

安琪酵母 (600298)

业绩拐点已现, 15-16年有望持续超市场预期

强烈推荐 (维持)

现价: 25.13 元

主要数据

行业	食品
公司网址	www.angelyeast.com
大股东/持股	湖北安琪生物集团有限公司/39.37%
实际控制人/持股	宜昌市国资委/39.37%
总股本(百万股)	330
流通 A 股(百万股)	320
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	82.84
流通 A 股市值(亿元)	80.39
每股净资产(元)	8.56
资产负债率(%)	51.7

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627143
zhangyuguang467@pingan.com.cn

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

投资要点

事项: 安琪酵母公布年报。2014 年实现营收 36.6 亿元, 同比增长 17.1%, 归属母公司股东净利 1.47 亿元, 同比增 0.5%, 每股收益 0.45 元。4Q14 营收和净利分别为 9.9 亿元和 0.24 亿元, 营收、净利分别同比增 1.8%、73.8%, 每股收益 0.07 元。营收符合我们预期, 净利略低于预期。公司拟以每 10 股派发现金红利 1.5 元 (含税)。

平安观点:

- **2014 年营收增 17.1%, 基本符合我们预期, 其中 4Q14 营收仅增 1.8%, 显著低于 1-3Q14。** 14 年酵母系列产品收入增 15.9%, 3Q13 开始公司重新专注传统酵母业务之后, 营销和技术优势推动了传统酵母保持了较快增速, 受益于调味品行业旺盛的需求, 估计增速可超过 20%。其他产品中, 宏裕塑业、电子商务、营养健康、调味品等业务呈现良好的发展态势。分区域看, 国外收入增速 21%, 高于国内 16% 水平。4Q14 营收增速低可能有两个原因: (1) 制糖业务收入同比降 28%; (2) 由于 14 年中期制定的计划较低, 1-3Q14 计划完成情况较好, 估计 4Q14 公司做了适当的盈余管理。
- **2014 年净利低于我们的预期, 仅增 0.5%, 原因:** (1) 由于 2013 年公司产能集中释放, 导致 2014 年折旧、财务费用分别同比增 19.3%、44.3%, 增幅高于收入; (2) 糖业亏损幅度较大是净利低于预期的主要原因, 由于糖价同比大幅下跌, 而成本费用相对固定, 2014 年蓝天糖业亏损 0.48 亿, 伊力特糖业亏损减少了公司利润 0.15 亿。4Q14 净利增长 73.8%, 业绩向上拐点出现, 管理费用率、所得税率下降是净利大增的主要原因。
- **安琪酵母正处于周期向上的拐点, 预计 2015 年利润可实现较快增长。** 草根调研来看当前销售总体保持了较好的态势, 公司对收入成长也充满信心, 年报披露的 15-16 年营收规划分别为 43、50 亿, 据此推算收入增速可达到 17.7%、16.3%。而 15 年折旧占比、期间费用率、所得税率均有望明显下降, 业绩向上的弹性很高。
- **我们维持 2015 年净利预测, 预计 2015-2016 年营收增长 15.6%、13.7%, 净利增长 73.2%、49.3%, EPS 为 0.77、1.15 元。** 综合考虑收入、期间费用率、所得税的变化情况, 1 季报业绩将继续印证公司正处于周期向上拐点的判断, 同时未来公司释放业绩意愿有增强的可能性, 15-16 年有望持续超市场预期, 维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 糖蜜成本上涨幅度超预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3119	3,654	4,223	4,801	5,411
YoY(%)	15.0	17.1	15.6	13.7	12.7
净利润(百万元)	146	147	255	381	451
YoY(%)	-39.8	0.5	73.2	49.3	18.6
毛利率(%)	29.3	29.3	29.9	30.2	30.5
净利率(%)	5.8	4.8	7.3	9.5	10.0
ROE(%)	6.2	5.8	9.3	12.4	12.9
EPS(摊薄/元)	0.44	0.45	0.77	1.15	1.37
P/E(倍)	56.6	56.3	32.5	21.8	18.4
P/B(倍)	3.0	2.9	2.7	2.5	2.2

图表 1 2014年报快读：营收、净利分别增17.1%、0.5%

	4Q13	4Q14	同比变化	FY2013	FY2014	同比变化	
营业收入	977	994	1.8%	3,119	3,654	17.1%	2014 年营收增 17.1%，基本符合我们预期，其中 4Q14 营收仅增 1.8%，显著低于 1-3Q14。
营业成本	707	708	0.1%	2,206	2,584	17.1%	
毛利率	27.6%	28.7%	1.2%	29.3%	29.3%	0.0%	
毛利	269	286	6.1%	913	1,070	17.2%	
营业税金及附加	5	8	63.6%	19	24	29.6%	
销售费用	97	113	16.8%	366	428	16.9%	
管理费用	102	79	-22.6%	238	274	15.5%	
财务费用	16	18	17.5%	81	117	44.1%	
资产减值损失	-1	16	2333.6%	-2	19	1087.0%	
公允价值变动收益	0	0	#DIV/0!	0		#DIV/0!	
投资收益	1	-9	-731.1%	0	-15	-7442.9%	
营业利润	51	41	-19.9%	211	193	-8.7%	
营业利润率	5.3%	4.1%	-1.1%	6.8%	5.3%	-1.5%	
营业外收入	17	17	1.1%	37	47	26.9%	
营业外支出	1	1	71.2%	1	2	70.1%	
利润总额	68	57	-15.8%	247	238	-3.8%	
所得税	45	21	-52.7%	65	61.1	-6.3%	
所得税率	90.8%	42.6%	-48.2%	30.8%	29.3%	-1.5%	
少数股东损益	9.08	12.18	34.1%	35.59	29.63	-16.7%	
归属于母公司净利润	14	24	73.8%	146	147	0.5%	
净利率	1.4%	2.4%	1.0%	4.7%	4.0%	-0.7%	糖业亏损幅度较大是净利低于预期的主要原因。
EPS	0.04	0.07	73.8%	0.44	0.45	0.5%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

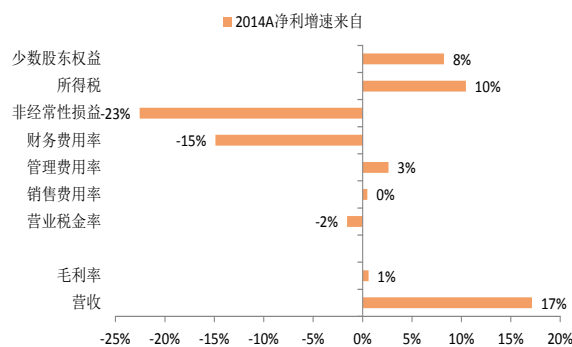
图表2 2H14酵母系列产品收入增长11.1% 单位：百万元

	1H13	2H13	1H14	2H14
酵母系列	1190	1393	1446	1547
同比增长	NA	NA	21.5%	11.1%
毛利率	34.1%	29.2%	33.8%	28.0%
同比变化	NA	NA	1.4%	-1.2%
包装	34	38	76	54
同比增长	44.1%	77.4%	121.5%	40.6%
毛利率	19.5%	14.6%	13.4%	19.3%
同比变化	2.4%	-9.9%	-6.1%	4.7%
制糖	NA	NA	14	42

	1H13	2H13	1H14	2H14
同比增长	NA	NA	#DIV/0!	-27.5%
毛利率	NA	NA	0.0%	-20.2%
同比变化	NA	NA	0.0%	-24.6%
奶制品	17	24	21	25
同比增长	-0.7%	17.9%	24.1%	6.3%
毛利率	30.7%	28.2%	27.8%	35.5%
同比变化	8.2%	1.2%	-2.9%	7.2%
中国大陆	930	1158	1165	1259
同比增长	-0.7%	30.6%	25.3%	8.8%
毛利率	38.8%	36.5%	38.0%	NA
同比变化	-0.1%	-3.6%	-0.8%	NA
国外	461	534	565	638
同比增长	3.0%	23.2%	22.5%	19.6%
毛利率	17.6%	8.7%	16.3%	NA
同比变化	4.0%	-2.4%	-1.3%	NA

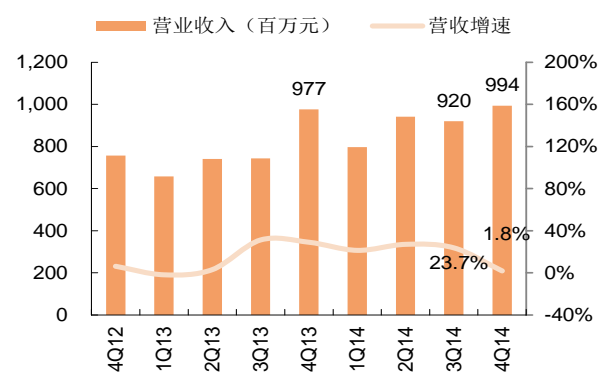
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 3 2014年业绩增长主要来自于营收增长



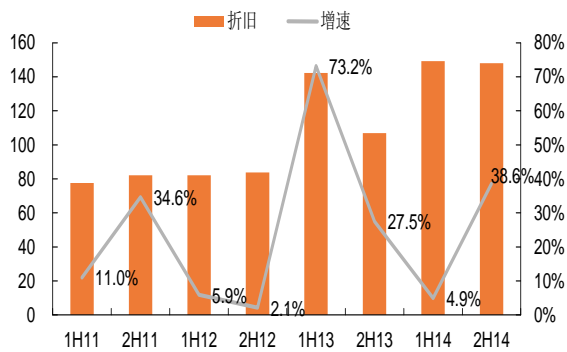
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 4Q14营收增长1.8%



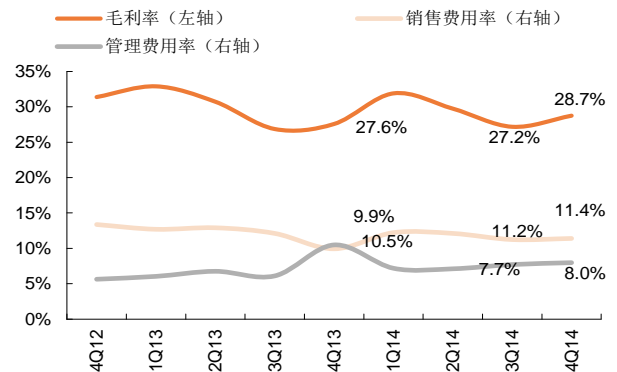
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 2014年折旧同比增加19%，与我们的预测基本一致



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 4Q14毛利率同比小幅上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 重点公司年度盈利预测 单位：元

股票名称	股价		EPS				PE				评级
	03月27日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E		
贵州茅台	194.55	11.74	13.53	13.43	13.23	16.6	14.4	14.5	14.7	推荐	
五粮液	23.13	2.61	2.15	1.55	1.74	8.8	10.7	14.9	13.3	推荐	
洋河股份	81.91	5.60	4.63	4.20	4.28	14.6	17.7	19.5	19.1	中性	
泸州老窖	24.29	2.94	2.45	0.94	1.14	8.3	9.9	25.8	21.4	中性	
青青稞酒	25.76	0.64	0.76	0.70	0.76	40.4	34.0	36.6	33.8	中性	
山西汾酒	22.42	1.54	1.12	0.44	0.54	14.5	20.1	51.1	41.7	推荐	
顺鑫农业	22.69	0.22	0.34	0.63	0.75	104.8	65.8	36.0	30.1	推荐	
古井贡酒	36.22	1.41	1.18	1.22	1.40	25.6	30.7	29.6	25.9	中性	
张裕 A	38.60	2.44	1.48	1.45	1.47	15.8	26.0	26.7	26.3	中性	
青岛啤酒	42.80	1.09	1.23	1.52	1.65	39.3	34.9	28.2	25.9	推荐	
海天味业	51.93	0.80	1.03	1.39	1.68	64.9	50.5	37.4	30.9	强烈推荐	
中炬高新	14.79	0.11	0.25	0.36	0.45	135.1	59.5	41.5	32.7	推荐	
伊利股份	31.10	0.43	0.72	1.43	1.70	71.7	43.3	21.7	18.3	强烈推荐	
贝因美	20.43	0.51	0.68	0.06	0.23	40.4	30.0	318.0	87.0	中性	
光明乳业	19.84	0.24	0.38	0.44	0.78	81.5	52.2	45.6	25.3	强烈推荐	
黑芝麻	17.00	0.02	0.12	0.20	0.48	755.3	137.9	87.0	35.3	推荐	
安琪酵母	25.13	0.57	0.35	0.45	0.77	43.8	71.2	56.3	32.5	强烈推荐	
双汇发展	36.61	0.88	1.66	1.81	1.87	41.5	22.1	20.3	19.5	中性	
大北农	24.47	0.39	0.44	0.48	0.79	63.0	55.3	51.3	30.9	强烈推荐	

资料来源：平安证券研究所、Wind

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2177	2181	2280	2408	2674
现金	628	599	486	493	558
应收账款	413	365	403	432	470
其他应收款	40	18	49	52	56
预付账款	143	109	182	149	224
存货	923	932	994	1113	1189
其他流动资产	31	159	167	169	177
非流动资产	4162	4101	4249	4490	4655
长期投资	38	23	23	23	23
固定资产	3704	3658	3721	3879	3962
无形资产	271	275	301	330	366
其他非流动资产	148	144	204	258	304
资产总计	6339	6282	6529	6897	7328
流动负债	2349	2684	3090	3120	3130
短期借款	1495	1456	1400	1400	1000
应付账款	623	424	775	583	942
其他流动负债	232	805	752	837	888
非流动负债	1058	504	451	382	309
长期借款	1000	500	447	378	305
其他非流动负债	58	4	4	4	4
负债合计	3408	3251	3501	3538	3568
少数股东权益	195	209	260	337	428
股本	330	330	330	330	330
资本公积	1145	1145	1145	1145	1145
留存收益	1308	1406	1712	2170	2712
归属母公司股东权益	2736	2822	3028	3359	3761
负债和股东权益	6339	6282	6529	6897	7328

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	631	543	656	659	1010
净利润	182	177	306	457	542
折旧摊销	260	313	290	331	374
财务费用	81	117	84	73	98
投资损失	0	15	0	0	0
营运资金变动	157	-77	-24	-202	-3
其他经营现金流	-50	-2	0	0	0
投资活动现金流	-845	-262	-638	-671	-739
资本支出	568	-5	348	341	365
长期投资	0	15	0	0	0
其他投资现金流	-276	-252	-290	-331	-374
筹资活动现金流	378	-371	-631	-381	-407
短期借款	224	-39	-56	-200	-200
长期借款	413	-500	-53	-69	-72
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0	0
其他筹资现金流	-258	168	-522	-112	-135
现金净增加额	579	537	586	693	858

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3119	3654	4223	4801	5411
营业成本	2206	2584	2960	3352	3763
营业税金及附加	19	24	28	32	36
营业费用	366	428	490	518	574
管理费用	238	274	312	326	341
财务费用	81	117	84	73	98
资产减值损失	-2	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-15	0	0	0
营业利润	211	193	348	500	600
营业外收入	37	47	47	47	47
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	247	238	393	544	645
所得税	65	61	86	87	103
净利润	182	177	306	457	542
少数股东损益	36	30	51	77	91
归属母公司净利润	146	147	255	381	451
EBITDA	645	654	767	948	1074
EPS (元)	0.44	0.45	0.77	1.15	1.37

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入(%)	15.0	17.1	15.6	13.7	12.7
营业利润(%)	-21.2	-8.7	80.2	43.6	20.2
归属于母公司净利润(%)	-39.8	0.5	73.2	49.3	18.6
获利能力					
毛利率(%)	29.3	29.3	29.9	30.2	30.5
净利率(%)	5.8	4.8	7.3	9.5	10.0
ROE(%)	6.2	5.8	9.3	12.4	12.9
ROIC(%)	5.3	4.8	7.5	10.3	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	53.8	51.7	43.8	35.2	33.0
净负债比率(%)	66.5	61.3	41.7	27.2	13.9
流动比率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	6.8	9.4	11.0	11.5	12.0
应付账款周转率	4.1	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.45	0.77	1.15	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	1.65	1.99	2.00	3.07
每股净资产(最新摊薄)	8.30	8.56	9.19	10.16	11.38
估值比率					
P/E	56.6	56.3	32.5	21.8	18.4
P/B	3.0	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	16.25	15.83	12.94	10.16	8.66

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033