

安琪酵母 (600298)

看好逻辑逐步兑现，股市调整买点再现

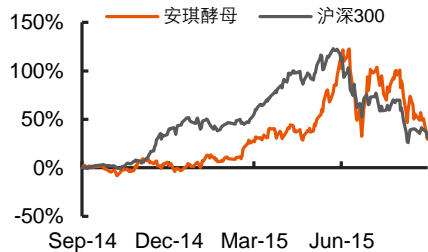
强烈推荐 (维持)

现价: 28.46 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)	80.00
流通 A 股市值(亿元)	78.70
每股净资产(元)	8.75
资产负债率(%)	48.40

行情走势图



相关研究报告

- 《安琪酵母*600298*2Q15 净利高增长如期兑现，继续强烈推荐》 2015-08-17
- 《安琪酵母*600298*15-16 年业绩有望持续超预期，再次强调现在仍是买入良机》 2015-07-24
- 《安琪酵母*600298*海外扩张思路成熟，全球酵母龙头呼之欲出》 2015-07-14
- 《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

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

平安观点:

- 安琪酵母是过去一年多平安食品团队持续重点推荐的品种，我们看好的逻辑正在逐步兑现。我们总结了近期路演推荐中，投资者对安琪酵母最关心的几个问题，并在此做详细解答，包括：(1) 最新草根调研和财报数据体现了公司哪些新变化；(2) 分品种看，除了面用酵母和YE，未来成长还有哪些想象空间；(3) 如何看待安琪当前的估值水平。
- 近期草根调研显示销售很好，2H15业绩超预期概率大。预计2H15可保持15-20%的收入增长，2015年大概率超43亿的目标计划。根据最新草根调研情况判断，估计安琪酵母3季度可增20%左右，估计国内收入增速仍高于国外。预计2H15折旧同比将下降、期间费用继续得到有效控制、糖业有望大幅减亏，2H15净利增速环比1H15将显著加快。
- 饲用酵母、保健品均有成为下一个YE的潜质。酵母行业成长空间巨大，酵母衍生品众多，有望多点开花。我们估算国内饲用酵母理论需求量8.8-17.6万吨，至少2倍以上成长空间，全球潜在空间更大，中长期来看，食品安全、鱼粉短缺趋势都可能推动饲用酵母需求爆发。保健品产品独特，想象空间大，等待变革，估计保健品业务合理价值为15亿。
- 市场普遍对B2B的食品中间品业务认可度不高，但由于存在产品向C端延伸的预期，因此中间品上市公司PE估值水平则往往较高。安琪酵母B2B业务成长确定性高、业内竞争优势明显，好于可比食品中间品公司平均水平，同时B2C业务也不缺想象空间，因此可享受更高的估值水平。
- 考虑到草根调研情况好于预期，我们分别上调2015年收入、EPS预测2%、3%至44亿、0.90元。预计2015-2016年营收增长21%、16%，净利增长101%、59%，EPS为0.90、1.43元。由于15-16年业绩有望持续超预期，我们认为安琪是可以穿越牛熊周期的好品种，近期股市调整，买点再现，维持“强烈推荐”的投资评级。按照2016年35倍PE，6个月目标价50元。
- 风险提示：15/16年糖蜜价格涨幅超预期。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2714	3119	3654	4410	5134
YoY(%)	8.3	15.0	17.1	20.7	16.4
净利润(百万元)	243	146	147	296	471
YoY(%)	-18.5	-39.8	0.5	101.1	59.0
毛利率(%)	30.5	29.3	29.3	29.5	30.2
净利率(%)	9.0	4.9	3.6	6.9	9.9
ROE(%)	9.4	5.4	5.3	10.1	14.6
EPS(摊薄/元)	0.74	0.44	0.45	0.90	1.43
P/E(倍)	38.6	64.1	63.7	31.7	19.9
P/B(倍)	3.5	3.4	3.3	3.1	2.8

正文目录

一、重申看好逻辑，正在逐步兑现.....	4
二、近期草根调研显示销售很好，2H15 业绩超预期概率大.....	4
三、饲用酵母、保健品均有成为下一个 YE 的潜质.....	10
3.1 酵母衍生品众多，有望多点开花.....	10
3.2 食品安全、鱼粉短缺可能推动饲用酵母需求爆发.....	12
3.3 保健品产品独特，想象空间大，等待变革.....	15
四、盈利预测、估值分析与投资评级.....	17
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	预计 3Q15 营收可实现 20%的增长.....	5
图表 2	2012-2015 年大型固定资产投资 单位：百万元，万吨	5
图表 3	折旧同比变化情况 单位：百万元	6
图表 4	估计 2014/15 新榨季公司采购的糖蜜均价上涨 10%左右 单位：元/吨.....	6
图表 5	1H15 销售费用同比变化情况 单位：百万元	7
图表 6	1H15 管理费用同比变化情况 单位：百万元	7
图表 7	2014 年招人速度放缓，报表中销售人员数量出现下降.....	8
图表 8	预计 2015-16 年销售费用率将持续下降	8
图表 9	预计 2015-16 年管理费用率将持续下降	8
图表 10	1H15 有息负债（短期借款+长期借款+应付债券）大幅降低 单位：百万元	9
图表 11	1H15 财务费用同比降 14%，降幅低于有息负债，预计 2H15 降幅有望明显加大 单位：百万元	9
图表 12	预计 2015-16 年财务费用将持续下降.....	9
图表 13	安琪酵母 1H15 所得税率下降 3.5pct.....	10
图表 14	2014 年本部和子公司税率变化不大	10
图表 15	2015 年糖价同比回升 单位：元/吨	10
图表 16	酵母品种国内长期需求空间测算.....	11
图表 17	调味品中酱醋行业的利润维持较快增速.....	11
图表 18	估计 2015 年安琪的 YE 可保持 30%的增速 单位：百万元.....	11
图表 19	估计 2014 年 YE 占酵母系列收入比重超过 20%.....	12
图表 20	三大主要酵母衍生品.....	12
图表 21	安琪酵母业务构成	12
图表 22	酵母源产品在动物营养领域的作用 单位：万吨	13
图表 23	中国饲用鱼粉进口价格维持上升趋势	13
图表 24	安琪的饲用酵母业务发展历程	14
图表 25	安琪的酵母源产品功能说明.....	14
图表 26	2013-1H15 年中国饲料产量增速低位徘徊，预计猪价回升，2H15 行业将恢复增长 单位：万吨	15
图表 27	保健品行业收入增速较快 单位：百万元	15
图表 28	保健品行业利润增速较快 单位：百万元.....	15
图表 29	2013 年底我国保健品细分产品数量（个）	16
图表 30	安琪保健品品类构成情况.....	16
图表 31	安琪纽特康普力星	17
图表 32	安琪纽特酵母蛋白粉.....	17
图表 33	A 股部分保健品上市公司估值表 单位：百万元.....	17
图表 34	食品中间品估值表 单位：百万元，元.....	18
图表 35	重点公司年度盈利预测	18

一、重申看好逻辑，正在逐步兑现

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、公司意愿等多个维度，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。我们7月24日的深度报告《15-16年业绩有望持续超预期，再次强调现在仍是买入良机》中提到，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，公司在俄罗斯建厂带来了新的惊喜，配合国家的“一带一路”政策，打开了安琪全球扩张空间。国企改革预期也可能为股价表现锦上添花。

7月的深度报告的主要观点如下：

- **酵母行业成长空间巨大。**国内酵母行业销量与理论值仍有较大差距，根据现有数据静态测算，国内酵母行业仍有3-4倍的成长空间。全球范围来看，安琪酵母市占率约为11%-12%，提升空间很大。
- **安琪是治理结构完善的中国酵母龙头企业。**现阶段安琪是国内酵母产销规模最大的企业，2014年干酵母产能达到16-17万吨，远高于其它竞争对手，全球干酵母产能排名第三，其中酵母抽提物全球第一。公司实际控制人是宜昌市国资委，第二大股东是管理层持股的日升科技，治理结构完善。我们认可董事长和安琪管理团队的能力，眼光长远，风格稳健。
- **预计15-16年收入可保持较快增速，持续超越行业。**安琪酵母国内发展态势好于主要竞争对手，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。行业利润率继续下降的可能性不大，竞争格局利好安琪。安琪的技术服务体系对手难以超越，预计15-16年面用酵母年均均可增15%以上。受益于下游旺盛需求，预计YE 15年可增长30%。
- **2015-2016年各项盈利能力指标将持续改善。**2015年糖蜜价格上升，但折旧占比降低，预计毛利率保持稳定。随着收入规模快速扩张，15-16年期间费用率可明显下降。内部利润分配有望趋于合理，所得税率15-16年可持续下降。2015年糖价回升，糖业亏损将大幅减少。

我们看好安琪酵母的逻辑正在持续兑现，近期因股市调整，安琪股价也被错杀，买点再现。我们总结了近期路演推荐中，投资者对安琪酵母最关心的几个问题，并在此做详细解答，包括：

1. 最新草根调研和财报数据体现了公司哪些新变化。
2. 分品种看，除了面用酵母和YE，未来成长还有哪些想象空间。
3. 如何看待安琪当前的估值水平。

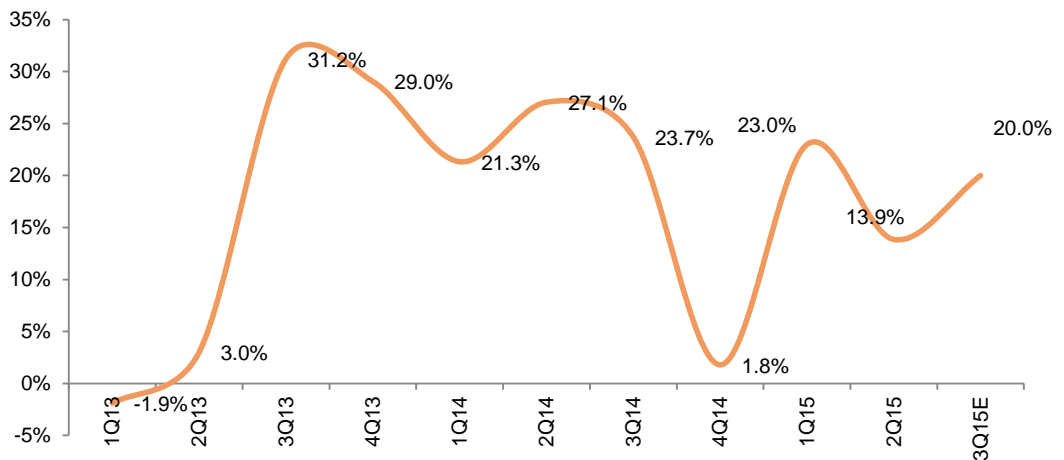
二、近期草根调研显示销售很好，2H15 业绩超预期概率大

对15-16年业绩高增长原因，我们已经在7月的深度报告中已经作了详细说明。本篇报告中，我们根据最新草根调研情况和中报相关财务数据，对相关观点和逻辑进行补充说明。

2H15可保持15-20%的收入增长，2015年大概率超43亿的目标计划。1H15营收同比增18%，国外增速略好于国内。根据最新草根调研情况判断，预计安琪酵母3季度可增20%左右，估计国内收入增速仍高于国外，继续保持良好的销售态势。预计随着人民币贬值效果体现，4Q15国外业务增速可能回

升，从而带来收入超预期。

图表1 预计3Q15营收可实现20%的增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

预计2H15折旧同比将下降、期间费用继续得到有效控制、糖业有望大幅减亏，2H15净利增速环比1H15将显著加快。1H15净利同比增62%，其中2Q15净利增速环比大幅上升，同比增82%，主要由于销售费用率、所得税率同比下降。综合考虑人员薪酬、广告投入等因素，我们判断15-16年销售和管理费用率均有望持续下行。结合固定资产投资情况判断，预计15-16年财务费用绝对额有望持续下降，其中由于1H15平均有息负债同比下降46%，2H15降幅有望明显加大。4Q14糖业亏损幅度较大，我们判断4Q15糖业有望减亏。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。公司已经发布3季度业绩预告，预计2015年1-9月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增加50%-80%，我们估计净利增速将位于偏上限的位置。

预计 2015 年全年酵母业务毛利率保持稳定，其中 2H15 酵母业务毛利率同比可小幅提升，主要来自于折旧额下降、内部成本有效控制，可顺利抵消糖蜜成本上涨的负面影响。

1H15 毛利率同比降 0.4pct，其中酵母系列同比降 0.7pct，其中 2Q15 毛利率同比增 0.7pct，随着收入规模的提升，折旧占比下降，抵消了糖蜜成本上涨的负面影响。从上半年来看，考虑到糖蜜价格涨幅可能有 10%，而国内外收入占比变化不大，显示了公司的生产成本得到有效控制。

1H15 折旧金额同比增 16.7%，预计 2H15 折旧同比将下降。从成本构成情况来看，1H15 折旧金额 1.74 亿，同比增 16.7%，超出我们原来预期，估计主要是公司折旧上下半年确认不均衡所致，历史上看公司的折旧增速波动较大。根据公司的产能投放情况估算，估计 2015 年折旧金额同比变化不大，占成本比重可明显降低，有利于全年毛利率的稳定，预计 2H15 折旧金额同比将下降。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，2013-2014 年折旧分别同比增长 50%、19%。由于 14 年开始固定资产投资大幅减少，估计折旧 2015 年变化不大，占成本的比重将明显下降。

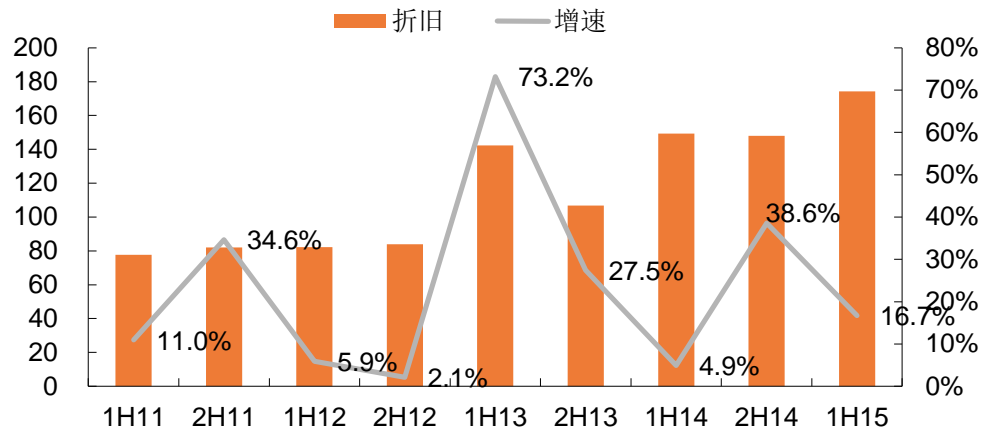
图表2 2012-2015年大型固定资产投资 单位：百万元，万吨

项目名称	产品	产量	转固数	预算
2H12 安琪产业园	/	/	397	500
1Q13 埃及酵母项目	酵母	1.5	368	458
1Q13 柳州酵母生产线项目	YE	2	444	387
2Q13 云南德宏	酵母	2	346	400

项目名称	产品	产量	转固数	预算
4Q13 赤峰甜菜糖	甜菜糖	0.3	298	287
3Q15 云南德宏扩建	酵母	0.6	-	84

资料来源：公司公告、平安证券研究所

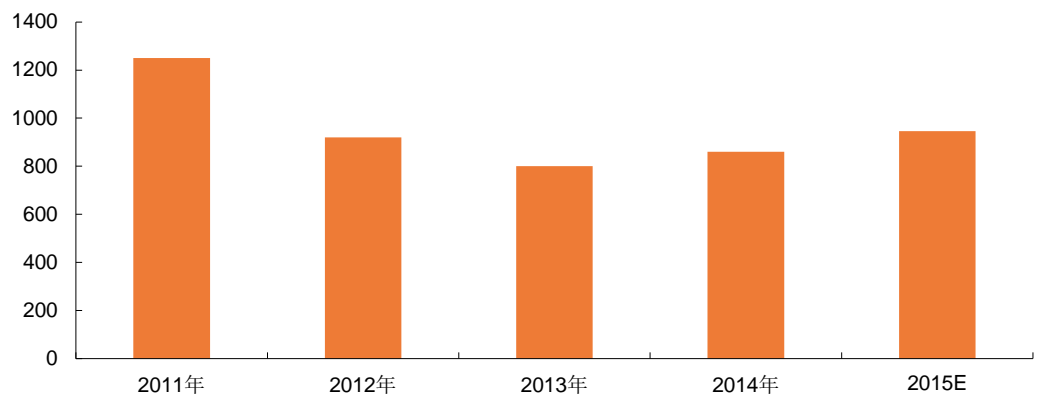
图表3 折旧同比变化情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

糖蜜价格上涨对2015年毛利率有一定负面影响，不过影响可控。根据酵母产品销量推算，估计2014年糖蜜占成本的比重30-40%。由于14/15年榨季广西甘蔗种植面积下滑，估计广西糖蜜减产100万吨以上，而短期糖蜜进口受阻，估计2015年安琪酵母采购的糖蜜价格总体上涨10%左右，对2015年毛利率有负面影响，不过从1H15毛利率变化情况来看，影响可控。

图表4 估计2014/15新榨季公司采购的糖蜜均价上涨10%左右 单位：元/吨



资料来源：WIND，平安证券研究所

预计 15-16 年收入快速增长，而部分费用增幅较小，如人员薪酬等，同时公司对广告等费用也做了有效控制，因此我们判断 15-16 年销售和管理费用率均有望持续下行。专注传统业务后，2014-15 年招人速度放缓。考虑到 15-16 年销售和管理人员数量不会出现明显增加，同时经过 1Q14 销售和管理人员大幅提薪之后，预计 15-16 年人员工资同比不会出现明显增加。

虽然 1H15 人员薪酬增幅超出预期，预计 2H15 人员薪酬增速将明显放缓。1H15 销售人员和管理人员薪酬分别增长 21%、17%，超出我们的预期，不过估计主要由于 15 年员工的奖金分摊到季度兑现，而 14 年较多在年度末体现。由于 15-16 年销售和管理人员数量不会出现明显增加，同时经过 1Q14 销售和管理人员大幅提薪之后，因此预计 15-16 年人员薪酬同比不会出现明显增加，其中 2H15 人员薪酬增速将会明显放缓，甚至同比下降。1H15 销售费用率下降幅度超我们预期，主要由于其它销售费用得到较好控制，如运费、差旅费、广告费均出现下降，预计 2H15 同比将延续下降趋势。

图表5 1H15销售费用同比变化情况 单位：百万元

项目	1H14	1H15	同比
销售人员薪酬	66.56	80.43	20.8%
运费	75.54	73.84	-2.2%
差旅费	15.74	15.28	-2.9%
广告宣传费	13.90	11.60	-16.5%
房屋租赁费	5.77	4.98	-13.7%
其他	34.01	39.44	16.0%
合计	211.51	225.57	6.6%

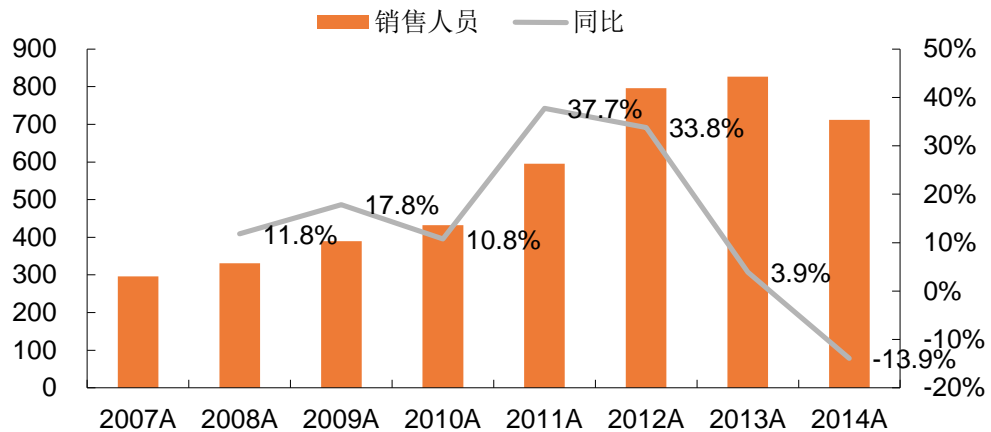
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 1H15管理费用同比变化情况 单位：百万元

项目	1H14	1H15	同比
管理人员薪酬	25.66	29.99	16.9%
研发费用	47.03	59.40	26.3%
折旧摊销费	9.82	12.14	23.5%
办公费	4.05	2.54	-37.4%
税金	7.07	10.86	53.7%
咨询服务费	4.94	4.62	-6.5%
其他	25.68	31.29	21.8%
合计	124.25	150.83	21.4%

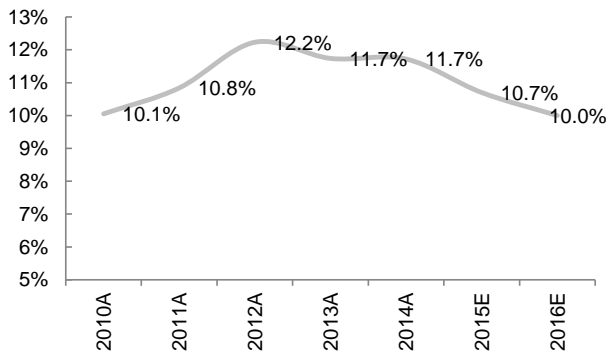
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 2014年招人速度放缓，报表中销售人员数量出现下降



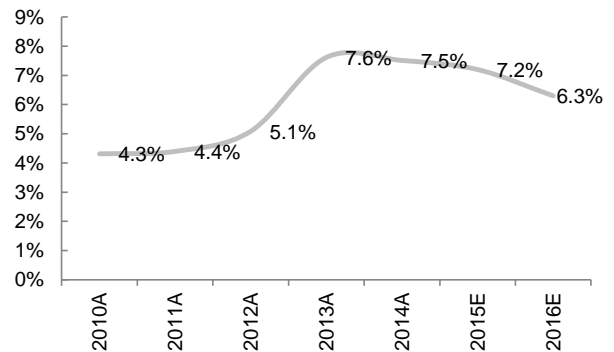
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 预计2015-16年销售费用率将持续下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 预计2015-16年管理费用率将持续下降

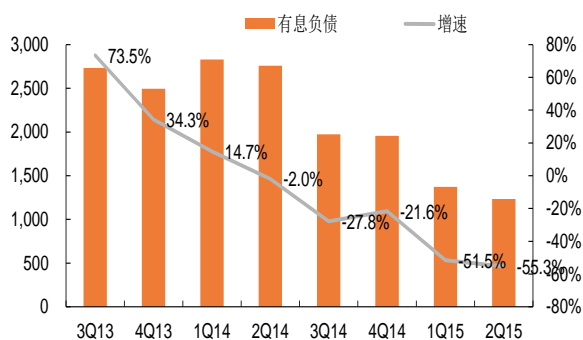


资料来源：公司公告，平安证券研究所

固定资产投资减少、设立融资租赁公司都有助于降低 15-16 年财务费用。财务费用与固定资产投资紧密相关，由于 14 年固定资产投资大幅减少，估计 15-16 年财务费用绝对值可持续下降。设立融资租赁公司锦上添花，有助于进一步节约财务费用。公司拟在上海自贸区设立融资租赁公司，现还在筹备阶段，预计可显著节约财务费用。安琪出口业务有很多，有机会得到低息的境外贷款，而外资融资租赁公司的融资上限是净资产的 10 倍，额度相对较大。

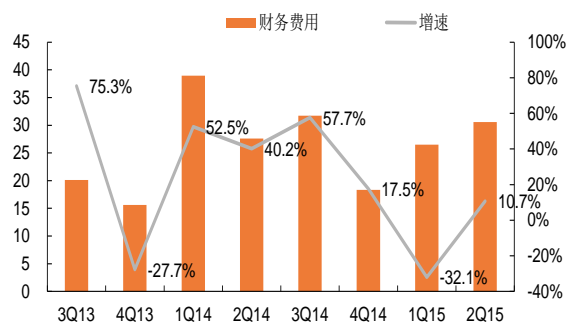
预计 2H15 财务费用降幅有望明显加大。2015 年有息负债（短期借款+长期借款+应付债券）大幅降低，1H15 平均有息负债同比下降 46%，不过财务费用同比仅降 14%，降幅明显低于有息负债降幅，估计可能由于季度间确认不均衡所致，预计 2H15 财务费用降幅有望明显加大。

图表10 1H15有息负债（短期借款+长期借款+应付债券）大幅降低 单位：百万元



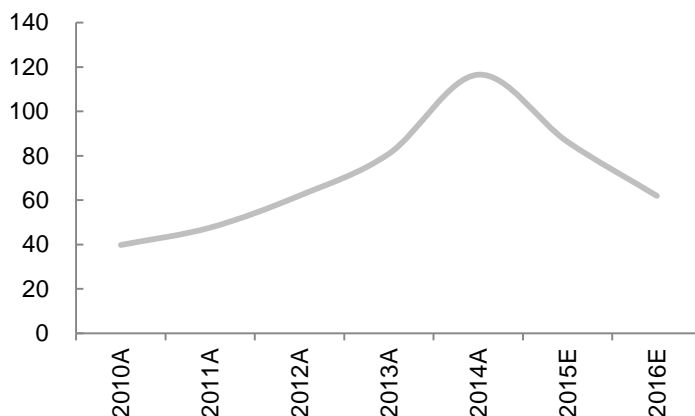
资料来源：公司公告，平安证券研究所估算

图表11 1H15财务费用同比降14%，降幅低于有息负债，预计2H15降幅有望明显加大 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所估算

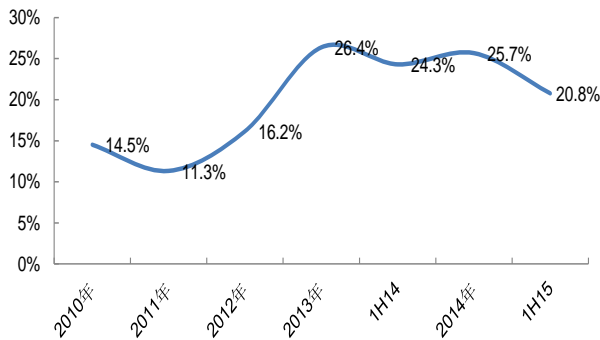
图表12 预计2015-16年财务费用将持续下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所估算

子公司盈利能力回升，内部利润分配有望趋于合理，安琪酵母1H15所得税率下降3.5pct，预计2H15和2016年将维持快速下降的趋势。安琪所得税率大幅上升从2013年开始，估计主要由于内部利润分配不合理所致，2013-2014年母公司扣除投资收益后出现亏损，伊犁、崇左等几个主要子公司净利则下滑幅度较小。销售模式上，安琪的各个子公司产品主要通过宜昌本部统一进行销售，我们认为子公司盈利能力回升后，通过内部结算价格的合理调节，合并报表所得税率有较大的下调空间。由于2015年子公司盈利能力大幅回升，1H15所得税率同比下降了3.5pct，预计2H15和2016年将维持快速下降的趋势。

图表13 安琪酵母1H15所得税率下降3.5pct



资料来源：公司公告、平安证券研究所

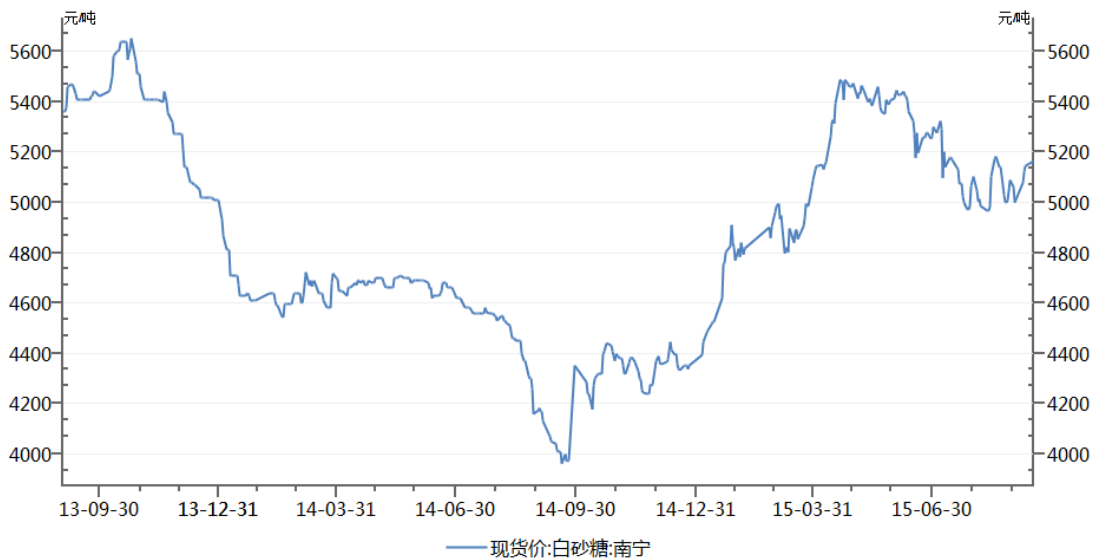
图表14 2014年本部和子公司税率变化不大

	2013年	2014年
本部	15%	15%
喜旺	25%	25%
滨州	15%	15%
睢县	15%	15%
赤峰	15%	15%
伊犁	15%	15%
崇左	15%	15%
柳州	15%	15%
德宏	25%	15%
埃及	-	25%
蓝天糖业	25%	25%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

糖价回升，预计2015年糖业亏损将大幅减少至0.2亿以内。糖业亏损幅度较大是2014年净利率较低的重要原因，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。考虑到2015年糖价回升，若4Q15能维持3Q15的均价，则4Q15糖价同比可上升15-20%，同时公司加大了高毛利率的小包装品种推广力度，预计糖业亏损将大幅减少至0.2亿以内。

图表15 2015年糖价同比回升 单位：元/吨



资料来源：wind，平安证券研究所

三、饲用酵母、保健品均有成为下一个 YE 的潜质

3.1 酵母衍生品众多，有望多点开花

酵母行业成长空间巨大。国内酵母行业销量与理论值仍有较大差距，根据现有数据静态测算，国内酵母行业仍有3-4倍的成长空间。全球范围来看，安琪酵母市占率约为11%-12%，提升空间很大。

国内酵母行业销量与理论值仍有较大差距。估计 2014 年国内活性干酵母产量 20 万吨左右，其中，国内消化 12-14 万吨，根据现有数据静态测算，国内酵母行业仍有 3-4 倍的成长空间。

图表16 酵母品种国内长期需求空间测算

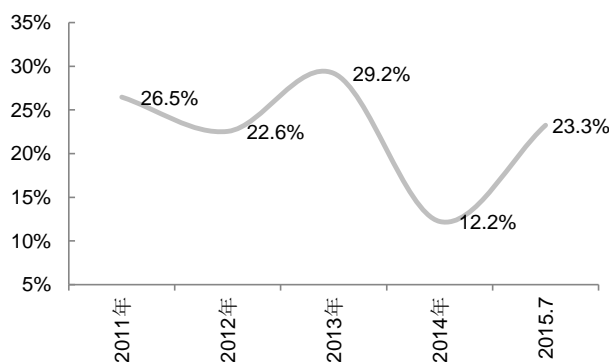
品种	假设条件			理论容量 (万吨)
面包	人口 (亿)	人均面包消费量 (公斤)	酵母添加比例	7.0
	14	5	1%	
馒头	全年消耗小麦粉 (万吨)	发酵面食占比	酵母添加比例	12.7
	14116	40%	0.40%	
YE	味精产量 (万吨)		替代比例	10.0
	200		5%	
饲用酵母	中国饲料产量		酵母添加比例	8.8
	17600 (万吨)		0.05%	
酒精	全国酒精产量 (万千升)		酵母添加比例	0.4
	984		0.05%	
其它酵母				5.0
合计				43.9

资料来源：公司公告、国家统计局、平安证券研究所预测

注：小麦粉和酒精产量均为2014年数据

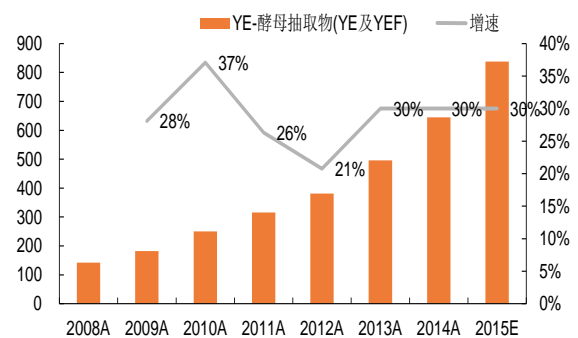
YE 是安琪酵母过去 3 年的明星产品。YE 是具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质，具有增鲜增味，降盐淡盐，平衡异味，耐受性强等特点，广泛应用于休闲食品、肉制品、方便面、酱油等食品调味领域。受益于调味品行业旺盛的产品升级需求，13-14 年 YE 收入增速均大幅超越公司平均水平，估计复合增速达到 30%，预计 2015 年 YE 可维持 30%的增速。估计 2011 年占酵母系列收入比重 12%左右，到了 2014 年超过 20%。安琪 YE 产能已是全球第一。估计现阶段公司拥有 4.6 万吨酵母抽提物产能，产能规模已是全球第一，同时规模第一有助于提高全球品牌知名度，形成销售规模与品牌知名度的良性循环。

图表17 调味品中酱醋行业的利润维持较快增速



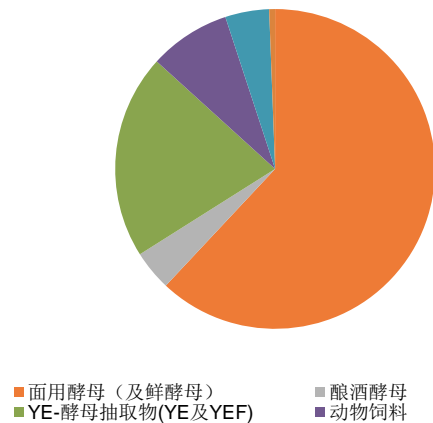
资料来源：wind，平安证券研究所

图表18 估计2015年安琪的YE可保持30%的增速
单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所估算

图表19 估计2014年YE占酵母系列收入比重超过20%



资料来源: wind, 平安证券研究所

我们认为未来3年面用酵母稳健增长、YE快速增长可期,关于面用酵母和YE我们在上一篇深度报告中已做详细说明,此处不再赘述,投资者普遍关心哪些品种可能成为下一个YE?酵母衍生品想象空间巨大,部分品种可能出现爆发式增长,主要看行业的需求变化和企业对消费者的培育,我们认为可以重点关注饲用酵母和保健品。

图表20 三大主要酵母衍生品

类别	用途	代表产品
YE(酵母提取物)	食品调味原料	基础味(纯品型)、Umami味(高I+G型)、KOKUMI味(KOKUMI型)、特征味(肉类风味型/酱油专用型)
饲用酵母	替代抗生素和鱼粉	复合益生菌、复合有机微量元素、饲料品质改良剂、复合发酵菌剂、特殊营养补充剂
保健品类	膳食营养补充	安琪系列即食酵母粉,康普力星系列,开智系列、安琪纽特等

资料来源: 公司网站、平安证券研究所

图表21 安琪酵母业务构成

酵母及相关业务	其他业务
烘焙及发酵面食	塑印包材
酿造及生物能源	乳品业务
YE食品调味	糖业业务
微生物营养	
人类营养健康	
动物营养植物营养与保护	
特种酶制剂	

资料来源: 公司网站、平安证券研究所

3.2 食品安全、鱼粉短缺可能推动饲用酵母需求爆发

饲用酵母未来的发展空间很大,食品安全、鱼粉短缺可能推动饲用酵母需求爆发,成为下一个YE。随着行业对食品安全的监管力度提高,鱼粉等优质动物蛋白日趋稀缺,我们判断饲料行业对饲用酵母的需求将持续提升,并且未来在某一时刻存在爆发的可能性,成为下一个YE。

饲用酵母进入了饲料原料目录，安全性高，功能上可替代抗生素，易于被消费者接受。随着人均收入和安全意识的提高，食品安全和健康是未来的重要发展趋势。酵母源生物饲料具有改善动物胃肠道健康、强化免疫、减少应激、改善繁殖性能等功能。由于抗生素弊端较多，长远来看，国家可能通过立法饲用抗生素进行限制，生物饲料添加剂作为饲用抗生素的替代品将得到快速发展。饲用酵母 15 年进入了饲料原料目录，预计可以更好地与饲料添加剂区隔，也有助于产品推广，易于被消费者接受。

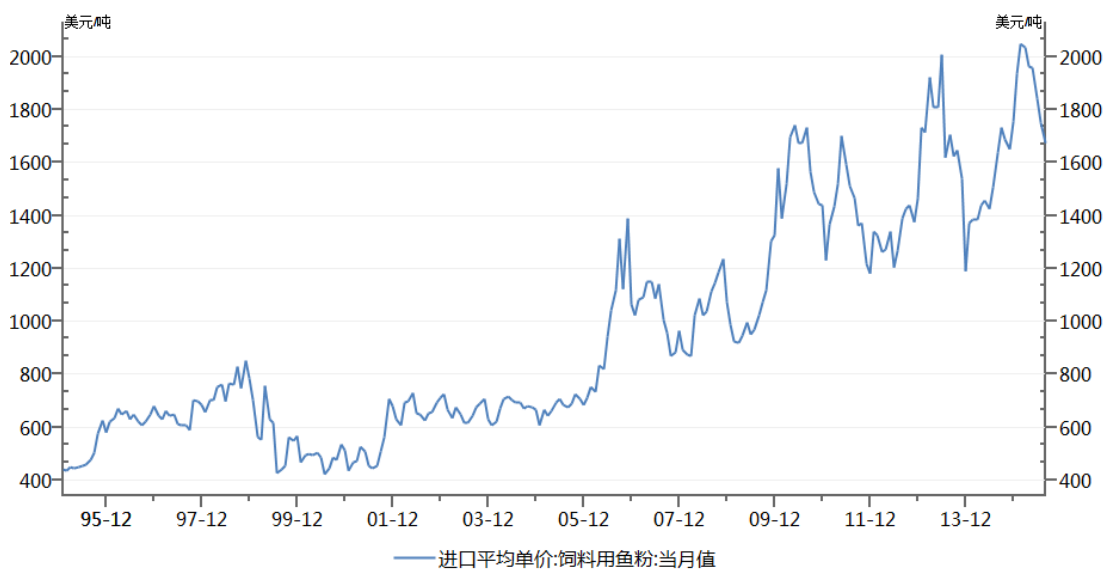
图表22 酵母源产品在动物营养领域的作用 单位：万吨

领域	作用
猪	仔猪腹泻防治，改善肉质、富硒猪肉，母猪生产性能，肠道健康
禽	促进肠道发育，提高免疫力
水产	富硒产品，提高免疫力，减少鱼粉使用
反刍	富硒产品，改善瘤胃环境，提高奶产量/品质，犊牛腹泻防治
特种	动物健康，改善毛皮外观

资料来源：公司网站，平安证券研究所

饲用酵母可工业化生产，有望替代鱼粉成为重要的优质蛋白质来源。饲用酵母和鱼粉均为高档蛋白原料。酵母源蛋白具有可持续、可工业化量产的优势，原料来源相对于鱼粉有优势。由于大部分饲用鱼粉依赖进口，中长期来看，鱼粉资源将受捕捞配额的限制，日趋紧张，且波动过大，回顾 1995-2015 年中国进口饲用鱼粉价格走势，维持了持续上升的态势。优质蛋白资源是中国饲料工业发展的重要制约因素，因此伴随着鱼粉价格的上升，饲用酵母需求有望持续增长。

图表23 中国饲用鱼粉进口价格维持上升趋势



资料来源：wind，平安证券研究所

按照 2014 年中国饲料产量 1.76 亿吨、饲用酵母添加比例 0.05%-0.1%估算，我们判断国内饲用酵母理论需求量 8.8-17.6 万吨，至少 2 倍以上的成长空间，根据联合国粮农组织（FAO）数据，2014 年全球饲料总产量超过 7 亿吨，按照饲用酵母添加比例 0.05%-0.1%估算，饲用酵母需求量 35-70 万吨，全球潜在需求空间更大。

安琪对饲用酵母已经耕耘多年，业内领先，知名度高。福邦是安琪酵母旗下动物营养领域品牌，是安琪公司旗下的第二个中国驰名商标，经过近二十年的研发与应用实践，在国内率先推出饲用高活

性酵母、酵母水解物、酵母硒、酵母细胞壁等酵母源饲用产品和应用技术，服务于畜禽、水产、反刍、特种养殖、宠物喂养等领域。

图表24 安琪的饲用酵母业务发展历程

时间	重要事件
2000	设立生物饲料研发室
2003	成立福邦动物营养事业部
2006	酵母多糖列入“国家火炬计划项目”
2008	参与制定饲用高活性干酵母（酿酒酵母）的国家标准
2009	福邦国内外销售收入突破亿元大关，参与制定酵母硒的行业标准
2011	设立动物营养研究所
2012	安琪生物产业园建成，年产 2.5 万吨复合生物饲料添加剂生产线建成投产
2013	福邦酵母细胞壁多糖和酵母自溶物通过 GMP+认证
2014	“福邦”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标

资料来源：公司网站，平安证券研究所

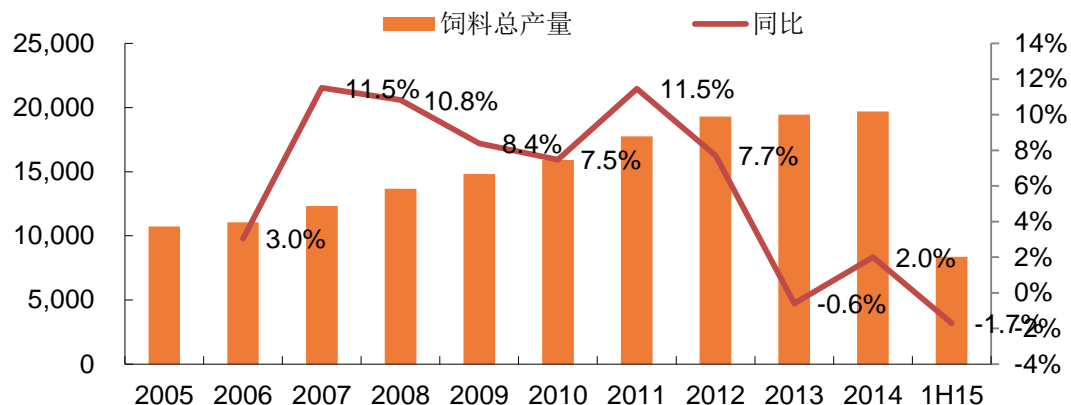
图表25 安琪的酵母源产品功能说明

序号	产品名称	产品功能
1	复合益生菌	以目前公司生产的酵母源产品为主，重点开发活性酵母、酵母多糖、芽孢杆菌、乳酸菌、中草药提取物等为主要成分的复合益生菌产品，主要用于调整动物肠道的微生态环境，改善其消化吸收性能。
2	复合有机微量元素饲料品质改良剂	以本公司生产的酵母水解物螯合物产品为主，配合本公司的酵母硒、酵母铬产品，按照适当比例配合，作为饲料厂或者大型养殖场的有机金属元素预混料，可提高动物对金属元素的吸收，减少环境中金属元素的污染。
3	（毒素吸附剂等）	目前重点产品为霉菌毒素吸附剂，该产品以公司改性酵母细胞壁多糖为原料，配合其它有效吸附霉菌毒素的成分，可有效的吸附目前饲料原料中普遍存在的黄曲霉毒素 B1、玉米赤霉烯酮等毒素，防止这些毒素被动物体吸收破坏其生理机能，进一步防止了毒素在动物体内贮存最终毒害人体。
4	复合发酶菌剂	以目前公司生产的活性酵母菌、霉菌、芽孢菌、乳酸菌为主，配以相关菌种的特殊营养成分，能够有效的用于大原料的发酵，改善饲料原料品质。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

估计饲用酵母 2014 年销售 3 亿左右，2009-2014 年均复合增速 20%左右，2014 年占酵母系列产品收入比重 7-8%，与 YE 20%以上的收入占比差距较大。估计 1H15 增速增长 20%左右，增速与公司酵母系列总体增速差不多。2013-1H15 年中国饲料产量增速低位徘徊，预计猪价回升，2H15 行业将恢复增长，同时养殖效益提升，有望刺激饲用酵母需求提速。

图表26 2013-1H15年中国饲料产量增速低位徘徊，预计猪价回升，2H15行业将恢复增长 单位：万吨



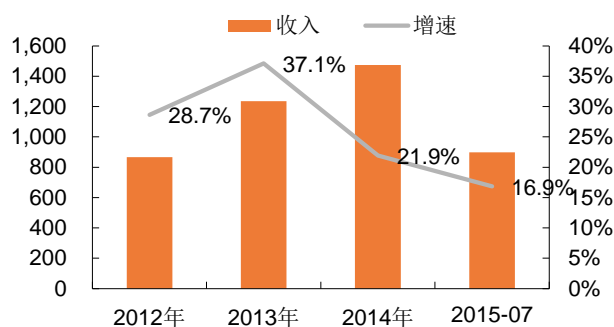
资料来源：饲料工业协会，平安证券研究所

食品安全和鱼粉短缺趋势下，饲用酵母行业需求未来存在提速的可能性，安琪在该领域耕耘多年，未来营收存在爆发的可能性，有望成为下一个 YE。

3.3 保健品产品独特，想象空间大，等待变革

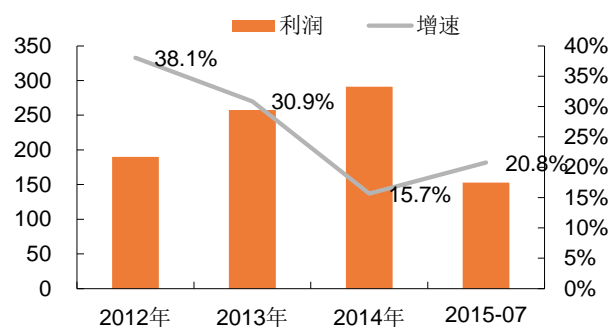
保健品行业发展速度快，仍是潜力巨大的朝阳产业。随着人口老龄化趋势、人均收入提升、生活压力的增大，消费者对健康的重视程度提高。2014 年中国保健品行业收入 1474 亿，收入同比增 22%，是食品饮料中收入增速最快的子行业之一。全球范围来看，保健食品行业是全球食品中发展最快的领域之一。由于保健品细分功能较多，行业集中度很低，不存在绝对龙头企业，因此小企业若能够做好差异化，仍有机会脱颖而出。随着消费者辨别能力提高，对保健品的成分、功效有更好的了解，拥有优质原料的企业将更得到青睐。

图表27 保健品行业收入增速较快 单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表28 保健品行业利润增速较快 单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表29 2013年底我国保健品细分产品数量（个）

功能	国产保健品	进口保健品
免疫力	2149	49
降血脂	1374	130
抗疲劳	1935	65
美容养颜	268	20
减肥	340	8
降血糖	261	12
睡眠	439	45
补钙	273	41
维生素	1410	114
其他	4599	227
以上合计	13048	711
总计		13759

资料来源：中国产业信息网，国家食品药品监督管理局

消费者对酵母特性产品有一定品牌认知度，由于缺乏 B2C 产品的运作经验，安琪的保健品业务增速不快。公司 2000 年上市以后开始进入保健食品领域，利用酵母技术优势开发具有改善胃肠道、提高免疫力、降血糖、降血脂、抗辐射、护肝、抗疲劳、减肥等功效的系列生物类保健食品。保健品发展时间长，但做得不好，估计 14 年保健品销售收入 1.5 亿左右，2010-2014 年复合增速仅为 10% 左右，明显落后于行业水平和公司其它业务。估计 1H15 销售基本持平，短期未见明显起色。当前保健品产能利用率不到 50%。我们认为保健品业务做得不好的主要原因是，公司以 B2B 为主，缺乏 B2C 产品的成功运作经验，消费者培育、渠道运作等弱于竞品。部分品种增长情况不错，主要是有酵母特性的产品增幅比较大，如酵母蛋白粉等，显示消费者对安琪在酵母相关领域有一定的品牌认知度，原料优势得到认可。

图表30 安琪保健品品类构成情况

品类	功效
安琪纽特	酵母源系列产品统领品牌，旗下安琪纽特系列产品主要针对成人营养问题，致力于改善现代化生活中人们日益下降的身体素质。
康普力星	以儿童、青少年的成长为关注重点，产品涉及儿童补钙、补锌、胃肠道健康等领域，旗下产品康普力星酵母锌是我国首个生物型补锌概念的倡导者。
开智	安琪纽特旗下的婴童品牌，产品涵盖了宝宝从出生到婴幼儿的成长阶段的各类食品和用品，开智以其安全、优质、高效的产品，呵护着宝宝的健康成长，“开智，宝宝健康成长好伙伴”。
纽邦	品牌以现代家庭为基础，原料采自世界各地，确保了原料的安全和优良。
乐维士 (Natural Wealth)	专业膳食营养补充剂生产商与销售商美国 NBTY 集团的下属子品牌，乐维士 (Natural Wealth) 系列保健品是 100% 美国原装进口，包装、标签等全部在美国原厂完成，是在美国本土有售的知名营养膳食产品。
原料	安琪纽特提供酵母源化妆品原料以及健康食品原料。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表31 安琪纽特康普力星



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表32 安琪纽特酵母蛋白粉



资料来源：公司资料，平安证券研究所

由于盈利能力较弱，过去两年公司对保健品费用投入和渠道进行了收缩。公司总体减少了保健品相关的费用投入，虽然邀请郭富城代言，对品牌美誉度有一定的支撑，不过宣传力度不大。销售方式上也做了调整，以前依靠地面人员推广，现在主要调动渠道的积极性。渠道上聚焦药店、婴童店等，商超渠道则收缩。估计现阶段保健品业务仍不贡献利润。

保健品想象空间大，等待变革。我们认为，安琪的保健品业务最大优势在于酵母领域的品牌影响力做背书，有酵母特性的产品容易得到认可，有先天的原料优势。如果能够借着国企改革的东风，引入营销能力优秀的战略投资者合作，未来成长的想象空间较大。

估计安琪保健品业务合理价值为 15 亿。由于盈利能力强、同时行业成长空间大，市场给予保健品上市公司 PS 估值水平较高。若按照 10 倍 PS 进行估算，则安琪保健品业务合理价值为 15 亿。

图表33 A股部分保健品上市公司估值表 单位：百万元

证券简称	市值 (9.29)	14 年营收	14PS	14 年净利	14PE
汤臣倍健	20,086	1,705	11.8	503	40.0
交大昂立	6,667	338	19.7	85	78.6
东阿阿胶	27,109	4,009	6.8	1,366	19.9

资料来源：wind，平安证券研究所

四、盈利预测、估值分析与投资评级

考虑到草根调研情况好于预期，我们分别上调2015年收入、EPS预测2%、3%至44亿、0.90元。预计2015-2016年营收增长21%、16%，净利增长101%、59%，EPS为0.90、1.43元。

看 PEG，安琪当前的估值不高。安琪 16 年 PE 20 倍左右，不考虑饲用酵母、保健品可能的爆发，预计 17-18 年安琪酵母营收、净利可保持 15%、20%的复合增速，16PEG=1。考虑到 16 年净利存在继续上调和其它业务存在爆发的可能性，16 年 PEG 估值不高。

市场普遍对 B2B 的食品中间品业务认可度不高，但由于存在产品向 C 端延伸的预期，因此中间品上市公司 PE 估值水平则往往较高。市场普遍对食品中间品业务的认可度不高，原因在于：B2B 产品价格波动大，从而导致业绩波动大；B2B 产品缺乏 B2C 企业的品牌壁垒，缺乏消费者粘性，容易

被替代。但从估值角度，市场又普遍给 B2B 公司较高的 PE 估值水平，可能原因在于这些企业都有向 B2C 产品延伸的预期，想象空间大。

安琪酵母 B2B 业务成长确定性、业内竞争优势强，好于其它可比食品中间品公司平均水平，同时也不缺想象空间，因此可享受更高的估值水平。安琪酵母产品价格波动较小，只要公司自身战略不出现失误，业绩成长的确定性高。公司综合的技术和营销能力突出，竞争力强于主要大型对手，而业内小企业又缺乏规模优势，因此安琪不容易被对手替代。安琪也存在向 B2C 产品延伸的预期，包括保健品、调味品等，想象空间不逊色于其它食品中间品公司。

图表34 食品中间品估值表 单位：百万元，元

证券简称	总市值	股价	EPS (元/股)			P/E		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
安琪酵母	9,381	28.5	0.45	0.90	1.43	63.7	31.7	19.9
金达威	6,365	11.1	0.34	0.37	0.50	32.5	29.9	22.1
保龄宝	5,354	14.5	0.06	0.10	0.17	241.7	145.0	85.3
量子高科	7,923	18.8	0.10	0.15	0.20	187.7	125.1	93.9
永安药业	2,822	15.1	0.17	0.21	0.33	88.8	71.9	45.7
晨光生物	2,550	14.2	0.12	0.45	0.53	118.3	31.6	26.8
浙江医药	8,200	8.8	0.18	-	-	48.7	-	-
新和成	14,646	13.5	0.74	-	-	18.2	-	-

资料来源：wind一致预期，平安证券研究所

股市调整，买点再现。由于15-16年业绩有望持续超市场预期，我们认为安琪是可以穿越牛熊周期的好品种，近期股市调整，买点再现，维持“强烈推荐”的投资评级。按照2016年35倍PE，6个月目标价50元。

图表35 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价(元) 9月28日	EPS (元/股)			P/E			评级	EPS 最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	190.17	12.22	13.14	14.30	15.6	14.5	13.3	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	
洋河股份	53.05	2.99	3.37	3.81	17.7	15.7	13.9	推荐	↑ 3% (8月30日)
泸州老窖	20.46	0.63	1.14	1.25	32.6	18.0	16.4	中性	
青青稞酒	18.36	0.71	0.59	0.66	26.0	31.0	27.7	中性	
山西汾酒	15.10	0.41	0.44	0.56	36.8	34.3	27.1	推荐	
顺鑫农业	15.54	0.63	0.69	0.78	24.7	22.7	19.9	推荐	
古井贡酒	26.89	1.19	1.29	1.48	22.7	20.9	18.1	中性	
张裕 A	36.04	1.45	1.64	1.78	24.9	21.9	20.3	推荐	↑ 12% (8月30日)
青岛啤酒	31.94	1.47	1.53	1.41	21.7	20.8	22.6	中性	↑ 9% (8月30日)
海天味业	31.27	0.77	0.92	1.08	40.5	34.1	29.0	强烈推荐	
中炬高新	15.14	0.36	0.28	0.32	42.1	54.2	47.7	推荐	
伊利股份	15.27	0.68	0.87	1.07	22.6	17.6	14.2	强烈推荐	
贝因美	14.03	0.07	-0.30	-0.27	208.3	-46.4	-51.8	中性	
光明乳业	14.49	0.46	0.38	0.46	31.4	37.8	31.2	中性	↓ -51% (8月30日)
黑芝麻	11.42	0.20	0.22	0.25	58.4	51.9	45.7	中性	
安琪酵母	28.46	0.45	0.90	1.43	63.7	31.7	19.9	强烈推荐	↑ 3% (9月30日)
双汇发展	17.56	1.22	1.23	1.25	14.3	14.3	14.0	推荐	
大北农	10.28	0.29	0.27	0.44	35.4	38.0	23.3	强烈推荐	

股票名称	股价(元) 9月28日	EPS(元/股)			P/E			评级	EPS最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
三全食品	8.37	0.10	0.10	0.11	83.2	85.9	73.3	强烈推荐	
均值					42.0	26.7	22.0		

资料来源: 平安证券研究所、Wind

五、风险提示

15/16年糖蜜价格涨幅超预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	2177	2181	2237	2710
现金	628	599	451	648
应收账款	444	398	458	564
其他应收款	40	18	21	25
预付账款	143	109	131	151
存货	923	932	1088	1219
其他流动资产	0	126	88	103
非流动资产	4162	4101	4109	4152
长期投资	38	23	23	23
固定资产	3783	3726	3736	3776
无形资产	271	275	275	276
其他非流动资产	69	77	74	76
资产总计	6339	6282	6346	6862
流动负债	2349	2684	2473	2538
短期借款	1495	1456	1056	956
应付账款	707	503	605	698
其他流动负债	147	725	812	884
非流动负债	1058	566	566	566
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1058	566	566	566
负债合计	3408	3251	3040	3104
少数股东权益	195	209	263	349
股本	330	330	330	330
资本公积	1145	1145	1145	1145
留存收益	1308	1406	1603	1968
归属母公司股东权益	2736	2822	3044	3409
负债和股东权益	6339	6282	6346	6862

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	488	699	690	777
净利润	146	147	296	471
折旧摊销	36	30	54	86
财务费用	81	117	86	62
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-113	104	95	186
其他经营现金流	338	302	159	-27
投资活动现金流	-661	-400	-319	-351
资本支出	763	240	303	333
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1424	-640	-622	-684
筹资活动现金流	-91	-211	-519	-228
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	-119	-128
现金净增加额	-263	88	-148	198

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3119	3654	4410	5134
营业成本	2206	2584	3108	3585
营业税金及附加	19	24	29	34
营业费用	366	428	468	513
管理费用	238	274	313	323
财务费用	81	117	86	62
资产减值损失	-2	19	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-15	0	2
营业利润	211	193	396	608
营业外收入	37	47	47	47
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	247	238	441	653
所得税	65	61	91	97
净利润	182	177	350	556
少数股东损益	36	30	54	86
归属母公司净利润	146	147	296	471
EBITDA	553	638	791	978
EPS (元)	0.44	0.45	0.90	1.43

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	15.0	17.1	20.7	16.4
营业利润(%)	-21.2	-8.7	105.3	53.5
归属于母公司净利润(%)	-39.8	0.5	101.1	59.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	29.3	29.3	29.5	30.2
净利率(%)	4.9	3.6	6.9	9.9
ROE(%)	5.4	5.3	10.1	14.6
ROIC(%)	4.1	4.5	7.1	10.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	53.8	51.7	47.9	45.2
净负债比率(%)	68.5	63.4	50.5	36.6
流动比率	0.93	0.81	0.90	1.07
速动比率	0.53	0.47	0.46	0.59
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.53	0.58	0.70	0.78
应收账款周转率	6.8	9.4	11.0	10.8
应付账款周转率	4.1	4.9	6.7	6.5
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.45	0.90	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	2.12	2.09	2.36
每股净资产(最新摊薄)	8.89	9.20	10.03	11.40
估值比率	-	-	-	-
P/E	64.1	63.7	31.7	19.9
P/B	3.4	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	22.1	19.0	14.9	12.0

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