

安琪酵母（600298）：行业整合加剧安琪受益，重申业绩逐步改善确定性

——安琪酵母事件点评

事件：（1）公司目前全年糖蜜采购量大约完成 20%，由于北方及俄罗斯甜菜糖蜜价格下降，目前糖蜜成本同比下降 7%-8%。

（2）子公司北京贝太运营情况不佳，自 2016 年设立以来持续亏损，公司拟对其吸收合并，以整合资源、降低成本。

（3）竞争对手英联马利母公司英联食品集团(ABF.L)披露 2019 年业绩公告，其食品原料（酵母相关）板块业绩下滑，公司全球调整、降成本、拓展下游衍生品业务；其在中国的糖业务板块，受制于低产及低价，亏损严重。

安琪的逻辑是**长期稳增趋缓，短期逐步改善**。长期来看，国内酵母主业预计 10%左右平稳增长，增量来源于酵母衍生品板块（20%左右增速）及国外业务放量（10%以上），未来 3-5 年预计收入年均 14%-16%增速；短期来看，受益于糖蜜成本下行、未新增大项目资产折旧以及新董事长熊总上任后公司治理的改善，仍看好公司业绩逐步改善的确定性。

酵母行业的全球整合加剧，安琪凭借其产品服务优势不断向下游及国外扩张，份额有望赶超全球老二英联马利并持续扩大。酵母全球前三大巨头乐斯福、马利、安琪的市占率分别为 31%、17%和 16%，从销量增速来看，三者近 10 年来的销量年均增长分别为 1%、-0.74%和 10%。由于 2B 端的属性，公司的收入增长主要靠销量增长带动，而非提价。我们从英联马利 19 年的业绩

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YOY
酵母收入(亿)	25.83	29.93	33.77	37.62	44.08	54.73	16.20%
酵母销量(万吨)	13.52	16.33	18.53	20.06	22.45	25.16	13.23%
吨收入(元/万吨)	1.91	1.83	1.82	1.88	1.96	2.18	2.68%

公告可以看出，其酵母业务在中国频频受阻，这与下游烘焙增速放缓及安琪在国内强大的垄断地位造成的竞争冲击密不可分。但其食品配料业务及酵母下游衍生品业务取得了良好进展，而安琪在此领域也提前构建了全球 7.8

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,775.73	6,685.60	7,632.95	8,785.53	10,129.7
增长率(%)	18.83%	15.75%	14.17%	15.10%	15.30%
净利润(百万元)	892.67	899.71	958.83	1,085.00	1,225.78
增长率(%)	54.55%	0.79%	6.57%	13.16%	12.97%
净资产收益率(%)	22.05%	19.96%	17.42%	17.76%	18.04%
每股收益(元)	1.03	1.04	1.11	1.26	1.43
PE	30.07	29.74	27.83	24.47	21.55
PB	6.63	5.93	4.85	4.35	3.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019 年 11 月 26 日

强烈推荐/维持

安琪酵母

公司报告

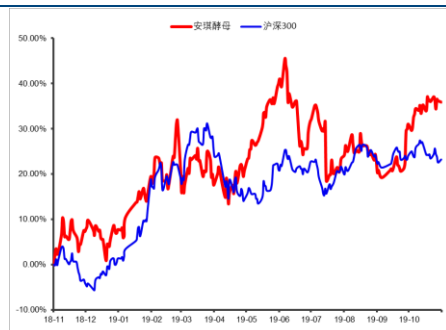
公司简介：

安琪酵母是亚洲第一、全球第三的酵母领军企业，目前有 24.9 万吨酵母及 7.8 万吨 YE 产能，国内市占率 55%，全球市占率 16%，未来将稳步发展国内市场，向国际市场进军，2021 年目标收入上百亿。

交易数据

52 周股价区间(元)	20.46 - 37.9
总市值(亿元)	254.64
流通市值(亿元)	254.64
总股本/流通 A 股(万股)	82408 / 82408
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554024

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

万吨产能的核心优势，是全球最大的 YE 生产商。随着大竞争对手的全球调整，主要是降成本、挤占小厂份额及向下游拓展，加之行业本身的重资产投入及高环保处理费用，行业整合会不断加剧，安琪凭借其产品服务优势，稳步扩大产能，收割份额，随着埃及逐步满产及 20 年俄罗斯二期的投产，我们预计公司 2 年左右全球市场份额有望赶超英联马利。且随着公司海外第三个布局点的考察，安琪海外布局仍会稳步扩大，市场份额还会持续增长。目前海外市场还是以性价比优势抢占市场份额，价格低于竞争对手，未来海外量价空间潜力巨大。

糖蜜价格是影响公司业绩的重要指标之一，有望边际递减。糖蜜是酵母的主要原材料，占成本的 39%，回溯历史，可以发现糖蜜价格对公司毛利率影响较大，负相关。公司的糖蜜采购季一般为每年的 10 月至次年的 4 月，环保的影响使需求端疲软，甜菜糖蜜的价格持续下降，甘蔗糖蜜还未到采购季，我们将持续跟踪糖蜜价格，估计受益于糖蜜价格的下降，毛利率有望提升 1% 左右。展望未来，我们认为糖蜜价格的中枢有望下移，从 900 元/吨均价至 700-800 元/吨之间，主要是糖蜜下游主要应用酒精，由于糖蜜生产的高污染成本增多，使用玉米酒精或木薯酒精替代，糖蜜酒精需求量下滑，价格带下移。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
糖蜜价格（元/吨）	900	1170	940	770	850	880	980	750	840
同比		30.00%	-19.66%	-18.09%	10.39%	3.53%	11.36%	-23.47%	12.00%
毛利率	34.20%	29.70%	31.31%	31.47%	30.80%	32.30%	34.87%	41.69%	39.07%
同比增减		-4.50%	1.61%	0.16%	-0.67%	1.50%	2.57%	6.82%	-2.62%

新董事长上任后对公司治理的逐步改善属预期外的边际利好，员工股权激励持续推进有望落地。熊总上任后主要从两方面对公司进行治理改善，一是控制销售费用增长，通过管理部门优化，减少未来新增人员，提升人均收入利润水平，这次北京贝太的合并也属于治理的稳步推进；同时重组研发组织架构，集中公司力量推进核心产品品质和质量提升，有利于提升国际竞争力。二是严控应收账款和存货增长，压缩账期，减少资金占用，降低财务费用，从三季度起公司应收账款已经出现下降，四季度将维持这一趋势。此外，员工的股权激励在公司内部治理逐步调整后近 1-2 年有望落地，激发员工积极性，从机制上保障公司业绩的增长。

盈利预测：预测公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.11/1.26/1.43 元，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标价 37.8 元，业绩逐步反转确定性强，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：汇兑风险，糖价下行，下游需求疲软

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2910	3410	4002	4432	6045	营业收入	5776	6686	7633	8786	10130
货币资金	417	374	721	567	1597	营业成本	3602	4258	4916	5640	6534
应收账款	611	767	803	954	1110	营业税金及附加	62	67	77	89	102
其他应收款	43	40	45	52	60	营业费用	629	756	893	1037	1175
预付款项	108	145	150	150	150	管理费用	460	228	611	676	739
存货	1537	1870	2026	2403	2782	财务费用	86	129	80	75	70
其他流动资产	119	109	146	173	196	资产减值损失	25.56	32.42	28.99	30.71	30.71
非流动资产合计	5117	5571	5331	5063	4777	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31	30	30	30	30	投资净收益	8.96	-0.70	10.00	6.09	5.13
固定资产	4474.93	4807.35	4491.43	4167.27	3838.08	营业利润	973	976	1037	1244	1483
无形资产	295	284	256	228	199	营业外收入	9.52	10.91	41.00	25.96	25.96
其他非流动资产	60	86	86	86	86	营业外支出	8.17	4.71	5.76	5.24	5.24
资产总计	8027	8980	9438	9600	10927	利润总额	975	982	1073	1265	1504
流动负债合计	2883	3622	2856	2077	2367	所得税	82	82	114	180	278
短期借款	1586	1530	1237	97	0	净利润	893	900	959	1085	1226
应付账款	907	975	983	1159	1343	少数股东损益	45	43	44	44	44
预收款项	90	140	208	248	319	归属母公司净利润	847	857	915	1041	1182
一年内到期的	2	597	100	200	300	EBITDA	3382	3682	1751	1991	2246
非流动负债合计	1051	805	1025	1313	1615	EPS (元)	1.03	1.04	1.11	1.26	1.43
长期借款	902	640	940	1240	1540	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3934	4427	3881	3390	3982	成长能力					
少数股东权益	251	260	304	348	392	营业收入增长	18.83%	15.75%	14.17%	15.10%	15.30%
实收资本(或股	824	824	824	824	824	营业利润增长	62.43%	0.26%	6.30%	19.92%	19.25%
资本公积	652	652	652	652	652	归属于母公司净利	6.83%	13.74%	6.83%	13.74%	13.57%
未分配利润	2383	2896	3129	3395	3732	获利能力					
归属母公司股	3843	4293	5253	5862	6553	毛利率(%)	37.64%	36.32%	35.60%	35.80%	35.50%
负债和所有者	8027	8980	9438	9600	10927	净利率(%)	15.46%	13.46%	12.56%	12.35%	12.10%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.81%	10.55%	9.54%	9.70%	10.84%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	22.05%	19.96%	17.42%	17.76%	18.04%
经营活动现金	1122	1144	1203	1157	1377	偿债能力					
净利润	893	900	981	1091	1234	资产负债率(%)	49%	49%	41%	35%	36%
折旧摊销	3.14	24.05	327.96	349.26	358.91	流动比率	1.01	0.94	1.40	2.13	2.55
财务费用	86	129	80	75	70	速动比率	0.48	0.43	0.69	0.98	1.38
应收账款减少	-148	-156	-43	-155	-157	营运能力					
预收账款增加	-15	50	68	41	72	总资产周转率	0.78	0.79	0.83	0.92	0.99
投资活动现金	-907	-1012	-523	-479	-430	应收账款周转率	11	10	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.84	7.10	7.80	8.20	8.10
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	-1	10	6	5	每股收益(最新摊	1.03	1.04	1.11	1.26	1.43
筹资活动现金	-101	-137	-550	-934	-885	每股净现金流(最	0.14	-0.01	0.15	-0.19	1.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.66	5.21	6.37	7.11	7.95
长期借款增加	752	-262	300	300	300	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	30.07	29.74	27.83	24.47	21.55
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.63	5.93	4.85	4.35	3.89
现金净增加额	115	-4	130	-256	62	EV/EBITDA	8.14	7.57	15.43	13.28	11.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《安琪酵母（600298）：业绩环比逐季向好，投资价值凸显》	2019-08-13
公司	《安琪酵母（600298）：人员变动不改长期战略，逐季改善业绩确定性强》	2019-07-15
公司	《安琪酵母（600298）：内外开花，酵母龙头何缘走向大空间》	2019-04-26
公司	《安琪酵母（600298）2019年一季度财报点评——稳量提价，安琪迈开国际化新征程》	2019-04-25
公司	《安琪酵母（600298）2018年度财报点评：短期业绩承压，国内稳增长海外业务待放量》	2019-03-25
公司	《安琪酵母（600298）第三季度财报点评收入稳定增长，短期业绩承压，不改长期投资逻辑》	2018-10-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。