2014 年全年我国饲料加工行业的业务收入达到 1.08 万亿元，行业增长 CAGR 为 10%。近 5 年饲料产量稳步增长，2016 年全年共产 2.9 亿吨，按照酵母添加比例 0.1%，预计酵母源生物饲料需求量近 30 万吨。安琪酵母在国内率先推出饲用高活性酵母，先发占领了酵母源生物饲料市场。除先发优势外，安琪酵母在动物饲料上还可享受政策红利，2014 年 3 种酿酒酵母物纳入到饲料原料目录政策中，国家也限制抗生素应用于饲料领域，这个政策实施对酵母在养殖领域的应用也有很大促进机会。饲料酵母有利于稳定饲料品质、改善动物胃肠道健康、强化免疫水平，具有品质稳定、生物安全等优点，在去年下半年猪瘟期间猪血饲料供应下降，公司动物营养产品获得爆发性增长，市场认可度有望不断提升。

**图 17：2012-2015 年饲料加工主营业务收入**



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 18: 2012-2016 年饲料产能



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**酵母保健品行业增长动力足，安琪保健产品稳中发展。**受收入增加、产品渗透率提高、人口老龄化和消费者教育等因素影响，具有强身健体作用的保健品迎来了广阔市场，根据 Euromonitor 数据，中国保健品行业规模已从 2002 年的 442 亿增长至 2017 年 2376 亿元，为仅次于美国的全球第二大保健品市场。安琪保健品新产能将支撑长期 10 个亿发展，而且公司具有 20-30 个蓝帽子资质，未来亦不排除并购一些有品牌有渠道的公司进行快速发展，公司 2017 年、2018 年保健品销售达到 3.5 亿、4.2 亿元，20%高速增长同时维持 16-20%净利率水平，成为公司第三大业务单元。安琪保健产品都是从酵母微生物中提取（比如维生素 B，蛋白粉），保健品上游原料安全性可控，酵母中提取出的蛋白粉人体吸收率较高，且酵母具有“三低四优”的营养特点，三低指低脂、低糖、低胆固醇；四优指富含优质完全蛋白、优质功能膳食纤维、优质生物活性物质以及锌、硒、铬、镁等十几种优质矿物质。在多样化的保健品品种中，具有减肥、美容、润肠通便，调节血脂、调节免疫等功能的产品是保健品市场的主流。酵母作为天然的理想营养源，富含 50 多种营养物质，其保健功效符合市场需求。

图 19: 安琪保健产品

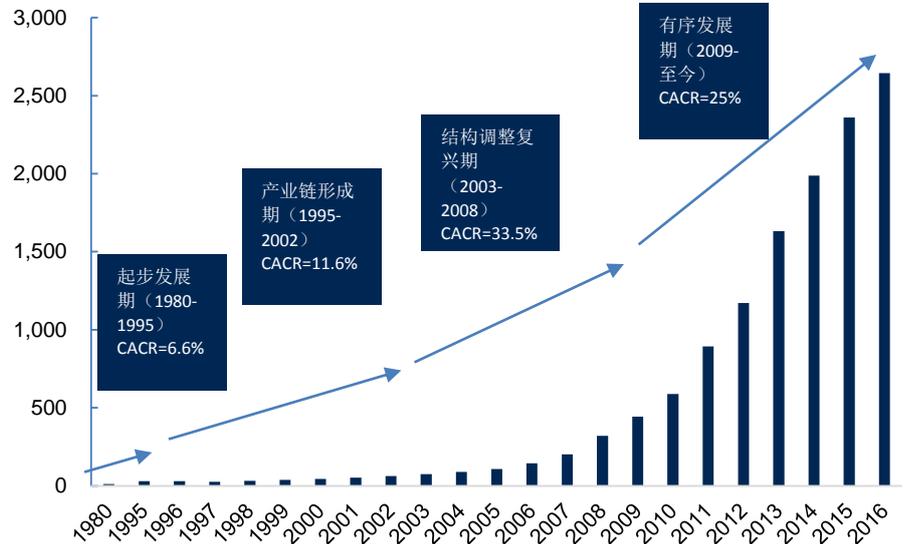


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

在欧美和日韩，包括中国台湾，酵母是备受推崇的营养佳品。如啤酒酵母+酸酪被日本女性称为健康瘦身的魔力组合；在荷兰，酵母被誉为“营养金矿”；美国著名营养学家阿德勒·戴维斯说，“单独食用酵母粉，就能改善大多数人因营养不良导致的症状。”酵母作为天然营养元素，在中国市场也越来越被消费者所熟知和

接受。2017年美国、日本的人均保健品消费分别为140美元、105美元，均超过中国人均23.8美元水平的近5倍，说明国人对保健品的消费能力还有大量提升空间。随着消费升级及人均收入的提高，以酵母为细分的保健品市场需求增长空间将更为可观。

图 20：中国保健品市场快速发展



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**酵母精华美容养颜，备受高档化妆品青睐。**酵母富含多种有益于肌肤的细胞因子，并具有优良的生物转化能力。利用现代生物技术提取或转化得到酵母精华、发酵滤液等，具有保湿、美白、抗衰老等功效。做为高档化妆品中美白、保湿、祛皱的重要成分，酵母精华一直受到各大国际化妆品品牌的青睐。如 SK-II 的神仙水，法国兰蔻的小黑瓶肌底液，雅诗兰黛的小棕瓶等为首的热门明星产品，均将“酵母精华”成分做为自己的核心卖点。随着国内爱美人士高端消费能力的崛起，近两年酵母精华化妆品和护肤品成为潮流，作为酵母精华原料的全球供应商安琪酵母必将从中受益。

图 21：高档化妆品内含酵母原料



资料来源：京东商城，国信证券经济研究所整理

**中短期——海外产能落地，国内产能改善，成本下降提价增收**

**海外产能落地，获益成本及关税优惠**

**产能稳健拓展，每年新增 10% 产能投放。**公司现共拥有 15 条现代化酵母生产线，酵母类产品发酵总产能 24.9 万吨，全球市场份额达到 16%，国内市场占有

率 55%稳居第一。其中 YE 目前已建产能达到 7.8 万吨，生产量全球第一，占据 25%的全球市场份额。公司从前几年酵母产能集中投产落地阶段进入到产能稳健扩容期，预计每年酵母产能提升 8%，YE 由于需求空间更广每年产能提升预计 10%，预计 2020 年产能达到 28 万吨，超越安联马利排名第 2。

**表 7：公司产能分布**

工厂及位置	酵母产能 (万吨)	酵母抽提物产能 (万吨)	成立 (预计投产) 时间
安琪总部 (湖北宜昌)	2.5	1	1986
安琪 (内蒙古赤峰)	0.9		2003
安琪 (新疆伊犁)	3	0.8	2004
安琪 (山东滨州)	0.7		2005
安琪 (河南商丘)	0.2		2005
安琪 (广西崇左)	3.5	0.8	2006
安琪 (广西柳州)	4	4	2012、2017
安琪 (埃及开罗)	2.3		2013
安琪 (云南德宏)	3		2014
安琪 (俄罗斯利佩茨克)	2		2017 年 8 月投产
安琪 (内蒙古赤峰搬迁改造)	1.6		2018 年 4、5 月投产
安琪 (埃及开罗二期)	1.2	1.2	2019 年 4 月投产
合计	24.9	7.8	

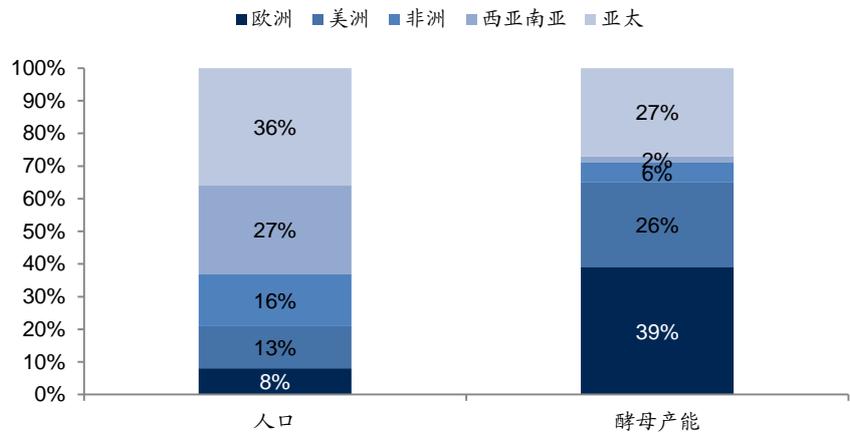
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

**产能投放稳健，未来产能维持 8-10%复合增长，高效产能开拓国际市场。**前期目前公司新建工厂投产扩张稳定，从而能够缓解部分产能压力，为未来业绩增长提供支持。从产能建设进度来看，2017 年俄罗斯新建的 2 万吨酵母产能已在 2018 年达到满产，实现全部俄罗斯本地产能替代；2018 年 9 月份新增投产的柳州 2 万吨 YE 产能爬坡顺利，2018 年产能已达到 3.4 万吨，预计 2019 年将释放剩余 0.6 万吨达到 4 万吨满产；赤峰工厂经过 2018 年年中搬迁改造一个季度的调整也逐渐向好，1.5 万产能预计将贡献今年增量。今年 4 月份投产的埃及 YE 产能稳定爬坡预计也将有所贡献。公司计划每年新增 10%左右的产能投放，不急不缓，保证收入有持续稳定的增长，同时公司也计划在国际市场寻找较大的酵母公司作为潜在并购目标。去年三季度新疆伊犁工厂限产 60%带来约 1.2 万吨的缺口已在 19H1 逐渐缩小，其余缺口也将由会由云南、广西、埃及等地超负荷计划生产来弥补，对于毛利率的压制因素有望持续解除。匹配保健品、包材产能建设满足下游需求增长。测算每年产能爬坡增长约 10%，预计 2020 年产能 28 万吨超越安联马利。

#### 产能布局优势一：契合当地需求，就近产能消化

目前公司海外产能分别布局在俄罗斯和埃及。公司对于海外生产基地的建设主要看重当地酵母消费需求以及出口优势。非洲、中东地区人口增长快，发酵面食为当地主食，需求体量大，增长稳定，是世界主要酵母公司竞争激烈的市场之一。埃及烘焙食品销量近千万吨，按 1%的添加比例酵母需求有近 10 万吨。目前全球人口及酵母主要需求地点与酵母产能存在资源匹配不均衡的情况，公司海外扩张也有利于匹配弥合区域间需求与行业发展不均，获得区域性发展红利。

图 22：2017 年全球人口与酵母产能占比一览（%）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

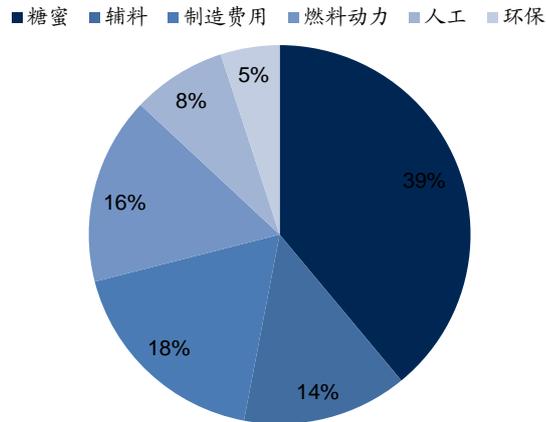
**俄罗斯、埃及布局享受需求红利及关税优惠。**目前公司主要竞争对手未重视埃及市场产能建设，当前埃及酵母行业的竞争格局充分利好于公司，在埃及市场进行深度拓展，公司可以尽享需求红利。埃及工厂位于北非与欧洲交界处，工厂产能除满足当地需求外，亦可就近出口至 YE 使用成熟的欧洲地区，享受 12% 的关税优惠（国内出口欧洲 12% 关税，埃及出口欧洲 0 关税），同时节省国内出口运费。俄罗斯是世界烘焙食品消费大国，酵母年需求总量近 5 万吨，国内供应能力不足，有约 20% 酵母依赖进口。在俄罗斯建厂既可巩固当地市场，又可享受关税优惠向欧洲或中东市场拓张，有助于公司进一步拓展中东、非洲市场。埃及、俄罗斯两地劳动力成本低，埃及劳动力平均工资在 150 美元到 250 美元之间，俄罗斯人月均收入已经跌破 450 美元，两地建厂在劳务支出上亦具有优势。

**海外产能布局有望延续，盈利能力望提升。**除了埃及、俄罗斯市场，公司还是印度烘焙酵母第一品牌，占埃及/俄罗斯/巴西市场份额约 25%/30%/30%，北美市场也有业务单元布局，北美市场整体增长良性，整体来看，开发亚非拉国家难度较低、成长较好，发达国家由于已有酵母品牌仍较强势以及产品类别差异（以鲜酵母为主）市场仍待进一步挖掘。从指标看，目前俄罗斯及埃及工厂产能共计 5.5 万吨占比总产能约 22%，俄罗斯/埃及工厂毛利率可达 40% 以上，净利率可达 20% 以上，获益英镑及卢布贬值带来的汇兑损益盈利能力更强，高于公司平均净利率 13%-14%，表明全球化产能布局战略控制成本有效，盈利提升大。随着海外产能稳健拓展和发展经验积累，公司将进一步深化国际化战略，有望在东南亚、南美等具备原料及人工成本优势地区扩建产能，逐步实现海外业务当地产当地销，整体占比 1/3 以上，拉动盈利能力提升。

**产能布局优势二：靠近原料产地，占据成本优势。**

**糖蜜成本占比比重高，对毛利率影响明显。**公司的酵母是用糖蜜进行微生物分解而来，其主要原材料糖蜜源于甘蔗和甜菜制糖后的副产品，主要产于甘蔗和甜菜种植地区，在公司生产成本构成中，60% 左右是原材料成本，而原材料当中 80% 左右是糖蜜。因此糖蜜占公司生产成本近 40%，糖蜜成本每提高 1%，则毛利率下降 0.3%，是影响公司盈利能力的重要因素。

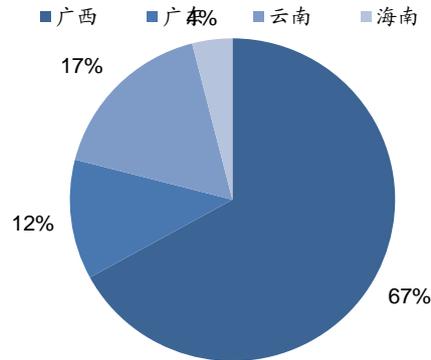
图 23: 糖蜜在酵母生产中所占比重近四成



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

国内蔗糖糖蜜年供应量 450 万吨, 广西产量占近 7 成, 而公司大部分糖蜜原料来自产糖大省广西地区以及云南地区, 两地糖蜜产量占全国超过 80%。国内酵母生产线在这些区域布置产能, 可与当地制糖企业形成业务协同, 方便以较低价格获取糖蜜原料。

图 24: 广西与云南糖蜜产量合占全国 84%



资料来源: 广西糖蜜网, 国信证券经济研究所整理

由于糖蜜对水体有较严重的污染, 被列为固体废物, 进口受到限制, 近年来公司在全球范围寻找糖蜜原料产地建厂。埃及盛产甘蔗和甜菜, 糖蜜资源丰富、价格稳定; 俄罗斯甜菜制糖业发达, 人均甜菜产量是中国人均甜菜产量的接近 50 倍。俄罗斯糖蜜年出口超过 40 万吨, 价格波动较大, 从最低 200 元到 500 元/吨比国内均价 800 元/吨价低平均超过 50%。

表 8: 俄罗斯甜菜、中国甜菜和甘蔗人均产量对比

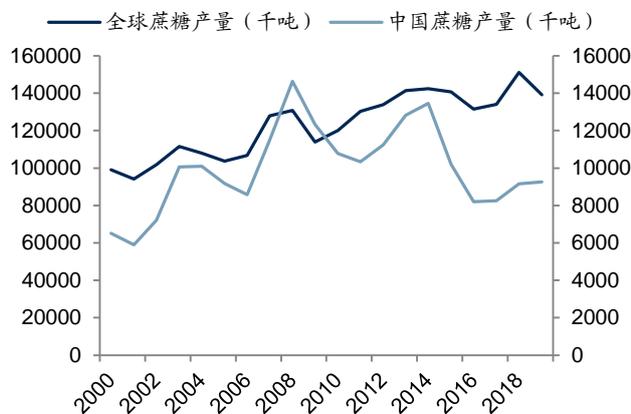
时间	中国人均甘蔗产量 (公斤/人)	中国人均甜菜产量 (公斤/人)	俄罗斯人均甜菜产量 (公斤/人)
2011	83.23	7.80	330.17
2012	89.54	8.54	312.25
2013	93.24	6.73	272.49
2014	91.35	5.82	232.25
2015	85.07	5.84	270.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中期糖蜜价格中枢有望下降。从供给端看, 甘蔗/甜菜糖产量增多, 糖蜜供应提

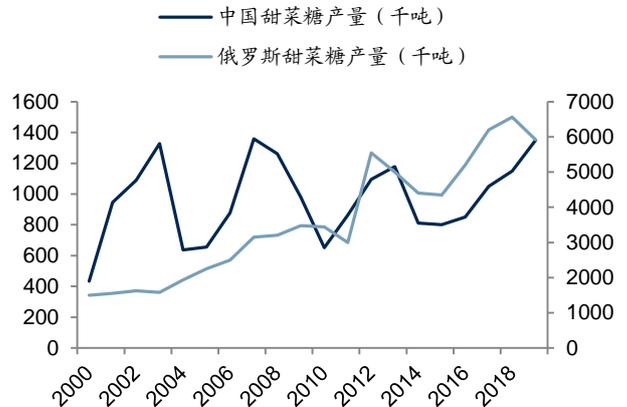
升。2018年初糖协调增新榨季广西白糖产量，由之前预期的560-580万吨调增至590万吨，受白糖产量供给增加影响，新榨季广西糖蜜产量将调增至200万吨，较上榨季增长10%以上。2017-2018榨季国内糖蜜产量超过350万吨，较去年增加15%。而且根据甘蔗种植的季节性，食糖的生产大约以5-6年为一个生产周期，三年增产三年减产，2012-2014年增产，2015-2017年减产。甘蔗种植产量导致的食糖供需结构的变化也直接反应在了食糖价格上，2017/2018年甘蔗种植面积增多，广西、云南、广东糖蜜面积增加2%，预计未来3年蔗糖生产将进入增长周期，糖价亦在下滑周期，糖蜜也将因蔗糖丰产周期而维持较低价格区间。全球来看，目前全球糖业均处于熊市，供大于求，产量上行、糖价下行趋势明显，而在中国、俄罗斯等地的甜菜糖产量也在上升，推高糖蜜供应量。

图 25: 全球及国内蔗糖产量攀升



资料来源: 美国农业部、国信证券经济研究所整理

图 26: 中国及俄罗斯甜菜糖产量提升



资料来源: 美国农业部、国信证券经济研究所整理

从需求端来看，糖蜜下游处理成本高，可替代性强，酿酒应用需求下降。糖蜜可以用于发酵、养殖、饲料、食品、医药、建材和塑胶行业。其中，用于生产酒精和酵母的糖蜜占80%以上。糖蜜的污染属性使得下游应用领域环保投入较高，中小企业无法承担高昂的环保处理费用，酵母和酒精行业产能日趋集中。自从最严环保法实施以来，酒精行业进一步优化产业结构，清出违规和低效产能。对于中小型糖蜜酒精行业来说，高额的环保投入直接影响企业的生存，行业出清效应明显。2016-17年受环保和供给侧改革影响，广西糖蜜酒精厂开工率下降，若政府继续进行环保核查，90%的酒精厂都不具备开工条件，未来仍有下降趋势。而且由于玉米制作酒精的成本比糖蜜制酒低25%左右，糖蜜酒精厂在此成本差距上还需叠加30%的环保处理成本，二者制作酒精成本差距非常大。因此即使未来玉米价格存在上涨，也较难提升下游酿酒厂对糖蜜的需求量。另外用东南亚进口木薯、薯干替代糖蜜以规避环保风险，酒精行业的需求端下降。

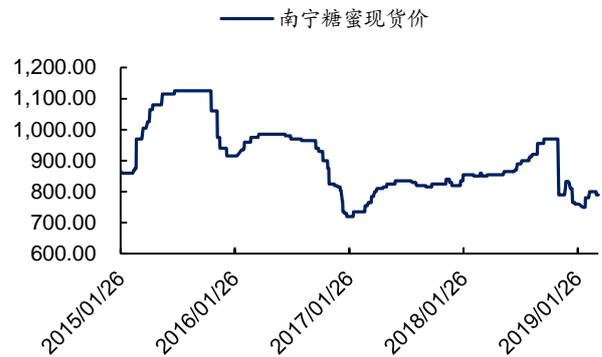
安琪对于糖蜜的大量需求也将提升议价力。糖蜜酒精需求减少后，主要需求就来自酵母生产，安琪作为全国酵母行业占据市场份额55%龙头是糖蜜最主要的需求客户，竞争对手酵母需求下降；因此对于糖蜜采购价格具有较强的议价能力。中期来看安琪主要新增产能聚焦布局海外，对国内糖蜜需求上升有限，加之公司俄罗斯甜菜糖蜜成本较低亦将摊薄成本。结合供需来看，国内糖蜜价格中枢有望呈下跌趋势。最新统计局数据显示，白砂糖2019年7月1日价格5250元/吨，同比下降2.1%；南宁糖蜜7月1日价格815元/吨同比下降5.8%。

图 27: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



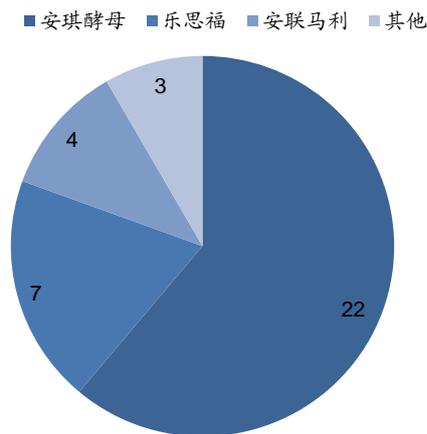
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**公司最新糖蜜采购价格进一步下降, 对盈利能力有提升作用:** 公司于 18Q4 到 19Q1 集中采购, 北方甜菜采购 25 万吨价格下降 10%, 埃及采购 20 万吨糖蜜均价 800 元下降 8%, 南方糖蜜采购 40 多万吨同比下降 8-10%, 综合看 2019 年采购使用糖蜜均价下降 8-10%, 考虑到 19Q1 后新的低价糖蜜在成本占比中提升, 预计后续季度原料成本将进一步下降。

**竞争格局改善, 强化寡头定价权**

**行业集中度提升, 公司龙头优势强化。**国内酵母行业集中度高, 市场不断整合, 呈现寡头垄断局面。目前安琪国内产能达到 22 万吨, 乐思福在国内产能约 7 万吨, 英联马利 4 万吨, 国内其他小酵母厂合计 3 万多吨产能, 三巨头安琪、乐思福、英联马利共占据了国内约 90% 的市场份额, 而安琪以国内近六成的份额远远甩开对手。考虑到环保成本加大, 小酵母公司受累于成本提升, 退出市场概率提升, 寡头局面将更难撼动, 公司有望获得更多定价权。

图 29: 安琪占国内酵母产能过半



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

**英联马利竞争力下滑, 双寡头+满产助力提价。**公司主要竞争对手为应对环保监测投入新设备后, 环保成本占生产成本比将至少是 10%, 而公司环保成本控制 8%, 在行业中更具成本控制优势。另外, 竞争对手英联马利因旗下食品杂货与服装零售等主营业务分散资源, 缺乏在中国酵母业务的长期投入, 而且受累

糖价波动在华亏损，前期更关闭厂房、考虑退出在华业务，若安联玛利出售工厂，因安联玛利与乐斯福在欧洲存在垄断问题，安琪更有可能合作接盘，到时三寡头将逐渐向双寡头格局转变。近年来安琪产能利用率饱和，国内市场保持供不应求，考虑到近年来乐斯福作为全球第一的酵母企业将经营重心放于海外市场，国内产能扩张速度较慢，英联马利动作较少，导致国内酵母总供给增加有限，因此行业供应紧张叠加行业竞争格局改善，公司的提价能力进一步加大。

**表 9：酵母龙头企业战略对比**

企业名称	国内产能 (万吨)	企业概况	发展战略
安琪酵母	在湖北、内蒙古、新疆、山东、广西、云南、河南等地拥有 22 万吨 YE 产能	以干酵母为主，在国内湖北、广西、新疆及海外埃及、俄罗斯布有产能，2018 年收入 67 亿元	在传统酵母基础上大力发展酵母衍生品业务，近年提升海外布局，拓展全球化的供需市场
乐斯福	在安徽、广西拥有 5 万吨酵母/1.5 万吨 YE 产能	以鲜酵母为主，家族企业，酵母业世界龙头，2018 年收入 20 亿欧元	在海外酵母业务积淀深厚，以兼并收购作为巩固市场份额的主要手段
英联马利	哈尔滨、新疆、河北等地有 4 万吨酵母产能	以鲜酵母为主，背靠欧洲龙头食品商 ABF，业务广阔，年收入约 13 亿英镑	受母公司发展战略影响，可能出售并退出中国糖业，国内酵母业务份额下滑，以烘焙类领域发展为主。

资料来源：国信证券经济研究所整理

**公司近年提价稳步推进，从成本推动性到竞争主动性提价。**随着市场结构日趋优化，公司价格操控能力不断提升，根据前期提价效果来看，反响较好：在 2016 年以前提价主要以成本驱动为主，譬如在糖蜜价格高企的 11-12 年平均对产品提价月 5%，2016 年对部分 YE 产品提价 5%，彼时提价更多以跟随同业如乐思福提价为主；2016 年后随着市占率攀升，安琪在行业中定价权持续强化，公司的提价更加主动，如 2017 年对占比 10% 多的小包装提价 8% 左右。2018 年初公司对占比 10-20% 的下游衍生品小幅提价 1-2%，10 月份针对国内 60% 产品进行 3-4% 比例提价；2019Q1 对俄罗斯工厂 2 万吨酵母提价约 4-5%，未来预计公司每年也会针对不同品类陆续结构性提价，针对衍生品及海外产品由于价格因前期尚处推广期定价偏低，预计未来提价幅度会更大，有望拉动公司毛利率稳定向好。

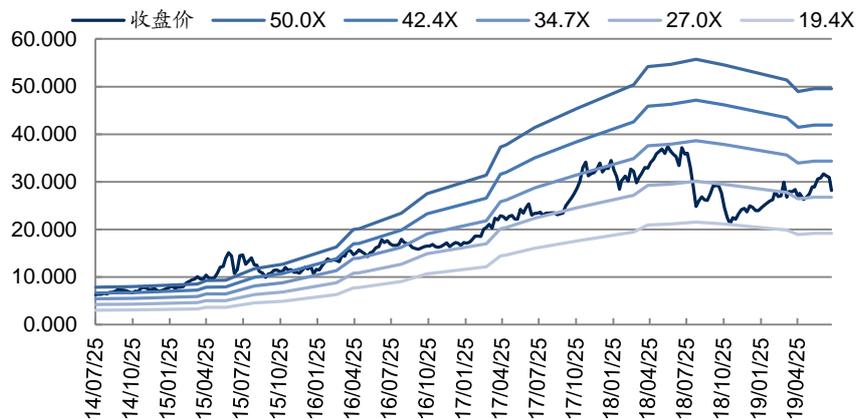
#### 内部激励绑定员工利益，仍有推动空间

**激励机制仍有拓展空间，董事长更替后预计将按目标继续迈进。**公司管理团队非常优秀，从上市以来绝大多数人员都跟随企业成长，公司治理结构良好，2010 年通过日升科技公司绑定管理层利益，日升科技为公司 300 多位管理层及核心科技骨干的持股平台，目前是公司第二大股东，当前占比 5.66%，这项机制对激发企业活力、对公司前几年快速发展起到重要作用。由于日升公司成立时间偏早，在 2013 年以来也有许多新的优秀技术骨干陆续成长起来，公司也有意愿通过新一轮激励设置绑定团队利益，实现企业长期持续发展。近期公司公告俞董事长因 65 岁到龄退休辞职，俞董事长在公司工作超三十三年，引领安琪由地方性科研单位发展成国家重点高新技术企业、国内酵母行业龙头企业、全球酵母产品主要供应商，功勋卓越，带领公司取得了收入规模持续增长，利润水平稳步提升的经营业绩。目前公司也正按照法定程序完成董事、董事长增补及法定代表人变更的过程，预计拟任董事长将有长期的上市公司工作管理经验，会按照既定战略和目标，向着“国际化、专业化”的生物技术公司这个目标奋进，除董事长更换外其他高管阵容保持稳定，预计短期以及 2021 年公司的百亿目标不会产生影响。

## 投资建议

根据国信策略团队最新观点，预计未来市场行情特征可能会出现扩散，即从目前 ROE 非常好但是估值已经较贵的“价值龙头”，扩散至二线的“隐形冠军”。安琪酵母在国内行业中占比 55% 处于绝对领导地位，在全球排名第三，有望赶超第二，以 2B 业务为主，2C 业务也蒸蒸日上，倡导提供一篮子烘焙技术支持及产品服务，收入及盈利能力稳定，ROE 在 2017 年以来稳定在 20% 以上，产能逐渐改善后仍有提升空间，符合“隐形冠军”标准，公司当前估值处于历史偏低位，存在向上修复空间。

图 30：安琪动态 PE (TTM) 处于历史偏低位



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

基于安琪酵母已有的产品结构、产能布局以及市场行业情况发展分析，我们认为公司具备短期及中长期的发展优势：长期看，基于广袤的基地市场需求以及多元化酵母衍生品的技术储备与发展策略，公司有望加速渗透酵母行业下游应用领域成倍的空白市场，实现稳定的业绩增长；中短期看，公司前期积极与智慧的海内外产能布局将持续为公司提供规模效应、成本便利及关税优惠，优化盈利能力，而自 2018 年下半年部分地区产能限产 60% 缺口导致的毛利率波动，也将随着公司积极进行产能选址调整逐步改善，近期调研了解伊犁产能利用率已回升至 80%，前期毛利率压力逐步缓解，结合公司在行业格局优化下日益强化的原料采购议价力及产品提价能力，预计短期业绩有望持续改善，预计全年收入将完成 15% 增长，利润增速高于收入增速。公司经历 18-19 年集中性产能爬坡投放后，预计未来产能增量、资本开支及固定资产折旧及财务费用将进入稳定期，销售增量更多依靠衍生品推广及结构性升级提价，产能使用效率有进一步提升空间。公司目标在 2021 年实现收入过百亿，预计在新董事长带领下将有望延既定策略稳步实现。

### 关键假设

对公司 2019 年及其后收入成本、毛利、费用及盈利能力分析假设如下：

1. **新增产能落地爬坡顺畅，前期产能缺口量价齐增。**随着需求增长和新建产能释放，2018 年 9 月份新增投产的柳州 2 万吨 YE 产能爬坡顺利，2018 年产能已达到 3.4 万吨，预计 2019 年将释放剩余 0.6 万吨达到 4 万吨满产；赤峰工厂经过 2018 年年中搬迁改造一个季度的调整也逐渐向好，1.5 万产能预计将贡献今年增量。今年 4 月份投产的埃及 YE 产能稳定爬坡预计也将有 1-1.1 万吨 YE

产能所贡献。公司计划每年新增 10%左右的产能投放，不急不缓，保证收入有持续稳定的增长，同时公司也计划在国际市场寻找较大的酵母公司作为潜在并购目标。去年三季度新疆伊犁工厂限产 60%带来约 1.2 万吨的缺口已在 19H1 逐渐缩小，产能利用率达到 80%，剩余缺口也将由云南、广西、埃及等地超负荷计划生产来弥补，对于毛利率的压制因素有望持续解除。综上，预计酵母系列销量将保持在 8%-10%的增长速度。

**2. 糖蜜成本下降优化盈利，提价权强化望转移压力。**国外原材料产地布局获得的就近成本优势，国内糖蜜供给增加同时酒精用糖蜜需求下降导致价格下降，公司于 18Q4 到 19Q1 集中采购，北方甜菜采购 25 万吨价格下降 10%，埃及采购 20 万吨糖蜜均价 800 元下降 8%，南方糖蜜采购 40 多万吨同比下降 8-10%，综合看 2019 年采购使用糖蜜均价下降 8-10%，降幅优于年初判断 2-3pcts，考虑到 19Q1 后新的低价糖蜜在成本使用占比中提升，预计后续原料加权成本将逐季下降。2020 年后即使糖蜜价格出现回调，公司亦有充足能力提价转移成本压力。当前出口酵母以低价策略获取市场，吨价仍然具备提升空间，年初已对俄罗斯产品提价约 3-4%，随着寡头垄断格局强化下的提价权增强，预计酵母吨价每年提升 3%-5%。

**3. 衍生产品结构升级，整体盈利能力提升。**目前 YE 产品毛利率仍然偏低，除酵母系列和酵母上游制糖业务外，公司收入结构中保健品、生物饲料、食品原料等业务市场仍处于发展初期，增长较快，从 19Q1 来看 YE 增长超 20%表现积极，增速回升，动物营养、保健品收入近 30%，酿酒业务增速超 40%，整体衍生品业务表现积极。随酵母营养品消费群体扩增、衍生品技术愈成熟，埃及二期产能本月投产后 YE 海外出口空间很大，国内以动物营养、保健品、生物能源为首的衍生业务有望持续高增，有望推动公司收入及盈利能力提升。

**4. 公司期间费用率下降。**公司业内龙头优势明显，供应链议价能力显著，预计 2019-2021 年公司销售费用率分别为 11.3%、11.0%、10.8%，管理费用率分别为 7.5%/7.3%/7.0%，期间费用率整体下降，盈利能力逐渐提升。

**5. 净利润率有望超越 17%，持续攀新高。**公司净利润率曾于 2010 年达到 13.6%，但近年来净利润率出现下降，2014 年低至 4.0%，主要由于公司于 2011-2013 年偏离经营目标发展保健品 B2C 业务拔高销售管理费用率，快速产能扩建导致资本开支、折旧和财务费用提升，且期间糖蜜和人工价格走高导致毛利率降低。随着公司经营调整、新建产能落地后规模效应体现，相关成本及费用有所降低，公司 18 年以前毛利率/净利率逐步恢复。2018 年下半年新疆伊犁产能限产 60%以及内蒙赤峰产能搬迁导致产能缺口引发毛利率波动，当前赤峰工厂已搬迁完毕，近期调研了解伊犁产能利用率已回升至 80%，未来随着公司调整产能选址也有望逐步改善，前期压制毛利的不利因素已逐渐消退，尤其在糖蜜成本逐季下降的驱动下，盈利能力有望逐季恢复。展望未来，公司经历 18-19 年集中性产能爬坡投放后，预计产能增量、资本开支及固定资产折旧及财务费用将逐渐回稳，加上糖蜜价格稳中有降并无明显反弹压力，业绩有望改善，预计公司净利润率将重回至 15%以上。

**6. 汇率影响：**由于安琪是全球性经营企业，市场比较关注汇率波动对公司带来的影响。从 2018 年销售情况看由于汇率升值波动确实对 H1 出口增速带来一定的影响，而近期人民币贬值同比优化下也将利好出口业务及海外公司汇兑损益。汇率波动影响是系统性的，安琪业务不仅看美元兑人民币汇率的风险，也看外国货币对美国的汇率风险，当人民币兑美元贬值时将有利于企业出口，当海外外币兑美元贬值时，由于公司子公司主要用美元、欧元以及人民币元结算，所以在报表中也能呈现更多的汇兑收益。为了平衡汇率带来的风险。公司也积极对汇率风险管理展开针对措施：安琪是外管局批准的外汇资金管理企业，可以全

球统一调度管理外汇，另外通过远期操作对冲风险，通过外汇负债和资产对冲减少汇率风险敞口，公司还在结汇方面引入新的平台化处理，比银行处理更方便。

### 盈利预测

随着国际化战略深化，安琪有望进军南美、东南亚地区，实现全球布局，海外产能建设落地缓解产能瓶颈同时享受出口创收，公司酵母销量有望提升。以 YE 为核心的产品结构升级以及国内竞争格局改善下产品提价空间加强促进收入增长。公司酵母龙头地位显著、在安联马利式微中有望依靠同业并购、外延多品类发展实现赶超。近期俞董事长因到龄退休辞职退休，俞董事长在公司工作超三十三年，引领安琪由地方性科研单位发展成国家重点高新技术企业、国内酵母行业龙头企业、全球酵母产品主要供应商，功勋卓越，公司也正按照法定程序完成董事、董事长增补及法定代表人变更的过程，预计拟任董事长将有长期的上市公司工作管理经验，会按照公司既定的战略和目标，向着“国际化、专业化”的生物技术公司这个目标奋进，除董事长更换外其他高管阵容保持稳定，预计短期以及 2021 年公司的百亿目标不会产生影响，且公司仍在积极寻求提升内部激励、发挥管理层活力的方式，公司长期基于酵母生物技术优势形成多品类良性发展。上调 2019-2021EPS 至 1.22/1.44/1.66 元，对应 24/20/17 倍 PE，结合相对估值及绝对估值判断，给予 2020 年 24x-25xPE，一年期目标估值 34.6-36.0 元，按当前股价有 20%空间，维持“买入”评级。

表 10: 估值与可比公司比较

公司名称	当前股价 2019/7/16	市值 (亿元)	PE			EPS		
			18	19E	20E	18	19E	20E
安琪酵母	28.88	238	27.8	23.7	20.1	1.04	1.22	1.44
可比公司								
海天味业	100.15	2,704	61.8	51.6	43.0	1.62	1.94	2.33
千禾味业	21.58	99	41.5	43.2	33.7	0.52	0.50	0.64
桃李面包	38.37	253	39.6	33.4	27.4	0.97	1.15	1.40
可比公司平均			47.6	42.7	34.7			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理

## 风险提示

### 业务增速不及预期

安琪海外出口业务面临当地企业的竞争压力，尤其是在欧洲等以鲜酵母为主的消费市场推广干酵母将面临考验。在国内市场酵母衍生品的使用推广速度仍需验证，尤其是在对酵母源生物饲料以及酵母类保健品的市场认知仍需培育。

### 产能扩张减慢

海外建厂面临当地的政策风险和社会风险，国内产能若政策趋严，限产可能对公司销量形成负面影响。

### 原料价格波动

若广西、云南等糖蜜主产区遭遇恶劣天气等因素导致糖蜜减产，糖蜜价格上涨从而提升原料成本，可能对公司盈利能力造成影响。

### 食品安全问题

随着食药监局对于食品安全政策收紧，对产品品质和安全要求日益提高。尽管公司依据科学的管理和先进的技术，能够严格把控酵母的供应质量，但难以保证下游烘焙面包企业因经营条件差异所存在的食品安全风险。若出现行业食品安全事件，将对产业链上下游的经营均造成负面影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E					
现金及现金等价物	374	450	480	873	营业收入	6686	7758	8952	10313					
应收款项	913	1020	1226	1413	营业成本	4258	4977	5784	6669					
存货净额	1870	2184	2561	2974	营业税金及附加	67	78	90	103					
其他流动资产	253	310	358	413	销售费用	756	853	967	1083					
<b>流动资产合计</b>	<b>3410</b>	<b>3965</b>	<b>4625</b>	<b>5672</b>	管理费用	228	554	593	733					
固定资产	5087	5588	5956	6187	财务费用	129	125	118	100					
无形资产及其他	284	273	262	250	投资收益	(1)	10	10	10					
投资性房地产	169	169	169	169	资产减值及公允价值变动	(32)	0	0	0					
长期股权投资	30	30	30	30	其他收入	(239)	0	0	0					
<b>资产总计</b>	<b>8980</b>	<b>10025</b>	<b>11043</b>	<b>12309</b>	营业利润	976	1181	1411	1634					
短期借款及交易性金融负债	2127	2140	1818	1500	营业外净收支	6	6	6	6					
应付款项	1126	1498	2049	2719	<b>利润总额</b>	<b>982</b>	<b>1187</b>	<b>1417</b>	<b>1640</b>					
其他流动负债	368	417	482	561	所得税费用	82	131	170	197					
<b>流动负债合计</b>	<b>3622</b>	<b>4054</b>	<b>4350</b>	<b>4779</b>	少数股东损益	43	52	62	72					
长期借款及应付债券	640	640	640	640	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>857</b>	<b>1005</b>	<b>1185</b>	<b>1371</b>					
其他长期负债	165	166	167	168										
<b>长期负债合计</b>	<b>805</b>	<b>806</b>	<b>807</b>	<b>808</b>	现金流量表 (百万元)									
<b>负债合计</b>	<b>4427</b>	<b>4861</b>	<b>5157</b>	<b>5588</b>	净利润	857	1005	1185	1371					
少数股东权益	260	289	323	363	资产减值准备	7	(0)	0	0					
股东权益	4293	4876	5563	6358	折旧摊销	422	510	543	581					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8980</b>	<b>10025</b>	<b>11043</b>	<b>12309</b>	公允价值变动损失	32	0	0	0					
					财务费用	129	125	118	100					
关键财务与估值指标					2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	(366)	(59)	(13)	96	
每股收益	1.04	1.22	1.44	1.66					其它	15	29	34	39	
每股红利	0.50	0.51	0.60	0.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>967</b>	<b>1485</b>	<b>1749</b>	<b>2087</b>	资本开支	(801)	(1000)	(900)	(800)
每股净资产	5.21	5.92	6.75	7.72	其它投资现金流	0	0	0	0	<b>投资活动现金流</b>	<b>(801)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(900)</b>	<b>(800)</b>
ROIC	18%	15%	17%	18%	权益性融资	0	0	0	0	负债净变化	(262)	0	0	0
ROE	20%	21%	21%	22%	支付股利、利息	(414)	(422)	(498)	(576)	其它融资现金流	1142	13	(322)	(318)
毛利率	36%	36%	35%	35%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(209)</b>	<b>(409)</b>	<b>(819)</b>	<b>(894)</b>	<b>现金净变动</b>	<b>(43)</b>	<b>76</b>	<b>30</b>	<b>393</b>
EBIT Margin	21%	17%	17%	17%	货币资金的期初余额	417	374	450	480	货币资金的期末余额	374	450	480	873
EBITDA Margin	27%	23%	23%	22%	企业自由现金流	516	606	967	1394	权益自由现金流	1396	507	541	987
收入增长	16%	16%	15%	15%										
净利润增长率	1%	17%	18%	16%										
资产负债率	52%	51%	50%	48%										
息率	1.7%	1.8%	2.1%	2.4%										
P/E	27.8	23.7	20.1	17.4										
P/B	5.5	4.9	4.3	3.7										
EV/EBITDA	15.7	15.9	14.0	12.7										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

---

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032