

# 安琪酵母 (600298.SH) 调味发酵品行业

评级：增持 维持评级

公司点评

赵晓媛

分析师 SAC 执业编号：S1130513070001  
 (8621)60230229  
 zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130511030031  
 (8621)60230228  
 cheng@gjzq.com.cn

## 收入增速连 3 个季度超 20%，投资时点渐近

### 事件

安琪酵母 2014 年 1 季度实现销售收入 7.98 亿，同比增长 21.33%；归属于上市公司股东的净利润 3620.79 万，同比下降 28.59%，扣除非经常性损益的净利润 3298.34 万，同比下降 30.02%；一季度基本每股收益 0.11 元，同比下降 28.57%。

### 评论

**1、季度收入增长改善，连续 3 个季度收入增速超过 20%：**公司收入的改善从去年下半年开始，13 年 3 季度收入增长 31.22%，4 季度收入增长 29.05%，今年一季度收入增长 21.33%，结束了从 12 年 3 季度开始连续 4 个季度个位数的低增长。我们认为，公司收入的增长动力来自两方面，第一是管理层切换后逐步回到销售增长的正轨，第二是公司 YE 等衍生品为公司收入的增长贡献了较大的能量。从一季度情况来看，国内收入增速超过 20%，出口收入增长在 15% 左右，国内的改善超过国外。

**2、单季度利润率环比改善但仍处于低位，管理效能的提升是利润率提升的关键：**14 年一季度，公司的净利润率达到 5.37%，环比增加 3.04%，但是仍处于较低水平。从毛利率水平来看，一季度公司毛利率达到 31.9%，环比增长 4.33%，毛利率的提升一部分是由于公司将研发费用确认到了管理费用中，有财务调节的因素在。从公司主要原材料糖蜜的价格看，去年的均价在 720-730 元/吨，今年预计达到 800 元/吨（移动平均），虽有小幅上涨，但由于公司具备一定的提价能力，相信糖蜜并不会带来毛利率的显著下降。但是由于今年产能集中释放（去年德宏、柳州、埃及相继投产），预计会在上半年对毛利率有一定负面影响，在下半年随着开工率的提升，负面影响会逐渐降低。同时，一季度公司管理费用、销售费用、财务费用同比有较大的提升，一方面有规模扩张人力成本增加的影响，但另一方面我们认为公司在销售和管理上仍有改善空间，目前的利润率水平并未对公司行业地位有充分反映，随着销售收入的提升，公司利润率有较大提升空间。

**3、收入增长仍是 14 年的主要任务，利润率的提升仍面挑战，但公司作为消费子行业龙头投资时点已渐行渐近：**目前公司的利润率并未恢复到历史上正常的 10% 左右的水平。在酵母及酵母衍生品这个行业中，安琪的总产能超过 20 万吨，是中国最大的生产商，同时在海外也有产能和销售布局，而目前酵母这个行业并没有出现替代产品，安琪在酵母行业中又有 50% 左右的市场份额，同时，行业主要原材料价格也稳定在一定水平，公司目前的情况仅仅是自身在管理、产能布局的过程中出现的正常调整。从目前来看，公司的收入已经连续 3 个季度表现出较好的态势，去年下半年扩张人员队伍带来的成本提升逐步在销售收入成长中稀释，我们认为公司的投资时点已近，二、三季度股价的波动以及盈利的改善迹象都可能成为关键的投资判断指标。

### 投资建议

维持“增持”评级，目标价位 17.4 元，预计 2014 年 EPS 达到 0.58 元。

### 风险提示

宏观经济减速带来消费下行，管理提升较慢

### 历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-04-23	增持	27.08	39.20 ~ 39.20
2	2012-08-15	买入	21.79	31.40 ~ 31.40
3	2012-09-16	买入	21.19	N/A
4	2012-10-25	增持	18.33	23.50 ~ 23.50
5	2013-03-21	买入	18.70	21.40 ~ 21.40

来源：国金证券研究所



### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD