



Research and
Development Center

以市场为中心，守正创新

—安琪酵母(600298)公司深度报告

2021年11月3日

马铮 首席分析师
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

安琪酵母 (600298)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	57.72
52 周内股价波动区间 (元)	66.82-40.07
最近一月涨跌幅 (%)	6.94
总股本 (亿股)	8.33
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	480.73

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

以市场为中心，守正创新

2021年11月03日

本期内容提要：

- ◆**投资建议：**公司为国内第一，全球第三的酵母公司，在国内具有绝对的品牌和渠道优势，市场地位稳固。酵母具有调味品属性，用户使用时添加量少，占用户的总成本比重低，但对于生产面点的风味起到了关键作用。国内酵母行业竞争格局好，同时下游用户对于酵母的需求刚性，因此公司能转移成本上涨的压力。疫情后，发酵酒精需求提升带动了上游原材料价格。当前玉米价格开始下行，也带动玉米酒精价格下行，同时有望抑制糖蜜、糖蜜酒精的需求。我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.68/1.97/2.41 元，对应 PE 分别为 32.02/27.23/22.28 倍。公司当前估值相对较低，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**酵母行业格局稳定，衍生品是新增长点。**公司在国内的市占率约有 55%，明显高于乐斯福和英联马利，国内市场地位稳固。公司海外业务增长迅速，安琪采用高性价比策略，发展新兴国家市场。公司已依托埃及和俄罗斯的工厂，能更好地辐射周边市场。酵母衍生品业务应用场景广泛，包括调味品、休闲食品、保健品和饲料等众多领域。公司 YE 产能目前全球第一，未来将受益于应用场景的持续扩充。
- ◆**公司发展战略步步为营。**公司创立之初，资源匮乏。生产基地宜昌市远离原材料产地，远离消费市场，缺乏竞争优势。公司考虑到国内消费者的需求，将销售策略定在馒头、包子等中式面点，开发出适合中国家庭的小包装酵母产品，一举获得成功。之后，公司制定高目标，力争行业第一，产能迅速扩张。上市之后，公司吹响国际化的号角，提出了成为“国际化、专业化酵母大公司”的战略目标。2000-10 年国际市场业务收入复合增长率为 44.7%。2011 年公司提出全面实现“做国际化、专业化酵母大公司”、并向生物技术专业化跨越的战略目标，即围绕酵母主业，开展多元化业务。聚焦酵母、健康食品配料、营养保健食品、生物技术、新型健康包材等 5 个产业布局。
- ◆**酵母行业资金和技术壁垒高，具有进入门槛。**酵母的生产需要大量的建设资金投入和高额的环保维护费用。新进入者建设 1 万吨酵母生产线需要投入 3-4 亿元，再加上环保设备和原材料采购等，对资本的要求较高。高额环保维护费用也促使生产规模小、技术水平落后的企业被逐渐淘汰。
- ◆**品牌和渠道是公司的竞争优势。**安琪始终以市场为中心，全员面向市场，为客户提供非产品服务，以此提升了客户对品牌的忠诚度。公司拥有一流的销售队伍，注重为客户提供全方位多元化的后续服务支持，同时重视市场应用引导，紧紧围绕客户需求提供技术解决方案，这些都增强了客户的粘性。在国内市场，公司构建了覆盖所有县级以上市场的销售网络，渠道覆盖范围广，同时经销商具有排他性。安琪已成为中国酵母的代名词，品牌力强，但是仍注重对自身品牌的宣传推广，借助多种媒体宣传“健康生活创新者”的品牌形象。为适应业务同心多元化发展的需要，公司采取“以安琪品牌为主导、多个子品牌支撑”的旗舰式品牌战略。
- ◆**股价催化剂：**产品提价；原材料价格下降；业绩超预期等。
- ◆**风险因素：**原材料价格上涨超预期；汇率波动风险；产能集中投放。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	7,653	8,933	10,412	12,008	13,603
增长率 YoY %	14.5%	16.7%	16.6%	15.3%	13.3%
归属母公司净利润 (百万元)	902	1,372	1,395	1,641	2,006
增长率 YoY%	5.2%	52.1%	1.7%	17.6%	22.2%
毛利率%	35.0%	34.0%	30.3%	30.6%	31.2%
净资产收益率 ROE%	17.9%	23.3%	20.1%	20.1%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.66	1.68	1.97	2.41
市盈率 P/E(倍)	28.04	30.69	32.02	27.23	22.28
市净率 P/B(倍)	5.08	7.22	6.43	5.47	4.63

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 11 月 01 日收盘价

目录

1 投资逻辑.....	6
2 对标卓越，聚焦主业.....	7
2.1 立足酵母同心多元化，聚焦五大产业布局.....	7
2.2 酵母系列是核心收入来源.....	7
2.3 深耕国内市场，发展国际市场.....	9
2.4 股权结构清晰，团队积极进取.....	9
3 复盘成长：目标牵引，稳扎稳打.....	11
3.1 差异化竞争策略，成就国内酵母第一品牌.....	11
3.2 聚焦酵母主业，提出国际化战略.....	11
3.3 延伸酵母深加工产业链，同心多元化发展.....	14
4 酵母行业格局稳定，衍生品前景广阔.....	17
4.1 小酵母，大用途.....	17
4.2 酵母行业格局稳定，安琪国内市占率第一.....	18
4.3 糖蜜供给相对平稳，需求已由酵母主导.....	19
5 酵母行业壁垒高，营销服务增强粘性.....	23
5.1 重资金、高技术凸显行业门槛.....	23
5.2 以市场为中心，提供全方位后续服务.....	24
5.3 中国酵母市场的标杆品牌.....	25
7 风险因素.....	28

表目录

表 1: 2020 年限制性股票激励计划授予对象.....	10
表 2: 2001-10 年公司的经营目标达成情况较好.....	13
表 3: 2011-20 年公司的经营目标达成情况一般.....	15
表 4: 公司酵母类产能布局.....	15
表 5: 酵母发酵优势明显.....	17
表 6: 公司收入预测.....	27
表 7: 可比公司估值对比.....	27

图目录

图 1: 安琪酵母发展历程.....	7
图 2: 20 年公司收入以酵母系列为主.....	8
图 3: 酵母系列业务收入占比趋势下降.....	8
图 4: 酵母系列收入增长相对平稳.....	8
图 5: 酵母系列毛利率高于其他业务.....	8
图 6: 13-20 年酵母业务销售量复合增长 11.8%.....	8
图 7: 13-20 年酵母业务出厂吨价复合增长 3%.....	8
图 8: 国内收入增速略高于国外.....	9
图 9: 国外业务收入占比约为 30%.....	9
图 10: 国内业务毛利率高于国外.....	9
图 11: 国内外经销商数量均在增长.....	9
图 12: 安琪酵母股权结构.....	10
图 13: 建设中的宜昌食用酵母基地.....	11
图 14: 90 年代安琪产能加速扩张.....	11
图 15: 安琪在乌兹别克斯坦竖立的户外广告牌.....	12
图 16: 国际知名展会上的安琪展牌.....	12
图 17: 国外收入保持高速增长态势.....	12
图 18: 国外收入占比不断提升.....	12
图 19: 2001-02 年丹宝利业绩出现下滑.....	13
图 20: 2002 年丹宝利销量大幅下滑.....	13
图 21: 2001-10 年营收高速增长，但业绩波动较大.....	13
图 22: 09 年公司盈利能力达到高点.....	13
图 23: 湖北日升公司股权结构.....	14
图 24: 收入稳定增长，净利润波动较大.....	14
图 25: 17 年盈利能力达到高点.....	14
图 26: 公司酵母类产能持续增长.....	15
图 27: 酵母提取物产能加速提升.....	15
图 28: 安琪埃及工厂.....	16
图 29: 安琪俄罗斯工厂生产线.....	16

图 30: 酵母上下游产业链.....	18
图 31: 全球酵母产能增长缓慢.....	18
图 32: 安琪在国内市场一家独大.....	18
图 33: 乐斯福为全球酵母龙头.....	18
图 34: 安琪在国内市场一家独大.....	18
图 35: 我国烘焙食品市场规模稳定增长.....	19
图 36: 国内人均烘焙食品消费额较低.....	19
图 37: 糖蜜是酵母生产的主要成本.....	20
图 38: 糖蜜下游需求主要来自酵母.....	20
图 39: 糖蜜价格走势.....	21
图 40: 近年来食糖价格保持平稳.....	21
图 41: 糖料种植面积有周期性.....	21
图 42: 20 年发酵酒精产量大幅增长.....	21
图 43: 发酵酒精以玉米、木薯酒精为主.....	21
图 44: 玉米价格开始回落.....	22
图 45: 近期玉米酒精价格回落, 糖蜜酒精价格持平.....	22
图 46: 安琪固定资产周转较慢.....	23
图 47: 酵母生产中环保运行费用高.....	23
图 48: 技术人员在果园采集酵母.....	24
图 49: 安琪研发投入力度大.....	24
图 50: 酵母发酵替代传统的老面发酵.....	24
图 51: 俞学锋现场制作面点推广宣传酵母.....	24
图 52: 公司渠道网络覆盖面广.....	25
图 53: 销售人员数量趋势增长.....	25
图 54: 员工为客户进行技术服务.....	25
图 55: 安琪在高铁上的广告宣传.....	26
图 56: 安琪品牌价值持续提升.....	26

1 投资逻辑

市场担心糖蜜涨价、运费高企、新增产能投放带来折旧摊销增加。我们认为：（1）短期内成本上升对业绩有冲击，但是国内酵母行业竞争格局好，同时用户对于酵母的需求刚性，安琪具备提价能力，利润率终会改善。（2）安琪对国内糖蜜的采购量约有 40%，对原料很强的控制力。公司也在把控产能释放节奏，有望降低产能建设的周期性波动。公司也在减少低毛利、负毛利产品，聚焦高毛利产品。

我们对安琪酵母的核心推荐逻辑如下：

- 1、国内行业竞争格局好，且下游需求刚性，公司具备提价能力。公司在国内的市占率约有 55%，明显高于乐斯福和英联马利，国内市场地位稳固。酵母具有调味品属性，用户使用添加量较少，占用户的总成本比重低，但对于面点发酵的风味起到了关键作用。国内酵母行业竞争格局好，同时下游用户对于酵母的需求刚性，因此公司能转移成本上涨的压力。
- 2、安琪始终以市场为中心，注重对于用户的服务，加强了渠道的粘性。在国内市场，公司构建了覆盖所有县级以上市场的销售网络，同时经销商具有排他性。公司拥有一流的销售队伍，注重为客户提供全方位多元化的后续服务支持，同时重视市场应用引导，紧紧围绕客户需求提供技术解决方案，这些都增强了客户的粘性。
- 3、酵母主业依靠海外市场拓展，衍生品业务是新的增长点。海外市场安琪采用差异化策略，走性价比路线，发展新兴国家市场。依托埃及和俄罗斯的工厂，公司能更好地辐射周边市场。酵母富含优质蛋白、氨基酸和维生素，是天然均衡的营养源，应用场景广泛。公司 YE 产能目前全球第一，未来将受益于应用场景的持续扩充。

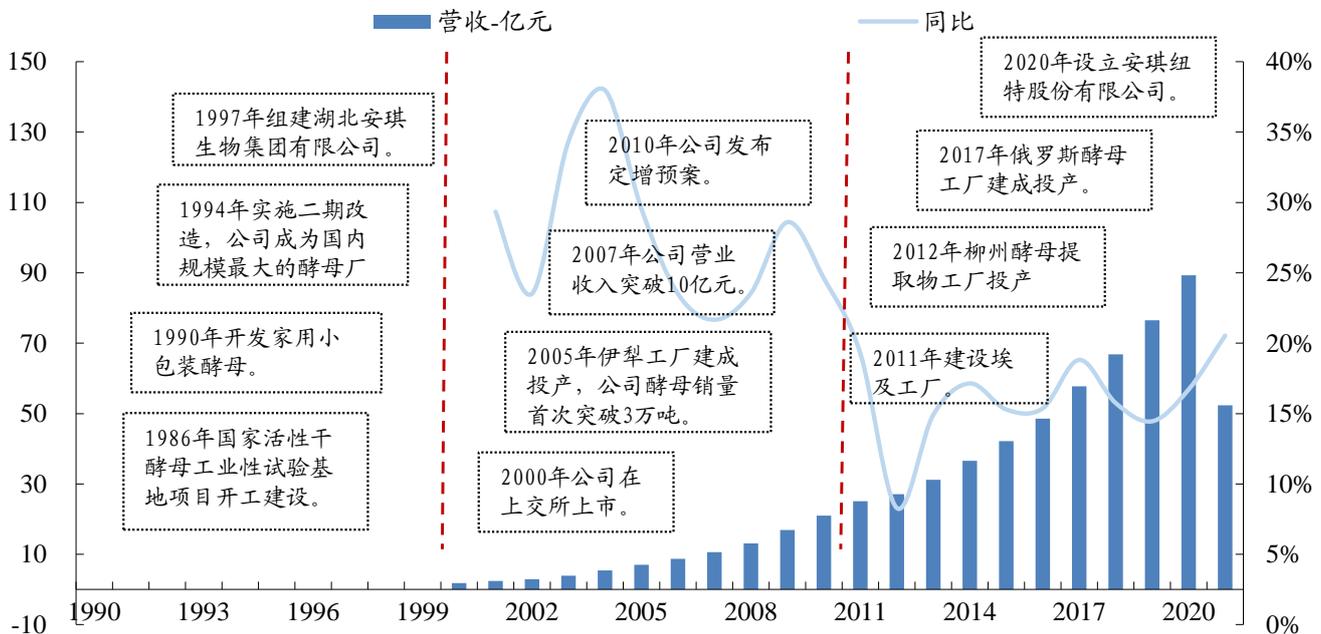
2 对标卓越，聚焦主业

2.1 立足酵母同心多元化，聚焦五大产业布局

深耕三十余载，安琪已成为全球第三的酵母大公司。安琪酵母股份有限公司成立于1986年，其前身是宜昌食用酵母基地。该基地系国家计委1985年批准建设的国家重点工业性试验项目，于1986年10月破土动工，1988年12月生产建设全部完成。经过30多年深耕，安琪已成长为亚洲第一、全球第三大酵母公司，产品远销155个国家和地区，“安琪”成为国际知名的酵母品牌。

立足酵母主业，同心多元化扩张。近年来，安琪集团围绕“做国际化、专业化生物技术大公司”战略目标，践行“发展生物技术，创新健康生活”的使命，以国内外领先企业为标杆，聚焦酵母、健康食品配料、营养保健食品、生物技术、新型健康包材等5个产业布局。公司酵母及深加工产品广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、酿造、人类营养健康、动物营养、植物营养、微生物营养等领域。

图1：安琪酵母发展历程



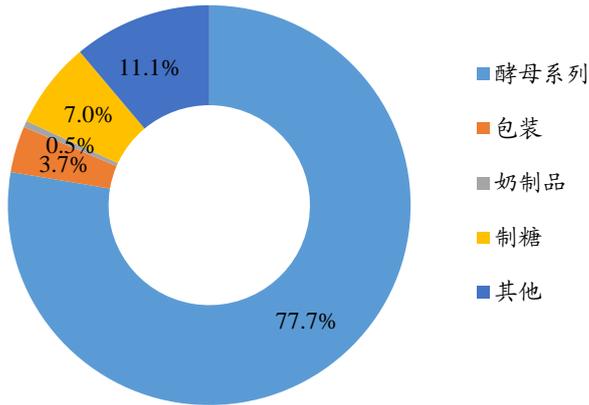
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 酵母系列是核心收入来源

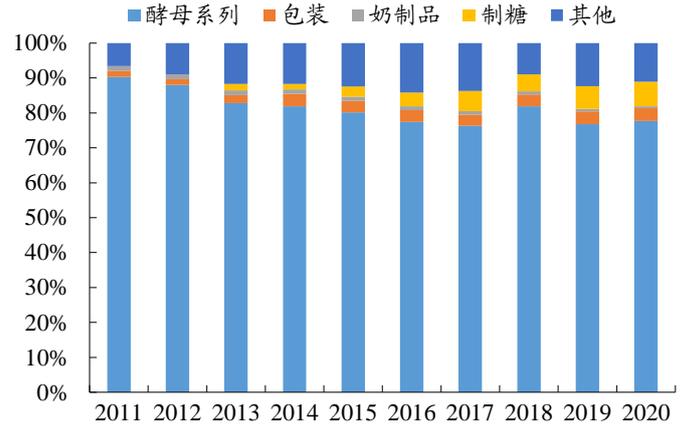
酵母及其衍生品是公司的主要收入来源。公司主要经营面包酵母、酵母提取物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等产品。20年公司酵母系列业务收入占比为77.7%，是最重要的收入来源。公司立足酵母同心多元化，聚焦酵母、健康食品配料、营养保健食品、生物新技术、新型健康包材五个产业。

酵母系列业务收入稳健增长，毛利率明显提升。20年公司酵母系列实现营业收入为69.37亿元，同比增长18.0%，2011-20年复合增长率达到13.3%。20年酵母系列毛利率达到39.7%，较11年提升10个百分点。

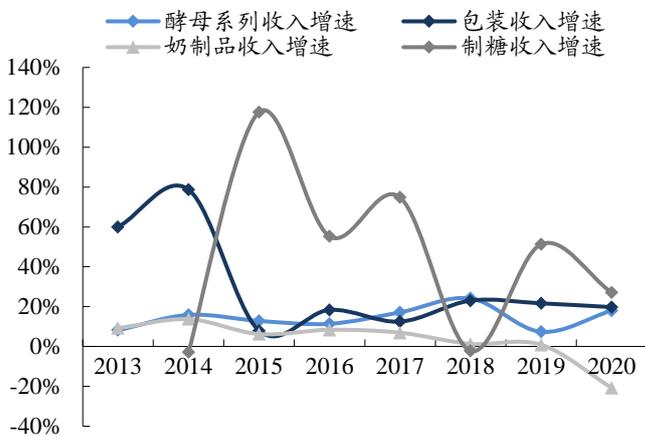
酵母业务收入占比下滑，制糖和包装业务收入占比提升。20年酵母系列收入占比为77.7%，较11年下降了12.7个百分点。20年包装和制糖业务收入占比分别为3.7%和7.0%，较11年分别增长了2个百分点和7个百分点；20年奶制品业务占比为0.5%，较11年下滑了0.9个百分点。

图 2：20 年公司收入以酵母系列为主


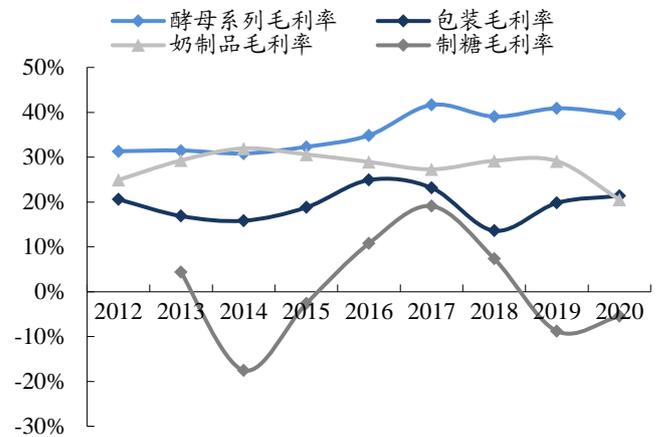
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：酵母系列业务收入占比趋势下降


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

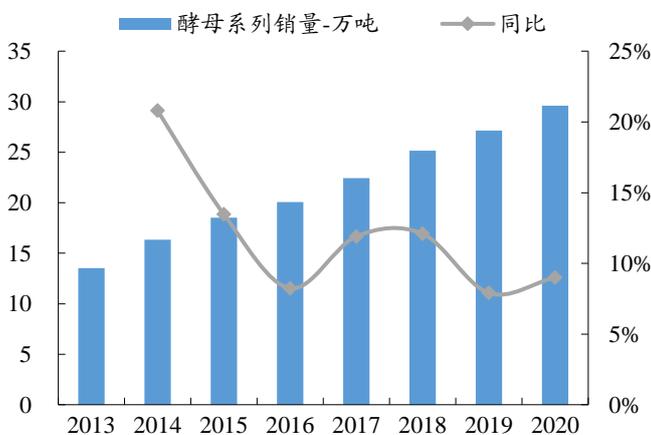
图 4：酵母系列收入增长相对平稳


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

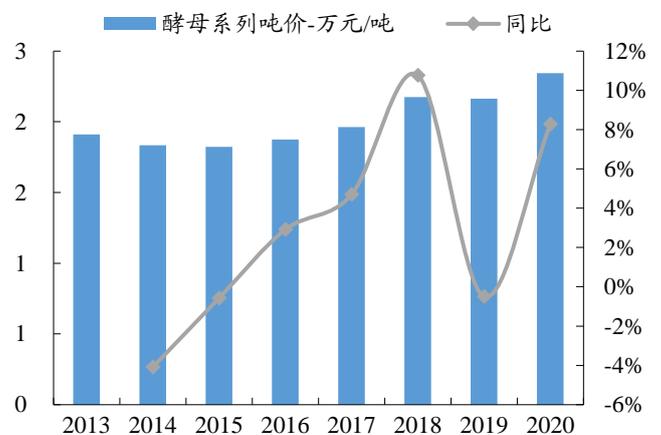
图 5：酵母系列毛利率高于其他业务


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

酵母系列量价齐升，但量的增长为主要矛盾。20 年公司酵母系列实现销量 29.6 万吨，平均出厂价为 2.3 万元/吨。13-20 年，公司酵母系列销售量复合增速为 11.8%，出厂吨价格复合增速为 3%。13-20 年，酵母量价均有增长，但是销量仍是收入增长的主要贡献因素。

图 6：13-20 年酵母业务销售量复合增长 11.8%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：13-20 年酵母业务出厂吨价复合增长 3%


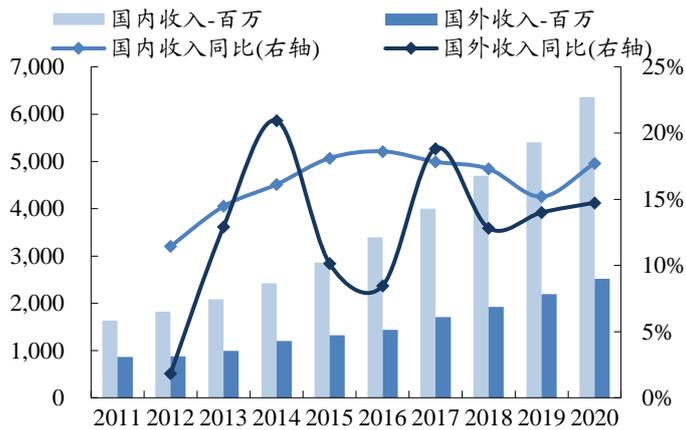
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 深耕国内市场，发展国际市场

国内市场收入持续稳定增长。20 年公司国内市场实现业务收入 63.65 亿元，同比增长 17.71%，2011-20 年国内市场收入复合增长为 16.3%。20 年国内市场业务毛利率为 36.2%，较 11 年下降 0.9 个百分点。

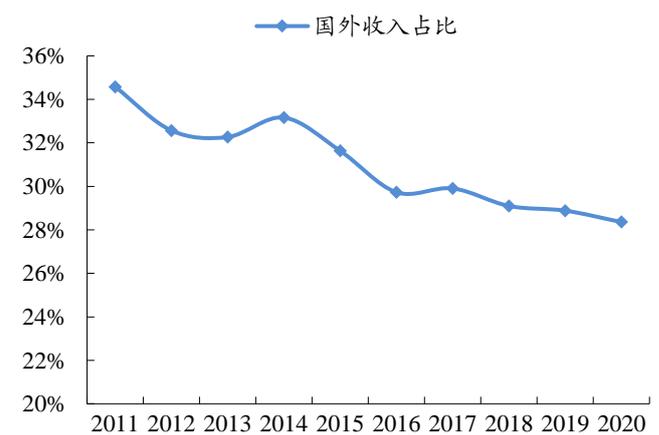
国际化水平持续提升。20 年国际市场实现业务收入 25.19 亿元，同比增长 14.74%，2011-20 年国际市场收入复合增长为 12.6%。20 年国际市场业务毛利率为 28.7%，较 11 年提升 14 个百分点。公司深入国际市场，开展营销技术服务，海外经销商数量超过 3,000 家。

图 8：国内收入增速略高于国外



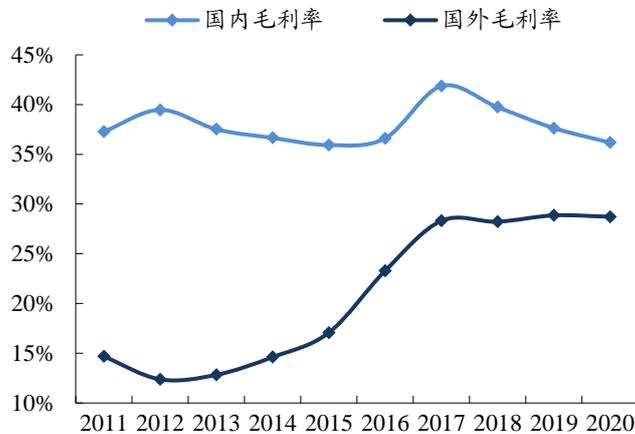
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：国外业务收入占比约为 30%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：国内业务毛利率高于国外



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：国内外经销商数量均在增长

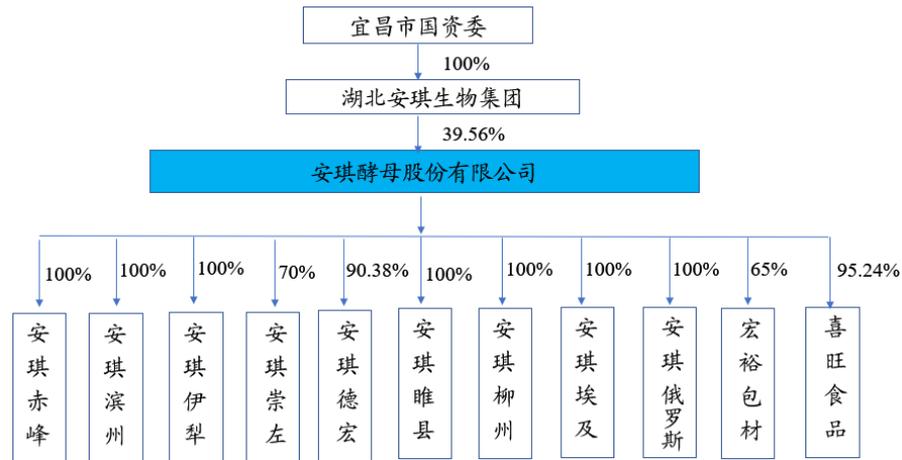


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.4 股权结构清晰，团队积极进取

国资背景，股权结构清晰稳定。公司第一大股东为湖北安琪生物集团，持股比例为 39.56%，实际控制人为宜昌市国资委。公司下属安琪赤峰、安琪伊犁等 9 个酵母生产子公司。员工持股平台湖北日升公司现已退出。持股平台日升公司绑定管理层和核心骨干利益，对员工的激励效应强，在安琪的发展过程起到重要作用。

管理层新老交替，企业战略延续。2019 年公司原董事长俞学锋先生到龄退休，新董事长熊涛先生接任，管理团队平稳过渡。公司战略仍然延续“做国际化、专业化的生物技术大公司”。公司未来将坚持酵母和酵母生物技术为主业，坚守五大板块，促进公司多元化发展。

图 12: 安琪酵母股权结构


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

推出股权激励计划, 加强绑定核心团队利益。2020 年公司推出限制性股票激励计划, 向授予对象定向发行限制性股票 878 万股, 占公司股本总额的 1.07%, 授予价格为 24.3 元/股。该激励计划的授予对象覆盖面广, 包括了副总经理、董事会秘书、总会计师、核心技术人员和管理骨干共 734 人。

表 1: 2020 年限制性股票激励计划授予对象

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	获授权益占授予总量比例
石如金	副总经理	3	0.34%
覃先武	副总经理	3	0.34%
梅海金	董事、副总经理、总会计师	3	0.34%
周帮俊	董事会秘书、副总经理	3	0.34%
王悉山	副总经理	3	0.34%
吴朝晖	副总经理	3	0.34%
核心技术人员、管理骨干 (728 人)		860	97.95%
合计 (734 人)		878	100.00%

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3 复盘成长：目标牵引，稳扎稳打

3.1 差异化竞争策略，成就国内酵母第一品牌

创业起初，安琪资源匮乏。安琪为国家重点工业性试验项目，通过独立设计与引进设备相结合的方式，兼收并蓄建设现代化酵母基地。公司成立之初，缺乏竞争优势。糖蜜产地集中在华南、华北，宜昌远离原材料产地，同时也远离消费市场。当时全国有三个同等规模的酵母企业，两个在广东，为中外合资、外商独资，占据了天时、地利的优势。

安琪将销售策略定在馒头、包子等中式面点方面。酵母本为舶来品，西方国家主要用于烘焙领域。改革开放初期的中国，烘焙市场尚未兴起。为避开锋芒，公司独辟蹊径，将安琪酵母的销售策略定在馒头、包子等中国的传统面食上。继小包装酵母后，安琪又开发出耐高温酿酒酵母。传统酿酒生产周期长，劳动效率低，品质不稳定。安琪利用自身的技术优势，开发出“耐高温酒酵母”，并被国家科委列入国家科技成果重点推广计划，引领了白酒酒精行业的工艺革命。

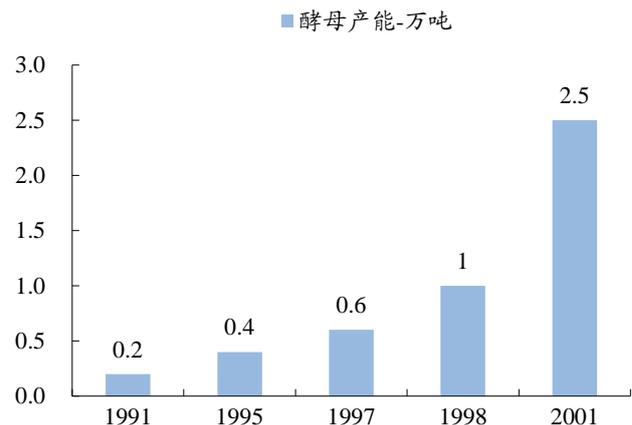
高目标牵引，力争行业第一。1994年，公司提出新的目标，要做国内第一，率先改造、扩产，提高质量。1996年，在公司十年庆典时，公司提出要“争亚洲第一，创国际品牌”的目标，做一家高科技上市公司。1997年，宜昌食用酵母基地整体改制，成立了集团公司。经过改扩建，公司高活性干酵母生产能力达到6,000吨。

图 13：建设中的宜昌食用酵母基地



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

图 14：90年代安琪产能加速扩张



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 聚焦酵母主业，提出国际化战略

加快国际化进程，有面包的国家就应有安琪。1999年，乌兹别克斯坦第一个自主进出口订单开始，安琪的国际化速度显著提速。次年，安琪吹响进军国际市场的号角，围绕“国际化、专业化酵母大公司”的战略目标。安琪逐渐利用高性价比的产品、独有的服务优势进入非洲、中东市场。2003年东南亚和南美也进入了安琪的市场版图。

国外市场安琪品牌影响力持续提升。2001年，俞学锋率团参加美国国际烘焙工业展，这是安琪第一次登上国际性舞台，但是处在一个不起眼的角落。2010年，安琪展位正对入口大门的中央，展位面积与其他美国知名公司相当。在国外，安琪利用客户送货车、城市路牌、地铁广告、电视广告、脸书、google、学术报告会、展会、演示会、各种国际行业大赛等各种形式做宣传。

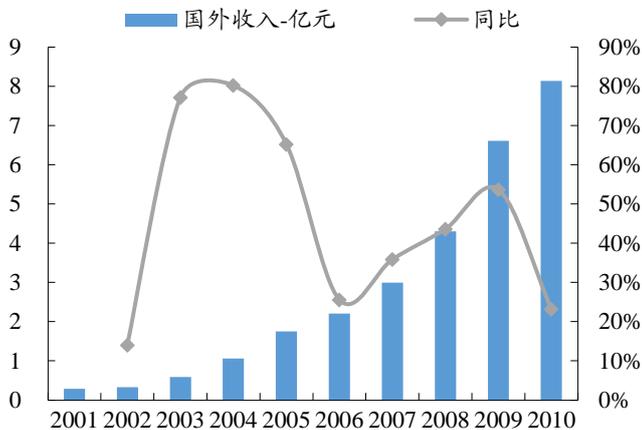
2000-10年，公司国际市场业务飞速发展。2010年国际市场实现业务收入8.14亿元，同比增长23.2%，2000-10年国际市场业务收入复合增长率为44.7%。2010年，公司国际市场业务收入占比达到38.8%，较2000年提升26.6个百分点。

图 15: 安琪在乌兹别克斯坦竖立的户外广告牌

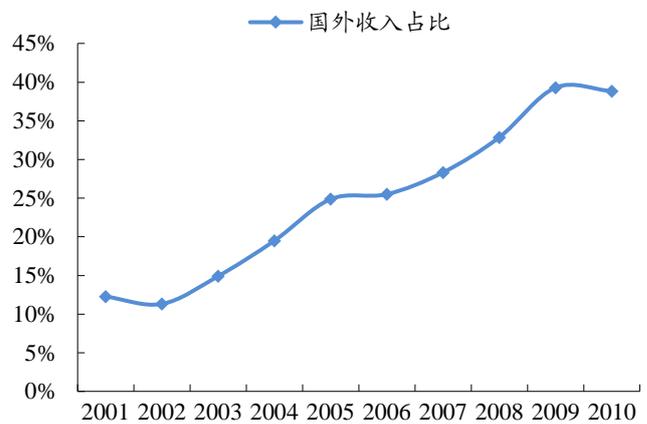

资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

图 16: 国际知名展会上的安琪展牌


资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

图 17: 国外收入保持高速增长态势


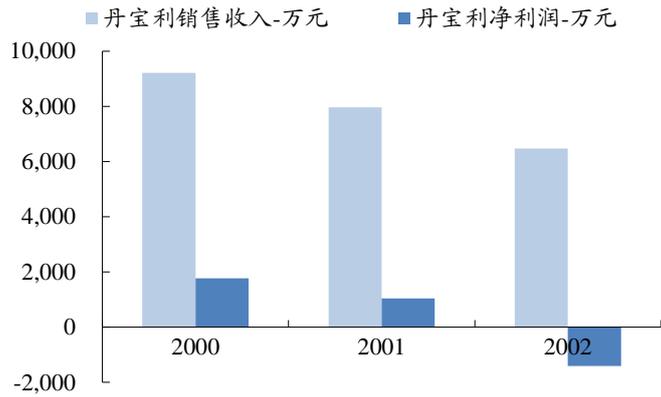
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 国外收入占比不断提升


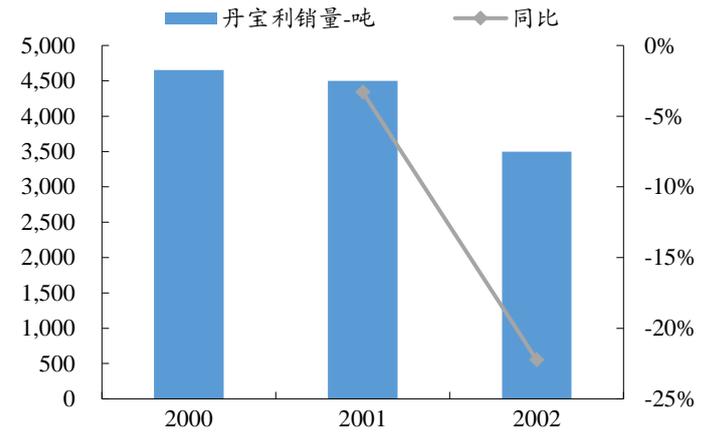
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2002-05 年受到税收政策变动, 成本上涨等因素影响, 公司利润率下滑较多。2002 年, 公司净利润大幅下滑主要短期投资收益大幅减少、销售和管理费用上升较快、所得税率上升为 33%。2005 年, 由于糖蜜、能源价格大幅上涨, 公司毛利率下滑明显。

2000-02 年, 竞争对手丹宝利处于调整期。2000 年东莞糖业集团将丹宝利 80%转让给上市公司豫白鸽。豫白鸽本身经营困难, 无法支持丹宝利长期发展。2002 年由于原材料价格上涨, 市场竞争加剧, 丹宝利业绩亏损。

图 19：2001-02 年丹宝利业绩出现下滑


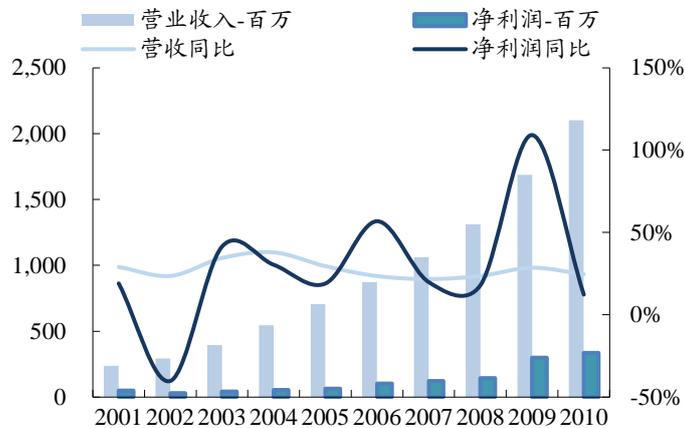
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：2002 年丹宝利销量大幅下滑


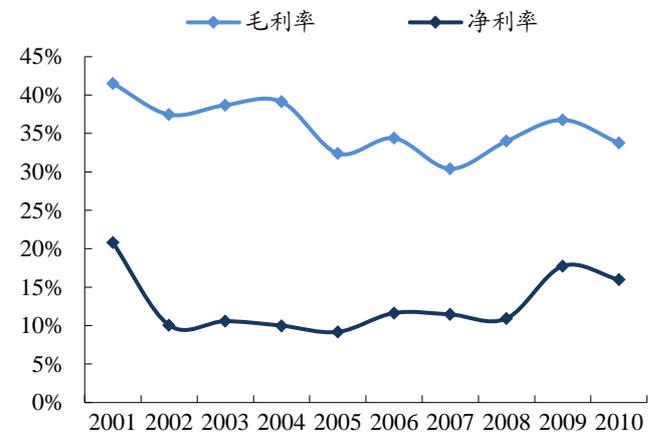
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2007 年，安琪基本实现了国内“东西南北中”的生产布局。2003 年，收购赤峰国光酵母，增加年产 0.2 万吨干酵母产能。2004 年，安琪收购了河南省商丘市睢县酵母厂，并投资新建了新疆伊犁工厂。2006 年，山东滨州鲜酵母生产线建成投产。

2009 年由于甘蔗减产，糖蜜供给收缩，2010 年糖蜜价格攀升。自 2009 年下半年以来，受到西南旱情等因素的影响，广西、云南等地区的甘蔗产量大幅下降，糖蜜市场供应量相应减少，而下游发酵行业特别是酒精需求上升，致使糖蜜价格高居不下，并曾于 2010 年 11 月攀升至 1,250 元/吨的历史高位。2011 年三季度以来，糖蜜供应有所改善，糖蜜价格进入下降通道。

图 21：2001-10 年营收高速增长，但业绩波动较大


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：09 年公司盈利能力达到高点


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：2001-10 年公司的经营目标达成情况较好

时间	收入目标-亿元	盈利目标	达成情况
2001	2.4	ROE 保持 10% 以上	收入和盈利目标均未达成
2002	2.8	ROE 保持 8% 以上	收入目标达成，盈利目标未达成
2003	4.07	ROE 保持 6.5% 以上	收入和盈利目标均达成
2004	5	ROE 保持 8% 以上	收入和盈利目标均达成
2005	7	ROE 保持 8%	收入和盈利目标均达成
2006	9	ROE 保持 10% 以上	收入目标未达成，盈利目标达成
2009	16	ROE 保持 10% 以上	收入和盈利目标均达成
2010	20.6	ROE 较上年有增长	收入和盈利目标均达成

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

设立员工持股平台，加强员工激励。2006年，公司管理层和核心技术骨干通过出资设立公司的方式间接持股了日升公司。自2006年以来，日升公司陆续参股了安琪赤峰和安琪伊犁。这一架构实现了公司管理层和核心技术骨干分享公司，激发了公司管理层和核心科技骨干的积极性。

图 23：湖北日升公司股权结构



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 延伸酵母深加工产业链，同心多元化发展

2010年，公司通过定增扩建产能。1) 年产5000吨新型酶制剂生产线项目，2) 年产1万吨生物复合调味料生产线项目，3) 年产8000吨复合生物饲料生产线项目；4) 埃及年产1.5万吨高活性干酵母项目，该项目与2013年3月投产。

公司战略目标转移，围绕酵母主业，开展多元化业务。2011年，公司提出全面实现“做国际化、专业化酵母大公司”，并向生物技术专业化跨越的战略目标，持续发展酵母抽提物、烘焙原料、营养健康产品、动物饲料添加剂等新兴产业。2013年正式提出，做国际化、专业化生物技术大公司"战略目标。

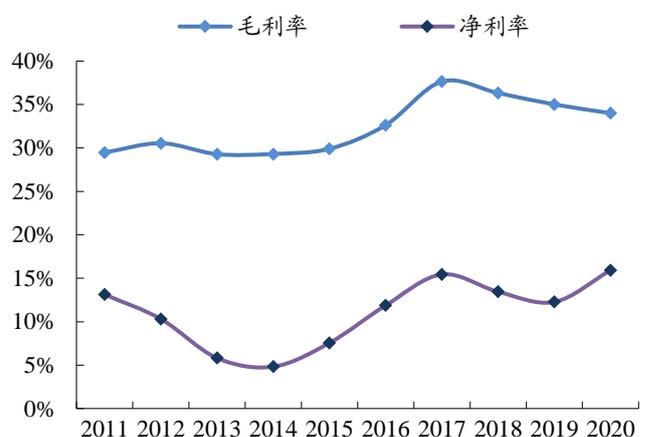
2011-14年，公司净利润率从13.1%下滑到4.8%。1) 2011-13年公司产能集中投放，固定资产迅速增长，折旧和摊销费用对于净利润影响较大。2) 实际所得税率从2009年的最低3.6%上升到2014年的26.4%，由于子公司税率优惠政策减弱，税收增加。3) 2010年以来，人民币持续升值，对公司出口产生影响。

图 24：收入稳定增长，净利润波动较大



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：17年盈利能力达到高点

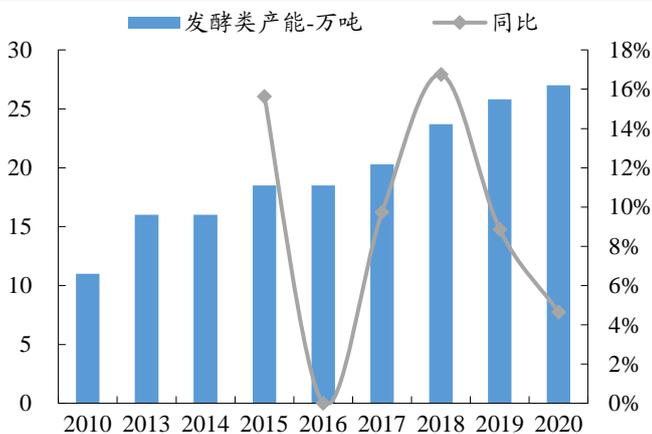


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

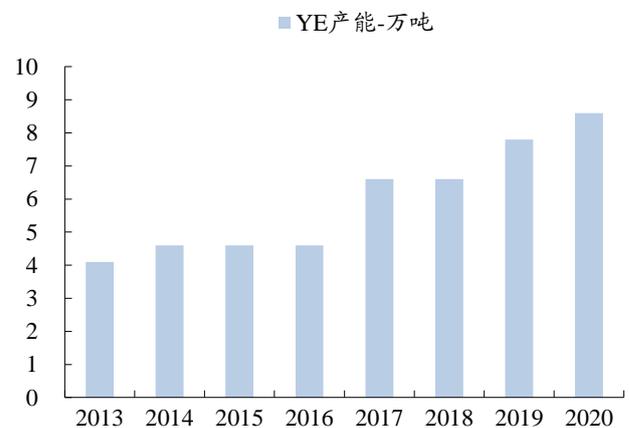
表 3: 2011-20 年公司的经营目标达成情况一般

时间	收入目标-亿元	盈利目标	达成情况
2011	28	ROE 较上年有增长	收入和盈利目标均未达成
2012	30		收入目标未达成
2013	33	ROE 保持 10% 以上	收入和盈利目标均未达成
2014	35	ROE 保持 10% 以上	收入目标达成, 盈利目标未达成
2015	43		收入目标未达成
2016	48.5		收入目标达成
2017	增长 15% 以上		收入目标达成
2018	确保 65 亿, 力争 68 亿	净利润增速高于销售收入增长	收入目标达成, 盈利目标未达成
2019	增长 15% 以上		收入目标未达成
2020	增长 14% 以上	净利润增长 12% 以上	收入和盈利目标均达成

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 公司酵母类产能持续增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 酵母提取物产能加速提升


资料来源: 公司公告, 华经情报网, 信达证券研发中心

表 4: 公司酵母类产能布局

项目	酵母类总设计产能-万吨/年
宜昌本部	2.95
新疆伊犁	3
内蒙古赤峰	2.5
山东滨州	1.2
河南睢县	1.4
广西崇左	4
广西柳州	4
云南德宏	2.9
埃及	3.5
俄罗斯	2
合计	27.45

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

埃及建厂既能节约运输费用也能降低关税。2007 年 11 月开始, 安琪的海外投资项目组实地考察了俄罗斯、巴西、泰国、土耳其、埃及、越南等六个国家, 调研、论证、决策长达 3

年时间，从全球范围内最终确定在埃及建设安琪第一个海外工厂。公司产品从中国海运到北非及周边地区，过去需要 40 天以上时间，而在埃及建厂后，一周内时间可全部到达周边国家市场，仅运费一项即可节约 30%-50%。埃及建厂可以突破了关税壁垒，降低了贸易成本。

围绕海外工厂，先造市场。安琪“走出去”的步伐沉稳、有力。埃及工厂投产前，安琪即已开发出周边 1.8 万吨酵母供应量的大市场，大于埃及工厂产能；埃及工厂顺利投产后不久，即实现了满负荷运行。同样，按照“市场营造与工厂建设同步推进”的要求，俄罗斯安琪开工之时，同步建立莫斯科营销部，深耕俄罗斯及周边市场。

图 28：安琪埃及工厂



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

图 29：安琪俄罗斯工厂生产线



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

4 酵母行业格局稳定，衍生品前景广阔

4.1 小酵母，大用途

酵母历史悠久，用途广泛。酵母属于植物性真菌，是一种天然的膨松剂。酵母与人类的生活息息相关，几千年前，古埃及人已使用酵母进行酿酒与制作面包。酵母在面食发酵、烘焙、酿酒行业中难以替代，还可广泛应用于食品调味、医药、营养保健、工业、商品生产、环保以及科学研究领域。1846年欧洲率先实现了酵母的工业化生产。随后1876年，美国实现了酵母的工业化生产。中国酵母的工业化生产始于20世纪80年代中期，起步较晚，发展时间较短。

酵母发酵具有发面快、营养丰富、使用简便等特点，优势明显。传统的老面发酵通过吸引空气中的野生酵母起到发酵作用，但老面中往往存在杂菌影响到发酵效果，此外老面发酵耗时很长。泡打粉虽然发酵速度较快，但是含有铝盐的泡打粉对人体有危害。酵母发酵除产生二氧化碳外，还有增加面筋扩展的作用，提高面团包气能力。酵母发酵时，能使产品产生特有的发酵风味、酵母在面团内发酵时，除二氧化碳和酒精外，还伴有许多与面包风味有关的有挥发性和非挥发性的化合物，形成面包所特有的烘焙芳香气味。随着人民生活水平提高和食品工业化发展，酵母逐步代替泡打粉和老面，国内酵母需求不断增长，行业也得到了快速发展。

表 5: 酵母发酵优势明显

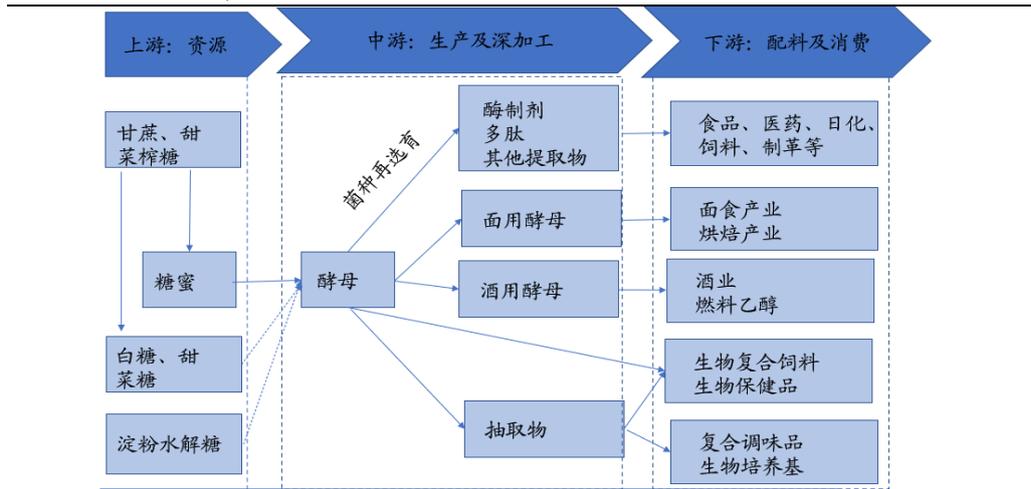
发酵方式	原理	劣势	优势
酵母发酵	利用酵母菌在适宜条件下发酵产生二氧化碳，使面团膨胀。	价格相对较高	发酵速度快，营养成分高
老面发酵	靠吸引空气中的野生酵母起到发酵作用，发面时会剩下一小团面，作为菌种使用。	发酵的时间过长；老面中往往存在乳酸菌，长时间发酵会产生酸味，因此需要加碱中和。	成本低廉
泡打粉发酵	苏打粉配合酸性物质反应会释出二氧化碳，从而达到膨胀及松软的效果。	含有铝盐的泡打粉对人体有危害	产气速度快

数据来源：信达证券研发中心

酵母产品的上游是甜菜、甘蔗种植业。糖蜜是生产白糖的副产品，目前可以应用于化工、食品和生物技术等领域领域，目前酵母制造是糖蜜的最大需求。在酵母生产成本中原材料占比53%，其中糖蜜是酵母生产的核心原材料，一般生产一吨酵母需要糖蜜4.5-5.5吨，糖蜜成本占酵母生产成本的40%以上，因此糖蜜价格的变动直接影响公司的毛利率。

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等。就安琪酵母而言，烘焙与面食发酵占整体收入比重最高，其次是酵母提取物YE，具备对味精的替代功能和健康属性，未来空间广阔。

图 30：酵母上下游产业链

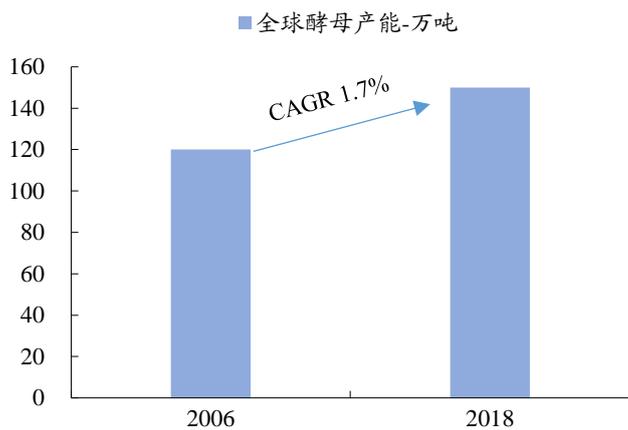


数据来源：募集说明书，信达证券研发中心

4.2 酵母行业格局稳定，安琪国内市占率第一

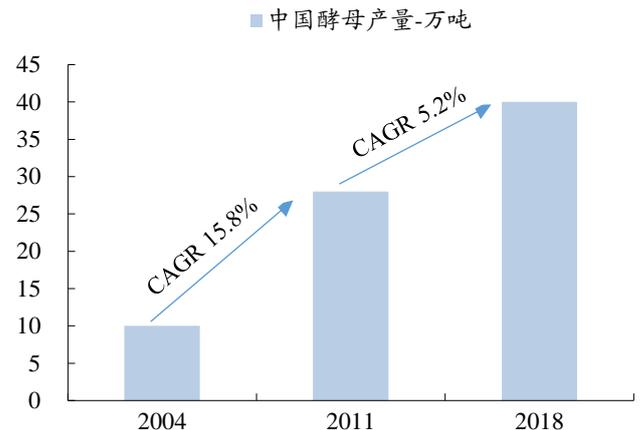
酵母行业属于典型的寡头垄断行业，竞争格局相对稳定。从全球范围内来看，酵母行业已相对成熟，产能增长缓慢。国内市场从上世纪 80 年代起步，市场发展较晚，目前行业产量仍保持约 5.2% 的增速。安琪在国内的市占率约为 55%，远高于乐斯福和马利。

图 31：全球酵母产能增长缓慢



数据来源：公司公告，华经情报网，信达证券研发中心

图 32：安琪在国内市场一家独大



数据来源：公司公告，华经情报网，信达证券研发中心

图 33：乐斯福为全球酵母龙头

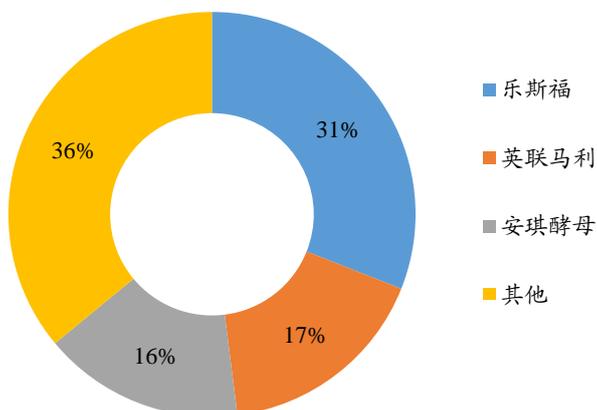
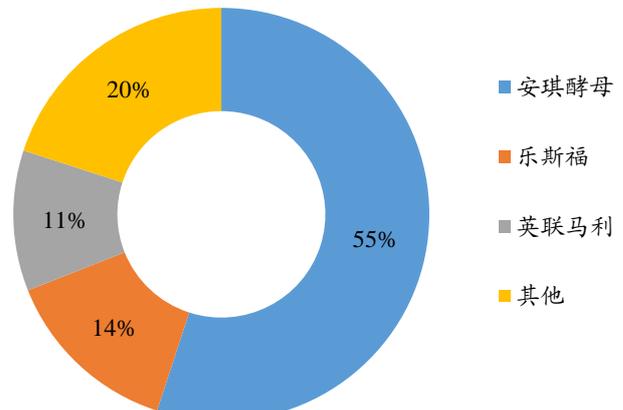


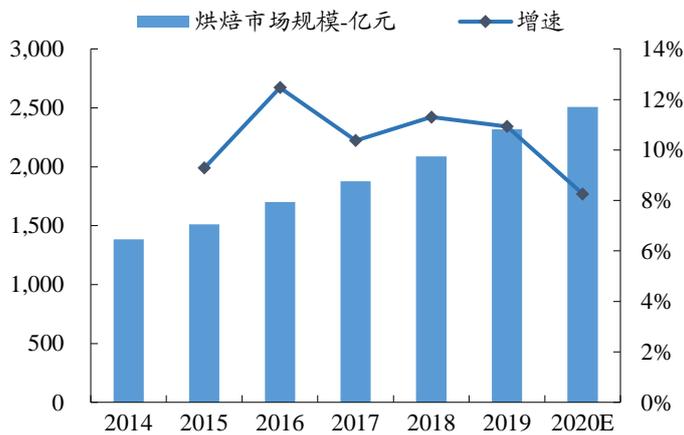
图 34：安琪在国内市场一家独大



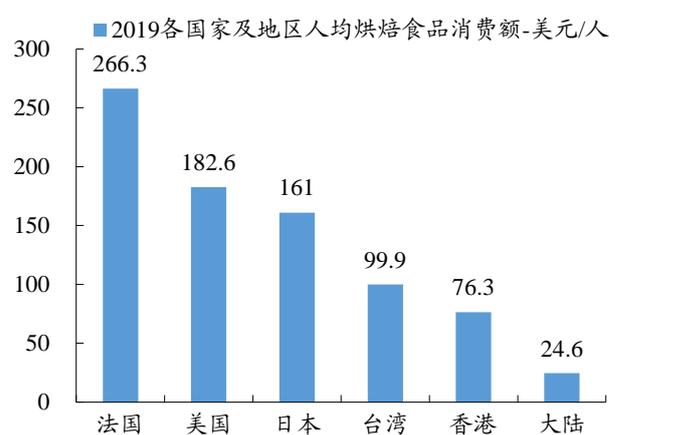
数据来源：华经情报网，信达证券研发中心

数据来源：华经情报网，信达证券研发中心

下游烘焙零售市场增长迅速，根据欧睿数据，2019年我国烘焙食品零售额达到2,317.13亿元。烘焙行业还存在巨大的发展潜力，国内人均烘焙食品消费额仅为24.6美元/人，与发达国家和地区还有较大的差距。随着大众对西式饮食的习惯，主食消费、休闲消费、节日消费中，烘焙食品均具备一定的优势，烘焙行业发展前景良好。随着下游烘焙行业市场的需求旺盛，进而带动了其一系列原材料上游行业的发展，其中以酵母类产品的销售增长最为明显。

图 35：我国烘焙食品市场规模稳定增长


数据来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

图 36：国内人均烘焙食品消费额较低


数据来源：Wind，信达证券研发中心

酵母衍生品应用前景广阔。酵母富含优质蛋白、氨基酸和维生素，是天然均衡的营养源。酵母还能将无机微量元素转化为有机微量元素，大规模制造的酵母硒、酵母锌、酵母铬等已成为人类最佳的微量元素补充剂。

1、从酵母中提取的 YE 是最新一代鲜味物质，具有纯天然、营养丰富、味道鲜美醇厚等优点。酵母抽提物已在不同类型、不同品种的食品加工中应用，如已在肉制品、调味品、休闲食品、速冻食品等食品行业得到了广泛的应用。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。目前国内味精的产量为 200 多万吨，若 YE 的渗透率达到 10%，国内市场容量将有 20 万吨。

2、饲用酵母作为一个微生态制剂来使用，最主要作用是调节动物肠道菌群促进动物进消化，同时缓解了饲用蛋白资源紧缺、避免了同源蛋白使用风险、减少了抗生素使用，助力了畜牧业健康发展。

3、酵母是“三低四优”的营养源：酵母低脂低糖低热量，富含优质蛋白质、优质维生素、优质天然矿物质、优质膳食纤维。公司已开发出酵母蛋白粉、酵母硒、酵母铬等酵母类核心保健产品。

4.3 糖蜜供给相对平稳，需求已由酵母主导

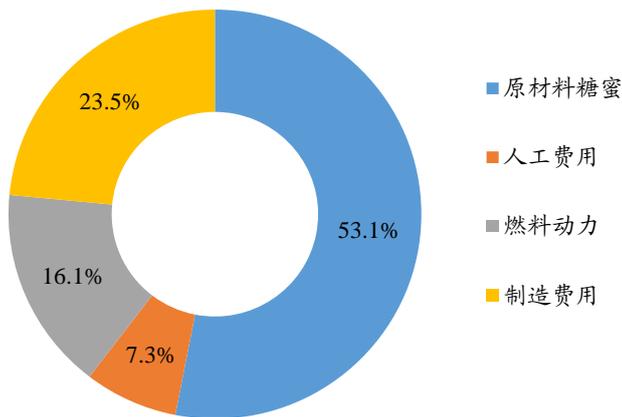
糖蜜在榨季被集中采购。酵母生产的主要原材料为糖蜜。糖蜜是制糖的副产品，主要产地分布在新疆和内蒙古等甜菜产区、广西和云南等甘蔗产区。公司在榨季期间采购糖蜜，11月至次年4月为南方榨季时间，9月至次年1月为北方榨季期间。安琪糖蜜库存的成本采用移动加权平均法进行计算，成本上升与下降的趋势与市场趋于一致。

糖蜜被禁止进口，供给基本取决于国内市场。糖蜜作为可作原料的固体废物，属于限制进口类商品，进口糖蜜需要通过环保部门审批才能获得一定配额。申请企业主要是环保达标的生产型企业，环保局根据实际使用量来申请，只允许生产不允许贸易。2017年，国家质

检总局等 5 部委发布联合公告，将糖蜜等 7 种固体废物从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》。

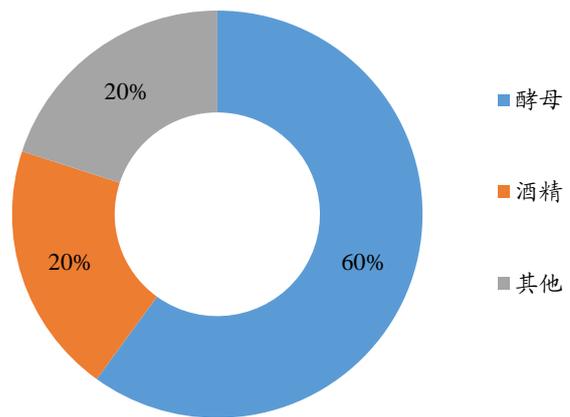
水解糖可以部分替代糖蜜，但仍存在诸多不足。公司正在试验的用水解糖部分替代糖蜜生产酵母，目前可以用水解糖和糖蜜混和使用来生产酵母，从一定程度上缓解了原料供应上的压力，但是水解糖仍存在明显的不足。1) 水解糖相对于糖蜜缺乏成本优势，经济效益不高。2) 糖蜜比水解糖的微量元素更丰富，微量元素更有利于酵母的生长。3) 高糖酵母和高核酸酵母用水解糖很难生产出来，只能用糖蜜生产。

图 37: 糖蜜是酵母生产的主要成本



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

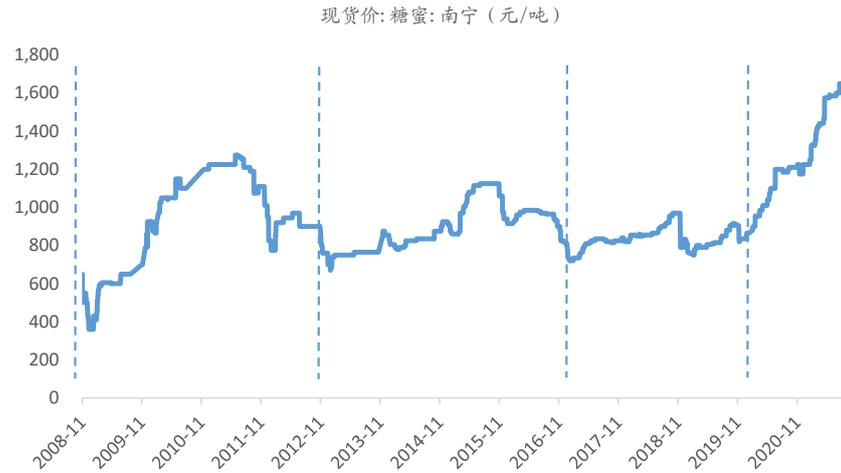
图 38: 糖蜜下游需求主要来自酵母



数据来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

糖蜜的供给取决于糖料的种植面积和单产。糖蜜是制糖的副产品，生产 3 吨糖同时可产生约 1 吨糖蜜。按我国糖产量计算，2020 年中国糖蜜产量约为 356 万吨，主要集中在广西、广东、云南、海南四省。糖蜜产量仍将保持平稳。糖蜜的供应与制糖业紧密相关，而制糖业又与制糖原料甘蔗或甜菜紧密关联。广西、新疆为我国的制糖大省，属糖蜜盛产地。安琪在广西、新疆等南北两大区域均有稳定糖蜜供应源，并与中粮集团等主流糖业集团签订了长期战略合作协议。

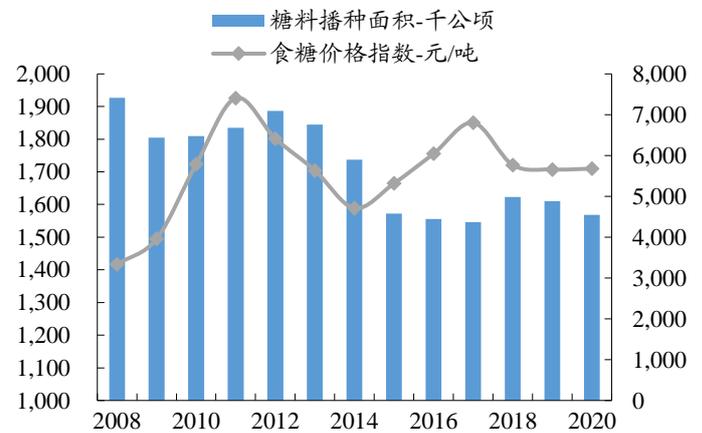
糖蜜价格呈现周期性波动。甘蔗具有宿根性，宿根可生长 2-3 年，因此甘蔗种植面积会有明显的周期性。2009 年下半年以来，受到西南旱情等因素的影响，广西、云南等地区的甘蔗产量大幅下降，糖蜜市场供应量相应减少，而下游发酵行业特别是酒精需求上升，致使糖蜜价格高居不下。2011-14 年由于糖价处于下行周期，糖料种植持续减少，食糖和糖蜜的产量都有减少。由于供给收缩，2015 年糖蜜价格有明显反弹。

图 39: 糖蜜价格走势


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

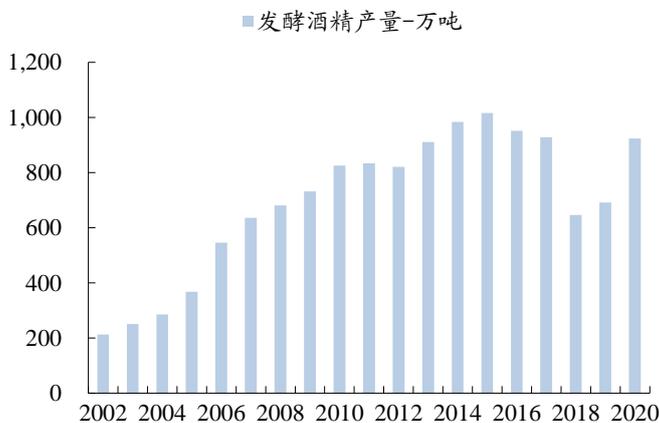
图 40: 近年来食糖价格保持平稳


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

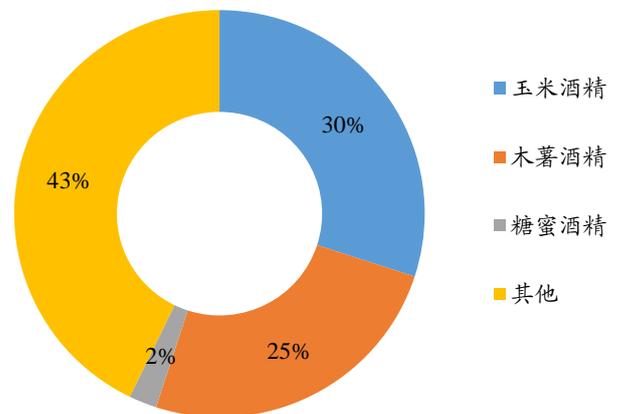
图 41: 糖料种植面积有周期性


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

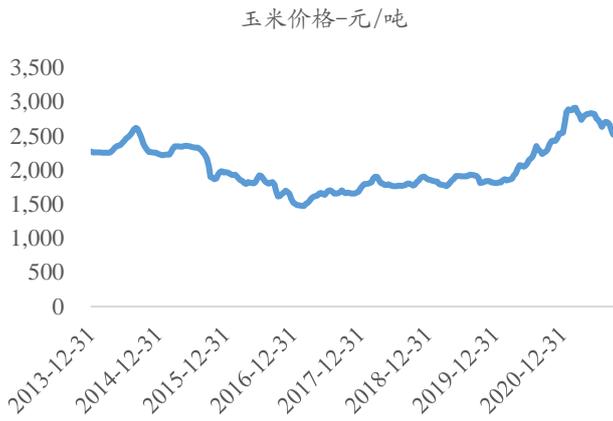
玉米价格下行有望抑制糖蜜涨价。发酵酒精按原材料种类分,有玉米酒精、木薯酒精和糖蜜酒精等。由于 2017 年环保政策趋严,糖蜜酒精的占比下滑。目前用于发酵酒精的糖蜜占比仍有约 20%。2020 年发酵酒精产量提升也带动了对于上游原材料的需求。当前玉米价格开始下行,也带动玉米酒精价格下行,同时有望抑制糖蜜和糖蜜酒精的需求。

图 42: 20 年发酵酒精产量大幅增长


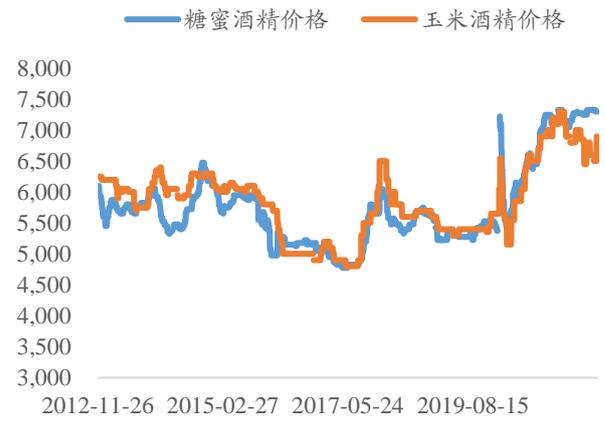
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 43: 发酵酒精以玉米、木薯酒精为主


数据来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

图 44: 玉米价格开始回落


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 45: 近期玉米酒精价格回落, 糖蜜酒精价格持平


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

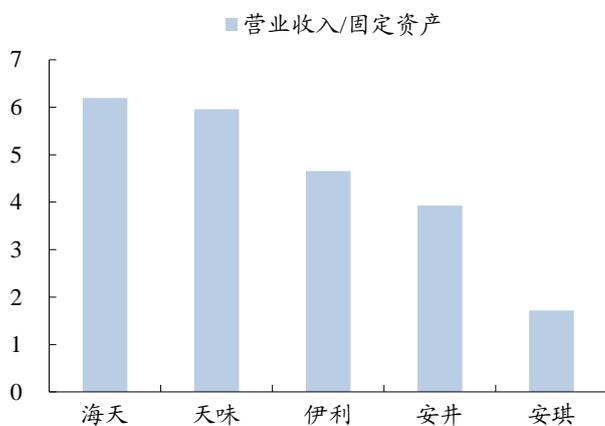
5 酵母行业壁垒高，营销服务增强粘性

5.1 重资金、高技术凸显行业门槛

酵母的生产对固定资产规模要求较高。对于新进入者来说，企业建设一条 6,000 吨活性干酵母的生产线至少需要 1.8 亿元左右的固定资产投资，再加上环保设备投入、原料采购等其他费用，对资本的要求较高。相比于食品饮料其他上市公司，安琪的固定资产周转率明显偏低，资产属性较重。

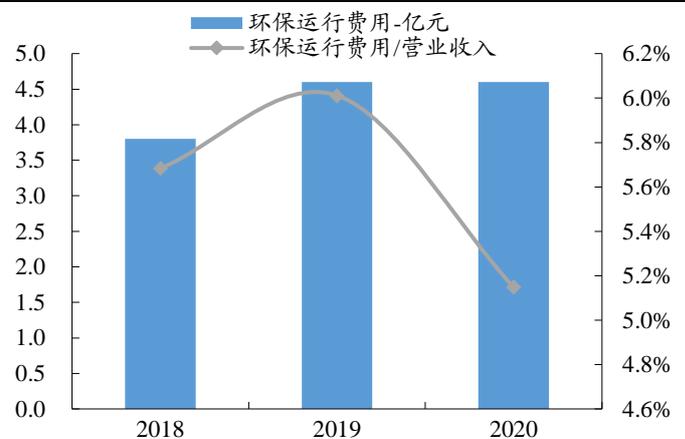
酵母的生产需要高额的环保维护费用。由于酵母生产的特性，酵母生产过程中，基本没有废渣、有毒有害气体排出，只是在废水的生物处理过程中会产生一定的恶臭气体和固体废弃物，主要污染物是高浓度有机废水。2020 年公司环保运行维护费用达到 4.6 亿，占营业收入的比重为 5.1%。高环保费用促使生产规模小、技术水平落后的企业被逐渐淘汰，致使竞争优势逐渐向行业内龙头企业靠拢。

图 46：安琪固定资产周转较慢



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 47：酵母生产中环保运行费用高



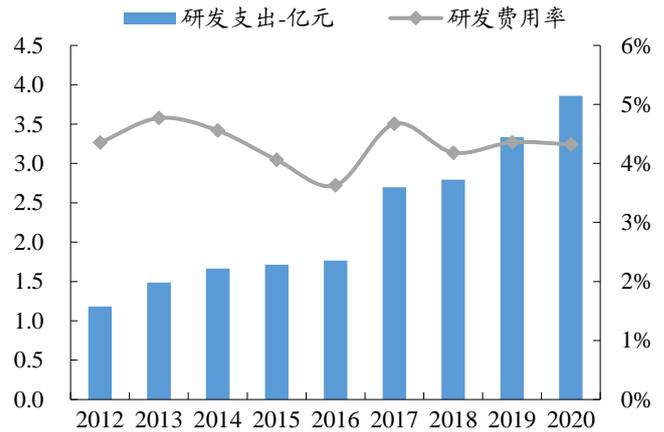
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司技术研发能力强，积极培育新品。公司目前已建立了高层次的产品技术研发平台（国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室（CNAS）、省级酵母工程中心、中试生产平台），构建了以多位享受国务院、省级政府津贴专家为主的创新技术团队，建立了基础研发、产品开发、应用技术等多层次研发机构，打造了酵母技术专业优势，引领行业与市场发展。科研工作者四处寻找酵母菌株，通过分离、诱变、选育培养合适的菌种。在找到菌种后，还要解决工业化量产的问题。耐高温酿酒活性干酵母、适合酒精浓醪发酵的超级耐高温酿酒活性干酵母和耐高糖高活性干酵母以及酵母抽提物等，大多都是国内首创、国际先进的科研成果，多次获得国家、湖北省表彰，被列为重点科技成果推广项目，并为企业带来丰厚的经济效益。

安琪在技术水平和工艺配方上具备优势。一些中小活性干酵母生产厂家都是在同一条生产线，轮流生产不同品种的酵母。实际上不同的酵母发酵，要求不同的工艺，只有合适的工艺配方，才能使干性酵母的质量和产出率提高。技术水平的差距：体现在糖蜜处理，杂菌控制、发酵、离心、过滤、干燥、包装线技术水平、生产线自动化程度。单罐发酵产量，酵母收率和能耗水平。与小型竞争对手相比，行业内领先的公司，在菌种、发酵工艺、生产线规范化程度、产能规模等多方面均具有较强优势。由于行业的进入门槛、资金门槛、生产线建造周期长，技术门槛和环保门槛较高，渠道布局等因素很难会有新进入者进入行业，进行弯道超车。

图 48: 技术人员在果园采集酵母


资料来源:《酵母猎人》, 信达证券研发中心

图 49: 安琪研发投入力度大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2 以市场为中心, 提供全方位后续服务

以市场需求为出发点, 开发家用小包装酵母产品。公司始终坚持以市场为中心, 以顾客为关注焦点, 不断提升顾客价值。欧洲都是大面包房, 工业化生产, 但中国大多是家庭小作坊。1990 年公司开发家用小包装酵母, 并率先在中央电视台做酵母广告。俞学锋策划并亲自揉面, 拍摄了第一个电视广告片, 在北京电视台播放。俞学锋还把蒸锅搬到北京王府井百货大楼, 现场演示酵母发面蒸馒头。安琪在山东、河北、河南持续多年开展“酵母下乡”。至今, “安琪酵母, 发面就是快”的广告语, 很多人仍耳熟能详。

图 50: 酵母发酵替代传统的老面发酵


资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

图 51: 俞学锋现场制作面点推广宣传酵母

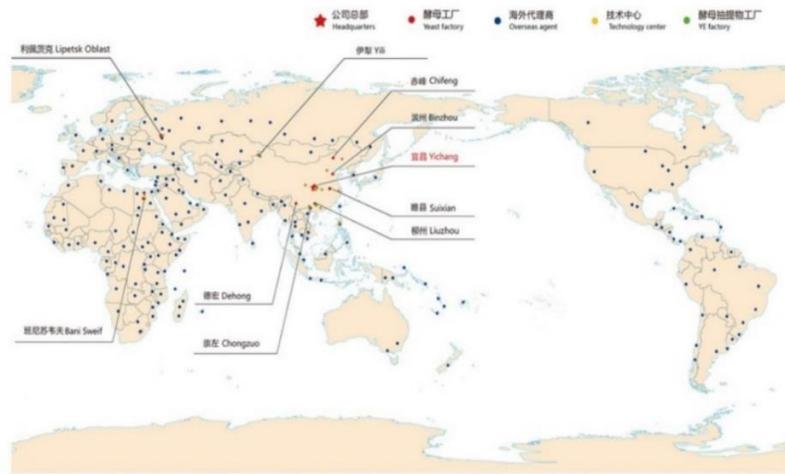

资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

坚持“以市场为中心”原则, 全方位服务市场。公司拥有一流的销售队伍, 注重为客户提供全方位多元化的后续服务支持, 如为客户介绍营养、健康、科学的原料, 并传授制作方法, 同时有计划地进行技术培训, 举办演示会、现场服务等活动, 扩大酵母应用范围, 并坚持不懈地推动酵母下乡, 打开乡、镇及农村市场。而且公司重视市场应用引导, 紧紧围绕客户需求提供技术解决方案, 这些都大大加强了公司与终端用户的互动。公司建立了“好伙伴”服务体系, 为客户提供定制服务。全球布局多个技术服务中心, 为客户提供技术交流、人员培训和产品推广等多元化服务。

销售渠道体系优势明显。2006 年起, 公司开始对经销商实行专营制度, 保障了市场经营的持续和供销双方及消费者的合法权益, 进一步提高营销质量和效率, 具有排他性, 降低了市场风险。目前在国内市场, 公司构建了覆盖所有县级以上市场的销售网络; 在海外, 营销渠道遍布 155 个国家和地区, 在埃及、俄罗斯、新加坡设立了地区总部、设立了 6 个国

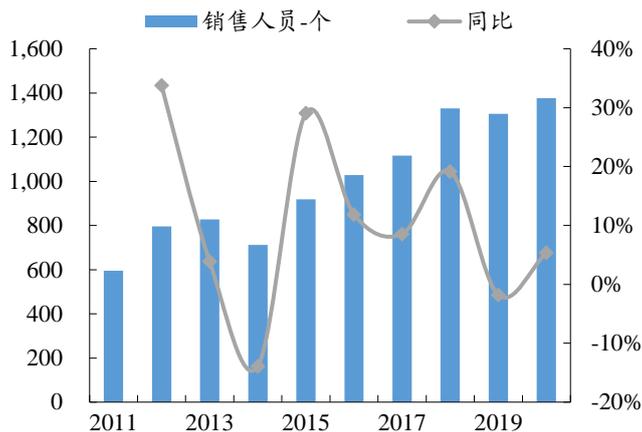
际事业部、11 个应用技术服务中心，面向客户开展新产品推广、新技术培训、商务交流等多元化服务。

图 52: 公司渠道网络覆盖面广



数据来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 53: 销售人员数量趋势增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 54: 员工为客户进行技术服务



资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

5.3 中国酵母市场的标杆品牌

经过三十多年的发展，安琪已成为中国酵母的代名词。为适应业务同心多元化发展的需要，公司采取“以安琪品牌为主导、多个子品牌支撑”的旗舰式品牌战略。在安琪品牌的带动下，公司旗下“福邦”、“安琪纽特”等一批品牌脱颖而出。

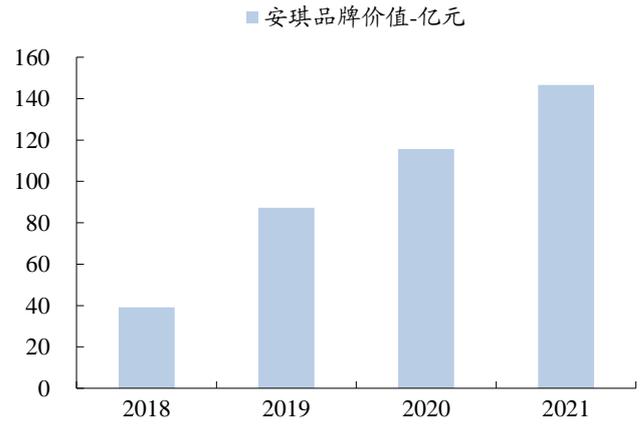
公司借助多种媒体宣传“健康生活创新者”的品牌形象。2021 年公司以“安琪酵母”、“安琪纽特”冠名四组高铁列车，安琪旗下各业务广告将在冠名列车车身、枕巾、桌板、海报、品牌长廊、跑马屏、语音播报等载体全方位发布。公司通过专业刊物向消费者大力推广“酵母是食品”、“酵母抽提物是食品配料”等科普知识。品牌宣传投入，将让更多消费者认识安琪、了解安琪、信赖安琪，进一步扩大安琪的品牌影响力。公司与明星郭富城签订以安琪纽特蛋白粉为主的产品代言协议，将对公司品牌知名度的提升和未来的市场发展起到巨大推动作用；

图 55: 安琪在高铁上的广告宣传



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 56: 安琪品牌价值持续提升



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

6 盈利预测

我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 104.12 亿元、120.08 亿元和 136.03 亿元，同比增速分别为 16.6%、15.3%和 13.3%，毛利率分别为 30.3%、30.6%和 31.2%。细分来看：

酵母及深加工产品：2021 年由于公司对旗下酵母大包装产品和 YE 产品提价，我们预计公司酵母及深加工业务收入仍会保持快速增长。我们预计公司 21-23 年实现收入分别为 81.62 亿元、94.44 亿元和 106.66 亿元，同比增长分别为 17.7%、15.7%和 12.9%。

费用率：规模效应下，销售费用率预计有所缩减，我们预计 21-23 年公司销售费用率分别为 6.3%、6.2%和 6.1%。由于计提股权激励费用，全年管理费用率会有所上升，我们预计 21-23 年公司销售费用率分别为 3.7%、3.7%和 3.2%。

基于上述假设，我们预计公司 21-23 年实现归母净利润分别为 13.95 亿元、16.41 亿元和 20.06 亿元，同比增长分别为 1.7%、17.6%和 22.2%。

表 6：公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酵母及深加工	收入-百万元	5,877	6,937	8,162	9,444	10,666
	YOY	7.4%	18.0%	17.7%	15.7%	12.9%
	毛利率	40.9%	39.7%	35.1%	35.4%	36.4%
包装	收入-百万元	279	334	405	496	607
	YOY	21.6%	19.7%	21.2%	22.4%	22.4%
	毛利率	19.8%	21.4%	19.9%	20.6%	21.0%
奶制品	收入-百万元	59	46	48	49	50
	YOY	0.9%	-20.8%	3.0%	2.5%	2.5%
	毛利率	29.1%	20.5%	21.3%	21.7%	22.1%
制糖	收入-百万元	491	624	756	926	1,133
	YOY	51.3%	27.2%	21.2%	22.4%	22.4%
	毛利率	-8.8%	-5.4%	-5.4%	-4.4%	-3.9%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 5 家可比上市调味品公司，从市盈率来看，安琪酵母 21 年预测 PE 要低于 5 家平均水平。公司酵母主业依靠海外市场拓展，衍生品业务是新的增长点。公司行业地位稳定，长期成长确定性高。

表 7：可比公司估值对比

证券简称	EPS			PE			PEG	当前市值	当前股价
	TTM	21E	22E	TTM	21E	22E			
海天味业	1.6	1.58	1.97	72.7	71.4	57.2	3.5	4,755.6	112.9
天味食品	0.2	0.21	0.38	146.5	114.7	63.4	2.1	182.1	24.1
恒顺醋业	0.2	0.29	0.36	67.1	49.8	40.7	2.6	146.7	14.6
中炬高新	0.7	0.93	1.17	46.8	37.0	29.6	1.7	275.8	34.6
涪陵榨菜	0.8	0.85	1.11	44.8	39.4	30.2	1.6	299.1	33.7
平均					62.5	44.2	2.3		
安琪酵母	1.7	1.68	1.97	32.5	32.0	27.2	1.6	446.8	53.7

数据来源：Wind，信达证券研发中心注：除安琪、海天和天味外，其他公司均采用 Wind 一致预测，更新于 2021 年 11 月 1 日。

投资建议：公司为国内第一，全球第三的酵母公司，在国内具有绝对的品牌和渠道优势，

市场地位稳固。酵母具有调味品属性，用户使用时添加量少，占用户的总成本比重低，但对于生产面点的风味起到了关键作用。国内酵母行业竞争格局好，同时下游用户对于酵母的需求刚性，公司成本转嫁能力强。我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.68/1.97/2.41 元，对应 PE 分别为 32.02/27.23/22.28 倍。公司当前估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

7 风险因素

原材料成本上涨超预期。若原材料价格继续上涨，成本压力大幅上升。

产能集中投放。公司新建产能较多，若集中转固，将导致折旧摊销费用增加。

汇率波动风险。公司海外业务收入占比较大，汇率波动会影响业绩。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3,866	4,445	5,342	5,918	7,080	
货币资金	664	1,107	1,050	1,024	1,610	
应收票据	0	0	0	3	4	
应收账款	814	799	1,284	1,480	1,677	
预付账款	127	179	363	400	430	
存货	1,992	1,993	2,189	2,513	2,820	
其他	270	367	457	497	538	
非流动资产	6,041	6,362	7,488	7,768	8,000	
长期股权投资	24	20	20	20	20	
固定资产	5,195	5,204	5,624	5,769	5,865	
无形资产	292	368	508	598	688	
其他	530	770	1,336	1,381	1,426	
资产总计	9,907	10,807	12,830	13,686	15,079	
流动负债	2,988	3,125	4,072	3,682	3,559	
短期借款	787	1,141	2,051	1,385	1,000	
应付票据	287	94	159	183	205	
应付账款	918	1,088	1,194	1,371	1,538	
其他	996	802	669	744	816	
非流动负债	1,621	1,494	1,494	1,494	1,494	
长期借款	1,429	1,245	1,245	1,245	1,245	
其他	192	249	249	249	249	
负债合计	4,609	4,619	5,567	5,177	5,053	
少数股东权益	268	298	319	344	375	
归属母公司	5,030	5,890	6,944	8,165	9,651	
负债和股东权益	9,907	10,807	12,830	13,686	15,079	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,653	8,933	10,412	12,008	13,603	
同比 (%)	14.5%	16.7%	16.6%	15.3%	13.3%	
归属母公司净利润	902	1,372	1,395	1,641	2,006	
同比 (%)	5.2%	52.1%	1.7%	17.6%	22.2%	
毛利率 (%)	35.0%	34.0%	30.3%	30.6%	31.2%	
ROE%	17.9%	23.3%	20.1%	20.1%	20.8%	
EPS (摊薄)(元)	1.09	1.66	1.68	1.97	2.41	
P/E	28.04	30.69	32.02	27.23	22.28	
P/B	5.08	7.22	6.43	5.47	4.63	
EV/EBITDA	16.25	19.41	19.64	17.01	14.31	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,653	8,933	10,412	12,008	13,603	
营业成本	4,974	5,896	7,262	8,338	9,358	
营业税金及附加	69	79	83	96	109	
销售费用	885	646	656	744	830	
管理费用	256	314	385	444	476	
研发费用	333	386	458	528	599	
财务费用	78	104	141	147	122	
减值损失合	-18	-47	0	0	0	
投资净收益	-7	-3	10	12	14	
其他	67	168	187	216	245	
营业利润	1,099	1,626	1,624	1,938	2,369	
营业外收支	10	2	23	-1	-1	
利润总额	1,109	1,627	1,647	1,937	2,368	
所得税	169	205	231	271	332	
净利润	940	1,422	1,417	1,666	2,036	
少数股东损	38	51	21	25	31	
归属母公司	902	1,372	1,395	1,641	2,006	
EBITDA	1,655	2,242	2,397	2,729	3,177	
EPS (当	1.09	1.66	1.68	1.97	2.41	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1,296	1,869	1,244	2,151	2,557	
净利润	940	1,422	1,417	1,666	2,036	
折旧摊销	469	509	630	670	718	
财务费用	95	58	147	152	128	
投资损失	7	3	-10	-12	-14	
营运资金变	-247	-212	-916	-326	-313	
其它	33	89	-23	1	1	
投资活动现	-815	-777	-1,723	-939	-937	
资本支出	-815	-777	-1,527	-951	-951	
长期投资	0	0	-200	0	0	
其他	0	0	4	12	14	
筹资活动现	-427	-467	422	-1,238	-1,034	
吸收投资	0	3	9	0	0	
借款	3,797	3,140	910	-666	-385	
支付利息或股息	-400	-416	-497	-572	-648	
现金流净增加额	77	655	-57	-26	586	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。