

2014年10月09日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(元)

25.00

## 安琪酵母(600298.SH)

Buy 买入(首次覆盖)

拐点已现, 增长可期

### 结论与建议:

安琪酵母为国内产能最大、全球产能第三的酵母企业。前几年公司业务转型并不顺利, 业绩出现下滑, 不过随着去年战略业务及人事调整, 重新回归酵母B2B主业, 收入出现恢复性增长, Q2单季度利润增速亦已经转正, 我们相信公司业绩拐点已经出现。未来成本、费用率控制等因素有望共同提振公司业绩。首次覆盖, 给予公司“买入”评级, 目标价为25.0元。

### 公司基本资讯

产业别	农林牧渔		
A 股价(2014/10/8)	19.12		
上证综指(2014/10/8)	2382.79		
股价 12 个月高/低	19.34/14		
总发行股数(百万)	329.63		
A 股数(百万)	319.88		
A 市值(亿元)	63.03		
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司 (39.37%)		
每股净值(元)	8.39		
股价/账面净值	2.28		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.6	23.6	16.2

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

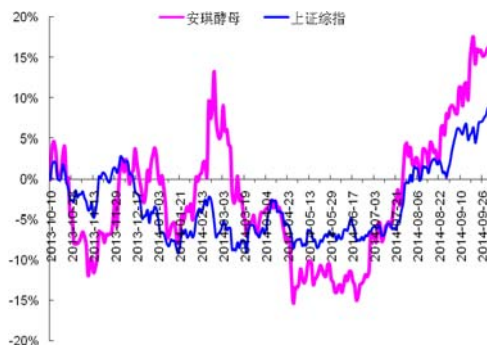
### 产品组合

酵母系列	83.6%
其他	10.0%
包装行业	4.4%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.8%
一般法人	49.2%

### 股价相对大盘走势



■ **业绩拐点已现:** 公司前几年业务转型并不顺利, 导致业绩连续出现下滑, 随着去年战略业务调整以及人事变动, 公司重新回归酵母主业, 收入出现恢复性增长, 业绩也逐渐转好, Q2 实现净利润正增长约 7.1%, 我们判断公司业绩拐点已经出现, 看好公司下半年业绩录得正增长。

■ **行业需求空间大, 长期增长可期:** 公司主营业务为高活性干酵母以及酵母系列产品, 下游需求相对稳定, 我们测算行业仍有 2-3 倍的成长空间; 公司在酵母业务方面具备垄断地位, 国内市占率达半壁江山, 未来有望享受行业盛宴; 此外公司酵母衍生品系列 (YE)、保健品等也具有较高弹性。除此之外, 国外方面, 埃及产能收益超过我们的预期, 上半年贡献净利润占比达 13%, 待满产后业绩贡献有望继续提升。

■ **业绩增长驱动:** 毛利率提升+费用控制: 毛利率方面由于前期投入产能陆续投产转固, 短期内有一定的摊销压力; 不过随着公司产能利用率的提高, 将有效减缓此影响; 且作为主要原料的糖蜜 (成本占比 45%左右), 价格今年有望继续下降, 届时将带动毛利率基本保持稳定。另一方面公司在前期的 B2C 扩张大幅提高了费用率, 自 2013 年下半年以来已有所改善, 预计未来仍有下降空间。

■ **盈利预测与投资建议:** 我们确信公司业绩拐点已经出现, 未来看好业务收入稳增长, 净利率亦有较大提升空间, 下半年业绩将大概率实现正增长。预计公司 2014/2015/2016 年分别可实现净利润 1.72、2.29、2.83 亿元, YoY 增长 18%、33%、23%; EPS 为 0.52、0.69、0.86 元, 目前股价对应 2016 年 PE 分别为 22X, 估值不高, 且目前市值仅为 2011 年的一半左右, 看好业绩拐点确定后带来的估值回升, 首次覆盖, 给予“买入”。

..... 继续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014E	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	243	146	172	229	283
同比增减	%	-18.51%	-39.78%	17.67%	32.84%	23.44%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.74	0.44	0.52	0.69	0.86
同比增减	%	-18.51%	-39.78%	17.67%	32.84%	23.44%
市盈率(P/E)	X	25.7	42.7	36.3	27.3	22.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.15	0.15	0.15	0.2
股息率 (Yield)	%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%	1.05%

### 公司简介

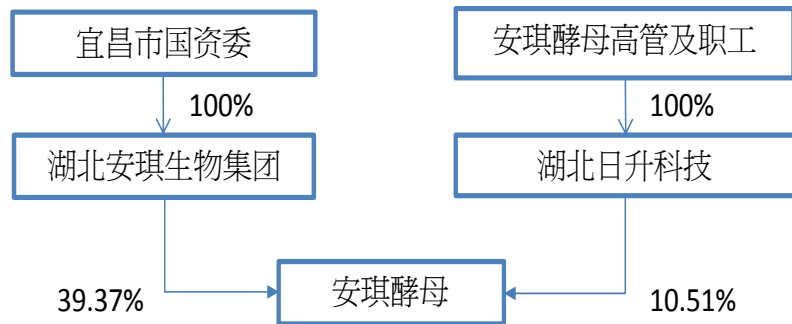
安琪酵母是湖北宜昌国资委旗下上市企业，创立于 1986 年，前身为宜昌食用酵母基地，该基地是国家计委布点的全国唯一一家酵母科研与生产基地。1997 年该基地改制为国有独资公司—湖北安琪生物集团有限公司。1999 年国家科委认定公司为重点高新技术产业。2000 年于上海证券交易所挂牌上市。

公司主营产品为酵母系列产品，目前是国内规模最大的酵母企业，目前公司酵母产能达 15.8 万吨，市占率约 50% 左右，远高于其他竞争对手；在全球市场，公司也仅次于法国乐思福（Lesaffre，约 30 万吨）以及英联马利（AB Mauri，约 20-25 万吨），排在第三位。

### 股权集中，管理层持股合理

公司实际控制人为宜昌市国资委，通过旗下全资子公司湖北安琪生物集团持有公司 39.37% 的股权；此外，经定向增发后，湖北日升科技成为公司第二大股东，其中日升科技股东主要为安琪酵母高管及职工。

图 1：公司股权结构图



来源：公司公告、群益整理

### 酵母及其主要应用领域

**酵母**是一种微生物，属植物性真菌，长约 5-7 微米，宽约 4-6 微米。酵母的发酵，即是将碳水化合物转变为二氧化碳和酒精的过程。酵母菌与人们生活息息相关，是目前世界上唯一利用量超百万吨的微生物，也是当代遗传工程利用最多的模式生物菌之一。酵母菌含有人体所必须的氨基酸、B 族维生素、微量元素、碳水化合物等营养成分，富含多重生物活性物质。

酵母属非可替代性产品，在工业和消费需求中一般以鲜酵母和干酵母两种形态存在。鲜酵母通常包含液态（膏状）或固态（浓缩、粉碎或凝块）。相比而言，鲜酵母的发酵效能更突出，因此也更受大型企业的青睐。但鲜酵母的寿命有限，一般仅 2-3 周，从而其销售严重依赖于必要的基础设施，如交通和冷藏等。在基础设施薄弱地区，由于干酵母寿命可长达 2 年，所以干酵母更受欢迎。

表 1：安琪酵母主要产品应用领域

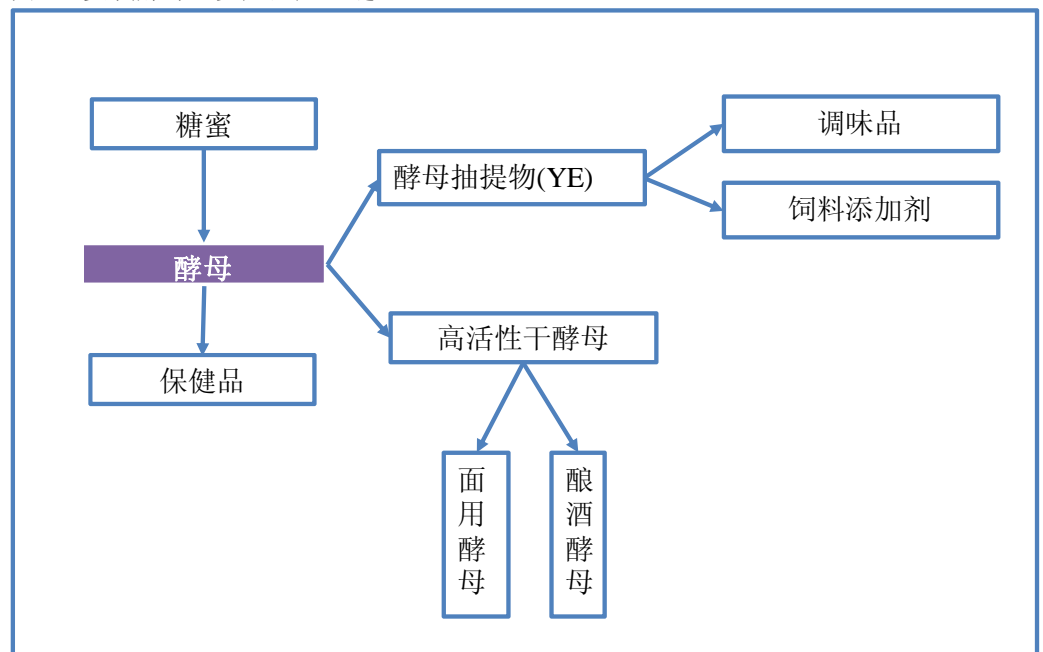
序号	应用领域	主要产品及应用
1	烘焙领域	安琪酵母系列、安琪面包改良剂
2	发酵面食领域	高活性干酵母、鲜酵母、家用小包装酵母、馒头改良剂
3	酿酒领域	超级酿酒高活性干酵母、耐高温酿酒高活性干酵母，主要有白酒、酒精、燃料乙醇酒精、黄酒、葡萄酒及生香酵母等

4	调味领域	酵母味素，广泛应用于方便面（粉丝、米粉）、肉制品、香精、鸡精、调味料、酱油、醋、蚝油、鸡汁、调味汁、酱类、休闲食品、饼干、酱卤制品、餐饮、速冻食品、素食以及营养保健品和工业培养基等
5	营养健康领域	酵母营养系列（即食酵母粉产品）、富微量元素酵母系列（酵母锌、酵母硒、酵母铬产品）、酵母多糖类及酵母维生素 B 类产品
6	动物营养领域	福邦系列禽类、畜类、水产类饲料

资料来源：公司公告、群益整理

**酵母抽提物（YE）**是以蛋白质含量丰富的食用酵母为原料，采用生物技术，将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的**天然调味料**，主要成分为多肽、氨基酸、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素。酵母抽提物具有纯天然、营养丰富、味道鲜美醇厚等优点，在食品工业中应用广泛。酵母抽提物的行业标准已由有关部门委托安琪酵母等共同起草，并于 2003 年 10 月 1 日正式实施。

图 2：安琪酵母主要产品产业链



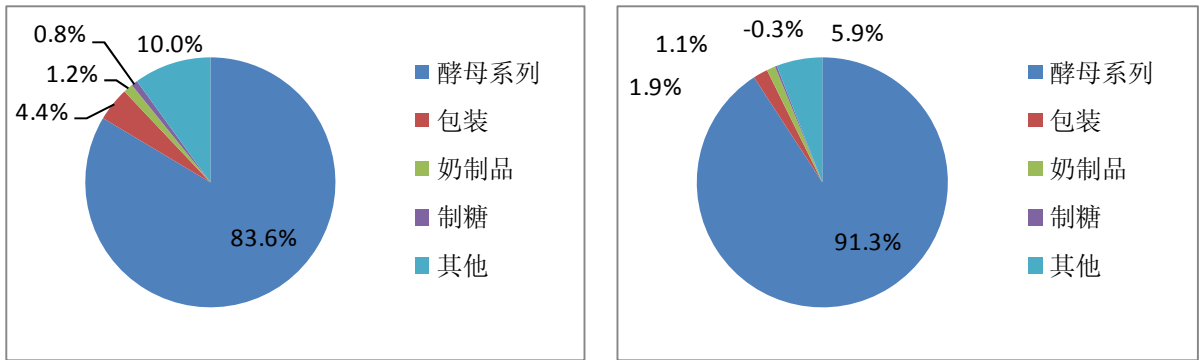
资料来源：公司公告、群益整理

### 公司收入结构

从公司主营构成来看，目前酵母系列产品仍然是最主要的收入及利润来源。2014 上半年最新数据显示，酵母系列产品收入占比达 83.6%，毛利占比达 91.3%。

图 3：公司主要业务收入结构

图 4：公司主要业务毛利结构



资料来源：公司公告、群益整理

### 经营拐点已经出现

公司前几年战略转型至业绩失速

2011年，随着非公开增发项目的实施，公司业务重心开始由此前的 B2B 业务转向下游 B2C 项目，主要增发项目包括 10,000 吨生物调味料、生物保健品生产基地项目，这两种产品是公司转型 B2C 快消领域的主要产品，另外还包括家用面包酵母、酿酒酵母等。

除此之外，2010 年后，公司还先后新建了宜昌生物产业园四大项目、赤峰蓝天制糖项目、崇左三期项目、宏裕塑业复合膜和流延薄膜生产线等，其中宜昌生物园项目包括调味品、保健品这些公司寄予厚望的 B2C 产品。

表 2：公司 2011 年非公开增发项目

	拟投入资金(万元)	备注
年产 5000 吨新型酶制剂生产线项目	17,400	已投产
年产 10000 吨生物复合调味料生产线项目	14,200	已投产
年产 8000 吨复合生物饲料生产线项目	7,800	已投产
生物保健食品生产基地项目	12,200	已投产
埃及年产 15000 吨高活性干酵母项目	28,535	已投产

资料来源：公司公告、群益整理

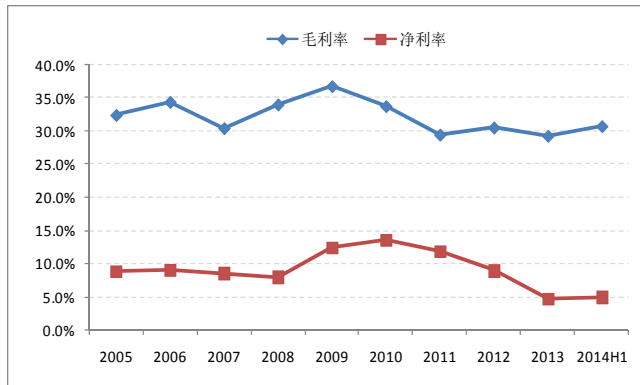
不过从战略转型效果来看，却并不甚理想，究其原因，主要源于公司过分投入 B2C 端产品，从 2011 年开始大量招人，员工总数从 2010 年末的 1108 人激增至 2013 年末的 6300 人左右，新增员工也主要集中在 B2C 部门，员工激增拖累公司管理费用率显著提升；此外，除了加大了上述 B2C 产品线生产之外，公司在 2011 年后还自筹资金扩建了广西柳州 2 万吨高活性干酵母生产线、云南德宏 2 万吨高活性干酵母等项目，同样带来了财务费率的提升。

在 2011 年到 2013 年过程中，毛利率并未有明显变化的背景下，净利率从 2010 年末的 13.57% 下滑至 2013 年的 4.69%。

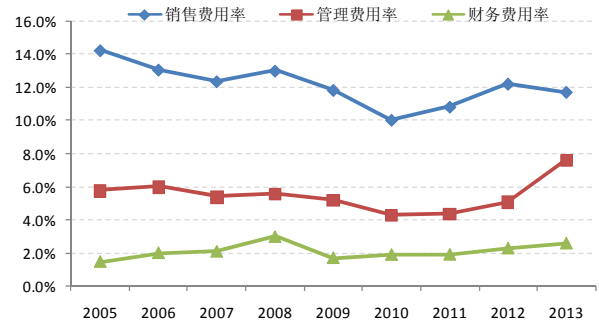
除此之外，由于公司过分注重 B2C 端下游衍生品，主动降低了酵母的开工率，导致 B2B 企业酵母端市场小部分被同业侵蚀，致收入端增速也略有下滑；上述原因综合导致了公司业绩失速。

图 5：公司年度毛利率及净利率表现

图 6：2011-2013 年费用率显著上升



资料来源: Wind、群益整理



### 2013 年收入回升, 2Q2014 利润实现正增长

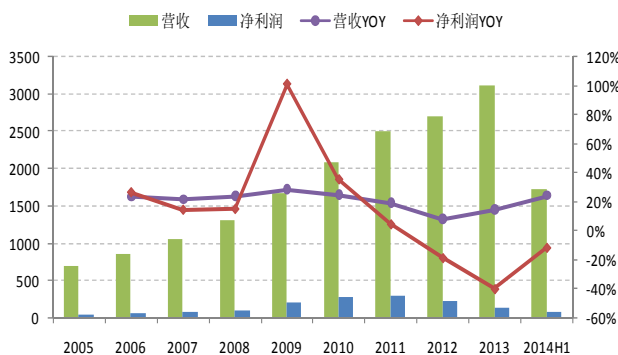
公司从去年 6 月份管理层变动 (总经理辞职, 董事长接任总经理职务) 以来, 公司再次改变经营策略, 重新聚焦酵母主业 B2B 营销为主的路线, 经营业绩也逐渐改善。

**2013 年收入回升:** 安琪酵母 2013 年实现营收 31.2 亿元, YOY 增长 15.0%, 增速较 2012 年回升约 7 个百分点; 实现净利润 1.46 亿元, YOY 衰退 39.8%, 主要由于当年在建工程德宏、埃及、柳州等项目转固较多, 造成当年折旧、摊销及费用大幅增加, 毛利率明显下滑, 2013 年净利率也为历史低点。

**14H1 业绩企稳回升趋势明显:** 进入 2014 年后, 公司业绩触底回升态势明显。2014 年上半年实现营收 17.4 亿元, YOY 增长 24.4%, 实现净利润 0.86 亿元, YOY 降 11.5%, 降幅已有明显收窄, 并且 Q2 单季度净利润增速已转正。

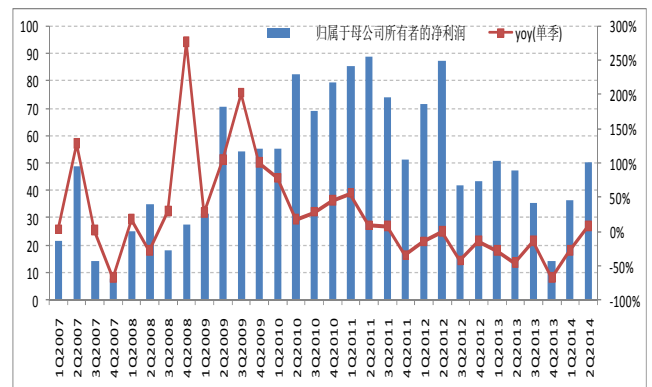
上半年收入增速提升的原因为: 一是传统酵母业务逐渐恢复, 上半年增速约为 20% 左右; 二是公司埃及分公司投产、人民币贬值等因素带动出口增 23%; 三是酵母提取物 (YE) 市场开拓顺利, 随着消费者对 YE 的认知逐步提升, 预计未来将呈现快速增长。

图 7: 公司年度营收及净利润表现 (百万元)



资料来源: 公司公告、群益整理

图 8: 公司季度净利润表现 (百万元)



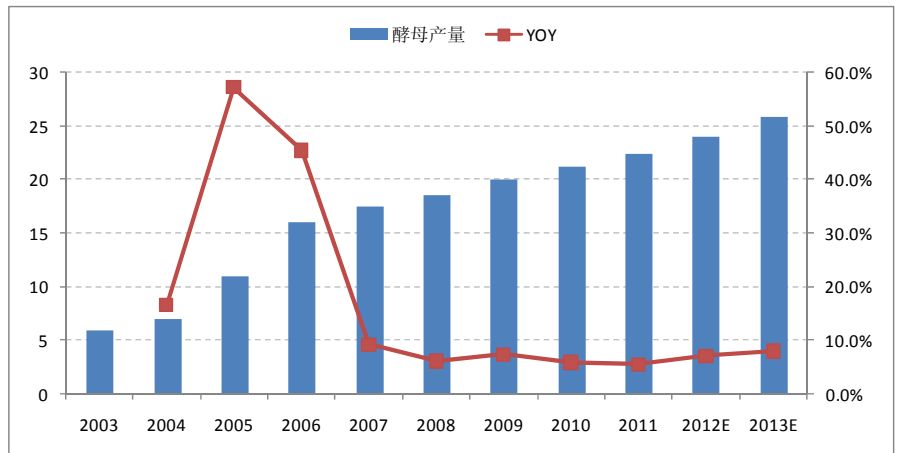
我们认为, 公司走出 3 年调整期已经基本确定, 预计未来两年公司将有望延续内外销的 2 位数增长, 并逐步恢复至 2011 年之前的水准, 我们之所以如此确信, 主要源于以下几点理由。

**理由一：行业稳增长，需求仍有较大潜力**

我国酵母的产业化生产开始于 80 年代左右，经历了 90 年代末和 20 世纪初的高速发展后，近年来行业的整体增速基本趋于稳定，约维持在 5%-10% 左右（2010 年以来国内除安琪酵母外基本无产能扩张，安琪主要产能在 2013 年末开始正式投产），未来的平稳增长依然可以期待，之所以如此判断，主要源于未来行业仍有较大的需求空间。

我们测算 2013 年国内高活性干酵母产量约在 26 万吨左右，根据下面粗略测算，国内酵母行业仍有 2-3 倍的成长空间。

**图 9：行业整体增速基本维持稳定**



资料来源：生物发酵协会、群益整理

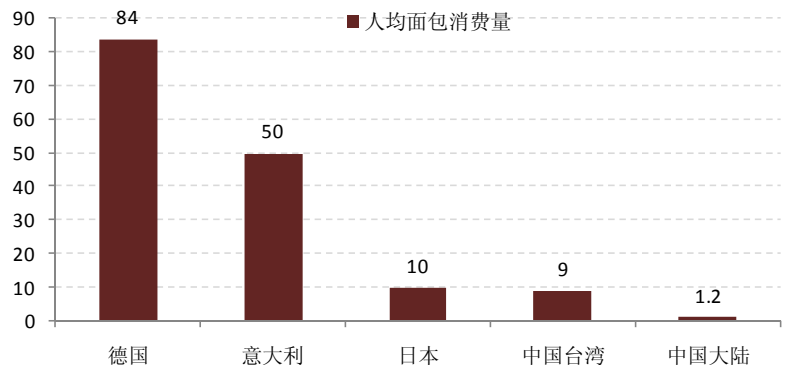
**需求测算**

➢ **面包需求来自于人均消费量提升**

目前酵母主要用途仍在于面包等西式面点，我国人均面包消费量较低，2010 年最新数据约为 1.2 万吨，远低于西方国家（德国 84kg/人、意大利 50kg/人），即便是与消费习惯相近的台湾和日本相比，也是巨大的提升空间。

不妨以我国城镇人口面包人均消费 10kg/人计算，按照 1% 的酵母添加比例，面包行业潜在需求达 7.7 万吨。

**图 10：我国人均面包消费量仍然很低（2010 年数据）**



资料来源：《面包行业的发展现状及展望》、群益整理

### ➤ 传统面食需求

相比于面包等西式面点，我国消费更普遍的是馒头和包子等食品，尤其是在北方地区。在传统面食的发酵方面，酵母的使用率仍较低，价格方面是主要壁垒，农村仍普遍采用老面发酵法。不过不管是从便利性、营养性还是卫生健康方面，酵母都有着其不可取代的先天优势，预计随着人均收入的提高，企业客户和个人客户对价格的敏感性会不断降低，在未来酵母将有望成为主流的发酵方法。

表 3：三种发酵方法比较

发酵方式	发酵原理	优缺点
酵母发酵	在适宜的条件下，产生大量的二氧化碳气体，使面团呈蜂窝状结构，疏松而富有弹性。	加快面团的发酵速度，增加发酵食品的风味，提高发酵食品的营养价值。
化学膨松剂	<u>碱性膨松剂</u> ：在一定温度下在面团中缓慢分解，释放出二氧化碳，使面团膨胀； <u>复合膨松剂</u> ：由碱剂、酸剂与填充剂混合而成，在加热的面团中，酸和碱会发生反应释放二氧化碳	破坏食物中某些营养成分如维生素等；部分化学膨松剂含有铝，铝与老年性痴呆症有密切关系，同时也减退记忆力和抑制免疫功能，阻碍神经传导。
老面发酵	靠来自空气中的野生酵母和各种杂菌（主要是乳酸菌等）的发酵作用，使面团膨胀。	产酸细菌较多导致面团产生不良酸味，需要加碱中和，但加碱量很难控制；碱和面粉中的黄酮色素结合，是面粉发黄，加碱会破坏面团中的B族维生素等营养成分；老面发酵时间长，费时费力且不卫生。

资料来源：百度百科、群益整理

### ➤ 酵母系列衍生品：想象空间巨大

除了传统的发酵需求外，酵母在其产业链上仍有进一步的延伸，主要分为酵母抽提物（YE）、保健品、饲料添加剂等。

#### 1、酵母抽提物（YE）需求测算

目前 YE 主要产品有新型 YE 鸡精、特种 YE 调味料、风味 YE 调味料、餐饮 YE 调味料等。YE 具有纯天然、营养丰富、味道鲜美醇厚等多项优点，代表着当今世界调味品领域的新潮流。目前欧盟酵母味素使用量占调味品使用量的比例已达到 60%，韩国达 40%，日本达 30%，且其在世界几大调味品市场占比还在不断上升。

在我国，酵母抽提物的调味应用处于刚起步阶段，国内调味料仍以味精为主，2009 年我国味精销量约为 176.5 万吨，近两年已经逐步被 YE 等新型调味品所取代，预计目前年销量约在 130 万吨左右，目占有率高达 60%-70% 左右。预计未来酵母抽提物将会逐步替代味精，如果以 15% 的替代比例计算，我国酵母抽提物需求将达到 19.5 万吨，由于每吨酵母可加工约 0.85 吨酵母抽提物，**据此折算出酵母需求约为 22.9 万吨。**

公司作为国内酵母味素领军者，随着新建产能的逐步投产，目前 YE 总产能约为 4.7 万吨，预计未来将长期分享 YE 扩张带来的行业盛宴。

#### 2、饲料添加剂

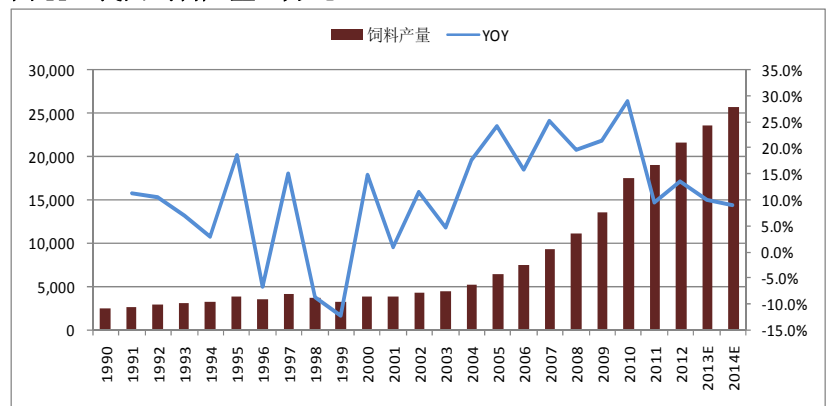
酵母粉又称酵母饲料、酵母蛋白粉 属饲料添加剂的一种产品。能促进动物(猪,鸭,鸡,鹅,兔,鱼虾,奶牛,马,)新陈代谢,增强食欲,有利于动物的消化吸收,加速动物的生长发育及生产性能的发挥,还能提高动物的抗病防病能力。是配制畜、

鱼、虾及珍贵毛皮动物饲料的理想蛋白质原料。用本产品部分替代鱼粉及豆粕，可有效降低成本，使饲料厂和养殖户获得更佳经济效益。

目前我国饲料产业总体平稳较快增长，与之相伴的饲料添加剂市场势必也将迎来较快发展，按照我国 2013 年饲料产量约 2.4 亿吨计，假设 40% 的饲料中使用酵母类产品，按照吨添加率 0.1% 计算，需求空间约为 9.6 万吨。

公司年产 8000 吨复合生物饲料生产项目已经投产，预计今后将逐步释放业绩。

图 11: 我国饲料产量 (万吨)



资料来源: Wind、群益整理

表 4: 酵母需求量测算

	基本假设	酵母添加比例	理论需求 (万吨)
面包酵母	14 亿人口, 人均面包消费量 (5.5kg)	1.0%	7.7
馒头酵母	2013 年全年小麦粉消费 (约 13200 万吨), 发酵面食占比 40%	0.5%	26.4
YE 调味品	目前味精年消费量约为 130 万吨左右, 假设未来几年 YE 替代约 15%	-	22.9
饲用酵母	中国饲料产量 (2.4 亿吨, 60% 的饲料中使用酵母类产品)	0.1%	9.6
保健品	维持现状		2.0
其他	乙醇酵母、饮料酒等		0.7
合计			69.3

资料来源: 公司公告、Wind、群益整理

理由二: 安琪酵母公司自身优势显著

● 品牌知名度高, 渠道控制力强

“安琪”商标已在 140 多个国家成功注册, “安琪”商标是中国驰名商标, “安琪牌活性酵母”被认定为中国名牌产品, “安琪”酵母已成为东南亚等区域的主导品牌, “ANGEL”商标已在 100 多个国家和地区注册, 申请注册商标 1083 件, 已获准注册商标 453 件, 是“中国马德里商标国际注册十强企业”。

公司具有较强的渠道控制能力, 经销商体系渗透至全国各地, 这是国内其他厂商所没有做到的, 公司“技术+服务”的历年给客户很多附件服务, 不仅为客户提供酵母, 同时还提供面粉、食品配料等配套产品, 有很强的客户粘度。

● 规模优势明显, 产能分布合理



公司在湖北、新疆、广西、云南、内蒙、山东、河南以及埃及等拥有 12 家子公司和 15 条酵母和 YE 生产线，随着 2013 年德宏、柳州生产线的投产，目前酵母产能已达到 15.8 万吨，产能占国内 50% 以上，基本没有竞争对手。

安琪酵母在国内及全球的竞争对手主要为乐思福以及英联马利：乐思福是全球最大的酵母生产企业，全球产能约 30 万吨，国内产能约 5 万吨；英联马利为全球第三大酵母生产企业，全球产能约为 20-25 万吨，在国内产能约为 4 万吨。

糖蜜占酵母成本约 45% 左右，酵母企业倾向于在糖蜜产地建厂。制糖产业集中在南方甘蔗产地、北方甜菜产地，其中又以南方为主，公司在广西柳州、云南德宏、崇左等地积极抢占布局产能；从其他两家来看，乐思福 5 万吨产能分布在安徽和广西两地；英联马利在南方仅广州番禺一家，成本优势显著。

● 管理层参股公司，利益导向一致

2010 年公司定向增发，使 380 名管理层和科技骨干组成的民营公司成为安琪股份第二大股东，实现了管理层和科技骨干与公司利益的高度一致。公司也是酵母行业唯一的上市公司，拥有良好的融资途径。

表 5：公司历年产能扩张（单位：吨）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
宜昌本部	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
安琪酵母(睢县)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
安琪酵母(伊犁)	9,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
安琪酵母(崇左)		9,000	20,000	20,000	35,000	35,000	35,000
安琪酵母(滨州)	16,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
安琪酵母(赤峰)	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
安琪酵母(埃及)					15,000	15,000	15,000
安琪酵母(德宏)							20,000
安琪酵母(柳州)						20,000	20,000
合计	58,000	77,000	88,000	88,000	118,000	138,000	158,000

资料来源：公司公告、群益测算

理由三：毛利率有望提升

糖蜜是酵母主要的原料，是在制糖过程中将提纯的甘蔗汁或甜菜汁蒸浓至带有晶体的糖膏，用离心机分出结晶糖后所余的母液，分为甘蔗糖蜜、甜菜糖蜜、柑橘糖蜜和玉米糖蜜，其中又以甘蔗糖蜜为主。

据我们测算，糖蜜成本在生产酵母中占比约 45% 左右（原材料价格占酵母深加工行业约为 55.5%，糖蜜在生产所需原材料中比重约为 80%）。目前公司伊力特糖业、蓝天糖业自产糖蜜约 3 万吨左右，年需求量约在 70 万吨，主要仍靠外购以及进口。

糖蜜采购周期一般与制糖业榨季相一致，通常在当年 11 月至次年 4 月进行，为降低采购成本一般公司会在这两个季节大量采购糖蜜，基本能够锁定一年的成本。由于公司在 2013 榨季国内糖蜜价格大幅下跌，从 900 元降至 790 元，下游为此囤积了较多的库存，基本可以满足到 2015 年 3 月的生产。

中长期来看，由于糖蜜约 70% 主要用途均是生产食用酒精，因此酒精价格对糖蜜的价格影响较为显著；今年环保总局发文件，对污染企业（酒精、化工等）从 15 年 1 月 1 日期加倍征收排污超标费，对酒精影响较大，进而拖累糖蜜价格同步下行。

公司预计今年糖蜜采购价约为 700 元左右，较去年继续下降，这对 2015 年

的毛利率影响正面。这与我们对近期糖价和下游酒精价格的观测趋势是一致的：1、一方面近期糖价持续下行，我们推断甘蔗供应量仍较为充足；2、另一方面发酵酒精价格（我们选取玉米酒精价作为参考）仍处于较低位置，显示需求仍然不足，糖蜜缺乏需求支撑，中长期内价格大幅上升的可能性不大。

除此之外，前两年随着各项产能陆续投产，转固后的折旧摊销对毛利率造成了较大的影响，这在 2013 年三、四季度表现的尤为明显。随着产能利用率的逐渐提高，这方面的影响也会有所减缓。并且从上半年的反馈来看，酵母的毛利率已经有明显的改善。

图 12: 公司酵母系列产品半年度毛利率水平

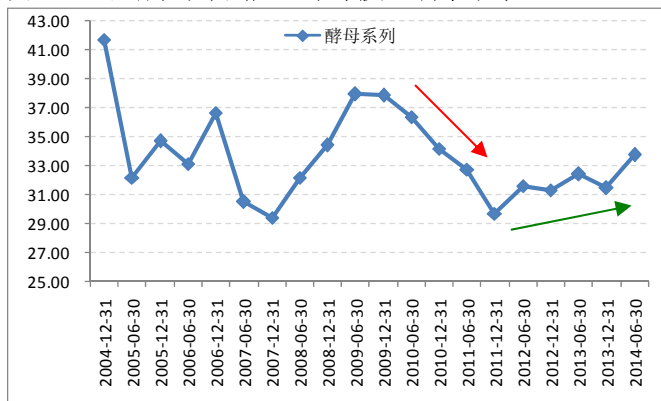
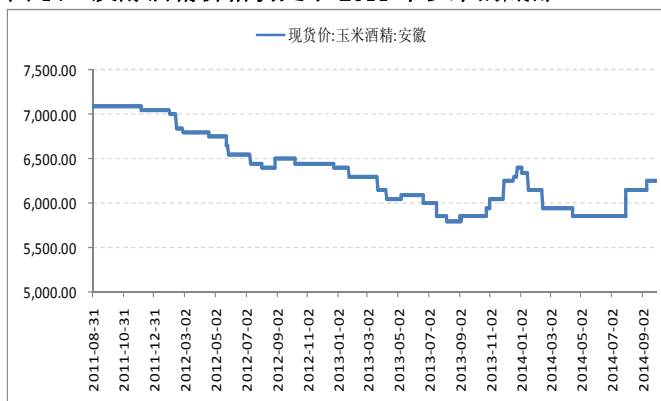


图 13: 南宁白砂糖价格 (元/吨)



图 14: 发酵酒精价格仍处于 2011 年以来的底部



资料来源: Wind、群益整理

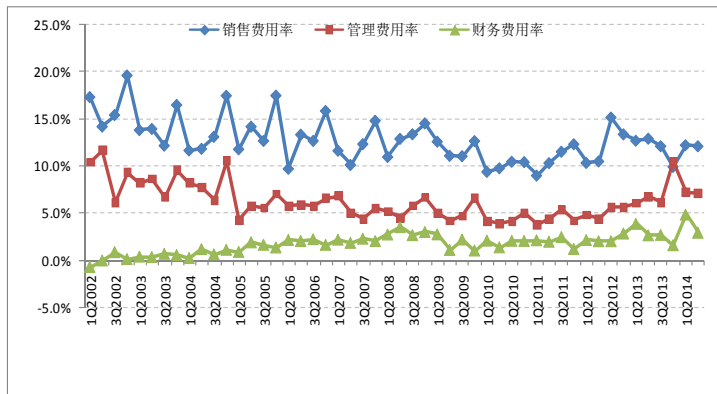
**理由四: 费用率有望持续改善**

费用率方面，公司决定向 B2C 转型伊始，在原总经理的带领下，进行疯狂扩张，管理费用率从 2010 年的 4.3% 上升到 2013 年的 7.6%；财务费用率从 2010 年的 1.9% 上升到 2013 年的 2.6%；销售费用率从 2010 年的 10.1% 上升到 2013 年的 11.7%。

2013 年 5 月 19 日，安琪酵母股份有限公司董事长俞学锋在北京和国际巨星郭富城签订了代言合同。郭富城为安琪纽特酵母蛋白粉、米发糕预拌粉等拍摄形象广告，这也带来了较大的销售费用投入。

在总经理离任后，公司管理层暂停了部分 B2C 业务上的投入，将精力重新放到 B2B 上，包括暂停招收新员工、减少部分销量不好的产品、加大了员工利润考核比等，我们认为这些举措都有益于公司费用率的降低，这其实在 2014 年上半年已经得到体现。

图 15: 费用率水平有望持续改善



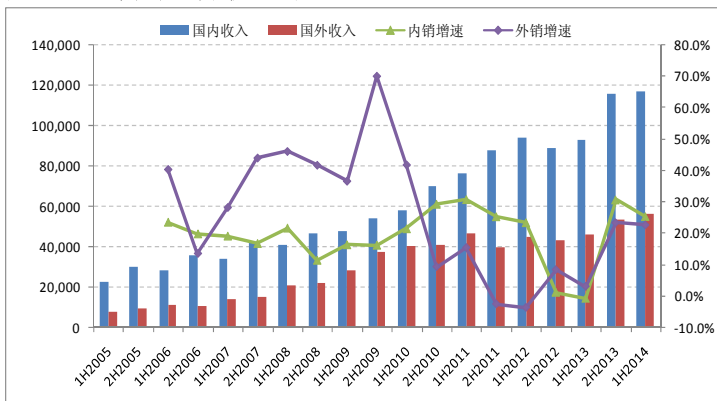
资料来源: Wind、群益整理

理由五: 埃及产能有望成为亮点

公司埃及年产 1.5 万吨干酵母项目于去年二季度完全投产, 主要面向非洲、中东以及欧洲市场, 在关税、运输费用以及人员费用上均有明显的成本优势。同时聘任当地员工有利于加强渠道精耕, 方便了公司继续开拓空白市场。另外, 今年上半年, 乐斯福一家欧洲酵母工厂关闭, 公司干酵母具备价格以及运输储存成本等优势, 我们判断有可能借此机会进入欧洲市场, 从而受益于更高的毛利水平。

2014 年上半年埃及工厂收入逾 9000 万, 贡献净利润 1294 万元, 占全部净利润的 13.0%, 净利率达 14%, 显著超出预期; 埃及工厂现有 1.5 万吨产能, 预计 2014 年满产, 届时公司外销收入有望加速增长。

图 16: 国内外业务收入对比



资料来源: Wind、群益整理

盈利预测

综上所述, 公司经过三年的业务调整后, 重新聚焦主业, 2013 年下半年以来收入持续回升, 业绩也得以在 2014 年上半年转正, 我们预计公司凭借其领先的市占率以及独有的业务优势, 未来在酵母主业上取得稳步增长。

预计公司 2014/2015/2016 年分别可实现净利润 1.72、2.29、2.83 亿元, YoY 增长 18%、33%、23%; EPS 为 0.52、0.69、0.86 元, 目前股价对应 2016 年 PE 分别为 22X, 看好业绩拐点确定后带来的估值回升, 首次覆盖, 给予“买入”。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,714	3,119	3,841	4,418	5,080
营业成本	1,885	2,206	2,676	3,070	3,509
营业税金及附加	19	19	21	20	30
销售费用	332	366	464	547	632
管理费用	138	238	313	339	376
财务费用	62	81	130	133	152
营业利润	268	211	231	309	381
所得税	54	65	68	87	106
净利润	243	146	172	229	283
少数股东权益	37	36	26	26	26

## 附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	415	628	659	692	727
应收账款	508	413	474	546	627
存货净额	755	923	1,062	1,221	1,404
流动资产合计	1,871	2,177	2,482	2,829	3,225
固定资产	2,108	3,704	3,890	4,084	4,288
在建工程	1,162	79	91	104	120
非流动资产合计	3,575	4,162	4,370	4,588	4,818
资产总计	5,446	6,339	6,852	7,418	8,043
流动负债合计	1,968	2,349	2,467	2,590	2,720
非流动负债合计	629	1,058	1,079	1,133	1,190
负债合计	2,597	3,408	3,546	3,723	3,910
少数股东权益	174	195	193	180	175
股东权益合计	2,849	2,931	3,306	3,694	4,134
负债和股东权益总计	5,446	6,339	6,852	7,418	8,043

## 附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	31,262	48,818	51,259	53,822	56,513
投资活动产生的现金流量净额	-127,811	-66,097	-39,658	-23,795	-14,277
筹资活动产生的现金流量净额	89,467	-9,067	-9,520	-9,996	-10,496
现金及现金等价物净增加额	-7,108	-28,000	2,081	20,031	31,740

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。