

安琪酵母 (600298.SH) 成本拐点，估值和业绩有望双击

2022年11月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

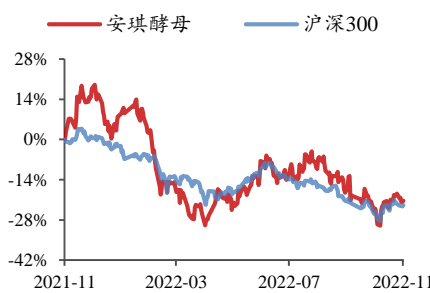
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2022/11/25 |
| 当前股价(元) | 40.62 |
| 一年最高最低(元) | 64.85/35.60 |
| 总市值(亿元) | 352.98 |
| 流通市值(亿元) | 334.74 |
| 总股本(亿股) | 8.69 |
| 流通股本(亿股) | 8.24 |
| 近3个月换手率(%) | 51.12 |

股价走势图



数据来源：聚源

● 成本拐点，利润弹性大

我们认为公司成本有望迎来拐点，未来 2-3 年公司利润弹性有望持续、快速释放。预计 2022-2024 年归母净利润 13.34、16.94、22.35 亿元，同比增 2.0%、26.9%、32.0%，对应 2022-2024 年 EPS 元 1.54、1.95、2.57 元，当前股价对应 2022-2024 年 26.8、21.1、16.0 倍 PE。公司成本迎来拐点，未来三年有望释放利润弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

● 十四五规划积极，公司收入有望保持快速增长

公司十四五期间即 2025 年营收目标约 200 亿元，目标规划积极，据此测算 2021-2025 年 CAGR 为 21.84%。我们预计酵母及其衍生品主业贡献主要增速，YE 等业务快速增长、国际市场拓展有望加速，国内、国际产能也有望加速落地。从历史经验来看，公司收入一直保持稳定增长，收入目标实现有较高确定性。

● 国有资本定增、大股东增持、激励改善，彰显发展后劲

(1) 公司于 2022 年 6 月完成定增、筹备新产能。实际控制人宜昌国资委，及兴山县国资委旗下资本平台参与定增，共计 1.8 亿元、定增价格 38.47 元/股，彰显国有资本对公司长期发展信心。(2) 公司大股东宜昌集团先后增持 511 4 万元、增持均价 40.72 元/股。(3) 2021 年 5 月公司股权激励计划，共授予 878 万股、覆盖 734 名员工；同时高管薪酬考核兼顾收入和利润增速，共享企业发展成果。

● 糖蜜原料成本有望回落，成本迎来下降周期

利润弹性取决于原料端糖蜜价格。(1) 糖蜜供给略增：2022/23 榨季预计糖料种植面积 2043 万亩，同比增 3.3%，主因北方甜菜种植面积回升。(2) 糖蜜需求回落：公司以水解糖逐渐替代糖蜜，现有产能有望替代 20-25% 糖蜜需求。糖蜜酒精需求有望随大宗油价、酒精价格回落而回落。综合来看，糖蜜需求边际回落。

(3) 糖蜜价格拐点：2021-2022 年糖蜜价格超高位运行，价格回归趋势明显。我们认为糖蜜价格拐点将至，未来 2-3 年糖蜜价格有望步入下降周期。

● 风险提示：汇率风险、需求低迷风险、制糖等业务波动风险。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,933 | 10,675 | 12,658 | 14,737 | 16,871 |
| YOY(%) | 16.7 | 19.5 | 18.6 | 16.4 | 14.5 |
| 归母净利润(百万元) | 1,372 | 1,309 | 1,334 | 1,694 | 2,235 |
| YOY(%) | 52.1 | -4.6 | 2.0 | 26.9 | 32.0 |
| 毛利率(%) | 34.0 | 27.3 | 25.2 | 27.2 | 29.0 |
| 净利率(%) | 15.4 | 12.3 | 10.5 | 11.5 | 13.2 |
| ROE(%) | 23.0 | 18.4 | 16.6 | 18.2 | 20.1 |
| EPS(摊薄/元) | 1.58 | 1.51 | 1.54 | 1.95 | 2.57 |
| P/E(倍) | 26.1 | 27.3 | 26.8 | 21.1 | 16.0 |
| P/B(倍) | 6.1 | 5.2 | 4.6 | 4.0 | 3.3 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1、十四五规划目标积极 | 4 |
| 1.1、营收持续稳定增长，奠定业务拓展基础 | 4 |
| 1.2、十四五目标积极，积极拓展国际市场 | 5 |
| 2、国有资本定增、大股东增持、激励改善，彰显发展后劲 | 7 |
| 2.1、国有资本参与定增、大股东增持，彰显公司发展信心 | 7 |
| 2.2、股权激励、高管薪酬考核收入和利润增速 | 9 |
| 3、糖蜜价格有望迎来拐点，利润弹性有望释放 | 11 |
| 3.1、利润弹性取决于糖蜜价格，糖蜜价格呈现周期性波动 | 11 |
| 3.2、水解糖替代糖蜜需求，糖蜜酒精需求有望边际回落 | 13 |
| 3.3、糖蜜供给同比略增，十四五糖蜜供给有望持续增加 | 16 |
| 3.4、海运费用峰值已过，人民币贬值刺激出口 | 16 |
| 4、盈利预测与投资建议 | 18 |
| 4.1、核心假设与盈利预测 | 18 |
| 4.2、估值与投资建议 | 18 |
| 5、风险提示 | 19 |
| 附：财务预测摘要 | 20 |

图表目录

| | |
|------------------------------------------------------------|----|
| 图 1： 公司营收大体保持两位数增长 | 4 |
| 图 2： 公司净利润规模整体上升趋势明显，但波动较大 | 4 |
| 图 3： 酵母类产品毛利率居于高位，其余品类毛利率波动较大 | 5 |
| 图 4： 安琪酵母：围绕酵母核心业务，拓展衍生品空间 | 5 |
| 图 5： 酵母产能稳定增长，产能周期明显（单位：万吨） | 6 |
| 图 6： 酵母、制糖相关业务占比超过 90% | 6 |
| 图 7： 国有资本定增约 1.8 亿元，股东回购超 5000 万元，彰显发展信心 | 8 |
| 图 8： 公司第一大股东为安琪集团，实控人为宜昌国资委 | 8 |
| 图 9： 国有资本宜昌兴发参与定增 | 9 |
| 图 10： 宜昌国有资本控股参与定增 | 9 |
| 图 11： 股权激励调动员工积极性，管理层考核兼顾收入和利润增速，为十四五规划目标护航 | 10 |
| 图 12： 糖蜜成本占公司生产成本近 45% | 12 |
| 图 13： 2009-2020 年糖蜜价格在 700-1260 元/吨区间周期性波动 | 12 |
| 图 14： 近十年国内糖料种植面积波趋于稳定 | 13 |
| 图 15： 甘蔗种植面积相对甜菜波动较小 | 13 |
| 图 16： 食糖及糖蜜产量相对稳定，并保持 3.5：1 比例关系 | 13 |
| 图 17： 2022 年 5 月酒精指数达历史峰值 7269，6 月起逐渐回落 | 14 |
| 图 18： 糖蜜酒精出厂价：2022 年 8 月达历史峰值近 8400 元/吨，9 月开始回落（单位：元/吨） | 15 |
| 图 19： 玉米酒精出厂价：2022 年 6 月底达历史峰值近 7500 元/吨，7 月底开始回落（单位：元/吨） | 15 |
| 图 20： 玉米均价：2021 年 2 月达历史峰值近 3000 元/吨，同年 5 月开始阶段性回落（单位：元/吨） | 15 |
| 图 21： 海运成本于一季度达到历史峰值，已呈回落趋势 | 17 |
| 图 22： 人民币 2022Q2 有所贬值 | 17 |
| 图 23： 美元兑卢布持续走高 | 18 |
| 图 24： 美元兑埃及镑 1：4 趋于稳定 | 18 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 公司积极布局新产能 | 7 |
| 表 2: 大股东安琪集团增持 5114 万元..... | 9 |
| 表 3: 股权激励覆盖 8% 员工, 调动员工积极性 | 10 |
| 表 4: 股权激励考核目标主要以营收规模和净利润考核为主 | 11 |
| 表 5: 股权激励考核要求营收增速较快增长、利润稳步增长 | 11 |
| 表 6: 45 万吨水解糖工厂已经投产 | 14 |
| 表 7: 玉米、碎米、小麦淀粉含量较高 | 14 |
| 表 8: 2022/23 年榨季糖料种植稳中有升 | 16 |
| 表 9: 预计 2022-2024 年公司营收仍保持较快增长 | 18 |
| 表 10: 可比公司估值 | 19 |

1、十四五规划目标积极

1.1、营收持续稳定增长，奠定业务拓展基础

近十年公司营收、净利润规模保持较快增长，收入增速稳定性更强。(1) 从收入看：得益于酵母下游产业需求增长、自身产能释放、YE 放量以及海外市场持续拓展等，2012-2021 年公司营业收入 CARG 达 16.44%，远超全球酵母市场同期年均复合增速（约 5.0%）；(2) 从利润看：2012-2021 年公司净利润总额上升趋势明显，增速波动较大，呈“M 形”，利润呈现较大的波动主因糖蜜成本波动、产能利用率等因素影响。从公司的历史经营业绩和内部管理来看，收入端公司可以通过优秀的市场开拓能力实现份额提升，进而保持更稳定的增长，而利润的波动更多取决于外部因素，尤其是糖蜜等原料价格波动影响。

图1：公司营收大体保持两位数增长

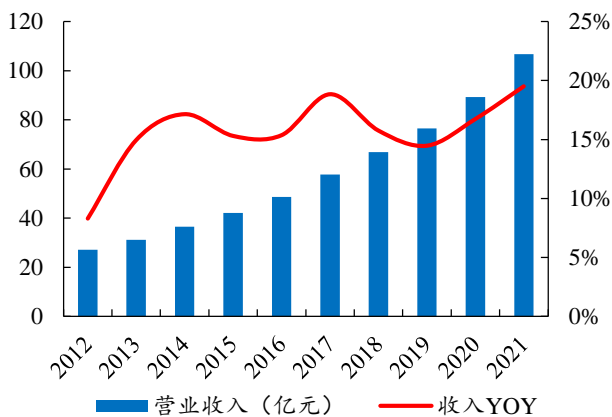
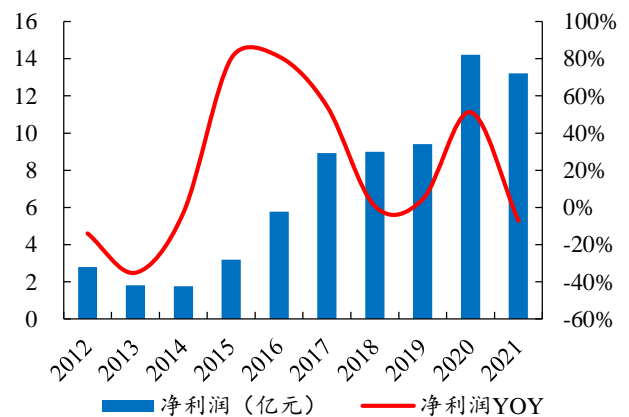


图2：公司净利润规模整体上升趋势明显，但波动较大

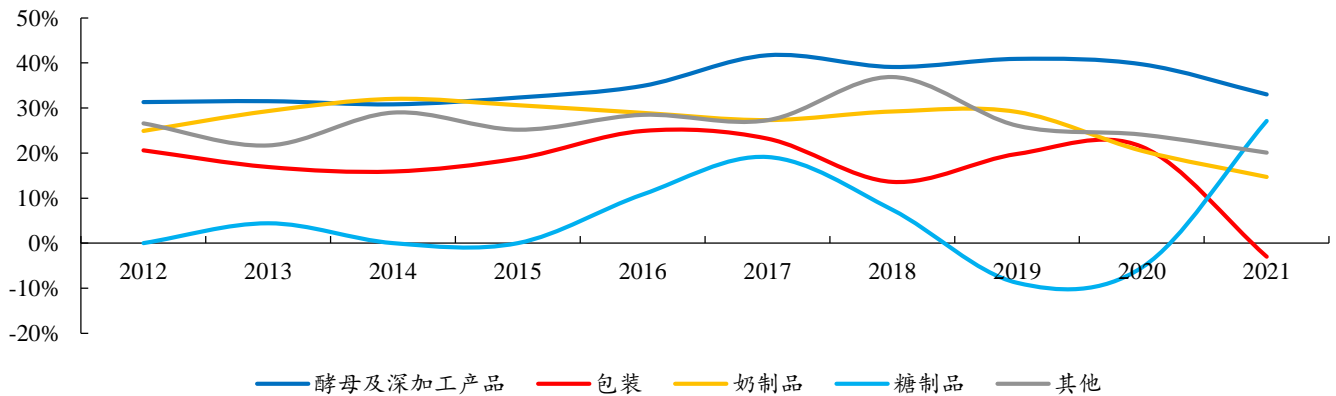


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

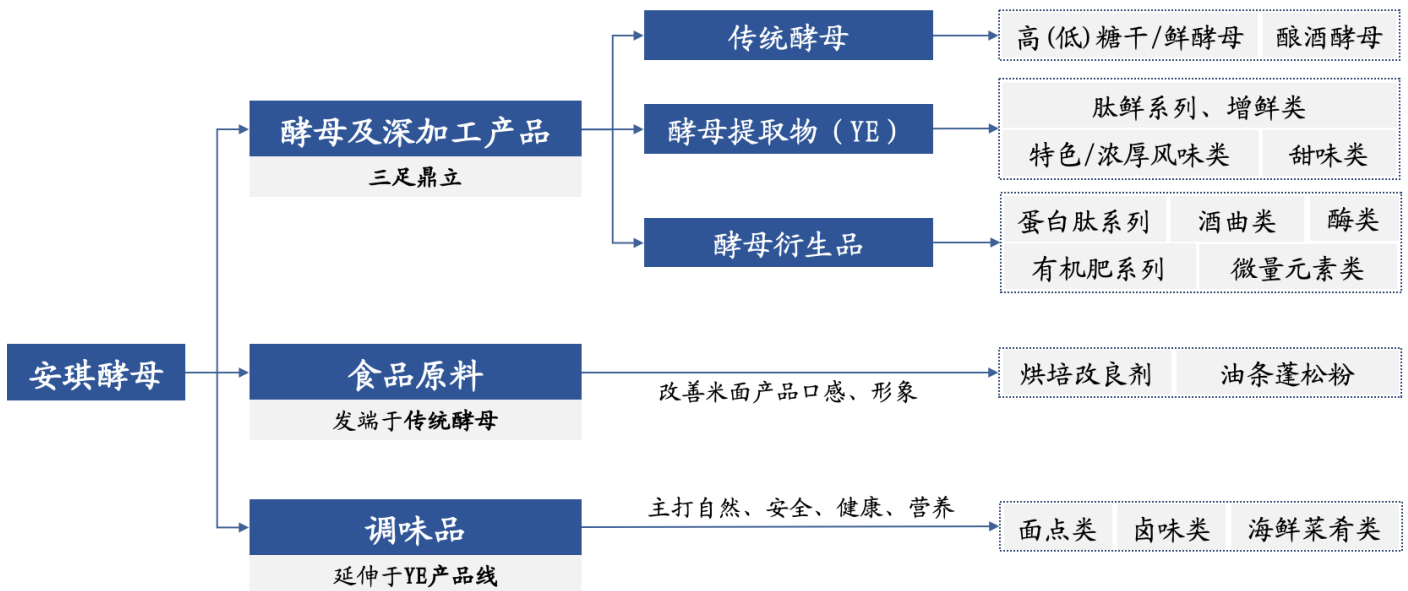
围绕酵母核心业务，拓展衍生品空间。公司主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品业务，下游产业不仅涉及餐饮、日化等家庭消费领域，还辐射医药、酿酒、饲料等制造业。丰富的产品类型与广泛的应用领域助力公司不断拓展产品蓝图，形成了以酵母及深加工产品为主、食品原料与调味品为辅的产品体系。(1) **酵母及深加工食品**：传统酵母、酵母提取物（YE）与酵母衍生品“三足鼎立”。其中，传统酵母多应用于烘焙与发酵面食、酿造等领域，代表产品包括面包酵母、白酒酵母等。而 YE 具有耐高温蒸煮的特点，多被用于调鲜、抗潮、去腥，是公司的第二大产品。此外，随着居民消费结构的升级与可持续消费意识的提升，酵母衍生品的营收增长较快，代表产品有植物酵母有机肥料、动物养殖的活菌饲料以及保健品等；(2) **食品原料**：发端于传统酵母分支，旨在改善米面食品的形象与口感，如烘焙改良剂、油条蓬松粉等；(3) **调味品**：由 YE 产品线延伸而来，覆盖产品不仅涵盖面点类、还涉及卤品、海鲜菜品等。就各品类盈利能力而言，酵母类产品收入稳定在 80% 左右，并且毛利率水平居于最高水平，近十年均保持 30% 以上高位。

图3: 酵母类产品毛利率居于高位, 其余品类毛利率波动较大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 安琪酵母: 围绕酵母核心业务, 拓展衍生品空间



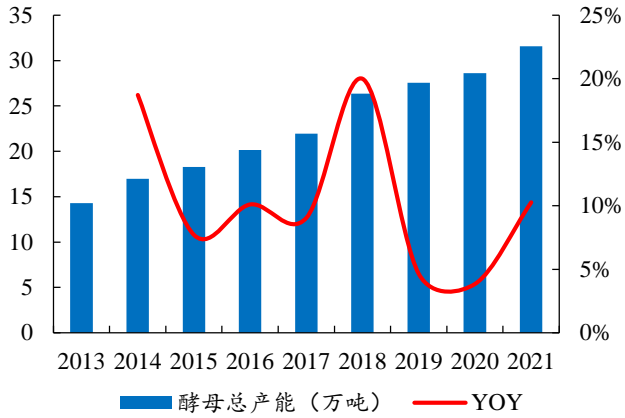
资料来源: 安琪酵母公司官网、开源证券研究所

1.2、十四五目标积极, 积极拓展国际市场

十四五目标积极, 积极寻求新业务和海外市场增长。整体来看, 公司十四五规划中 2025 年营收目标约 200 亿元, 较 2021 年收入增长 93.25 亿元, 期间 CAGR 预计为 21.84%。分业务来看, 预计国际业务、YE、其他衍生品业务增长更快。国内酵母业务格局相对稳定, 内生增长较难满足规划目标, 因而未来公司将着重扩张酵母国际市场和 YE、微生物营养、动物营养等衍生品业务, 同时积极配套产能建设或并购产能支撑国际业务扩张。市场之前比较担心制糖等业务规模扩张更快, 我们认为, 十四五期间主业和国际市场扩张等核心业务主要贡献收入增速, 保证收入高质量增长, 制糖、贸易等业务灵活补充。

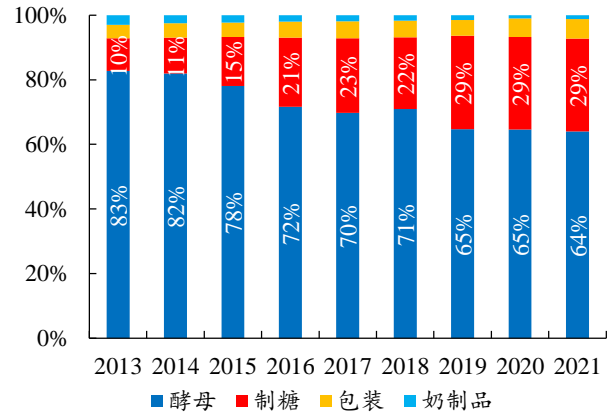
积极扩产, 建设周期约 2~3 年。过去十年内, 公司经历了三次产能集中扩建阶段: (1) 2011-2013 年累计释放产能 6.8 万吨; (2) 2017-2019 年共释放产能 7.3 万吨; (3) 根据公司新一轮扩产及投产计划, 预计 2021-2022 年释放产能约 8 万吨。未来 2-3 年公司正处于新一轮产能扩建期。

图5: 酵母产能稳定增长, 产能周期明显 (单位: 万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 酵母、制糖相关业务占比超过 90%



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1：公司积极布局新产能

| 地区 | 投资主体 | 产能安排 | 投产时间 | |
|---------------------|------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------|------------|
| 现有产能分布 | | | | |
| 国内 | 安琪宜昌 | 酵母产能 2.5 万吨，YE 产能 1 万吨 | 1986 年 | |
| | 安琪赤峰 | 酵母产能 0.9 万吨 | 2003 年 | |
| | 安琪伊犁 | 酵母产能 3 万吨，YE 产能 0.8 万吨 | 2004 年 | |
| | 安琪滨州 | 酵母产能 0.7 万吨 | 2005 年 | |
| | 安琪睢县 | 酵母产能 0.2 万吨 | 2005 年 | |
| | 安琪崇左 | 酵母产能 3.5 万吨，YE 产能 0.8 万吨（2006 年 2 万吨，2009 年完成） | 2006-2009 年 | |
| | 安琪柳州 | 酵母产能 2 万吨，YE 产能 2 万吨 | 2012 年 | |
| | 安琪德宏 | 酵母产能 3 万吨（2013 年第一期 5 万吨、2015 年扩建 0.6 万吨、2016 年扩建 0.4 万吨） | 2013-2016 年 | |
| | 安琪柳州 | 酵母产能 2 万吨，YE 产能 2 万吨 | 2017 年 7 月 | |
| | 安琪赤峰 | 酵母产能 1.5 万吨 | 2018 年 6 月 | |
| | 安琪睢县 | 酵母产能 0.45 万吨 | 2021 年 10 月 | |
| | 海外 | 安琪埃及 | 酵母产能 1.5 万吨 | 2013 年 |
| | | 安琪俄罗斯 | 酵母产能 2 万吨 | 2017 年 8 月 |
| | | 安琪埃及 | 酵母产能 1.5 万吨，YE 产能 1.2 万吨 | 2019 年 6 月 |
| 安琪俄罗斯 | | 酵母产能 1.2 万吨 | 2020 年 7 月 | |
| 2022 年以后产能计划 | | | | |
| 国内 | 安琪滨州 | 植物蛋白酶解物（年产 0.5 万吨，配合 YE 完善产品组合） | 2022 年 2 月 | |
| | 安琪滨州 | 酵母培养物绿色制造项目（年产 2 万吨） | 2022 年 3 月 | |
| | 安琪滨州 | 高核酸酵母产能 1.1 万吨（酵母抽提物 0.5 万吨、0.6 万吨） | 2022 年 6、9 月 | |
| | 安琪宜昌 | 30% 浓度水解糖产能 15 万吨 | 2022 年 5 月 | |
| | 安琪柳州 | 30% 浓度水解糖产能 15 万吨 | 2022 年 6 月 | |
| | 安琪崇左 | 30% 浓度水解糖产能 15 万吨 | 2022 年 6 月 | |
| | 安琪普洱 | 酵母产能 2.5 万吨（一期干酵母 1.5 万吨、二期 YE/干酵母 1 万吨） | 2022 年 6 月 | |
| | 安琪赤峰 | 糖蜜储罐设备 4 万吨 | 2022 年 7 月 | |
| | 安琪宜昌 | 酵母分装线智能化改造项目 1 万吨 | 2022 年 9 月 | |
| | 安琪德宏 | YE 产能 1.5 万吨（一期 1 万吨、二期 0.5 万吨） | 2022 年 12 月 | |
| | 安琪宜昌 | 复合微生物绿色项目（年产 1.8 万吨） | 2022 年 12 月 | |
| | 安琪宜昌 | 酵母产能 4.15 万吨 | 预计两年内 | |
| | 安琪邦泰 | NMN 生产线项目（年产 200 吨） | — | |
| | 安琪宜昌 | 酶制剂产能 0.5 万吨 | — | |
| | 海外 | 安琪俄罗斯 | 酵母产能 0.8 万吨 | 2023 年底 |
| | | 安琪埃及 | 酵母产能 2 万吨（干酵母 1.5 万吨、YE 0.5 万吨） | 2025 年 |

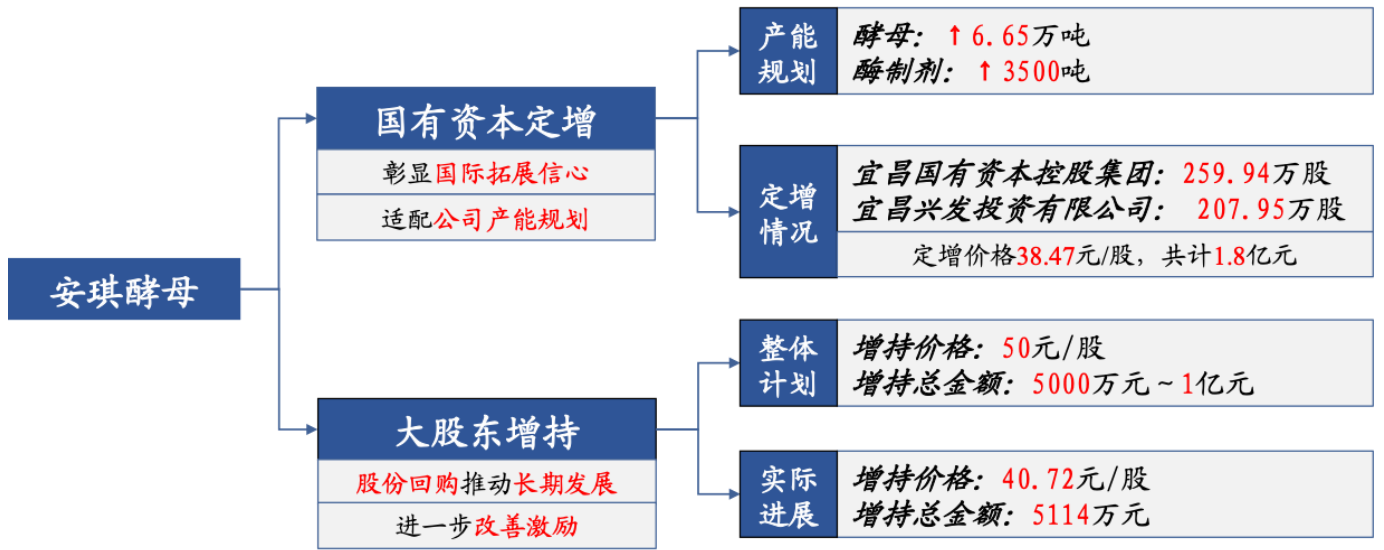
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、国有资本定增、大股东增持、激励改善，彰显发展后劲

2.1、国有资本参与定增、大股东增持，彰显公司发展信心

国有资本参与定增，彰显发展信心。根据公司十四五目标规划，至 2025 年公司酵母类产销量将超过 50 万吨，22 标规划产能建设，彰显国有资本对公司长期发展和拓展国际市场信心。

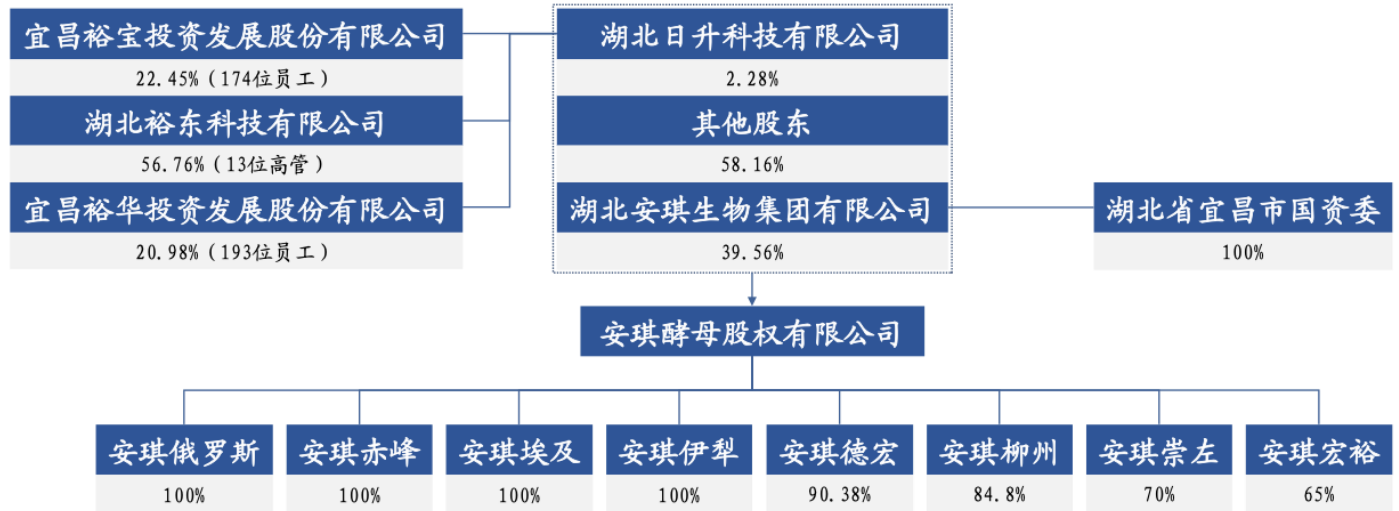
图7：国有资本定增约 1.8 亿元，股东回购超 5000 万元，彰显发展信心



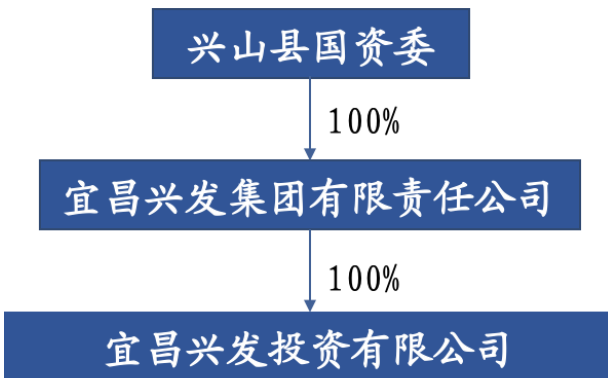
资料来源：公司公告、开源证券研究所

大股东已经完成增持计划。公司于2022年4月30日公告大股东增持计划，大股东计划在2022年5月5日起的6个月内，以自有资金择机增持公司股份，增持价格不超过50元/股，增持股份金额不低于5,000万元、不超过1亿元。当下时点大股东增持彰显大股东对公司发展信心，截至9月，公司已经增持5114万元、增持均价40.72元/股，已经完成增持计划。

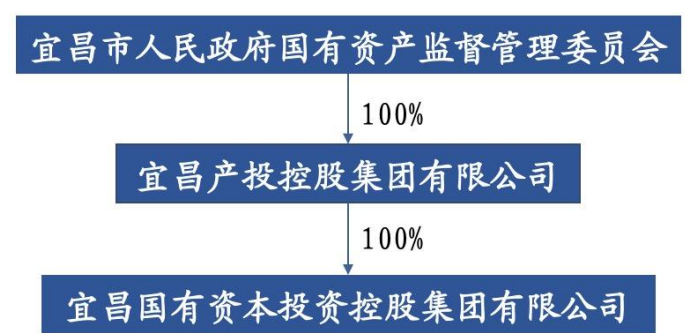
图8：公司第一大股东为安琪集团，实控人为宜昌国资委



资料来源：公司年报、开源证券研究所

图9：国有资本宜昌兴发参与定增


资料来源：公司公告、开源证券研究所

图10：宜昌国有资本控股参与定增


资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：大股东安琪集团增持5114万元

| 增持时间 | 增持方式 | 增持金额（元） | 增持数量（股） | 增持均价（元/股） |
|-------|--------|---------------|-----------|-----------|
| 5月25日 | 集中竞价交易 | 15,761,001.42 | 394,775 | 39.924 |
| 5月26日 | 集中竞价交易 | 12,116,873.00 | 300,800 | 40.282 |
| 5月27日 | 集中竞价交易 | 13,268,152.00 | 334,800 | 39.630 |
| 9月7日 | 集中竞价交易 | 9,998,146.00 | 225,700 | 44.298 |
| | 合计 | 51,144,172.42 | 1,256,075 | 40.717 |

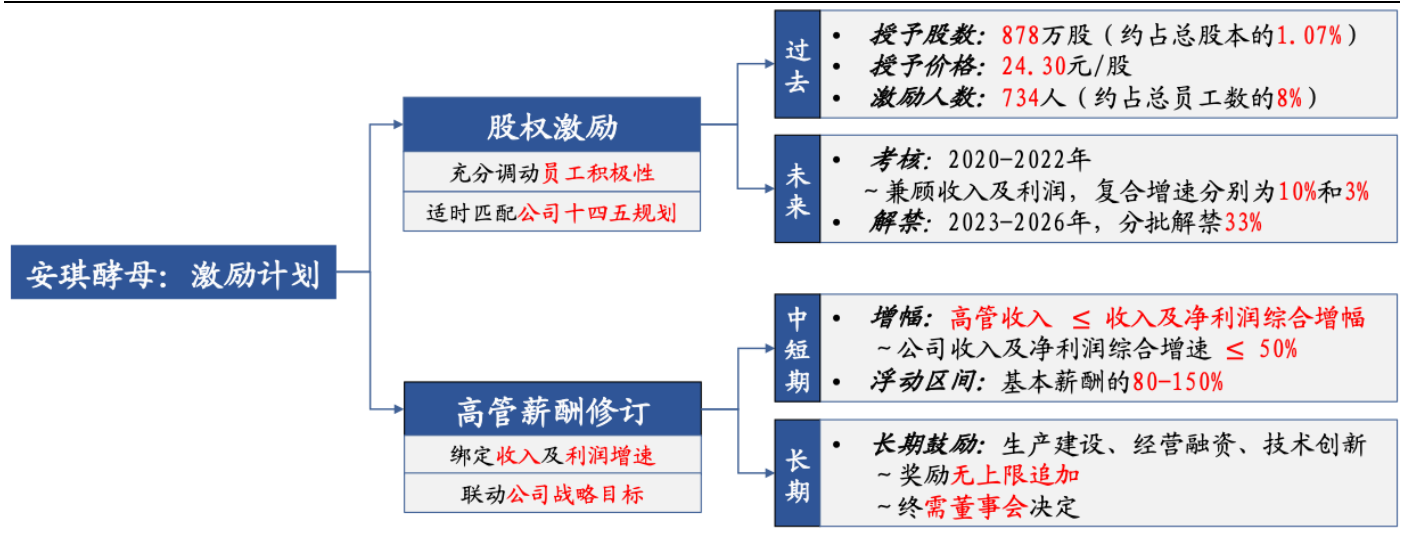
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、股权激励、高管薪酬考核收入和利润增速

股权激励调动员工积极性，为十四五规划目标护航。2021年5月公司完成限制性股票激励授予，共授予878万股、占总股本1.07%，覆盖734名员工、约占总员工数量8%，覆盖员工范围广，广泛调动员工积极性、共享公司发展红利。股权激励考核年度为2020-2022年，考核目标兼顾收入和利润考核，要求收入约10%复合增长，利润约3%复合增长。股权激励分三批解禁，解禁期为2023-2026年，每批解禁33%，基本匹配公司十四五规划节奏、为十四五规划目标护航。

管理层薪酬考核绑定收入和利润增速，兼顾长期战略与短期目标、行稳致远。新管理层上任之后于2020年3月公告调整公司管理层薪酬考核办法，促进公司长期战略与中短期目标实现，中短期方面要求管理层收入增幅不能超过收入与净利润综合增幅（其中收入与净利润增幅不超过50%），长期方面以相应奖励鼓励高层在生产建设、经营融资、技术创新等方面有所突破。我们认为，公司的股权激励方案及管理层薪酬考核办法兼顾短期与长期目标，同时注重对收入、利润增速等成长性指标以及资产负债率、现金收益率等重要指标硬性考核，促进短期考核达成稳步实现公司长期战略目标。

图11: 股权激励调动员工积极性, 管理层考核兼顾收入和利润增速, 为十四五规划目标护航



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 股权激励覆盖8%员工, 调动员工积极性

| 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 | 获授权益占安琪酵母股本总额比例 |
|---------------------|--------------|----------------|-------------|-----------------|
| 石如金 | 副总经理 | 3 | 0.3417% | 0.0036% |
| 覃先武 | 副总经理 | 3 | 0.3417% | 0.0036% |
| 梅海金 | 董事、副总经理、总会计师 | 3 | 0.3417% | 0.0036% |
| 周帮俊 | 董事会秘书、副总经理 | 3 | 0.3417% | 0.0036% |
| 王悉山 | 副总经理 | 3 | 0.3417% | 0.0036% |
| 吴朝晖 | 副总经理 | 3 | 0.3417% | 0.0036% |
| 核心技术人员、管理骨干 (728 人) | | 860 | 97.95% | 1.04% |
| 合计 (734 人) | | 878 | 100.00% | 1.07% |

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表4：股权激励考核目标主要以营收规模和净利润考核为主

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第一个解除限售期 (2023/5-2024/5) | 2020年净资产现金回报率不低于26%；以2017-2019年业绩均值为基数，2020年净利润增长率不低于50%；以2017-2019年主营业务收入均值为基数，2020年主营业务收入增长率不低于25%；2020年资产负债率不高于45%。 |
| 第二个解除限售期 (2024/5-2025/5) | 2021年净资产现金回报率（EOE）不低于27%；以2017-2019年业绩均值为基数，2021年净利润增长率不低于55%，或2021年净利润较基准净利润增长不低于45%未达到55%，2021年和2022年平均净利润较基准净利润增长率不低于55%；以2017-2019年主营业务收入均值为基数，2021年主营业务收入增长率不低于38%；2021年资产负债率不高于50%。 |
| 第三个解除限售期 (2025/5-2026/5) | 2022年净资产现金回报率（EOE）不低于28%；以2017-2019年业绩均值为基数，2022年净利润增长率不低于60%；以2017-2019年主营业务收入均值为基数，2022年主营业务收入增长率不低于50%；2022年资产负债率不高于50%。 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表5：股权激励考核要求营收增速较快增长、利润稳步增长

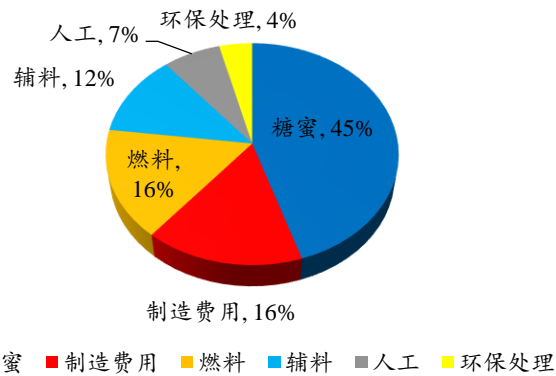
| 指标 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|--------------|-------|---------------|---------------|
| 实际主营业务收入（亿元） | 89.33 | 106.75 | |
| 最低目标营收（亿元） | 83.81 | 92.53 | 100.58 |
| 同比 | 9.5% | 10.4% | 8.7% |
| 指标 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
| 实际归母净利润（亿元） | 13.72 | 13.09 | |
| 最低目标净利润（亿元） | 13.03 | 13.46 / 12.60 | 13.90 / 14.34 |
| 同比 | 44.5% | 3.3% / -3.3% | 3.3% / 13.8% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、糖蜜价格有望迎来拐点，利润弹性有望释放

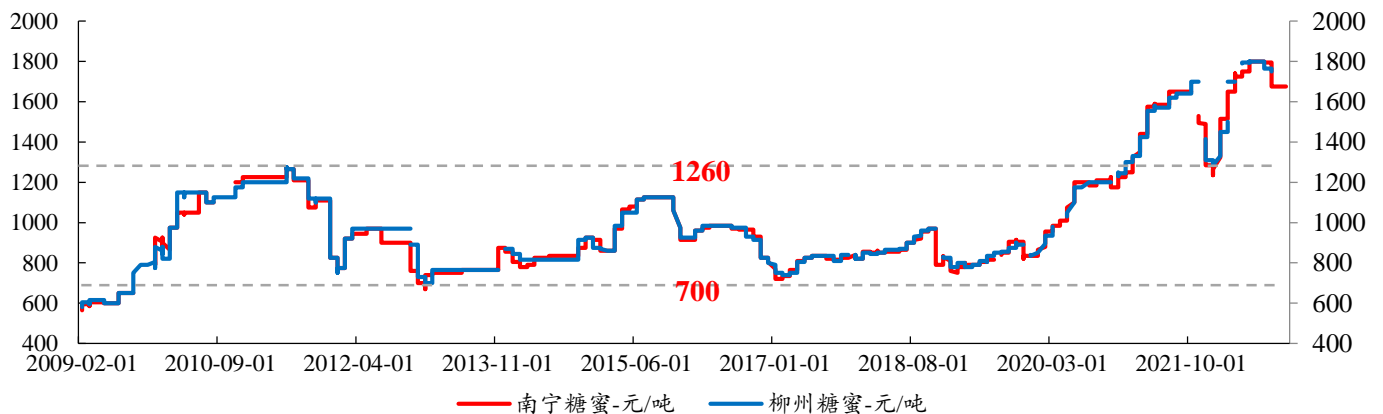
3.1、利润弹性取决于糖蜜价格，糖蜜价格呈现周期性波动

糖蜜是酵母的主要原料，是影响公司盈利能力的核心因素之一。糖蜜是甘蔗或甜菜等糖料压榨制糖过程中较难分离的副产品，俗称“桔水”。糖蜜中主要的成分是糖类物质，大概含糖量约45%（大部分是蔗糖），是比较好的发酵原料，其中主要的用途可以作为发酵的基料，为酵母繁殖提供碳源。糖蜜在安琪酵母成本占比约45%，是第一大原料，糖蜜价格波动较大，进而传导致公司盈利能力波动。

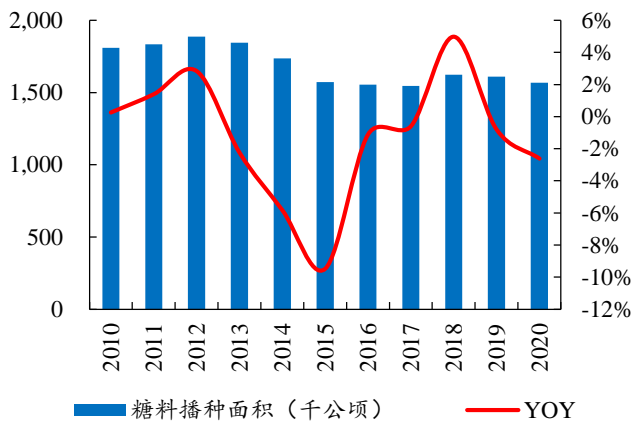
图12：糖蜜成本占公司生产成本近 45%


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

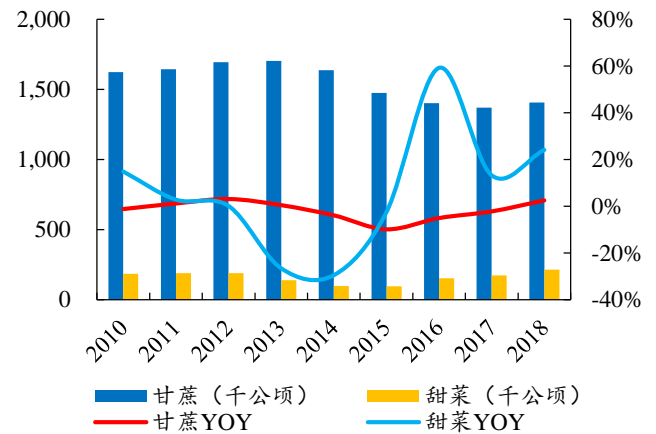
糖蜜价格呈现较大的周期性波动，创新高后价格回归的趋势明显。回溯糖蜜的历史价格表现，2009-2020 年糖蜜价格一般在 700-1260 元/吨区间内波动，同时受糖蜜供需关系的波动，糖蜜价格呈现 5 年左右的周期性波动，而且价格波动较大。2021 年糖蜜价格正处于波峰，又恰逢俄乌局势紧张导致能源、大宗农产品价格大幅上涨，创出历史新高，带动糖蜜价格也超出正常区间上限运行、创出历史新高。伴随着全球大宗原料价格趋于回落，糖蜜价格回归的趋势明显。

图13：2009-2020 年糖蜜价格在 700-1260 元/吨区间周期性波动


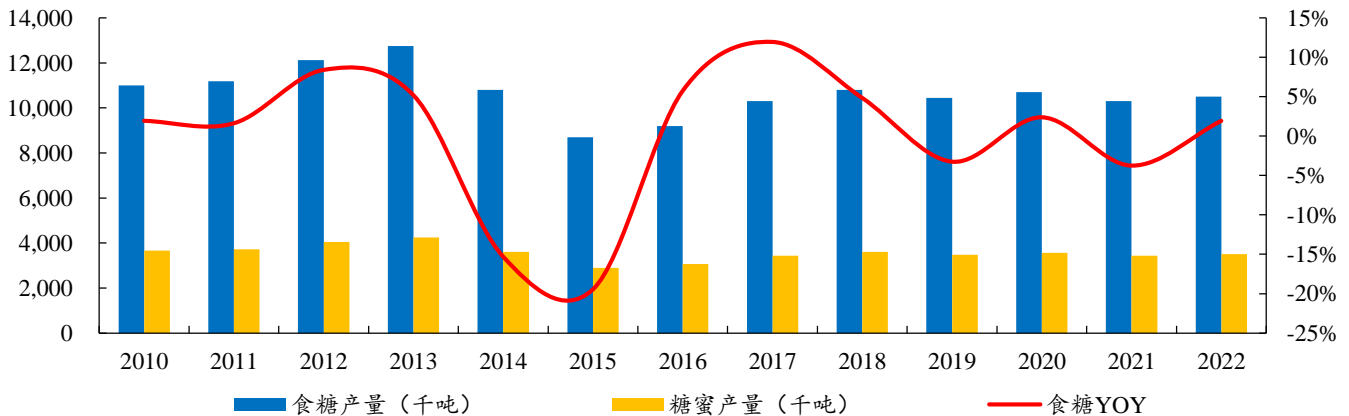
数据来源：华讯酒精网、开源证券研究所

图14：近十年国内糖料种植面积波趋于稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：甘蔗种植面积相对甜菜波动较小


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：食糖及糖蜜产量相对稳定，并保持 3.5: 1 比例关系


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、水解糖替代糖蜜需求，糖蜜酒精需求有望边际回落

拓宽原料、强化成本控制能力。(1) 原料易得、采购灵活，增强成本控制能力：水解糖主要以玉米、碎米、小麦淀粉为原料，相对糖蜜，玉米等都是市场普遍易得的大宗原料，供应量大且稳定、季节性不明显。公司无须大批量的囤货、也无需高昂的运输成本，拓宽原料足以降低对糖蜜单一原料的依赖，提高采购灵活性，增强公司控制成本能力。(2) 工艺简单、投资不大、建设周期短，经济价值凸显：水解糖的成本主要取决于原料价格，玉米、碎米等淀粉含量约 70%，高于其他农作物，是非常好的制糖原料。而且水解糖工艺并不复杂、产能投资额不大，而降成本的经济价值凸显。

水解糖替代 1/4 左右糖蜜需求。公司 2022 年初在宜昌、柳州、崇左启动水解糖项目替代糖蜜原料，共计 45 万吨产能（其中 41.5 万吨用于酵母发酵），6 月以来陆续投产。水解糖含糖量约 30%（主要是葡萄糖），基本上能全部被酵母利用，大概替代约 30 万吨糖蜜。估算 2021 年公司采购约 140-150 万吨糖蜜，预计当下水解糖产能将替代 1/4 左右糖蜜。公司全面推进水解糖工艺，未来看公司 50% 以上糖蜜需求逐渐被水解糖替代。

表6: 45万吨水解糖工厂已经投产

| 工厂 | 水解产能 | 投资额-万元 | 投产时间 | 备注 |
|---------|------|--------|---------|---------------------------------------------|
| 宜昌水解糖工厂 | 15万吨 | 3966 | 2022年5月 | 11.5万吨水解糖用于酵母发酵 3.5万吨水解糖用于生产葡萄糖酸内酯等深加工项目 |
| 崇左水解糖工厂 | 15万吨 | 3050 | 2022年6月 | |
| 柳州水解糖工厂 | 15万吨 | 3533 | 2022年6月 | |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表7: 玉米、碎米、小麦淀粉含量较高

| | 淀粉 | 蛋白质 | 水分 |
|----|---------|--------|---------|
| 玉米 | 66%-72% | 5%-8% | 11%-14% |
| 碎米 | 60%-72% | 9%-10% | 12%-25% |
| 小麦 | 71%-73% | 6%-7% | 12%-13% |

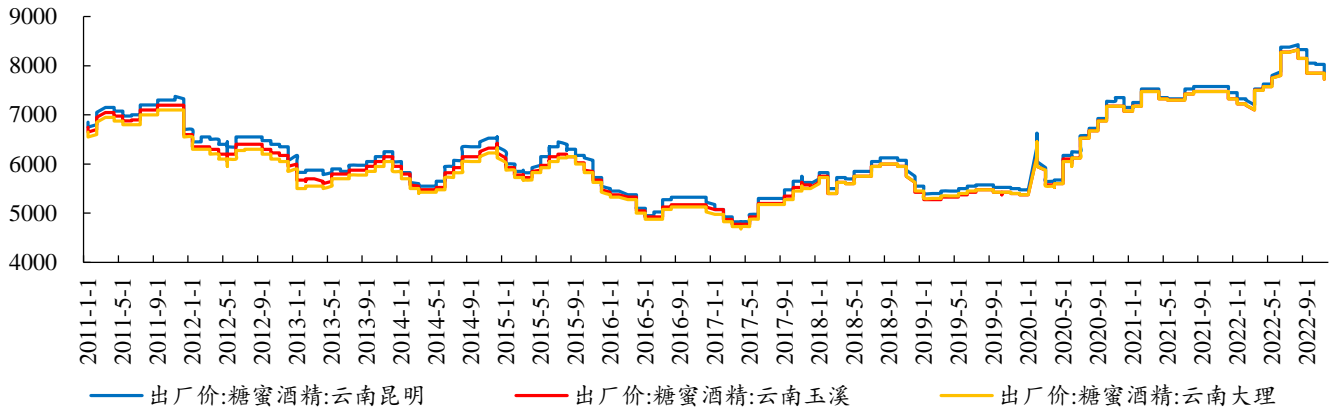
数据来源：农业部、开源证券研究所

2022年糖蜜酒精厂普遍盈利能力较弱，糖蜜酒精需求有望边际下降。虽然糖蜜一直是酒精的第三大原料，但因为主产区在广西、云南等地，以及季节性特征十分明显，所以主要是当地制糖厂会配套生产糖蜜酒精。相比于玉米和木薯酒精，糖蜜酒精废液是更高浓度的有机废液，酸性普遍较高，因而环保成本也更高。2022年以来糖蜜贸易商趁酒精价格上涨抬高糖蜜价格，糖蜜酒精厂普遍开工率不高，亏损面较大。预计随着玉米收获期临近，玉米酒精价格有望逐步回落，减少对糖蜜酒精的替代需求。

图17: 2022年5月酒精指数达历史峰值7269，6月起逐渐回落

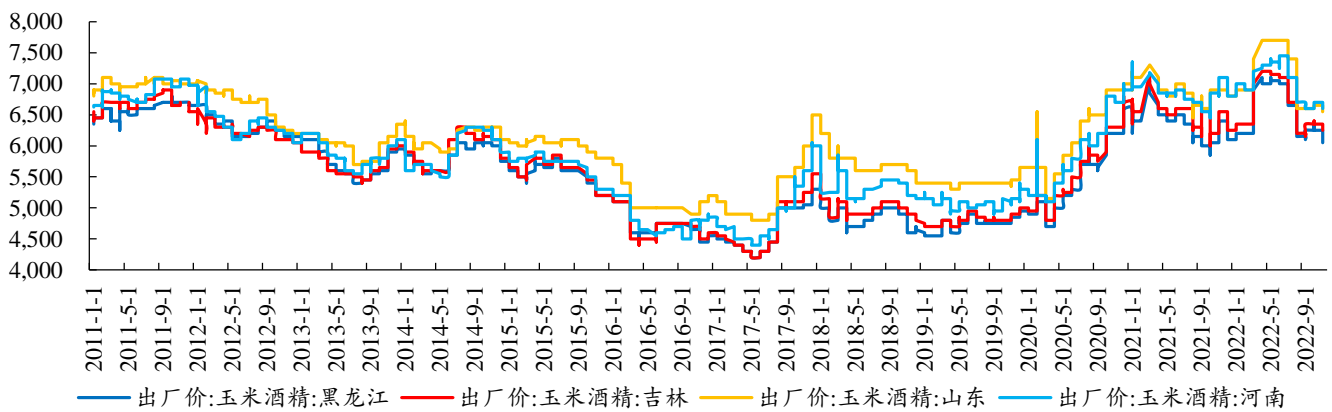

数据来源：Wind、开源证券研究所

图18: 糖蜜酒精出厂价: 2022年8月达历史峰值近8400元/吨, 9月开始回落 (单位: 元/吨)



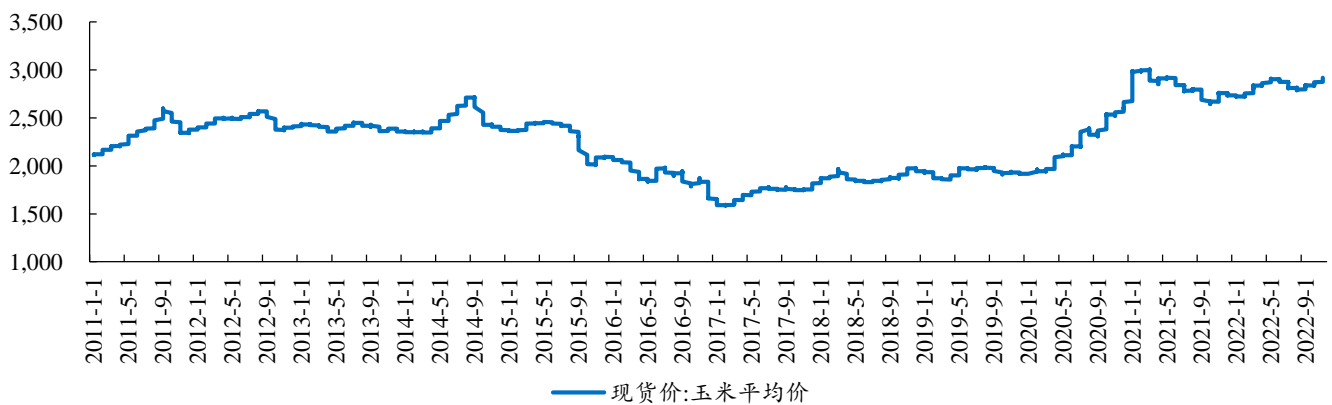
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 玉米酒精出厂价: 2022年6月底达历史峰值近7500元/吨, 7月底开始回落 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 玉米均价: 2021年2月达历史峰值近3000元/吨, 同年5月开始阶段性回落 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、糖蜜供给同比略增，十四五糖蜜供给有望持续增加

2022/23 年榨季糖蜜供给略增。2021/22 年供给端对糖蜜价格的影响弱于需求端，但边际上来看，供给增长有望缓解部分需求压力。根据农业部预测，2022/23 年预计糖料种植面积 2043 万亩，同比增 3.3%，主因北方甜菜种植面积回升。2022/23 年对应制糖总产量 1035 万吨，国内糖蜜年产能为 350 万吨。

十四五期间糖蜜供给稳中有升。根据农业农村部公布的《“十四五”全国种植业发展规划》：十四五期间着重稳定糖料种植面积，到 2025 年，全国糖料种植面积稳定在 2300 万亩左右，其中甘蔗面积 2000 万亩左右，甜菜面积 300 万亩左右；糖料总产量 1.2 亿吨以上。根据规划，当前甜菜种植面积接近规划，而甘蔗种植面积仍然不足，大约缺口 250 万亩。十四五期间，随着糖价重回升势，糖料种植面积有望扩大，糖蜜供给有望稳中有升。

表8：2022/23 年榨季糖料种植稳中有升

| | 2020/21 | 2021/22 (10 月估计) | 2022/23 (10 月预测) |
|-------------------|-------------|---------------------|---------------------|
| 糖料播种面积 -万亩 | 2180 | 1974 | 2043 |
| 甘蔗 | 1787 | 1745 | 1745 |
| 甜菜 | 393 | 230 | 299 |
| 糖料单产-吨/亩 | 3.90 | 3.95 | 3.99 |
| 甘蔗 | 4.29 | 4.29 | 4.37 |
| 甜菜 | 3.50 | 3.61 | 3.61 |
| 食糖产量-万吨 | 1067 | 956 | 1035 |
| 甘蔗糖 | 913 | 870 | 921 |
| 甜菜糖 | 154 | 86 | 114 |

数据来源：农业部、开源证券研究所

3.4、海运费用峰值已过，人民币贬值刺激出口

海运价格一季度峰值已过，有望回归常态。安琪酵母出口多采用 CIF 定价模式，自身承担相关海运费。公司以往年海运费支出多保持在 2-2.5 亿区间，2021 年受新冠疫情等因素影响，该项支出突破 4 亿元。而随着全球供应链恢复、集装箱需求趋稳，海运价格自 2022Q1 达到峰值以来持续回落，2022 年公司海运费支出有望降低至 3-4 亿元。

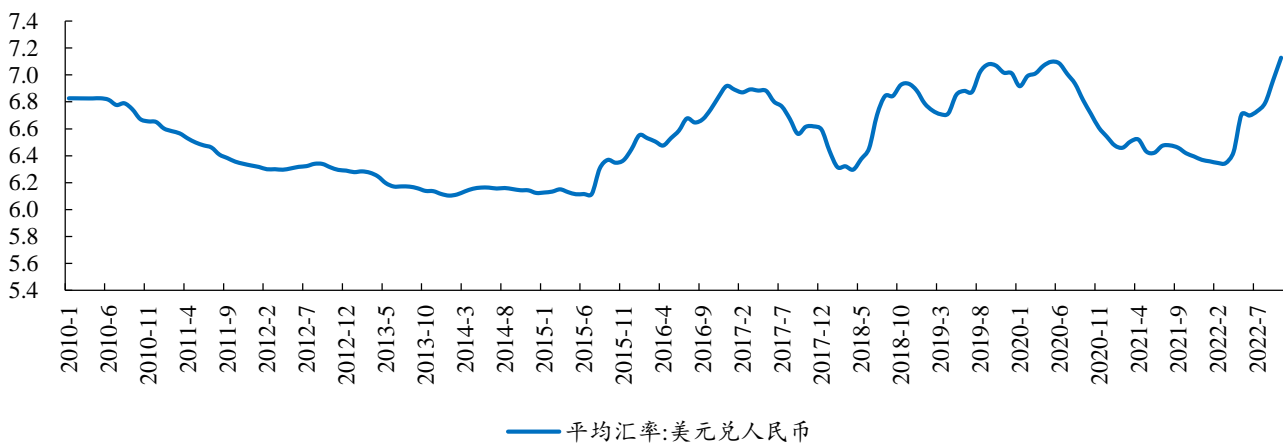
图21: 海运成本于一季度达到历史峰值, 已呈回落趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

人民币贬值刺激出口, 汇兑损益正贡献。2022年9月汇率由一季度末6.3水平跌至7, 人民币短期有所贬值。人民币阶段性贬值有望进一步刺激安琪酵母海外出口业务, 同时公司持有美元现金, 汇兑损益有望呈现正贡献。

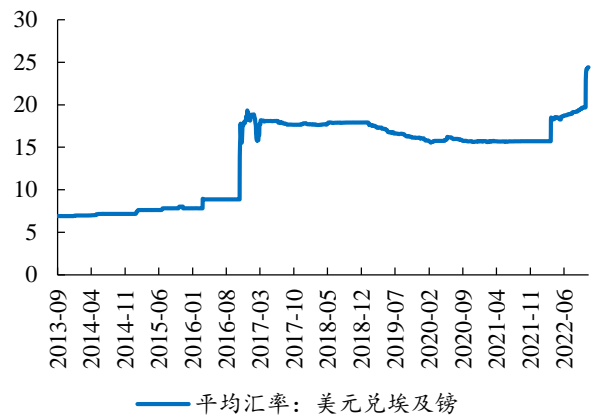
图22: 人民币 2022Q2 有所贬值



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23：美元兑卢布持续走高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：美元兑埃及镑 1: 4 趋于稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设与盈利预测

核心假设：十四五期间公司收入端保持持续快速增长，其中酵母主业及衍生品业务贡献主要增长，制糖等其他业务灵活补充。盈利端方面我们认为成本拐点有望确立，随着大宗能源及原料等价格回落，糖蜜等原料成本有望趋势性回落，成本有望步入下降通道，盈利端释放弹性。

盈利预测：我们认为，酵母等核心主业保持快速增长，制糖等业务等适当补充。预计 2022-2024 年公司收入 126.58、147.37、168.71 亿元，同比增 18.6%、16.4%、14.5%。我们认为糖蜜成本呈趋势性下降，叠加酵母主业占比提升，净利润弹性明显。预计 2022-2024 年归母净利润 13.34、16.94、22.35 亿元，同比增 2.0%、26.9%、32.0%，对应 2022-2024 年 EPS 元 1.54、1.95、2.57 元，当前股价对应 2022-2024 年 26.8、21.1、16.0 倍 PE。

表9：预计 2022-2024 年公司营收仍保持较快增长

| | 2021 | 2022 E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入-百万元 | 10675 | 12658 | 14737 | 16871 |
| YOY | 19.5% | 18.6% | 16.4% | 14.5% |
| 酵母及衍生品 -百万元 | 7984 | 8685 | 10000 | 11400 |
| YOY | 15.1% | 8.8% | 15.1% | 14.0% |
| 制糖-百万元 | 1051 | 1765 | 1942 | 1923 |
| YOY | 68.4% | 68.0% | 10.0% | -1.0% |
| 包装-百万元 | 419 | 494 | 568 | 653 |
| YOY | -2.9% | 25.6% | 17.7% | 15.0% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、估值与投资建议

我们选取调味品行业海天味业、中炬高新和烘焙行业巴比食品、桃李面包作为可比公司。安琪酵母当前估值水平明显低于行业平均水平，与巴比食品、桃李面包估值水平相当。公司市场份额国内第一，竞争优势明显，未来三年公司收入有望稳

定快速增长、利润弹性大，首次覆盖我们给予“买入”评级。

表10：可比公司估值

| 截止日期 | 2022/11/25 | 总市值 (亿元) | EPS | | | CAGR | | | PE | | | PEG | | | PS | | |
|-----------|------------|-------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|--|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022-24E | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E | | |
| 603288.SH | 海天味业 | 3,245 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 12% | 46.5 | 39.1 | 33.1 | 4 | 12.1 | 10.5 | 9.2 | | | | |
| 600872.SH | 中炬高新 | 278 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 5% | 37.7 | 33.8 | 28.4 | 7 | 5.2 | 4.6 | 4.0 | | | | |
| 605338.SH | 巴比食品 | 65 | 0.9 | 1.2 | 1.5 | -1% | 30.3 | 21.1 | 17.6 | - | 3.8 | 3.2 | 2.7 | | | | |
| 603866.SH | 桃李面包 | 169 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 20% | 24.3 | 20.0 | 16.9 | 1.2 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | | | | |
| 平均值 | | | | | | | 34.7 | 28.5 | 24.0 | | 5.9 | 5.1 | 4.4 | | | | |

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

汇率风险。公司在埃及、俄罗斯市场使用当地货币结算，同时出口业务用美元结算，人民币升值将影响出口，汇兑损益负贡献。

需求低迷。受疫情影响消费需求有待恢复，公司提价之后国内需求经过一年消化，如若恢复较慢或影响收入表现。

制糖等业务波动。公司制糖业务有一定规模，但盈利能力一般，且糖价波动较大，或影响公司盈利表现。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4445 | 5468 | 7563 | 7699 | 9689 |
| 现金 | 1107 | 1296 | 2265 | 2628 | 3014 |
| 应收票据及应收账款 | 799 | 1123 | 1159 | 1497 | 1544 |
| 其他应收款 | 32 | 33 | 51 | 43 | 67 |
| 预付账款 | 179 | 279 | 203 | 391 | 270 |
| 存货 | 1993 | 2251 | 3475 | 2693 | 4365 |
| 其他流动资产 | 334 | 486 | 410 | 448 | 429 |
| 非流动资产 | 6362 | 7978 | 8750 | 9757 | 10505 |
| 长期投资 | 20 | 0 | -15 | -34 | -51 |
| 固定资产 | 5204 | 5659 | 6694 | 7620 | 8422 |
| 无形资产 | 368 | 532 | 552 | 580 | 619 |
| 其他非流动资产 | 770 | 1787 | 1518 | 1591 | 1514 |
| 资产总计 | 10807 | 13446 | 16313 | 17456 | 20194 |
| 流动负债 | 3125 | 4469 | 6560 | 6588 | 7744 |
| 短期借款 | 1141 | 2035 | 3246 | 3068 | 4069 |
| 应付票据及应付账款 | 1182 | 1478 | 2039 | 1790 | 2568 |
| 其他流动负债 | 802 | 956 | 1276 | 1731 | 1108 |
| 非流动负债 | 1494 | 1776 | 1585 | 1421 | 1179 |
| 长期借款 | 1245 | 1468 | 1306 | 1128 | 893 |
| 其他非流动负债 | 249 | 308 | 279 | 293 | 286 |
| 负债合计 | 4619 | 6245 | 8145 | 8010 | 8923 |
| 少数股东权益 | 298 | 347 | 360 | 377 | 399 |
| 股本 | 824 | 833 | 869 | 869 | 869 |
| 资本公积 | 653 | 929 | 929 | 929 | 929 |
| 留存收益 | 4876 | 5766 | 6669 | 7819 | 9359 |
| 归属母公司股东权益 | 5890 | 6854 | 7808 | 9070 | 10872 |
| 负债和股东权益 | 10807 | 13446 | 16313 | 17456 | 20194 |

| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1869 | 1319 | 1473 | 2826 | 1603 |
| 净利润 | 1422 | 1321 | 1348 | 1710 | 2258 |
| 折旧摊销 | 509 | 551 | 526 | 632 | 752 |
| 财务费用 | 104 | 79 | 26 | 84 | 81 |
| 投资损失 | 3 | -8 | -1 | -2 | -3 |
| 营运资金变动 | -212 | -704 | -414 | 396 | -1481 |
| 其他经营现金流 | 42 | 80 | -10 | 4 | -3 |
| 投资活动现金流 | -777 | -1951 | -1307 | -1632 | -1499 |
| 资本支出 | 783 | 1989 | 1017 | 912 | 822 |
| 长期投资 | 0 | 27 | 15 | 17 | 17 |
| 其他投资现金流 | 6 | 65 | -276 | -703 | -661 |
| 筹资活动现金流 | -467 | 840 | -854 | -430 | -831 |
| 短期借款 | 354 | 894 | -447 | 224 | -112 |
| 长期借款 | -183 | 223 | -162 | -178 | -235 |
| 普通股增加 | 0 | 9 | 36 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2 | 275 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -639 | -560 | -282 | -475 | -484 |
| 现金净增加额 | 655 | 190 | -689 | 764 | -727 |

| 利润表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 8933 | 10675 | 12658 | 14737 | 16871 |
| 营业成本 | 5896 | 7757 | 9469 | 10736 | 11978 |
| 营业税金及附加 | 79 | 87 | 106 | 123 | 141 |
| 营业费用 | 646 | 668 | 764 | 889 | 1018 |
| 管理费用 | 314 | 359 | 483 | 602 | 636 |
| 研发费用 | 386 | 475 | 557 | 648 | 742 |
| 财务费用 | 104 | 79 | 26 | 84 | 81 |
| 资产减值损失 | -47 | -32 | -47 | -52 | -60 |
| 其他收益 | 163 | 279 | 221 | 250 | 236 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -3 | 8 | 1 | 2 | 3 |
| 资产处置收益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 1626 | 1499 | 1524 | 1958 | 2574 |
| 营业外收入 | 14 | 26 | 22 | 24 | 23 |
| 营业外支出 | 12 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 1627 | 1517 | 1536 | 1972 | 2587 |
| 所得税 | 205 | 195 | 189 | 261 | 330 |
| 净利润 | 1422 | 1321 | 1348 | 1710 | 2258 |
| 少数股东损益 | 51 | 13 | 13 | 17 | 22 |
| 归属母公司净利润 | 1372 | 1309 | 1334 | 1694 | 2235 |
| EBITDA | 2254 | 2249 | 2214 | 2762 | 3504 |
| EPS(元) | 1.58 | 1.51 | 1.54 | 1.95 | 2.57 |

| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 16.7 | 19.5 | 18.6 | 16.4 | 14.5 |
| 营业利润(%) | 47.9 | -7.8 | 1.6 | 28.5 | 31.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | 52.1 | -4.6 | 2.0 | 26.9 | 32.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 34.0 | 27.3 | 25.2 | 27.2 | 29.0 |
| 净利率(%) | 15.4 | 12.3 | 10.5 | 11.5 | 13.2 |
| ROE(%) | 23.0 | 18.4 | 16.6 | 18.2 | 20.1 |
| ROIC(%) | 17.8 | 13.8 | 11.5 | 13.4 | 14.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 42.7 | 46.4 | 49.9 | 45.9 | 44.2 |
| 净负债比率(%) | 25.7 | 35.4 | 34.3 | 22.5 | 22.5 |
| 流动比率 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 |
| 应付账款周转率 | 4.9 | 5.8 | 5.4 | 5.6 | 5.5 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.58 | 1.51 | 1.54 | 1.95 | 2.57 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.15 | 1.52 | 1.70 | 3.25 | 1.84 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.78 | 7.89 | 8.94 | 10.40 | 12.47 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.1 | 27.3 | 26.8 | 21.1 | 16.0 |
| P/B | 6.1 | 5.2 | 4.6 | 4.0 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 16.7 | 17.2 | 17.6 | 13.8 | 11.0 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn