

安琪酵母 (600298.SH)

放眼全球，扬帆起航

亚洲第一、全球第三的酵母行业龙头。安琪酵母始终立足酵母主业，通过采取农村包围城市、北方面点市场切入等策略逐步发展起来，目前安琪拥有24.9万吨的酵母产能及7.8万吨的酵母提取物（YE）产能，奠定了其亚洲第一、全球第三的酵母龙头地位。

酵母行业发展成熟，酵母提取物（YE）尚处成长期。高资本投入+高技术壁垒+严环保监管共筑酵母行业高门槛，行业集中度明显。**1) 酵母行业：**目前酵母行业发展已经成熟，我们预计烘焙市场发展以及酵母对老面的替代将成为未来主要增长点，预计我国酵母行业产量未来五年CAGR约为1.7%。**2) 酵母提取物（YE）行业：**目前尚处起步阶段，应用领域极为广泛，随着经济水平的发展，YE对味精替代比例的提升将创造其增长空间。我们通过下游需求测算及对味精整体替代两种方式进行测算，预计2018-2023年我国YE需求CAGR超10%，拉长视角看国内YE空间超50万吨。

海外市场开拓及YE战略布局为未来发展重点。目前安琪国内市场霸主地位稳固，国内市占率高达55%，尽管市场占有仍略有上行空间但较为有限。**1) 我们认为比国内更重要的是国外市场，**亚洲、中东、南美及非洲成为烘焙市场最大的增长引擎，目前安琪积极进行海外产能布局，**海外市场有望成为安琪发展的重点突破口；2) 安琪作为全球最大的YE生产商，有望优先受益YE行业发展。**全球视角来看，若对标欧美日韩YE在鲜味剂市场的替代比例（30-40%），全球YE市场空间有望达到87-116万吨。目前味精主要消费地区与安琪强势区域重叠，安琪有望优先受益。

糖蜜价格为影响公司盈利能力的最主要因素。目前甘蔗处于增产周期，我们预计2019年糖蜜价格可能仍有下行空间，从而创造盈利能力提升空间。随着甘蔗即将进入减产周期，2020-2021年国内糖蜜价格或将略微提升，但一方面糖蜜价格波动幅度近年来呈收窄趋势，另一方面公司积极海外建厂有利于其享受国外糖蜜低成本优势，因此从公司角度而言，我们认为2020-2021年国内糖蜜提升的可能性对公司整体盈利能力影响可控。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级，我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为9.2/10.6/12.4亿元，对应EPS1.12/1.29/1.51元，对应2019-2021年PE24/21/18倍。运用相对估值法，我们给予目标价32元，对应2020年EPS25倍PE。

风险提示：原材料价格波动，汇率波动，行业增速不及预期，行业竞争加剧，假设测算与实际情况可能存在误差。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,776	6,686	7,686	8,859	10,238
增长率yoy(%)	18.8	15.8	15.0	15.3	15.6
归母净利润(百万元)	847	857	924	1,061	1,240
增长率yoy(%)	58.3	1.1	7.8	14.9	16.9
EPS最新摊薄(元/股)	1.03	1.04	1.12	1.29	1.51
净资产收益率(%)	21.8	19.8	18.9	18.5	18.4
P/E(倍)	26.6	26.3	24.4	21.3	18.2
P/B(倍)	5.87	5.26	4.58	3.95	3.37

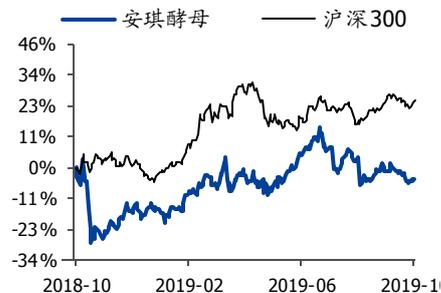
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（首次）

股票信息

行业	农产品加工
最新收盘价	27.53
总市值(百万元)	22,686.95
总股本(百万股)	824.08
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.10

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com



财务报表和主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2910	3410	5224	6200	6999
现金	417	374	1911	2202	2545
应收账款	611	767	817	1009	1101
其他应收款	43	0	50	8	59
预付账款	108	145	145	189	197
存货	1537	1870	2050	2506	2807
其他流动资产	195	254	251	286	289
非流动资产	5117	5571	6044	6557	7140
长期投资	31	30	29	29	28
固定投资	4475	4807	5298	5816	6395
无形资产	295	284	275	266	256
其他非流动资产	316	449	442	446	460
资产总计	8027	8980	11269	12757	14138
流动负债	2883	3622	5296	6023	6459
短期借款	1586	1530	3474	3942	4091
应付账款	907	975	1190	1327	1609
其他流动负债	390	1116	631	755	759
非流动负债	1051	805	712	609	511
长期借款	902	640	546	444	346
其他非流动负债	149	165	165	165	165
负债合计	3934	4427	6007	6633	6970
少数股东权益	251	260	333	403	480
股本	824	824	824	824	824
资本公积	652	652	652	652	652
留存收益	2673	3241	3866	4569	5416
归属母公司股东收益	3843	4293	4928	5721	6689
负债和股东权益	8027	8980	11269	12757	14138

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1122	1144	1452	1353	1874
净利润	893	900	997	1131	1317
折旧摊销	355	425	401	468	545
财务费用	86	129	143	186	193
投资损失	-9	1	0	0	0
营运资金变动	-224	-290	-88	-432	-182
其他经营现金流	21	-21	0	0	0
投资活动净现金流	-907	-1012	-874	-980	-1128
资本支出	927	1012	474	513	584
长期投资	0	0	1	1	1
其他投资现金流	20	1	-399	-467	-544
筹资活动净现金流	-101	-137	-986	-548	-553
短期借款	197	-56	0	0	0
长期借款	752	-262	-94	-102	-98
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1049	181	-892	-446	-455
现金净增加额	84	-43	-407	-175	193

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5776	6686	7686	8859	10238
营业成本	3602	4258	4899	5694	6641
营业税金及附加	62	67	77	89	103
营业费用	629	756	863	965	1063
管理费用	460	228	595	682	792
财务费用	86	129	143	186	193
资产减值损失	26	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	-1	0	0	0
营业利润	973	976	1110	1243	1445
营业外收入	10	11	11	11	11
营业外支出	8	5	5	5	5
利润总额	975	982	1116	1250	1452
所得税	82	82	120	119	134
净利润	893	900	997	1131	1317
少数股东收益	45	43	73	69	77
归属母公司净利润	847	857	924	1061	1240
EBITDA	1473	1531	1654	1897	2182
EPS (元/股)	1.03	1.04	1.12	1.29	1.51

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	18.8	15.8	15.0	15.3	15.6
营业利润 (%)	62.4	0.3	13.7	12.0	16.2
归属母公司净利润 (%)	58.3	1.1	7.8	14.9	16.9
盈利能力					
毛利率 (%)	37.6	36.3	36.3	35.7	35.1
净利率 (%)	14.7	12.8	12.0	12.0	12.1
ROE (%)	21.8	19.8	18.9	18.5	18.4
ROIC (%)	15.8	14.0	12.1	12.4	13.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.0	49.3	53.3	52.0	49.3
净负债比率 (%)	50.6	52.6	42.7	38.0	28.6
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
应收账款周转率	10.8	9.7	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	4.9	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.03	1.04	1.12	1.29	1.51
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.76	1.33	1.76	1.64	2.27
每股净资产 (最新摊薄)	4.66	5.21	5.98	6.94	8.12
估值指标 (倍)					
P/E	26.6	26.3	24.4	21.3	18.2
P/B	5.87	5.26	4.58	3.95	3.37
EV/EBITDA	16.99	16.6	15.3	13.4	11.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、公司简介：酵母行业亚洲第一，全球第三.....	5
（一）公司稳步成长为酵母龙头.....	5
（二）产能布局积极进行中，酵母系列增长稳健.....	6
二、酵母行业壁垒较高，酵母提取物（YE）发展空间广阔.....	9
（一）酵母行业工艺复杂，应用领域多点开花.....	9
1、产业链特性决定行业易呈垄断特性.....	10
2、市场竞争格局稳定，集中度持续提升.....	11
（二）酵母行业发展日趋成熟，预计未来五年 CAGR 约 1.7%.....	13
1、我国酵母行业步入成熟期，13-18 年复合增速约为 3.6%.....	13
2、预计我国传统酵母行业需求保持稳定，未来五年 CAGR 约 1.7%.....	13
（三）YE 行业尚处成长期，预计未来五年 CAGR 超 10%.....	15
1、YE 行业尚处成长期，我国 YE 市场蓬勃发展.....	15
2、我国 YE 市场空间超 50 万吨，预计 2018-2023 年 CAGR 超 10%.....	16
三、海外市场开拓及 YE 战略布局为未来发展重点.....	17
（一）国内市场龙头地位难以撼动.....	17
（二）国外市场开拓或将打开安琪增长空间，三年有望超越英联马利.....	19
（三）安琪 YE 产能全球第一，YE 或将成为公司的重要增长点.....	21
四、财务分析：盈利能力影响因素探讨.....	22
五、盈利预测与估值.....	28
（一）收入预测：预计未来三年传统酵母及 YE 营收 CAGR 分别为 13%、19%.....	28
（二）盈利能力预测：19 年盈利能力有提升空间，20-21 年整体稳定.....	29
风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 安琪逐渐成长为全球第三的酵母行业龙头.....	5
图表 2: 安琪酵母发展阶段梳理.....	6
图表 3: 安琪酵母股权结构图.....	6
图表 4: 公司产品结构占比图.....	7
图表 5: 2018 年八大核心业务及收入占比.....	7
图表 6: 公司营业总收入及增速.....	7
图表 7: 公司归母净利润及增速.....	7
图表 8: 酵母系列产品营收及增速（百万）.....	7
图表 9: 其他品类营收及增速（百万）.....	7
图表 10: 各地区营收增速走势图.....	8
图表 11: 各地区营收占比.....	8
图表 12: 公司产能布局情况.....	8
图表 13: 公司酵母类产能利用率持续走高.....	9
图表 14: 酵母行业发展变迁图.....	10
图表 15: 酵母行业产业链梳理.....	10
图表 16: 乐斯福发展历程梳理.....	11
图表 17: AB 马利发展历程梳理.....	12
图表 18: 国内酵母市场 CR3 高达 80%.....	12
图表 19: 国际酵母市场 CR3 高达 64%.....	12

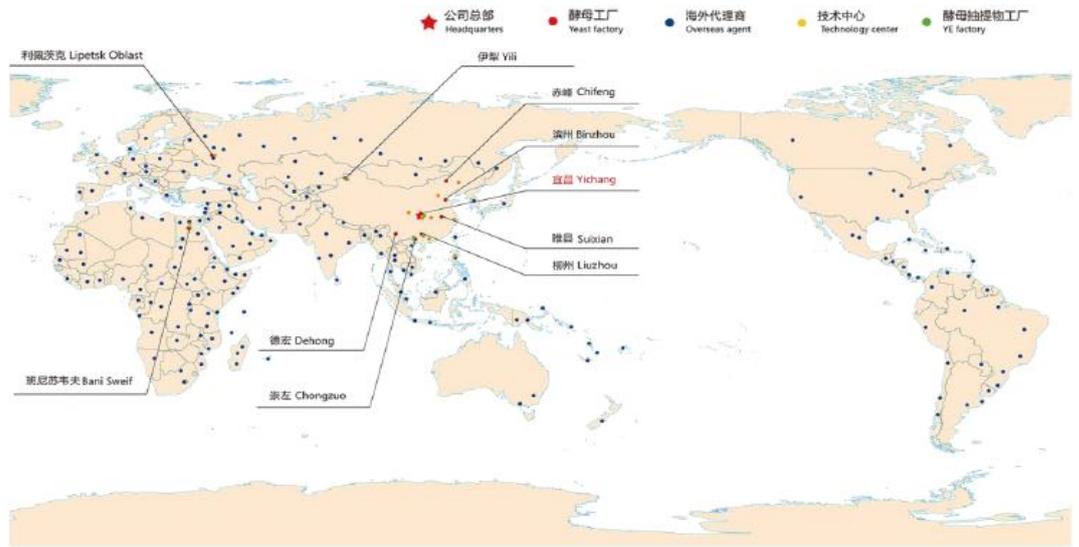
图表 20: 安琪酵母市场份额不断扩大.....	12
图表 21: 我国酵母行业集中度 (CR3) 远高于其他食品饮料行业.....	12
图表 22: 全球酵母总产能增长情况 (万吨)	13
图表 23: 我国酵母产能增长情况 (万吨)	13
图表 24: 传统酵母市场空间测算 (万吨)	13
图表 25: 中国烘焙食品规模及增速	14
图表 26: 中国人均烘焙食品消费量处于低位 (kg/人)	14
图表 27: 酵母发酵相对老面发酵及化学膨松发酵方式的比较.....	14
图表 28: 全球酵母提取物产量 (万吨)	15
图表 29: 国内酵母提取物产量 (万吨)	15
图表 30: 酵母 YE 相较前三代产品的优势明显.....	15
图表 31: YE 需求空间测算 (万吨)	16
图表 32: 我国人均 GDP 约处于日本和美国 1980s 水平.....	17
图表 33: 国内酵母市场 CR3 高达 80%.....	18
图表 34: 各公司在中国的产能布局 (万吨)	18
图表 35: 中国市场各品牌布局情况.....	18
图表 36: 干鲜酵母特点比较.....	19
图表 37: 全球酵母产能布局 (万吨)	20
图表 38: 三大酵母公司在全球各地区工厂布局 (个)	20
图表 39: 亚洲、中东及非洲成为烘焙市场最大的增长引擎.....	20
图表 40: 2019 年全球酵母提取物产能布局 (万吨)	21
图表 41: 2016 年全球味精消费量对比 (万吨)	22
图表 42: 毛利变动影响因素复盘 (pct)	22
图表 43: 毛利率影响因素复盘.....	23
图表 44: 酵母及深加工行业成本结构拆分 (2018 年)	23
图表 45: 毛利率走势与糖蜜价格变动的相关性分析.....	23
图表 46: 今年以来糖蜜价格 (元/吨)	24
图表 47: 公司毛利率与糖蜜价格负相关关系明确.....	24
图表 48: 公司历年提价措施梳理.....	25
图表 49: 公司历年毛利率变动情况 (pct)	26
图表 50: 固定资产折旧同比增速与毛利率走势的相关性.....	26
图表 51: 公司产能利用率及毛利率变动相关性分析.....	27
图表 52: 甘蔗产量呈现显著的周期性波动 (万吨)	27
图表 53: 国内糖产量呈现 "三年增产, 三年减产" 周期.....	27
图表 54: 糖蜜价格与甘蔗产量间呈现显著负相关关系.....	28
图表 55: 安琪酵母酵母类产品吨价增长情况.....	28
图表 56: 糖蜜价格波动幅度有减弱趋势 (元/吨)	29
图表 57: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (百万)	30
图表 58: 可比公司估值比较.....	30

一、公司简介：酵母行业亚洲第一，全球第三

（一）公司稳步成长为酵母龙头

安琪酵母于1986年在湖北宜昌成立，是国内研究天然酵母并进行规模化制造的专业化公司。自1986年公司第一条生产线在宜昌正式动工起，公司不断进行产品及生产线扩张，并于1994年成为国内规模最大的酵母生产基地，2003年在总部启动了年产5000吨酵母提取物（YE）生产线，随着埃及（二期）1.2万吨酵母及1.2万吨的酵母提取物（YE）于2019年4月投产，目前安琪已经拥有24.9万吨的酵母产能及7.8万吨的酵母提取物（YE）产能，逐步成长为亚洲第一、全球第三的酵母行业龙头。

图表 1：安琪逐渐成长为全球第三的酵母行业龙头



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

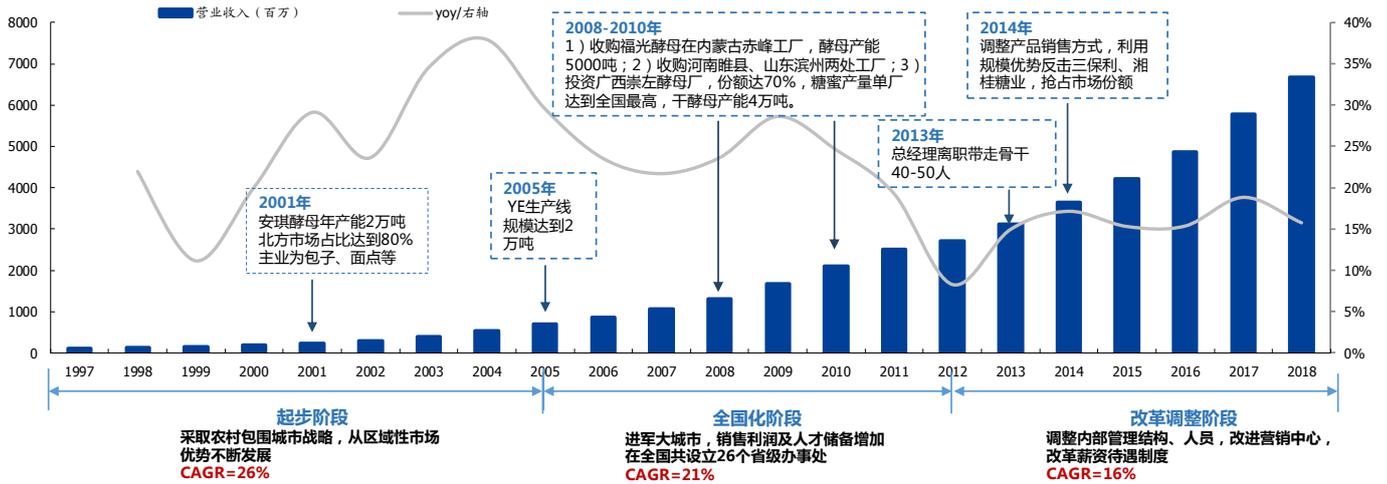
我们对安琪酵母的发展历程进行梳理，根据发展的情况，我们认为其经历了起步阶段、全国化阶段，目前正处改革调整期：

起步阶段（2005年以前）：立足北方市场，实施农村包围城市策略。酵母行业在国内刚刚起步，安琪酵母于1986年成立，第一条生产线于1989年建成投产，至2001年，安琪生产初具规模，并得以实现2万吨的酵母年产能。由于北方食物以面点为主，安琪在该阶段以北方市场为切入点，采取农村包围城市的策略，深入农村市场，不断复制样本市场进行扩张。

全国化阶段（2005-2012年）：战略重点转移至大城市，兼并收购实现全国化扩张。在打好农村市场基础的背景下，安琪对产品品质进行改良，开始将战略重点由农村转移至北上广等大城市，在全国范围内共设立26个省级办事处。同时开始兼并收购其他酵母厂，实现全国化扩张。

改革调整阶段（2012年-至今）：行业环境变化，管理结构及制度改革。在该阶段行业环境发生变化，消费群体开始向85后甚至90后转移。面对公司内部管理人员及销售团队老化等问题，安琪开始进行了一些改革，开始允许销售吨价2万元以下，包括1.5-1.6万元的产品，并利用规模优势反击竞争对手英联马利、湘桂等的低价抢夺市场的行为。同时公司也对薪资制度进行改革，对区域经理工资提升1/3-2/3。2019年8月董事长的更替，也或将为安琪带来新的发展机遇。

图表 2: 安琪酵母发展阶段梳理



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

最大股东为宜昌市国资委，公司股权结构稳定。安琪酵母大股东为由宜昌市国资委，宜昌市国资委通过其全资持股的湖北省安琪生物集团有限公司持有其 39.98% 的股份，另外公司高管及骨干员工等通过湖北日升科技有限公司共计持有安琪酵母 5.66% 的股份，股权结构保持稳定。

图表 3: 安琪酵母股权结构图

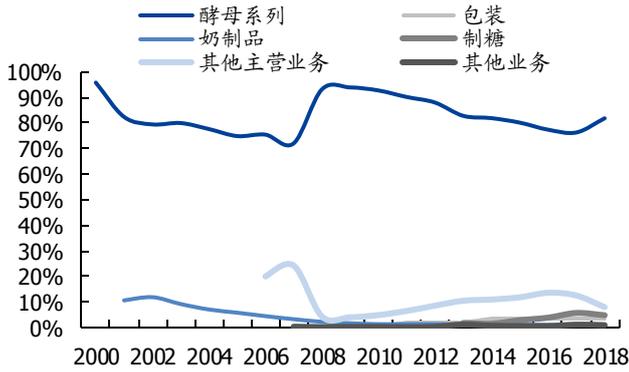


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

(二) 产能布局积极进行中，酵母系列增长稳健

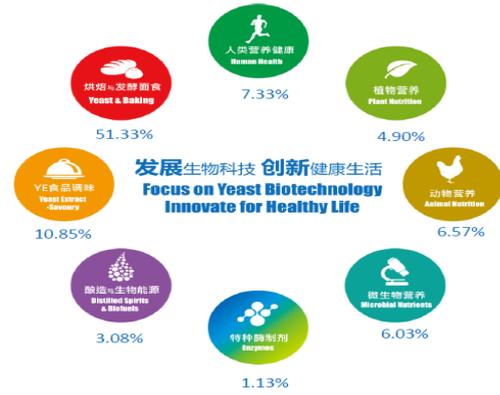
重点聚焦主业布局，酵母系列稳健增长。公司自成立以来，以酵母产品作为立足点，不断开拓其他业务，目前包括酵母、制糖、包装、奶制品以及其他主营业务五大板块。其中酵母系列是公司最为核心的业务板块。从公司的八大核心业务板块来看，2018 年烘焙和发酵面食占比高达 51.3%；酵母抽提物 (YE) 位居其次，占比为 10.9%，其余板块如人类营养健康、动物营养、微生物营养及植物营养等占比分别为 7.3%、6.6%、6.0%、4.9%，整体酵母及衍生品等核心业务板块收入占比达 91%。

图表 4: 公司产品结构占比图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

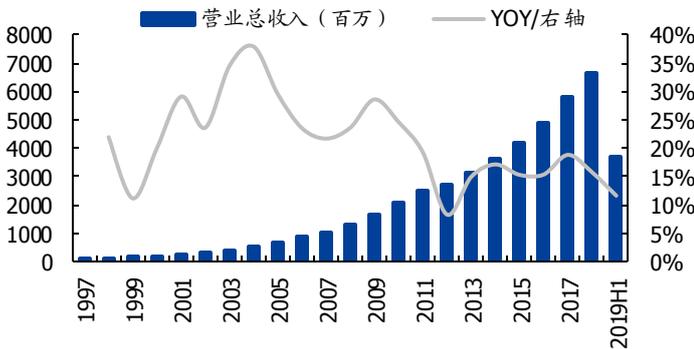
图表 5: 2018年八大核心业务及收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

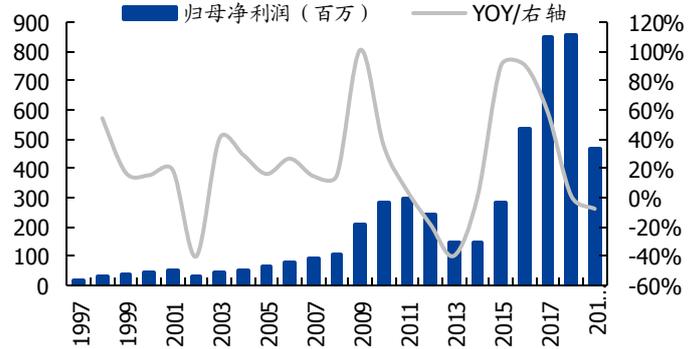
公司营收增长整体保持稳定, 酵母产品系列增长最为稳健。1997-2018 年的公司营收复合增速约为 18.09%, 2013-2018 年营收复合增速为 16.47%, 保持两位数快速增长。归母净利润由于受到成本、固定资产折旧等多方面影响, 波动较大, 1997-2018 年公司归母净利润年复合增速约为 16.17%, 近五年复合增速为 42.37%。其中, 酵母板块增长稳健, 2018 年营收同比增速约为 24.2%, 2013-2018 年 CAGR 约为 16.2%, 增长势头最为稳健。

图表 6: 公司营业总收入及增速



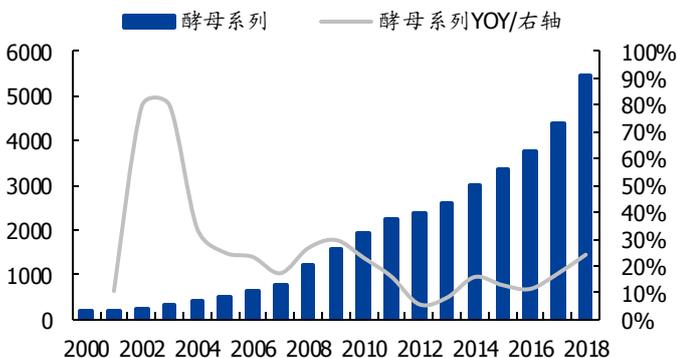
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司归母净利润及增速



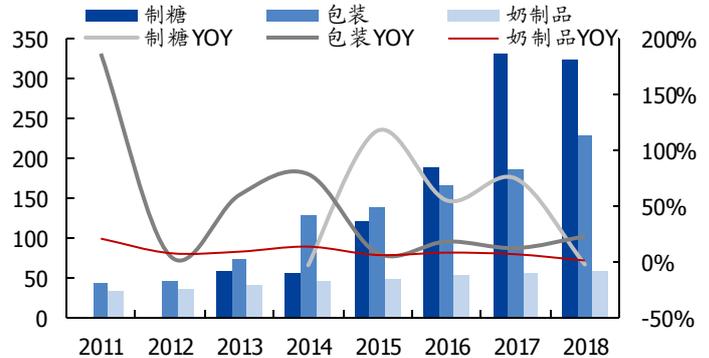
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 酵母系列产品营收及增速 (百万)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

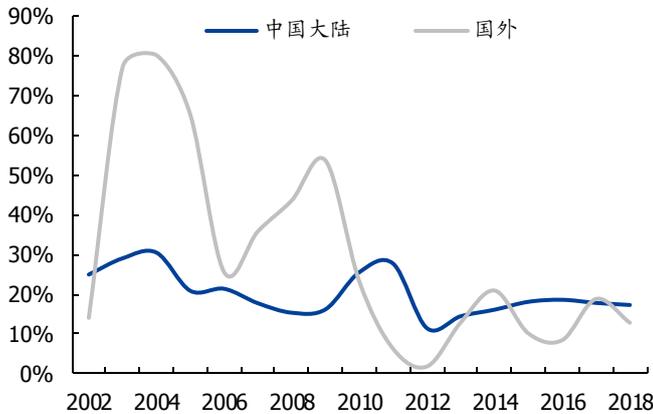
图表 9: 其他品类营收及增速 (百万)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

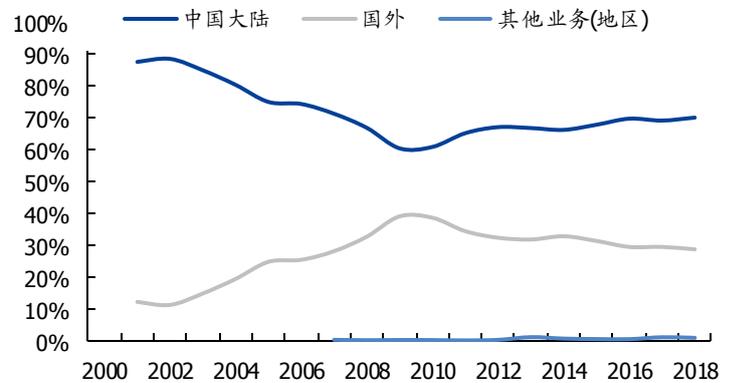
国内市场占据 70% 销售份额，海外市场开拓空间较大。从目前销售结构来看，中国大陆对公司整体营收的贡献约为 70%，国外市场占比约为 29%。埃及工厂作为安琪进行海外拓张的重要据点，随着酵母及酵母提取物（YE）项目的正式投产，我们预计将会带动海外市场进一步开拓。

图表 10: 各地区营收增速走势图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 各地区营收占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

产能持续扩张中，产能利用率仍有提升空间。公司产能近年来持续扩张中，截至 2018 年，公司共拥有 15 条高度现代化的酵母生产线，酵母类产品发酵总产能达到 23.7 万吨。目前公司埃及 1.2 万吨酵母项目已经于 2019 年 4 月投产，带动公司酵母年产能提高 1.2 万吨。在酵母抽提物方面，安琪是全球最大的 YE 生产厂商，随着埃及酵母提取物项目投产，其全球产能第一的地位进一步得到稳固，2019 年产能达到 7.8 万吨。

图表 12: 公司产能布局情况

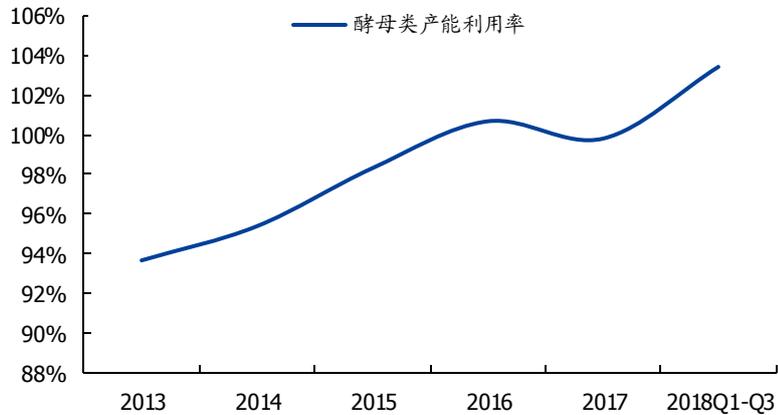
	酵母产能 (万吨)	酵母提取物产能 (万吨)	投产时间
宜昌总部	2.5	1	1986 年
安琪赤峰	0.9		2003 年
安琪伊犁	3	0.8	2004 年
安琪滨州	0.7		2005 年
安琪睢县	0.2		2005 年
安琪崇左	3.5	0.8	2006 年
安琪柳州	2	2	2012 年
安琪埃及	2.3		2013 年
安琪德宏	3		2014 年
安琪柳州 (二期)	2	2	2017 年
安琪俄罗斯	2		2017 年
安琪赤峰 (搬迁改造)	1.6		2018 年
安琪埃及 (二期)	1.2	1.2	2019 年 4 月投产
合计	24.9	7.8	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

伊犁工厂预计在 2021 年 7 月搬迁完成，产能利用率仍有待提升。由于环保限制等原因，目前公司伊犁工厂产能受限，产能仅为 60%，2018 年关掉 2/3，最低产能约为 30%。

为解决产能限制问题，安琪于2019年8月10日发布伊犁生产线实施易地搬迁至可克达拉的公告，公告称安琪拟于2019年9月至2020年12月完成新公司土建施工和设备安装，2021年1月-6月安琪伊犁生产线分步停产搬迁，预计于2021年7月将开始投产试运行，产能有限问题有待解决，从而带动产能利用率的进一步提升。

图表 13: 公司酵母类产能利用率持续走高



资料来源：公司公告，安琪酵母中期票据信用评级报告，国盛证券研究所

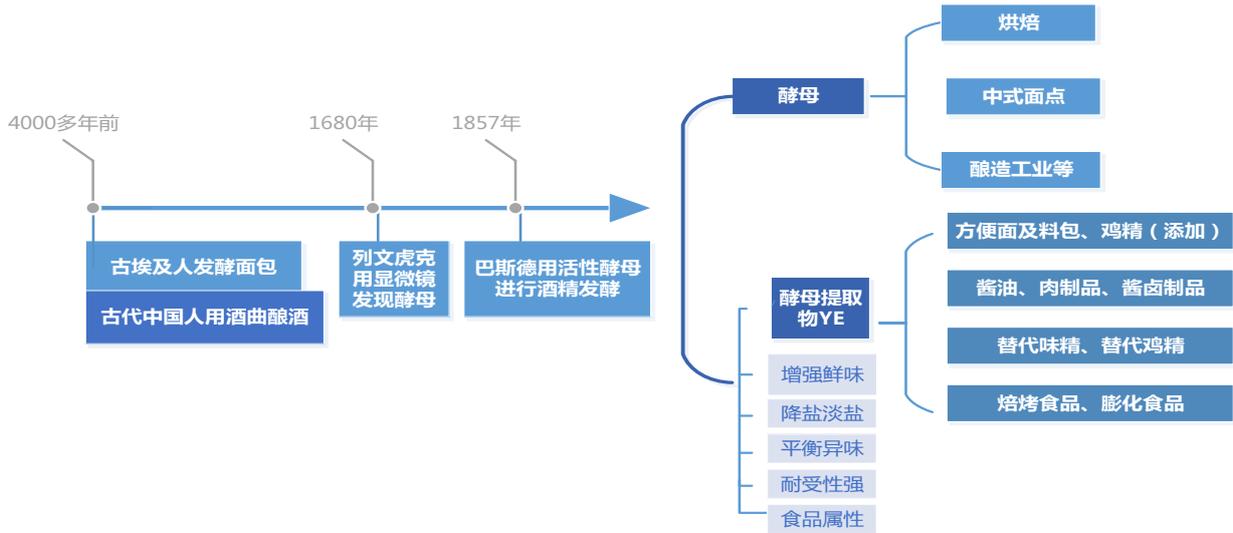
二、酵母行业壁垒较高，酵母提取物（YE）发展空间广阔

（一）酵母行业工艺复杂，应用领域多点开花

酵母应用多点开花，主要应用领域包括烘焙、中式面点及酿造工业等。酵母是一种可以将糖发酵成酒精和二氧化碳的微小单细胞生物，其应用及发展历史悠久，早在4000多年前，古埃及人便开始发酵面包，古代中国人开始使用酒曲酿造美酒，酵母在饮食制作中发挥着重要的作用。但是直至17世纪，列文虎克才通过显微镜发现了酵母，1857年巴斯德首次用活性酵母成功进行酒精发酵，从此酵母正式成为调味品中的重要组成部分。传统酵母主要运用于烘焙、酿造等工业，随着工艺及科技的发展，酵母行业逐步步入成熟期，进而衍生出酵母提取物等产品。随着技术及应用的不断推广，目前酵母的应用领域主要包括烘焙、中式面点及酿造工业等。

酵母提取物（YE）有望逐步成长为新一代的调味料。酵母提取物即 yeast extract，简称 YE，是以酵母为原料进行自溶、酶解、分离、浓缩等生物技术，将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的一种纯天然制品。由于酵母提取物具有增强鲜味、降盐淡盐、平衡异味、耐受性强、食品属性等特点，因此在世界各国得到广泛的应用，并开始逐步代替传统调味料如鸡精味精等，在方便面及料包、酱油、肉制品、食用香精、酱卤制品等领域中也开始不断推广应用。目前，YE 在日韩等国已经成为代替传统调味料的新一代高档调味料，在欧洲代替了酸水解植物蛋白和 MSG，成功解决酸水解植物蛋白中存在三氯丙醇和高盐分的问题。目前 YE 在日韩及欧洲鲜味剂市场中的渗透率已经高达 30-40% 水平，而我国 YE 对味精及鸡精的替代比例约为 2%，尚处于初级阶段，我们认为随着经济水平的提高，健康意识的发展，YE 有望逐渐成长为新一代的调味料。

图表 14: 酵母行业发展变迁图

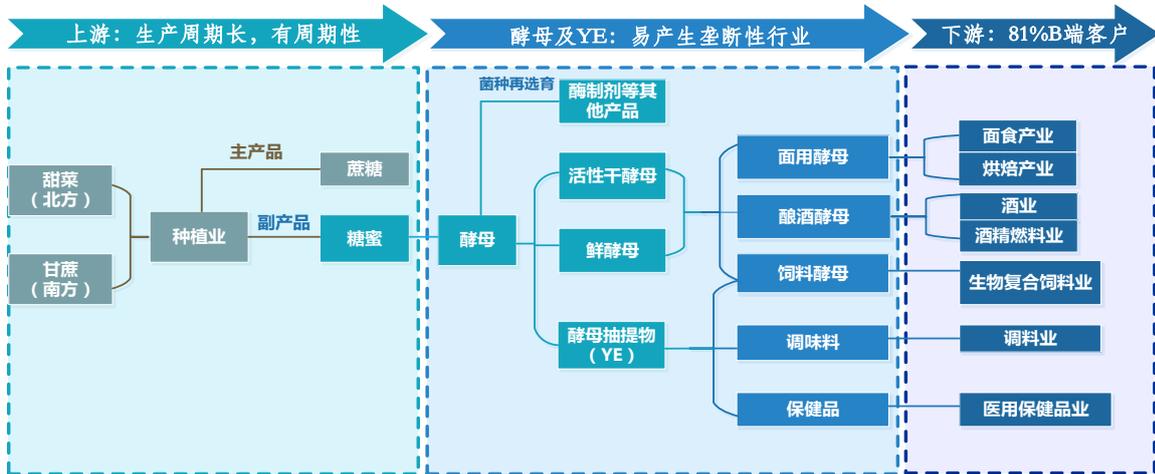


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1、产业链特性决定行业易呈垄断特性

我们对酵母产业链进行梳理: 上游行业为甘蔗及甜菜等种植业, 具有生产周期长、周期性明显等特点, 对酵母生产行业的盈利能力影响较大; 酵母及 YE 生产行业具有资本需求高、技术壁垒高、环保监管严等特点, 因此行业进入门槛相对较高, 容易形成垄断性行业; 下游行业主要包括烘焙面食、酒精酿造、调味料等多个领域, 下游需求变动对行业影响较大, 另外下游对接的客户中有近 81% 为工厂等 B 端客户, 因此规模企业较为容易掌握议价权, 小型工厂生存难度相对较高, 这也在一定程度上促使酵母行业集中度提升。

图表 15: 酵母行业产业链梳理



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

上游种植业: 生产周期长, 周期性特点明显。酵母行业主要原材料为糖蜜, 而糖蜜为甜菜及甘蔗的副产品。甘蔗等农作物生产周期较长, 通常每年 10 月至次年 4 月是榨糖季。同时由于甘蔗种植的宿根性特点, 一旦选择种植甘蔗, 宿根可以生长三年, 除了第一年投入的生产成本外, 后续两年生产成本非常低, 蔗农也较少选择毁蔗而种植其他作物。因此甘蔗种植面积每增加一次就会影响后续三年的产量, 因此增产通常连续三年, 呈现糖产量“三年增产, 三年减产”的周期性规律。因此糖蜜的价格受到甜菜甘蔗的种植面积以及产量影响, 具有一定的周期性波动的特性。**糖蜜价格周期性波动对于下游公司的成本承受能力提出较高要求, 规模企业相对易于存活。**

酵母及 YE 行业：高资本投入+高技术壁垒+严环保监管共筑酵母行业高门槛，行业集中度明显。根据此前的分析，我们认为酵母行业上游存在着生产周期长的特点。此外，**1)** 酵母发酵行业对于固定资产的规模要求较高，根据安琪酵母公司披露，新进入者至少需要投入约 1.8 亿元的固定资产来建设 6000 吨活性干酵母生产线。**2)** 在生产技术方面，酵母产品生产步骤较为复杂，产品需要进行菌种再选育、培养发酵、分离、转股、干燥、压滤等多个环节，对工艺要求较高。**3)** 在环保方面，虽然酵母在生产过程中没有废渣、有毒有害气体排出，但是在高浓度有机废水的生物处理过程中会产生恶臭气体和固体废弃物，给周围居民生活环境带来一定的负面影响。2010 年 9 月，环境保护部和国家质量监督检验检疫总局联合发布了《酵母工业废水污染物排放标准》(GB25462-2010)，该标准对于酵母行业的污染物治理提出了更高的要求，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。不断趋严的环保监管要求使得生产规模小、技术水平落后的企业逐步被淘汰，这有利于龙头企业加速市场份额的收割。因此我们认为长生产周期、高技术壁垒、高资本投入以及环保监管趋严等因素的叠加，共同铸就了酵母行业的进入高门槛，较为容易形成垄断性行业，从而出现市场份额不断向龙头集中的现象。

下游应用领域：应用广泛且主要对接 B 端客户，规模企业较易获取议价权。在下游应用领域方面，随着技术进步以及行业发展，酵母及酵母衍生产品的下游应用领域日渐广泛，主要包括面食烘焙、酿酒、酒精燃料、生物复合饲料、调料以及医用保健品等行业，酵母及其衍生品的重要性日渐显著。下游应用领域的需求量成为影响酵母行业发展的最重要因素。此外下游对接客户主要为 B 端工厂客户，占比高达 81%，议价能力较弱的规模小企业较难生存。

2、市场竞争格局稳定，集中度持续提升

全球酵母行业市场 CR3 为 64%，前三名分别为乐斯福、英联马利、安琪酵母。目前全球酵母市场中，安琪酵母排名第三位，市占率约为 16%。前两位分别是乐斯福和英联马利，市占率分别为 31%、17%。在亚洲市场，安琪稳居第一的位置，尤其在国内市场，安琪依赖其先天优势，在中国酵母市场市占率为 55%，乐斯福(14%)、英联马利(11%)紧跟其后。

乐斯福 1853 年在法国成立，是一家具有 160 年历史的家族企业，乐斯福通过一系列的产能扩张及兼并收购措施，逐渐成长为全球最大的酵母公司。目前乐斯福在全球共计有 54 个工厂，国际酵母市场中的市占率约为 31%，全球酵母产能达到 48 万吨，YE 年产能约 5.3 万吨。据公司官网数据，2013 年乐斯福销售额达到 15 亿欧元，2018 年营收约为 20 亿欧元，折合人民币约 155 亿元，2013-2018 年均复合增速约为 6%。

图表 16: 乐斯福发展历程梳理

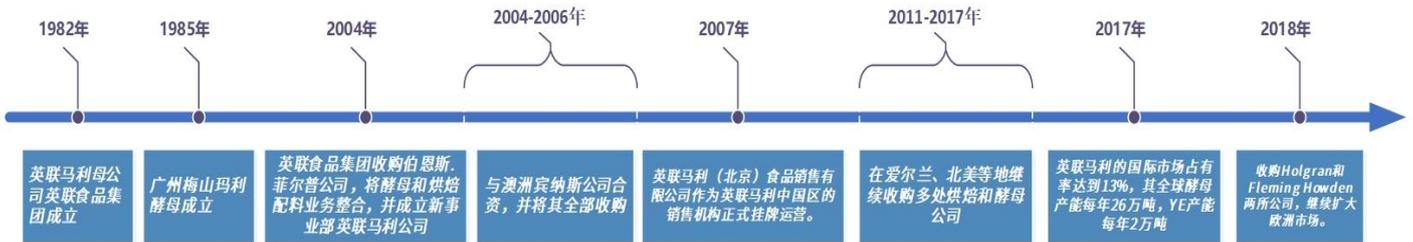


资料来源：乐斯福公司官网，国盛证券研究所

英联马利是全球第二大酵母企业，英联马利隶属于欧洲最大的食品公司之一的英国联合食品集团 (ABF)，ABF 主营业务包括食品、农产品、添加剂及零售业等，其中英联马利主要负责酵母以及烘焙食品的生产，目前在全球共拥有 40 多家工厂，遍布 25 个国家。

2019年英联马利共拥有酵母年产能26万吨，酵母提取物（YE）产能约2万吨。

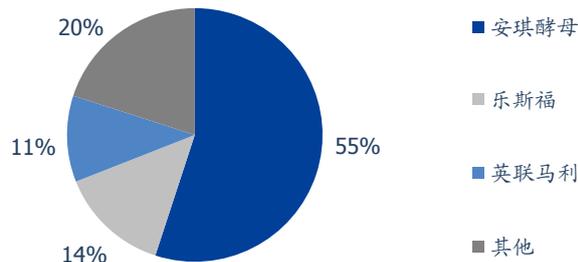
图表 17: AB 马利发展历程梳理



资料来源: 英联马利公司官网, 国盛证券研究所

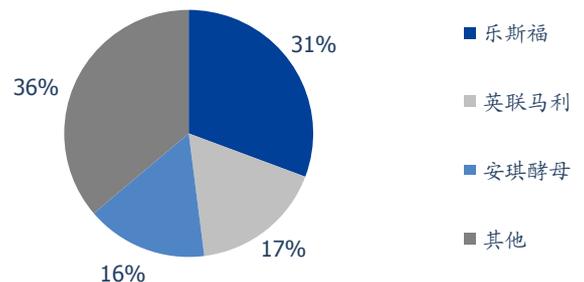
我国酵母行业市场 CR3 高达 80%，龙头安琪稳居第一并不断收割市场份额。酵母行业由于其自身特点，行业集中度明显高于其他食品饮料行业。据中国产业信息网及公司公告数据，我国酵母行业 CR3 高达 80%，远高于啤酒（56%）、酱油（25%）、食醋（22%）及白酒（14%）等其他食品饮料行业。酵母行业龙头安琪酵母不断加速收割市场份额。2000-2006 年间，安琪酵母在我国的市场份额占比约为 30%，至 2010 年，该占比稳步提升至 40%。截止 2018 年，安琪酵母在国内酵母市场市占率约为 55%。在国际市场上，安琪的酵母市占率由 2010 年 5% 稳步提升至 2018 年 16%，国际影响力不断扩大。

图表 18: 国内酵母市场 CR3 高达 80%



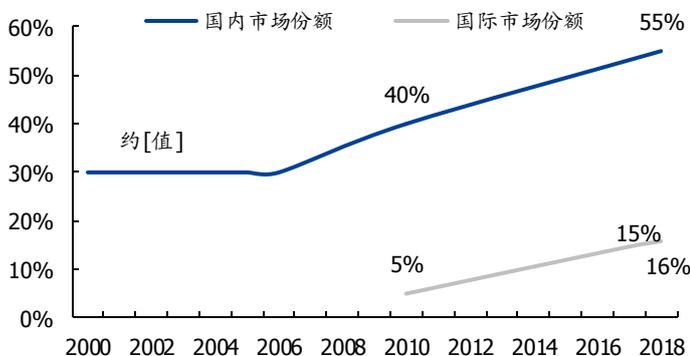
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 国际酵母市场 CR3 高达 64%



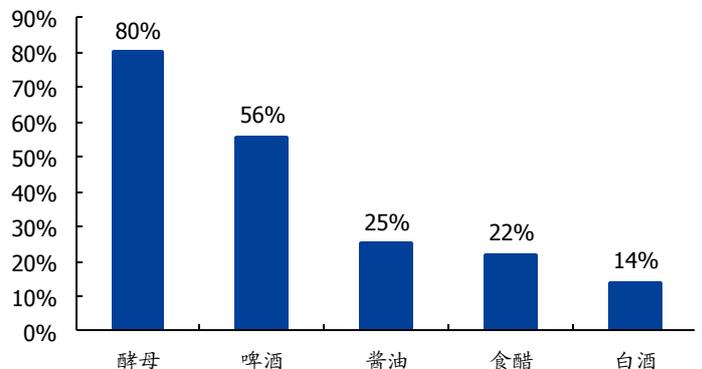
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 安琪酵母市场份额不断扩大



资料来源: 安琪酵母超短期融资券募集说明书, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 21: 我国酵母行业集中度 (CR3) 远高于其他食品饮料行业



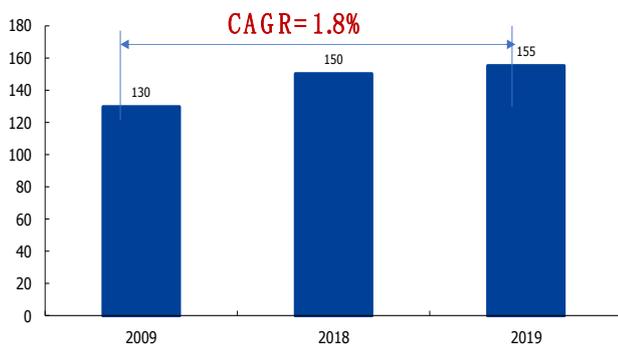
资料来源: 中国产业信息网, 安琪酵母超短期融资券募集说明书, 国盛证券研究所 (注: 除酱油为 2015 年市场集中度外, 其余为 2018 年数值)

(二) 酵母行业发展日趋成熟，预计未来五年 CAGR 约 1.7%

1、我国酵母行业步入成熟期，13-18 年复合增速约为 3.6%

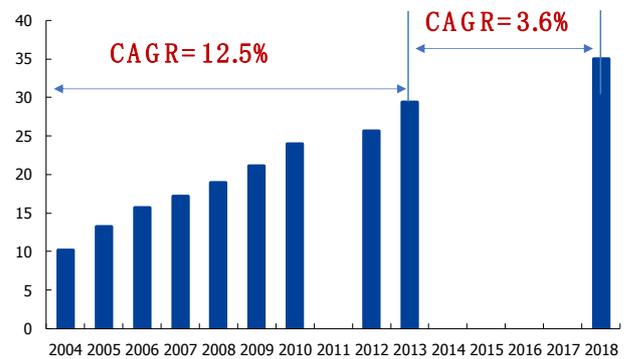
随着酵母行业的不断发展，目前酵母行业已经逐步进入成熟期，2019 年全球酵母产量约为 155 万吨。根据中国生物发酵协会数据，我国酵母行业在经历了快速增长期之后，目前行业已经步入了缓慢增长期。2004-2013 年间，我国酵母行业的年复合增速约为 12.5%。由于到了 2013 年，整体酵母行业经过近十年的快速发展，体量已初具规模，同时由于下游需求开始疲软，白酒、葡萄酒及啤酒等增速放缓，另外收到经济环境的影响，酵母行业增速开始换档。2013-2018 年，我国酵母行业的增速整体放缓至个位数增长，CAGR 为 3.6%，目前已经步入成熟期。

图表 22: 全球酵母总产能增长情况 (万吨)



资料来源: 公司资料, 国盛证券研究所

图表 23: 我国酵母产能增长情况 (万吨)



资料来源: 中国生物发酵协会, 食品招商网, 国盛证券研究所

2、预计我国传统酵母行业需求保持稳定，未来五年 CAGR 约 1.7%

传统酵母行业下游主要应用领域主要包括烘焙面食、中式面点以及酒精酿造等。我们分别对五年后各行业所需酵母量进行估计，预计 2023 年所需酵母总量约为 38 万吨，年均复合增速约 1.7%。

图表 24: 传统酵母市场空间测算 (万吨)

	2018 年产量	添加比例	假设条件	2023 年产量	2023 年酵母所需总量
烘焙面食	1033	1.00%	未来五年增速约 6%	1382.66	13.83
馒头	3254.15	0.60%	小麦粉 2018 年产量约 8875 万吨, 假设产量稳定, 55% 用于制作馒头, 2/3 馒头使用酵母, 每年对老面的替代比例增加 0.5pct	2895.70	20.26
发酵酒精	646.63	0.05%	假设未来五年产量年均下滑 5%	500.35	0.25
白酒	871.20	0.10%		674.11	0.67
啤酒	3812.20	0.10%		2949.81	2.95
葡萄酒	62.90	0.05%		48.67	0.02
合计					38

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们预计未来五年烘焙食品 CAGR 约为 6%，2023 年行业所需酵母数量约为 13.83 万吨。根据欧睿数据，烘焙面食行业 2018 年销售规模为 10332 吨，2004-2018 年复合

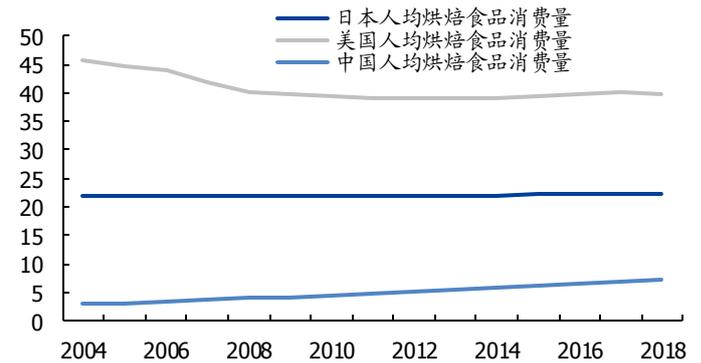
增速约为 7.37%。从人均烘焙食品消费量来看，2018 年我国烘焙食品人均消费量仅为 7.30kg/人，而美国和日本人均烘焙食品消费量分别为 39.8kg/人、22.2 kg/人。但从人均消费量的增长速度来看，我国人均消费量相较 2004 年的人均消费量 2.91kg 呈现出较大幅度提升，远高于日本及美国的增长速度，2004-2018 年均复合增速约为 7%，近五年年复合增速约为 6.06%。我们保守估计未来五年我国人均烘焙食品消费量年均增速保持稳定，叠加联合国对我国人口增长的预测(2018-2023 年我国人口 CAGR 约为 0.3%)，我们假设未来五年年复合增速约为 6%，则至 2023 年，我国整体烘焙食品行业规模约为 1382.66 万吨，其中酵母添加比例约为 1%，因此我们预计 2023 年烘焙食品行业所需酵母数量约为 13.83 万吨。

图表 25: 中国烘焙食品规模及增速



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

图表 26: 中国人均烘焙食品消费量处于低位 (kg/人)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

中式面点发展成熟，未来增长空间有限，酵母对老面的替代将成为重要增长点。我们假设小麦粉产量维持稳定，保守估计酵母对老面的替代比例每年提升 0.5pct，预计 2023 年中式面点所需酵母 20.26 万吨。我们在估计制作馒头所需酵母数量时，假设 55% 的小麦粉用于制作馒头，且 2/3 的馒头使用酵母，酵母添加比例为 0.6%。酵母由于其明显的优势，日渐成为老面及化学膨松剂的重要替代品。

图表 27: 酵母发酵相对老面发酵及化学膨松发酵方式的比较

发酵方法	发酵原理	优势	劣势
酵母发酵	利用酵母活性进行发酵	发酵速度快；保留食品中的营养和口味；便于保存	价格相对较高
老面发酵	利用发面蒸馒头剩下小团面中的野酵母进行发酵	有劲道；便宜	发酵速度慢；易滋生细菌；破坏原有营养物质；难以保存
化学膨松	化学膨松剂在高温下遇水产生化学反应，释放出气体	发酵速度最快；便宜	破坏食物营养；危害人类健康

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

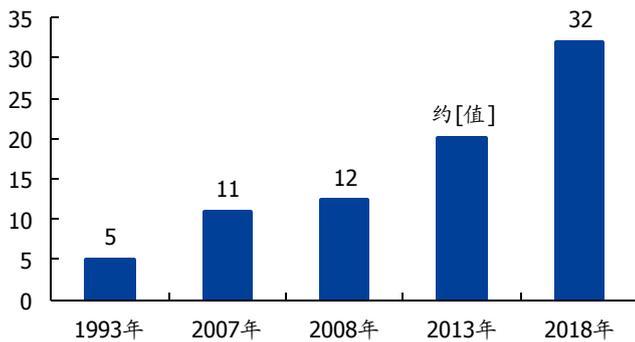
酒精酿造行业出现挤压式增长，我们假设未来五年产量年均下滑 5%，预计 2023 年酿造行业所需酵母量约 3.90 万吨。近五年我国白酒、啤酒、葡萄酒及发酵酒精的产量复合增速分别约为 -6.61%、-5.51%、-11.80%、-6.64%，行业出现挤压式增长。我们中性估计未来五年整体产量增速约为 -5%，则预计 2023 年酒精酿造行业所需酵母量约 3.90 万吨。

(三) YE 行业尚处成长期，预计未来五年 CAGR 超 10%

1、YE 行业尚处成长期，我国 YE 市场蓬勃发展

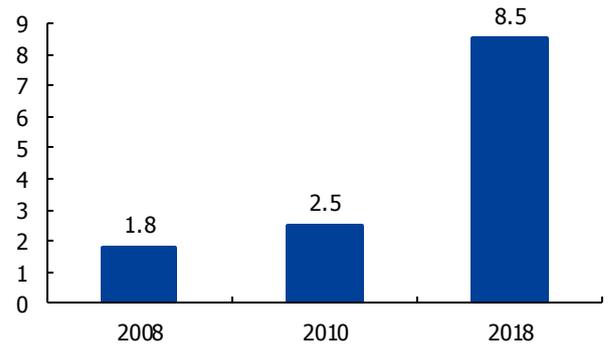
随着技术、工艺水平以及酵母行业的发展，酵母提取物产品开始不断涌现。酵母提取物主要作为替代味精等传统调味品的新型调味品而逐渐被广泛应用。2008-2018 年间，全球酵母提取物产量保持约 10.3% 的年复合增速，而我国的酵母提取物市场增长势头更高，近十年的市场增速高达 16.8%，在全球市场产量中的占比不断提升。2018 年，我国酵母提取物产量约为 8.5 万吨，在全球酵母提取物产量中的占比约为 26.6%，该比例相较于 2008 年提升 11.6pct。

图表 28: 全球酵母提取物产量 (万吨)



资料来源: 中国生物发酵协会, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 29: 国内酵母提取物产量 (万吨)



资料来源: 中国生物发酵协会, 国盛证券研究所

酵母提取物 YE 相较前三代调味品优势明显，未来发展前景广阔。目前调味料总共有味精类、强力味精、风味型调料剂、各类抽提物四代，其中酵母 YE 是第四代抽提物的主要代表。四代调味剂在主要成分、口感、营养价值等方面均有不同。味精作为一代调味品虽然可以提高食物鲜味，但其含盐量较高，且食用过多会使人口干。核苷酸二钠作为第二代调味剂，同时添加 IMP 与 GMP 可以使食品同时具有荤素两种鲜味。第三代调味剂是在使用味精的基础上具有特殊风味的鲜味调味料。第三代调味剂发展迅速，但品种仍以鸡味调味料为主，较为单一。由于缺乏钙、铁、胡萝卜素等营养成分，长期食用易导致身体亚健康。

相比于以上三种调味剂，YE 具有更丰富的营养价值及醇厚持久的口感。YE 以酵母细胞为原料制成，富含氨基酸、肽、多肽等营养成分，拥有鸡肉、牛肉等多种特殊风味。同时，YE 不含动植物水解蛋白中对人体有害的氯化物，是安全的食品调味剂，也是唯一具有食品属性而非食品添加剂的食品增鲜剂。

图表 30: 酵母 YE 相较前三代产品的优势明显

分类	代表产品	特点
第一代 味精类	L-谷氨酸钠 (MSG)	可以提高食物鲜味，但含盐量较高，食用过多会使人口干。
第二代 强力味精	核苷酸二钠 (I+G)	同时添加 IMP 与 GMP 可以使食品同时具有荤素两种鲜味。
第三代 风味型调料剂	鸡精、鸡汁等	品种以鸡味调味料为主，较为单一。缺乏钙、铁、胡萝卜素等营养成分，长期食用易导致身体亚健康。
第四代 营养型调味剂	酵母 YE, 水解蛋白等	新型食品鲜味剂，是生产肉味香精的重要原料。

资料来源: 食品论坛, 国盛证券研究所

2、我国 YE 市场空间超 50 万吨，预计 2018-2023 年 CAGR 超 10%

酵母提取物 (YE) 是指以食用酵母为原料，采用自溶、酶解、分离、浓缩等现代生物高新技术对酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解精制而成的天然制品，其主要成分为多肽、氨基酸、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素。YE 作为一种优良的天然调味料，具有增强鲜味、降盐淡盐、平衡异味、耐受性强等特点，其下游的应用领域较为广泛，包括方便面、肉制品、酱卤制品、酱油等，其中最为主要的应用领域在调味品，占比约为 60%-70%。在应用过程中，YE 实现了对味精的逐步替代。

我们采用两种方法对 YE 需求量进行测算：

1、从下游应用领域角度来看：保守估计未来五年 YE 需求量 CAGR 超 10%

据公司官网披露，YE 产品的应用包括酱油、饼干、酱卤制品、麻辣熟食、坚果炒货等十余个领域，但是主要应用集中在调味品板块（占比约 60-70%）。在此我们首先对调味品行业所需 YE 量进行估计，并假设调味品需求量占总体需求量的 65%，进而对 YE 总需求量进行推算。

首先，我们对调味品领域所需 YE 量进行测算，我们按照中间值添加比例估算出调味品对 YE 总需求量约为 12.95 万吨，根据占比 65% 的假设知国内 YE 总需求约为 19.92 万吨。而调研显示，目前国内 YE 总需求仅为 5-6 万吨，因此我们推测 YE 在国内应用的渗透率约为 30%。注意，此处的渗透率不同于在鲜味剂市场的替代比率。举例说明，如果 100 万吨酱油中有 30 万吨添加了 YE，我们则认为 YE 的渗透率为 30%。

接下来，我们计算出调味品板块在各情形下的 YE 平均添加比例，若各细分品类均采用推荐添加比例的中间值进行添加，则整体来看，YE 的平均添加比例约为 0.83%。

最后，我们对 2023 年所需 YE 量进行估计。由于 YE 具有食品属性，添加比例没有限制，且调味品高端化的发展趋势会增加对 YE 的需求。我们认为 YE 添加比例中枢上移以及渗透率的提升将成为推动 YE 需求量上升的主要动力。若保守估计至 2023 年 YE 在调味品板块平均添加比例提升至 1.0%，渗透率提升至 40%，且调味品对 YE 的需求在 YE 总需求中的占比保持不变，则 2023 年 YE 的总需求量约为 11.33 万吨，相较于目前 6 万吨的实际需求，年复合增速约为 13.55%。

图表 31: YE 需求空间测算 (万吨)

	添加比例	2018 年产量 (万吨)	100%渗透率情形下 YE 需求量(万吨)			假设条件	2023 年产量 (万吨)
			最低添加	中间添加	最高添加		
食醋	0.1-0.5%	421.5	0.42	1.26	2.11	保守假设产量稳定	421.50
酱油	0.3-1.5%	1001	3.00	9.01	15.02	至 2023 年产量 CAGR 约 4.2%	1281.27
调味酱	0.5-5%	82	0.41	2.26	4.10	保守假设产量稳定	82.00
复合调味料	0.5%-1%	55.92	0.28	0.42	0.56	保守假设产量稳定	55.92
合计		1560.42	4.11	12.95	21.78		1840.69
平均添加比例			0.26%	0.83%	1.4%		假设平均添加比例为 1.0%
渗透率			95%	30%	18%	渗透率=YE 实际需求/100%渗透率情形下的测算总需求	假设渗透率提升至 40%
YE 总需求 (测算值)			6.33	19.92	33.51	假设调味品对 YE 的需求在整体 YE 需求中占比为 65%	YE 总需求 11.33

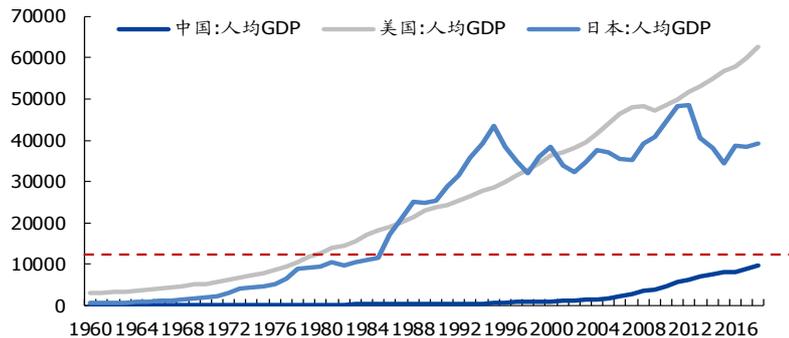
资料来源：中国产业信息网，公司官网，国盛证券研究所（注：食醋和酱油分别为 2016 年和 2017 年产量数据）

2、拉长视角从对味精的整体替代角度看，YE 市场空间超 50 万吨

从 YE 对味精的整体替代角度来看，目前欧美、日本等发达国家的 YE 在鲜味剂市场中的占比为 30-40%，而我国目前占比仅为 2%。根据中国淀粉工业协会的数据，2016 年中国味精需求量约为 180 万吨。如果保守估计 2023 年 YE 对味精的替代达到 5%，则 YE 需求量为 9 万吨（2018 年国内 YE 需求为 5-6 万吨），则 2018-2023 年均复合增速约为 10%。

拉长视角来看，如果我国 YE 在鲜味剂市场的占比可以达到欧美、日本等国的水平，则 YE 市场空间将达 54-72 万吨，市场空间不容小觑。目前我国经济约处于日本及美国 1980s 水平，经济水平的限制导致 YE 应用比例尚处低位，尽管未来 YE 增长尚需时日，但是其发展空间毋庸置疑。

图表 32: 我国人均 GDP 约处于日本和美国 1980s 水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、海外市场开拓及 YE 战略布局为未来发展重点

我们认为安琪未来的增长点及优势主要体现在以下几个方面：1) 国内市场霸主地位难以撼动；2) 国外市场或将接棒成为新的增长点，目前安琪正积极进行海外产能布局，我们认为安琪有能力将其产能转为销量，实现对海外市场的攻城略地；3) 安琪作为全球最大的 YE 生产商，其强势市场集中于非洲、亚洲等发展中国家，而此类地区恰为 YE 未来发展空间广阔市场，目前安琪对 YE 强势布局，有望优先受益行业发展东风。

(一) 国内市场龙头地位难以撼动

国内酵母市场发展成熟，我们认为安琪在国内市场龙头地位已经难以撼动。经过近二十年的发展，安琪在国内的市占率由 30% 稳步提升。截至 2018 年，安琪酵母在国内酵母市场市占率约为 55%。目前国外竞争对手在中国尚无扩产计划，而安琪产能利用率正处上行期，我们认为我国市场竞争格局将保持稳定，安琪在国内霸主地位稳固，甚至市占率仍有略微上行可能。

我们认为安琪未来仍将继续实现自身在中国市场的地位稳固，主要基于在以下几个方面：

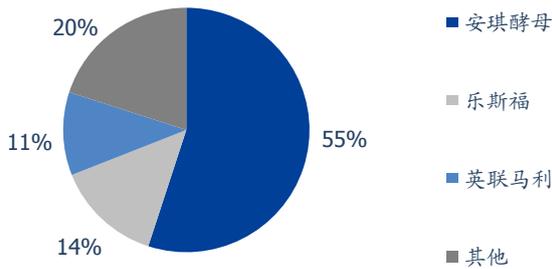
1、安琪在国内市场布局更为深入，竞争对手对中国市场了解欠缺

安琪产能规模、工厂数量、技术中心数量远超竞争对手，商业模式及服务模式更优。目前安琪酵母、乐斯福、英联马利分别在中国布局产能 22 万吨、7 万吨、4 万吨。乐斯福及英联马利在中国的办事处数量、工厂数量以及技术中心的数量均远不及安琪在中国的布局。安琪通过众多的技术服务中心，实现对市场的快速反应，设立的办事处也起到了

仓库作用，优于乐斯福全国总代的模式，发货约7天，而乐斯福及马利送货时间约15天。不同于乐斯福将生产和品控置于第一位的定位，安琪始终将客户体验放在首位，并开始研发冷冻半干酵母以顺应客户需求。

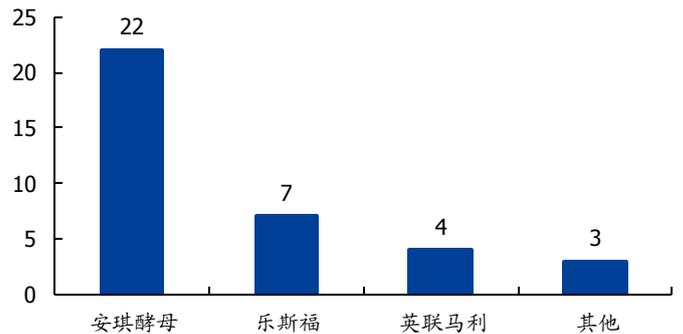
竞争对手对中国市场了解欠缺，战略推进困难重重，安琪依赖价格优势迅速打开市场。目前安琪在国内工有八个工厂，主要聚集在新疆、云南、广西等甘蔗盛产地，享受原材料及运输成本优势。基于我们此前对安琪发展历程的梳理发现，安琪的发展史是从北方市场开始，并采取农村包围城市的战略进行逐步推广，1997-1998年便开始进行酵母下乡活动，以中式面点市场以及农村市场为切入点进行布局，扩大品牌影响力，安琪酵母逐渐成为酵母的代名词。等农村市场发展成熟后，安琪再逐渐将战略转移至城市市场。同时，安琪依赖价格优势迅速打开市场（安琪18500元/吨，每吨售价低于竞争对手约3000元）。而外国竞争对手乐斯福及英联马利在欧洲市场发展起来，西式烘焙面点为酵母的主要需求场景，市场环境与中国完全不同，将欧洲的成功运营模板搬至中国将难以与安琪进行竞争。面对中国市场，英联马利与乐斯福于1985年便开始在中国开展业务，但由于对中国市场认识的欠缺，选厂地址的错误，最终未能实现地位上的反超。其中英联马利曾在哈尔滨建设酵母提取物工厂，由于成本端波动等原因，英联马利于2013年选择关闭哈尔滨工厂，并计提了7200万英镑的减值损失，在中国的进攻计划失败后，次年，英联马利又选择关闭了广东梅山工厂，在中国的战略开始不断收缩。目前，中式面点所使用的酵母在中国总酵母中占比超60%，安琪酵母在中式面点中的份额约为70%。

图表 33: 国内酵母市场 CR3 高达 80%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34: 各公司在中国的产能布局 (万吨)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 35: 中国市场各品牌布局情况

	中国办事处数量	工厂数量	技术中心
安琪酵母	26	8	7:北京、上海、成都、宜昌、沈阳、武汉、广州
乐斯福	5:上海、广州、北京、沈阳、香港	3:明光、来宾、崇左	4:上海、香港、广州、北京
英联马利	4:北京、河北、山东、广州	4	1:上海

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2、国企安琪尽享成本、体制及环保优势

安琪相较乐斯福及英联马利的成本竞争优势主要体现在以下几个方面：**1）原材料端：**安琪工厂距离原材料产地较近，国企背景创造原材料采购优势。安琪工厂地处原材料盛产地区，叠加购买规模优势及国企背景，可以获得优先供应、越过供应商与厂家直接交易等好处。目前广西及云南约1/3的糖蜜产能供应给安琪，因此采购成本相对较低（糖蜜价格1000元/吨，安琪购买价格可低至约800元/吨），乐斯福及英联马利成本与安琪至少差距约10%。**2）管理成本：**安琪相较外企管理成本较低。国外企业进入中国建厂，沟通及管理的成本相对较高。**3）环保成本：**安琪环保投入成熟，成本优于竞争对手超2pct。安琪环保成本占总生产成本约为8%，由于乐斯福及英联马利在中国需要进行新

设备投入，环保成本在总生产成本中的占比高出安琪至少 2pct。

3、安琪的干酵母产品更适用于中国饮食结构文化

干酵母诸多属性与老面相似，更易于作为老面的优良替代品。而在饮食结构方面，中国传统饮食结构与西方存在较大的差异，西方饮食结构中多以烘焙面食作为主食，中国南方多以稻米为主食，北方以面食为主食居多。一方面，由于北方天气干燥，且干酵母的常温保存、保质期长等诸多条件与老面较为类似，因此相较于鲜酵母，干酵母更容易成为老面的优良替代品，从而占据中国市场；另一方面，我国烘焙市场尚处于起步阶段，中国消费者使用频次相对较低，干酵母保质期长的特点更容易占据消费者的心智。

干酵母仍为安琪未来发展重点，有利于进一步开拓中国市场。在产品品类上，安琪以干酵母为主，乐斯福及英联马利主要生产鲜酵母。从市场需求来看，目前中国及非洲等地多是使用干酵母，欧美发达国家以鲜酵母为主。未来安琪仍然将聚焦干酵母，并已经开始做半干酵母，未来仍然将发展中国家作为发展的重点。我们认为安琪的产品品类定位将有利于其进一步开拓中国市场。

图表 36: 干鲜酵母特点比较

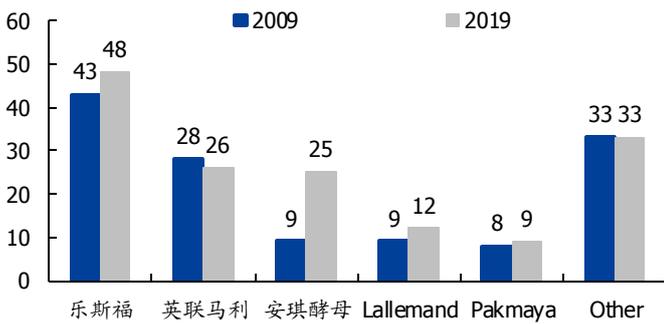
	干酵母	鲜酵母
含水量	7-8.5%	71-73%
使用量	面包 1%，包子馒头 0.5%	2.5%-3%
保存条件	常温	0-4℃
运输条件	宽松，常温，运输半径较大	0-4℃，运输半径较小
使用方法	直接同面粉混匀	搓匀后直接同面粉混匀
风味	好	很好
活细胞率	85%	95%以上
保质期	24个月	约20天
工厂规模	较大	较小，3000-5000吨
主要市场	中国、非洲等地	欧美发达国家
主要生产厂商	安琪酵母	乐斯福、英联马利等

资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

（二）国外市场开拓或将打开安琪增长空间，三年有望超越英联马利

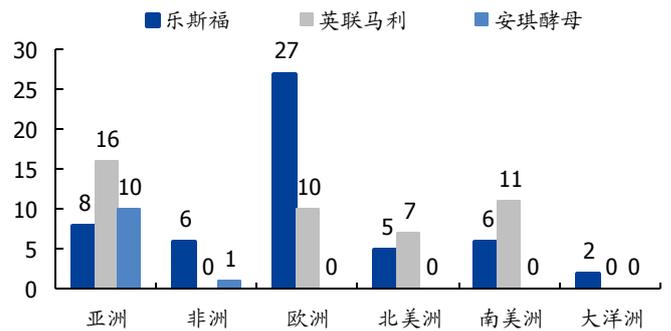
安琪发展势头强劲，未来三年有望超越英联马利跃居全球酵母产能第二。2009-2019年间，安琪酵母产能扩张势头强劲，由9万吨快速提升至25万吨，年均复合增速超10%，目前全球市占率为16%。而反观乐斯福和英联马利，由于家族企业及母公司业务过于多元化等原因，近十年来乐斯福酵母产能增长缓慢，英联马利酵母产能有所收缩。目前，安琪俄罗斯二期工厂正在审核中，预计将于2021年释放，届时酵母产能将有望提升1.2万吨。海外市场产能布局有望成为安琪未来发展的重要命题之一，我们预计安琪有望在2021年实现在产能布局上超越英联马利成为第二大酵母公司的目标。

图表 37: 全球酵母产能布局 (万吨)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

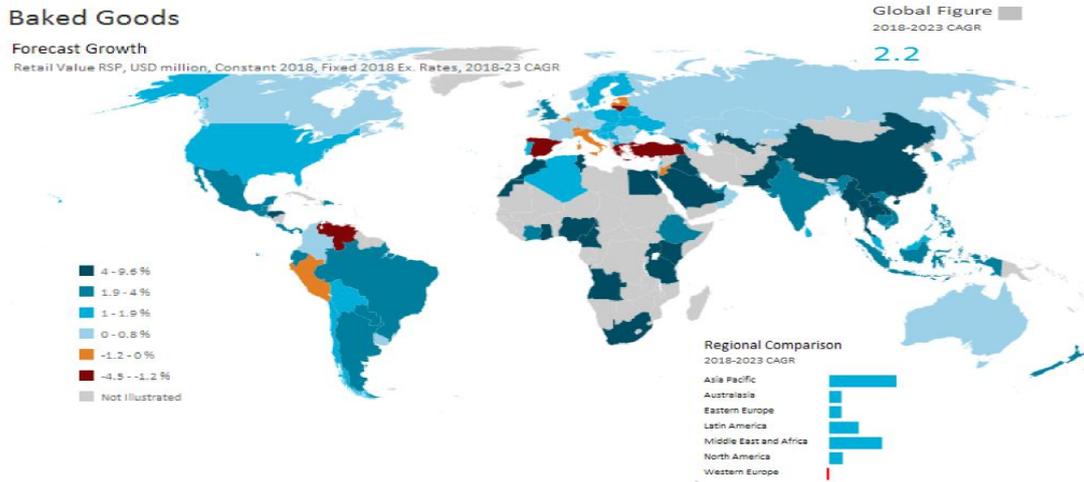
图表 38: 三大酵母公司在全球各地区工厂布局 (个)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

比国内更重要的是国外市场, 亚洲、中东、南美及非洲成为烘焙市场最大的增长引擎, 也有望成为安琪海外发展的重点突破口。目前安琪积极进行海外产能布局, 我们认为安琪具备将产能扩张转为市场份额抢占的能力。

图表 39: 亚洲、中东及非洲成为烘焙市场最大的增长引擎



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

亚洲市场: 安琪龙头地位较难撼动, 良好的市场基础、相似的饮食结构以及较大的市场空间奠定安琪拓张基础。目前安琪在中国市场上的酵母行业龙头地位已经逐步确立。以中国为据点, 安琪在亚洲周边国家的影响力逐渐扩大, 在亚洲地区建立起良好的市场基础, 目前已成为亚洲第一大酵母生产商, 在印度酵母行业市占率约为 40%。同时亚洲地区较为相似饮食结构也导致干酵母成为较为受欢迎的品类, 这为安琪的继续发展创造了天然的竞争优势。此外, 印度等亚洲市场未来烘焙市场仍有较大的发展空间。

非洲市场: 酵母行业发展空间大, 埃及工厂将成为安琪重要发展据点。我们认为非洲市场将成为安琪酵母的拓展重点区域, 主要基于以下几点: **1)** 非洲市场受竞争对手关注度较低, 市场竞争格局尚未形成, 安琪在埃及积极进行产能布局。从工厂数量上来看, 乐斯福拥有 6 家工厂, 远低于其在欧洲 27 家工厂的数量, 而英联马利目前尚未在非洲开设工厂。安琪酵母早在 2013 年便在埃及设立工厂, 实现 1.5 万吨活性干酵母产能投放, 2018 年埃及基地产能已经提升至 2.4 万吨。在此基础上, 2019 年 4 月埃及 YE 项目再度投产, YE 产能新增 1.2 万吨。目前非洲地区竞争格局尚未稳固, 乐斯福、英联马利、安琪酵母以及当地企业各占 1/4 的市场份额。埃及作为地跨亚、非两洲的重要枢纽, 安琪在此布局对于其提升亚非地区影响力意义重大。 **2)** 非洲为干酵母的主要消费地区,

安琪的产品类型定位具有天然竞争优势。根据我们此前的分析，非洲地区是干酵母消费又一重要市场，干酵母保质期长、常温保存等特点比较适合非洲地区的饮食习惯。**3）非洲经济发展空间及人口增长速度将创造酵母行业未来市场前景，中东和非洲已经取代西欧成为世界上最大的烘焙市场。**目前非洲的经济发展仍处于较低水平，未来随着经济的发展、人口增长以及酵母应用领域的拓宽，非洲市场酵母行业的发展空间将十分可观。安琪在埃及建厂后，整体非洲的销量实现了翻倍增长。埃及作为打开非洲市场的重要切入口，安琪在此处进行设厂布局及产能拓张有助于实现其全球化的宏伟蓝图。

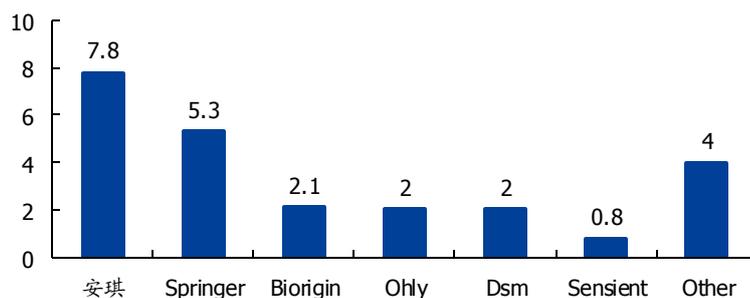
南美洲市场：预计将成为安琪的下一步战略进攻区域。从目前南美市场情况来看，英联马利影响力较大，在南美市场共拥有 11 家工厂，乐斯福拥有 6 家工厂，而安琪在此尚未进行工厂布局。如果安琪在此进行建厂布局，不仅可以打破其在南美洲市场零工厂的局面，更可以据此为突破口扩大其在欧美市场的影响力，从而有助于提升在全球市场的竞争力。因此，我们预计南美洲或将成为安琪海外布局的下一个战略进攻区域。

欧美市场：乐斯福马利强势区域，发展空间有限，以鲜酵母适当切入。一方面，欧美地区酵母行业发展成熟，市场空间有限。烘焙食品作为欧美地区的主要食物之一，有着使用酵母的悠久历史，整体行业发展较为成熟，同时由于经济发展水平较高、人口增长放缓，酵母行业继续发展的空间较为有限。另一方面，欧美地区竞争格局较为稳定，属于乐斯福及英联马利强势区域。据悉，乐斯福在欧洲拥有将近 60% 的市场份额，竞争格局较为稳定，安琪在该市场与乐斯福及英联马利的竞争难度较大。此外，欧美饮食结构的差异也会给安琪的进入带来一定困难。安琪有进行小部分鲜酵母产品生产，但是未来仍然以干酵母为主，因此我们预计欧美市场将不是安琪的重点开拓市场。但在进入欧洲市场时，安琪将入乡随俗，产品以鲜酵母为主。

（三）安琪 YE 产能全球第一，YE 或将成为公司的重要增长点

安琪 YE 产能全球第一。2019 年安琪酵母提取物（YE）产能共计 7.8 万吨，在全球总产能中占比约 24%，位居全球第一。

图表 40: 2019 年全球酵母提取物产能布局 (万吨)



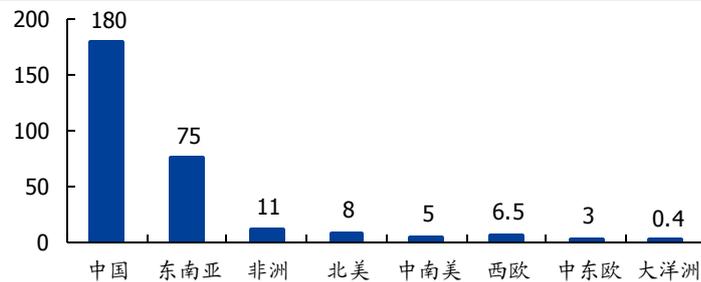
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

全球视角来看，酵母提取物（YE）市场空间有望达到 87-116 万吨。相较于酵母行业，酵母提取物（YE）目前尚处于成长期。由于酵母提取物（YE）相较于味精及鸡精价格较高，约为味精售价的 4-5 倍，目前来看，在发展中国家及欠发达地区，酵母提取物对味精鸡精的替代比例仍处于较低水平。我们此前已经对此进行了分析，现在我们视角切换到全球市场，2016 年全球味精消费量为 289 万吨，且消费主要集中在亚洲、非洲等地区。如果按照对味精 30-40% 的替代比率进行计算，全球酵母提取物（YE）的市场空间有望达到 87-116 万吨。

味精主要消费地区与安琪强势区域重叠，安琪有望优先受益 YE 行业发展。根据味精消

费量在全球的分布情况，亚洲地区的消费量最高，未来随着经济水平的发展，YE 替代味精的空间也相对较大。而此区域正与安琪当前强势区域重叠，也会为其此后的酵母提取物（YE）拓展创造先发优势。

图表 41: 2016 年全球味精消费量对比 (万吨)



资料来源: 中国淀粉工业协会, 国盛证券研究所

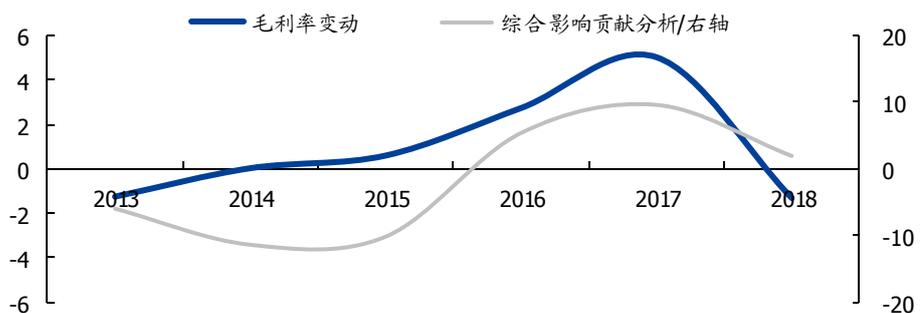
四、财务分析: 盈利能力影响因素探讨

我们认为毛利率走势主要受到糖蜜价格影响，提价及产能利用率变动虽在一定程度上影响毛利率水平，但难改其变动大方向，另外固定资产折旧出现较大幅度变动（超 50%）时，可能会代替糖蜜价格成为更为主要的决定因素。

糖蜜价格波动为影响毛利率的最主要因素。我们假设影响公司毛利率的因素主要包括以下几个方面：**1）原材料价格。**其中，酵母产品最主要的原材料为糖蜜。**2）公司的提价策略。**出于缓解成本端压力以及跟随竞品提价等目的，公司会不定时采取一些提价策略，提价策略的执行或在一定程度上影响公司的毛利率水平。**3）折旧摊销。**当公司发生较大资本支出时，固定折旧摊销的增加也会相应增加制造费用从而影响成本，可能会对毛利率产生拉低的影响。**4）产能利用率。**在不增加固定资产投入的情况下，如果公司的运营效率及产能利用率提升，可能会在不增加固定成本的情况下增加营业收入，从而带动毛利率水平的上升。通过对各要素的分析，并分别与毛利率变动情况进行拟合，我们认为影响毛利率变动的最主要因素仍为糖蜜价格。

由于产能利用率等其他因素对毛利率的影响较难量化，我们将糖蜜价格、固定资产折旧变动以及酵母类产品吨价变动与各自权重相乘并加总，作为影响毛利率的综合贡献因素，分析其与毛利率变动间的相关性。通过拟合，我们发现综合影响贡献的走势与毛利率变动走势较为一致。

图表 42: 毛利变动影响因素复盘 (pct)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 毛利率影响因素复盘

年份	毛利率变动 (pct)	综合影响贡献 (pct)	糖蜜价格 YOY	糖蜜在总成本中占比	糖蜜价格变动贡献 (pct)	固定资产折旧 YOY	酵母及深加工行业制造费用占比	固定资产折旧贡献 (pct)	酵母类产品吨价(万元/吨)	酵母类产品吨价 YOY
2013	-1.26	-6.00	-17%	40%	6.95	50%	20.74%	-10.39	1.91	-3%
2014	0.02	-11.42	10%	40%	-3.93	19%	17.57%	-3.40	1.83	-4%
2015	0.59	-10.20	23%	40%	-9.03	3%	17.53%	-0.60	1.82	-1%
2016	2.73	5.37	-9%	40%	3.42	4%	22.31%	-0.97	1.88	3%
2017	5.02	9.58	-14%	40%	5.76	5%	18.64%	-0.88	1.96	5%
2018	-1.32	1.93	10%	40%	-3.83	21%	23.50%	-5.01	2.18	11%

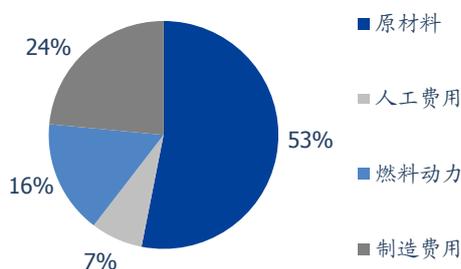
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 综合影响贡献为糖蜜价格变动、固定资产折旧变动、酵母产品吨价变动对毛利率贡献的加总)

接下来, 我们分别探讨各因素对毛利率的影响情况:

1、公司毛利率与糖蜜价格呈显著负相关关系

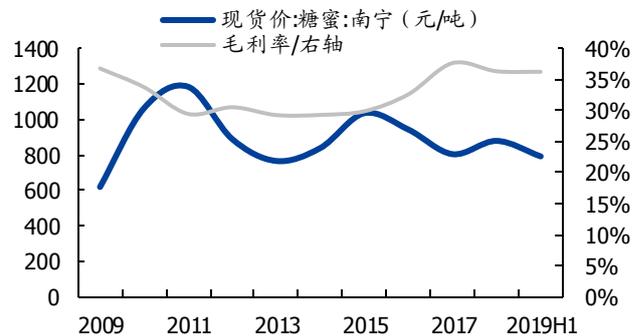
据 2018 年年报, 酵母系列产品对公司营收的贡献约为 82%, 因此我们选取酵母及深加工行业作为主要分析对象。我们对酵母及深加工产品成本进行拆分, 原材料占比高达 53%, 其中糖蜜为最主要的原材料, 占比约 40%, 其余为相关辅料。我们选取糖蜜价格和毛利率进行拟合, 发现二者变动的负相关关系较为明显。

图表 44: 酵母及深加工行业成本结构拆分 (2018 年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 原材料约 40% 多为糖蜜, 剩余约 13% 为辅料)

图表 45: 毛利率走势与糖蜜价格变动的相关性分析

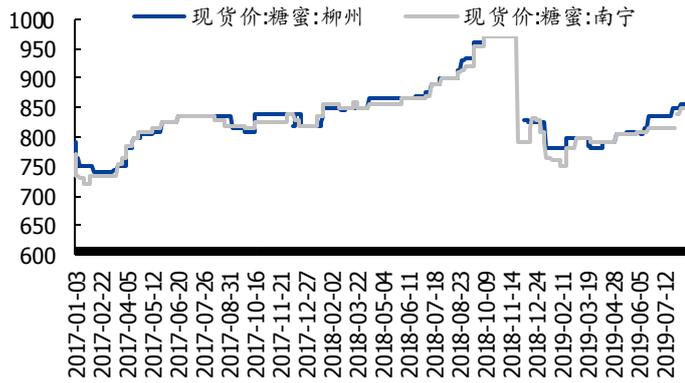


资料来源: wind, 国盛证券研究所

尽管糖蜜价格走势与毛利率间的负相关关系会受到其他影响因素的干扰, 但是整体来看由于南宁及柳州糖蜜价格变动情况基本一致, 为方便分析, 我们在此选取南宁糖蜜价格变动进行分析, 拟合结果显示:

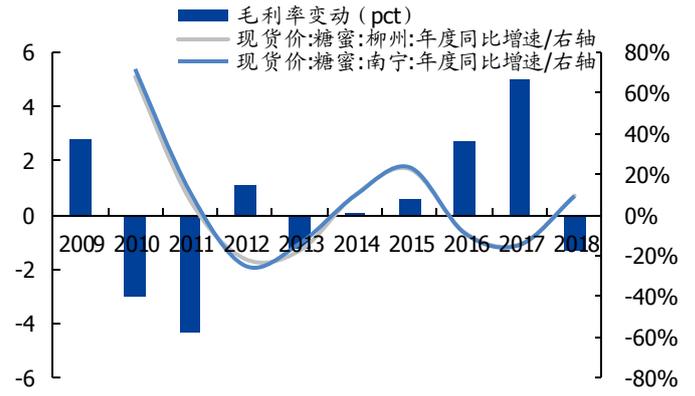
- 1) 2010-2011 年, 南宁糖蜜现货价格分别同比提升 72%、11%, 受此影响, 安琪整体毛利率分别同比下滑 3.02pct、4.30pct;
- 2) 2012-2013 年, 南宁糖蜜现货价格分别同比下滑 25%、14%, 毛利率分别同比+1.07pct、-1.26pct, 13 年盈利能力下滑主要是当年产能集中释放带来固定资产折旧大幅增加所致;
- 3) 2014-2015 年南宁糖蜜现货价格同比分别增长 10%、23%, 而毛利率水平同比增加 0.02pct、0.59pct, 我们认为毛利率水平的小幅上行与提价及产能利用率的提升可能均有一定关系;
- 4) 2016-2017 年, 南宁糖蜜价格分别同比下滑 9%、15%, 叠加公司 2016 年 1 月、5 月分别对国内 YE 系列产品及面用酵母产品提价 5% 的影响, 毛利率水平分别大幅提升 2.73pct、5.02pct;
- 5) 2018 年南宁糖蜜价格同比增长 9%, 由于受到成本端的压力, 安琪整体毛利率水平同比下滑 1.32pct。

图表 46: 今年以来糖蜜价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 公司毛利率与糖蜜价格负相关关系明确



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2、锦上添花之提价策略

我们对安琪历年来的提价进行梳理。**从提价动机来看**，安琪的提价动机主要体现在三个方面：1) 缓解成本端压力；2) 缓解产能供给压力；3) 跟随竞争对手提价；4) 公司主动提价。**从提价的范围来看**，安琪的提价策略主要包括对部分产品提价或者对产品全面提价。**从提价的区域来看**，安琪的提价有主要面向国内产品以及面向出口产品。此外，**提价的幅度也为影响毛利率的重要因素之一。**

根据分类，我们发现公司提价的动机多为缓解成本端压力，从提价对毛利率影响的效果来看，如果为应对成本端上涨压力，且只针对部分产品或者部分区域进行提价，则对毛利率的拉力较为有限，而全面的提价会对毛利率的抬升产生相对较为明显的效果。如果公司在市场竞争较为稳定的情况下，为缓解产能供给压力而采取提价行动，通常会产生较为显著的毛利率提升拉力。

总结来看，对毛利率提升的效果方面：**缓解产能供给压力及主动提价 > 缓解成本端压力等被动提价；全面提价 > 部分提价；年内上调频次高及上调幅度大 > 年内上调频次低及上调幅度小。**但是整体来看，提价虽会在一定程度上缓解毛利率下行压力，但是毛利率的走势仍然主要受到成本端原材料价格影响。

图表 48: 公司历年提价措施梳理

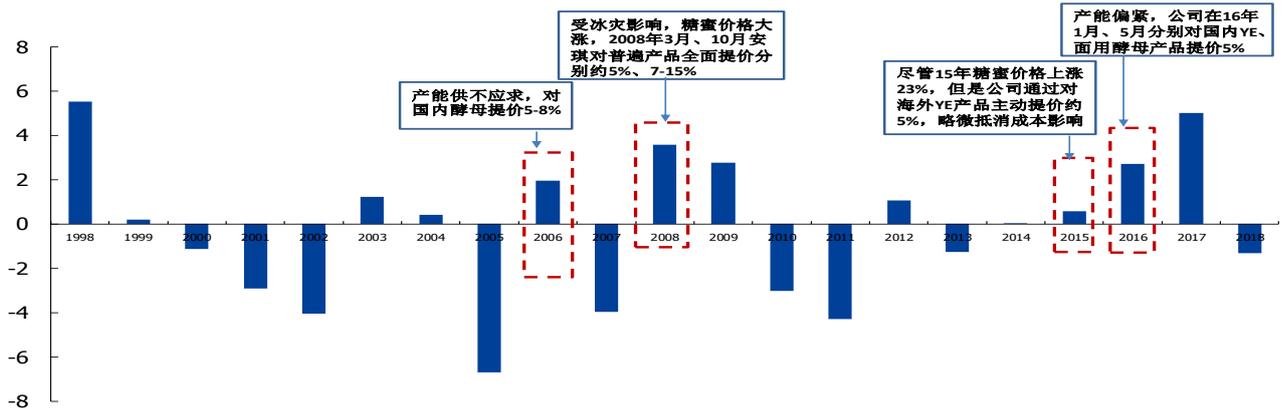
时间	提价产品	提价情况	提价动机
2004年12月	国内主要酵母产品	价格上调 1000-1500 元/吨, 提价幅度 5-8%	缓解成本端压力
2005年6月	出口酵母产品	价格上调 1000 元/左右, 提价幅度超 5%	缓解成本端压力
2006年1月	国内酵母产品	价格上调 1000-1500 元/吨, 提价幅度 5-8%	缓解产能供给压力
2007年1月	部分酵母产品	价格上调 1000 元/吨, 约 5%	缓解产能供给压力
2008年3月	普遍产品	约 5%, 平均提价约 1000 元/吨	缓解成本端压力
2008年10月	酵母产品全面提价	7-15%	缓解成本端压力
2010年3月	出口酵母产品	提价 7%-8%	缓解成本端压力
2011年2月	部分国内产品	5-10%	缓解成本端压力 (2010 年 +72%)
2012年3月、5月	国内小包装产品、高糖酵母单品	分别提价 10%、5%	缓解成本端压力 (2011 年 +11%, 2012 年-25%)
2015年12月	埃及酵母产品、YE	约 5%	价格低于竞品, 公司主动提价
2016年1月	国内 YE 系列产品	5%	缓解产能供给压力
2016年5月	国内面用酵母产品	5%	缓解产能供给压力
2018年1月	部分 YE	1-2%	公司主动提价
2018年10月	国内 60% 产品	3-4%	伊犁环保限产, 公司主动提价
2019Q1	俄罗斯产品出厂价	4-5%	价格低于竞品, 公司主动提价

资料来源: 公司公告, 公司年报, 百度, 国盛证券研究所

我们选取部分较为成功的提价案例进行分析:

- 1) 2006 年, 为了应对产能供不应求的压力, 安琪对国内酵母产品提价 1000-1500 元/吨, 提价幅度 5-8%。提价对当年毛利率产生较为明显的正向影响, 毛利率同比提升 1.97pct。而 2007 年, 同样出于缓解产能供给压力的动机, 但是此次安琪仅对部分酵母产品进行提价, 提价幅度约 5%, 相对前次提价幅度较小提价范围较窄, 最终难以扭转当年毛利率下行的态势。
- 2) 2008 年, 由于受到年初冰灾的影响, 甘蔗大幅减产导致糖蜜价格显著提升, 为应对原材料成本上涨的压力, 安琪采取了较为激进的提价措施, 分别在 3 月、8 月进行两次提价, 累计提价幅度约 12-20%, 当年毛利率同比上行 3.58pct。由于提价后效应叠加 2019 年糖蜜成本所有下行, 2019 年毛利率同比提升 2.77pct。
- 3) 2015 年, 南宁糖蜜现货价格同比增长 23%, 安琪针对此采取了一些主动提价措施, 在一定程度上缓解了毛利率下行压力, 同时叠加 2015 年 7 月德宏工厂 6000 吨干酵母扩建完成影响, 产能利用率有所上行, 最终毛利率小幅上行 0.59pct。
- 4) 2016 年, 由于产能偏紧的影响, 公司再次在年内两次提价, 分别针对国内 YE 系列和面用酵母产品提价 5%, 此次全面高频的提价行为叠加糖蜜价格下行 9% 的影响, 使得毛利率水平提升 2.73pct, 同时提价的后效应也伴随成本压力持续减弱利好, 使得 2017 年毛利率同比增加 5.02pct。

图表 49: 公司历年毛利率变动情况 (pct)



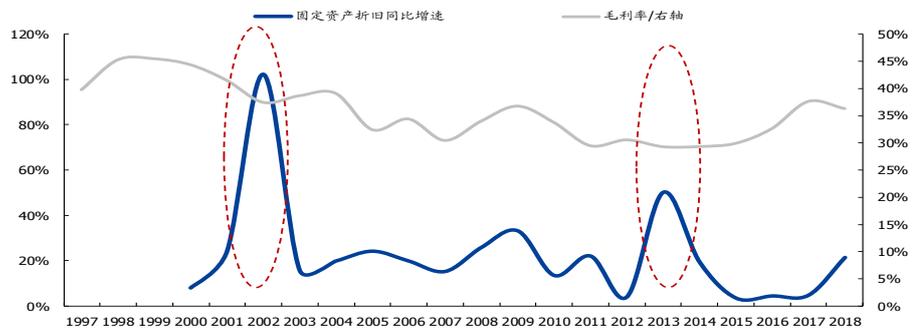
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3、固定资产折旧与毛利率间的负相关关系受其变动幅度影响较大

固定资产折旧变动幅度较大时, 将可能代替原材料成本变动成为主导毛利率水平的重要因素, 与毛利率走势的负相关关系凸显。由于固定资产折旧会计入制造费用, 而制造费用的增加会对毛利率产生一定的负面影响, 因此我们将固定资产折旧作为影响毛利率水平的重要因素之一纳入我们的讨论中。根据我们对固定资产同比增速和毛利率走势的拟合效果, 我们发现当固定资产折旧出现较大幅度的增减增减时, 将可能会代替糖蜜价格走势成为主导毛利率水平变动的主因, 与毛利率的变动负相关关系开始显著。

以 2013 年为例, 2013 年南宁糖蜜的现货价格同比下滑 14%, 若不考虑其他因素, 我们预计毛利率将会由于原材料价格的变动而出现提升。但由于 2013 年公司产能集中释放等因素影响, 固定资产折旧和财务费用增加, 固定资产折旧同比增长 50%, 掩盖了糖蜜价格下行的利好影响, 导致整体毛利率小幅下行 1.26pct。

图表 50: 固定资产折旧同比增速与毛利率走势的相关性



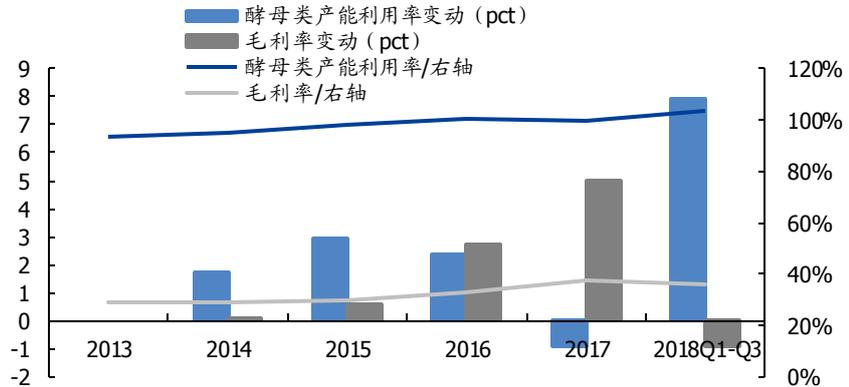
资料来源: wind, 国盛证券研究所

4、产能利用率提升对毛利率产生正面影响, 但难改整体变动趋势

产能利用率提升确实会对毛利率产生正面拉动作用, 但是影响较为有限。产能利用率即指实际产能与设计产能的比值, 产能利用率越高, 则表明在不增加固定资产投入的背景下, 即不增加折旧摊销的情形下, 工厂可以创造的收入越高, 从而拉动毛利率上行。根据公司披露信息, 2013-2017 年, 酵母类产能利用率分别为 93.67%、95.39%、98.31%、100.67%、99.80%, 2018 年前三季度该产能利用率有所提升至 103.41%。我们对产能利用率的变动与毛利率的变动进行拟合。结果显示 2014-2015 年间, 毛利率水平及产能利用率水平同步上行, 但是 2017 年, 尽管产能利用率水平略有下滑, 但是由于糖蜜价

格有所回落，抵消了产能利用率下行的负面影响，实现毛利率水平整体提升，另外，尽管2018年产能利用率水平增加，但是仍然难掩糖蜜价格上涨带来的影响。

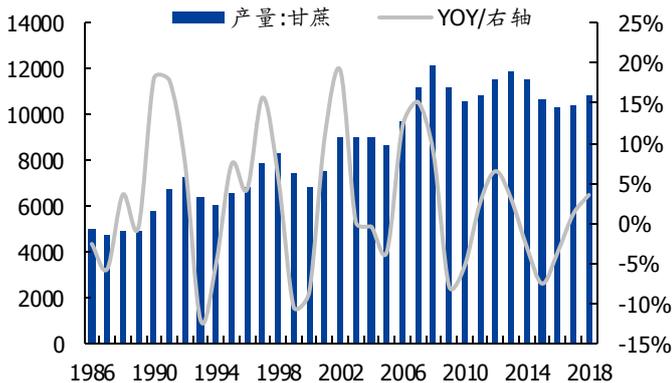
图表 51: 公司产能利用率及毛利率变动相关性分析



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

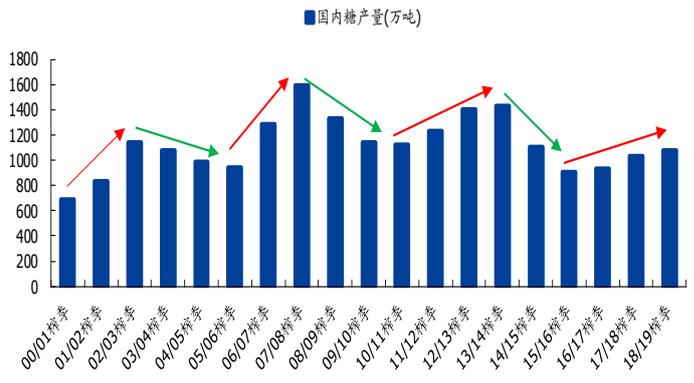
受益糖价下行空间，今年盈利能力有望提升。目前糖产量处于增产周期，预计成本端仍有下行空间，2019/20 榨季或将进入减产周期。白糖周期源于甘蔗的宿根性，甘蔗种植一次，宿根可以生长3年，甘蔗本身是一种易成活作物，除了第一年投入的生产成本外，后续两年生产成本非常低，蔗农也较少选择毁蔗而种植其他作物。因此甘蔗种植面积每增加一次就会影响后续三年的产量，呈现糖产量“三年增产，三年减产”的周期性规律。从甘蔗产量上来看，中国榨季时间是10月份到次年4月份结束，目前仍处于增产周期，2019年糖蜜价格有望下行。2020-2021年，随着甘蔗进入减产周期，国内糖蜜价格或将略微提升。

图表 52: 甘蔗产量呈现显著的周期性波动 (万吨)



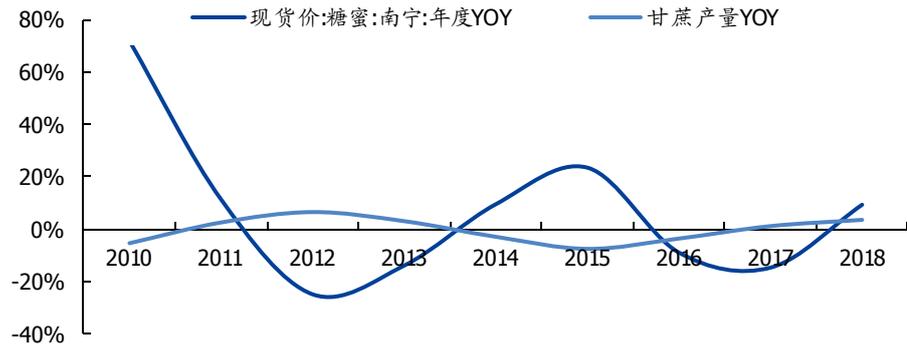
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 53: 国内糖产量呈现“三年增产，三年减产”周期



资料来源: USDA, 国盛证券研究所

图表 54: 糖蜜价格与甘蔗产量间呈现显著负相关关系



资料来源: wind, 国盛证券研究所

五、盈利预测与估值

(一) 收入预测: 预计未来三年传统酵母及 YE 营收 CAGR 分别为 13%、19%

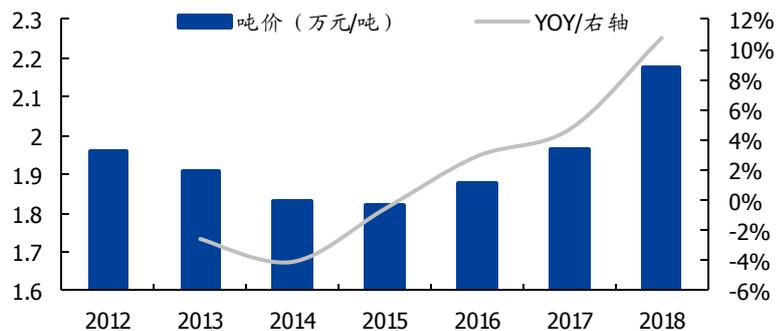
1) 量: 目前全球市场酵母行业产能约为 155 万吨, 我们假设未来三年传统酵母行业产量保持稳定, 安琪在全球市场的市场份额提升将成为主要增长点。目前, 安琪的全球酵母市场占比约为 16%, 我们中性假设至 2021 年, 其市占率有望提升至约 20% 水平, 带动产量提升至 31 万吨, 年均复合增速约为 8%。(注: 我们的测算均假设产销率为 100%。)

对 YE 行业而言, 根据我们此前对中国 YE 行业的增长测算, 未来五年我国 YE 行业增速约为 14%。安琪作为酵母行业龙头, 在国内 YE 增速有望超越行业水平, 而由于非洲等海外市场发展速度尚不及中国, 可能会对安琪整体 YE 增长速度略有拖慢, 因此我们中性假设 2018-2021 年, 安琪的 YE 业务销量年均复合增速与国内行业增速相当, 约为 14%。

2) 价: 2015-18 年酵母类产品 CAGR 约为 6%, 我们认为安琪有产品高端化的发展趋势, 同时具备提价能力和基础, 因此假设未来三年酵母类产品吨价年复合增速约为 5%。

综合来看, 我们认为在中性预期下, 安琪酵母未来三年酵母产品营收复合增速约为 13%, 量价分别贡献 8%、5%; YE 产品营收复合增速约为 19%, 量价分别贡献 14%、5%。

图表 55: 安琪酵母酵母类产品吨价增长情况

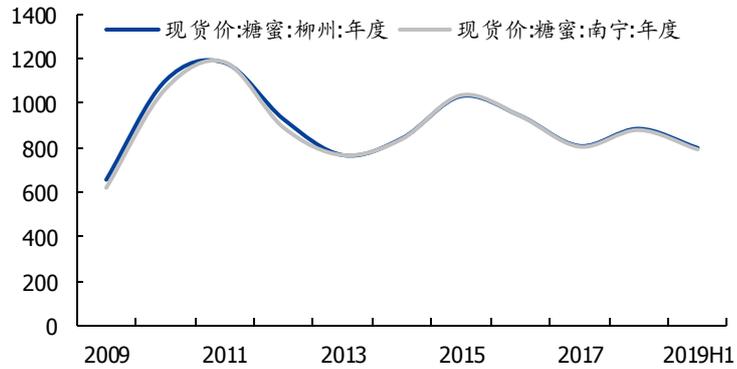


资料来源: wind, 国盛证券研究所

（二）盈利能力预测：19年盈利能力有提升空间，20-21年整体稳定

根据此前分析，我们预计**2019年糖蜜价格略有下行，盈利能力有提升空间**。从国内甘蔗种植周期来看，**2020-2021年**预计将会进入减产周期，从而带动价格略微上行。糖蜜下游近**60%**为酒精需求，目前酒精酿造行业产能处于收缩阶段，国内糖蜜价格波动副度有呈现收窄趋势，糖蜜价格上涨空间有限，我们预计**2020-2021年安琪原材料端糖蜜价格平稳略有上行，整体盈利能力相对稳定**。

图表 56: 糖蜜价格波动幅度有减弱趋势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

基于此前分析，我们预计**2019年**毛利率水平保持稳定，**2020-2021年**毛利率水平由于受到成本端价格的影响略有下行。但从归母净利润角度看，销量及均价的增长为带动归母净利润快速增长的重要因素，此外我们预计整体费用率水平稳定可控。在此假设条件下，我们估计**2019-2021年**归母净利润增速分别约为**7.8%、14.9%、16.9%**。

图表 57: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (百万)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5775.7	6685.6	7686.0	8859.4	10237.7
YOY	18.8%	15.8%	15.0%	15.3%	15.6%
毛利率	37.6%	36.3%	36.3%	35.7%	35.1%
酵母系列	4407.6	5473.0	6348.3	7364.5	8544.5
YOY	17.2%	24.2%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利率	41.7%	39.1%	39.5%	39.0%	38.5%
包装	186.4	229.3	254.8	283.1	314.5
YOY	12.5%	23.0%	11.1%	11.1%	11.1%
毛利率	23.2%	13.6%	14.0%	14.0%	14.0%
制糖	331.5	324.3	421.6	548.1	712.5
YOY	74.8%	-2.2%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	19.1%	7.4%	11.0%	10.0%	9.0%
奶制品	57.2	58.0	60.3	62.7	65.3
YOY	7.0%	1.3%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率	27.3%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
其他主营业务	726.1	535.4	535.4	535.4	535.4
YOY	9.7%	-26.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.3%	36.9%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	66.8	65.6	65.6	65.6	65.6
YOY	142.2%	-1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	23.7%	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
销售费用率	10.9%	11.3%	11.2%	10.9%	10.4%
管理费用率 (含研发)	8.0%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%
归母净利润	847.2	856.7	923.5	1061.1	1240.3
YOY	58.3%	1.1%	7.8%	14.9%	16.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 58: 可比公司估值比较

代码	证券简称	PE				EPS				总市值 (亿元)
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
603288.SH	海天味业	41	42	56	46	1.3	1.6	2.0	2.4	2,959
600872.SH	中炬高新	43	39	50	44	0.6	0.8	0.9	1.0	353
002507.SZ	涪陵榨菜	32	26	24	20	0.5	0.8	0.9	1.1	178
603317.SH	天味食品	—	—	66	52	0.5	0.7	0.8	1.0	217
002557.SZ	洽洽食品	25	22	26	22	0.6	0.9	1.0	1.2	133
平均值		35	35	32	44	37	0.7	1.0	1.1	1.3

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (涪陵榨菜、天味食品及洽洽食品预测数据采用 wind 一致预期, 其中历史 PE 计算公式为“历史年份最后一天收盘价/历史年份当年每股盈利”, 预期 PE 计算公式为“2019年10月10日收盘价/预期每股盈利”)

风险提示

原材料价格波动。原材料在酵母行业成本中占比较高，原材料的价格波动情况可能会直接影响到酵母行业公司的盈利水平。

汇率波动。公司作为跨国公司，收入以多种货币计量，汇率波动会对公司的整体营收产生一定程度的影响。

行业增速不及预期。公司作为酵母行业中的龙头，受到行业景气度影响相对较大。如果酵母行业整体增速不及预期，则公司的营收增速或将放缓。

行业竞争加剧。如果行业竞争加剧，则可能会影响到公司的市场拓展计划。

假设测算与实际情况可能存在误差。我们对行业增长规模以及公司发展情况均进行了假设和测算，如果在测算过程中对下游需求、公司市占率等因素的假设存在偏差，则得出的结论可能与实际情况存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com