

2017年11月30日

顾向君  
H70420@captial.com.tw

## 安琪酵母 (600298. SH)

Buy 买入

原料成本有望继续下行，全球化布局推进

### 结论与建议:

安琪酵母前三季度扣非后净利润同比增长 75%，表现靓丽。原材料价格有望继续下行，利好公司成本端，加之下游需求迅速增长，公司业绩有望持续高速增长。另一方面，海外产能逐渐释放，全球化布局持续推进。我们预计 2017-2018 年公司将分别实现净利润 8.15 亿元和 10.27 亿元，EPS 分别为 0.99 元和 1.25 元，对应当前股价分别予以 32 倍和 26 倍 PE，维持买入。

目标价(元) 39

### 公司基本资讯

产业别	农林牧渔
A 股价(2017/11/29)	31.78
上证指数(2017/11/29)	3337.86
股价 12 个月高/低	36.49/16.39
总发行股数(百万)	824.08
A 股数(百万)	824.08
A 市值(亿元)	261.89
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司 (39.98%)
每股净值(元)	4.37
股价/账面净值	7.28
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.7 33.8 84.7

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-07-20	24.04	买入

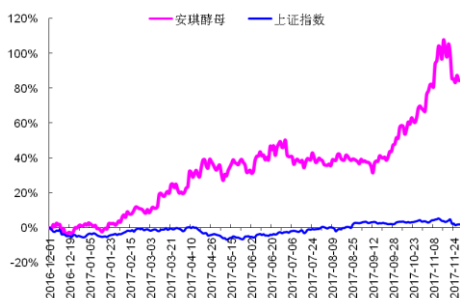
### 产品组合

酵母系列	97.2%
包装	6.0%
其他	3.2%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.0%
一般法人	54.9%

### 股价相对大盘走势



- 2017 年前三季度，公司营业收入同比增 19%，归属上市公司股东净利润同比增 60%，扣非后增 75%。分季度看，第三季度营收同比增 13%，净利润增 55%。受益原材料成本下行，公司毛利率显著提升，1-3Q 毛利率 36.61%，三季度单季 37.6%，分别同比增 4.62、4.9 个百分点。

- 原材料糖蜜约占成本 40%以上。由于下游糖蜜酒精需求减少，糖蜜价格下行明显。2017/18 榨季首单成交价较 2016/17 榨季首单同比下降 5%-10%，据此估算，国内糖蜜价格将继续下行。同时海外糖蜜价格走低，利好公司采购成本，毛利率有望进一步提升。

- 近年来，酵母下游烘焙食品年均增速近 12%，行业发展迅速，另一方面，国内人均酵母消费量较饮食习惯接近的香港地区和日本仍有较大差距，酵母类产品提升空间大。此外，随着健康饮食观念普及，酵母提取物(YE)应用逐渐普及，YE 为优质天然调味料，可用于酱油、速食面等，取代味精、鸡精等鲜味剂，若能逐渐取代传统鲜味剂，则 YE 潜在市场空间巨大，近几年中国 YE 需求量增长率高于 10%，行业规模迅速扩大。

- 全球酵母类产品总产能约 150 万吨，乐思福(法国)、AB 马利(英国)、安琪为全球前三大酵母生产商，当前公司全球市占率约 12%，居国内市场第一。公司全球化布局进展顺利，当前公司俄罗斯 2 万吨酵母项目已投入生产，埃及项目预计后年投产，同时国内产能扩建按计划推进中。

- 综上，受益原材料价格有望继续下行以及下游需求持续快速增长，我们预计公司 2017、2018 年净利润将分别增长 52.33%和 26.01%，对应当前股价分别予以 32 倍和 26 倍 PE，估值合理，维持买入评级。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F	2014
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	146	147	280	535	815	1027
同比增减	%	-39.78	0.51	90.29	91.04	52.33	26.01
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.44	0.45	0.85	0.65	0.99	1.25
同比增减	%	-39.77	0.50	90.29	-23.58	52.33	26.01
市盈率 (P/E)	X	71.53	71.17	37.40	48.94	32.13	25.50
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.15	0.30	0.30	0.45	0.56
股息率 (Yield)	%	0.47	0.47	0.94	0.94	1.40	1.76

### 营运分析

安琪酵母（600298.SH）主营面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等的生产和销售，产品广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、微生物发酵、动物营养、人类营养健康、酿造及酒精工业等领域。公司投资领域还涉及生物肥料、酶制剂、制糖、塑胶软包装、乳业等。实际控制人为宜昌市国资委，通过湖北安琪生物集团有限公司持股 39.98%。

表 1: 安琪酵母产品及运用领域

应用领域	主要产品及应用
烘焙领域	安琪酵母系列、安琪面包改良剂
发酵面食领域	高活性干酵母、鲜酵母、家用小包装酵母、馒头改良剂
酿酒领域	酿酒高活性干酵母，主要有白酒、酒精、燃料乙醇酒精等
调味领域	酵母味素，广泛应用于速食面（粉丝、米粉）、肉制品、香精、鸡精、酱类、休闲食品、饼干、酱卤制品、餐饮、速冻食品等
营养健康领域	酵母营养系列、富微量元素酵母系列
动物营养领域	福邦系列禽类、畜类、水产类饲料

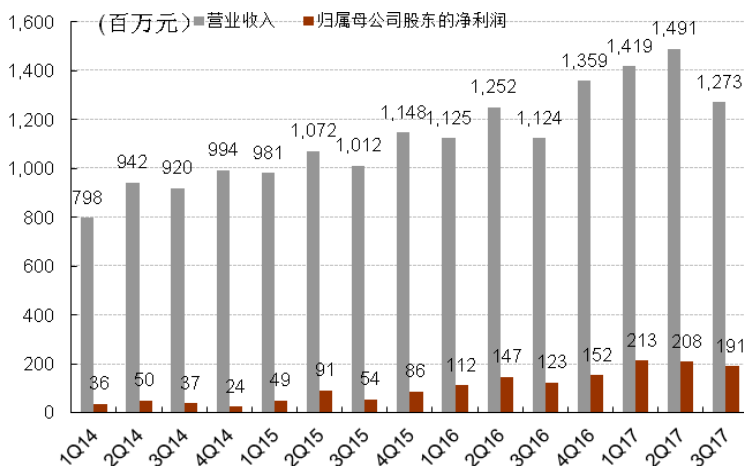
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

### 业绩靓丽，前三季度扣非后净利润增 75%

公司 2017 年 1-3Q 累计实现营业收入 41.83 亿元，同比增 19.47%，实现归属上市公司股东的净利润 6.11 亿元，同比增 59.76%，扣非后归属上市公司股东净利润 5.73 亿元，同比上升 75.03%，每股收益为 0.74，由于原材料成本下行，1-3Q 毛利率为 36.61%，同比增 4.62 个百分点。

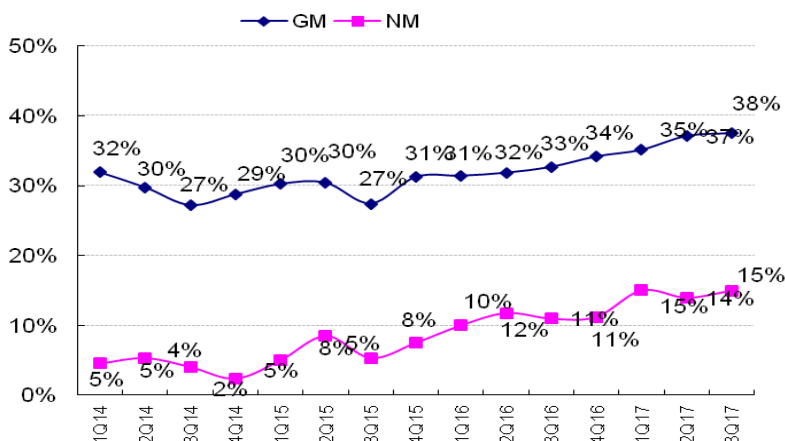
分季度看，第三季度实现营收 12.73 亿元，同比增 13.29%，实现归属上市公司股东净利润 1.91 亿元，同比增 54.9%，单季度毛利率为 37.6%，同比上升 4.9 个百分点。

图 1: 公司营收与净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

图 2: 公司毛利率及净利率情况

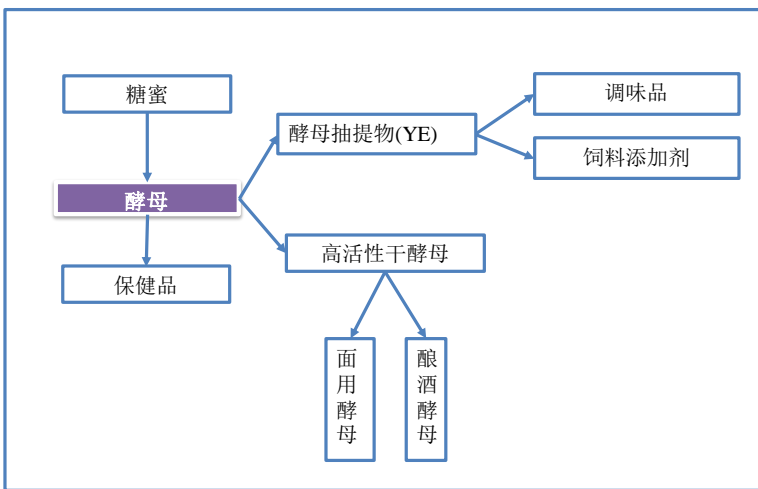


资料来源：公司公告，群益金鼎证券

原材料价格有望下行利好公司成本端

公司主营酵母类产品原材料为制糖副产品糖蜜（占生产成本 40%以上），糖蜜主要分甘蔗糖蜜（国内以甘蔗糖蜜为主）、甜菜糖蜜及其他糖蜜。糖蜜主要下游需求包括食用酒精（约占 50%）和酵母（约占 40%）及其他。根据 2017/18 年制糖期全国食糖产销工作会议资讯预估 2017/18 制糖期全国糖产量为 1000-1020 万吨（不含进口糖加工），较 2016/17 榨季增 7.6%-9.8%，糖蜜产量增幅应保持一致。

图 3：酵母产品产业链



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

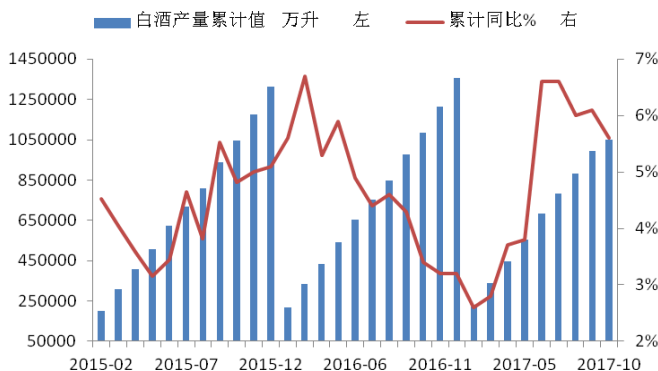
表 2：国内各食糖主产区关于 2017/18 榨季糖产量预估（不含进口糖加工）

地区	2017/18 榨季预估	2016/17 榨季产量
广西	560-580 万吨	530 万吨
云南	194 万吨	188 万吨
广东	90 万吨	77 万吨
海南	22 万吨	17 万吨
新疆	49 万吨	49 万吨
黑龙江	7-7.5 万吨	3 万吨
内蒙古	50 万吨	46 万吨
全国	1000-1020 万吨	929 万吨

资料来源：云南糖网、群益金鼎证券

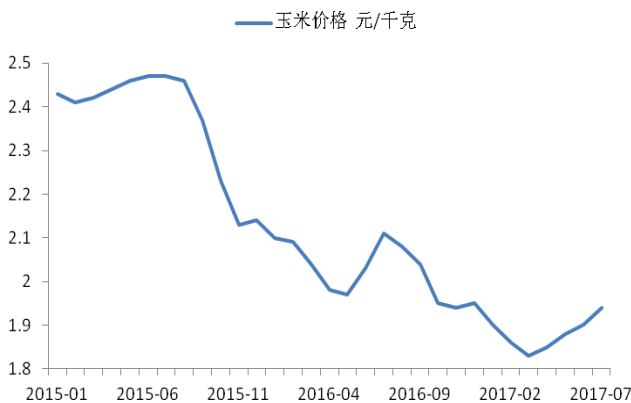
糖蜜下游食用酒精主要用于生产低端白酒，其原材料包含薯类酒精、玉米酒精及糖蜜酒精。2017年1-10月，全国白酒累计产量达104.86亿升，同比增长5.6%，增长较为平缓。由于2016-2017年白酒行业景气度主要集中于中高端白酒市场，低端白酒景气度较低，另一方面，玉米价格保持低位以及新环保政策下，糖蜜酒精不具成本优势，酒精厂对糖蜜需求量大减，导致糖蜜价格下行。

图4：全国白酒产量累计值（含各类） 单位：万升



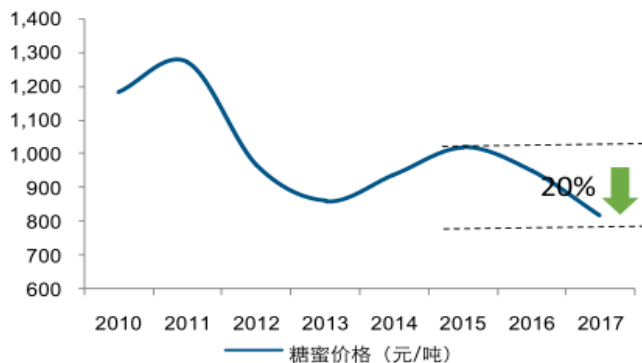
资料来源：国家统计局，群益金鼎证券

图5：玉米价格走势 单位：元/千克



资料来源：中国畜牧业资讯网，群益金鼎证券

图6：糖蜜价格走势 单位：元/吨



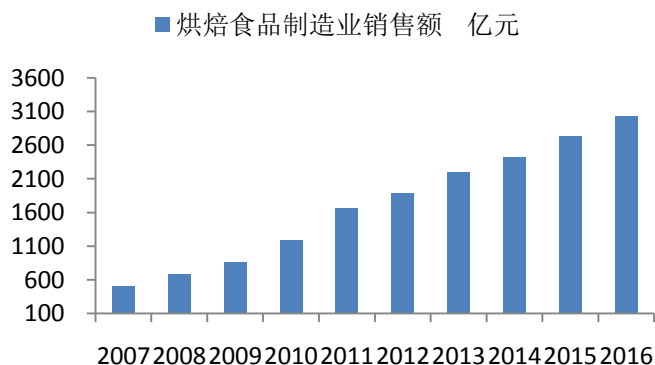
资料来源：中国产业资讯网

2017/18 新榨季首单成交价在 810-850 元之间，相较 2016/17 榨季首单 900 元下降 50-90 元，同比下降 5%-10%。参照首单价格，预估新榨季国内糖蜜价格将继续下行，同时海外糖蜜价格走低（由于存在进口限制，海外糖蜜主要面向公司海外产能，俄罗斯糖蜜价格不到 300 元/吨），利好公司成本端，毛利率有望进一步提升。

下游需求增长迅速提升空间大

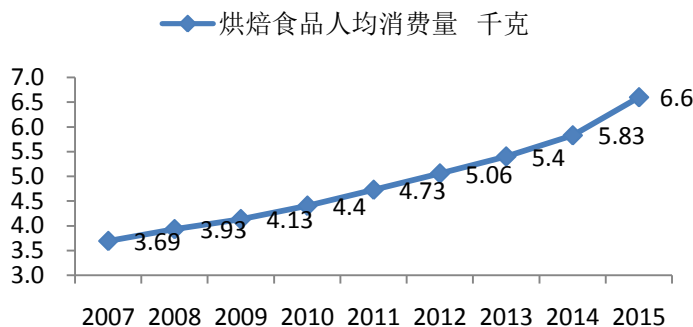
据统计，2011-2016 年，国内烘焙食品销售额年均复合增长率达 13%，行业增长迅速，人均烘焙食品消费不断上升，至 2015 年人均消费量达 6.6 千克，但比较饮食习惯相近的香港地区和日本（人均分别为 15.4 公斤、22.5 公斤），仍有较大提升空间。

图 7：2007-2016 年烘焙食品制造业销售额 单位：亿元



资料来源：根据公开资料整理，群益金鼎证券

图 8：国内人均烘焙食品消费量 单位：kg



资料来源：智研咨询，群益金鼎证券

此外，随着健康饮食观念普及，酵母提取物（YE）应用逐渐上升。YE 为优质天然调味料，可用于酱油、速食面等，取代味精、鸡精等鲜味剂。2016 年，酱油、速食面年产量各约在 1000 万吨左右，YE 添加比例在 0.4%-2%之间不等，按照 1%添加比例估算，若能完全替换传统鲜味剂，仅酱油和速食面两项，YE 潜在需求规模达 20 万吨，市场潜力巨大。目前国内市场处于起步阶段，市场潜力较大，规模迅速增长，据统计，近几年中国 YE 需求量增长迅速，增速高

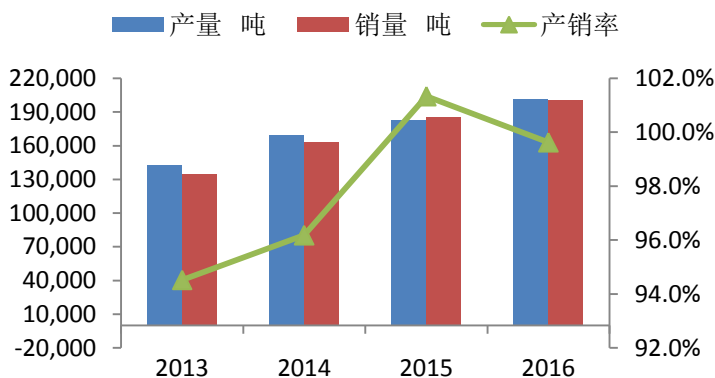
于 10%。

### 全球化布局推进，海外产能逐渐释放

从全球来看，酵母消费并不均衡，欧美及大洋洲由于饮食习惯的原因，酵母使用较普遍，市场较为成熟，亚太及非洲地区新兴市场需求潜力大，市场发展迅速。目前，全球酵母类产品总产能约 150 万吨，乐思福（法国，酵母产能约 35 万吨，YE 产能约 4.5 万吨）、AB 马利（英国，酵母产能约 20 万吨）、安琪为全球前三大酵母生产商。当前，公司全球市占率约 12%，国内市场份额第一。

截至 2017 年上半年，公司拥有 15 条酵母生产线，产能超 20 万吨。海外产能中，俄罗斯 2 万吨酵母新建项目已于 8 月投产，当前产能利用率超 80%，参照公司目前产销情况（产销率超 99%），预计 2018 年将满负荷生产，埃及 1.2 万吨 YE 项目预计于 2019 年投产；国内方面，柳州（YE）、赤峰项目扩建按计划推荐。公司全球化布局进展顺利。

图 9：2013-2016 年公司酵母类产品产销情况



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

### 盈利预测

受益原材料价格有望继续下行以及下游需求持续快速增长，我们预计公司 2017、2018 年公司将分别实现净利润 8.15 亿元和 10.27 亿元，同比增长 52.33% 和 26.01%，EPS 分别为 0.99 元和 1.25 元，对应当前股价分别予以 33 倍和 26 倍 PE，估值合理，维持买入评级。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	3119	3654	4213	4861	5792	7192
经营成本	2206	2584	2954	3275	3678	4531
营业税金及附加	19	24	23	47	77	95
销售费用	366	428	463	557	656	814
管理费用	238	274	302	351	423	525
财务费用	81	117	120	59	51	63
资产减值损失	-2	19	19	-25	1	1
投资收益	0	-15	2	3	9	9
营业利润	211	193	334	599	917	1171
营业外收入	37	47	45	51	63	63
营业外支出	1	2	2	4	6	6
利润总额	247	238	377	646	975	1228
所得税	65	61	58	69	105	132
少数股东损益	36	30	39	42	55	69
归属于母公司所有者的净利润	146	147	280	535	815	1027

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	628	599	301	333	657	991
应收账款	413	365	452	463	477	501
存货	923	932	985	1214	1578	1815
流动资产合计	2177	2181	2181	2181	2712	3307
长期股权投资	38	23	23	26	33	35
固定资产	3704	3658	3609	3406	3952	4347
在建工程	79	68	80	457	389	369
非流动资产合计	4162	4101	4108	4458	5528	6855
资产总计	6339	6282	6197	6778	8241	10162
流动负债合计	2349	2684	2840	2986	2970	4194
非流动负债合计	1058	566	89	294	1324	1457
负债合计	3408	3251	2929	3280	4294	5651
少数股东权益	195	209	228	244	257	269
股东权益合计	2931	3031	3267	3498	3946	4511
负债及股东权益合计	6339	6282	6197	6778	8241	10162

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	488	699	571	780	927	1151
投资活动产生的现金流量净额	-661	-400	-243	-773	-652	-852
筹资活动产生的现金流量净额	-91	-211	-229	62	50	35
现金及现金等价物净增加额	-280	72	101	32	325	334

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。