

成本平稳，酵母龙头稳步改善

投资要点

- **事件：**广西、云南等地开启 2019/20 榨季，目前糖蜜现货价格为 810-820 元/吨，与去年基本持平，料今年榨季糖蜜成本有望维持在较低水平。
- **下游酒精需求不振，料今年糖蜜价格将维持平稳较低水平。**据中国糖业协会分析预计，我国 2019/20 年糖料播种面积 1423 千公顷，较去年同期小幅下降 1.2%，主要受糖价低迷及不利天气影响。北方甜菜榨季 9 月开启，产销平稳。受下游酒精厂需求不振影响，糖蜜价格较去年同期下滑 10% 左右。步入 11 月后广西、云南等地开启 19/20 甘蔗榨季，目前南宁糖蜜现货价格为 810-820 元/吨，与去年同期基本持平，考虑到北方甜菜糖蜜价格的参考意义，预计随着榨季进行，糖蜜价格还将继续走低。安琪酵母与当地多家糖厂供应链有较好合作关系，有望以低于市场价格获取糖蜜。预计新榨季安琪糖蜜采购价格有望维持在较低水平，2020 年成本压力不大。
- **酵母龙头，空间巨大。**安琪酵母是国内第一、全球第三的酵母企业，在酵母行业地位卓越，是绝对的龙头企业。1、安琪酵母国内市占率达 55% 以上，具有绝对的垄断地位，受益于下游烘焙行业的快速发展以及酵母使用习惯的改变，国内酵母市场近些年保持着较为稳健的发展，在提价以及渗透率进一步提升预期下，国内市场仍有较大空间；2、安琪酵母积极布局海外市场，在埃及与俄罗斯建厂并在当地取得较好成绩后，公司将在南美地区再落一子。目前安琪在全球市占率为 12%，有望进一步提升；3、酵母衍生品下游广阔：YE（酵母提取物）应用于调味品领域空间大，国内外需求旺盛；保健品发展迅速，贡献增量。
- **经营逐步改善，新老董事长顺利交接。**1、受环保影响，前期伊犁工厂开工率低，目前已协调到位，Q3 产能利用率已超 90%，压制毛利率因素消除；2、埃及工厂新增产能逐步爬坡、俄罗斯二期项目稳步推进，新增产能贡献增量。3、新老董事长顺利完全交接，新董事长熊总上任后坚持百亿目标，并着手加强内部组织架构精简优化、外部经销商账期管理、严控费用开支，提升整体经营效率。预期公司有望推出新一轮的股权激励，激发上下积极性，为百亿目标保驾护航。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.13 元、1.34 元、1.59 元，未来三年归母净利润将保持 15% 的复合增长率。考虑到安琪酵母行业龙头地位以及未来成长性，给予 2020 年 30 倍估值，对应目标价 40.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、食品安全风险、新产能投产及达产或不及预期的风险、海外经营风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6685.60	7626.49	8714.41	9959.42
增长率	15.75%	14.07%	14.27%	14.29%
归属母公司净利润（百万元）	856.67	932.81	1106.20	1312.79
增长率	1.12%	8.89%	18.59%	18.68%
每股收益 EPS（元）	1.04	1.13	1.34	1.59
净资产收益率 ROE	19.76%	16.96%	17.18%	17.36%
PE	30	27	23	19
PB	5.93	4.65	3.98	3.40

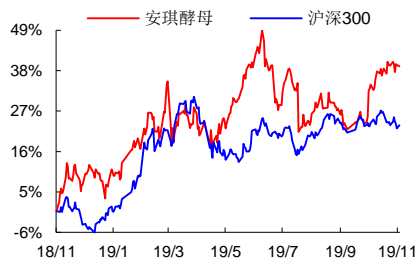
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：周金菲
执业证号：S1250519080002
电话：0755-23614240
邮箱：zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.24
流通 A 股(亿股)	8.24
52 周内股价区间(元)	22.4-33.0
总市值(亿元)	254.72
总资产(亿元)	95.26
每股净资产(元)	5.82

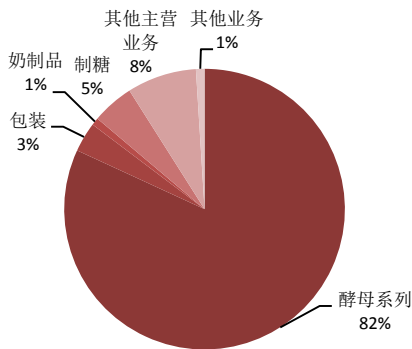
相关研究

1 酵母龙头企业，精耕国内市场，拓展海外业务

安琪酵母成立于 1986 年，主要从事酵母及酵母衍生物的生产和销售，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、动物营养等领域，公司是亚洲第一、全球第三大酵母公司，在全球市场份额达到 12%。公司目前在国内外共拥有 15 条酵母生产线，总产能超过 20 万吨，其中海外有埃及和俄罗斯两个工厂，未来公司将持续加国内外投入，寻求增长点。

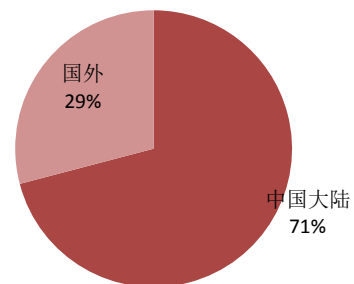
从产品结构来看，酵母是公司收入的主要来源，2018 年收入占比达到 82% 左右，此外公司还涉足了制糖、包装、奶制品等业务，近些年公司聚焦酵母主业，收入占比逐步提升；从区域分布来看，2018 年国内收入占比 71%，国外收入占比 29%，目前公司在埃及和俄罗斯建厂，未来将在南美洲建厂，随着海外业务规模不断扩大，其收入占比有望持续提升。

图 1：酵母主业占比高



数据来源：Wind，西南证券整理

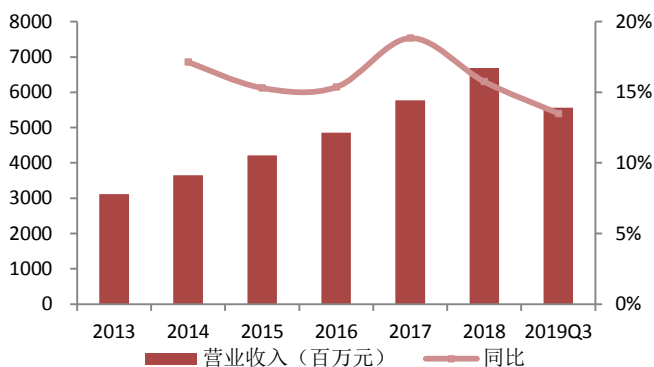
图 2：海外收入占比逐步提升



数据来源：Wind，西南证券整理

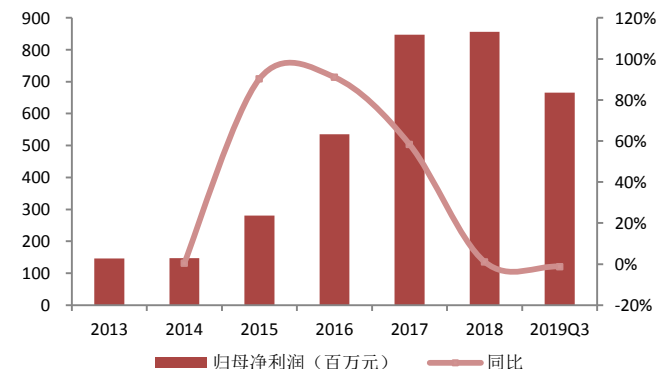
安琪酵母作为全球领先企业，2013 年至 2018 年实现收入和归母净利润复合增速 16.4% 和 42%，净利率由 6% 提高到 13% 左右，收入规模和盈利能力稳步提升。从收入端来看，受益于下游烘焙行业需求持续增长、海外市场逐步打开以及酵母衍生品（YE、保健品）的逐步放量，其收入规模保持较快增长；从利润端来看，受益于提价和产能释放，过去几年公司毛利率持续提升，带动盈利能力不断提高。2018 到 2019Q3 期间公司收入维持高速增长，毛利率和净利率受到短期伊犁和赤峰工厂限产的影响略有下降，未来通过提价和产品结构升级，公司盈利水平有望持续改善。

图 3：营业收入稳步增长



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：近两年利润承压



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 未来三年传统酵母业务量维持 8%-10% 左右, 价格增速在 2%, 毛利率维持在 38% 左右;

假设 2: 未来三年酵母衍生提取物 YE 量增速在 18%-20%, 价格增速在 2%, 毛利率维持平稳;

假设 3: 未来三年保健品受益于产能释放, 预计复合增速量和价分别为 20% 和 5%, 毛利率维持平稳。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
酵母业务	收入	5,472.97	6211.8	7081.5	8072.9
	增速	24.2%	13.5%	14.0%	14.0%
	毛利率	39.1%	38.5%	38.5%	38.6%
乳制品	收入	58.01	59.2	60.4	61.6
	增速	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	29.2%	29.0%	30.0%	30.0%
包装	收入	229.32	275.2	330.2	396.3
	增速	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	13.6%	15.0%	16.0%	17.0%
制糖	收入	324.31	389.2	447.5	514.7
	增速	-2.2%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	7.4%	10.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	691.2	794.8	914.0	691.2
	增速		15%	15%	15%
	毛利率	36.2%	34.5%	34.5%	34.5%
合计	收入	6685.6	7626.5	8714.4	9959.4
	增速	15.8%	14.1%	14.3%	14.3%
	毛利率	36.3%	35.8%	36.0%	36.1%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年收入和利润复合增速为 14% 和 15%, EPS 分别为 1.13、1.34、1.59 元, 对应 PE 分别为 27X、23X、19X。公司是亚洲第一、全球第三大酵母生产企业; 通过海外市场持续布局, 公司未来成长空间较为可观; 结合各行业龙头企业估值, 给予公司 2020 年 30 倍 PE, 对应目标价 40.2 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			营业收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
600298.SH	安琪酵母	255	30	27	23	6,686	7,666	8,816	857	930	1,087
	最高值	14,999	68	56	47	79,553	90,326	104,847	35,204	43,278	51,673
	中位值	1,402	36	31	26	32,983	37,800	42,477	4,640	5,266	5,922
	平均值	3,557	40	35	30	39,040	44,754	51,118	8,737	10,419	12,196
603288.SH	海天味业	2,968	68	56	47	17,034	19,806	22,991	4,365	5,269	6,282
600519.SH	贵州茅台	14,999	43	35	29	77,199	89,259	104,847	35,204	43,278	51,673
000895.SZ	双汇发展	1,034	21	20	19	48,932	55,794	61,962	4,915	5,262	5,562
600887.SH	伊利股份	1,769	27	25	23	79,553	90,326	101,406	6,440	7,053	7,702
603866.SH	桃李面包	317	49	44	37	4,833	5,676	6,689	642	725	868

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6685.60	7626.49	8714.41	9959.42	净利润	899.71	981.81	1162.20	1374.79
营业成本	4257.60	4899.45	5576.12	6365.33	折旧与摊销	425.39	422.98	446.22	468.03
营业税金及附加	67.03	77.70	89.01	101.33	财务费用	129.10	106.77	104.57	109.55
销售费用	755.98	877.05	1002.16	1125.41	资产减值损失	32.42	30.00	30.00	30.00
管理费用	228.20	564.36	644.87	727.04	经营营运资本变动	-350.58	-30.44	-237.06	-302.74
财务费用	129.10	106.77	104.57	109.55	其他	7.81	-34.36	-48.08	-20.24
资产减值损失	32.42	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	1143.86	1476.76	1457.85	1659.40
投资收益	-0.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-426.72	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.00	0.00	其他	-585.01	0.01	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1011.72	-399.99	-400.00	-400.00
营业利润	975.84	1071.16	1267.69	1500.76	短期借款	-55.61	-618.57	-712.32	-199.41
其他非经营损益	6.20	4.99	3.60	3.55	长期借款	-261.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	982.05	1076.16	1271.29	1504.31	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	82.34	94.35	109.08	129.52	支付股利	-288.43	-171.33	-186.56	-221.24
净利润	899.71	981.81	1162.20	1374.79	其他	469.36	-279.55	-104.57	-109.55
少数股东损益	43.04	49.00	56.00	62.00	筹资活动现金流净额	-136.64	-1069.46	-1003.46	-530.20
归属母公司股东净利润	856.67	932.81	1106.20	1312.79	现金流量净额	-42.64	7.31	54.40	729.20
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	374.02	381.32	435.72	1164.92	成长能力				
应收和预付款项	1057.44	1157.23	1338.35	1529.74	销售收入增长率	15.75%	14.07%	14.27%	14.29%
存货	1869.56	1981.67	2305.67	2651.45	营业利润增长率	0.26%	9.77%	18.35%	18.39%
其他流动资产	108.54	123.82	141.48	161.69	净利润增长率	0.79%	9.13%	18.37%	18.29%
长期股权投资	30.13	30.13	30.13	30.13	EBITDA 增长率	8.21%	4.61%	13.59%	14.29%
投资性房地产	4.88	4.88	4.88	4.88	获利能力				
固定资产和在建工程	5086.79	5078.71	5047.40	4994.27	毛利率	36.32%	35.76%	36.01%	36.09%
无形资产和开发支出	320.64	306.09	291.53	276.98	三费率	16.65%	20.30%	20.10%	19.70%
其他非流动资产	128.20	127.85	127.50	127.15	净利率	13.46%	12.87%	13.34%	13.80%
资产总计	8980.20	9191.70	9722.66	10941.21	ROE	19.76%	16.96%	17.18%	17.36%
短期借款	1530.31	911.73	199.41	0.00	ROA	10.02%	10.68%	11.95%	12.57%
应付和预收款项	1447.12	1632.38	1892.52	2148.18	ROIC	15.04%	15.03%	17.16%	19.40%
长期借款	640.08	640.08	640.08	640.08	EBITDA/销售收入	22.89%	20.99%	20.87%	20.87%
其他负债	809.47	219.58	227.09	235.84	营运能力				
负债合计	4426.97	3403.78	2959.09	3024.09	总资产周转率	0.79	0.84	0.92	0.96
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	固定资产周转率	1.44	1.58	1.79	2.06
资本公积	651.97	651.97	651.97	651.97	应收账款周转率	9.70	9.56	9.75	9.67
留存收益	3241.12	4002.59	4922.23	6013.78	存货周转率	2.47	2.52	2.59	2.56
归属母公司股东权益	4292.95	5478.65	6398.29	7489.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.84%	—	—	—
少数股东权益	260.28	309.28	365.28	427.28	资本结构				
股东权益合计	4553.23	5787.92	6763.56	7917.11	资产负债率	49.30%	37.03%	30.44%	27.64%
负债和股东权益合计	8980.20	9191.70	9722.66	10941.21	带息债务/总负债	49.03%	45.59%	28.37%	21.17%
					流动比率	0.94	1.40	1.96	2.48
					速动比率	0.43	0.64	0.89	1.29
					股利支付率	33.67%	18.37%	16.87%	16.85%
					每股指标				
					每股收益	1.04	1.13	1.34	1.59
					每股净资产	5.21	6.65	7.76	9.09
					每股经营现金	1.39	1.79	1.77	2.01
					每股股利	0.35	0.21	0.23	0.27
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1530.34	1600.91	1818.48	2078.35					
PE	29.73	27.31	23.03	19.40					
PB	5.93	4.65	3.98	3.40					
PS	3.81	3.34	2.92	2.56					
EV/EBITDA	18.12	16.56	14.15	11.94					
股息率	1.13%	0.67%	0.73%	0.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn