



短期业绩承压，国内稳增长海外业务待放量

2019年3月25日

推荐/维持

安琪酵母

财报点评

——安琪酵母（600298）2018年度财报点评

刘畅	首席分析师	执业证书编号：
	Tel: 010-66554017 Email: liuchang@dxzq.net.cn	S1480517120001
娄倩	分析师	执业证书编号：
	Tel:010-66554008 Email: louqian@dxzq.net.cn	S1480519020001

事件：

- (1) 3月22日，安琪酵母发布年度报告。2018年全年实现营业收入66.86亿元，同比增长15.75%，归母净利8.57亿元，同比增长1.12%；其中18Q4实现营业收入17.87亿元，同比增长12.16%，归母净利1.83亿元，同比下降22.37%，Q4业绩增长不及预期。
- (2) 公司拟对俄罗斯公司实施二期扩建年产1.2万吨酵母生产线项目，预算资金2.66亿元，预计2019年5月破土动工，2020年7月正式生产，建成后俄罗斯地区酵母发酵产能将达3.2万吨。
- (3) 公司拟在安琪崇左实施环保技改并建设年产2.5万吨颗粒肥料生产线项目，项目预算金额0.41亿元，预计2019年12月完成调试开始生产。

公司分季度财务指标

指标	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入（百万元）	1,490.98	1,272.99	1,592.91	1,630.32	1,696.44	1572.17	1786.67
增长率（%）	19.09%	13.29%	17.17%	14.90%	13.78%	23.50%	12.16%
毛利率（%）	37.17%	37.57%	40.33%	36.73%	36.44%	33.83%	38.01%
期间费用率（%）	20.23%	20.65%	22.16%	18.23%	19.96%	16.71%	18.16%
营业利润率（%）	16.71%	15.88%	18.42%	18.01%	16.13%	12.72%	11.68%
净利润（百万元）	221.42	199.88	246.37	283.57	236.01	180.74	199.39
增长率（%）	41.81%	52.22%	47.27%	26.03%	6.59%	-9.57%	-19.07%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.23	0.29	0.34	0.27	0.21	0.24
资产负债率（%）	51.47%	50.49%	49.01%	46.95	50.30%	49.54%	49.30%
净资产收益率（%）	6.04%	5.43%	6.33%	7.00%	5.60%	4.21%	4.33%
总资产收益率（%）	2.99%	2.62%	3.12%	3.50%	2.84%	2.10%	2.25%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

东兴观点：

- **酵母主业量价齐升全年增长稳健, 看好未来海外业务放量。**公司2018年烘焙面食、烘焙国际、YE食品调味等主导业务持续稳健增长, 预计10%-15%之间, 营养健康、微生物营养、植物营养、酿造与生物能源、酶制剂等收入增长超20%, 酵母系列产品实现营收54.73亿元, 同比增长24.17%, 占比81.86%, 同比提升5.55pct, 量价拆分来看, 销量实现25.16万吨, 同比增长12.12%, 单价实现2.18万元/吨, 同比增长10.75%, 价格增长主要来自于产品结构的调整, 高毛利产品全年增速较快的原因。分区域来看, 公司国内市场实现46.94亿元, 同比增长17.3%, 国外市场实现19.26亿元, 同比增长12.83%, 公司海外销售95%为自主品牌且大客户开发成效显著, 海外经销商数量已超2800家, 在至少15个国家市占率第一, 随未来国外产能释放及公司营销重点改变, 海外业务未来将持续释放增量。
- **受成本因素、环保问题及融资汇率等影响, 毛利率净利率双双下滑, 业绩增长不及预期。**2018年销售毛利率36.32%, 同比下降1.32pct, 净利率13.46%, 同比下降2pct, 公司全年业绩增长不及预期的原因有:
- (1) 环保问题导致安琪伊犁产量下降、赤峰生产线搬迁, 产能由其他工厂来补, 相应的原料人工能源设备成本上涨, 运输费用走高, 而产线搬迁是5年左右维度的事情, 对利润影响得逐步缓解;
 - (2) 17Q4及18Q1糖蜜价格相对较高, 公司18年采购成本较高, 且经济下行压力使得能源成本上涨, 导致公司利润承压, 随18Q4及19Q1糖蜜价格低位运行, 公司19年原料成本锁定, 毛利率可改善; 由于糖价下跌影响18年糖业亏损三千多万, 随19年白糖价格企稳及公司糖部门销售策略的调整, 此影响有望好转;
 - (3) 公司销售费用率同比增长20.22%, 主要是由于销售人员薪酬、运费及广告宣传费增加导致, 为加大品牌推广及扩大海外市场份额, 预计未来销售费用率不会下降; 财务费用率同比增长50.99%, 主要是由于借款规模增长、融资成本上升、汇兑损失增加导致; 此外埃磅的升值对利润的影响也有三千多万。
- 18年公司利润分季度持续走低, 是因为以上因素的影响逐步加强, 且3季度后环保问题的持续影响剧烈所致, 19年公司降本控费, 随利润影响因素逐步消除, 预计公司19年收入利润走势前低后高。
- **短期业绩仍受承压, 长期逻辑稳增不改, 三年收入破百亿值得期待。**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, 受制于环保、成本费用等的影响, 短期内业绩仍将承压, 但中长期仍将稳定增长, 公司目标未来3年收入年均复合增速15%以上, 增长主要来源于:
- (1) 国内酵母业务稳健增长, 预期未来平均增速10%左右。国内烘焙行业增速下滑, 在18Q4表现明显, 长期来看, 烘焙行业增长趋缓, 占比50%以上的传统板块维持稳定增长;
 - (2) 海外业务持续放量, 国际化安琪是长期看点。随俄罗斯一期2万吨酵母投产放量、二期新增1.2万吨项目及埃及1.2万吨YE落地达产, 国外的酵母及YE、酵母衍生品均有市场, 随产能不断放量预计未来海外业务增速15%以上;
 - (3) 酵母衍生品全面布局、多点开花。公司各类营养部门、酶制剂、保健品等事业部独立运行, 随下游需求放量而增长, 18年增速20%以上。

公司长期看点由国内市场为主转变为国际市场逐步放量, 安琪2021年实现收入破百亿值得期待。

盈利及风险预测:

我们预计公司19/20/21年收入分别实现76.98/88.92/102.53亿元, 同比增长15.15%/15.50%/15.30%, 净利润分别实现9.81/10.91/12.34亿元, 同比增长9.02%/11.23%/13.11%, EPS为1.14/1.27/1.44, 对应PE为26.64X/23.85X/20.97X, 维持“推荐”评级。

风险提示:

食品安全控制风险 地方环保政策变动风险 原材料价格波动风险

表 1:公司盈利预测表

	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2910	3410	4192	4578	5250	营业收入					5776	6686	7698	8892	10253
货币资金	417	374	830	574	636	营业成本					3602	4258	5120	5941	6882
应收账款	611	767	810	966	1123	营业税金及附加					62	67	76	89	103
其他应收款	43	40	46	53	61	营业费用					629	756	864	990	1150
预付款项	108	145	160	178	199	管理费用					460	228	478	521	529
存货	1537	1870	2111	2531	2930	财务费用					86	129	80	75	70

其他流动资产	119	109	124	142	150	资产减值损失	25.56	32.42	28.99	30.71	30.71
非流动资产合计	5117	5571	5737	5842	5890	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31	30	30	30	30	投资净收益	8.96	-0.70	10.00	6.09	5.13
固定资产	4474.93	4807.35	4897.55	4946.58	4951.04	营业利润	973	976	1062	1251	1493
无形资产	295	284	256	228	199	营业外收入	9.52	10.91	41.00	25.96	25.96
其他非流动资产	60	86	86	86	86	营业外支出	8.17	4.71	5.76	5.24	5.24
资产总计	8027	8980	9929	10420	11141	利润总额	975	982	1097	1272	1514
流动负债合计	2883	3622	3334	2881	2560	所得税	82	82	116	181	280
短期借款	1586	1530	1627	814	91	净利润	893	900	981	1091	1234
应付账款	907	975	1066	1237	1433	少数股东损益	45	43	44	44	44
预收款项	90	140	208	249	321	归属母公司净利润	847	857	937	1047	1190
一年内到期的非	2	597	100	200	300	EBITDA	1326	1386	1470	1675	1922
非流动负债合计	1051	805	1025	1313	1615	EPS (元)	1.03	1.04	1.14	1.27	1.44
长期借款	902	640	940	1240	1540	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	3934	4427	4359	4194	4175	成长能力					
少数股东权益	251	260	304	348	392	营业收入增长	18.83%	15.75%	15.15%	15.50%	15.30%
实收资本(或股	824	824	824	824	824	营业利润增长	62.43%	0.26%	8.82%	17.79%	19.40%
资本公积	652	652	652	652	652	归属于母公司净利	9.40%	11.71%	9.40%	11.71%	13.71%
未分配利润	2383	2896	3135	3423	3762	获利能力					
归属母公司股东	3843	4293	5266	5878	6575	毛利率(%)	37.64%	36.32%	33.49%	33.19%	32.88%
负债和所有者权	8027	8980	9929	10420	11141	净利率(%)	15.46%	13.46%	12.74%	12.27%	12.04%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	21.12%	10.55%	9.54%	9.44%	10.05%
2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		ROE(%)	22.05%	19.96%	17.80%	17.81%	18.11%
经营活动现金流	1122	1144	1203	1157	1377	偿债能力					
净利润	893	900	981	1091	1234	资产负债率(%)	49%	49%	44%	40%	37%
折旧摊销	3.14	24.05	327.96	349.26	358.91	流动比率					
财务费用	86	129	80	75	70	速动比率					
应收账款减少	-148	-156	-43	-155	-157	营运能力					
预收帐款增加	-15	50	68	41	72	总资产周转率	0.78	0.79	0.81	0.87	0.95
投资活动现金流	-907	-1012	-523	-479	-430	应收账款周转率	11	10	10	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.84	7.10	7.54	7.72	7.68
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	-1	10	6	5	每股收益(最新摊)	1.03	1.04	1.14	1.27	1.44
筹资活动现金流	-101	-137	-550	-934	-885	每股净现金流(最新)	0.14	-0.01	0.16	-0.31	0.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.66	5.21	6.39	7.13	7.98
长期借款增加	752	-262	300	300	300	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	29.47	29.15	26.64	23.85	20.97
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.50	5.82	4.74	4.25	3.80
现金净增加额	115	-4	130	-256	62	EV/EBITDA	20.39	19.75	18.24	15.91	13.66

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。

娄倩

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。