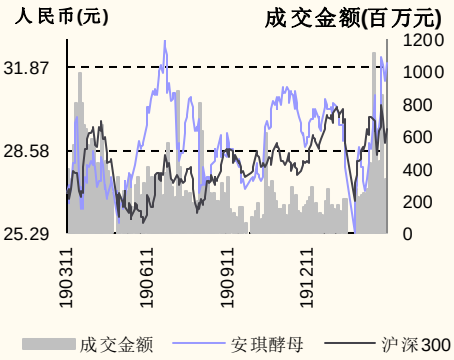
安琪酵母 (600298.SH) 买入（首次评级） 公司深度研究

市场价格（人民币）：32.08 元
目标价格（人民币）：40.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.24
已上市流通 A 股(亿股)	8.24
总市值(亿元)	264.37
年内股价最高最低(元)	32.29/26.97
沪深 300 指数	4083
上证指数	2997



周期向上，全球化开启新一轮成长

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.03	1.04	1.13	1.31	1.54
每股净资产(元)	4.66	5.21	5.99	6.95	8.09
每股经营性现金流(元)	1.36	1.39	1.31	1.60	2.13
市盈率(倍)	32	24	28	24	21
净利润增长率(%)	58.33%	1.12%	8.54%	16.35%	17.14%
净资产收益率(%)	22.05%	19.96%	18.84%	18.89%	19.01%
总股本(百万股)	824.08	824.08	824.08	824.08	824.08

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内酵母龙头，积极布局全产业链：**公司是国内酵母行业唯一的上市公司，酵母类产品发酵总产能达到 28.9 万吨，产能位居亚洲第一、全球第三，国内市占率达到 55%，掌握定价权。公司以酵母为核心产品，向上游制糖、包装，下游 YE、营养保健品和调味品等领域进军，覆盖酵母全产业链。公司实际控制人是宜昌市国资委、核心管理层通过日升科技合计持股 5.66%，共享公司发展红利，19 年新董事长履新，期待将公司带入成长新阶段。

- **酵母享下游行业增长红利，YE 等衍生品市场可期：**酵母下游烘焙行业进入黄金发展期，而面食酵母的增长机会主要来自老面替代，两者合计需求酵母超过 30 万吨；其他如酿酒、制药等均为刚需，酵母行业享下游成长红利。YE 作为鲜味添加剂可用于食品工业添加和家庭消费，目前国内产能远低于市场需求，安琪作为国内布局最早、体量最大的 YE 生产商将是行业增长的率先受益者。同时公司保健品凭借优质的酵母蛋白粉等差异化产品、动物营养受猪瘟刺激推动，均在成长的快车道上，预计年化增速将超过 20%。

- **原材料蜜糖价格预期下行，毛利率预计将持续优化：**糖蜜价格有较为明显的周期性使得糖蜜价格波动对公司业绩影响较大。糖蜜供给端甘蔗和甜菜单产提升且耕种面积变化不大；需求端酒精糖蜜需求的减少使得酵母糖蜜成为第一大需求，需求端宽松。我们预期未来 2-3 年糖蜜价格影响端口由供给主导转变至需求主导，酵母作为第一大需求，预计酵母糖蜜价格仍有下降空间。公司国内原材料价格压力缓解，叠加国外成本优势以及产品结构升级，预计毛利率 2021 年将回升至 36.2%，持续优化。

- **海外产能稳步扩张，业务拓展潜力巨大：**公司充分利用地缘优势开展海外业务，目前在埃及和俄罗斯合计拥有 5.5 万吨酵母及其提取物产能，未来两年内将在俄罗斯新增 1.2 万吨的产能，海外也将是公司产能扩张的主要基地。公司随着产能扩张将逐步实现全球化，全球产能市占率“坐三望二”，提升销售规模和品牌影响力，开启新一轮成长。

投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 76.9/87.9/101.4 亿元，同比 +15.0%/14.3%/15.4%；实现归母净利润 9.3/10.8/12.7 亿元，同比 +8.5%/16.4%/17.1%；对应 EPS 分别为 1.13/1.31/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 28/24/21 倍。公司业绩稳健性强，给予 2020 年 30 倍估值，目标价 40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动、汇率波动、环保政策趋严、食品安全。

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn
刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

内容目录

1、酵母行业龙头，全产业链布局 5
2、酵母市场需求不断增长，安琪行业领先 7
2.1 酵母是天然的发酵剂，亚非洲需求快速增长 7
2.2 面食发酵具备成长空间，YE 市场可期 9
2.2.1 烘焙酵母享行业增长红利，面食酵母受益老面替代 9
2.2.2YE 用途广泛，未来市场可期 10
3、安琪酵母业务稳中有进，衍生品业务亮点十足 13
3.1 行业门槛不断提高，安琪强者恒强 13
3.2 产品+品牌+渠道三重共建，强化竞争力 15
3.3 持续开拓衍生品市场，提升业绩弹性 16
4、积极布局海外，全球化开启新一轮成长 18
4.1 进军埃及和俄罗斯，积极开展全球扩张 18
4.2 享低成本原材料采购优势，对接欧洲、中东等庞大市场需求 19
5、糖蜜价格压力减小，毛利率持续优化 21
5.1 糖蜜供给端向上，需求端宽松 22
5.2 采购政策多样化，种植地建厂降低成本 25
5.3 积极布局酵母行业上游，原材料议价能力增强 25
6、财务分析：稳中求胜，流动性持续改善 26
6.1 规模稳健增长，利润周期性减弱 26
6.2 流动性和周转率持续改善，净资产收益率处行业前列 28
7、盈利预测 31
8、风险提示 33

图表目录

图表 1：公司实际控制人是宜昌市国资委 5
图表 2：公司全产业链布局 5
图表 3：公司营业收入稳定增长 6
图表 4：公司归母净利润持续增长 7
图表 5：三种常见发酵方式的对比 7
图表 6：三种酵母对比 8
图表 7：酵母产业链 8
图表 8：全球酵母市场规模稳中有升 8
图表 9：全球酵母产能分布 8
图表 10：全球酵母市场格局 9
图表 11：国内酵母市场格局 9
图表 12：烘焙行业市场规模超过两千亿元 9
图表 13：我国烘焙食品人均消费量（人/kg） 9

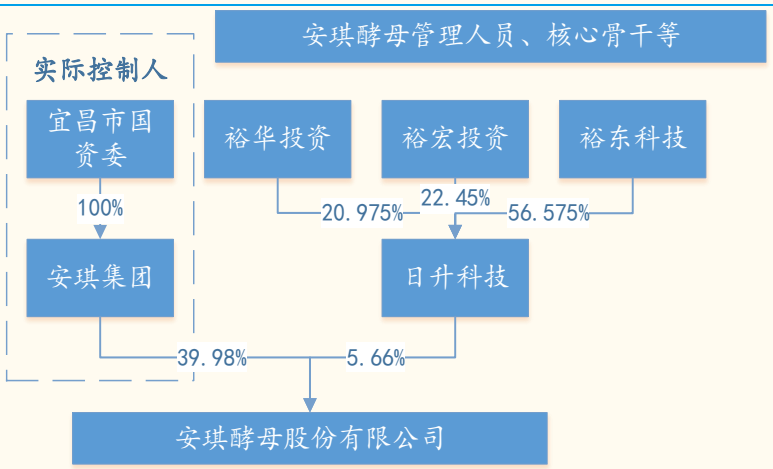
图表 14：酵母需求量测算.....10
图表 15：YE 为第四代鲜味添加剂.....11
图表 16：YE 用途广泛.....11
图表 17：方便面产量增长至 1200 万吨.....12
图表 18：肉类产量 8600 万吨左右.....12
图表 19：酱油产量接近 1000 万吨.....12
图表 20：高端酱油占比 20%.....12
图表 21：全球 YE 主要生产国.....12
图表 22：国内 YE 市场分布.....12
图表 23：安琪酵母固定资产占比高于其他行业龙头（%）.....13
图表 24：产能建设资金投入高（万元）.....13
图表 25：环保监管力度加大.....13
图表 26：环保设备投入高（万元）.....14
图表 27：公司总产能达到 29.1 万吨.....14
图表 28：安琪酵母提价周期.....15
图表 29：酵母吨价不断提升（万元/吨）.....15
图表 30：安琪酵母代表性产品.....15
图表 31：安琪的多品牌战略.....16
图表 32：公司多元化的客户服务模式.....16
图表 33：YE 调味品.....17
图表 34：添加 YE 的酱油.....17
图表 35：保健品行业规模不断扩张.....17
图表 36：全球饲料产量上行.....18
图表 37：埃及公司收入占比 4%-6%.....18
图表 38：埃及工厂建成投产.....18
图表 39：安琪酵母工厂及销售地区分布.....19
图表 40：公司海外业务毛利率持续增长.....19
图表 41：俄罗斯成为全球最大甜菜生产国.....20
图表 42：中东和非洲酵母需求量较大.....20
图表 43：糖蜜占成本的 45%左右.....21
图表 44：公司酵母系列产品毛利率波动大.....21
图表 45：糖蜜价格波动性较大.....21
图表 46：糖蜜价格波动性较大.....22
图表 47：糖蜜总产量.....22
图表 48：糖蜜结构.....22
图表 49：甘蔗和甜菜产量情况.....23
图表 50：甘蔗和甜菜单位产出逐年增加.....23
图表 51：甘蔗和甜菜种植量.....23
图表 52：酵母需求超过酒精需求.....24

图表 53：近年酒精产量逐步下降（万千升）.....24
图表 54：糖蜜酒精替代趋势明显.....24
图表 55：糖蜜价格供需分析.....25
图表 56：公司在多个酵母产业附近建厂.....25
图表 57：公司制糖业务收入超 3 亿元.....26
图表 58：公司形成甜菜循环经济产业链.....26
图表 59：宏裕包材收入体量逐步扩大（亿元）.....26
图表 60：宏裕包材利润维持稳定（亿元）.....26
图表 61：公司毛利率与糖蜜价格相关性较高.....27
图表 62：公司固定资产变动情况.....27
图表 63：公司销售费用率变动不大.....27
图表 64：销售人员人均薪酬逐年上涨.....27
图表 65：公司管理费用率在 7.5%左右.....28
图表 66：公司研发费用率在 4%左右.....28
图表 67：公司净利率周期性波动.....28
图表 68：公司收入支出分拆.....28
图表 69：公司流动比率近年持续提升.....29
图表 70：公司速动比率近年持续提升.....29
图表 71：公司短期借款主要为信用借款（亿元）.....29
图表 72：公司资产负债率处行业首位.....30
图表 73：公司权益乘数高于行业内可比公司.....30
图表 74：公司营业周期情况.....30
图表 75：存货周转率对比.....30
图表 76：总资产周转率对比.....30
图表 77：应收账款周转率对比.....31
图表 78：应付账款周转率对比.....31
图表 79：公司 ROE 处行业前列.....31
图表 80：可比公司 ROE 分拆.....31
图表 81：公司收入预测拆分.....32
图表 82：公司盈利预测对比.....33

1、酵母行业龙头，全产业链布局

- **安琪酵母是国内酵母行业唯一的上市公司，宜昌市国资委是其实际控制人。**安琪酵母于 1986 年在宜昌成立，经国企改革、联合其他企业重组后，于 2000 年在上交所挂牌上市，是国内酵母行业唯一的高科技上市公司。公司拥有 21.3 万吨的酵母及 7.6 万吨的酵母提取物(YE)产能，是产能亚洲第一、全球第三的酵母生产销售企业。公司实际控制人为宜昌市国资委，合计持有上市公司 39.98%股权。
- **管理层经验丰富，新董事长走马上任。**公司董事和核心管理层多数在公司工作超过 20 年，同时参与了公司和酵母行业快速发展的 20 年，行业经验丰富、熟悉公司业务和发展战略。公司管理层和核心骨干通过湖北日升科技有限公司以资本运作方式间接持股 5.66%，共同享受公司成长红利。2019 年 7 月，公司新任董事长熊涛走马上任，新董事长拥有丰富的企业管理经验，上任后对组织结构进行合并和精简，不断进行内部优化，也为公司新一轮成长注入了一剂强心剂。

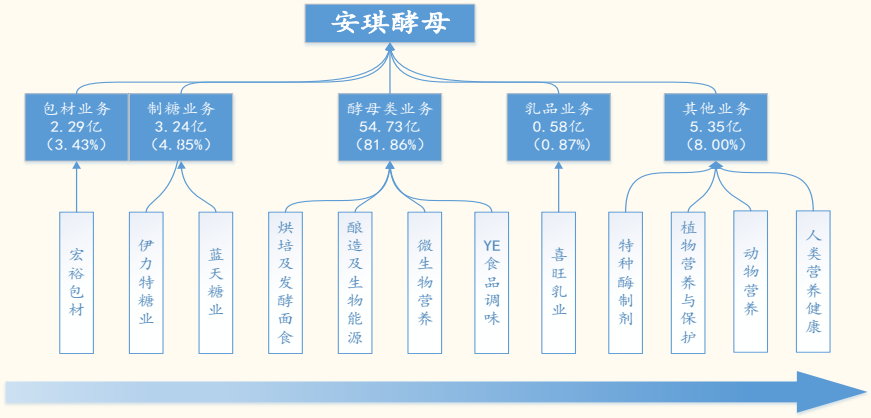
图表 1：公司实际控制人是宜昌市国资委



来源：公司公告、国金证券研究所

- **国内外布局，覆盖酵母全产业链。**公司以酵母生产和销售为主营业务，国内拥有 8 个生产基地，并在海外的埃及和俄罗斯建厂，初步实现了从全国化走向国际化。酵母类产品是公司的核心主营业务，贡献超过 8 成的收入，同时公司也向上游制糖、包装行业，下游奶制品、人类/动植物营养等业务扩展。公司产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，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。

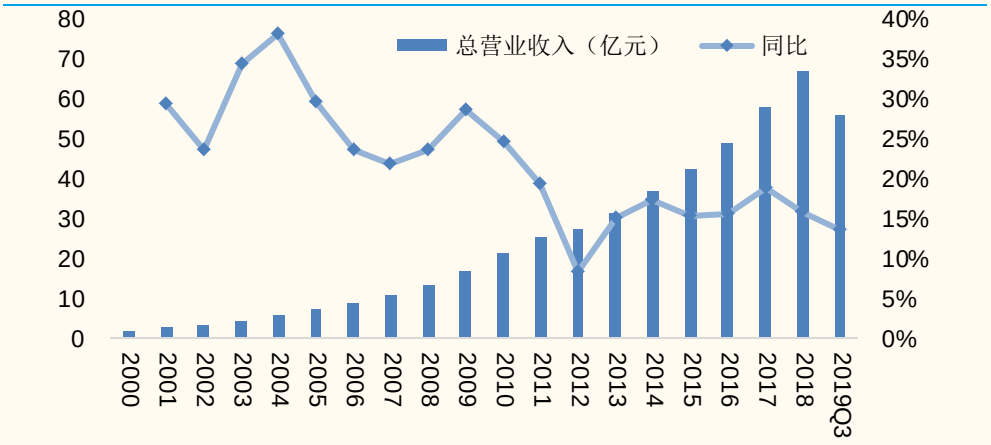
图表 2：公司全产业链布局



来源：公司公告、国金证券研究所　注：2018 年年报数据

- **紧抓酵母行业发展趋势，新一轮增长周期 CARG13.76%**
  - **2005 年之前的成长期。**2005 年之前酵母行业处于起步期，酵母需求快速增长，在该阶段以北方市场为切入点，采取农村包围城市的策略，深入农村市场，不断复制样本市场进行扩张，保持了低基数下的快速发展。
  - **2005-2012 年的扩张期。**公司在巩固农村市场的基础之上，逐步战略转移至北上广等大城市，在不断兼并收购其他酵母公司的同时在全国范围内高速扩张，产能由 3.3 万吨扩张至约 14 万吨。并且公司不断丰富业务结构，从酵母向营养保健品、动物营养等业务拓展。
  - **2012 年至今的稳健成长期。**酵母行业低速增长，但公司通过深化酵母应用场景以及开发以酵母抽提物为代表的高附加值产品，紧抓行业新一轮发展机遇，创造新的营收增长点，同时公司进行内部管理机制的改革应对行业变化，新一轮增长周期收入年复合增长 13.76%。公司 2019 年前三季度依旧维持了 13.5%的增长，预计未来 2-3 年将继续维持稳健增长，逐步实现 2021 年收入超百亿元的战略目标。

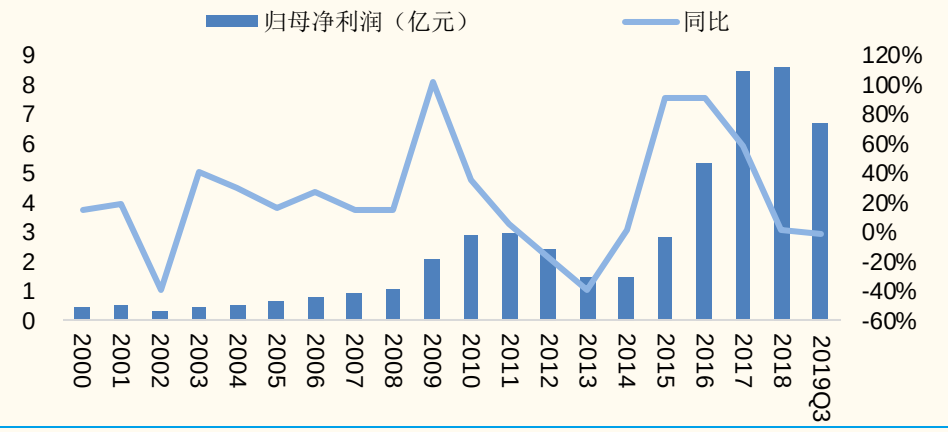
图表 3：公司营业收入稳定增长



来源：公司公告、国金证券研究所

- **受产能扩张影响利润增长周期性明显**
  - **2008 年之前稳定增长。**公司采取稳定发展的战略，逐步提高的产能和市场的开拓使得归母净利润维持在 15%左右的稳定增长。
  - **2008-2013 年利润周期性变化。**2008-2011 年，公司享受上一轮产能扩张带来的规模红利，利润端出现高速增长。2012 年开始一方面受公司战略性向 B2C 业务倾斜，增加销售管理人员和费用投入影响，另一方面公司 2012 年启动了新一轮的产能扩张，使得资本投入和折旧摊销等支出加大，产能利用率也明显下滑，两项叠加使得公司归母净利润增速出现连续下滑。
  - **2013 年至今高速增长后回稳。**公司战略调整后重新聚焦 B2B 业务，整合相关事业部，并且新产能逐渐发挥出规模效应，2014-2017 年公司经历了三年的高速增长，2017 年营业利润 9.73 亿元，同比增长 62.43%。2018 年在人民币汇率波动加剧，赤峰生产线搬迁以及白糖价格持续下跌的影响下，公司净利润同比、环比增长幅度回落，归母净利润 8.57 亿元，同比小幅增长 1.12%。2019 年前三季度受伊犁限产、俄罗斯糖蜜价格上行等影响，公司实现归母净利润 6.66 亿元，同比下跌 1.21%。
  - **资本开支投放节奏放缓，预计净利润将进入规模效应推动的稳健成长期。**中短期内公司未规划较大的产能建设和资本开支，预计因产能建设投产带来的利润周期性波动将持续减弱。随着新疆、伊犁产能持续恢复，同时海外产能逐步投产，预计公司净利润将进入规模效应推动的稳健成长期。

图表 4：公司归母净利润持续增长



来源：公司公告、国金证券研究所

2、酵母市场需求不断增长，安琪行业领先

2.1 酵母是天然的发酵剂，亚非洲需求快速增长

- **酵母是天然的发酵剂。**酵母是一种单细胞微生物，可以用来发酵多种富微量元素酵母或氨基酸酵母，可用作食用、药用或者饲料用，营养价值丰富，在有氧和无氧条件下都能存活，是天然的发酵剂。目前常见的发酵方式主要是化学膨松剂发酵、老面发酵以及酵母发酵，对比来看酵母在发酵速度、营养价值和便利性上更具优势，逐渐成为工业生产和家庭生活中应用最为广泛的发酵剂。

图表 5：三种常见发酵方式的对比

发酵方法	发酵机理	优劣势
酵母	利用酵母活性产生二氧化碳让面团蓬松并赋予香味	优点：操作方便简单，发酵速度快，增加发酵食品的风味； 缺点:价格相对较高
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，使面团膨胀	优点：成本低廉； 缺点：破坏营养成分，费时且不卫生
化学蓬松发酵	碱性膨松剂发酵：在一定的温度下载面团中缓慢分解，释放出二氧化碳，使面团膨胀；复合膨松剂发酵：由酸碱反应释放二氧化碳蓬松面团	优点：产气速度大； 缺点：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

来源：公司公告、国金证券研究所　注：以发酵面食为例

- **形态多样，国内多以干酵母发酵为主**
  - 分类来看，**根据酵母对糖的耐受程度**，可以分为高糖酵母和低糖酵母，适合在 7%以上糖浓度发酵环境生存的酵母为高糖酵母，以下的为低糖酵母，高糖酵母适合做甜面包和甜馒头，低糖酵母适合做无糖或加糖量很少的馒头、欧式主食面包等发酵食品。
  - 酵母的另一种区分方式是**根据含水量的多少**，可以分为干酵母、半干酵母和湿酵母，鲜酵母需要 0 度左右保存，半干酵母需要-18 度以下保存，而干酵母常温保存即可，因半干酵母储存和运输难度高，因此较为常用的干酵母和湿酵母。对比来看，鲜酵母发酵时间更短、成本更低但保质期一般在 40 天左右，而干酵母虽然发酵时间和成本不及鲜酵母但更易于储存和运输。鲜酵母多用于欧美等国家，主要因欧美酵母厂多建于大城市等销售地附近且面包等发酵类产品食用量大，酵母的使用频率高、运输半径短使得欧美逐渐形成了湿酵母为主的烹饪和饮食习惯。国内和亚非等国家发酵多以干酵母为主，主因国内酵母厂多建在原材料产地附近，减低原材料成本的同时提升了运输时间，更适用于保质期在 2 年以上的干酵母，家庭和下游制造工厂也适应了干酵母的烹饪和添加习惯。因此国内生产销售酵母的企业基本都为干酵母企业；国外酵母企业以湿酵母企业居多，但也有部分干酵母生产线满足市场需求。

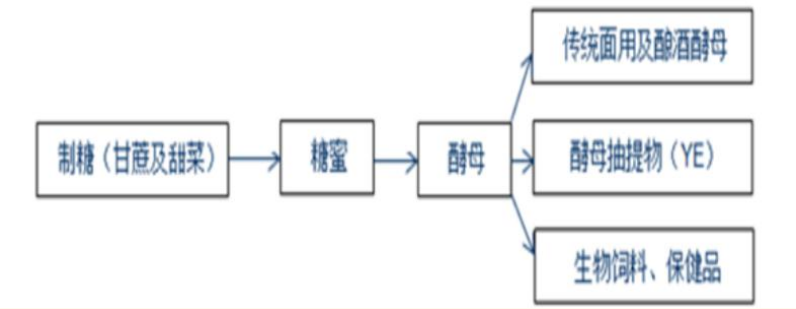
图表 6：三种酵母对比

	鲜酵母	半干酵母	干酵母
含水量	65-72%	20-26%	7-8%
保质期	45 天	2 年	2 年
储存温度	0~4℃冷藏（不高于 6℃）	零下 18 度冷冻环境（零下 12℃~零下 23℃）	室温
换算比例	2-2.5	1	1

来源：百度百科、国金证券研究所

- **酵母产业上联制糖、下联发酵。**从产业链来看，安琪酵母处于产业链的核心位置，上游是以糖蜜为主的原材料，其中糖蜜是甘蔗或甜菜制糖的工业副产品，每年在榨季集中采购。酵母下游用途广泛，如可作为肉类、果酱、汤类、乳酪、面包类食品、蔬菜及调味料的添加剂；在婴儿食品、健康食品中作为食品营养强化剂；并且酵母可用作制药的添加剂，制作用于治疗消化不良、延缓细胞衰老等的药物；酵母也广泛用作动物饲料的蛋白质补充物，家庭也可将酵母用于面食发酵等。酵母需求量最大、使用频次最高的是中式面食发酵和烘焙。

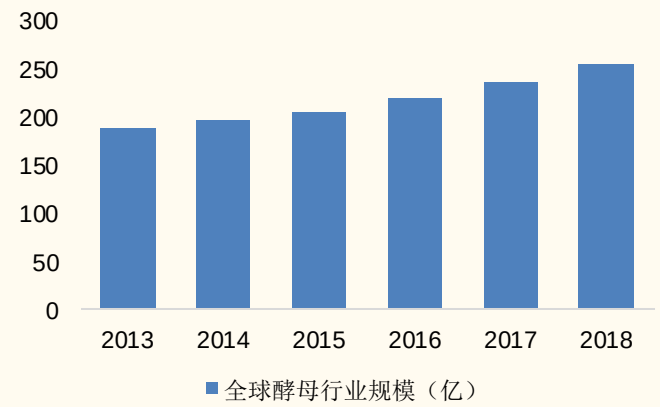
图表 7：酵母产业链



来源：百度百科、国金证券研究所

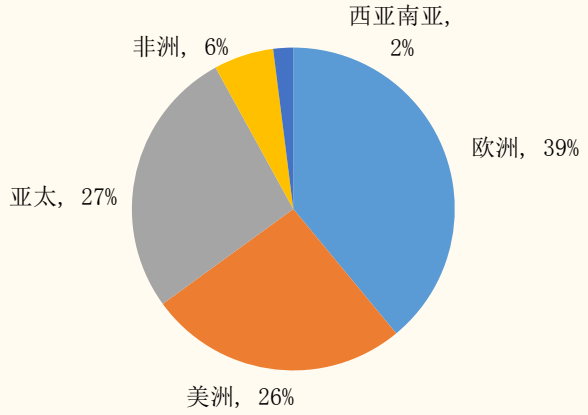
- **亚洲和非洲是酵母需求增长最快的地区。**酵母属于典型的用途广、用量少但效用明显的添加剂类产品，伴随着用途不断多元化，酵母产业规模也在不断扩张。从全球来看，酵母市场规模 2018 年达到 254 亿元，近 5 年年化增长 6.2%，规模稳中有升。分地区来看，全球合计 65%的酵母产能集中在欧洲和美洲地区，而人口数量较多的亚洲、非洲等地产能分布相对少。近些年随着亚非地区居民生活水平提升和生活方式不断多元化，亚洲和非洲也成为全球酵母产能增长的主要地区。

图表 8：全球酵母市场规模稳中有升



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 9：全球酵母产能分布

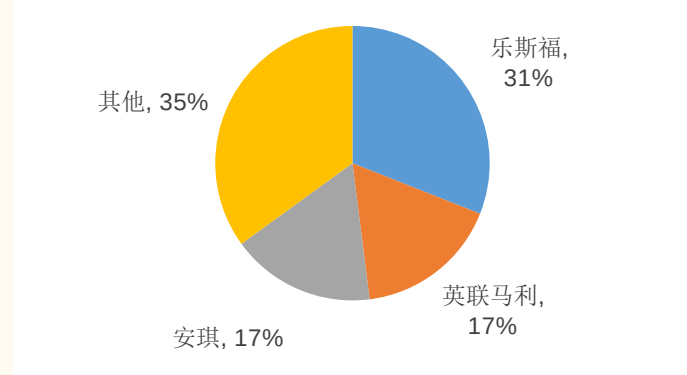


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **安琪酵母产能全球第三、全国第一。**酵母行业进入门槛较高，每次产能建设需要投入大量资金以及 2-3 年的建设周期，因此行业格局稳定，先发企业能够享受规模效应。从全球来看。酵母行业 CR3 达到 65%，其中乐斯

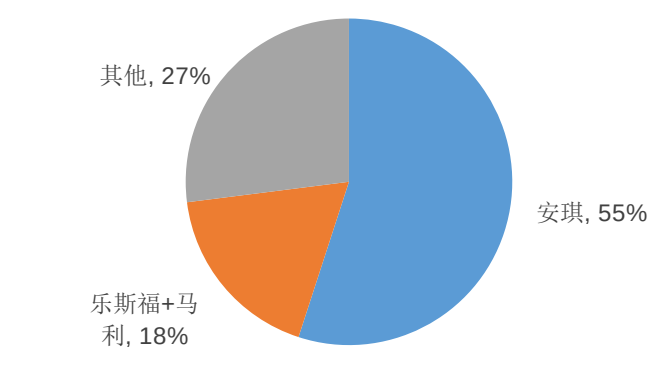
福为全球第一大酵母企业，市占率达到 31%，英联马利和安琪各占 17%的市场，位列二、三位。而在国内市场，安琪酵母市占率达到 55%，是绝对的国内第一大酵母企业。

图表 10：全球酵母市场格局



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 11：国内酵母市场格局



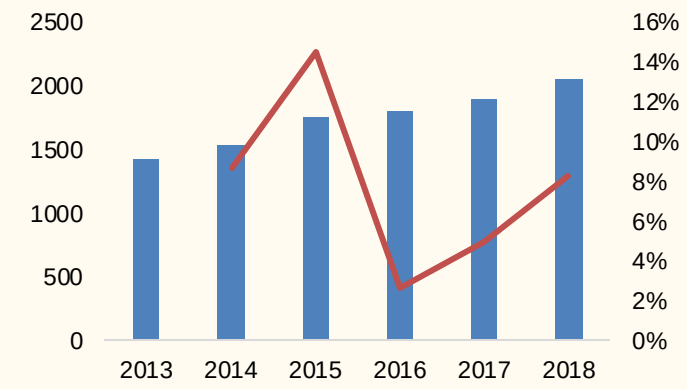
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

2.2 面食发酵具备成长空间，YE 市场可期

2.2.1 烘焙酵母享行业增长红利，面食酵母受益老面替代

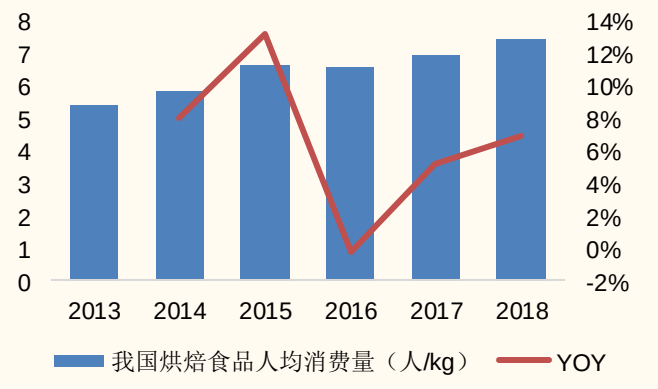
- **烘焙和面食行业主导酵母需求。**我们上文分析过酵母最为广泛的用途是面食发酵，面食发酵类酵母主要用于烘焙和面食。面食类酵母的需求增长一方面随着饮食不断西化带动烘焙行业高速增长，烘焙酵母作为不可或缺的添加剂源源不断的被供应到其生产线中；同时在消费升级的背景下，相比成本低廉，效率低下的老面发酵，人们逐渐更青睐于口味和质量更佳的酵母发酵，两大主导需求旺盛，奠定酵母行业成长基础。
- **下游烘焙行业的高景气是酵母行业增长的持续动力**
  - **烘焙行业进入黄金发展期。**烘焙食品于 20 世纪 80 年代被引入中国，已在中国发展了 30 多年，随着居民收入的不断增加，消费者的消费能力和消费水平不断提高，叠加新一轮城镇化浪潮，以烘焙为主的西式餐点受到消费者追捧和喜爱，推动烘焙行业快速发展，市场规模超过两千亿元。
  - **面包迎合当代消费者偏好，发展空间巨大。**与传统面食相比，面包更加低盐、少油、营养更均衡，而且面包多为工厂化生产和连锁加工产品，食品安全和卫生更有保障。随着我国消费者饮食结构逐渐西化，以面包为主的西式食品越来越受到消费者的喜爱，我国烘焙食品人均消费量也快速增长。长期来看，我国人均消费量随着消费人群和消费频次的增加，预计仍将维持 6%左右的年化增长，给予烘焙行业巨大的发展空间。

图表 12：烘焙行业市场规模超过两千亿元



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 13：我国烘焙食品人均消费量（人/kg）



来源：中国食品工业协会烘焙专业委员会、国金证券研究所

- **面包酵母添加量为 0.8%-1.5%，酵母需求达到 10.36 万吨。**面包发酵过程中酵母的添加比例约为 0.8%-1.5%，面包酵母的需求量变化与面包消费量直接相关。面包消费量的增长一方面源于消费群体的扩张，一方面源于面包代替传统面食。参考中国食品工业协会烘焙专业委员会的数据，2018 年中国我国人均烘焙食品消费量约为 7.4kg，按照酵母比例 0.8%计算，目前面包烘焙类产品发酵对酵母的需求达 10.36 万吨。我国面包人均消费量仍在以每年 8%的速度在增长，也将不断提升酵母的需求量。

- **酵母替代老面发展空间大，传统面食酵母仍有机会**
  - **酵母发酵效果较老面发酵优秀。**老面发酵是一种比较原始的发酵方法，而酵母发酵有营养高、不加碱和时间短等优点。酵母主要是由蛋白质和碳水化合物构成，含有丰富的 B 族维生素和微量元素；同时由于酵母纯度很高，含杂菌量极少，因而在面团发酵过程中产生的酸性物质也少，可以省去加碱带来的麻烦；并且一般老面发酵需要 4-6 个小时，酵母发酵 2 个小时左右就可以了，更省时间。
  - **目前老面替代还存在较大空间。**2018 年中国小麦产量约为 8875 万吨，按照 35%用于制作发酵面食和酵母使用比例 0.65%计算，传统面食使用酵母消费量应为 20.2 万吨，但实际上由于存在老面发酵等发酵手段，实际酵母使用量低于需求量，传统面食酵母需求还存在较大提升空间。
- 参考我们的分析和测算，考虑酵母的其他需求，2018 年我国酵母需求量约为 32.55 万吨，其中中式面食发酵需求最大。

图表 14：酵母需求量测算

应用领域	酵母用量	市场情况	主要假设	需求量（万吨）
中式面食发酵	干酵母添加量 0.5-0.8%	2018 年全国小麦粉总产量 8875 万吨	35%的小麦用于馒头等发酵面食，平均 0.65%的添加量	20.19
烘焙行业	干酵母添加量 1%	我国烘焙食品人均消费量 7.4kg	1%添加	10.36
其他		用于调味品、食品、制造和饲料添加等		2
		合计		32.55

来源：知网、国金证券研究所

2.2.2YE 用途广泛，未来市场可期

- **“天然健康”助力 YE 渗透。**酵母提取物（又名 YE）是将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的一种棕黄色可溶性纯天然制品。YE 富含氨基酸和多肽，满足了广大消费者“天然，营养，健康，美味”的需求，目前仍处在对味精逐步替代的初期。
- **YE 是优质的鲜味添加剂，目前仍处起步阶段**
  - **酵母提取物是具有食品属性的鲜味添加剂。**YE 是食品属性的添加剂，具有增鲜增味，降盐淡盐，平衡异味，耐受性强等特点，在食品行业中具有广泛的用途，也是最为理想的生物培养基原料和发酵工业中的主要原料，其功效与 8 倍的酵母相当，可以大大提高菌种的生产速率及发酵产品得率。
  - **YE 是第四代鲜味添加剂。**鲜味剂是各类食品生产过程中常用的添加剂，主要用于补充或增强食品原有风味。鲜味剂按发展顺序来看，第一代鲜味剂是谷氨酸钠，也就是味精；第二代鲜味剂出现了强力味精，鲜味比味精提高几倍至十几倍；第三代鲜味剂是具有鸡肉香风味的复合调味剂，口感丰富，富有营养；第四代鲜味剂是以 YE 为代表的新型鲜味剂。YE 作为新型食品添加剂，下游主要用于各类需要鲜味剂的食品工业，另外目前也已经上市了 YE 直接作为调味品的产品。
  - **YE 替代味精逐步推进：**味精因生产工艺成熟、出厂价较低等因素是应用较为广泛的鲜味添加剂。味精是玉米深度发酵产品，主要成分是谷氨酸钠，一方面生物发酵行业具有高污染、高耗能的特性，环保监管趋严使得行业供给下降，另一方面在“全民减盐”的风潮下企业和消

费者也在寻找能够替代味精的鲜味剂，因此味精行业产能逐年下降，鸡精和 YE 等替代品需求量也有所提升。对比 YE 和味精，虽然 YE 价格较高，但添加量更低，并且添加后产品品质更优，售价更高；但各产品的生产工艺更改难度高，替代有一定的适应周期，YE 将伴随鲜味剂内部替代需求持续增加。

图表 15：YE 为第四代鲜味添加剂

类型	主要配料	吨价（阿里巴巴数据）	优缺点
味精	谷氨酸钠	9000 元左右	价格低廉，不健康
强力味精	核苷酸二钠（I+G）	9000-10000 元	提鲜效果较一般味精好，但较少单独使用
鸡精、鸡粉	鸡肉提取物	16000 元左右	鸡肉口味浓郁，但较为单一
YE 鲜味粉	酵母提取物（YE）	32000 元左右	淡盐提鲜，营养健康，但价格昂贵

来源：阿里巴巴、国金证券研究所

- **YE 可添加用途广泛。**鲜味剂本就是食品工业生产中重要的添加剂，广泛添加于调味品、坚果、速冻食品和休闲食品等生产过程中。YE 作为第四代鲜味剂，也同样可以用于酱油、食醋、海产品、坚果炒货、酱卤制品等添加，替代以味精为主的前几代鲜味剂，起到提升回味、淡化咸味、增强鲜美味等作用。YE 相较于前几代鲜味剂价格较贵，但添加比例较低，整体对成本的影响不大，并且添加 YE 后产品售价也相应提高，但因为工业生产配方更改难度大，厂家普遍对于 YE 了解不够，所以市场仍在起步阶段。

图表 16：YE 用途广泛

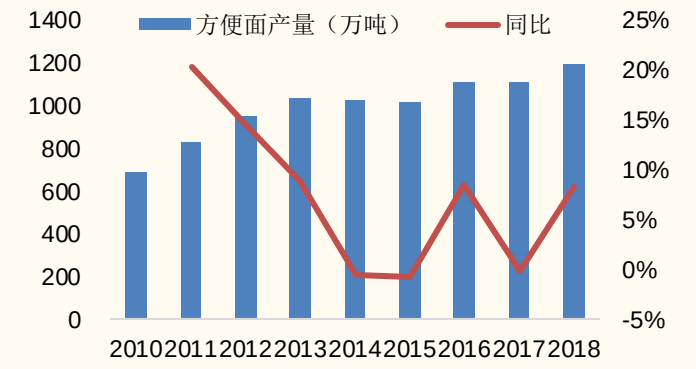
领域	作用	添加比例
食醋	缓和醋酸直冲感、增强厚味、绵延回味	0.1-0.5%
餐饮	增回味、去腥味	以酵母抽提物为基料，配合各种香辛料、肉类提取物等精致而成的复合调味料。
海产品	协同增鲜、增强醇厚味、掩盖鱼腥味	0.3-1.0%
坚果炒货	入味更充分、鲜味更持久、口感更醇厚	0.2-0.8%
速冻食品	增厚味、提升回味、协调口感	0.3%-1.5%
酱油	增鲜增味、增厚延后、抑咸抑涩、协调口感	0.3%-1.5%
调味酱	增强鲜美味、协调口感、淡化咸味	0.5%-5.0%
麻辣熟食	淡盐、协同增鲜、增加后味、掩盖面粉生味	0.3%-0.6%
酱腌菜	淡化咸度、改善口感、平衡异味	0.3%-0.8%
火锅底料	增强鲜美味、回味、协调口感、久煮滋味不减	0.5%-1.0%
饼干	增强香气、厚味、改善色泽、改善面团性能	0.3%-1.5%
酱卤制品	去腥、增强鲜美味、提升回味	0.3%-0.8%

来源：公司官网、国金证券研究所

- **YE 作为鲜味添加剂主要用于替代前几代鲜味剂，我们以鲜味添加剂应用最多的食品工业添加和调味品工业添加为基础测算 YE 的最低需求量。**
  - **预计 YE 工业食物生产食品添加剂需求至少 20.5 万吨。**工业食物生产中 YE 作为食品添加剂主要应用于方便面、肉制品等生产过程中。我们主要考虑方便面行业和肉制品行业，2018 年方便面行业产量同比+8.3%至 1200 万吨，并且具有逐渐走向高端化的趋势，按照 1%的添加比例，YE 需求预计达到 12 万吨。肉制品行业中我国肉类年均产量 8600 万吨左右，其中猪肉年均产量达 1700 万吨，按照 0.5%的添加比例，YE 需求达到 8.5 万吨。仅方便面和肉制品两大需求已超过 20 万吨，预计工业食品对于 YE 的需求 20.5 万吨。
  - **预计 YE 调味品添加剂需求至少 3.3 万吨。**由于中国饮食文化的特殊性，中国的调味品对“鲜”的重视程度远超西方国家，未来 YE 作为调味品添加剂的市场将远大于欧美等西方国家。YE 作为鲜味剂可以添加到酱油（特别是高端酱油）、复合调味料等调味品，淡盐的同时提升产品的鲜味。YE 市场将享受下游调味品行业产业扩张、产业结构调整、消费升

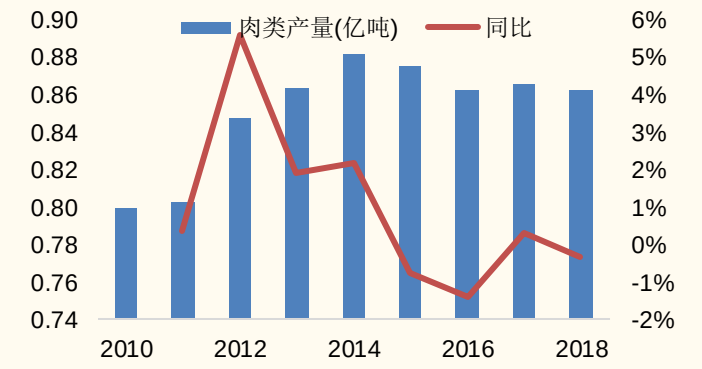
级带来的红利。我们测算调味品行业市场规模最大的酱油行业，2018年中国酱油产量为 1041 万吨，高端酱油占比为 22%，考虑到部分中端酱油如味极鲜也添加了 YE，按照 30%酱油添加，1%的添加比例，目前 YE 的市场需求约为 3.3 万吨，随着行业发展将逐渐提高。

图表 17：方便面产量增长至 1200 万吨



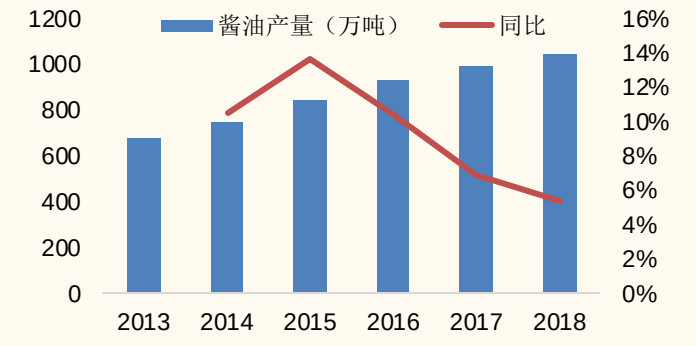
来源：wind，国金证券研究所

图表 18：肉类产量 8600 万吨左右



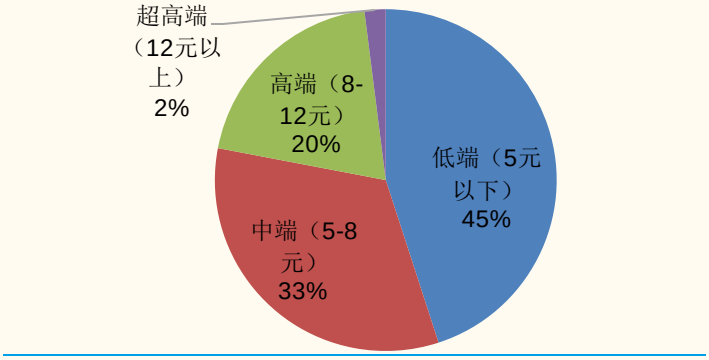
来源：wind，国金证券研究所

图表 19：酱油产量接近 1000 万吨



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：高端酱油占比 20%



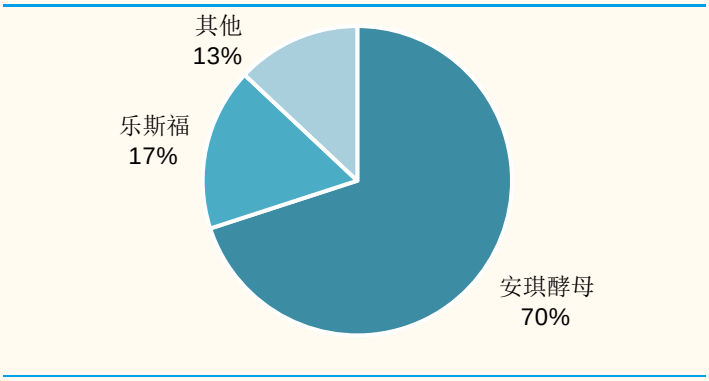
来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- **国内 YE 市场产能远低于市场需求**
  - **国内 YE 仍处发展初期。**欧美、日本等发达国家的 YE 使用已较为普遍，占鲜味剂市场份额的 30%-40%，而我国目前占比仅有 2%，还处于市场替代初期。结合我们的测算，目前 YE 的市场容量至少为 25 万吨，而目前我国 YE 产能约 10 万吨，产能远远低于市场需求。考虑到 YE 的下游特性，其主要客户为受到价格成本影响较大的工业食品、调味品生产商，虽然其价格相对传统味精较高，但其提鲜的同时降低成度等优良特性又使其不可替代，下游需求将在消费升级基础上稳定上升。

图表 21：全球 YE 主要生产国

来源：公司官网、国金证券研究所

图表 22：国内 YE 市场分布



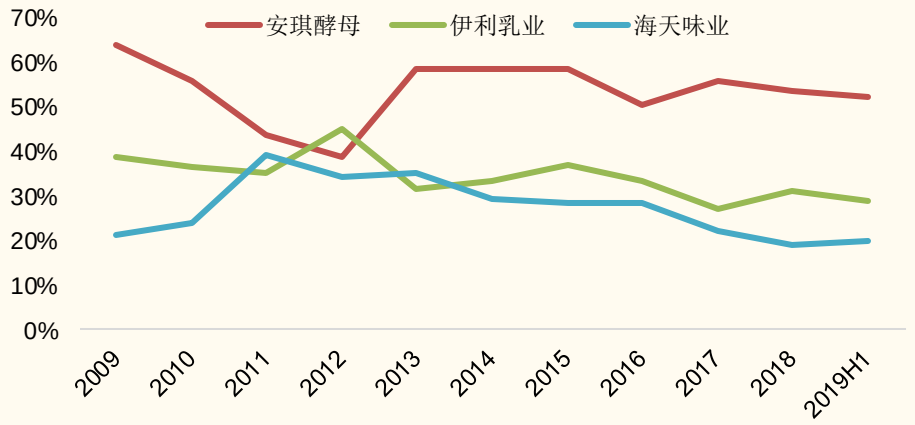
来源：公司官网、国金证券研究所

3、安琪酵母业务稳中有进，衍生品业务亮点十足

3.1 行业门槛不断提高，安琪强者恒强

- **酵母属于重资产行业，前期产线建设周期长、资金投入大。**相较于其他行业的龙头企业，安琪酵母的固定资产占总资产的比例超过 5 成，且每次扩建产能需要投入上亿元的资金以及 2-3 年的建设周期。行业特点使得其进入门槛高，为先发企业造就良好的护城河。

图表 23：安琪酵母固定资产占比高于其他行业龙头（%）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 24：产能建设资金投入高（万元）

建设开始时间	项目名称	预算金额（万元）	建设周期（年）
2015	俄罗斯年产 2 万吨酵母生产线	46,298	3
2017	赤峰年产 25000 吨酵母生产线	41,807	2
2018	埃及投资新建年产 12,000 吨酵母抽提物项目	32,458	1
2019	俄罗斯公司二期扩建年产 1.2 万吨酵母生产线项目	26,572	2
2019	宜昌生物产业园扩建年产 3.3 万吨食品原料生产线及配套仓储设项目	9,127	4
	总资金	156,262	

来源：Wind、国金证券研究所

- **环保监管逐年提升，环保建设投入加大。**公司以生产活性干酵母为主，每生产 1 吨活性干酵母的同时大约产生 150 吨左右的废水，活性干酵母工业迅速发展的同时，酵母工业废水的排放量也相应增加。各地政府对于环保的监管力度不断加大，出台相应政策要求企业必须增设废水废气处理设备，并在排放前对废水废气进行清洁处理。环保高要求使得原有产能持续退出，而新建产能因为需要配备相应的环保设备使得投资额度进一步增加。

图表 25：环保监管力度加大

发布/修订日期	政策法规	主要内容
2015 年 4 月 25 日	《中共中央国务院关于加快推进生态文明建设的意见》	明确了生态文明建设的总体要求、目标愿景、重点任务和制度体系,突出体现了战略性、综合性、和可操作
2016 年 3 月	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全面完成全国生态保护红线划定,完善环境标准和技术政策体系,淘汰高污染、高环境风险工艺、设备和产品,发展资源节约循环利用关键技术和生态治理修复成套技术,加快节能环保产业发展.
2017 年 6 月 27 日	《水污染防治法》	增加了关于实行河长制的规定，加强对违法行为的惩治力度等。
2018 年 7 月 1 日	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》	强化工业固体废物产生者的责任，完善排污许可制度，要求加快建立生活垃圾分类投放、收集、运输、处理系统。
2018 年 8 月 30 日	《中华人民共和国土壤污染防治法》	对土壤污染防治的规划、普查和监测，预防和保护，风险管控和修复，保障和监督等内容作出规定。其中风险管控和修复还区分了农用地和建设用地。

来源：政府官网、国金证券研究所

图表 26：环保设备投入高（万元）

环保建设	项目名称	预算金额（万元）
2011	伊犁环保蒸发扩建工程	2000
2014	宜昌高浓度酵母废水处理系统优化项目	1777
2015	柳州发酵浓缩液综合利用项目	2642
2016	伊犁锅炉废气脱硫脱硝项目	900
2018	伊犁酵母新线干燥床尾气收集处理改造	758
2019	安琪滨州新增喷塔干燥系统建设项目	2202

来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司总产能达到 29.1 万吨，具备规模领先优势。**公司总部位于湖北宜昌，目前已经在国内的宜昌、柳州、伊犁、崇左等 8 地建立生产基地，并在国外的埃及和俄罗斯建有酵母生产基地，实现了在原材料甘蔗、甜菜主产区建厂和国外销地建厂。公司酵母和 YE 总产能合计达到 29.1 万吨，其中酵母产能 21.3 万吨、YE 产能 7.6 万吨，做到国内第一、世界第三的领先位置，在国内市占率达到 55%，具备规模优势。

图表 27：公司总产能达到29.1 万吨

公司地址	酵母产能（万吨）	YE 产能（万吨）	工厂建设时间
宜昌总部	2.5	1	1986
赤峰	2.5	0	2002，2017
伊犁	2.4	0.8	2004，2019（产能搬迁中）
睢县	0.2	0	2004
滨州	1.2	0	2006
崇左	3.5	0.8	2008
埃及	2.3	1.2	2012，2018
柳州	2	3.5	2012
德宏	3	0	2015
俄罗斯	1.7	0.3	2017，2019
合计	21.3	7.6	29.1

来源：公司公告、国金证券研究所

- **国内建设以扩建和搬迁为主，加快国外产能布局：**经过公司多年的建设，目前国内产能已做到绝对领先，未来国内产能建设主要以产能搬迁和在原有基地新增产线为主。公司近几年受环保问题影响，赤峰和伊犁工厂在进行搬迁，搬迁相关事宜稳步推进中，逐步恢复产能供应。公司国外产能仍然较少，海外基地将成为公司新增产能的主要来源。
  - **内蒙赤峰搬迁完成，产能释放恢复。**公司 2016 年底在内蒙赤峰规划搬迁原有 0.9 万吨酵母产能至制糖厂区并新建年产 1.6 万吨酵母，搬迁扩建完成后赤峰基地总产能将达到 2.5 万吨。项目 2018 年四季度基本完工，投产后第一年 19 年产能已恢复至 2 万吨左右，2020 年满产后产能达到 2.5 万吨以上，产能扩张不断为公司带来规模效益。
  - **伊犁异地搬迁，环保因素逐渐缓解。**安琪伊犁厂区于 2019 年实施生产线异地搬迁项目，计划 24 个月完成伊犁 3.2 万吨酵母及抽提物总产能生产线的搬迁。目前搬迁仍在进行中，但搬迁的事宜已得到当地政府和周边百姓认可，原工厂依然能达到 90%的产能利用率。
  - **俄罗斯扩张提上日程，总产能将超过 3 万吨。**为了更好的利用俄罗斯本土原材料优势、能源优势，加快推进安琪俄罗斯总体产能规划实施，加大开发俄罗斯及独联体国家市场，公司拟对俄罗斯公司实施二期扩建产能 1.2 万吨酵母生产线。扩产项目将于 2020 年开工实施，建设周期 1 年半到 2 年，建设完成后俄罗斯公司总发酵产能将达到 3.2 万吨，其中干酵母 2.35 万吨，鲜酵母 0.85 万吨，适当增加酵母小包装规格，丰富酵母生产的产品规格，满足目标客户需求和市场发展。

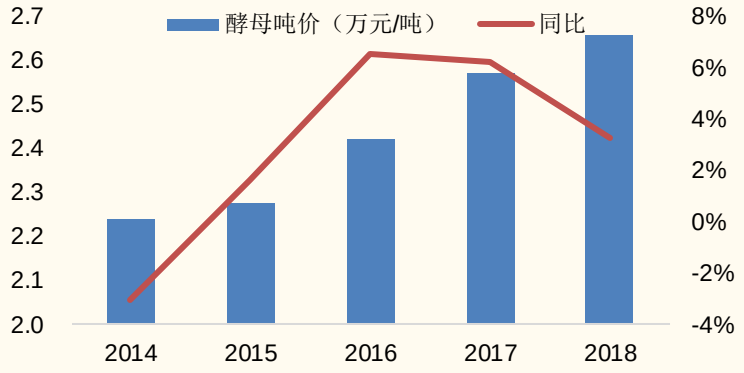
- **公司具备竞争壁垒，掌握提价主动权：**酵母属于发酵和烘焙添加剂，添加比例一般不超过 2%，用量较小；酵母产品中 5g 和 15g 小包装价格低于 5 元，价格不高；因此酵母是典型的用量少、价格低的产品，企业具有较大的提价空间。而安琪作为行业龙头，掌握一定的提价主动权。近几年安琪在 2016 年部分产品提价 5%，2018 年 10 月 9 日也进行了提价，英联马利、乐斯福随后跟进提价。安琪提价政策从跟随涨价变为主动提价，逐渐掌握提价主动权，提价顺畅，并使得其他企业跟随。参考以往的历史提价情况，我们认为未来安琪酵母将持续拥有提价主动权，每 2-3 年提价约 5%-8%。

图表 28：安琪酵母提价周期

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	--	各类酵母和甜酒曲	环保成本和原材料糖蜜价格上升

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：酵母吨价不断提升（万元/吨）

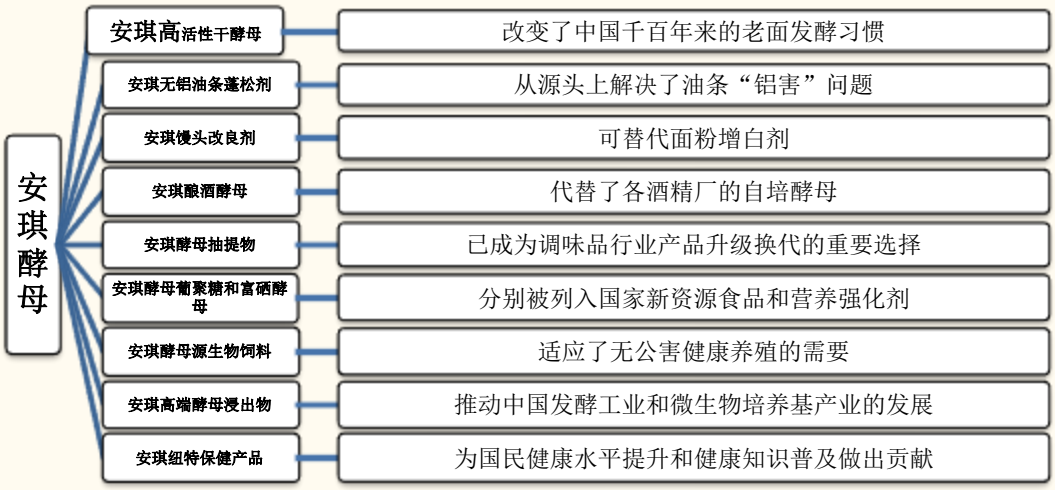


来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 产品+品牌+渠道三重共建，强化竞争力

- **不断突破技术难题，升级酵母产品。**公司深耕酵母行业二十余年，注重产品研发和客户需求，在多个酵母使用领域实现了技术创新和产品升级，助力下游行业发展。在发展的过程中也不断巩固安琪的行业地位，提升客户忠诚度。

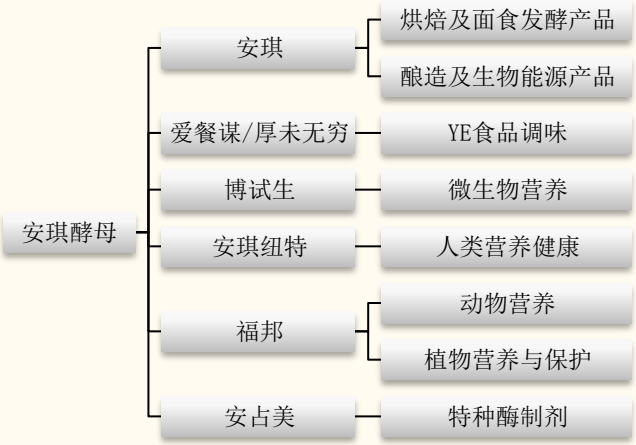
图表 30：安琪酵母代表性产品



来源：公司公告、国金证券研究所

- **打造细分品牌集群，实现专业突破。**在品牌建设方面，公司形成了多业务品牌架构体系，在不同的专业领域实施品牌细分，打造品牌集群。公司品牌集群中“安琪”已成为中国酵母的代名词，成功进入美国、欧洲、日本等 150 多个国家和地区，成为具有较高知名度、广泛影响力的国际品牌，并入围中国最有价值品牌百强。其他品牌如“福邦”作为公司旗下动植物营养品牌，同样是中国驰名商标、“安琪纽特”连续五届入选“中国保健品十大公信力品牌”，不断提升安琪品牌集群的影响力。

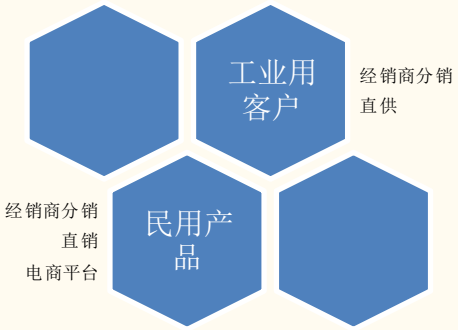
图表 31：安琪的多品牌战略



来源：公司官网、国金证券研究所

- **多渠道销售，贴近客户。**公司主要采取经销商代理+大客户直供的模式进行产品销售，针对工业用产品和民用产品采用更合适的销售模式，已经建成了遍布全球的营销网络，在海内外拥有众多经销商。公司线下线上渠道通畅，为客户提供最直接有效的服务，线下公司在北京、上海、成都、沈阳、武汉、广州、宜昌、开罗（埃及）、利佩茨克等城市建有区域总部和应用技术服务中心，深耕当地市场的同时快速响应客户需求；线上公司搭建了安琪 E 家、博试生等自有电商平台，并在第三方电商平台开设多家店铺，实现了网络销售渠道的广覆盖。

图表 32：公司多元化的客户服务模式



来源：公司公告、国金证券研究所

3.3 持续开拓衍生品市场，提升业绩弹性

- **YE 产能持续增加，满足市场需求。**我们上文已经全面分析了 YE 的用途和成长潜力，YE 是具备食品属性的鲜味物质，广泛应用于休闲食品、肉制品、方便面和酱油等食品调味领域。行业的发展也推动安琪的 YE 产品在调味品、食品中广泛使用，为应对行业需求公司先后在湖北宜昌、新疆伊犁、广西崇左、柳州、埃及等地新建了五条酵母提取物生产线，总产能达到 7.8 万吨。公司目前酵母提取物产能占全国 70%，未来随着应用场景不断丰富和应用习惯的延伸，公司将率先受益于酵母提取物行业的发展。

图表 33：YE 调味品

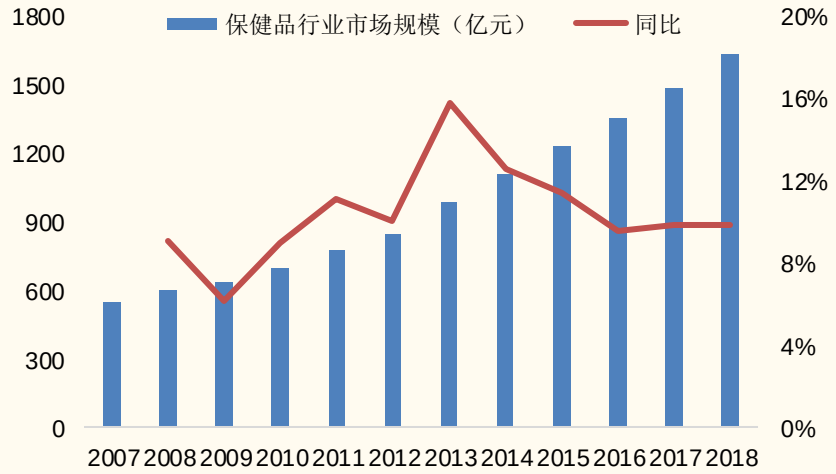
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 34：添加 YE 的酱油

来源：京东、国金证券研究所

- **保健品行业快速增长，安琪保健品积极布局。**在国民收入增长、人口老龄化以及消费者教育等因素的影响下，中国保健品行业的市场规模由 2007 年的 551 亿元不断扩张至 2018 年的 1627 亿元，近两年增速稳定在 10%。同时处于行业发展初期的保健品市场人均消费水平偏低，2018 年我国保健品人均消费金额仅为 117 元，在产品不断渗透和人均购买金额逐渐增加趋势下，我国保健品市场的增长动力强劲。

图表 35：保健品行业规模不断扩张



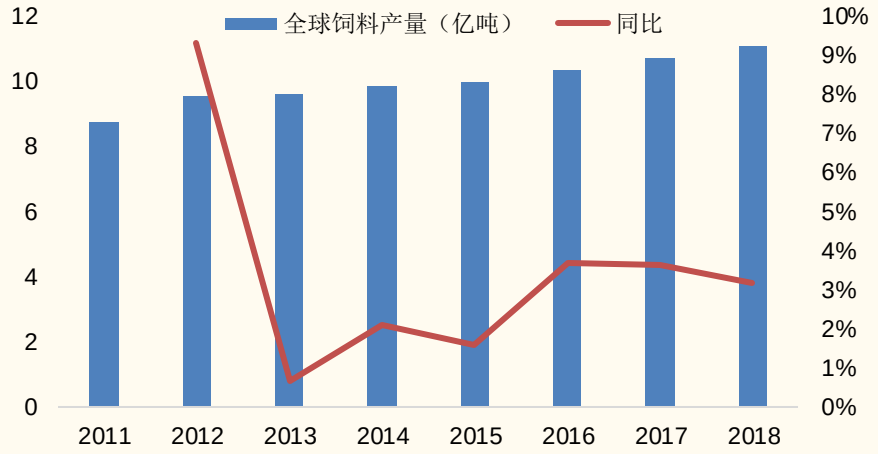
来源：欧睿、国金证券研究所

- **储备产能支持保健品业务发展。**公司为适应保健品需求的快速增长，2012 年在湖北宜昌生物产业园区建成年产能 3.4 亿元保健食品 GMP 生产基地，2018 年投资新建的产能 5.8 亿元营养健康食品数字化工厂也预计将于 2020 年投产。
- **五大品类促收入大幅增长。**公司聚焦五大品类："安琪纽特"为酵母源系列产品统领品牌，旗下安琪纽特系列产品主要针对成人营养问题；"康普力星"以儿童、青少年的成长为关注重点，产品涉及儿童补锌、补钙、胃肠道健康等领域；"开智"是安琪纽特旗下的婴童品牌，产品涵盖了宝宝从出生到婴幼儿成长阶段的各类食品；"纽邦"品牌以现代家庭为基础，原料采自世界各地，确保了原料的安全和优良；"乐维士"（Natural Wealth）是专业膳食营养补充剂生产商与销售商美国 NBTY 集团的下属子品牌，乐维士（Natural Wealth）系列保健品是 100%美国原装进口。公司保健品业务于 2016-2018 年迅速扩张，增速保持在 30%以上。
- **重视养殖安全促进动物营养的应用。**"福邦"作为安琪酵母旗下动物营养品牌，是国内最大的酵母源生物饲料原料及添加剂供应商。饲料酵母有利于稳定饲料品质，改善动物肠胃健康，强化免疫水平，具有品质稳定，生物

安全等优点。国内 2020 年起饲料中将全面禁止使用抗生素，这一政策如果全面实施对酵母源生物饲料在养殖领域的应用会带来更多机会。而在以食肉居多的西方国家，食品安全的源头越来越被重视，2018 年，中国饲料产量 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。2018 年公司动物营养部分营收 4-5 亿元，占比 7%左右，预计未来增速超过 20%。

- **猪瘟爆发刺激动物营养普及。**非洲猪瘟爆发后，猪血饲料供应下降，而公司的动物营养产品获得爆发性增长。虽然猪瘟事件并非持续，但在食品安全问题被愈发关注的今天，动物营养产品的普及却是长久且持续的。

图表 36：全球饲料产量上行



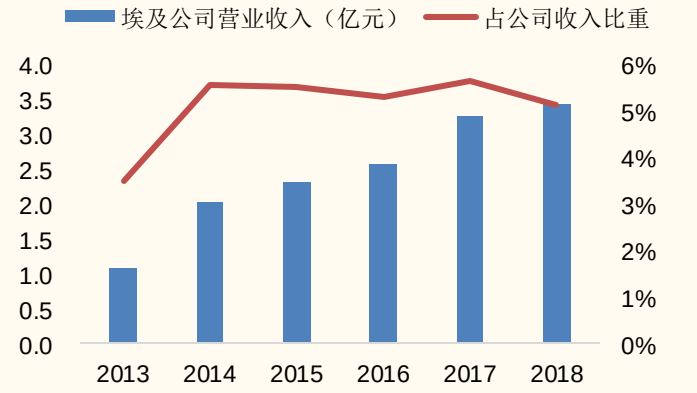
来源：中国饲料行业信息网、国金证券研究所

4、积极布局海外，全球化开启新一轮成长

4.1 进军埃及和俄罗斯，积极开展全球扩张

- **埃及和俄罗斯两大分公司助力公司海外业务扩张。**公司目前在埃及和俄罗斯两地建有工厂，避开乐斯福与英联马利优势明显且竞争激烈的欧美地区，充分利用地缘优势开展海外业务。埃及工厂 2012 年开工建设，2013 年 2 月建成投产，在建成当年就带来了 1.09 亿元的营业收入，并在营业期间，通过自有资金扩充产能；另外埃及公司于 2018 年 3 月新建了年产 1.2 万吨的 YE 产线（2019 年 4 月已投产）以丰富产品布局，并于当年实现营业收入 3.4 亿元。安琪俄罗斯工厂于 2018 年秋季投产并在 2019 年扩建了年产 1.2 万吨酵母的生产线。未来我们预计公司将有更多的新产线持续在海外建设，占据更多海外市场份额。

图表 37：埃及公司收入占比4%-6%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 38：埃及工厂建成投产

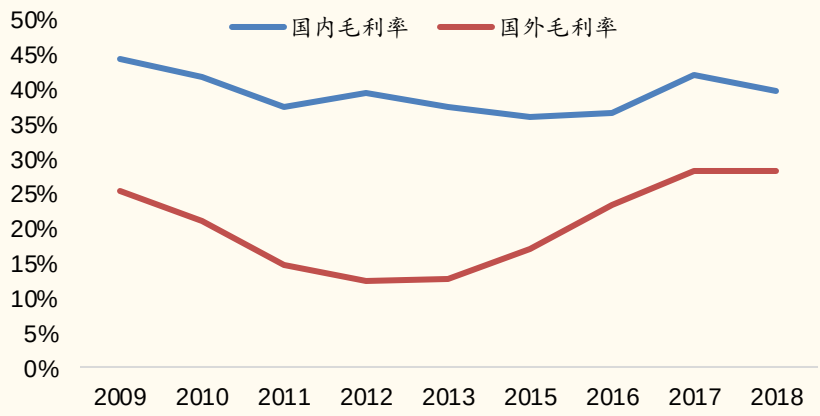
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 39：安琪酵母工厂及销售地区分布

来源：公司官网、国金证券研究所

- **海外工厂毛利率持续增长，减小与国内毛利率差距。**受规模效益差异的影响，目前海外的业务体量规模还无法与国内相比，因此海外业务毛利率低于国内 10pct 以上。随着 2013 年埃及工厂投产，海外业务近几年迅速扩张，毛利率也得到持续增长，由 2013 年的 12.82%增长至 2018 年的 28.21%。预计随着俄罗斯工厂扩建完成、产能利用率提升将带动海外业务毛利率持续增长。

图表 40：公司海外业务毛利率持续增长

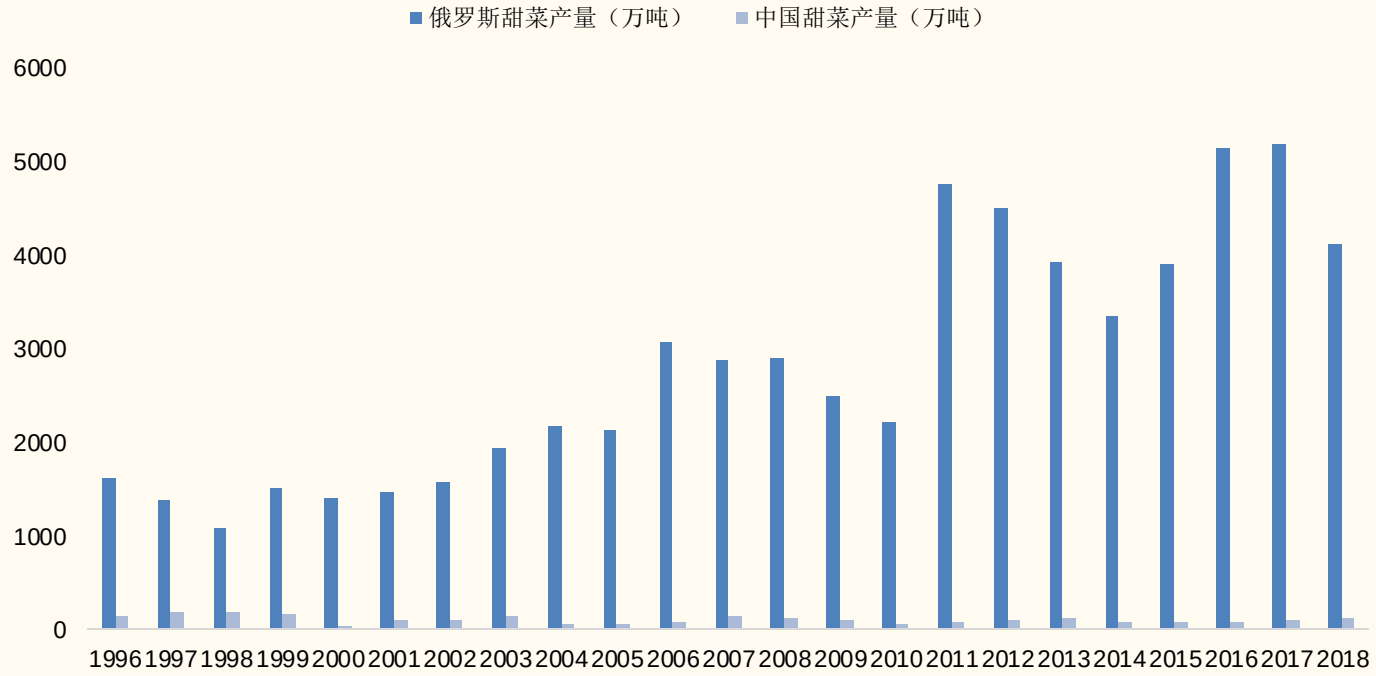


来源：公司公告、国金证券研究所

4.2 享低成本原材料采购优势，对接欧洲、中东等庞大市场需求

- **俄罗斯为全球最大的甜菜生产国，原材料价格低廉。**2016 年俄罗斯生产甜菜制糖 620 万吨，已超过法国、美国和德国，成为世界上最大的甜菜糖生产国。2018 年俄罗斯甜菜产量达 4110 万吨，甜菜制糖产量 595 万吨，产量下行但规模仍然可观。大面积的甜菜种植和制糖将会直接带来大量的糖蜜，俄罗斯甜菜糖蜜采购均价不到 200 元/吨。安琪酵母俄罗斯公司有望持续利用低成本优势，提升利润率水平。

图表 41：俄罗斯成为全球最大甜菜生产国



来源：wind、国金证券研究所

- **欧洲市场酵母提取物市场依然存在较大市场空间。**根据 Global MarketInsights Inc 公司的调查显示，2015 年全球酵母提取物市场规模估计超过 4.9 亿美元，到 2023 年可能超过 9.5 亿美元，2016 至 2023 年的 CAGR 超过 8%，其中欧洲地区市场规模占全球市场 35%以上，北美市场占 25%以上。2018 年公司埃及新建的 YE 产能，将直接对接欧洲的庞大市场需求。
- **中东、东欧等新兴酵母市场潜力无限。**从成长性来看，中国、中东和北非是增速最快的焙烤食品市场，埃及、肯尼亚、阿联酋和沙特阿拉伯等中东、北非烘焙市场增速高于全球平均水平。根据 Euromonitor 最新的焙烤食品报告，中东和非洲将超越西欧成为全球最大的烘焙食品市场。俄罗斯新建酵母产能与埃及酵母产能将对接新兴酵母市场，在其他巨头加入游戏前抢先占据市场空间。

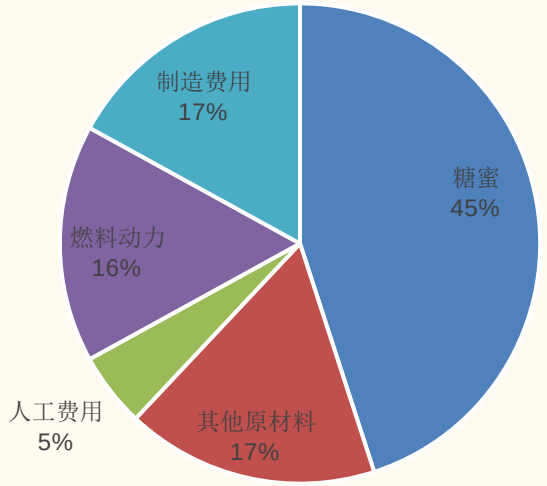
图表 42：中东和非洲酵母需求量较大

来源：知网、国金证券研究所

5、糖蜜价格压力减小，毛利率持续优化

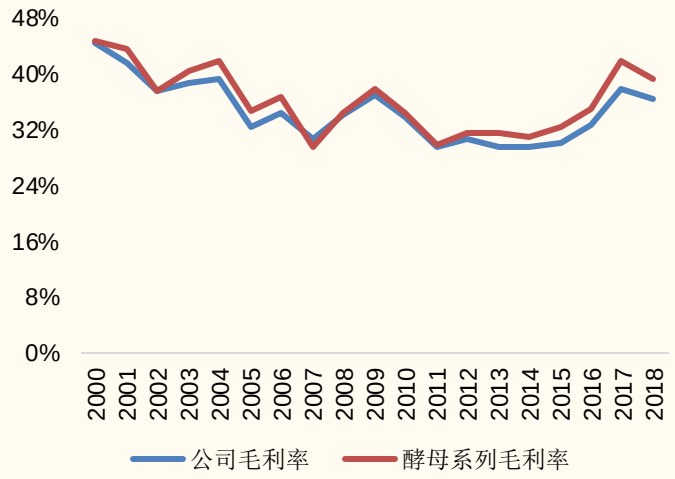
- **公司为原材料导向型企业。**公司酵母业务中原材料成本占比 60%左右，其中糖蜜成本为主，包材成本为次。糖蜜是甘蔗或甜菜制糖的工业副产品，一般呈粘稠状，糖蜜的储存难度和成本较高，储存年损耗约 5%，一般是当年采购、当年使用。糖蜜的价格受当年甘蔗和甜菜产量以及市场需求影响较大，因糖蜜难以年度间调配，无法通过商业手段稳定成本，因此糖蜜价格的波动是影响公司酵母产品毛利率的核心因素，酵母产品贡献公司 8 成以上收入，因此也是影响公司毛利率的核心因素。
- **毛利率与糖蜜价格较多时间负相关。**近十年间，公司毛利率与糖蜜价格呈现较为明显的反向相关关系，其中糖蜜价格持续上涨的 2009-2011 年间，公司毛利率下降了 4 个百分点；糖蜜价格的下降周期 2015-2017 年间，公司毛利率提升了 7 个百分点；2018 年糖蜜价格略有上涨，毛利率也受影响有所下降。

图表 43：糖蜜占成本的45%左右



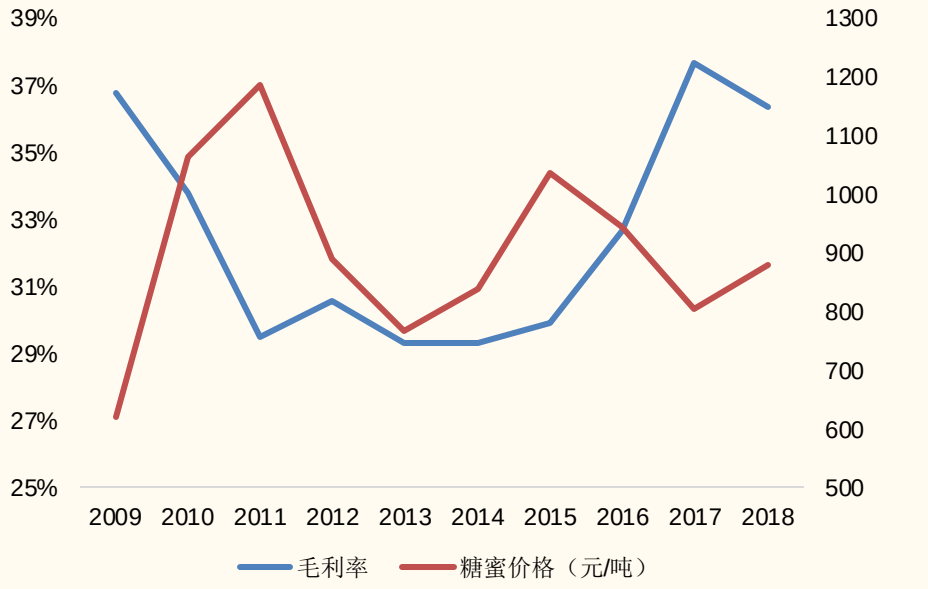
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：公司酵母系列产品毛利率波动大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：糖蜜价格波动性较大

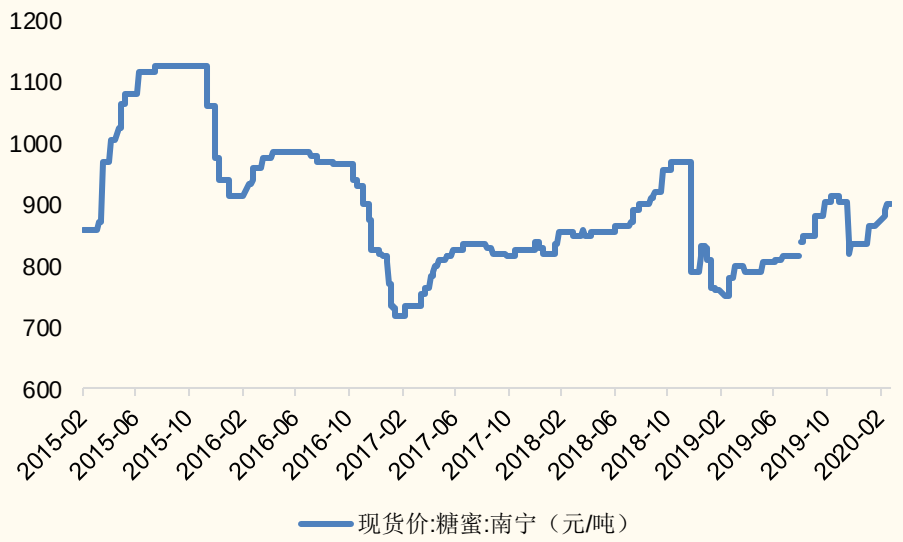


来源：公司公告、国金证券研究所

5.1 糖蜜供给端向上，需求端宽松

- **糖蜜价格波动降，供需变化是核心因素。**近几年糖蜜吨价稳中略降，从最高的 1125 元降至 900 元，其中 17 年价格下跌最为明显，18 年有所回升，19 年近期又出现了同比上涨，整体价格波动较大，核心与糖蜜的供需变化关系密切。

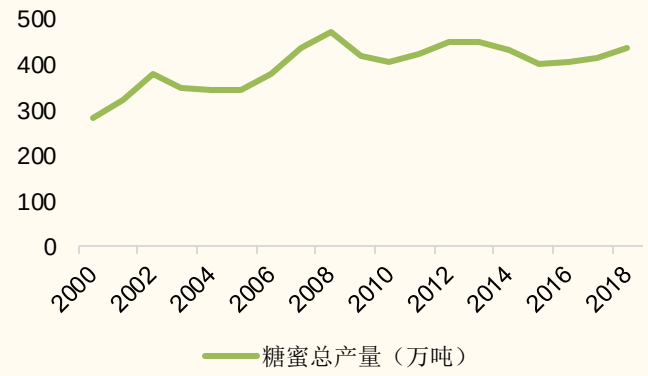
图表 46：糖蜜价格波动性较大



来源：wind、国金证券研究所

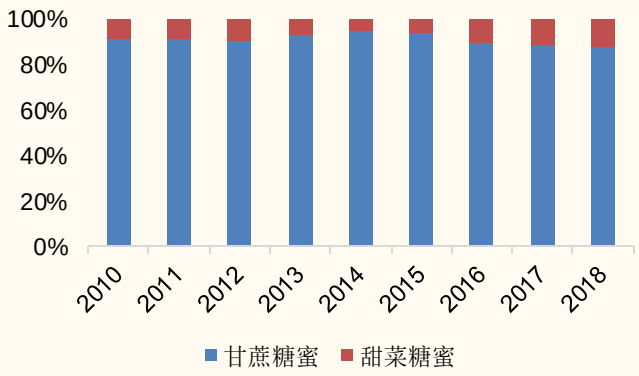
- **糖蜜供给端：单产提升与耕种面积小幅回升，总供给向上**
  - 糖蜜是制糖副产品，甘蔗糖蜜的产出量约为 3.2%-3.5%，甜菜糖蜜的产出量约为 4.5%-5%，因此糖蜜的产量和规模由甘蔗和甜菜这两大制糖原材料的产量决定。经过我们测算近几年我国糖蜜总产量在 400-450 吨之间，其中甘蔗糖蜜产量占比约为 90%，甜菜糖蜜产量占比在 10%左右。

图表 47：糖蜜总产量



来源：wind、国金证券研究所

图表 48：糖蜜结构



来源：wind、国金证券研究所

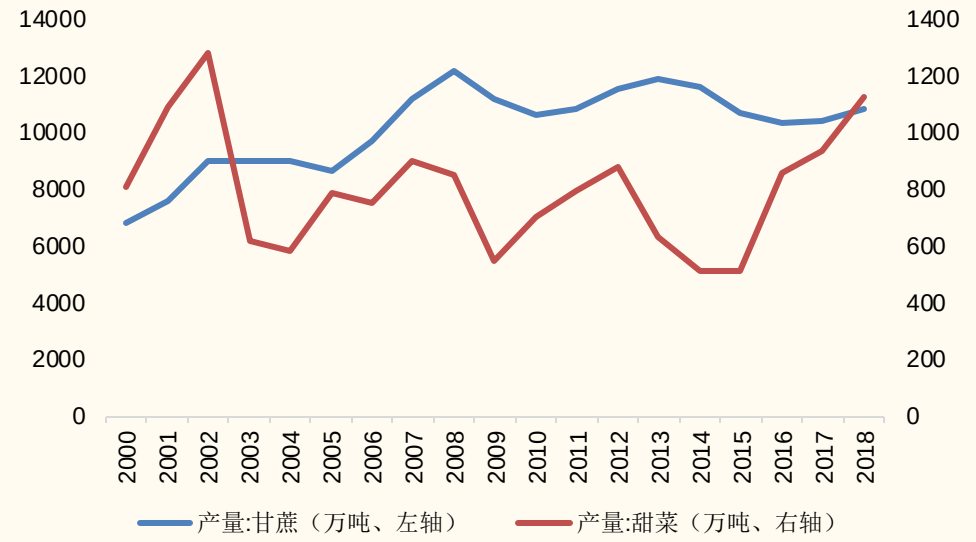
- **判断甘蔗和甜菜产量是判断糖蜜产量的关键因素。**
  - **甘蔗产量处向上周期：**我国甘蔗产量从 2000 年的不足 7000 万吨增长到 1 万吨以上，其中甘蔗单产量随着技术的发展逐年提升，种植效率持续提升，播种量是影响甘蔗产量的主要因素。我国的甘蔗种植量 2000-2008 年是规模扩张期，市场对于甘蔗的需求供不应求，产量最高超过 1.2 万吨，2008 年开始甘蔗供给过剩，蔗农种植热情更多与糖价正向相关，如糖价较高的 2011 和 2017 年甘蔗的种植面积都掉头向上。值得注意的是，甘蔗具有宿根性，种植中宿根年限一般为 2-3 年，

因此甘蔗当年种植面积会影响到后面 2-3 年，17 年的糖价阶段性的高点刺激种植面积增加预计会使得甘蔗产量持续提升。19 年糖价再次上涨，预计甘蔗种植量将有所提升。

- **甜菜产量快速增长：**甜菜多在北方种植，种植效益低，因此甜菜种植量一直较小。但从 16 年开始甜菜核心种植区采用集中种植的方式提升效益，产量逐年回升，单产和种植量携手增长，预计甜菜的种植量仍在增长的通道中。

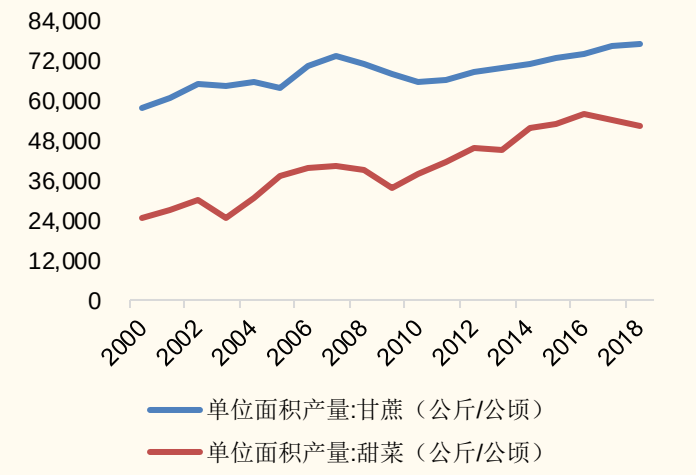
- 结合甘蔗和甜菜种植的周期性变化以及近年来持续提高的单产情况，预计 2019 和 2020 年甘蔗和甜菜供给量仍会持续上升，未来糖蜜供给整体向上。

图表 49：甘蔗和甜菜产量情况



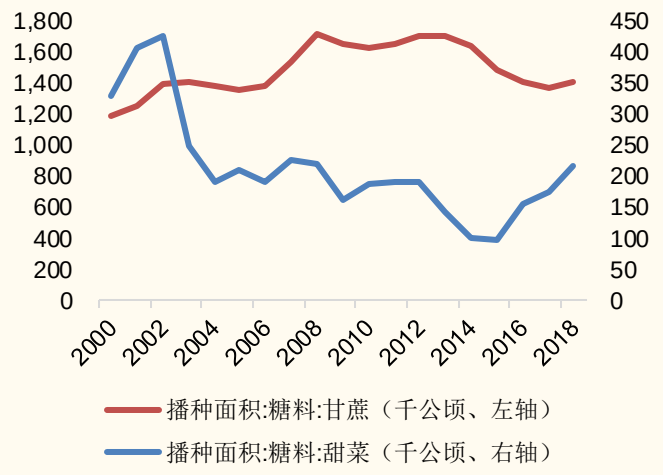
来源：wind、国金证券研究所

图表 50：甘蔗和甜菜单位产出逐年增加



来源：wind、国金证券研究所

图表 51：甘蔗和甜菜种植量



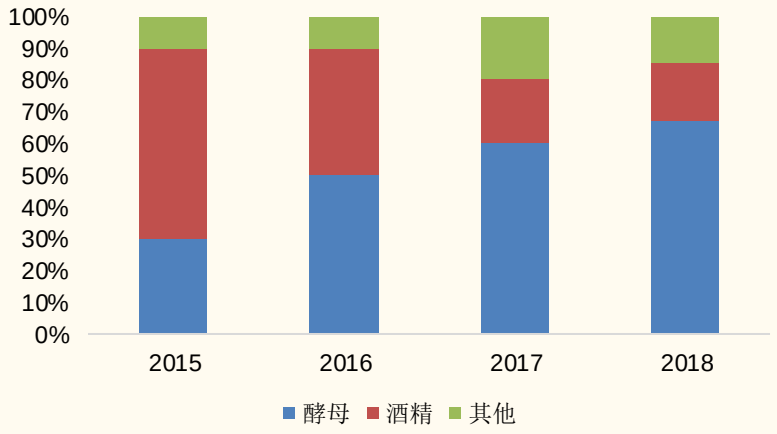
来源：wind、国金证券研究所

- **糖蜜需求端：糖蜜制酒业产能持续退出，需求结构变化**

  - 从需求端来看，糖蜜的主要用途是制造酒精和酵母，同样可用于饲料等产品的原料。其中糖蜜是酵母最核心且不可替代的原材料，因此酵母用糖蜜的需求与酵母产量直接相关，我们上文分析了酵母的需求逐年增加，因此酵母糖蜜的需求稳中有升；而就酒精制造而言，酵母并非唯一的原材料且具有可替代性，因此酒精用糖蜜的需求近几年持续下降。参考智研咨询的数据，2015 年酒精行业对糖蜜的需求占主导，

酒精需求占比约 60%、酵母需求占比 30%，剩下的 10%用在酱色、饲料、水泥等领域；但 2018 年糖蜜需求端受酒精行业结构调整、糖蜜制酒业萎缩等因素影响，2018 年酒精糖蜜需求下降为 24%左右，与之相反酵母糖蜜需求提高至 67%以上，成为糖蜜最大需求者。

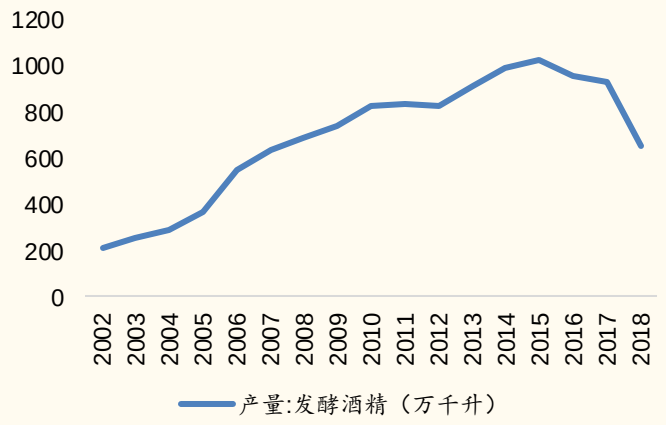
图表 52：酵母需求超过酒精需求



来源：智研咨询、国金证券研究所

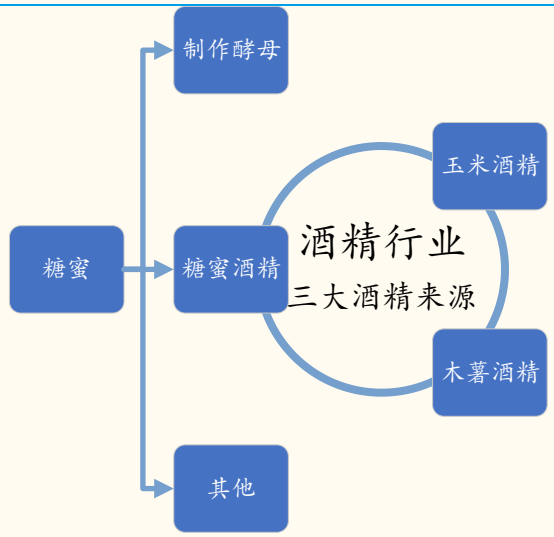
- **行业不景气+玉米等替代物广泛使用，酒精用糖蜜需求下降。**2015 年开始，发酵酒精下游需求趋于饱和，行业供大于求导致持续低迷，产量逐年下滑，2018 年发酵酒精产量 646.63 万千升，处近十年低位，行业景气度持续下降。发酵酒精主要分为木薯酒精、玉米酒精和糖蜜酒精三种，其中酵母酒精占比仅 10%左右且在持续下降，主要原因在于一方面受环保成本高等因素影响使得糖蜜酒精出厂价高 5%左右；另一方面东北等地对于玉米酒精企业给予深加工粮食补贴政策，使得玉米酒精利润更为可观，并且其副产品 DDGS 也增加了整体收入；因此下游客户更倾向于选择价格更低的玉米和木薯酒精，生产企业也更倾向于利润水平更高的玉米和木薯酒精。因此我们认为酿造酒精行业下行叠加同品类替代，酒精糖蜜的需求将进一步减小。

图表 53：近年酒精产量逐步下降（万千升）



来源：wind、国金证券研究所

图表 54：糖蜜酒精替代趋势明显



来源：wind、国金证券研究所

- **综合来看，糖蜜总需求端宽松。**一方面糖蜜酒精生产成本和污水处理成本上升，且替代品玉米酒精成本优势更为明显，使得酒精用糖蜜需求量下降；另一方面酵母行业国内产能需求稳步增长。结合来看，糖蜜需求端总体宽松，压力不大。

- **糖蜜价格影响端口由供给端改变至需求端，驱动糖蜜价格持续下降。**受到上文提到的供需发生的变化，近几年价格整体稳中有降。预计糖蜜将继续延续供给端向上，需求端宽松的大趋势使得糖蜜价格稳中有降，酵母行业将会在 2020、2021 年继续享受原材料成本下降带来的利润红利。

图表 55：糖蜜价格供需分析

分类	影响因素类型	影响因素	影响效果	端口影响
糖蜜供给端	单位面积产出	甘蔗单位面积产出上升	正	供给向上
		甜菜单位面积产出上升		
	种植面积	甘蔗种植面积周期变化	正	
		甜菜种植面积回升		
糖蜜需求端	酒精行业	行业负增长	负	需求宽松
		玉米替代作用增强		
	酵母行业	国内需求稳中有升	正	

来源：国金证券研究所

5.2 采购政策多样化，种植地建厂降低成本

- **北方锁价采购、南方择机收购，主要采购地区在南方。**公司糖蜜采购以南方采购为主，公司会在整个榨季 11 月下旬到 4 月份进行采购，结合市场价格和公司生产需求开展原材料采购；北方采购采用签订合同、锁定糖蜜价格的方式。
- **原材料产地建厂，有效降低运输成本。**糖蜜为液体，需要储罐运输，相较于其他生产原料运输成本高，在产糖区建厂可以有效缩短运输距离，提高运输效率，降低制造成本。公司通过在原材料产地附近建厂有效的降低了制造成本并方便调配。

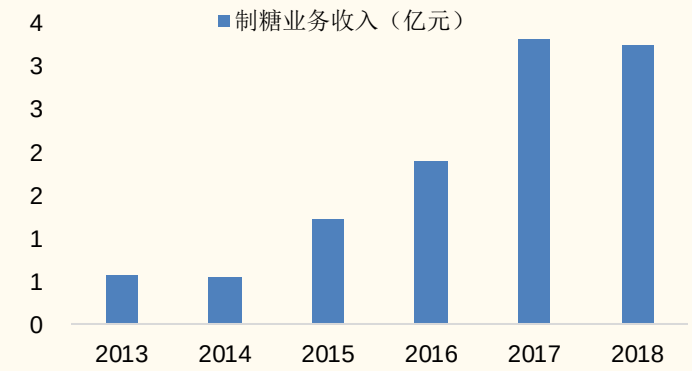
图表 56：公司在多个酵母产业附近建厂

来源：百度百科、国金证券研究所

5.3 积极布局酵母行业上游，原材料议价能力增强

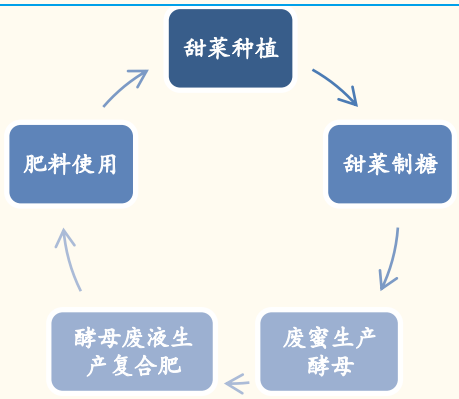
- **公司自 2012 年起进入制糖业，形成循环经济产业链。**公司在新疆伊犁参股持有伊力特糖业 50%股份，该公司拥有日处理 2500 吨甜菜制糖能力，主要产品是白砂糖、绵白糖和甜菜颗粒粕。同时公司于 2012 年在内蒙赤峰兴建了赤峰蓝天糖业有限公司（后并入安琪酵母（赤峰）有限公司），糖厂于 2013 年建成投产，目前已经形成了甜菜种植-甜菜制糖-废蜜生产酵母-酵母废液生产复合肥-复合肥用于农业种植的循环经济产业链。

图表 57：公司制糖业务收入超3 亿元



来源：公司公告、国金证券研究所

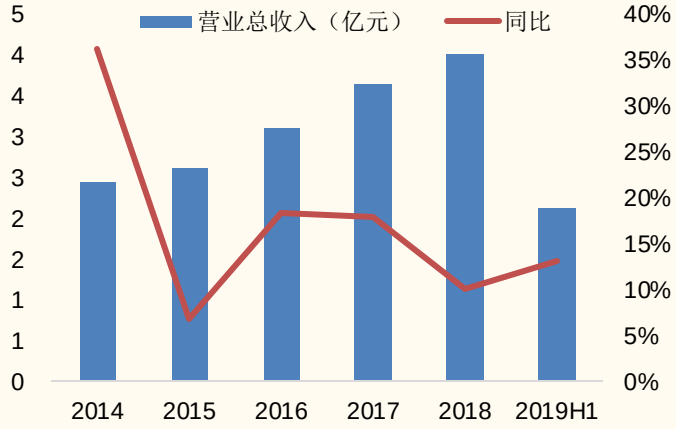
图表 58：公司形成甜菜循环经济产业链



来源：公司公告、国金证券研究所

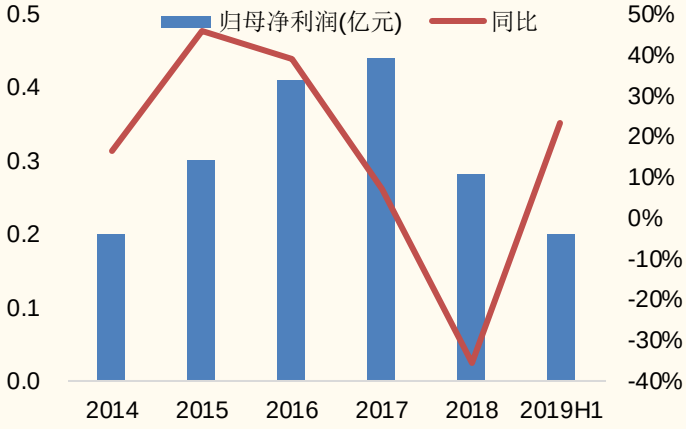
- **公司在另一主要生产原料包材方面具有雄厚实力。**公司旗下子公司宏裕包材建于 1994 年，经过 15 年的发展，积累了雄厚的塑料彩印软包装研发和生产能力。2018 年公司新建了国内领先水平、国际标准化厂房 15000 平方米，拥有 4500 平方米国际标准洁净车间（10 万级），符合国家药包材 GMP 标准要求。宏裕包材已于 2016 年 5 月新三板上市成功。

图表 59：宏裕包材收入体量逐步扩大（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 60：宏裕包材利润维持稳定（亿元）



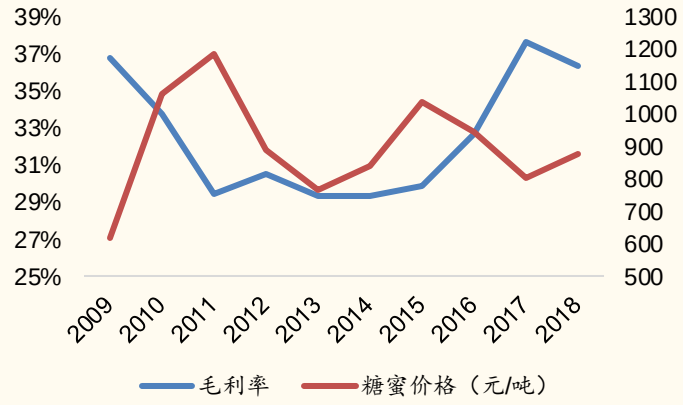
来源：wind、国金证券研究所

6、财务分析：稳中求胜，流动性持续改善

6.1 规模稳健增长，利润周期性减弱

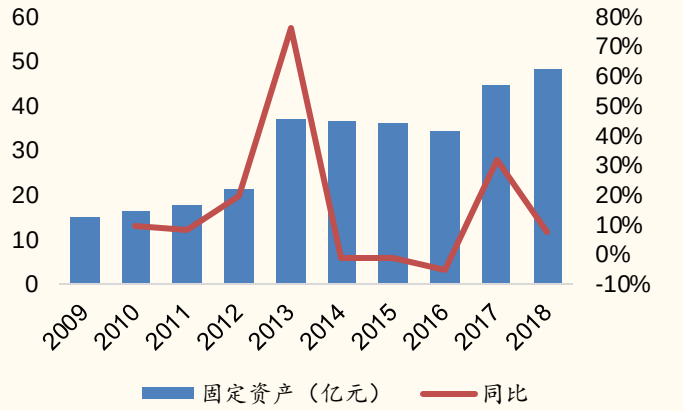
- **毛利率主要受原材料和固定资产投产影响：**我们在上文已经提到毛利率与糖蜜价格较多时间负相关，但公司毛利率在 2012-2015 年间与糖蜜价格变化并非完全负相关，我们认为是受到了固定资产投产的影响。公司在 2012 和 2013 年固定资产分别同比增加 19.4%和 75.7%，短期内大量的固定资产投产会使得制造成本摊销增加进而影响毛利率水平，因此即使 2013 年糖蜜价格降至 767 元/吨的低位，但毛利率依旧同比略有下降。未来我们预计公司资本开支减少的同时固定资产增速也会相应减少，对毛利率的压制作用进一步减弱，而随着规模扩展带来的毛利率水平改善将更加持久有效。
- **综合来看，我们认为公司整体毛利率将在收入规模增长、高毛利率的保健品等业务增速提升、糖蜜价格回落等共同推动下进入稳定增长期。**

图表 61：公司毛利率与糖蜜价格相关性较高



来源：wind、国金证券研究所

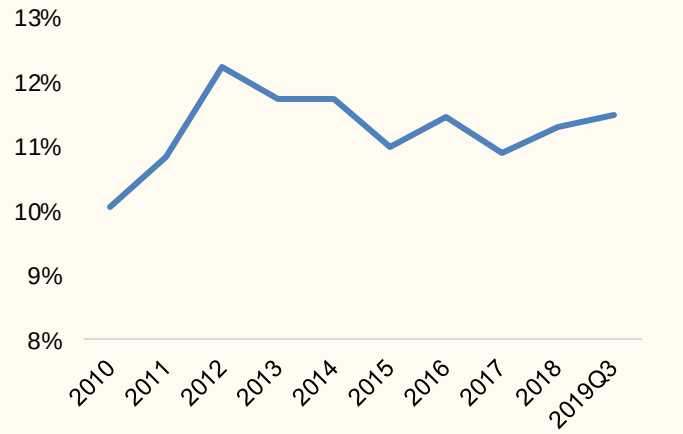
图表 62：公司固定资产变动情况



来源：wind、国金证券研究所

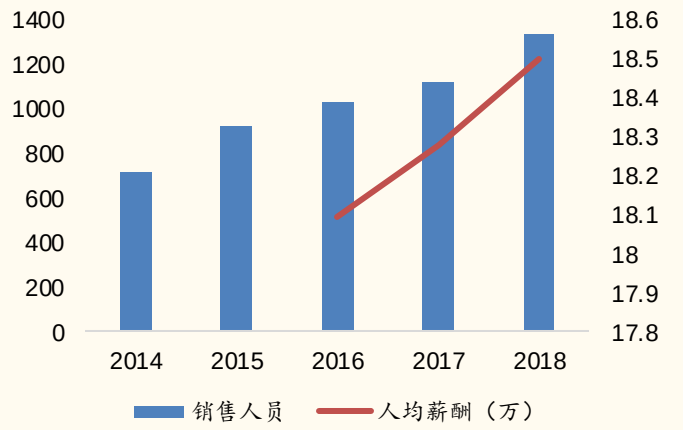
- **销售费用率波动不大，人员薪酬逐年增长。**近几年公司销售费用率在 10%-12%之间波动，变化不大。2011-2012 年公司为了保健品等新项目市场的开发储备了销售人员，使得费用率持续提升；2013 年业务调整后费用率有所回落，公司费用控制能力不断改善。公司销售费用中变化最为明显的是职工薪酬，公司自 2015 年开始每年销售人员增加超过百人，但同时销售人员的平均薪酬也在逐年增长，良性的激励措施确保员工稳定性的同时提升公司整体业绩规模。

图表 63：公司销售费用率变动不大



来源：wind、国金证券研究所

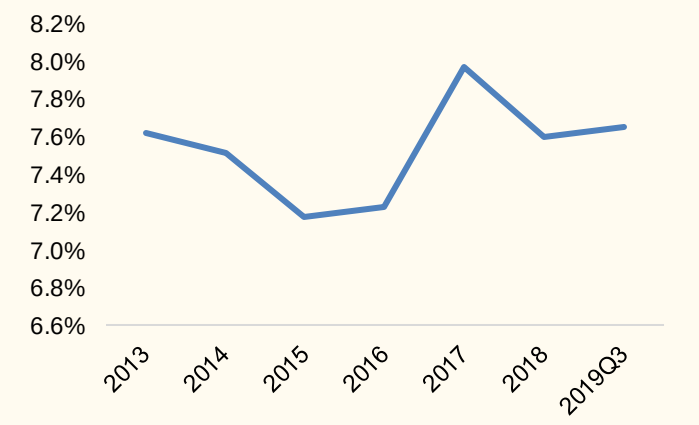
图表 64：销售人员人均薪酬逐年上涨



来源：wind、国金证券研究所

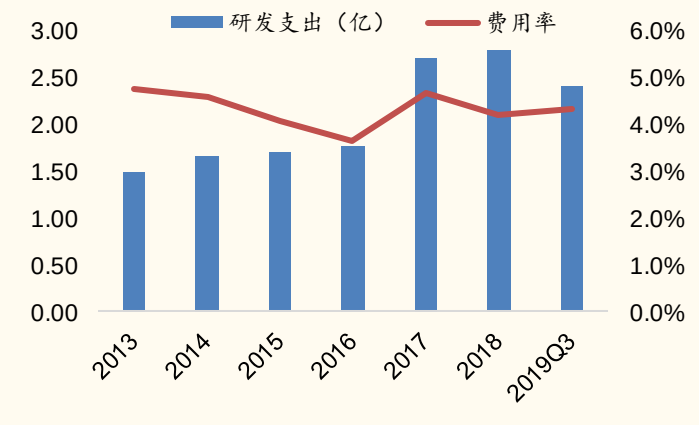
- **扣除研发支出的管理费用率不足 4%，高效机制助力成长。**公司整体管理费用率在 7.5%左右，但扣除研发支出后公司管理费用率仅在 3.5%左右，管理能力高效且领先。公司虽为国有企业，但酵母属完全竞争市场，公司能够在如此竞争激励的市场中不断提升市占率离不开优秀的管理能力的支持。我们认为公司将延续高效管理机制，严控管理费用支出，费用率稳中略降。
- **年均投入超 2 亿元，以研发铸就产品壁垒。**公司产品种类丰富、用途广泛，需要根据市场需求改良原有产品并新增产品矩阵。公司每年将收入的 4%投入至产品研发，提升安琪在国内以及国际市场的竞争力，从产品端铸就公司壁垒。

图表 65：公司管理费用率在7.5%左右



来源：wind、国金证券研究所

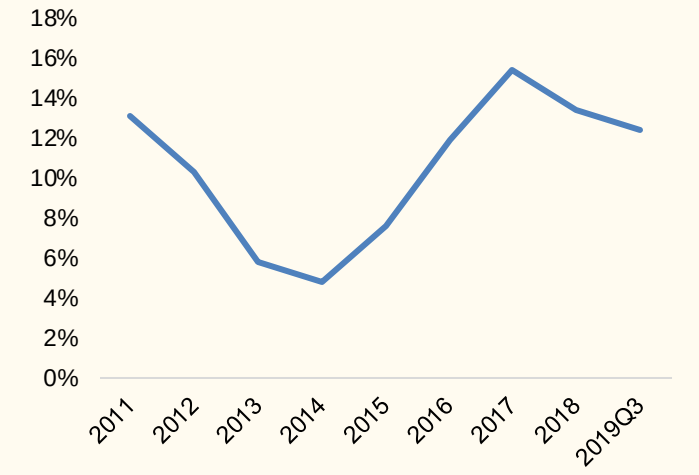
图表 66：公司研发费用率在4%左右



来源：wind、国金证券研究所

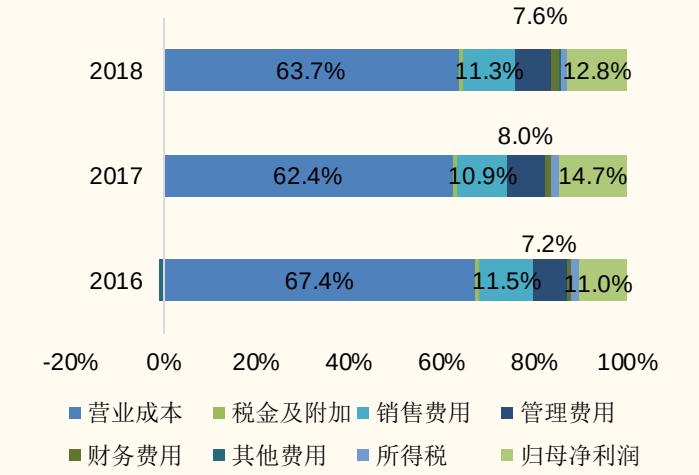
- **净利率波动与毛利率相关性明显。**公司净利率近十年经历了较为明显的周期变化，核心与毛利率变化的相关性较强。2014 年开始，公司进入新一轮利润释放周期，净利率稳步提升，2017 年达到 15.5%的高位，2018 年因产能搬迁、汇率波动等因素影响净利率略有下降，2019 年影响进一步减弱。我们看好影响净利率的不利因素进一步减弱，后续净利率重回增长通道。

图表 67：公司净利率周期性波动



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 68：公司收入支出分拆

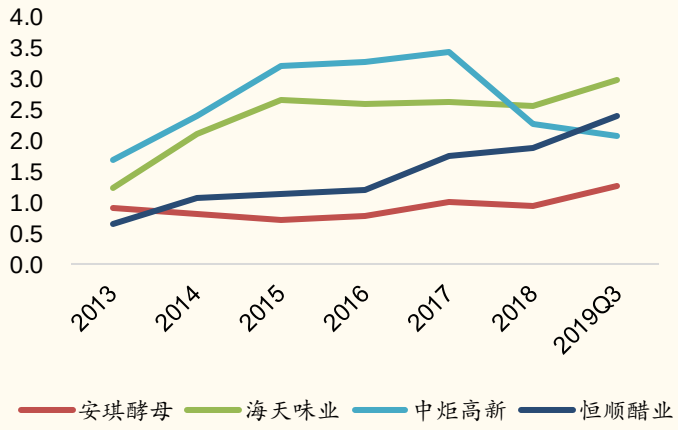


来源：公司公告、国金证券研究所

6.2 流动性和周转率持续改善，净资产收益率处行业前列

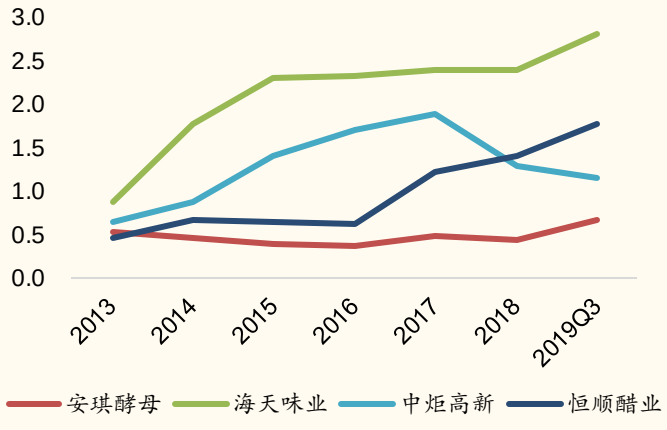
- **资产流动性一般，主因短期借款金额较高。**从资产流动和变现能力来看，安琪酵母流动比率在 1 左右，速动比率在 0.45 左右，资产流动性和短期偿债能力一般，低于同行业的其他公司。公司流动比率偏低主要系短期借款金额偏高，公司近几年短期借款金额均在 14 亿元以上，影响公司短期偿债能力。但具体来看，公司短期借款主要为信用借款，且并未出现过已逾期未偿还的情况，信用状况良好，因短期债务影响公司经营的可能性较低。同时截止 2019 年三季度末，公司短期借款金额减少至 14.83 亿元，相应的流动比率和速动比率分别提升至 1.27 和 0.66 倍，短期偿债能力提升。

图表 69：公司流动比率近年持续提升



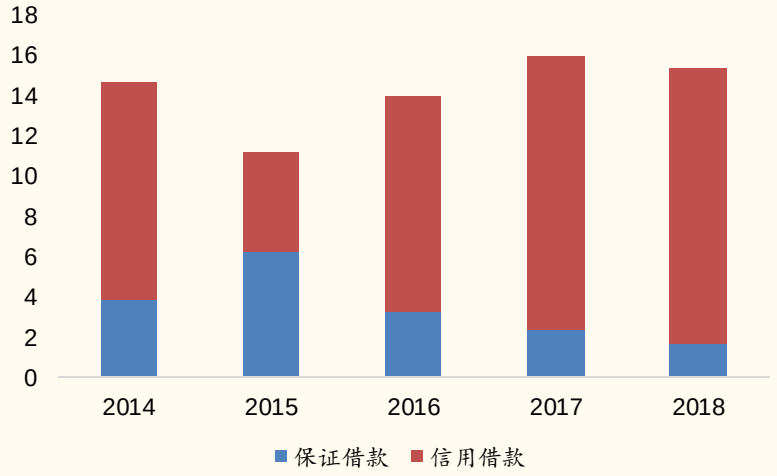
来源：wind、国金证券研究所

图表 70：公司速动比率近年持续提升



来源：wind、国金证券研究所

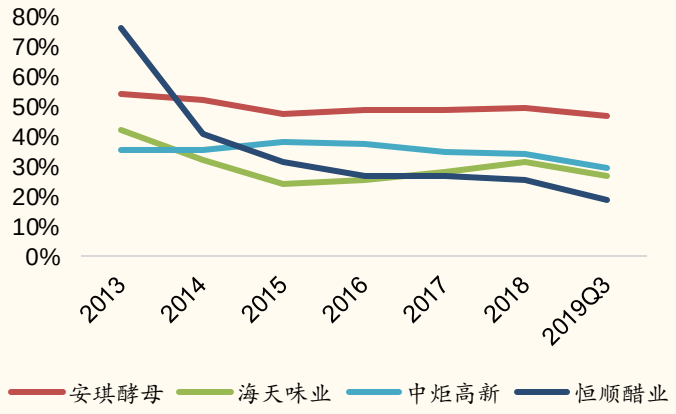
图表 71：公司短期借款主要为信用借款（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

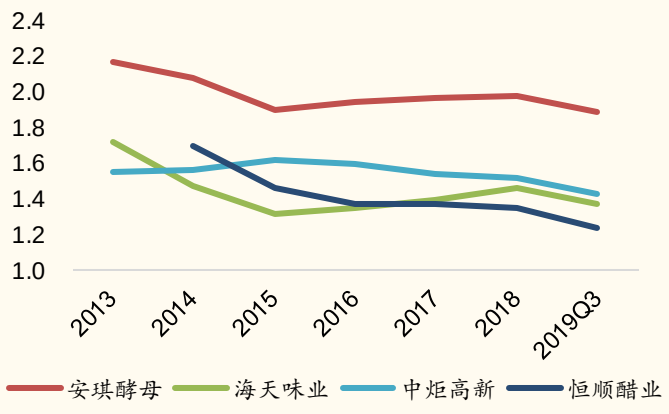
- **资产负债率稳中略降，杠杆率同期下降。**从公司长期负债偿债能力和财务杠杆率来看，公司资产负债率在 49%左右，较行业内其他公司高但仍在可控范围内。同样公司权益乘数也高于行业内其他公司，在 2 左右，资金杠杆率略高于行业内其他公司，主要系公司较其他公司更多的使用短期借款和长期借款开展日常运营。2019 年公司的资产负债率和权益乘数均较年初有所下降，分别降至 46.9%和 1.88，资金杠杆率稳中略降。我们认为公司借款均为保证和信用借款，公司经营的持续性确保了较为可靠的还款能力，因此我们认为公司偿债能力稳健可控。

图表 72：公司资产负债率处行业首位



来源：wind、国金证券研究所

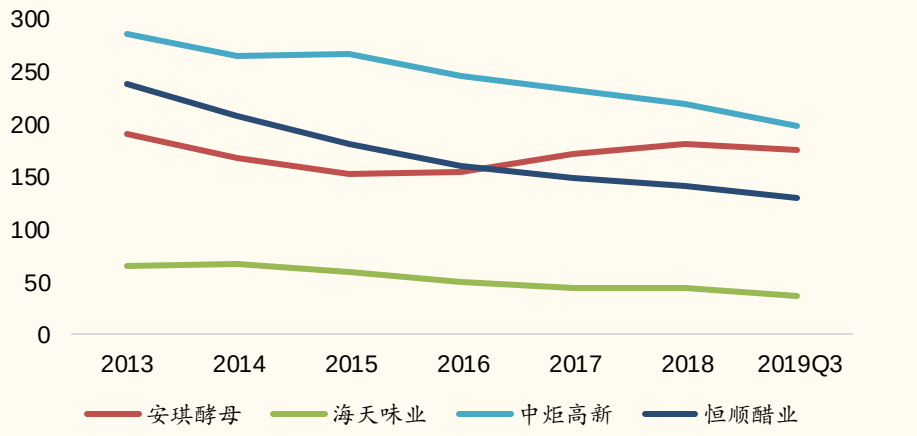
图表 73：公司权益乘数高于行业内可比公司



来源：wind、国金证券研究所

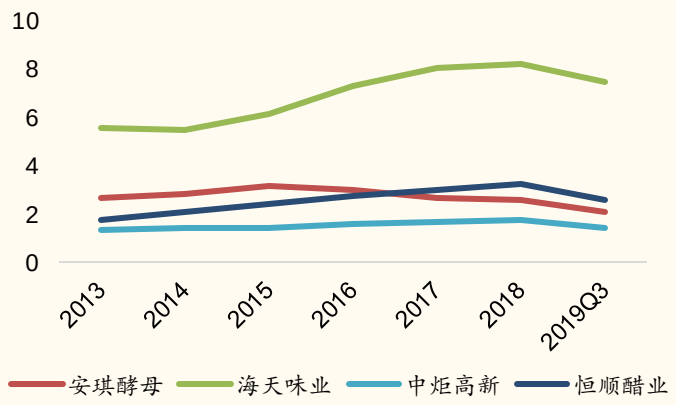
- **资产总额增加影响公司营运能力。**2013-2015 年间随着公司运营能力提升，营业周期持续下降，总资产和存货周转率逐年提升。2016-2018 年因公司产能持续建设和投产使得总资产增加，产能投产前期产能利用率还未完全释放，短期内营运能力承压。2019 年公司营业周期较年初略有下降，营运效率持续回升。

图表 74：公司营业周期情况



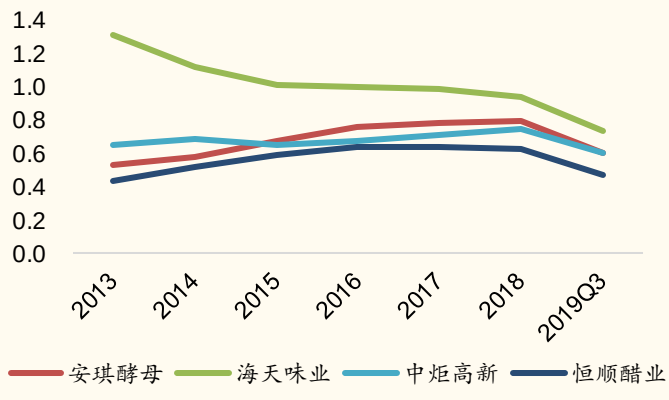
来源：wind、国金证券研究所

图表 75：存货周转率对比



来源：wind、国金证券研究所

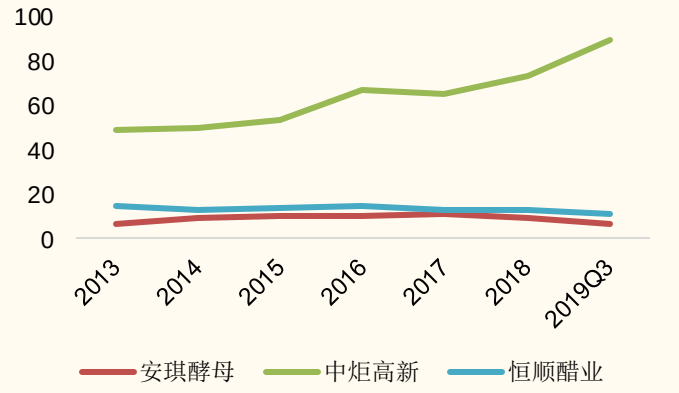
图表 76：总资产周转率对比



来源：wind、国金证券研究所

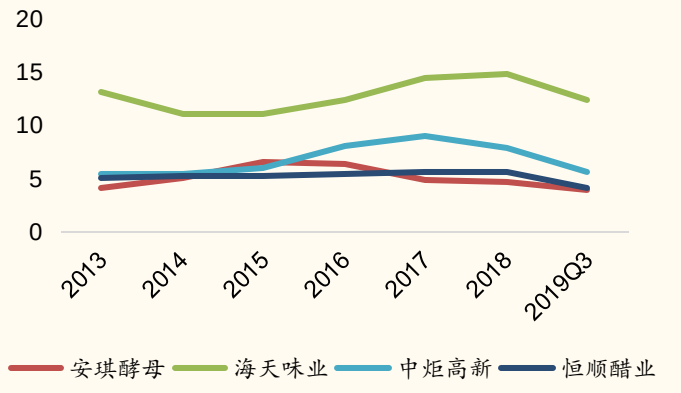
- **公司处于产业链核心位置。**公司应收账款周转率仅为 10 倍左右，应收账款和应收票据合计常年在 5 亿元以上；公司部分客户为大型食品、医药或饲料厂商，存在一定的账期，因此公司下游占款较高，但酵母产品具备独特性，产品及品牌更换难度大，因此下游回款难度不大。公司上游供应商主要为糖蜜、包材等供应商，公司议价能力较强，应付账款周转率低于行业内其他可比公司。整体来看，因公司业务的独特属性，公司对上游议价能力较强，但较容易被下游占款，但下游客户粘性强，因此公司处于产业链核心位置。

图表 77：应收账款周转率对比



来源：wind、国金证券研究所

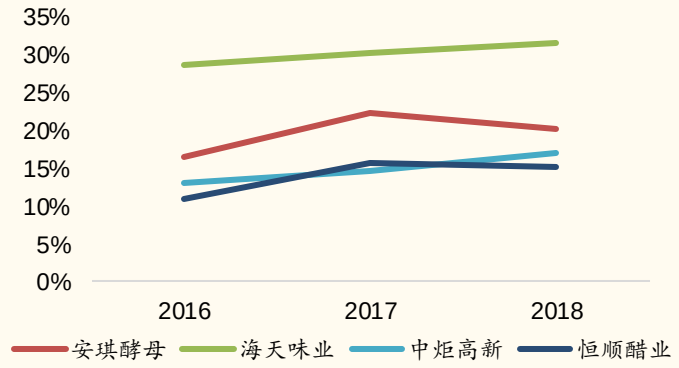
图表 78：应付账款周转率对比



来源：wind、国金证券研究所

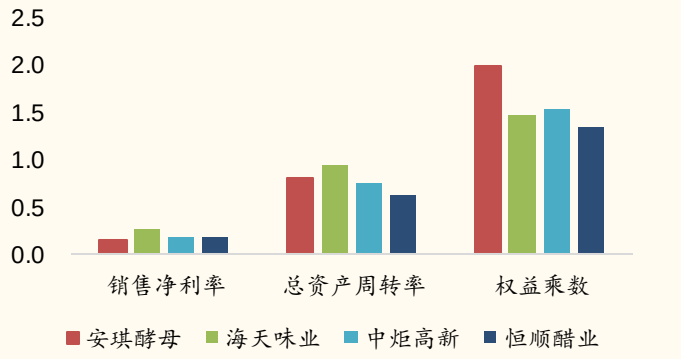
- **净资产收益率达到 20%，资产收益率优秀。**公司 ROE 水平 2016 年大幅提升至 16.4%，2017 年达到 22%，2018 年仍有 20%，新的成长阶段公司资产收益率处于行业前列水平。公司 ROE 较高得益于公司领先的权益乘数和较快的总资产周转率。长期来看，公司优秀的资产收益率将延续，不断提升公司的投资价值。

图表 79：公司 ROE 处行业前列



来源：wind、国金证券研究所

图表 80：可比公司 ROE 分拆



来源：wind、国金证券研究所

7、盈利预测

- **核心假设**
  - **酵母系列业务：**酵母行业依然具备发展潜力，公司扩张产能满足市场需求，且市占率有望从目前 55%左右提升至 60%左右，辅以高潜力的 YE 产品以及 2019 年埃及年产 1.2 万吨酵母抽提物生产线投产以及俄罗斯公司二期扩建年产 1.2 万吨酵母生产线，公司酵母类业务在收入端有望持续维持 10%以上增速，我们预计未来酵母业务收入维持 15.7%/15.0%/15.5%的增速。

- **包装业务：**随着 2017 年以来子公司宏裕包材资金紧张缓解、以及 2018 年正式投建年产 25000 吨健康产品包材智能工厂，公司包装行业增长率正稳步提高，预计未来有望达到 23%左右的增长水平。
- **奶制品业务：**奶制品行业集中度持续提高，两大市场巨头市占率不断提升，作为地方品牌其市场空间有限，且市场受到大品牌的渗透，未来奶制品业务扩张将较为困难，预计收入端仅小幅上涨。
- **制糖业务：**中国制糖业总体态势较差，竞争激烈，行业毛利低。公司的制糖业务为其新进业务，体量小，依托酵母业务在近几年扩张迅速。

图表 81：公司收入预测拆分

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
酵母业务	收入（亿元）	37.62	44.08	54.73	63.32	72.82	84.11
	YOY	*11.4%*	*17.2%*	*24.2%*	*15.7%*	*15.0%*	*15.5%*
	毛利率	*34.9%*	*41.7%*	*39.1%*	*38.6%*	*38.7%*	*39.2%*
制糖业务	收入（亿元）	1.9	3.31	3.24	3.99	4.59	5.73
	YOY	*55.3%*	*74.8%*	*-2.2%*	*23.1%*	*15.0%*	*25.0%*
	毛利率	*10.8%*	*19.1%*	*7.4%*	*13.0%*	*13.0%*	*14.0%*
包装业务	收入（亿元）	1.66	1.68	2.99	3.67	4.52	5.56
	YOY	*18.4%*	*12.5%*	*23.0%*	*22.9%*	*23.0%*	*23.0%*
	毛利率	*24.9%*	*23.2%*	*13.6%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*
奶制品业务	收入（亿元）	0.54	0.57	0.58	0.6	0.63	0.66
	YOY	*8.4%*	*6.9%*	*1.4%*	*3.5%*	*5.0%*	*4.0%*
	毛利率	*28.9%*	*27.3%*	*29.2%*	*29.0%*	*29.8%*	*30.5%*
其他业务	收入（亿元）	6.89	8.11	5.31	5.31	5.31	5.31
	YOY		*17.6%*	*-34.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
	毛利率	*28.5%*	*26.9%*	*39.2%*	*30.0%*	*30.0%*	*30.0%*
合计	营业总收入（亿元）	48.61	57.76	66.86	76.9	87.87	101.37
	YOY	*15.4%*	*18.8%*	*15.8%*	*15.0%*	*14.3%*	*15.4%*
	毛利率	*32.6%*	*37.6%*	*36.3%*	*35.7%*	*35.8%*	*36.2%*

来源：公司公告、国金证券研究所

- **投资逻辑**

国内酵母龙头，积极布局全产业链：公司是国内酵母行业唯一的上市公司，酵母类产品发酵总产能达到 28.9 万吨，产能位居亚洲第一、全球第三，国内市占率达到 55%，掌握定价权。公司以酵母为核心产品，向上游制糖、包装，下游 YE、营养保健品和调味品等领域进军，覆盖酵母全产业链。公司实际控制人是宜昌市国资委、核心管理层通过日升科技合计持股 5.66%，共享公司发展红利，19 年新董事长履新，期待将公司带入成长新阶段。

酵母享下游行业增长红利，YE 等衍生品市场可期：酵母下游烘焙行业进入黄金发展期，而面食酵母的增长机会主要来自老面替代，两者合计需求酵母超过 30 万吨；其他如酿酒、制药等均为刚需，酵母行业享下游成长红利。YE 作为鲜味添加剂可用于食品工业添加和家庭消费，目前国内产能远低于市场需求，安琪作为国内布局最早、体量最大的 YE 生产商将是行业增长的率先受益者。同时公司保健品凭借优质的酵母蛋白粉等差异化产品、动物营养受猪瘟刺激推动，均在成长的快车道上，预计年化增速将超过 20%。

原材料蜜糖价格预期下行，毛利率预计将持续优化：糖蜜价格有较为明显的周期性使得糖蜜价格波动对公司业绩影响较大。糖蜜供给端甘蔗和甜菜单产提升且耕种面积变化不大；需求端酒精糖蜜需求的减少使得酵母糖蜜成为第一大需求，需求端宽松。我们预期未来 2-3 年糖蜜价格影响端口由供给主导转变至需求主导，酵母作为第一大需求，预计酵母糖蜜价格仍有下降空间。公司国内原材料价格压力缓解，叠加国

外成本优势以及产品结构升级，预计毛利率 2021 年将回升至 36.2%，持续优化。

海外产能稳步扩张，业务拓展潜力巨大：公司充分利用地缘优势开展海外业务，目前在埃及和俄罗斯合计拥有 5.5 万吨酵母及其提取物产能，未来两年内将在俄罗斯新增 1.2 万吨的产能，海外也将是公司产能扩张的主要基地。公司随着产能扩张将逐步实现全球化，全球市占率“坐三望二”，提升销售规模和品牌影响力，开启新一轮成长。

■ **盈利预测**

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 76.9/87.9/101.4 亿元，同比 +15.0%/14.3%/15.4%；实现归母净利润 9.3/10.8/12.7 亿元，同比 +8.5%/16.4%/17.1%；对应 EPS 分别为 1.13/1.31/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 28/24/21 倍。

对比行业内其他公司，公司估值处于行业低位。考虑安琪业绩稳健性强，给予 2020 年 30 倍估值，目标价 40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 82：公司盈利预测对比

	收盘价	PE(TTM)	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
海天味业	104.32	57	2,817	1.95	2.33	2.74	54	45	38
中炬高新	43.10	50	343	0.90	1.10	1.37	48	39	31
恒顺醋业	18.78	45	147	0.44	0.50	0.57	43	38	33
千禾味业	24.47	59	114	0.47	0.59	0.72	52	41	34
安琪酵母	32.08	31	264	1.13	1.31	1.54	28	24	21
平均值	-	49	-	-	-	-	45	38	31

来源：wind、国金证券研究所

8、风险提示

■ **原材料价格波动：**公司的核心原材料糖蜜价格波动大又难以长时间储存，因此会对公司毛利率产生较大影响。酵母是糖蜜最大的下游需求，而安琪在酵母行业市占率超过 50%，因此采购规模较大使得公司对于下游原材料拥有议价能力，另一方面公司也通过采购系统和采购人员经验双重因素判断合适的采购时间，尽可能降低采购成本。

■ **汇率波动：**海外业务的增长使得安琪更多地暴露在人民币汇率波动的风险之下。2018 年，人民币汇率双向波动加剧，汇率变动导致出口收入下降，影响利润 4160 万元。一方面，在以外币计价的交易活动中，交易发生日和结算日汇率不一致催生外汇交易风险。更重要的，俄罗斯和埃及子公司销售以卢布和埃及磅结算，其汇兑美元的汇率稳定性较差，加上美元兑人民币也存在汇率风险，使得未来汇率波动对公司造成的影响难以估计。

■ **环保政策趋严：**近年来国家推进实施“污染防治攻坚战”、“蓝天保卫战”等重大行动，对企业的环保治理提出了更高标准和更多要求。糖蜜本身是高污染的原材料，在酵母生产过程中又会产生大量的污水和废气，2019 年由于伊犁工厂废气治理不达标而被迫搬迁，对公司短期内的产能释放和企业形象都产生了不利的影响。国家延续环保高压态势，未来公司会更加重视环保设施的投入和环保事件的应对。

■ **食品安全的风险：**公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**4,861**	**5,776**	**6,686**	**7,690**	**8,787**	**10,137**
增长率		18.8%	15.8%	15.0%	14.3%	15.4%
主营业务成本	-3,275	-3,602	-4,258	-4,947	-5,643	-6,472
%销售收入	67.4%	62.4%	63.7%	64.3%	64.2%	63.8%
毛利	1,585	2,174	2,428	2,743	3,144	3,665
%销售收入	32.6%	37.6%	36.3%	35.7%	35.8%	36.2%
营业税金及附加	-47	-62	-67	-69	-82	-95
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-557	-629	-756	-880	-995	-1,160
%销售收入	11.5%	10.9%	11.3%	11.4%	11.3%	11.4%
管理费用	-351	-460	-228	-269	-299	-349
%销售收入	7.2%	8.0%	3.4%	3.5%	3.4%	3.4%
研发费用	0	0	-280	-319	-378	-436
%销售收入	0.0%	0.0%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%
息税前利润（EBIT）	630	1,023	1,097	1,206	1,391	1,626
%销售收入	13.0%	17.7%	16.4%	15.7%	15.8%	16.0%
财务费用	-59	-86	-129	-154	-163	-185
%销售收入	1.2%	1.5%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%
资产减值损失	25	-26	-32	-20	-22	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	9	-1	-5	-4	-4
%税前利润	0.5%	0.9%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	599	973	976	1,077	1,257	1,471
营业利润率	12.3%	16.9%	14.6%	14.0%	14.3%	14.5%
营业外收支	47	1	6	6	6	6
税前利润	646	975	982	1,083	1,263	1,477
利润率	13.3%	16.9%	14.7%	14.1%	14.4%	14.6%
所得税	-69	-82	-82	-108	-134	-161
所得税率	10.6%	8.4%	8.4%	10.0%	10.6%	10.9%
净利润	578	893	900	975	1,129	1,316
少数股东损益	42	45	43	45	47	49
归属于母公司的净利润	**535**	**847**	**857**	**930**	**1,082**	**1,267**
净利率	11.0%	14.7%	12.8%	12.1%	12.3%	12.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	578	893	900	975	1,129	1,316
少数股东损益	42	45	43	45	47	49
非现金支出	315	381	458	132	143	152
非经营收益	81	72	76	159	162	153
营运资金变动	-194	-224	-290	-188	-113	137
经营活动现金净流	**780**	**1,122**	**1,144**	**1,078**	**1,321**	**1,758**
资本开支	-797	-926	-1,012	-389	-415	-305
投资	0	0	0	5	0	0
其他	24	19	0	-5	-4	-4
投资活动现金净流	**-773**	**-907**	**-1,012**	**-389**	**-419**	**-309**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	236	251	277	-92	-371	156
其他	-211	-382	-452	-451	-456	-489
筹资活动现金净流	**25**	**-131**	**-175**	**-663**	**-820**	**-410**
现金净流量	**32**	**84**	**-43**	**145**	**72**	**1,108**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	333	417	374	518	593	1,709
应收款项	552	730	913	999	1,069	1,178
存货	1,214	1,537	1,870	1,979	2,242	2,305
其他流动资产	221	226	253	243	268	295
流动资产	2,320	2,910	3,410	3,739	4,172	5,487
%总资产	34.2%	36.3%	38.0%	38.7%	39.9%	45.6%
长期投资	26	31	35	30	30	30
固定资产	3,895	4,668	5,087	5,327	5,619	5,797
%总资产	57.5%	58.1%	56.6%	55.2%	53.7%	48.2%
无形资产	342	337	324	334	331	327
非流动资产	4,458	5,117	5,571	5,915	6,285	6,544
%总资产	65.8%	63.7%	62.0%	61.3%	60.1%	54.4%
资产总计	**6,778**	**8,027**	**8,980**	**9,655**	**10,457**	**12,031**
短期借款	1,489	1,588	2,127	1,128	1,047	1,393
应付款项	711	1,110	1,313	1,264	1,462	1,731
其他流动负债	785	185	181	277	379	506
流动负债	2,986	2,883	3,622	2,700	2,951	3,727
长期贷款	150	902	640	1,540	1,240	1,040
其他长期负债	144	149	165	175	186	197
负债	3,280	3,934	4,427	4,415	4,377	4,964
普通股股东权益	3,253	3,843	4,293	4,934	5,728	6,665
其中：股本	824	824	824	824	824	824
未分配利润	1,856	2,383	2,896	3,537	4,330	5,268
少数股东权益	244	251	260	305	352	401
负债股东权益合计	**6,778**	**8,027**	**8,980**	**9,655**	**10,457**	**12,031**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.649	1.028	1.040	1.128	1.313	1.538
每股净资产	3.948	4.663	5.209	5.988	6.950	8.088
每股经营现金净流	0.947	1.361	1.388	1.308	1.603	2.133
每股股利	0.300	0.350	0.350	0.350	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	16.45%	22.05%	19.96%	18.84%	18.89%	19.01%
总资产收益率	7.89%	10.55%	9.54%	9.71%	10.51%	10.77%
投入资本收益率	10.95%	14.21%	13.71%	13.70%	14.83%	15.22%
增长率						
主营业务收入增长率	15.36%	18.83%	15.75%	15.02%	14.27%	15.36%
EBIT 增长率	34.05%	62.33%	7.25%	9.90%	15.36%	16.87%
净利润增长率	91.04%	58.33%	1.12%	8.54%	16.35%	17.14%
总资产增长率	9.38%	18.44%	11.87%	6.84%	7.68%	14.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.3	33.9	37.6	40.0	37.0	35.0
存货周转天数	122.5	139.4	146.0	146.0	145.0	130.0
应付账款周转天数	58.5	74.6	80.7	70.0	72.0	75.0
固定资产周转天数	255.8	282.8	262.5	242.4	220.2	195.8
偿债能力						
净负债/股东权益	37.35%	50.65%	52.56%	41.03%	27.87%	10.25%
EBIT 利息保障倍数	10.7	12.0	8.5	8.1	9.8	13.8
资产负债率	48.39%	49.01%	49.30%	44.56%	40.02%	38.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	15
增持	0	0	0	4	15
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.00**	**1.67**	**1.59**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH