

中航证券金融研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

研究助理：刘庆东

证券执业证书号：S0640117120027

电话：010-64818395

邮箱：penghl@avicsec.com

安琪酵母（600298）动态点评：

18 年成本稳定叠加产能扩张，业绩看点足

行业分类：食品饮料

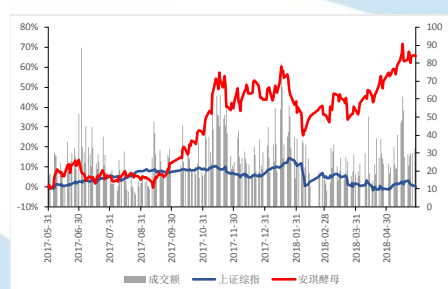
2018 年 5 月 29 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	——
当前股价（18.5.29）	37.67

基础数据

上证指数	3120.46
深证综指	1786.71
总股本（亿）	8.24
流通 A 股（亿）	8.24
流通 A 股市值（亿）	310.43
每股净资产（元）	4.22
ROE	6.13%
资产负债率	48.88%
动态市盈率	34.05
市净率	7.61

近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind

- **第一季度开局平顺。**18Q1公司实现营收16.30亿元，同比增14.90%；归母净利润2.77亿元，同比增30.24%，主要是销售规模增长，盈利能力提升，规模效应体现所致，基本符合市场预期。报告期购买商品、接受劳务支付的现金13.28亿元，比17Q4增33.06%，主要系公司购买主要原料糖蜜的采购款增加所致，同每年年初的变化相一致。
- **18年成本端稳定和产能扩张之下，公司业绩有望更上一层楼。**在上证e互动平台回答投资者提问时，公司表示糖蜜采购价格今年与去年相比有高有低，今年榨期开始时的采购价格较去年稍高，末期南方和北方的价格综合下来和去年持平，公司的成本端保持稳定。收入方面，由于公司在俄罗斯的年产20000吨酵母工厂于2017年下半年正式投入生产以及在埃及的1.2万吨酵母抽提物生产线项目部分标段的土建工程主体已经完成，预计公司18年营收会因酵母和酵母抽提物的产能扩张而增加。成本稳定叠加产能扩张，再考虑到公司产品的竞争力，公司18年业绩可期。
- **亚洲第一的酵母龙头，实力强劲，品牌众多，消费升级下业绩看好。**按全球酵母产能的大约150万吨计算，公司酵母产能全球占比达到约13.5%，是亚洲最大的酵母生产企业。市场份额方面，公司酵母类产品全球市场份额达到12%，国内市场占有率更是稳居第一，上下游关系粘性较强。公司研发能力强劲，有自己的博士后研发工作站，16年，17年公司管理费用中的研发费用分别增长37.15%，52.92%。17年公司实施研发项目237项，其中重大研发项目24项。近年来，公司在酵母系列产品创新上不断实现突破，打破国外垄断，先后开发出耐高温酿酒酵母、耐高糖活性干酵母、超级酿酒酵母、高I+G 酵母抽提物、半干酵母以及卤醇脱卤酶等新型产品。在品牌方面，公司除“安琪”“ANGEL”、“FUBON”、“安琪纽特”外的几个副品牌也有较高的知名度，“康普力星”、“喜旺”、“乐厨”等商标连续多届被评选为湖北省著名商标。至今年1月19日，公司已在国内申请并获权的商标953件，申请国际商标注册1183余件，涵盖了150余个国家和地区。在消费升级大趋势之下，高活性干酵母、酵母抽提物YE等天然健康产品有望进一步扩大产品销量，提升业绩。
- **风险因素：**项目投产不及预期，海外市场风险，汇率风险。
- 我们预计公司 2018-2020 年摊薄后的 EPS 分别为 1.26 元、1.4 元和 1.73 元，对应的动态市盈率分别为 24.2 倍、21.8 倍和 17.6 倍，考虑到公司一季度业绩符合预期并且 18 年大概率维持较大增速，结合国内消费升级的大趋势，给予持有评级。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

公司财务报表预测

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,860.5	5,775.7	7,054.1	7,977.9	9,596.2
减: 营业成本	3,275.2	3,601.8	4,447.0	5,078.9	6,137.5
营业税费	47.2	61.6	61.0	77.2	92.7
销售费用	556.8	628.8	731.8	847.8	973.8
管理费用	351.1	460.5	493.8	558.5	671.7
财务费用	58.9	85.5	61.1	37.9	21.2
资产减值损失	-24.6	25.6	20.0	20.0	20.0
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	3.4	9.0	-	-	-
营业利润	599.2	973.3	1,239.5	1,357.6	1,679.2
加: 营业外净收支	47.0	1.4	15.0	15.0	15.0
利润总额	646.2	974.7	1,254.5	1,372.6	1,694.2
减: 所得税	68.6	82.0	125.5	137.3	169.4
净利润	535.1	847.2	1,036.6	1,150.4	1,422.3
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	332.8	416.7	705.4	797.8	959.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	491.5	654.1	737.1	840.8	1,059.8
应收票据	60.3	76.1	158.5	94.8	188.7
预付帐款	139.1	107.6	234.5	150.2	302.3
存货	1,214.1	1,537.2	1,427.5	1,958.5	2,133.2
其他流动资产	81.9	118.6	90.6	97.0	102.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	26.5	30.8	30.8	30.8	30.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,406.5	4,474.9	4,531.0	4,492.8	4,259.5
在建工程	457.5	192.9	127.7	94.6	62.3
无形资产	303.4	295.5	313.2	324.3	329.2
其他非流动资产	264.3	122.9	151.0	166.6	145.1
资产总额	6,777.7	8,027.3	8,507.3	9,048.2	9,572.7
短期债务	1,389.1	1,585.9	1,321.6	1,099.2	337.0
应付帐款	582.7	933.3	850.5	904.6	1,045.8
应付票据	14.3	76.8	113.9	67.0	145.4
其他流动负债	999.5	286.6	857.5	729.1	699.4
长期借款	150.0	902.0	18.6	-	-
其他非流动负债	144.3	149.2	127.6	140.4	139.0
负债总额	3,280.0	3,933.8	3,289.6	2,940.2	2,366.7
少数股东权益	244.4	250.7	343.1	428.1	530.6
股本	824.1	824.1	824.1	824.1	824.1
留存收益	2,724.9	3,324.8	4,050.5	4,855.7	5,851.3
股东权益	3,497.8	4,093.5	5,217.7	6,108.0	7,206.0
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	577.6	892.7	1,036.6	1,150.4	1,422.3
加: 折旧和摊销	340.1	355.4	346.3	380.2	395.7
资产减值准备	-24.6	25.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	85.7	65.6	61.1	37.9	21.2
投资收益	-3.4	-9.0	-	-	-
少数股东损益	42.5	45.5	92.5	85.0	102.5
营运资金的变动	363.2	-742.3	-9.3	-429.6	-449.7
经营活动产生现金流量	780.3	1,121.8	1,527.2	1,223.9	1,492.0
投资活动产生现金流量	-773.3	-906.6	-355.0	-320.0	-135.0
融资活动产生现金流量	62.3	-100.7	-883.5	-811.5	-1,195.1

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所食品饮料行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。