

强烈推荐-A (维持)

安琪酵母 600298.SH

目标估值: 30.00 元  
当前股价: 25.87 元  
2017 年 07 月 01 日

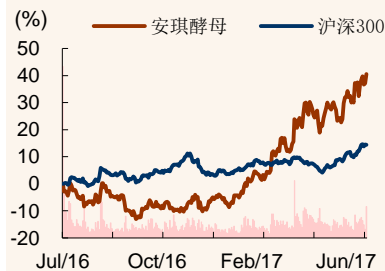
减持计划靴子落地, 高增长仍将延续

基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 上证综指        | 3192      |
| 总股本 (万股)    | 82408     |
| 已上市流通股 (万股) | 81072     |
| 总市值 (亿元)    | 213       |
| 流通市值 (亿元)   | 210       |
| 每股净资产 (MRQ) | 4.2       |
| ROE (TTM)   | 18.3      |
| 资产负债率       | 48.9%     |
| 主要股东        | 湖北安琪生物集团有 |
| 主要股东持股比例    | 39.98%    |

股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 14 | 48 | 49  |
| 相对表现 | 9  | 38 | 32  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《安琪酵母 (600298) — 高增长看更长远, 继续坚定买入》2017-04-19
- 2、《安琪酵母 (600298) — 销售增速或超预期, 仍可现价买入》2017-03-10
- 3、《安琪酵母 (600298) — 新榨季成本下降确立, 利润率持续性向上》2016-11-24

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

李晓峥 研究助理

021-68407571  
lixiaozheng@cmschina.com.cn

欧阳予 研究助理

ouyangyu@cmschina.com.cn

公司预告 17 年上半年业绩同比增长 50%-70%, 同时二股东日升科技计划减持不超过公司总股本 3%。市场关注已久的减持计划终于靴子落地, 但我们认为投资安琪没到终点。我们维持 17-18 年 EPS 为 1.04、1.28 元, 维持目标价 30 元, 建议坚定持有。

□ **17H1 业绩预告: 业绩同比增长 50%-70%, 符合预期。**公司于 6 月 30 日发布中报业绩预告, 17H1 归母净利润为 3.90-4.42 亿元, 同比增长 50%-70%, 一方面由于销售规模增长, 营业收入上升促进, 另一方面受益规模效益显现, 成本水平降低。分拆单二季度业绩在 1.77-2.29 亿元区间, 在较高基数下同比增长 20%-55%。收入端方面, 我们预计 17H1 整体延续 17Q1 趋势, 保持 20% 以上增长, 主要受海外市场的较快增长拉动, 产品结构上, 预计酵母类基础产品增长稳定, 而烘焙原料和酵母衍生品等品类增速更高推动收入增长。

□ **二股东计划减持不超过总股本 3%, 靴子落地但并非投资终点。**公司发布二股东日升科技减持计划预披露公告, 日升科技目前持有公司股份 8662 万股, 占公司总股本 10.51%, 其计划自披露日起 90 日内, 通过大宗交易方式减持不超过 1648 万股, 不超过公司总股本 2%; 同时计划自披露日后 15-90 日内, 通过集中竞价方式减持不超过 824 万股, 不超过公司总股本 1%, 合计不超过公司总股本 3%。减持主要通过大宗交易方式进行, 受让方有 6 个月禁售期, 集中竞价量也不到一天的成交额, 简单看对股价并无影响, 仅对投资人心理略有影响。我们 15 年就指出公司业绩高成长至少可维持 3 年, 安琪在 2018 年上半年应仍有成本和规模红利, 其后业绩会相对稳定, 因此我们认为公司应该不会像 2011-2014 周期那样多重利空, 安琪会比过去更稳健。

□ **公司仍在良性循环期, 产能每年新增 10%-15%, 利润率仍有上升空间。**公司俄罗斯 2 万吨酵母产能工厂和柳州 2 万吨 YE 产能改造项目预计即将投产, 今年产能预计能达 20.5 万吨, 而根据公司已公告相关产能建设计划, 明后年产能持续投产接棒, 带动收入增长。产品结构上, 偏 C 端产品较快增长亦将贡献收入增速, 同时促进利润率提升。成本端方面, 由于甘蔗种植面积今年仍在扩大, 预计来年公司甘蔗糖蜜采购成本仍将处于低位; 而即将投产的俄罗斯新产能生产成本更低, 同时公司在 YE 等产品生产工艺上的改进, 都将促进公司进一步节省成本; 此外, 公司规模效应不断体现也将利好单位成本下降。

□ **高增长前景明确, 维持目标价至 30 元, 建议坚定持有。**公司 17H1 高增长延续, 二股东减持对股价影响预计有限, 我们建议关注公司基本面前进入良性循环上升期, 上下游诸多利好将不断兑现, 利润率仍有上升空间, 高成长具有持续性。我们维持 17-18 年 EPS 至 1.04、1.28 元, 增速 60%、24%, 一年目标价 30 元, 建议继续坚定持有。

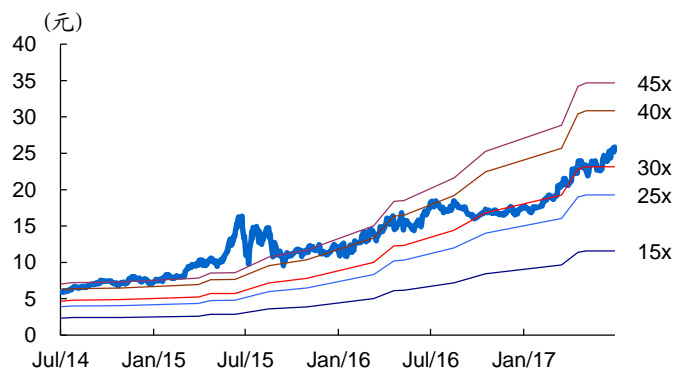
□ **风险提示: 需求不及预期、产能扩张不及预期**

表 1、安琪酵母单季度利润表

| 单位: 百万元     | 15Q2  | 15Q3  | 15Q4  | 16Q1  | 16Q2  | 16Q3  | 16Q4  | 17Q1   | 15A   | 16A   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 一、营业总收入     | 10423 | 11850 | 12492 | 12740 | 12789 | 12834 | 13482 | 12228  | 44697 | 51845 |
| 二、营业总成本     | 9102  | 10427 | 11113 | 11377 | 11434 | 11474 | 12101 | 11135  | 39443 | 46387 |
| 其中: 营业成本    | 8116  | 9359  | 10077 | 10424 | 10509 | 10432 | 11075 | 10149  | 35413 | 42440 |
| 营业税金及附加     | 47    | 53    | 48    | 54    | 46    | 43    | 169   | 80     | 190   | 312   |
| 营业费用        | 603   | 620   | 573   | 567   | 532   | 606   | 566   | 559    | 2299  | 2272  |
| 管理费用        | 367   | 357   | 353   | 313   | 319   | 331   | 243   | 272    | 1435  | 1207  |
| 财务费用        | -8    | 17    | -10   | -5    | -8    | 2     | -6    | 15     | -4    | -18   |
| 资产减值损失      | -23   | 20    | 73    | 25    | 36    | 59    | 53    | 58     | 109   | 175   |
| 三、其他经营收益    | 44    | 31    | 31    | 43    | 27    | 20    | 8     | 13     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 投资收益        | 44    | 31    | 31    | 43    | 27    | 20    | 8     | 13     | 156   | 98    |
| 四、营业利润      | 1365  | 1455  | 1409  | 1406  | 1383  | 1381  | 1389  | 1106   | 5410  | 5556  |
| 加: 营业外收入    | 75    | 75    | 117   | 41    | 70    | 115   | 119   | 75     | 289   | 345   |
| 减: 营业外支出    | 4     | 6     | 13    | 4     | 8     | 7     | 20    | 3      | 24    | 40    |
| 五、利润总额      | 1436  | 1525  | 1513  | 1443  | 1444  | 1488  | 1488  | 1178   | 5675  | 5862  |
| 减: 所得税      | 331   | 343   | 333   | 334   | 325   | 322   | 319   | 265    | 1259  | 1300  |
| 六、净利润       | 1105  | 1182  | 1180  | 1109  | 1119  | 1166  | 1168  | 913    | 4416  | 4562  |
| 减: 少数股东损益   | 43    | 45    | 44    | 35    | 42    | 40    | 40    | 34     | 161   | 156   |
| 七、归属母公司净利润  | 1062  | 1136  | 1136  | 1074  | 1077  | 1126  | 1129  | 879    | 4256  | 4405  |
| EPS         | 0.32  | 0.34  | 0.34  | 0.33  | 0.33  | 0.34  | 0.34  | 0.27   | 1.29  | 1.33  |
| <b>主要比率</b> |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| 毛利率         | 22.1% | 21.0% | 19.3% | 18.2% | 17.8% | 18.7% | 17.9% | 17.0%  | 20.8% | 18.1% |
| 主营税金率       | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.3%  | 1.3%  | 0.7%   | 0.4%  | 0.6%  |
| 营业费率        | 5.8%  | 5.2%  | 4.6%  | 4.5%  | 4.2%  | 4.7%  | 4.2%  | 4.6%   | 5.1%  | 4.4%  |
| 管理费率        | 3.5%  | 3.0%  | 2.8%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.6%  | 1.8%  | 2.2%   | 3.2%  | 2.3%  |
| 营业利润率       | 13.1% | 12.3% | 11.3% | 11.0% | 10.8% | 10.8% | 10.3% | 9.0%   | 12.1% | 10.7% |
| 实际税率        | 23.1% | 22.5% | 22.0% | 23.2% | 22.5% | 21.6% | 21.5% | 22.5%  | 22.2% | 22.2% |
| 净利率         | 10.2% | 9.6%  | 9.1%  | 8.4%  | 8.4%  | 8.8%  | 8.4%  | 7.2%   | 9.5%  | 8.5%  |
| <b>YoY</b>  |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| 收入增长率       | -3.5% | -2.1% | -0.4% | 28.3% | 22.7% | 8.3%  | 7.9%  | -4.0%  | -2.2% | 1.7%  |
| 营业利润增长率     | -1.6% | 14.8% | 24.8% | 19.1% | 1.3%  | -5.1% | -1.5% | -21.3% | 5.9%  | 3.7%  |
| 净利润增长率      | -5.1% | 17.7% | 29.5% | 16.7% | 1.4%  | -0.9% | -0.7% | -18.2% | 5.3%  | 4.7%  |

资料来源: 公司报表

图 1: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

**参考报告:**

- 1、《安琪酵母（600298）—高增长看更长远，继续坚定买入》2017-04-19
- 2、《安琪酵母（600298）—销售增速或超预期，仍可现价买入》2017-03-10
- 3、《安琪酵母（600298）—新榨季成本下降确立，利润率持续性向上》2016-11-24
- 4、《安琪酵母（600298）—再次确认高增长，又一个40%空间》2016-10-19
- 5、《安琪酵母（600298）—净利率突破10%，前景更确定，继续买入》2016-08-15

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2015        | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2019E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 2088        | 2320        | 2320        | 2652        | 3017        |
| 现金             | 301         | 333         | 200         | 200         | 200         |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 126         | 60          | 53          | 61          | 71          |
| 应收款项           | 452         | 463         | 493         | 574         | 662         |
| 其它应收款          | 24          | 29          | 34          | 40          | 46          |
| 存货             | 985         | 1214        | 1381        | 1594        | 1829        |
| 其他             | 200         | 221         | 158         | 183         | 210         |
| <b>非流动资产</b>   | 4108        | 4458        | 4445        | 4604        | 4749        |
| 长期股权投资         | 23          | 26          | 26          | 26          | 26          |
| 固定资产           | 3609        | 3406        | 3593        | 3762        | 3917        |
| 无形资产           | 280         | 303         | 293         | 284         | 274         |
| 其他             | 197         | 722         | 532         | 532         | 532         |
| <b>资产总计</b>    | <b>6197</b> | <b>6778</b> | <b>6765</b> | <b>7256</b> | <b>7766</b> |
| <b>流动负债</b>    | 2840        | 2986        | 2378        | 2029        | 1533        |
| 短期借款           | 1108        | 1389        | 1386        | 916         | 287         |
| 应付账款           | 484         | 566         | 648         | 748         | 858         |
| 预收账款           | 66          | 105         | 120         | 139         | 159         |
| 其他             | 1182        | 926         | 223         | 226         | 229         |
| <b>长期负债</b>    | 89          | 294         | 215         | 213         | 215         |
| 长期借款           | 0           | 150         | 150         | 150         | 150         |
| 其他             | 89          | 144         | 65          | 63          | 65          |
| <b>负债合计</b>    | <b>2929</b> | <b>3280</b> | <b>2593</b> | <b>2242</b> | <b>1748</b> |
| 股本             | 330         | 824         | 824         | 824         | 824         |
| 资本公积金          | 1073        | 579         | 579         | 579         | 579         |
| 留存收益           | 1637        | 2073        | 2679        | 3438        | 4340        |
| 少数股东权益         | 228         | 244         | 312         | 396         | 497         |
| 归属于母公司所有者权益    | 3039        | 3476        | 4083        | 4842        | 5743        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>6197</b> | <b>7001</b> | <b>6987</b> | <b>7479</b> | <b>7989</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 571   | 780   | 643   | 1304  | 1514   |
| 净利润            | 280   | 535   | 854   | 1058  | 1272   |
| 折旧摊销           | 324   | 340   | 322   | 339   | 354    |
| 财务费用           | 106   | 86    | 40    | 33    | 17     |
| 投资收益           | (2)   | (3)   | 0     | 0     | 0      |
| 营运资金变动         | (183) | (218) | (638) | (215) | (236)  |
| 其它             | 46    | 41    | 65    | 89    | 107    |
| <b>投资活动现金流</b> | (243) | (773) | (311) | (500) | (500)  |
| 资本支出           | (276) | (797) | (500) | (500) | (500)  |
| 其他投资           | 33    | 24    | 189   | 0     | 0      |
| <b>筹资活动现金流</b> | (229) | 62    | (465) | (804) | (1014) |
| 借款变动           | 431   | 161   | (103) | (470) | (629)  |
| 普通股增加          | 0     | 494   | 0     | 0     | 0      |
| 资本公积增加         | (14)  | (493) | 0     | 0     | 0      |
| 股利分配           | (49)  | (99)  | (247) | (299) | (370)  |
| 其他             | (596) | (1)   | (114) | (35)  | (14)   |
| <b>现金净增加额</b>  | 98    | 69    | (133) | 0     | 0      |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元           | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 4213 | 4861 | 5813  | 6766  | 7801  |
| 营业成本             | 2954 | 3275 | 3753  | 4332  | 4969  |
| 营业税金及附加          | 23   | 47   | 35    | 41    | 47    |
| 营业费用             | 463  | 557  | 628   | 717   | 811   |
| 管理费用             | 302  | 351  | 372   | 413   | 468   |
| 财务费用             | 120  | 59   | 40    | 33    | 17    |
| 资产减值损失           | 19   | (25) | 5     | 5     | 5     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 3    | 3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 334  | 599  | 981   | 1226  | 1484  |
| 营业外收入            | 45   | 51   | 47    | 47    | 47    |
| 营业外支出            | 2    | 4    | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>      | 377  | 646  | 1026  | 1271  | 1529  |
| 所得税              | 58   | 69   | 104   | 129   | 156   |
| <b>净利润</b>       | 319  | 578  | 921   | 1142  | 1373  |
| 少数股东损益           | 39   | 42   | 68    | 84    | 101   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 280  | 535  | 854   | 1058  | 1272  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.85 | 0.65 | 1.04  | 1.28  | 1.54  |

主要财务比率

|                 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 15%   | 15%   | 20%   | 16%   | 15%   |
| 营业利润            | 73%   | 79%   | 64%   | 25%   | 21%   |
| 净利润             | 90%   | 91%   | 60%   | 24%   | 20%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 29.9% | 32.6% | 35.4% | 36.0% | 36.3% |
| 净利率             | 6.6%  | 11.0% | 14.7% | 15.6% | 16.3% |
| ROE             | 9.2%  | 15.4% | 20.9% | 21.8% | 22.1% |
| ROIC            | 7.3%  | 11.0% | 15.5% | 17.9% | 20.2% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 47.3% | 48.4% | 38.3% | 30.9% | 22.5% |
| 净负债比率           | 32.3% | 24.2% | 22.7% | 14.7% | 5.6%  |
| 流动比率            | 0.7   | 0.8   | 1.0   | 1.3   | 2.0   |
| 速动比率            | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.7   | 0.7   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 存货周转率           | 3.1   | 3.0   | 2.9   | 2.9   | 2.9   |
| 应收帐款周转率         | 10.3  | 10.6  | 12.2  | 12.7  | 12.6  |
| 应付帐款周转率         | 6.5   | 6.2   | 6.2   | 6.2   | 6.2   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.85  | 0.65  | 1.04  | 1.28  | 1.54  |
| 每股经营现金          | 1.73  | 0.95  | 0.78  | 1.58  | 1.84  |
| 每股净资产           | 9.22  | 4.22  | 4.95  | 5.88  | 6.97  |
| 每股股利            | 0.30  | 0.30  | 0.36  | 0.45  | 0.54  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 27.6  | 36.1  | 22.7  | 18.3  | 15.2  |
| PB              | 2.5   | 5.6   | 4.7   | 4.0   | 3.4   |
| EV/EBITDA       | -9.9  | -7.7  | -5.6  | -4.7  | -4.1  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董广阳：**食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

**杨勇胜：**食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峰：**数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

**欧阳予：**浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。