

业绩延续高增长，竞争优势不断扩大

■事件：公司发布半年度业绩预增及持股5%股东减持预披露公告。公司预计2017年上半年归属于上市公司股东的净利润约3.90-4.42亿元，同比增加50-70%；公司股东湖北日升科技拟在未来90日内，通过大宗交易减持不超过1648万股，对应总股本的2%，自公告日起15个交易日后的90日内，通过集中竞价减持不超过824万股，对应总股本的1%。

■业绩增速符合预期，新产能有望于三季度起开始贡献。据此前渠道调研反馈，公司二季度收入实现两位数较快增长，此次公告的业绩增速大致符合预期。分区域来看，国内业务仍保持稳健发展，同时公司在海外的战略布局成效开始逐渐显现，本土化生产及销售使得海外业务保持快速增长。据公司公告建设进度，俄罗斯和柳州新产能有望于三季度陆续投产，今年可贡献1万吨左右的YE产能和7-8千吨的酵母产能，公司此前产能利用率一直处于较高水平，新产能落地后预计这一情况将略有缓解，收入有望延续快速增长。

■行业龙头竞争优势不断扩大，利润率有望持续上行。酵母行业规模效应显著，特别是在原料采购及使用效率上，公司作为国内最大龙头，规模远大于竞争对手，竞争优势突出，未来随着小型酵母厂的继续退出，公司份额有望继续上升。全球范围内，公司目前排名第三且与前两名差距正不断缩小，未来仍将坚持国际化战略继续通过建设海外工厂并培育本土销售人员的方式持续开拓海外市场。中长期来看，公司作为行业龙头，利润率有望在规模效应扩大、费用率下行的作用下继续提升，仍有较大空间。

■二股东拟减持可能导致股价短期承压，不应影响对公司优质基本面的判断。此次二股东拟减持比例达3%，对应市值约6亿，预计将导致股价短期承压。但我们认为二股东减持不影响公司实际经营，仍继续看好公司作为行业龙头在竞争格局持续优化过程中所享受的巨大竞争优势。

■投资建议：我们预计公司2017年-18年的收入增速分别为21%、22%，净利润增速分别为59%、25%，考虑到市场给予优质蓝筹的溢价，维持买入-A的投资评级，6个月目标价30元，相当于2018年23倍的动态市盈率。

■风险提示：股东减持，下游需求低于预期，业绩释放节奏低于预期。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,213.4	4,860.5	5,900.1	7,214.7	8,710.0
净利润	280.1	535.1	850.0	1,061.3	1,287.1
每股收益(元)	0.34	0.65	1.03	1.29	1.56
每股净资产(元)	3.69	3.95	4.98	5.82	6.83

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	76.1	39.8	25.1	20.1	16.6
市净率(倍)	7.0	6.6	5.2	4.4	3.8
净利润率	6.6%	11.0%	14.4%	14.7%	14.8%
净资产收益率	9.2%	16.4%	20.7%	22.1%	22.9%
股息收益率	0.5%	1.2%	1.4%	1.7%	2.1%
ROIC	7.9%	12.0%	20.3%	23.8%	28.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

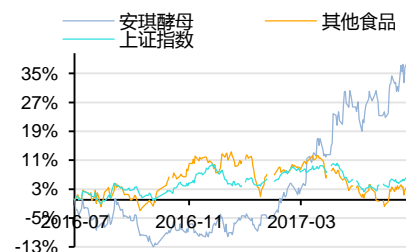
6个月目标价：30.00元

股价(2017-06-30) 25.87元

交易数据

总市值(百万元)	21,318.97
流通市值(百万元)	20,973.31
总股本(百万股)	824.08
流通股本(百万股)	810.72
12个月价格区间	16.21/25.87元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.77	25.82	36.47
绝对收益	13.66	24.89	45.33

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静

报告联系人

bixj@essence.com.cn
021-35082689

相关报告

- 安琪酵母：需求回暖带动收入快速增长，盈利再超预期/苏铖 2017-04-19
- 安琪酵母：一季度业绩超预期，价值低估明显/苏铖 2017-04-07
- 安琪酵母：成长性突出，具备持续超预期潜力/苏铖 2017-03-16
- 安琪酵母：海外需求旺盛，业绩成长确定性强/苏铖 2017-03-10
- 安琪酵母：16年完美收官，17年看点仍多/苏铖 2017-01-19

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,213.4	4,860.5	5,900.1	7,214.7	8,710.0	成长性					
减:营业成本	2,954.2	3,275.2	3,757.1	4,639.3	5,620.9	营业收入增长率	15.3%	15.4%	21.4%	22.3%	20.7%
营业税费	23.3	47.2	42.9	54.2	71.1	营业利润增长率	73.0%	79.4%	68.4%	24.7%	21.3%
销售费用	463.5	556.8	657.9	778.3	922.4	净利润增长率	90.3%	91.0%	58.8%	24.9%	21.3%
管理费用	302.2	351.1	383.5	447.2	523.6	EBITDA 增长率	25.1%	28.4%	43.3%	16.7%	16.6%
财务费用	119.6	58.9	63.7	48.1	51.2	EBIT 增长率	46.5%	45.1%	63.0%	21.7%	20.8%
资产减值损失	19.1	-24.6	-10.0	-5.0	-	NOPLAT 增长率	66.7%	53.3%	58.6%	21.7%	20.8%
加:公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	1.0%	-5.9%	3.5%	1.0%	-3.4%
投资和汇兑收益	2.5	3.4	4.0	5.0	5.0	净资产增长率	7.8%	7.1%	26.4%	17.7%	18.2%
营业利润	334.0	599.2	1,008.9	1,257.8	1,525.8	利润率					
加:营业外净收支	42.8	47.0	53.1	68.1	82.3	毛利率	29.9%	32.6%	36.3%	35.7%	35.5%
利润总额	376.8	646.2	1,061.9	1,325.9	1,608.1	营业利润率	7.9%	12.3%	17.1%	17.4%	17.5%
减:所得税	58.1	68.6	138.1	172.4	209.0	净利润率	6.6%	11.0%	14.4%	14.7%	14.8%
净利润	280.1	535.1	850.0	1,061.3	1,287.1	EBITDA/营业收入	18.3%	20.4%	24.1%	23.0%	22.2%
						EBIT/营业收入	10.8%	13.5%	18.2%	18.1%	18.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	311	260	199	148	110
						流动资产周转天数	77	53	49	64	63
						流动营业资本周转天数	182	163	176	187	187
						应收账款周转天数	37	36	38	37	37
						存货周转天数	82	81	78	77	78
						总资产周转天数	533	480	439	386	339
						投资资本周转天数	416	352	286	239	196
						投资回报率					
						ROE	9.2%	16.4%	20.7%	22.1%	22.9%
						ROA	5.1%	8.5%	12.1%	14.7%	16.4%
						ROIC	7.9%	12.0%	20.3%	23.8%	28.5%
						费用率					
						销售费用率	11.0%	11.5%	11.2%	10.8%	10.6%
						管理费用率	7.2%	7.2%	6.5%	6.2%	6.0%
						财务费用率	2.8%	1.2%	1.1%	0.7%	0.6%
						三费/营业收入	21.0%	19.9%	18.7%	17.7%	17.2%
						偿债能力					
						资产负债率	47.3%	48.4%	41.8%	33.8%	27.9%
						负债权益比	89.7%	93.8%	71.9%	51.0%	38.7%
						流动比率	0.74	0.78	1.20	1.72	2.40
						速动比率	0.39	0.37	0.73	0.97	1.43
						利息保障倍数	3.79	11.17	16.83	27.15	30.81
						分红指标					
						DPS(元)	0.12	0.30	0.36	0.45	0.55
						分红比率	35.3%	46.2%	34.7%	35.0%	34.9%
						股息收益率	0.5%	1.2%	1.4%	1.7%	2.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	318.7	577.6	850.0	1,061.3	1,287.1	EPS(元)	0.34	0.65	1.03	1.29	1.56
加:折旧和摊销	324.1	340.1	346.5	350.9	355.3	BVPS(元)	3.69	3.95	4.98	5.82	6.83
资产减值准备	19.1	-24.6	-	-	-	PE(X)	76.1	39.8	25.1	20.1	16.6
公允价值变动损失	-0.1	-	-	-	-	PB(X)	7.0	6.6	5.2	4.4	3.8
财务费用	106.2	85.7	63.7	48.1	51.2	P/FCF	-96.7	46.3	40.5	47.3	35.3
投资损失	-2.5	-3.4	-4.0	-5.0	-5.0	P/S	5.1	4.4	3.6	3.0	2.4
少数股东损益	38.6	42.5	73.9	92.3	111.9	EV/EBITDA	15.4	16.2	15.5	12.9	10.5
营运资金的变动	-140.4	363.2	-446.9	-307.5	-167.3	CAGR(%)	53.5%	34.3%	73.5%	53.5%	34.3%
经营活动产生现金流量	570.5	780.3	883.2	1,240.0	1,633.1	PEG	1.4	1.2	0.3	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-243.4	-773.3	-46.0	-45.0	-45.0	ROIC/WACC	0.8	1.2	2.0	2.3	2.7
融资活动产生现金流量	-228.8	62.3	-226.0	-984.7	-1,348.9	REP	3.2	3.0	2.4	1.9	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034