



短期波动不改长期逻辑，寡头垄断增强安琪核心竞争力

——安琪酵母（600298）财报点评

2018年08月20日

强烈推荐/首次

安琪酵母

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
姜倩	研究助理	

事件：

- 安琪酵母发布半年度报告：2018H1 实现营业收入 33.3 亿元，同比增长 14.3%，归母净利润 5.0 亿元，同比增长 19.5%。其中 Q2 实现营业收入 17.0 亿元，同比增长 13.8%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 8.4%，略低预期。
- 环境保护局行政处罚：其全资子公司安琪伊犁和安琪赤峰收到环境保护局出具的行政处罚判决书，分别对安琪伊犁和安琪赤峰处罚 60 万和 35 万人民币。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1359.47	1418.85	1490.98	1272.99	1592.91	1630.32	1696.44
增长率（%）	18.43%	26.07%	19.09%	13.29%	17.17%	14.90%	13.78%
毛利率（%）	34.22%	35.16%	37.17%	37.57%	40.33%	36.73%	36.44%
期间费用率（%）	19.12%	18.14%	20.23%	20.65%	22.16%	18.24%	19.96%
营业利润率（%）	12.72%	16.11%	16.71%	15.88%	18.42%	18.01%	16.13%
净利润（百万元）	167.29	225.00	221.42	199.88	246.37	283.57	236.01
增长率（%）	71.95%	83.15%	41.81%	52.22%	47.27%	26.03%	06.59%
每股盈利（季度，元）	0.18	0.26	0.25	0.23	0.29	0.34	0.27
资产负债率（%）	48.39%	48.88%	51.47%	50.49%	49.01%	46.95%	50.30%
净资产收益率（%）	4.78%	6.03%	6.07%	5.21%	6.02%	6.54%	5.60%
总资产收益率（%）	2.47%	3.08%	2.95%	2.58%	3.07%	3.47%	2.78%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

东兴观点：

- **营业收入稳步上升，出口业务增长恢复。**整体来看，公司上半年增速稳定，18Q2 公司收入增速 13.8%，分产品看，增速最快的为保健品业务，增速约 40%，其次是 YE，增速约 20%，传统酵母业务维持 18% 的增速，体量最大的烘焙类酵母也受益于下游行业高景气度，预计在 15-20% 的增长区间，快于公司整体。受益于 2018Q2 人民币贬值，出口业务恢复 5% 的同比增长，国内业务上半年收入增速预计超过 15%，预计公司全年将维持 15% 的增速水平。
- **净利率环比下滑，利润增速低于预期。**2018H1 公司实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 19.5%，销售毛利率 36.58%，同比上升 0.39pct，销售净利率 15.11%，同比上升 0.65pct；其中，2018Q2 实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 8.4%，销售毛利率 36.44%，同比下降 0.73pct，销售净利率 13.29%，同比下降 0.66pct，业绩不及预期的原因有：
 - （1）糖蜜采购成本略有上升而公司并未进行相应的产品提价，下半年公司可能根据市场变化对部分产品进行提价，提升盈利水平；
 - （2）销售费用率同比上升，2018Q2 公司销售费用率同比上升 0.78pct，财务费用率同比上升 0.25pct，公司近年来销售费用率持续提升是由于销售人员薪酬及广告费用持续提升所致；
 - （3）由于人民币在 18H1 同比有所升值，导致汇兑损失增加，对利润产生一定影响，汇率变动导致汇兑损失增加 1350 万元、利息资本化减少（利息收入减少 239 万元）及融资规模和融资成本增加（利息支出增加 1437 万元）所致。公司产能建设完成投产导致的借款增加、部分利息化支出由资本化转为费用化处理也导致财务费用有所上升。预计下半年公司将会进一步强化费用管控以较好地全年目标规划。
- **短期波动不影响长期业绩稳定增长。**安琪是国内第一（国内市占率 55%）、世界第三（国际市占率 12%）的酵母企业，虽短期业绩有波动且受到环保处罚，但中长期仍会保持业绩稳定增长，主要基于四个方面：
 - （1）**产能不断释放**，2018H1 公司酵母类产品发酵总产能达 22 万吨，产能利用率 100% 以上，2018 年公司继续布局新产能，投入 2.5 亿元新建营养健康食品数字化工厂，1.52 亿元新建健康产品包装材料项目，推进赤峰 2.5 万吨搬迁扩建项目，埃及新建 1.2 万吨项目；确保 2020 年实现 80 亿收入；
 - （2）**产业链不断完善，高毛利产品占有率有望提升**，安琪利用三十多年的时间，做成了产业链的整合，毛利率较高的 YE、动物营养等发展较好，公司综合毛利率有望进一步提升；
 - （3）**国外市场份额的扩大及成本费用的下降**，国外销售毛利率目前低于国内，俄罗斯及埃及工厂的建成可提高国外毛利率，不断深入推进海外产能建设，并且反哺国内销售来提升海外市场份额；
 - （4）**掌握行业定价权优势**。受益于寡头垄断的行业格局及公司偏紧的产能状态，公司具备持续提价能力也引导了历次的行业提价。

盈利及风险预测：

公司在酵母行业的领先优势越发明显，行业高景气度的背景下有望实现稳定的高增长，我们预计公司 2018 年-2020 年营收分别为 68.04 亿、78.92 亿和 91.39 亿，增速为 17.8%、16.0% 和 15.8%，归母净利润分别为 10.08 亿、12.62 亿和 14.82 亿，增速为 19.0%、25.2% 和 17.4%，对应的 EPS 分别为 1.22 元、1.53 元和 1.8 元，鉴于公司处于酵母行业的龙头地位，给予公司 2019 年 22 倍 PE，对应目标价 33.66 元，考虑到公司股价近期深度调整，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

汇率波动风险 市场竞争加剧风险 安全环保风险 原材料价格波动风险 财务风险 新产能建设进度不达预期

表 1:公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2320	2910	3414	4091	5168	营业收入	4861	5776	6804	7892	9139
货币资金	333	417	484	842	1378	营业成本	3275	3602	4395	5012	5788
应收账款	463	611	658	541	601	营业税金及附加	47	62	59	76	88
其他应收款	29	43	51	59	68	营业费用	557	629	748	867	1002
预付款项	139	108	112	112	112	管理费用	351	460	429	481	548
存货	1214	1537	1866	2169	2664	财务费用	59	86	50	50	50
其他流动资产	82	119	149	182	219	资产减值损失	-24.60	25.56	6.70	2.55	11.60
非流动资产合计	4458	5117	4808	4488	4110	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.02	0.01	0.01
长期股权投资	26	31	31	31	31	投资净收益	3.37	8.96	2.94	5.09	5.66
固定资产	3406.49	4474.93	4294.37	3920.95	3547.53	营业利润	599	973	1119	1409	1657
无形资产	303	295	266	236	207	营业外收入	51.40	9.52	33.84	31.59	24.98
其他非流动资产	168	60	148	226	248	营业外支出	4.41	8.17	6.00	6.19	6.79
资产总计	6778	8027	8222	8579	9278	利润总额	646	975	1147	1434	1675
流动负债合计	2986	2883	2201	1632	1878	所得税	69	82	96	129	151
短期借款	1389	1586	853	0	0	净利润	578	893	1050	1305	1525
应付账款	566	907	903	1071	1221	少数股东损益	42	45	42	43	44
预收款项	105	90	138	209	310	归属母公司净利润	535	847	1008	1262	1481
一年内到期的非	100	2	2	35	13	EBITDA	1283	1690	1572	1862	2110
非流动负债合计	294	1051	1239	1559	2060	EPS (元)	0.65	1.03	1.22	1.53	1.80
长期借款	150	902	1179	1501	2003	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3280	3934	3439	3192	3938	成长能力					
少数股东权益	244	251	293	336	380	营业收入增长	15.36%	18.83%	17.80%	16.00%	15.80%
实收资本（或股	824	824	824	824	824	营业利润增长	79.43%	62.43%	14.96%	25.91%	17.62%
资本公积	652	652	652	652	652	归属于母公司净利	19.00%	25.16%	19.00%	25.16%	17.36%
未分配利润	1856	2383	2422	2603	2069	获利能力					
归属母公司股东	3253	3843	4490	5051	4961	毛利率(%)	32.62%	37.64%	35.40%	36.50%	36.67%
负债和所有者权	6778	8027	8222	8579	9278	净利率(%)	11.88%	15.46%	15.44%	16.54%	16.68%
现金流量表						总资产净利润(%)	21.12%	7.89%	10.55%	12.26%	14.71%
单位:百万元						ROE(%)	16.45%	22.05%	22.45%	24.98%	29.85%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	780	1122	1129	1687	1712	资产负债率(%)	48%	49%	42%	37%	42%
净利润	578	893	1050	1305	1525	流动比率	0.78	1.01	1.55	2.51	2.75
折旧摊销	624.39	631.54	0.00	402.97	402.97	速动比率	0.37	0.48	0.70	1.18	1.33
财务费用	59	86	50	50	50	营运能力					
应收账款减少	0	0	-47	117	-60	总资产周转率	0.75	0.78	0.84	0.94	1.02
预收账款增加	0	0	48	71	101	应收账款周转率	11	11	11	13	16
投资活动现金流	-773	-907	-96	-79	-32	应付账款周转率	9.26	7.84	7.52	8.00	7.97
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.65	1.03	1.22	1.53	1.80
投资收益	3	9	3	5	6	每股净现金流(最新	0.08	0.14	0.09	0.69	1.72
筹资活动现金流	62	-101	-960	-1042	-264	每股净资产(最新摊	3.95	4.66	5.45	6.13	6.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	301	401	485	P/E	42.12	26.61	22.36	17.86	15.22
普通股增加	494	0	0	0	0	P/B	6.93	5.87	5.02	4.46	4.54
资本公积增加	-493	0	0	0	0	EV/EBITDA	18.59	14.56	15.32	12.48	10.98
现金净增加额	69	115	74	565	1416						

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也将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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。