

安琪酵母 (600298)

证券研究报告

2020 年 04 月 20 日

结构升级叠加销售内外开花，安琪步入发展新阶段

国内酵母龙头，规模优势和品牌积淀构筑公司核心壁垒。公司是国内第一、世界第三的酵母龙头，已在国内酵母行业建立强壁垒。公司产能壁垒除了来自行业的高准入标准，更重要的是公司产能沿糖蜜产地布局，加之产能规模优势，能够最大限度地发挥成本优势。公司的另一壁垒是品牌，凭借优质的产品和服务不断拓宽护城河。安琪目前已经建立完善的 B 端渠道网络，凭借渠道先发优势，通过“产品+服务”的差异化战略，提升用户粘性。

国内调结构，国外扩产能，公司发展步入发展新阶段。公司国内强大的酵母产业壁垒构筑了公司业绩的基本盘，且近年来凭借资金优势和酵母产业链优势，公司已逐步培育新的业绩驱动力，一方面在国内公司通过调结构提升整体单价，另一方面在国外通过建厂或并购，扩大份额。

- ◆ **国内：价。**未来国内市场的增长主要依靠价的增长，价的增长来自两个部分，一是酵母产品应用场景的增长，带动结构的改善，例如 C 端占比的提升。二是加强高附加值产品衍生品业务的占比。三是提价。公司强大的产能和渠道优势，以及酵母行业的强刚需以及低使用成本为公司提价提供了条件。此外，公司受糖蜜价格波动影响较大，强议价能力或帮助公司将上游成本转嫁至下游，支撑业绩稳定增长。
- ◆ **国外：量。**公司从 14 年开始布局海外市场，海外市场除欧美酵母使用相对成熟以外，新兴国家的酵母市场仍处于快速增长阶段，这也是公司未来增量的主要来源。近年来公司通过差异化战略加大海外市场布局，俄罗斯二期开始有望推进，加速海外产能扩张。海外市场空间广阔，未来公司或将通过建厂或并购，不断提升份额。

酵母衍生品业务多点开花，成为业绩增长新引擎。衍生品业务具备高附加值特性，是国内业绩增长的主要逻辑之一。凭借酵母的强大优势，公司在 YE 和微生物领域将具备一定的优势。公司拥有全球第一的 YE 产能，依托酵母技术优势在衍生品领域有望大有作为。而保健品领域虽然附加值高，但竞争也较为激烈。在此背景下，公司成立保健品子公司，独立运营，重点培养，彰显公司对高附加值业务发展的雄心。

疫情影响有限，三年百亿目标不变。公司生产线已于 2 月全面复工，整体来看疫情对公司业绩影响有限，全年有望实现收入增长 14% 目标，公司对未来三年百亿收入目标充满信心。另一方面，在疫情影响下，一些中小企业面临停产等问题，这也给了龙头企业一定的时间窗口，市场份额或向行业龙头企业不断集中。安琪凭借其产能和销售渠道优势，具备较强的抵御风险能力，有望借势进一步扩大市场占有率，在疫情过后加速增长。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 88.43/102.53/119.47 亿元，同比+15.56%/15.93%/16.53%，实现归母净利润 10.26/11.98/14.19 亿元，同比+13.84%/16.77%/18.40%，对应 EPS 为 1.25/1.45/1.72 元，目标价 43.75 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，产能投放不及预期，食品安全风险，疫情控制不及预期等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,685.60	7,652.75	8,843.48	10,252.61	11,947.47
增长率(%)	15.75	14.47	15.56	15.93	16.53
EBITDA(百万元)	1,765.23	1,940.95	1,828.46	2,122.83	2,510.70
净利润(百万元)	856.67	901.50	1,026.23	1,198.35	1,418.87
增长率(%)	1.12	5.23	13.84	16.77	18.40
EPS(元/股)	1.04	1.09	1.25	1.45	1.72
市盈率(P/E)	34.90	33.16	29.13	24.95	21.07
市净率(P/B)	6.96	5.94	4.99	4.41	3.87
市销率(P/S)	4.47	3.91	3.38	2.92	2.50
EV/EBITDA	13.21	13.92	17.52	15.00	12.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	36.28 元
目标价格	43.75 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	824.08
流通 A 股股本(百万股)	824.08
A 股总市值(百万元)	29,757.56
流通 A 股市值(百万元)	29,757.56
每股净资产(元)	6.10
资产负债率(%)	46.53
一年内最高/最低(元)	37.42/25.17

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	联系人
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 规模优势和品牌积淀，酵母为轴构筑核心竞争力	5
1.1. 国内第一、世界第三的酵母龙头，收入呈现稳健增长	5
1.1.1. 深耕酵母行业三十余年，新班子开启新篇章	5
1.1.2. 酵母业务是公司的主营核心，疫情或加速三年百亿目标	6
1.2. 公司产能优势不断凸显，护城河不断夯实	8
1.2.1. 国内酵母市场寡头格局稳定，行业壁垒加固龙头优势	8
1.2.2. 公司产销持续增长，产能利用率仍有提升空间	10
1.3. 渠道具备先发优势，产品+服务不断增强品牌粘性	10
2. 国内酵母应用场景增加，C端产品以及高附加值衍生品将成为增长助推器	11
2.1. 全产业链布局加固公司酵母护城河	11
2.2. 高市占率带来强定价权，C端占比提升带来业绩悄然陡增	12
2.2.1. 下游烘焙食品需求增长，支撑酵母行业景气持续	12
2.2.2. 疫情影响下烘焙热度高涨，C端有望加速用户培育	13
2.2.3. 强定价权为未来提价扫清障碍	14
2.3. 衍生品业务多点开花，成为公司业绩新动能	14
2.3.1. YE：产能全球第一，受益消费升级，未来核心增长引擎确立	14
2.3.2. 保健品：差异化定位，渗透率提升助力业绩释放	15
2.3.3. 动植物及微生物营养：新型应用，方兴未艾	17
3. 海外扩张稳步推进，差异化竞争战略攫取市场份额	19
3.1. 海外产能逐步释放，成本低+空间大成为公司扩张的主要动力	19
3.2. 国际市场采取差异化竞争，份额有望逐年提升	20
3.3. 汇兑损益不确定性大，但影响有限	21
4. 盈利预测及投资建议	22
4.1. 糖蜜价格对公司利润有较大影响	22
4.2. 业务拆分及盈利预测	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：安琪酵母投资逻辑图	5
图 2：公司发展历程	5
图 3：2019 年公司股权结构	6
图 4：2015-2019 年安琪酵母收入结构（亿元）	6
图 5：安琪酵母 8 大核心业务及收入占比	6
图 6：2010-2018 年公司营业收入及增速	7
图 7：2010-2018 年公司归母净利润及增速	7
图 8：2010-2019 年公司毛利率及净利率情况	8
图 9：2018 年国内酵母竞争格局	8

图 10: 2018 年全球酵母竞争格局	8
图 11: 酵母行业固定资产占比较大	9
图 12: 安琪酵母环保投入占比	9
图 13: 2014-2019 年公司酵母产销情况	10
图 14: 2014-2019 年公司酵母产能及产能利用率	10
图 15: 国内酵母企业职能机构的布局情况	10
图 16: 公司配合产品所提供的服务	10
图 17: 安琪酵母全产业链	11
图 18: 2010-2019 年公司对外投资收益 (万元)	12
图 19: 2013-2019 年公司制糖业务毛利及毛利率	12
图 20: 食糖价格指数 (元/吨)	12
图 21: 2013-2018 年我国人均烘焙食品消费量 (kg)	13
图 22: 各国人均烘焙食品消费量与中国对比 (kg)	13
图 23: 春节期间“烘焙”关键词搜索指数快速上升	13
图 24: 春节期间“酵母”关键词搜索量大幅上升	13
图 25: 国内厂商高糖高活性干酵母售价 (元/500g)	14
图 26: 2008-2018 年全球酵母抽提物产量市场增长迅猛 (单位: 万吨)	15
图 27: 2012-2018 年中国营养保健品市场规模及增速	16
图 28: 2018 年中国大陆与美日、中国香港保健品人均消费额对比 (元)	16
图 29: 2018 年中、美、日保健品渗透率对比 (%)	16
图 30: 中国、美国各年龄段保健品渗透率对比 (%)	16
图 31: 公司保健品业务发展历程	17
图 32: 我国饲料产量及增速	18
图 33: 2010-2017 年我国有机肥料及微生物肥料销售收入及增速	18
图 34: 2020-2023 年我国有机肥料行业需求规模预测 (亿元)	18
图 35: 2009-2017 年中国细胞培养基市场规模及增速	19
图 36: 2009-2017 年中国细胞培养基产品进口规模及占比	19
图 37: 2015-2019 年公司国内外收入情况	19
图 38: 2015-2019 年公司国内外收入占比	19
图 39: 全球糖产量分布及酵母厂商布局	20
图 40: 全球主要酵母公司产能增长比较 (万吨)	20
图 41: 全球酵母产能分布	21
图 42: 全球人口分布	21
图 43: 公司汇兑收益及损失及占比	22
图 44: 2018 年公司营业成本结构	22
图 45: 2018 年公司酵母产品成本构成	22
图 46: 单季度糖蜜均价走势与公司单季度毛利率呈负相关	23
图 47: 单季度公司毛利率变化率对糖蜜价格变化率弹性系数为 -1.15	23
图 48: 糖产量呈周期性特征 (单位: 万吨)	23
图 49: 甘蔗产量 (单位: 万吨)	23
图 50: 糖蜜供需决定机制	24

图 51: 2015-2017 年糖蜜下游需求占比情况	24
图 52: 糖蜜、玉米、木薯酒精占比	24
图 53: 2011 年以来糖蜜酒精价格下行	24
表 1: 公司主要酵母及衍生产品	7
表 2: 安琪酵母现有产能布局 (单位: 万吨)	9
表 3: 公司扩建项目	9
表 4: 国内主要厂商渠道布局对比	11
表 5: 传统酵母需求空间测算	13
表 6: YE 需求空间测算	15
表 7: 安琪营养健康食品数字化工厂产能规划	17
表 8: 公司酵母衍生品业务一览	17
表 9: 全球三大酵母企业海外布局情况	21
表 10: 安琪酵母业务拆分及盈利预测	24
表 11: 可比公司估值情况 (PE)	25

1. 规模优势和品牌积淀，酵母为轴构筑核心竞争力

从 2015 年到 2020 年，市场对于安琪酵母的研究逻辑先后经历了“成本驱动”——“产能红利”——“海外扩张”——“结构升级”——“边际改善”，似乎可以展开的逻辑都已经说完了，但是我们认为安琪酵母更大的发展才刚刚开始，过去五年建立起来的核心壁垒足以让安琪可以有更宏伟的目标规划和更广阔的发展空间。

图 1：安琪酵母投资逻辑图



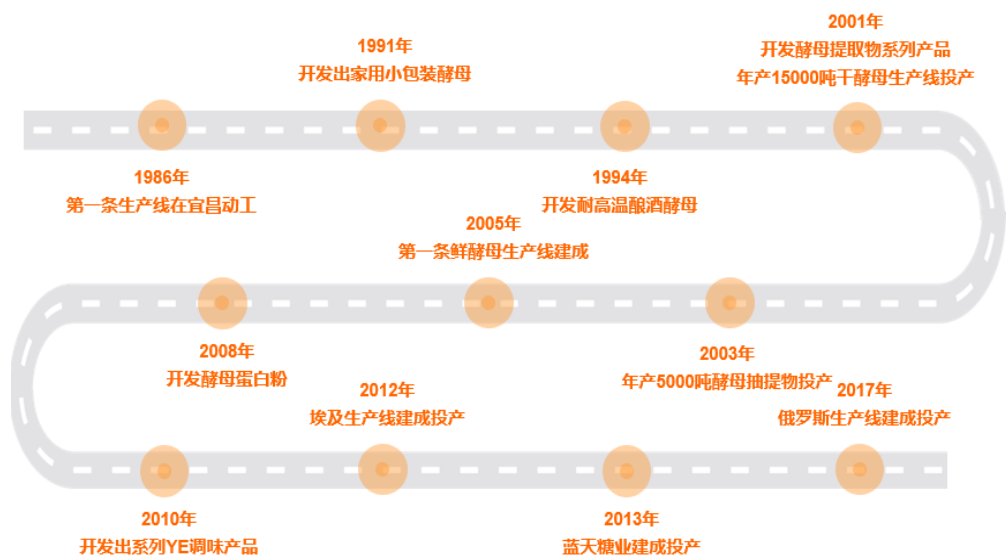
资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

1.1. 国内第一、世界第三的酵母龙头，收入呈现稳健增长

1.1.1. 深耕酵母行业三十余年，新班子开启新篇章

安琪酵母股份有限公司始建于 1986 年，前身是宜昌食用酵母基地和宜昌市生物技术研究开发中心，于 2000 年公司股票在上海证券交易所挂牌上市。公司主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品的经营和制造，主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等。除了烘焙与发酵面食外，安琪酵母的产品还广泛应用于食品调味、生物能源和食品酿造、人类健康、动物营养、植物营养等多个领域。30 多年来，安琪酵母已由一个地方性科研单位发展成为国内第一、世界第三大酵母产品供应商，国内酵母行业市场份额占 55%，酵母抽提物产能占国内市场 70%以上，成为名副其实的酵母龙头。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

人事变动不改公司中期规划，激励机制提升企业营业效率。公司第一大股东是湖北安琪生物集团有限公司，实际控制人为宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会。公司已于 2019 年 8 月完成新老董事长交替，原董事长俞学锋因超龄退休原因辞去公司相关职务，熊涛当选为新任董事长。新董事长上任后，公司通过加强研发中心职能、精简二线部门、实施管

理提升计划等措施积极优化组织机构，同时顺利推动财务预算制的实施，力争实现业绩持续稳定增长，并延续 2021 年百亿收入目标的中期规划不变。在激励机制方面，公司 300 多位管理层和核心技术骨干通过湖北日升科技实现管理层间接持股，绑定员工与公司长期利益；此外，公司还通过加强高层薪酬管理、落实企业年金方案等方式不断完善中长期激励机制、提升企业营运效率。

图 3：2019 年公司股权结构



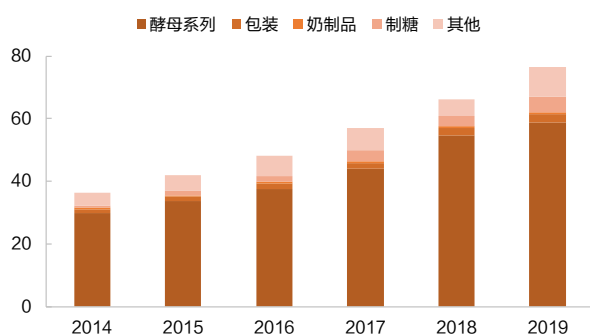
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1.2. 酵母业务是公司的主营核心，疫情或加速三年百亿目标

公司上市前期酵母业务占比高达 95.8%，公司业务单一使得公司抗风险能力较低。近年来，公司围绕酵母不断衍生相关业务，目前公司产品覆盖酵母及深加工产品、制糖业务、乳品、包材等领域，产品多元化趋势明显。目前酵母及深加工产品为公司核心业务，拥有 8 个以酵母为核心的业务群，占公司全年营业收入的 80% 以上。

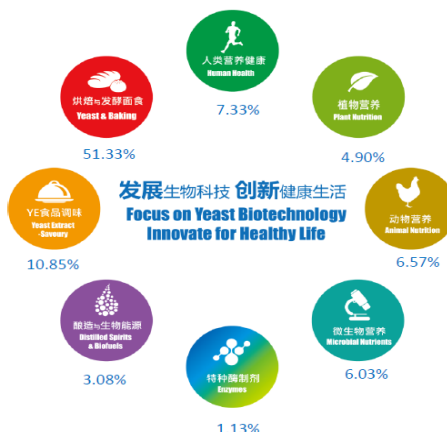
- ◆ 传统酵母业务仍是公司主营业务的核心，2018 年占公司主营业务的 51.33%。公司传统酵母产品广泛运用于烘焙、发酵面食等领域，其高活性干酵母更是推动了中式面点发酵方式的变更。
- ◆ 酵母提取物是公司的第二大业务，安琪酵母抽提物（YE）已在调味品、食品中广泛应用，出口欧美、日韩等 140 多个发达国家和地区。2019 年安琪酵母提取物产能 7.8 万吨，约占全球产能的 25%，已成为全球最大的 YE 生产商。
- ◆ 此外安琪围绕酵母营养健康产品、生物饲料添加剂、保健品和特种酶制剂等新兴衍生品，发展后劲十足。其中，保健品和动物营养酵母产品增速较快，预计可保持 20% 以上的增长。
- ◆ 公司还开展制糖、乳品、包装等其他业务方面，下设安琪赤峰、喜旺食品、宏裕塑业等多家子公司，2019 年营收占比约 23%。

图 4：2015-2019 年安琪酵母收入结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：安琪酵母 8 大核心业务及收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

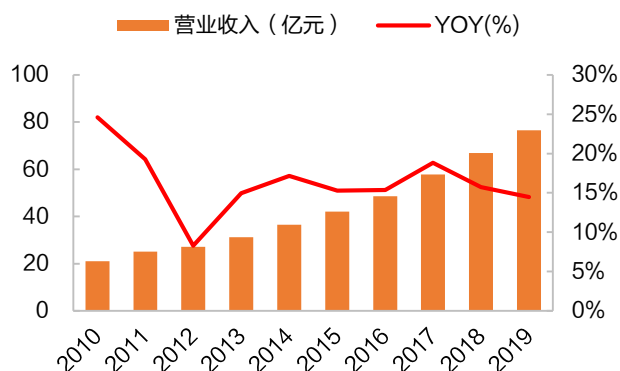
表 1：公司主要酵母及衍生产品

产品类别	图片
传统酵母产品	
YE 调味品	
酵母保健品	
动物饲料、植物有机肥	

资料来源：天猫，天风证券研究所

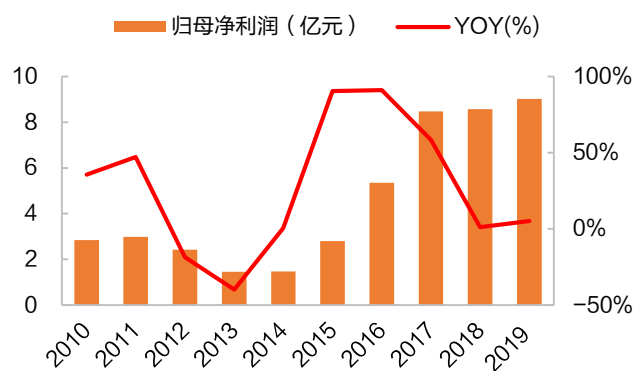
营业收入保持稳健增长，利润端受糖蜜价格等因素影响，波动较大。公司近年来经营业绩持续增长，19 年公司实现营业收入 76.53 亿元（同比+14.47%），近 10 年复合增速达 13.8%，营收保持稳健增长；19 年实现归母净利润 9.02 亿元（同比+5.23%），近 10 年复合增速达 12.0%，但公司利润端增速波动较大，主要受糖蜜价格波动、固定资产投资支出增加以及汇率波动等多个因素的影响。

图 6：2010-2018 年公司营业收入及增速



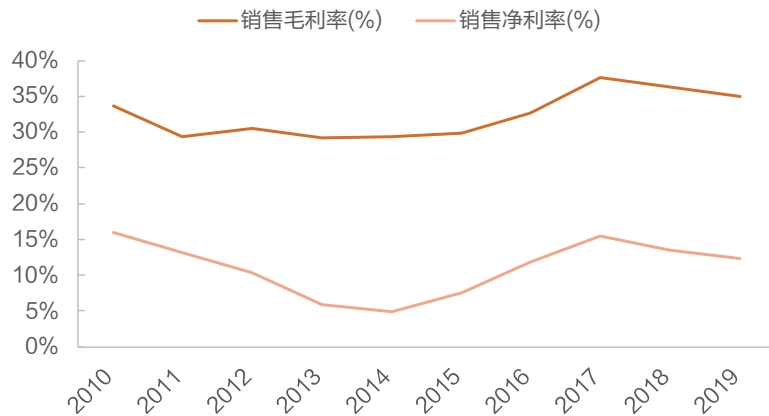
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2010-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2010-2019 年公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

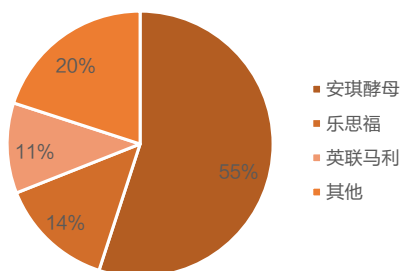
疫情对公司生产影响有限，全年目标不变。疫情期间，公司除宜昌一条酵母产线在 2 月初停产外，其余产线均满产。从 2 月 14 日开始，宜昌产线也恢复生产，至此公司全面复工。疫情期间，酵母的刚需被放大，虽然公司 B 端业务有所影响，但 C 端需求的增长一定程度弥补了 B 端部分损失。公司提高小包装的产量，同时在 C 端投放一些大包装产品，但仍然处于供不应求的状态。**同时疫情有望加速行业集中度的进一步提升。**在疫情影响下，一些中小企业面临停产等问题，这也给了龙头企业一定的时间窗口，市场份额或向行业龙头企业不断集中。安琪凭借其产能和销售渠道优势，具备较强的抵御风险能力，有望借势进一步扩大市场占有率，在疫情过后加速增长。整体来看，疫情对公司业绩影响较小，20 年将力争实现销售收入同比增长 14%、净利润同比增长 12% 以上的经营目标，同时公司对未来三年百亿收入目标充满信心。

1.2. 公司产能优势不断凸显，护城河不断夯实

1.2.1. 国内酵母市场寡头格局稳定，行业壁垒加固龙头优势

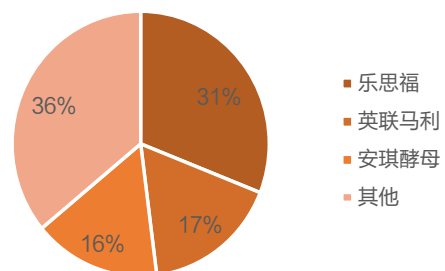
目前酵母行业竞争呈寡头垄断格局：2018 年我国酵母产能 CR3 为 80%，其中安琪国内产能 19.4 万吨，市占率 55%，稳居国内第一，乐思福、英联马利分别以 14% 和 11% 的市占率位列二、三名；2018 年全球酵母产能约 150 万吨，CR3 为 64%，其中安琪全球产能 23.7 万吨，以 16% 的市占率排名第三，仅次于乐思福（31%）和英联马利（17%）。由于酵母生产是具有高资金、高技术等壁垒的重资产行业，每次产能建设需要投入大量资金以及 2-3 年的建设周期，再加上生产带来的高额环保处理费用，许多生产规模小、技术水平落后的企业无力承担，致使行业准入门槛较高。相比之下，头部企业产能的规模效益明显，与其他竞争对手逐渐拉开差距。

图 9：2018 年国内酵母竞争格局



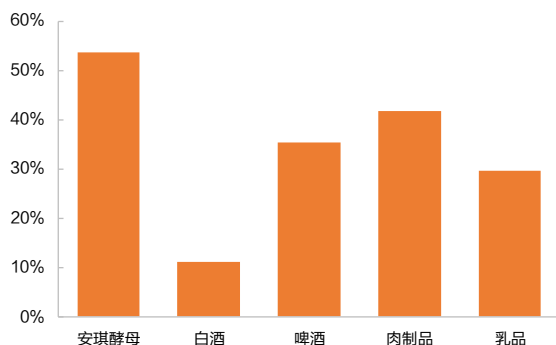
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 10：2018 年全球酵母竞争格局



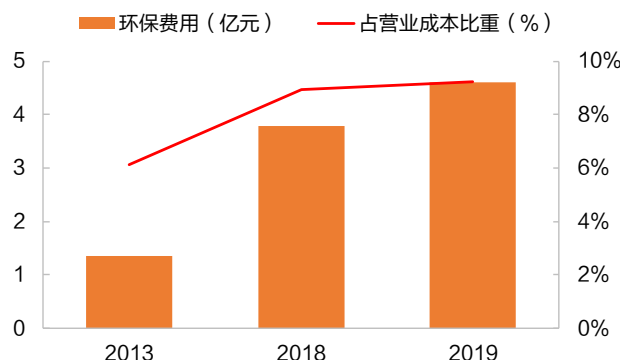
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 11：酵母行业固定资产占比较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：安琪酵母环保投入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司国内酵母产能具备领先优势，护城河显著。截至 2019Q3，公司共拥有 15 条高度现代化的酵母生产线、酵母总产能达到 24.9 万吨，其中国内产能 19.4 万吨，国外产能 5.5 万吨，规模位居亚洲第一、全球第三。公司产能壁垒除了来自行业的高准入标准，更重要的是公司产能沿糖蜜产地布局，加之产能规模优势，能够最大限度地发挥成本优势。此外公司积极加大国外产能布局，未来产能增量或主要由海外贡献：目前埃及二期年产 1.2 万吨酵母项目已于 2019 年 4 月投产运行，产能将逐步释放；俄罗斯二期 1.2 万吨酵母项目建设亦在稳步推进，投产后俄罗斯公司酵母发酵总产能将达 3.2 万吨，带动公司产能进一步提升。

表 2：安琪酵母现有产能布局（单位：万吨）

	名称	地址	酵母产能	YE 产能	投产时间
国内	本部	湖北省宜昌市	2.5	1.0	1986 年
	赤峰	内蒙古赤峰市	0.9		2003 年
	伊犁	新疆伊犁州	3.0	0.8	2004 年
	滨州	山东省滨州市	0.7		2005 年
	睢县	河南省商丘市	0.2		2005 年
	崇左	广西省崇左市	3.5	0.8	2006 年
	柳州	广西省柳州市	2.0	2.0	2012 年
	德宏	云南省宏德市	3.0		2014 年
	柳州（二期）	广西省柳州市	2.0	2.0	2017 年
	赤峰（搬迁改造）	内蒙古赤峰市	1.6		2018 年
	国内合计		19.4	6.6	
国外	埃及	埃及省开罗市	2.3		2013 年
	俄罗斯	俄罗斯利佩茨克	2.0		2017 年
	埃及（二期）	埃及开罗	1.2	1.2	2019 年
	国外合计		5.5	1.2	
	合计		24.9	7.8	

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

表 3：公司扩建项目

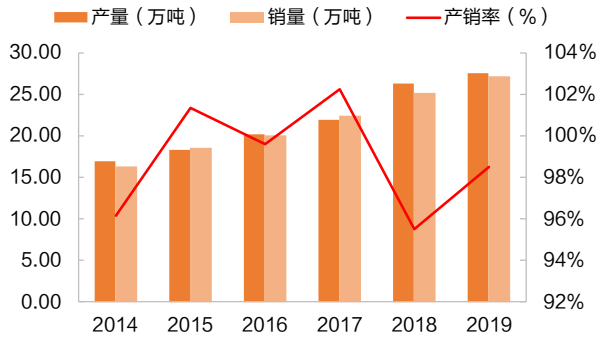
扩建项目名称	计划投资额	建设期	新增产能
俄罗斯公司二期扩建生产线项目	26572 万元	15 个月	干酵母 0.85 万吨/年、鲜酵母折干 0.35 吨/年
安琪伊犁生产线异地搬迁项目	37675 万元	24 个月	总产能 3.2 万吨（基本维持搬迁前产能）
固废资源化利用和糖蜜储罐扩建项目	4713 万元	6 个月	处理 1.38 万吨/年糖渣、活性污泥等固废，生产 7600 吨/年有机堆肥，建成 5 个糖蜜储罐，单个存储能力 1 万吨
食品原料生产线及配套仓储建设项目	9127 万元	12 个月	增加 3.3 万吨食品原料产能，配套建设 1.6 万个货位的仓储
环保技改和建设颗粒肥生产线	4140 万元	9 个月	新增 2.5 万吨/年颗粒肥料

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.2. 公司产销持续增长，产能利用率仍有提升空间

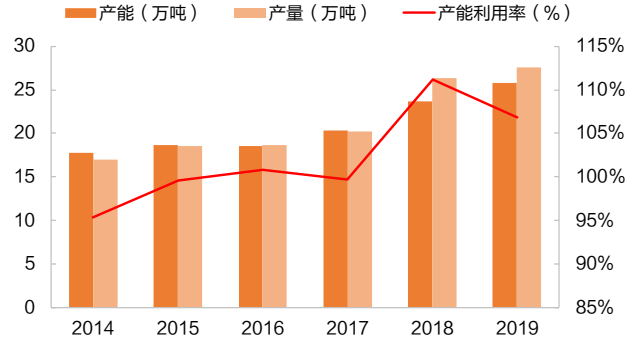
产能加速布局的同时，酵母类产品的产销量也在不断提高。2014-2019 年，公司酵母产品产量由 16.98 万吨增加至 27.57 万吨，销售量由 16.33 万吨增加至 27.15 万吨。产能利用方面，由于环保等因素，公司 19 年产能利用率有所下降（伊犁工厂此前由于环保投诉问题生产受限，产能利用率仅为 60%-80%，远低于公司平均水平），随着安琪赤峰搬迁改造项目 2018 年完工投产，以及新疆伊犁工厂将于 2021 年完成搬迁，公司因搬迁、环保因素导致的生产受限问题有望解决，公司产能利用率有望进一步提升，从而带动业绩增长。

图 13：2014-2019 年公司酵母产销情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2014-2019 年公司酵母产能及产能利用率



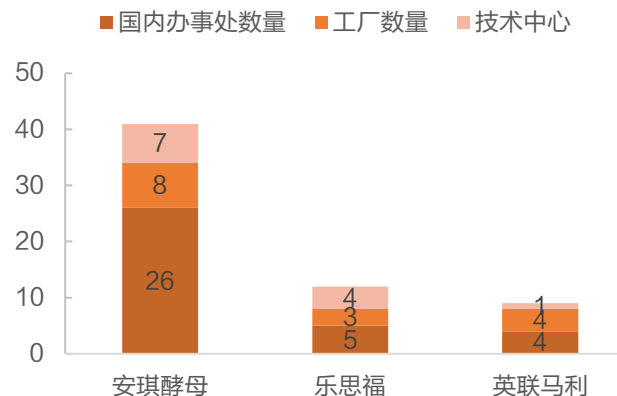
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 渠道具备先发优势，产品+服务不断增强品牌粘性

品牌是公司的另一壁垒，凭借优质的产品和服务不断拓宽护城河。公司于 1986 年进入酵母行业，经过多年的深耕，公司目前已经建立完善的渠道网络，品牌知名度不断提升。同时公司通过“产品+服务”的差异化战略，提升用户粘性，同时积极布局 C 端市场。

- ◆ **渠道以 B 端为主，具备较强的先发优势。**酵母行业下游需求仍然以 B 端为主，目前安琪已成为大多数下游客户的主供应商，B 端占比高达 81%。目前公司已经建立遍布全球 150 多个国家和地区的营销网络，在国内外拥有 80 多个驻外机构和 15000 多个经销商。目前公司渠道已经下沉到乡镇一级，而乐思福和英联马利仅下沉至地市级，强大的销售网络铸就了公司龙头地位。另一方面，B 端渠道具备一定的先发优势，工厂对不同酵母有不同的技术参数，不会轻易更改，同时 B 端更看重客情的维护，这也进一步夯实了渠道的护城河。

图 15：2018 年国内酵母企业职能机构的布局情况



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 16：公司配合产品所提供的服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- ◆ **公司品牌和渠道优势有助于培育 C 端市场。**公司早在成立之初就推出小包装家庭用酵母，以此迅速打开国内市场，目前在国内小包装酵母市场占有率已达 70% 左右，且售价较高。但酵母的家庭使用仍然较低，在疫情的催化下，家用酵母习惯有望加速培育，而公司凭

借其品牌和渠道优势有望率先受益。

- ◆ **产品附加服务，品牌粘性不断增强。**相比竞争对手，公司较早接入酵母产品服务，公司定期开展烘焙面食培训、加工配方推送等活动，其主办的“贝太厨房”是国内发行量最大的家庭厨艺美食类杂志，专门为消费者提供高品质的美食方案。服务较于产品能够增强用户粘性，经过数十年品牌培育，公司在消费者心中品牌力稳固、市场份额逐渐扩大。

表 4：国内主要厂商渠道布局对比

公司	销售模式	渠道覆盖情况
安琪酵母	经销商代理+大客户直供+电商平台	在国内拥有 26 个办事处，经销商 12000 多家，渠道下沉至县镇级别，拥有安琪 E 家、博试生等自有电商平台，进驻京东、天猫等第三方电商平台
乐思福	以 B2B 为主	5 个销售办事处分别位于广州、上海、北京、沈阳和中国香港，管理区域业务，渠道仅覆盖至地市
英联马利	以 B2B 为主	办事处主要分布于华北、广州等地，渠道仅下沉至地市

资料来源：公司官网，股升网，天风证券研究所

2. 国内酵母应用场景增加，C 端产品以及高附加值衍生品将成为增长助推器

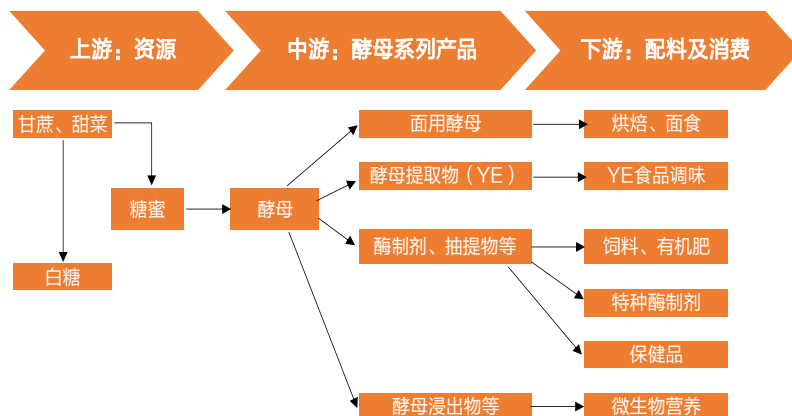
我们认为公司未来国内市场的增长主要依靠价的增长，价的增长来自两个部分，一是酵母产品应用场景的增长，带动结构的改善，例如 C 端占比的提升，二是加强高附加值产品衍生品业务的占比。通过国内市场内部结构的调整推动整体价格的增长，进而实现国内市场的稳健发展。

2.1. 全产业链布局加固公司酵母护城河

公司依托酵母技术与产品优势，建立了一条上下游密切相关的全产业链：上游主要向制糖及包材业务延伸；中游主要是公司的传统酵母业务；下游则依托酵母技术，向烘焙与发酵面食、YE 食品调味等领域拓展。

- ◆ **上游：**包括制糖、乳品、及包材业务。制糖业务由子公司安琪赤峰和联营企业新疆农垦现代糖业（公司持股 35%）2 家糖厂从事。乳品业务由子公司喜旺食品经营，年产奶能力约 3 万吨，为湖北省知名乳品品牌。包材业务由子公司宏裕塑业经营，生产各种酵母包装膜、调味品包装膜、真空袋等。
- ◆ **中游：**主要生产酵母产品及酵母提取物（YE）、酵母浸出物等。
- ◆ **下游：**以酵母产品为依托，覆盖烘焙与发酵面食、YE 食品调味、酿造及生物能源、人类营养健康、微生物营养、动物营养、植物营养与保护、特种酶制剂 8 大业务领域，每个业务领域均成立对应事业部独立运营。

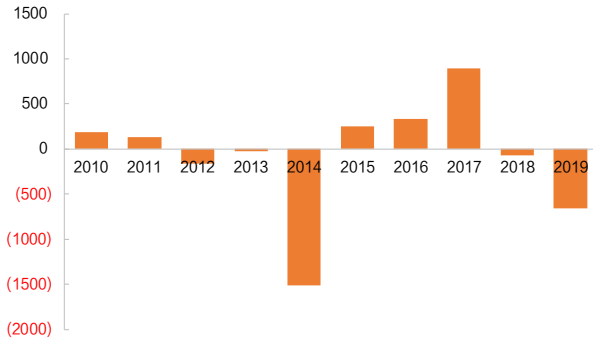
图 17：安琪酵母全产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所

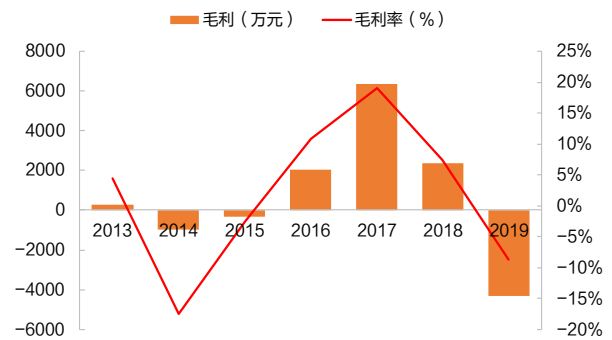
上游业务中糖价波动对公司投资收益影响较大。2016 年之前公司持有新疆伊力特（现代农垦前身）50%的股权，2012-2015 年糖价步入下行周期时，公司制糖业务毛利和投资收益大幅下滑；2014 年糖价探底时公司制糖业务甚至一度亏损。随着 2016 年以来公司主动减少新疆农垦现代糖业持股比例，对外投资收益对公司利润的影响逐渐缩小。从历史数据来看，国内糖价波动呈现出了较强的周期性，基本以 5-6 年为一个周期。目前糖价走势经拐点向上，预计未来 2-3 年仍有望维持高位，利好公司制糖业绩。

图 18：2010-2019 年公司对外投资收益（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2013-2019 年公司制糖业务毛利及毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：食糖价格指数（元/吨）



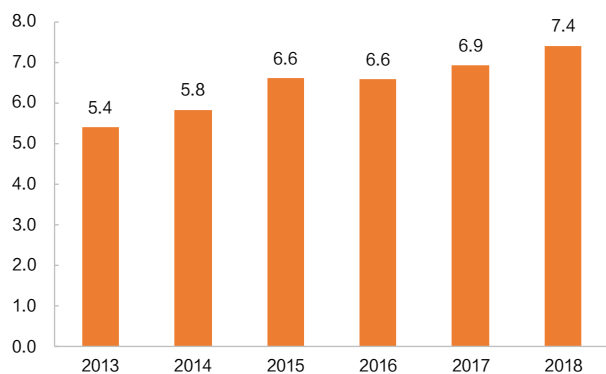
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 高市占率带来强定价权，C 端占比提升带来业绩悄然陡增

2.2.1. 下游烘焙食品需求增长，支撑酵母行业景气持续

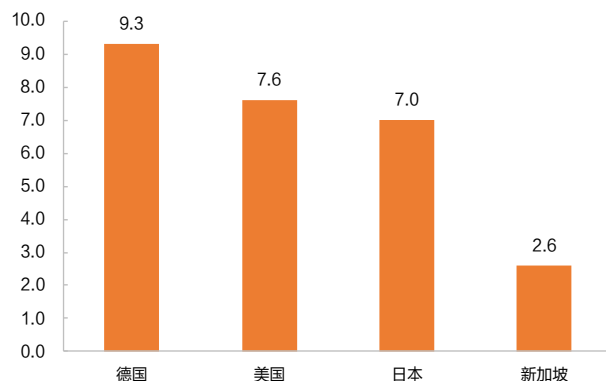
烘焙行业蓬勃发展，酵母需求仍具较大空间。酵母下游需求主要可分为面点发酵类需求、酒精发酵类需求以及饲料添加等其他领域的需求，其中以面点发酵类需求为主。近年来，烘焙行业在消费升级的带动下不断发展，消费者对烘焙食品的需求不断提升。但我国烘焙食品人均消费量及消费频次远落后于欧美等发达国家，据中国食品工业协会和欧睿国际统计数据显示，2018 年我国人均烘焙食品消费量仅为 7.4kg，同期德国、美国、日本、新加坡人均消费量分别约为我国的 9.3 倍、7.6 倍、7.0 倍和 2.6 倍。随着饮食结构的逐渐西化以及城镇化率的推进，我国烘焙食品将逐渐向三四线市场渗透，消费群体将逐渐扩大。我们保守测算烘焙和发酵面食对酵母需求在 30 万吨以上，有较大的发展空间。

图 21：2013-2018 年我国人均烘焙食品消费量（kg）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 22：各国人均烘焙食品消费量与中国对比（kg）



资料来源：欧睿国际，前瞻产业研究院，天风证券研究所

表 5：传统酵母需求空间测算

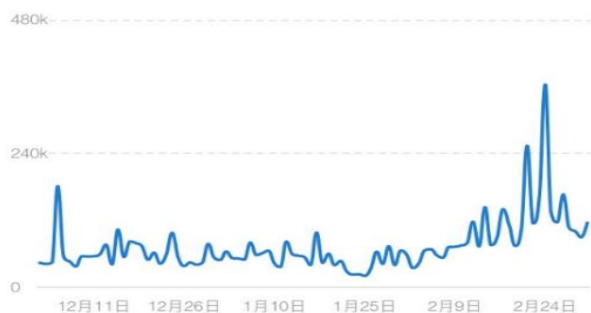
应用领域	2018 年面粉消费量（万吨）	添加比例	酵母需求（万吨）
烘焙行业	2018 年我国人均烘焙食品消费量 7.4kg，按 14 亿人口估算	1%	10.36
发酵面食	2018 年小麦粉产量 8875 万吨，按面食发酵比例 40%估算	0.6%	21.30
合计			31.66

资料来源：中国产业信息网，中商情报网，天风证券研究所

2.2.2. 疫情影响下烘焙热度高涨，C 端有望加速用户培育

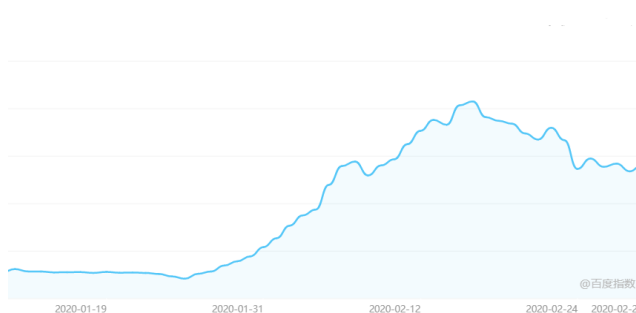
疫情影响下居家食品需求较为强劲：据奥维云网《新冠肺炎疫情对中国家电市场影响报告》数据显示，在春节期间电烤箱、煎烤机等西式厨房小电品类增长明显；美团发布的《2020 春节宅经济大数据》报告也指出，美团外卖的“烘焙”等关键词搜索指数呈快速上升趋势，并带动了酵母类商品销量增长近 40 倍，饺子皮销量增长近 7 倍；此外，面向终端消费者的小包装酵母粉供不应求，多款小包装酵母产品在天猫、京东等电商平台脱销、缺货。疫情“催化”之下，宅家“烘焙热”正在逐步兴起，C 端酵母的消费有望提升，并加速消费者酵母使用习惯的培育。

图 23：春节期间“烘焙”关键词搜索指数快速上升



资料来源：新浪微博指数，天风证券研究所

图 24：春节期间“酵母”关键词搜索量大幅上升



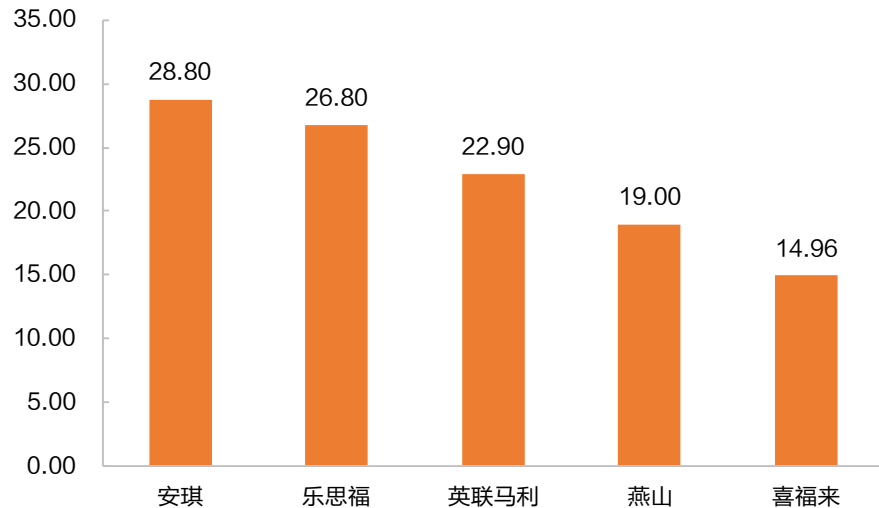
资料来源：百度指数，天风证券研究所

疫情催化产品结构升级，C 端表现强势。受疫情影响家庭烘焙气氛高涨，C 端（收入占比约 20%）家用小包装酵母需求激增。天猫超市销售数据显示，疫情期间安琪酵母类产品月销量已突破 10 万，部分产品甚至一度脱销。为迎合市场变化，疫情期间公司将小包装生产线由一条改为三条，并推广 500g 大包装产品进入商超渠道，推动 B 端向 C 端转化；同时对小包装产品进行一定的提价。我们认为疫情将催化家庭烘焙场景的培育，对于公司 C 端业务长期发展有益；且 C 端产品毛利率高于 B 端产品，产品结构升级有望推动公司整体毛利率进一步提升。

2.2.3. 强定价权为未来提价扫清障碍

安琪产品国内售价比主要对手乐思福、英联马利高 10%、比小型企业高 40%，公司通常平均 1-2 年公司会对产品进行提价，提价幅度约为 5%-10%。我们认为公司产品能够提价成功，一方面源于公司强大的产能和渠道优势，另一方面也与酵母强刚需以及使用成本较低有关。此外，公司受糖蜜价格波动影响较大，为缓解成本端压力，降低利润波动水平，强议价能力有望帮助公司将上游成本转嫁至下游，支撑业绩稳定增长。

图 25：国内厂商高糖高活性干酵母售价（元/500g）



资料来源：京东，天风证券研究所

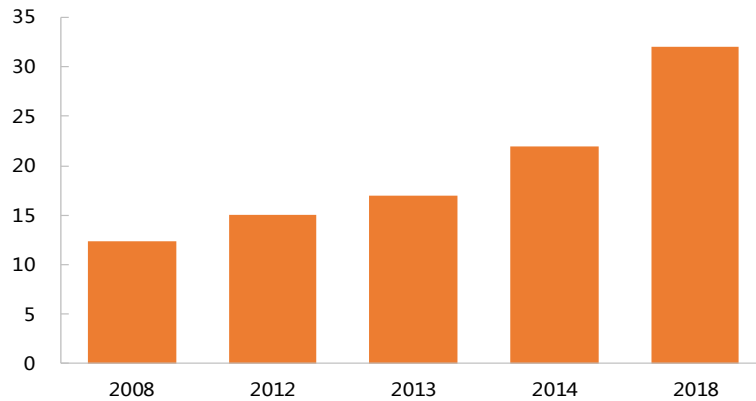
2.3. 衍生品业务多点开花，成为公司业绩新动能

公司衍生品业务是未来国内业绩增长的新动能，衍生品业务具备高附加值特性，随着占比的提升，有望增厚公司价值。凭借酵母的强大优势，公司在 YE 和微生物领域将具备一定的优势，而保健品领域虽然附加值高，但竞争也较为激烈。在此背景下，公司成立保健品子公司，单独运作，彰显公司对高附加值业务发展的雄心。

2.3.1. YE：产能全球第一，受益消费升级，未来核心增长引擎确立

全球 YE 市场增长迅猛，对传统增鲜剂替代优势大。近年来全球 YE 市场增长较快，2008 年-2018 年全球 YE 产量由 12 万吨增长至 32 万吨，年复合增速达 10.3%。酵母抽提物（YE）是唯一具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质，相比于味精等传统化工增鲜剂，具有营养属性高、降盐淡盐、耐受性强等优点，被广泛应用于调味品领域。目前海天、李锦记等主要品牌的高端酱油已开始使用 YE。我们认为未来随着消费者健康意识的提升，YE 的天然优势将不断被发掘和认可，对传统鲜味剂的替代趋势有望长期延续。

图 26：2008-2018 年全球酵母抽提物产量市场增长迅猛（单位：万吨）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

YE 或受益消费升级，未来增长可期。YE 在发达国家渗透率较高，欧美、日本等地区 YE 占鲜味剂市场份额的 30%-40%，而国内鲜味剂仍主要以味精、鸡精为主，YE 市场份额仅为 2% 左右，还处于成长初期。未来随着国民收入水平、消费理念的不断提升，消费者将更加注重食品的营养性、安全性，在消费升级趋势下 YE 对味精替代进程有望加速。对比欧美等发达国家 YE 渗透率（保守假设未来 YE 对味精替代比例提升至 10%），我们测算未来国内 YE 市场空间接近 50 万吨，相对目前约 10 万吨的产能，有近 5 倍的增长空间。

表 6：YE 需求空间测算

产品	2018 年产量（万吨）	添加/替代比例	YE 需求（万吨）
方便面	794	1%	7.94
酱油	1041	1%	10.41
肉类产品	8625	0.1%	8.62
味精	220	10%	22
合计			48.97

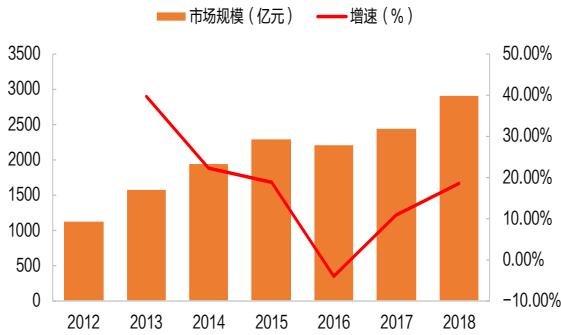
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

公司 YE 产能全球第一，或成未来增长重点。截止 2019Q3，公司酵母提取物（YE）产能达 7.8 万吨，占全球产能的 25%，位居世界第一。在国内市场，对比主要竞争对手（乐思福在国内 YE 产能约 1.5 万吨，英联马利则无 YE 布局），公司处于领先地位，有望优先享受 YE 行业成长红利。目前公司 YE 业务收入占比约 20%，随着埃及二期项目 1.2 万吨 YE 产能于 2019 年 4 月开始逐步释放，YE 业绩有望维持增长。我们预计 20 年 YE 实现 15% 以上增长，持续看好 YE 市场未来增长前景，YE 业务或将成为公司未来业绩重要增长点。

2.3.2. 保健品：差异化定位，渗透率提升助力业绩释放

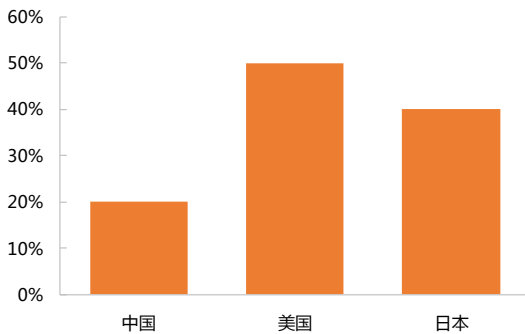
国内保健品市场增长较快，但渗透率和人均消费量较低。酵母作为天然营养源，富含多种氨基酸、维生素和其他生物活性物质，在保健品领域具有广阔的应用前景。根据华经情报网数据，2018 年中国营养保健品市场规模达 2898 亿元，占全球 12% 的市场份额，近 5 年复合增速在 10% 以上，高于美国成熟市场的 4%。但从人均消费来看，中国产业信息网数据显示 2018 年国内人均保健品消费额仅为 117 元，远低于美国的 924 元、中国香港地区的 767 元、日本的 662 元；从保健品渗透率来看，美国、日本渗透率分别达 50%、40%，而国内渗透率仅为 20% 左右。鉴于保健品消费人群主要以中老年居多，随着我国老龄化进程加速、营养健康意识的增强和生活水平的提高，我国保健品市场有望迎来广阔的发展空间。

图 27：2012-2018 年中国营养保健品市场规模及增速



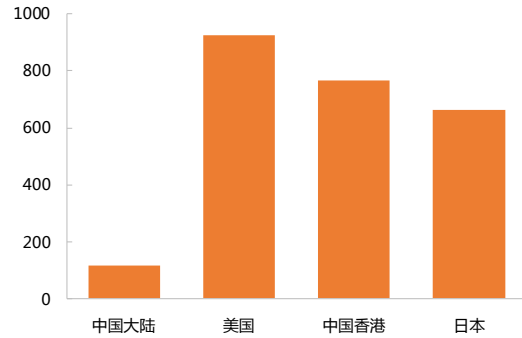
资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 29：2018 年中、美、日保健品渗透率对比 (%)



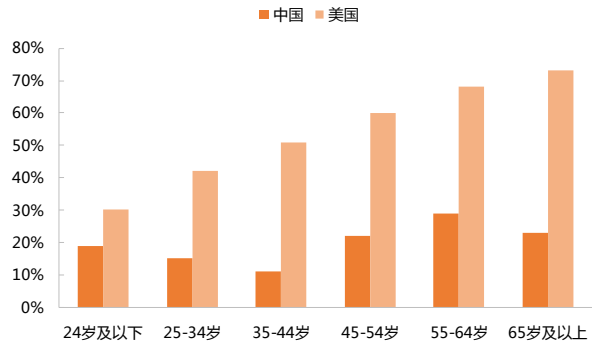
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 28：2018 年中国大陆与美日、中国香港保健品人均消费额对比 (元)



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 30：中国、美国各年龄段保健品渗透率对比 (%)

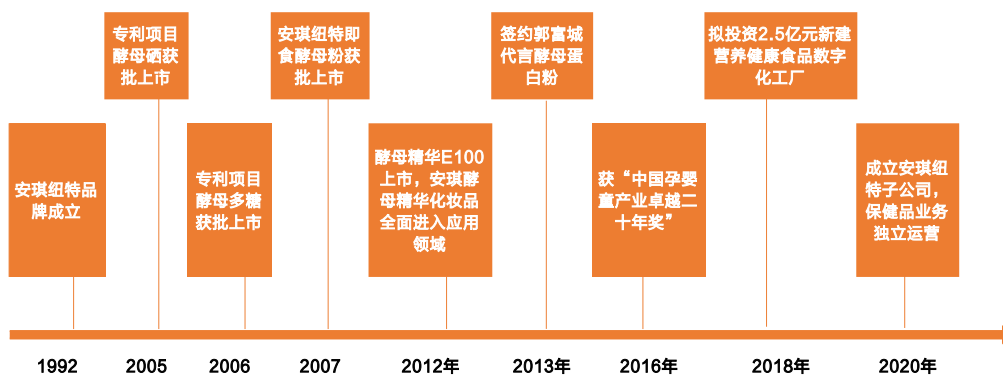


资料来源：华经情报网，天风证券研究所

公司保健品业务加速扩张，或将为业绩打开增量空间。1992 年公司依托酵母技术优势进军营养品市场，并成立营养健康事业部。历经近三十年发展，保健品业务初具规模：2019 年实现销售收入 6.1 亿元，近 5 年收入年均增速高达 36%，营收占比从 2015 年的 4.2% 提升至 2019 年的 8.1%。经营规模迅速提升的同时，公司还通过深化品牌力、完善产能建设、设立单独子公司等方式实现保健品业务的高质量扩张。我们预计公司保健品有望实现 20%+ 增速。

- ◆ 品牌建设方面，公司主打“安琪纽特”系列酵母类保健品，在母婴营养市场品牌力稳固，尤其在 0-3 婴童领域公司产品口碑极佳，陆续推出酵母锌、酵母硒、即食酵母等多款国内首创的优质酵母产品。
- ◆ 产能布局方面，为迎合市场需求，公司于 2018 年投资 2.5 亿元新建营养健康食品数字化工厂，项目一期预计将于 2020 年上半年建成投产。该生产线建成后年产值将达到 5.8 亿元，将极大提升公司营养品生产技术优势，提升公司市场份额。
- ◆ 未来规划方面，鉴于保健品事业部经营规模与质量的持续改善、独立经营运作能力不断增强，公司于 2020 年 3 月设立安琪纽特股份有限公司，成立子公司单独运作。我们认为设立独立子公司赋予保健品业务更加充分的经营自主权，激发其主动性；同时公司化运作有助于应对更为激烈的市场竞争，增加兼并收购等机会；此外，成立子公司有助于深化“安琪纽特”品牌影响力，增强公司综合竞争力。

图 31：公司保健品业务发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

表 7：安琪营养健康食品数字化工厂产能规划

项目地点	产品	年产能	投产规划
湖北宜昌	蛋白粉	800 万罐	一期 2020 年上半年投产（具体时间未定）；二期根据市场情况择机增加部分设施设备达到设计产能
	固体片剂	12 亿片	
	软胶囊	12 亿片	
	硬胶囊	3 亿片	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.3. 动植物及微生物营养：新型应用，方兴未艾

公司依托酵母领域优势，进军动植物营养、微生物营养等新兴领域，不断挖掘酵母的附加价值。在动物营养领域，公司主打酵母源生物饲料，未来市场需求前景向好；在植物营养方面，公司开发“福邦”和“博田”系列新型肥料，市场持续扩容有望利好公司业绩；在微生物营养领域，公司作为全球最大的酵母浸出物厂商，在细胞培养基领域有望持续发力，减少对国外产品的依赖。

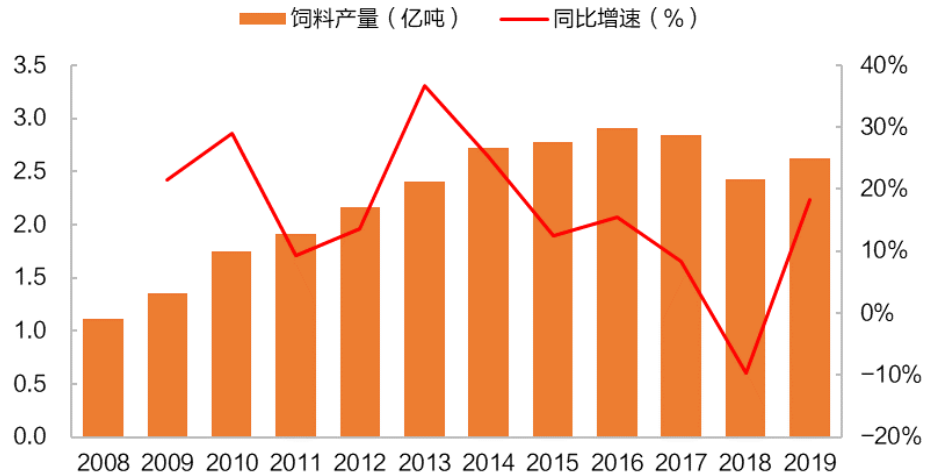
表 8：公司酵母衍生品业务一览

业务领域	产品名称	图片
动物营养	“福邦”系列酵母源生物饲料	
植物营养	福邦、博田系列酵母源有机肥	
微生物营养	细胞培养用酵母浸出物、蛋白胨	

资料来源：京东，天风证券研究所

- ◆ **酵母源生物饲料：未来需求广阔。**与传统蛋白饲料相比，酵母源饲料具有品质稳定、强化动物免疫水平、无生物安全隐患等优势，是替代动物源性蛋白原料的新选择。2019 年我国饲料产量 2.6 亿吨，按酵母 0.1% 的添加比例，有 26 万吨的酵母源饲料需求。安琪是国内最大的酵母源生物饲料原料及添加剂供应商。公司旗下“福邦”品牌为主打品牌，酵母硒、酵母细胞壁、酵母水解物等产品的产能位居全球第一。我们认为未来随着认知度逐步提升、行业进一步规范，酵母源生物饲料有望加速推广，公司在动物饲料领域大有可为。

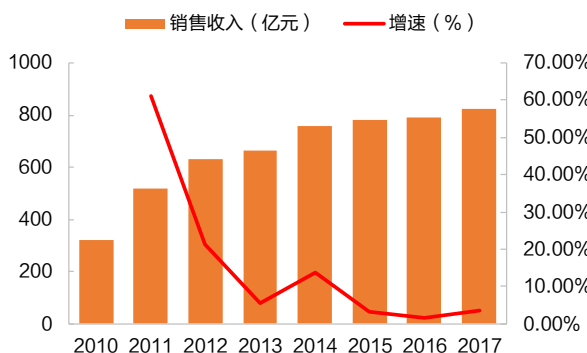
图 32：我国饲料产量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

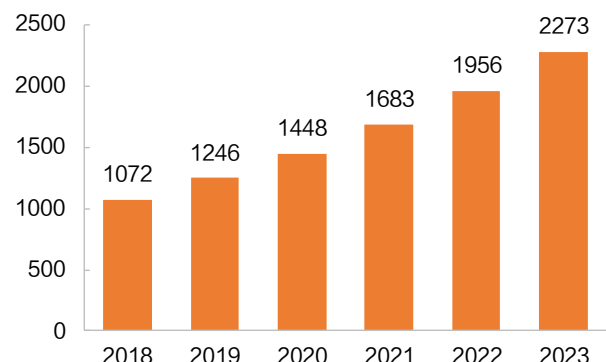
- ◆ **有机肥料：市场尚处起步期，未来有望持续扩容。**目前我国有机肥的应用尚处于起步阶段，对比日本农业种植有机肥 76% 左右的使用率，我国有机肥使用率仅为 20%，未来增长空间可观。随着我国肥料实施以质量替代数量、以有机肥替代无机肥的发展战略，有机肥有望迎来发展良机。根据前瞻产业研究院的预测，到 2023 年我国机肥料行业需求规模有望达到 2273 亿元。在植物营养领域，公司利用来源天然、养分丰富的酵母发酵营养液，开发“福邦”和“博田”品牌系列新型肥料产品，已在湖北宜昌、新疆伊犁、广西崇左等地投产新型肥料生产线，总产能达 20 万吨以上。未来有机肥料市场的持续扩容有望为公司创收增利。

图 33：2010-2017 年我国有机肥料及微生物肥料销售收入及增速



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 34：2020-2023 年我国有机肥料行业需求规模预测（亿元）

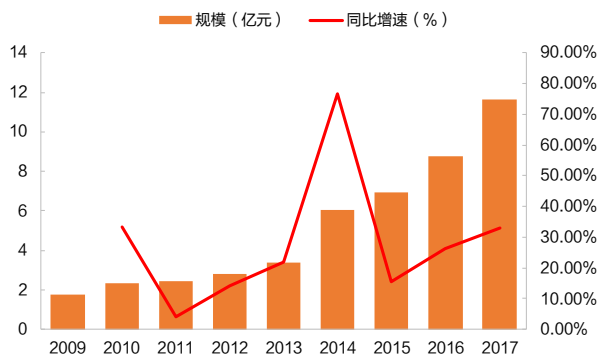


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

- ◆ **细胞基培养：国外依赖度较高，公司有望依托酵母浸出物产能优势持续发力。**公司微生物营养产品主要覆盖酵母浸出物、细胞培养基等：酵母浸出物是一种富含氨基酸及微量元素等营养成分的生物培养基产品，被广泛应用于微生物培养领域，目前公司已在全球布局五大酵母浸出物产地，产能超过 6.5 万吨，居全球之首；细胞培养基方面，行业规模增长较快，但国内细胞培养基市场依然被国外产品占据，2017 年进口产品

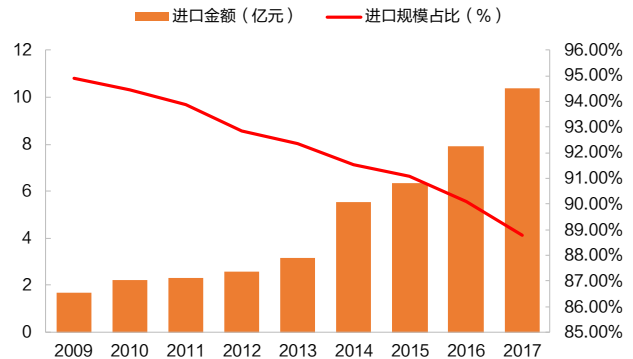
销售金额约占国内细胞培养基规模的 90%，且大部分国内产品集中在中低端领域，与国外进口产品价格差异十分显著。公司未来可依托酵母浸出物产能优势，自主研发培养基等微生物营养产品体系，减少国内培养基产品的对外依赖。

图 35：2009-2017 年中国细胞培养基市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 36：2009-2017 年中国细胞培养基产品进口规模及占比



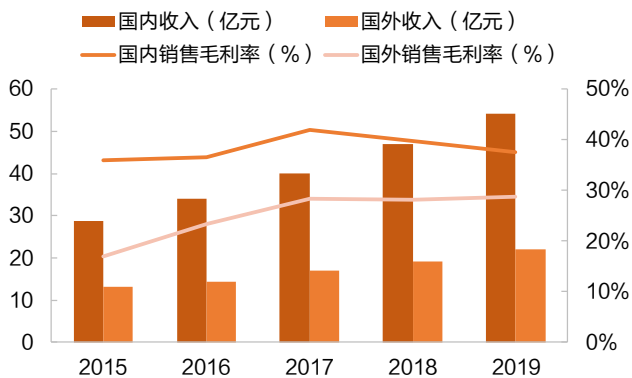
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

3. 海外扩张稳步推进，差异化竞争战略攫取市场份额

3.1. 海外产能逐步释放，成本低+空间大成为公司扩张的主要动力

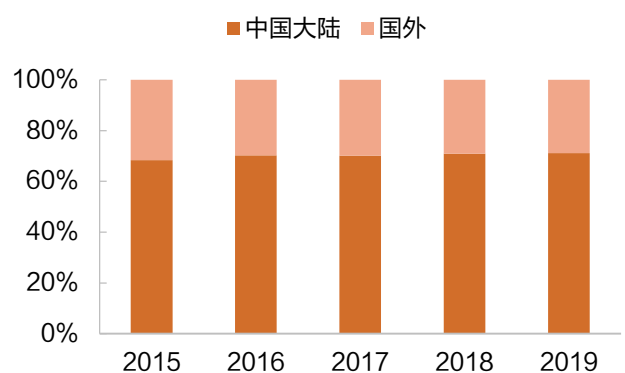
安琪国内外市场全面开花，国际化进程有望加速。分地域来看，公司国内收入约占总收入的 70%，海外收入约占 30%，随着公司不断推动其全球市场战略，未来海外占比有望持续提升。目前国内酵母市场较为成熟，集中度较高，而国外酵母市场仍存在较大的市场空间，公司采取差异化竞争战略，加快国外市场布局。目前，公司埃及和俄罗斯投产，俄罗斯二期工程今年有望推进，随着安琪不断优化其全球产业布局，海外业务有望加速扩张。

图 37：2015-2019 年公司国内外收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：2015-2019 年公司国内外收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

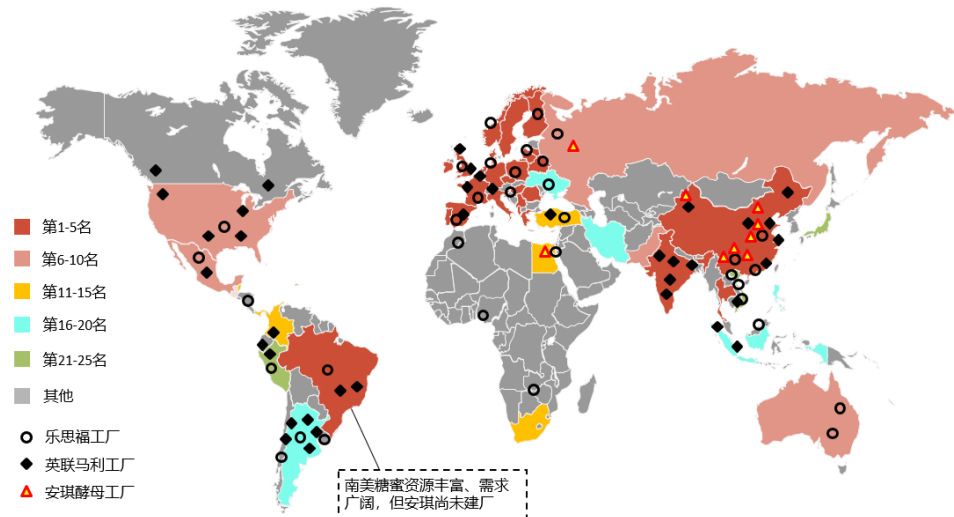
产能或通过新建和并购实现海外延伸，支撑业绩稳健增长。公司产能投放是酵母业务增长最主要的核心驱动，目前国内酵母市场趋于成熟，产能建设有所放缓，除安琪伊犁生产线异地搬迁预计将于 2021 年 7 月投产运行外，国内暂无在建酵母产能。公司积极向海外拓展业务，目前已在全球部署了 8 个区域总部和 10 大应用技术中心，产品畅销至 150 多个国家和地区，并在埃及和俄罗斯建立了海外工厂。目前除欧美外，大部分国家酵母市场均处于发展阶段，随着公司海外布局的推进，预计海外市场将成为公司又一增长来源。

◆ 产能方面，公司目前在埃及和俄罗斯设立工厂，其中埃及二期年产 1.2 万吨酵母项目于 2019 年投产运行，总产能实现 3.5 万吨；俄罗斯一期产能 2 万吨，二期 1.2 万吨酵母项目已通过审批，建成投产后将带动公司产能进一步提升。我们预计公司未来产能有望通过新建和收购等方式实现扩张。

- 成本方面，相比于国内生产出口海外带来的高昂运输成本和关税费用，海外建厂生产极大节约成本；埃及、俄罗斯甜菜糖产量较大，糖蜜供应充足，与国内相比糖蜜价格成本较低；埃及工厂受益于阿拉伯自贸区协议，其产品若出口至中东地区有望享受关税减免。
- 区位方面，全球酵母产能和人口分布存在错配，仅占全球 25%人口的欧美地区集中了世界 60%以上的酵母产能，而人口众多的亚非等发展中国家酵母份额较少。非洲、亚洲、南美等区域人口、经济增长较快，烘焙产业发展迅猛，活性酵母市场需求较大，公司可在新兴国家市场“快马圈地”实现海外扩张。目前公司已是印度烘焙酵母第一品牌，市场占有率达 40%以上；在埃及、俄罗斯市场份额分别占 25%和 30%；此外，安琪酵母在巴西市占率为 30%，其干酵母产品在当地赢得了良好口碑，随公司国际化战略的推进，南美市场未来有望成为下一步进军方向。

结合公司产能、成本和区位三方面的分析，我们发现公司国外产能布局区域通常为新兴市场，且当地糖蜜产量高，成本低，预计公司未来大概率在糖蜜产地新建产能，巴西有望公司布局的成为下一站。此外，公司也应关注海外市场并购机会，通过并购实现产能扩张。

图 39：全球糖产量分布及酵母厂商布局

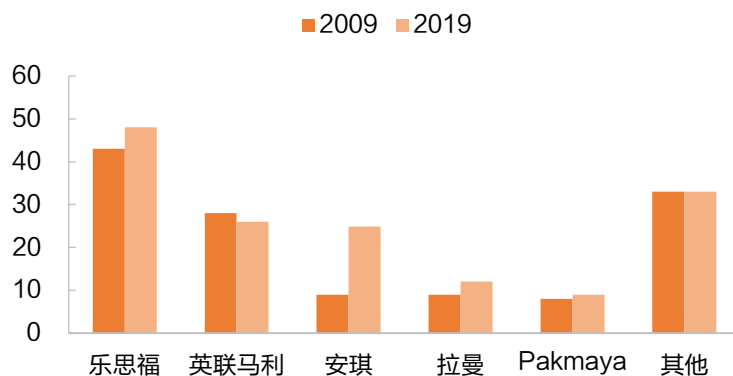


资料来源：公司官网，公司公告，中商情报网，天风证券研究所

3.2. 国际市场采取差异化竞争，份额有望逐年提升

安琪酵母近年来产能投放速度较竞争对手快，2013-2019 年产能 CAGR 达 9.1%，未来仍有望维持 8-10%复合增长；而乐思福 2009 年以来产能 CAGR 仅 1.1%，英联马利产能则缩减了 2 万吨。2019 年乐思福、英联马利和安琪酵母产能分别约为 48 万吨 26 万吨和 25 万吨，公司酵母产能已接近英联马利，我们认为随公司海外产能陆续投产，市场份额有望超越英联马利，跻身全球第二大酵母企业。

图 40：全球主要酵母公司产能增长比较（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- ◆ 产品和定价方面，公司主打干酵母，因地制宜开发产品，部分地区实现品牌溢价。与乐思福和英联马利不同，公司在海外产品均为干酵母，同时根据不同市场的特征开发适应产品，以实现市场的快速开拓。公司海外仍以 B 端客户为主，预计未来随着市场的不断开拓，或将布局 C 端，通过调结构提升吨价。
- ◆ 区域方面，公司采取差异化布局。目前全球 65%酵母产能集中在欧美，但欧美市场已成熟，每年增速仅 1%~3%，且乐思福、英联马利已占据主要份额；亚洲、非洲人口基数大、下游烘焙增速快，年增速在 8%以上，未来有望成为全球酵母产能增长点。公司避免在欧美市场与乐思福、英联马利等竞争对手直接交锋，而转向埃及、俄罗斯等竞争环境较为宽松的新兴国家市场。

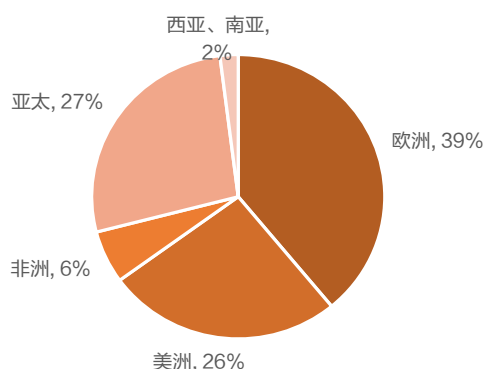
表 9：全球三大酵母企业海外布局情况

公司	酵母类型	酵母产能	优势区域	海外渠道布局	海外定价
乐思福	以鲜酵母为主	48 万吨	欧洲、美洲、非洲	经销商分销，在全球部署有 70 多个销售办公室，其中 60%以上集中在欧美地区	-
英联马利	以鲜酵母为主	26 万吨	欧洲、美洲、大洋洲	经销商分销，酵母业务遍布全球 50 多个国家和地区，在非洲、俄罗斯等地尚未部署工厂及办事处	-
安琪酵母	以干酵母为主	24.9 万吨	中国、东南亚、非洲	经销商分销，海外拥有 80 多个驻外机构、3000 多个经销商	低于乐思福、英联马利，部分市场低 20%以上

资料来源：立鼎产业研究院，中国产业信息网，公司官网，天风证券研究所（酵母产能截至 2018 年）

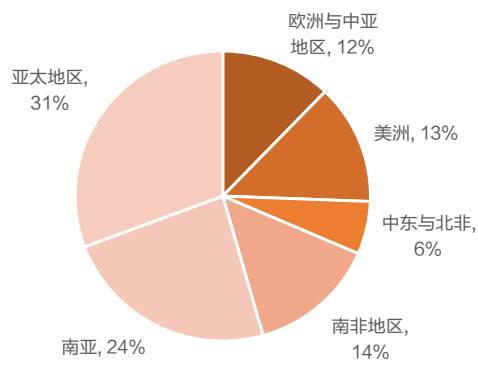
- ◆ 渠道布局方面，公司按照“先市场再工厂”的战略稳步扩张销售渠道，目前已在海外拥有 80 多个驻外机构、3000 多个经销商，并逐步在销售量较大的国家招收本地员工开展营销推广工作。在公司布局地带非洲和俄罗斯，主要竞争对手渠道布局较为疏散：乐思福在两地仅部署有 9 个销售办公室，远不及欧洲 35 个销售办公室的密度，英联马利在该地则未设立工厂及办事处，公司有望在上述优势区域进一步拓宽渠道。

图 41：全球酵母产能分布



资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：全球人口分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 汇兑损益不确定性大，但影响有限

海外业务受汇率波动影响，人民币兑美元影响最大。公司作为跨国企业，近 30%的销售收入来源于海外市场，收入以多种货币计量，因此汇率波动会给公司业绩带来影响。

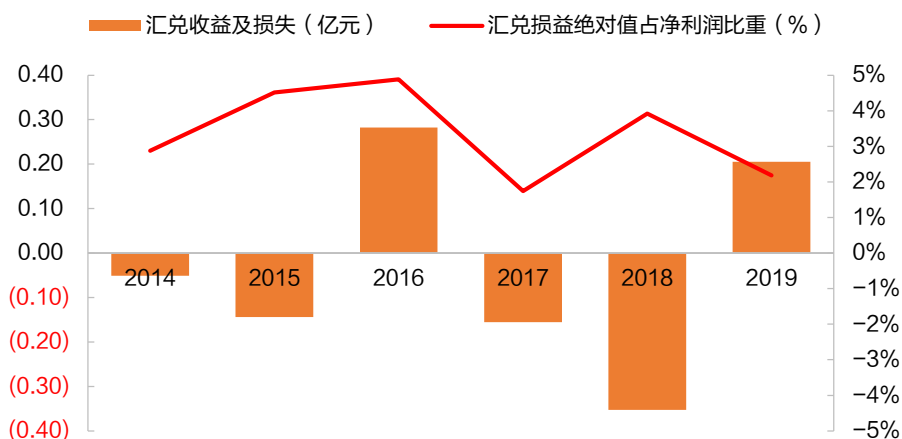
- ◆ 从产品销售角度来看，俄罗斯、埃及子公司海外销售以当地货币结算，但由于埃及和俄罗斯汇率稳定性较差，国外子公司每日结余会兑换成美元，以规避汇率风险，因此人民币兑美元对公司汇兑损益影响最大。
- ◆ 从报表角度来看，国外子公司以当地货币记账，埃及镑、卢布兑美元贬值时，报表的汇兑收益增加；国内出口的产品，在人民币兑美元贬值时，报表的汇兑收益增加。

汇兑因素存不确定性，但对公司利润影响有限。公司海外业务涉及多国货币兑换，汇率波动导致了汇兑损益的不确定性。2016 年随埃及镑兑美元急剧贬值，公司获得汇兑收益 2824 万元；2017-2018 年人民币兑美元加速升值，公司遭受一定汇兑损失，分别影响净利润 1557

万元、3528 万元；2019 年受人民币兑美元贬值影响，公司增加汇兑收益 2054 万元。2014-2019 年汇兑收益绝对值占净利润的比值在 1.5%-5%之间，整体来看，汇率波动虽对公司造成一定收益或损失，但对利润影响幅度不大。

公司加强汇率管理，以期规避汇兑风险。为规避汇率波动的风险，公司一方面通过海外贷款对冲汇率波动，另一方面通过远期结售汇的方式加强汇率管理，最大限度地规避汇率风险。综合来看，我们认为汇率波动对安琪利润影响有限，同时在公司汇率管理制度加持下汇率风险可控。

图 43：公司汇兑收益及损失及占比



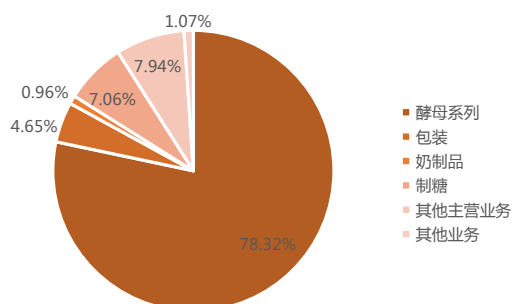
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 糖蜜价格对公司利润有较大影响

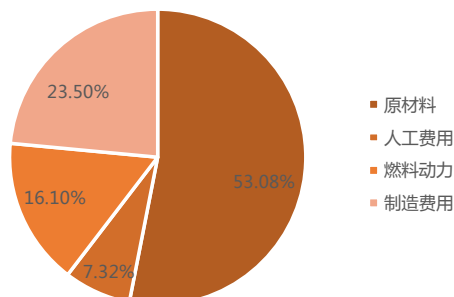
糖蜜是酵母生产的主要原材料，在酵母总成本中的占比为 40%左右（2018 年公司酵母产品成本占比约 78%，原材料糖蜜占酵母产品成本约 53%），对公司毛利水平影响较大。我们以广西南宁糖蜜市场价代替公司糖蜜采购价格（公司在广西有稳定糖蜜供应源，两者价格走势较为一致），对糖蜜价格和公司毛利率走势进行分析，发现两者呈显著负相关关系，单季度公司毛利率变化率对糖蜜价格变化率的弹性系数为-1.15，即 2019/20 榨季若糖蜜价格下降 10%，公司整体毛利率将平均提升约 3.2%。

图 44：2018 年公司营业成本结构



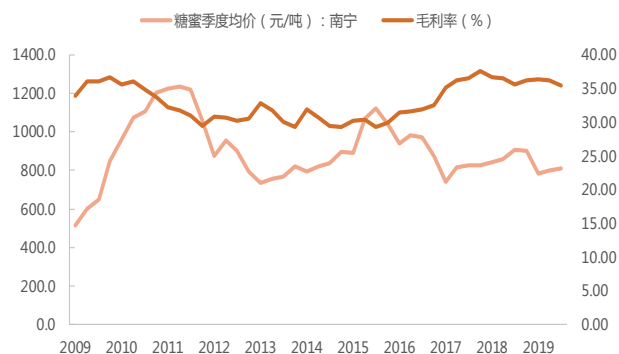
资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：2018 年公司酵母产品成本构成



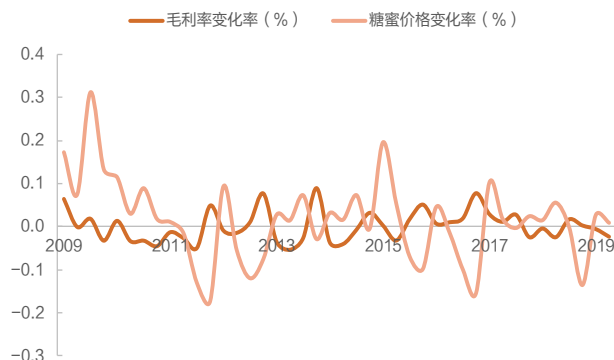
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 46：单季度糖蜜均价走势与公司单季度毛利率呈负相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：单季度公司毛利率变化率对糖蜜价格变化率弹性系数为-1.15

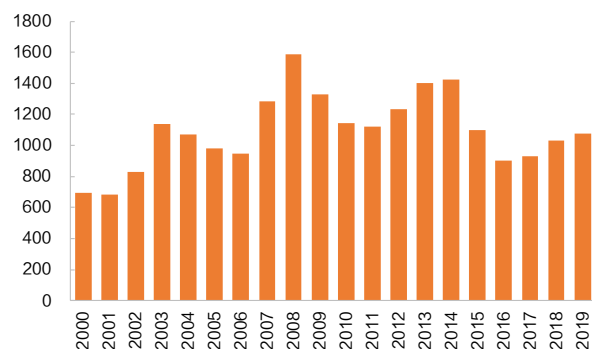


资料来源：天风证券研究所

糖蜜供给充足、需求疲软或致未来价格平稳向下。糖蜜主要产地分布在北方的甜菜产区(新疆、内蒙古等)和西南的甘蔗产区(广西、云南等)，其中甘蔗占糖蜜生产的比重高达 90%，其 3-4 年的宿根性特点致使国内制糖行业呈 3 年增产、3 年减产的周期特征。

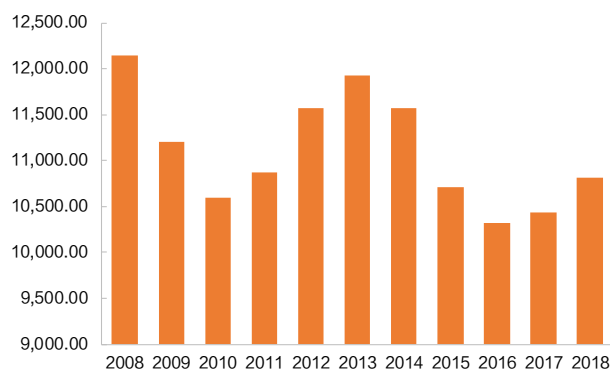
- ◆ **从供给端来看，糖料产量稳定带动糖蜜供给充足。**2016 年糖价显著回暖的背景下，2017 年各大甘蔗产区种植面积开始回升，进入增产周期。结合甘蔗宿根性的特点，本轮增产有望持续至 2020 年，带动糖产量的充足供应。根据中糖协预测，2019/20 榨季国内糖产量约为 1062 万吨，与上榨季基本持平。
- ◆ **从需求端来看，糖蜜酒精需求疲软使得糖蜜需求下滑。**糖蜜的下游需求主要来自于酵母、酒精、饲料等产业，近年来随着下游需求减少及国内环保政策影响，酒精需求量占比从 2015 年的 60%下降至 2017 年的 20%，而酵母的需求量占比则逐渐提升至 60%。糖蜜酒精生产成本原本较低，但高昂的环保成本令许多糖蜜酒精厂难以承受。自环保法实施以来，2017 年广西糖蜜酒精厂开工率由过去 100%降至 50%以下，生产承压严重。相比之下玉米及木薯酒精可完全替代糖蜜酒精，且玉米酒精口感品质更优、利润丰厚，对酒精市场价格主导话语权更强。

图 48：糖产量呈周期性特征（单位：万吨）



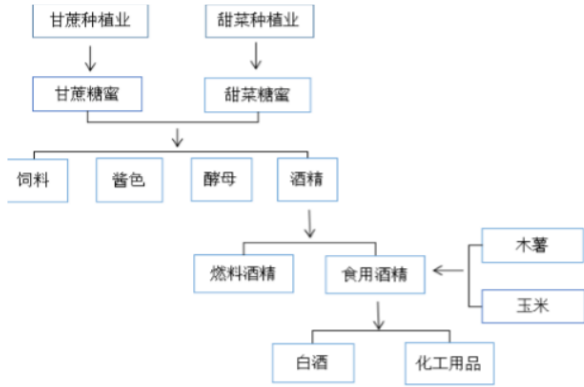
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：甘蔗产量（单位：万吨）



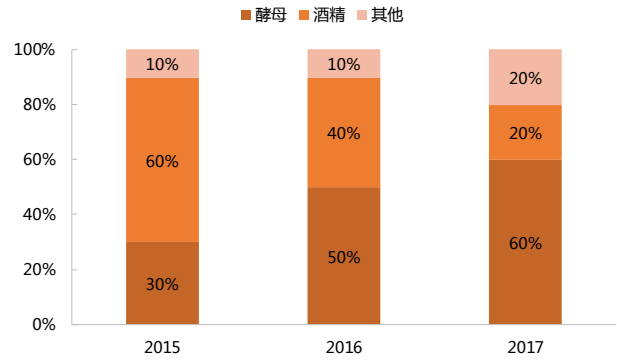
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：糖蜜供需决定机制



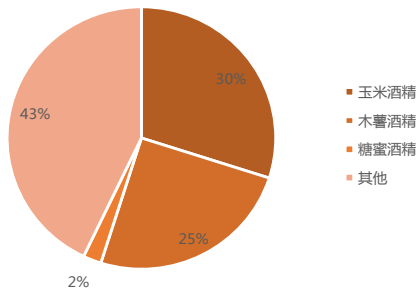
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 51：2015-2017 年糖蜜下游需求占比情况



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 52：糖蜜、玉米、木薯酒精占比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 53：2011 年以来糖蜜酒精价格下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 业务拆分及盈利预测

我们假设：

1. 疫情对公司产销影响有限，高层人事变动不改三年百亿目标，20-22 年收入均保持 15% 以上高速增长；
2. 新增产能爬坡顺利，产能利用率进一步提升，产销持续增长，20-22 年酵母系列销量分别增长 9.22%、10.03% 和 10.13%；
3. 酵母系列价格符合糖蜜成本周期，2019/20 榨季糖蜜价格探底，20-21 年价格或有所回升（但相较往年提升幅度趋于缓和），公司可能会随之提价；
4. 制糖业务受糖价周期上行影响，20-22 年收入增速显著回暖；
5. 20-22 年人民币或面临升值压力，但汇兑损益对利润影响有限，汇率风险整体可控。

表 10：安琪酵母业务拆分及盈利预测

单位：万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	668560.07	765275.46	884347.68	1025261.44	1194747.03
yoy	15.75%	14.47%	15.56%	15.93%	16.53%
-酵母及深加工产品	547296.56	587713.98	667563.40	756580.84	858206.63
yoy	24.17%	7.38%	13.59%	13.33%	13.43%
-制糖	32431.50	49072.82	61600.20	77677.85	99039.26
yoy	-2.16%	51.31%	25.53%	26.10%	27.50%
-包装	22931.51	27895.00	32948.66	37221.80	46318.81
yoy	23.01%	21.64%	18.12%	12.97%	24.44%
-奶制品	5801.02	5853.08	6352.88	6610.10	7218.78

yoy	1.35%	0.90%	8.54%	4.05%	9.21%
营业成本	425759.86	497397.96	564441.52	652062.79	757306.04
yoy	18.21%	16.83%	13.48%	15.52%	16.14%
毛利率	36.32%	35.00%	36.17%	36.40%	36.61%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

安琪酵母是国内酵母行业龙头, 凭借产能的规模优势和多年深耕行业建立的渠道和品牌优势, 公司护城河稳固。公司未来业绩增长点主要来自两个方面, 一是国内价的贡献, 二是海外量的增长。国内通过调整产品结构、发展高附加衍生品业务, 持续增厚业绩; 且随着烘焙行业的发展, 酵母需求仍有望提升。随着公司产能利用率的提升以及海外产能的布局, 公司业绩有望维持稳健增长。

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 88.43/102.53/119.47 亿元, 同比 +15.56%/15.93%/16.53%, 实现净利润 10.26/11.98/14.19 亿元, 同比 +13.84%/16.77%/18.40%, 对应 EPS 为 1.25/1.45/1.72 元。我们采取可比公司估值法, 考虑到公司是酵母行业龙头, 业绩增速有望保持稳健增长, 给予公司 20 年 35 倍 PE, 对应目标价 43.75 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 11: 可比公司估值情况 (PE)

公司代码	公司名称	收盘价	PE				
		2020/4/17	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
600305	恒顺醋业	19.08	23.00	35.46	38.31	33.05	
002507	涪陵榨菜	33.21	26.92	32.14	36.51	31.30	26.64
300741	华宝股份	31.28	15.65	15.54	15.25	14.45	13.35
603027	千禾味业	28.50	23.50	48.82	47.98	39.04	
	行业平均		22.27	32.99	34.51	29.46	19.99

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动风险: 糖蜜价格对公司营业成本影响较大, 若糖蜜产区遭遇恶劣天气等因素将导致价格上涨, 对公司盈利能力产生影响。

产能投放不及预期: 海外建厂面临当地的政策风险和社会风险, 若当地政策监管趋严, 限产可能对公司销量形成负面影响。

食品安全风险: 若出现食品安全事件将对行业产业链上下游及公司经营造成重大负面影响。

疫情控制不及预期: 全球疫情进一步扩散或影响公司海外产销。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	374.02	663.69	707.48	820.21	955.80	营业收入	6,685.60	7,652.75	8,843.48	10,252.61	11,947.47
应收票据及应收账款	873.12	813.61	1,141.73	1,164.71	1,489.52	营业成本	4,257.60	4,973.98	5,644.42	6,520.63	7,573.06
预付账款	144.77	126.88	216.32	163.40	274.96	营业税金及附加	67.03	69.19	77.82	87.15	99.16
存货	1,869.56	1,992.05	2,411.30	2,710.97	3,201.16	营业费用	755.98	885.08	1,008.16	1,179.05	1,373.96
其他	148.10	269.71	223.25	211.83	268.29	管理费用	228.20	255.70	327.21	384.47	444.45
流动资产合计	3,409.56	3,865.94	4,700.08	5,071.11	6,189.72	研发费用	279.65	333.46	380.27	442.91	513.74
长期股权投资	30.13	23.57	17.57	19.57	22.57	财务费用	129.10	78.43	133.29	144.11	167.10
固定资产	4,807.35	5,195.25	5,687.72	6,134.98	7,109.20	资产减值损失	32.42	(17.76)	24.00	30.00	30.00
在建工程	279.44	343.46	322.66	533.20	190.01	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	284.38	291.75	286.56	290.35	297.89	投资净收益	(0.70)	(6.55)	(5.00)	5.00	(7.00)

其他	169.34	186.66	159.03	167.77	164.72
非流动资产合计	5,570.64	6,040.70	6,473.54	7,145.88	7,784.39
资产总计	8,980.20	9,906.64	11,173.63	12,216.99	13,974.11
短期借款	1,530.31	787.24	964.72	1,443.00	2,193.15
应付票据及应付账款	1,125.88	1,204.76	1,426.16	1,682.50	1,880.43
其他	965.45	996.21	839.46	968.49	1,037.32
流动负债合计	3,621.64	2,988.21	3,230.35	4,093.99	5,110.91
长期借款	640.08	1,428.62	1,462.93	788.59	523.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	165.26	192.42	168.95	175.54	178.97
非流动负债合计	805.34	1,621.04	1,631.88	964.13	702.34
负债合计	4,426.97	4,609.25	4,862.23	5,058.12	5,813.25
少数股东权益	260.28	267.54	317.63	374.19	439.73
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	824.08
资本公积	651.97	651.97	651.97	651.97	651.97
留存收益	3,893.09	4,492.37	5,169.69	5,960.59	6,897.05
其他	(1,076.19)	(938.59)	(651.97)	(651.97)	(651.97)
股东权益合计	4,553.23	5,297.38	6,311.40	7,158.87	8,160.86
负债和股东权益总	8,980.20	9,906.64	11,173.63	12,216.99	13,974.11

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	899.71	939.88	1,026.23	1,198.35	1,418.87
折旧摊销	425.39	469.28	451.86	509.43	604.60
财务费用	89.53	94.82	133.29	144.11	167.10
投资损失	0.70	6.55	5.00	(5.00)	7.00
营运资金变动	(310.32)	225.68	(871.00)	49.79	(611.96)
其它	38.85	(440.23)	50.09	56.56	65.53
经营活动现金流	1,143.86	1,295.98	795.47	1,953.24	1,651.15
资本支出	812.67	886.51	941.82	1,164.42	1,239.73
长期投资	(0.70)	(6.55)	(6.00)	2.00	3.00
其他	(1,823.69)	(1,695.15)	(1,859.07)	(2,332.59)	(2,493.08)
投资活动现金流	(1,011.72)	(815.19)	(923.24)	(1,166.17)	(1,250.34)
债权融资	2,767.39	2,282.31	2,649.47	2,526.68	2,910.98
股权融资	(247.21)	59.17	153.32	(144.11)	(167.10)
其他	(2,656.81)	(2,768.91)	(2,631.23)	(3,056.90)	(3,009.09)
筹资活动现金流	(136.64)	(427.43)	171.56	(674.34)	(265.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4.50)	53.36	43.79	112.73	135.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

其他	(39.52)	(18.09)	10.00	(10.00)	14.00
营业利润	975.84	1,099.32	1,243.31	1,469.29	1,739.00
营业外收入	10.91	13.85	11.00	11.92	12.26
营业外支出	4.71	4.16	5.68	4.85	4.90
利润总额	982.05	1,109.01	1,248.63	1,476.36	1,746.36
所得税	82.34	169.13	172.31	221.45	261.95
净利润	899.71	939.88	1,076.32	1,254.91	1,484.41
少数股东损益	43.04	38.38	50.09	56.56	65.53
归属于母公司净利润	856.67	901.50	1,026.23	1,198.35	1,418.87
每股收益（元）	1.04	1.09	1.25	1.45	1.72

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.75%	14.47%	15.56%	15.93%	16.53%
营业利润	0.26%	12.65%	13.10%	18.18%	18.36%
归属于母公司净利润	1.12%	5.23%	13.84%	16.77%	18.40%
获利能力					
毛利率	36.32%	35.00%	36.17%	36.40%	36.61%
净利率	12.81%	11.78%	11.60%	11.69%	11.88%
ROE	19.96%	17.92%	17.12%	17.66%	18.38%
ROIC	16.65%	14.65%	17.54%	16.85%	18.54%
偿债能力					
资产负债率	49.30%	46.53%	43.52%	41.40%	41.60%
净负债率	52.56%	30.56%	30.77%	23.84%	23.96%
流动比率	0.94	1.29	1.45	1.24	1.21
速动比率	0.43	0.63	0.71	0.58	0.58
营运能力					
应收账款周转率	8.57	9.07	9.05	8.89	9.00
存货周转率	3.92	3.96	4.02	4.00	4.04
总资产周转率	0.79	0.81	0.84	0.88	0.91
每股指标（元）					
每股收益	1.04	1.09	1.25	1.45	1.72
每股经营现金流	1.39	1.57	0.97	2.37	2.00
每股净资产	5.21	6.10	7.27	8.23	9.37
估值比率					
市盈率	34.90	33.16	29.13	24.95	21.07
市净率	6.96	5.94	4.99	4.41	3.87
EV/EBITDA	13.21	13.92	17.52	15.00	12.81
EV/EBIT	17.35	18.25	23.28	19.74	16.87

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参

考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com