

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

**安琪酵母（600298）**
**买入**

食品

重大事件快评

2017年09月26日

## 产能落地，成本稳降，业绩向好

**证券分析师：陈梦瑶** 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001  
**联系人：郭尉** 15210587234 guoweit1@guosen.com.cn

### 简介：

位于湖北宜昌的安琪酵母，成立于1998年，2000年上交所上市，是国内酵母行业唯一的高科技上市公司，产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域，公司产品远销包括美国、日本、欧盟等140多个国家和地区。在酵母方面位居中国第一，世界第三，仅次于法国乐斯福（Lesaffre）、英国英联马利（AB Mauri）。

### 评论：

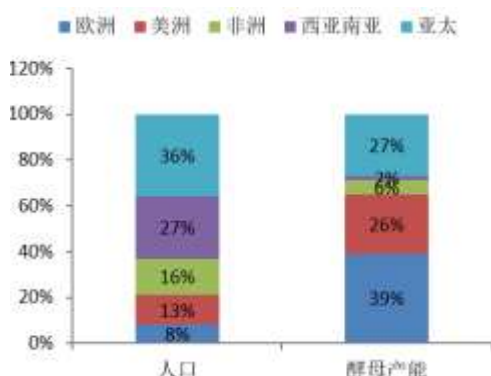
#### ■ 产能情况：公司产能增长迅速，全球/国内占比13%/55%，YE产能最高

**酵母产能主要在欧美。**酵母产能主要集中在欧美，占比65%，世界第一、第二酵母产能公司来自法国和英国，欧美酵母产能保持年平均增长1%-3%；亚非酵母产能占比35%，其中亚太占比27%，西亚南亚占比2%，非洲占比6%，酵母产能亚洲第一的是中国的安琪酵母，其他地区占比7%，亚非酵母产能保持年平均增长8%以上。

**酵母消费地主要在亚非。**全球人口的79%集中在亚洲、非洲。其中亚太人口占比36%，西亚南亚占比27%，主要是由于有中国和印度两个大国，预计到2022年印度人口将超过中国成为世界上人口最多的国家，非洲人口占比16%，亚非地区拥有庞大的人口基数且人口保持持续增长，这决定了亚非地区成为酵母的主要消费地，也是世界主要酵母公司竞争激烈的市场之一。

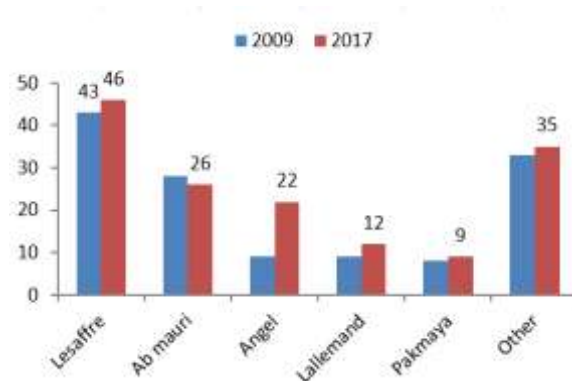
**全球酵母产能公司有增有减。**全球酵母产能从09年的130万吨增长到17年的150万吨，除安琪酵母公司外，其余世界级公司几乎没有显著增长，个别公司还出现下滑。排名第一的法国乐斯福产能从09年的43万吨增长到17年的46万吨，8年CAGR为0.85%，排名第二的英国英联马利从09年的28万吨减少到17年的26万吨，8年CAGR-0.92%，第三名的安琪酵母从09年的9万吨迅速增长到17年的22万吨，8年CAGR11.82%，发展比较快。目前，公司全球市场占有率13%，中国市场占有率55%。全球行业CR5市场份额达到76%，行业集中度进一步提升，未来该行业有可能出现寡头竞争。

图 1: 2017 年全球人口与酵母产能占比一览 (%)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

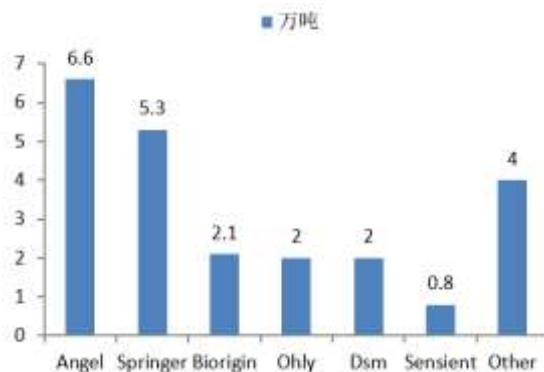
图 2: 2009-2017 年全球主要酵母公司产能变化情况一览(万吨)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

**公司拥有全球最大 YE 产能。**由于 YE 可以取代味精、盐的部分功能，因此在调味品方面有不少应用，特别是在酱油上比较明显，中高档的酱油用 YE 较多，讲究简单及健康。酵母抽提物是公司未来主要发展的方向。世界上主要生产酵母抽提物 (YE) 的公司分布比较广，但主要分布在中国、法国、巴西、澳大利亚等。其中安琪酵母 YE 从 01 年的 0.5 万吨增长到 17 年的 6.6 万吨，目前已经成为全球最大的酵母抽提物生产商。公司计划到 2020 年产能提高到 8.6 万吨。排名第二的是法国乐斯福的子公司思宾格，目前的产能是 5.3 万吨；排名第三的是巴西的贝瑞金，目前产能是 2.1 万吨。

图 3: 2017 年全球主要 YE 产能公司产能分布



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

■ 经营情况: 业绩稳定, 产能释放, 减持压力减小

**公司主营业务突出, 拥有完整技术产业链。**安琪酵母主营业务非常突出, 酵母领域及其衍生品占公司营收 88% 左右。公司拥有完整的酵母技术产业链, 正由传统的酵母大公司转型为生物技术大公司。公司建立了产品和应用技术服务的方案和营销模式。

**营收近 10 年稳步增长, 净利润近 9 年 CAGR 很高。**公司营收从 2007 年的 10.61 亿增长到 2016 年的 48.61 亿, 近 9 年的 CAGR 18.43%, 营业收入稳步增长, 17H 营收 29.10 亿, 预计 17 年营收同增 15%-20%, 比较稳定; 净利润从 2007 年的 0.91 亿增长到 2016 年的 5.35 亿, 近 9 年的 CAGR 21.80%, 17H1 归母净利润 4.21 亿, 预计 17 年净利润同增 50%-60%。此外, 公司还有比较稳定的现金分红机制, 2016 年公司分红近 2.5 亿元, 分红比率提升到 46%。

**原材料价格持续下跌, 规模效应降低成本。**酵母生产的主要原材料是糖蜜, 其来源于甘蔗和甜菜制糖后的副产品, 所以糖蜜的价格直接影响公司产品的生产成本。糖蜜的出售时间通常是当年 11 月到次年 4 月, 糖厂一般库存 2-3 个月就会选择出售。2016 年公司采购糖蜜价格平均 910 元左右, 2017 年 730 元, 同减 20%。目前中国的糖蜜市场供应量比较充裕,

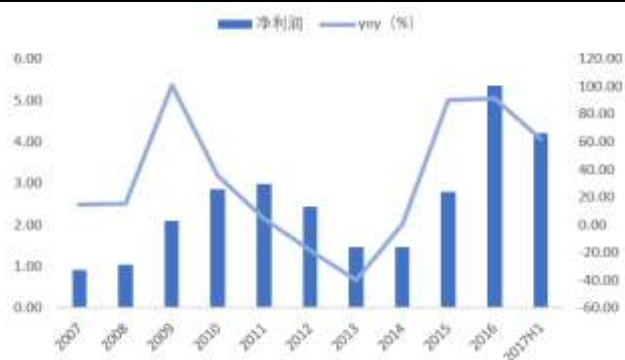
糖蜜价格有望维持在 700 元低位，向上压力较小。公司通过持续性的技术进步加上规模效应降低生产成本，生产每吨酵母由过去需要 5.5 万吨糖蜜降低到 4.8 万吨糖蜜，技术领先行业水平。

图 4: 安琪酵母主要应用领域及收入占比 (%)



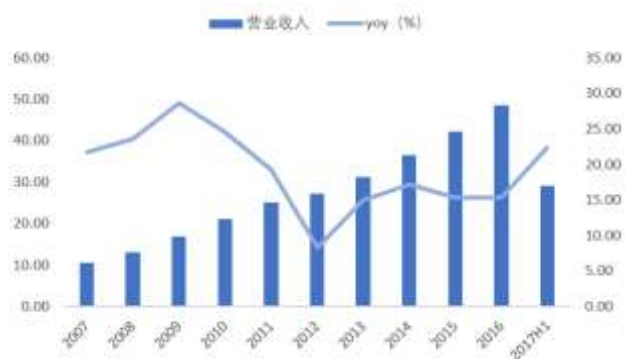
资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 6: 2007-2017 年安琪酵母净利润 (亿) 及其 yoy (%)



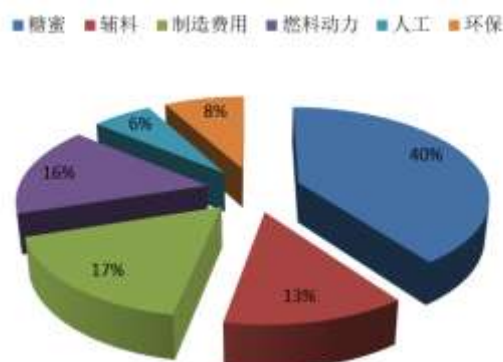
资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 5: 2007-2017H1 安琪酵母营业收入 (亿) 及 yoy (%)



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 7: 安琪酵母产品及深加工产品成本构成 (%)



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

公司产能稳步释放，海外工厂后续发力。公司全球已建的产能是 22 万吨，如果包括公司正在规划的产能则总共是 24.8 万吨，规划的 24.8 万吨中有 8.1 万吨是 YE 产能，预计 2020 年产能达到 28 万吨。2011 年公司开始走国际化道路，之前都是国内生产国外销售，这样导致国内的一些优质附加服务国外不能享受，因此随后实行本土化战略。产品当地生产当地销售，享受优质附加服务。2017 年 8 月在俄罗斯扩产，目前俄罗斯、埃及糖蜜价格较低约 600 元/吨，比国内低 20%，俄罗斯产品毛利率是 40%+，埃及毛利率 50%+，毛利率都比较高主因出口及受益汇率贬值。目前公司在这两个地方基本上实现了本土化经营。目前，俄罗斯工厂及埃及工厂年产能共计 4 万吨。埃及工厂的产品打算以后出口到欧洲。预计到 2020 年，公司实现 1/3 的海外市场生产销售，2/3 国内生产销售。

表 1: 安琪酵母产能分布 (万吨)

安琪酵母	建厂地址	酵母产能	YE	投产时间
宜昌总部	湖北宜昌市	2.50	1.00	1986 年
安琪赤峰	内蒙古赤峰市	0.90	--	2003 年
安琪伊犁	新疆伊犁州	3.00	0.80	2004 年
安琪滨州	山东滨州市	0.70	--	2005 年
安琪睢县	河南商丘市	0.20	--	2005 年
安琪崇左	广西崇左市	3.50	0.80	2006 年
安琪柳州	广西柳州市	4.00	4.00	2012、2017 年
安琪埃及	埃及开罗	2.00	--	2013 年
安琪德宏	云南宏德	3.00	--	2014 年
安琪俄罗斯	俄罗斯利佩茨克	2.00	--	2017 年 8 月投产
安琪赤峰 (搬迁改造)	内蒙古赤峰市	1.50	--	2018 年 6 月投产

安琪埃及（二期）	埃及开罗	1.50	1.50	2019年3月投产
合计		24.80	8.10	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**业绩稳定，减持压力缩小，外有外延式发展诉求。**由于终端客户的饮食量、消费习惯等比较固定，公司销量也比较稳定，年底或对部分产品实施提价。管理层持股的日升科技通过大宗、集中交易、EB等方式减持股票，目前进度已过2/3，后续减持压力下降。公司在海外俄罗斯和埃及建厂进行本土化生产，后期有海外并购行业产业链上下游企业及海外同行的意愿，具有外延式发展诉求

图 8: 安琪酵母股权结构图



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

## ■ 盈利预测评级

公司有强大的业绩基本面支撑，7月份受第二大股东减持影响股价下跌，目前股价存在向上修复空间。预测2017-19年EPS 1.01/1.28/1.54元，维持合理估值29元，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	73	662	1206	2124	营业收入	4861	5838	6917	8168
应收款项	523	830	773	1120	营业成本	3275	3721	4419	5224
存货净额	1214	1267	1679	1804	营业税金及附加	47	35	28	33
其他流动资产	250	286	319	366	销售费用	557	607	678	792
<b>流动资产合计</b>	<b>2060</b>	<b>3044</b>	<b>3978</b>	<b>5413</b>	管理费用	351	374	429	506
固定资产	3406	3598	3443	3280	财务费用	59	41	24	3
无形资产及其他	303	294	285	275	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(25)	0	0	0
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6491</b>	<b>7320</b>	<b>8088</b>	<b>9351</b>	营业利润	596	1059	1339	1609
短期借款及交易性金融负债	1389	1189	989	789	营业外净收支	51	40	40	40
应付款项	580	888	855	1205	<b>利润总额</b>	<b>646</b>	<b>1057</b>	<b>1337</b>	<b>1607</b>
其他流动负债	822	798	857	838	所得税费用	69	159	201	241
<b>流动负债合计</b>	<b>2791</b>	<b>2875</b>	<b>2701</b>	<b>2833</b>	少数股东损益	42	66	84	100
长期借款及应付债券	150	150	150	150	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>535</b>	<b>833</b>	<b>1053</b>	<b>1266</b>
其他长期负债	52	52	52	52					
<b>长期负债合计</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2993</b>	<b>3077</b>	<b>2903</b>	<b>3035</b>	净利润	535	833	1053	1266
少数股东权益	244	311	394	495	资产减值准备	(25)	0	0	0
股东权益	3498	4243	5185	6317	折旧摊销	340	310	320	327
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6491</b>	<b>7320</b>	<b>8088</b>	<b>9351</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	59	59	41	24
关键财务与估值指标					营运资本变动	32	(59)	49	(62)
每股收益	0.65	1.01	1.28	1.54	其它	(210)	(8)	(352)	(51)
每股红利	0.12	0.19	0.24	0.28	<b>经营活动现金流</b>	<b>756</b>	<b>1135</b>	<b>1112</b>	<b>1504</b>
每股净资产	3.95	4.77	5.81	7.07	资本开支	(797)	(150)	(150)	(150)
ROIC	14%	18%	21%	22%	其它投资现金流	24	(7)	(7)	(7)
ROE	16%	21%	22%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(773)</b>	<b>(157)</b>	<b>(157)</b>	<b>(157)</b>
毛利率	33%	36%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	19%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	24%	24%	24%	支付股利、利息	0	154	195	234
收入增长	15%	20%	18%	18%	其它融资现金流	62	(543)	(607)	(663)
净利润增长率	91%	56%	26%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>62</b>	<b>(389)</b>	<b>(412)</b>	<b>(429)</b>
资产负债率	46%	42%	36%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>7</b>	<b>589</b>	<b>544</b>	<b>918</b>
息率	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	301	73	662	1206
P/E	36.7	23.6	18.6	15.5	货币资金的期末余额	73	662	1206	2124
P/B	6.0	5.0	4.1	3.4	企业自由现金流	(275)	828	793	1162
EV/EBITDA	20.0	15.2	12.5	10.4	权益自由现金流	(346)	598	578	966

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。