



收入稳定增长，短期业绩承压，不改长期投资逻辑

——安琪酵母（600298）第三季度财报点评

2018年10月26日

推荐/下调

安琪酵母

财报点评

刘畅	首席分析师	执业证书编号：	
	Tel: 010-66554017 Email: liuchang@dxzq.net.cn	S1480517120001	
娄倩	研究助理		
	Tel:010-66554008 Email: louqian@dxzq.net.cn		

事件：

(1) 安琪酵母发布第三季度财务报告：2018年前三季度实现营收 48.99 亿元，同比增长 17.12%，归母净利润 6.74 亿元，同比增长 10.17%，扣除非经常性损益后的归母净利润 6.38 亿元，同比增长 11.35%，销售毛利率 35.70%，同比下降 0.91pct。其中，单三季度，实现营收 15.72 亿元，同比增长 23.50%，实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长-10.32%，扣除非经常性损益后的归母净利润 1.57 亿元，同比增长-10.49%，销售毛利率 33.83%，同比下降 3.74pct。营收符合预期，业绩不及预期。

(2) 投资事项：2018年10月26日，安琪酵母发布关于“与内蒙古养老服务产业基金合作及同意其增资安琪酵母（赤峰）有限公司”的公告。公司同内蒙古财颐养老服务产业基金合作，并同意其对安琪赤峰增资 10 亿元，增资后安琪酵母持有安琪赤峰 71.43% 的股份；财颐基金持有安琪赤峰 28.57% 的股份。

(3) 调整担保预计额度：2018年10月26日，安琪酵母发布关于“调整 2018 年度为控股子公司提供担保预计额度的公告”。调整后为安琪酵母（赤峰）有限公司担保额度为 2.5 亿元。

公司分季度财务指标

指标	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
营业收入（百万元）	1,418.85	1,490.98	1,272.99	1,592.91	1,630.32	1,696.44	1572.17
增长率（%）	26.07%	19.09%	13.29%	17.17%	14.90%	13.78%	23.50%
毛利率（%）	35.16%	37.17%	37.57%	40.33%	36.73%	36.44%	33.83%
期间费用率（%）	18.14%	20.23%	20.65%	22.16%	18.23%	19.96%	16.71%
营业利润率（%）	16.11%	16.71%	15.88%	18.42%	18.01%	16.13%	12.72%
净利润（百万元）	225.00	221.42	199.88	246.37	283.57	236.01	180.74
增长率（%）	83.15%	41.81%	52.22%	47.27%	26.03%	6.59%	-9.57%
每股盈利（季度，元）	0.26	0.25	0.23	0.29	0.34	0.27	0.21
资产负债率（%）	48.88%	51.47%	50.49%	49.01%	46.95%	50.30%	49.54%
净资产收益率（%）	6.33%	6.04%	5.43%	6.33%	7.00%	5.60%	4.21%
总资产收益率（%）	3.20%	2.99%	2.62%	3.12%	3.50%	2.84%	2.10%

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，酵母出口、动物营养增幅明显。**2018Q3 公司实现营收 15.72 亿元，同比增长 23.50%，虽经济下行压力大，但公司收入仍保持稳定增长，收入增长长期来看还是受益于酵母行业的可持续发展；短期来看三季度动物营养增幅较大，高达 80%，主要是受猪瘟影响，而海外酵母增幅达 20% 以上，海外市场延续上半年趋势，持续放量，国内酵母市场增幅近 20%，受经济不景气影响，高端产品 YE 的增速略缓。预计四季度收入仍可保持稳定增长。
- **毛利率净利率单三季度持续下降，利润增速低于预期。**2018Q3 公司实现归母净利润 1.71 亿元，同比减少 10.32%，销售毛利率 33.83%，同比下降 3.74pct，销售净利率 11.50%，同比下降 4.2pct。业绩不及预期的原因有①**伊犁公司因环保问题**，三季度限产，开工率仅 60%，伊犁公司产能占总产能一半以上，折旧已计提完，且伊犁工厂受益于新疆区廉价成本税收优惠，伊犁厂的盈利能力较强，现伊犁限产，伊犁的产能由其他工厂来补，但其他产线的折旧费用、能源成本高，导致毛利率受影响。②**经济下行压力使得能源价格上涨、运输成本上涨**，而公司推广新菌种、开拓海外市场所用的**销售费用也高**，2018Q3 销售费用率同比上升 0.75pct 至 11.63%，综合叠加净利率走低。
- **短期业绩仍受承压。**短期四季度来看，业绩增幅有望提升，是基于①**公司 10 月份对产品进行 3%-4% 幅度的提价**，提价因素会使盈利能利有所好转；②**安琪赤峰厂 10 月份已搬迁完成**，四季度可正常生产；③**海外厂逐步投入稳定生产**，产能利用率提高，国外成本低，有助于平抑总成本。但**环保问题不是短期的问题**，解决要靠搬迁厂址，短期内业绩仍受承压。
- **长期逻辑稳增不改。**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，中长期保持业绩稳定增长是由于①**公司处于投资扩张期，海外扩张空间大。**公司是国内酵母的绝对龙头，行业 CR3 超过 80%，产能排名世界第二，有 1/3 的产品用于出口，海外提升空间巨大，目前公司正采用差异化的竞争策略抢占国际市场份额，有望通过新产能布局、高品质产品生产以及区域化布局战略继续扩张海外市场。②**全球产能布局，公司业绩增长点频现。**2018 年公司投入 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，俄罗斯新建 1 万吨项目，埃及新建 1.2 万吨项目，德宏工厂 6 万吨项目，宏裕新建 6000 吨项目。未来两年这些项目产能释放，将带来企业业绩的持续增长。③**控制成本+完善产业链，公司毛利率可提升。**公司具备控制成本能力，可以通过生产线技术改造，不断向低成本国家渗透产能以及完善产业链来降低成本，提升毛利率。

盈利及风险预测：

鉴于公司处于酵母行业的龙头地位，以及公司未来的成长性和产品的美好预期，给与公司2018年-2020年EPS分别为1.19、1.37元、1.62元，给予公司2019年22倍PE，给予“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

表 1:公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2320	2910	3426	4078	5096	营业收入	4861	5776	6804	7892	9139
货币资金	333	417	484	842	1378	营业成本	3275	3602	4422	5162	5950
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	1878	2234	2592	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	4475	4294	3921	3547	营业利润	599	973	1092	1259	1495
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	8234	8566	9206	利润总额	646	975	1120	1284	1514
流动负债合计	2986	2883	2226	1668	1915	所得税	69	82	94	116	136
短期借款	1389	1586	872	0	0	净利润	578	893	1025	1169	1377
应付账款	566	907	909	1103	1255	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	983	1125	1334
一年内到期的非	100	2	2	35	13	EBITDA	1283	1690	1545	1712	1948
非流动负债合计	294	1051	1233	1559	2043	EPS (元)	0.65	1.03	1.19	1.37	1.62
长期借款	150	902	1173	1501	1985	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	3459	3227	3958	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%	12.17%	15.31%	18.78%
资本公积	652	652	652	652	652	归属于母公司净利	16.06%	14.45%	16.06%	14.45%	18.51%
未分配利润	1856	2383	2422	2603	2069	获利能力					
归属母公司股东	3253	3843	4483	5003	4868	毛利率(%)	32.62%	37.64%	35.00%	34.60%	34.90%
负债和所有者权	6778	8027	8234	8566	9206	净利率(%)	11.88%	15.46%	15.07%	14.81%	15.07%
现金流量表						总资产净利润(%)	21.12%	7.89%	10.55%	11.94%	13.14%
						ROE(%)	16.45%	22.05%	21.94%	22.50%	27.40%
经营活动现金流	780	1122	1099	1604	1626	偿债能力					
净利润	578	893	1025	1169	1377	资产负债率(%)	48%	49%	42%	38%	43%
折旧摊销	624	631	215	403	403	流动比率	0.78	1.01	1.54	2.45	2.74
财务费用	59	86	50	50	50	速动比率	0.37	0.48	0.70	1.11	1.31
应收账款减少	0	0	-47	117	-60	营运能力					
预收帐款增加	0	0	48	71	101	总资产周转率	0.75	0.78	0.84	0.94	1.03
投资活动现金流	-773	-907	-96	-79	-32	应收账款周转率	11	11	11	13	16
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.26	7.84	7.49	7.85	7.75
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	9	3	5	6	每股收益(最新摊	0.65	1.03	1.19	1.37	1.62
筹资活动现金流	62	-101	-929	-999	-197	每股净现金流(最新	0.08	0.14	0.09	0.64	1.69
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.95	4.66	5.44	6.07	5.91
长期借款增加	0	0	301	401	485	估值比率					
普通股增加	494	0	0	0	0	P/E	42.12	26.61	22.92	20.03	16.90
资本公积增加	-493	0	0	0	0	P/B	6.93	5.87	5.03	4.51	4.63
现金净增加额	69	115	74	526	1397	EV/EBITDA	18.59	14.56	15.60	13.57	11.89

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

姜倩

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。