

2017年12月08日

公司研究

评级：买入（维持）

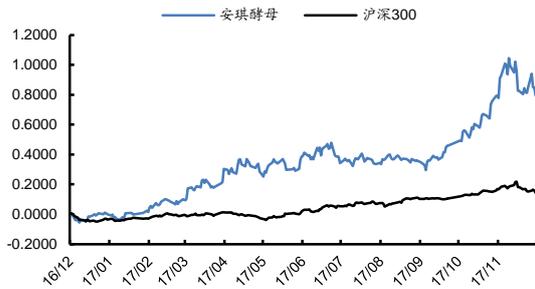
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

下游景气持续,受益成本下降

——安琪酵母（600298）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
安琪酵母	0.0	32.6	77.7
沪深300	-1.9	3.8	14.4

市场数据 2017-12-07

当前价格(元)	31.40
52周价格区间(元)	16.39 - 36.49
总市值(百万)	25876.14
流通市值(百万)	25876.14
总股本(万股)	82408.09
流通股(万股)	82408.09
日均成交额(百万)	214.76
近一月换手(%)	32.13

相关报告

- 《安琪酵母（600298）三季报点评：成本大幅下降，业绩符合预期》——2017-10-26
- 《安琪酵母（600298）中报点评：业绩符合预期，收入稳步增长》——2017-07-17
- 《安琪酵母(600298)调研报告：原料糖蜜价格下跌+费用率下降+汇兑收益增加（增持）*食品饮料*余春生》——2016-02-17

投资要点：

- 行业格局好，安琪优势明显。**安琪已成为亚洲第一、全球第三大酵母公司，2016年酵母类产品发酵总产能超过18.5万吨，国内市场份额达到50%。而主要竞争对手乐思福在中国有5万吨酵母/1.5万吨YE产能，英联马利在中国有4万吨酵母产能，两者产能规模都比较小。安琪在国内市场份额是乐思福和英联马利的3倍多，且产品种类多，规格全面，在行业品牌知名度高，营销服务网络遍布全球150个国家和地区。强大的优势决定了安琪在国内拥有绝对的定价权，虽然安琪为国产品牌，但其产品价格比竞争对手高出30%。
- 下游烘焙景气持续。**酵母被广泛用于面包、馒头等传统面食发酵，随着生活水平的提升，西式早餐、饭后甜点、下午茶逐渐兴起，西点及面包等烘焙食品的需求量大增，2014年烘焙食品制造主营业务收入达到2426.67亿元，烘焙行业的快速发展拉动酵母需求的持续增长。横向对比来看，目前我国人均烘焙食品消费量仅6.59kg，远低于发达国家。我们认为，随着人均烘焙食品消费量的增长以及酵母对于苏打和老面的替代，酵母市场消费量还有很大提升空间。
- YE市场空间大。**YE是一种纯天然、安全、健康的调味增鲜剂，可显著减少盐分添加，顺应了“纯天然、无添加”的健康消费趋势，近年来广受欢迎，成为味精的替代品，目前欧洲/韩国/日本酵母提取物对味精的替代比例分别在60%/40%/30%左右，中国目前才2%，YE对味精替代的空间较大。在消费者对健康和食品安全需求的驱动下，公司YE发展迅速，2013年YE销量2万吨，目前公司YE产能达到6.6万吨，由于YE市场需求旺盛，公司正在扩建YE产能。
- 受益成本下降。**从供给端来看，根据USDA预测，我国糖产量2018年有望达到1050万吨，较2017年增加约100万吨，按生产三吨糖约产生一吨糖蜜测算，2018年糖蜜产量有望增加30-35万吨。从需求端来看，国内酒精需求持续低迷，酵母需求上升无法弥补酒精需求的下滑。展望2018年，我们认为糖蜜价格大概率维持低位，糖蜜占公司成本34%左右，糖蜜价格下降有助于公司毛利率提升。

合规声明

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%。

- **产能持续扩张。**为了满足日益增长的酵母消费需求，公司在国内积极进行产能扩建。2017 年上半年，安琪德宏现有酵母生产线内部技术改造完成，2017 年 5 月正式投产运行，安琪德宏干酵母产能从目前的 2.6 万吨/年提升到 3 万吨/年。赤峰产能扩建项目按计划启动土建工程，预计 2018 年 6 月可完成建成，投产后酵母产能将提高 1.5 万吨。公司积极进行海外布局，埃及工厂现有产能 2015 年满产，公司启动了埃及二期建设项目，预计 2019 年 3 月投产。俄罗斯新建工厂 2017 年 8 月正式投产，目前产能利用率已达到 80%，明年即可满产。公司稳定扩张有效缓解产能压力，为业绩增长提供支持。
- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04 元、1.40 元、1.69 元，对应 PE 分别为 30X、22X、19X。公司下游景气持续，YE 业务快速增长，受益成本下降，产能持续扩张，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；糖蜜价格波动风险；海外市场风险；产能建设进度低于预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	4860.53	5820.03	6876.26	7994.67
增长率(%)	15.36%	19.74%	18.15%	16.26%
净利润（百万元）	535.09	856.35	1152.97	1391.61
增长率(%)	91.04%	60.04%	34.64%	20.70%
摊薄每股收益（元）	0.65	1.04	1.40	1.69
ROE(%)	15.82%	21.90%	24.64%	25.46%

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、公司概况	5
1.1、发展历程	5
1.2、主营构成	5
1.3、股权结构	7
2、行业格局好，安琪优势明显	7
2.1、行业竞争格局较好	7
2.2、龙头安琪优势明显	8
3、下游烘焙景气持续	9
3.1、烘焙行业快速发展	9
3.2、人均消费仍可提升	10
4、YE 市场空间大	11
4.1、YE 符合健康消费趋势	11
4.2、公司 YE 业务快速增长	11
5、受益成本下降	13
5.1、糖蜜上游供给有望增长	13
5.2、糖蜜下游需求持续低迷	13
5.3、公司受益糖蜜价格下降	14
6、产能持续扩张	15
6.1、国内扩建持续推进	15
6.2、积极进行海外布局	15
7、盈利预测与投资建议	16
8、风险提示	16

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司营业收入持续增长	6
图 3: 公司 2016 年净利润大幅增长	6
图 4: 酵母及深加工是收入 (亿元) 主要来源 (2016)	6
图 5: 公司收入 (亿元) 区域构成 (2016)	6
图 6: 公司股权结构 (截止 2017 三季度)	7
图 7: 公司管理层持股情况 (截止 2017 三季度)	7
图 8: 酵母中国市场格局	8
图 9: 安琪酵母主要产品	9
图 10: 烘焙食品制造主营业务收入快速增长	9
图 11: 糕点、面包制造主营业务收入快速增长	9
图 12: 酵母行业下游需求结构	10
图 13: 中国酵母产量 (万吨) 快速增长	10
图 14: 中国人均烘焙食品消费量 (kg) 持续上升	10
图 15: 中国人均烘焙食品消费量 (kg) 上升空间大	10
图 16: 酵母抽提物下游应用	11
图 17: 全球 YE 产量 (万吨) 持续增长	12
图 18: 中国 YE 占比提升空间大	12
图 19: 安琪 YE 产品收入 (百万元) 快速增长	12
图 20: 安琪酵母主要 YE 产品	12
图 21: 糖蜜产业链上下游	13
图 22: 2017 榨季甘蔗糖产量上升	13
图 23: 酒精产量 (万吨) 同比下滑	14
图 24: 玉米和木薯平均价持续下降	14
图 25: 安琪酵母生产成本构成	14
图 26: 安琪酵母糖蜜采购价格 (元/吨)	14
表 1: 公司国内产能建设情况	15
表 2: 俄罗斯糖蜜采购价格低	16
表 3: 安琪酵母盈利预测	16

1、公司概况

1.1、发展历程

1986年，安琪酵母成立，第一条生产线在宜昌动工；1998年3月，改制为股份有限公司，湖北安琪生物集团有限公司作为主要发起人，与湖北西陵酒业总公司、贵州润丰（集团）实业有限公司、宜昌溢美堂调味品有限公司等共同发起设立了湖北安琪酵母股份有限公司，股份公司主要经营性资产来自于原宜昌食用酵母基地，该基地是由中国科学院、湖北省科委、湖北省计委等联合申报立项，是国家计委布点的全国唯一一家酵母科研与生产基地；2000年，公司在上海证券交易所上市；2003年，总部年产5000吨酵母抽提物生产线投入运行；2005年，第一条鲜酵母生产线在安琪酵母（滨州）有限公司建成投产；2007年，国际一流的全自动化食品原料生产线建成投产；2012年，安琪酵母（埃及）生产线建成投产；2017年，安琪酵母俄罗斯生产线建成投产。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站，公司公告，国海证券研究所

1.2、主营构成

安琪酵母主要从事面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健食品、食品原料等产品的生产和销售，产品广泛应用于烘焙与发酵面食、食品调味、微生物发酵、动物营养、人类营养健康、酿造及酒精工业等领域。目前，

公司拥有 15 家全资及控股子公司，1 家参股企业，在全球共拥有 11 条酵母生产线、4 条酵母抽提物生产线，2016 年酵母类产品发酵总产能超过 18.5 万吨；公司的营销网络遍布全球，主导产品出口全球 140 多个国家和地区，已设立开罗、莫斯科两个海外子公司。

2016 年，公司实现营业收入 48.61 亿元，同比增长 15.36%。分行业来看，酵母及深加工产品实现收入 37.62 亿元，制糖业务实现收入 1.9 亿元，包装业务实现收入 1.66 亿元，奶制品业务实现收入 5352.23 万元，其他收入 6.62 亿元；分地区来看，国内市场实现主营业务收入 33.96 亿元，同比增长 18.61%；国际市场实现主营业务收入 14.37 亿元，同比增长 8.46%。2016 年，公司实现归属于母公司所有者净利润 5.35 亿元，同比增长 91.04%。

图 2：公司营业收入持续增长

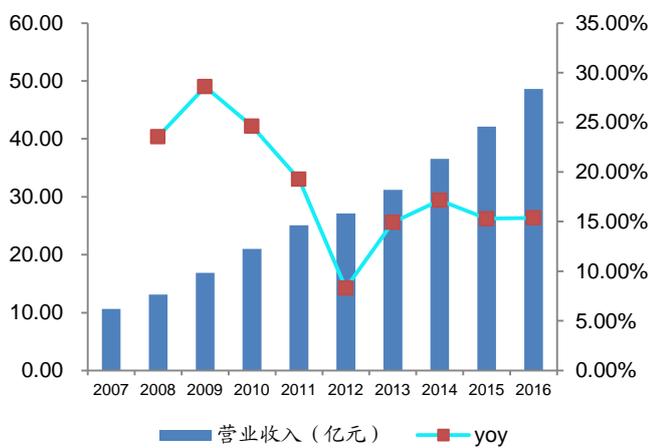
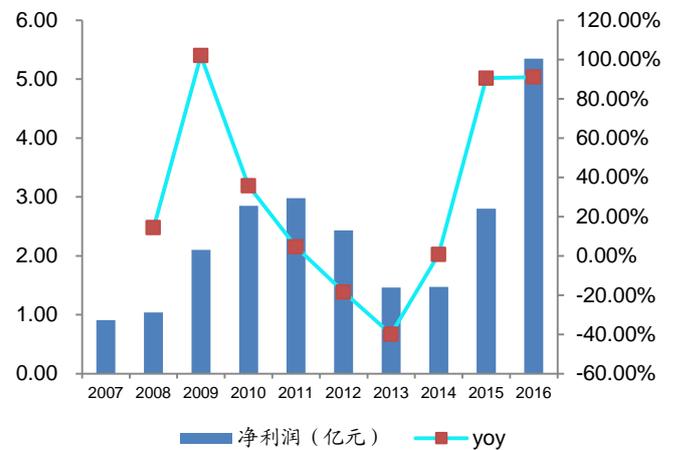


图 3：公司 2016 年净利润大幅增长



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：酵母及深加工是收入（亿元）主要来源（2016）

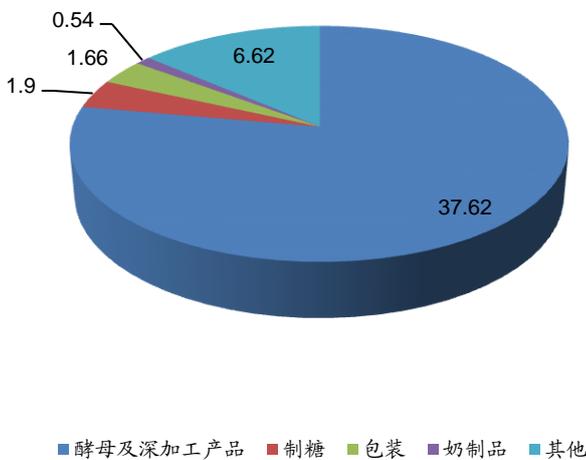
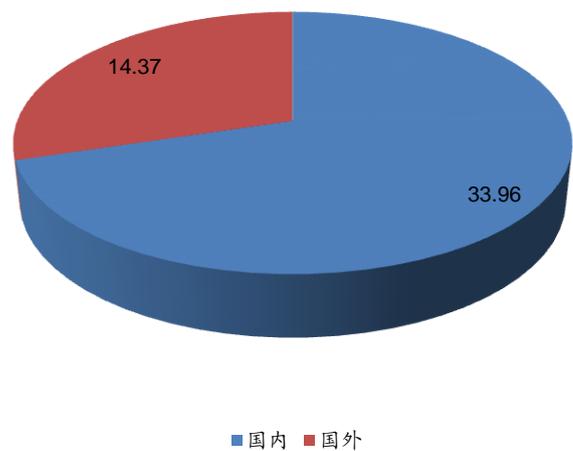


图 5：公司收入（亿元）区域构成（2016）



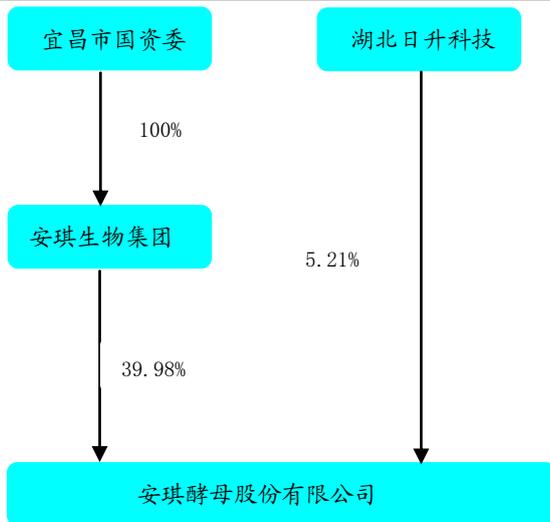
资料来源：公司年报，国海证券研究所

资料来源：公司年报，国海证券研究所

1.3、股权结构

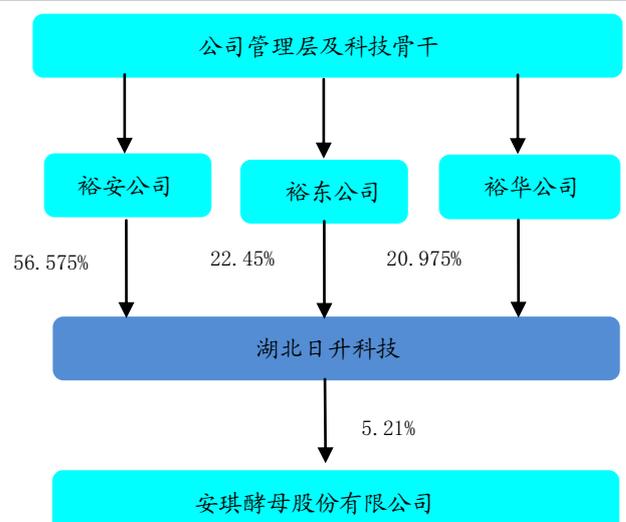
公司的实际控制人是宜昌市国资委，第二大股东是管理层持股的日升科技。宜昌市国资委通过安琪生物集团持有公司 39.98%的股权，2010 年，安琪酵母股份有限公司向湖北日升科技定增以收购子公司股权，主要由高管及职工持股的湖北日升科技成为公司的第二大股东，裕东公司为俞学锋等 13 名高管持股，裕宏和裕华为公司中层以及科技骨干持股，当时日升科技持有 10.51%的股份，经过减持后，截止到 2017 年三季报，湖北日升科技持有上市公司 5.21%的股份，管理层持有上市公司股权，高管激励问题得到解决。

图 6: 公司股权结构 (截止 2017 三季报)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 7: 公司管理层持股情况 (截止 2017 三季报)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

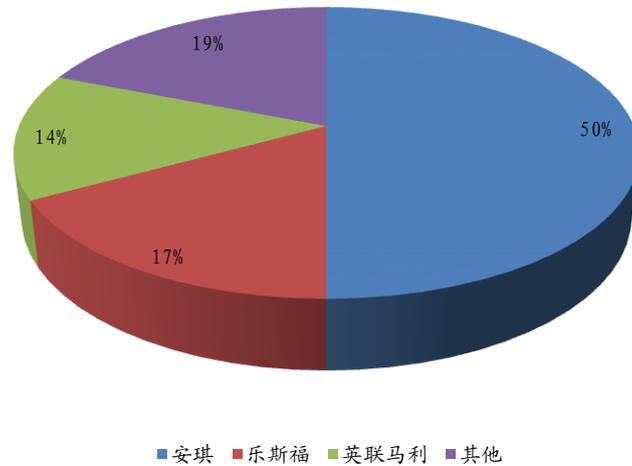
2、行业格局好，安琪优势明显

2.1、行业竞争格局较好

现代酵母产业起源于欧洲，历经上百年的发展历程和持续的技术进步，酵母产业沿着酵母制品和酵母衍生制品两大产品线不断发展，已深入应用和服务于食品制造、饲料工业和生物制造等领域。目前全球酵母总产能约为 150 万吨，乐思福、AB 马利、安琪分列行业前三位，安琪酵母全球市场份额 12%左右。

从国内来看，近年来中国成为全球酵母产能增长最为迅猛的区域，带动了亚太乃至全球酵母产能的快速增长。目前，安琪酵母已成为亚洲第一、全球第三大酵母公司。2016 年，公司共拥有 11 条酵母生产线、4 条酵母抽提物生产线，酵母类产品发酵总产能超过 18.5 万吨，国内市场份额达到 50%。主要竞争对手乐思福在中国拥有 5 万吨酵母/1.5 万吨 YE 产能，英联马利在中国有 4 万吨酵母产能，两者产能规模都比较小，安琪在国内市场份额是乐思福和英联马利的 3 倍多。

图 8：酵母中国市场格局



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.2、龙头安琪优势明显

从产能规模上看，公司大幅领先竞争对手。安琪酵母是国内最大的酵母公司，现已在湖北、新疆、内蒙古、广西、云南、山东、河南、香港、埃及开罗及俄罗斯等地拥有 15 家控股或全资子公司，共拥有 11 条酵母生产线、4 条酵母抽提物生产线，酵母类产品发酵总产能超过 18.5 万吨，国内市场份额达到 50%，市场份额远高于竞争对手也决定了安琪在国内拥有绝对的定价权，虽然安琪为国产品牌，但其产品价格比竞争对手高出 30%。

从产品来看，公司产品种类多，规格全面。公司目前拥有适用于烘焙与面食发酵、酒类和调味品酿造、生物能源、食品调味等多种用途的不同种类、规格的酵母和酵母抽提物等产品；除此之外，公司还开发了针对微生物营养、动物营养应用领域的酵母浸膏产品，以及营养保健品、酶制剂以及植物肥料等外延产品。公司酵母类产品种类多、规格全面，且依托酵母及 YE 产品开发了产业链相关外延产品。

从品牌和营销来看，公司在行业品牌知名度高，营销网络发达。公司已形成了“面向全球、信息灵敏、反应迅速、渠道畅通”的市场服务体系；公司的营销服务网络遍布全球 150 个国家和地区，6 大技术培训中心、80 多个驻外机构、5000 多个经销商，确保每一个用户享受专业服务；公司网站、中国面包师网、中华面点网、营养健康网、CRM 系统、400 热线电话等资讯平台，为用户提供远程商务和技术服务；公司建立了产品+应用技术服务的方案营销模式，已建立了较高的行业地位和品牌知名度；公司持续提升产品质量、市场规模、服务方式和客户满意度，提升在全球市场的影响力、美誉度。

图 9：安琪酵母主要产品



资料来源：公司官网，国海证券研究所

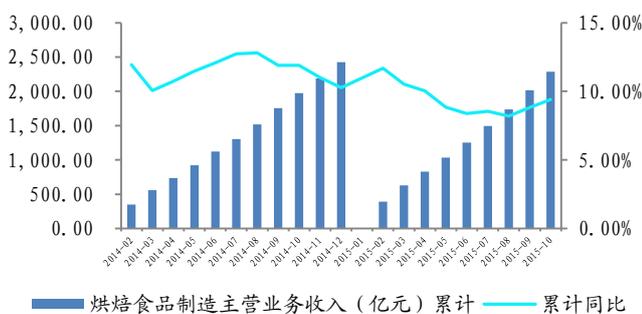
3、下游烘焙景气持续

3.1、烘焙行业快速发展

酵母是一种重要的单细胞微生物，酵母细胞中含有大量的有机物、矿物质和水分，有着天然丰富的营养体系。酵母相比传统发酵剂具有较大优势，被广泛用于面包发酵、馒头等传统面食发酵、酒精的发酵、药用及其它特种酵母需求。

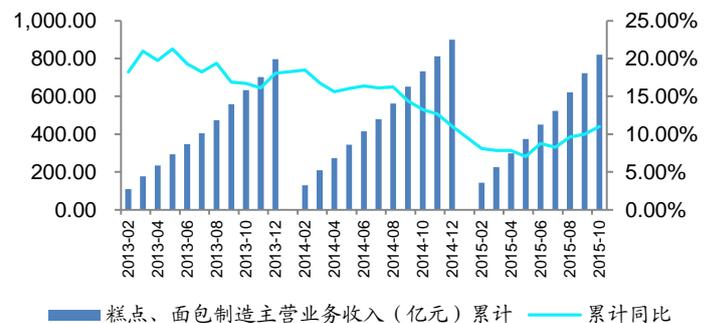
酵母下游主要应用领域烘焙食品市场快速增长，目前全球烘焙食品消费规模高达 3387 亿美元。从消费总量来看，中国烘焙食品消费总量排名第四。从增速来看，中国是烘焙食品消费增长最快的地区之一。随着经济高速增长，西式早餐、饭后甜点、下午茶逐渐兴起，西点及面包等烘焙食品的需求量大增，2014 年烘焙食品制造主营业务收入达到 2426.67 亿元，烘焙行业的快速发展拉动酵母需求的持续增长。

图 10：烘焙食品制造主营业务收入快速增长



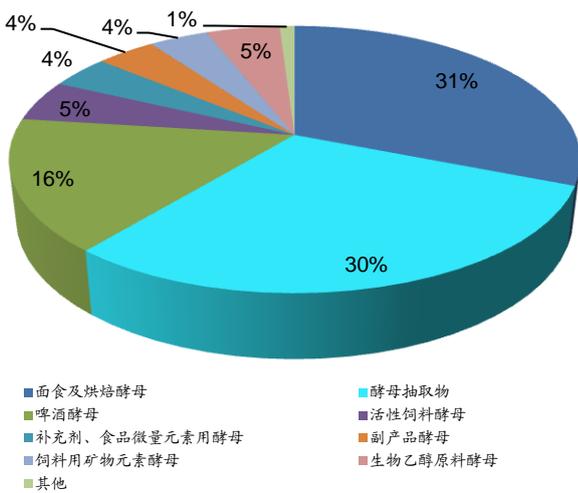
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：糕点、面包制造主营业务收入快速增长



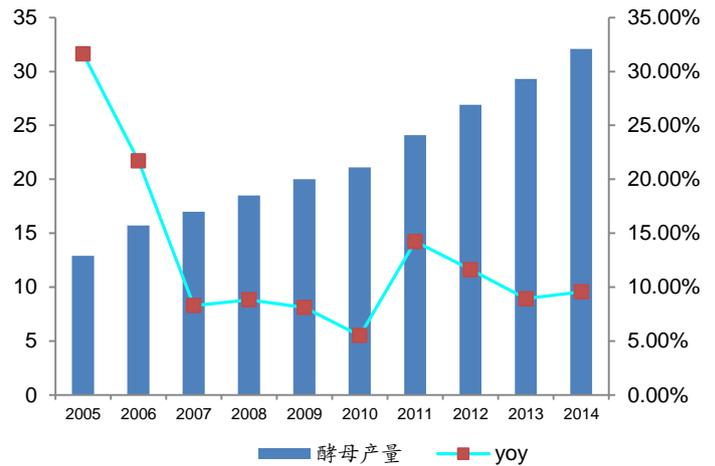
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12: 酵母行业下游需求结构



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

图 13: 中国酵母产量 (万吨) 快速增长

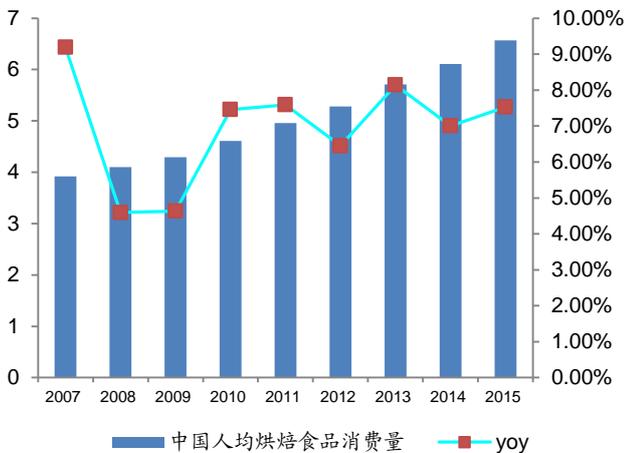


资料来源: BBC Research, foodnavigator, 国海证券研究所

3.2、人均消费仍可提升

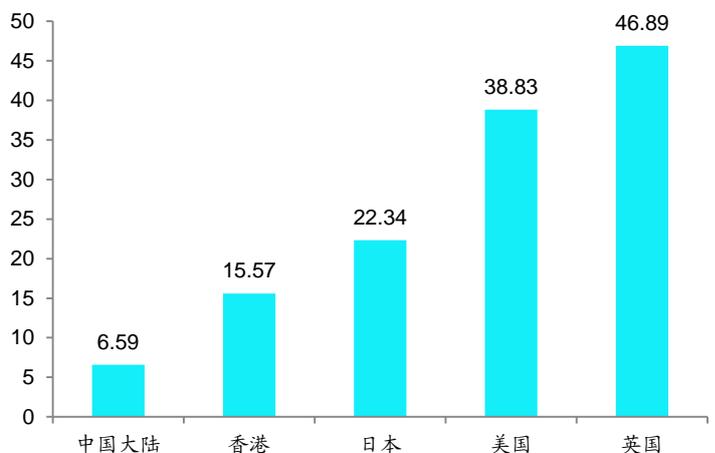
横向对比来看,目前我国人均烘焙食品消费量仅 6.59kg,远低于发达国家。与我国饮食习惯相近的日本和香港人均烘焙食品消费量分别达到 22.34kg、15.57kg,我国人均烘焙食品消费量依然有比较大的提升空间。另外,农村相当一部分馒头采用老面头发酵,老面头发酵效果差、不方便,随着酵母渗透率提升将逐渐退出。此外,我国化学膨松剂也占有较大规模,政策限制含铝膨松剂将进一步扩大酵母、无铝膨松剂的市场空间。我们认为,随着人均烘焙食品消费量的增长以及酵母对于苏打和老面的替代,酵母市场消费量还有很大的提升空间。

图 14: 中国人均烘焙食品消费量 (kg) 持续上升



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

图 15: 中国人均烘焙食品消费量 (kg) 上升空间大



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

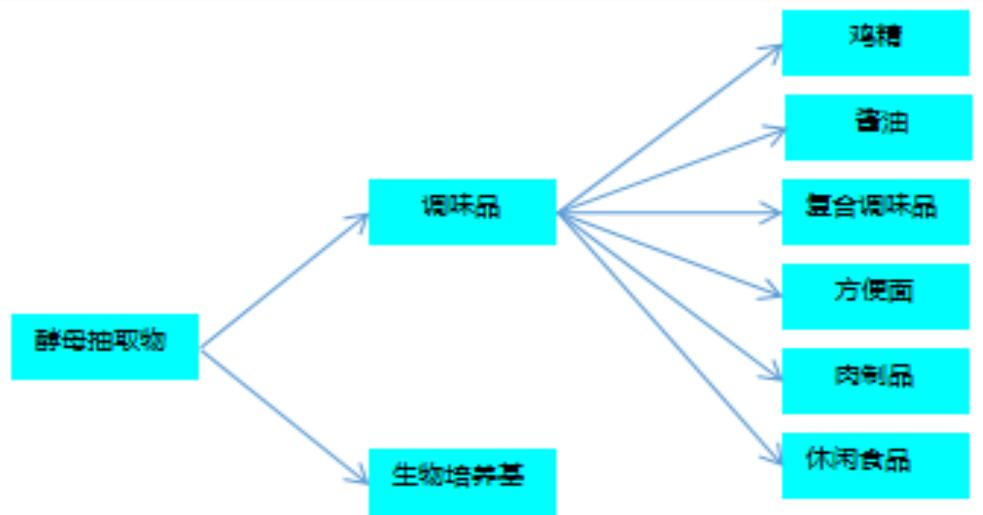
4、YE 市场空间大

4.1、YE 符合健康消费趋势

酵母抽提物（Yeast Extract，简称 YE）是以食用酵母为主要原料，以酵母自身的酶或外加食品级酶的共同作用下，酶解自溶后得到的产品，并富含氨基酸、肽、多肽等酵母细胞中的可溶性成分，是一种优良的天然调味料。

YE 本身富含多种氨基酸和呈味核苷酸，其中谷氨酸含量达到 8%左右，呈味核苷酸（IMP、GMP）最高可以达到 20%以上，YE 是将 MSG 和 IMP、GMP 三种鲜味物质居于一身的鲜味物质，有很好增鲜特性。研究发现，YE 能够将人体味觉中鲜味受体接受功能放大，同样也能放大钠的咸度效应，因此，尽管盐的含量已经降低，但人对鲜味的感受并没有降低，因此添加 YE 后的食品，在低盐的情况下，也能满足人们对美味的需求，符合健康消费的趋势。同时，YE 加工性能好，不仅能在低盐的情况下保持鲜度，也能缓和食品咸味、酸味、掩盖异味，广泛用于鸡精、酱油、方便面、肉制品、卤制品、火锅等食品中。

图 16：酵母抽提物下游应用



资料来源：国海证券研究所

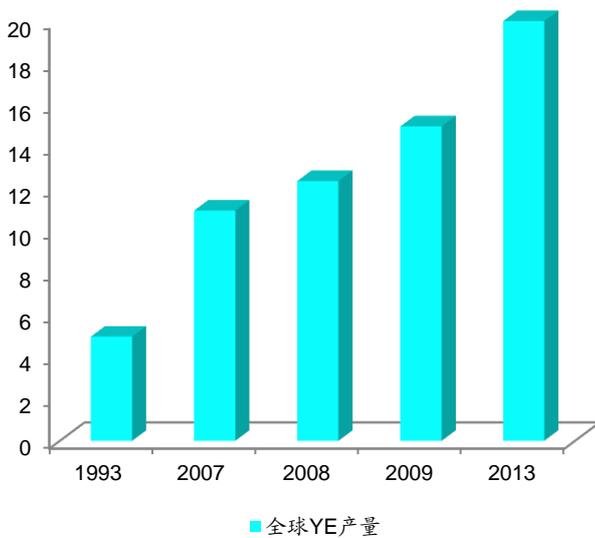
4.2、公司 YE 业务快速增长

酵母抽提物（YE）是新一代食品增鲜剂，凭借“增鲜增味、食品属性、降盐淡盐、耐受性强”等突出优势，近年来在食品行业发展迅猛。据统计，1993 年全球 YE 产量为 5 万吨，2007 年产量为 11 万吨，到 2013 年大约为 20 万吨。

YE 是一种纯天然、安全、健康的调味增鲜剂，可显著减少盐分添加，顺应了“纯天然、无添加”的消费趋势，近年来广受欢迎，成为味精的替代品，目前欧洲/

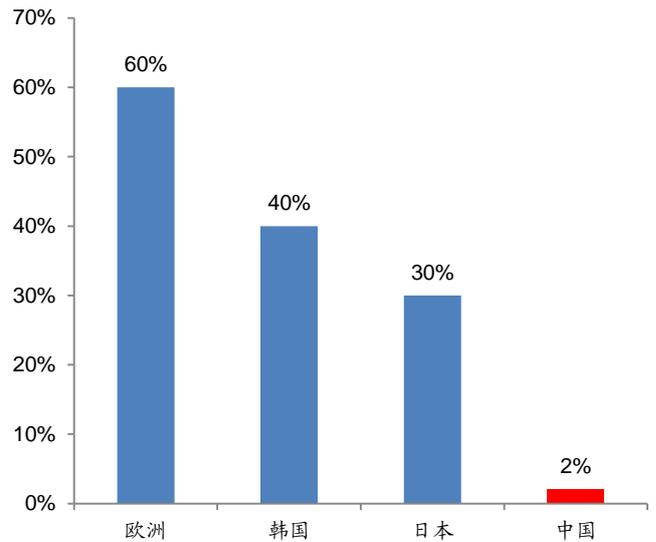
韩国/日本酵母抽提物鸡精的使用率已取代之前味精使用率的 60%/40%/30%左右，而中国目前才 2%，YE 替代味精的空间比较大。随着居民生活水平的提高，中国调味料市场增长迅猛，而 YE 调味品有效迎合了居民消费升级的趋势，未来增长空间大。国内三大酱油品牌海天、中炬高新和加加食品已经相继推出高端调味品，并且都清晰标明使用了酵母抽提物，安琪酵母作为原材料供应商将受益。在消费者对健康和食品安全需求的驱动下，公司 YE 发展迅速，2013 年 YE 销量 2 万吨，目前公司 YE 产能达到 6.6 万吨，由于 YE 市场需求旺盛，公司正在扩建 YE 产能。

图 17: 全球 YE 产量 (万吨) 持续增长



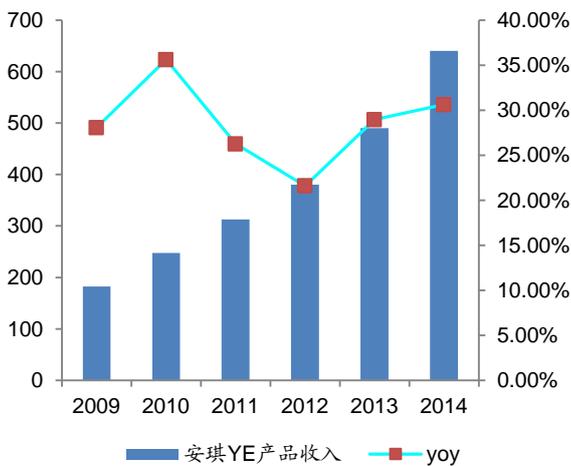
资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

图 18: 中国 YE 占比提升空间大



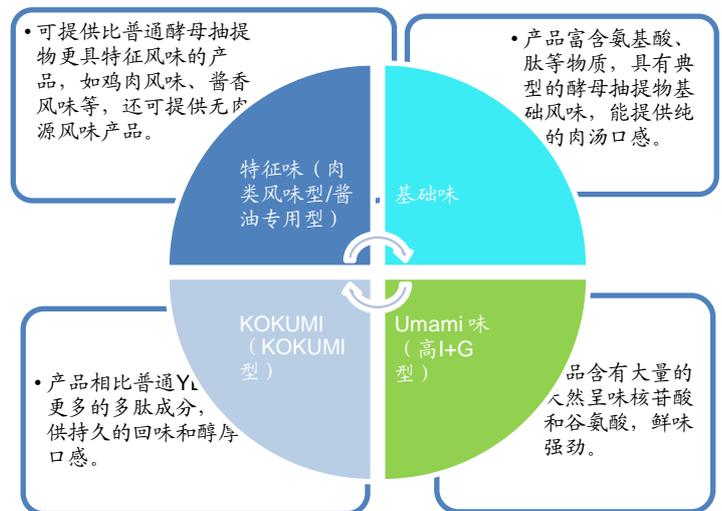
资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

图 19: 安琪 YE 产品收入 (百万元) 快速增长



资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

图 20: 安琪酵母主要 YE 产品



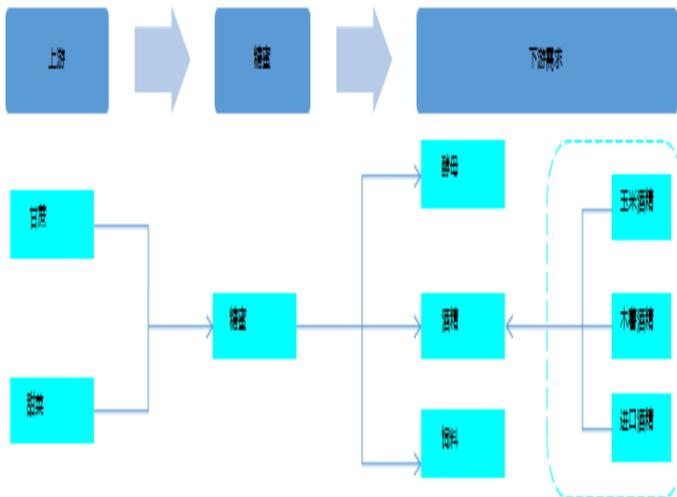
资料来源: 国海证券研究所

5、受益成本下降

5.1、糖蜜上游供给有望增长

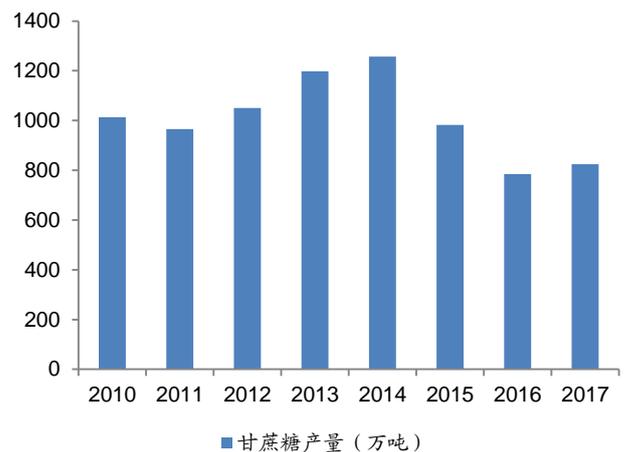
从产业链来看，酵母的上游是糖蜜，而糖蜜是甘蔗和甜菜制糖的副产品。糖蜜作为生产糖的副产品，糖蜜的产量和糖的产量息息相关，生产三吨糖大约产生一吨糖蜜，由于糖蜜是禁止进口的，因此糖蜜的供给量主要是由糖的产量决定，而糖的产量主要受甘蔗以及甜菜的种植面积和单产影响，2016 年糖价明显回暖，农户种植甘蔗的积极性提高，结合甘蔗的宿根性，2017 年种植面积将开始回升，未来 2-3 年甘蔗种植面积都将增加。而我国甜菜的种植面积由 2014 年的 14 万公顷上升至 2016 年的 17 万公顷，预计未来甜菜种植面积将趋于稳定。同时，甘蔗和甜菜单产稳步提升。总体来看，在糖价处于高位的背景下，预计未来几年甘蔗产量将增加，导致糖产量增加，从而带动糖蜜产量增加。

图 21：糖蜜产业链上下游



资料来源：国海证券研究所

图 22：2017 榨季甘蔗糖产量上升

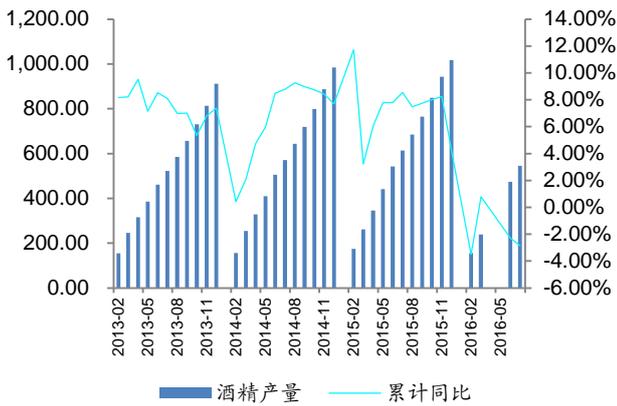


资料来源：wind，国海证券研究所

5.2、糖蜜下游需求持续低迷

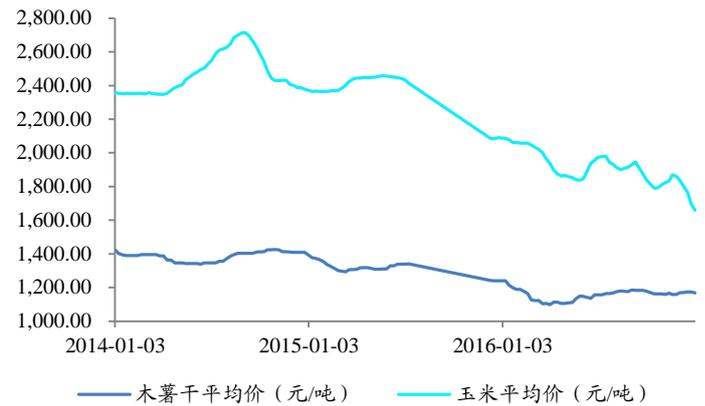
国内糖蜜主要用于生产酒精、酵母及饲料，约 60%用于酒精生产。而国内酒精需求持续低迷，主要是：（1）酒精的下游需求主要是低端白酒，虽然 2017 年白酒行业复苏，但是分化明显，低端白酒依旧需求疲软，对于食用酒精的需求下滑；（2）2015 年新环保法实施，部分酒精厂限产或关停，仍然开工的酒精厂也增加了环保的成本和投入，特别是糖蜜酒精加工，由于其生产污染大于木薯酒精和玉米酒精，污水处理成本更高；（3）玉米的价格处于相对较低的位置，糖蜜酒精对于玉米酒精的替代作用减弱。因此糖蜜下游仅酵母需求仍在上升，但需求增长依然无法弥补酒精需求的下滑。

图 23: 酒精产量 (万吨) 同比下滑



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 玉米和木薯平均价持续下降



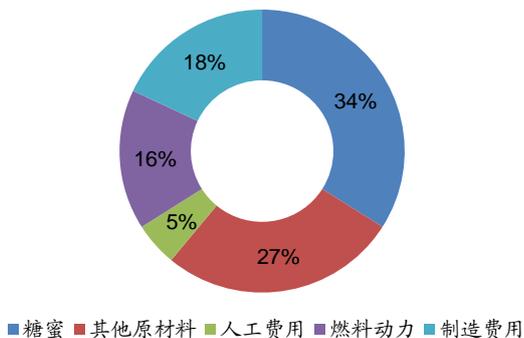
资料来源: wind, 国海证券研究所

5.3、公司受益糖蜜价格下降

从供给端来看, 根据 USDA 预测, 我国糖产量 2018 年有望达到 1050 万吨, 较 2017 年增加约 100 万吨, 糖蜜作为糖的副产品, 按生产三吨糖约产生一吨糖蜜测算, 2018 年糖蜜产量有望增加 30-35 万吨。从需求端来看, 国内酒精需求持续低迷, 酵母需求上升依然无法弥补酒精需求的下滑。展望 2018 年, 我们认为糖蜜价格大概率依旧会维持在低位。

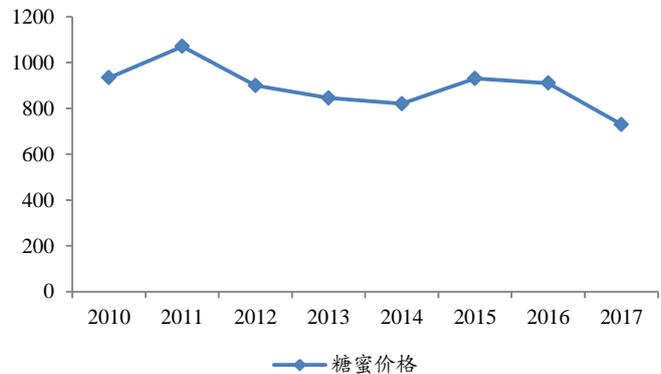
安琪酵母是酵母行业龙头企业, 2016 年酵母类产品发酵总产能超过 18.5 万吨, 是糖蜜需求大户。目前公司主要的糖蜜采购地是中国南方, 采购量为 55 万吨, 2017 年采购价下降 20%至 730 元/吨, 由于 2018 年糖蜜市场供给仍大于需求, 因此预期糖蜜价格仍将下跌, 公司已开始 2018 年糖蜜采购, 最新成交价约 670 元/吨, 由于新榨季糖蜜价格前高后低, 估计 2018 年南方平均采购价格在 660-670 元/吨, 同比下降约 9%。糖蜜占公司成本 34%左右, 糖蜜价格下降有助于公司毛利率提升。

图 25: 安琪酵母生产成本构成



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 26: 安琪酵母糖蜜采购价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

6、产能持续扩张

6.1、国内扩建持续推进

为了满足日益增长的酵母消费需求，公司在国内积极进行产能扩建。酵母产能方面，2017年已建产能21.8万吨，相比2009年提升144%。2016年，安琪德宏扩建项目、安琪赤峰扩建项目、安琪柳州扩建项目相继启动。2017年上半年，安琪德宏现有酵母生产线内部技术改造完成，2017年5月正式投产运行，安琪德宏干酵母产能从目前的2.6万吨/年提升到3万吨/年。赤峰产能扩建项目按计划启动土建工程，预计2018年6月可完成建成，投产后酵母产能将提高1.5万吨。YE产能方面，已建产能6.6万吨，占全球市场份额28.9%，已成为全球第一大YE产能企业。公司稳定扩张有效缓解产能压力，为业绩增长提供支持。

表1：公司国内产能建设情况

工厂地址	酵母产能（万吨）	酵母抽提物产能（万吨）	投产时间
宜昌总部	2.50	1.00	1986年
安琪赤峰	0.90		2003年
安琪伊犁	3.00	0.80	2004年
安琪滨州	0.70		2005年
安琪睢县	0.20		2005年
安琪崇左	3.50	0.80	2006年
安琪柳州	4.00	4.00	2012、2017年
安琪德宏	3.00		2014年
安琪赤峰（搬迁改造）	1.50	1.50	预计2018年6月投产

资料来源：公司公告，国海证券研究所

6.2、积极进行海外布局

公司积极进行海外布局，安琪已是全球第三大酵母公司，但在海外市场份额仅5%，可拓展空间较大。2009年12月15日，公司与安琪滨州签署了《安琪酵母（埃及）有限公司成立合同》，公司埃及年产1.5万吨酵母工厂于2013年2月投产，主要面向非洲、中东以及欧洲市场，埃及工厂现有产能2015年满产，公司启动了埃及二期建设项目，预计2019年3月投产。

在“一带一路”政策的带动下，2015年7月，公司拟赴俄罗斯投资设立安琪酵母（俄罗斯）有限公司，年产2万吨酵母项目。公司将充分利用俄罗斯的原材料资源优势，降低综合成本，开拓当地市场。俄罗斯土地以黑土地为主，甜菜种植单产非常高，因此俄罗斯糖蜜产量丰富，年产量超过120万吨。公司俄罗斯项目选址利佩茨克州，2014年糖蜜总产量13万吨，临近坦波夫州、奥廖尔州、库尔茨克州等糖蜜资源也很充裕，完全能满足俄罗斯项目的糖蜜需求。同时，作

为全球能源产量大国，能源成本优势明显。俄罗斯新建工厂 2017 年 8 月正式投产，目前产能利用率已达到 80%，明年即可满产。目前俄罗斯地区已完成糖蜜采购，采购量为 10 万吨，平均采购价格不到 200 元/吨，进一步降低公司成本。

表 2: 俄罗斯糖蜜采购价格低

国家/地区	今年采购价 (元/吨)	去年采购价 (元/吨)
俄罗斯	不到 200	
中国南方(甘蔗糖蜜)	预计 660-670	730

资料来源：公司公告，国海证券研究所

7、盈利预测与投资建议

公司主营酵母及深加工产品、制糖、包装、奶制品、其他业务，从 2016 年报数据来看，酵母及深加工产品收入占总收入的 78%，是收入和利润的主要来源，酵母及深加工产品下游应用主要是烘焙和调味品，烘焙行业快速增长，调味品行业景气持续，结合公司十三五的收入目标、下游需求情况以及公司产能扩张，预计公司 2017-2019 年收入分别增长 19.74%、18.15%、16.26%。同时，结合公司主要原材料糖蜜的供需状况，判断 2018 榨季糖蜜价格有望下行，公司毛利率有望继续上升，预计公司 2017-2019 年净利润分别增长 60.04%、34.64%、20.70%。

表 3: 安琪酵母盈利预测

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	4860.53	5820.03	6876.26	7994.67
增长率 (%)	15.36%	19.74%	18.15%	16.26%
净利润 (百万元)	535.09	856.35	1152.97	1391.61
增长率 (%)	91.04%	60.04%	34.64%	20.70%
摊薄每股收益 (元)	0.65	1.04	1.40	1.69
ROE (%)	15.82%	21.90%	24.64%	25.46%

资料来源：wind 资讯，国海证券研究所

投资建议：预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04 元、1.40 元、1.69 元，对应 PE 分别为 30X、22X、19X。公司下游景气持续，YE 业务快速增长，受益成本下降，产能持续扩张，维持“买入”评级。

8、风险提示

1) 食品安全风险;

- 2) 糖蜜价格波动风险;
- 3) 海外市场风险;
- 4) 产能建设进度低于预期。

表：安琪酵母盈利预测表

证券代码:	600298.SH				股价:	31.40	投资评级:	买入	日期:	2017-12-07	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E			每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力							每股指标				
ROE	15.82%	21.90%	24.64%	25.46%			EPS	0.65	1.04	1.40	1.69
毛利率	32.62%	36.50%	38.50%	39.00%			BVPS	4.24	5.25	6.11	7.16
期间费率	19.89%	19.02%	18.42%	18.05%			估值				
销售净利率	11.01%	14.71%	16.77%	17.41%			P/E	48.36	30.22	22.44	18.59
成长能力							P/B	7.40	5.99	5.14	4.39
收入增长率	15.36%	19.74%	18.15%	16.26%			P/S	5.32	4.45	3.76	3.24
利润增长率	91.04%	60.04%	34.64%	20.70%							
营运能力							利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.75	0.81	0.86	0.89			营业收入	4860.53	5820.03	6876.26	7994.67
应收账款周转率	10.63	11.44	11.37	11.29			营业成本	3275.20	3695.72	4228.90	4876.75
存货周转率	2.98	2.86	2.88	2.89			营业税金及附加	47.21	40.74	48.13	55.96
偿债能力							销售费用	556.83	622.74	735.76	855.43
资产负债率	0.48	0.43	0.40	0.38			管理费用	351.11	424.86	488.21	559.63
流动比	0.78	1.04	1.25	1.48			财务费用	58.92	59.27	42.81	28.25
速动比	0.37	0.58	0.74	0.92			其他费用/(-收入)	340.09	326.81	311.58	298.88
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E			营业利润	599.23	980.06	1335.82	1622.03
现金及现金等价物	332.78	829.37	1263.67	1800.41			营业外净收支	46.99	46.99	46.99	46.99
应收款项	523.14	626.41	740.09	860.47			利润总额	646.22	1027.05	1382.80	1669.02
存货净额	1214.08	1369.96	1567.61	1807.75			所得税费用	68.63	102.71	138.28	166.90
其他流动资产	81.89	81.89	81.89	81.89			净利润	577.58	924.35	1244.52	1502.12
流动资产合计	2319.65	3098.91	3873.40	4804.77			少数股东损益	42.49	68.00	91.55	110.50
固定资产	3406.49	3603.68	3660.10	3733.21			归属于母公司净利润	535.09	856.35	1152.97	1391.61
在建工程	457.47	300.00	300.00	300.00			现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	303.39	309.39	311.39	309.39			经营活动现金流	621.45	1074.43	1328.32	1526.46
长期股权投资	26.46	26.46	26.46	26.46			净利润	577.58	924.35	1244.52	1502.12
资产总计	6777.74	7600.19	8433.10	9435.59			少数股东权益	244.41	312.41	403.96	514.46
短期借款	1389.14	1289.14	1289.14	1289.14			折旧摊销	340.09	326.81	311.58	298.88
应付款项	580.02	654.49	748.91	863.64			公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	105.11	125.48	148.26	172.37			营运资金变动	473.26	-185.64	-220.23	-252.42
其他流动负债	600.00	600.00	600.00	600.00			投资活动现金流	-614.77	-319.64	-319.64	-319.64
流动负债合计	2985.68	2982.71	3102.67	3244.88			资本支出	-496.37	-350.00	-350.00	-350.00
长期借款及应付债券	150.00	150.00	150.00	150.00			长期投资	-39.54	-20.00	-20.00	-20.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00			其他	-153.81	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	294.29	294.29	294.29	294.29			筹资活动现金流	-97.13	-258.20	-574.38	-670.08
负债合计	3279.97	3276.99	3396.96	3539.17			债务融资	430.79	-100.00	0.00	0.00
股本	824.08	824.08	824.08	824.08			权益融资	1.12	1.12	1.12	1.12
股东权益	3497.78	4323.19	5036.14	5896.43			其它	-222.90	295.60	0.00	0.00
负债和股东权益总计	6777.74	7600.19	8433.10	9435.59			现金净增加额	-90.44	496.59	434.30	536.74

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，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。