

## 证券研究报告—动态报告

食品饮料

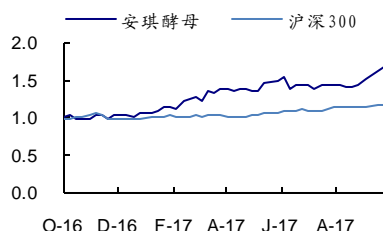
食品

**安琪酵母(600298)**
**买入**

2017年三季报点评

(维持评级)

2017年10月25日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	824/824
总市值/流通(百万元)	22,761/22,761
上证综指/深圳成指	3,388/11,339
12个月最高/最低(元)	28.47/16.36

**相关研究报告:**

《安琪酵母-600298-重大事件快评: 产能落地, 成本稳降, 业绩向好》——2017-09-26

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

**联系人: 郭尉**

电话: 15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

## 成本规模现优势, 产能护航塑龙头

**● 业绩符合预期, 规模效益渐显**

公司 2017 前三季度收入 41.83 亿元, 同增 19.47%; 归母净利润 6.12 亿元, 同增 59.76%, 符合预期。单三季度收入 12.73 亿元, 同增 13.29%, 利润 1.91 亿元, 同增 54.90%, 收入增速还降主因出口业务受人民币升值影响。前三季度毛利率 36.61%, 同增 4.6pcts, 主因糖蜜成本下降及新产能规模效益。费用投入提效, 销售费用率 10.69% 同减 0.2pct, 管理费用率同比基本持平, 财务费用率 1.52% 同减 0.5pct, 净利润率 15.45%, 同增 3.7pcts, 业绩稳步上升。销售收现与经营现金流净额分别同增 15.72% 及 30.70%, 现金流情况良好。

**● 毛利率创新高, 成本低位, 技术领先**

单三季度毛利率达到 37.57% 再创新高。原因有二: 1. 糖蜜价格同降 20% 至 730 元, 且糖价高位使糖蜜预计增产可持续到 17/18 榨季, 而下游受低价玉米酒精替代影响需求仍低迷, 故预计可维持 700 元低位; 2. 技术进步+规模效应降低生产成本, 吨产所需糖蜜由 5.5 万吨降至 4.8 万吨, 技术领先行业平均水平。

**● 产能护航开拓国际市场**

产能增长迅速, 近 8 年符合增速 11.82%, 目前全球/国内产能占比达 13%/55%, YE 产能 6.6 万吨全球最高, 考虑赤峰、埃及二期等在建产能共 24.8 万吨, 爬坡增量每年增 10%, 预计 2020 年产能 28 万吨超越马利排名第二; 产能国际化铺设, 获益当地 600 元低成本糖蜜、出口欧洲非洲获汇率优惠, 目前俄罗斯工厂及埃及工厂年产能共计 4 万吨占比约 20%, 俄罗斯毛利率、净利率达 44% 和 22% 高于平均, 预计 2020 年实现 1/3 海外市场自产自销, 拉升盈利水平。

**● YE 等衍生品类空间大, 龙头优势明显**

高毛利的 YE 作为天然增鲜剂, 是味精的健康替代品, 目前国内占比仅 2% 与欧美、日韩等市场 30%-40% 有差距。积极打造 2C 端小包烘焙酵母高增超 30%, 年底亦有望提价增利。另外在食品原料、生物制剂等酵母潜在应用领域寻求快速拓展, 蛋白粉等保健业务增速超 50%, 占据行业发展先机。公司酵母龙头地位显著、在安联马利式微中有望依靠同业并购、外延多品类发展实现赶超。公司有强大的业绩基本面支撑, 日升减持压力基本释放完毕, 明年春初部分可转债压力较小。预测 2017-19 年 EPS 1.00/1.30/1.58 元, 给予合理估值 32 元, 对应 2018 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(万元)	4213	4861	5789	6913	8182
(+/-%)	15.30%	15.36%	19.10%	19.41%	18.37%
净利润(万元)	280	535	825	1075	1301
(+/-%)	80.24%	91.04%	54.18%	30.34%	21.02%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.65	1.00	1.30	1.58
EBIT Margin	11.34%	15.02%	18.71%	20.00%	20.13%
净资产收益率(ROE)	9.22%	16.45%	21.01%	22.39%	22.19%
市盈率(PE)	81.26	42.54	27.59	21.17	17.49
EV/EBITDA	13.02	22.94	17.52	14.16	11.77
市净率(PB)	7.49	7.00	5.80	4.74	3.88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 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	676	1210	2187	营业收入	4861	5789	6913	8182
应收款项	523	818	784	1113	营业成本	3275	3691	4387	5191
存货净额	1214	1246	1678	1782	营业税金及附加	47	35	28	33
其他流动资产	250	283	320	363	销售费用	557	602	677	794
<b>流动资产合计</b>	<b>2060</b>	<b>3024</b>	<b>3992</b>	<b>5445</b>	管理费用	351	370	429	507
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>7299</b>	<b>8102</b>	<b>9383</b>	营业利润	596	1050	1368	1655
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	876	855	1193	<b>利润总额</b>	<b>646</b>	<b>1048</b>	<b>1366</b>	<b>1653</b>
其他流动负债	822	797	858	837	所得税费用	69	157	205	248
<b>流动负债合计</b>	<b>2791</b>	<b>2861</b>	<b>2702</b>	<b>2819</b>	少数股东损益	42	66	85	103
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>825</b>	<b>1075</b>	<b>1301</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>3063</b>	<b>2904</b>	<b>3021</b>	净利润	535	825	1075	1301
少数股东权益	244	310	395	499	资产减值准备	(25)	0	0	0
股东权益	3498	4236	5198	6362	折旧摊销	340	310	320	327
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6491</b>	<b>7299</b>	<b>8102</b>	<b>9383</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	(58)	38	(55)
每股收益	0.65	1.00	1.30	1.58	其它	(210)	11	(369)	(28)
每股红利	0.12	0.19	0.24	0.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>756</b>	<b>1148</b>	<b>1106</b>	<b>1568</b>
每股净资产	3.95	4.76	5.83	7.12	资本开支	(797)	(150)	(150)	(150)
ROIC	14%	18%	21%	23%	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%	37%	37%	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%	25%	24%	支付股利、利息	0	152	199	241
收入增长	15%	19%	19%	18%	其它融资现金流	62	(540)	(615)	(675)
净利润增长率	91%	54%	30%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>62</b>	<b>(388)</b>	<b>(416)</b>	<b>(435)</b>
资产负债率	46%	42%	36%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>7</b>	<b>603</b>	<b>534</b>	<b>977</b>
息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	301	73	676	1210
P/E	42.5	27.6	21.2	17.5	货币资金的期末余额	73	676	1210	2187
P/B	7.0	5.8	4.7	3.9	企业自由现金流	(275)	848	780	1224
EV/EBITDA	22.9	17.5	14.2	11.8	权益自由现金流	(346)	618	566	1028

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		