

安琪酵母(600298)

净利如期高增长，高壁垒龙头景气向上

买入(维持)

事件:

安琪酵母公布 17 年三季报，1-3Q17 实现营收 41.8 亿，同比增 19.5%；归母净利 6.1 亿，同比增 59.8%，每股收益 0.74 元。测算 3Q17 收入 12.7 亿，同比增 13.3%；归母净利 1.9 亿，同比增 54.9%，每股收益 0.23 元。

投资要点:

■ **3Q17 业绩符合预期。**3Q17 净利增 54.9%，主要来源于收入增 13.3%、毛利率提升 4.9pct。

■ **营收增速略有下行，产能投放后全年增长稳定。**3Q17 增速略有回落，应是与人民币升值，海外出口增速下滑有关。估计海外占比 1/3，增速约 10%；国内增速仍保持在 15%以上的稳定增长。产能建设方面，俄罗斯 2 万吨的酵母生产线 8 月已经试产并一次性成功，估计当年贡献 6-8 千吨酵母产能，预计 18 年可以满产；9 月份柳州 2 万吨 YE 产能投放，打开产能增长瓶颈。17 年预计产能（包括 YE）可达 22 万吨，收入规模 57.1 亿，同比增 17.5%。预计 18 年产能 25 万吨，对应收入规模 65.6 亿，同比增 14.8%。

■ **毛利率提升明显，推动净利率处于高位。**3Q17 毛利率同比提升 4.9pct，维持升势，是推动净利增长主因。短期因素在于原料糖蜜价格降幅达 20% 以上；长期因素在于产能释放后规模效应增加，以及技术进步、产能利用率提升。俄罗斯、柳州项目折旧约 2-3 千万，对毛利率影响不大。且预计 18 年新项目产能利用率可达 80% 以上，远超盈亏平衡点。费用方面：3Q17 销售与财务费用率同比均下降 0.1pct，基本稳定；受到会计科目变动影响，管理费用率下降 0.6pct。此外，糖价上涨致公司联营企业新疆农垦现代糖业有限公司净利润增加，投资收益新增 4 百万。考虑到公司仍有未确认递延所得税资产可抵扣亏损，有望增厚业绩。综合考虑，预计公司 17 年净利 8.4 亿，同比增 57.5%。

■ **减持完成靴子落地，长期看行业壁垒高，安琪全球扩张前景看好。**公司公告日升科技已完成减持，且属企业正常经营行为，估计短期再减持可能性较低。长期来看，酵母行业具有高技术壁垒特点，安琪技术、渠道已具有较强竞争优势。国内市场随着乐斯福开工率仅为五六成，马利半退出中国市场，行业集中度提升趋势明显；安琪国外市占率低，未来公司将继续推进全球扩张进程，加速海外布局，全球扩张前景看好。

■ **盈利预测与估值：**预计 17-19 年 EPS 为 1.02、1.32、1.62 元，同比增 58%、29%、23%，最新股价对应 PE 分别为 27、21、17 倍。考虑到产能释放推动公司收入增长；规模效应、技术进步、产出率提升，公司毛利率可持续走高。国内市场空间广阔，全球扩张是长期趋势，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：**海外建厂进度低于预期。原料成本上涨幅度超预期。

2017 年 10 月 24 日

证券分析师 马浩博

执业证书编号：S0600515090002

021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

证券分析师 周恺锴

执业证书编号：S0600514070001

0512-62938619

zhoukk@dwzq.com.cn

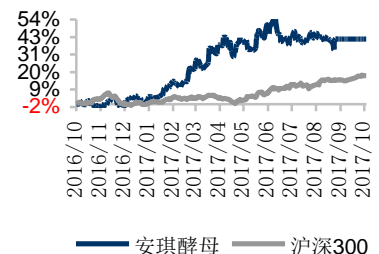
证券分析师 张宇光

执业证书编号：S0600517040003

0755-23945049

zhangyg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.62
一年最低/最高价	16.36/28.47
市净率(倍)	6.66
流通 A 股市值(百万元)	22,761.12

基础数据

每股净资产(元)	4.37
资本负债率(%)	50.49
总股本(百万股)	824.08
流通 A 股(百万股)	824.08

相关研究

1. 安琪酵母：净利维持高速增长，景气周期持续向上 -20170713
2. 安琪酵母：业绩符合预期，理性看待股东减持计划 -20170703
3. 业绩持续高增长，全年净利率提升趋势不变 -20170419
4. 安琪酵母：年报业绩符合预期，17 年将延续高增长 -20170316

图表 1: 安琪酵母三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2319.6	3340.7	4108.4	5070.3	营业收入	4860.5	5713.3	6561.0	7507.8
现金	332.8	1079.9	1536.8	2144.7	营业成本	3275.2	3648.3	4123.2	4671.9
应收款项	551.8	648.6	744.8	852.3	营业税金及附加	47.2	55.5	63.7	72.9
存货	1214.1	1352.4	1528.4	1731.8	营业费用	556.8	634.2	656.1	713.2
其他	221.0	259.8	298.4	341.4	管理费用	351.1	354.2	380.5	405.4
非流动资产	4458.1	4531.5	4623.6	4696.0	财务费用	58.9	75.1	69.4	79.6
长期股权投资	26.5	29.8	33.1	36.4	投资净收益	3.4	3.4	3.4	3.4
固定资产	3894.9	3980.1	4084.1	4168.4	其他	24.6	26.0	0.0	0.0
无形资产	303.4	288.2	273.1	257.9	营业利润	599.2	975.3	1271.4	1568.1
其他	233.3	233.3	233.3	233.3	营业外净收支	47.0	47.0	47.0	47.0
资产总计	6777.7	7872.1	8732.0	9766.3	利润总额	646.2	1022.3	1318.4	1615.1
流动负债	2985.7	3496.9	3620.6	3765.5	所得税费用	68.6	112.5	145.0	177.7
短期借款	2089.1	2500.0	2500.0	2500.0	少数股东损益	42.5	66.9	86.3	105.7
应付账款	580.0	646.1	730.2	827.4	归属母公司净利润	535.1	842.9	1087.1	1331.7
其他	316.5	350.8	390.4	438.2	EBIT	677.4	1076.6	1401.2	1717.2
非流动负债	294.3	349.2	404.1	459.0	EBITDA	1009.5	1338.9	1701.1	2047.1
长期借款	150.0	150.0	150.0	150.0	重要财务与估值指标				
其他	144.3	199.2	254.1	309.0	每股收益(元)	0.65	1.02	1.32	1.62
负债总计	3280.0	3846.1	4024.7	4224.6	每股净资产(元)	3.95	4.54	5.31	6.25
少数股东权益	244.4	283.3	333.4	394.8	发行在外股份(百万股)	824.1	824.1	824.1	824.1
归属母公司股东权益	3253.4	3742.7	4373.8	5146.9	ROIC(%)	10.3%	15.7%	19.9%	23.6%
负债和股东权益总计	6777.7	7872.1	8732.0	9766.3	ROE(%)	16.4%	22.5%	24.9%	25.9%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	32.6%	36.1%	37.2%	37.8%
经营活动现金流	780.3	1062.2	1306.7	1569.9	EBIT Margin(%)	13.9%	18.8%	21.4%	22.9%
投资活动现金流	-773.3	-372.4	-393.9	-403.4	销售净利率(%)	11.0%	14.8%	16.6%	17.7%
筹资活动现金流	62.3	57.3	-456.0	-558.6	资产负债率(%)	48.4%	48.9%	46.1%	43.3%
现金净增加额	31.5	747.1	456.9	607.9	收入增长率(%)	15.4%	17.5%	14.8%	14.4%
折旧和摊销	332.1	262.3	299.9	329.9	净利润增长率(%)	91.0%	57.5%	29.0%	22.5%
资本开支	-507.9	-369.1	-390.6	-400.1	P/E	42.54	27.00	20.94	17.09
营运资本变动	-245.5	-55.9	-130.3	-153.0	P/B	7.00	6.08	5.20	4.42
企业自由现金流	249.5	795.5	1026.0	1305.1	EV/EBITDA	25.80	19.87	15.75	13.18

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>