

食品饮料行业

安琪酵母 (600298)

评级: 买入

消费品小组

联系人: 消费品小组

联系方式: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

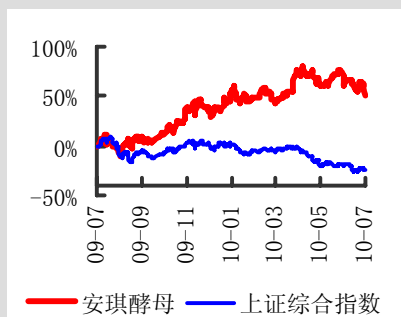
6-12个月目标价: 42.00

最新股价: 32.73

基本资料

总股本 (百万)	306
流通股 A 股 (百万)	271
流通 A 股市值 (百万)	8883
每股净资产 (元)	3.91
资产负债率%	50.00
流通 B 股/H 股 (百万)	-

安琪酵母股价与上证综指对比:



拥有宽广护城河的世界级酵母龙头

投资要点

- **未来5年国内酵母市场成长空间达156%。**2002-2009年,我国酵母产量CAGR达18.04%。根据我们测算,2015年中国酵母理论市场容量为34.8万吨,仍有156%的成长空间。2010-2015年,国内酵母产量理论CAGR将达16.95%,我们看好国内酵母市场的发展,尤其是YE市场的发展。
- **2009年公司酵母产能为9.18万吨,2011年有望达到12.68万吨。**2010年,公司广西崇左项目完工将新增1.5万吨产能。2011年,公司埃及项目1.5万吨产能将投入生产,同时,公司计划通过技术改造将新疆伊犁项目产能增加到3.5万吨,2011年底公司产能将达到12.68万吨。
- **规模优势、技术优势、营销优势、管理优势是公司的核心竞争优势。**1、公司酵母产能位居全球第三、国内第一,具备较强的规模优势,同时在国内市场上拥有一定的定价权。2、酵母行业技术壁垒很高,公司科研技术实力突出,拥有较为宽广的护城河。3、“安琪”品牌形象良好,公司面向客户服务能力较强,营销优势明显。4、非公开增发完成后,管理层和股东利益一致,有利于公司长远发展。
- **公司国内、国外收入增速有望分别保持在19%、40%左右。**2001-2009年,公司国内收入CAGR达19.31%,未来5年国内酵母产量理论CAGR将达16.95%,公司国内收入增速有望保持在19%左右。2001-2009年,公司国外收入CAGR达41.43%,国外收入占比由12%提升到39%。公司凭借其物美价廉的产品优势在欧洲和美洲与国外酵母巨头展开竞争,同时在非洲、中亚、东南亚等竞争不激烈地区积极抢占市场,安琪酵母国外收入占比有望继续提升,国外收入CAGR有望保持在40%左右。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.08元、1.40元、1.81元。考虑到行业成长空间较大以及公司拥有的规模优势、技术优势、营销优势、管理优势,我们给予公司2011年30倍市盈率,对应股价为42元,目前股价仍有28%的上涨空间,我们上调公司投资评级至“买入”。
- **风险因素。**原材料涨价风险;汇率波动风险。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1686	2065	2539	3080
同比 (%)	28.60%	22.47%	22.92%	21.33%
归属母公司净利润 (百万元)	210	330	429	555
同比 (%)	101.14%	57.16%	29.99%	29.23%
毛利率 (%)	36.77%	37.16%	37.67%	38.24%
每股收益 (元)	0.77	1.08	1.40	1.81
P/E	42.26	30.32	23.33	18.05

正文目录

1、公司概况	4
1.1. 历史沿革和主营业务	4
1.2. 股权结构	6
2、经营分析	6
2.1. 公司酵母产能持续扩张，2011 年产能有望达到 12.68 万吨	6
2.2. 未来 5 年国内酵母市场成长空间达 156%，公司国内收入增速有望保持在 19%左右	7
2.3. 安琪酵母国外收入占比持续提升，国外收入CAGR有望保持在 40%左右	10
3、竞争优势	11
3.1. 规模优势：产能位居世界酵母行业第三，在国内市场上拥有定价权	11
3.2. 技术优势：酵母行业技术壁垒很高，安琪酵母拥有较为宽广的护城河	12
3.3. 营销优势：“安琪”品牌形象良好，公司面向客户服务能力较强	12
3.4. 管理优势：非公开增发完成后，管理层和股东利益一致，公司治理结构得到改善	13
3、盈利预测及估值	14
3.1. 盈利预测前提和假设	14
3.2. 营业收入预测	14
3.3. 利润表预测	15
3.4. 估值及投资建议	15
4、风险提示	16

图表目录

图表 1 酵母细胞	图表 2 酵母菌细胞结构	5
图表 3 非公开增发前安琪酵母股权结构	图表 4 非公开增发后安琪酵母股权结构.....	6
图表 5 安琪酵母收入、利润增长情况	图表 6 安琪酵母分产品收入增长情况.....	6
图表 7 中国酵母产量增长情况	图表 8 中国酵母产品构成.....	7
图表 9 安琪酵母国内收入增长情况	图表 10 安琪酵母分产品收入构成.....	8
图表 11 中国酵母出口量增长情况	图表 12 安琪酵母国外收入增长情况.....	10
图表 13 安琪酵母国内、国外收入占比	图表 14 安琪酵母国内、国外毛利率对比.....	10
图表 15 安琪酵母国内销售网点	图表 16 安琪酵母营销推广活动.....	12
图表 17 非公开增发前股权结构	图表 18 非公开增发后股权结构.....	13
图表 19 安琪酵母历史PE	图表 20 安琪酵母历史PB.....	16

表格目录

表格 1 安琪酵母发展历程	4
表格 2 安琪酵母主要产品及应用	5
表格 3 安琪酵母产能预测表	7
表格 4 2015 年国内主要酵母系列产品市场容量预测（万吨）	8
表格 5 YE应用领域及应用效果	9
表格 6 2015 年国内YE市场容量预测（万吨）	9
表格 7 全球前三大酵母厂商产能情况（万吨）	11
表格 8 近年来安琪酵母提价情况	11
表格 9 盈利预测假设表	14
表格 10 利润预测表（百万元）	15
表格 11 重点食品饮料公司盈利预测和估值表	15

1、公司概况

1.1. 历史沿革和主营业务

安琪酵母是专业从事酵母类生物技术产品生产、经营及相关技术服务的国家重点高新技术企业、国内酵母行业龙头企业、全球第三大酵母公司。公司成立于1986年，总部位于湖北宜昌，在北京、上海设有地区总部，在湖北、新疆、广西、内蒙古、山东、河南等地拥有7家控股子公司。

表格 1 安琪酵母发展历程

年份	重大事件
1986	活性干酵母工业性实验项目（国家重点工业项目）开工建设
1994	通过二期技术改造成为国内最大的酵母生产基地
1997	国家科技部批准建立“国家酵母技术研究推广中心”
2000	股票（代码600298）在上海证券交易所上市
2001	国家人事部批准建立“博士后科研工作站” 控股喜旺食品公司、安琪酵母（滨州）有限公司，宜昌年产1.5万吨干酵母生产线投产
2002	国家工商总局认定安琪商标为“中国驰名商标”
2003	控股安琪酵母（赤峰）有限公司 宜昌年产5000吨酵母抽提物生产线投入运行
2004	成立安琪酵母（伊犁）有限公司
2005	技术中心被认定为国家级企业技术中心
2006	安琪酵母（滨州）有限公司鲜酵母生产线建成投产 安琪商标入选“中国最有价值商标500强”
2007	安琪酵母（伊犁）有限公司年产1.5万吨酵母及酵母抽提物生产线扩建 拥有国际一流自动化生产设备的食品原料线建成投产 安琪酵母被认定为“中国名牌”
2008	安琪北京总部建立 安琪纽特获中国“十佳保健品”奖
2009	安琪酵母（伊犁）有限公司扩建1.5万吨酵母及酵母抽提物生产线投产 安琪酵母（崇左）有限公司新建1.1万吨酵母生产线投产 安琪上海总部成立
2010	安琪纽特获得第三届中国保健品公信力品牌，四款产品获公信力产品奖

数据来源：公司公告，日信研究

酵母是子囊菌、担子菌等几科单细胞真菌的通称，是遗传工程和细胞周期研究的模式生物。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。酵母可在缺氧环境中生存，在缺乏氧气时，发酵型的酵母通过将糖类转化成为二氧化碳和乙醇来获取能量。

酵母菌在自然界分布广泛，主要生长在偏酸性的潮湿的含糖环境中。在酿酒过程中，乙醇被保留下来；在烤面包或蒸馒头的过程中，二氧化碳将面团发起，而酒精则挥发。在有氧气的环境中，酵母菌将葡萄糖转化为水和二氧化碳，日常吃的馒头、面包都是酵母菌在有氧气的环境下产生二氧化碳形成蜂窝状蓬松组织。

图表 1 酵母细胞



数据来源：公司公告，日信研究

图表 2 酵母菌细胞结构



数据来源：公司公告，日信研究

安琪酵母主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、保健食品、食品原料、生物饲料添加剂、乳制品等，产品广泛应用于烘焙、发酵面食、酿酒、风味改良、医药保健、生物化工、动物营养等领域。2009年公司实现主营业务收入16.8亿元，产品出口到100多个国家和地区。

表格 2 安琪酵母主要产品及应用

产品领域	细分领域	产品	应用
食品工业	烘焙原料	烘焙酵母	各式面包、西点产品的发酵
	中式发酵面食	高活性干酵母、鲜酵母、馒头改良剂	馒头、花卷、包子等蒸煮面食的发酵
	食品调味	安琪YE	方便面（方便米粉、米线）、肉制品、鸡精及家用调味料、咸味香精、膨化食品、蚝油、酱油、调味汁、酱类、醋、酱卤制品、豆豉、餐饮（火锅底料、汤类、菜肴）、饼干、速冻食品、素食及营养滋补品、保健品等的添加剂
	饮料酒	白酒酵母、啤酒酵母、葡萄酒酵母、黄酒酵母	白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒的发酵
人类营养健康	-	补锌颗粒、即食酵母粉、酵母多糖胶囊等	日常保健、缓解压力、延缓衰老
生物化工	生物新能源	超级酿酒酵母	生产燃料乙醇
	微生物培养基	专用抽提物	广泛应用于实验室和工厂
动物营养与健康	-	复合酵母、饲用高活性干酵母、酵母硒等	禽类养殖、畜类养殖、水产养殖、反刍动物养殖、特种养殖

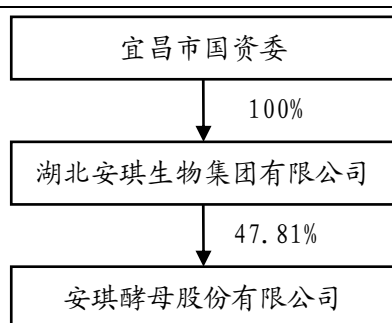
数据来源：公司公告，日信研究

1.2. 股权结构

根据公司股权分置改革相关承诺,2009年4月30日第三批有限售条件流通股9586.70万股转为无限售条件流通股,截至2009年末,公司总股本2.71亿股。安琪酵母向特定对象发行股份购买资产暨关联交易方案于2010年6月12日获得中国证券监督管理委员会核准,截止2010年6月23日止,安琪酵母(伊犁)有限公司30%股权、安琪酵母(赤峰)有限公司10.5%股权和宜昌宏裕塑业有限责任公司65%股权,已经全部完成股权过户手续及相关工商登记。2010年6月29日,公司办理完毕了发行股份购买资产的股份登记手续。

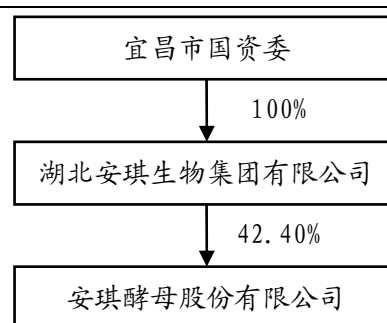
本次发行后,公司总股本由2.71亿股增加为3.06亿股,其中湖北日升科技有限公司持有限售流通股0.35亿股,占公司总股本的11.32%,公司控股股东仍为湖北安琪生物集团有限公司,持股比例由47.81%下降为42.20%。公司实际控制人为宜昌市国有资产监督管理委员会。

图表 3 非公开增发前安琪酵母股权结构



数据来源: 公司年报, 日信研究

图表 4 非公开增发后安琪酵母股权结构

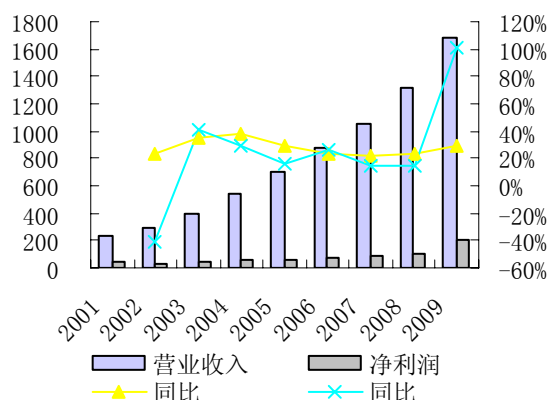


数据来源: 公司公告, 日信研究

2、经营分析

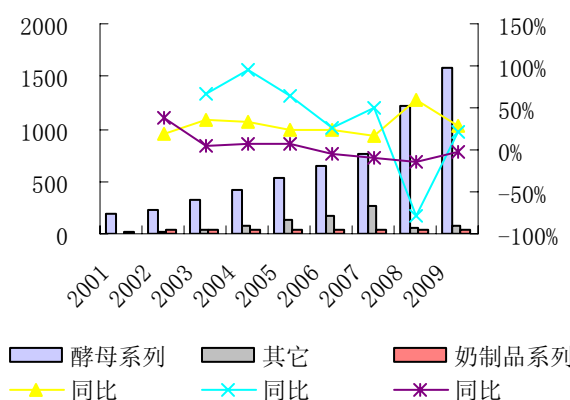
2.1. 公司酵母产能持续扩张, 2011年产能有望达到12.68万吨

图表 5 安琪酵母收入、利润增长情况 (百万元)



数据来源: 公司年报, 日信研究

图表 6 安琪酵母分产品收入增长情况 (百万元)



数据来源: 公司年报, 日信研究

2001年以来，安琪酵母增长势头良好。2001-2009年，公司营业收入CAGR达24.33%，净利润CAGR达17.45%（2002-2009年公司净利润CAGR达91.48%，主要原因是2002年受经济不景气影响公司净利润下滑幅度较大）；其中，2009年公司营业收入和净利润增速分别为28.60%和101.15%。分产品来看，2001-2009年，公司主要产品酵母系列收入CAGR达26.15%，其中2009年收入增速达29.64%。

近年来公司通过并购、新建项目等方式，酵母产能迅速扩张，2001年以来，公司产能由最初的2.5万吨增加到2009年的9.18万吨。2010年，公司广西崇左项目完工将新增1.5万吨产能；2011年，公司埃及项目1.5万吨产能将投入生产，同时，公司计划通过技术改造方式将新疆伊犁项目产能增加到3.5万吨。我们预计2011年底公司产能将达到12.68万吨，其中酵母提取物（简称“YE”）产能为2.1万吨。

表格 3 安琪酵母产能预测表

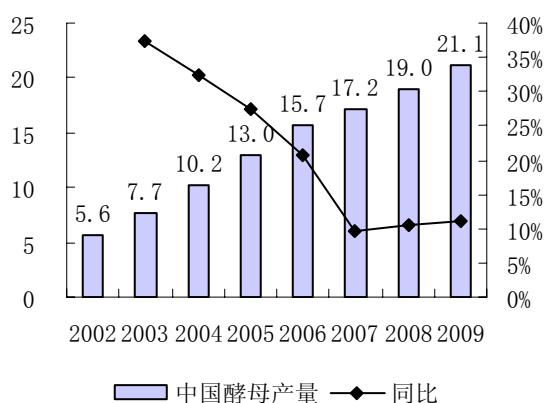
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新疆伊犁	1.5	1.5	3.0	3.0	3.5	3.5
内蒙古赤峰	0.6	0.6	0.82	0.82	0.82	0.82
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
山东滨州	0.4	0.4	0.66	0.66	0.66	0.66
广西崇左	-	0.9	2.0	3.5	3.5	3.5
埃及	-	-	-	-	1.5	1.5
合计	5.2	6.1	9.18	10.68	12.68	12.68
YOY	-	17.31%	50.49%	16.34%	18.73%	0.00

数据来源：日信研究（宜昌本部、新疆伊犁、广西崇左YE产能分别为0.5万吨、0.8万吨、0.8万吨）

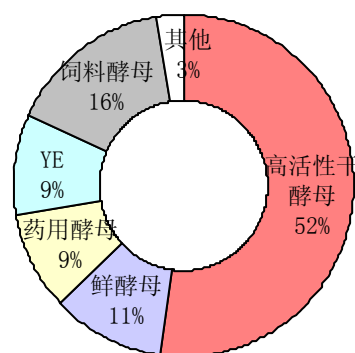
2.2. 未来5年国内酵母市场成长空间达156%，公司国内收入增速有望继续保持在19%左右

近年来我国酵母产量持续增长，2002-2009年，我国酵母产量CAGR达18.04%，其中2009年我国酵母产量增速达11.05%。从产品构成来看，我国高活性干酵母的产量占比最高，达到52%；饲料酵母和鲜酵母的产量占比分别为16%和11%。

图表 7 中国酵母产量增长情况（万吨）



图表 8 中国酵母产品构成

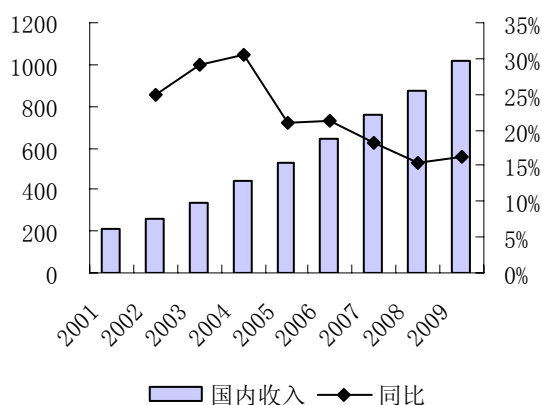


数据来源：中国发酵工业协会，日信研究

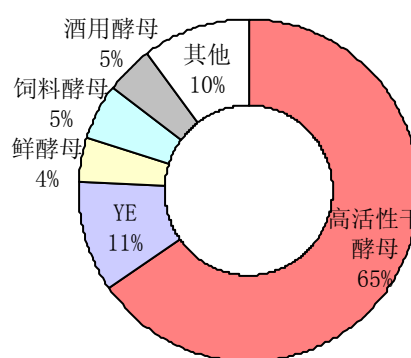
数据来源：中国发酵工业协会，日信研究

2001年以来，安琪酵母国内销售收入持续增长，2001-2009年，公司国内收入CAGR达19.31%，其中2009年公司国内销售收入同比增速达16.21%。公司目前产品以高活性干酵母为主，收入占比高达65%，同时YE产品、鲜酵母、饲料酵母、酒用酵母的收入占比分别为11%、4%、5%、5%。以下我们将主要从酵母系列和酵母抽取物（YE）系列来分析安琪酵母未来国内市场的增长空间和增长潜力。

图表 9 安琪酵母国内收入增长情况（百万元）



图表 10 安琪酵母分产品收入构成



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

● 酵母系列

中国酵母系列产品的市场容量到底有多大？我们的测算结果如下：

1、截至2009年末，中国小麦粉产量为8695万吨，我们假设其中的40%用于发酵食品（主要包括面包、馒头），我们假设2009-2015年我国小麦产量CAGR为6%，同时按0.4%的酵母添加比例（面包为0.8-1.2%，馒头为0.3-0.5%），2015年国内高活性干酵母需求量将达22.08万吨。

2、截至2009年末，中国饲料产量为11081万吨，我们假设2009-2015年我国饲料产量CAGR为5%，按0.05% - 0.5%的添加比例，2015年国内饲料需要添加酵母7.42万吨。

3、截至2009年末，中国白酒产量为707万吨，按万分之五的添加量，2015年国内白酒酵母的需求量将达0.82万吨。

表格 4 2015年国内主要酵母系列产品市场容量预测（万吨）

	产量（2009）	CAGR (E)	用量比例	需求量（2015E）
面粉	8695	6%	0.4%	19.73
饲料	11081	5%	0.05%	7.42
白酒	707	15%	0.05%	0.82
合计	-	-	-	27.98

数据来源：国家统计局，日信研究

● 酵母抽取物系列

在酵母抽取物（YE）领域，1993年全球YE的产量为5万吨，2007年为11万吨，2008年为12.4万吨，

1993-2008年CAGR为5.84%，2009年产能达到15万吨。我国酵母抽提物(YE)已经逐渐被运用于方便面调料、休闲食品调料、调味汤料、鸡精、肉制品、香精香料、蚝油、素食等新型食品的生产和酱油、蚝油、调味酱等传统调味料以及餐饮行业。2009年6月1日，我国正式实施了《中华人民共和国食品安全法》，这将促进食品行业健康发展，而作为天然、安全的配料——酵母抽提物(YE)，可以有效提升产品档次，国内大型食品、调味品企业在产品中添加酵母抽提物(YE)成为行业趋势，YE发展前景看好。

表格 5 YE应用领域及应用效果

应用领域	常用量 (%)	应用效果
方便面	0.5-4.0	增强产品的鲜味、醇厚感，提高产品适口性和营养
鸡精	0.5-4.0	有效增鲜，使鸡精的香味纯正，口感醇厚、鲜美
食用香精	2-15	提供口感及香气的载体，使香精效果更充分体现
酱卤制品	0.6-4.0	增强色泽，强化风味，增强产品鲜味、肉质感及厚味
餐饮火锅	0.2-5.0	增强鲜美感及醇厚感、掩盖肉腥味
焙烤食品	1.0 以内	提供风味，改善口感及结构
膨化食品	0.5-5.0	协调各种香辛料的香气；平衡口感；增强醇厚感，丰富味道
肉制品	0.2-1.0	增强色泽；烘托肉风味，掩蔽不良气味；增强产品鲜美感，改善产品肉质原味及醇厚味，提高象真度；改善切片性能
酱油	0.4-1.5	掩蔽加工中产生的不良气味，突出产品酱香；协调、平衡滋味，缓和直冲感，使口感更柔和、醇厚
调味酱类	0.5-5.0	增强鲜美味，丰富滋味，使口感更醇厚；掩盖发酵产生的不良气味和味道，稳定香味

数据来源：公司公告，日信研究

我们对中国YE市场容量的测算结果如下：

1、2009年中国方便面产量为574万吨，我们假设2009-2015年方便面产量CAGR为8%，按0.5%的YE添加比例，另外我们假设方便面调味料的产量占比为10%，2015年方便面YE需求量将达0.46万吨。

2、2009年中国味精产量为255万吨，我们假设2009-2015年我国味精产量CAGR为10%，同时我们假设2015年鸡精对味精的替代率为20%，按0.5%的添加比例，2015年国内鸡精需要添加YE0.34万吨。

3、2009年中国酱油、饼干产量分别为503、343万吨，均按0.5%的添加量，2015年国内酱油、饼干的YE需求量将分别达3.97、2.03万吨。

表格 6 2015年国内YE市场容量预测（万吨）

	产量 (2009)	CAGR (E)	用量比例	需求量 (2015E)
方便面	574	8%	0.5%	0.46
鸡精	-	-	0.5%	0.34
酱油	503	12%	0.5%	3.97
饼干	343	12%	0.5%	2.03
合计	-	-	-	6.80

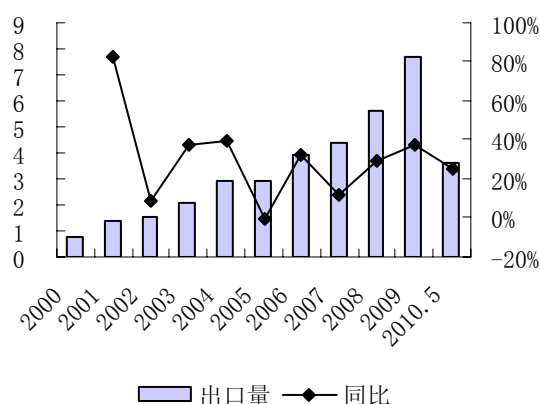
数据来源：国家统计局，日信研究

综上所述，2009年我国酵母产量为21.1万吨，表观消费量为13.6万吨。根据我们的测算，2015年中国酵母理论市场容量为34.8万吨，仍有156%的成长空间。2010-2015年，国内酵母产量理论CAGR将达16.95%，我们看好国内酵母市场的发展，尤其是YE市场的发展。2001-2009年，安琪酵母国内收入CAGR达19.31%，我们认为未来5年安琪酵母国内销售收入有望继续保持19%左右的增速。

2.3. 安琪酵母国外收入占比持续提升，国外收入CAGR有望保持在40%左右

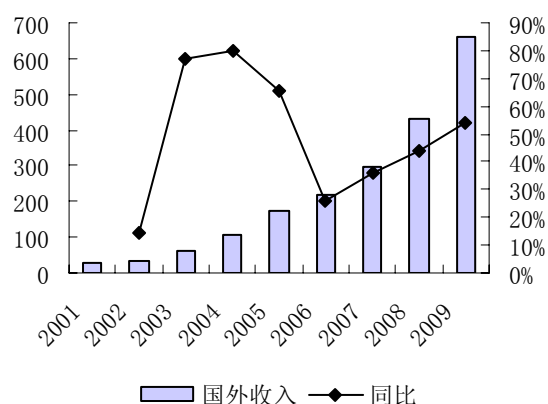
我国酵母出口量近年来一直维持较高增速，2000-2009年CAGR达25.87%，其中2009年我国酵母出口量同比增速达37.61%。2010年1-5月，我国酵母出口量达3.58万吨，同比增速为25.61%。

图表 11 中国酵母出口量增长情况（万吨）



数据来源：中国海关，日信研究

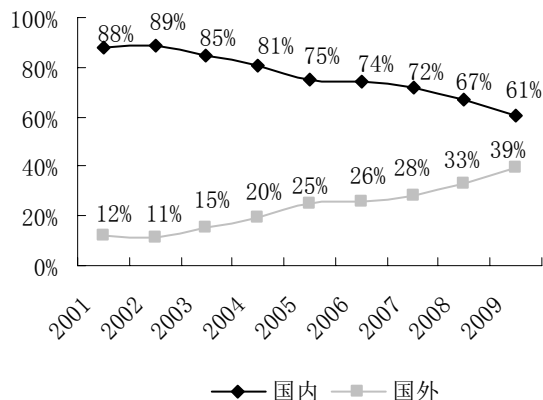
图表 12 安琪酵母国外收入增长情况（百万元）



数据来源：公司年报，日信研究

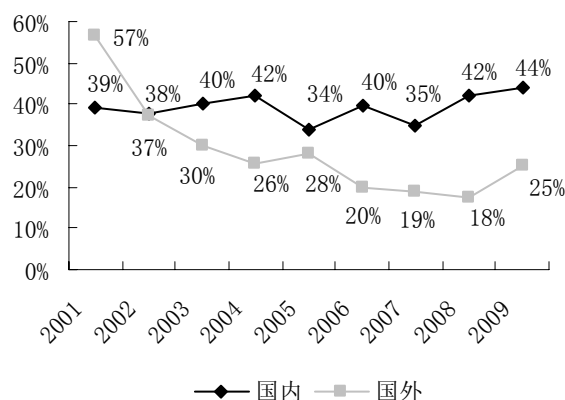
2001-2009年，安琪酵母国外收入CAGR达41.43%，国外收入占比持续提升，由2001年的12%提升到2009年的39%。安琪酵母国外收入持续提升的主要原因是公司产品物美价廉：1、公司产品品质较好，吸引了国外经销商及客户。2、公司产品享受出口退税政策（出口退税率为13%），近几年出口产品毛利率普遍低于国内产品毛利率20个百分点，价格竞争力较强。

图表 13 安琪酵母国内、国外收入占比



数据来源：公司年报，日信研究

图表 14 安琪酵母国内、国外毛利率对比



数据来源：公司年报，日信研究

酵母产业在世界上属于成熟产业，全球每年酵母产量约为350万吨，其中，高活性干酵母约为120万吨。安琪酵母将凭借其物美价廉的产品优势对国外同行产品进行替代，在欧洲和美洲与国外酵母巨头展开竞争，同时在非洲、中亚、东南亚等竞争不激烈地区积极抢占市场。我们认为安琪酵母国外收入占比有望继续提升，国外收入CAGR有望保持在40%左右。

3、竞争优势

3.1. 规模优势：产能位居世界酵母行业第三，在国内市场上拥有定价权

从全球范围来看，酵母产业属于行业集中度较高的产业。全球酵母生产厂家约300家，但产能主要集中在少数几家生产企业，如法国的乐斯福（Lesaffre）、英国的联合马利（AB Mauri）、中国的安琪酵母、加拿大的拉曼（Lallemand）和荷兰的吉斯特（Gist-Brocde）等企业。乐斯福总产能约为30万吨，目前在中国拥有两家工厂，拥有近3万吨产能，但公司在中国市场的业务拓展一直较慢。联合马利总产能约为25万吨，在中国拥有5个酵母生产基地，目前产能约为4万吨。安琪酵母目前总产能9.18万吨，在国内市场占有率超过30%。

表格 7 全球前三大酵母厂商产能情况（万吨）

排名	厂商名称	总产能	中国产能
1	乐斯福	30	3
2	英联马利	25	4
3	安琪酵母	9	9

数据来源：中国发酵工业协会，日信研究

安琪酵母产能目前位居国内酵母行业之首、世界酵母行业第三。在湖北宜昌、新疆伊犁、内蒙赤峰、山东滨州、河南睢县、广西崇左共拥有八条酵母生产线，干酵母、鲜酵母、酵母抽提物年生产能力均居中国行业之首，具有较强的规模优势。我国酵母行业目前形成了“三分天下”的竞争格局，安琪酵母、英联马利和乐斯福占据着行业前三位，寡头垄断市场竞争格局已经形成，行业前三强的市场份额有望逐年增加，其他厂商将很难与其竞争。由于安琪酵母市场地位优势明显，2004年以来公司不断提高产品价格，2008年更是连续提价2次，目前公司产品价格在国内市场上高于其竞争对手10%以上。安琪酵母凭借其规模优势和市场地位优势，在国内酵母市场上拥有一定的定价权。

表格 8 近年来安琪酵母提价情况

提价时间	提价产品	提价内容
2004年12月	国内主要酵母产品	每吨价格上调1000-1500元
2005年6月	出口酵母产品	每吨价格上调1000元左右
2006年1月	部分酵母产品	每吨价格上调1000-1500元
2007年1月	部分酵母产品	每吨价格上调1000元左右
2008年3月	所有酵母产品	价格普遍上调3%-5%
2008年10月	所有酵母产品	价格普遍上调7%-15%

数据来源：公司公告，日信研究

3.2. 技术优势：酵母行业技术壁垒很高，安琪酵母拥有较为宽广的护城河

酵母制造技术壁垒很高，酵母生产制造过程中包括菌种培育、繁殖等过程技术复杂，目前全球酵母生产企业中自身拥有菌种的企业屈指可数，在国内仅有安琪酵母具备独立育种的能力。此外，酵母生产工艺中的清洁工艺、发酵过程的流加量曲线和温度曲线的控制等非专利技术以及对熟练技术工人的要求等均对新进入者构成了技术壁垒。新进入者短期内（3-5年）对酵母的生产制造过程难以掌握，近年来国内外众多企业尝试进入酵母制造行业，均以失败告终。

公司拥有国家科技部批准建立的“国家酵母技术研究推广中心”，同时拥有博士后科研工作站、国家认可实验室（CNAS）等高层次研发平台。安琪酵母80%以上的员工为专业技术人员，同时拥有4名世界顶尖的酵母专家和30多名国内著名专家率领的研发队伍，先后有100多人次获国家、省和宜昌市科技进步等奖励。公司国内技术中心与天津科技大学合作成立天津科技大学—安琪酵母股份有限公司研究所，同时与三峡大学签订战略合作协议、合办生物技术研究中心。在国外，公司与欧洲生物公司、高等研究机构保持长期合作，均提升了公司的科研技术水平。

公司2004年以来共取得11项发明专利，专利保护年限均为20年。公司成立以来，研究成果共获得省部级以上奖励7次，其中，2006年《超级酿酒酵母的研制及其在酒精浓醪发酵中的应用》获得湖北省科技进步一等奖。公司取得的技术成果全部应用于现有产品的研制、生产中。不久前，欧盟17家生物工程大学联名向欧盟提出申请，要求迅速增拨科研经费，提升欧盟酵母工业水平，以抵制来自中国酵母企业的挑战，从侧面反映出安琪酵母所具备的技术优势。

3.3. 营销优势：“安琪”品牌形象良好，公司面向客户服务能力较强

从产品品牌来看，1998年“安琪”品牌被确认为湖北省精品名牌，2002年“安琪”商标被认定为“中国驰名商标”，2005年安琪酵母成为全国60个行业内“最具成长力的自主品牌”之一，2006年“安琪”商标荣登《中国最有价值商标500强》，2007年安琪酵母被认定为“中国名牌”，2008年安琪酵母被认定为“行业标志性品牌”，良好的品牌形象有利于公司产品营销。在对外贸易的过程中，安琪酵母也非常重视品牌保护工作，目前安琪酵母在118个国家和地区注册了商标或提出了商标注册申请。

图表 15 安琪酵母国内销售网点



数据来源：公司公告，日信研究

图表 16 安琪酵母营销推广活动



数据来源：公司公告，日信研究

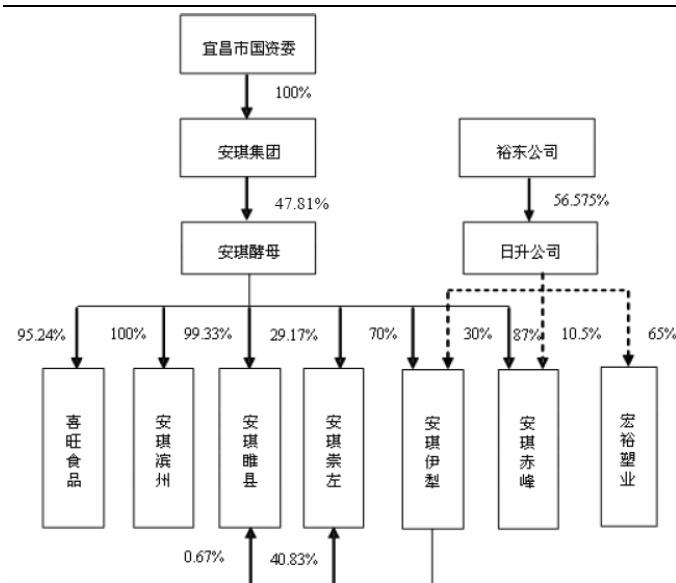
在全国各省会城市，安琪酵母设立了26个办事处，及时解决用户遇到的技术难题。安琪酵母承担了中国面包师分会秘书处的大部分工作，建设了中国面包师网、中华面点网，为用户提供超值的技术服务。同时公司建立了一支优秀的外贸队伍，他们通过专业展会、互联网等多种途径，将产品推向欧、美、日本等发达国家和地区，目前安琪产品销售到欧洲、美洲、亚洲、非洲100多个国家和地区。

安琪酵母在全国成立了宜昌、北京、上海等六大事业中心，主要集技术研发、市场服务、咨询与培训为一体，是公司面向市场、面向用户的应用技术研究推广平台。六大中心主要作用在于大力弘扬中华面点文化、推动中式发酵面食产业化，倡导健康理念、推进烘焙产业发展，顺应消费者“天然、营养”的追求，为公司的调味品和YE新产品进行宣传，从而促进公司产品销售。

3.4. 管理优势：非公开增发完成后，管理层和股东利益一致，公司治理结构得到改善

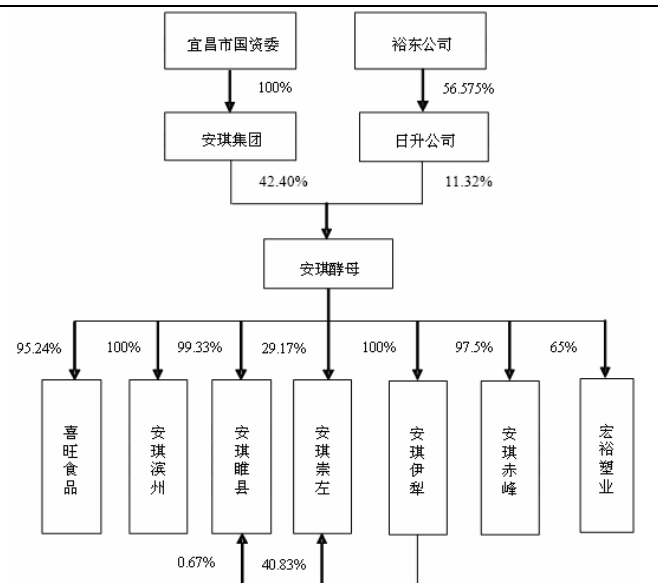
2006年6月20日，公司管理层和核心技术骨干通过出资设立公司的方式间接持股了日升公司。自2006年以来，日升公司陆续参股了安琪赤峰和安琪伊犁。由于日升公司近年来经营业绩突出，导致公司合并财务报表中“少数股东损益”迅速增大。安琪酵母通过向日升公司发行股份，购买其持有的安琪酵母（伊犁）有限公司30%股权、安琪酵母（赤峰）有限公司10.5%股权和宜昌宏裕塑业有限责任公司65%股权，2010年6月29日，公司办理完毕了发行股份购买资产的股份登记手续。

图表 17 非公开增发前股权结构



数据来源：公司公告，日信研究

图表 18 非公开增发后股权结构



数据来源：公司公告，日信研究

在本次非公开增发完成后，对安琪酵母主要有两方面有利影响：1、“少数股东损益”合并进入上市公司利润表，提升了公司的盈利能力。2、公司管理层及核心技术骨干通过日升公司间接持有安琪酵母的股份，这将实现公司管理层、核心技术人员、科技骨干与流通股东利益长期一致，变相完成了管理层股权激励问题，公司的治理结构得到较大的改善，有利于安琪酵母的长远发展。

按照公司规划，2015年末营业收入将达50亿元。随着公司产品结构调整，毛利率水平提升，2015年我们按照16%的净利润率计算，届时公司净利润将达到8亿元（2009年为2.99亿元），EPS将达到2.5-2.6元（2009年为0.77元），公司成长空间巨大。

3、盈利预测及估值

3.1. 盈利预测前提和假设

- 1、公司2010年~2012年酵母产能分别为10.68万吨、12.68万吨、12.68万吨；
- 2、公司2010年~2012年酵母销量分别为8.80万吨、10.20万吨、11.60万吨，分别同比增长18.92%、15.91%、13.73%；
- 3、公司2010年~2012年酵母单价分别为2.23万元、2.38万元、2.55万元，分别同比增长4.19%、6.73%、7.14%；
- 4、公司2010年~2012年公司酵母产品的毛利率分别为37.90%、38.30%、38.80%；
- 5、公司2010年~2012年奶制品营业收入分别同比增长-5.00%、-6.00%、-7.00%，奶制品毛利率分别为22.90%、23.20%、23.30%；
- 6、公司2010年~2012年其他产品营业收入分别同比增长10.00%、13.00%、15.00%，毛利率分别为23.00%、24.00%、25.00%；
- 7、公司销售费用率小幅下降（受规模扩大影响），管理费用率保持稳定，财务费用率小幅上升（受公司短期借款增加影响），消费税率保持稳定，所得税率有所增加（受安琪伊犁和安琪崇左所得税税收优惠政策到期影响）。

3.2. 营业收入预测

表格 9 盈利预测假设表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
酵母产能（万吨）	5.20	6.10	9.18	10.68	12.68	12.68
酵母销量（万吨）	5.02	6.14	7.40	8.80	10.20	11.60
酵母单价（万元）	1.92	1.99	2.14	2.23	2.38	2.55
营业收入	1057	1308	1681	2065	2539	3080
酵母及深加工产品	965	1222	1584	1962	2428	2958
同比	48.01%	26.63%	29.63%	23.90%	23.71%	21.85%
奶制品	35	30	29	28	26	24
同比	-9.97%	-14.73%	-3.05%	-5.00%	-6.00%	-7.00%
其他	57	57	68	75	85	98
同比	-67.01%	-0.84%	20.95%	10.00%	13.00%	15.00%
营业成本	736	863	1062	1298	1582	1902
酵母及深加工产品	669	802	985	1219	1498	1810
奶制品	28	24	22	21	20	18
其他	39	38	55	58	65	73
综合毛利率	30.35%	34.03%	36.82%	37.16%	37.67%	38.24%
酵母及深加工产品	30.70%	34.40%	37.84%	37.90%	38.30%	38.80%
奶制品	19.70%	20.19%	22.76%	22.90%	23.20%	23.30%
其他	30.85%	33.47%	19.25%	23.00%	24.00%	25.00%

数据来源：公司年报，日信研究

3.3. 利润表预测

表格 10 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1686	2065	2539	3080
减：营业成本	1066	1298	1582	1902
营业税金及附加	12	14	18	22
营业费用	200	238	289	339
管理费用	88	93	109	126
财务费用	29	35	43	46
资产减值损失	6	0	0	0
加：公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
二、营业利润	292	387	497	645
加：营业外收入	19	10	15	20
减：营业外支出	1	3	5	10
三、利润总额	310	394	507	655
减：所得税费用	11	35	43	59
四、净利润	299	359	464	596
归属母公司净利润	210	330	429	555
少数股东损益	89	29	34	41
五、每股收益（元）	0.77	1.08	1.40	1.81
股本（百万股）	271	306	306	306

数据来源：公司年报，日信研究

3.4. 估值及投资建议

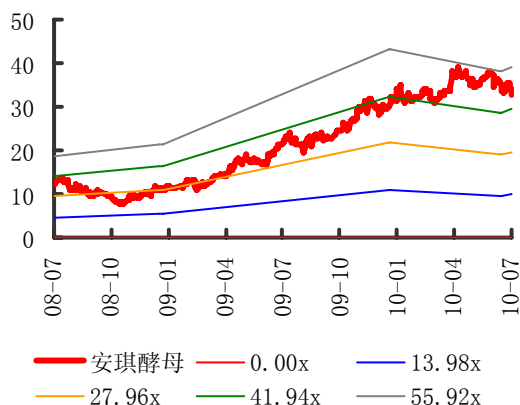
根据2010年7月16日收盘价计算，公司2010~2012年动态PE分别为30.3倍、23.3倍、18.1倍，对重点食品饮料公司与安琪酵母市盈率进行比较，发现安琪酵母的市盈率在同类上市公司中处于中等偏低水平。考虑到公司的规模优势、技术优势、营销优势、管理优势，以及未来较高的成长性，我们认为给予公司2011年30倍市盈率比较合理，合理价位为42元，给予“买入”投资评级。

表格 11 重点食品饮料公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
保龄宝	0.62	1.01	1.26	38.3	23.5	18.8
三全食品	0.63	0.93	1.42	44.3	30.0	19.6
双汇发展	1.87	2.20	2.57	27.0	22.9	19.6
承德露露	1.31	1.64	1.95	28.6	22.9	19.2
恒顺醋业	0.41	0.54	0.71	34.3	26.0	19.8

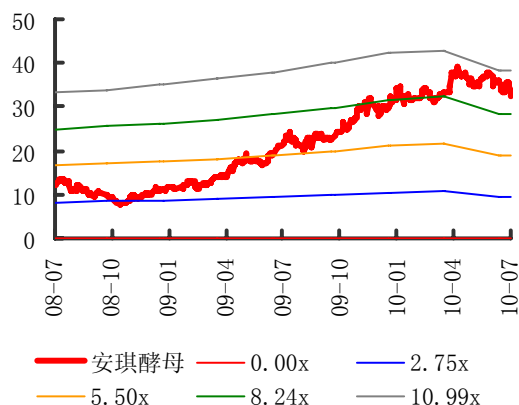
数据来源：公司公告，日信研究

图表 19 安琪酵母历史PE



数据来源: wind, 日信研究

图表 20 安琪酵母历史PB



数据来源: wind, 日信研究

4、风险提示

1、原材料涨价风险。

酵母的主要原材料为制糖业的副产品糖蜜，糖蜜大约占到酵母生产成本的35%-40%，生产1吨酵母需要5吨左右的糖蜜。2009年我国糖蜜均价为700元/吨，2010年糖蜜收购价格上涨，尤其是南方地区糖蜜价格上涨较快，由年初的940元/吨上涨到7月初的1180/吨，较年初上涨了26%，对公司造成较大的成本压力。另外，新疆糖蜜价格变化不大，仍为800多元/吨。

2、汇率波动风险。

2010年6月19日中国人民银行宣布重启汇改，进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。2009年公司国外收入占比达39%，并有进一步增加的趋势，人民币升值将对公司的出口业务带来一定影响。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。