

安琪酵母(600298)/农产品加工

成本下行+消费升级有望推升公司业绩高增长

评级：买入(维持)

市场价格：30.73

目标价格：37.13

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：13023226679

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：孙衡迟

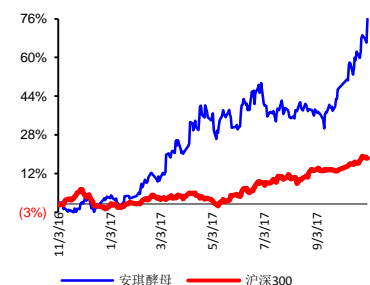
执业证书编号：S0740517090001

电话：15502157385

Email：sunhc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	824
流通股本(百万股)	824
市价(元)	30.4
市值(百万元)	25,324
流通市值(百万元)	25,324

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 安琪酵母(600298)_深度研究：业绩反转确立，全球扩张的中国酵母龙头

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,213.4	4,860.5	5,815.0	6,751.7	7,728.7
增长率 yoy%	15.3%	15.4%	19.6%	16.1%	14.5%
净利润	280.1	535.1	853.5	1,176.8	1,510.1
增长率 yoy%	90.3%	91.0%	59.5%	37.9%	28.3%
每股收益(元)	0.85	0.65	1.04	1.43	1.83
每股现金流量	1.73	0.95	1.13	1.68	2.17
净资产收益率	9.2%	16.4%	22.1%	23.4%	23.1%
P/E	35.8	27.4	29.7	21.5	16.8
PEG	0.40	0.30	0.50	0.57	0.59
P/B	3.3	4.5	6.6	5.0	3.9

备注：

投资要点

- 核心观点：**公司酵母产能已位居国内第一，国际产能投放打开国际市场同时，亦将提升企业运营效率。YE 受益于行业景气度，有望继续保持近 20% 的增长。环保趋严的当下，我们预计 18 年糖蜜成本有望下行 5%-10%；消费升级的背景下，公司部分产品明年有望提升出厂价格，带动公司产品吨价提升 3%-5%。本文重点定量分析了提价和糖蜜价格下行对公司净利润的影响，综合考虑，我们认为明年公司业绩有望实现近 40% 增长。考虑到现在行业的景气度以及公司未来的发展潜力，我们上调 12 个月目标价至 37.13 元，对应 18 年 26xPE。
- 下游食品行业保持双位数的增长，酵母类产品需求多点开花。**焙烤及调味品行业持续近 10% 的增长，且高端调味品生产中酵母抽提物 YE 运用越来越广泛，拉动整体酵母需求持续向好。国内烘焙行业通过渠道扩张和食品工业化保持 10% 以上增速，我们保守预计可带动酵母 6% 以上的需求量的增长，龙头企业增速有望更快。随着 YE 引用的逐步宽广，有望继续保持近 20% 的增长。
- 全球布局，打开国际市场的同时，亦将提升了企业的运营效率。**公司全球寡头地位稳固，酵母和 YE 产能领先。17 年底公司产能可达 28 万吨，18 年俄罗斯和赤峰项目将增产 3 万吨，埃及二期布局 19 年，届时酵母和 YE 产能均提高 1.5 万吨。公司中长期规划将通过优化、新建以及合作的方式推进全球产能扩张。产能逐步投放解决产能紧张，亦利用国际成本红利，提升企业的盈利能力。
- 产品结构升级叠加糖蜜价格下行周期，公司净利润率有望持续提升。**糖蜜占酵母生产成本 40%，是利润端重要影响因素。作为制糖的副产品，蔗糖产量略增长保障供给平稳，糖蜜酒精需求收缩，市场供大于求，糖蜜价格处于下行通道，且公司是糖蜜主要消费商，拥有高议价权，预计 18 年糖蜜采购价格下降 7% 至 680 元/吨左右，净利率将提高 1pct；消费升级的背景下，公司部分产品明年有望提出厂价格。综合考虑，我们预计 18 年利润有望近 40% 增长。
- 内外兼修，盈利能力有望持续提升。**内部而言，公司实行利润导向战略，规模效应下成本竞争优势凸显，经营效率不断优化，费用率将呈现稳中有降态势。外部布局而言，全球优势资源互补（如：埃及工厂利润率超过 30%，高于整体水平），有望持续提升盈利能力。
- 投资建议：**上调 12 个月目标价至 37.13 元，维持“买入”评级。考虑到成本价格下降因素，我们调高盈利预测，预计 17-19 年公司营业收入 58.2、67.5、77.3 亿元，归母净利润 8.5、11.8、15.1 亿元，上调 12 个月目标价至 37.13 元，对应 18 年 26xPE，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**糖蜜价格下降不及预期、国际政治风险、食品安全风险。

内容目录

下游食品行业景气，酵母类产品需求多点开花	- 4 -
烘焙及调味品行业高景气度拉动酵母需求持续向好	- 4 -
酵母和 YE 引领健康潮流，取代传统发酵剂和有害添加剂	- 5 -
海外酵母市场发展不均衡，亚非南美市场空间广阔	- 6 -
产能规模领先，全球布局新产能获增长空间	- 7 -
酵母寡头地位稳固，酵母和 YE 产能规模领先	- 7 -
迎合需求增长积极扩建，海内外增产持续推进	- 7 -
抓住全球新增市场，市占率将进一步提高	- 9 -
产品结构升级叠加糖蜜价格下行，有望显著增厚利润	- 9 -
糖蜜市场供大于求，预计价格处于下行通道	- 9 -
糖蜜价格下行对净利率的敏感分析	- 10 -
提价预期较强，量价齐升加速利润增长	- 11 -
经营效率优化，盈利能力有望持续提升	- 12 -
实行利润导向战略，经营效率不断优化	- 12 -
海外工厂利润率高于国内，有望拉升整体盈利能力	- 13 -
盈利预测和投资建议	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

图表 1：安琪公司产品主要应用领域及其收入占比	- 4 -
图表 2：烘焙食品主营业务收入（亿元）保持 10% 增速	- 4 -
图表 3：2016 年各级省市连锁零售门店与人口的比例及增长率	- 5 -
图表 4：各发酵剂效用比较	- 6 -
图表 5：酱油产量保持 1000 万吨	- 6 -
图表 6：方便面产量也为 1000 万吨左右	- 6 -
图表 7：全球人口与酵母产能分布对比	- 7 -
图表 10：全球主要酵母公司产能（万吨）及增长	- 7 -
图表 11：全球主要酵母抽提物公司产能分布（万吨）	- 7 -
图表 8：酵母销量基本与产量持平	- 8 -
图表 9：子公司产能一览	- 8 -
图表 14：酵母类产品成本构成	- 9 -
图表 15：全国蔗糖产量（万吨）	- 9 -
图表 16：玉米市场价（元/吨）呈现下降趋势	- 10 -

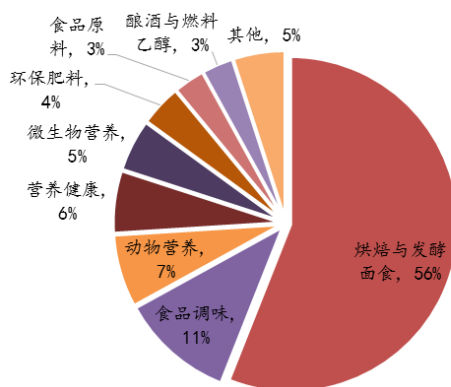
图表 17: 发酵酒精产量已经出现负增长.....	- 10 -
图表 18: 关键假设.....	- 11 -
图表 19: 国内糖蜜降价对净利率的影响.....	- 11 -
图表 12: 关键假设.....	- 11 -
图表 13: 酵母类产品提价对净利率的影响.....	- 11 -
图表 20: 产品提价与糖蜜降价双因素对净利润 (百万元) 的影响.....	- 12 -
图表 22: 2017H1 销售费用分布明细.....	- 12 -
图表 23: 2017H1 管理费用分布明细.....	- 12 -
图表 24: 海外营业收入约占总营业收入 30%.....	- 13 -
图表 25: 2012 年来海外毛利率持续上升.....	- 13 -
图表 26: 业绩预测表.....	- 14 -
图表 27: 行业平均 PE.....	- 14 -
图表 28: 安琪酵母销售预测表.....	- 15 -
图表 29: 安琪酵母财务预测三张报表.....	- 16 -

下游食品行业景气，酵母类产品需求多点开花

焙烤及调味品行业高景气度拉动酵母需求持续向好

- **公司介绍：国内酵母第一品牌。**安琪公司产品的的主要应用领域是烘焙与面食以及食品调味等，烘焙和调味品应用产品占总收入比例分别为 56% 和 11%，总和超过公司收入的三分之二。焙烤及调味品行业持续高景气度，且高端调味品生产中酵母抽提物 YE 运用越来越广泛，拉动整体酵母需求持续向好。

图表 1：安琪公司产品主要应用领域及其收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **焙烤行业保持 10% 的增速，有望带动酵母需求量 6% 以上的增速。**2011 年至 2016 年，中国烘焙食品消费额的年复合增长率达 11.93%，处于快速增长期。从人均消费来看，我国焙烤市场具有广阔发展潜力，2015 年人均烘焙食品消费量仅 6.6 公斤，相较于香港、日本的人均消费量 15.4、22.5 公斤存有较大提升空间。随着消费升级以及西式食品在国内的普及，国内焙烤行业的市场规模仍能保持 10% 左右的增速，我们预计有望带动酵母需求量 6% 以上的增速。

图表 2：焙烤食品主营业务收入（亿元）保持 10% 增速



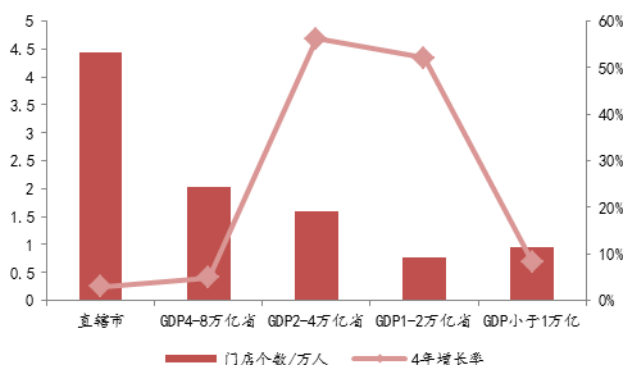
来源：Wind，中泰证券研究所

- **“中央工厂+批发”模式普及扩容酵母市场。**中国烘焙企业的经营模式主

要有“中央工厂+批发”和连锁店模式。“中央工厂+批发”模式的定位是大众消费者，能够实现较快的区域扩张，利用超市、便利店等零售渠道深入目标市场，扩张性很强。而连锁店模式的定位是对食品口味、消费环境有更高追求的高端消费者。近年来，由于一二线城市消费者消费水平的提升，其消费习惯已经由“中央工厂+批发”模式向连锁店模式转变，而三四线城市仍处于“中央工厂+批发”模式扩张中，对烘焙食品的消费量依然保持高增长。

- 渠道下沉促进三四线城市烘焙食品消费。**“中央工厂+批发”模式烘焙食品的销售终端主要是超市和便利店，超市和便利店也基本都会销售烘焙食品。随着三四线城市零售门店密度的增加和电商及冷链物流技术的发展，烘焙食品具有很大的提升空间。论连锁零售门店数量，2016年4个直辖市平均每万人对应的连锁门店数量远多于16个GDP在一万亿到四万亿之间的省份；论增速，2012年到2016年，GDP在一万亿到四万亿之间的省份人均门店数量增长50%以上，远远大于直辖市和GDP大省的增速。得益于此，烘焙食品在经济相对欠发达的地区销售渠道迅速扩张，为烘焙行业未来的持续增长打下坚实的基础。

图表 3：2016 年各级省市连锁零售门店与人口的比例及增长率



来源：Wind, 中泰证券研究所

酵母和 YE 引领健康潮流，取代传统发酵剂和有害添加剂

- 烘焙行业产品升级，酵母和酶取代有害添加剂。**随着消费者对食品健康重视程度的提高，面包标签清洁化已经成为全球烘焙行业的流行趋势。面包标签清洁化是指生产过程中不使用氧化剂/还原剂、乳化剂、防腐剂等添加剂。顺应此潮流，安琪的目标是用灭活酵母和酶取代氧化剂/还原剂，用酶制剂取代乳化剂，用面包和面团处理方式取代防腐剂，最终面包中的有害添加剂被健康成分替代。面包标签清洁化趋势不仅拉动酵母需求，也拓展了酶制剂的市场。
- 活性干酵母强势挤占传统发酵剂的需求。**中式面点所用发酵剂有三种：小苏打、面肥（老面）和活性干酵母。目前农村中还有很大部分发酵使用苏打或面肥做发酵剂。酵母与苏打和面肥相比，在发面产品的口感、营养价值，以及工艺流程方面都有优势。安琪公司渠道下沉深入，遍及

全国每个县。随着食品工业化取代家庭小作坊、农村消费水平的提升，活性干酵母将逐渐代替小苏打和面肥。

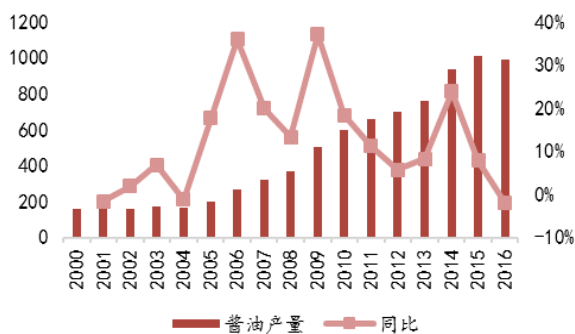
图表 4：各发酵剂效用比较

苏打	释放的气体不丰富，发面成品松软度不够； 弱碱性物质破坏面粉中的维生素，降低面食的营养价值。
面肥	会使面团产生酸味； 若用碱中和，会破坏面粉的营养； 用量难以掌握，容易造成浪费。
活性干酵母	营养成分丰富，含有丰富的维生素和矿物质； 能保护面粉中的维生素。

来源：公开信息，中泰证券研究所

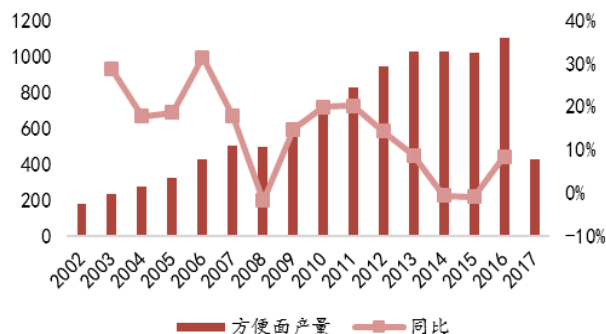
- **YE 有望继续保持近 20% 的增长。**酵母抽提物 (YE) 是安琪公司成长最快的产品，收入增速保持 20% 以上。YE 是具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质，广泛应用于调味品、方便面、肉制品等当中。YE 能够取代有害人体健康的防腐剂、味精等人工合成添加剂。目前中国的酱油和方便面的生产已经开始使用 YE，YE 在中国市场还处于产品导入期，需求增长十分迅速，上半年已经出现订单供不应求的状况。2016 年酱油和方便面的产量均为 1000 万吨左右，若将来 YE 完全取代人工合成添加剂，按 0.5% 的 YE 添加量来算，仅酱油和方便面的生产中就需要 10 万吨 YE，需求仍有较大增长潜力。

图表 5：酱油产量保持 1000 万吨



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 6：方便面产量也为 1000 万吨左右



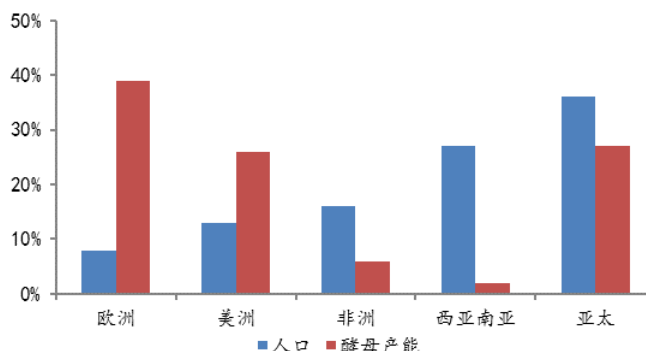
来源：Wind, 中泰证券研究所

海外酵母市场发展不均衡，亚非南美市场空间广阔

- 酵母在全球的发展很不平衡，欧洲和北美的酵母市场已经相当成熟，但亚非、东欧、南美地区还存在广阔的增长空间。非洲、西亚南亚的人口占世界总人口的 43%，而酵母产能只占全球的 8%，主因是经济欠发达地区主食以玉米、木薯为主，面包消费占比较低，未来随着经济发展，

当地消费者生活水平提高，营养结构改善，未来酵母市场容量广阔。

图表 7：全球人口与酵母产能分布对比



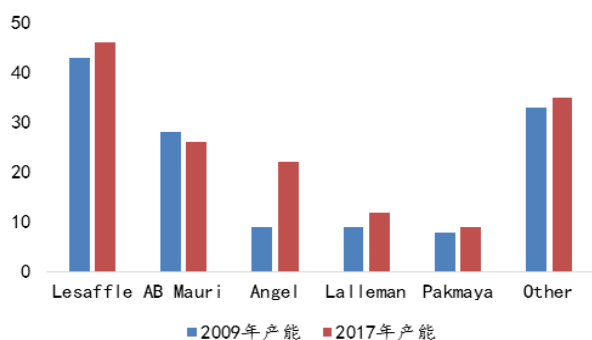
来源：公司公告，中泰证券研究所

产能规模领先，全球布局新产能获增长空间

酵母寡头地位稳固，酵母和 YE 产能规模领先

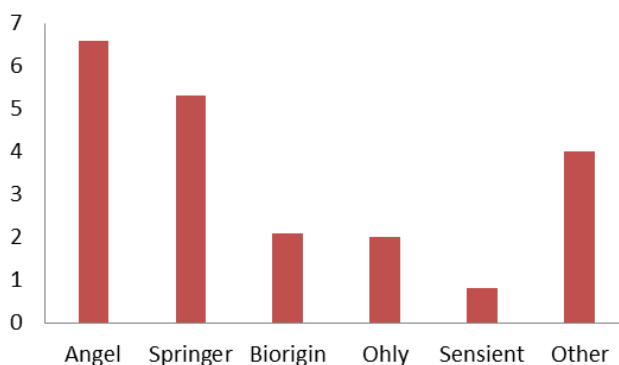
- **酵母全球市占率 13%，国内市占率 55%。**酵母行业集中度高，属于寡头垄断行业，全球 CR3 为 62%，CR5 为 77%，乐思福、英联马利、安琪分列行业前三位。2017 年，安琪产能在全球市占率 13%，在国内市占率达到 55%，处于寡头地位。
- **YE 规模世界第一，在国内有绝对领先地位。**YE 方面，2017 年全球产能 20.8 万吨，安琪产能 6.6 万吨，占比超过 30%，成为全球最大的 YE 生产商。在国内市场，安琪具有绝对领先领先地位，存在一个竞争对手斯宾格产能约 1 万吨，其他公司均无法形成规模。

图表 8：全球主要酵母公司产能（万吨）及增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：全球主要酵母抽提物公司产能分布（万吨）

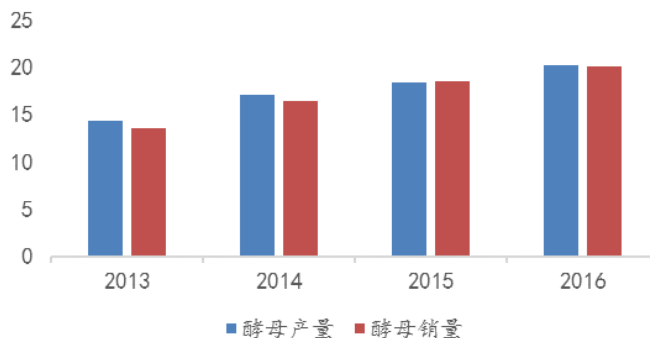


来源：公司公告，中泰证券研究所

迎合需求增长积极扩建，海内外增产持续推进

- **历年产能满载，产销率接近 100%。**公司共拥有 15 条高度现代化的酵母

生产线，截至 2016 年底，公司总产能为 19.3 万吨，其中酵母类产品产量 20.13 万吨，销量 20.05 万吨。公司产能利用率超过 100%，产销率接近 100%，产能持续扩张，产能利用率持续紧张，下游有供不应求现象。公司产能扩张项目落地布局 18、19 年，填补需求缺口。

图表 10：酵母销量基本与产量持平


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **改造扩建项目稳步推进，YE、酵母双双提产。**2017 年上半年，安琪德宏现有酵母生产线内部技术改造完成，于 2017 年 5 月正式投产运行，安琪德宏干酵母产能从目前的 2.6 万吨/年提升到 3 万吨/年。俄罗斯年产 2 万吨酵母工厂 7 月底投料试车，计划 18 年产能利用 80% 以上，预计 2018 年酵母总产能继续增加 2 万吨。赤峰产能扩建项目按计划启动土建工程，预计 18 年 6 月可完成建成，投产后酵母产能将提高 1.5 万吨。埃及二期将于 2019 年投产，届时酵母和 YE 产能均将提高 1.5 万吨。在中长期的规划中，积极通过优化、新建以及合作的方式稳步推进全球范围内产能扩张。

图表 11：子公司产能一览

Angel	建厂地址	酵母产能 (万吨)	酵母抽提物产能 (万吨)	投产时间
宜昌总部	湖北宜昌市	2.5	1	1986年
安琪赤峰	内蒙古赤峰市	0.9	—	2003年
安琪伊犁	新疆伊犁州	3	0.8	2004年
安琪滨州	山东滨州市	0.7	—	2005年
安琪睢县	河南山丘市	0.2	—	2005年
安琪崇左	广西崇左市	3.5	0.8	2006年
安琪柳州	广西柳州市	4	4	2012、2017年
安琪埃及	埃及开罗	2	—	2013年
安琪德宏	云南宏德	3	—	2014年
安琪俄罗斯	俄罗斯利佩茨克	2	—	2017年8月投产
安琪赤峰 (搬迁改造)	内蒙古赤峰市	1.5	—	2018年6月投产
安琪埃及 (二期)	埃及开罗	1.5	1.5	2019年3月投产
合计		24.8	8.1	

来源：公司公告，中泰证券研究所

抓住全球新增市场，市占率将进一步提高

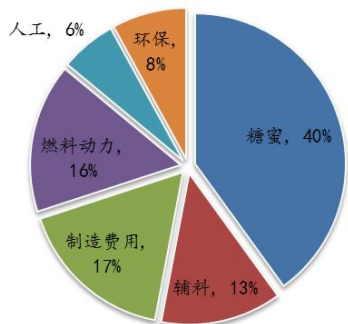
- **竞争对手暂无扩产趋势，安琪市占率将不断提高。**从 2009 年到 2017 年，全球酵母产能从 130 万吨增加到 150 万吨，安琪的产能从 9 万吨增加到 22 万吨，而其他竞争对手都没有显著增产。最大的 YE 竞争对手斯宾格也没有扩张趋势。在需求稳定增长、竞争对手产能基本不变的基础上，安琪积极扩建，凭借龙头企业的规模、品牌、技术、深入到每个县的渠道等优势进一步巩固市场地位，未来市占率将继续提升，行业龙头竞争优势可长期保持。
- **海外工厂把握亚非东欧地区机会，国际化战略成效显著。**埃及工厂面向广阔的西亚和非洲，未来随着经济发展，未来酵母市场容量广阔。俄罗斯工厂瞄准俄罗斯及零关税独联体国家总共 2.5 亿人口，其主食以面包为主，酵母需求量很大。安琪在当地设立子公司后，能够把国内的销售渠道和经营模式优势复制到国外，采用本地化战略，进一步占据当地市场。

产品结构升级叠加糖蜜价格下行，有望显著增厚利润

糖蜜市场供大于求，预计价格处于下行通道

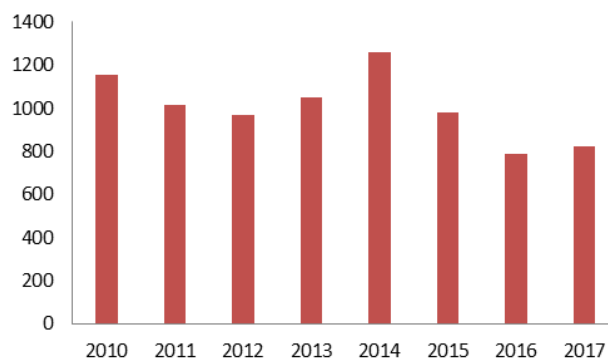
- **2017 年蔗糖产量略高于去年同期，糖蜜供给稳定。**生产酵母最主要的原材料是糖蜜，占生产成本的 40%。糖蜜作为可作原料的固体废物，属于限制进口类商品，因此国外糖蜜行情对国内糖蜜价格影响很小。糖蜜是甘蔗和甜菜制糖的副产品，2017 年虽然甘蔗种植面积有下降趋势，但蔗糖产量增长 5%，甜菜产量平稳，预计糖蜜供给与去年同期相当，基本排除供给不足驱动糖蜜价格上涨的可能。

图表 12：酵母类产品成本构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：全国蔗糖产量（万吨）



来源：Wind，中泰证券研究所

- **糖蜜酒精产量下滑，需求收缩驱动糖蜜价格下行。**糖蜜下游的需求结构自 2015 年开始发生了比较大的变化，糖蜜酒精量逐渐减少，酵母的用量占比逐渐增多。一方面，生产糖蜜酒精的过程中，对环境的污染比较严重。2015 年新环保立法实施后，许多小企业污染处理不合格而限产或

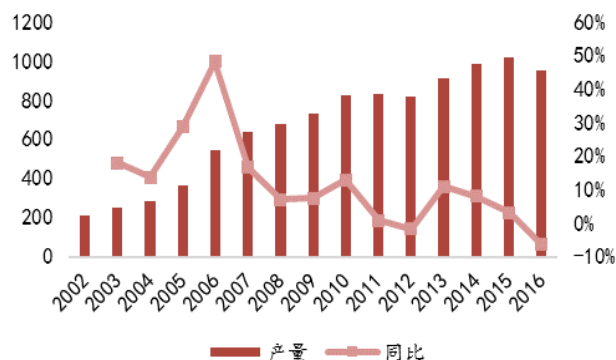
关停, 仍然开工的酒精厂也增加了环保的成本和投入, 竞争力遭到削弱。另一方面, 2013 年以来酒精总体产量增速下滑, 2016 年已经开始负增长。叠加玉米的价格处于相对较低的位置, 推动玉米酒精价格降低, 对糖蜜酒精的替代作用加强。预期糖蜜酒精产量将持续缩减, 糖蜜将主要流向酵母生产。在糖蜜市场供给稳定的情况下, 需求紧缩将驱动糖蜜价格下行。

图表 14: 玉米市场价 (元/吨) 呈现下降趋势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 发酵酒精产量已经出现负增长



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司糖蜜采购量稳定且保持增长, 议价能力较强。**公司酵母发酵总产量超过 20 万吨, 酵母发酵总产量同比增长 10%, 对糖蜜需求增长稳定, 不会因为需求过于集中而导致原料价格大幅上涨。且其主要竞争对手乐斯福、马利基本没有扩张, 酵母糖蜜的需求增长主要依赖于安琪一家, 因此安琪公司与上游糖蜜生产商之间粘性较高。同时, 公司在广西、云南、新疆等地的工厂与当地糖厂合作, 公司提供技术, 当地糖厂提供资源, 当地糖厂可从公司得到稳定分红, 作为交换其所产糖蜜优先供应安琪, 价格较市场价低 10%。我们认为公司对糖蜜采购具有较强定价主导权。

糖蜜价格下行对净利率的敏感分析

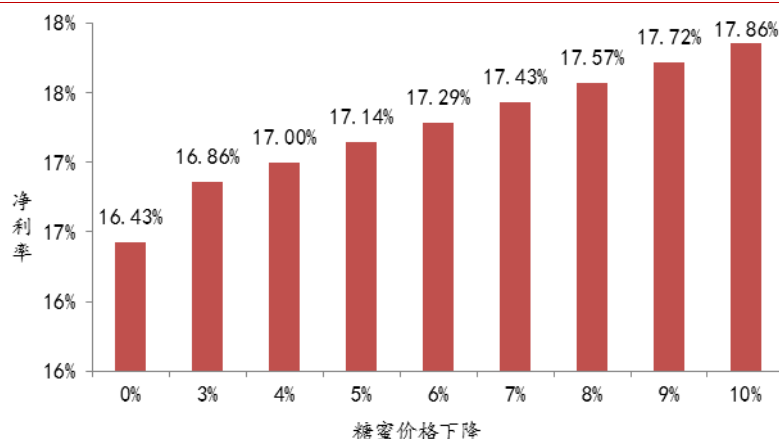
- 利润对国内糖蜜价格的敏感性分析:**2017 年公司糖蜜采购价格下降 20% 至 730 元/吨, 我们判断 2018 年糖蜜价格将继续下行。我们假设: 1) 2018 年酵母类产品已有产能利用率 100%、新建产能利用率 50%, 产销率为 100%; 2) 酵母类产品提价 5%, 由于产品结构改善, 酵母均价增长会在提价的基础上再高两个百分点。
- 由此假设可以得到, 若 2018 年国内外糖蜜价格均不变, 毛利率为 39.15%, 净利润为 11.1 亿元, 净利率为 16.43%; 我们预计 2018 年国内糖蜜价格再降 7%, 降到 679 元/吨, 国外糖蜜价格保持 500 元/吨, 毛利率可提升到 40.16%, 净利润可提升到 11.8 亿元, 净利率提升到 17.43%, 比糖蜜价格不变的情况高 1pct。

图表 16: 关键假设

关键假设	
酵母类产品产销率	100%
国内酵母产量(万吨)	18.6
国外酵母产量(万吨)	4
2018年酵母均价(万元/吨)	1.57
国内YE产量(万吨)	6.6
2018年YE均价(万元/吨)	2.07
国内消耗糖蜜(万吨)	132.6
国外消耗糖蜜(万吨)	20
国外糖蜜价格(元/吨)	500
酵母类产品其他成本	随产量增加
所得税率	12%
其他产品收入、成本	增速固定
费用	增速固定

来源: 中泰证券研究所

图表 17: 国内糖蜜降价对净利率的影响



来源: 中泰证券研究所

提价预期较强, 量价齐升加速利润增长

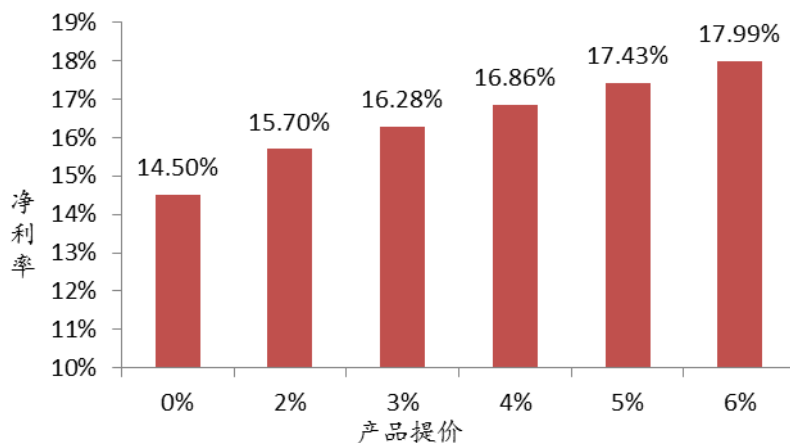
- 利润对产品价格的敏感性分析:** 我们预计 18 年上半年公司通过直接提价和升级产品结构变向提价, 国内外酵母类产品价格将上涨 3-5%。我们假设: 1) 2018 年酵母类产品已有产能利用率 100%、新建产能利用率 50%, 产销率为 100%。2) 国内糖蜜价格下降 7%, 国际糖蜜价格不变。3) 由于酵母品类中, 西式酵母的增速快于中式酵母, 且西式酵母价格更高一些, 假设酵母均价增长会在提价的基础上再高两个百分点。
- 酵母类产品 18 年有望实现提价。** 按照安琪现在的工艺, 生产 1 吨酵母耗费糖蜜 5 吨, 生产 1 吨 YE 需要 1.2 吨酵母。由此得到的 2018 年毛利率是 38.03%, 净利润 9.5 亿元, 净利率为 14.50%。在此基础上, 我们预计酵母类产品将提价 5%, 若其他因素不变, 毛利率将提高至 40.16%, 净利润将提高到 11.8 亿元, 净利率提升到 17.43%, 比不提价的情况高 3pct。

图表 18: 关键假设

关键假设	
酵母类产品产销率	100%
国内酵母产量(万吨)	18.6
国外酵母产量(万吨)	4
2017年酵母均价(万元/吨)	1.47
国内YE产量(万吨)	6.6
2017年YE均价(万元/吨)	1.98
国内消耗糖蜜(万吨)	132.6
国外消耗糖蜜(万吨)	20
国内糖蜜价格(元/吨)	679
国外糖蜜价格(元/吨)	500
酵母类产品其他成本	随产量增加
所得税率	12%
其他产品收入、成本	增速固定
费用	增速固定

来源: 中泰证券研究所

图表 19: 酵母类产品提价对净利率的影响



来源: 中泰证券研究所

- 产品提价与糖蜜降价双因素分析：**结合酵母类产品提价和糖蜜降价两方面因素，我们预期产品提价 3%-5%，糖蜜价格降到 670-685 元/吨，2018 年的净利率将会在 16.14% -17.57% 间。

图表 20：产品提价与糖蜜降价双因素对净利润（百万元）的影响

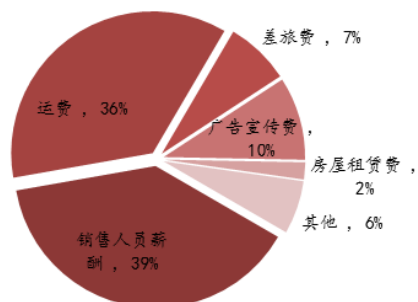
糖蜜价格	糖蜜下降	产品提价					
		0%	2%	3%	4%	5%	6%
730	0%	877.77	970.28	1016.53	1062.79	1109.04	1155.30
708.1	3%	906.81	999.32	1045.57	1091.83	1138.08	1184.34
700.8	4%	916.49	1009.00	1055.25	1101.51	1147.76	1194.02
693.5	5%	926.17	1018.68	1064.93	1111.19	1157.44	1203.70
686.2	6%	935.85	1028.36	1074.61	1120.87	1167.12	1213.38
678.9	7%	945.53	1038.04	1084.29	1130.55	1176.80	1223.06
671.6	8%	955.21	1047.72	1093.97	1140.23	1186.48	1232.74
664.3	9%	964.89	1057.40	1103.65	1149.91	1196.16	1242.42
657	10%	974.57	1067.08	1113.33	1159.59	1205.84	1252.10

来源：中泰证券研究所

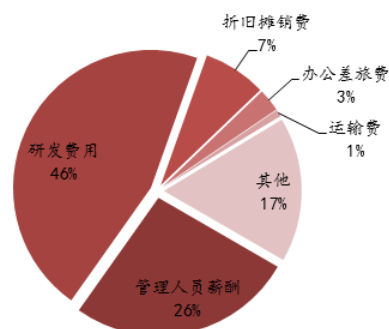
经营效率优化，盈利能力有望持续提升

实行利润导向战略，经营效率不断优化

- 三费管控得当，规模摊销下费用率将呈现稳中有降态势。**2017H1 公司管理费用率为 7.3%，提高 0.5pct，在行业中高于平均水平，主因是研发费用投入较大，占比达到 46%。公司投入大量研发费用改进工艺改进，助力公司技术处于领先地位。17H1 销售费用率为 10.6%，同比下降 0.2pct，公司销售压力不大，销售上更专注高利润客户。财务费用方面，公司在上海设立了融资租赁公司，充分利用各渠道利率的差异降低财务费用，17 年 H1 财务费用率下降至 2% 以下。公司战略上看重利润增长，管理费用和销售费用仍有压缩空间，我们期望看到公司未来持续的降本增效措施实行到位，增加投入产出率。

图表 21：2017H1 销售费用分布明细


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 22：2017H1 管理费用分布明细


来源：公司公告，中泰证券研究所

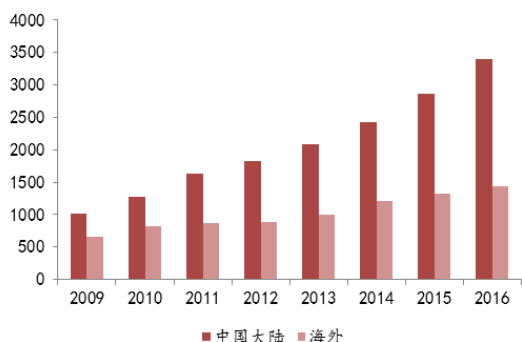
- 公司技术行业领先，规模效应下成本竞争优势凸显。**酵母生产过程会产

生大量污染，随着国内环保监管趋严且污染处理要求提升，三废处理技术成为一大点。公司长期以来重视环保，对环保技术优化已有 20 年历史，是国内拥有成熟的环保技术和设施的龙头企业，在竞争对手需提高技术、投入新的设备之际，公司竞争优势凸显，在技术和成本上形成高壁垒。公司环保成本占总成本的 8%，竞争对手环保成本占比超过 10%。公司亦不断扩大产能，规模效应下，环保成本竞争优势更加凸显。

海外工厂利润率高于国内，有望拉升整体盈利能力

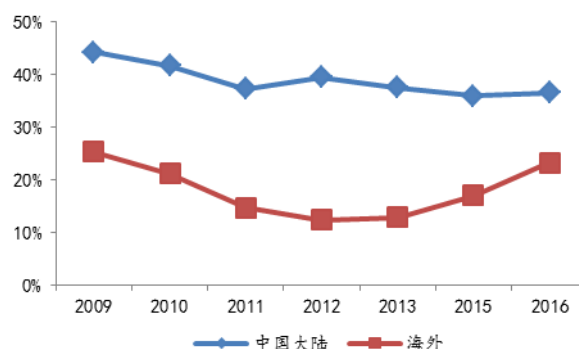
- **海外生产具有多重优势，整体成本低于国内。**一方面受制于糖蜜禁止进口，国内糖蜜价格显著高于国外价格，埃及工厂采购糖蜜价格大约 500 元/吨，远低于国内 730 元/吨。另一方面，从埃及公司销售产品可以免去中国出口进入销售地 12%左右的关税。根据 17 年数据，埃及工厂毛利率超过 40%，净利率超过 30%，盈利能力远高于国内工厂。俄罗斯工厂从 2015 年末破土动工，俄罗斯工厂选址靠近甜菜产地，糖蜜供给充足、原材料价格低廉，且生产工艺拥有技术后发优势，生产效率处于世界领先地位，预计工厂成熟后毛利率在 40%以上，净利率在 20%以上。
- **未来海外占比提升，有望持续提升盈利能力。**公司海外业务颇有历史，在 2012 年安琪埃及公司建成前，公司海外业务占总收入比例达到 30%，2010 年，安琪开始建设埃及公司，海外成本增加，毛利率下降，建成投产后，公司充分利用当地采购成本低、靠近广大亚非销售地降低运输费用优势，2012 年起，国外业务的毛利率显著回升。俄罗斯工厂 2 万吨酵母产能于 2017 年 7 月投产试车，2018 年全面投产，埃及二期 1.5 万吨酵母和 1.5 万吨 YE 产能正在建设，预计 19 年初可投产，未来海外高效率产能占比提升，有望持续提升盈利能力。

图表 23：海外营业收入约占总营业收入 30%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 24：2012 年来海外毛利率持续上升



来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测和投资建议

- 我们对 2018 年经营状况作如下假设：
 - 1) 酵母类产品提价 5%；
 - 2) 国内糖蜜价格下降 7%；

- 3) 已有产能利用率 100%、新建产能利用率 50%，产销率为 100%，酵母总销量 22.6 万吨，YE 总销量 6.6 万吨；
- 4) 酵母类产品除糖蜜以外的其他成本随产量增长。考虑到通货膨胀以及新建工厂试运营，成本增速会略高于产量增速；
- 5) 2017 年保健品增速 60%，动物营养增速 30%，但这两块业务不是公司的发展重点，预期 2018 年后在高基数下不会保持高增长；
- 6) 其他产品收入和成本变动参照往年增速；
- 7) 费用增速以按 2016 年增速为参照；
- 8) 营业税金及附加、营业外收支、投资收益以 2017 年情况为参照；
- 9) 所得税率设为公司估计的 12%。

- 盈利预测与投资建议:主要考虑糖蜜价格下降因素,我们调高盈利预测,预计 17-19 年分别实现收入 58.2、67.5、77.3 亿元(原数据 58.2、67.2、77.0 亿元),净利润归母净利润 8.5、11.8、15.1 亿元(原数据 8.4、10.5、12.5 亿元)。调味品行业平均 PE 大约为 24 倍左右,考虑到安琪公司在酵母行业的行业龙头地位,全球产能扩张步伐加大,未来利润弹性有望加速释放,给予上调 12 个月目标价至 37.13 元,对应 18 年 26xPE,维持“买入”评级。

图表 25: 业绩预测表

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,213.4	4,860.5	5,815.0	6,751.7	7,728.7
营业收入增速	15.3%	15.4%	19.6%	16.1%	14.5%
归属于母公司的净利润	280.1	535.1	853.5	1,176.8	1,510.1
净利润增长率	90.3%	91.0%	59.5%	37.9%	28.3%
摊薄每股收益(元)	0.85	0.65	1.04	1.43	1.83

来源: 中泰证券研究所

图表 26: 行业平均 PE

公司简称	股价 2017/11/3	预测EPS			PE		
		17E	18E	19E	17E	18E	19E
海天味业	50.73	1.29	1.53	1.80	39.3	33.1	28.2
爱普股份	13.29	0.62	0.66	0.73	21.4	20.2	18.3
梅花生物	5.86	0.42	0.47	0.59	14.0	12.5	9.9
中炬高新	23.52	0.63	0.81	1.01	37.2	29.0	23.3
均值					23.9		

来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 原材料涨价风险:需求扩大可能导致糖蜜价格上涨。气候因素也可能造成原材料成本增加。
- 汇率风险:安琪海外公司以美元结算,具有美元贬值的汇率风险。
- 国际政治风险:海外公司经营情况受俄罗斯、埃及的政策影响。
- 食品安全。

图表 27: 安琪酵母销售预测表

产品销售收入	实际数据		假设		计算结果		
单位: 人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
酵母							
平均售价 (元/吨)	13,131.01	13,598.85	14,268.05	14,696.09	15,724.81	16,039.31	16,360.10
增长率 (YOY)	—	3.56%	4.92%	3.00%	7.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (万吨)	16.33	18.53	20.06	21.60	22.60	25.00	27.50
增长率 (YOY)	—	13.47%	8.26%	7.68%	4.63%	10.62%	10.00%
其中国外生产数量 (万吨)	2	2	2	3	4	5	5.5
销售收入 (百万元)	2,144.29	2,519.87	2,862.17	3,174.35	3,553.81	4,009.83	4,499.03
增长率 (YOY)	—	17.52%	13.58%	10.91%	11.95%	12.83%	12.20%
国内糖蜜用量 (万吨)	—	—	90.30	93.00	93.00	100.00	110.00
国内糖蜜价格 (元/吨)	—	—	910.00	730.00	678.90	638.17	599.88
增长率 (YOY)	—	—	—	-19.78%	-7.00%	-6.00%	-6.00%
国外糖蜜用量 (万吨)	—	—	10.00	15.00	20.00	25.00	27.50
国外糖蜜价格 (元/吨)	—	—	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
其他成本	—	—	929.27	1074.95	1210.72	1399.82	1595.80
增长率 (YOY)	—	—	—	15.68%	12.63%	15.62%	14.00%
销售成本 (百万元)	1,446.94	1,649.61	1,801.00	1,828.85	1,942.09	2,162.99	2,393.16
增长率 (YOY)	—	14.01%	9.18%	1.55%	6.19%	11.37%	10.64%
毛利	697.35	870.26	1,061.17	1,345.50	1,611.72	1,846.84	2,105.86
增长率 (YOY)	—	24.79%	21.94%	26.79%	19.79%	14.59%	14.03%
毛利率	32.52%	34.54%	37.08%	42.39%	45.35%	46.06%	46.81%
YE							
平均售价 (元/吨)	18,449.05	18,633.54	19,565.22	19,760.87	20,748.91	21,786.36	22,875.68
增长率 (YOY)	—	1.00%	5.00%	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (万吨)	4.60	4.60	4.60	5.60	6.60	7.50	8.00
增长率 (YOY)	—	0.00%	0.00%	21.74%	17.86%	13.64%	6.67%
销售收入 (百万元)	848.66	857.14	900.00	1,106.61	1,369.43	1,633.98	1,830.05
增长率 (YOY)	—	1.00%	5.00%	22.96%	23.75%	19.32%	12.00%
糖蜜用量 (万吨)	27.60	27.60	27.60	33.60	39.60	45.00	48.00
糖蜜价格 (元/吨)	—	—	910.00	730.00	678.90	644.96	612.71
增长率 (YOY)	—	—	—	-19.78%	-7.00%	-5.00%	-5.00%
其他成本	—	—	398.29	532.67	681.05	814.79	901.70
增长率 (YOY)	—	—	—	33.74%	27.86%	19.64%	10.67%
销售成本 (百万元)	624.23	636.71	649.45	777.95	949.90	1,105.02	1,195.80
增长率 (YOY)	—	2.00%	2.00%	19.79%	22.10%	16.33%	8.22%
毛利	224.43	220.43	250.55	328.66	419.53	528.96	634.26
增长率 (YOY)	—	-1.78%	13.67%	31.18%	27.65%	26.08%	19.91%
毛利率	26.44%	25.72%	27.84%	29.70%	30.64%	32.37%	34.66%
包装							
销售收入	129.76	140.04	165.76	207.20	248.64	285.94	338.45
增长率 (YOY)	—	7.92%	18.37%	25.00%	20.00%	15.00%	18.37%
销售成本	109.18	113.68	124.43	136.20	149.08	163.17	178.60
增长率 (YOY)	—	4.12%	9.46%	9.46%	9.46%	9.46%	9.46%
毛利	20.58	26.36	41.33	71.00	99.56	122.76	159.85
增长率 (YOY)	—	28.09%	56.79%	71.80%	40.22%	23.30%	30.21%
毛利率	15.86%	18.82%	24.93%	34.27%	40.04%	42.93%	47.23%
奶制品							
销售收入	46.45	49.36	53.52	58.87	64.76	71.24	77.24
增长率 (YOY)	—	6.26%	8.43%	10.00%	10.00%	10.00%	8.43%
销售成本	31.61	34.25	38.03	42.23	46.89	52.07	57.82
增长率 (YOY)	—	8.35%	11.04%	11.04%	11.04%	11.04%	11.04%
毛利	14.84	15.11	15.49	16.64	17.87	19.17	19.42
增长率 (YOY)	—	1.82%	2.51%	7.45%	7.36%	7.27%	1.33%
毛利率	31.95%	30.61%	28.94%	28.27%	27.59%	26.91%	25.15%
制糖							
销售收入	56.10	122.10	189.61	265.45	292.00	321.20	353.32
增长率 (YOY)	—	117.65%	55.29%	40.00%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本	65.93	125.28	169.10	179.25	190.00	201.40	213.48
增长率 (YOY)	—	90.02%	34.98%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利	-9.83	-3.18	20.51	86.21	102.00	119.80	139.83
增长率 (YOY)	—	-67.65%	-744.97%	320.32%	18.32%	17.45%	16.72%
毛利率	-17.52%	-2.60%	10.82%	32.48%	34.93%	37.30%	39.58%
其他业务							
销售收入	428.85	524.85	689.47	1,002.51	1,223.06	1,406.52	1,547.17
增长率 (YOY)	—	22.39%	31.37%	45.00%	22.00%	15.00%	10.00%
销售成本	285.30	373.90	473.59	663.03	762.48	808.23	856.72
增长率 (YOY)	—	31.06%	26.66%	40.00%	15.00%	6.00%	6.00%
毛利	143.55	150.95	215.88	339.48	460.58	598.29	690.45
增长率 (YOY)	—	5.15%	43.01%	57.26%	35.67%	29.90%	15.40%
毛利率	33.47%	28.76%	31.31%	33.86%	37.66%	42.54%	44.63%
合计							
销售收入小计	3654.11	4213.36	4860.53	5815.00	6751.70	7728.70	8645.26
增长率 (YOY)	—	15.30%	15.36%	19.64%	16.11%	14.47%	11.86%
销售成本小计	2563.19	2933.43	3255.60	3627.50	4040.44	4492.88	4895.59
增长率 (YOY)	—	14.44%	10.98%	11.42%	11.38%	11.20%	8.96%
毛利	1090.92	1279.93	1604.93	2187.50	2711.26	3235.82	3749.68
平均毛利率	29.85%	30.38%	33.02%	37.62%	40.16%	41.87%	43.37%

来源: 中泰证券研究所

图表 28：安琪酵母财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,654	4,213	4,861	5,815	6,752	7,729	货币资金	599	301	333	431	596	1,786
增长率	17.14%	15.3%	15.4%	19.6%	16.1%	14.5%	应收账款	416	602	552	756	916	1,058
营业成本	-2,584	-2,954	-3,275	-3,627	-4,040	-4,493	存货	932	985	1,214	1,352	1,505	1,649
%销售收入	70.7%	70.1%	67.4%	62.4%	59.8%	58.1%	其他流动资产	235	200	221	237	255	274
毛利	1,070	1,259	1,585	2,188	2,711	3,236	流动资产	2,181	2,088	2,320	2,775	3,273	4,767
%销售收入	29.3%	29.9%	32.6%	37.6%	40.2%	41.9%	%总资产	34.7%	33.7%	34.2%	37.6%	41.2%	51.3%
营业税金及附加	-24	-23	-47	-64	-68	-62	长期投资	23	23	26	26	26	26
%销售收入	0.7%	0.6%	1.0%	1.1%	1.0%	0.8%	固定资产	3,726	3,696	3,895	4,095	4,171	4,027
营业费用	-428	-463	-557	-669	-763	-850	%总资产	59.3%	59.7%	57.5%	55.5%	52.5%	43.4%
%销售收入	11.7%	11.0%	11.5%	11.5%	11.3%	11.0%	无形资产	315	322	342	292	282	271
管理费用	-274	-302	-351	-419	-473	-541	非流动资产	4,101	4,108	4,458	4,608	4,674	4,519
%销售收入	7.5%	7.2%	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%	%总资产	65.3%	66.3%	65.8%	62.4%	58.8%	48.7%
息税前利润 (EBIT)	344	470	630	1,036	1,408	1,783	资产总计	6,282	6,197	6,778	7,383	7,947	9,287
%销售收入	9.4%	11.2%	13.0%	17.8%	20.9%	23.1%	短期借款	1,956	2,003	1,489	1,123	534	100
财务费用	-117	-120	-59	-48	-28	3	应付账款	588	683	702	769	861	956
%销售收入	3.2%	2.8%	1.2%	0.8%	0.4%	0.0%	其他流动负债	141	154	794	1,016	794	828
资产减值损失	-19	-19	25	0	0	0	流动负债	2,684	2,840	2,986	2,908	2,190	1,884
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	150	150	150	150
投资收益	-15	2	3	8	10	10	其他长期负债	566	89	144	144	144	144
%税前利润	—	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.5%	负债	3,251	2,929	3,280	3,202	2,484	2,178
营业利润	193	334	599	996	1,390	1,795	普通股股东权益	2,822	3,039	3,253	3,860	5,036	6,547
营业利润率	5.3%	7.9%	12.3%	17.1%	20.6%	23.2%	少数股东权益	209	228	244	321	427	562
营业外收支	45	43	47	45	45	46	负债股东权益合计	6,282	6,197	6,778	7,383	7,947	9,287
税前利润	238	377	646	1,041	1,435	1,841	比率分析						
利润率	6.5%	8.9%	13.3%	17.9%	21.2%	23.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-61	-58	-69	-111	-152	-196	每股指标						
所得税率	25.7%	15.4%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	每股收益(元)	0.447	0.850	0.649	1.036	1.428	1.832
净利润	177	319	578	930	1,282	1,645	每股净资产(元)	8.562	9.219	9.948	4.684	6.112	7.944
少数股东损益	30	39	42	77	106	135	每股经营现金净流(元)	2.121	1.731	0.947	1.126	1.678	2.166
归属于母公司的净利润	147	280	535	854	1,177	1,510	每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	4.0%	6.6%	11.0%	14.7%	17.4%	19.5%	回报率						
							净资产收益率	5.22%	9.22%	16.45%	22.11%	23.37%	23.07%
							总资产收益率	2.34%	4.52%	7.89%	11.56%	14.81%	16.26%
							投入资本收益率	5.25%	8.03%	11.78%	18.52%	22.76%	28.70%
							增长						
							营业收入增长率	17.14%	15.30%	15.36%	19.64%	16.11%	14.47%
							EBIT增长率	18.22%	36.79%	34.05%	64.42%	35.91%	26.60%
							净利润增长率	0.51%	90.29%	91.04%	59.51%	37.88%	28.32%
							总资产增长率	-0.75%	-1.36%	9.38%	8.93%	7.64%	16.86%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	38.8	35.4	34.3	40.0	42.0	42.0
							存货周转天数	131.0	118.4	122.5	136.0	136.0	134.0
							应付账款周转天数	73.9	56.1	58.5	63.0	62.0	62.0
							固定资产周转天数	367.7	314.8	263.4	210.7	175.4	146.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	61.25%	52.09%	37.35%	20.15%	1.61%	-21.61%
							EBIT利息保障倍数	2.9	3.9	10.7	21.4	49.7	-680.5
							资产负债率	51.75%	47.27%	48.39%	43.38%	31.26%	23.46%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。