

安琪酵母 (600298.SH)

业绩反转继续、格局持续改善，可长线布局的绝对收益品种

 评级：**买入**

 前次：**增持**

 目标价(元)：**21.8**

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S074051070001

zhangshuai@r.qizq.com.

021-20315176

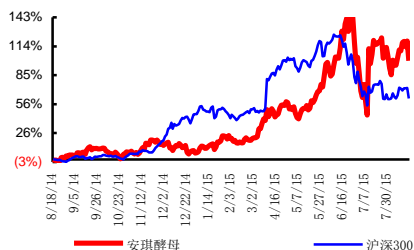
huyc@r.qizq.com.cn

2016年6月12日

基本状况

总股本(百万股)	824.08
流通股本(百万股)	810.72
市价(元)	15.74
市值(百万元)	12971.02
流通市值(百万元)	12760.73

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,654.11	4,213.36	4,905.54	5,710.59	6,659.18
营业收入增速	17.14%	15.30%	16.43%	16.41%	16.61%
净利润增长率	0.51%	90.29%	64.62%	30.09%	19.63%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.85	0.56	0.73	0.87
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	41.34	35.80	28.13	21.63	18.08
PEG	80.57	0.40	0.44	0.72	0.92
每股净资产(元)	8.74	9.44	4.64	5.36	6.23
每股现金流量(元)	2.12	1.73	0.86	1.06	1.11
净资产收益率	5.11%	9.00%	12.07%	13.57%	13.97%
市净率	2.11	3.22	3.40	2.93	2.52
总股本(百万元)	329.63	329.63	824.08	824.08	824.08

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 业绩反转继续，今明两年公司利润增速仍将显著高于收入增速，短期内净利率10%绝非终点。**在收入保持稳增的同时，未来两年公司三项费用率和所得税率仍有下降空间——在当前公司产能持续偏紧状态下，不会大幅增加销售人员和营销投入，销售费用增长低于营收增长，管理费用率和历史均值相比仍处较高水平，财务费用率随着低息贷款替换及集中资本开支减少也会逐渐下降，而所得税率通过母子公司调节及营改增调整有望继续下探至12%左右水平，同时总体成本随着海外产能布局及进口限制放开也将稳中趋降，从而今明两年公司利润增速仍将显著高于收入增速。公司净利率历史高点15%-17%有其特殊原因，目前达到比较困难，但10%也绝非终点。短期看中报，预计业绩增速接近100%（还有资产减值转回、制糖业务减亏等影响），二季度利润高点预计可达1.3亿元左右（以往经验看Q2一般为年度利润高点，主要受费用投放节奏和少数股东确认影响），反转继续、可能再次拔高市场一致预期，全年业绩增速有望达60%-70%。
- 行业格局持续改善，提价通道逐步打开，预计未来五年每年提价1-2次，带动毛利率稳步提升。**随着国内众多酵母厂商被兼并或关停（成本无优势、环保压力），行业格局逐渐稳定，目前安琪国内市占率高达50%（YE市场份额则更高），并拥有定价权，安琪+乐斯福占比接近80%，前三占比达90%以上。国内酵母行业之前已有三年未提过价，而其占下游成本的比重仅为1%不到，小幅提价影响微乎其微，且行业龙头独有的综合服务提供能力保证客户高粘性，尤其在高端品种方面更是拥有绝对垄断优势，乐斯福、马利年初相继对旗下产品提价，安琪随后跟进——1月份对YE部分产品提价5%，5月份对酵母部分产品提价5%，且下游用户对高端产品需求强劲、接受程度越来越高，行业提价轨道和空间逐步打开（龙头间的默契也已形成），预计公司未来五年在国内每年都会有1-2次小幅的直接或间接提价（减少经销商返利、产品结构升级等），从而带动毛利率稳步提升（从当前的30%向历史高点的35%左右靠拢），支撑公

司利润增长持续超越收入增长。国外方面，目前安琪与国外公司差价明显，但随着渠道和品牌建设加强，价格也将逐步靠拢（虽然目前公司海外业务毛利率明显低于国内，但由于费用投入较少，净利贡献相差不多）。

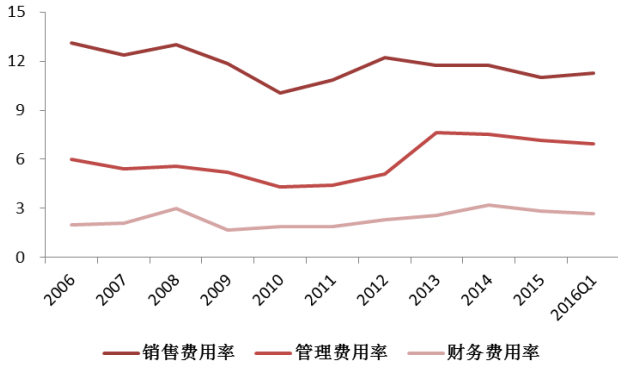
- **未来增长路径清晰，循环经济下多点开花，收入复合增速保持 15% 以上，长期看有望成为全球酵母龙头。**公司“十三五规划”2020 年收入超过 80 亿元，即未来五年收入复合增长保持 15% 以上，公司的历史表现证明其收入高增长的稳定性，未来继续保持高增速则来自循环经济下的多点开花——（1）酵母业务：国内酵母行业仍然保持接近两位数增长，尤以烘焙类酵母需求旺盛，海外市场随着产能布局完善也将逐步提升份额，预计未来五年收入复合增速 10% 左右；（2）YE（酵母浸出物）：国内外需求极为强劲，应用范围不断扩大，前景空间十足，公司产能和技术优势明显，预计未来五年收入复合增速 15%-20%；（3）动物营养、人类健康等衍生品：国内酵母饲料高速增长，渗透率逐渐提高，预计未来五年收入复合增速 20%-30%，酶制剂、营养保健品也都步入正轨。另外重点关注食品原料（渠道共享，目前大几千万，未来翻倍式增长，预计十三五末超过 5 亿元）和电商发展（15 年 8000 万，16 年预计达到 2 亿，十三五规划 7-8 亿元），并有望用新模式真正打开 C 端成长，但短期利润贡献均较小。所以，短期仍然核心关注酵母、YE 和动物营养业务增长，而位居全球第二的英联马利当前经营状况不佳，且酵母也不是其核心业务，未来行业或将形成乐斯福和安琪的双寡头竞争格局。长期看，通过不断加强全球产能布局及借助资本市场外延并购，公司有望成长为全球酵母龙头。
- **估值探讨——行业本身固有属性和公司独特经营模式铸就高壁垒，参照历史及海外估值，向好阶段可给予 25-30 倍。**（1）改变周期品视角：以前把安琪看作周期品，原因在于毛利率波动较大，这主要是由于公司原材料单一且成本占比较高，很难进行替代，随着公司进行海外布局，对国内依赖降低，受影响程度逐渐减小，（近三年国内糖蜜价格波动仍大，但公司毛利率稳中有升），同时下游需求稳定，价格稳中有升，产品结构升级明显。实际上酵母属于食品范畴，严格说是食品配料，和调味品更为相近；（2）行业本身属性决定其具有规模和技术壁垒（规模优势保证低生产成本和运输成本、生物发酵技术和高端菌种具有稀缺性），而公司独特经营模式决定其拥有宽广护城河（生产端：糖厂参股，保证充足低成本原料、销售端：综合服务，获得客户高粘性）；（3）全球化和品类扩张是国际食品巨头市值突破的两个关键，安琪是国内为数不多参与到全球竞争并具有后发优势的食品相关企业，全球布局保证了其未来可持续增长的空间（先国内后国外）。参考历史均值（不低于 20 倍 PE）和海外估值（没有增长给 20-25 倍 PE），目前行业景气向上、格局持续改善，公司也处于向好反转阶段，考虑未来成长性理应享受估值溢价，可稳定给予 25-30 倍 PE。
- **目标价 21.8 元，上调至“买入”评级，高确定性的绝对收益品种。**小幅上调盈利预测，预计 2016-2018 年实现销售收入 49.1、57.1、66.6 亿元，同比增长 16.4%、16.4%、16.6%，实现归母净利润 4.61、6.00、7.18 亿元，同比增长 64.6%、30.1%、19.6%，对应 EPS 为 0.56、0.73、0.87 元。中报后有望估值切换，给予 2017 年 30 倍 PE，对应目标价 21.8 元，12 个月 30% 以上空间，公司业绩释放动力足（2016 年日升完全解锁），高确定性的绝对收益品种，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**原材料糖蜜价格大幅上涨、海外工厂不能按时建成投产、汇率大幅波动。

图表 1：近期报告汇总

报告名称	日期	类型	评级	调整理由
《一季报点评：收入稳增，利润异彩》	20160419	公司点评	增持	—
《一季度预增 100%-150%，略超预期、持续向好》	20160405	公司点评	增持	涨幅较大，估值回到相对合理水平
《业绩符合预期，高送转彰显信心》	20160310	公司点评	买入	—
《产品升级快于预期，中期业绩拐点确定》	20160202	跟踪报告	买入	—
《业绩预增 70%-100%，符合预期、反转继续》	20160119	公司点评	买入	基于公司估值及四季度业绩情况上调
《Q3 净利润增速略低于预期，中期拐点仍然确定》	20151029	公司点评	增持	—
《业绩反转确立，全球扩张的中国酵母龙头》	20150818	公司深度	增持	—

来源：中泰证券研究所

图表 2: 公司三项费用率处于下降通道 (%)



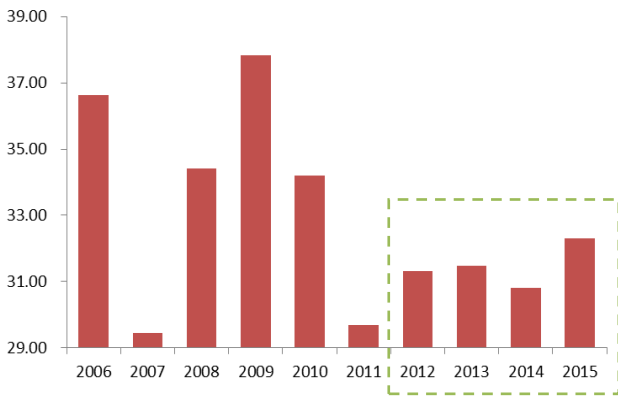
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 3: 公司所得税率仍有下降空间



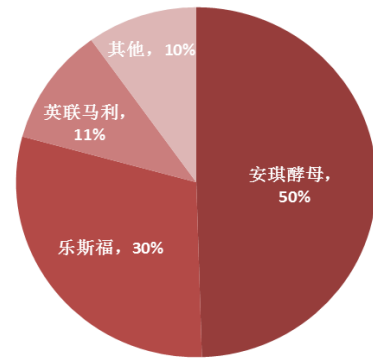
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 4: 公司近几年毛利率水平近趋于稳定



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 5: 国内酵母行业 CR3 超过 90%



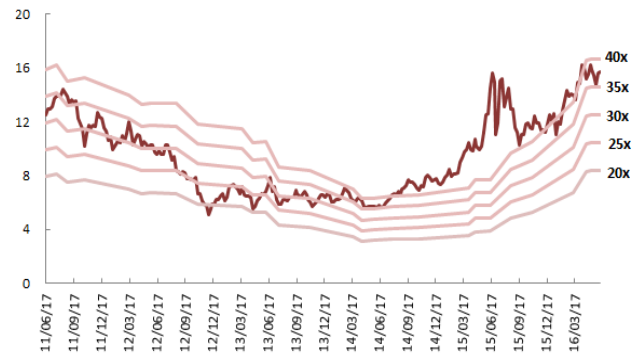
来源: 中泰证券研究所

图表 6: 公司收入增速历史表现



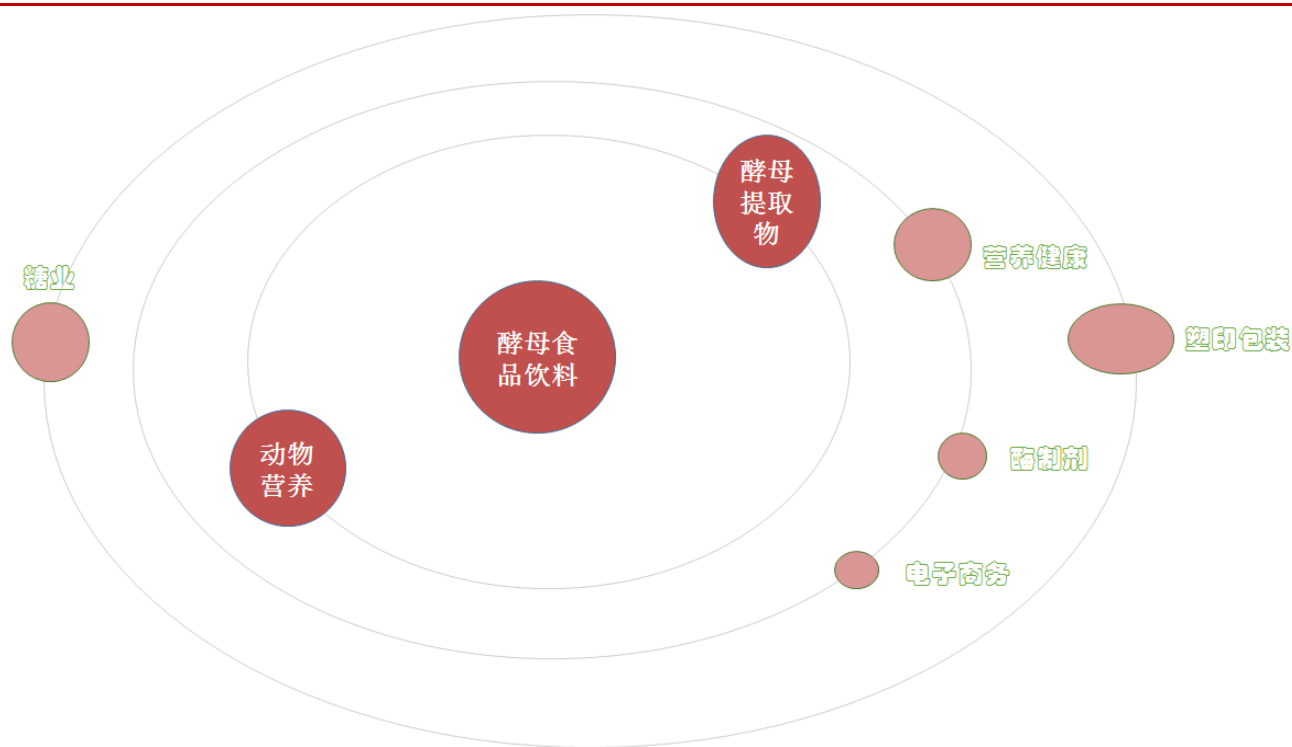
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 7: 公司历史 PE band



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 8：公司产业集群——循环经济下多点开花



来源：中泰证券研究所

图表 9: 键入图表的标题

产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
酵母系列						
销售收入	2,582.93	2,992.95	3,377.01	3,917.33	4,528.44	5,248.46
增长率 (YOY)	—	15.87%	12.83%	16.00%	15.60%	15.90%
毛利率	31.47%	30.80%	32.30%	33.50%	34.10%	33.90%
销售成本	1,770.15	2,071.17	2,286.24	2,605.03	2,984.24	3,469.23
增长率 (YOY)	—	17.01%	10.38%	13.94%	14.56%	16.25%
毛利	812.78	921.78	1,090.77	1,312.31	1,544.20	1,779.23
增长率 (YOY)	—	13.41%	18.33%	20.31%	17.67%	15.22%
占总销售额比重	83.80%	82.51%	80.64%	80.27%	79.58%	79.05%
占主营业务利润比重	89.26%	85.84%	86.94%	88.19%	86.58%	86.40%
包装						
销售收入	72.61	129.76	140.04	154.04	177.15	203.72
增长率 (YOY)	—	78.71%	7.92%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	16.90%	15.86%	18.82%	19.70%	20.00%	20.00%
销售成本	60.34	109.18	113.68	123.70	141.72	162.98
增长率 (YOY)	—	80.94%	4.13%	8.81%	14.57%	15.00%
毛利	12.27	20.58	26.36	30.35	35.43	40.74
增长率 (YOY)	—	67.73%	28.06%	15.14%	16.75%	15.00%
占总销售额比重	2.36%	3.58%	3.34%	3.16%	3.11%	3.07%
占主营业务利润比重	1.35%	1.92%	2.10%	2.04%	1.99%	1.98%
制糖和奶制品						
销售收入	98.53	102.55	171.45	180.00	185.00	187.00
增长率 (YOY)	—	4.08%	67.19%	4.99%	2.78%	1.08%
毛利率	14.72%	14.47%	6.95%	10.94%	10.79%	10.36%
销售成本	84.03	87.71	159.53	160.30	165.04	167.62
增长率 (YOY)	—	4.38%	81.88%	0.48%	2.96%	1.56%
毛利	14.50	14.84	11.92	19.70	19.96	19.38
增长率 (YOY)	—	2.35%	-19.66%	65.23%	1.32%	-2.91%
占总销售额比重	3.20%	2.83%	4.09%	3.69%	3.25%	2.82%
占主营业务利润比重	1.59%	1.38%	0.95%	1.32%	1.12%	0.94%
其他						
销售收入	328.29	401.96	499.50	628.80	800.00	1,000.00
毛利率	21.65%	29.02%	25.15%	20.00%	23.00%	22.00%
毛利	71.07	116.65	125.62	125.76	184.00	220.00
占总销售额比重	10.65%	11.08%	11.93%	12.88%	14.06%	15.06%
占主营业务利润比重	7.81%	10.86%	10.01%	8.45%	10.32%	10.68%
销售收入小计	3082.36	3627.22	4188.00	4880.18	5690.59	6639.18
销售成本小计	2171.74	2553.37	2933.32	3392.06	3907.00	4579.83
毛利	910.62	1073.85	1254.68	1488.11	1783.59	2059.35
平均毛利率	29.54%	29.61%	29.96%	30.49%	31.34%	31.02%

来源: 中泰证券研究所

图表 10: 安琪酵母财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,119	3,654	4,213	4,906	5,711	6,659	货币资金	628	599	301	589	628	737
增长率	14.95%	17.1%	15.3%	16.4%	16.4%	16.6%	应收款项	484	416	602	665	755	888
营业成本	-2,206	-2,584	-2,954	-3,417	-3,927	-4,600	存货	923	932	985	1,180	1,338	1,561
%销售收入	70.7%	70.7%	70.1%	69.7%	68.8%	69.1%	其他流动资产	143	235	200	231	247	279
毛利	913	1,070	1,259	1,488	1,784	2,059	流动资产	2,177	2,181	2,088	2,664	2,969	3,466
%销售收入	29.3%	29.3%	29.9%	30.3%	31.2%	30.9%	%总资产	34.3%	34.7%	33.7%	40.7%	43.0%	47.0%
营业税金及附加	-19	-24	-23	-27	-33	-37	长期投资	38	23	23	23	23	23
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	3,784	3,726	3,696	3,474	3,518	3,501
营业费用	-366	-428	-463	-515	-600	-686	%总资产	59.7%	59.3%	59.7%	53.0%	51.0%	47.4%
%销售收入	11.7%	11.7%	11.0%	10.5%	10.5%	10.3%	无形资产	317	315	322	325	324	323
管理费用	-238	-274	-302	-343	-383	-440	非流动资产	4,162	4,101	4,108	3,889	3,932	3,914
%销售收入	7.6%	7.5%	7.2%	7.0%	6.7%	6.6%	%总资产	65.7%	65.3%	66.3%	59.3%	57.0%	53.0%
息税前利润 (EBIT)	291	344	470	603	769	897	资产总计	6,339	6,282	6,197	6,553	6,900	7,380
%销售收入	9.3%	9.4%	11.2%	12.3%	13.5%	13.5%	短期借款	1,577	1,956	2,003	1,665	1,428	895
财务费用	-81	-117	-120	-54	-24	1	应付款项	776	588	683	860	959	1,117
%销售收入	2.6%	3.2%	2.8%	1.1%	0.4%	0.0%	其他流动负债	-4	141	154	384	174	197
资产减值损失	2	-19	-19	0	0	0	流动负债	2,349	2,684	2,840	2,908	2,560	2,208
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-15	2	8	1	0	其他长期负债	1,002	504	11	11	11	11
%税前利润	—	—	0.7%	1.3%	0.1%	0.0%	负债	3,351	3,189	2,851	2,919	2,571	2,219
营业利润	211	193	334	557	746	898	普通股股东权益	2,783	2,881	3,112	3,820	4,420	5,137
营业利润率	6.8%	5.3%	7.9%	11.4%	13.1%	13.5%	少数股东权益	195	209	228	303	398	512
营业外收支	36	45	43	62	49	52	负债股东权益合计	6,330	6,279	6,191	7,042	7,389	7,869
税前利润	247	238	377	619	794	950	比率分析						
利润率	7.9%	6.5%	8.9%	12.6%	13.9%	14.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-65	-61	-58	-84	-99	-119	每股指标						
所得税率	26.4%	25.7%	15.4%	13.5%	12.5%	12.5%	每股收益 (元)	0.444	0.447	0.850	0.560	0.728	0.871
净利润	182	177	319	535	695	832	每股净资产 (元)	8.443	8.740	9.440	4.635	5.363	6.234
少数股东损益	36	30	39	74	95	114	每股经营现金净流 (元)	1.481	2.121	1.731	0.857	1.059	1.111
归属于母公司的净利润	146	147	280	461	600	718	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	4.7%	4.0%	6.6%	9.4%	10.5%	10.8%	回报率						
				10.9%	12.2%	12.5%	净资产收益率	5.26%	5.11%	9.00%	12.07%	13.57%	13.97%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.31%	2.34%	4.52%	6.55%	8.12%	9.12%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	4.38%	5.19%	7.92%	10.07%	12.02%	13.56%
净利润	182	177	319	535	695	832	增长率						
少数股东损益	0	0	0	74	95	114	营业总收入增长率	14.95%	17.14%	15.30%	16.43%	16.41%	16.61%
非现金支出	258	332	343	313	316	328	EBIT增长率	-14.33%	18.22%	36.79%	28.28%	27.49%	16.72%
非经营收益	93	140	109	-14	-10	-36	净利润增长率	-39.78%	0.51%	90.29%	64.62%	30.09%	19.63%
营运资金变动	-46	51	-200	-129	-129	-207	总资产增长率	16.22%	-0.80%	-1.40%	5.75%	5.30%	6.95%
经营活动现金净流	488	699	571	780	968	1,030	资产管理能力						
资本开支	693	415	276	32	310	258	应收账款周转天数	53.9	38.8	35.4	39.6	38.1	38.1
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	138.8	131.0	118.4	126.0	124.3	123.9
其他	32	15	33	8	1	0	应付账款周转天数	89.1	73.9	56.1	67.6	64.8	64.3
投资活动现金净流	-661	-400	-243	-24	-309	-258	固定资产周转天数	340.1	367.7	314.8	258.4	205.1	165.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	544	-121	-452	-339	-237	-533	净负债/股东权益	65.44%	60.09%	50.96%	26.10%	16.59%	2.79%
其他	-651	-106	226	-56	-286	-16	EBIT利息保障倍数	3.6	2.9	3.9	11.1	32.2	-824.0
筹资活动现金净流	-107	-227	-226	-395	-524	-549	资产负债率	52.94%	50.78%	46.05%	41.46%	34.80%	28.20%
现金净流量	-280	72	101	362	135	223							

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。