

2019年05月29日

公司研究

评级：增持（下调）

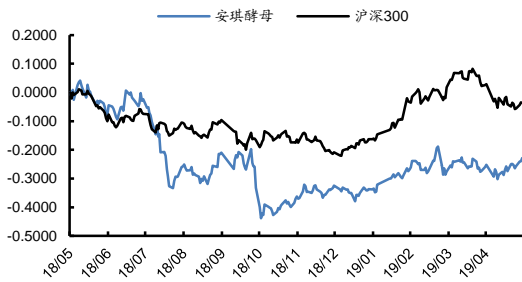
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：李鑫鑫 S0350117090009
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

国内国外齐发力，多举措向百亿迈进

——安琪酵母（600298）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
安琪酵母	6.3	5.5	-23.1
沪深 300	-6.1	-0.1	-3.7

市场数据

2019-05-29

当前价格（元）	28.81
52 周价格区间（元）	20.46 - 39.19
总市值（百万）	23741.77
流通市值（百万）	23741.77
总股本（万股）	82408.09
流通股（万股）	82408.09
日均成交额（百万）	262.63
近一月换手（%）	20.45

相关报告

《安琪酵母（600298）中报点评：收入稳步增长，汇兑短期影响业绩》——2018-08-17

《安琪酵母（600298）动态点评：一季报继续高增长，业绩符合预期》——2018-04-20

《安琪酵母（600298）动态点评：业绩符合预期，收入稳健增长》——2018-03-22

《安琪酵母（600298）动态点评：产能持续扩张，高管增持提升信心》——2018-02-07

《安琪酵母（600298）业绩预告点评：业绩符合预期，毛利率持续提升》——2018-01-24

合规声明

投资要点：

- 公司概况：酵母行业龙头，国外布局稳健进行。** 公司为亚洲第一、全球第三大酵母公司，安琪中国市场占有率 55%、全球市场占有率 16%，目前已在全球建立 10 个酵母生产基地，服务于 150 多个国家和地区，拥有 8000 多家经销商，50 多个销售服务机构。公司产品包括酵母、酵母衍生物及相关生物制品（烘焙及发酵面食占比 51.33%、YE 食品调料 10.85%、人类营养健康 7.33%）等。海外布局方面，公司从 2003 年开始海外布局，目前已在埃及、俄罗斯建厂，未来海外工厂尚在持续推进，2018 年公司跨国化指数 18.09%，呈现稳步提升的态势。
- 国内分析：酵母类产品潜力巨大，2C 业务小步快跑。** 1) 酵母类产品：据公司数据中国酵母下游需求年均提升超 10%，安琪预计占净增量的 2/3，YE 下游需求年均提升约 15%，安琪占中国 60%+ 的市场份额，干酵母及 YE 下游需求共同推进公司收入增长；2) 2C 业务：安琪小包装酵母、营养健康及电商等 C 端业务占比 19%。在商超渠道，公司在每个省设立商超业务经理，不断丰富产品品类，近年来增速高于公司平均增速；电商渠道，公司收购贝太杂志，引流作用明显。
- 国际分析：海外市场持续布局，贸易战存或有影响。** 海外市场来说，公司凭借价格优势进军欧洲和北美等发达国家，其中埃及 YE 生产线主要针对欧盟市场，北美销售良好增速较高；同时公司推进相对不饱和的发展中国家市场开发，公司管理销售也从过去中国人点卯式外派到聘用当地人来做。贸易战来说，除小部分复合调味料外，安琪产品均不在加税范围内，公司产品销售影响较小；但是汇率来说，公司面临系统性风险，公司通过多种方式，如远期对冲、引入路透平台进行外汇结汇交易等，尽可能减小汇率对公司的影响。
- 成本费用：糖蜜价格下行趋势明显，公司多举措有效加强成本控制。** 糖蜜在成本中占比 39%，主要来源于甘蔗和甜菜制糖后的副产品，糖蜜价格来说：1) 长期来看，全球糖业供大于求，处于熊市，糖价下行明显，预计最快 2019-2020 年进入减产周期；2) 短期来看，公司已锁定 2018-2019 年榨季糖蜜成本，预计公司成本将下降 6%-7%。在控制成本上，公司多举措并行，具体措施包括：1) 原料地建厂：尽量在原料产地建厂，充分利用原材料的本土价格优势，同时工厂自主发电，通过技术进步降低能源消耗；2) 技术进步：公司通过工艺进步、产品复合等方式降低成本，提高产品附加值；3) 集团化采购：

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

国内来说，公司已与几个大的糖厂建立长久的战略合作关系，如在广西崇左与东亚集团合作，在云南德宏与云南英茂糖业合作，在新疆与中粮糖业合作；国外来说，公司在埃及和俄罗斯也致力于与糖厂推进建立稳定的合作关系。

- **管理层：核心团队保持稳定，新的股权激励有望推出。**公司第一大股东为安琪生物集团，持股占比 40%，公司实控人为宜昌市国资委，第三大股东为公司日升科技，持股占比 5.66%，日升科技为公司 2006 年推出的针对 300 多位管理层和科技骨干的持股平台。考虑到 13 年来再无股权激励计划推出，过去 13 年公司新进和成长了大批骨干，我们预计新一轮股权激励计划或将推出。同时公司公告新一届董事会成员名单，董事长和核心管理层保持稳定，这将为公司战略落地提供有力保障。
- **未来展望：全球化、多元化共同助力百亿目标实现。**公司制定目标，2019 年收入增长 15%，2020 年、2021 年年均收入增长超过 15%，力争 2021 年收入实现 100 亿元，同时预期 2021 年 ROE 不低于 20%。全球化、多元化预计成为公司实现百亿目标的两大战略：**1) 全球化：**公司埃及 1.2 万吨 YE 产能预计将于今年上半年投产，俄罗斯 1.2 万吨酵母产能预计将于 2020 年 7 月投产，随着国外产能释放，规模优势不断凸显；**2) 多元化：**公司将不断强化现有业务，充分利用客户群，挖掘需求进行多元化业务拓展，为公司挖掘新的增长点。
- **盈利预测和投资评级：给予“增持”评级。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.19 元、1.42 元、1.72 元，对应 PE 分别为 24X、20X、16X，公司为酵母行业龙头，多元化、国际化共同助力公司百亿目标，中短期原材料成本压力不大，公司产能扩张有序，净利率有望维持在较高水平，短期业绩受汇兑影响，下调公司至“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；汇兑损失高于预期。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	6686	7712	8889	10242
增长率(%)	16%	15%	15%	15%
净利润（百万元）	857	977	1166	1421
增长率(%)	1%	14%	19%	22%
摊薄每股收益（元）	1.04	1.19	1.42	1.72
ROE(%)	18.81%	18.84%	19.61%	20.68%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 安琪酵母盈利预测表

证券代码:	600298.SH				股价:	28.81	投资评级:	增持		日期:	2019-05-29
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E		
盈利能力					每股指标						
ROE	19%	19%	20%	21%	EPS	1.04	1.19	1.42	1.72		
毛利率	36%	36%	36%	36%	BVPS	5.21	5.92	6.77	7.80		
期间费率	18%	21%	20%	20%	估值						
销售净利率	13%	13%	13%	14%	P/E	27.29	23.92	20.04	16.45		
成长能力					P/B	5.45	4.79	4.19	3.63		
收入增长率	16%	15%	15%	15%	P/S	3.50	3.03	2.63	2.28		
利润增长率	1%	14%	19%	22%							
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
总资产周转率	0.74	0.80	0.83	0.85	营业收入	6686	7712	8889	10242		
应收账款周转率	7.33	7.61	7.46	7.53	营业成本	4258	4962	5711	6557		
存货周转率	2.28	2.28	2.28	2.28	营业税金及附加	67	77	89	103		
偿债能力					销售费用	756	887	978	1106		
资产负债率	49%	46%	44%	43%	管理费用	228	578	667	748		
流动比	0.94	1.25	1.54	1.79	财务费用	129	78	71	61		
速动比	0.43	0.64	0.89	1.12	其他费用 / (-收入)	(33)	(7)	(21)	(19)		
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	976	1122	1353	1647		
现金及现金等价物	374	1033	1961	3101	营业外净收支	6	18	9	11		
应收款项	913	1014	1191	1359	利润总额	982	1141	1361	1658		
存货净额	1870	2213	2547	2924	所得税费用	82	114	136	166		
其他流动资产	253	292	337	388	净利润	900	1027	1225	1493		
流动资产合计	3410	4552	6036	7773	少数股东损益	43	49	59	71		
固定资产	4807	4327	3894	3505	归属于母公司净利润	857	977	1166	1421		
在建工程	279	279	279	279	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
无形资产及其他	284	277	270	263	经营活动现金流	1144	1099	1453	1780		
长期股权投资	30	30	30	30	净利润	900	1027	1225	1493		
资产总计	8980	9635	10679	12020	少数股东权益	43	49	59	71		
短期借款	1530	1530	1530	1530	折旧摊销	422	488	440	396		
应付款项	1126	1201	1430	1825	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	140	85	141	163	营运资金变动	(220)	(502)	(842)	(1014)		
其他流动负债	825	825	825	825	投资活动现金流	(1012)	481	433	389		
流动负债合计	3622	3641	3927	4343	资本支出	(419)	481	433	389		
长期借款及应付债券	640	640	640	640	长期投资	1	0	0	0		
其他长期负债	165	165	165	165	其他	(593)	0	0	0		
长期负债合计	805	805	805	805	筹资活动现金流	527	(391)	(467)	(568)		
负债合计	4427	4446	4732	5149	债务融资	(318)	0	0	0		
股本	824	824	824	824	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	4553	5189	5947	6871	其它	844	(391)	(467)	(568)		
负债和股东权益总计	8980	9635	10679	12020	现金净增加额	659	1189	1419	1601		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。