

安琪酵母 (600298)

业绩持续高增长，全年净利率提升趋势不变

投资评级：买入（维持）

事件：安琪酵母公布17年一季报，1Q17实现营收14.2亿，同比增26.1%；归母净利2.1亿，同比增89.3%、扣非净利2.0亿，同比增长144.3%，每股收益0.26元。

投资要点：

■ **1Q17 业绩基本符合预告。**1Q17 净利增 89.3%，主要来源于收入增 26.1%、毛利率提升 3.7pct，以及财务费用率下降 1.4pct。

■ **1Q17 营收增速加快，产能释放保障全年收入增长。**1Q17 酵母需求回暖，收入增速提升至 26% 水平，17 年初以来海外市场复苏明显，估计海外增速超 30%。分品类看，面用酵母增速接近 20%，其中烘焙酵母增长较快；YE 由于产能受限，增速仍可能慢于整体。公司市场开发效果渐显，产品应用领域不断拓展，预计未来酵母需求可维持平稳增长。公司 16 年产能利用率约 110% 满负荷运行，产能释放节奏将决定公司未来营收增速。17 年将新增柳州 2 万吨、德宏 0.4 万吨、俄罗斯 2 万吨产能，产能释放+技术服务，预计 17 年收入规模达 56 亿，同比增 15.6%。

■ **多因素导致净利大幅增长，全年净利率提升趋势不变。**1Q17 毛利率同比提升 3.7pct，主因在于年初糖蜜采购平均价格约 750 元/吨，同比下降超 20%，此外技术进步、规模效应等也助推毛利率提升。多渠道融资导致资金成本减少，叠加汇兑收益增加，财务费用率下降 1.4pct；管理费用率同比降 1.1pct，应是与税费会计科目调整有关。展望 17 年，酵母价格仍有小幅上调可能，17 年国内糖蜜基本完成采购，成本锁定在低位，同时俄罗斯厂投产所用糖蜜约 600 元/吨，成本进一步降低。费用率仍有下降趋势。子公司前期亏损，17 年未确认递延所得税资产可抵扣亏损达 1.1 亿，有望增厚业绩 0.17 亿。综合考虑，预计公司 17 年净利 7.9 亿，同比增 48%。

■ **国内市场空间大，全球扩张是长期战略。**酵母行业成长空间大，国内市场主要来自于传统面用酵母对老面发酵的替代，以及烘焙酵母跟随烘焙行业的快速增长。主要竞争对手乐斯福在国内开工率仅为五六成，马利半退出中国市场，行业集中度提升趋势明显。长期来看安琪国外市占率不足 5%，未来公司将推进全球扩张进程，加速海外布局，逐步向全球第二目标靠拢。

■ **盈利预测与估值：**根据一季报情况上调 17 年 EPS 预测值约 6%，预计 17-19 年 EPS 为 0.96、1.14、1.34 元，同比增 48%、19%、18%，最新股价对应 PE 分别为 24、21、17 倍。考虑到原料降价推动安琪酵母毛利率持续提升，国内市场空间广阔，全球扩张是长期趋势，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：**海外建厂进度低于预期。原料成本上涨幅度超预期。

2017 年 04 月 19 日

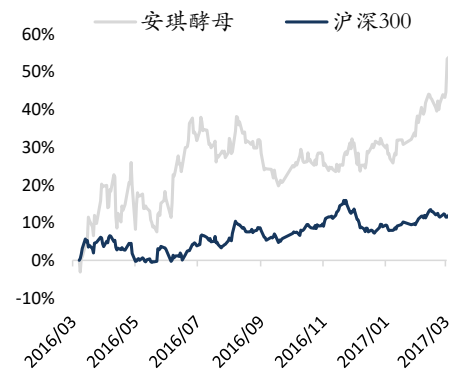
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	23.47
一年最低价/最高价	16.80/23.80
市净率	5.95
流通市值 (亿)	190

基础数据

每股净资产	3.95
资产负债率	48.39
总股本 (百万股)	824.08
流通股 A 股 (百万股)	810.72

相关研究

1. 安琪酵母：2Q16 净利维持较快增速，预计 3Q16 营收有望明显提速——20160817

图表 1: 安琪酵母三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2319.6	3307.1	4010.1	4866.4	营业收入	4860.5	5619.2	6504.7	7541.0
现金	332.8	1055.7	1407.2	1848.6	营业成本	3275.2	3663.4	4231.7	4906.7
应收款项	551.8	637.9	738.4	856.0	营业税金及附加	47.2	54.6	63.2	73.2
存货	1214.1	1358.0	1568.7	1818.9	营业费用	556.8	584.4	644.0	731.5
其他	221.0	255.5	295.8	342.9	管理费用	351.1	348.4	390.3	437.4
非流动资产	4458.1	4531.5	4623.6	4696.0	财务费用	58.9	76.0	73.3	86.0
长期股权投资	26.5	29.8	33.1	36.4	投资净收益	3.4	3.4	3.4	3.4
固定资产	3894.9	3980.1	4084.1	4168.4	其他	24.6	26.0	0.0	0.0
无形资产	303.4	288.2	273.1	257.9	营业利润	599.2	921.9	1105.7	1309.6
其他	233.3	233.3	233.3	233.3	营业外净收支	47.0	47.0	47.0	47.0
资产总计	6777.7	7838.5	8633.6	9562.4	利润总额	646.2	968.9	1152.7	1356.6
流动负债	2985.7	3496.5	3647.9	3828.7	所得税费用	68.6	116.3	138.3	162.8
短期借款	2089.1	2500.0	2500.0	2500.0	少数股东损益	42.5	62.7	74.6	87.8
应付账款	580.0	648.8	749.4	869.0	归属母公司净利润	535.1	789.9	939.7	1106.0
其他	316.5	347.8	398.5	459.7	EBIT	677.4	1023.1	1238.8	1465.4
非流动负债	294.3	349.2	404.1	459.0	EBITDA	1009.5	1285.4	1538.6	1795.3
长期借款	150.0	150.0	150.0	150.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	144.3	199.2	254.1	309.0	每股收益(元)	0.65	0.96	1.14	1.34
负债总计	3280.0	3845.7	4052.0	4287.7	每股净资产(元)	3.95	4.50	5.17	5.95
少数股东权益	244.4	280.8	324.1	375.1	发行在外股份(百万股)	824.1	824.1	824.1	824.1
归属母公司股东权益	3253.4	3711.9	4257.5	4899.6	ROIC(%)	10.3%	14.7%	17.3%	19.7%
负债和股东权益总计	6777.7	7838.5	8633.6	9562.4	ROE(%)	16.4%	21.3%	22.1%	22.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	32.6%	34.8%	34.9%	34.9%
经营活动现金流	780.3	1015.7	1139.6	1308.7	EBIT Margin(%)	13.9%	18.2%	19.0%	19.4%
投资活动现金流	-773.3	-372.4	-393.9	-403.4	销售净利率(%)	11.0%	14.1%	14.4%	14.7%
筹资活动现金流	62.3	79.5	-394.2	-463.9	资产负债率(%)	48.4%	49.1%	46.9%	44.8%
现金净增加额	31.5	722.9	351.5	441.4	收入增长率(%)	15.4%	15.6%	15.8%	15.9%
折旧和摊销	332.1	262.3	299.9	329.9	净利润增长率(%)	91.0%	47.6%	19.0%	17.7%
资本开支	-507.9	-369.1	-390.6	-400.1	P/E	36.15	24.49	20.58	17.49
营运资本变动	-245.5	-46.9	-143.3	-178.2	P/B	5.94	5.21	4.54	3.95
企业自由现金流	249.5	746.6	856.1	1041.2	EV/EBITDA	22.41	18.04	15.20	13.16

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

