



# 酵母龙头明年业绩好转，看好YE在国内发展

## —— 安琪酵母（600298）调研快报

### 关注 1：收入仍将保持快速增长

公司主要以生产酵母及酵母深加工为主，酵母深加工主要有YE、保健品、动物营养、工业原料等。公司前几年转型做B2C失败之后回归酵母主业，从去年中期以来公司主业收入增速在20%以上，呈恢复式增长，主要是把以前客户份额拿回、酵母行业每年的自然增长，以及汇率不再是单边上涨，且出口增加，三个因素共同促进公司传统酵母业务增长，这个增长趋势至少在明年看来还能继续保持；YE保持较快的增速，今年增速在30%以上，YE主要做调味剂使用，具有低盐、增鲜功能，近几年YE增长主要靠高端酱油拉动，传统低端YE客户康师傅、统一保持原状。我们认为公司未来发展在YE上，国内酵母市场基本已经饱和，每年的自然增长难以给公司未来带来快速的发展，在酵母上主要看出口情况。

### 关注 2：预计成本端明年有所下降

公司主要成本是糖蜜，是制糖的副产品，占公司近50%成本。北部糖已经签订完价格，比去年略低，南部糖由于尚未进入榨季，预计到11月底、12月初能够确定。由于公司在南部的供货商可供60%的原材料，缺口不到40%需要在市场上采购，但是公司目前糖蜜在南部的存货足够使用到明年一季度末，届时南方榨期也将结束，压榨厂为了一般是全年最低的时候，预计公司明年主业的成本较今年会有所下降。

### 关注 3：明年将会大力压缩费用

13年报表增加的5000人有两个原因：一是统计口径的不一致，之前不要求披露子公司人数，且有部分劳务公司人员；二是前几年做B2C设立很多部门，也招收很多人员，导致人员冗余，现在公司原则上是不再进入或者尽量控制新员工人数；在考核上，明年的考核收入考核占比30%，利润考核占比70%，这也要求公司尽量压缩费用。由于财务费用是刚性的，销售、管理费用严加控制，预计公司明年费用率会出现下降，至少是不再大幅增长。

### 关注 4：国内酵母龙头，竞争能力较强

在酵母上，安琪、乐思福和马利在国内占比约为6:2:2，在终端渠

2014年11月17日

强烈推荐/维持

安琪酵母

调研快报

### 分析师：焦凯

Tel: 010-66554144

Email: jiaokai@dxzq.net

执业证书编号：

证书编号

S1480512090001

### 联系人：徐昊

Tel: 010-66554107

Email: xuhao@dxzq.net

### 交易数据

52周股价 间 (元)	14.85-18.87
总市值 (亿元)	65.60
流通市值 (亿元)	63.68
总股本/流通A股(亿股)	3.3/3.2
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	0.85%

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

道上公司有绝对的掌控力, 在工业客户上, 后两者主要靠低价来分羹, 对于安琪原总经理出走圣琪, 据了解圣琪目前尚未进行自由产能的生产, 其木薯制糖蜜的技术也尚未成功, 难以和公司形成竞争; 在 YE 上, 随着马利关停哈尔滨 3 万吨的产能, 公司在 YE 方面基本一统国内市场。

#### 结论:

从我们本次调研的情况来看, 公司正在发生一些积极的变化, 酵母市场并没有弱化。综合以上情况, 公司的净利润会呈现逐年恢复的趋势, 我们看好公司传统酵母市场的恢复、YE 的发展, 以及未来 B2C 的转型, 预计公司 14-16 年 EPS0.5 元、0.7 元、0.95 元, 对应 PE40 倍、28 倍、21 倍, 维持强烈推荐评级。

## 分析师简介

### 分析师: 焦凯

2010 年加盟天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 1 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

### 联系人: 徐昊

会计学学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 5 年食品饮料行业研究经验。

## 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。

## 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。