

食品饮料组

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): 40.60 元

目标价格 (人民币): 54.96 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 8.69

已上市流通 A 股(亿股) 8.24

总市值(亿元) 352.80

年内股价最高最低(元) 61.47/36.18

沪深 300 指数 3775

上证指数 3078

人民币(元) 成交金额(百万元)

59.86 1600

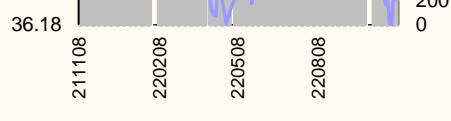
53.94 1400

48.02 1200

42.1 1000

36.18 800

200 0



■ 成交金额 ■ 安琪酵母 ■ 沪深300

新一轮产能扩张，加固护城河优势**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,933	10,675	12,610	14,783	17,232
营业收入增长率	16.73%	19.50%	18.12%	17.23%	16.56%
归母净利润(百万元)	1,372	1,309	1,310	1,647	2,048
归母净利润增长率	52.14%	-4.59%	0.12%	25.71%	24.37%
摊薄每股收益(元)	1.664	1.571	1.508	1.895	2.357
每股经营性现金流净额	2.27	1.58	1.16	3.00	3.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.29%	19.09%	14.48%	16.41%	18.18%
P/E	30.69	38.42	26.93	21.42	17.22
P/B	7.15	7.33	3.90	3.52	3.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 龙头再扩产，强者地位稳固。公司是全球酵母行业龙头，产销量亚洲第一，世界第二。复盘历史可知，公司除 2013 年对“十二五”目标进行调整，其余阶段规划目标均超额完成，收入遵循“五年一倍”的节奏增长。根据现有产能规划，2025 年之前仍有 9.6/8 万吨酵母/YE 产能逐步释放，对应“十四五”规划 200 亿元收入目标有望达成，预计 22-24 年复合增速为 17%。
- 水解糖制约糖蜜价格：糖蜜价格持续 2 年高涨，对毛利造成显著冲击。公司今年新建 3 个水解糖项目，预计远期替代 50%以上糖蜜。但根据本文测算，换算纯糖浓度以后，水解糖生产成本高于目前糖蜜价格。因此我们认为水解糖的主要作用在于压制糖蜜价格继续上涨，及作为后续扩产的原料补充。
- 毛利率预计触底反弹：短期视角，糖蜜和外购水解糖的成本压力大，今年前三季度毛利率仅 25.2%。中期视角，受益于甜菜扩产、水解糖压制、海运费下降，预计 23/24 年毛利率分别恢复至 35.6%/39.3%。长期视角，糖蜜价格上限存在水解糖制约，下限具备玉米酒精支撑，成本波动逐步减弱。
- 多因共振，净利率修复：糖蜜因子对利润影响最直接，而折旧、汇率、海运、税率等因子为扰动项。综合来看，汇率因子大概率贡献正收益，折旧因子扰动随规模效应趋弱，税率因子稳定。21 年 7 月剥离亏损的新疆农垦制糖业务，22 年 3 月剥离宜昌喜旺奶制品业务，资源聚焦主业。今年净利率行至底部，预计 23/24 年净利率逐步提升至 11%/12%。
- 长期看：海外空间足，酵母抽提物 (YE) 成长潜力大。由于海外需求复苏较早，叠加欧洲能源危机影响竞争对手扩产，公司海外增速亮眼，今年前三季度收入+41%。目前核心焦点在于国外产能建设较慢，供需难以完全匹配。但长远来看，随着海外子公司陆续在全球布局，海外产销比提升，可大幅节约成本，并以产能、区域优势挖深护城河。

投资建议

- 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 13.10/16.47/20.48 亿元，分别同比增长 0.1%/25.7%/24.4%，对应 EPS 分别为 1.51/1.90/2.36 元。公司作为行业龙头，有望通过全球产能布局打开增量空间，我们给予公司 23 年可比平均 PE 29x，对应目标价 54.96 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险、市场竞争加剧风险、限售股解禁风险、汇率波动风险

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

内容目录

一、收入端：产能稳步推进，业务多元扩容	5
1.1 主业优势地位确认，产业链延伸多元发展	5
1.2 海外产能逐步释放，驱动收入和业绩双增	8
1.3 具备重资产壁垒，上游议价能力强	9
二、利润端：糖蜜因子可控，其余因子趋弱	10
2.1 毛利率影响因子:糖蜜、运费、折旧	10
2.2 供给端看糖蜜成本：水解糖价格压制	12
2.3 需求端看糖蜜成本：玉米酒精价格支撑	14
2.4 糖蜜最终价格走势：存在上下限支撑，明年或下降 10%	15
2.5 净利率影响因子:汇率、税率、非经常性损益	16
2.6 历史因子复盘及未来展望	17
三、增长点：海外空间充足，YE 成长可期	18
3.1 烘焙酵母空间充足，海外产能有的放矢	18
3.2 YE 龙头地位稳固，国内需求有待释放	19
四、盈利预测及投资建议	21
4.1 酵母及衍生加工业务预测	21
4.2 其他主营业务预测	22
4.3 三大费率预测	23
4.4 可比估值及投资建议	23
五、风险提示	24

图表目录

图表 1：公司在酵母产能国内稳居第一（2021）	5
图表 2：2021 年公司酵母产能在全球市占率第二	5
图表 3：酵母主业产销量占比 60%以上	5
图表 4：五大产业多元发展	5
图表 5：公司以酵母为核心，陆续布局其他行业，2011-2021 年营收 CAGR=16%	6
图表 6：2021 年公司酵母主业中动植物营养、微生物营养占比分别约 6%-7%	6
图表 7：2018 年以来线上收入毛利较高且占比提升	7
图表 8：2020 年以来其他业务高速增长	7
图表 9：2022 年 6 月公司非公开募投项目扩产约 6.65 万吨酵母及衍生品	7
图表 10：公司依靠产能规划，稳步实现目标收入	7
图表 11：国外子公司前期以亏损为主	8
图表 12：2017 年以来埃及子公司净利率高于公司整体	8
图表 13：公司海外工厂具备成本、运输和市场洞察优势	8
图表 14：22H1 公司出口占比显著提升	9

图表 15: 国外工厂直供海外占比逐步提升.....	9
图表 16: 公司固定资产占比高于行业可比公司.....	9
图表 17: 公司毛利率位于可比公司中等偏上水平.....	9
图表 18: 公司单一项目投资额在同行中较大.....	10
图表 19: 应收账款周转率位于行业中等水平.....	10
图表 20: 应付账款周转率位于行业领先水平.....	10
图表 21: 2021 年公司糖蜜占原材料比重高达 45%.....	10
图表 22: 糖蜜价格连续 2 年涨幅超过 20%.....	10
图表 23: 2021 年海运费用涨幅高达 200%.....	11
图表 24: 酵母业务毛利率对糖蜜价较为敏感.....	11
图表 25: 近年来原材料占成本比重不断提升.....	11
图表 26: 2021 年开启新一轮扩产周期, 折旧费用提升.....	11
图表 27: 2022-2024E 预计投产项目.....	11
图表 28: 糖蜜主要原材料为甘蔗和甜菜.....	12
图表 29: 2022/2023 年榨季预计糖蜜供给量增加 6%.....	12
图表 30: 2011 年公司已成功研发水解糖生产酵母法.....	13
图表 31: 碎米年均价相对玉米更加便宜 (单位: 元/吨).....	13
图表 32: 水解糖和糖蜜对比.....	13
图表 33: 水解糖成本敏感性分析.....	14
图表 34: 糖蜜酒精历史成本较玉米酒精便宜.....	14
图表 35: 2021 年以来糖蜜酒精成本最高.....	14
图表 36: 发酵酒精对糖蜜依赖程度低.....	14
图表 37: 糖蜜下游消费中酵母占比显著提升.....	15
图表 38: 酵母及衍生品业务吨价逐年上行.....	15
图表 39: 糖蜜价格最终回归合理区间.....	15
图表 40: 酵母业务毛利率敏感性分析测算.....	16
图表 41: 人民币升值年份, 汇兑损益为负.....	16
图表 42: 非经常性损益占归母净利润比重较大.....	17
图表 43: 子公司享受稳定的优惠税率.....	17
图表 44: 归母净利润 yoy 相较扣非净利润 yoy 平滑.....	17
图表 45: 政府补助帮助熨平外部压力冲击.....	17
图表 46: 公司净利率受到糖蜜、产能、汇率等多因素扰动.....	18
图表 47: 2022E 全球酵母市场年复合规模增速约 4%.....	18
图表 48: 2022E 欧洲酵母市场年复合规模增速为负.....	18
图表 49: 酵母产能主要分布在欧洲地区.....	19
图表 50: 亚、非成为酵母需求的增量市场.....	19
图表 51: 世界未来 10 年预计仍有 17 万吨面包酵母需求空间.....	19
图表 52: YE 对比其他增鲜剂具备多重优点.....	19
图表 53: 全球 YE 产量目前超过 32 万吨 (单位: 万吨).....	20

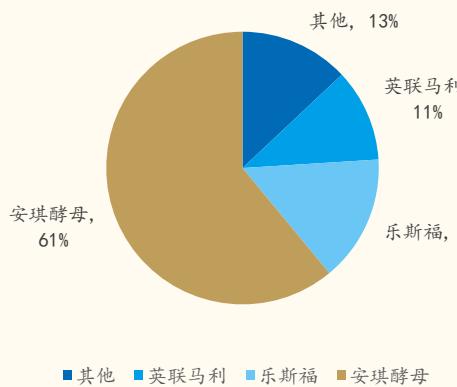
图表 54: 安琪酵母目前 YE 产能位居世界第一.....	20
图表 55: 全球 YE 销量 2021 年约 31 万吨	20
图表 56: 2021 年中国 YE 消费量占比约 14.4%	20
图表 57: 2021 年中国人均 YE 消费量约为日本的 1/10.....	21
图表 58: 2021 年我国 YE 与味精需求量比例较低.....	21
图表 59: 公司去年在国内率先提价, H12022 竞品跟随提价.....	21
图表 60: 酵母及衍生加工业务盈利拆分	22
图表 61: 其他业务板块拆分预测	23
图表 62: 22-24E 三项费用率预测.....	23
图表 63: 可比公司估值表	24

一、收入端：产能稳步推进，业务多元扩容

1.1 主业优势地位确认，产业链延伸多元发展

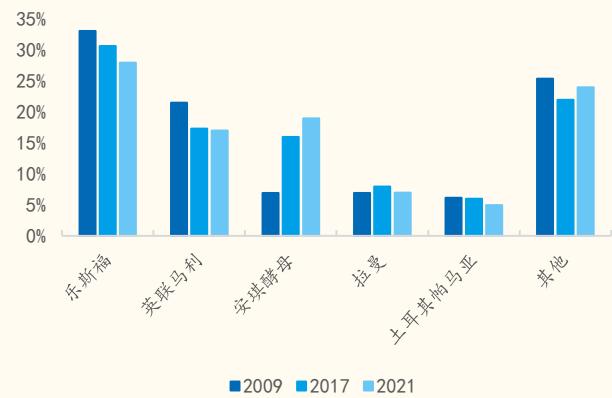
- 公司前身是 1984 年在宜昌成立的食用酵母基地，2000 年在上交所上市。历经三十余年发展，2021 年发酵类产能达 31.6 万吨，酵母产品在国内市占率近 60%，产销量亚洲第一。公司在全球范围内产能仅次于乐斯福，市占率超 15%，且在 2017-2021 年间超越英联马利，目前酵母产销量世界第二。其中酵母抽提物 (YE) 产能接近 10 万吨，居全球第一。

图表 1：公司在酵母产能国内稳居第一 (2021)



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

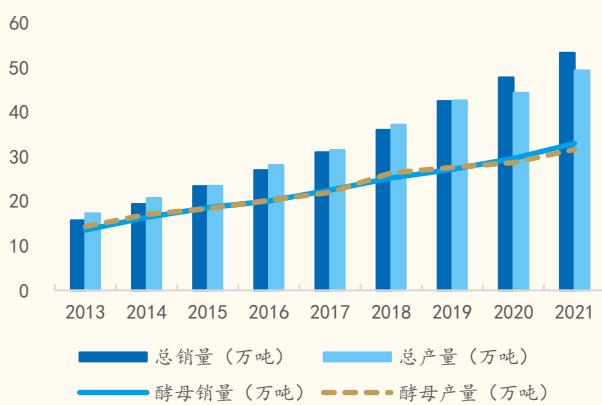
图表 2：2021 年公司酵母产能在全球市占率第二



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 依托酵母技术与产品优势，深度参与上下游产业链。目前已经形成酵母、健康食品配料、营养保健食品、生物新技术、新型健康包材等五大产业布局。公司产品广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、微生物发酵、动物营养、人类营养健康、酿造与生物能源等领域。

图表 3：酵母主业产销量占比 60%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

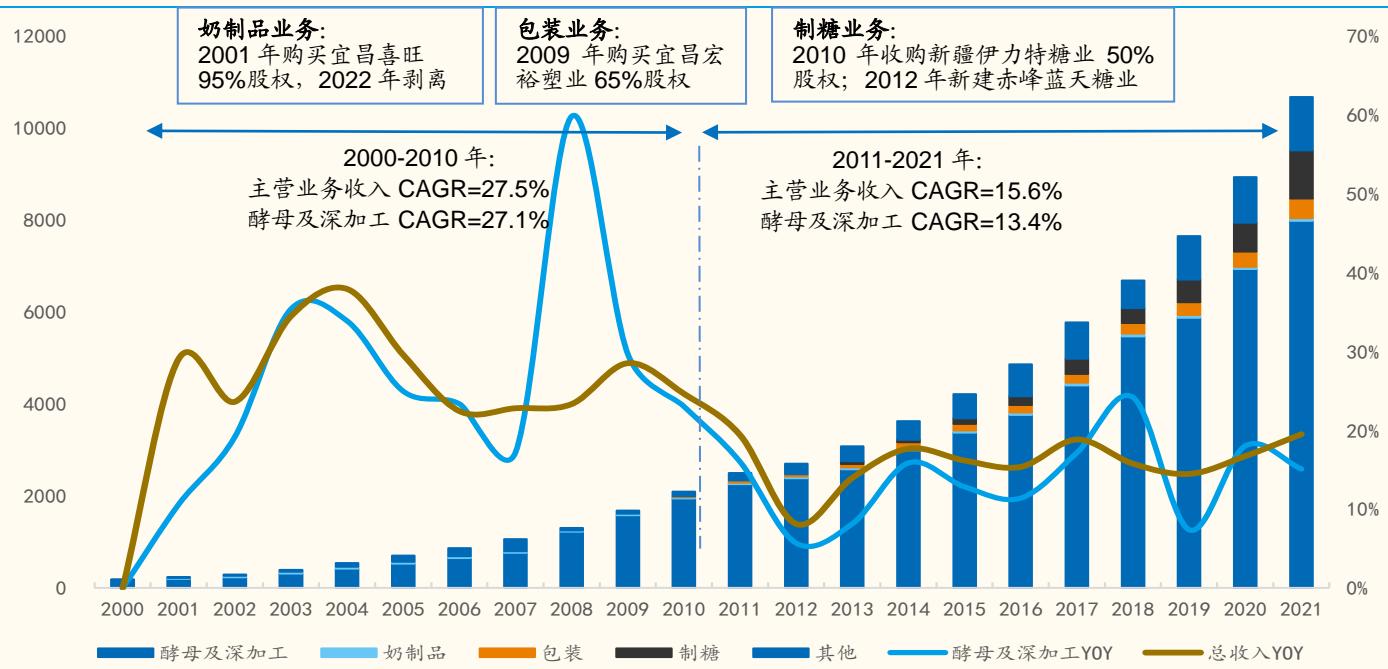
图表 4：五大产业多元发展



来源：公司公告，国金证券研究所

- 划分四大业务板块，核心资源回归主业。其中 1) 酵母及深加工为核心业务，占比在 75%以上，其下又细分出多项衍生业务。2) 包装业务是 2009 年收购宏裕塑业 (2015 年更名宏裕包材) 后的并表业务，占比稳定在 3%-4%，子公司目前拟在北交所上市，处于前期筹划阶段。3) 制糖业务占比约 10%，是主要原材料糖蜜的上游延伸产业。4) 奶制品业务存续已久，依托子公司宜昌喜旺，占比较低。2022 年 3 月，公司已将全部股权转让给安琪生物科技，剥离该部分业务有望帮助公司聚焦主业，实现资源集中。

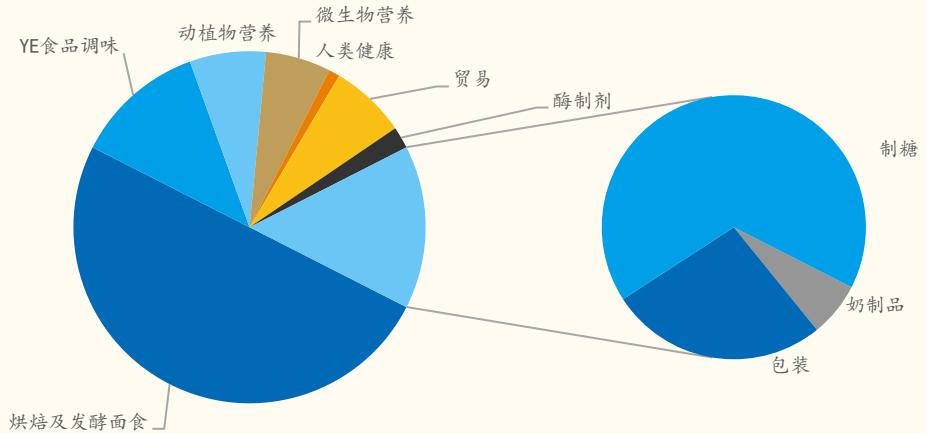
图表 5：公司以酵母为核心，陆续布局其他行业，2011-2021 年营收 CAGR=16%



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 细分酵母主业来看，除传统的面食发酵、烘焙、酿造与生物能源领域外，公司前瞻性地布局了饲料养殖、生物发酵等新兴领域，不断拓展酵母衍生品在风味、营养、健康等领域应用。其中烘焙及发酵占比约 50%，酵母抽提物占 10% 以上，其余发酵业务（动物营养、微生物营养、人类健康等）占比约 6%-7%。公司其他业务主要包含酶制剂、贸易、食品原料以及电商业务等，合计占比约 10%。

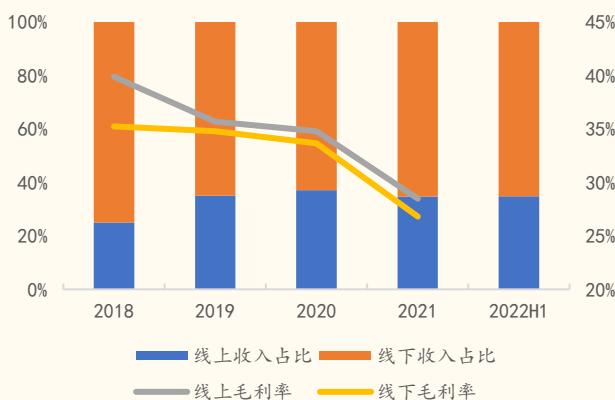
图表 6：2021 年公司酵母主业中动植物营养、微生物营养占比分别约 6%-7%



来源：公司公告，国金证券研究所

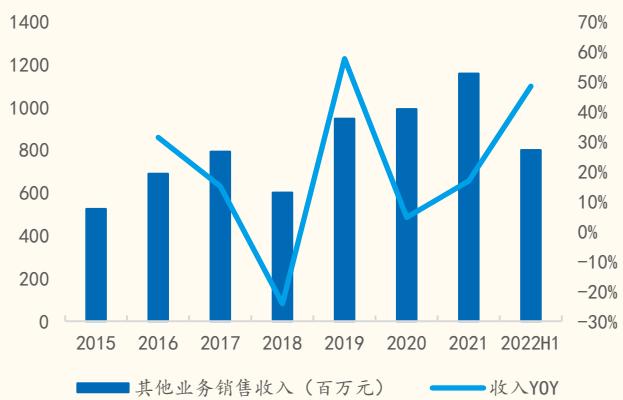
■ 2019 年起，电商平台快速扩张带动线上收入占比提升。2020 年疫情催生 C 端居家烘焙和制作中式面点的需求，线上小包装酵母供不应求，公司原本 1 条生产线改为 4 条生产线满产运作，同期线上收入占比提升至 37%。而线上产品毛利率普遍高于线下渠道约 2-4 pct，随着公司加大对电商、社区团购、生鲜平台的入驻力度，预计线上渠道占比继续提升，公司利润结构不断优化。

图表 7: 2018 年以来线上收入毛利较高且占比提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8: 2020 年以来其他业务高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司自上市起，通过新设、兼并、收购等方式积极安排国内外产能布局，目前在湖北宜昌、广西、云南、埃及、俄罗斯等地建有 16 个工厂。在多个五年规划指引下，公司收入匹配产能快速增长，2010 年突破 20 亿元，2015 年突破 40 亿元，2021 年突破 103 亿元，除 2013 年对“十二五”目标进行调整（调整后顺利完成），其余阶段未均超额完成收入目标。
- 公司在 2021 年定增预案中提到，预计 2025 年各领域、各业务对酵母类产品需求超过 50 万吨，而截至 2021 年底，仍有近 18 万吨产能缺口。为了加快跟进市场需求，提高市占率，强化竞争实力，今年 6 月公司非公开发行 3665 万股，募集资金净额近 14 亿元，用于建设宜昌酵母绿色生产基地、年产 5000 吨新型酶制剂绿色制造项目。

图表 9: 2022 年 6 月公司非公开募投项目扩产约 6.65 万吨酵母及衍生品

主体	项目名称	预计总投资 (亿元)	修改后议案拟采用募集资金 (亿元)	用途
宜昌公司	酵母绿色生产基地建设项目	13.17	9.30	年产 4.15 万吨酵母及 YE，配套建设酵母中试车间和 8,000 吨/日污水处理系统、供水配电等公用设施
普洱公司	年产 2.5 万吨酵母制品绿色制造项目	7.47	-	年产 2.5 万吨活性干酵母，配套建设年产 3.85 万吨环保有机肥项目、5,700 吨/日污水处理系统
酶制剂（宜昌）公司	年产 5,000 吨新型酶制剂绿色制造项目	3.40	3.00	年产 3,500 吨酶制剂和搬迁年产 1,500 吨酶制剂
母公司	补充流动资金	2.23	1.80	补充流动资金
合计		26.27	14.10	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2025 年是公司“十四五”规划收官之年，收入目标为 200 亿元，对应五年复合增速为 17%。除了定增规划项目，公司还在多处子公司进行扩产或搬迁新建，以更好地满足全球市场对于酵母、YE、酶制剂等产品需求。根据现有产能规划和历史目标完成情况，我们预计在 2025 年之前，仍有 9.6/8.3 万吨酵母/YE 产能逐步释放，收入目标完成概率较大。

图表 10: 公司依靠产能规划，稳步实现目标收入

年份		2005		2010		2015		2021		2025		
营收规划及完成情况 (亿元)	目标	7	实际	7.1	目标	20.6	实际	21	目标	40	实际	42
成立时间	公司	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE	
1986	宜昌本部	1.7	0.75	2.5	0.8	2.5	0.8	2.5	1.0	6.9	1.0	
2001	安琪滨州			0.7		0.7		0.7		2.0	1.1	
2003	安琪赤峰	0.6		1.4		1.4		2.5		2.5		
2004	安琪伊犁	0.6		1.5	1.5	2.2	1.5	3.0	0.8	2.2	1.0	
2005	安琪睢县	0.2				0.8		1.2		1.7	1.2	

2006	安琪崇左			1.1		3	1.5	3.5	0.8	3.5	1.1
2010	安琪埃及					1.5		2.0	1.2	3.8	1.7
2011	安琪柳州					2		2.0	4.0	2.0	5.8
2011	安琪德宏					2		3.0		3.0	1.5
2015	安琪俄罗斯							2.0		2.8	
2020	安琪普洱									1.5	1.7
2021	安琪济宁							0.8	0.6	0.9	0.6
分项目产能合计		3.1	0.75	7.2	2.3	16.1	3.8	23.2	8.4	32.8	16.7
分项目产能增量		-		4.1	1.6	8.9	1.5	7.1	4.6	9.6	8.3
总产能合计		3.85		9.5		19.9		31.6		49.5	
总产能增量		-		5.7		10.4		11.7		17.9	

来源：公司公告，国金证券研究所（注：根据公司公告整理，酵母和YE产能或存在重叠）

1.2 海外产能逐步释放，驱动收入和业绩双增

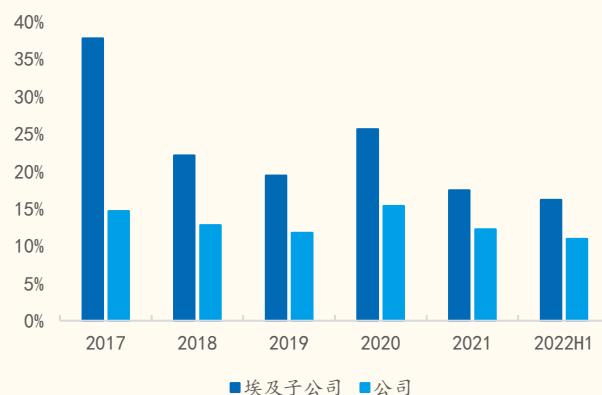
- 公司于2010年/2015年分别在埃及、俄罗斯设厂，与乐斯福等欧洲传统鲜酵母霸主错位竞争，主要面向非洲、中东、亚太等人口增长快、烘焙主食需求仍有大量成长空间的地域出口干活性酵母。由于跨国建厂受制于环保、土地等政策因素，国外工厂产能爬坡期较长，加之部分年份存在汇率风险，前期以亏损为主。
- 以埃及工厂为例，2017年才实现稳定盈利，而俄罗斯工厂受益于汇率因素，今年上半年首次扭亏为盈。根据公司产能规划，埃及和俄罗斯工厂到2025年产能分别有望较2021年提升70%/75%，年复合增速约为11%，预计国外产能释放持续推动子公司收入增长，同时减轻国内出口压力。

图表 11：国外子公司前期以亏损为主



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2017年以来埃及子公司净利率高于公司整体



来源：公司公告，国金证券研究所

- 相较国内，海外建厂具备成本、运输和市场洞察优势。埃及工厂地处糖蜜原产地资源丰富，出口周边国家运输距离短，因此在2017年产能稳定后，净利率一直高于公司整体。从产销情况来看，埃及/俄罗斯目前均具备2万吨酵母产能（埃及工厂还有1.2万吨YE产能），分别含60%/50%产量出口海外其他地域，但是仍难满足国外全部需求，2021年国内生产再出口仍然是主要供给方式。

图表 13：公司海外工厂具备成本、运输和市场洞察优势

生产地区	优势	2022年糖蜜成本 (元/吨)	目标区域
中国	1) 生产成本管控优势，制造能力接近全球领先，较竞品生产成本较低；2) 产品质量和竞品差距不大；3) 优质服务能力，配备专业技术人员为客户提供技术指导、解决方案、及时响应工业客户需求	1200	中国、非洲、亚太、欧洲
埃及	1)甘蔗和甜菜资源丰富；2)市场容量大,非洲人口增速快,市场快速	900	非洲、欧洲、中亚

生产地区	优势	2022年糖蜜成本 (元/吨)	目标区域
俄罗斯	1) 甜菜资源丰富, 糖蜜成本低廉; 2) 市场潜力大; 3) 人工成本低于国内; 4) 供货周期较国内短	800	欧洲、俄罗斯 (50% 出口)
	成长: 3) 人工成本、能源成本低; 4) 供货周期较国内短		(60% 出口)

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

■ 公司主打干酵母, 保质期长, 更适应出口。随着海外产能逐步释放, 海外产销直供比例提升, 能有效减轻海运费用大幅上涨、地缘政治变动等风险。由于国外疫后复苏较快, 今年以来除烘焙酵母之外, 新菌种酵母、食品原料、YE 等重点产品在国外均有大幅销量提升 (Q122-Q322 海外收入+41%, 提价贡献约 10%)。相比之下, 国内下游工业端需求疲软, 导致国内销量小幅下滑 (Q122-Q322 国内收入+9.8%, 去年提价 10%-20%)。

图表 14: 22H1 公司出口占比显著提升

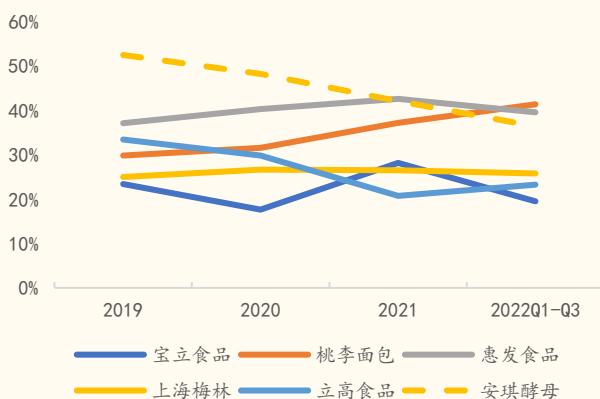
图表 15: 国外工厂直供海外占比逐步提升


来源: 公司公告, 国金证券研究所

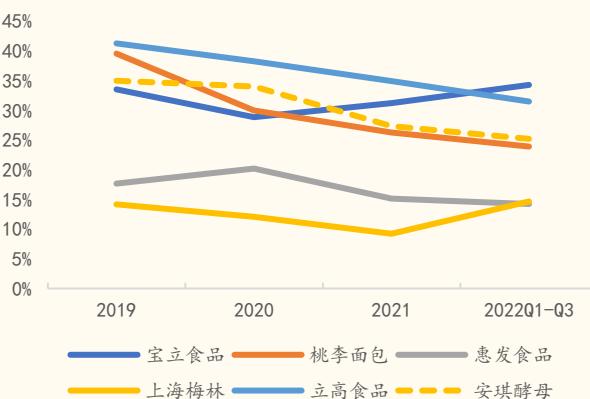
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 具备重资产壁垒, 上游议价能力强

■ 公司所处的酵母行业具备重资产特征, 需要大量资金和时间投入生产建设、及扩建改造。对比其所处的食品加工行业相关公司, 公司固定资产占总资产比例高, 每年新增折旧额较多。重资产+投资回报期长形成天然进入壁垒; 且中小竞争者难以持续扩张, 进而丢失规模优势, 陆续被龙头兼并收购。公司在 2003 年收购赤峰国光酵母设立安琪赤峰; 在 2005 年收购河南省睢县酵母厂设立安琪睢县; 2021 年 5 月安琪济宁收购山东圣琪。

图表 16: 公司固定资产占比高于行业可比公司


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 公司毛利率位于可比公司中等偏上水平


来源: Wind, 国金证券研究所

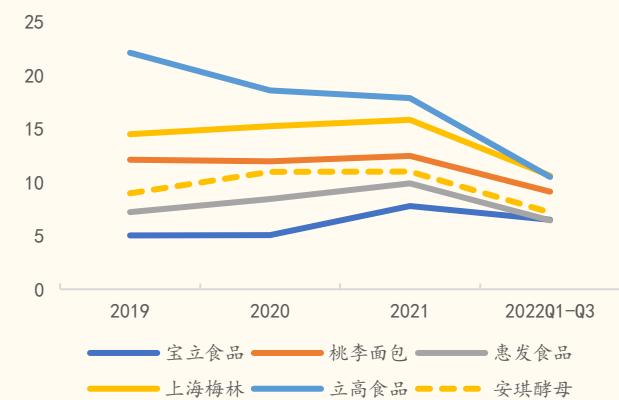
图表 18: 公司单项目投资额在同行中较大

项目	名称	预计投资额 (亿元)
安琪酵母-2022 定增项目	年产 2.5 万吨酵母制品绿色制造项目	7.47
宝立食品-2022 IPO 项目	嘉兴生产基地(二期)建设项目	1.80
立高食品-2021 IPO 项目	卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	1.96
惠发食品-2017 IPO 项目	年产 8 万吨速冻食品加工项目	1.35

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

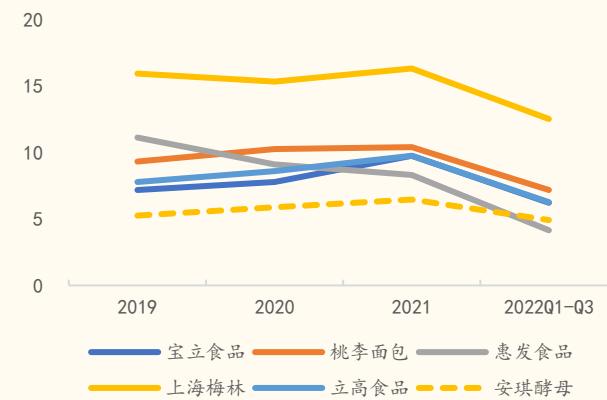
■ 上游议价能力强, 下游客户稳定。公司下游工业客户占比居多, 生产程序固定, 单次生产体量大, 对酵母品控要求较为严格, 因此转换成本较高, 客户稳定性强。公司应收账款周转率处于行业中等水平, 略弱于肉制品(上海梅林)、西式复调(宝立食品, 强于冷冻烘焙(立高)及速冻食品(惠发)。从应付账款来看, 公司对上游糖厂议价能力较强, 应付账款周转率在可比公司中常年位于最低水平。

图表 19: 应收账款周转率位于行业中等水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 应付账款周转率位于行业领先水平



来源: Wind, 国金证券研究所

二、利润端: 糖蜜因子可控, 其余因子趋弱

2.1 毛利率影响因子: 糖蜜、运费、折旧

■ 公司核心原材料为糖蜜, 占原材料比重约 45%, 其次是制造费用占比 18%, 燃料、包材等各占 15%。由于糖蜜占成本比重最高, 在价格波动较大的年份(如 2012、2017、2021 年), 酵母及衍生品业务毛利率与糖蜜价格涨幅呈明显的反向变动关系。2019-2021 年糖蜜榨季均价从 800 元/吨上涨至 1500 元/吨, 酵母主业毛利率从 41% 下滑至 33%。

图表 21: 2021 年公司糖蜜占原材料比重高达 45%



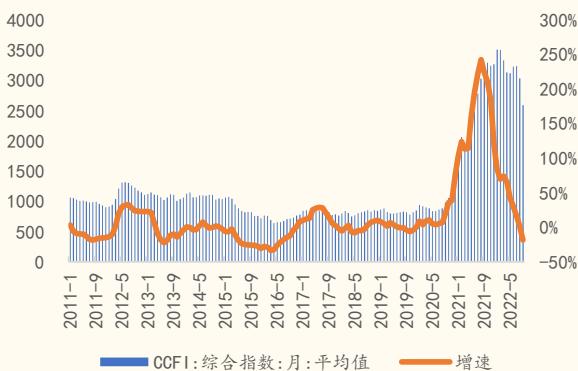
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 糖蜜价格连续 2 年涨幅超过 20%



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 糖蜜均价=产地平均价格按产量加权计算)

图表 23: 2021 年海运费用涨幅高达 200%



来源: Wind, 国金证券研究所

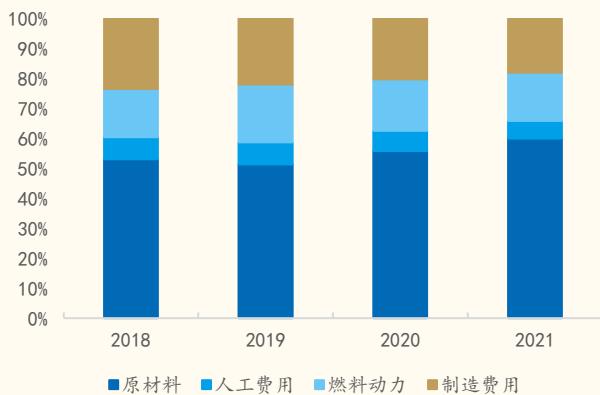
图表 24: 酵母业务毛利率对糖蜜价较为敏感



来源: Wind, 国金证券研究所

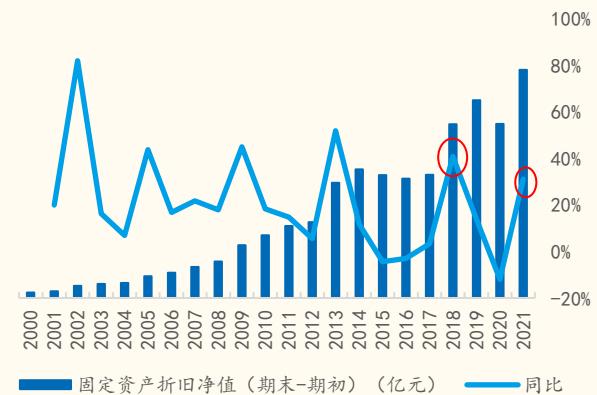
- 由于海外市场的需求旺盛，公司出口占比逐年提升，加上公司以 CIF 为主要结算模式，海运费用成为一项重要成本。平常年份海运费用约 2-2.5 亿元，2021 年提升至 4-4.5 亿元，运输成本翻倍增长。2022 上半年海运费用继续高涨，涨幅超 50%。但进入 9 月后，我们观察到 CCFI 综合指数回落 18%，预计今年下半年海运费用仍将维持此趋势，利好毛利率修复。
- 除糖蜜、海运价格外，折旧较多的年份，制造费用占比相应提升，显著影响毛利率。如 2018 年，固定资产折旧额同比提升 41%，而收入增速仅为 16%，尽管同期糖蜜均价下滑 7%，各项能源、海运费用平稳，毛利率仍下滑 2.6 pct。与之类似的 2021 年，固定资产折旧额同比增长 31%，而收入增速仅为 20%，叠加糖蜜涨幅超过 40%、海运费涨幅超 200%，最终导致 2021 毛利率同比下滑 6.6 pct。
- 根据公司已有项目产能规划，我们预计随着多地在建工程转固，22-24 折旧费用每年新增 1 亿元，对应 22-24 年增速约为 20%/17%/14%，此节奏基本与预测收入增速一致，因此不会对毛利率产生较大影响。

图表 25: 近年来原材料占成本比重不断提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 2021 年开启新一轮扩产周期，折旧费用提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 2022-2024E 预计投产项目

主体	项目名称	(预计) 投放时间	酵母可投放产能 (万吨)	计划投入资金 (亿元)
滨州公司	年产 2 万吨酵母培养物绿色制造项目	2022/2	-	0.245
滨州公司	年产 5000 吨酵母抽提物绿色制造项目	2022/2	0.50	0.968
睢县公司	扩建年产 6600 吨特种酵母技改项目	2022/3	-	0.988
滨州公司	年产 5000 吨植物蛋白酶解物绿色制造项目	2022/6, 推迟	0.50	0.512
柳州公司	年产 15 万吨 30% 浓度水解糖、6500 吨粗蛋白粉生产线	2022/7	-	0.353
崇左公司	年产 15 万吨 30% 浓度水解糖、6500 吨粗蛋白粉生产线	2022/7	-	0.305

主体	项目名称	(预计)投放时间	酵母可投放产能(万吨)	计划投入资金(亿元)
宜昌公司	酵母绿色生产基地建设项目	2022/7	4.15	11.433
滨州公司	年产 1.1 万吨高核酸酵母制品绿色制造项目	2022/6, 推迟	1.10	0.936
普洱公司	年产 2.5 万吨酵母生产线项目一期(已变更为 1.5 万吨)	2022/6	1.50	4.194
可克达拉公司	伊犁 3.2 万吨酵母生产线搬迁	2022/7, 推迟	-	6.726
宜昌公司	年产 15 万吨 30% 浓度水解糖、6500 吨粗蛋白粉生产线	2022/11	-	0.397
德宏公司	年产 1.5 万吨酵母抽提物绿色制造项目	2022/12	1.50	4.342
宜昌工业园	年产 1.8 万吨复合微生物绿色制造项目(一期)	2022/12	-	1.444
柳州公司	酵母抽提物生产线技改项目	2023/2	1.80	0.436
宜昌工业园	年产 5000 吨新型酶制剂绿色制造项目	2023/2	-	4.017
崇左公司	3000 吨酵母抽提物生产线技改项目	2023/5	0.30	0.300
铁岭公司	年产 5 万吨生物发酵饲料绿色制造项目	2023/9	-	1.189
普洱公司	年产 1.7 万吨酵母抽提物生产线	2023/12	1.70	11.237
俄罗斯公司	年产 8000 吨酵母制品、3000 吨食品原料、1.3 万吨液体肥及饲料扩建项目	2023/12	0.80	2.016
埃及公司	年产 2 万吨酵母制品扩建项目	2024/5	2.00	5.133
睢县公司	发酵罐提升 4500 吨/年产能项目	-	0.45	

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 供给端看糖蜜成本：水解糖价格压制

■ 传统供给：甘蔗稳定，甜菜扩产

从供给端来看，糖蜜主要原材料是甘蔗和甜菜，二者分别产自南方和北方，榨季和产出比存在较大差异，一般而言甜菜榨季较早(9月开榨)，甘蔗较晚(11月开榨)。甜菜产出比更高(5%)，甘蔗产出比较低(3.3%)但种植面积较广。以2021年入榨量来看，甘蔗糖蜜占比高达82%，其种植面积和产量对于糖蜜供给至关重要。

图表 28：糖蜜主要原材料为甘蔗和甜菜

项目	甘蔗	甜菜
榨季开始	11月	9月中下旬
榨季结束	次年 4-5 月	次年 1-2 月
主要产地	广西、广东、云南、海南	内蒙古、新疆、河北、黑龙江
按比例换算糖蜜	3.30%	5%
2021 年入榨量(万吨)	7236.14	1040.57
糖蜜(万吨)	238.79	52.03

来源：中国糖业协会，国金证券研究所

根据中国糖业协会数据公布的糖料产量，我们估算得到2021/2022榨季糖蜜总产量为288万吨，同比下滑约10%。今年甜菜种植面积增加约4万公顷，甘蔗种植面积保持稳定，预测得到2022/2023榨季糖蜜总产量将提升至305万吨，同比增长5.8%，供给端或有小幅扩容。糖蜜产量基本回升至2019/2020榨季水平，总的来看，近5年糖蜜供给总量基本稳定。

图表 29：2022/2023 年榨季预计糖蜜供给量增加 6%

榨季	2017/2018 年度		2018/2019 年度		2019/2020 年度		2020/2021 年度		2021/2022 (8 月估计值)		2022/2023 预测值	
种类	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜	甘蔗	甜菜
糖料播种面积(千公顷)	1201	175	1206	235	1165	215	1191	262	1163	153	1163	199
单产(吨/公顷)	66.75	55.2	69.6	54.45	62.7	56.1	64.35	52.5	64.37	54.15	65.55	54.15
糖料产量(万吨)	8017	966	8394	1280	7305	1206	7664	1376	7486	828	7623	1078
食糖产量(万吨)	916	115	944	132	902	139	913	154	870	86	921	114
榨糖率	11.43%	11.90%	11.25%	10.32%	12.35%	11.52%	11.91%	11.20%	11.62%	10.38%	12.08%	10.58%

糖蜜产量 (万吨)	265	48	277	64	241	60	253	69	247	41	252	54
合计糖蜜产量 (万吨)	313		341		301		322		288		305	

来源：中国糖业协会，国金证券研究所

■ 替代供给：水解糖供给不限，且具备多重优势

为了缓解糖蜜资源紧缺、成本持续上涨的风险，公司早在 2007 年就对水解糖生产干酵母做出研究，并于 2011 年成功建立一条全部淀粉水解糖年产 2000 吨高活性酵母示范生产线，适用于饲料、葡萄酒、酿酒、面用酵母等领域。由于糖蜜价格持续上涨超预期，今年公司在柳州、崇左、宜昌新建 3 个水解糖项目建设，共计 45 万吨，预计替代 1/3 的糖蜜原料。

水解糖的原材料来源主要是玉米、碎米等富含淀粉的谷物，其作为粮食具备重要战略地位，因此产量和储备较为充足。我国碎米通常从印度、巴基斯坦、泰国等地采购，换算到岸价自 2020 年起显著低于玉米。同时碎米含糖量更高，也可避免与酒精产生价格联动，实现经济效益最大化，而公司今年也选用碎米作为自建水解糖项目的主要原料。

图表 30：2011 年公司已成功研发水解糖生产酵母法

图表 31：碎米年均价相对玉米更加便宜 (单位：元/吨)

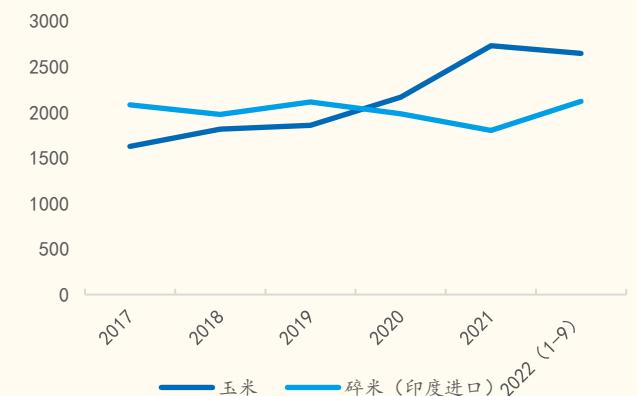
一、推广应用前景与措施

1、推广应用前景

- (1) 项目实施后将使活性干酵母的生产不再局限于糖蜜资源，还可以利用淀粉水解糖等作为主要碳源，解决了糖蜜资源紧张问题。
- (2) 开展新原料生产活性干酵母研究也是为了应对越来越严的环保压力，关乎公司，乃至酵母行业今后的健康发展。采用淀粉水解糖为原料生产活性干酵母，大大降低了废水处理难度，它符合国家大力发展循环经济、节能减排、清洁生产、资源节约的政策方向，有利于促进酵母行业技术进步，对建设资源节约型的新型高技术发酵工业具有积极而深远的影响。
- (3) 该技术适合于在饲料酵母、葡萄酒酵母、酿酒酵母、面用酵母中生产。目前在公司 150 立方米的大罐中，已经采用全部淀粉水解糖生产饲料酵母、酿酒酵母，产品的各项指标达到优级，产品在客户中使用反映良好。

2、推广措施

- (1) 在酵母行业推广该项技术，解决糖蜜资源紧张问题。
- (2) 可在安琪所属酵母工厂进行推广示范。



来源：2011 年《应用淀粉水解糖生产高活性干酵母技术研究》，国金证券研究所

来源：大连期货交易所，联合国粮农组织，国金证券研究所（注：碎米原以美元为单位，本文选取年初、年中、年末作为平均汇率值换算人民币）

水解糖具备以下替代优势：1) 缓解糖蜜供给不足：目前糖蜜供给总量趋于饱和，一般生产 1 吨酵母需要消耗 4.5-5 吨糖蜜，目前酵母使用量糖蜜占比接近 70%，若剩余糖蜜全部供给酵母生产，仅能满足 20 万吨新增产能计划，根据公司目前的扩产节奏，预计 10 年内达到饱和，届时将面临原材料瓶颈，而水解糖为酵母产能提供续航保障。

2) 成本优势：碎米原料稳定，一般从印度、越南、巴基斯坦进口，成本较低，供给充足。若采用进口碎米（2500-2600 元/吨，60%浓度）生产，按纯糖折算成 30%浓度水解糖，抵扣完蛋白副产物后成本约 1200-1300 元/吨，相较于今年高位 1700 元/吨的糖蜜具备成本优势，且后续可以作为糖蜜价格的压舱石，抑制其持续上涨。

3) 环保优势：由于传统糖蜜发酵方式产生的废水中含有大量 COD（化学需氧量），生化降解性能差，厂商需要采用多种方法进行综合治理，环保成本较高。若采用水解糖生产，则无需对废水处理，节约水资源同时，减少净化成本。

图表 32：水解糖和糖蜜对比

对比项目	水解糖	糖蜜
原材料	碎米、玉米	甘蔗、甜菜
优点	不含色素，耗水量低，环保费用低	常规情况下，价格相对便宜
供给侧	受印度碎米出口政策变化影响	主要原料甘蔗种植面积有限，同时受到糖周期的影响
需求侧	下游无过多竞品	酒精为下游竞品，玉米价格上升对糖蜜联动

来源：Wind，国金证券研究所

■ 水解糖 VS 糖蜜：核心在于压制糖蜜价格

由于目前玉米和碎米价格均处于历史高位，因此直接购买糖蜜较为划算。若后续玉米和碎米价格高位回落，则水解糖替代存在明显的成本优势。在乐观情况下，倘若碎米/玉米均回落至历史最低位，则对标的糖蜜价格分别为 1304 和 1169 元/吨，相较今年的糖蜜平均采购成本（1400 元/吨），分别下降 7%/17%。但在中性情况下，根据碎米/玉米的历史平均来计算，相较今年的糖蜜平均采购成本不存在明显优势。因此我们认为水解糖的主要作用在于压制糖蜜价格继续上涨，以及作为后续糖蜜原料不足的补充，并非产生价格替代优势。

图表 33：水解糖成本敏感性分析

碎米（印度进口）		玉米（国内）	
含糖量		77%	
损耗率		5%	
其他能耗占比		15%	
敏感性测算	价格(元/吨)	对标 45% 糖蜜	价格(元/吨)
历史最高	2118	1533	2925
历史最低	1802	1304	1468
历史平均	2012	1456	2118
			1686

来源：Wind，大连期货交易所，联合国粮农组织，国金证券研究所（注：计算价格区间为 2017.1-2022.9）

2.3 需求端看糖蜜成本：玉米酒精价格支撑

■ 糖蜜下游：酒精需求弹性大，酵母反之

糖蜜主要应用于酒精、酵母、建筑等行业，2015 年以前，酒精占糖蜜总需求量的 60% 左右，而后随着新环保法出台，糖蜜酒精生产环保成本大幅提升，叠加下游低端白酒需求疲软，行业产销量逐年递减。且在发酵酒精的原材料构成中，糖蜜占比仅为小个位数，因此在糖蜜价格大幅上涨的情况下，酒精企业更倾向于寻求成本更低的木薯和玉米作为酿造原料。

图表 34：糖蜜酒精历史成本较玉米酒精便宜

原材料	生产 1 吨酒精消耗 (吨)	备注	价格 (元/吨)			酒精吨成本测算 (元/吨)		
			均值	中位数	最新	均值	中位数	最新
玉米	3.5	存在副产品 DDGS 可出售	2230	2200	2824	5669	5588	6968
木薯	2.8	原材料充足，售价较低	1407	1393	1781	3939	3901	4987
糖蜜	4.5	存在大量环保处理成本	1025	904	1725	4611	4068	7765
DDGS	-	-	2137	2113	2916	-	-	-

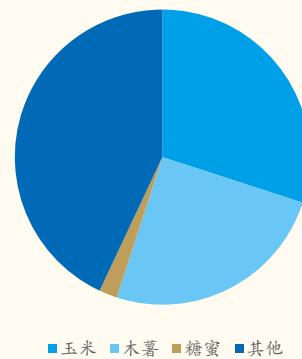
来源：Wind，国金证券研究所（注：计算价格区间为 2013.1-2022.9）

图表 35：2021 年以来糖蜜酒精成本最高



来源：Wind，国金证券研究所（注：糖蜜酒精不考虑环保成本）

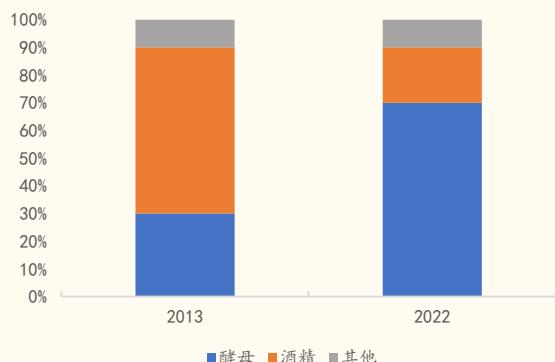
图表 36：发酵酒精对糖蜜依赖程度低



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

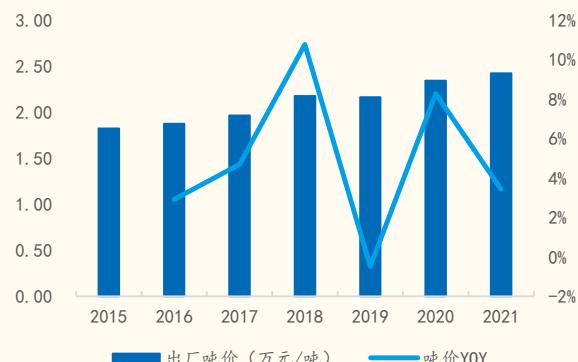
与之相反的，酵母行业产能持续扩容，对糖蜜需求逐年提升，且酵母作为寡头垄断市场，向下游传导价格能力强，提价对于销量影响较弱，导致酵母对糖蜜成本忍耐度较高，依赖度不断提升。因此，近年来酵母在糖蜜下游占比超越酒精，提升至 60%以上。

图表 37：糖蜜下游消费中酵母占比显著提升



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 38：酵母及衍生品业务吨价逐年上行



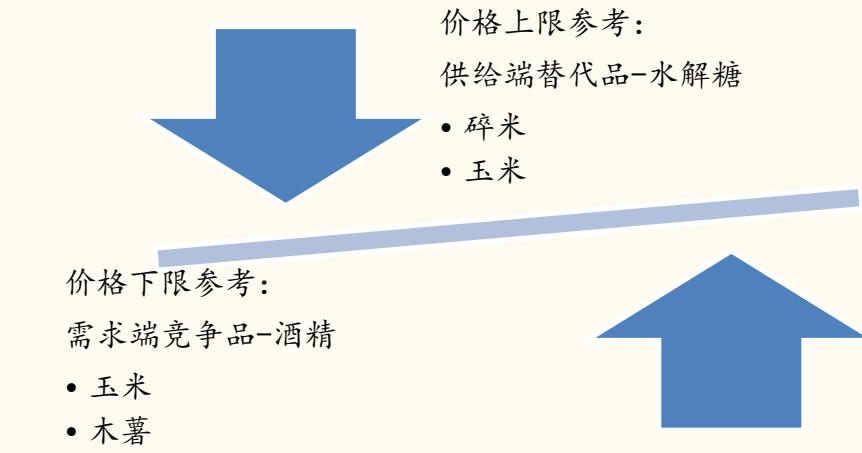
来源：Wind，国金证券研究所

2.4 糖蜜最终价格走势：存在上下限支撑，明年或下降 10%

■ 糖蜜价格具备上下限支撑

根据前文推演，我们认为糖蜜价格底部支撑为玉米酒精，倘若玉米酒精成本超过糖蜜酒精，酒精对糖蜜需求随之增长，糖蜜价格上升。根据前文的测算，中性情况下，若玉米价格短期内稳定，糖蜜价格可下降至 1260 元/吨。糖蜜价格顶部压力来自碎米水解糖，倘若生产水解糖的成本低于糖蜜，酵母将减少对于糖蜜的需求，则糖蜜价格回落。根据水解糖的相关测算，在中性条件下，若碎米价格回归历史均值，糖蜜价格最多提升至 1456 元/吨。因此，我们预计明年糖蜜的采购成本保持在 1260-1456 元/吨之间，同比降幅约 10%。从更长远的角度看，糖蜜价格存在上下限制约，因此毛利率受成本波动影响减弱。

图表 39：糖蜜价格最终回归合理区间



来源：国金证券研究所

■ 毛利率敏感性分析测算

结合上述成本分析，我们认为最终公司成本变动合理区间为-6%~2%，今年上半年公司对海外产品提价 10%（海外收入占比约 30%），国内产品去年 9、11 月分别 2 次提价，幅度约 20%，今年仍在消化中。因此我们假定酵母业务综合提价幅度为 1%~3%。最终测算结果显示中性条件下，明年酵母业务毛利率有望同比提升 3-6 pct.

图表 40：酵母业务毛利率敏感性分析测算

毛利率变动	成本变动	价格变动		
		1%	2%	3%
吨价	-6%	4.64%	5.25%	5.85%
吨成本	-4%	3.32%	3.94%	4.55%
1.62	-2%	1.99%	2.63%	3.25%
毛利率	0%	0.66%	1.31%	1.95%
33.02%	2%	-0.66%	0.00%	0.65%

来源：公司公告，国金证券研究所

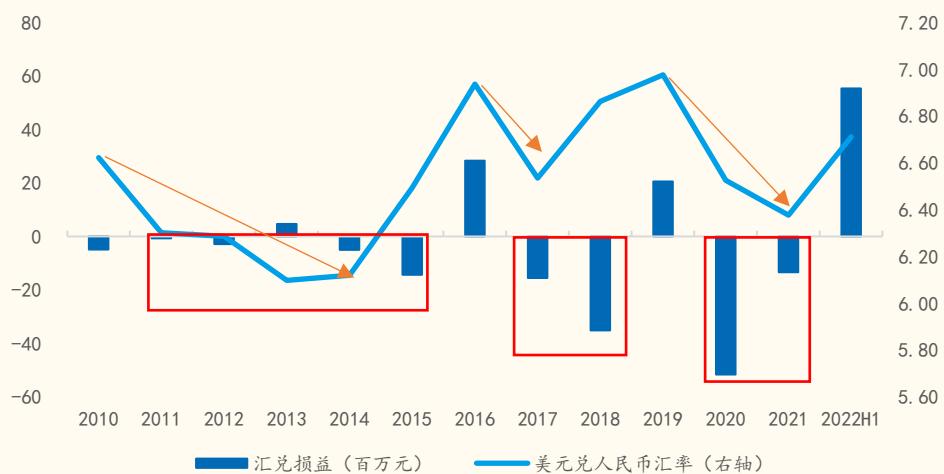
2.5 净利率影响因子:汇率、税率、非经常性损益

■ 汇率影响逐步减弱

2021 年公司总收入中 26% 来自于海外市场，其中埃及（以埃磅、美元计）、俄罗斯（以卢布计），其他国家（以美元计）。总的来看，海外市场收入主要以美元和人民币结算，因此各子公司入账时的汇率与当月结账时即期汇率间的差额产生汇兑损益。在部分美元汇率走弱的年份，如 2014-2015、2018、2020 年，公司的汇兑损失较多，同时也使得财务费用高企。

考虑到境外子公司的负债主要为美元和人民币，当地记账本位币汇率波动会影响公司经营成果的稳定性。公司自 2020 年起，将境外子公司的记账本位币变更为人民币，此举使得公司的财务状况和经营成果呈现更客观，同时有效平滑财务费用的波动。自 2019 年起，公司的财务费率逐步下降至 1% 以内，对于最终净利润的影响程度减弱。

图表 41：人民币升值年份，汇兑损益为负



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 非经常性损益&税率优惠平滑净利润波动

公司非经常性损益项目占净利润比重的平均值约 10%，而非经常性损益中，政府补助为主导。根据历史经验看，政府补助多为 0.5-1 亿元区间，往年财政扶持资金的高点一般是企业面临巨大的外部环境压力时，扣非净利润增速出现拐点往下的首年。如 2011 年，糖蜜价格继续高位波动，美元、英镑兑人民币汇率下降，产品出口走弱，公司扣非净利润同比下降 14%，政府补助约 0.93 亿元；2021 年糖蜜、海运价格大幅上涨；固定资产折旧费用大幅提升，公司扣非净利润同比下降 13%，政府补助约 2.85 亿元。

从上市至今，母公司及各子公司企业所得税率呈下降趋势，并在 2017 年后基本稳定在历史低位，其中国内主体和各子公司大多享受由高新技术、西部大开发认定的优惠税率（15%）。国外的埃及、俄罗斯公司在成立两年后，分别下调税率 2.5%/4.5%。从长远角度看，公司致力于“做国际化、专

业化生物技术大公司”的战略目标，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，主导和参与制定了酵母行业所有的国家和行业标准，连续多年被工信部评为“国家技术创新示范企业”，享受为期 3 年的税收优惠政策。

图表 42：非经常性损益占归母净利润比重较大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：子公司享受稳定的优惠税率



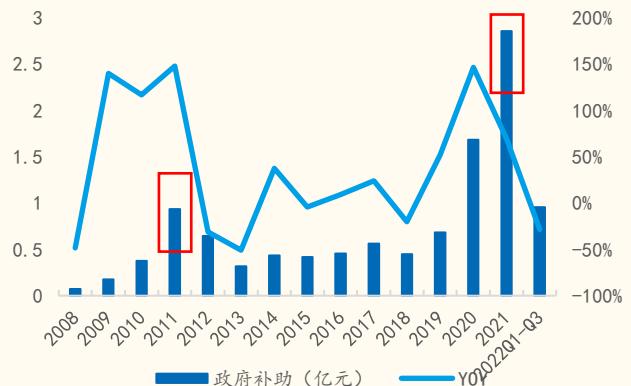
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：归母净利润 yoy 相较扣非净利润 yoy 平滑



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：政府补助帮助熨平外部压力冲击



来源：公司公告，国金证券研究所

2.6 历史因子复盘及未来展望

综合上述影响因子，我们将 2014-2021 年公司的收入和利润表现做拆解分析。影响收入的主要因素是价格（提价）和销量（产能释放），影响利润端的主要因素是糖蜜周期、折旧周期、汇率周期。

2014-2016 年（收入增速放缓，利润逐步修复） 1) 公司 YE 产能和销量快速增长，而 YE 毛利率低于主业烘焙酵母，产品结构变化导致吨价略有下滑，国外开拓不及预期导致销量增速放缓。2) 折旧费用下降+人民币汇率贬值。糖蜜价格略微增长被提价对冲；公司在建产能较多，而实际可投放产能较少，因此折旧净值同比下降；美元对人民币汇率逐步上行，人民币贬值利好出口，综上公司净利率从 4.03% 提升至 11.01%。

2017-2019 年（收入高速增长，利润增速回落） 1) 公司前期储备产能集中释放，推动销量增长。叠加逆成本周期提价，收入增速在 2018 年达到顶峰。2) 折旧费用提升+销售投放增加。虽然 17-18 年糖蜜价格处于下行周期，但 19 年开始进入上行期。同期人民币汇率大体呈现贬值趋势，出口有序恢复，公司增加销售费用投放。净利率从 14.67% 下降至 11.78%。

2020-2021 年（收入持续高增，利润显著下滑） 1) 随着公司对于海内外多项产品提价以对冲成本压力，吨价显著提升。销量也随着产能释放同步增长，

因此公司收入维持双位数增长。2) 糖蜜价格高涨+折旧费用提升+人民币汇率升值。三重因子重压下, 21年毛利率下降 6.6pct, 净利率下降 3.1pct。

展望 23 年及以后, 我们认为公司收入稳健增长, 利润逐步修复。1) 今年公司在海外跟随对手提价对冲成本压力。另外十四五扩产进度受疫情影响, 将集中延迟至 23-24 年释放。收入端仍能维持 CAGR=17% 左右增长。2) 糖蜜价格回落+人民币汇率走弱+销售费率收缩, 我们预计 22 年已在经营底部, 23 年净利率大概率企稳回升, 且有望恢复至 20 年同期水平。

图表 46: 公司净利率受到糖蜜、产能、汇率等因素扰动

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营收分析								
收入	销量 yoy	20. 81%	13. 48%	8. 25%	11. 90%	12. 10%	7. 92%	9. 01%
	均价 yoy	-4. 09%	-0. 57%	2. 91%	4. 71%	10. 76%	-0. 49%	8. 28%
	收入 yoy	15. 87%	12. 83%	11. 40%	17. 17%	24. 16%	7. 38%	18. 04%
	是否完成收入目标	完成率 104. 4%	未完成	完成率 100. 2%	完成率 103. 3%	完成率 102. 9%	未完成	完成率 102. 4%
提价&扩产周期	△产能 (万吨)	2. 68	1. 31	1. 85	1. 82	4. 39	1. 22	1. 06
	提价形式和内容	埃及↑	YE 与酵母↑ 5%	大部分↑ 3%-4%			俄罗斯略微↑	小包装和海外 B 端 20%-30%
毛利润率分析								
毛利率	毛利率	30. 80%	32. 30%	34. 87%	41. 69%	39. 07%	40. 92%	39. 66%
	毛利率 yoy	-0. 67%	1. 50%	2. 57%	6. 82%	-2. 62%	1. 85%	-1. 26%
糖蜜周期	糖蜜价格 yoy	8. 43%	12. 18%	5. 87%	-18. 64%	-7. 15%	11. 50%	11. 66%
	影响糖蜜价格的主要因素	玉米价格↑	甘蔗产量↓	甘蔗产量↓	玉米价格↓	甘蔗产量↑	玉米价格↑	玉米价格↑
折旧周期	固定资产折旧净值 yoy	11. 66%	-4. 39%	-2. 93%	3. 27%	40. 86%	13. 83%	-11. 93%
	主要的产能建设	无	2 条小产线	3 条小产线	3 条大产线	1 条大产线	1 条大产线	无
归母净利润分析								
归母净利润	归母净利润 yoy	0. 51%	90. 29%	91. 04%	58. 33%	1. 12%	5. 23%	52. 14%
	是否完成利润目标	未完成	-	-	-	-	-	完成率 135. 8%
	净利率	4. 03%	6. 65%	11. 01%	14. 67%	12. 81%	11. 78%	15. 35%
	净利率 yoy	-0. 67%	2. 62%	4. 36%	3. 66%	-1. 85%	-1. 03%	3. 57%
汇率周期	国外收入占比	33. 16%	31. 63%	29. 73%	29. 90%	29. 10%	28. 88%	28. 36%
	美元兑人民币汇率	6. 119	6. 494	6. 937	6. 534	6. 863	6. 976	6. 525
销售周期	销售费率	11. 72%	11. 00%	11. 46%	10. 89%	11. 31%	11. 57%	7. 23%
	销售策略	C 端转型			全球化铺开			降本增效
其他因素	政府补助/归母净利润	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%
	其他业务亏损情况	制糖亏损			制糖亏损减少			制糖亏损
	公司税率变化	德宏 ↓ 10%		埃及 ↓ 2. 5%				

来源: 公司公告, 国金证券研究所

三、增长点: 海外空间充足, YE 成长可期

3.1 烘焙酵母空间充足, 海外产能有的放矢

■ 欧睿数据显示, 全球酵母市场规模增速稳定在 2%-3% (除 2020 年), 预计到 2022 年达到 293 万吨。相比之下, 欧洲酵母市场总规模接近饱和, 2018 年起呈现下降趋势, 5 年 CAGR 为 -1.15%。欧洲作为酵母技术和产业的起源地, 汇集了全球约 40% 的酵母产能, 但实际消费量占比仅 13%, 酵母行业在全球供需呈现地域性失衡的特征。

图表 47: 2022E 全球酵母市场规模年复合规模增速约 4%



图表 48: 2022E 欧洲酵母市场规模年复合规模增速为负

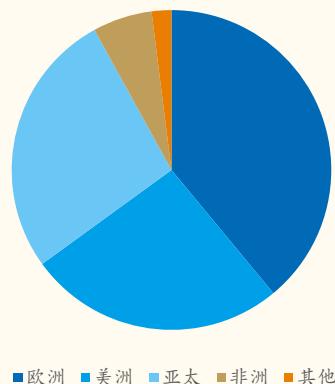


来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

■ 目前酵母的需求增量集中在亚洲、非洲、中东等地区，主要与饮食习惯和人口增量相关。根据世界银行数据显示，非洲、大洋洲人口增速较快，且主食多为烘焙面食；亚洲人口基数大，随着东西方饮食习惯交融，烘焙面食占比持续提升。公司根据就近原则，通过埃及、俄罗斯工厂将产品出口至非洲、中东、亚太地区，但由于国外工厂目前产能较少（埃及：2万吨酵母+1.2万吨YE，俄罗斯：2万吨），仍有大部分海外需求难以快速满足。

图表 49：酵母产能主要分布在欧洲地区



来源：Statista, 国金证券研究所

图表 50：亚、非成为酵母需求的增量市场



来源：The World Bank, 国金证券研究所

■ 假定 1) 面包发酵过程中酵母的添加比例约为 0.8%-1.5%，假定面包和干酵母的配比为 100: 1。2) 国内随着人口增速放缓，传统面食趋于饱和，而烘焙面食仍有较大增长空间。3) 未来 5 年各地区人均面包消耗量、人口增速保持稳定。我们测算得到未来 10 年世界范围内有 17 万吨酵母需求增量，主要集中在非洲、亚太、美洲等地区。

图表 51：世界未来 10 年预计仍有 17 万吨面包酵母需求空间

	世界	非洲	亚洲	欧洲
2021 年人口总量 (亿人)	46.41	13.41	46.41	7.48
近 5 年人口增速	0.99%	2.54%	0.92%	0.12%
人均消耗面包量 (千克)	18.7	13.9	10.1	48.6
现有需求量 (万吨)	145.76	18.63	46.87	36.34
10 年后需求量 (万吨)	162.62	23.95	51.37	36.78

来源：The World Bank, Statista, 国金证券研究所

3.2 YE 龙头地位稳固，国内需求有待释放

■ YE（酵母抽提物）作为天然食品属性的调味原料，富含丰富的氨基酸、肽、多肽、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素等多种成分，更符合健康化发展趋势，同时具备减盐、降糖、丰富鲜味、除异味等多方面的特点，目前 YE 被广泛运用于各种休闲食品、调味品、肉制品等食品加工领域。

图表 52：YE 对比其他增鲜剂具备多重优点

增鲜剂	成分	优势	缺点	吨价 (万元/吨)
味精	L-谷氨酸钠 (MSG)	价格低	含盐较多	0.7~1
强力味精	核苷二酸钠 (I+G)	增鲜强效	目标群体不全面	7~9
动物水解蛋白	HAP	对机体更有保健作用	可能含有 3-MPCD 等	2.5~2.8
YE	酵母衍生物	天然健康，定味型功能	成本相对较高	2.5~3

来源：国金证券研究所

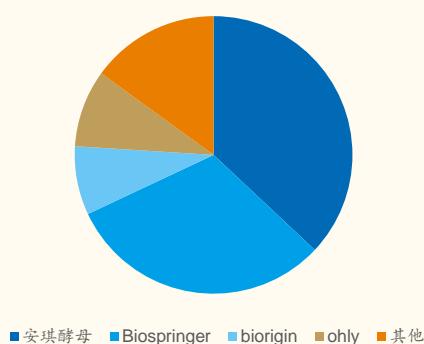
■ 在供给端，2021 年 YE 全球产量超 32 万吨，公司产能设计约 10 万吨，目前位居全球第一，乐斯福第二（7.6 万吨）。在需求端，2021 年全球 YE 销量约 30.63 万吨，国内 YE 销量约 4.41 万吨，位居世界第二。此外，全球 YE 供需两端也呈现地域不均衡特征。根据以上测算可知，国内产能占世界比约 31.3%，而销量占比仅 14.4%，国内大部分 YE 用于出口海外。

图表 53：全球 YE 产量目前超过 32 万吨（单位：万吨）



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 54：安琪酵母目前 YE 产能位居世界第一



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 55：全球 YE 销量 2021 年约 31 万吨



来源：欧睿，国金证券研究所

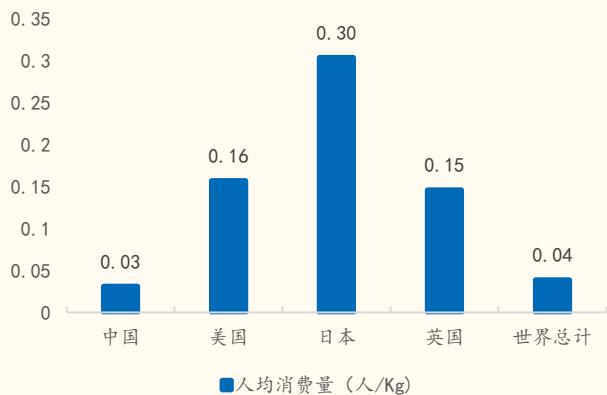
图表 56：2021 年中国 YE 消费量占比约 14.4%



来源：欧睿，国金证券研究所

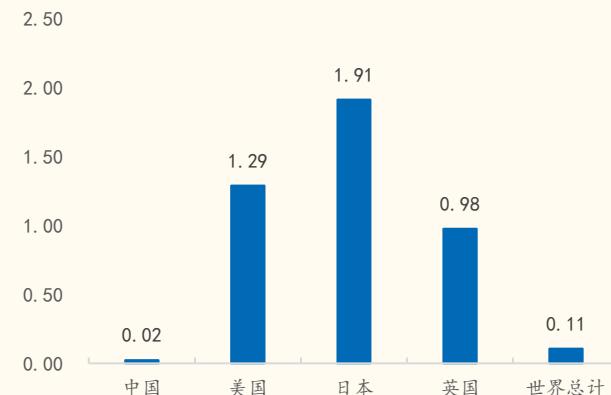
■ YE 未来市场增量可从两条逻辑测算。1) 随着大众减盐健康意识提升，YE 人均消费量不断增加。从人均消费量角度，我国远低于美国和日本。2021 年我国 YE 人均消费量仅 0.03kg，对标欧美、日本等国家还有 5-10 倍增长空间，同时也低于世界平均水平。2) YE 对味精替代率提升。我国是味精产销量最大的国家，2021 年中国产量 216 万吨（占世界比重 72.48%），销量 180 万吨（占世界比重 62.28%），但我国的 YE 与味精需求量比例仅为 2%，约为世界平均水平的 1/5，预计未来仍有较大的替代空间。

图表 57: 2021 年中国人均 YE 消费量约为日本的 1/10



来源: 欧睿, The World Bank, 国金证券研究所

图表 58: 2021 年我国 YE 与味精需求量比例较低



来源: 欧睿, 中国淀粉工业协会, 国金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

4.1 酵母及衍生加工业务预测

公司业务中酵母及衍生加工占比最高, 长期稳定在 75%左右, 且十四五规划仍以酵母、YE 产能建设为主。公司执行“按需定产, 供销匹配”的思路, 按历史经验, 产能投放节奏稳健, 年度销量增速平滑。因此我们预计销量扩张与产能建设大体匹配。

1) 销量: 由于今年受到疫情扰动, 下游烘焙工厂开工率低, 需求端承压。叠加去年公司率先提价且幅度较高, 部分客户接受意愿弱。但今年上半年竞品小幅多次提价, 行业提价大环境形成, 客户回补需求显现, 22Q3 酵母及衍生加工的收入增速约 8% (H1 约 6%), 但假定去年综合提价 15%, 销量仍有位数下滑。若 Q4 旺季销量回升, 需求持续改善, 今年酵母及衍生加工销量增速预计为 3%。随着后续产能逐步释放, 下游需求回暖, 海外业务延续高增长, 预计 22-24 年销量增速提升至 7%-8%, 匹配产能端增长。

2) 价格: 去年 3 月、11 月分批次对 C 端、B 端产品提价 20%以上, 今年 5 月在海外埃及地区提价 10%应对糖蜜价涨价压力。综合来看, 去年吨价仅提升 3.4%, 预计大部分收入延后至今年体现, 假定今年价格涨幅为 11%。23-24 年公司按照常规提价转移节奏, 即年吨价涨幅为 4%-5%。由此我们预计酵母及衍生加工业务 22-24E 收入分别为 91/102/115 亿元, 增速分别为 13.8%/12.4%/12.3%。

图表 59: 公司去年在国内率先提价, H12022 竞品跟随提价

公司	提价时间	提价品类	提价详情	提价幅度
安琪酵母	2021 年 9 月	酵母	干酵母、半干酵母、鲜酵母出厂吨价分别上调 6000-8000/6000-8000/2000-2500 元	20%-30%
	2021 年 10 月	动物营养、YE	动物营养酵母类整体价格上调 20%, YE 出厂价上调 10%-15%	10%-20%
	2021 年 11 月	食品原料	无铝害膨松剂类、馒头面包改良剂类、面包蛋糕乳化剂类、脱模油类、鸡精类产品每吨价格分别上调 3000/1000-2000/1000-3000/2000/2000-5000 元	30%
乐斯福	2022 年 5 月	酵母及衍生品	埃及、俄罗斯工程产品价格上调 10%	10%
	2021 年 11 月; 2022Q2 小幅多次提价	酵母	500g/5kg 产品涨价 6000-10000 元/吨, 鲜酵母全年涨价 2500 元/吨	20%-30%
			450g/500g 中高端干酵母价格上调 11%-20%	11%-20%
			丹宝利部分 500g 干酵母价格上调 1500 元/吨 燕牌酵母全系列产品、湘桂牌部分干酵母、丹宝利&金桂牌小包装干酵母上调 5%	5%-10% 5%

英联马利	2021年10月；2022年3月多次提价	酵母	鲜酵母出厂价上调 2000 元/吨，500g/5kg 出厂价上调 6000 元/吨	30%
	2021年11月	膨松剂	鲜酵母价格上涨 2000 元/吨 无铝含泡打粉、膨松剂类产品上调 2000-2500 元/吨	20%-30%

来源：各公司公告，国金证券研究所

3) 成本：今年糖蜜成本参考去年 11 月-今年 4 月榨季采购均价（同比增长 15%）以及外购水解糖均价（1700 元/吨），叠加海运费上半年仍处于高位（同比增长 60%-80%），预计 22 年糖蜜、运费影响总成本约 12%。从折旧费用考虑，22-23 年为产能投放密集期，预计年新增折旧 1 亿元左右，同比涨幅约 20%，制造费用影响总成本约 3%。综合预计 22 年成本涨幅约 15%。结合前述毛利率敏感性测算，23-24E 随着糖蜜采购均价回落至 1200-1300 元/吨，水解糖替代比例提升，且运费价格回落，后续毛利率有望修复至 2020 年水平。

图表 60：酵母及衍生加工业务盈利拆分

酵母及衍生加工行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入占比	80.2%	77.4%	76.3%	81.9%	76.8%	77.7%	74.8%	72.1%	69.1%	66.5%
销售收入（百万元）	3377.01	3762.17	4407.64	5472.97	5877.14	6936.96	7984.18	9087.19	10209.46	11467.27
收入 YOY		11.4%	17.2%	24.2%	7.4%	18.0%	15.1%	13.8%	12.4%	12.3%
销售成本	2286.24	2450.30	2570.10	3334.68	3472.21	4185.76	5347.80	6334.47	6574.55	6958.50
吨成本	1.23	1.22	1.15	1.33	1.28	1.41	1.62	1.87	1.81	1.77
吨成本 YOY		-0.99%	-6.27%	15.75%	-3.51%	10.58%	14.81%	15.0%	-3.0%	-2.0%
销售毛利	1090.78	1311.87	1837.55	2138.29	2404.93	2751.20	2636.38	2752.7	3634.9	4508.8
毛利率	32.30%	34.87%	41.69%	39.07%	40.92%	39.66%	33.02%	30.3%	35.6%	39.3%
销量（万吨）	18.53	20.06	22.45	25.16	27.15	29.60	32.94	33.9	36.3	39.2
销量 YOY		8.2%	11.9%	12.1%	7.9%	9.0%	11.3%	3.0%	7.0%	8.0%
出厂吨价（万元/吨）	1.82	1.88	1.96	2.18	2.16	2.34	2.42	2.68	2.81	2.92
吨价 YOY		2.9%	4.7%	10.8%	-0.5%	8.3%	3.4%	10.5%	5.0%	4.0%

来源：Wind，国金证券研究所（注：标黄为预测值）

4.2 其他主营业务预测

除了酵母及衍生加工品外，其他板块收入占比低，且毛利率偏低，不贡献主要利润。其中制糖业务收入 2019-2021 年处于亏损状态，我们预计其 22-24E 占总收入的比重稳定在 10% 左右。包装业务占比较小，但增速较快，预计随着子公司分拆上市，该部分业务增速逐年提升。奶制品业务今年已经剥离，仅计入今年一季度收入。电商、酶制剂、食品原料基数低属于其他业务，且疫情影响下增速快，今年 Q1-Q3 累计收入增速超 50%，我们预计 22 年仍保持前三季度增速，23-24E 随着基数扩大，增速逐步放缓。

总的来看，预计 22-24E 公司总营收分别为 126.1/147.8/172.3 亿元，分别同比增长 18.1%/17.2%/16.5%；综合毛利率 22-24E 分别为 26.0%/28.7%/30.2%。

图表 61: 其他业务板块拆分预测

合计	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4213.36	4860.53	5775.73	6685.60	7652.75	8933.04	10675.33	12610.17	14783.19	17231.92
营收YOY		15.36%	18.83%	15.75%	14.47%	16.73%	19.50%	18.12%	17.23%	16.56%
毛利率	29.9%	32.6%	37.6%	36.3%	35.0%	34.0%	27.3%	26.0%	28.7%	30.2%
酵母及衍生加工行业										
销售收入 (百万元)	3377.01	3762.17	4407.64	5472.97	5877.14	6936.96	7984.18	9087.19	10209.46	11467.27
收入YOY		11.4%	17.2%	24.2%	7.4%	18.0%	15.1%	13.8%	12.4%	12.3%
毛利率	32.3%	34.9%	41.7%	39.1%	40.9%	39.7%	33.0%	30.3%	35.6%	39.3%
制糖业										
销售收入 (百万元)	122.10	189.61	331.49	324.31	490.73	624.04	1050.85	1259.97	1482.99	1709.29
收入YOY		55.3%	74.8%	-2.2%	51.3%	27.2%	68.4%	19.9%	17.7%	15.3%
毛利率	-2.6%	10.8%	19.1%	7.4%	-8.8%	-5.4%	-3.0%	1.7%	-4.7%	-10.9%
包装行业										
销售收入 (百万元)	140.04	165.76	186.42	229.32	278.95	334.03	419.49	506.53	658.49	893.44
收入YOY		18.4%	12.5%	23.0%	21.6%	19.7%	25.6%	20.8%	30.0%	35.7%
毛利率	18.8%	24.9%	23.2%	13.6%	19.8%	21.4%	14.7%	14.7%	14.7%	20.7%
其他业务收入										
销售收入 (百万元)	524.85	689.47	792.94	600.99	947.41	991.62	1158.21	1737.32	2432.25	3161.92
收入YOY		31.4%	15.0%	-24.2%	57.6%	4.7%	16.8%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	24.8%	28.4%	27.0%	36.2%	25.8%	24.1%	20.3%	24.3%	24.0%	22.0%
奶制品行业										
销售收入 (百万元)	49.36	53.52	57.24	58.01	58.53	46.38	62.60	19.16		
收入YOY		8.4%	6.9%	1.4%	0.9%	-20.8%	35.0%	-69.4%		
毛利率	30.6%	28.9%	27.3%	29.2%	29.1%	20.5%	27.1%	33.5%		

来源: Wind, 国金证券研究所

4.3 三大费率预测

近年来原材料价格骤增，行业内普遍采取“将本增效”举措对冲成本压力，公司在 2020 年销售费率下滑约 4 pct, 2021 年继续下滑 1 pct。今年成本继续承压，且疫情制约投放场景，销售费用预计下滑至 6%。预计随国内需求回暖，国际市场打开，23-24 年销售费率逐步提升。管理费用方面，今年仍然坚持精细化费用管理政策，且股份支付额递减，预计今年管理费率下行至 3.3%，预计 23-24 年略有回升。研发费用方面，公司致力于打造酵母衍生品第二成长曲线，近年来布陆续布局了合成生物学等领域，预计 22-24E 研发费率持续提升至 4.8%。

图表 62: 22-24E 三项费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费率	11.57%	7.23%	6.26%	6.00%	6.20%	6.30%
管理费率	3.34%	3.51%	3.37%	3.30%	3.40%	3.50%
研发费率	4.36%	4.32%	4.45%	4.35%	4.60%	4.80%

来源: Wind, 国金证券研究所

4.4 可比估值及投资建议

- 公司在 2020 年股权激励草案中提出的限售解除考核目标，规定以 2017-2019 年业绩均值为基数，20-22 年的 ROE、净利润增长率均不低于行业平均增速，同时规定了行业平均的范畴为“食品制造业”。考虑到公司属于酵母细分领域的龙头公司，我们选取酱油龙头海天、中炬；定制餐调龙头日辰；酱腌菜龙头涪陵榨菜；肉制品龙头双汇；粮油龙头金龙鱼作为可比公司，以上取均值得到 22-24 年可比 PE 为 38x/29x/24x。
- 酵母行业具备重资产特征，进入壁垒极高；同时受到产能、成本、折旧、汇率等多重因素扰动，净利率波动较大。公司作为行业龙头，有望通过全球产能布局加速开拓海外市场；随着规模效应凸显，公司在存量市场份额亦可持续提升。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 13.10/16.47/20.48 亿元，分别同比增长 0.1%/25.7%/24.4%，对应 EPS 分别为 1.51/1.

90/2.36 元。我们给予公司 23 年可比平均 PE 29x，对应目标价 54.96 元/股，首次覆盖给予“买入”评级

图表 63：可比公司估值表

股票代码	公司	股价 (元/股)	EPS(元)					PE (倍)				
			20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
603288.SH	海天味业	73	1.98	1.58	1.48	1.75	2.05	37	46	49	41	35
600872.SH	中炬高新	33	1.12	0.94	0.92	1.11	1.31	30	35	36	30	25
603755.SH	日辰股份	38	0.82	0.82	0.72	1.03	1.37	47	47	53	37	28
002507.SZ	涪陵榨菜	25	0.98	0.87	1.09	1.25	1.42	25	28	23	20	17
300999.SZ	金龙鱼	41	1.21	0.76	0.78	1.17	1.47	34	54	53	35	28
000895.SZ	双汇发展	25	1.86	1.40	1.67	1.80	1.99	13	17	15	14	12
均值								31	38	38	29	24
600298.SH	安琪酵母	41	1.66	1.59	1.53	1.94	2.40	24	25	26	21	17

来源：Wind，国金证券研究所（EPS 采用 Wind 一致预期，股价采用 2022 年 11 月 7 日收盘价）

五、风险提示

- **疫情反复风险：**若新冠病毒变异引发疫情反复，餐饮业恢复不及预期，将公司下游工业大客户开工率可能继续降低。另外，消费场景和消费信心的缺失均可能影响公司各渠道销售收入。
- **市场竞争加剧风险：**目前酵母行业呈现寡头垄断格局，若市场竞争加剧，则可能引发恶性价格战，扰乱市场经营秩序，公司存在竞争力和盈利水平下降的风险。
- **限售股解禁风险：**公司将于 2022 年 12 月解禁 3665.19 万股，实际解禁市值 14.79 亿元，占总市值比例为 4.22%。机构配售股份解禁可能对公司股价造成一定影响。
- **汇率波动风险：**近年来公司海外业务占比提升（H122 占比 31%），且海外交易结算容易受到美元、卢布、埃磅等多种币值汇率影响。若人民币未来走强，可能对公司出口、汇兑损益造成一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	
增长率	7,653	8,933	10,675	12,610	14,783	17,232	应收款项	664	1,107	1,296	1,508	1,729	
主营业务成本	16.7%	19.5%	18.1%	17.2%	16.6%		存货	971	1,012	1,410	1,868	2,094	
%销售收入	-4,974	-5,896	-7,757	-9,333	-10,538		其他流动资产	1,992	1,993	2,251	2,941	3,176	
	65.0%	66.0%	72.7%	74.0%	71.3%			239	333	511	660	662	
毛利	2,679	3,037	2,918	3,277	4,245	5,203	流动资产	3,866	4,445	5,468	6,976	7,661	
%销售收入	35.0%	34.0%	27.3%	26.0%	28.7%	30.2%	%总资产	39.0%	41.1%	40.7%	41.0%	41.1%	
营业税金及附加	-69	-79	-87	-101	-118	-138	长期投资	63	261	405	785	775	
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	5,539	5,537	6,584	8,070	8,937	
销售费用	-885	-646	-668	-757	-917	-1,086	%总资产	55.9%	51.2%	49.0%	47.4%	47.9%	
%销售收入	11.6%	7.2%	6.3%	6.0%	6.2%	6.3%	无形资产	340	410	581	667	752	
管理费用	-256	-314	-359	-416	-503	-603	非流动资产	6,041	6,362	7,978	10,032	10,990	
%销售收入	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%	3.5%	%总资产	61.0%	58.9%	59.3%	59.0%	58.4%	
研发费用	-333	-386	-475	-549	-680	-827	资产总计	9,907	10,807	13,446	17,008	18,651	
%销售收入	4.4%	4.3%	4.5%	4.4%	4.6%	4.8%						20,475	
息税前利润 (EBIT)	1,135	1,612	1,329	1,455	2,028	2,549	短期借款	854	1,284	2,193	3,132	3,068	
%销售收入	14.8%	18.0%	12.4%	11.5%	13.7%	2,954	应付款项	1,248	1,239	1,760	1,920	2,164	
财务费用	-78	-104	-79	-149	-311	-312	其他流动负债	886	603	516	466	690	
%销售收入	1.0%	1.2%	0.7%	1.2%	2.1%	2.76	流动负债	2,988	3,125	4,469	5,517	5,922	
资产减值损失	-16	-42	-38	-20	-10	-10	长期贷款	1,429	1,245	1,468	1,768	1,968	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	192	249	308	315	351	
投资收益	-7	-3	8	15	6	6	负债	4,609	4,619	6,245	7,600	8,241	
%税前利润	n.a	n.a	0.5%	1.0%	0.3%	8.823	普通股股东权益	5,030	5,890	6,854	9,048	10,037	
营业利润	1,099	1,626	1,499	1,501	1,893	2,353	其中：股本	824	824	833	869	869	
营业利润率	14.4%	18.2%	14.0%	11.9%	12.8%	13.7%	未分配利润	3,433	4,380	5,270	6,056	7,044	
营业外收支	10	2	18	20	15	13	少数股东权益	268	298	347	360	386	
税前利润	1,109	1,627	1,517	1,521	1,908	2,369	负债股东权益合计	9,907	10,807	13,446	17,008	18,651	
利润率	14.5%	18.2%	14.2%	12.1%	12.9%	2.369						20,475	
所得税	-169	-205	-195	-198	-248	-308	比率分析						
所得税率	15.3%	12.6%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	940	1,422	1,321	1,323	1,660	2,061	每股指标						
少数股东损益	38	51	13	13	13	13	每股收益	1.094	1.664	1.571	1.508	1.895	2.357
非现金支出	486	551	601	601	661	728	每股净资产	6.104	7.147	8.230	10.413	11.550	12.964
非经营收益	118	108	101	273	284	295	每股经营现金净流	1.573	2.268	1.584	1.162	3.004	3.421
营运资金变动	-247	-212	-704	-1,187	5	-111	每股股利	0.400	0.500	0.500	0.603	0.758	0.943
经营活动现金净流	1,296	1,869	1,319	1,010	2,611	2,974	回报率						
资本开支	-815	-777	-1,978	-2,224	-1,547	-1,646	净资产收益率	17.92%	23.29%	19.09%	14.48%	16.41%	18.18%
投资	0	0	27	0	0	0	总资产收益率	9.10%	12.69%	9.73%	7.70%	8.83%	10.00%
其他	0	0	0	-385	6	6	投入资本收益率	12.65%	16.02%	10.54%	8.75%	11.27%	13.04%
投资活动现金净流	-815	-777	-1,951	-2,609	-1,541	-1,640	增长率						
股权募资	0	3	268	1,408	0	0	主营业务收入增长率	14.47%	16.73%	19.50%	18.12%	17.23%	16.56%
债权募资	2	-266	1,119	1,207	136	86	EBIT 增长率	3.48%	41.96%	-17.55%	9.48%	39.37%	25.73%
其他	-430	-203	-547	-802	-983	-1,150	净利润增长率	5.23%	52.14%	-4.59%	0.12%	25.71%	24.37%
筹资活动现金净流	-427	-467	840	1,813	-847	-1,064	总资产增长率	10.32%	9.09%	24.41%	26.50%	9.66%	9.78%
现金净流量	77	655	190	214	223	270	资产管理能力						
							应收账款周转天数	37.7	32.9	32.9	39.2	37.0	36.0
							存货周转天数	141.7	123.3	99.9	115.0	110.0	103.0
							应付账款周转天数	69.4	62.1	56.6	63.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	247.8	212.6	193.5	170.6	147.2	126.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	30.56%	22.98%	32.84%	36.05%	31.76%	26.81%
							EBIT 利息保障倍数	14.5	15.5	16.9	9.7	6.5	8.2
							资产负债率	46.53%	42.74%	46.44%	44.68%	44.19%	43.09%

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	4	25	32	59	76
增持	3	11	11	18	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.43	1.31	1.26	1.23	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-26	买入	53.05	N/A
2	2021-04-16	买入	58.33	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402