

安琪酵母 (600298)

多因素推动业绩高增长，全球化有望打开新空间

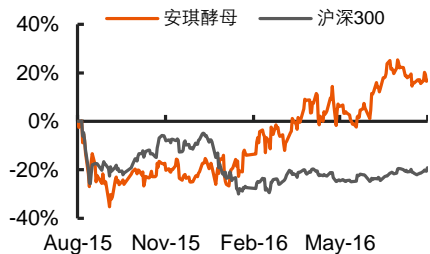
强烈推荐 (维持)

现价: 17.43 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 /39.98%
实际控制人/持股	宜昌市国资委/%
总股本(百万股)	824
流通 A 股(百万股)	811
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	143.64
流通 A 股市值(亿元)	141.31
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	48.00

行情走势图



相关研究报告

- 《安琪酵母*600298*规模扩张推动净利率向历史高位靠拢》 2016-04-20
- 《安琪酵母*600298*酵母产业赢家，1Q16 业绩再超预期》 2016-04-05

证券分析师

张宇光 投资咨询资格编号 S1060515090001 0755-22627694 ZHANGYUGUANG467@PINGAN.COM.CN

文献 投资咨询资格编号 S1060511010014 0755-22627143 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

王俏怡 投资咨询资格编号 S1060515110001 0755-22626689 WANGQIAOYI597@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

安琪酵母公布16年中报，1H16实现营收23.8亿，同比增15.8%；归母净利2.6亿，同比增85.2%，每股收益0.32元。测算2Q16收入12.5亿，同比增16.7%；归母净利1.5亿，同比增61.8%，每股收益0.18元。

平安观点:

■ **2Q16 净利符合此前业绩预告。**2Q16 净利增 61.8%，主要来自于收入增 16.7%、毛利率提升 1.5pct，以及财务费用率降低 1.5pct。

■ **酵母平稳增长，全年完成计划无忧。**1H16 酵母产品收入增 10.7%，公司于 1 月、5 月分别对 YE、酵母提价，由于产品需求相对刚性，对销量影响较少，对收入、利润均有正面贡献。估计面用酵母增速与总体增速相仿，YE 增速可能略高于平均水平。其他业务增 40.1%，主要是食品原料业务增长较快。分区域来看，国内强化业务推广，同比增 20.4%，高于国外 5.8%的增速。往全年看，公司技术服务体系领先，团队能力优秀，全年大概率完成 48.5-50 亿的营收计划。

■ **多因素推动净利增长，盈利能力仍有提升空间。**2Q16 毛利率 31.9%，同比增 1.5pct，主因在于，一是主要产品 YE 与酵母提价；二是原料糖蜜价格略有下行（同比约降 2%至 910 元）；三是糖价上涨。银行资金需求减少，利息支出减少致财务费用率下降 1.5pct；销售与管理费用率分别升 0.1pct、降 0.6pct，费用控制得当，经营效率提高。此外，公司内部利润分配合理，2Q16 所得税率下降 10.2pct；前期计提应收款项坏账准备转回，资产减值损失减少，也是净利增长重要原因。往全年看，产品提价与原料降价可保证毛利率持续走高；期间费用率仍可下降，盈利能力仍有提升空间。

■ **安琪全球扩张，有望打开新一轮成长空间。**安琪海外市占率不足 5%，具有较大成长空间。继埃及工厂成立后，俄罗斯工厂 2 万吨产能预计将在 16 年底投产，当地原料、能源价格较低，成本优势明显。未来公司将推进全球扩张进程，加速海外布局，有望打开新一轮成长空间。

■ **盈利预测与估值：**暂维持盈利预测不变，预计16-18 年EPS为0.62、0.74、0.86元，同比增82%、20%、16%，最新股价对应PE分别为28、24、20倍。考虑到安琪酵母规模扩张将推动净利率持续提升，全球扩张打开新成长空间，维持“强烈推荐”投资评级。

■ **风险提示：**原料价格上涨，食品安全事件，海外建厂进度低于预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3654	4213	4908	5633	6421
YoY(%)	17.1	15.3	16.5	14.8	14.0
净利润(百万元)	147	280	509	609	706
YoY(%)	0.5	90.3	81.6	19.6	15.9
毛利率(%)	29.3	29.9	31.8	32.5	32.7
净利率(%)	4.0	6.6	10.4	10.8	11.0
ROE(%)	5.3	9.6	15.9	17.0	17.8
EPS(摊薄/元)	0.18	0.34	0.62	0.74	0.86
P/E(倍)	97.6	51.3	28.2	23.6	20.4
P/B(倍)	2.0	1.9	4.3	3.8	3.4

图表1 中报快读：2Q16收入增16.7%，净利增61.8% 单位：百万元，元/股

	2Q15	2Q16	同比变化	1H15	1H16	同比变化	
营业收入	1,072	1,252	16.7%	2,053	2,377	15.8%	酵母同比增 10.7%
营业成本	746	853	14.3%	1,431	1,625	13.6%	
毛利率	30.4%	31.9%	1.5%	30.3%	31.7%	1.3%	
毛利	326	399	22.3%	623	753	20.8%	
营业税金及附加	6	7	20.0%	11	13	12.1%	
销售费用	111	130	17.7%	226	257	13.9%	
管理费用	78	83	6.5%	151	162	7.2%	
财务费用	31	17	-45.2%	57	47	-17.9%	
资产减值损失	3	-7	-368.9%	8	-26	-429.3%	前期已计提坏账准备转回所致
公允价值变动收益	7	0	-100.0%	7	0	-100.0%	
投资收益	3	0	-96.3%	3	0	-97.4%	
营业利润	108	168	55.8%	180	300	66.9%	
营业利润率	10.1%	13.5%	3.4%	8.8%	12.6%	3.9%	
营业外收入	15	10	-31.9%	20	20	-1.4%	
营业外支出	0	2	1959.3%	0	2	1637.7%	
利润总额	123	176	43.6%	200	318	59.0%	
所得税	23	20	-13.1%	42	39	-6.5%	
所得税率	22.2%	12.0%	-10.2%	23.4%	12.9%	-10.5%	
少数股东权益	8	9	4.9%	18	19	6.1%	
归属于母公司净利润	91	147	61.8%	140	260	85.2%	
净利率	9.3%	12.5%	3.2%	7.7%	11.7%	4.0%	
EPS	0.11	0.18	61.8%	0.17	0.32	85.2%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

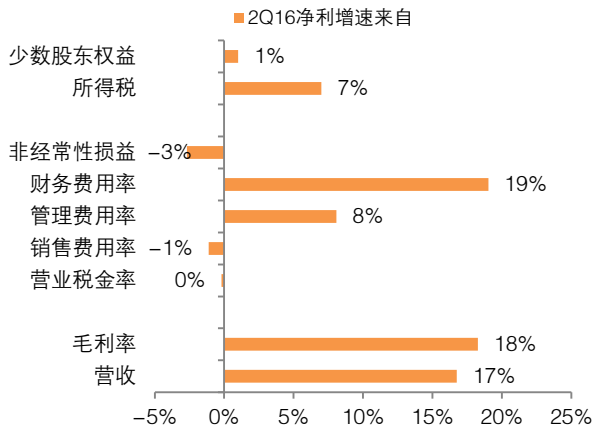
图表2 1H16酵母收入增长10.7% 单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16
酵母系列	1243	1145	1266	1316	1446	1547	1706	1671	1889
同比增长			1.9%	15.0%	14.1%	17.5%	18.0%	8.0%	10.7%
毛利率	31.6%	31.0%	32.4%	30.6%	33.8%	28.0%	33.1%	31.5%	34.7%
同比变化			0.8%	-0.4%	1.4%	-2.5%	-0.7%	3.5%	1.6%
包装	24	22	34	38	76	54	63	77	78
同比增长			44.1%	77.4%	121.5%	40.6%	-17.1%	43.0%	24.1%
毛利率	17.1%	24.5%	19.5%	14.6%	13.4%	19.3%	19.7%	18.1%	22.4%
同比变化			2.4%	-9.9%	-6.1%	4.7%	6.3%	-1.2%	2.6%
制糖				58	14	42	42	80	76
同比增长						-27.5%	197.3%	90.6%	80.4%
毛利率				4.4%	-9.5%	-20.2%	3.1%	-5.6%	3.5%
同比变化				4.4%	-9.5%	-24.6%	12.6%	14.6%	0.4%
奶制品	17	20	17	24	21	25	22	27	27
同比增长			-0.7%	17.9%	24.1%	6.3%	4.2%	8.0%	21.4%
毛利率	22.5%	27.1%	30.7%	28.2%	27.8%	35.5%	30.2%	30.9%	22.8%
同比变化			8.2%	1.2%	-2.9%	7.2%	2.4%	-4.5%	-7.4%
其他	101	133	73	255	173	229	206	294	289
同比增长			-27.3%	91.8%	136.6%	-10.2%	19.1%	28.1%	40.1%

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16
毛利率	24.2%	28.4%	27.1%	20.1%	18.4%	37.1%	18.0%	30.2%	24.3%
同比变化			2.8%	-8.3%	-8.7%	17.0%	-0.4%	-6.9%	6.4%

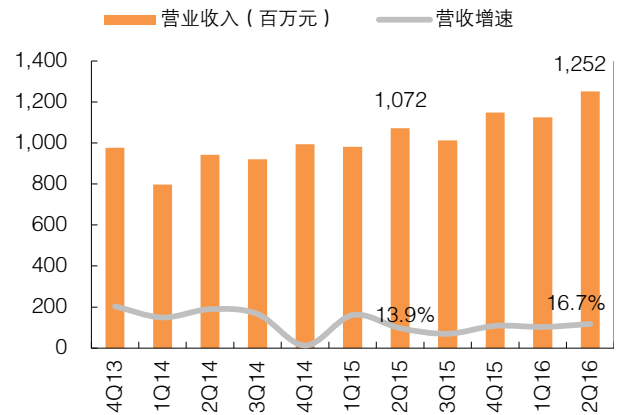
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表3 营收增长、毛利率提升以及财务费用率下降是2Q16净利增长主因



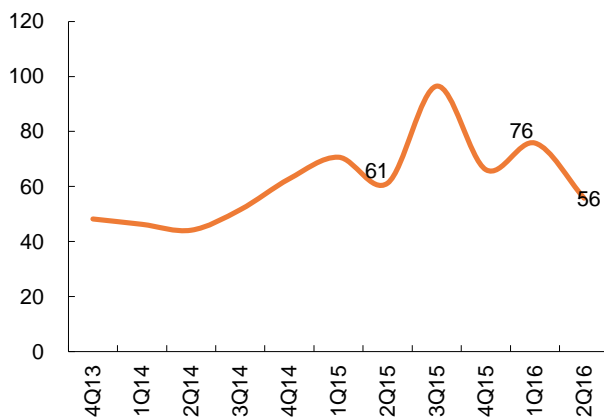
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表4 2Q16公司营收同比增16.7%



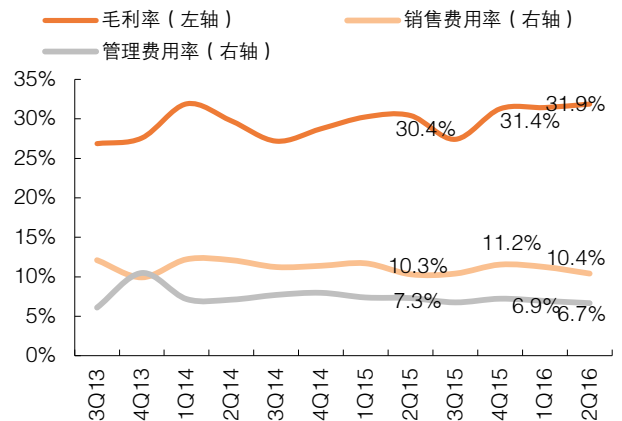
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表5 2Q16末预收款环比1Q16降至0.56亿 (单位：百万元)



资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表6 2Q16毛利率、销售费用率同比提升、管理费用率同比下降



资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2088	2348	2714	3425
现金	301	377	505	912
应收账款	578	575	660	753
其他应收款	24	28	32	37
预付账款	129	146	166	188
存货	985	1139	1256	1426
其他流动资产	71	83	95	109
非流动资产	4108	4418	4703	4727
长期投资	23	23	23	23
固定资产	3689	4028	4299	4321
无形资产	280	285	294	295
其他非流动资产	117	81	87	88
资产总计	6197	6766	7417	8153
流动负债	2840	3074	3247	3429
短期借款	1108	1456	1456	1456
应付账款	596	676	768	872
其他流动负债	1136	943	1024	1101
非流动负债	89	66	66	66
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	89	66	66	66
负债合计	2929	3140	3314	3495
少数股东权益	228	299	383	481
股本	330	824	824	824
资本公积	1145	651	651	651
留存收益	1637	1966	2360	2816
归属母公司股东权益	3039	3375	3769	4177
负债和股东权益	6197	6766	7417	8153

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	664	918	998	1072
净利润	280	509	609	706
折旧摊销	39	70	84	98
财务费用	120	100	72	72
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	114	103	137	196
其他经营现金流	112	135	96	2
投资活动现金流	-361	-575	-618	-378
资本支出	303	586	587	360
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-664	-1160	-1206	-738
筹资活动现金流	-584	-267	-252	-286
短期借款	-347	347	0	0
长期借款	395	-395	0	0
普通股增加	0	494	0	0
资本公积增加	0	-494	0	0
其他筹资现金流	-632	-220	-252	-286
现金净增加额	-281	76	128	408

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4213	4908	5633	6421
营业成本	2954	3349	3805	4322
营业税金及附加	23	27	31	36
营业费用	463	515	569	649
管理费用	302	346	377	434
财务费用	120	100	72	72
资产减值损失	19	-50	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	334	623	781	912
营业外收入	45	40	40	40
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	377	660	818	949
所得税	58	81	125	146
净利润	319	579	693	803
少数股东损益	39	70	84	98
归属母公司净利润	280	509	609	706
EBITDA	759	1030	1183	1336
EPS (元)	0.34	0.62	0.74	0.86

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	15.3	16.5	14.8	14.0
营业利润(%)	73.0	86.5	25.3	16.8
归属于母公司净利润(%)	90.3	81.6	19.6	15.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	29.9	31.8	32.5	32.7
净利率(%)	6.6	10.4	10.8	11.0
ROE(%)	9.6	15.9	17.0	17.8
ROIC(%)	7.1	11.4	12.1	13.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	47.3	46.4	44.7	42.9
净负债比率(%)	68.0	44.8	36.5	23.8
流动比率	0.74	0.76	0.84	1.00
速动比率	0.39	0.39	0.45	0.58
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.68	0.76	0.79	0.82
应收账款周转率	10.3	10.0	10.0	9.9
应付账款周转率	6.5	6.5	6.5	6.5
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.62	0.74	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.11	1.21	1.30
每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.10	4.57	5.07
估值比率	-	-	-	-
P/E	51.3	28.2	23.6	20.4
P/B	1.9	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	11.2	16.2	14.2	12.6

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 2016 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