

证券研究报告—动态报告

食品饮料

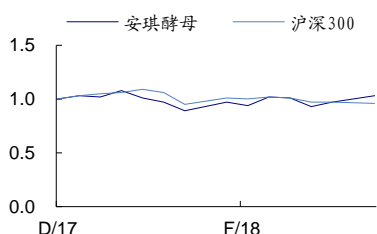
食品

安琪酵母(600298)
买入

2018 年一季报点评

(维持评级)

2018 年 04 月 23 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)	27,392/27,392
上证综指/深证成指	3,117/10,598
12 个月最高/最低(元)	37.28/21.45

相关研究报告:

《安琪酵母-600298-2017 年年报点评: 衍生品拉动高增, 海内外彰显优势》——2018-03-16

《安琪酵母-600298-2017 年三季报点评: 成本规模现优势, 产能护航塑龙头》——2017-10-25

《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: guoweil1@guosen.com.cn

财报点评

高基数增长不易, 盈利持续提升

● 业绩高基数下保持稳增, 毛利率、净利率双双走高

公司 2018 年 Q1 实现营收 16.30 亿元, 同增 14.90%; 归母净利润 2.77 亿元, 同增 30.24%, 在去年同期营收、利润分别同增 26.07%/89.32% 的高基数下仍然保持较快增长实属不易。Q1 毛利率 36.73%, 同增 1.5pcts, 预计与俄罗斯投产形成规模效益以及春节前对占比 10-20% 的部分下游衍生品小幅提价 1-2% 相关, 未来针对海外产品、衍生品仍有提价预期, 18 年糖蜜平均采购价与去年基本持平打消成本波动顾虑。销售费用率 9.43% 同减 1.6pct, 积极优化渠道削减费用; 管理费用率 6.35% 同增 0.5pct; 财务费用率 2.45% 同增 1.2pcts 主因项目转固后资本化利息减少以及人民币下半年升值导致汇兑损失增加, 随着项目正常增产后陆续还款, 财务费用率有望下降。净利率 17.01%, 同增 2pcts。期内销售收现 16.47 亿同增 22.33%, 购买商品、接受劳务支付现金 13.3 亿同增 37.5% 主因期内购买糖蜜采购款增加。整体 Q1 业绩在高基数下仍与全年计划增速相匹配, 表现略超预期。

● 人民币升值影响望减弱, 保健品增速领衔, 多品类业务均衡发展

Q1 收入增速与全年计划约 15% 略有差距, 主因在人民币升值背景下海外出口收入同比持平, 增长主要依靠国内市场约 19% 增速拉动, 期末人民币较去年同期升值 9.7% 已处高位后续影响减弱, 且俄罗斯工厂投产后 Q2-Q4 出口业务有望企稳回升。分业务看, 公司烘焙与发酵面食业务单元 Q1 收入增长 18%, 反映国内酵母需求保持稳定增长, 消费粘性较高; 酵母抽提物 (YE) 业务具有 20% 以上较快增长, YE 应用领域除传统咸味食品外可扩容至甜味食品 (如巧克力) 及饮料, 未来发展潜力巨大; 保健品 Q1 收入增长超 50%, 计划全年目标 5 亿收入贡献 1.2 亿净利润, 随着酵母营养品消费群体扩增、衍生品技术成熟, 以保健品为首的下流业务在公司多渠道覆盖、爆款产品营销策略下有望持续高增。

● 高效产能保驾护航, 国际化打造中国酵母名片

产能建设匹配需求提升。俄罗斯 2 万吨产能 17 年投产完毕, 柳州 2 万吨产能 17 年达产 30%、18 年达产 80%, 赤峰 1.6 万吨扩增产能今年 10-11 月投产, 埃及 1.2 万吨 YE 产能有望明年 Q1 落地, 预计酵母产能爬坡新增约 10%; 另投资 2.5 亿元新建营养健康食品数字化工厂, 预计 2020 年一期投产产值达 5.8 亿元, 更好满足营养品需求高速增长。目前俄罗斯及埃及工厂产能共计 4.2 万吨占比总产能约 20%, 俄罗斯/埃及工厂的毛利率、净利率分别达 44%/50%、22%/30% 高于平均, 高效产能开拓国际市场并持续提升盈利能力。公司全球/国内市场占比达 13%/55%, 不仅是印度烘焙酵母第一品牌, 亦占埃及/俄罗斯/巴西市场份额约 25%/30%/30%, 随着国际化战略深化, 安琪有望稳步进军南美、东南亚地区, 拓张西半球市场, 实现 2020 年海外业务占比 1/3 以上, 拉动盈利能力提升, 打造中国酵母名片。

盈利预测及估值。公司保健品业务高增, 酵母及 YE 持续发展, 海外扩张增利明显。Q1 表现略超预期, 有望再接再厉, 完成全年计划实现收入同增 15%、利润同增 30% 的目标。未来在事业部考核激励机制、基于酵母技术优势形成多业务发展层次的战略导向下有望长期良性发展。预测 2018-20EPS 为 1.40/1.87/2.45 元, 对应 24/18/14 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险因素: 产能建设风险; 汇率波动风险; 原材料成本波动风险。

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。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(万元)	4861	5776	6913	8181	9619
(+/-%)	15.36%	18.83%	19.68%	18.35%	17.58%
净利润(万元)	535	847	1153	1543	2019
(+/-%)	81.22%	58.33%	36.05%	33.89%	30.84%
摊薄每股收益(元)	0.65	1.03	1.40	1.87	2.45
EBIT Margin	15.0%	17.1%	22.0%	24.3%	26.6%
净资产收益率(ROE)	16.4%	22.0%	25.0%	27.5%	29.0%
市盈率(PE)	51.3	32.4	23.7	17.8	13.6
EV/EBITDA	27.3	22.5	20.2	15.0	11.5
市净率(PB)	8.4	7.1	6.0	4.9	3.9

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	149	1037	1227	1443	营业收入	5776	6913	8181	9619
应收款项	687	753	951	1053	营业成本	3602	4098	4717	5409
存货净额	1537	1741	2033	2294	营业税金及附加	62	69	82	96
其他流动资产	269	329	327	394	销售费用	629	691	777	866
流动资产合计	2642	3860	4538	5183	管理费用	460	518	597	673
固定资产	4475	4658	4649	4639	财务费用	86	102	87	64
无形资产及其他	295	295	295	295	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	26	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31	其他收入	0	0	0	0
资产总计	7737	8943	9609	10244	营业利润	912	1434	1920	2512
短期借款及交易性金融负债	1586	2304	1246	740	营业外净收支	10	40	40	40
应付款项	984	597	1223	864	利润总额	975	1433	1918	2510
其他流动负债	118	167	160	214	所得税费用	78	215	288	376
流动负债合计	2688	3068	2629	1818	少数股东损益	45	65	87	114
长期借款及应付债券	902	902	902	902	归属于母公司净利润	847	1153	1543	2019
其他长期负债	54	54	54	54					
长期负债合计	956	956	956	956					
负债合计	3644	4024	3585	2774	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	251	316	403	518	净利润	847	1153	1543	2019
股东权益	4094	4919	6024	7470	资产减值准备	26	0	0	0
负债和股东权益总计	7737	8943	9609	10244	折旧摊销	355	12	12	10
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	86	86	102	87
					营运资本变动	96	(464)	424	(473)
					其它	(241)	(134)	(234)	(188)
					经营活动现金流	1143	651	1847	1455
					资本开支	(927)	0	0	0
					其它投资现金流	20	(1)	(1)	(1)
					投资活动现金流	(907)	(1)	(1)	(1)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	0	392	525	687
					其它融资现金流	(101)	(154)	(2180)	(1925)
					融资活动现金流	(101)	238	(1655)	(1238)
					现金净变动	105	888	190	216
					货币资金的期初余额	333	149	1037	1227
					货币资金的期末余额	149	1037	1227	1443
					企业自由现金流	(601)	468	1646	1233
					权益自由现金流	(666)	1111	527	689

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.03	1.40	1.87	2.45
每股红利	0.35	0.48	0.64	0.83
每股净资产	4.66	5.59	6.82	8.44
ROIC	18%	20%	21%	27%
ROE	22%	25%	27%	29%
毛利率	38%	41%	42%	44%
EBIT Margin	17%	22%	24%	27%
EBITDA Margin	23%	22%	24%	27%
收入增长	19%	20%	18%	18%
净利润增长率	58%	36%	34%	31%
资产负债率	47%	45%	37%	27%
息率	1.1%	1.4%	1.9%	2.5%
P/E	32.4	23.7	17.8	13.6
P/B	7.1	6.0	4.9	3.9
EV/EBITDA	22.5	20.2	15.0	11.5

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032