

# 安琪酵母 (600298)

## 海外扩张思路成熟，全球酵母龙头呼之欲出

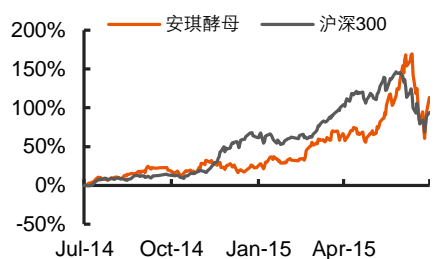
### 强烈推荐 (维持)

现价: 33.02 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
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)	324
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	108.84
流通 A 股市值(亿元)	107.08
每股净资产(元)	8.65
资产负债率(%)	50.30

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《安琪酵母\*600298\*业绩预增传递正能量，高增长仅是开始》 2015-07-09
- 《安琪酵母\*600298\*好事连连，近期回调带来买入良机》 2015-07-02
- 《安琪酵母\*600298\*一季报业绩超预期，继续“强烈推荐”》 2015-04-24

#### 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

### 投资要点

**事项:** 我们对安琪酵母的海外扩张情况做进一步的分析。

#### 平安观点:

- **安琪酵母全球市占率较低，成长空间巨大。**2014 年安琪出口业务实现收入 12 亿，收入占比 33%。考虑到安琪产能全球化布局可能加速，预计中长期出口收入占比有望持续上升。全球范围来看，安琪的酵母市占率仅为 11-12%，成长空间很大。
- **安琪的竞争力强于主要对手乐斯福和英联马利。**安琪酵母国内发展态势好于主要对手，估计酵母产品国内市占率 60%左右。全球范围来看，安琪发展速度也比乐斯福、英联马利快，竞争力强于主要对手。
- **俄罗斯建厂为海外扩张打开想象空间，成为全球酵母龙头指日可待。**安琪的酵母业务在海外建厂，一方面可以降低原料、物流、关税等成本，另一方面更好的理解当地消费者的需求，并易于得到当地客户的认可，有助于提高产品竞争力。安琪在国外的第一个生产基地是埃及工厂，几经波折，终成正果，2014 年实现收入 2.0 亿，净利 0.23 亿，净利润率可与国内主要子公司持平。俄罗斯建厂显示海外扩张思路趋于成熟，同时国外重点区域正好与“一带一路”契合，预计可乘“一带一路”之风，成为全球酵母龙头。
- **安琪酵母是过去一年平安食品团队持续重点推荐的品种，我们认为 2Q15 利润的爆发仅是开始，预计这一轮业绩的高增长至少将延续至 2016 年末，15-16 年业绩有望持续超市场预期。**除了业绩之外，俄罗斯建厂、国企改革预期也可能为 2H15 的股价表现锦上添花。
- **我们维持原有净利预测，预计 2015-2016 年营收增长 18%、15%，净利增长 80%、75%，EPS 为 0.80、1.40 元，维持“强烈推荐”的投资评级，现在就是买入良机。**
- **风险提示:** 糖蜜成本上涨幅度超预期。

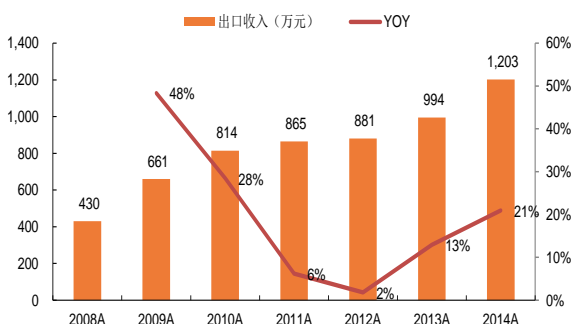
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2714	3119	3654	4307	5002
YoY(%)	8.3	15.0	17.1	17.9	16.1
净利润(百万元)	243	146	147	265	462
YoY(%)	-18.5	-39.8	0.5	80.0	74.5
毛利率(%)	30.5	29.3	29.3	29.4	30.2
净利率(%)	9.0	4.9	3.6	6.2	10.0
ROE(%)	9.4	5.4	5.3	9.1	14.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.44	0.45	0.80	1.40
P/E(倍)	44.8	74.3	73.9	41.1	23.5
P/B(倍)	4.1	4.0	3.9	3.6	3.2

## 一、安琪酵母业务全球成长空间巨大

### 1.1 安琪全球占比较低，全球市场成长空间大

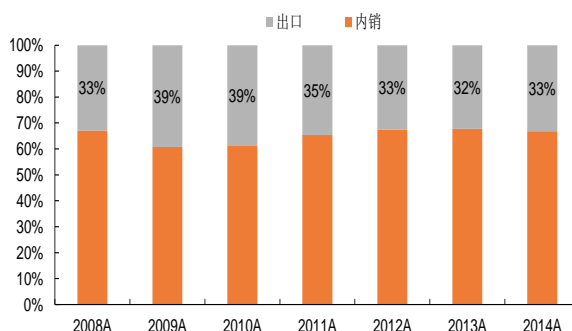
长期来看，安琪的出口业务占比有望持续上升。2012-2014 年出口收入增速持续回升，2014 年安琪出口业务实现收入 12 亿，增长 21%，占比 33%。考虑到安琪产能全球化布局可能加速，预计中长期出口收入占比有望持续上升。

图表1 2012-2014年出口收入增速持续回升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 2014年出口在总收入中的比例33%，预计未来有望持续上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

全球范围来看，安琪的酵母市占率约为 11%-12%，成长空间很大。全球范围来看，估计 CR5 酵母产能占比 60-70%。目前，全球知名的酵母生产企业包括法国的乐斯福（LESAFFRE）、英国的联合马利（AB MAURI）和中国的安琪酵母等。我们估计现阶段全球干酵母产能 140-150 万吨，中国酵母产能 25-30 万吨，安琪酵母产能 16-17 万吨，安琪占全球干酵母产能比重约为 11-12%，占比较低。

图表3 全球酵母行业龙头企业概况

企业名称	国别	产能	概况
LESAFFRE	法国	30 万吨左右	乐斯福来自法国北部、具有 160 年历史的家族企业，包括酵母、配料、烘焙、贸易业务，全球 40 多个国家拥有 70 多家子公司，40 多个生产基地，80% 的员工在法国以外，40-50% 的员工在欧洲以外。2014 年销售收入 16 亿欧元。
AB MAURI	英国	20-25 万吨	AB MAURI 的酵母和烘焙原料业务在 26 个国家 54 个厂，2014 年销售收入 12.6 亿英镑。国内 3-4 万吨产能。
安琪酵母	中国	16-17 万吨	主要在中国，分布在宜昌本部、新疆伊犁、内蒙古赤峰、广西崇左、云南德宏等地，国外有埃及生产基地，拟建设俄罗斯基地。

资料来源：百度，平安证券研究所

### 1.2 安琪的竞争力强于主要对手

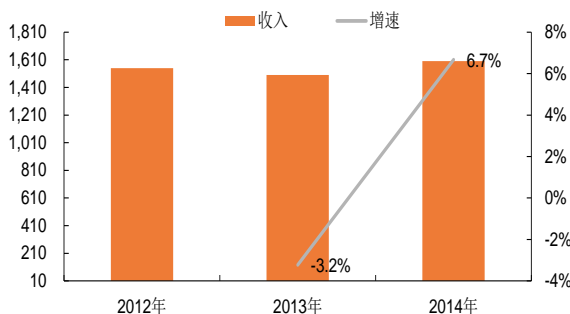
安琪酵母国内发展态势好于主要竞争对手，估计国内市占率 60% 左右。根据我们查询的信息，乐斯福、马利这两年均没有大规模新建酵母产能，预计未来行业的竞争格局将利好安琪。与对手相比，

安琪过去的高增长体现了公司竞争能力强于主要对手，只要公司自身战略不出现失误，未来增速可继续超越行业水平。

全球范围来看，安琪发展速度也比乐斯福、英联马利快，竞争力强于主要对手。对比 2012-2014 年收入数据，安琪酵母的收入增速明显好于主要对手。乐斯福是家族企业，缺乏进取心，2012-14 年收入基本没有增长。英联马利好些，但由于酵母相关业务占比不高，重视程度不够，2012-14 年复合增速 5-10%。从 2012-2014 年的成长速度来看，安琪的发展势头好于乐斯福和马利，复合增速超过 15%。

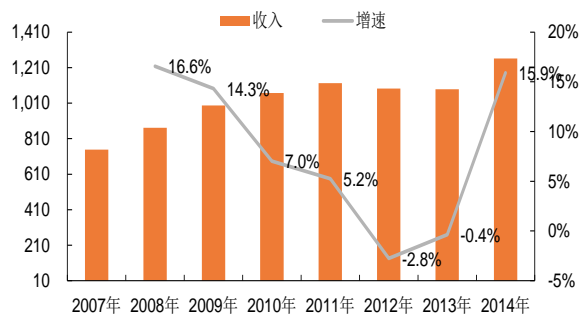
安琪的酵母抽提物 YE 规模已是全球第一，估计全球占比 20-25%，预计还有提升空间。估计现阶段公司拥有 4.6 万吨酵母抽提物产能，规模已跃居全球第一的位置，估计中国酵母抽提物产能超过 10 万吨，全球超过 20 万吨，安琪占全球的比重 20-25%，预计还有提升空间。

图表4 乐斯福营收增速较慢 单位：百万欧元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表5 英联马利(包括原料等其它业务,酵母为主) 营收增速较慢 单位：百万英镑



资料来源：wind，平安证券研究所

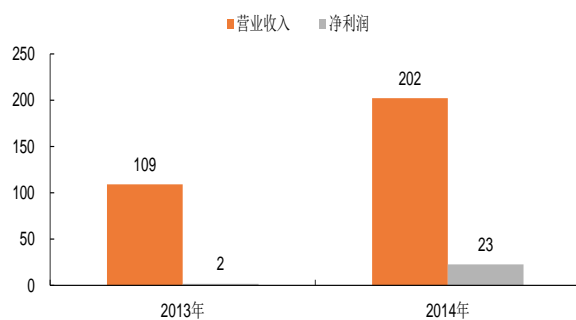
## 二、俄罗斯建厂为海外扩张打开想象空间

### 2.1 俄罗斯建厂将是安琪海外扩张的标志性事件

安琪的酵母业务海外建厂，一方面可以降低原料、物流、关税等成本，另一方面更好的理解当地消费者的需求，并易于得到当地客户的认可，有助于提高产品竞争力。

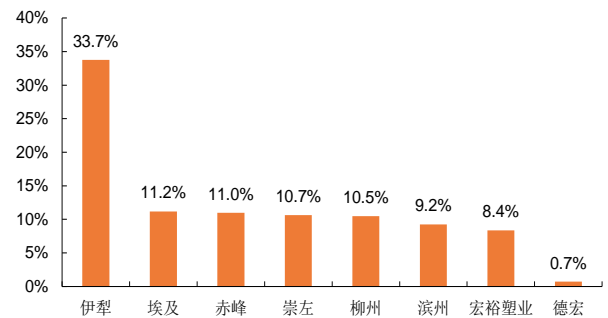
安琪在国外的第一个生产基地是埃及工厂，几经波折，终成正果。2010-2012 年，埃及项目运作初期，恰逢中东局势动荡、人民币升值，同时公司自身不够专注传统业务，因此导致出口业务低于预期。公司 2010 年的出口收入占比高达 41%，但 2011 年开始占比持续下降，2012 年、1H13 为 32%、33%，因此埃及项目贡献利润的时点较迟。经过安琪内部战略调整，重新专注传统业务，同时公司也适应了动荡的市场环境下的产品销售，且酵母是必须生活品，需求有一定刚性，因此 3Q13 开始出口大幅恢复增长。2013 年安琪埃及公司实现收入 1.1 亿，实现微利，2014 年实现收入 2.0 亿，净利 0.23 亿，净利润率可与国内主要子公司持平。

图表6 埃及公司营收和净利润 单位：百万元



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表7 埃及公司净利润率与国内主要子公司差不多



资料来源：公司网站，平安证券研究所

俄罗斯建厂将促进独联体和中东地区产品销售，同时也显示公司海外扩张思路趋于成熟，中长期海外市场成长空间巨大。安琪酵母7月初公告，计划在俄罗斯投资新建年产2万吨酵母项目，项目建设资金总需求4.98亿元，地点在利佩茨克州丹科夫经济特区，计划2017年上半年建成投产。预计项目建成后将有两个好处：（1）可加快俄罗斯等独联体国家以及周边市场的开发，俄罗斯是全球重要的酵母消费市场，年需求总量折干近5万吨，而自身供应能力不足，2012-2014年期间，每年从外部进口酵母超过1万吨。（2）安琪埃及公司已基本满产运作，部分中东非洲国家仍需从中国工厂长途海运，新产能投产后有助巩固并拓展中东地区市场。同时，从原料端来看，俄罗斯甜菜制糖业比较发达，副产品糖蜜年产量超过120万吨。综合考虑俄罗斯项目的区位优势，和安琪在埃及酵母项目的成功经验，我们判断该项目达到预期目标的概率较高。另外，俄罗斯项目显示公司扩张思路趋于成熟，海外扩张的想象空间打开。

图表8 安琪俄罗斯项目



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表9 安琪俄罗斯项目



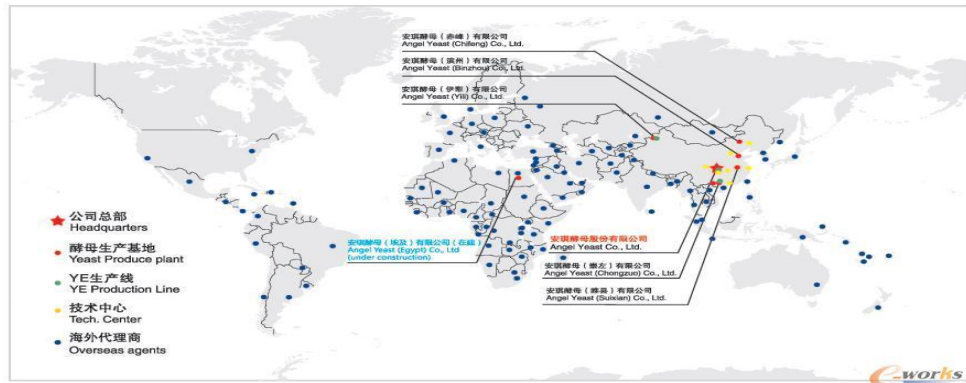
资料来源：公司网站，平安证券研究所

## 2.2 乘“一带一路”之风，全球酵母行业龙头指日可待

安琪的国外重点区域正好与“一带一路”契合，预计可乘“一带一路”之风，成为全球酵母龙头。公司现重点拓展区域包括中亚、中东、非洲、东南亚、南美等，公司通过差异化、性价比高的产品抢夺了其他酵母企业的市场份额。现阶段，中亚市场略显饱和，但独联体、中东、非洲、东南亚、南美市

场潜力仍很大，这些市场大多数与“一带一路”契合。根据《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，鼓励中国优势产业参与沿线国家基础设施建设和产业投资，预计未来安琪在这些区域的投资计划可得到政府的支持，包括新建产能和并购整合。长远来看，随着安琪规模的扩大和品牌知名度的提升，欧洲、美国市场也有望取得突破。

图表10 安琪酵母的生产线、技术中心、代理商服务分布



资料来源：公司网站，平安证券研究所

### 三、盈利预测与投资评级

**现在就是买入良机。**安琪酵母是过去一年平安食品团队持续重点推荐的品种，综合销售态势、折旧变化、人员费用、所得税率、公司态度等多个维度，我们于 14 年中期就领先市场提出了 15 年利润率将大幅回升、业绩爆发式增长的判断，而 1Q15、2Q15 业绩逐步印证了我们的逻辑。2Q15 利润的爆发仅是开始，预计这一轮业绩的高增长至少将延续至 2016 年末，15-16 年业绩有望持续超市场预期。除了业绩之外，近期公司公告在俄罗斯建厂又带来了新的惊喜，配合国家的“一带一路”政策，打开了安琪全球扩张的想象空间。国企改革预期也可能为 2H15 的股价表现锦上添花。

我们维持原有净利预测，预计 2015-2016 年营收增长 18%、15%，净利增长 80%、75%，EPS 为 0.80、1.40 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

### 四、风险提示

俄罗斯工厂建设进度低于预期。糖蜜成本涨幅超预期。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2177	2181	2180	2651
现金	628	599	432	643
应收账款	444	398	447	550
其他应收款	40	18	21	24
预付账款	143	109	128	147
存货	923	932	1065	1187
其他流动资产	0	126	86	100
<b>非流动资产</b>	4162	4101	4109	4146
长期投资	38	23	23	23
固定资产	3783	3726	3736	3770
无形资产	271	275	275	276
其他非流动资产	69	77	74	76
<b>资产总计</b>	6339	6282	6289	6798
<b>流动负债</b>	2349	2684	2446	2511
短期借款	1495	1456	1056	956
应付账款	707	503	593	680
其他流动负债	147	725	797	876
<b>非流动负债</b>	1058	566	566	566
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1058	566	566	566
<b>负债合计</b>	3408	3251	3012	3078
少数股东权益	195	209	257	342
股本	330	330	330	330
资本公积	1145	1145	1145	1145
留存收益	1308	1406	1579	1937
<b>归属母公司股东权益</b>	2736	2822	3019	3378
<b>负债和股东权益</b>	6339	6282	6289	6798

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	488	699	664	776
净利润	146	147	265	462
折旧摊销	36	30	48	84
财务费用	81	117	78	61
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-113	104	71	174
其他经营现金流	338	302	201	-5
<b>投资活动现金流</b>	-661	-400	-319	-345
资本支出	763	240	303	328
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1424	-640	-622	-673
<b>筹资活动现金流</b>	-91	-211	-511	-220
短期借款	224	-39	-400	-100
长期借款	-180	418	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-590	-111	-120
<b>现金净增加额</b>	-263	88	-167	211

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	3119	3654	4307	5002
营业成本	2206	2584	3042	3491
营业税金及附加	19	24	28	33
营业费用	366	428	491	520
管理费用	238	274	319	300
财务费用	81	117	78	61
资产减值损失	-2	19	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-15	0	0
<b>营业利润</b>	211	193	349	597
营业外收入	37	47	47	47
营业外支出	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	247	238	393	642
所得税	65	61	80	96
<b>净利润</b>	182	177	313	547
少数股东损益	36	30	48	84
<b>归属母公司净利润</b>	146	147	265	462
EBITDA	553	638	735	967
EPS(元)	0.44	0.45	0.80	1.40

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	15.0	17.1	17.9	16.1
营业利润(%)	-21.2	-8.7	80.6	71.4
归属于母公司净利润(%)	-39.8	0.5	80.0	74.5
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	29.3	29.3	29.4	30.2
净利率(%)	4.9	3.6	6.2	10.0
ROE(%)	5.4	5.3	9.1	14.4
ROIC(%)	4.1	4.5	6.3	10.3
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	53.8	51.7	47.9	45.3
净负债比率(%)	68.5	63.4	51.6	37.1
流动比率	0.93	0.81	0.89	1.06
速动比率	0.53	0.47	0.46	0.58
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.53	0.58	0.69	0.76
应收账款周转率	6.8	9.4	10.8	10.8
应付账款周转率	4.1	4.9	6.6	6.5
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.45	0.80	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	2.12	2.01	2.36
每股净资产(最新摊薄)	8.89	9.20	9.94	11.29
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	74.3	73.9	41.1	23.5
P/B	4.0	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	24.8	21.4	18.1	13.7

## 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±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±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

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

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

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