

方正证券研究所证券研究报告

安琪酵母(600298)

公司研究

农林牧渔行业

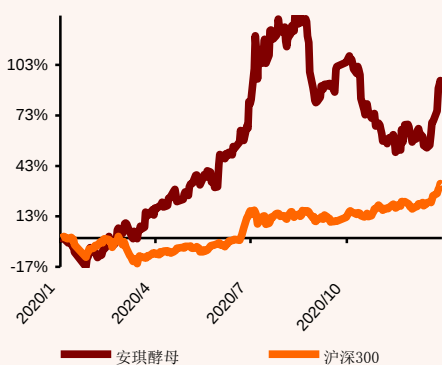
公司跟踪报告

2021.01.08/强烈推荐(维持)

分析师：薛玉虎
登记编号：S1220514070004

分析师：刘洁铭
登记编号：S1220515070003

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《安琪酵母：激励方案出台，助力公司新一轮发展》2020.12.02

《安琪酵母：国内需求逐渐恢复常态，持续受益于海外疫情》2020.10.22

《安琪酵母：继续维持高盈利水平，内部变革持续推进》2020.10.13

《安琪酵母：现金流大增，增长持续性强》2020.08.17

1、酵母行业技术壁垒高，应用领域发展潜力大。酵母行业属于资本和技术密集型行业。酵母添加量虽然低，对于用户来说成本占比不高，但是却是决定面包品质的重要关键因素。因此拥有领先技术优势，配套服务优势的龙头酵母公司具备护城河。酵母行业 CR5 超过 70%，行业集中度持续提升。安琪作为全球第三大的酵母公司，在中国国内具有绝对的规模和渠道优势，国内市场占有率超过 50%，同时正在向全球第二大酵母公司迈进。

2、传统酵母远未到天花板，海外和国内市场空间大：传统酵母用于烘焙主食，因此与人口增速和经济增速密切相关。亚太、中东以及北非地区是烘焙食品消费增速最快的市场，与安琪的产能布局最为匹配。埃及和俄罗斯产能的成功，让公司能够更好的辐射这些市场。公司的全球化之路走差异化路线，亚非拉区域市场增速快，进入门槛低，对价格敏感，但是环境艰苦，这让中国企业能够占得先机。公司近年来不断扩张产能，在新建工厂投资方面积累了宝贵经验，在投资效率上明显高于竞争对手。国内来看，面包等西式烘焙食品渗透率持续提升，短保面包，餐饮连锁化，中式糕点健康化标准化等因素推动工业酵母需求。

3、酵母产业链衍生是更广阔的蓝海：酵母抽提物（YE）作为最先进的鲜味调节剂，持续受益于下游调味品、休闲食品等咸味食品工业的不断发展。YE 的抗吸潮产品进一步拓展应用领域。YE 的动物营养业务受益于“禁抗令”的实施，以及养殖行业的规模化趋势。保健品业务依托酵母行业研发实力，产品力强，独立运营后将有更大施展空间。

4、未来业绩的可预测性增强，公司发展翻开新篇章：回顾公司历史可以发现，公司历史上三轮的产能密集投放期，都遇到了净利润率下降的问题。尤其是 2012-2014 年，公司面临了多重的内外部的负面因素共同的作用，导致净利润率下降幅度较大。由于盈利历史上的大幅波动，压制了公司的估值中枢。未来公司的产能建设不会过于集中，基本上是 1.5 年扩建 2 万吨产能的节奏，再出现净利润率出现大幅波动的概率较低。新董事长上任后改革公司考核激励办法，更加重视提升效能。最新出台的股权激励方案，表现上对未来两年的业绩增速要求低，但实际上还提出了相对可比公司利润增长的目标，实际要求并不低。推测 2021 年净利润增长至少要在 10% 以上才能达到股权激励要求。

5、盈利预测与估值：由于公司过去净利润率波动较大，市场对于公司的理解停留在公司具备较强的周期属性上，估值相对于其他食品饮料行业龙头明显偏低。实际上，经历了三十多年的

发展，公司走过了快速扩张产能的阶段，而且管理经验更加成熟，未来发展路径更加清晰，盈利的稳定性会明显增强。从长期视角来看，酵母行业其实是具备调味品属性的好赛道：需求刚性，品牌粘性强，品类拓展空间大。公司属于全球龙头之一，市场占有率高，技术壁垒和规模壁垒的护城河足够深。2021 年是非常关键的一年。在糖蜜价格上涨的情况下，公司如果能够顺利提价，转嫁成本，稳住净利润率，完成股权激励目标，则估值有明显的提升空间。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.63 元，1.80 元和 2.10 元，维持“强烈推荐”评级。

6、风险提示：疫情影响超出预期，原材料价格上涨过快，产能投放不及预期，海外市场政治动荡，汇率波动等。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7653	8923	10128	11242
(+/-) (%)	14.47	16.60	13.50	11.00
归母净利润	902	1345	1487	1728
(+/-) (%)	5.23	49.19	10.59	16.14
EPS(元)	1.09	1.63	1.80	2.10
ROE (%)	0.18	0.21	0.19	0.18
P/E	42.86	35.37	31.98	27.53
P/B	7.68	7.46	6.05	4.96

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

目录

1	酵母行业：技术壁垒高，应用领域发展潜力大	5
1.1	小酵母，大用途	6
1.2	酵母行业全球竞争格局：高度集中，安琪位列第三	8
2	传统酵母远未到天花板，海外和国内市场空间大	8
2.1	全球市场：亚非拉市场蓝海，安琪布局占优	8
2.1.1	烘焙食品消费与人口增速/经济增速相关性高	8
2.1.2	安琪的产能与烘焙市场的增长潜力市场更加匹配	10
2.2	中国机会：酵母行业持续受益于下游烘焙食品行业的发展	12
2.2.1	总量上：面包等西式烘焙食品渗透率持续提升	12
2.2.2	短保烘焙食品的快速的发展推动工业酵母需求	13
2.2.3	冷冻面团应用的发展，带来酵母技术需求的提升	14
2.2.4	中式发酵面食领域：健康安全是大方向	16
3	品类扩张空间大，酵母衍生物发展迅速	17
3.1	YE：最先进的鲜味调节剂，抗吸潮产品进一步拓展应用领域	17
3.2	动物营养受益于养殖行业的规模化趋势	21
3.3	人体健康营养业务：产品力强，独立运营后将有更大施展空间	23
3.3.1	三低四优的理想营养源，安全高效的生物转化器	23
3.3.2	安琪纽特保健品品质过硬，品牌力有天然背书	24
3.3.3	成立独立公司运营，给予更多自主权	26
4	回望来时路：筚路蓝缕，玉汝于成	27
4.1	1986-2000：打破体制枷锁，探索创业之路	29
4.2	2001-2010：登陆资本市场，快速扩张，抓住市场发展的黄金期	30
4.3	2011-2014：产能密集投放期，战略偏离，多重负面因素集中爆发	31
4.4	2014-2017：走出低谷，再创辉煌，三年净利润增长近五倍	33
4.5	2018-2019：产能瓶颈又一次凸显	34
5	公司发展翻开新篇章	37
5.1	产能密集投放期之后，净利润率将明显提升	37
5.2	新董事长上任，更关注业绩的稳定性	41
5.3	疫情受益，小包装酵母渗透率提升，出口业务逢良机	43
5.4	新激励方案出台，助力公司新一轮发展	44
6	投资建议	46

图表目录

图表 1:	酵母工业化生产过程	6
图表 2:	商品酵母的分类	6
图表 3:	公司分产品营收占比及下游应用领域	7
图表 4:	世界主要酵母企业概况	8
图表 5:	2018 年全球主食结构中烘焙食品占比 44%.....	9
图表 6:	2019 年全球烘焙食品销售超 3700 亿美元.....	9
图表 7:	18 年全球各地区面包销售额（百万美元）	9
图表 8:	全球各地区面包销售额 18-23 年 CAGR.....	9
图表 9:	全球各地区烘焙食品销售额增速以及预测.....	10
图表 10:	酵母产品全球竞争格局	11
图表 11:	公司两大海外工厂	11
图表 12:	安琪埃及工厂	12
图表 13:	公司俄罗斯工厂所处位置	12
图表 14:	人均面包消费量（Kg）与人均收入相关.....	13
图表 15:	中国人均烘焙食品消费额仍有上升空间.....	13
图表 16:	中国烘焙食品市场规模稳步增长	13
图表 17:	中国“90 后”群体餐饮消费类型分布.....	13
图表 18:	西式烘焙早餐对传统早餐的替代效应明显.....	14
图表 19:	我国烘焙行业工业化程度低	14
图表 20:	2019 年包装面包销售增速超无包装面包.....	14
图表 21:	冷冻面团的优势	15
图表 22:	冷冻面团主要工艺及应用场景	15
图表 23:	冷冻面团需要的专业改良剂	16
图表 24:	11-18 年馒头日均需求量增长趋势	17
图表 25:	安琪酵母部分产品展示	17
图表 26:	四代鲜味剂的比较	17
图表 27:	日本味精使用量在 80 年代后逐步减少.....	18
图表 28:	10-18 年中国味精消费量变化	18
图表 29:	世界减盐行动	19
图表 30:	食品减盐的四种方案	19
图表 31:	酱油减盐的四种方案	19
图表 32:	某品牌特级酱油配料表	20
图表 33:	某品牌薯片配料表	20
图表 34:	公司 YE 需求测算	20
图表 35:	公司主要动物营养产品解决方案和功能介绍.....	21
图表 36:	中国酵母源饲料需求测算	22
图表 37:	酵母营养具有“三低四优”的特点	23
图表 38:	酵母中可以利用的营养元素	23
图表 39:	酵母锌产品具备明显优势	24
图表 40:	公司保健品业务主要产品	25
图表 41:	公司保健品业务发展历程	25
图表 42:	公司保健品业务历年收入和同比增速.....	26
图表 43:	公司线上保健品业务收入和同比增速.....	26

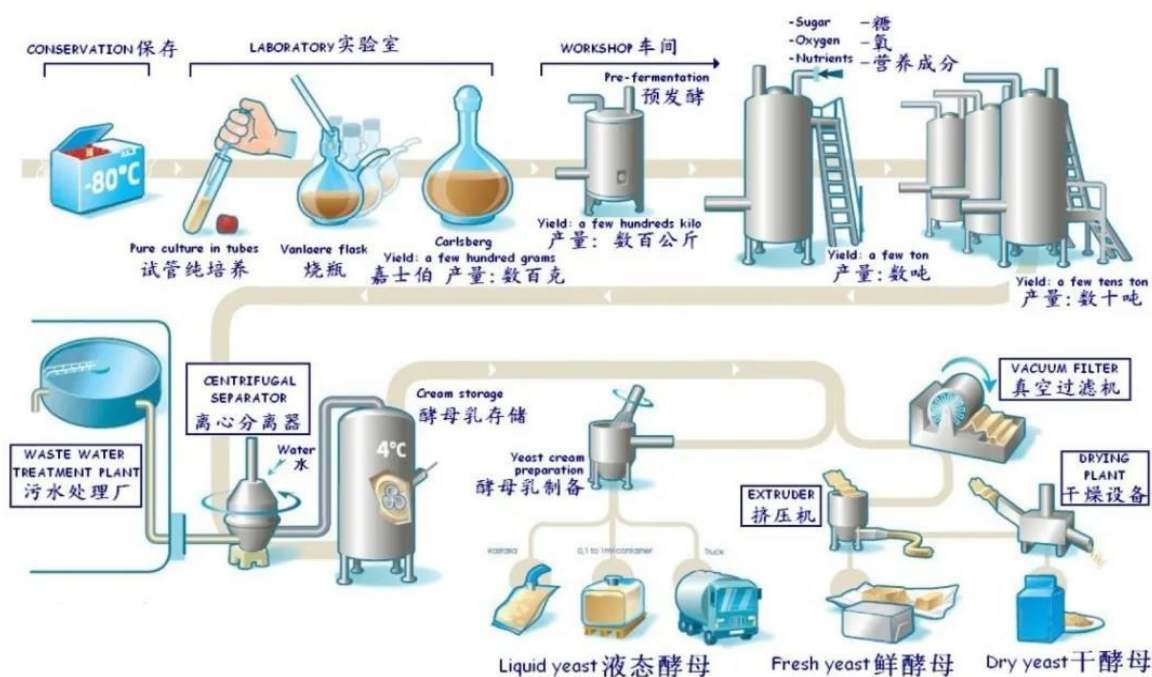
图表 44:	公司工厂和销售网络分布图	27
图表 45:	公司股权结构图	28
图表 46:	公司历年以来收入和净利润以及各自的同比增速	28
图表 47:	安琪酵母历史大事记 (1986-1999 年)	29
图表 48:	安琪酵母历史大事记 (2000-2010 年)	30
图表 49:	2000-2010 年公司收入和同比增速	31
图表 50:	2000-2010 年公司利润和同比增速	31
图表 51:	2000-2010 年公司国内外收入和增速	31
图表 52:	2000-2010 年公司净利润率	31
图表 53:	安琪酵母历史大事记 (2011-2014)	32
图表 54:	2008 年以来人民币兑美元汇率	33
图表 55:	2008 年以来糖蜜价格和白糖价格	33
图表 56:	安琪酵母历史大事记 (2015-2017)	33
图表 57:	公司 2012 年以来收入和同比增速	34
图表 58:	公司 2012 年以来净利润和同比增速	34
图表 59:	公司 2000 年以来净利润率	34
图表 60:	公司上市以来市值走势	34
图表 61:	公司 2016-2020 单季度收入和同比增速	35
图表 62:	公司 2016-2020 单季度利润和同比增速	35
图表 63:	2015 年和 2019 年公司旗下各子公司净利润率	35
图表 64:	伊犁子公司历年净利润和净利润率	36
图表 65:	埃及和俄罗斯工厂历年净利润	36
图表 66:	公司产能建设进度	36
图表 67:	公司实际所得税率	37
图表 68:	2008 年以来白糖和糖蜜价格走势	37
图表 69:	公司与其他行业龙头相比资产较重	38
图表 70:	与其他行业龙头相比资产负债率较高	38
图表 71:	公司固定资产净额与净利润率的关系	38
图表 72:	公司上市以来在建工程	38
图表 73:	公司 17-18 年产能建设投入较为集中	38
图表 74:	公司未来产能投放情况	39
图表 75:	公司 13-19 年产能与销量情况	39
图表 76:	公司 2019 年在建工程项目以及已经公告的拟建设项目 (单位: 亿元)	40
图表 77:	公司历年年报中提出的收入目标	41
图表 78:	董事及高管人员薪酬管理办法 (2020 年修订稿)	42
图表 79:	公司单季度利润和同比增速	43
图表 80:	单季度经营活动现金流量净额和增速	43
图表 81:	公司整合国际业务组织后的组织机构图	44
图表 82:	公司 2020 年限制性股权激励计划明细	45
图表 83:	股权激励中对标企业业绩情况 (百万元)	45
图表 84:	分产品收入分拆	47
图表 85:	行业可比公司估值 (Wind 一致预测, 截止至 2020 年 1 月 6 日)	48

1 酵母行业: 技术壁垒高, 应用领域发展潜力大

1.1 小酵母，大用途

酵母(Yeast)是一种肉眼看不见的单细胞微生物,被广泛应用于烘焙、面点、酿酒等食品领域。我们平常食用的面包、馒头、饼干等所需要的蓬松的、有弹性的组织结构,都依赖于酵母的产气功能。自然界中存在天然酵母,通常附着在谷物、蔬菜、水果上,但是天然酵母发酵速度慢、虽有独特风味但常伴有酸味。酵母的工业化则是根据不同的用途需求筛选、培养并生产出不同的酵母菌种,培养并生产出不同的酵母制品,应用于不同的行业。

图表1: 酵母工业化生产过程



资料来源: 乐斯福, 方正证券研究所整理

酵母细胞大约只有6微米大小。以鲜酵母为例,1g鲜酵母大约有100亿个酵母细胞。酵母菌种在零下80℃条件下储存,然后进入实验室培养,再到生产车间量产。酵母靠分解糖分长大,细胞不断分裂,从数百公斤到几十吨只需要一周左右的时间。得到基本的酵母乳液后,再经过不同的工序,就可以生产出不同含水量的各种品种的酵母产品。

图表2: 商品酵母的分类

酵母分类	水分含量	特点
酵母乳 Cream Yeast	79-82%	主要被应用于工业面包生产
鲜酵母 Compressed Yeast	65-72%	与干酵母相比,鲜酵母具有活细胞多,发酵速度快,发酵风味足,适合冷冻面团制作,但其保存和运输难度较大。 包装与保存:一般压成条块状,采用淋膜纸包装,必须保存在0-4℃的冷藏柜中,可保存45天;鲜酵母的用量一般是干酵母用量的2-3倍。
颗粒鲜酵母	64-68%	为了方便大工业用户使用鲜酵母,未经过压块的颗粒鲜酵母也可以直接用PVC包

Crumble Yeast		装销售, 使用时可以直接将颗粒鲜酵母加入面粉, 省去了块状传统鲜酵母预先搓碎的环节, 也避免了鲜酵母包装纸屑异物混入的风险。
半干酵母 Semi Dry Yeast	20-26%	是一种需要冷冻保存的小颗粒鲜酵母, 既具有鲜酵母一样的活力高、风味好、适合冷冻面团的特点, 又具有即发干酵母的流动性好, 使用便捷保存期长的特点; 采用非真空 PV 袋包装, 零下 18 摄氏度冷冻状态保质期可以长达 2 年, 保质期内活力损失少。建议用量与干酵母相当, 未使用完的半干酵母需要立刻冷冻保存以免酵母失活。
即发高活性干酵母 Instant Dry Yeast	4-6%	由新鲜酵母脱水而成, 呈颗粒状的干性酵母, 易溶于水, 使用方便, 易于储藏。与鲜酵母相比, 即发干酵母具有保质期长, 成本低, 方便运输等优势。 室温存放, 开袋后的酵母需尽快用完, 如需要存放一段时间, 可以排出包装中的空气并密封, 放置在阴凉干燥处即可。一般是采用抽真空或充氮气的包装来避免酵母失去活性, 干酵母形式包装成 5 克-125 克的家用产品, 500 克的商业用包装以及 5-10G 公斤的工业包装, 保质期最高可达 2 年, 过了保质期的产品可以稍微加大用量使用, 产品质量稳定, 是最常见的一种酵母产品。 用量: 做面包时干酵母的建议用量为面粉的 1%; 做馒头包子等面食时, 干酵母的建议用量为面粉重量的 0.3-0.4%。有时可以根据需要增加酵母用量到推荐用量的 2-3 倍。
活性干酵母 Active Dry Yeast	5-7%	活性干酵母是在制造鲜酵母的最后阶段, 利用热风干燥而成。方便保存, 使用时需要预先用温水溶解。真空状态下, 活性干酵母可于室温保存 2 年, 非常稳定。现在已逐渐被即发干酵母取代。

资料来源: 安琪酵母官网, 方正证券研究所整理

酵母菌是人类文明史中被应用得最早的微生物。目前已知有 1000 多种酵母, 可以用于不同的工业化用途。酵母公司除了生产传统的烘焙面食和酿酒用酵母, 还可以涉足食品调味、人类健康营养, 动物健康营养, 微生物营养等多个酵母衍生物领域。安琪酵母拥有 8 个以酵母为核心的业务群, 已经成为全球最完整的酵母类产品和服务企业。

图表3: 公司分产品营收占比及下游应用领域

产品分类	应用领域
烘焙及发酵面食	甜面包、欧式面包、短保面包、披萨、三明治、冷冻面团、起酥面包、蛋糕、中式点心、西式点心
YE 食品调味	素食、调味酱、酱油、食醋、酱腌菜、火锅底料、鸡精、咸味香精、餐饮连锁、海产品、坚果炒货、速冻食品、麻辣熟食、饼干、饮料、肉制品
人类健康	孕产妇营养、儿童营养、中老年营养、蛋白质、维生素/矿物质、骨骼关节、增强免疫力、促进消化
动物营养健康	猪、禽、水产、反刍、宠物
微生物营养	食品配料/饲料、生物医药、微生物制剂、生物化工、生物农业
植物营养	有机肥料、生物有机肥料、有机水溶肥料、有机-无机复混肥、复合肥料、水产肥料
酿造及生物能源	酒精、白酒、葡萄酒(包括家酿葡萄酒)、黄酒和料酒、酱油、醋、啤酒
特种酶制剂	核苷酸、面包改良、面点改良、淀粉糖、酒精工业、生物制品 CMO

资料来源: 安琪酵母官网, 公司公告, 方正证券研究所

1.2 酵母行业全球竞争格局：高度集中，安琪位列第三

酵母行业属于资本和技术密集型行业。类似于调味品，酵母添加量虽然低，对于用户来说成本占比不高，但是却是决定面包品质的重要关键因素。因此拥有领先技术优势，配套服务优势的龙头酵母公司具备护城河。酵母行业 CR5 超过 70%，行业集中度持续提升。

2009-2019 年全球酵母总产能由 130 万吨增长到 155 万吨，其中安琪酵母的产能扩张速度最为明显，超过一半的产能增长来自于安琪，产能年均复合增长超过 10%。安琪作为全球第三大的酵母公司，在中国国内具有绝对的规模和渠道优势，国内市场占有率超过 50%，同时正在向全球第二大酵母公司迈进。

图表4：世界主要酵母企业概况

企业名称	国别	2009年产能 (万吨)	2019年产能 (万吨)	在中国产能	概况
乐斯福 Lesaffre	法国	43	48	目前在中国拥有三家工厂，酵母产能7万吨，YE产能近2万吨	始于1873年，法国家族企业，有167年的历史，一直致力于生物和发酵技术的研究和应用。在全球拥有54家酵母工厂，4家YE工厂，在烘焙酵母领域技术领先，2019年收入超过22亿欧元。
英联马利 AB Mauri	英国	28	26	目前在中国拥有四家工厂，在华产能由6万吨缩减至4万吨	母公司ABF是欧洲市值最大的五家食品公司之一。2014年ABF斥资13.9亿美元收购澳大利亚burns philp集团马利发酵公司的酵母烘焙业务。AB Mauri年销售收入约为12亿美元（约75亿人民币）。2020年在中国在与益海嘉里合资建设酵母工厂。
安琪酵母	中国	9	25.8	国内20.2万吨酵母产能，6.6万吨YE产能	除本部宜昌外，公司在新疆伊犁、内蒙古赤峰、广西崇左、山东滨州、广西柳州、河南睢县以及埃及、俄罗斯建立了生产基地。
拉曼 Lallemand	加拿大	9	12	无	始于1923年，加拿大家族企业，1970年代以后通过并购进入美国、墨西哥、欧洲市场，2007年购买了南非的一家大型酵母工厂。
Pakmaya	土耳其	8	9	无	Pakmaya 品牌诞生于 1973 年，位于土耳其伊兹密特，自 1980 年之后开始专注于出口，主要专注于工业酵母的生产，分布在全球 130 多个国家与地区。

资料来源：乐斯福官网、英联马利官网，公司公告，方正证券研究所整理

2 传统酵母远未到天花板，海外和国内市场空间大

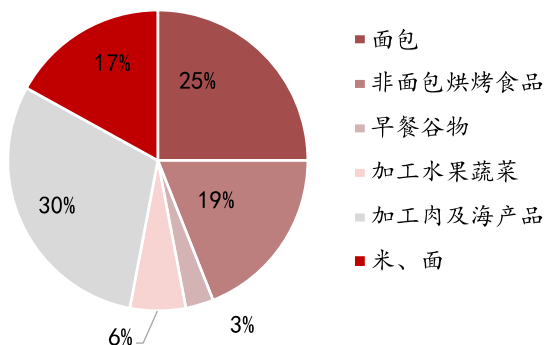
2.1 全球市场：亚非拉市场蓝海，安琪布局占优

2.1.1 烘焙食品消费与人口增速/经济增速相关性高

传统酵母主要用于烘焙主食行业中，而烘焙食品消费量和人口总量以及经济发展水平高度挂钩。根据 Euromonitor 数据，2018 年全球主食产品整体销售额为 8640 亿美元，总销量为 3.62 亿吨，其中烘焙食品

占比最大，占整体的 44%左右。烘焙食品全球销售额超过 3700 亿美元，而面包作为最大的烘焙子行业，占烘焙食品整体的 56%左右，总销量超过 1.12 亿吨，销售额超过 2000 亿美元，15-19 年 CAGR 为 0.54%。

图表5： 2018 年全球主食结构中烘焙食品占比 44%



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

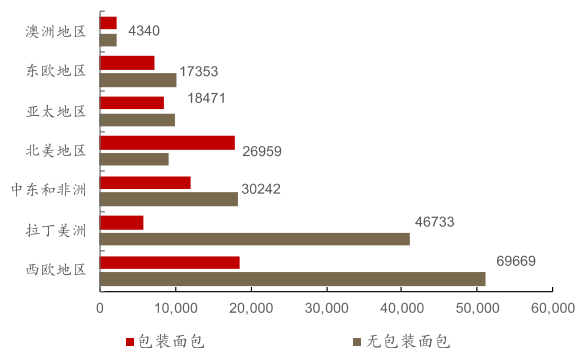
图表6： 2019 年全球烘焙食品销售超 3700 亿美元



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

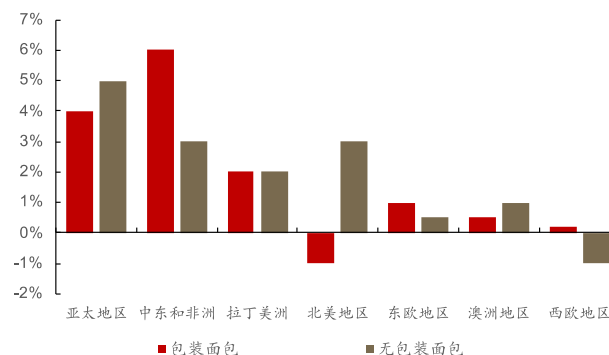
目前，2018 年全球各地区面包行业销售额最大的为西欧地区，其次为拉丁美洲、中东和非洲地区。

图表7： 18 年全球各地区面包销售额（百万美元）



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表8： 全球各地区面包销售额 18-23 年 CAGR



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

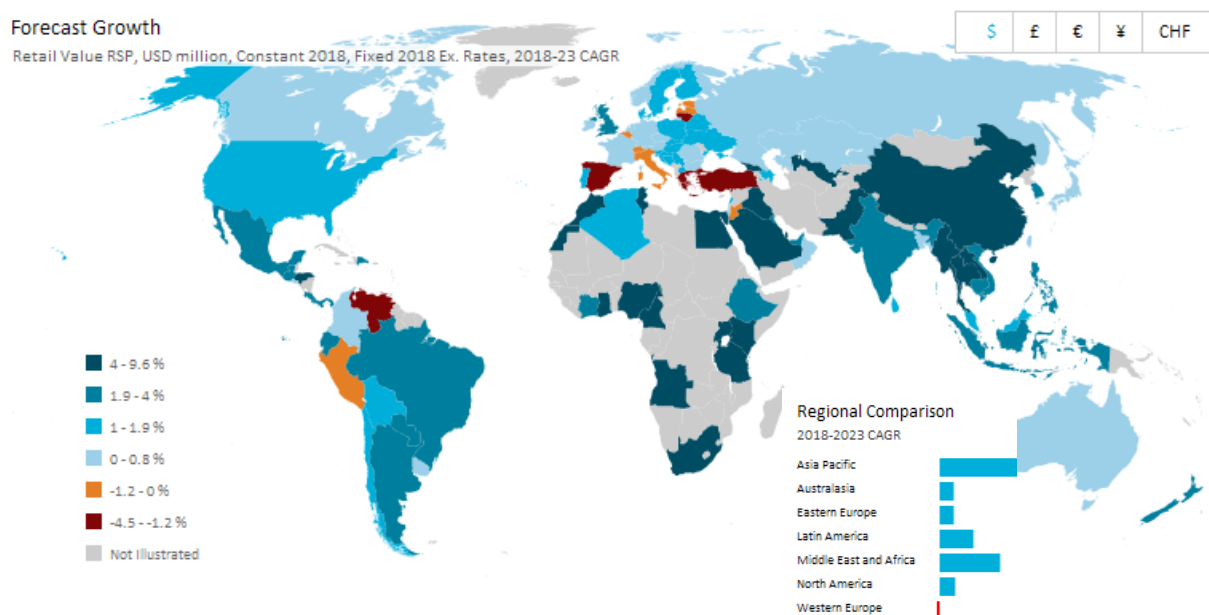
但是从增速上来看，亚太地区，中东和非洲地区的烘焙食品市场消费增势最强。2018 年到 2013 年预测的复合增速在 4%~10%左右。烘焙食品在亚太地区虽然发展时间较短，但近些年消费者对烘焙食品的接受度不断提升，工艺技术也在不断革新、完善，烘焙食品逐步口味多样化、大众化，受到了越来越多亚太地区消费者的喜爱。中东地区的烘焙行业得到政府大力支持，面包已经成为埃及、伊朗、沙特和阿拉伯等中东国家的主要主食，推动了地区烘焙食品发展。而且在烘焙食品绝对量提升的过程中，酵母使用率 and 产品结构也有提升空间。在经济欠发达的区域，使用老面发酵等老式发酵的占比还比较大，随着食品工业的发展，酵母使用量的增速会高于烘焙食品的消费量增速。

图表9： 全球各地区烘焙食品销售额增速以及预测

Baked Goods

Forecast Growth

Retail Value RSP, USD million, Constant 2018, Fixed 2018 Ex. Rates, 2018-23 CAGR



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

2.1.2 安琪的产能与烘焙市场的增长潜力市场更加匹配

目前全球的酵母产能主要集中在欧洲地区、亚太地区以及美洲地区，分别占比达 39%、27%、26%，亚太地区 and 非洲的产能占比与人口占比相比明显不匹配。

依据各个品牌的势力范围，结合下游烘焙市场的增速，我们将全球格局分为三个层次，即由北美、欧洲和大洋洲为代表的成熟市场、由东亚、非洲南部以及南美洲为代表的新兴市场和由中东、北非、俄罗斯和东南亚为代表的竞争激烈区域。南美、大洋洲是英联马利主导，而乐斯福在非洲南部、北美和欧洲具备较重的话语权，安琪统领亚洲。焙烤食品消费量增长最快的，市场格局还未明晰的中东、北非、东南亚和俄罗斯成为兵家必争之地。而这块区域的市场容量超过 40 万吨，体量超过成熟的西欧市场。

例如，埃及已经成为全球第四大烘焙食品消费市场，酵母总需求超过 8 万吨，体量和中国相当。由于埃及政府持续补贴面包粉，使得面包成为当地增长最快的主食。

图表10： 酵母产品全球竞争格局



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所整理

注：按照各地区烘焙市场消费量测算酵母需求

公司的全球化之路走差异化路线，首先瞄准中东、非洲、独联体等发展中国家和地区，这些区域市场增速快，进入门槛低，对价格敏感，但是环境艰苦，这让中国企业能够占得先机。而且与擅长收购兼并现有工厂的欧洲企业不同，公司近年来不断扩张产能，在新建工厂投资方面积累了宝贵经验，在投资效率上明显高于竞争对手。

目前，公司已经布局了埃及和俄罗斯两大工厂。针对这块新兴市场已经具备了先发优势。

图表11： 公司两大海外工厂

工厂	时间	说明
埃及	成立于 2010 年 3 月 11 日，1.5 万吨干酵母产能，2013 年 1 月正式投产 2017 年建设二期 1.2 万吨酵母抽提物工厂，2019 年投产	建设初期遇到埃及政治动乱，但是公司最后坚持下来，历经 28 个月的施工建设，最终于 2013 年 2 月建成投产，实际投资总额 7624 万美元，项目占地 7.3 万平米。 2015 年-2016 年期间，埃及公司通过自有资金投入，对酵母生产线关键设备实施了小型改造和工艺改进，将干酵母产能挖潜提升至 2.3 万吨/年。 盈利情况： 投产一年后即达到满产状态，实现盈利。2019 年实现收入 4.1 亿元，净利润 0.79 亿元。
俄罗斯	2015 年 6 月签署投资协议、9 月破土动工，2017 年 8 月建成即投入试运	安琪俄罗斯公司距离莫斯科 340 多公里，占地 450 多亩，总投资 1 亿美元，年产 1.5 万吨干酵母、1.5 万吨鲜酵母和 3 万吨有机肥。 公司为当地提供了 500 多个工作岗位，本土员工占比超过 96%，其中有 65 名俄籍

	行, 2019 年 2 月正式竣工投产	员工赴中国接受 9 个月的专业培训。 俄罗斯工厂以天然气为燃料, 实现能源综合利用和高效节能; 采用了世界先进的污水处理工艺和设备, 环境保护方面的投资额占到了项目投资总额的 20%。 盈利情况: 投产一年即实现满产。2019 年实现销售收入 3.2 亿元, 净利润 6580 万元。产品大部分出口独联体国家和中东非洲市场。
--	---------------------	--

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所整理

除了靠近本地市场, 埃及和俄罗斯工厂带来的优势还体现在:

1) 降低成本: 靠近原料地, 埃及盛产甘蔗和甜菜, 酵母工业原料糖蜜资源丰富且价格稳定, 能源成本也比国内低; 俄罗斯甜菜制糖业比较发达, 年副产品糖蜜总量超过 120 万吨且出口超过 40 万吨, 价格比国内低 200~300 元左右。能源方面, 俄罗斯拥有全球最大的天然气储量, 能源丰富, 成本低。

2) 降低出口壁垒: 埃及工厂可以辐射新兴的非洲市场, 而且埃及商品出口到中东诸国, 进口国给予零关税或低关税待遇; 俄罗斯工厂既可深度开发俄罗斯本土市场, 又可免关税进入欧亚经济联盟市场, 提高辐射独联体国家的能力, 并且有助于进一步巩固并拓展中东非洲市场。

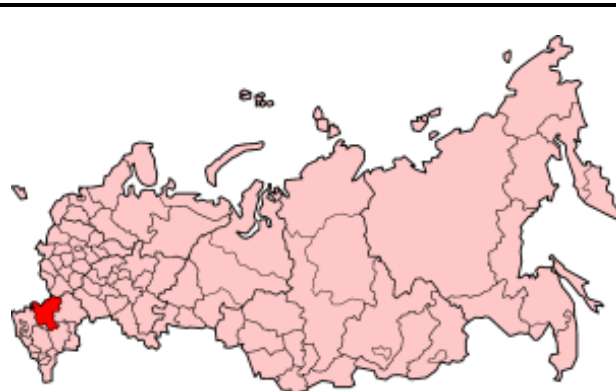
3) 服务更优化: 在埃及直接给客户供货, 平均需要 7 天, 货品从中国远渡重洋约 40 天, 供货周期大大缩短, 同时减少了运输成本。

图表12: 安琪埃及工厂



资料来源: 公司网站, 方正证券研究所

图表13: 公司俄罗斯工厂所处位置



资料来源: 公司网站, 方正证券研究所

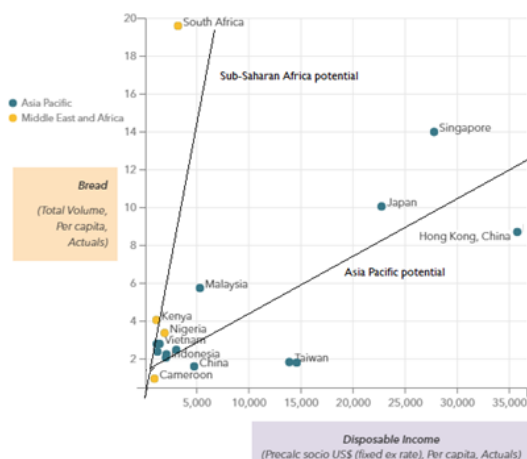
2019 年, 公司两个海外工厂均保持满负荷生产, 海外市场实现销售收入 21.96 亿元, 同比提升 14%; 新增外籍员工 201 人, 海外员工总数达到 1319 人; 埃及抽提物生产线获得埃及食品制造业 BRC 审核最高等级认证; 俄罗斯公司荣获俄罗斯利佩兹克州政府授予的技术创新和卓越成就奖。2019 年, 公司海外经销商数量已达 3199 家。

2.2 中国机会: 酵母行业持续受益于下游烘焙食品行业的发展

2.2.1 总量上: 面包等西式烘焙食品渗透率持续提升

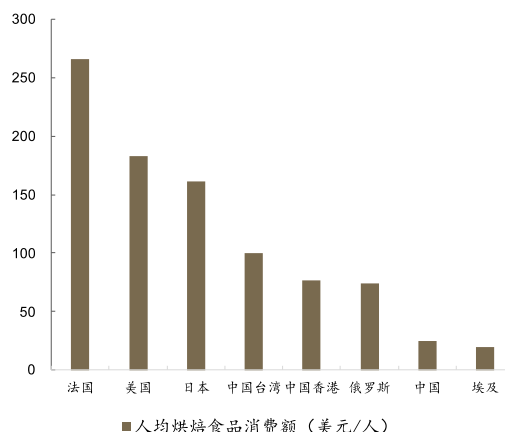
中国年轻一代对多样化的烘焙食品接受度更高。中国烹饪协会最新报告显示, 70 后的餐饮消费支出中, 外国餐厅以及蛋糕甜品店的消费占比只有 2%, 80 后为 11%, 90 后蛋糕甜品店、外国餐厅、咖啡厅的消费占比则高达 43%, 西式口味对年轻一代消费者饮食习惯的影响逐渐加深。

图表14: 人均面包消费量 (Kg) 与人均收入相关



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表15: 中国人均烘焙食品消费额仍有上升空间



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

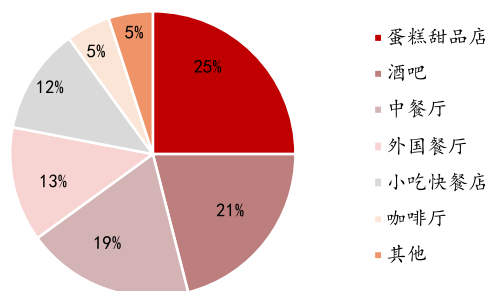
由于主食结构的不同, 中国目前的烘焙面包人均消费额仅为 25 美元/人左右, 远低于饮食习惯相近的日本 (161 美元/人) 和中国香港地区 (100 美元/人)。未来随我国居民消费水平的提高, 以及烘焙食品在年轻消费者中渗透率的逐步增长, 人均烘焙食品消费量也将随之快速上升。

图表16: 中国烘焙食品市场规模稳步增长



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表17: 中国“90后”群体餐饮消费类型分布



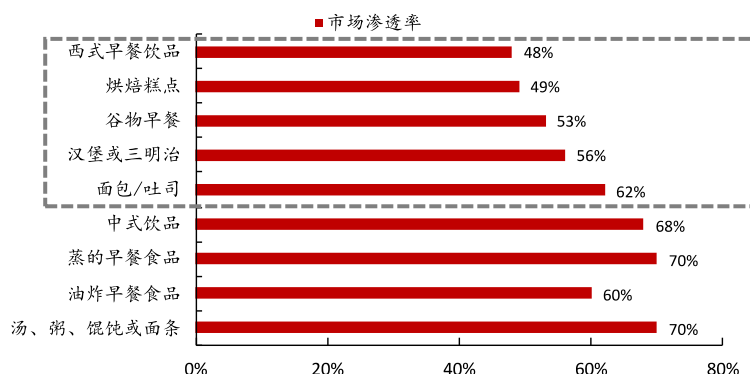
资料来源: 中国烹饪协会, 方正证券研究所

2.2.2 短保烘焙食品的快速的发展推动工业酵母需求

随现代生活节奏越来越快, 面包、吐司、汉堡等西式烘焙食品在早餐

消费场景渗透率提升,再加上技术的不断进步和消费者对食品的新鲜与健康程度要求越来越高,短保面包成长快于行业整体。

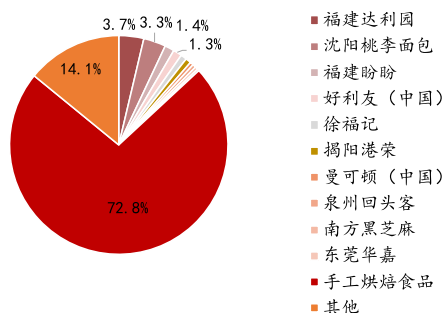
图表18: 西式烘焙早餐对传统早餐的替代效应明显



资料来源: 食品饮料产业研究, 方正证券研究所

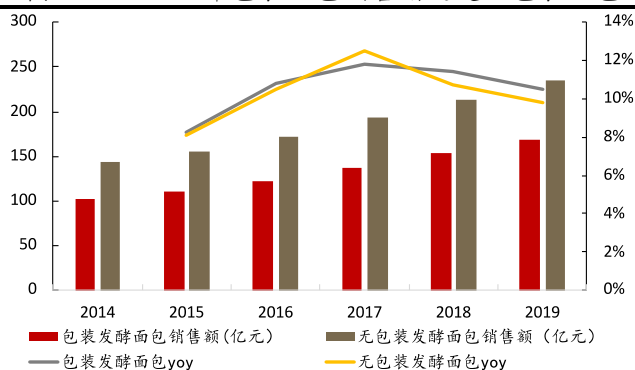
目前国内主要以非预包装的手工烘焙食品为主,包装烘焙食品 CR5 不足 11%,包装烘焙食品集中度还有很大的提升空间,而工业酵母作为包装烘焙食品工业化生产的主要原材料之一,其需求量也将随包装烘焙食品行业集中度的上升而稳步增加。

图表19: 我国烘焙行业工业化程度低



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表20: 2019年包装面包销售增速超无包装面包



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

2.2.3 冷冻面团应用的发展,带来酵母技术需求的提升

随着餐饮业和烘焙业的连锁化发展,冷冻面团技术开始得到广泛应用。制作面包有打面、发酵、分割、搓圆、整形、醒发、烘烤等一系列工序,冷冻面团技术就是切断面包的正常生产流程,将得到的半成品进行急速冷冻,放在-18℃的环境中储存,可以有效地延长面包的保质期,方便半成品运输和管理。门店只需把冷冻面团的半成品提前拿出解冻,再进行后续的加工工艺,就可以制作新鲜的面包。不少连锁门店都是采用中央工厂生产的冷冻面团或者直接购买冷冻面团,不仅降低了门店人员的技术操作难度(不用每个店都配备专业面点师,节省时间和人力成本),还可以最大化节省门店面积,降低房租等一系

列运营成本。

图表21： 冷冻面团的优势

优势	说明
节约劳动成本	冷冻面团可以集中生产，分模块进行，可以一次大批量生产，生产之后放在速冻柜里冷冻，可以储存很长时间。不用每个店都配备专业面点师，节省时间和人力成本。
降低生产设备成本	由中央工厂统一设备生产，将制作好的冷冻面团发到门店，门店按需解冻，随需随烤，非常方便。减少了门店设备投入
降低技术成本，产品保持一致性	采用冷冻面团可以降低新品研发成本和时间，并且能够保证所有门店所有批次的产品在大小、形状、口味上都一致。
配方的隐蔽性	用冷冻面团大批量集中生产，可以有效地对产品的配方进行保密及管理

资料来源：安琪酵母官网，方正证券研究所整理

冷冻面团技术从 20 世纪 50 年代末开始发展，80 年代才随着冷冻技术发展有了真正意义上的冷冻面团。现在，冷冻面团的保质期已经可以延长几周甚至几个月，还可以通过冷链出口到世界各地市场。目前冷冻面团产品已经占到欧洲市场的 40% 以上，其中酥皮类面包（丹麦、羊角、蛋挞等）产品占据 60% 以上，美国大约是 70%，日本冷冻面团产品销售金额大概占日本整个烘焙市场总体份额的 10%，俄罗斯和中国冷冻面团占的市场份额相对较少，大概在 5% 左右。

目前国内冷冻面团发展上，还是以中式点心运用冷冻面团的技术比较多，比如最常见的无发酵的产品，中式的蛋挞类，包括老婆饼、起酥类的饼类，鲜花饼、绿豆糕，还有流心的月饼等等。冷冻面团制作面包占总体冷冻面团市场规模只有 15%~20%。随着经济发展，门店租金成本以及人力的工资待遇的成本越来越高，冷冻面团将在连锁饼店、咖啡厅，酒店，食堂等场景应用越来越广。

图表22： 冷冻面团主要工艺及应用场景

主要工艺	应用场景
预成型冷冻面团工艺	适用于甜面团和起酥面包，现有技术较成熟，店铺对技术要求简单，只需要判断醒发状态。流动效率好，店铺保管所需空间比较小，通常采用自然解冻
预醒发冷冻面团工艺	主要应用于小型法包和牛角包，现在有少量客户开始使用这项技术，对店铺技工技术要求低，一般操作工都可以完成操作，店铺可以多次烤制，随意调整数量，操作及其简单，极大满足了饼店面包新鲜出炉的需求
部分烘烤冷冻面团工艺	主要是冷冻披萨以及少量欧式脆皮面包，使用范围较小；在商超流通环节广为销售的披萨半成品，在咖啡厅，餐厅等用户使用的配餐也比较多
全烘烤冷冻面团工艺	全烘烤面团主要是各类汉堡等制作三明治产品的面包，作为咖啡厅，连锁西餐厅的原材料和一些酒店的早餐配餐，在医院和学校配餐系统也有发展的潜力

资料来源：公司官网，方正证券研究所整理

冷冻面团对酵母公司的技术水平要求高：因为在制作冷冻面团时，急速冷冻过程会对面团中的酵母和蛋白带来很大伤害，因此，冷冻面团对生产人员的技术要求比较高，对酵母、改良剂、面粉、温度、油脂

等各方面因素都有要求，因此需要生产企业有足够的生产管理经验，而且需要有持续的技术服务，能够提供完整的规范生产、存储、冷链配送和门店操作培训。这对于安琪酵母这样的龙头公司来说更有优势。

图表23： 冷冻面团需要的专业改良剂

主要成分	常见物质	主要功能
填充物	谷朊粉/干小麦粉	强化面团，有助于面团持气能力；补充急速冷冻过程中被破坏的蛋白，增加面团吸水，减少冷冻面团解冻对组织影响，缩短醒发时间，增大面包体积。
还原剂	失活的酵母	缩短面团搅拌时间，有助于控制面团温度；在制作披萨、丹麦、牛角包等包油、酥皮类产品的冷冻面团时，含有还原功能的改良剂可以改善面团的延展性，保证生产线运转更顺畅，减少废料产生。
增白剂	活性大豆粉 刺槐豆胶	改善面包内部组织和色泽，同时可以缓解急速冷冻对面团的伤害
乳化剂	DATEM 双乙酰酒石酸单甘油酯/MONO 单硬脂酸甘油酯/SSL 硬脂酰乳酸钠	增加面团强度，让产品更柔软；改善面团耐力和组织结构，在解冻和醒发过程中控制水份移动，增加产品体积，特别适用于需要体积支撑的甜面包
酶制剂	α 淀粉酶/半纤维素酶/葡萄糖氧化酶/ 脂肪酶	帮助冷冻面团在后期解冻过程中的发酵；改善产品组织结构，增大体积，增加发酵耐力帮助面团后期保气
其他成分	脱水发酵面粉 黑裸麦粉 烘烤麦芽粉	增加风味，在生产一些特殊产品时可以选用添加了特定成分的改良剂来改善产品风味

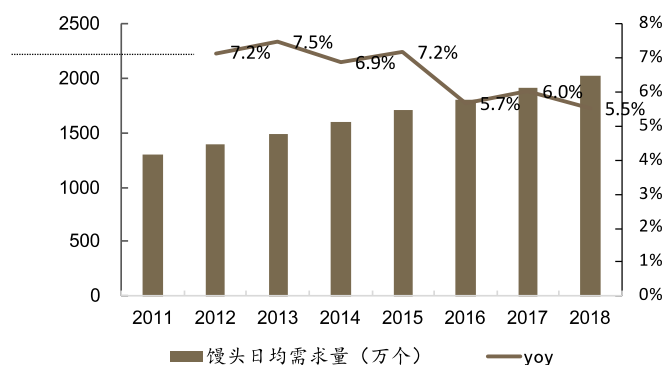
资料来源：乐斯福官网，方正证券研究所整理

2.2.4 中式发酵面食领域：健康安全是大方向

中式发酵面食作为中国传统饮食中最常见的品种之一，各式各样的面点品种，如包子、馒头、花卷、油条等等工业化需求也在不断提升。这一需求带动了酵母、泡打粉等制作原材料使用量的稳定增长，酵母、泡打粉等添加剂作为中式面点制作中必不可缺的原料，主要在面团制作过程中发挥生物膨松以及面筋扩展的作用，并且酵母在发酵时能产生独特的发酵风味，形成面点所特有的香味。

传统的中式面点在原料制作上大多采用老浆和土曲发酵的形式，也就是俗称的老面发酵，这样的发酵程度不易控制，杂菌较多，存在许多的食品安全隐患。品质稳定的酵母粉或预拌粉能更好的控制面包发酵时点，改善面点风味，实现面点的机械化规模生产。同时，油条、油馍、油饼等发酵类油炸制品同样是广受欢迎的传统早餐，明矾等含铝低端泡打粉为发酵类油炸制品的主要添加剂。国家近几年对含“铝”食品添加剂的管控越来越严格。在这一形势下，公司不断加大研发投入，陆续针对不同种类面点推出新型健康添加剂，开发出高活性干酵母、馒头改良剂、发糕预拌粉、油条膨松剂等各类发酵用产品。

图表24： 11-18 年馒头日均需求量增长趋势



资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

图表25： 安琪酵母部分产品展示



资料来源：公司官网，方正证券研究所

3 品类扩张空间大，酵母衍生物发展迅速

3.1 YE：最先进的鲜味调节剂，抗吸潮产品进一步拓展应用领域

公司酵母衍生物产品中目前发展最为迅速的是酵母抽提物。酵母抽提物(Yeast Extract)是一种增鲜剂，是补充或增强食品原有风味的物质。科学研究发现，人类能感知的美味主要有四种，分别存在于四种代表性食物当中：海带、蘑菇、鲣鱼、鸡汤。其中海带中存在大量的谷氨酸、蘑菇含有大量的鸟苷酸、鲣鱼含有丰富的肌苷酸、鸡汤含有丰富的呈味多肽和氨基酸。

随着生物技术的发展，科学家发现酵母这种微生物居然潜藏着全部的美味前体物质。其核酸(能有效地降解为呈味鸟苷酸、肌苷酸)及蛋白质(能有效地降解为呈味多肽和氨基酸)等美味前体物质异常丰富。YE就是从富含核酸及优质蛋白的食用酵母中提取出的一种物质，具有良好的鲜味。因此酵母抽提物成为了目前最为先进的鲜味剂。

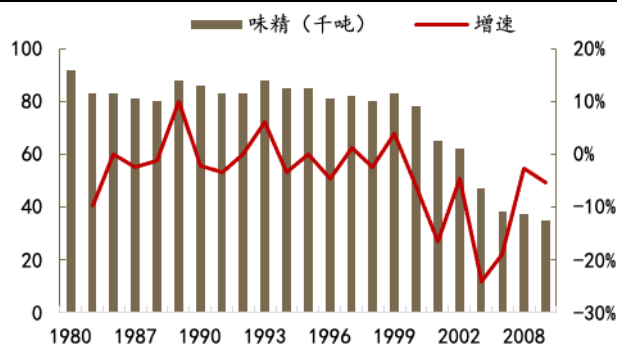
图表26： 四代鲜味剂的比较

分类	名称	来源
第一代 氨基酸类	味精 L-谷氨酸钠 (MSG)	味觉阈值0.03%，以蛋白质组成成份或游离态广泛存在于植物组织中
	L-天门冬氨酸钠	广泛用于食品行业的保鲜剂、防腐剂，可代替味精
	L-丙氨酸	属于非必需氨基酸，是血液中含量最多的氨基酸；用于鲜味料中的增效剂
	甘氨酸	是海鲜呈味的主要成分，我国年产量已达3000吨左右；甘氨酸作为鲜味剂，添加到软饮料、汤料、咸菜及水产制品中可产生出浓厚的甜味并去除咸味、苦味；与谷氨酸钠同用增加鲜味
第二代 水解蛋白类	水解动物蛋白 (HAP)	主要以鸡肉、猪肉、肉等为原料
	水解植物蛋白 (HVP)	主要以豆粕粉、玉米蛋白、面筋、花生饼和棉籽等为原料，常添加在配制酱油中，可能含有氯丙醇
第三代	5'-肌苷酸二钠 (IMP)	呈鸡肉鲜味，熔点不明显，易溶于水，味觉阈值0.025%；核苷酸产量主要为韩国希杰、

核糖核苷酸类		大象、日本味之素公司、武田制药；年产量近1万吨，国内已有厂家生产，是 鸡精 的主要成分之一
	5'-鸟苷酸二钠 (GMP)	呈 鲜菇鲜味 ，多与谷氨酸钠(味精)等并用；混合使用时，其用量约为味精总量的1%~5%，酱油、食醋、肉、鱼制品、速溶汤粉、速煮面条及罐头食品等均可添加，其用量约为0.01~0.11g/kg
	5'-呈味核苷酸二钠 (I+G)	与谷氨酸钠(味精)混合使用，其用量约为味精的2%-5%，有“ 强力味精 ”之称；添加IMP可使食品具有肉类的鲜味，添加GMP使食品产生蔬菜、香菇的鲜味，添加IMP+GMP可使食品 融荤素鲜味于一体 ；
第四代酵母抽提物	酵母抽提物Yeast Extract (YE)	以面包酵母、啤酒酵母、原酵母等为原料，可以具有不同的风味，如牛肉味、鸡肉味、猪肉味等；不含植物蛋白水解液(HVP)及动物蛋白水解液(HAP)中有害的氯化物，被认为是一种安全的食品增鲜剂；唯一具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质；在欧洲占有鲜味剂市场1/3的份额

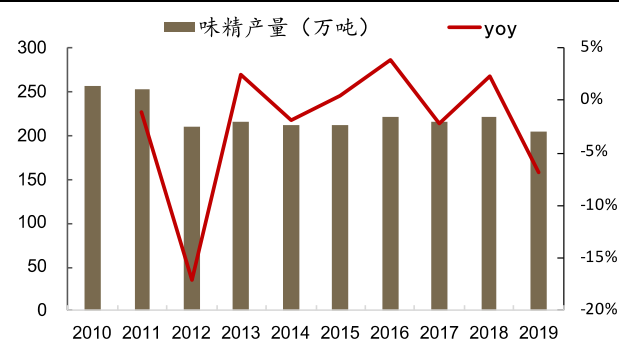
资料来源：方正证券研究所整理

图表27：日本味精使用量在80年代后逐步减少



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表28：10-18年中国味精消费量变化



资料来源：国家统计局, 方正证券研究所

上世纪八九十年代，味精还是中国居民厨房消费中的重要调味品，但随着鸡精、鸡粉、蘑菇精等复合型调味品的不断涌现，味精行业的市场份额逐渐萎缩，特别是近几年来生产原料、人工成本不断攀升，使得味精行业不可避免地进入了微利时代。目前我国消费者大多习惯用鸡精来替代味精，但是鸡精中70%的成分仍然是味精。

YE作为第四代增鲜剂，相较于前面三代产品，有非常明显的优势：

1) 酵母是唯一具有食品属性的增鲜剂

“酵母及酵母类制品”在国家标准GB2760-2011食品添加剂使用标准的附录F（食品分类系统）中列出，其食品分类号为16.04，而其他的增鲜剂都属于食品添加剂。在全世界的食品安全标准中，YE都属于食品。

典型的案例是近年来零添加酱油如雨后春笋般推向了酱油市场。为了更好规范和引导这一细分品类的发展，海天等12家酱油企业起草，中国食品工业协会发布了团体标准《原酿本味酱油》，并已于2019年12月20日正式实施。标准中规定了用于生产这类酱油的大豆（或豆粕）必须是非转基因，且不能添加味精和任何食品添加剂。

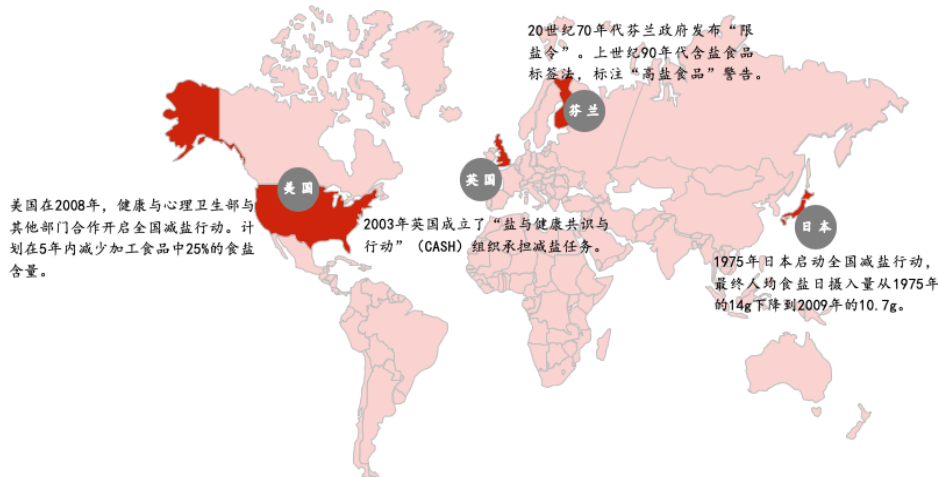
目前，国内畅销的原酿本味酱油已在广泛应用YE来实现更优质风味，

提升产品档次。

2) 可以在低盐环境中增鲜，有利于减少食盐的摄入

“盐”为“百味之将”，盐对提高食品鲜味起着重要作用。味精、鸡精里面也含有食盐。但是食盐摄入过多，容易加大罹患高血压的风险。中国营养学会推荐的食盐日摄入量为6克，而根据最新营养普查结果表明：我国居民食盐日摄入量高达10.5克，是食盐摄入量最高的国家之一。

图表29：世界减盐行动



资料来源：安琪酵母官网，方正证券研究所整理

2017年6月30日，国务院办公厅印发《国民营养计划（2017-2030）》，其中明确提出，到2030年，全国人均每日食盐摄入量降低20%，居民超重，肥胖的增长速度明显放缓。国际上通用的减盐方法有四种，目前研究较多的是第四种：用其他的风味增强剂达到协同减盐作用。欧美已经利用酵母抽提物（YE）等其他肽类物质起到协同减盐很长时间。YE中含有丰富的咸味肽成分，在低浓度食盐环境中可以增强咸味强度，延长咸味感知时间。YE减盐方案在休闲食品工业值得推广。

图表30：食品减盐的四种方案



资料来源：公司网站，方正证券研究所

图表31：酱油减盐的四种方案



资料来源：公司网站，方正证券研究所

对于酱油减盐，也有四种通用方法，各有优劣，而通过添加酵母抽提

物等风味补充法可不涉及工艺的变动以及设备和技术的投入,用现有原油即可生产,原油用量较少时通过风味补充实现减盐不减味,是最适合在中小型酱油企业中推广的途径。

3) 增鲜更为立体浓厚,提高食品档次

YE 可以通过改变不同氨基酸的配比,制作不同的风味 YE。在添加之后,食品的风味将更加浓郁、饱满,特别令人对这种食品产生记忆,且对某些异味掩盖性好。比如食品中含有不适宜消费者口味的味道,通过添加 YE,则能得到很好的掩盖,使产品更便于销售。另外, YE 本身是一种营养物质,富含的氨基酸、B 族维生素及微量元素能使食品更加富有营养。

图表32: 某品牌特级酱油配料表

原料:水、食用盐、非转基因黄豆、非转基因脱脂黄豆、食品添加剂(谷氨酸钠、5'-呈味核苷酸二钠、山梨酸钾、三氯蔗糖)、小麦、小麦粉、酵母抽提物。		
质量等级:特级	净含量:380毫升	
生产日期:见封口套	保质期:18个月	
贮藏方法:存放阴凉干燥处,避免阳光直射和高温		
营养成分表		
项目	每份(15mL)	NRV%
能量	51kJ	1%
蛋白质	1.8g	3%
脂肪	0g	0%
碳水化合物	1.2g	0%
钠	1170mg	59%

资料来源:淘宝网,方正证券研究所

图表33: 某品牌薯片配料表

配料:马铃薯、植物油、烤鸡翅调味料(白砂糖、酱油粉(酿造酱油、食用盐、麦芽糊精、焦糖色、琥珀酸二钠、5'-呈味核苷酸二钠、L-丙氨酸)(含小麦、大豆)、食用盐、麦芽糊精、味精、大蒜粉、洋葱粉、食用香精(含小麦、大豆)、辣椒粉、黑胡椒粉、鸡肉粉(鸡肉抽提物、食用盐、麦芽糊精、味精、5'-呈味核苷酸二钠)、番茄粉、酵母抽提物、花椒粉、二氧化硅、柠檬酸、5'-呈味核苷酸二钠、阿斯巴甜(含苯丙氨酸)、全脂乳粉、鸡油)。
致敏原信息:含有小麦、大豆和牛奶。

资料来源:淘宝网,方正证券研究所

YE 抗吸潮新品的重磅推出将进一步拓展 YE 的应用领域: YE 在咸味食品中可以广泛使用,但是 YE 在过去的使用过程中容易吸潮,不仅影响使用便捷性,同时也会对粉体复合调味料的成品性状造成一定的影响,限制了其使用范围。2020 年 5 月,公司经过多年研发投入,对 YE 的制作工艺以及其中氨基酸、多肽、蛋白质等物质研究改进,重磅推出安琪抗吸潮酵母抽提物,采用定向酶解技术、独特的后处理工艺及喷雾干燥工艺,产品颗粒均匀,流动性好,长时间暴露在空气中不会大面积吸潮、结团,适应绝大多数生产环境。

根据 YE 下游食品工业应有领域产量的保守测算(没有考虑随着未来消费者对食品品质提升带来的消费升级),YE 的市场容量在 30 万吨以上,而目前公司的产能为 7.8 万吨,未来发展的应用空间广阔。

图表34: 公司 YE 需求测算

产品	用法(%)	现状	假设	理论容量	安琪销量
方便面	调料 0.5-4.0	2019 年产量约 1195 万吨	按 0.5% 计算	5.96 万吨	6.6 万吨
	面身 0.5-1.5				
肉制品	0.2-1.0	2019 年肉类总产量约 7759 万吨	假设肉制品行业产量不变,使用 0.2%	15.52 万吨	
酱卤制品	0.6-4.0	2019 年酱卤制品产量约 548 万吨		1.1 万吨	
饼干/焙烤食品	1.0 以内	2019 年产量约 981 万吨	假设使用量 0.3%	2.94 万吨	
酱油	0.4-1.5	2019 年产量约 681 万吨	假设使用量 0.5%	3.41 万吨	

复合调味料	0.5-5.0	2019 年中国调味品著名品牌企业 100 强中的可比 22 家企业产量 61 万吨。	假设使用量 0.5%	0.31 万吨
速冻食品	0.3-1.5	2018 年产量约 1035 万吨	假设使用量 0.3%	3.1 万吨
合计				32.34 万吨

资料来源: WIND, 国家统计局, 前瞻产业研究院, 商务委, 方正证券研究所

3.2 动物营养受益于养殖行业的规模化趋势

酵母还可以衍生出一系列具有特定营养或功能的天然、安全的饲料原料及饲料添加剂产品。酵母源生物饲料在稳定饲料品质、改善动物消化道健康、强化动物免疫水平、减少动物应激、提高动物生长性能保护生态环境等诸多方面都有着良好的应用前景。

例如, 在生猪养殖领域, 饲料成本占生猪养殖总成本的 65-70%, 保障猪肠道的高消化吸收能力, 提高饲料成本的转化率是提高养殖收益的有效措施。一旦肠道微生态平衡被破坏就会引起腹泻、便秘等肠道疾病, 而且仔猪腹泻是引起仔猪生长受阻和仔猪高死亡率的重要原因。由于幼龄仔猪肠道消化发育不健全, 需要大量的特殊营养物质用于肠道细胞分裂增殖, 1-2 天肠道细胞就完成一次更新。细胞分裂增殖开始于遗传物质的备份和结构蛋白的合成, 这一过程需要大量的核苷酸。安琪的福邦 NA100 产品富含核酸类物质, 能快速满足动物(尤其是幼龄动物)对核苷酸的需要, 促进并维持肠道的正常粘膜结构, 提高肠道对营养物质的消化吸收能力。

图表35: 公司主要动物营养产品解决方案和功能介绍

	安琪产品	功能
猪	赛雪江	为高档教槽料量身打造的一款高核酸功能性蛋白原料产品。其具有“诱食好、强免疫、促生长”三大功效, 能够 1: 1 全替代血浆蛋白粉, 且无生物安全隐患。 优势: 1、与血浆蛋白粉经常波动价格相比, 赛雪江价格趋于稳定, 使用更便利。2、赛雪江与其它蛋白原料配合起来替代血浆蛋白粉, 可以降低饲料成本, 提升品质。3、用赛雪江替代血浆蛋白粉后, 抗原和同源性污染风险降低, 可减少养殖生产中的疾病风险。4、长期使用赛雪江, 采食量优于血浆蛋白粉, 整体性价比。
	NA100 酵母核苷酸、饲用活性干酵母(畜禽)	促进并维持肠道粘膜结构的正常形态, 提高肠道消化吸收能力; 福邦饲用活性酵母(畜禽)能够有效调节猪肠道菌群平衡, 并能够清理母猪的肠道菌群, 帮助乳猪迅速建立成熟稳定的肠道菌群, 有利于减少肠道疾病, 并轻松获得较好的生产表现。
	酵母硒	酵母硒能够提高肌肉中的大理石花纹含量, 增加肉色评分, 减少肌肉储存过程中滴水损失, 有效改善肉质, 提高肉品质。
	可利贝健	能够通过抑制有害菌生长, 控制腹泻病原菌毒素, 产生特异的蛋白酶, 降解腹泻病原菌产生的毒素, 从而有效预防和治疗仔猪腹泻。
禽类	酵母细胞壁多糖+酵母硒	提高家禽对环境的适应能力、抗应激能力和抗氧化能力; 吸附饲料中的霉菌毒素, 预防及辅助治疗疾病, 稳定种禽产蛋性能, 有效降低育雏阶段发病率和死淘率, 提高家禽生产性能。
	NB100	对肉禽, 有助于促进幼禽肠道发育, 提高生长速度, 良好的后续促生长效应; 对于种

		蛋鸡，稳定产蛋率，延长产蛋高峰期
水产领域	NA100 酵母核苷酸	NA100 富含营养性小肽和核苷酸，小肽可以促进肠道对蛋白质的吸收利用；饲料核苷酸可以加快动物的生长速度和提高动物的生产性能，增加肠黏膜的核酸和蛋白质含量以及肝脏的核酸含量，并能加速肠绒毛损伤修复、增加肠壁厚度，提高肠绒毛高度，增强巨噬细胞的吞噬作用以及强化自然杀伤细胞的活力。
	NB100	作为良好的蛋白来源配合其他动植物蛋白物质（豆粕、菜粕、鸡肉粉等）使用，减少鱼粉在饲料中的含量，能够在降低成本的同时兼顾饲料利用率和饲料营养成分的均衡。
	酵母细胞壁多糖	提高免疫机能，加快生理代谢，增强活力，提高苗种抗病能力及成活率；提升适应突变环境（暴雨、水温、盐度、氨氮、溶氧、pH 的剧烈变动等）的能力，提高抗应激能力，减少应激反应，提高运输成活率。使用后生长速度快、肉质饱满、增产效果明显。
反刍领域	酵母硒	提高母畜受胎率，预防流产和胎衣不下；改善犊牛和羔羊生长不良。
	酵母细胞壁多糖+抗腹泻酵母组合	犊牛腹泻引起的死亡占犊牛总死亡数的 50%以上，添加酵母细胞壁多糖+抗腹泻酵母组合，可促进犊牛瘤胃发育，吸附病原菌，提高机体免疫力，增强抵抗力，防治犊牛腹泻。
	酵母硒+酵母细胞壁多糖组合	提高奶牛机体抗氧化应激能力和免疫力，增强抵抗力，减少细菌污染和疾病发生，有效预防乳房炎
	反刍高活性干酵母	优化瘤胃内环境，预防瘤胃酸中毒及前胃迟缓，减少蹄病发生。经多次试验验证：饲料消化率提高接近 60%，产奶量平均提高 2kg 左右。

资料来源：安琪酵母官网，方正证券研究所

根据我国农业农村部发布的公告，自 2020 年 7 月 1 日起，饲料企业要停止含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。实施“禁抗令”后，畜牧业必须应用无污染无毒害的饲料及饲料添加剂，安全、环保、高效地生产出无污染和无公害的畜产品。由此可见，酵母源生物饲料将迎来新的发展机遇。

图表36： 中国酵母源饲料需求测算

产品	用法（%）	现状	假设	理论容量
猪饲料	0.1%-0.2%	2019年产量约7663万吨	按0.1%计算	7.66万吨
禽类饲料	0.2%-0.4%	2019年产量约11581万吨	按0.2%计算	23.16万吨
反刍饲料	0.75%-1%	2019年产量约1109万吨	按0.75%计算	8.32万吨
水产饲料	1%-20%	2019年产量约2203万吨	按1%计算	22.03万吨
合计				61.17万吨

资料来源：福邦酵母技术专栏，中国知网，方正证券研究所

2019 年中国饲料总产量达 2.62 亿吨，同比上升 8.26%，其中猪饲料 7663 万吨同比有所下滑，禽类饲料、反刍动物饲料以及水产饲料都同比上升，根据各饲料的酵母源生物饲料添加量，我们测算到我国酵母源生物饲料需求大约在 61 万吨左右。

公司是国内最大的酵母源生物饲料原料及添加剂供应商，在酵母硒、酵母细胞壁、酵母水解物三个产品的产能均位居全球第一。随着养殖行业规模化的提高，酵母源生物饲料逐步被接受和认识。2019 年销售收入达到 5 亿元左右，2020 年下半年实施禁抗令后，公司的酵母源饲料产品开始出现供不应求的局面，是未来继续保持高增长的引擎之

一。

3.3 人体健康营养业务：产品力强，独立运营后将有更大施展空间

3.3.1 三低四优的理想营养源，安全高效的生物转化器

酵母是一种神奇的单细胞有益菌。酵母中含有丰富的蛋白质，包括人体所需的 8 种必需氨基酸，并且氨基酸的配比接近联合国粮农组织 (FAO) 推荐的优质蛋白标准，其营养价值远高于植物蛋白，接近动物蛋白的水平。酵母中的小肽能直接通过肠道吸收，生物利用度高，并能立刻发挥作用。酵母营养具有“三低四优”的特点

图表37： 酵母营养具有“三低四优”的特点

特点	说明
三低	低脂、低糖、低胆固醇
四优	优质完全蛋白（所有必需氨基酸）、完整 B 族维生素、14 种稀有优质矿物质、优质膳食纤维

资料来源：安琪酵母官网，方正证券研究所

酵母是自然界中少有的含有完整的 B 族维生素的物质（其余三种为米糠、麸皮、动物肝脏），并且其所含的 B 族维生素以磷酸酯形式存在，能充分被人体吸收和利用。

此外酵母还含有多种鲜为人知的活性物质，如麦角固醇、谷胱甘肽、超氧化物歧化酶、辅酶 A 等。酵母不含胆固醇，脂肪含量只占 6-9%，且多为对人体健康有益的多不饱和脂肪酸¹。

图表38： 酵母中可以利用的营养元素

成分	作用
酵母 β-葡聚糖	酵母葡聚糖的免疫增强活性更强，并具有辅助抗辐射的作用。酵母葡聚糖被誉为免疫细胞的“防卫兵工厂”。在临床研究中，酵母葡聚糖能预防流行性感冒，与抗生素可协同抵抗细菌的感染；加强造血功能，缩短白细胞恢复时间。
酵母甘露糖蛋白	甘露糖蛋白是一种长链物质，它有利于肠道有益菌的定植，从而抑制有害菌的过度生长，改善肠道环境。它还具有较强的吸水性，是一种优质的膳食纤维，有助于缓解便秘。此外，甘露糖蛋白还可作为外源性抗原，充当免疫刺激因子，引起直接的抗体应答，增加机体的体液及细胞免疫能力。
核酸和核苷酸	酵母核酸又称为酵母 RNA，是从天然酵母中提取的核糖核酸。酵母由于种属不同，自身所含的核酸（RNA）有 3%-15% 不等。酵母核酸经酶解后可得到高纯度核苷酸，核苷酸是可以直接被人体利用的形式。人们发现体内自行合成的核苷酸在某些情况下并不能满足机体的需要，尤其是机体处在病理状态时。这时，如果及时摄入外源性核苷酸，可迅速高效地被组织利用，对机体免疫系统发挥正常功能起到很大帮助。
辅酶	酵母中含有丰富的辅酶，如辅酶 A，辅酶 I 和辅酶 Q。 辅酶 A 具有提供机体能量，参与机体信息传递物质的合成，促进软骨的形成、保护和修复等作用。 辅酶 I 作为生物催化反应必不可少的辅酶，参与上千种生理反应，在糖、脂肪、氨基酸等营养

¹资料来源：莫湘筠《酵母是安全的食品》

	物质的代谢过程中具有重要作用。 辅酶 Q 在细胞内参与能量制造及活化，同时还是一种重要的抗氧化剂，能有效预防动脉粥样硬化形成。
多肽	酵母多肽是通过现代生物技术，将酵母里的优质蛋白酶解得到小分子活性肽。与大分子蛋白相比，小肽一方面可避免可能产生的过敏性，另一方面容易被机体的吸收与利用，甚至无需消化直接作为营养素被吸收，以促进机体的生长发育。
谷胱甘肽	谷胱甘肽具有抗氧化的作用，一方面可应用于临床，在肝炎、眼科和一些溶血性疾病的辅助治疗方面发挥着重要作用；另一方面可用于功能性食品中，增强机体免疫力，发挥营养、保健的功效。 在化妆品领域的应用。谷胱甘肽应用到化妆品中可起到美白、抗皱的作用。

资料来源：安琪酵母官网，方正证券研究所

酵母还是安全高效的生物转化器。酵母可以使微量元素由无机态转为生物源有机态，能显著提高生物利用度。例如无机铬、铁、硒等微量元素可以被同化到酵母菌内的蛋白质等有机大分子上，利于人体吸收。由于酵母营养具有安全、高效吸收、营养丰富特点，是人类理想的天然营养源，尤其适合肠胃功能较弱的孕产妇、婴幼儿及中老年人群。

图表39： 酵母锌产品具备明显优势

	含锌化合物	锌吸收利用率	副反应
无机锌	硫酸锌、氯化锌、硝酸锌等	低，约 7%	胃肠道反应大
有机锌	葡萄糖酸锌、干草锌、醋酸锌、柠檬酸锌、氨基酸锌、乳酸锌等	高，约 14%	胃肠道反应小，但有一定副作用
生物锌	富锌酵母等	高，约 30%	对人体刺激性小

资料来源：《儿童锌缺乏症临床防治专家共识》²，方正证券研究所

3.3.2 安琪纽特保健品品质过硬，品牌力有天然背书

自 1992 年正式开发“智多星”酵母锌产品投放市场起，公司营养健康业务已历经 28 年的发展，打造了酵母锌、酵母蛋白粉、益生菌、补钙系列、山楂酵母、乳铁蛋白、小儿氨酚黄那敏等特色优势产品，建立了婴童、药线、电商、会销等营销网络。

安琪作为酵母行业龙头品牌，发展酵母源保健产品具备天然的品牌背书。公司多年的酵母产业研究和生产经验为旗下保健品业务奠定坚实基础。安琪纽特背靠强大的研发团队，拥有国家酵母研究实验室，建立了营养健康研究所、母婴营养研究所、营养学研究平台、化妆品应用技术研究平台以及博士后科研工作站等研发平台。

安琪纽特同时与 DSM、杜邦、巴斯夫、科汉森等全球营养原料巨头深度合作，开发了一大批满足儿童、青少年、男性、女性及中老年等各类人群营养需求的全系列营养保健食品。通过优质产品和专业化健康服务，安琪纽特已连续五届获得“中国保健品十大公信力品牌”荣誉

² 申昆玲等，《儿童锌缺乏症临床防治专家共识》，儿科药理学杂志 2020 年第 26 卷第 3 期。

称号。

图表40： 公司保健品业务主要产品

产品	图片	产品特点
酵母蛋白粉		与传统蛋白粉相比，酵母蛋白粉除了含有大豆蛋白、乳清蛋白，还添加了酵母蛋白。三种蛋白互补，氨基酸比例及种类更适合人体吸收，同时富含维生素、矿物质等多种营养素。酵母蛋白粉包括通用型、孕产妇型、儿童型等多款产品，适合全家一起分享
酵母益生菌		采用科汉森明星菌株鼠李糖乳杆菌 LGG 和动物双歧杆菌 Bb-12；特别添加的安琪酵母抽提物，弥补因腹泻造成的营养损失；添加益生元，加快益生菌在肠道的增殖速度。安琪纽特益生菌系列还包括通用款、抗伴、敏伴、奶伴、韵伴、畅伴等多款适用于不同状况的益生菌
酵母锌		康普力星酵母锌压片糖果，生物补锌，有助于改善食欲，有助于皮肤健康，可以空腹食用，消除了传统锌制剂中酸根离子对肠胃的刺激
酵母硒		硒是人体重要的微量元素，我国大部分地区缺硒。酵母硒不刺激肠胃，安心好吸收
酵母精华面膜		蕴含天然萃取的酵母精华，提供充足高浓度酵母羧甲基β-葡聚糖、酵母精华提取物及酵母精华核苷酸，提供充足的维他命、氨基酸、多肽及矿物质等多种营养，补充皮肤细胞水分，持续调理、使肌肤紧致水润，自然白皙。

资料来源：安琪酵母官网，方正证券研究所

安琪纽特还是规模领先的酵母源健康食品原料和酵母源化妆品原料供应商。公司开发的富锌酵母、富硒酵母、富铬酵母、富 VD 酵母等食品原料，酵母精华提取物 E100、羧甲基葡聚糖 C90、酵母抗皱精华素 N80 等化妆品原料，成为全球众多知名品牌背后的核心商业要素。

图表41： 公司保健品业务发展历程

时间	公司事迹
1986 年	国家科委创立宜昌食用酵母研究基地
1991 年	智多星酵母锌保健药品（康普力星前身）上市
1998-2000 年	康普力星补锌胶囊、补锌颗粒、补锌咀嚼片相继获批保健食品
2003 年	康普力星系列补锌制剂的研制与开发获湖北省科技进步三等奖
2005 年	专利项目酵母硒获国家药监局批准上市。公司成立营养健康事业部。
2006 年	专利项目酵母多糖（葡聚糖）获批上市，成为获批“抗辐射功能”的酵母多糖类保健食品
2007 年	1. 安琪纽特即食酵母粉获批上市。 2. 酵母多糖的研究与开发获湖北省科技进步三等奖。 3. 酵母葡聚糖产品上市，并通过省科技厅成功鉴定
2008 年	富硒酵母的研究与开发获得湖北省科技进步三等奖

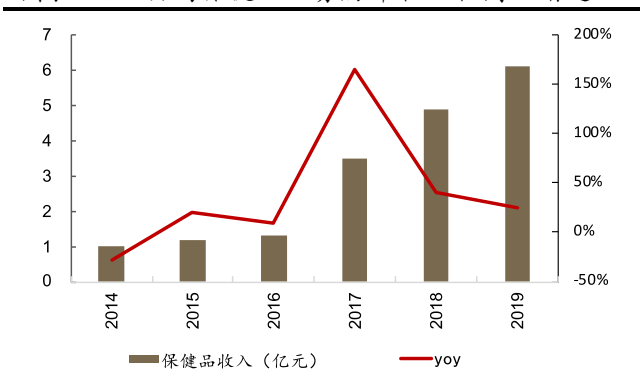
2010 年	1. 即食酵母粉被国家商务部纳入国家应急食品目录 2. 专利项目铬酵母获国家药监局批准上市，推动中国糖尿病患者进入补充天然 GTF 时代 3. 富硒酵母产品及生产方法获得中国发明专利优秀奖 4. 益福康酵母硒酵母多糖胶囊、酵母硒 CE 胶囊等保健食品获批上市 5. 公司主持开发国家 863 项目 (2010AA023005): 酵母类保健食品的研发
2011 年	1. 功能酵母及其衍生物产品生产关键技术获得湖北省科技进步一等奖 2. 富铬酵母的研究与开发通过湖北省科技厅成功鉴定
2012 年	酵母精华 E100 上市，安琪酵母精华化妆品全面进入应用领域。酵母蛋白粉上市，“三种蛋白，更好吸收”。
2013 年	签约郭富城，同年 9 月，郭富城代言酵母蛋白粉广告片登陆央视
2013-2014 年	酵母精华 C90、N80、Z20 陆续上市
2014 年	1. 酵母山楂系列产品上市，古方今用，食物健胃消食 2. 参与富硒酵母、酵母葡聚糖、富营养酵母等国家标准的制定
2015 年	谷胱甘肽酵母、谷胱甘肽酵母精华 G3 上市
2016 年	1. 在 CBME QWARDS 颁奖中，获“中国孕婴童产业卓越二十年奖” 2. 11 月 24 日，在 2016 第三届中国婴童产业领袖峰会 (CBIS) 中，荣获“年度产品突破力奖”
2017 年	1. 《酵母猎人》科普片在 CCTV10《走近科学》栏目播出 2. 康普力星酵母锌获“锌钙类 2016-2017 药店店员推荐率最高品牌”荣誉称号 3. 安琪纽特获宝宝树金树奖“中国制造好口碑奖” 4. 安琪纽特再获中童传媒原点奖·年度产业卓新奖
2018 年	1. 与宝宝树联合发布了中国首部《中国孕产妇·婴幼儿·儿童营养现状白皮书》 2. 细胞源酵母营养健康食品的创新研发技术荣获“2018 金哑铃科技奖”
2019 年	公司签约谢娜作为保健品业务全新品牌代言人

资料来源：公司官网，方正证券研究所

3.3.3 成立独立公司运营，给予更多自主权

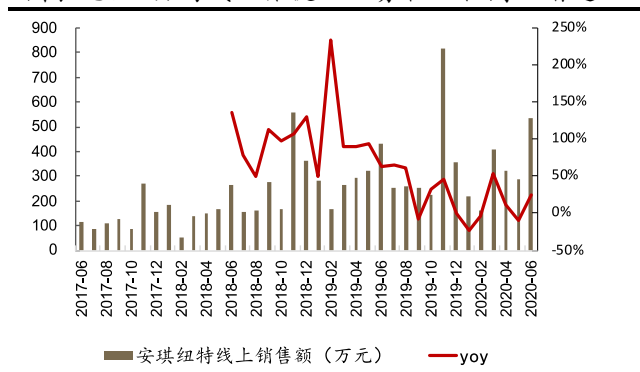
公司发展保健品业务较早，但是一直没有精力也没有找到适合的打法，处于亏损状态。2014 年开始，公司的保健品业务发力母婴渠道和电商渠道，依靠强大的产品力和用户口碑实现快速增长。近 5 年公司保健品业务收入年均增速 36%，2019 年实现销售收入 6.1 亿元，净毛利 1 亿元，业务收入在公司的占比从 2015 年的 4.2% 提升至 2019 年的 8.1%。

图表 42： 公司保健品业务历年收入和同比增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 43： 公司线上保健品业务收入和同比增速



资料来源：淘数据，方正证券研究所

今年3月31日，公司公告设立子公司——安琪纽特股份有限公司。公司保健品事业部已经具备“三独立、五分开”的公司化运作的基础。业务拥有比较独立的保健食品和药品的生产、供应、销售系统，可以直接面向市场独立经营，实施独立核算、独立承担责任和风险。

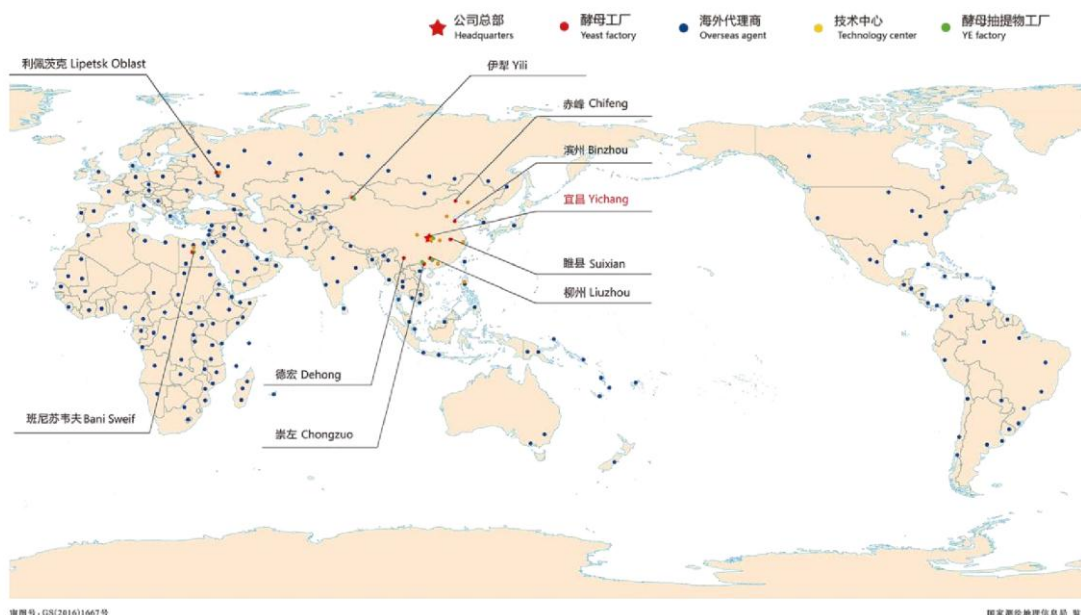
为保健品事业部单独成立子公司，一是营养健康业务与酵母主导业务在运营方式上存在较大差异，业务规模和范围扩大后需赋予更充分的经营自主权。二是对标标杆企业，公司化运作有助于应对更为激烈的市场竞争，将凸显营养健康业务的战略地位，积极打造安琪纽特品牌的行业影响力，促进线上渠道的开发。进行独立考核，也便于后续再融资，兼并收购等。

营养健康业务公司化运作总体分两个阶段进行。第一阶段，注册设立子公司，将营养健康事业部现有的销售、研发、客服、技质等资产、岗位和职能纳入其中，生产相关的资产、岗位与职能继续保留在公司，预计该阶段需2-3年。第二阶段，新公司获得高新技术企业认定后，公司将生产相关的资产、岗位与职能注入新公司，新公司通过变更注册或重新申请，获得相关产品批文和生产资质许可。

4 回望来时路：筚路蓝缕，玉汝于成

安琪酵母创立于1986年，前身为宜昌食用酵母基地，三十多年一直专注于酵母产业，是亚洲最大、全球第三的酵母企业，产品销往155个国家和地区。公司于2000年上市至今每年保持约15%的增长率且一直盈利。公司总部位于湖北省宜昌市，如今在中国、俄罗斯和埃及共计建有12处生产基地。

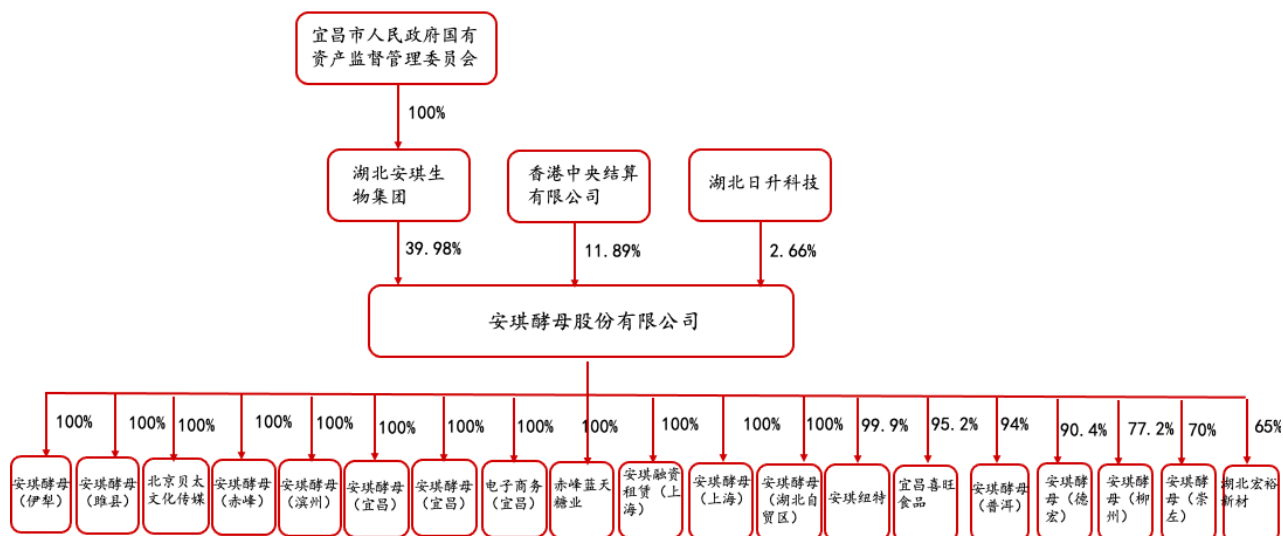
图表44： 公司工厂和销售网络分布图



资料来源：公司官网，方正证券研究所

公司属于国有控股的上市公司，实际控制人为宜昌市国资委，第一大股东安琪集团作为持股平台进行股权投资。第二大股东日升科技为300多位管理层和科技骨干的持股平台。

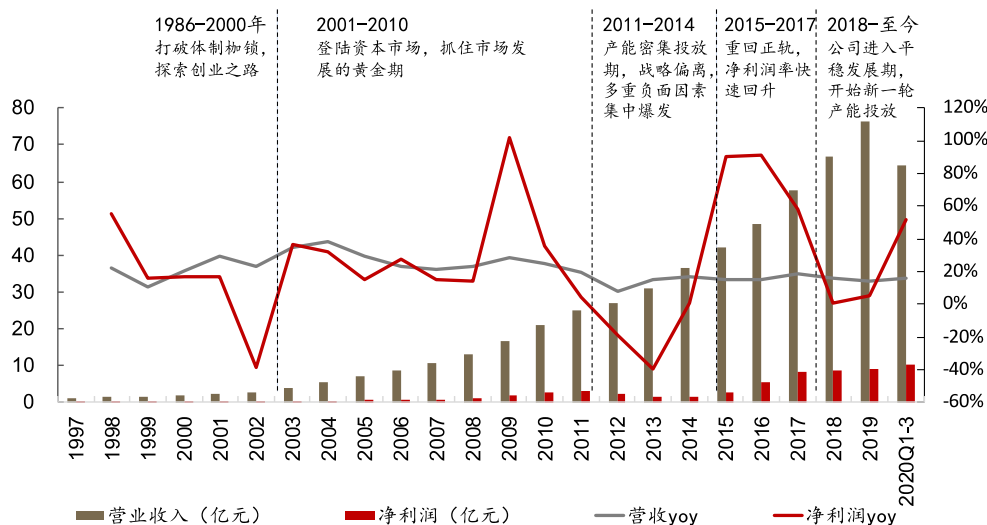
图表45： 公司股权结构图



资料来源：Wind，方正证券研究所

三十多年的时间里，公司从一家科研院所，转型成长为行业内国内第一、亚洲第一的大企业，这个过程并不是一帆风顺的。回顾公司的发展历程，可以更好的理解公司的企业文化，发展战略，以及未来的发展方向。

图表46： 公司历年以来收入和净利润以及各自的同比增速



资料来源：公司公告，Wind，方正证券研究所

4.1 1986-2000：打破体制枷锁，探索创业之路

安琪酵母的前身为宜昌食用酵母基地，是国家建设的高新技术的投资项目，原本属于科研单位，隶属于科技部管辖，员工有稳定的事业编制。1993 年公司开始试行企业化运作，主动丢掉了事业编制，打破“铁饭碗”，按照企业化编制来进员工、进学生，引进人才。在 1998 年公司成功改为股份制。

在创业初期，安琪面临着内忧外患：中国酵母市场已经完全开放，乐斯福等国外酵母巨头纷纷把产品出口至中国，进入中国市场，国内烘焙食品市场需求不大，面包用酵母被国外酵母公司垄断。安琪总部设立在宜昌，远离南方沿海地区的原料糖产区，运输成本增加 10%，没有资源优势和政策优势。

图表47： 安琪酵母历史大事记（1986-1999 年）

年份	事件
1986 年	第一条年产 2000 吨活性干酵母项目在宜昌开建，并于 1989 年建成运行
1988 年	开发家庭用小包装酵母，在北京建立销售机构，开始酵母产品的销售
1989 年	从国外引进第一条生产线
1991 年	开发出小包装酵母，深耕北方农村市场 研制开发耐高温酿酒酵母，在白酒和酒精中应用推广
1993 年	正式开始企业化运作。2000 吨酵母生产线当年首次达产并实现产品全部销售，自此安琪步入持续健康发展的轨道 开始酵母抽提物 YE 的研发，1996 年列入国家“九五”科技攻关项目，2000 年项目验收，主要技术经济指标达到国际先进水平
1994 年 10 月	打破事业单位束缚，改事业单位工资制度为企业工资制度。1997 年，主动停止用事业编制招聘员工，实行企业化运行，科技人员的活力、创造力得到极大释放
1994 年 10 月	经过 90 天的背水一战，二期技改工程 10 月胜利完成，成为全国规模最大的酵母生产基地，年产 4000 吨酵母。创造了安琪“高效、拼搏、科学、创新”的二期工程精神和“一丝不苟、马上就办”的工作作风
1997 年	“耐高温酿酒活性干酵母”列入国家科技成果重点推广计划，该项目的推广应用改变了酿酒和酒精工艺，推动了中国酿酒工业的技术进步
1997 年 9 月	兼并宜昌阳光乳业（后更名为宜昌喜旺食品）等 4 家企业，组建安琪生物集团有限公司
1997 年	确定和推广安琪品牌标识，导入企业形象识别系统（CI）
1997 年	全面开展“酵母下乡”活动，赶庙会，做演示、贴科普、刷民墙，全面终端行动，率先央视广告，安琪逐步成为家喻户晓的品牌
1998 年 3 月	安琪生物发起设立安琪酵母股份有限公司 公司提出“以市场为中心”的理念，逐步在全国建立 27 个办事处，构建全国营销网络
1999	提出“鼠标+生物技术”的经营理念，相继建立了企业门户网站，办公自动化系统（OA），生产工控系统，SAP ERP 和 SAP CRM，网上银行资金结算系统，电子商务等相对完整的信息化系统，提升了运营效率，增强了竞争力
1999 年	收购成立首家外埠公司——安琪酵母（滨州）有限公司，成为中国首个专业鲜酵母生产基地 后收购设立安琪（睢县），安琪（赤峰）公司

资料来源：公司公告，公司官方公众号，方正证券研究所

以中式发酵产品为突破口，深耕北方农村市场：1989 年安琪从国外引进的第一条生产线建成后，生产出的酵母主要用于面包发酵。但是产品品种单一、质量波动，与国外酵母公司的产品仍然有差距，因此发展较慢。公司注意到中式面食领域是一片蓝海，当时主要用“老面”发酵，没有形成酵母使用习惯。于是公司在 1991 年开发出小包装酵母，深耕北方农村市场。1997 年开始，公司全面开展“酵母下乡”活动，赶庙会，做演示、贴科普、刷民墙，率先在央视投放广告，安琪逐步成为家喻户晓的品牌。

4.2 2001-2010：登陆资本市场，快速扩张，抓住市场发展的黄金期

2000 年公司抓住国内资本市场改革机遇，通过获得国家科委和中科院双高认证，拿到上市通行证，成为 A 股最早一批凭借高新技术上市的公司。从组建股份公司到上市，公司只用了两年的时间。有了资本市场的助力，公司快速扩张产能，抓住了国内外市场发展机遇。

打下了市场、产品、资本的基础后，安琪正式进入产能扩张期和收入高增长期，全力抢占全国市场和同时为开拓国际市场做准备。产能方面，安琪平均每 1.5 年增加 2 万吨的产能，赤峰、伊犁、滨州、睢县和崇左相继投产，密集的产能扩张使得营业成本增幅高于收入增幅。这段时间糖蜜价格上涨，安琪先后提价 6 次缓解成本端压力，02-08 年净利率保持在 10% 左右。随着海内外市场的逐步渗透，阶段性产能扩张完成，固定费用大幅下降，再加上糖蜜价格下降，净利率在 2009 年达到上市以来的最高的 17%。

图表48： 安琪酵母历史大事记（2000-2010 年）

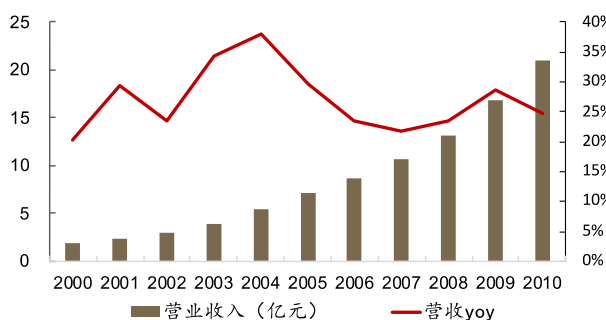
年份	事件
2000 年 8 月	IPO 上市 ，募集资金 4.1 亿元，用于宜昌 1.5 万吨干酵母和 5000 吨酵母抽提物生产线建设
2001 年 12 月	总部 1.8 亿年产 1.5 万吨干酵母生产线募投项目投入运行
2003 年 6 月	6 月总部年产 5000 吨酵母抽提物生产线投产，8 月收购赤峰国光酵母 75% 股权，同年先后成立 YE 食品调味事业部 以及 动物营养事业部
2003 年	成立 海外 生产基地的调研小组，对海外可能建厂的区域进行充分调研
2003 年 8 月	收购赤峰国光酵母 75% 股权，具备年产 2000 吨干酵母的产能
2004 年	先后投资开工建设 安琪（伊犁）、安琪（崇左）、安琪（柳州）、安琪（德宏） ，其中崇左公司已成为全球最大的干酵母生产基地，柳州公司成为全球最大的酵母抽提物生产基地
2005 年	第一条鲜酵母生产线在 滨州 建成投产； 首家外埠新建制造基地—— 伊犁 安琪建成投产
2005 年	安琪酵母技术中心被认定为国家级企业技术中心，并成立 营养健康事业部 ，创立了“安琪纽特”品牌
2006 年 11 月	出资设立 湖北日升科技 ，投资取得安琪伊犁子公司部分股权
2007 年	全国一流的全自动化食品原料生产线建成投产，成立 进出口事业部 ，公司相继进入 150 多个国家和地区，海外收入占比超 1/3
2008 年	设立首个区域总部——北京总部，此后相继设立上海、成都、开罗、沈阳、武汉、广州

	区域总部
2009 年	成立烘焙与中华面食技术中心，与台湾中华谷类食品工业技术研究所展开战略合作，并成功开发无铝害油条膨松剂；同年成立 微生物营养事业部
2010 年 11 月	非公开发行 约 2400 万股投资建设 1) 年产 5000 吨新型酶制剂生产线项目；2) 年产 10000 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，该项目于 2013 年 3 月投产

资料来源：公司公告，公司官方公众号，方正证券研究所

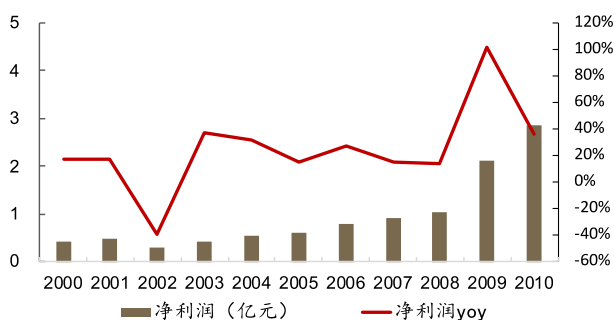
踏出国际化的第一步：2001-2010 这 10 年里收入的年增长率达到 24%，国内外复合收入增速分别为 19%和 39%。国外酵母大公司开始加大对中国的投资，竞争态势已经展开，酵母市场份额越来越集中。公司 2003 年就成立了海外生产基地的调研小组，2007 年计划海外选址建厂，开拓海外空白市场，2010 年首个海外生产基地埃及工厂落地。此外，安琪还与 2009 年创设电子商务处，为国际化打下基础。3) 产品结构变化：安琪瞄准酵母提取物蓝海市场，开发系列产品，进入多元化的高附加值酵母深加工产品竞争时代。

图表49： 2000-2010 年公司收入和同比增速



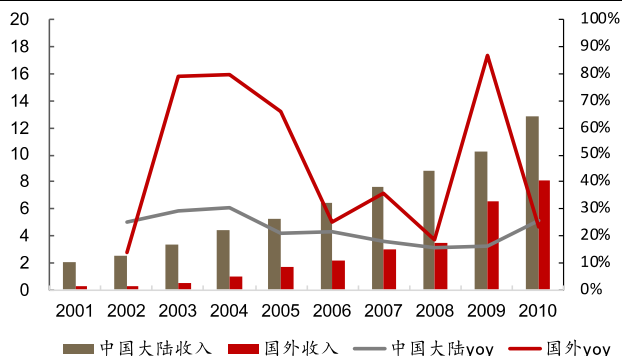
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表50： 2000-2010 年公司利润和同比增速



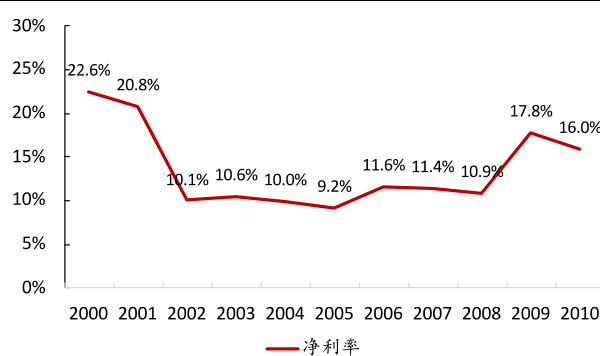
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表51： 2000-2010 年公司国内外收入和增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表52： 2000-2010 年公司净利率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.3 2011-2014：产能密集投放期，战略偏离，多重负面因素集中爆发

2011 年开始, 由于人事调整, 公司的战略中心开始出现偏移, 主要精力转向发展 2C 端的烘焙原料业务、YE 调味品业务, 保健品业务等。同时开始大力发展电商业务。传统 2B 的酵母业务反而得到没有足够重视。而此时国内涌现出一些小酵母公司抢占低端市场。小酵母厂在环保等方面投入较低, 成本具备一定优势。

图表53: 安琪酵母历史大事记(2011-2014)

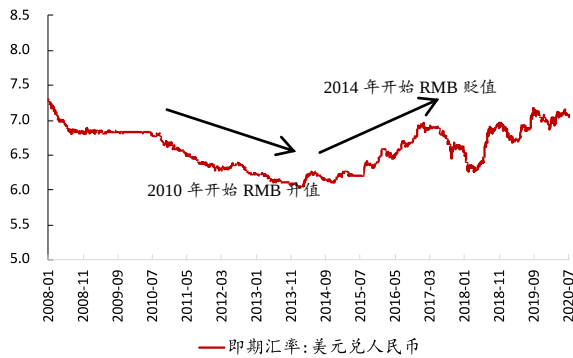
年份	事件
2011 年	先后成立酿造与生物能源事业部、电子商务事业部
2012 年	1) 1.09 亿元收购宜昌宏裕塑业 65%股权 2) 投资 2.87 亿元设立赤峰蓝天糖业, 分两期建设日产甜菜 6000 吨生产线; 3) 宜昌生物产业园年产 1 万吨 YE 生物复合调味品项目投产 3) 同年成立特种酶制剂事业部
2013 年	首家海外制造基地——埃及安琪建成投产

资料来源: 公司公告, 公司官方公众号, 方正证券研究所

多方面负面因素集中爆发, 公司净利润率从 09 年的 17.8%下降到 14 年的 4.8%:

- 1) **糖蜜成本暴涨:** 11-12 年由于白酒行业的泡沫化发展, 食用酒精需求量上升, 对糖蜜需求形成竞争, 糖蜜价格上涨一倍;
- 2) **糖业亏损:** 糖价开始走下行趋势, 公司糖业亏损较大, 14 年蓝天和伊力特糖业分别亏损 0.48 亿和 0.15 亿;
- 3) **人民币升值:** 出口方面, 2010 年开始, 人民币持续升值带来出口受阻;
- 4) **埃及动乱:** 2011 年, 埃及工厂遇到当地政治动乱而不停推迟投产;
- 5) **环保趋严:** 2010 年环境保护部和国家质量监督检验检疫总局联合发布的《酵母工业废水污染物排放标准》对酵母行业公司的污染物排放限值、监测和监控进行了严格规定, 安琪的产量受到一定限制, 环境成本也大大增加。
- 6) **产能集中释放:** 2010 年公司完成增发之后, 募投的项目密集转固。固定资产净额从 2012 年 Q3 的 16.9 亿元跃升至 2013Q2 的 32.2 亿元, 增长 90%。产能的集中释放, 而收入却没有明显提升, 影响公司净利润率。
- 7) **税率因素:** 由于增发的业绩承诺要求, 锁定了子公司销售给总部的内部转移价格, 导致总部亏损, 子公司照常纳税, 实际所得税率从 2009 年的最低 3.6%上升到 2014 年的 26.4%。

图表54： 2008 年以来人民币兑美元汇率



资料来源：中国货币网，方正证券研究所

图表55： 2008 年以来糖蜜价格和白糖价格



资料来源：Wind，方正证券研究所

4.4 2014-2017：走出低谷，再创辉煌，三年净利润增长近五倍

聚焦酵母主业，逐渐消化产能：2014 年下半年，公司高管发生调整，战略重心重新转移到传统酵母主业上，暂停对 B2C 业务大举扩张。前期投放的产能随着收入的增长逐渐提高产能利用率。规模扩张后费用率逐步下降。针对中小酵母企业的低价竞争，公司也开发了副品牌，凭借高性价比重新抢回市场份额。

2016 年，国内另外一家酵母龙头在华产能投资失败，为保利润开始提价。2016 年糖蜜成本也开始有所上涨，因此公司从 16 年重启提价，此后只要有成本上涨、产能不足等情况，就会对部分产品进行小幅度提价，体现定价权。

多重负面的外部因素逐渐解除：1) 人民币汇率从 2014 年下半年开始持续贬值；2) 白酒行业消费升级，食用酒精需求下降，糖蜜价格逐步回归合理水平；3) 埃及政治环境趋于稳定，开始贡献利润；4) 糖业公司与酵母公司合并，进行合理税收筹划；5) 环保要求整体趋严，小酵母厂、小酒精厂退出。6) 进口酒精取消关税，酒精价格进一步下降。

图表56： 安琪酵母历史大事记（2015-2017）

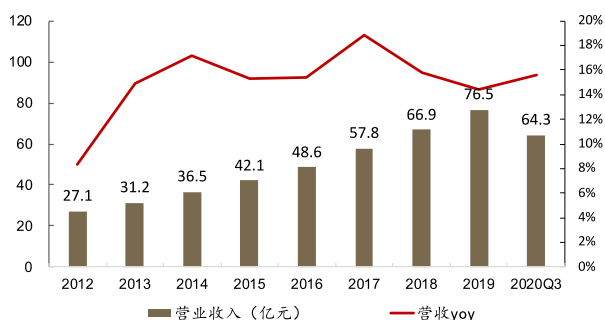
年份	事件
2015 年 3 月	投资 3.37 亿元扩建柳州 15000 吨 YE 项目
2015 年 7 月	投资 3 亿元设立安琪酵母(上海)融资租赁有限公司
2015 年 12 月	投资 6.79 亿元建设俄罗斯年产 2 万吨酵母项目 子公司安琪电商出资人民币 250 万元购买了“贝太厨房”系列无形资产
2016 年	公司提出“十三五”期间销售收入、净利润翻一番，酵母产品全球竞争力“保二争一”等战略目标；赤峰搬迁扩建年产 2.5 万吨酵母项目开工建设
2017 年 3 月	投资 1 亿元建设宜昌总部研发工程中心及商务楼项目；
2018 年 3 月	新建营养健康食品数字化工厂，分两期建设年产 800 万罐粉剂（蛋白粉）、12 亿片固体片剂、12 亿片软胶囊和 3 亿片硬胶囊；

	投资建设宏裕新材年产 2.5 万吨健康产品包装材料智能工厂项目一期
2019 年 3 月	俄罗斯二期拟扩建年产 1.2 万吨酵母生产线项目
2019 年 8 月	伊犁实施生产线异地搬迁项目, 投资成立新公司
2020 年 4 月	设立安琪(湖北自贸区)开展相关业务, 主营跨境电商、保税加工、商品进出口等
2020 年 5 月	赴云南普洱市澜沧县设立子公司, 占新公司股本的 94%;

资料来源: 公司公告, 公司官方公众号, 方正证券研究所

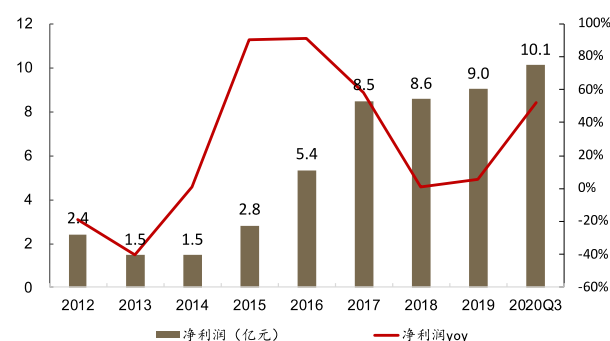
2015-2017 年这三年, 是公司净利润提升最快的阶段, 归母净利润从 2014 年的 1.47 亿增长到 17 年的 8.47 亿, 增长了将近五倍, 三年的增速分别为 90.29%/91.0%/58.33%。净利率从 14 年的 4.84% 提升至 2017 年的 15.46%。公司总市值也从 2014 年 6 月的 46 亿元左右提升至 2017 年最高 290 亿元左右。

图表57: 公司 2012 年以来收入和同比增速



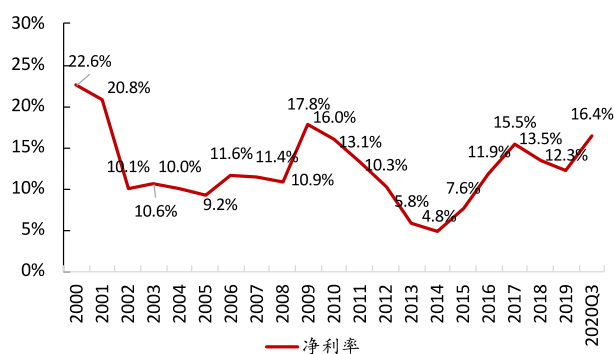
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表58: 公司 2012 年以来净利润和同比增速



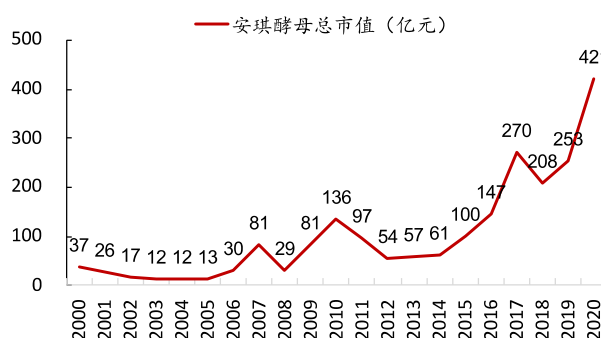
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表59: 公司 2000 年以来净利率



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表60: 公司上市以来市值走势

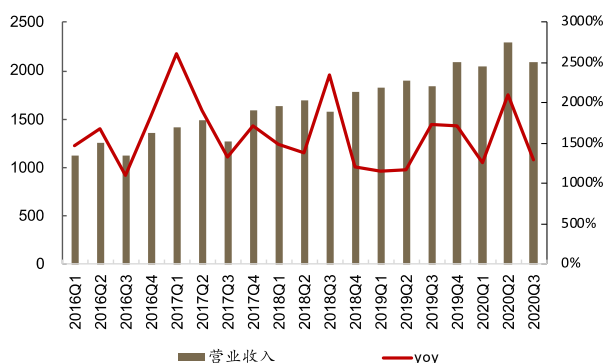


资料来源: Wind, 方正证券研究所

4.5 2018-2019: 产能瓶颈又一次凸显

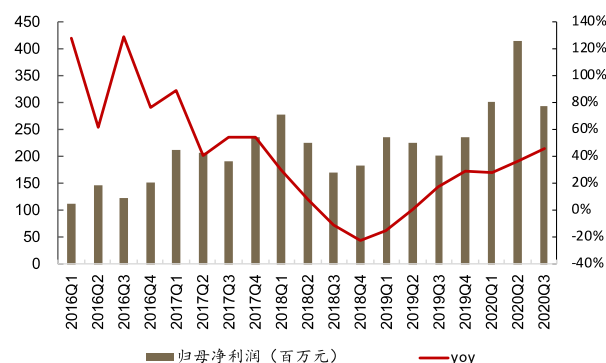
2017 年公司净利润率达到正常水平之后, 公司的收入和利润增速开始进入平稳增长期。但是产能问题又开始显现。2018 和 2019 年这两年公司收入均增长 15% 左右, 但是利润仅分别增长 1.12% 和 5.23%。

图表61: 公司 2016-2020 单季度收入和同比增速



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表62: 公司 2016-2020 单季度利润和同比增速

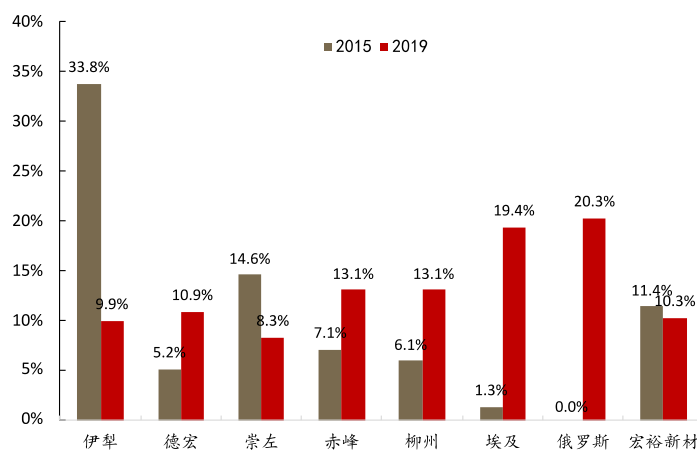


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2018 年主要是产能受限和环保问题:

1) **伊犁工厂由于环保问题限产:** 随着伊宁市经济快速发展, 人口急剧增加, 城区不断西扩, 周边房地产项目和居民小区已逼近安琪伊犁, 形成三面围绕。近年赴伊宁投资的生物医药、生物发酵类项目增多, 陆续发生了一些异味扰民的情况, 引发周边居民对生产异味的敏感和反复投诉, 当地政府高度重视异味投诉, 给安琪伊犁持续正常经营带来巨大挑战。伊犁工厂 16 年以来产能就受到一定影响, 18 年三季度尤为严重, 仅能够达到 70% 的产能。伊犁工厂原本是公司旗下盈利水平最高的工厂, 产能利用率下降了之后对净利率影响较大。

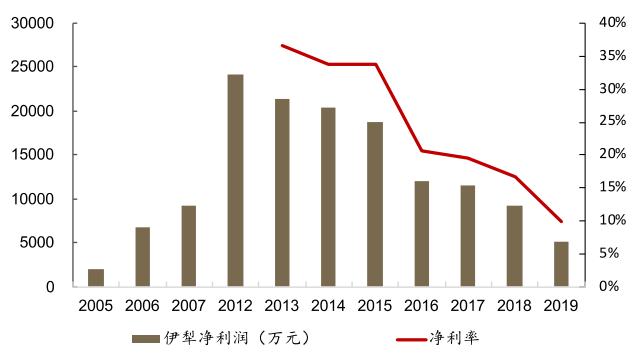
图表63: 2015 年和 2019 年公司旗下各子公司净利率



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

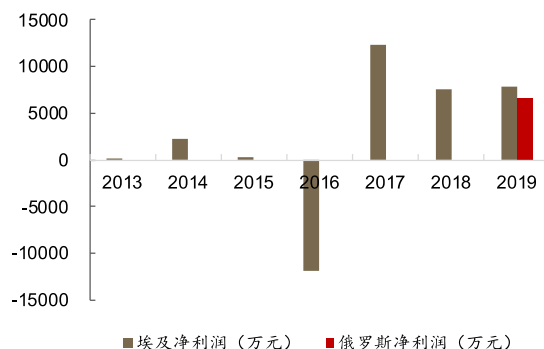
2019 年 8 月, 公司公告拟实施伊犁生产线搬迁项目。拟投资 3.77 亿元, 将工厂搬迁至新疆可克达拉市。预计 2021 年 12 月对安琪伊犁生产线分步停产搬迁。

图表64: 伊犁子公司历年净利润和净利润率



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表65: 埃及和俄罗斯工厂历年净利润



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2) 赤峰工厂搬迁: 2016 年开始公司进行了赤峰工厂的搬迁扩产项目。2018 年三季度, 新工厂建成, 正好面临搬迁, 公司总体产能受到影响。

3) 俄罗斯工厂产能爬坡期: 俄罗斯工厂 17 年下半年建成, 18 年试运行生产鲜酵母。投产初期, 产能爬坡较慢, 但是产生了转固折旧以及人员管理费用。

由于产能利用率降低, 公司 18Q3 毛利率仅为 33.83%, 同比下降 3.8 个百分点, 是利润下滑的主要原因。

图表66: 公司产能建设进度

现有产能 (2019 年)			
安琪工厂	酵母产能 (万吨)	酵母提取物产能 (万吨)	投产时间
安琪总部	2.5	1	1986
安琪赤峰	0.9		2003
安琪伊犁	3	0.8	2004
安琪滨州	1.1		2005
安琪睢县	0.2		2005
安琪崇左	4	0.8	2006
安琪柳州	2	2	2012
安琪埃及	2.3		2013
安琪德宏	3		2014
安琪柳州 (二期)	2	2	2017
安琪俄罗斯	2	1.2	2017, 2019
安琪赤峰 (搬迁改造)	1.6		2018
安琪埃及 (二期)	1.2	1.2	2019. 4
合计	25.8	9	
未来新增产能			
安琪工厂	酵母产能 (万吨)	酵母提取物产能 (万吨)	投产时间
安琪睢县 (技改)	0.66		2021 年 3 月
安琪俄罗斯 (二期)	1.2		待定
安琪伊犁 (搬迁)	0.2		2021E

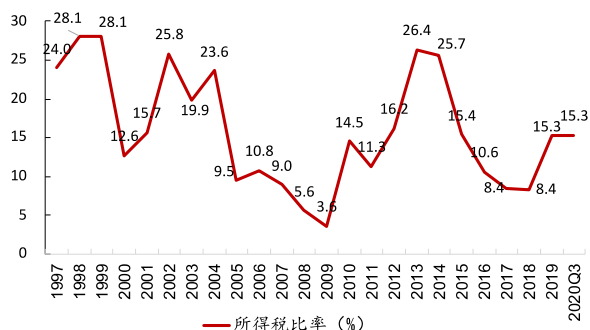
安琪云南（普洱）一期	1.5		2022 年 6 月
安琪宜昌	3.5		2022 年 8 月
合计	7.06		

资料来源：公司公告，方正证券研究所

2019 年，伊犁工厂和俄罗斯工厂负面因素解除：上半年伊犁工厂产能利用率仍然与同期相比有所下降，影响净利润率，但是下半年产能利用率提升明显。伊犁工厂 19 年下半年利润 3735 万元，比上半年的 1406 万元和 18 年下半年的 1808 万元利润有了明显改善¹。俄罗斯工厂 19 年实现 6580 万净利润，开始盈利。2019 年，公司埃及和俄罗斯工厂均保持满负荷生产。

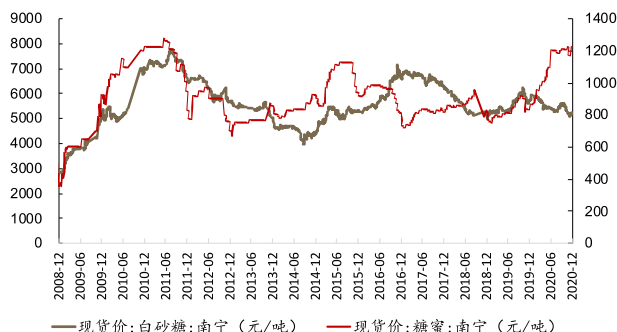
但是税率和糖价等因素造成利润不及预期：1) 公司在国内业务所得税率基本为 15%（高新技术企业优惠税率），由于公司有累积的以前年度亏损抵扣额度，因此此前所得税率较低。2019 年母公司之前年度抵扣额度使用完毕，实际所得税率从 8.38%提升到 15.25%，影响净利润 7600 万元；2) 赤峰公司白糖业务因为糖价下跌成本上升亏损近 5000 万；3) 海外市场设立销售总部，导致运营费增加，影响利润 1900 万；4) 埃及 YE 项目投产销量处于爬坡阶段，折旧和库存导致成本上升，影响利润 2400 万元。这些负面因素抬高了 19 年的成本税费，2020 年进入正常发展阶段。

图表67： 公司实际所得税率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表68： 2008 年以来白糖和糖蜜价格走势



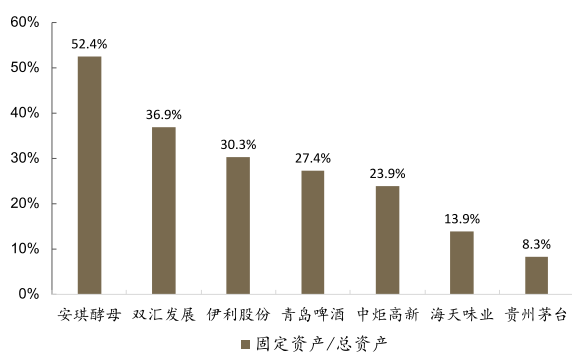
资料来源：Wind，方正证券研究所

5 公司发展翻开新篇章

5.1 产能密集投放期之后，净利润率将明显提升

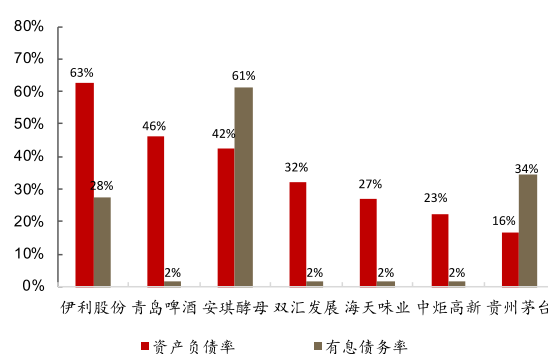
公司与其他食品饮料行业龙头公司相比，固定资产占总资产的比率明显偏高，技术壁垒较高，资产较重。与此同时，由于公司不断进行产能扩张，又不愿意增发稀释持股比例，因此保持相对较高的资产负债率。这两点原因，导致公司的经营杠杆和财务杠杆较高，一旦产能利用率有所下降，净利润率就会下降。

图表69: 公司与其他行业龙头相比资产较重



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

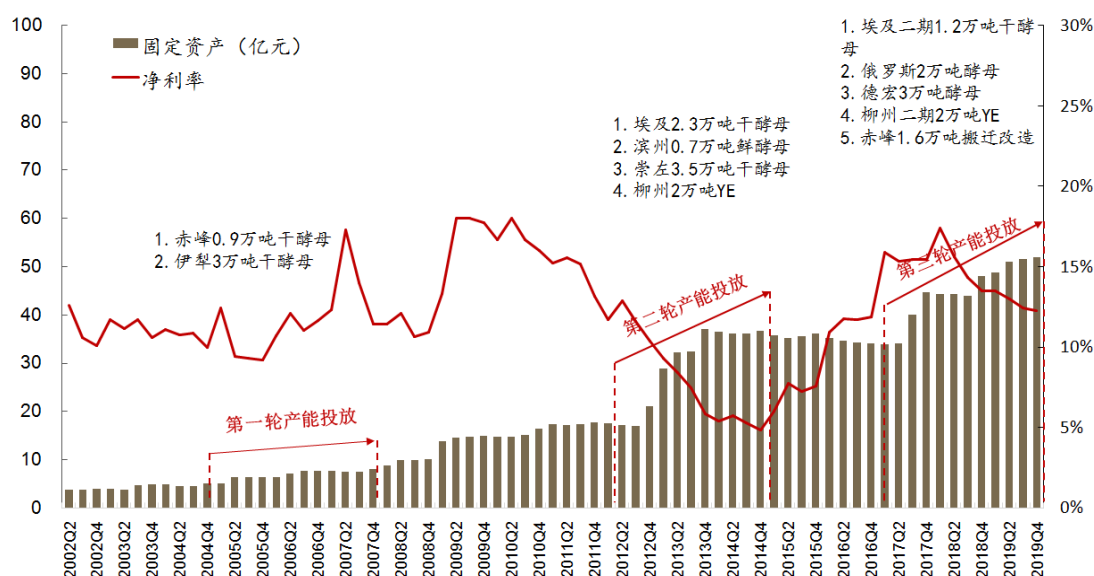
图表70: 与其他行业龙头相比资产负债率较高



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

回顾公司历史可以发现, 公司历史上三轮的产能密集投放期, 都遇到了净利润率下降的问题。尤其是在 2012-2014 和 2018-2019 两个产能密集投放期表现特别明显。

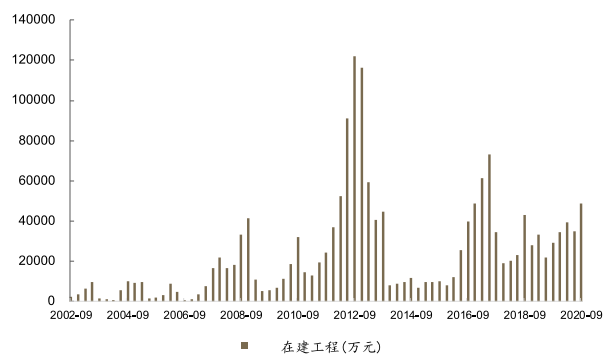
图表71: 公司固定资产净额与净利润率的关系



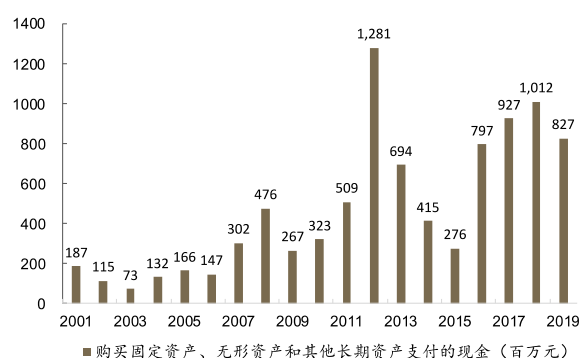
资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表72: 公司上市以来在建工程

图表73: 公司 17-18 年产能建设投入较为集中



资料来源：公司公告，方正证券研究所



资料来源：公司公告，方正证券研究所

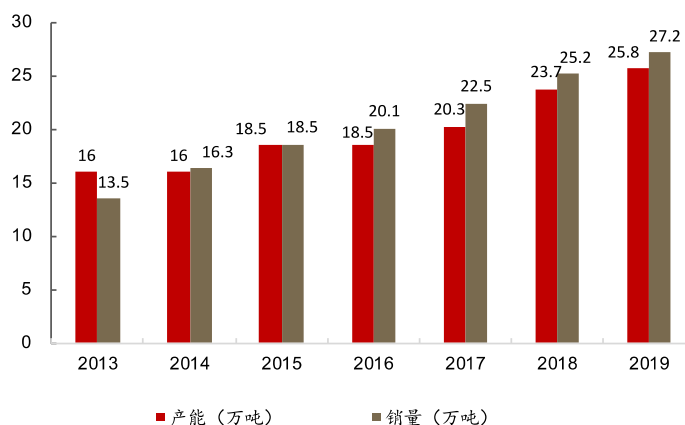
在吸取了第二轮产能投放周期的教训之后，公司的产能建设不会过于集中，基本上是1.5年扩建2万吨产能的节奏，但是18-19年正好遇到老产能的环保问题和产能搬迁问题，净利润率受影响较大。但是未来再出现13-14年那样净利润率出现大幅波动的概率较低。

图表74： 公司未来产能投放情况

	2016A		2017A		2018A		2019A		2020A		2021E		2022E	
	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE	酵母	YE
宜昌本部	2.5	1	2.5	1	2.5	1	2.5	1	2.5	1	2.5	1	6	1
新疆伊犁	3	0.8	3	0.8	3	0.8	3	0.8	3	0.8	3.2	0.8	3.2	0.8
内蒙赤峰	0.9	-	0.9	-	2.5	-	2.5	-	2.5	-	2.5	-	2.5	-
河南睢县	0.2	-	0.2	-	0.2	-	0.2	-	0.2	-	0.86	-	0.86	-
山东滨州	0.86	-	0.86	-	1.1	-	1.1	-	1.1	-	1.1	-	1.1	-
广西崇左	3.5	0.8	3.5	0.8	4	0.8	4	0.8	4	0.8	4	0.8	4	0.8
埃及	1.5	-	2.3	-	2.3	-	3.5	1.2	3.5	1.2	3.5	1.2	3.5	1.2
广西柳州	2	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
云南德宏	2.6	-	3	-	3	-	3	-	3	-	3	-	3	-
云南普洱	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.5	-
俄罗斯	2	-	2	-	2	-	2	1.2	2	1.2	2	1.2	3.2	1.2
合计	19.06	4.6	22.26	6.6	24.6	6.6	25.8	9	25.8	9	26.66	9	32.86	9
同比增长	12%	0%	17%	43%	11%	0%	5%	36%	0%	0%	3%	0%	23%	0%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表75： 公司13-19年产能与销量情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司 2019 年 3 月公告拟建设俄罗斯工厂二期 2 万吨项目，但是由于疫情影响，海外产能建设进度将受到拖累。因此公司公告了拟赴云南普洱市澜沧县设立子公司，投资建设年产 2.5 万吨酵母生产线项目一期。按照年产 2.5 万吨酵母产品进行“总体规划、分期实施”，项目一期建设年产 1.5 万吨高活性干酵母项目，二期将根据市场需求择机建设年产 1 万吨酵母或酵母抽提物项目。

图表76： 公司 2019 年在建工程项目以及已经公告的拟建设项目（单位：亿元）

	项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	投入资金进度	本期转固金额	期末余额	
2019 年年报披露在建工程项目	柳州公司新线新建 YE1 干燥塔项目	0.09	0.01	0.07	91%	0.08		已经转固
	产业园食品原料数字化工厂试点项目	0.10	0.06	0.03	100%	0.09		已经转固
	埃及年产 12000 吨酵母抽提物项目	3.25	1.78	1.52	102%	3.25	0.05	基本转固
	德宏扩建年产 6 万吨有机肥料生产线项目	0.51	0.02	0.53	109%	0.52	0.03	基本转固
	俄罗斯糖蜜处理项目	0.10	0.00	0.12	132%		0.13	基本转固
	细胞源（酵母）营养健康食品数字化车间	2.24	0.08	1.07	51%		1.15	
	宏裕年产 2.5 万吨健康产品包装材料智能工厂项目	1.78	0.01	0.99	56%	0.03	0.97	
	崇左环保技改并建设年产 2.5 万吨颗粒肥料生产线项目	0.36		0.22	61%		0.22	
	俄罗斯年产 20000 吨酵母项目	6.79	0.17	0.17	5%	0.29	0.05	
	企业技术中心创新能力建设项目	0.96		0.06	6%		0.06	
	宜昌总部研发工程中心及商务楼	1.00	0.01	0.05	6%		0.06	
	安琪伊犁实施生产线异地搬迁项目	3.77		0.03	1%		0.03	
小计		20.93	2.15	4.87	34%	4.26		
未来拟投入项目	崇左固废资源化利用和糖蜜储罐扩建项目	0.47						
	滨州新增喷塔干燥系统建设项目	0.22						
	扩建年产 3.3 万吨食品原料生	0.91						

产线及配套仓储项目							
睢县公司实施扩建 6600 吨/年特种酵母技改项目	0.99						
工业大数据平台	0.21						
宏裕包材新建年产 1.5 万吨功能性包装新材料项目	0.90						
云南普洱公司年产 2.5 万吨酵母制品绿色制造项目一期	7.47						
柳州公司建设年产 7.2 万吨糖蜜罐和成品仓库项目	0.50						
宜昌公司建设年产 3.5 万吨酵母及 YE 产品绿色生产基地项目	11.43						
年产 6 万吨健康食品原料智能化工厂一期（一期 3.3 万吨）	3.53						
可克达拉公司 3.2 万吨酵母制品绿色制造项目调整（追加投资）	0.96						
小计	27.59						

资料来源：公司官网，方正证券研究所

按公司目前规划的产能进度，睢县 0.6 万吨特种酵母拟于 2021 年 3 月投产，云南普洱 1.5 万吨酵母一期产能力争 2022 年 6 月前建成投产，宜昌 3.5 万吨干酵母 2022 年 8 月投产。此外 2021 年底伊犁产能搬迁完毕后，可克达拉新公司产能利用率会逐步提升。

除了传统酵母的产能释放外，目前埃及 1.2 万吨 YE，食品原料数字化工厂，营养健康食品数字化车间等衍生品产能还有释放空间。

5.2 新董事长上任，更关注业绩的稳定性

目前公司酵母总产能已经达到 25.8 万吨，同比增加 8.9%，已经跨过了加大全球产能布局，快速提升市场份额的阶段，公司整体的收入体量也向百亿迈进，需要相应的提升内部的组织架构改革和精细化管理。

2019 年 8 月 8 日，原公司董事长俞学锋退休，新任董事长熊涛履新。熊总出身于发酵工程专业，注重技术创新。新董事长上任启动内部管理精细化改革，各项具体措施出台：新董事长上任后对内部改革提出了多项举措：

1) 制定更严格的年度利润预算：过去公司在年报中提出的收入增长目标基本都能达成，但是利润目标很少提及。熊总上任后，在 19 年年报中明确提出了利润增长目标，而且给出了详细的年度预算，增加了对经营管理的约束。

图表77：公司历年年报中提出的收入目标

	计划收入 (亿)	实际收入 (亿)	完成率	上一年年报提出的业绩增长目标
2009	16	16.86	完成	力争实现主营业务收入 16 亿，ROE 确保 10%以上

2010	20.6	21.01	完成	力争实现主营业务收入 20.6 亿, ROE 比 2009 年有所增加
2011	28	25.06	89.5%	力争实现主营业务收入 28 亿, ROE 比 2010 年有所增加
2012	30	27.14	90.5%	计划收入 30 亿
2013	33	31.19	94.5%	计划收入 33 亿, 净利润力争 3 亿元, ROE 高于 10%
2014	35	36.54	完成	计划收入 35 亿, 净利润增长 10%
2015	43	42.13	98.0%	计划收入 43 亿
2016	48.5-50	48.61	完成	确保 48.5 亿元, 力争 50 亿元
2017	55.90	57.76	完成	公司确定了增长 15% 以上的收入目标
2018	65-68	66.86	完成	确保 65 亿元, 力争 68 亿元
2019	76.89	76.53	99.5%	公司确定了增长 15% 以上的收入目标, 同时提出 2020 年、2021 年, 年均收入增长超 15%, 力争 2021 年实现收入 100 亿的高目标
2020	87.24			公司力争实现销售收入同比增长 14% 以上, 净利润同比增长 12% 以上的经营目标

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2) 修订了高层管理人员的薪酬办法: 其中中高层管理人员薪酬与当年收入与净利润的预算完成情况高度相关。

图表 78: 董事及高管人员薪酬管理办法(2020 年修订稿)

项目	说明
适用对象	董事长、总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书、董事(不包括外部独立董事)等人员(以下简称上述人员)适用本办法。纳入宜昌市国有企业负责人薪酬管理范围的人员, 按市国资委相关办法及规定执行。
董事长薪酬标准	每年初, 公司综合考虑同行业薪酬水平、外部环境、资产和效益规模、全员总体薪酬水平等因素, 按同比上年增幅不超过销售收入与净利润综合增幅 (当年度预算比上年度实际, 销售收入与净利润增幅各占 50%)的原则, 制定董事长基本薪酬标准。
其他高管薪酬标准	基本薪酬=董事长基本薪酬*职务系数。 (1) 董事长为 1; (2) 总经理为 0.95; (3) 董事副总经理为 0.85; (4) 副总经理为 0.8; (5) 董事、财务负责人、董事会秘书为 0.7。
薪酬考核	根据上述原则, 公司每年制定上述人员薪酬考核方案, 薪酬考核浮动区间为基本薪酬的 80%-150%。 上述人员在生产经营、项目建设、技术与管理创新、融资等方面作出突出贡献或取得重大成果的, 由公司提出奖励报董事会决定, 该奖励不受浮动区间上限 150% 的限制。 公司将上述人员上年度薪酬考核结果及下年度考核方案提交年度董事会和股东大会批准。

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

3) 内部精简机构, 减少中后台条线员工, 增加一线员工数量。整合了事业部内部机构及综合管理职能, 精简了二线部门, 选拔任用了一批高层次人才, 进一步加强了事业部建设。

4) 将各个事业部的研发部门整合, 提升效能。重新整合研发资源, 增设三个技术中心: 环保技术中心、产业创新技术中心和生物营养技术中心, 聚焦了核心基础研究。

5) 为保健品事业部单独成立子公司, 进行独立考核, 便于后续再融资, 兼并收购等, 被赋予更充分的经营自主权, 打造安琪纽特品牌的

行业影响力；

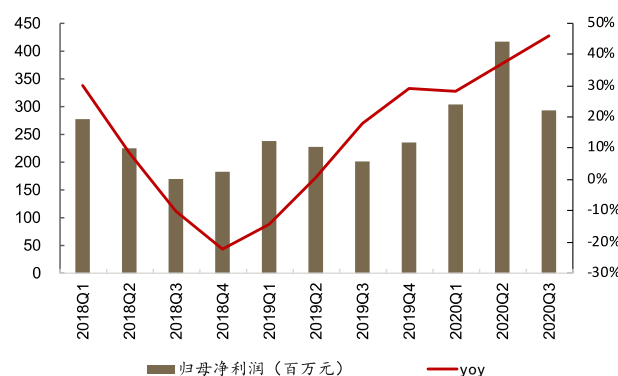
6) 提高员工福利水平，提出企业年金制度等，将员工长期利益绑定。

5.3 疫情受益，小包装酵母渗透率提升，出口业务逢良机

新冠疫情带来国内小包装酵母爆发式增长：春节疫情期间虽然导致部分小 B 端面食糕点作坊、餐饮停业，但是消费者中式面食需求相对刚性，转向家庭制作，而且随着消费者居家时间延长，家庭制作西式烘焙的需求也在上升。各大 KA 卖场超市、电商都出现酵母断货现象，小包装酵母终端价格出现 30-50% 不等的上涨。

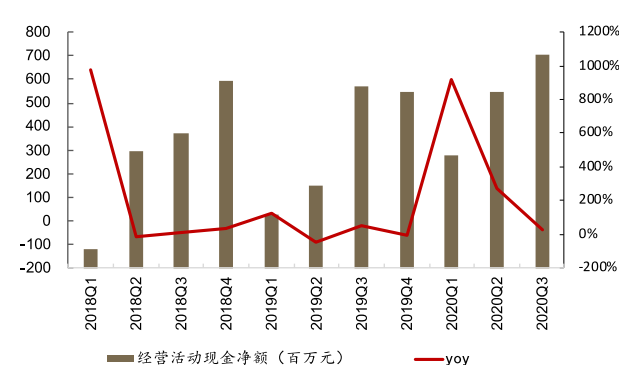
公司虽然总部位于湖北宜昌，但是在新疆、内蒙、山东、河南、广西、云南等多地，以及海外都有产能布局，因此能够及时发货补充终端需求。公司同时推进 500 克大包装产品进入 C 端渠道，以缓解小包装酵母的生产压力。公司一季度小包装酵母提价 20%，并且小包装销售占比原来的不到 20% 提升到一季度的 50% 左右，总体酵母平均出厂价格提升 10% 左右。

图表79： 公司单季度利润和同比增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表80： 单季度经营活动现金流量净额和增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司出口业务继续受益于海外疫情的发展。西欧、北美、南美、土耳其等国际其他酵母龙头产能处于疫情区，且主要生产保质期较短的鲜酵母，可能短期受物流、人员复工等影响较大。公司以保质期较长的干酵母为主，且年后至今埃及和俄罗斯产能保持满负荷生产，没有人员感染，按照当地政府要求保证开工，不受疫情影响。随着海外疫情升级，干酵母需求大幅上升，相较于国际竞争对手，公司更加受益，新进入十几个国家市场，并且进入欧美发达国家等海外核心市场。

由于国际酵母需求快速增长，公司为更好利用当地资源，进一步抢夺国际市场份额，将对国际业务组织做出整合。**1) 设立国际业务中心。**业务中心以烘焙国际事业部为基础，整合 YE、动物营养、酿造及生物能源、微生物营养等业务。并负责纽特公司估计品牌宣传等管理职能。在业务中心之下设立产品部、订单运营部、综合管理部。**2) 设立 6 个海外事业部。**主要包括俄罗斯中亚、亚太、中东非洲、欧洲、拉美、

北美等六个事业部。

图表81： 公司整合国际业务组织后的组织机构图



资料来源：公司公告，方正证券研究所

此外，今年公司调整记账本位币，减少汇率波动，利于海外市场定价决策：公司三家境外子公司：埃及，中国香港和俄罗斯子公司自成立以来分别采用英镑、美元和卢布作为记账本位币。公司拟自2020年1月1日起将境外子公司记账本位币由外币变更为人民币。公司海外市场收入主要以美元和人民币结算，各子公司以当地货币为记账本位币时，存在汇率折算差异，在合并报表层面折算为人民币时，又导致第二次汇率折算差异，不能客观反应经营成果。另外，公司海外市场定价基础是人民币成本，当地货币汇率变动较大时可能会导致成本失真。如果以人民币作为记账本位币，成本数据更真实准确，有利于海外市场定价决策。经测算，自今年年初更改记账本位币，预计将导致2020年1-9月净利润增加3666万元。

5.4 新激励方案出台，助力公司新一轮发展

2020年12月1日，公司新发布限制性股票激励计划草案，拟向激励对象授予限制性股票共计1159.40万股，占公司总股本约1.41%，授予价格24.30元/股。公司发展十多年的时间里，第一代艰苦奋斗的

管理团队逐渐退休，新一代的中坚力量也需要给予适当激励。本次激励对象包括董事、高管以及核心技术人员和管理骨干共计 1891 人，占公司总员工 20.57%。本次激励能起到比较好的激励效果，助力公司后百亿时代的发展。

图表82： 公司 2020 年限制性股权激励计划明细

安琪酵母：2020 年限制性股权激励计划					
1.拟授予股数：1159.4 万股（占总股本的 1.41%）					
2.拟授予价格：24.30 元/股					
3.激励人数：1891 人					
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
目标净利润（亿元）	13.03	13.46	13.90	/	/
目标增长率（以 17-19 年平均业绩为基数）	50%	55%	60%	/	/
基于当年业绩目标增速	44.5%	3.3%	3.2%	/	/
目标净资产现金回报率	26%	27%	28%	/	/
股份支付费用（万元）	/	9057.23	9057.23	4906.00	2138.51
注：					
1. 每年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%					
2. 净资产现金回报率=EBITDA/平均净资产					
3. 若 2021 年净利润增速不低于 45%，未达到 55%，则 2021 年、2022 年平均净利润较基准净利润不低于 55%					
4. 每年净资产现金回报率以及业绩增长率均不低于同行业对标企业 75 分位值水平					
5. 计算 EOE、净利润增长率时，采用剔除本计划股份支付费用影响后归属母公司净利润为核算口径					

资料来源：公司公告，方正证券研究所

从表观利润增速要求上看，2021 和 2022 年的利润增速要求（基于当年业绩目标增速较低为 3.3%、3.2%），但是考虑两方面因素：

1) 2020 年公司受益于疫情，小包装酵母量价齐升，贡献明显。疫情结束后，小包装酵母占比回归正常，业绩要继续保持较高增长有难度；

2) 对标公司 75 分位水平是很高的要求。因为 26 家可比公司包括了妙可蓝多、海天味业、中炬高新，千禾味业、桃李面包、伊利股份、日辰股份等至少 7 家成长性良好的公司。这些公司过去两年的利润复合增速在 15-20%以上。75 分位要求公司的利润增速和净资产现金回报率必须排名在前 7 位，实际要求不低。推测 2021 年利润增速至少要在 10%以上才能达到股权激励要求。

图表83： 股权激励中对标企业业绩情况(百万元)

公司	2019 年 利润	17-19 年利润 平均值	Wind 一致预期净利润 (百万元)			Wind 一致预期利润同比增 速 (YOY)			基于 17-19 年利润平均值的 增速 (股权激励目标)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
妙可蓝多	19	11	84	320	550	334%	283%	72%	634%	2711%	4734%
皇氏集团	49	-170	61	90	/	25%	48%	/	136%	153%	/
金丹科技	115	82	159	241	347	38%	52%	44%	94%	193%	322%

千禾味业	198	194	298	390	500	50%	31%	28%	54%	101%	158%
桃李面包	683	613	901	1016	1199	32%	13%	18%	47%	66%	96%
中炬高新	718	593	861	1072	1310	20%	25%	22%	45%	81%	121%
海天味业	5353	4416	6337	7518	8901	18%	19%	18%	43%	70%	102%
日辰股份	85	70	95	128	159	11%	35%	24%	35%	82%	126%
新乳业	244	236	285	398	511	17%	40%	28%	21%	68%	116%
燕塘乳业	124	96	113	148	174	-9%	32%	18%	18%	55%	82%
元祖股份	248	231	269	303	334	9%	13%	10%	16%	31%	45%
科拓生物	93	86	98	134	185	5%	37%	38%	15%	57%	116%
梅花生物	989	1055	1190	1660	1915	20%	40%	15%	13%	57%	82%
伊利股份	6934	6458	7236	8471	9697	4%	17%	14%	12%	31%	50%
光明乳业	498	486	538	632	742	8%	18%	17%	11%	30%	53%
巴比食品	155	137	140	195	237	-9%	39%	22%	2%	43%	73%
三元股份	134	130	101	153	177	-25%	52%	15%	-23%	18%	36%
安琪酵母	902	868	1314	1465	1708	49%	11%	16%	55%	71%	99%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：安琪酵母收入预测为内部预测，wind 一致预期截至 2020 年 11 月 15 日

6 投资建议

2020 年上半年，受益于疫情，公司小包装酵母行业需求爆发，占比显著提升，带来了净利润率的大幅提升。下半年，随着疫情影响逐渐消失，需求回归正常，市场开始担心后续业绩基数持续走高，利润率下行。此外糖蜜等主要原材料价格上升，面临成本压力加大。因此公司股价从高点回调了将近 30%。

历史上公司的估值中枢低于食品板块平均，主要原因是市场担心：1) 酵母业务的长期增速以及天花板；2) 公司历史上净利润率波动较大，周期性强。但其实从长期视角来看，公司属于酵母行业的全球龙头，市场占有率高，技术壁垒和规模壁垒的护城河足够深。酵母行业其实是具备调味品属性的好赛道：需求刚性，品牌粘性强，品类拓展空间大。公司历史上比较大的一次净利润率波动是由多重负面偶然原因共同导致的。目前，公司内部管理体系已经逐渐成熟，未来净利润率的稳定性将会明显提升。

2021 年是非常关键的一年，在糖蜜价格上涨的情况下，公司是否具备成本转嫁能力，稳住净利润率，是对公司经营能力的重要考验。如果公司净利润率能够持续稳定在 15%-17% 左右，则估值有明显的提升空间。

盈利预测与估值：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.63 元、1.80 元和 2.10 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情影响超出预期，原材料价格上涨过快，产能投放不及预期，海外市场政治动荡，汇率波动等。

图表84：分产品收入分析

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,686	7,653	8,923	10,128	11,240
yoy	15.8%	14.5%	16.6%	13.5%	11.0%
总成本	4,258	4,974	5,711	6,441	7,116
毛利率	36.3%	35.0%	36.0%	36.4%	36.7%
酵母及深加工产品	5,473	5,877	6,825	7,665	8,359
yoy	21.2%	7.4%	16%	12%	9%
成本	3,334	3,472	4,007	4,457	4,838
毛利率(%)	39.1%	40.9%	41.3%	41.9%	42.1%
制糖产品收入	324	491	565	638	721
yoy	-2.2%	51.3%	15%	13%	13%
成本	300	534	614	694	763
毛利率(%)	7.4%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-5.9%
包装类产品收入	229	279	338	412	502
yoy	23.0%	21.6%	21%	22%	22%
成本	198	224	273	333	403
毛利率(%)	13.6%	19.8%	19.0%	19.0%	19.7%
奶制品收入	58	59	60	60	61
yoy	1.4%	0.9%	1%	1%	1%
成本	41	41	43	44	44
毛利率(%)	29.2%	29.1%	27.8%	26.3%	27.1%
其他收入	601	947	1,137	1,353	1,596
yoy	-24.2%	57.6%	20%	19%	18%
成本	383	703	773	912	1,067
毛利率(%)	36.2%	25.8%	32.0%	32.6%	33.2%

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表85： 行业可比公司估值(Wind 一致预测，截止至 2020 年 1 月 6 日)

公司	EPS			PE		
	20E	21E	22E	20E	21E	22E
海天味业	1.96	2.32	2.75	105.66	89.06	75.22
中炬高新	1.08	1.35	1.64	66.59	53.49	43.78
天味食品	0.70	0.95	1.30	111.98	82.17	60.22
千禾味业	0.45	0.59	0.76	90.26	68.50	53.28
伊利股份	1.19	1.39	1.59	42.50	36.29	31.70
双汇发展	1.89	2.15	2.42	27.95	24.54	21.76
牧原股份	8.38	8.99	5.77	11.45	10.68	16.64
青岛啤酒	1.63	1.92	2.19	66.71	56.81	49.67
绝味食品	1.29	1.73	2.05	66.98	50.02	42.18
华宝股份	2.08	2.22	2.36	25.69	24.04	22.58
均值	2.06	2.36	2.28	61.58	49.56	41.70
安琪酵母	1.60	1.78	2.08	36.17	32.45	27.80

资料来源：Wind，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3866	4778	6651	8808	营业总收入	7653	8923	10128	11242
货币资金	664	1058	2523	4250	营业成本	4974	5711	6441	7116
应收票据	0	113	100	121	税金及附加	69	86	97	110
应收账款	814	922	1046	1161	销售费用	885	1160	1326	1384
其它应收款	32	46	50	57	管理费用	256	312	458	557
预付账款	127	162	176	197	研发费用	333	4	4	5
存货	1992	2239	2517	2784	财务费用	78	-9	-36	-68
其他	237	350	337	359	资产减值损失	-18	0	0	0
非流动资产	6041	5986	5906	5790	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	63	61	58	55	投资收益	-7	-2	-3	-3
固定资产	5539	5502	5435	5334	营业利润	1099	1658	1834	2134
无形资产	340	324	314	303	营业外收入	14	2	3	3
其他	99	99	99	99	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	9907	10763	12557	14598	利润总额	1109	1665	1842	2142
流动负债	2988	2430	2658	2881	所得税	169	249	277	324
短期借款	787	0	0	0	净利润	940	1415	1565	1818
应付账款	918	1145	1270	1411	少数股东损益	38	71	77	91
其他	1283	1284	1389	1471	归属母公司净利润	902	1345	1487	1728
非流动负债	1621	1621	1621	1621	EBITDA	1605	2143	2327	2628
长期借款	1429	1429	1429	1429	EPS (元)	1.09	1.63	1.80	2.10
其他	192	192	192	192					
负债合计	4609	4051	4279	4502	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	268	338	415	506	成长能力				
股本	824	824	824	824	营业总收入	7653	8923	10128	11242
资本公积	652	652	652	652	营业利润	1099	1658	1834	2134
留存收益	3840	5185	6673	8400	归属母公司净利润	902	1345	1487	1728
归属母公司股东权益	5030	6375	7862	9590	获利能力				
负债和股东权益	9907	10763	12557	14598	毛利率	0.35	0.36	0.36	0.37
					净利率	0.12	0.15	0.15	0.15
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	0.18	0.21	0.19	0.18
经营活动现金流	1296	1622	1906	2164	ROIC	0.14	0.20	0.21	0.24
净利润	940	1415	1565	1818	偿债能力				
折旧摊销	469	492	526	558	资产负债率	0.47	0.38	0.34	0.31
财务费用	95	8	0	0	净负债比率	0.45	0.23	0.19	0.16
投资损失	7	2	3	3	流动比率	1.29	1.97	2.50	3.06
营运资金变动	-247	-288	-180	-207	速动比率	0.63	1.04	1.55	2.09
其他	33	-7	-8	-8	营运能力				
投资活动现金流	-815	-432	-441	-438	总资产周转率	0.81	0.86	0.87	0.83
资本支出	-815	-432	-441	-438	应收账款周转率	9.68	10.28	10.29	10.19
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	8.09	8.65	8.39	8.39
其他	0	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-427	-795	0	0	每股收益	1.09	1.63	1.80	2.10
短期借款	0	-787	0	0	每股经营现金	1.57	1.97	2.31	2.63
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.10	7.74	9.54	11.64
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-1	-3	-3	P/E	42.86	35.37	31.98	27.53
其他	-427	-7	3	3	P/B	7.68	7.46	6.05	4.96
现金净增加额	53	395	1465	1727	EV/EBITDA	25.08	18.23	16.16	13.65

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接, 对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接, 本公司不对其内容负责。本公司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, 所链接地址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信息的费用或风险。

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。本报告所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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址: https://www.foundersc.com	E-mail: yjzx@foundersc.com
北京	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	上海市浦东新区新上海国际大厦36层	
深圳	广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
长沙	湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	