

## 证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

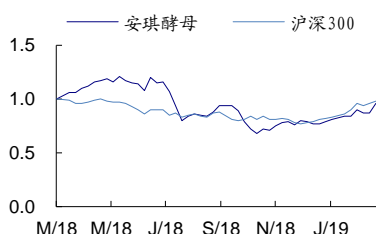
**安琪酵母(600298)**
**买入**

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 03 月 25 日

## 一年该股与沪深 300 走势比较


**股票数据**

总股本/流通(百万股)	824/824
总市值/流通(百万元)	24,970/24,970
上证综指/深证成指	3,104/9,879
12 个月最高/最低(元)	39.22/20.46

**相关研究报告:**

《安琪酵母-600298-2018 年三季报点评: 业绩低于预期, 产能及费用致盈利承压》——2018-10-26

《安琪酵母-600298-2018 年半年报点评: 汇率波动业绩受阻, 主品类收入稳增》——2018-08-20

《安琪酵母-600298-2018 年一季报点评: 高基数增长不易, 盈利持续提升》——2018-04-23

《安琪酵母-600298-2017 年年报点评: 衍生品拉动高增, 海内外彰显优势》——2018-03-16

《安琪酵母-600298-2017 年三季报点评: 成本规模现优势, 产能护航塑龙头》——2017-10-25

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

**证券分析师: 郭尉**

电话: 15210587234

E-MAIL: guoweil@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 产能调整业绩承压, 现金流改善

**● 产能调整、费用上升至业绩承压, 现金流改善**

公司 2018 年实现营收 66.86 亿元同增 15.75%, 归母净利润 8.57 亿元同增 1.12%, 扣非利润同增 2.72%, 其中单 Q4 收入 17.87 亿元同增 12.16%, 归母净利润 1.83 亿元同减 22.37%, 业绩低于预期, 业绩增速下滑主因: 1. 公司伊犁工厂产量下降, 其他低毛利工厂产能替代提升成本, 赤峰工厂 Q4 完成搬迁改造期较 Q3 有一定缓解, Q4 毛利率 38%同降 2.3pcts, 降幅环比 Q3 缩窄, 全年毛利率 36.32%同降 1.3pct; 受燃料价格上涨及营销费用上升影响, 运输、广宣费用均提升, 全年销售费用率 11.31%同增 0.4pct, 管理费用+研发费用率共 7.6%同降 0.3pct; 此外人民币汇率波动下出口增速下降、汇兑损失增加, 财务费用率同增 0.4pct 至 1.9%; 全年净利率 13.46%同减 2pcts。预计公司将强化费用管控, 伊犁工厂未来计划搬迁减少环保影响, 预计后续盈利将逐渐改善。期内销售收现 78.1 亿元同增 19.8%, 经营净现金流 11.4 亿元同增 0.6%, Q4 净现金流 5.9 亿同增 32%环比 Q3 明显改善。公司计划 2019、2020、2021 年均实现收入增长 15%以上, 实现 2020 年收入超 85 亿, 2021 年破百亿目标。

**● 酵母主品类表现积极, 国内国外增速稳健**

分业务看, 公司酵母业务期内收入 54.73 亿元占比 81.9%同比增长 24.2%表现积极, 烘焙类、YE 等业务持续、稳健增长, 烘焙面食的调味品业务突破亿元; 微生物营养、植物营养、生物能源、酶制剂及宏裕包材外单收入增长均超过 20%。国内销售 46.9 亿占比 70%同增 17.3% (线上线外分别占比 35%/65%) 海外业务恢复增长全年同增 12.8%。随酵母营养品消费群体扩增、衍生品技术愈成熟, 以保健品为首的衍生业务有望持续高增。

**● 产能建设稳步推进, 国际化战略有望深化**

公司酵母发酵总产量达到 23.7 万吨, 同比增加 16%; 安琪俄罗斯第一年运行, 酵母产量超过设计产能; 安琪赤峰 1.6 万吨搬迁改造项目建成投产, 埃及 1.2 万吨 YE 项目产能有望 H1 落地; 投资 2.5 亿元的营养健康食品数字化工厂稳步推进。目前俄罗斯及埃及工厂产能共计 4.2 万吨占比总产能约 20%, 成本优势下盈利能力强。随着国际化战略深化, 安琪有望稳步推进进军南美、东南亚地区, 实现全球布局。短期受产能及费用影响业绩波动, 后续海外产能发展趋稳叠加提价影响增速有望回升, 长期基于酵母技术优势形成多品类良性发展。预测 2019-2021EPS 为 1.18/1.36/1.64 元, 对应 26/22/18 倍 PE, 维持“买入”评级。

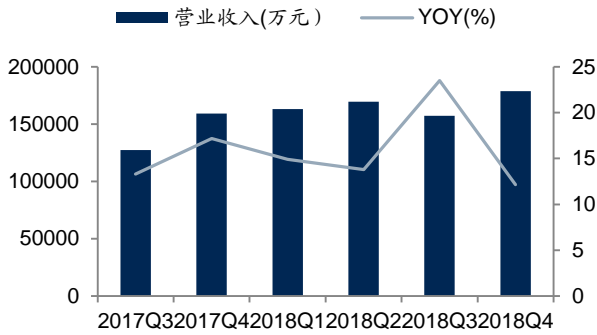
**风险因素:** 产能建设风险; 汇率波动风险; 原材料成本波动风险

**盈利预测和财务指标**

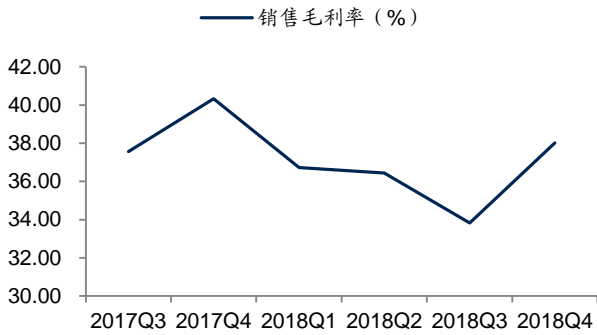
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(万元)	6,686	7,758	8,952	10,313
(+/-%)	15.8%	16.0%	15.4%	15.2%
净利润(万元)	857	972	1124	1353
(+/-%)	1.1%	13.4%	15.7%	20.4%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.18	1.36	1.64
EBIT Margin	20.6%	16.2%	16.2%	16.5%
净资产收益率(ROE)	20.0%	20.0%	20.4%	21.5%
市盈率(PE)	29.15	25.70	22.22	18.46
EV/EBITDA	16.3	16.9	15.2	13.4
市净率(PB)	5.82	5.14	4.53	3.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

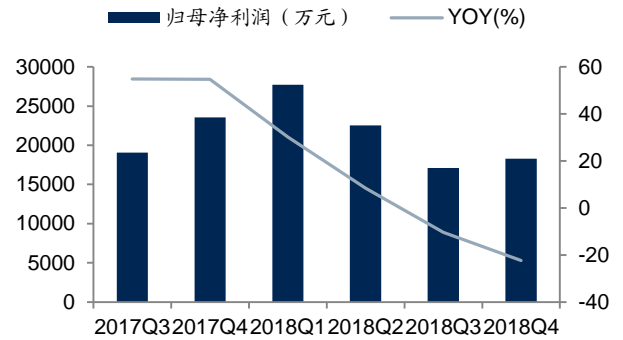
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**图 1: 安琪酵母分季度营业收入及同比增速**


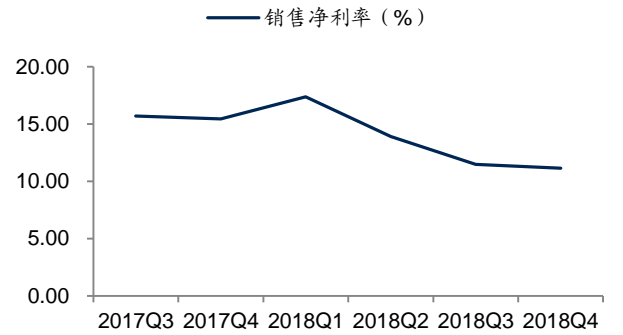
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图 3: 安琪酵母分季度毛利率**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图 2: 安琪酵母分季度归母净利润及同比增速**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**图 4: 安琪酵母分季度净利率**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**表 1: 估值与可比公司比较**

公司名称	当前股价 2019/03/22	市值 (亿元)	投资评级	PE			EPS		
				17	18E	19E	17	18E	19E
安琪酵母	30.30	250	买入	29.42	29.15	25.70	1.03	1.04	1.18
可比公司									
千禾味业	22.30	73	买入	50.68	30.14	28.96	0.44	0.74	0.77
海天味业	77.81	2101	买入	59.40	47.45	38.91	1.31	1.64	2.00
恒顺醋业	12.46	98	增持	34.61	37.76	32.79	0.36	0.33	0.38
可比公司平均				48.23	38.45	33.55			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	374	450	480	806	营业收入	6686	7758	8952	10313
应收款项	913	1020	1226	1413	营业成本	4258	4977	5784	6669
存货净额	1870	2184	2561	2974	营业税金及附加	67	78	90	103
其他流动资产	253	310	358	413	销售费用	756	853	967	1083
<b>流动资产合计</b>	<b>3410</b>	<b>3965</b>	<b>4625</b>	<b>5605</b>	管理费用	228	593	665	754
固定资产	5087	5588	5956	6187	财务费用	129	125	119	102
无形资产及其他	284	273	262	250	投资收益	(1)	10	10	10
投资性房地产	169	169	169	169	资产减值及公允价值变动	(32)	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	其他收入	(239)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8980</b>	<b>10025</b>	<b>11043</b>	<b>12241</b>	营业利润	976	1142	1338	1612
短期借款及交易性金融负债	2127	2158	1871	1500	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	1126	1498	2049	2719	<b>利润总额</b>	<b>982</b>	<b>1148</b>	<b>1344</b>	<b>1618</b>
其他流动负债	368	419	487	562	所得税费用	82	126	161	194
<b>流动负债合计</b>	<b>3622</b>	<b>4075</b>	<b>4407</b>	<b>4781</b>	少数股东损益	43	50	59	71
长期借款及应付债券	640	640	640	640	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>857</b>	<b>972</b>	<b>1124</b>	<b>1353</b>
其他长期负债	165	166	167	168					
<b>长期负债合计</b>	<b>805</b>	<b>806</b>	<b>807</b>	<b>808</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4427</b>	<b>4881</b>	<b>5214</b>	<b>5589</b>	净利润	857	972	1124	1353
少数股东权益	260	288	320	359	资产减值准备	7	(0)	0	0
股东权益	4293	4856	5508	6293	折旧摊销	422	510	543	581
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8980</b>	<b>10025</b>	<b>11043</b>	<b>12241</b>	公允价值变动损失	32	0	0	0
					财务费用	129	125	119	102
关键财务与估值指标					营运资本变动	(366)	(56)	(11)	92
每股收益	1.04	1.18	1.36	1.64	其它	15	28	32	39
每股红利	0.50	0.50	0.57	0.69	<b>经营活动现金流</b>	<b>967</b>	<b>1454</b>	<b>1689</b>	<b>2065</b>
每股净资产	5.21	5.89	6.68	7.64	资本开支	(801)	(1000)	(900)	(800)
ROIC	18%	15%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	20%	20%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(801)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(900)</b>	<b>(800)</b>
毛利率	36%	36%	35%	35%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	16%	16%	17%	负债净变化	(262)	0	0	0
EBITDA Margin	27%	23%	22%	22%	支付股利、利息	(414)	(408)	(472)	(568)
收入增长	16%	16%	15%	15%	其它融资现金流	1142	30	(287)	(371)
净利润增长率	1%	13%	16%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(209)</b>	<b>(378)</b>	<b>(759)</b>	<b>(939)</b>
资产负债率	52%	52%	50%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>(43)</b>	<b>76</b>	<b>30</b>	<b>326</b>
息率	1.7%	1.6%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	417	374	450	480
P/E	29.1	25.7	22.2	18.5	货币资金的期末余额	374	450	480	806
P/B	5.8	5.1	4.5	4.0	企业自由现金流	516	574	906	1372
EV/EBITDA	16.3	16.9	15.2	13.4	权益自由现金流	1396	492	514	912

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

---

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032