

投资评级：增持(首次评级)

当前价格(元)：29.86

合理价格区间(元)：32.3~36.1

证券分析师

张梦甜

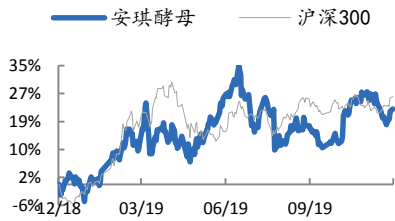
资格编号：S0120518060002

电话：021-68761616-8610

邮箱：zhangmt@tebon.com.cn

联系人

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.3	8.0	4.2
相对涨幅(%)	-6.1	6.3	3.5

资料来源：德邦研究所

相关研究

## 酵母龙头壁垒强，全球拓展空间大 安琪酵母(600298)

投资要点：

- **安琪是国内酵母行业的绝对龙头，享有一定的定价权。**酵母行业下游需求较分散、添加比例低(0.01%-1%)。安琪是国内最大的酵母生产及深加工龙头，市占率高达56%，具有一定的提价能力，过去平均1-2年会对部分或全部产品提价，提价幅度5%-10%。
- **酵母行业呈寡头垄断特点，安琪规模、资金、技术等方面壁垒深厚。**酵母行业因进入壁垒较高，寡头垄断特点明显，全球CR5占比高达78%。酵母制造是重资产行业、资金投入大，同时对技术及服务要求高，安琪经过多年积累建立起深厚壁垒：目前在全球酵母市场规模位列第三。公司重视技术研发，共申请专利40件，其中发明专利27件。
- **海外市场拓展及酵母抽提物业务发展空间大。**近十年，全球前两大酵母品牌产能发展缓慢、甚至出现下降，安琪呈快速追赶之势，产能复合增速高达11%，市占率达16%。凭借规模、技术、资金等优势，安琪相较排名其后的海外小品牌更具性价比，未来产能投放重心侧重于海外，有望进一步收割小品牌份额；国内YE处于发展初期，近十年产量复合增速高达21%，当前市场总产能近12万吨，安琪为绝对龙头，市占率66%。YE下游的应用广泛，对传统味精等调味品替代空间大，保守预测国内YE市场容量将超过50万吨，安琪最受益于行业快速成长。
- **安琪业绩有一定波动，主要因素近两年影响可控。**安琪近十年收入稳健增长，复合增速18%，净利润波动较大。影响业绩波动的中长期因素主要包括糖蜜采购价格、产能折旧、产能利用率、提价及汇率波动等，其中糖蜜价格对业绩的影响最大。通过敏感性分析可知当糖蜜采购价在5%和-5%之间波动，酵母系列毛利率的变化幅度为-4.6%至4.5%。供给端看，糖蜜供应随糖价周期性波动。需求端看，糖蜜下游的酒精需求近几年大幅减少。当前全球糖业供大于求，糖价处于底部，加之国内糖蜜下游酒精需求大幅减少，预计19/20榨季采购价格或稳中有降，最快于20/21榨季进入上升周期，但由于需求端的影响增大，未来糖蜜价格中枢将下移。
- **盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司2019-21年EPS分别为1.12/1.29/1.51，对应PE分别为26.6/23.1/19.8倍。公司作为全球第三、国内第一的酵母龙头，具备规模、资金、技术等竞争优势，未来海外市场扩张及酵母抽提物的发展将是推动公司增长的重要引擎。年初以来公司经营逐步改善，新董事长上任后进行组织架构改革，运营效率增强。我们认为公司的合理估值为25-28倍，对应2020年目标价为32.3-36.1元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**糖蜜价格大幅上升；环保趋严、产能利用率不及预期；汇率波动影响汇兑损益；白糖价格下跌导致白糖业务利润下降等。

股票数据

总股本(百万)	824.08
流通A股(百万)	824.08
52周内股价区间(元)	33.0-23.17
总市值(百万)	24,607.06
总资产(百万)	9,873.55
每股净资产(元)	5.82

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	5776	6686	7592	8575	9805
(+/-) YoY (%)	18.8	15.8	13.6	12.9	14.3
净利润(百万元)	847	857	923	1067	1241
(+/-) YoY (%)	58.3	1.1	7.8	15.6	16.3
全面摊薄EPS	1.03	1.04	1.12	1.29	1.51
毛利率(%)	37.6	36.3	35.8	36.3	35.6
净资产收益率	22.0	20.0	17.2	17.5	17.6

资料来源：公司年报(2017-2018)，德邦证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 目 录

1. 安琪深耕酵母行业三十年，发展为酵母系列产品龙头.....	7
1.1 安琪以酵母系列产品为核心，完成了全产业链覆盖.....	7
1.2 安琪在成立的三十年中，收入实现稳健增长.....	8
1.3 安琪的股权结构清晰，员工持股绑定利益.....	10
1.4 安琪的渠道及服务优势强.....	10
2. 酵母行业呈寡头垄断特点，安琪位列国内第一/全球第三.....	11
2.1 酵母行业壁垒较高，寡头垄断特点明显.....	11
2.2 酵母应用广泛，下游需求稳定.....	12
2.3 国内酵母行业步入成熟期，安琪的龙头优势稳固.....	15
2.4 安琪是全球第三大酵母龙头，未来海外市场拓展空间大.....	16
2.4.1 安琪产能规模全球第三，与前两大品牌的差距不断缩小.....	16
2.4.2 安琪在海外市场采取差异化策略，相较本土品牌更具竞争优势.....	17
2.4.3 海外市场将是推动安琪业绩增长的重要引擎.....	17
2.4.4 海外重点酵母市场竞争格局分析.....	18
2.4.5 安琪海外产能仍较低，将重点加大海外布局.....	19
3. 酵母衍生品发展空间大，是安琪未来的重要增长点.....	19
3.1 酵母抽提物 YE 应用空间大，是安琪的重要增长点之一.....	19
3.1.1 YE 具有降盐增鲜的功效，含有更丰富的营养物质.....	19
3.1.2 YE 下游应用广，下游行业需求稳健.....	20
3.1.3 YE 替代味精等传统调味品的空间较大.....	21
3.1.4 YE 市场尚处于早期发展阶段，安琪是全球 YE 龙头.....	22
3.1.5 国内 YE 行业快速发展，安琪份额远高于其他竞品.....	23
3.2 其他酵母衍生品的应用空间广.....	23
4. 安琪的业绩波动的主要影响因素.....	24
4.1 安琪业绩波动的主要影响因素.....	24
4.2 糖蜜价格波动对安琪盈利周期的影响.....	26
4.2.1 糖蜜供给与需求的关系.....	26
4.2.2 白糖的价格周期.....	27
4.2.3 糖蜜价格近两年受供给影响减弱，受酒精需求下降影响突出.....	30
4.2.4 国内糖蜜价格走势判断.....	33

4.2.5	糖蜜价格对安琪毛利率影响的敏感性分析.....	33
4.3	产能建设周期对安琪盈利波动的影响.....	35
4.3.1	固定资产折旧是影响安琪盈利波动的因素之一.....	35
4.3.2	安琪新建产能的集中投产期对业绩影响较大.....	36
4.3.3	预计 2020-21 年新增折旧趋于平稳.....	38
4.4	产能利用率对安琪盈利波动的影响.....	39
4.5	提价对安琪盈利波动的影响.....	39
4.6	汇率对安琪盈利波动的影响.....	40
5.	安琪的管理效率有所提升.....	42
6.	盈利预测及估值.....	42
6.1	收入预测.....	43
6.2	估值.....	44
6.3	盈利预测及投资建议.....	45
7.	风险提示.....	46

## 图表目录

图 1 安琪酵母以酵母系列为主 .....	7
图 2 安琪酵母各业务毛利率 .....	7
图 3 安琪酵母产业链及核心系列产品概览 .....	7
图 4 安琪的酵母系列产品以面用酵母及酵母抽提物为主 .....	8
图 5 酵母系列的产品构成 .....	8
图 6 安琪酵母在不同发展阶段收入均实现稳定增长 .....	9
图 7 安琪酵母发展历程中重要节点 .....	10
图 8 安琪酵母股权结构 .....	10
图 9 国内办事处数量对标 (个) .....	11
图 10 国内销售人员数量对标 (人) .....	11
图 11 安琪酵母研发占较高 .....	12
图 12 安琪酵母研发支出持续提升 .....	12
图 13 酵母的主要下游应用领域 .....	13
图 14 酵母下游需求构成 (%) .....	13
图 15 我国烘焙行业零售额规模及增速 .....	14
图 16 我国面包行业规模及增速 .....	14
图 17 国内啤酒行业过去几年过剩产能调整 (万千升/年) .....	15
图 18 国内葡萄酒产量大幅下滑 (万千升/年) .....	15
图 19 国内酵母行业产量已步入平稳增长期 (万吨) .....	15
图 20 国内酵母行业 CR3 集中度高 .....	16
图 21 安琪在国内酵母市场产量市占率逐步提升 .....	16
图 22 全球酵母竞争格局 (万吨) .....	17
图 23 全球前三大酵母品牌工厂分布 (个) .....	17
图 24 安琪酵母收入拆分 (按地区) .....	17
图 25 安琪酵母海外业务毛利率低于中国大陆业务毛利率 .....	17
图 26 安琪酵母国内业务收入及增速 (亿元/%) .....	18
图 27 安琪海外业务收入及增速 (亿元/%) .....	18
图 28 酵母抽提物 YE 广泛应用于调味领域 .....	20
图 29 酵母抽提物 YE 制作过程图解 .....	20
图 30 我国味精产量 (万吨) .....	22
图 31 全球 YE 市场产量快速提升 .....	23

图 32 全球主要 YE 生产品牌规模 (万吨)	23
图 33 国内 YE 行业近几年呈快速增长趋势	23
图 34 国内 YE 市场竞争格局	23
图 35 安琪收入及业绩增长情况	25
图 36 安琪酵母毛利率与净利率走势	25
图 37 安琪酵母杜邦分析	26
图 38 安琪酵母系列产品成本构成	26
图 39 酵母的主要原材料糖蜜的供需关系	27
图 40 我国食糖下游需求较稳平稳	27
图 41 糖价走势与糖产量走势相反	28
图 42 柳州白砂糖现货价走势 (元/吨)	28
图 43 我国进口食糖数量 (万吨)	29
图 44 我国食糖消费量 (万吨)	29
图 45 单吨食糖生产成本	29
图 46 各国机械化率	29
图 47 国内糖价随国外糖价波动	30
图 48 全球食糖过剩缩窄	30
图 49 糖蜜价格与食糖价格走势的相关性减弱	31
图 50 糖蜜 2015 年下游需求中酒精占大头	31
图 51 糖蜜 2018 年下游需求构成中酒精占比大幅下降	31
图 52 国内白酒产量同比增速下降 (%/月)	32
图 53 国内发酵酒精产量下滑 (万千升/月)	32
图 54 我国玉米市场价处于低位	33
图 55 安琪毛利率与糖蜜市场价格的关系	34
图 56 安琪的酵母系列毛利率与糖蜜采购价格呈反向相关	34
图 57 安琪的糖蜜采购价格与糖蜜市场均价的关系	34
图 58 安琪的固定资产折旧增速与毛利率的相关性	35
图 59 固定资产折旧大幅变动时会取代糖蜜价格成为影响毛利率的主要因素	36
图 60 安琪新增累计折旧及净利率走势	37
图 61 安琪 2013 年重大转固项目金额大幅增长 (亿元)	38
图 62 安琪 2017-19 年重大项目转固情况 (亿元)	38
图 63 新增固定资产累计折旧占总营收的比例下降	39
图 64 安琪的酵母类产能利用率处于提升趋势	39

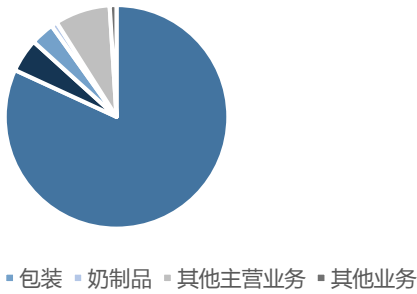
图 65 酵母类产能利用率与酵母系列毛利率的关系 .....	39
图 66 提价对安琪酵母系列毛利率影响.....	40
图 67 安琪的汇兑收益及损失波动较大（亿元） .....	41
图 68 安琪的汇兑收益及损失与净利润（亿元） .....	41
图 69 安琪 2018 年埃及子公司收入及出口总收入（亿元） .....	41
图 70 美元兑人民币汇率 .....	41
图 71 美元兑埃及镑汇率 .....	42
图 72 美元兑俄罗斯卢布汇率.....	42
图 73 安琪酵母应收账款的变化 .....	42
图 74 安琪酵母收入与 PE（TTM）走势 .....	44
图 75 安琪酵母净利润与 PE（TTM）走势.....	44
图 76 安琪酵母 PE BAND .....	45
表 1 安琪的酵母系列产品及下游应用领域 .....	8
表 2 安琪的面用酵母及 YE 主要产品 .....	8
表 3 酵母行业下游需求情况 .....	14
表 4 安琪的海外工厂布局及优势 .....	19
表 5 YE 主要应用领域及效果.....	21
表 6 YE 下游行业需求概览.....	21
表 7 国内市场 YE 对味精替代的敏感性分析 .....	22
表 8 安琪的其他酵母衍生物产品介绍.....	24
表 9 低端白酒产量呈下滑趋势 .....	32
表 10 安琪糖蜜采购价格对其酵母系列毛利率影响的敏感性分析.....	35
表 11 安琪产能建设与投产情况.....	36
表 12 安琪的折旧方法 .....	37
表 13 安琪历年提价情况 .....	40
表 14 安琪酵母收入预测 .....	43
表 15 可比公司估值.....	45
表 16 糖蜜采购价格（19-20 榨季）变化对 2020 年净利润影响的敏感性分析.....	46

## 1.安琪深耕酵母行业三十年，发展为酵母系列产品龙头

### 1.1安琪以酵母系列产品为核心，完成了全产业链覆盖

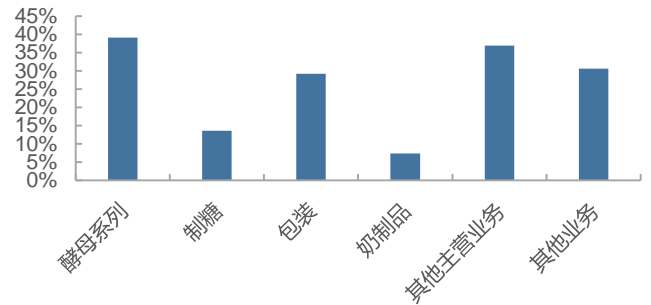
安琪酵母的酵母系列产品贡献八成收入。安琪酵母是以酵母系列产品为核心的国家重点高新技术企业，成立于1986年，2000年在上交所上市。公司酵母系列产品的收入占比达81.86%，产品丰富，主要包括面包酵母、酒酿酵母、酵母抽提物（YE）、营养保健食品、动物饲料添加剂等。酵母系列产品毛利率高达39.07%，是盈利能力强的核心业务。

图1 安琪酵母以酵母系列为主



资料来源：WIND，德邦研究所

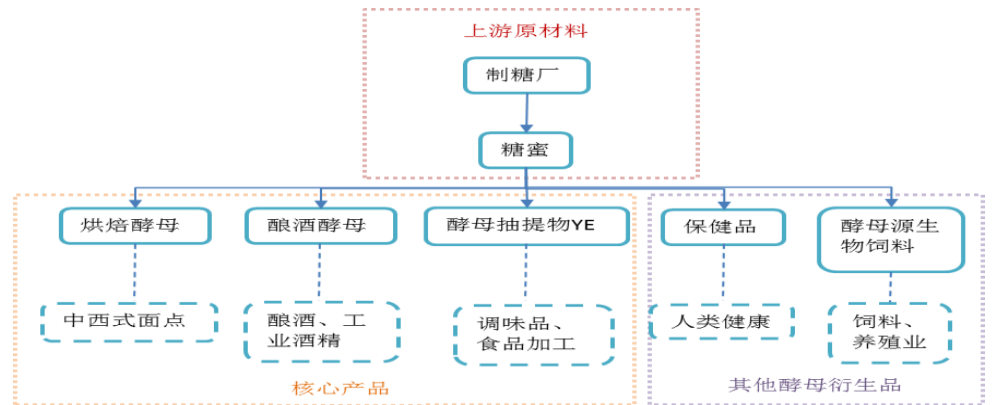
图2 安琪酵母各业务毛利率



资料来源：WIND，德邦研究所

安琪深耕酵母行业30年，逐步完成酵母全产业链覆盖。此外，公司还投资了制糖厂、塑料软包装等。公司依托酵母技术与产品优势，建立了一条上下游密切关联的产业链。

图3 安琪酵母产业链及核心系列产品概览



资料来源：德邦研究所

安琪的酵母系列产品广泛应用于面食发酵、烘焙西点发酵、酒精发酵、食品调味、人类营养健康、动/植物营养等领域。

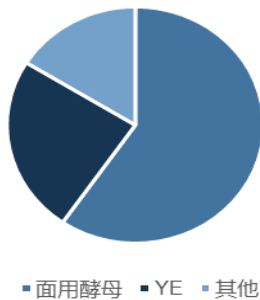
表 1 安琪的酵母系列产品及下游应用领域

	下游应用领域	小包装产品
酵母	中式面点发酵	酵母粉、泡打粉/改良剂
	西式烘焙发酵	酵母粉、泡打粉/改良剂、烤箱类预拌粉、面粉
	酒精发酵（白酒、葡萄酒、米酒等）	甜酒曲等
酵母抽提物	调味品(酱油、肉制品、方便面面饼及料包等)	汤料汁、卤肉料、嫩肉粉等
其他酵母衍生品	人类营养健康	安琪纽特酵母蛋白粉、乳铁蛋白、维 D 钙软胶囊等
	动物营养	福邦饲料添加剂、母仔猪饲料添加剂等
	植物营养	酵母源生物有机肥料

资料来源：公司官网，德邦研究所

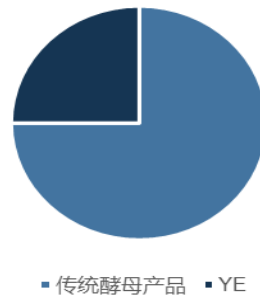
安琪的酵母系列产品中，分为传统酵母及酵母抽提物产品（YE）为主，预计传统酵母产品占酵母系列收入的 75%，YE 占酵母系列收入的 25%。面用酵母及 YE 占总收入的比例超过 80%。

图 4 安琪的酵母系列产品以面用酵母及酵母抽提物为主



资料来源：德邦研究所

图 5 酵母系列的产品构成



资料来源：德邦研究所

安琪的酵母系列产品分为 2C 的民用产品和 2B 的工业产品，以 2B 端产品为主，2C 端占比较低（占比 19%）。2C 端产品主要包括家庭用小包装酵母粉、保健品、小包装白糖及面膜化妆品。

表 2 安琪的面用酵母及 YE 主要产品

耐高糖高活性干酵母 (金装)	低糖高活性干酵母粉 (2C 小包装)	馒头改良剂 (增白型)	安琪 YE 鲜味粉	安琪 YE 卤味汁

资料来源：公司官网，德邦研究所

## 1.2 安琪在成立的三十年中，收入实现稳健增长

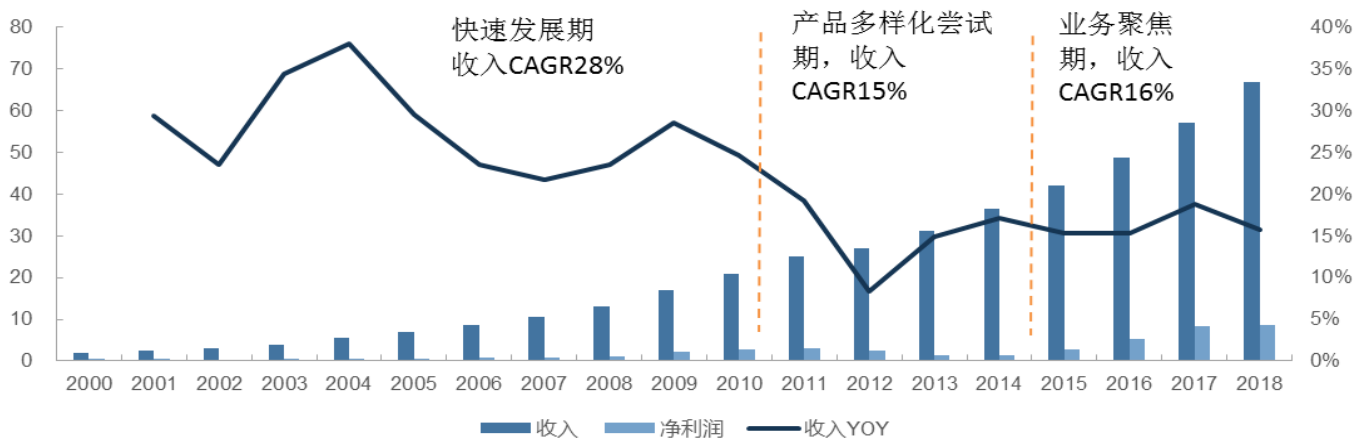


**快速发展阶段(1986-2010年)**,公司收入复合增速高达**28%**,净利润复合增速**21%**。2006年前,公司采取农村包围城市的战略,由北方市场开始慢慢进行全国产能布局及扩张。2001年,酵母年产能达到2万吨。2005年,YE年产能达到2万吨。2006-2010年,公司的战略重心转移至大城市,在全国范围内设立了26个省级办事处。

**多元化尝试阶段(2010-2014年)**,公司收入复合增速近**15%**,净利润复合增速**-15%**。该阶段国内整体经济环境及行业均发生一些变化:经济增速放缓,大多数消费品由扩容式增长转向挤压式增长;安琪自身也在经历一些变化:安琪开始拓展海外及衍生品业务,收入端维持了稳定增长。公司整体战略重心曾一度由传统的2B端业务转向2C端的保健品业务,由于安琪一直以2B业务为主,2C渠道的协同性较弱,导致费用投放大幅增加,此外,2012-14年是安琪新建产能的集中投产期,新增累计折旧大幅增加,利润出现下滑。

**业务重新聚焦阶段(2014年至今)**,公司收入复合增速**16%**,净利润快速恢复,复合增速高达**55%**。该阶段安琪重新聚焦酵母主业,此外,行业竞争格局也在好转,国内主要竞争对手英联马利收缩酵母业务,乐思福在中国的发展较为缓慢。安琪凭借自身的规模、渠道及服务优势,不断收割市场份额,国内市场市占率迅速由**44%**提升至**56%**。该阶段公司也开始进行海外生产线布局。

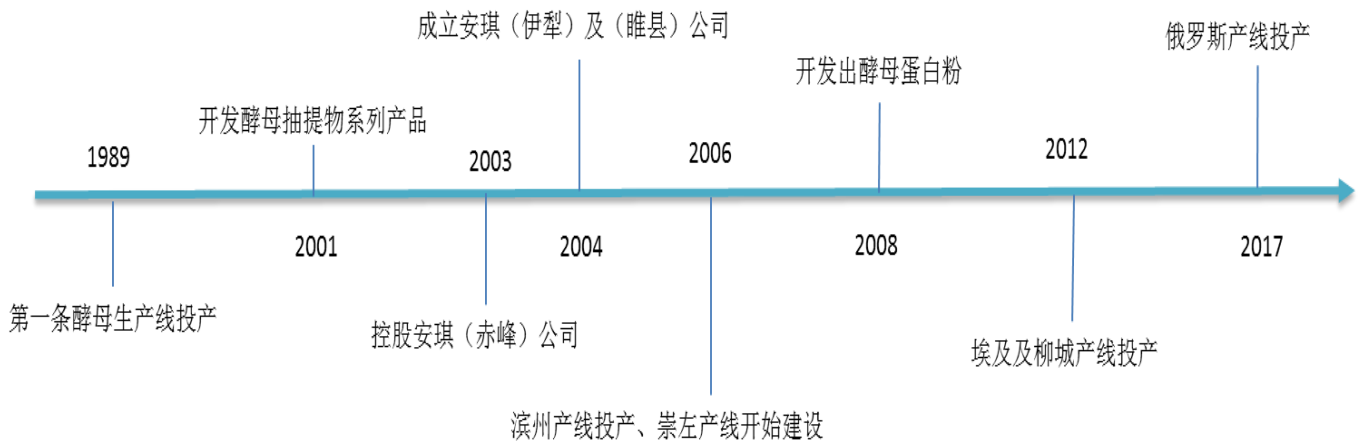
图6 安琪酵母在不同发展阶段收入均实现稳定增长



资料来源: WIND, 德邦研究所

安琪的第一条生产线于1989年正式投产,2001年,酵母产能达到2万吨,同年公司开发了酵母抽提物(YE)产品。2005年后,公司通过自建产线及兼并收购开始布局全国扩张,不断丰富产品线。2012年后,积极布局海外产能,海外产线拓展至埃及和俄罗斯。

图 7 安琪酵母发展历程中重要节点



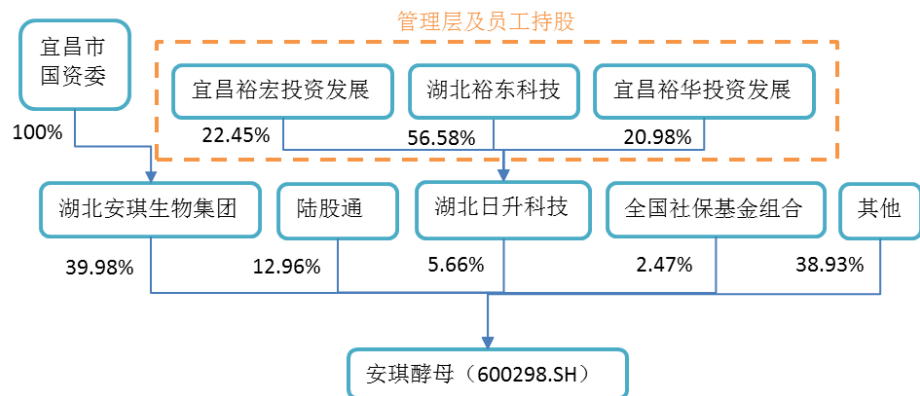
资料来源：公司年报，德邦研究所

### 1.3 安琪的股权结构清晰，员工持股绑定利益

管理层及核心人员通过湖北日升间接持股，与上市公司利益保持高度一致。公司总股本 8.24 亿股，控股股东为湖北安琪生物集团有限公司，持股比例达 39.98%，实际控制人为宜昌市国资委。第二大股东湖北日升科技为 380 名公司管理层及核心员工的持股平台，持股比例达 5.66%。

公司的前十大股东中，除了以上两家外，多为机构持有，包括全国社保资金组合、中央汇金资产管理有限公司、中国人寿保险股份有限公司等，陆股通持股比例达 12.96%。

图 8 安琪酵母股权结构



资料来源：招股说明书，德邦研究所

### 1.4 安琪的渠道及服务优势强

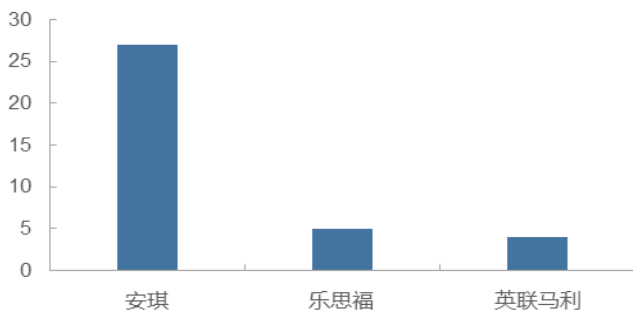
安琪的渠道以 2B 为主，销售模式分为经销商和直供。安琪的酵母系列产品以 2B 产品为主，收入占比 81%，2C 业务（小包装酵母、营养健康及电商等）收入占比 19%。小包装酵母产品虽然收入占比虽然不高，但小包装酵母产品的市占率很高。公司采取经销商代理+大客户直供的销售模式。民用产品通过经销商分销、直销或通过公司的各类电商平台卖给消费者，工业用品主要通过经销商分销或直供提供给客户。安琪的线上渠道包括安琪 E 家、博试生、贝太厨房等自有电商平台，以及第三方电商平台开设的店铺。

安琪的 2C 端渠道涵盖商超、母婴、药店及电商。公司最早通过 2C 端的小包装酵

母产品君如商超渠道，目前商超渠道已经形成了多种产品组成的组合，还包括酵母改良剂、甜酒曲、小苏打、小包装糖、调味品等；保健品主要在母婴渠道和药店渠道进行销售，主要以直供为主，覆盖终端店超过3万家；公司2015年收购了“贝太厨房”，进一步拓展电商渠道，主要销售烘焙原料等产品。

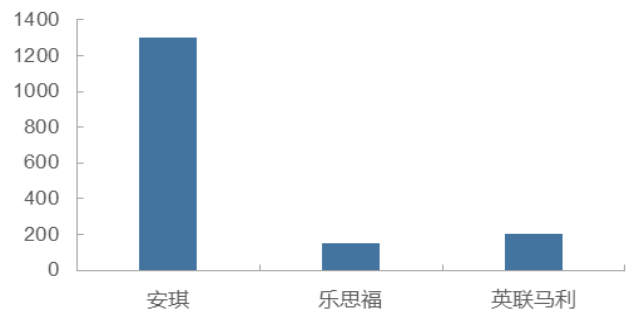
安琪深耕国内市场多年，与竞争对手相比具有渠道优势。安琪的办事处、销售人员数量等远远领先竞品。公司已经构建了辐射全国的营销网络，截至2018年，在全国拥有27个办事处，国内经销商11245家，销售人员达到1330人，7个技术服务中心。竞品乐思福在中国仅有5个办事处，150名销售人员，2个技术服务中心。不仅在经销商布局上领先国内主要竞争对手，安琪的渠道已下沉至乡镇一级，而海外的两大主要竞品乐思福和英联马利目前只下沉到地级市。英联马利在中国仅有200名销售人员，4个办事处和1个技术服务中心。基于强大的渠道网络布局，安琪可以提供更便捷服务。

图9 国内办事处数量对标（个）



资料来源：德邦研究所

图10 国内销售人员数量对标（人）



资料来源：德邦研究所

安琪的销售渠道也遍布全球，产品销售到海外的150多个国家和地区，在海外拥有80多个驻外机构，海外经销商数量已达到2800余家。

安琪的优质服务增强了客户黏性。公司与乐斯福和英联马利的模式相比，除了提供酵母及酵母深加工产品外，还通过技术人员及销售向客户提供相关产品的技术解决方案，此外还会开办培训班、技术交流会等提供技术支持，客户体验好，黏性高。安琪通过公司网站、中华面点网等线上平台及线下人员为客户提供远程商务和技术服务。乐斯福和英联马利在国内主要提供产品。

## 2. 酵母行业呈寡头垄断特点，安琪位列国内第一/全球第三

### 2.1 酵母行业壁垒较高，寡头垄断特点明显

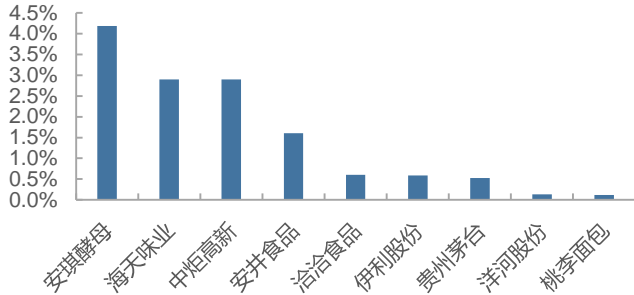
酵母行业龙头具备规模、资金、技术以及服务等竞争优势，不断挤占小企业份额，行业的新进入壁垒较高，容易形成寡头垄断，市场集中度高。

酵母行业具备资金壁垒，龙头资金及规模优势强。酵母行业属于重资产行业，投建厂房产线需要大量资金投入。以安琪酵母为例，建设年产1万吨酵母的工厂需投资2亿多资金，一次性投入大，建厂周期1-2年。此外，考虑到原材料、运输成本等因素，产线产量至少要达到6000吨/年才能达到规模效应，龙头在原材料采购及生产过程中具备明显优势，品牌及渠道优势也更强。小企业没有足够的资金实力支撑产能扩张，达不到规模效应，盈利能力差，逐渐被淘汰。

酵母行业具备技术壁垒，安琪酵母研发投入高。酵母种类多达1500种，菌种的选择、培育等均具有技术水平差别，只有具备长期的生产经验、掌握成熟的生产配方、持

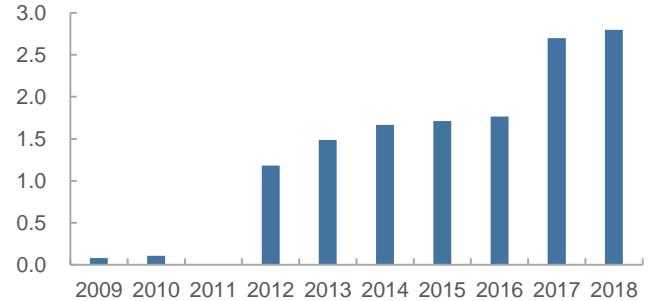
续进行研发投入，才能在行业内立于不败之地。安琪坚持“天然、营养、健康、美味”的产品研发理念，建立了高层次的产品技术研发平台。截至 2018 年，公司申请专利 40 件，其中发明专利 27 件。

图 11 安琪酵母研发占较高



资料来源：德邦研究所

图 12 安琪酵母研发支出持续提升



资料来源：德邦研究所

**酵母行业具备环保壁垒，小企业被迫退出。**每生产 1 吨干酵母会产生 150 吨废水，对环境污染较大，随着国家环保政策趋严，环保门槛不断提高。要达到国家环保标准，最初的设备投入及后续运营费用较高，废水治理费用高，大企业环保承担能力要远好于小企业。

**酵母行业具备服务壁垒。**安琪的客户以 B 端客户为主 (B 端客户占比 81%)，除了提供好的产品外，还需要公司向下游客户提供人员培训，协助 B 端客户开发产品等一站式产品解决方案。

## 2.2 酵母应用广泛，下游需求稳定

酵母可以将淀粉、纤维素水解成低分子糖、氨基酸、醇类等容易被人体吸收的低分子物质，能够提高面粉的消化吸收率。酵母本身也具有较高的营养价值，含有丰富的蛋白质 (38-70%)、B 族维生素、脂质 (2-60%)、碳水化合物 (27-36%)、矿物质 (Ca/P/Fe) 等，酵母菌中的蛋白质含量是几种主要粮食作物如水稻、小麦、玉米的 4-5 倍。此外，酵母氨基酸种类多、含量高且易被人体吸收。

**酵母产品的下游应用领域主要包括中式面点、烘焙食品及酒精酿造。**安琪酵母的酵母产品下游大客户包括像达能、巴比馒头、克里斯汀、桃李面包等诸多食品领域的龙头企业。

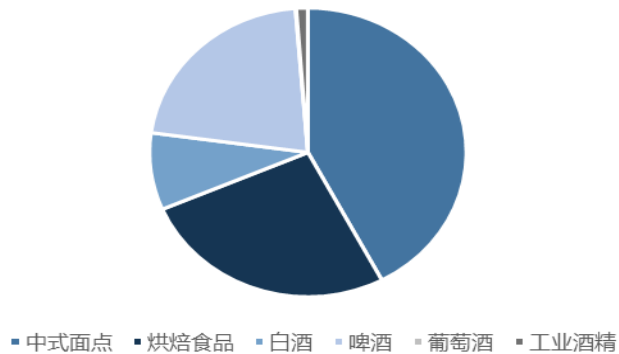
图 13 酵母的主要下游应用领域



资料来源：公司官网，百度图片，德邦研究所

酵母的下游较为分散，中式面点和烘焙食品占比最大，整体需求稳健增长。酵母的几大下游行业中，中式面点在总需求中占比最高，超过 40%，其次是烘焙食品，占比 26%。国内中式面点市场较成熟，销量基本保持平稳；烘焙市场由西方传入，仍处于较快速发展时期，预计未来 5 年销量复合增速 6%-8%；下游酿酒行业中白酒行业呈现明显结构性增长，总量基本平稳或略有下降；啤酒行业经过几年供需调整，整体产量较为平稳；葡萄酒产量呈下滑趋势。

图 14 酵母下游需求构成 (%)



资料来源：国家统计局，公司官网，德邦研究所

酵母在下游工业或家庭使用中添加比例小，在 0.01%-1% 的范围内，具有一定的提价能力。

表 3 酵母行业下游需求情况

	下游行业需求 (万吨)	未来 5 年下游销量 复合增速	酵母添加比例	估算酵母需求量	发酵原理
中式面点	2300	1.5%-2.0%	0.4%-0.8%	14.95	酵母将面粉中的糖类物质分解，产生气体和酒精，使面团松软并产生香气。
烘焙食品	1033	6%-8%	0.8%-1.0%	9.30	酵母将面粉中的糖类物质分解，产生气体和酒精，使面团松软并产生香气。
酒精酿造					
白酒	871	0.5%	0.15%-0.5%	3.05	
啤酒	3812	0.3%	0.05%-0.5%	7.62	酵母将粮食中糖类物质分解成酒精。
葡萄酒	63	-3.0%	0.02%-0.1%	0.03	
工业酒精	924	-5%	0.03%-0.06%	0.42	

资料来源：国家统计局，公司官网，德邦研究所

**中式面点行业成熟，销量平稳增长。**中式面点行业规模约 2300 万吨，预计未来 5 年销量增速达 1.5%-2.0%。中式面点在我国饮食文化中有着 3000 多年的历史，行业发展较为成熟，常用的面食发酵剂主要有三种：酵母、小苏打和老面发酵。小苏打起发作用差、碱味重，老面发酵是比较原始，是通过空气中的野生酵母菌和其他杂菌进行发酵，相比酵母发酵，老面发酵成本更低，但因为老面发酵过程中因为含有乳酸菌等杂菌，会产生大量的酸，所以面团往往需要加碱中和，加入碱的量需要恰当把握，否则影响面食的质量和口感。目前国内仍存在一部分老面发酵，酵母产品未来将逐渐替代这部分老面发酵市场。

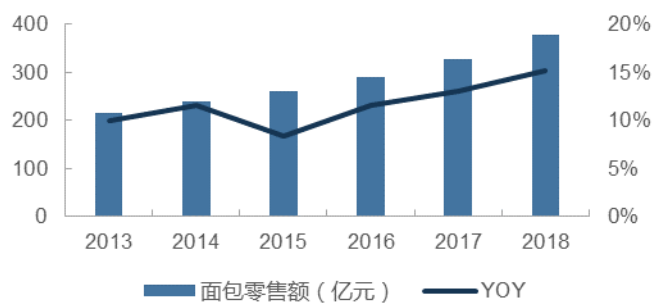
**烘焙食品行业处于发展前期，增速较快。**2018 年，我国烘焙行业规模近 2050 亿元，近五年复合增速 11%，快于欧美等发达国家，预计未来五年我国烘焙行业规模将保持 10% 以上的复合增速。其中，面包市场规模 378 亿元，占比 18%，近五年复合增速达 12%。我国烘焙食品销量达 1033 万吨，预计未来 5 年销量增速为 6%-8%。

图 15 我国烘焙行业零售额规模及增速



资料来源：德邦研究所

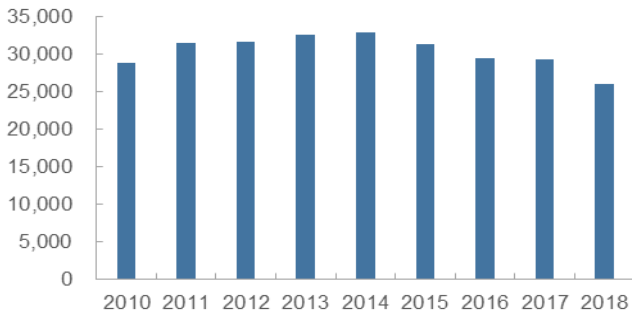
图 16 我国面包行业规模及增速



资料来源：德邦研究所

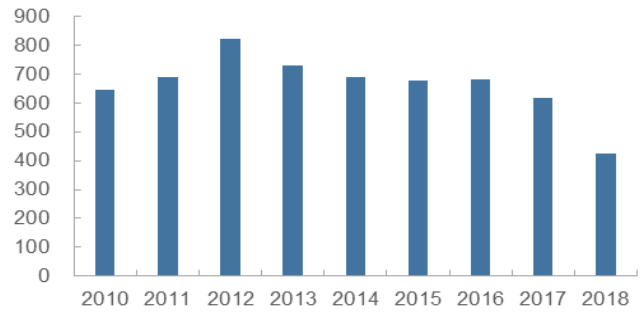
下游酿酒行业整体呈结构性增长，产量增速较低。据国家统计局数据，2018年，全国酿酒行业规模以上企业酿酒总产量5631.92万千升，同比增速1.17%；发酵酒精产量646.63万千升，同比增长3.24%；白酒规模以上企业酿酒总产量871.20万千升，同比增长3.14%，销售收入5363.83亿元，同比增长12.88%；啤酒规模以上企业总产量3812.24万千升，同比增长0.50%。销售收入1472.52亿元，同比增长7.08%；葡萄酒规模以上企业总产量62.91万千升，同比下降7.36%。销售收入288.51亿元，同比下降9.51%。

图 17 国内啤酒行业过去几年过剩产能调整 (万千升/年)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 18 国内葡萄酒产量大幅下滑 (万千升/年)



资料来源: WIND, 德邦研究所

### 2.3 国内酵母行业步入成熟期，安琪的龙头优势稳固

2018年，国内酵母行业产量达到35万吨。2006-12年，酵母行业产量复合增速10.2%。2012年后，酵母下游白酒、啤酒等需求疲弱，加之宏观经济增长放缓，国内酵母行业增速有所放缓，2012-18年，行业产量复合增速为4.0%。

图 19 国内酵母行业产量已步入平稳增长期 (万吨)



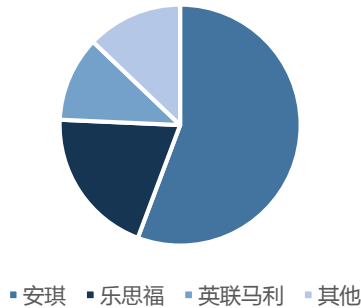
资料来源: 中国生物发酵产业协会, 德邦研究所

安琪是国内酵母行业绝对龙头。2018年，国内酵母市场总产量约35万吨，主要参与者包括安琪酵母、法国乐斯福、以及英国的英联马利，市场集中度较高，CR3占比达87%。其中，安琪酵母国内产量19.5万吨，为国内龙头，市场份额高达56%。

安琪在国内市场的竞争优势不断加强。乐斯福和英联马利是全球第一大和第二大酵母公司，主要销售区域为欧美，由于在中国市场拓展方面不具备优势，发展较为缓慢甚

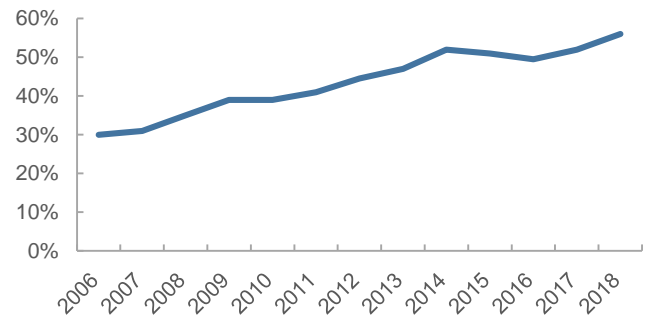
至关闭了部分产能。乐斯福在中国产能达到7万吨，市占率20%，自2009年以来产能扩张仅3万吨，近两年虽然在中国新增部分产线，去年在广西新建的2万吨的酵母产线，但其在中国盈利能力较弱，净利率仅为安琪的三分之一，没有足够资金投入。未来乐斯福在中国的产能规划为9-10万吨；英联马利近几年在国内不断关闭产能，在其关闭了东北工厂后，产能维持在4万吨左右，市占率11%。英联马利在寻找机会出售产能，未来在中国以及全球酵母行业将逐渐退出；安琪酵母在国内的渠道及服务优势更强，且近两年不断拓展产能，市占率由2006年的30%逐步提升至2018年的56%。

图 20 国内酵母行业 CR3 集中度高



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 21 安琪在国内酵母市场产量市占率逐步提升



资料来源：公开资料，德邦研究所

## 2.4 安琪是全球第三大酵母龙头，未来海外市场拓展空间大

### 2.4.1 安琪产能规模全球第三，与前两大品牌的差距不断缩小

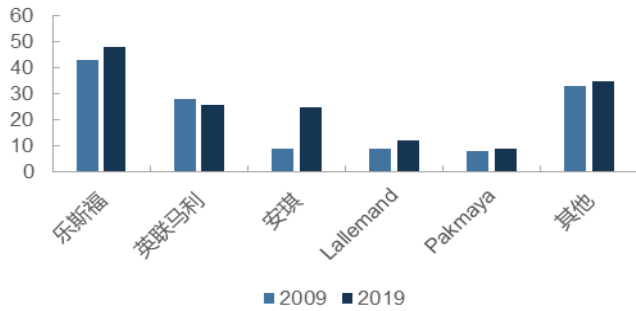
**全球酵母产能 155 万吨，安琪规模位列第三。**当前全球酵母总产能达 155 万吨，CR5 市占率 78%，行业集中度持续提升。前两大品牌分别是乐斯福和英联马利。乐思福规模最大，产能达 48 万吨，市占率 31%。英联马利规模次之，市占率 17%。安琪位列第三，市占率达 15%。

**前两大品牌近十年发展缓慢，安琪快速追赶。**近十年，乐斯福及英联马利（ABF）产能增长缓慢，全球第二大的英联马利产能甚至下降。乐思福近年逐步淘汰关闭其在欧洲的一些老酵母厂，计划在东南亚、南美洲、中国新建酵母厂，用人口及经济快速发展地区的新产能逐步替代人口下降、增长乏力、成本较高的传统产区产能；英联马利由于其业务多元化，逐渐收缩酵母产能，有退出酵母行业的计划；安琪酵母近两年不断扩张产能，全球酵母产能达到近 25 万吨，未来随着安琪进一步拓展海外产能布局，有望超过英联马利。

全球酵母公司呈多元化发展趋势，乐斯福、英联马利（ABF）等纷纷涉足烘焙食品原料、烘焙油脂、酵母抽提物、动物营养等酵母衍生品行业。

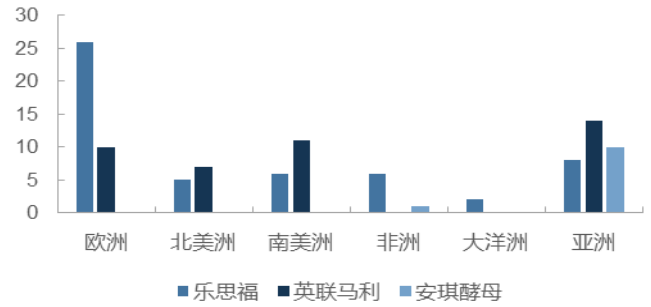


图 22 全球酵母竞争格局 (万吨)



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 23 全球前三大酵母品牌工厂分布 (个)



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

### 2.4.2 安琪在海外市场采取差异化策略, 相较本土品牌更具竞争优势

全球酵母市场主要分为鲜酵母和干酵母。全球前五强除安琪外的四家主要分布于发达国家, 以鲜酵母为主。其余产能主要在发展中国家, 以干酵母为主。安琪以干酵母为主。

安琪进入海外市场时采取差异化策略, 与本土品牌相比有竞争力。虽然安琪全球酵母总产能位列第三, 但其在海外的产能仅 4 万吨, 在海外市场销量不到 10 万吨, 体量仍较小。乐思福和英联马利优势区域在欧洲, 欧洲主要以鲜酵母产品为主, 而安琪在国外的产品主要销售市场在非洲、亚洲等以干酵母产品为主的欠发达地区。鲜酵母产品由于保质期短, 有一定的运输半径, 需要冷链运输, 运输成本较高, 安琪的干酵母产品成本更低。此外, 干酵母和鲜酵母在烘焙面食发酵时的使用比例是 1:3, 对下游客户来说更节省成本。安琪在海外的主要竞争对手是排名在安琪之后的一些小品牌, 安琪采取更低价的策略与本土品牌竞争, 打高性价比路线, 基于本身较强的技术、规模、服务优势, 有望进一步抢夺小企业的份额。

### 2.4.3 海外市场将是推动安琪业绩增长的重要引擎

安琪海外收入占比近三分之一。2018 年, 安琪酵母国内收入达 48 亿元, 占比 71%, 国外收入达 20 亿元, 占比 29%。

安琪国内市场份额高达 56%, 海外市占率仅 16%。公司的酵母产品在国内市占率高达 56%, 处于绝对龙头地位, 在国外规模远小于乐思福和英联马利, 国外市占率 16%。国内业务的议价力更强, 渠道优势更明显, 毛利率 (42%) 高于国外业务毛利率 (28%)。

图 24 安琪酵母收入拆分 (按地区)

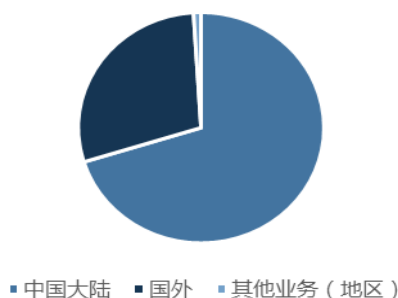
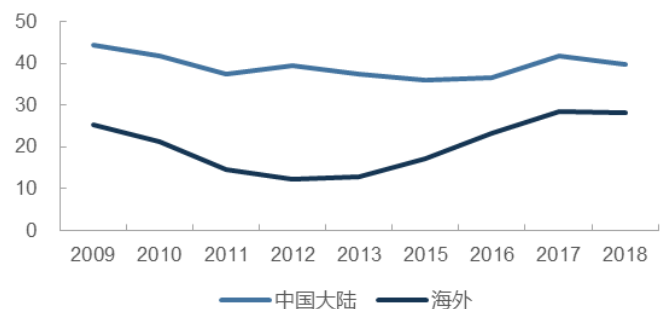


图 25 安琪酵母海外业务毛利率低于中国大陆业务毛利率



资料来源：德邦研究所

资料来源：德邦研究所

国内酵母业务由高速增长过渡到稳健增长。公司近几年积极进行海外产能布局，产能规模和产能利用率有望提高，未来海外业务有望成为推动公司增长的引擎。

**安琪国内业务稳健增长。**由于酵母下游行业的需求较为稳定，加之安琪在国内市场的份额已经很高了，未来，安琪在国内市场酵母产品的增长空间相对有限，将维持较为稳定的增长。

**海外业务有望持续推动安琪业绩增长。**虽然目前欧美等成熟市场增长已较弱，销量增长仅 1-3%，但亚洲、非洲、南美洲等地区酵母行业仍处于较快发展阶段。安琪在海外的产线仍较少，份额仍较低，远低于前两名的乐思福和英联马利，而安琪相比于全球位列其后的四五六名的品牌而言，更具规模、服务和技术的优势，随着近两年公司不断拓展海外产线，抢夺海外小品牌份额的发展空间较大。未来，海外业务有望成为安琪增长的重要推力。

图 26 安琪酵母国内业务收入及增速 (亿元/%)



资料来源：WIND，德邦研究所

图 27 安琪海外业务收入及增速 (亿元/%)



资料来源：WIND，德邦研究所

#### 2.4.4 海外重点酵母市场竞争格局分析

**竞争对手对非洲市场的关注度较低，安琪积极布局产线。**非洲酵母产品市场主要参与者是乐斯福、英联马利、安琪酵母以及当地的品种，份额各占四分之一左右。乐斯福在非洲当地仅有 6 家工厂，英联马利尚未有工厂布局。安琪 2013 年在埃及修建产线，高活性干酵母产品设计产能达 1.5 万吨，2018 年埃及一期产能经过改建后提升至 2.4 万吨。2019 年 4 月埃及二期投产，新增 YE 产能 1.2 万吨。安琪凭借规模、技术、价格等优势，未来有望抢夺当地小品牌份额。

**欧洲市场是乐斯福及英联马利的优势区域，竞争格局稳定。**全球酵母产能超过一半集中在欧美，由于欧美市场较为成熟，酵母销量增长率仅 1-3%，发展速度远低于亚洲及南美洲。欧洲酵母市场以乐斯福及英联马利为主，竞争格局稳定，加之欧洲以鲜酵母产品为主，安琪进入的难度大、发展空间小，欧洲市场不作为安琪重点拓展的市场，目前占安琪海外销量的 20% 左右。

**亚洲饮食结构相似，安琪处于龙头地位。**亚洲饮食结构与中国类似，酵母产品以干酵母为主。安琪目前已经是亚洲第一大酵母生产商，由于东南亚地区经济相对落后，酵母生产主要是小作坊生产，安琪在质量及规模上相比本土酵母生产企业更具优势，性价比更高，在东南亚市场有较大拓展空间。此外，东南亚国家具备原材料价格低、人工成本低的优势，随着国内糖蜜价格及人工成本的上升，未来公司将亚洲市场作为重点发展市场之一。

**南美酵母市场安琪尚未有工厂布局，是未来重点发展市场之一。**乐斯福及英联马利

均在南美市场建立了工厂，安琪尚未有布局，未来是公司战略布局的目标市场之一。

#### 2.4.5 安琪海外产能仍较低，将重点加大海外布局

截至 2018 年底，安琪共拥有 15 条现代化的酵母生产线，酵母类产品发酵总产能 23.7 万吨。由于海外市场空间更大，糖蜜价格更低，安琪重心逐渐转至海外市场，近两年新增产能及未来计划新增产能主要在海外，包括埃及和俄罗斯工厂。

表 4 安琪的海外工厂布局及优势

	辐射区域	优势
埃及工厂	北非 中东 欧洲	埃及甘蔗产量大、糖蜜的成本低； 人工/环保成本低； 享受阿拉伯自贸区协议，出口到中东零关税或低关税。
俄罗斯工厂	俄罗斯 欧洲	俄罗斯甜菜产量大，糖蜜价格远低于国内，仅为 200 元/吨； 能源等成本更低

资料来源：德邦研究所

随着安琪俄罗斯一期盈利能力提升，明年有望在俄罗斯扩建二期产能，目前在审核中，俄罗斯二期产能（1.2 万吨）有望于 2021 年释放，公司也计划未来在亚洲及南美洲新建产能，进一步拓展海外市场。

未来，亚洲、中东、南美及非洲有望成为安琪海外增长的重要引擎。

### 3. 酵母衍生品发展空间大，是安琪未来的重要增长点

#### 3.1 酵母抽提物 YE 应用空间大，是安琪的重要增长点之一

##### 3.1.1 YE 具有降盐增鲜的功效，含有更丰富的营养物质

酵母抽提物简称 YE，是以食品用酵母为原料，以酵母自身的酶或外加食品级酶的作用下，进行自溶、酶解、分离、浓缩等生物技术制成的天然食品调味剂，富含氨基酸、多肽、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素等，具有增鲜降盐、平衡异味、耐受性强等功效。

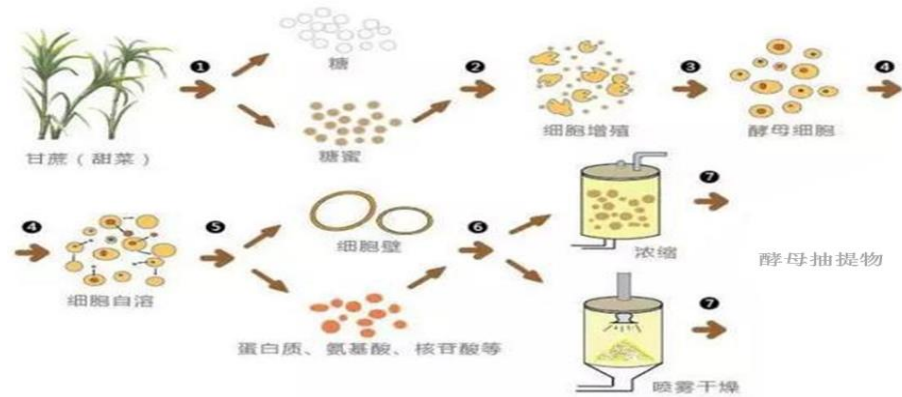
图 28 酵母抽提物 YE 广泛应用于调味领域



资料来源：德邦研究所

YE 是更健康的天然食品调味剂。酵母一半左右为蛋白质，核苷酸含量高达 10-20%，除此之外还含有丰富的 B 族维生素、谷胱甘肽、微量元素等。酵母抽提物 YE 是利用酵母降解生产出的，更容易被吸收，不仅可以起到增鲜降盐、平衡异味的效果，还兼具营养和保健功效。

图 29 酵母抽提物 YE 制作过程图解



资料来源：新浪网，德邦研究所

### 3.1.2 YE 下游应用广，下游行业需求稳健

YE 下游应用广泛，添加比例小。目前 YE 在酱油、方便面调料、酱卤制品、肉制品、酱类、素食、饼干糕点、营养保健品等领域已得到了较好的应用推广。海天、李锦记等主要品牌的高端酱油产品已经开始使用 YE，YE 的调味优势正在不断的被市场发掘和认可。YE 在下游行业产品的用量比例较低，通常为 0.1-0.25%。

**表 5 YE 主要应用领域及效果**

	添加比例	使用效果
酱油	0.4%-2.0%	降低盐含量，去涩味，提升鲜度
方便面（面饼及调料）	0.5-2.0%	使口感更鲜美浓厚，增加营养价值，其耐受性使其可以添加在面饼中而不会受高温油炸影响
肉制品	0.2-0.5%	掩盖腥味，增强肉香，同时色感好
酱卤制品	0.5-4.0%	掩盖异味，提升鲜度
火锅调料	0.2-1.0%	减少肉类腥味、杂味，增香增鲜
乳制品（含乳糖冰激淋）	0.3%	增加乳香和甜味，上色快

资料来源：公开资料，德邦研究所

**YE 下游行业需求保持稳步增长。**YE 可以在调味品、肉制品和方便面等领域广泛被应用。下游行业规模较大，整体需求保持稳步增长。其中，酱油行业 2018 年产量 3642 万吨，预计未来五年复合增速 4%。复合调味料在调味品中增速较高，2018 年行业总产量 56 万吨，预计未来五年复合增速 10%。肉制品 2018 年产量 1713 万吨，预计未来五年复合增速 5%。

**表 6 YE 下游行业需求概览**

	2018 年产量（万吨）	未来五年复合增速	2023 年预测产量（万吨）
酱油	3642	4%	4431
食醋	422	2%	466
肉制品	1713	5%	2186
方便面	4557	-7%	3170
调味酱	85	7%	119
复合调味料	56	10%	90

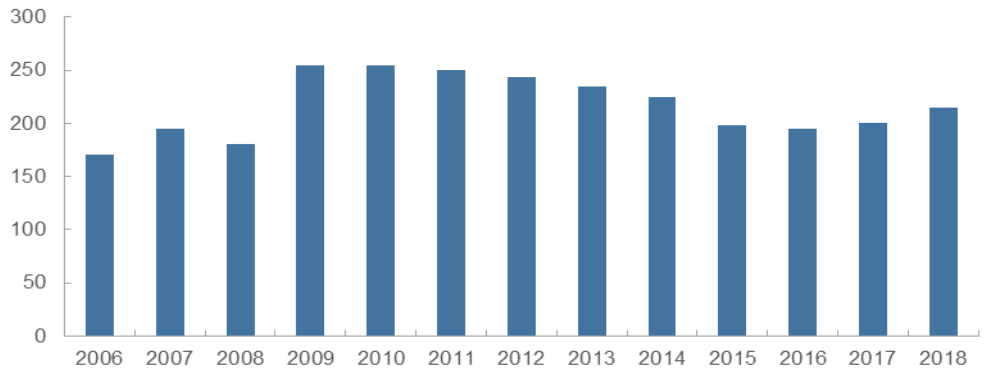
资料来源：WIND，中商产业研究院，德邦研究所

### 3.1.3 YE 替代味精等传统调味品的空间较大

**YE 有望成为味精等第一代调料的升级替代品。**中国人对于鲜味有偏爱，市场上各类调味品往往会突出鲜的口味，因此味精等产品在国内有很大的市场。味精作为第一代调味品，虽然可以起到增鲜的效果，但味精中盐的含量较高，添加量过多易影响血压，口干舌燥，影响健康。味精能够产生鲜味，但本身没有营养价值。随着各国食品营养标签制度的进一步完善，促使食品生产商减少或不添加味精、植物水解蛋白（HVP）等食品添加剂，而转向了天然、健康、安全的调味增强剂 YE。YE 正在逐渐替代传统调味品如鸡精、味精等，未来有望成为新一代的健康、高档调味料。

**味精产业污染大、能耗高，国内年消费量在 220 万吨左右。**味精行业属于技术壁垒不高，但资金投入较大的行业。由于味精行业属于高耗能、污染较大的行业，2007 年，国务院发改委发布的淘汰四类落后产能的通知中包括味精行业。市场整合前，全国存在 200 家左右的味精生产企业。在经历了三轮行业整合期 2002-04 年、2007-09 年、2010-13 年后，味精企业的数量缩减到 10 家左右。2010-13 年分别淘汰了 18.9 万吨、9.38 万吨、14.3 万吨和 28.5 万吨落后产能。

图 30 我国味精产量 (万吨)



资料来源: WIND, 德邦研究所

**YE 逐步替代味精的空间较大。**目前已经有越来越多的调味品将 YE 作为味精和盐的替代品, 但我国 YE 对鸡精和味精的替代比例很低, 尚处于发展早期。欧美、日本等发达国家 YE 占鲜味剂市场份额的 30%-40%, 而中国目前占比仅 2%。随着消费升级以及人们的健康意识逐渐提升, 未来 YE 对味精的替代比例也将提升。根据 YE 对味精替代的敏感性分析, 可知如果 YE 对味精的替代比例提升至 10%, 则国内 YE 市场规模将增加 21 万吨; 若 YE 对味精的替代比例提升至 20%, 则国内 YE 市场规模将增加近 42 万吨。

预计 YE 未来五年 CAGR 在 10% 以上, 保守预测 YE 的国内市场容量超过 50 万吨。

表 7 国内市场 YE 对味精替代的敏感性分析

国内 YE 对味精消费的替代比例 (%)	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
国内 YE 市场产量 (万吨)	4.2	8.4	12.6	16.7	20.9	25.1	29.3	33.5	37.7	41.8

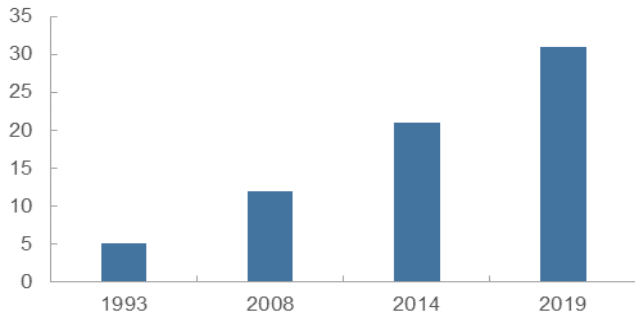
资料来源: 德邦研究所

### 3.1.4 YE 市场尚处于早期发展阶段, 安琪是全球 YE 龙头

20 世纪初, YE 产品率先在欧洲国家出现, 60 年代开始了工业化生产阶段, 但直到 90 年代随着 YE 应用领域的扩大, 才得以迅速发展, 增速超过 30%, 并扩展到世界其他国家。近几年, 随着越来越多的国家更加关注食品安全与健康的问题, YE 作为一种更健康的食品配料, 有广阔的发展前景。

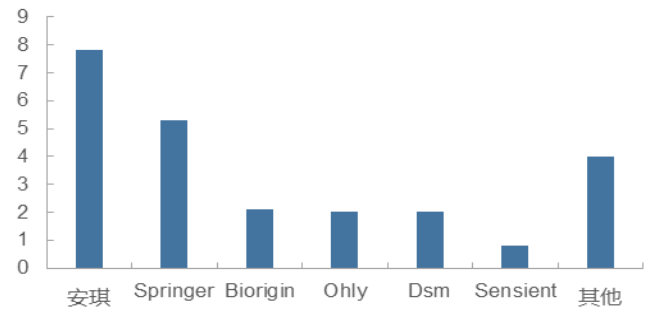
**全球 YE 市场产量快速提升, 安琪是最大的 YE 生产企业。**全球酵母抽提物 YE 市场产量由 1993 年的 5 万吨快速发展至目前超过 30 万吨, 生产企业主要分布于欧洲的法国、英国、德国, 北美的美国、加拿大, 南美的巴西、哥伦比亚, 和东亚的中国、日本等区域。安琪是全球最大的 YE 生产企业, 产能达到 7.8 万吨, 约占全球产能的 25%。

图 31 全球 YE 市场产量快速提升



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 32 全球主要 YE 生产品牌规模 (万吨)



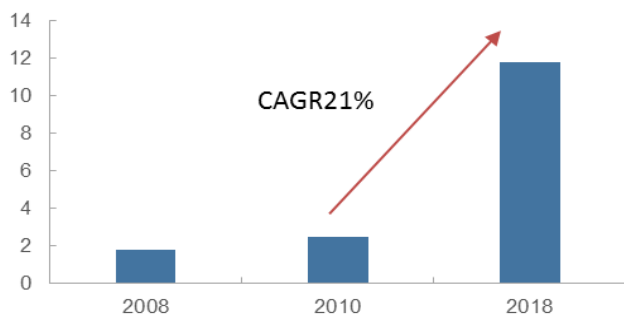
资料来源：公司官网，德邦研究所

### 3.1.5 国内 YE 行业快速发展，安琪份额远高于其他竞品

国内 YE 行业快速发展，安琪是绝对龙头。国内 YE 行业总产能接近 12 万吨，2010 年至今，行业产量复合增速高达 21%。安琪是国内规模最大的 YE 生产企业，目前产能 7.8 万吨，市占率约 66%，第二名为乐思福，市占率 16%。

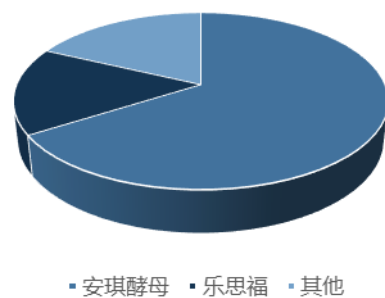
安琪是国内最早攻克 YE 生产技术的企业。国内最早的酵母抽提物主要是供生物检验和抗菌素厂的发酵培养基，由于产品质量限制，一般不适合在食品工业中使用。20 世纪 80 年代，随着国内酵母生产企业的建成，陆续出现了多家酵母抽提物生产企业，受限于技术，当时生产的酵母抽提物的指标还不能达到国外同类产品的水平。为了推动我国酵母抽提物行业的发展，1996 年，安琪承担了国家“九五”科技攻关项目，开始了我国酵母抽提物生产技术的攻关。1997 年，安琪建立了 1000 吨的酵母抽提物生产线，2000 年，验收时的主要技术指标已达到国外同类产品水平。

图 33 国内 YE 行业近几年呈快速增长趋势



资料来源：中国生物发酵协会，德邦研究所

图 34 国内 YE 市场竞争格局



资料来源：中国生物发酵协会，德邦研究所

### 3.2 其他酵母衍生品的应用空间广

酵母衍生品除传统酵母产品和酵母抽提物 YE 之外，还包括动物营养、人类营养健康、微生物营养、植物营养与保护及特种酶制剂。

酵母源生物饲料在动物饲养方面有广泛的应用前景，主要具备三种功效：1) 为动物提供丰富的营养物质，包括蛋白质、氨基酸、小肽、维生素等，2) 调节动物肠胃微生态平衡，促进有益菌的生产，提高动物对饲料的利用率，3) 增强免疫抗病能力。因为酵母细胞壁中的甘露聚糖和葡聚糖等能刺激巨噬细胞，对动物机体免疫有较大作用。酵母类

产品中还有未知生长因子，有促生长作用。

安琪动物营养业务的大客户包括温氏和牧原。在生猪养殖领域，仔猪腹泻是引起仔猪生长受阻和死亡率高的主要原因，由于仔猪肠道发育不健全，需要大量特殊的营养物质用于肠道细胞分裂增殖，细胞分裂增殖的过程需要大量的核苷酸，安琪复保的产品富含核酸类物质，可以满足幼龄动物的需求。

饲料行业多采用猪血来提高饲料的蛋白质含量，近期行业受到非洲猪瘟影响，猪血蛋白饲料供给量减少，安琪的酵母源生物饲料是猪血饲料的优质替代品，在猪、禽、水产、反刍、宠物饲料等另有很好的前景。

表 8 安琪的其他酵母衍生物产品介绍

其他酵母衍生品	应用领域	产品	功效
人类营养健康	人体营养及保健	安琪纽特酵母硒胶囊、即食酵母、多糖胶囊、酵母蛋白粉等	补充硒、蛋白质等、增强免疫力、降低辐射危害、等
	美容	安依诗酵母精华乳、酵母精华保湿面膜、酵母精华洁面乳等	含有各大护肤品品牌经典活性物酵母精华，为肌肤提供维生素、氨基酸、矿物质、有机酸等多种营养成分
	猪	酵母硒	改善肉质、增加肉色评分、减少肌肉储存过程中滴水损失
动物营养	禽	酵母细胞壁多糖+酵母硒	提高家禽对环境的适应能力、抗应激能力、抗氧化能力，吸附饲料中的霉菌毒素，稳定产蛋性能
	水产领域	NA100 酵母核苷酸	富含营养性小肽和核苷酸，小肽可以促进肠道对蛋白质的吸收，核苷酸可以加快动物生长速度和生产性能
	反刍领域	反刍高活性干酵母	优化瘤胃内环境，减少蹄病发生，预防胃酸中毒及前胃迟缓
微生物营养	微生态制剂领域	酵母浸出物、酵母粉、蛋白胨等	在新型医药、酶制剂等生物工程产业有广泛应用、在微生物发酵和菌体培养中替代植物或动物源蛋白胨
特种酶制剂	酿造及淀粉加工、食品加工、医药生物催化、饲料加工领域	核酸酶、脱氨酶、脱卤酶等高端特种酶制剂	增鲜、提高核算利用率、高效水解蛋白、弱化苦味、提高水解物功能性等
植物营养与保护	肥料	福邦/博田酵母源有机肥料、无机肥料、食用菌肥料等	富含丰富的营养物质，促进植物根系生长、提升农产品品质等，广泛用于粮棉油、瓜果、蔬菜、茶叶、花卉等经济作物

资料来源：公司官网，德邦研究所

## 4. 安琪的业绩波动的主要影响因素

### 4.1 安琪业绩波动的主要影响因素

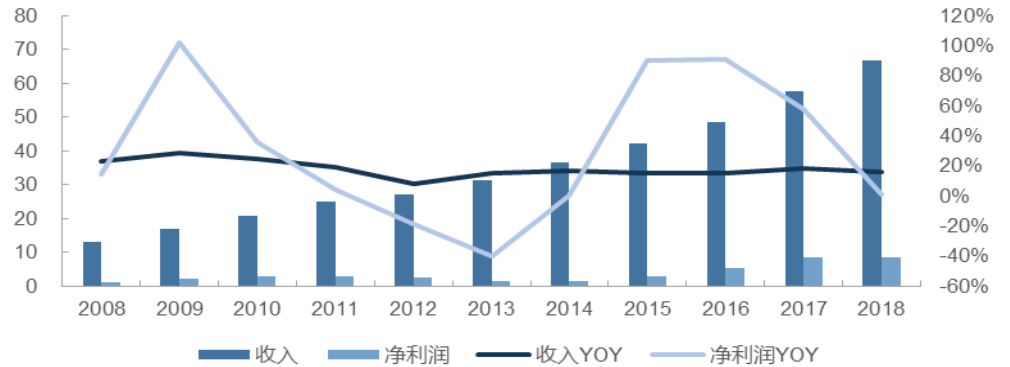
安琪业绩波动受到多个因素影响，主要包括糖蜜采购成本、产能折旧、产能利用率、



提价、汇率等，其中糖蜜价格是影响公司业绩的最主要因素。

公司营收实现稳健增长，2008-18 年收入复合增速 18%，无明显的周期性；公司业绩具有一定的周期性，归母净利润增速存在波动。

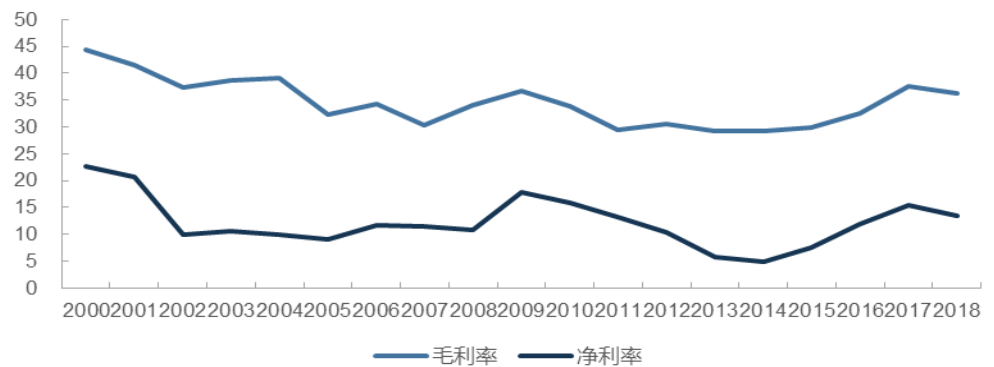
图 35 安琪收入及业绩增长情况



资料来源: WIND, 德邦研究所

结合毛利率与净利率的走势可以看出，公司净利率波动与毛利率波动呈现较强的一致性，毛利率的波动主要由生产成本（原材料成本及折旧）和产品售价所影响。

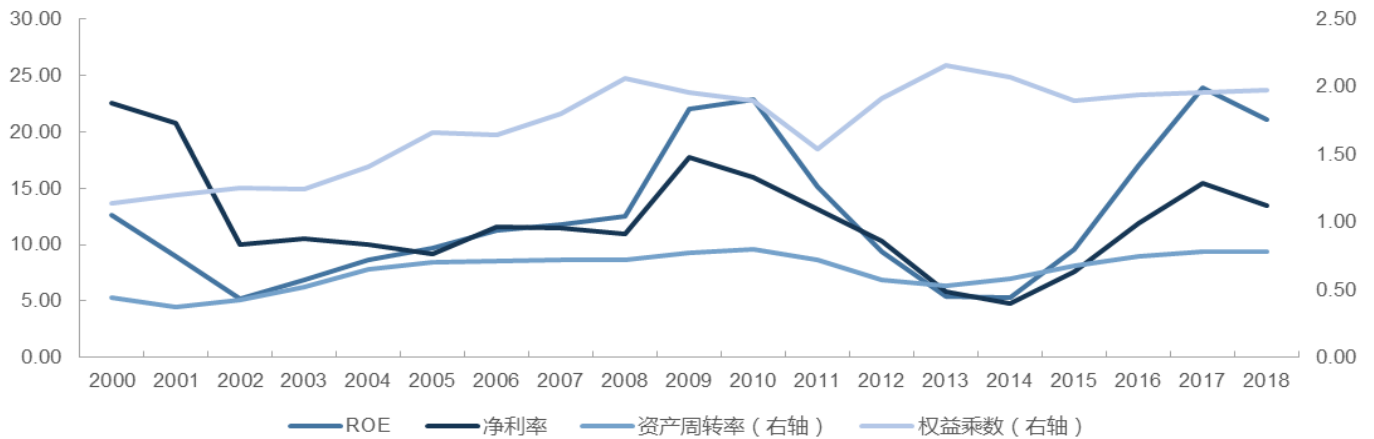
图 36 安琪酵母毛利率与净利率走势



资料来源: WIND, 德邦研究所

安琪酵母的 ROE 具有一定的波动性，2002-2018 年，ROE 在 5%-24% 的范围内波动。根据杜邦分析，ROE 变动主要由净利率波动引起。2002-2018 年，安琪的净利率基本在 5%-18% 的范围内波动。

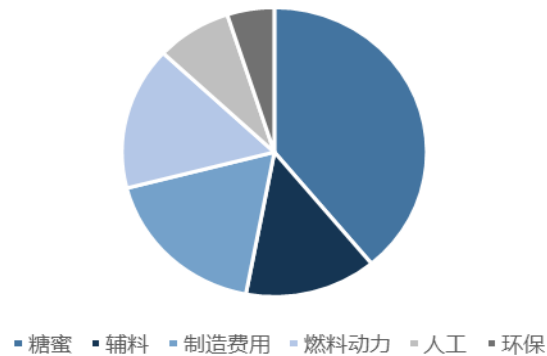
图 37 安琪酵母杜邦分析



资料来源: WIND, 德邦研究所

安琪的酵母系列产品成本主要由原材料成本及制造费用构成。原材料成本占酵母总成本的比例为 53% (其中, 糖蜜成本占比约 39%, 是公司成本构成中最重要的组成部分。辅料成本占比 14%), 制造费用成本 (主要是生产设备的折旧) 占比 18%, 环保费用占比 5%。从安琪的酵母成本构成来看, 原材料成本及生产设备折旧对毛利率的影响较大。

图 38 安琪酵母系列产品成本构成



资料来源: 德邦研究所

## 4.2 糖蜜价格波动对安琪盈利周期的影响

### 4.2.1 糖蜜供给与需求的关系

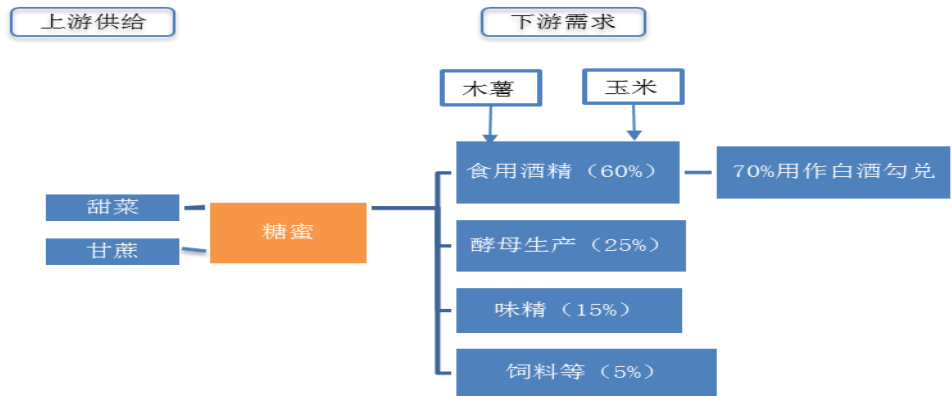
酵母是利用糖蜜进行微生物分解而来的, 而糖蜜属于制糖的副产品, 每生产 3 吨糖约产生 1 吨糖蜜。

我国糖蜜分为甘蔗糖蜜和甜菜糖蜜, 甘蔗糖蜜占 90% 左右, 甜菜糖蜜占 10% 左右。甘蔗糖蜜主要产区是南方, 包括广西、广东、台湾、福建、海南、云南、四川等省区, 甜菜糖蜜主要产区是北方, 包括黑龙江、新疆、内蒙古等。

从供给端来看，由于糖蜜是制糖的副产品，糖蜜的价格会受到糖价波动影响。

从需求端来看，糖蜜主要应用于酵母发酵和酒精生产，近两年酒精糖蜜需求大幅下降。以前，糖蜜下游 60%供给酒精生产，而酒精生产的原材料除糖蜜外还有木薯和玉米，糖蜜作为酒精原材料，虽然价格便宜，但废液的治理成本较高。自 2017 年环保力度加大以来，因为使用木薯和玉米作为原料进行酒精生产的环保投入少，用糖蜜来生产酒精的需求出现大幅下滑。有些地方的糖蜜酒精厂开工率降低至 50%以下。

图 39 酵母的主要原材料糖蜜的供需关系



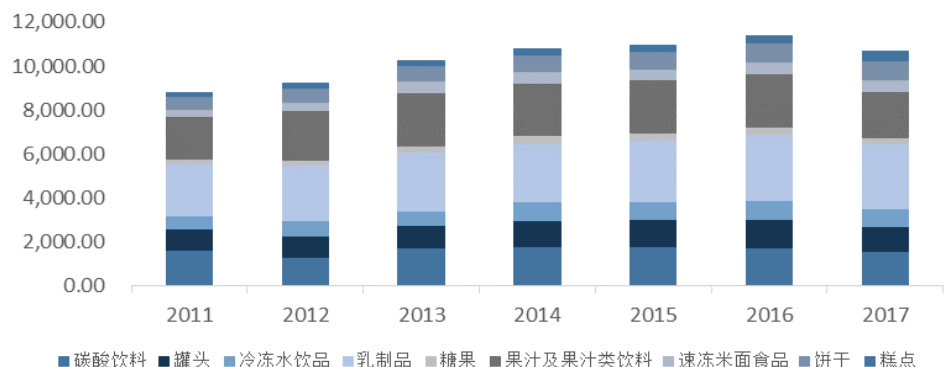
资料来源：德邦研究所

#### 4.2.2 白糖的价格周期

影响糖价的基本因素是食糖的供需关系。

从需求端看，白糖每年的需求量基本稳定。白糖需求主要分为家庭需求和工业需求，下游工业需求主要包括食品饮料的子行业，像饮料、乳制品、糖果、速冻米面食品、糕点等。由于白糖的下游需求较为分散，且下游食品饮料子行业的增速均较为稳定，白糖的需求量基本平稳。

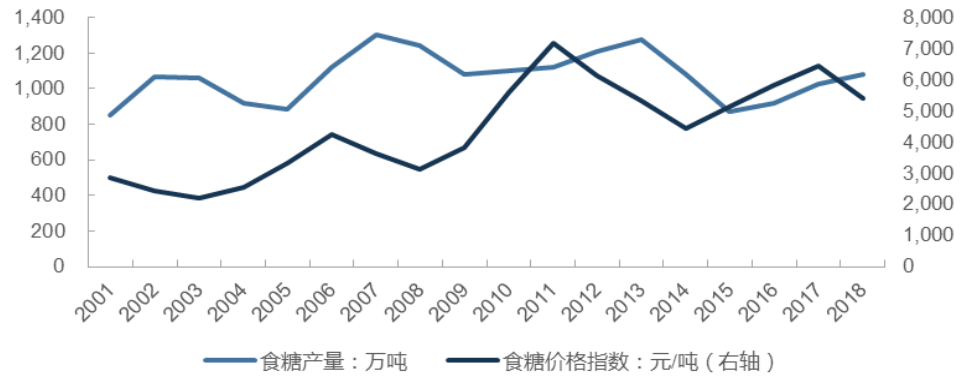
图 40 我国食糖下游需求较稳平稳



资料来源：产业信息网，德邦研究所

从供给端看，白糖的价格大致与糖的产量呈反向波动。

图 41 糖价走势与糖产量走势相反



资料来源: WIND, 德邦研究所

若不考虑供给端进口食糖的影响, 预计 19/20 榨季糖价处于低位, 20/21 榨季糖价会有所上升:

短期看, 我国食糖的供给仍在增加。2000 年以来, 我国食糖产量在 620-1400 万吨之间波动, 18/19 榨季我国食糖产量近 1080 万吨, 同比增长 4.4%。根据农业部预测, 19/20 榨季我国食糖产量 1088 万吨, 同比增加 12 万吨。

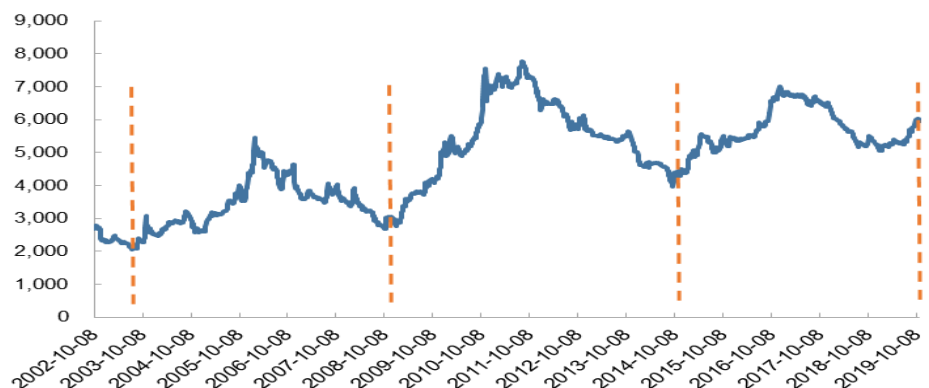
中国糖产量呈现“三年增、三年减”的特征。我国食糖绝大部分来自于甘蔗糖, 由于甘蔗种植有 3 年宿根性的特点 (种植一次, 宿根可以生长三年, 一般三年后农户才会考虑更换作物, 这导致甘蔗供给端的增加或减少一般会以 3 年为一个单位), 我国食糖生产具有较强的周期性, 一般 6 年为一个周期, 3 年上涨周期、3 年下跌周期。

2003 年至今, 我国糖价经历了三次完整周期 (糖价上涨+糖价下跌):

- 1) 2003 年-2008 年, 62 个月的周期, 上涨周期中食糖价格由 2055 元/吨上涨至 5450 元/吨;
- 2) 2008 年-2014 年, 71 个月的周期, 上涨周期中食糖价格由 2665 元/吨上涨至 7765 元/吨;
- 3) 2014-2019 年, 52 个月的周期, 上涨周期中食糖价格由 3970 元/吨上涨至 7020 元/吨。

预计我国食糖价格最早于 2020-21 年迎来下一个上涨周期。

图 42 柳州白砂糖现货价走势 (元/吨)

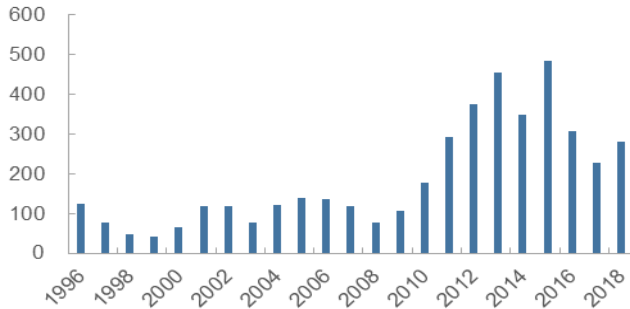


资料来源: WIND, 德邦研究所

供给端，除了国内自产糖以外，进口糖也是影响国内市场供给的重要因素。

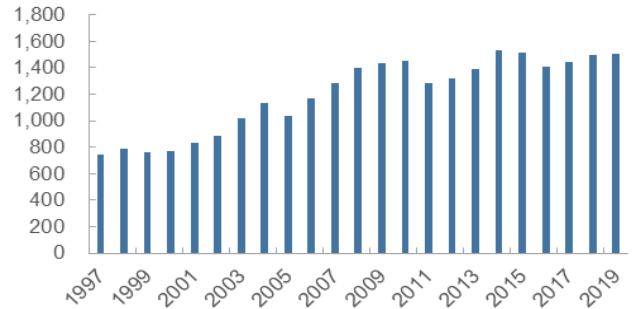
我国食糖自给率低于美国欧盟等国家，依赖进口。2017/2018 榨季，我国国内食糖产量 1080 万吨，国内消费量 1502 万吨，差额 422 万吨，主要依靠进口补足。

图 43 我国进口食糖数量 (万吨)



资料来源: WIND, 德邦研究所

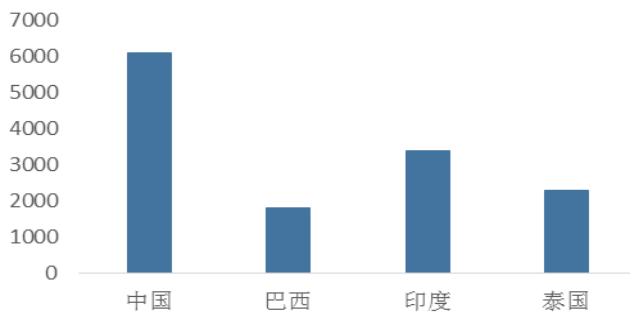
图 44 我国食糖消费量 (万吨)



资料来源: WIND, 德邦研究所

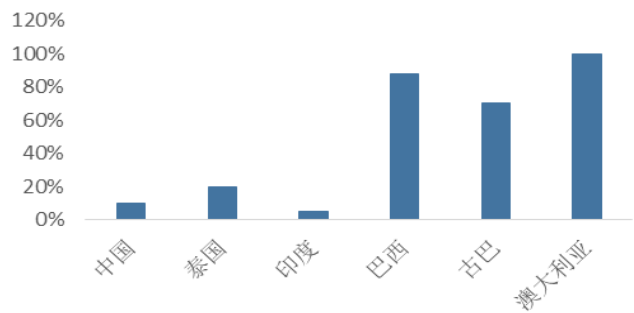
我国制糖成本远高于国外。从原材料端来看，我国甘蔗种植的生产物资成本和服务成本在 800 元左右，土地成本 250 元左右，同先进国家差距不大，但是我国在甘蔗管理和收获方面成本还有约 1000 元，远高于国外；从机械化程度来看，我国户均生产规模较小，机械化程度不高，目前砍工收割每吨成本约 120 元，如果机械化收割只需 60 元成本。

图 45 单吨食糖生产成本



资料来源: 德邦研究所

图 46 各国机械化率



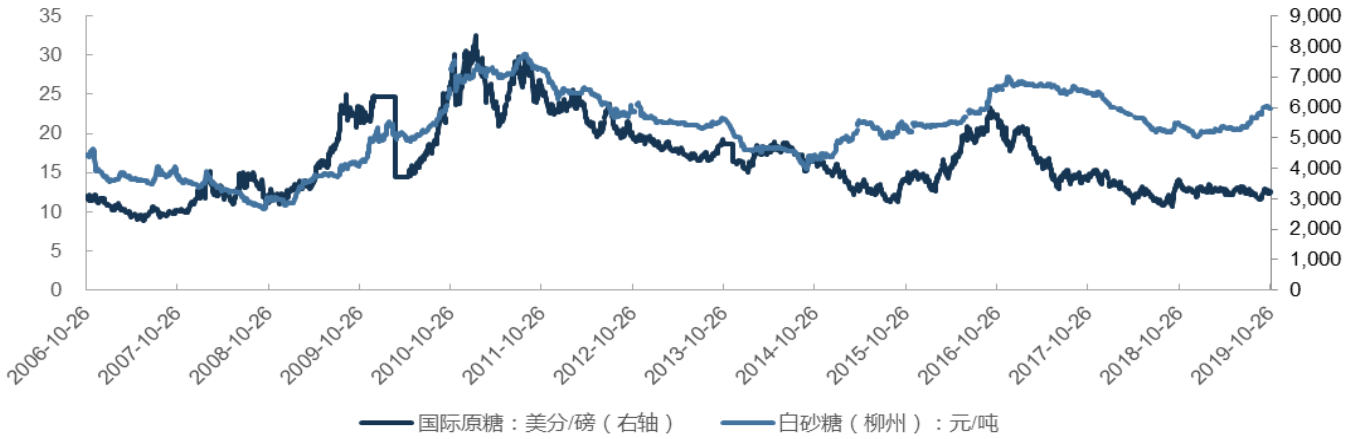
资料来源: 德邦研究所

我国制糖成本高，食糖进口关税低，外糖冲击效应明显，两者相关系数高达 0.9。我国的制糖成本远高于国外，加之食糖进口关税水平较低，我国糖价受到外糖波动冲击明显，两者相关系数高达 0.9，仅在 2015 年出现过短暂的走势背离。我国对食糖进口采取的政策是“配额+关税管理”的模式，进口配额为 194.5 万吨，配额内的食糖进口关税仅为 15%。我国对关税配额外进口食糖征收保障措施关税，实施期限为 3 年，实施期间措施逐步放宽(2017 年 5 月 22 日政策)，即自 2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日税率为 45%，2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日税率为 40%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日税率为 35%。

当国际食糖价格大幅低于国内时，低价进口食糖会抑制国内糖价的上涨。当国际糖

价格上涨时,也会推动国内糖价的上涨。此外,由于甘蔗还是乙醇生产的主要原料,而乙醇是石油的替代品,所以国际糖价与石油价格还有紧密联系。

图 47 国内糖价随国外糖价波动

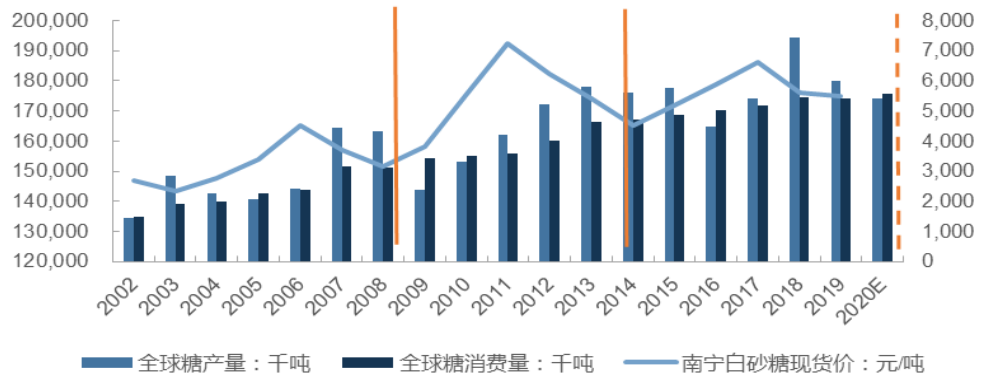


资料来源: WIND, 德邦研究所

国际上白糖的主要出口国包括巴西、泰国、澳大利亚和古巴。其中,巴西占比最高,达 40-50%,其次是泰国,占比达 10-20%,印度在出口国和进口国之间转换,近年来原糖产量不断创新高,成为净进口国。

目前全球糖业供大于求,糖价下行明显,预计最快 2019/20 年甘蔗种植进入减产周期, 2020/21 年可能出现供应缺口(据 USDA 数据)。从食糖历史价格走势数据看, 5-6 年为一个周期,经历价格上涨、原材料种植规模提升、供应过剩、价格下降、供应减少、供不应求、价格上涨的变化过程。随着近两年食糖供应由过剩逐渐转向偏紧,预计全球糖价在最快将于未来 1-2 年内将迎来新的上升周期。

图 48 全球食糖过剩缩窄



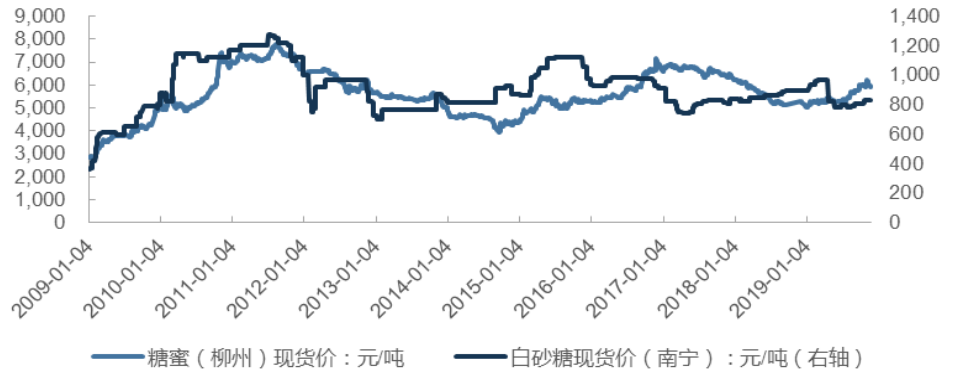
资料来源: USDA, WIND, 德邦研究所

#### 4.2.3 糖蜜价格近两年受供给影响减弱, 受酒精需求下降影响突出

2008-2014 年期间,糖蜜下游需求总体较为稳定,糖蜜价格更多受到供给端影响,此时的糖蜜价格走势与白糖价格基本保持一致。

2015 年至今, 由于糖蜜下游需求之一的酒精需求大幅下降, 糖蜜价格受需求端影响更大, 与白糖价格出现背离。

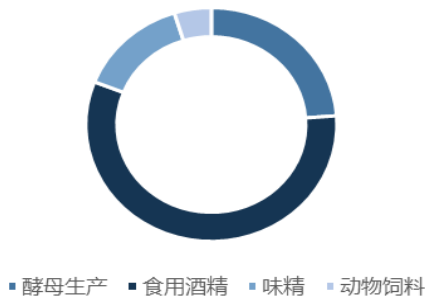
图 49 糖蜜价格与食糖价格走势的相关性减弱



资料来源: WIND, 德邦研究所

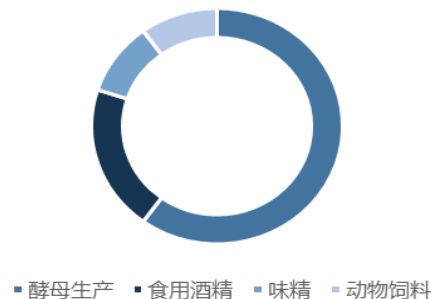
糖蜜下游需求中酵母和酒精酿造占大头, 酵母的需求量较为稳定, 而糖蜜酒精近年受下游需求大幅下降及环保政策趋严的重挫, 产能大幅缩减, 糖蜜酒精在糖蜜的下游需求构成中占比由 2015 年的近 60% 下降至 2018 年的 20%。此外, 动物饲料、色素等行业对于糖蜜的需求量也有所减少。

图 50 糖蜜 2015 年下游需求中酒精占大头



资料来源: 产业信息网, 德邦研究所

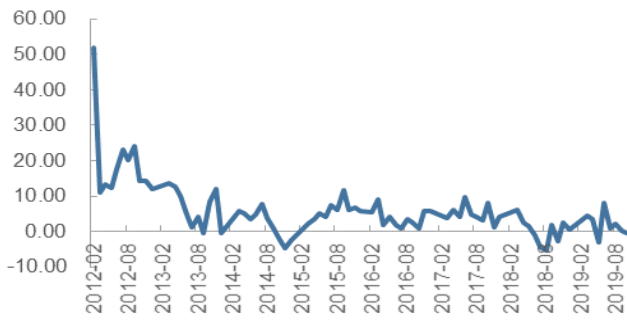
图 51 糖蜜 2018 年下游需求构成中酒精占比大幅下降



资料来源: 产业信息网, 德邦研究所

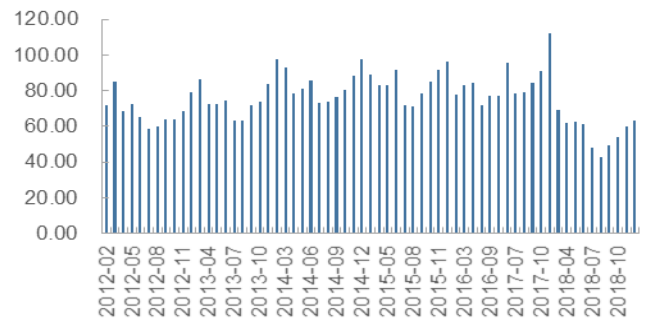
糖蜜下游酒精行业自 2012 年起由扩容式增长转为挤压式增长阶段, 总量呈下降趋势。

图 52 国内白酒产量同比增速下降 (%/月)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 53 国内发酵酒精产量下滑 (万千升/月)



资料来源: WIND, 德邦研究所

糖蜜酒精一般用于低端酒的勾兑,受低端酒产量下滑影响,糖蜜酒精需求大幅下降。随着白酒行业步入品牌周期,内部呈现结构性增长的特点,低端白酒产量明显下滑,预计该趋势将延续。低端白酒消费量的下降也导致对上游糖蜜的需求量出现明显下滑,糖蜜需求端持续萎缩。

表 9 低端白酒产量呈下滑趋势

细分市场	价格区间	销量 (万千升)	复合增速
高端	>600 元/瓶	6	量 10%、价格 5-10%
次高端	300-600 元/瓶	4.6	增长 10%-15%, 价格 5%
中端	100-300 元/瓶	100	增长 10%
低端	<100 元/瓶	760.4	下滑 5%

资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

此外,由于糖蜜酒精生产成本上升,将逐渐被玉米和木薯酒精替代,进一步加剧了糖蜜下游需求中酒精需求的萎缩。糖蜜酒精以前的生产成本较低,但近年由于环保成本大幅增长,造成很多糖蜜酒精厂出现亏损。环保成本主要体现在废液处理的投入较大,以及废液处理设备的投入金额较多,其次,废液处理时需要废液进行蒸馏,能耗大。在当前环保政策越来越严格的背景下,废液处理的成本在不断加大,糖蜜酒精生产成本越来越高,直接导致了糖蜜酒精厂开工率低的结果;除了糖蜜之外,玉米和木薯也可以作为酒精生产的原材料,目前玉米价格处于低位,玉米酒精生产的利润较为丰厚,木薯酒精生产基本没有环保成本。所以长期来看,玉米和木薯酒精将逐渐替代糖蜜酒精。



图 54 我国玉米市场价处于低位



资料来源：WIND，德邦研究所

#### 4.2.4 国内糖蜜价格走势判断

**从供给端看**，糖蜜的供应量随糖价变动具有一定的周期性，若不考虑下游需求的变化，随着近两年食糖供应由过剩逐渐转向偏紧，预计副产品糖蜜价格未来 1-2 年也将迎来新的上升周期。

**从需求端看**，糖蜜的下游需求中占比最大的是酵母和酒精，酵母对糖蜜的需求量较为稳定，但近两年酒精需求大幅下滑对糖蜜需求量造成的负面冲击较大，预计 19/20 榨季糖蜜价格稳中有降，20/21 年或迎来回升阶段。

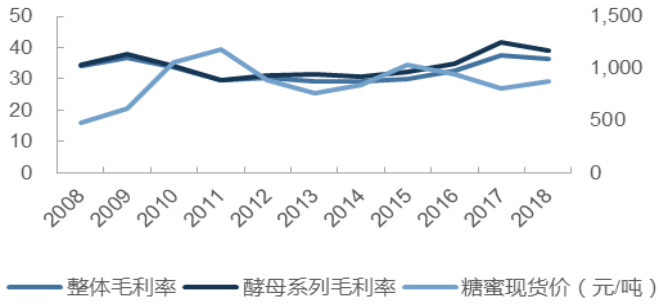
**总体而言**，预计国内糖蜜价格 19/20 年榨季将保持平稳、甚至下降，20/21 年榨季或迎来回升；受下游酒精需求减少影响，预计未来糖蜜价格中枢将逐步下移；而海外糖蜜价格长期保持稳定，相较中国有很大的价格优势，安琪未来产能建设重心侧重海外，充分利用海外的成本优势。

#### 4.2.5 糖蜜价格对安琪毛利率影响的敏感性分析

**安琪的毛利率与糖蜜价格基本呈反向波动**。糖蜜作为酵母生产的主要原材料，价格的变动对安琪酵母系列的毛利率有着直接影响。糖蜜价格上涨时，安琪的毛利率呈下降趋势，糖蜜价格下跌时，安琪的毛利率呈上升趋势。

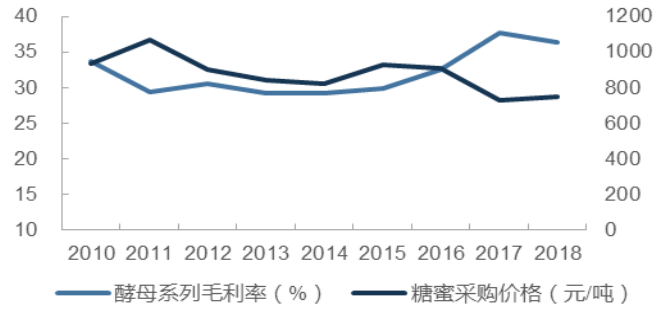
**除原材料成本因素外，安琪的毛利率还会受到其他因素影响**。2012-2014 年，糖蜜价格与安琪的毛利率之间的这种关系不明显，期间糖蜜采购价格下降，但安琪的酵母系列毛利率基本保持平稳，这是因为毛利率除了受糖蜜价格影响外，还受到一些其他因素影响，比如固定资产折旧的变化、公司的战略的变化（2011-2013 年战略重心偏离酵母主业，转向发展下游 2C 保健品业务）等。

图 55 安琪毛利率与糖蜜市场价格的关系



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 56 安琪的酵母系列毛利率与糖蜜采购价格呈反向相关



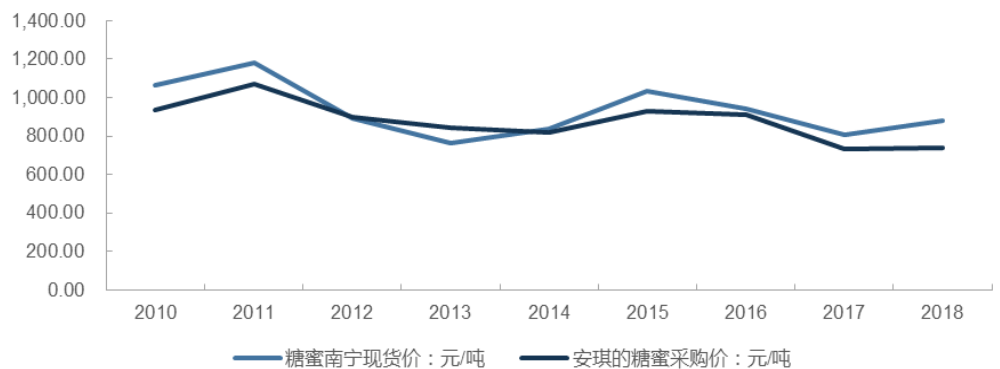
资料来源: WIND, 公司调研, 德邦研究所

安琪在国内酵母市场的市占率高, 凭借规模优势, 安琪的糖蜜采购价格相较糖蜜的市场价要低一些。

安琪 19-20 年榨季截止目前的糖蜜采购价格比预期要低一些, 北方糖蜜采购价格比去年同期下降了 10%, 南方糖蜜 (采购量占 50%) 采购价尚未出。

预计 19-20 年榨季国内整体糖蜜的采购价格低于预期, 或稳中有降, 国内糖蜜价格最早于 20-21 年进入涨阶段。

图 57 安琪的糖蜜采购价格与糖蜜市场均价的关系



资料来源: 德邦研究所

总体来说, 安琪的糖蜜采购价格上升, 对毛利率产生负向作用; 糖蜜采购价格下降, 对毛利率产生正向作用, 下图为安琪糖蜜采购价格波动对其酵母系列毛利率影响的敏感性分析。

安琪 17-18 榨季糖蜜的采购均价 740 元/吨左右, 糖蜜的采购成本占总成本的 39%, 2018 年的总成本为 33.3 亿元, 毛利率为 39.1%。参照安琪历史上糖蜜采购价格, 一般在 750-1000 元/吨的范围内波动。假设其他因素均不变, 若当年的糖蜜采购价格在 685-796 元/吨 (即 17-18 榨季糖蜜采购价格的 -5.0% 至 +5.0%) 之间波动, 则对应的酵母系列毛利率的变动范围为 4.5% 至 -4.6%。

表 10 安琪糖蜜采购价格对其酵母系列毛利率影响的敏感性分析

糖蜜采购价格变动 (%)	-10.00%	-7.5%	-5.0%	-2.5%	0.0%	2.5%	5.0%	7.5%	10.00%
糖蜜采购价格(元/吨)	571	634	685	722	740	759	796	856	942
酵母系列毛利率 (%)	53.0%	47.8%	43.6%	40.6%	39.1%	37.6%	34.4%	29.5%	22.5%
酵母系列毛利率变动 (%)	13.9%	8.7%	4.5%	1.5%	0	-1.5%	-4.6%	-9.6%	-15.1%

资料来源：德邦研究所

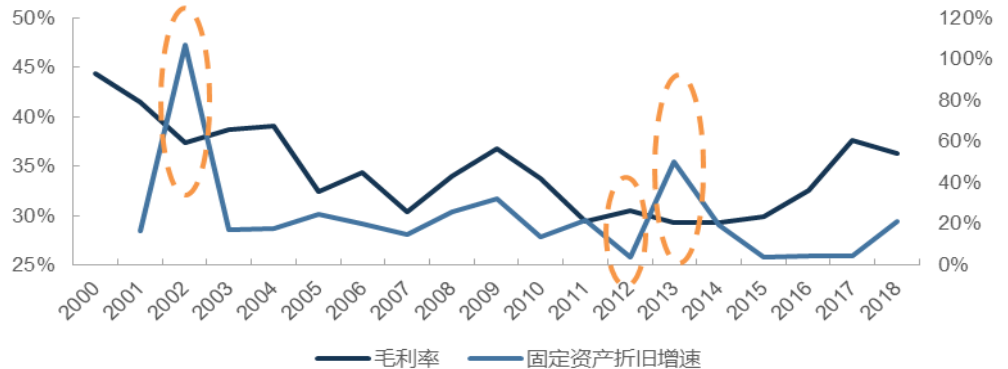
### 4.3 产能建设周期对安琪盈利波动的影响

#### 4.3.1 固定资产折旧是影响安琪盈利波动的因素之一

安琪平均修建一条产能 1 万吨的产线需投资超过 2 亿元，属于重资产行业。

固定资产折旧的变动是影响安琪毛利率波动的因素之一。安琪的固定资产折旧计入成本中的制造费用部分，当固定资产折旧大幅增加/大幅减少时，会对公司整体的毛利率产生较大的反向影响。

图 58 安琪的固定资产折旧增速与毛利率的相关性



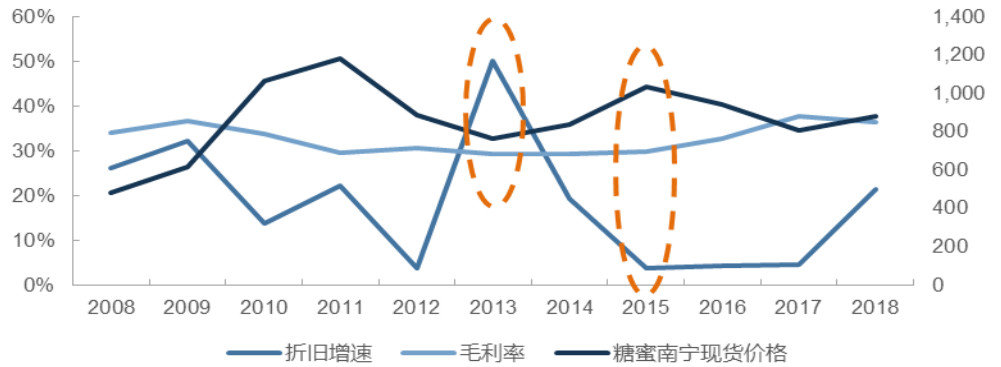
资料来源：WIND，德邦研究所

固定资产折旧增速大幅变动时，会取代糖蜜价格成为影响公司毛利率的主要因素。糖蜜的价格是影响安琪毛利率的重要因素之一，通常，糖蜜价格上涨时，安琪毛利率会受到负面影响，糖蜜价格下跌时，毛利率会受到正面影响，但当固定资产折旧大幅增加或减少时，将取代糖蜜价格成为影响毛利率的主要因素。

2013 年，糖蜜价格大幅下跌 14%，若不考虑其他因素，毛利率应受益于主要原材料价格的大幅下跌而上升，但 2013 年毛利率略下降了 1.3%，这是因为 2013 年固定资产折旧大幅增加了 50%，对当期毛利率的负面影响更大。

2015 年，糖蜜价格上涨 30%，若不考虑其他因素影响，当年安琪的毛利率会受到原材料成本上涨的负面影响而出现下滑，但当年实际毛利率上涨了 0.6%，主要是因为 2015 年固定资产折旧增速由 19%下降至 4%，取代了糖蜜价格变化成为影响当年毛利率的最主要因素。

图 59 固定资产折旧大幅变动时会取代糖蜜价格成为影响毛利率的主要因素



资料来源: WIND, 德邦研究所

### 4.3.2 安琪新建产能的集中投产期对业绩影响较大

固定资产折旧与新建产能的建设节奏及公司选用的折旧方法相关。

安琪作为亚洲第一、全球第三大的酵母公司, 共拥有 15 条高度现代化的酵母生产线, 2018 年酵母类产品的发酵产能达到 23.7 万吨。公司持续扩张产能, 近几年也不断在海外(埃及和俄罗斯)建设产能。

从安琪的新建产能节奏来看, 历史上, 公司新建产能的集中投产期为 2004-2006 年、2012-2014 年、2017-2019 年。

表 11 安琪产能建设与投产情况

产线名称	酵母类总产能	酵母产能 (万吨)	YE 产能 (万吨)	投产时间	备注
俄罗斯二期	1.2	1.2	-	预计 2021 年	是否建设二期仍在审核中
埃及二期	1.2	-	1.2	2019 年 4 月	-
赤峰 (搬迁改造)	1.6	1.6	-	2018 年下半年	赤峰工厂搬迁后产能可达 2.5 万吨
俄罗斯一期	2	2	-	2018 年	-
埃及改造	0.8	0.8	-	2017 年	改建产线
柳州二期	2	2	-	2017 年	-
德宏	3	3	-	2014 年	-
柳州一期	2	-	2	2013 年	-
埃及一期	1.5	1.5	-	2013 年	-
崇左	4.3	3.5	0.8	2006 年	-
睢县	0.2	0.2	-	2005 年	-
滨州	0.7	0.7	-	2005 年	-
伊犁	3.2	3.0	0.8	2004 年	伊利由于环保因素限产, 限产后产能 2 万吨
赤峰	0.9	0.9	-	2003 年	-
宜昌本部	3.5	2.5	1	1986 年	-
合计 (截止 2018)	31.5	23.7	7.8	-	-

资料来源: 公司年报, 德邦研究所

从安琪的折旧方法来看，产能集中投产后的 5-8 年是折旧的集中期，之后的折旧相对减少。

表 12 安琪的折旧方法

类别	折旧方法	折旧年限	残值率 (%)
房屋建筑物	平均年限法	12-35 年	3
机器设备	平均年限法	8-21 年	3
电子设备	平均年限法	8-10 年	3
运输设备	平均年限法	2-5 年	3
其他设备	平均年限法	12-35 年	3

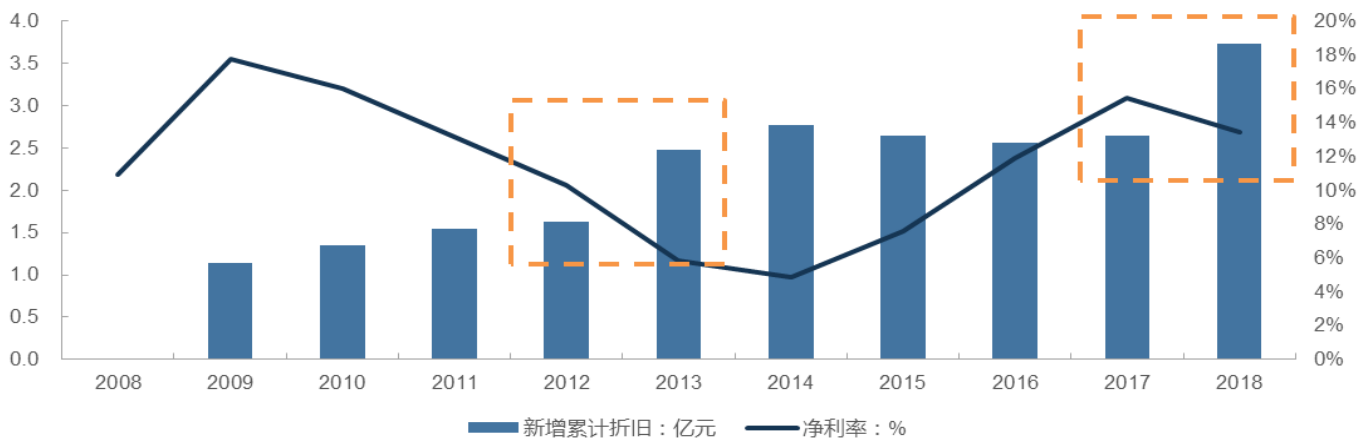
资料来源：公司年报，德邦研究所

安琪产能的集中投产会导致新增累计折旧大幅增长，对业绩造成较明显的负面影响。

2012-2014 年是安琪新建产能的集中投产期。2013 年，新增累计折旧同比大幅增长了 58%，虽然当年公司的糖蜜采购价格仍然处于下降趋势中，同比下降了 6.1%，但由于新增累计折旧大幅增长，造成当年净利率由同期的 10.3% 骤降至 5.8%；

2017-2019 年是安琪新建产能的集中投产期。2018 年，新增累计折旧同比大幅增长了 41%，叠加当年糖蜜采购价格同比微幅上涨，当年净利率由同期的 15.5% 下降至 13.5%。

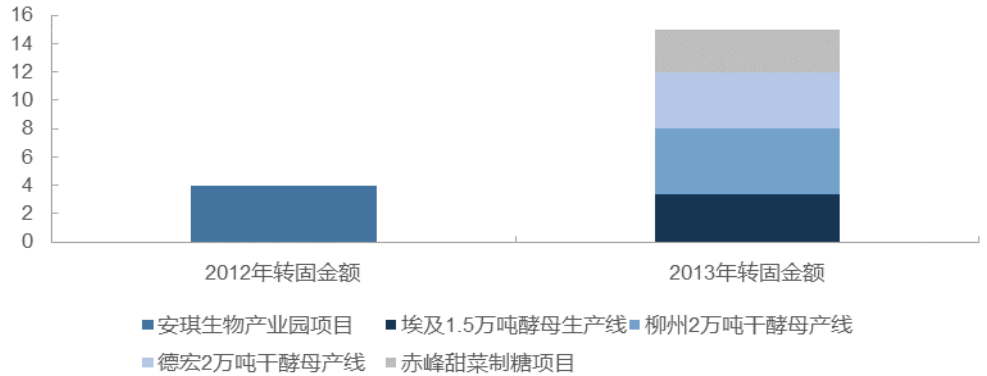
图 60 安琪新增累计折旧及净利率走势



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司上一批的集中投产的产能主要包括德宏、柳州一期、埃及一期，投产时间集中在 2012-14 年，目前该批产能折旧已基本进入对净利率影响的平稳期。

图 61 安琪 2013 年重大转固项目金额大幅增长 (亿元)

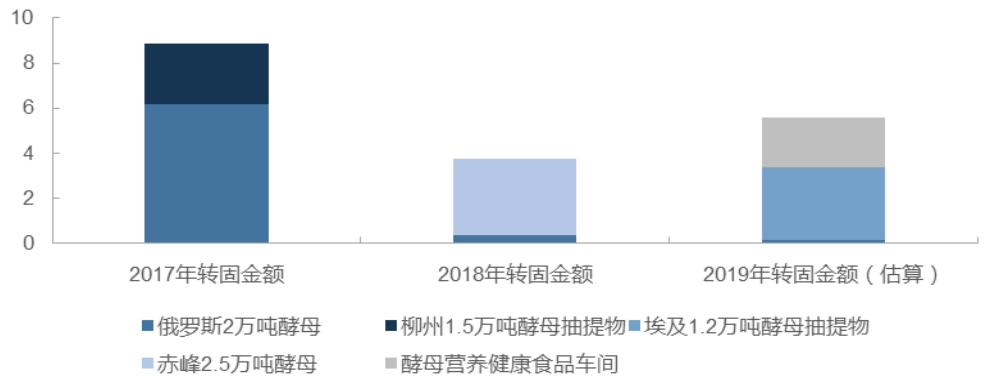


资料来源：公司年报，德邦研究所

### 4.3.3 预计 2020-21 年新增折旧趋于平稳

最近一批集中投产的产能包括埃及二期、赤峰扩建、俄罗斯一期、埃及改造，和柳州二期，投产时间在 2017-19 年。

图 62 安琪 2017-19 年重大项目转固情况 (亿元)

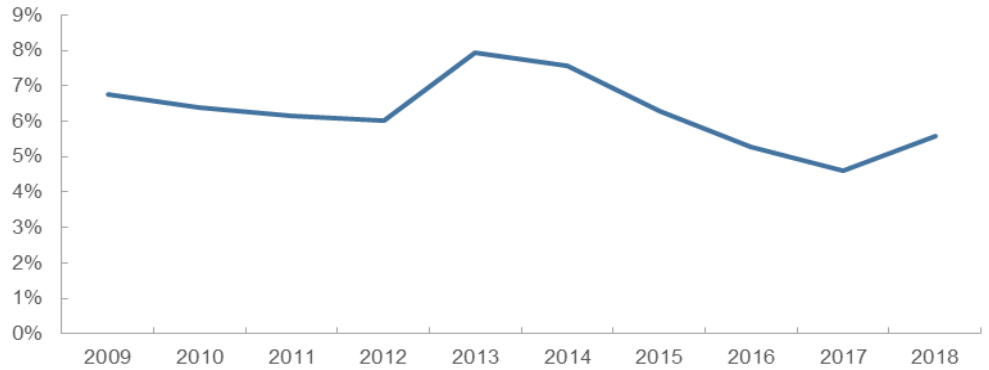


资料来源：公司年报，德邦研究所

预计未来三年产能增速较前期有所放缓，19 年新增累计折旧仍然较大，20-21 年新增折旧将趋于平缓。2019 年上半年，埃及项目将转为固定资产。未来三年，预计公司酵母产能复合增速 8%，YE 产能复合增速 10%。公司计划建设的项目还包括俄罗斯二期，对应 1.2 万吨酵母产能，目前仍在审批中，预计如果最终决策建设，该产线将最早于 2021 年投产。

预计随着公司未来累计折旧基数的增大以及部分旧产线折旧结束，公司产能建设对业绩的影响将有所平滑。

图 63 新增固定资产累计折旧占总营收的比例下降



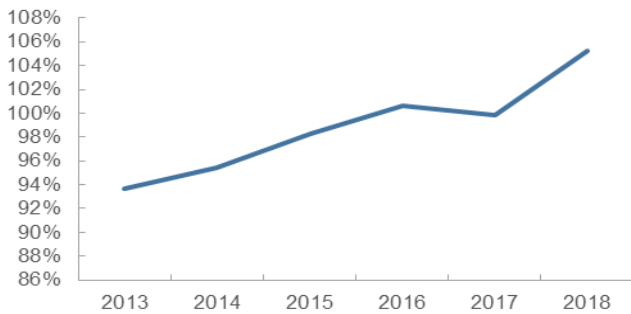
资料来源: WIND, 德邦研究所

#### 4.4 产能利用率对安琪盈利波动的影响

安琪 2013-18 年公司产能利用率整体呈提升趋势。

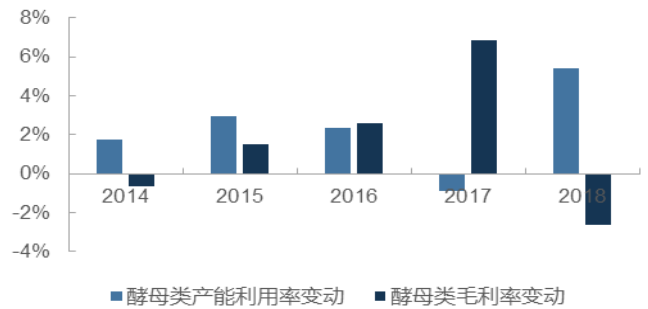
产能利用率对安琪毛利率的影响作用小于糖蜜价格。从酵母类产能利用率变动与毛利率变动数据看, 2015-16 年, 酵母类产能利用提升, 酵母类毛利率也同步提升, 而 2017 年酵母类产能利用率下降, 但毛利率明显提升, 这主要是由于当年糖蜜采购价格下滑对毛利率的拉动作用更大, 2018 年产能利用率提升, 但毛利率反向变化, 主要是受到了 2018 年公司糖蜜采购价格上涨影响。

图 64 安琪的酵母类产能利用率处于提升趋势



资料来源: 德邦研究所

图 65 酵母类产能利用率与酵母系列毛利率的关系



资料来源: 德邦研究所

#### 4.5 提价对安琪盈利波动的影响

安琪作为国内酵母龙头, 享有一定的定价权。安琪在国内酵母处于绝对龙头地位, 市占率高, 有一定的定价权。行业提价一般是安琪主导, 其他品牌跟随。安琪目前国内产品的价格高于或等同于竞品, 出口产品的价格低于竞品, 海外产品未来有较大提价空间。

2012 年前安琪提价主要由成本驱动, 近几年主要由竞争格局驱动。纵观安琪的提价历史, 公司每 1-2 年都会有小幅提价, 提价动机主要包括三方面: 缓解成本上涨压力、缓解产能偏紧压力、以及竞争格局推动。2012 年以前, 安琪国内产品多是成本驱动, 近几年, 由成本压力推动的提价减少, 更多是由竞争格局驱动的。

表 13 安琪历年提价情况

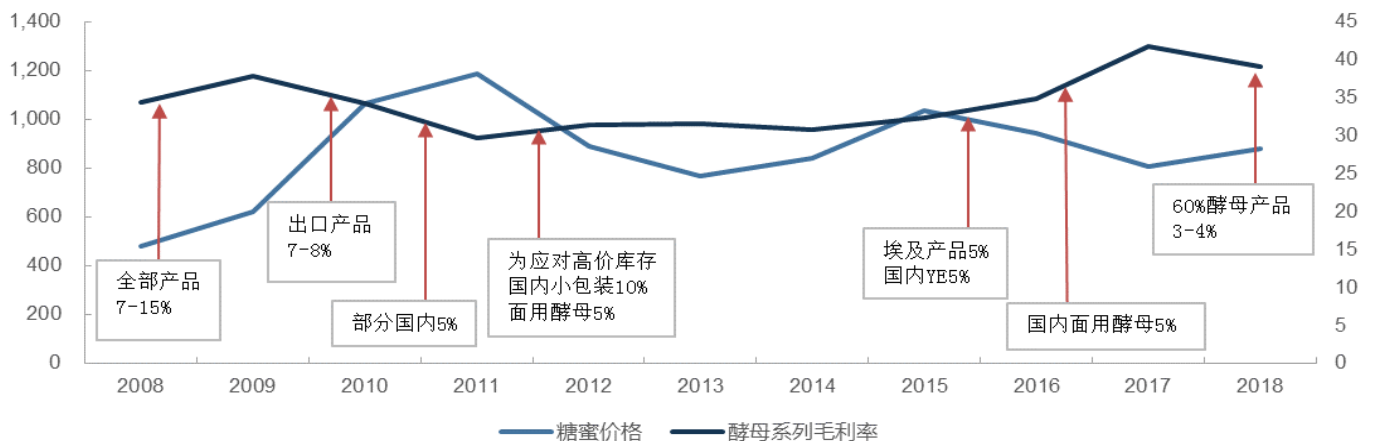
提价时间	提价产品	提价幅度	提价动机
2004年12月	国内主要酵母产品	5%+	糖蜜价格上涨
2005年6月	出口的酵母产品	5%+	糖蜜价格上涨
2006年1月	国内酵母产品	8%	产能偏紧
2007年1月	部分酵母产品	5%	产能偏紧
2008年3月	普通产品	5%	糖蜜价格大幅上涨
2008年10月	全部酵母产品	7%-15%	糖蜜价格大幅上涨
2010年3月	出口酵母产品	7%-8%	糖蜜价格大幅上涨
2011年2月	部分国内酵母产品	5%+	糖蜜价格创新高
2012年3、5月	国内小包装产品 面用酵母	10%/5%	使用高价糖蜜库存
2015年12月	埃及酵母及YE	5%	海外YE产品定价低于竞品
2016年1月	国内YE产品	5%	竞争格局改善,公司产能偏紧
2016年5月	国内面用酵母产品	5%	产能偏紧
2018年1月	部分YE产品	1-2%	主动提价
2018年10月	60%的酵母产品	3-4%	伊犁工厂环保限产,主动提价
2019年Q1	俄罗斯产品	4-5%	海外YE定价低于竞品,主动提价

资料来源:公司公告,德邦研究所

整体看,提价在一定程度上对毛利率起到正向作用,但毛利率的走势仍然主要受原材料成本的影响。

公司为应对成本上涨压力而采取的全面提价,对毛利率的抬升作用较为明显,但仅针对部分产品或区域的提价,对毛利率的拉动较有限。2008-09年,原材料糖蜜成本上涨了29%,安琪对全部产品大幅提价,提价幅度为7-15%,同期毛利率上升了3.4%,提价对同期毛利率产生较明显的正向作用;2010-2011年,糖蜜价格延续上涨趋势,公司仅对出口酵母产品及部分国内的酵母产品提价,同期酵母系列毛利率呈下降态势。

图 66 提价对安琪酵母系列毛利率影响



资料来源:公司公告,德邦研究所

#### 4.6 汇率对安琪盈利波动的影响

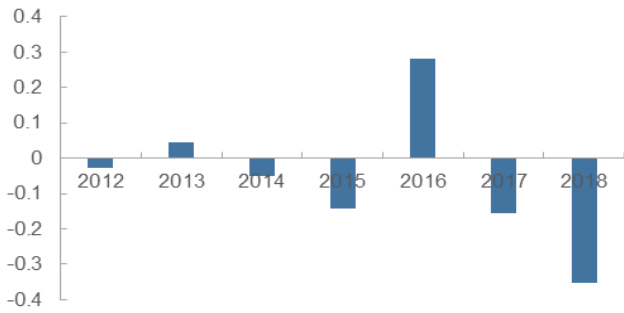
海外业务受汇率波动影响,产生汇兑收益及损失。俄罗斯、埃及的子公司在当地销



售时以当地货币结算，但由于埃及和俄罗斯的汇率不稳定，子公司每日结余都会在当日兑换成美元，规避汇率波动带来的风险。报表端，海外子公司以当地货币记账，卢布、埃镑兑美元贬值时，报表的汇兑收益增加；国内出口的产品，当人民币兑美元贬值时，在报表端体现为汇兑收益增加。

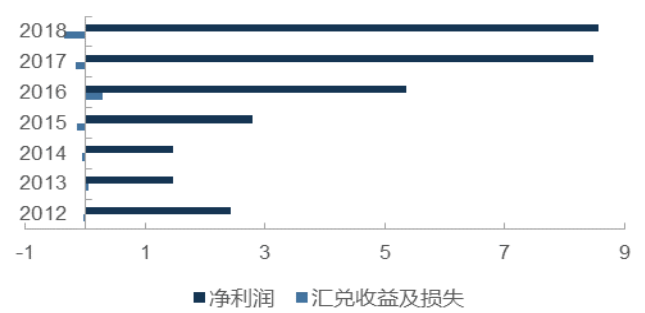
虽然安琪的汇兑收益及损失波动较大，但其金额相对净利润规模较小，对净利润的影响没有原材料成本及折旧大。

图 67 安琪的汇兑收益及损失波动较大 (亿元)



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 68 安琪的汇兑收益及损失与净利润 (亿元)

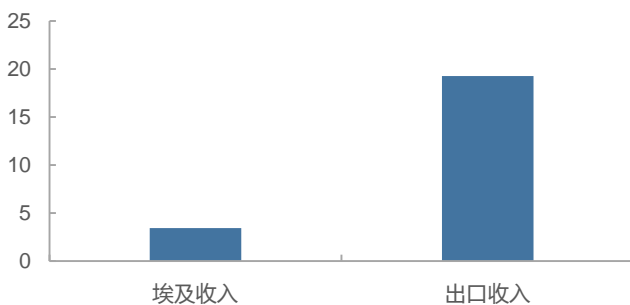


资料来源：公司年报，德邦研究所

安琪海外业务涉及多个国家的货币兑换，公司汇兑问题较复杂，以人民币兑美元为主。公司海外工厂包括埃及和俄罗斯工厂，埃及工厂 2018 年收入 3.4 亿元，公司尚有一半的海外销售是从中国出口过去的，人民币兑美元的汇率波动直接影响一半海外产品对应的利润。一般来说，本币贬值有利于商品出口。2019 年 Q3 人民币出现明显贬值，出口收入也环比加快。明年人民币兑美元汇率存在不确定性。

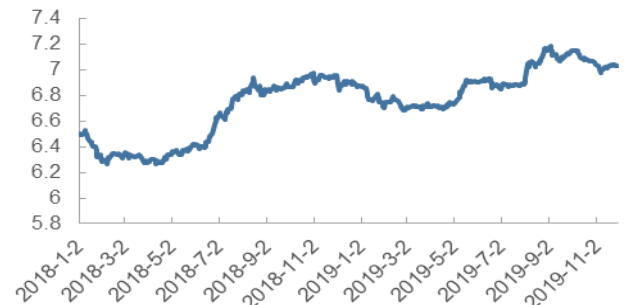
公司在汇率管理上，一方面采用远期结售汇的方式，另一方面通过海外贷款对冲一部分汇率波动。

图 69 安琪 2018 年埃及子公司收入及出口总收入 (亿元)



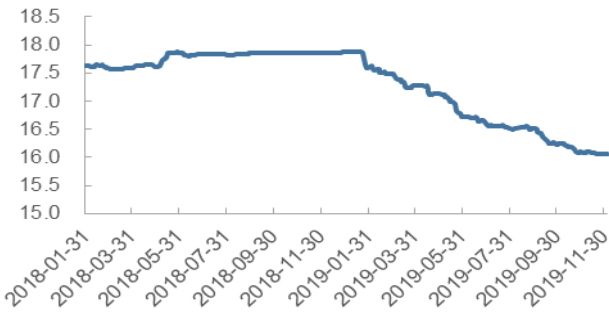
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 70 美元兑人民币汇率



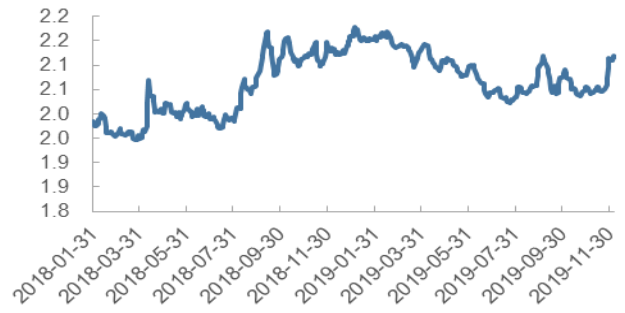
资料来源：WIND，德邦研究所

图 71 美元兑埃及镑汇率



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 72 美元兑俄罗斯卢布汇率



资料来源: WIND, 德邦研究所

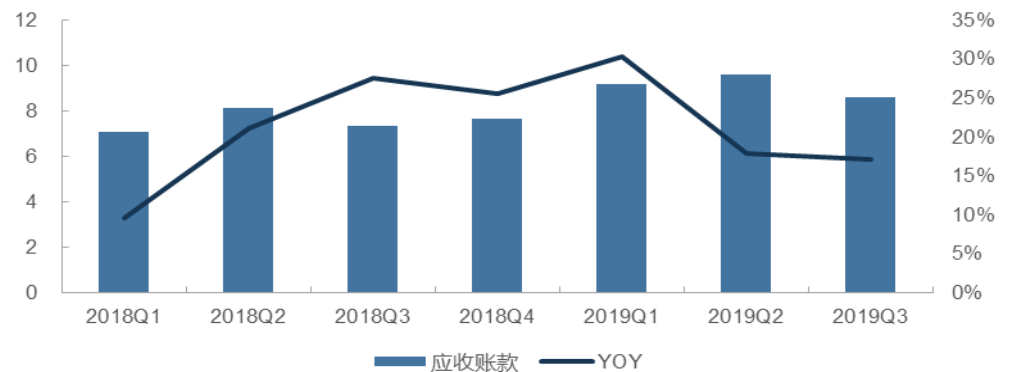
## 5. 安琪的管理效率有所提升

2019年8月,安琪公告董事长俞学峰因到退休年龄离任,由熊涛任新董事长。熊涛于1968年5月出生,先后在湖北宜昌磷化集团公司、国投原宜股份有限优势工作。新董事长上任后,调整组织架构,精简、合并一些部门,以提升运作效率、降低销售费用和管理费用。

组织架构调整的具体举措包括将一些事业部的后台部门,如财务、管理、研发、法务等合并成一个部门去管理。将部门在精简合并后,不仅人员增长得到了严格的控制,运作效率也会有所提高。例如,以前每个事业部下都设立有研发组织,只服务于这个事业部的产品,但整个公司层面去看,研发力量被分散削弱了,如果可以集中力量去为公司的总体目标服务,攻克一些创新型产品的研发。

在合并部门的同时,也会把一些管理权限和组织权限合并到公司层面统一管理。以前每个事业部会有独立的后台财务部门,这些部门以各自事业部的经营目标服务,有些为了实现更高的收入目标可能会把账期拉长,导致应收账款的额度加大,在改革后,所有的财务应收账款的管理权收回到公司管理层统一决策,公司应收账款的增长得到了一定的控制。2019年三季报,公司应收账款比上半年同比下降了1亿元,经营性现金流加大。

图 73 安琪酵母应收账款的变化



资料来源: WIND, 德邦研究所

## 6. 盈利预测及估值

## 6.1 收入预测

基本假设:

预计未来三年公司酵母的产能复合增速约为 8%，酵母抽提物 YE 的复合增速约 10%，在产能偏紧的情况下，公司将通过调整产品结构实现均价的上升，预计 2019-21 年，酵母系列产品收入增速保持较平稳增长，分别为 15%、14%和 16%。19-20 年榨季北方糖蜜基本采购完，价格同比下降 10%左右，预计整体糖蜜采购价格或稳中有降，由于糖蜜价格具有一定周期性，判断最早将于 20-21 榨季进入上升阶段。糖蜜作为酵母系列的主要原材料，对毛利率产生影响，预计 2019 年受白糖业务占比提升及产能折旧影响有所下降，2020 年毛利率受益于糖蜜采购价格超预期下行而出现提升，2021 年随着糖蜜价格的上涨，毛利率受到一定负面影响。

公司未来重心将放在酵母系列业务上，有意愿剥离盈利较弱的非主业，预计未来三年其他非主业板块占比将下降。白糖业务受糖价影响，收入有一定的波动。

预计 2019-21 年安琪营业收入分别为 75.9/85.8/98.1 亿元，同比增速分别为 14%、13%和 14%，毛利率分别为 35.8%、36.3%和 35.6%。

表 14 安琪酵母收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>酵母系列产品</b>						
收入(百万元)	3,762	4,408	5,473	6,290	7,174	8,290
yoy	11%	17%	24%	15%	14%	16%
销量(吨)	200,587	224,460	251,614	278,033	296,384	320,094
yoy	8%	12%	12%	11%	7%	8%
吨价(万元/吨)	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4	2.6
yoy	3%	5%	11%	4%	7%	7%
成本(百万元)	2,450	2,570	3,334	3,869	4,372	5,142
yoy		5%	30%	16%	13%	18%
毛利率(%)	34.9%	41.7%	39.1%	38.5%	39.1%	38.0%
收入占比	77%	76%	82%	83%	84%	85%
<b>包装业务</b>						
收入(百万元)	166	186	229	270	303	348
yoy	19%	12%	23%	18%	12%	15%
成本(百万元)	124	143	198	236	269	312
yoy		15%	38%	19%	14%	16%
毛利率(%)	25%	23%	14%	13%	11%	10%
收入占比	3%	3%	3%	4%	4%	4%
<b>制糖业务</b>						
收入(百万元)	190	331	324	402	454	536
yoy	56%	74%	-2%	24%	13%	18%
成本(百万元)	169	268	300	374	409	450
yoy		59%	12%	25%	9%	10%
毛利率(%)	11%	19%	7%	7%	10%	16%
收入占比	3.9%	5.7%	4.8%	5.3%	5.3%	5.5%
<b>奶制品业务</b>						
收入(百万元)	54	57	58	60	62	66

yoy	10%	6%	2%	3%	4%	6%
成本(百万元)	38	42	41	43	43	45
yoy		11%	-2%	4%	1%	5%
毛利率(%)	29%	27%	29%	29%	31%	31%
收入占比	1%	1%	1%	1%	1%	1%

其他业务						
收入(百万元)	690	793	601	571	582	565
yoy		15%	-24%	-5%	2%	-3%
成本(百万元)	494	579	383	356	370	363
yoy		17%	-34%	-7%	4%	-2%
毛利率(%)	28%	27%	36%	38%	36%	36%
收入占比	14%	14%	9%	8%	7%	6%

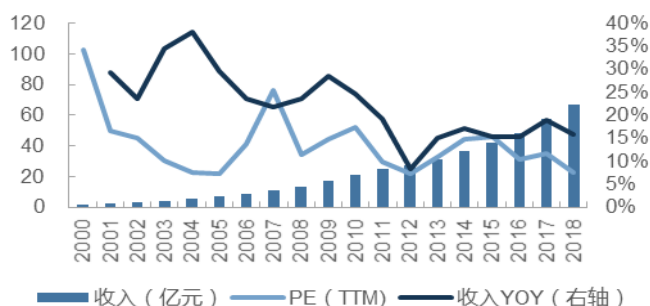
合计						
收入(百万元)	4,862	5,775	6,685	7,592	8,575	9,805
yoy		19%	16%	14%	13%	14%
成本(百万元)	3,275	3,602	4,256	4,877	5,462	6,312
yoy		10%	18%	15%	12%	16%
毛利率(%)	32.6%	37.6%	36.3%	35.8%	36.3%	35.6%

资料来源: 德邦研究所

## 6.2 估值

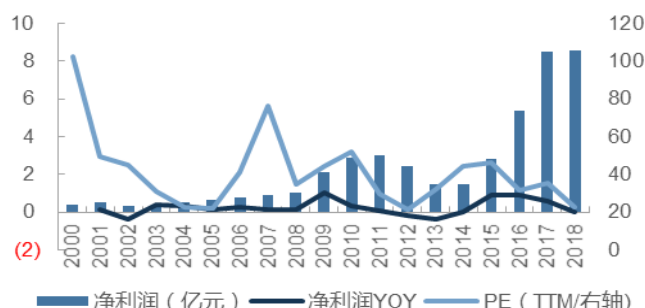
安琪的收入保持稳步提升, 净利润有一定的波动性。2011年前, 收入处于较快速增长阶段, 在 20%-40%之间, PE 估值中枢也较高; 2012年, 公司的重心由传统优势的 2B 产品转向 2C 的保健品, 收入增速下降, 净利润也出现大幅下滑, PE 下降至 19 倍; 2012年后, 收入由高速增长阶段进入到稳定增长阶段, 复合增速维持在 15%左右, 公司 PE 中枢有所回落; 2014-15年, 公司重新聚焦主业, 外资竞争品牌在国内发展滞缓, 公司市占率明显提升, 净利润恢复快速增长, PE 回升至 30 倍以上; 2018年 Q3, 受伊利工厂环保问题和赤峰工厂搬迁改造、成本及费用上升、所得税率提高等因素影响, 净利润负增长, PE 回落至 20-30 倍区间。

图 74 安琪酵母收入与 PE (TTM) 走势



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 75 安琪酵母净利润与 PE (TTM) 走势

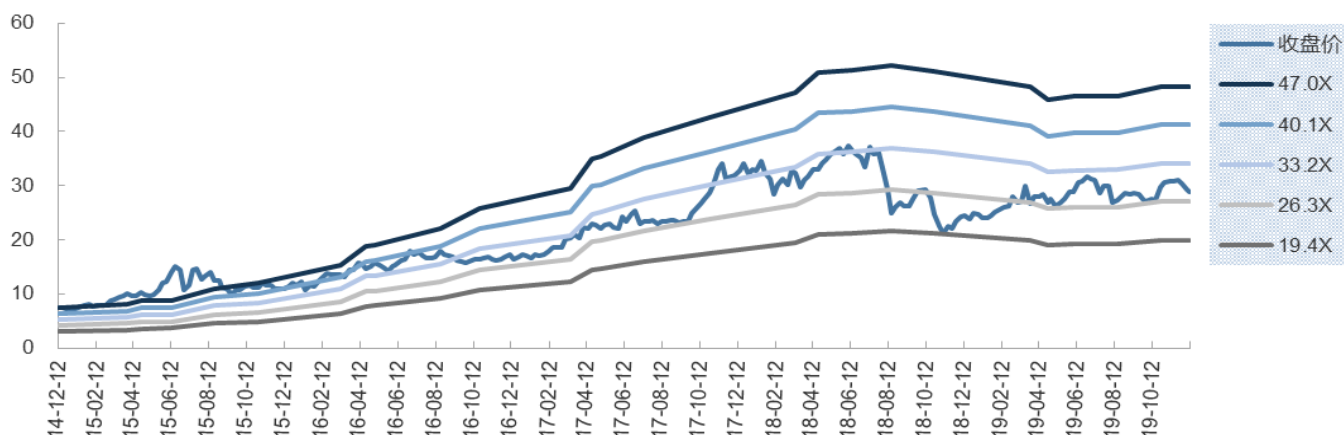


资料来源: WIND, 德邦研究所

2019 年, 随着伊利和赤峰产线产能的逐步恢复, 19 年糖蜜采购成本低于预期, 安琪 Q2 单季净利润恢复正增长, 业绩逐季好转。

当前 PE(TTM)为 29 倍，处于近五年的历史估值较低位。过去五年中，安琪的估值最高到过 40 倍以上，最低下探过 2018 年 12 月份的 19 倍。

图 76 安琪酵母 PE BAND



资料来源：WIND，德邦研究所

选取食品饮料行业中调味品及保健品的上市公司的数据进行对标，发现安琪的 PE 估值低于行业平均值。

表 15 可比公司估值

		总市值	营业收入			EPS			PE		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603288.SH	海天味业	2903	170	198	230	1.62	1.95	2.33	66	55	46
600872.SH	中炬高新	310	42	47	56	0.76	0.91	1.13	50	42	34
603027.SH	千禾味业	98	11	13	16	0.74	0.47	0.60	28	44	35
002507.SZ	涪陵榨菜	210	19	20	23	0.84	0.87	0.99	32	31	27
603317.SH	天味食品	187	14	18	22	0.72	0.80	1.01	61	55	43
603696.SH	安记食品	20	3	4	6	0.24	0.26	0.38	35	33	22
603755.SH	日辰股份	47	2	3	4	0.94	0.89	1.16	51	54	41
300146.SZ	汤臣倍健	253	44	55	68	0.69	0.74	0.91	22	21	17
	平均值	503	38	45	53	0.82	0.86	1.06	43	42	33
	剔除海天 平均值	161	19	23	28	0.70	0.70	0.88	40	40	31
600298.SH	安琪酵母	246	67	77	88	1.04	1.12	1.31	29	27	23

资料来源：WIND，德邦研究所

### 6.3 盈利预测及投资建议

预计公司 2019-21 年实现收入为 75.9/85.8/98.1 亿元，同比增速分别为 13.6%、12.9%、14.3%，归母净利润为 9.2/10.7/12.4 亿元，同比增速分别为 7.8%、15.6%、16.3%，对应 EPS 分别为 1.12/1.29/1.51，对应 PE 分别为 26.6/23.1/19.8 倍。

安琪作为国内酵母行业的绝对龙头，市占率高达 56%，同时下游需求较分散，安琪享有一定的定价权。公司具有技术、成本、规模等壁垒，近两年重点布局海外市场，随着海外产能的增加，未来在海外有望进一步抢占小品牌份额。国内酵母抽提物 YE 市场尚处于成长期，在调味品领域的应用空间大，安琪作为全球最大的 YE 生产企业最为

受益。其他的酵母衍生品如动物营养、保健品发展迅速。2019年，安琪经营逐步改善，新任董事长顺利交接，加强组织架构精简、提升经营效率，业绩有望超预期。综上，我们认为公司的合理估值为 25-28 倍，对应 2020 年目标价区间为 32.3-36.1 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 7. 风险提示

1) 糖蜜价格大幅上升导致毛利率受到负面影响。

当前盈利预测中假设 2020 年使用的糖蜜采购价格同比 2019 年下降了 0.8%，对应 2020 年的毛利率为 36.3%，净利润为 10.7 亿元（同比+15.6%）。若 2020 年糖蜜价格大幅上涨，假设 2020 年公司的糖蜜采购价格上涨幅度为 3%-10%，则对净利润影响如下表所示：

表 16 糖蜜采购价格（19-20 榨季）变化对 2020 年净利润影响的敏感性分析

糖蜜采购价格变动（相较 2019）	-1%	3%	5%	8%	10%
毛利率(%)	36.30%	35.50%	34.90%	34.30%	33.70%
净利润(百万元)	1067	1012	970	928	886
净利润 YoY(%)	15.60%	9.60%	5.10%	0.50%	-4.00%

资料来源：德邦研究所

2) 环保趋严，导致产能利用率不及预期，业绩受到影响。

3) 公司海外收入占比达 29%，汇率波动影响公司汇兑损益。

4) 白糖价格下跌导致公司的白糖业务净利润下滑。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6686</b>	<b>7592</b>	<b>8575</b>	<b>9805</b>
每股收益	1.04	1.12	1.29	1.51	营业成本	4258	4877	5462	6312
每股净资产	5.21	6.49	7.42	8.54	毛利率%	36.3	35.8	36.3	35.6
每股经营现金流	1.39	1.59	1.77	2.05	营业税金及附加	67	77	88	100
每股股利	0.35	0.35	0.37	0.39	营业税金率%	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	756	869	1012	1147
P/E	24.27	26.65	23.06	19.83	营业费用率%	11.3	11.5	11.8	11.7
P/B	4.84	4.60	4.02	3.50	管理费用	228	235	257	265
P/S	3.68	3.24	2.87	2.51	管理费用率%	3.4	3.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	15.23	15.77	13.76	12.08	研发费用	280	330	369	417
股息率%	1.4	1.2	1.2	1.3	研发费用率%	4.2	4.3	4.3	4.3
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>1097</b>	<b>1203</b>	<b>1387</b>	<b>1564</b>
毛利率	36.3	35.8	36.3	35.6	财务费用	129	67	56	55
净利润率	12.8	12.2	12.4	12.7	财务费用率%	1.9	0.9	0.7	0.6
净资产收益率	20.0	17.2	17.5	17.6	资产减值损失	32	7	13	-4
资产回报率	9.5	9.8	10.2	10.6	投资收益	-1	-1	1	2
投资回报率	14.5	14.1	15.4	16.5	<b>营业利润</b>	<b>976</b>	<b>1168</b>	<b>1340</b>	<b>1545</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	6	4	4	4
营业收入增长率	15.8	13.6	12.9	14.3	<b>利润总额</b>	<b>982</b>	<b>1172</b>	<b>1344</b>	<b>1549</b>
EBIT 增长率	7.3	9.7	15.3	12.8	EBITDA	1523	1650	1864	2081
净利润增长率	1.1	7.8	15.6	16.3	所得税	82	197	219	242
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	8.4	16.8	16.3	15.6
资产负债率%	49.3	40.2	38.3	36.5	少数股东损益	43	52	57	67
流动比率	0.9	1.8	2.0	2.2	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>857</b>	<b>923</b>	<b>1067</b>	<b>1241</b>
速动比率	0.4	0.8	0.9	1.1					
现金比率	0.1	0.3	0.5	0.6	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	374	669	1061	1566
应收帐款周转天数	42.6	41.5	40.5	39.5	应收款项	873	863	951	1061
存货周转天数	146.0	155.0	158.0	155.0	存货	1870	2071	2365	2681
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	其它流动资产	293	321	343	381
固定资产周转率	1.4	1.6	1.7	1.9	流动资产合计	3410	3924	4721	5689
					长期股权投资	30	30	30	30
					固定资产	4807	4973	5110	5307
					在建工程	279	79	179	279
					无形资产	284	272	260	248
					非流动资产合计	5571	5524	5749	6033
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>8980</b>	<b>9449</b>	<b>10469</b>	<b>11722</b>
净利润	857	923	1067	1241	短期借款	1530	0	0	0
少数股东损益	43	52	57	67	应付账款	1126	1103	1267	1468
非现金支出	458	455	489	513	预收账款	140	146	165	192
非经营收益	76	66	53	52	其它流动负债	825	880	909	955
营运资金变动	-290	-188	-205	-184	流动负债合计	3622	2129	2340	2615
<b>经营活动现金流</b>	<b>1144</b>	<b>1307</b>	<b>1462</b>	<b>1689</b>	长期借款	640	1500	1500	1500
资产	-1012	-398	-698	-798	其它长期负债	165	165	165	165
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	805	1665	1665	1665
其他	0	-1	1	2	<b>负债总计</b>	<b>4427</b>	<b>3795</b>	<b>4006</b>	<b>4280</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1012</b>	<b>-399</b>	<b>-697</b>	<b>-796</b>	实收资本	824	824	824	824
债权募资	277	-1530	0	0	普通股股东权益	4293	5352	6114	7035
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	260	312	369	436
其他	-414	927	-363	-379	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>8980</b>	<b>9459</b>	<b>10489</b>	<b>11752</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-137</b>	<b>-603</b>	<b>-363</b>	<b>-379</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-4</b>	<b>305</b>	<b>402</b>	<b>515</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-12-18

资料来源：公司年报（2018），德邦证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。