

消费品及服务 - 食品

业绩有望止住下滑趋势、管理费高企仍有待解决

—安琪酵母（600298）调研简报

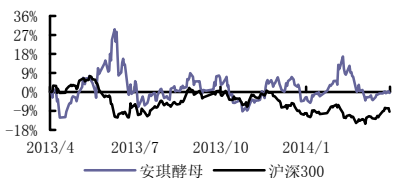
2014 年 4 月 16 日

评级： 中性（首次）

市场数据		2014 年 4 月 15 日
当前价格（元）		16.05
52 周价格区间（元）		14.17-20.92
总市值（百万）		5290.60
流通市值（百万）		5062.88
总股本（百万股）		329.63
流通股（百万股）		315.44
日均成交额（百万）		101.07
近一月换手（%）		27.64%
Beta（2 年）		
第一大股东	湖北安琪生物集团有限公司	
公司网址	http://www.angelyeast.com	

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	29.27%	17.74%
净利率	4.69%	13.62%
净资产收益率	5.35%	21.05%
总资产收益率	2.31%	11.93%
资产负债率	53.76%	40.54%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	36.48	0.00
市净率	1.93	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
安琪酵母	-7.99%	19.40%	8.17%
沪深 300	5.02%	0.93%	-8.51%

梁希民

执业证书号：S1030510120001  
0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 酵母行业增速较为稳定，安琪具有产品定价权。随着现代食品工业的发展，酵母行业近年维持 10% 的增速。安琪酵母总产能 15-16 万吨，市场占有率约为 50%。第二、第三大公司为法国乐思福、英国 AB 马利。与之相比，安琪酵母具有成本优势，具有行业定价权。由于行业整体维持 36-42% 的较高毛利率，导致一些较低环保成本、较低产品质量的小企业进入，因此就目前阶段，安琪暂不考虑再次提价。

■ 公司近年销售业绩大幅下滑的主要原因为公司自身内部的管理问题。公司 12、13 年收入增速为 8.3% 和 15.0%，净利润增速为 -18.5% 和 -39.8%。经营业绩大幅低于公司的年初计划，主要原因为：1、传统面用酵母因重视不够、酵母衍生品因品市场不达预期，导致销售收入不理想。2、2012-2013 年公司产能集中投入转固，折旧财务费用较高，导致毛利率持续下降 3.8 个百分点（12 年）及 1.3 个百分点（13 年）。3、管理费用率则继续维持高位。

■ 公司的经营业绩能否在 14 年下半年形成向上拐点？这主要依赖于公司的产品销售和管理效率的提高。预计公司 14-16 年的每股收益为 0.51 元、0.59 元和 0.72 元。2014 年公司经营目标为：主营业务收入确保 35 亿元，净利润力争增长 10% 以上。同时，公司将“十二五”末营业收入指标从 50 亿元调整为确保 40 亿元，酵母类产品全球市场占有率达 12%，非酵母类生物技术产品收入占全部生物技术产品收入的比重达 25%。

■ 我们的观点：随着酵母及衍生品行业的自然增长、公司重新专注主业以及折旧成本的影响逐渐减弱，公司未来经营业绩可望止住下滑的趋势，但因为经营内部管理问题未能根本解决，向上的弹性不大。同时，湖北省国资委并未出台国企改革方案，该主题投资机会也不大。首次给予“中性”投资评级。

■ 风险提示：酵母及抽提物竞争激烈产销量低于预期。  
原材料糖蜜等价格涨幅超预期。

**酵母行业持续稳定增长，自然增长率为10%。**2010年以前，酵母行业的增长率为12-15%（安琪酵母的年均增速达到22%），经过近3年的大幅扩产后，行业增速仍可达到10%。目前酵母竞争者主要为安琪酵母等三家大厂和几家小酵母厂（产能约为8000吨左右）。除东莞、滨州的原有小厂之外，又新增4家小酵母厂。

**酵母行业市场空间很大，国内市场并未出现供过于求的状况。**安琪的酵母及衍生产品总产量为16万吨，亚洲排名第一、全球排名第三。比老大乐思福产量差15-20万吨、比老二AB马利差10万吨。如果国内产量供大于求，可出口到国外（价格为1万元-几万元/吨）。这些年行业一直是稳定增长的。小厂不断进入的主要原因是其成本较低（人工、环保成本低），同时行业的整体毛利率为36%-42%，还比较高，容易引进新的竞争者参与。最近新建小厂位于山东济宁，远离原料和消费基地，管理人员为因经营业绩不达标从安琪被迫离职的公司原高管，不会构成对安琪的竞争力。

Figure 1 全球主要酵母企业产能（折干）

序号	企业名称	国别	预计产能
1	LESAFFRE	法国	超过25万吨
2	AB MAURI	英国	超过20万吨
3	安琪酵母	中国	10.6万吨
4、	LALLEMAND	加拿大	6万吨以上

资料来源：公司非公开发行预案公告、世纪证券研究所

注：产能不包括酵母衍生品

**安琪酵母具有技术和成本优势，国内市场占有率约为50%，有市场价格决定权。**13年安琪酵母的销售量为十几吨，国内市场占有率约为50%。公司面用酵母产能10万吨，YE酵母抽提物4万吨，酶制剂、动物营养添加剂等约为2万吨。（酵母产能设计按300天满产计算，由于不同酵母需要更换不同菌种，所以产能利用率达到80-90%已比较充分。）公司主要产品质量和技术处于国际一流水平，酿酒酵母技术具有国际领先优势。与主要竞争对手乐斯福、AB马利等相比，安琪酵母拥有产品品种齐全和一定的成本优势。在国内市场，安琪酵母有产品定价权。12-13年公司2次提价，但因为老二乐思福没有跟随，公司就没再提价。考虑到

目前行业的整体毛利率比较高（36%-42%），容易引进新的竞争者参与，所以公司近期不再提价，而是重点把定增投产项目的经营做好。

**公司近年销售业绩大幅下滑的主要原因为公司自身内部的管理问题。**公司12、13年收入增速为8.3%和15.0%，净利润增速为-18.5%和-39.8%。经营业绩大幅低于公司的年初计划，主要原因为：1、传统面用酵母因重视不够、酵母衍生品因品市场不达预期，导致销售收入不理想。2、2012-2013年公司产能集中投入转固，折旧财务费用较高，导致毛利率持续下降3.8个百分点（12年）及1.3个百分点（13年）。3、管理费用率则继续维持高位。

**公司的经营业绩能否在14年下半年形成向上拐点？**这主要依赖于公司的产品销售和管理效率的提高。主要包括：

- 1、重新注重传统产品的销售预计14年增速可望达到15%。**在定增产能释放后，公司将重新专注传统产品。目前该领域的行业增速为10-15%，公司在面用传统领域的优势仍在，未来有望保持行业增速。
- 2、YE抽提物保持快速的增长，预计14年增长25%。**YE抽提物是第四代调味品的原料，国外复合调味料对传统调味料替代率已达到60%以上，国内还处于第二代向第三代转型的过程中，发展空间巨大。公司YE抽提物产能4万多吨，国内市场占有率达到60%。销售主要面向工业用（康师傅、快餐休闲食品、酱油），民用仅为几千万元。公司对海天酱油的销售为2万元/吨，一年销售额为5000万元（每月400万元）。近年保持20%以上的增长速度，预计14年仍将维持高增长。
- 3、动物营养补充剂14年可望恢复至15%以上。**公司生产的动物营养补充剂能够促进形成有益动物菌群，具有免疫功能，可替代抗生素，较为安全。目前价格为2-5万元/吨，会增加养殖户成本，但其效果（促进小鸡快涨、不生病等）已被养殖大客户认同，目前公司主要向养殖业大客户双胞胎、六和、新希望等供应。13年之前该业务的增长率为20-25%，但13年仅为个位数增长，主要原因是禽流感等病种导致鸡、猪的养殖量下降。预计14年可望恢复增长。
- 4、保健品13年亏损1000万元，预计14年实现盈利1000万元。**13年实现销售收入3亿元，但亏损1000万元（因郭富城代言成本提高），

14年换了老总，计划盈利1000万。保健品公司已做20年，主要是用酵母做培养基，产品安全效果好，但市场没做好，主要是因为人和体系不行。目前产品出厂价为市场价的17%，与汤臣倍健相近。（汤臣倍健经销商利润空间：拿货为市场价的2折-3折，销售价格为市场价的7-8折）。公司14年不再将太多精力投入新产品，主要还是想把主要定增投产项目。

- 5、**酶制剂生产低于当初设计预期，规模量产技术不佳。**公司从2007年即着手进行了新型特种酶制剂的研发，设计产品主要用于高胆固醇血症、高脂血症、癌症等治疗药品的生产合成。目前虽完成中试，但量产效果不佳。高端酶制剂更新换代较快，需要新菌种、新工艺、新客户群、强大的技术支持。诺维信等高端酶制剂的百年公司均具有信息完善、梯队建立积累比较好的特点。安琪在此技术优势不明显。目前该生产线只生产淀粉用的低端酶制剂，产品价格（几千元每吨）远低于高端酶制剂产品（几万元每吨），每吨仅盈利200元。
- 6、**折旧对2014-2015年成本的影响将减弱，占成本的比重将下降。**2012年-2013年公司产能集中释放，带来固定成本上升，折旧大幅增加，增速高于收入增速。1H13固定资产环比增加12亿，折旧增加0.6亿，随着新项目折旧在2H13完全体现和赤峰甜菜糖投产，我们估计2H13折旧同比增加0.7亿左右。由于基数原因，预计2014年折旧增速将放缓，同比增长0.5亿左右，增16%，季度同比增速将逐季下降。2015年折旧将基本停止增长。
- 7、**未来糖蜜价格难以大幅提高。**13年糖蜜的平均价为710元/吨。14年有所提高，价格为750元/吨-780元/吨。公司在2013年11月-2014年3月的糖蜜采购量已经全年用量的70%，主要是负责采购的领导担心糖蜜市场走继续走高。而其他高管则判断未来糖蜜价格难以大幅提高：1、白酒未来5年需求仍将处于下行通道，对糖蜜需求下降；二是木薯等替代物的增加，糖蜜供给增加；三是转基因玉米已进入国内市场，玉米酒精的生产将较少对糖蜜的需求。
- 8、**管理费用居高不下。**公司目前多项业务同时开展阶段，高端经营管理人才仍有不足，预计未来管理费用能以明显下降。

预计公司 14-16 年的每股收益为 0.51 元、0.59 元和 0.72 元。2014 年公司经营目标为: 主营业务收入确保 35 亿元, 净利润力争增长 10% 以上。同时, 公司将“十二五”末营业收入指标从 50 亿元调整为确保 40 亿元, 酵母类产品全球市场占有率达 12%, 非酵母类生物技术产品收入占全部生物技术产品收入的比重达 25%。

**我们的观点:** 随着酵母及衍生品行业的自然增长、公司重新专注主业以及折旧成本的影响逐渐减弱, 公司未来经营业绩可望止住下滑的趋势, 但因为经营内部管理问题未能根本解决, 向上的弹性不大。同时, 湖北省国资委并未出台国企改革方案, 该主题投资机会也不大。给予“中性”投资评级。

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的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。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.