东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 稳量提价，安琪迈开国际化新征程

## ——安琪酵母（600298）2019 年一季度财报点评

2019 年 04 月 25 日

推荐/维持

安琪酵母 | 财报点评

刘畅
010-66554017 liuchang@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517120001

娄倩
010-66554008 louqian@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519020001

### 投资要点：

- **事件：**4 月 24 日，安琪酵母发布一季度报告。2019 年一季度实现营业收入 18.2 亿元，同比增长 11.62%，归母净利 2.37 亿元，同比下降 14.56%
- **白糖业务导致营收略低于目标增速，非传统酵母业务快速增长，未来增长依靠海外市场。**2019Q1 收入增速略低于年度预算 15%的目标，主要原因在于白糖业务因为年初糖价低迷，公司和 18Q4 一样采取惜售策略，拖累公司营业收入增长，但其他业务增长快速，YE 增速 20%以上，动物营养和保健品增速近 30%，酿酒业务增速超 40%。长期来看，公司未来产能释放速度减缓，年均新增产能投放 6%-8%，伊犁公司产能利用率从 60%上升到 80%，赤峰公司也已搬迁完成开始生产，海外俄罗斯满产，埃及 YE 项目本月投产，海外产能缓速释放，在产能释放有限的情况下收入达 15%以上目标主要靠提价，而且主要是国外市场的提价，公司目前国外市场价格与竞争对手比低 20%-30%，随着国内市场增速放缓，未来增长仍靠海外市场推动，出口业务 19Q1 收入增速 13%以上，略高去年。
- **18 年高基数致业绩下降明显，后期有望回升。**19Q1 公司毛利率为 36.42%，同比下降-0.3pct，净利率 13.5%，同比下降-3.88pct，19Q1 中国及埃及糖蜜价格都出现 10%以上的降幅，但由于糖业务的影响及成本的加权平均计算法，毛利率微降；净利率降幅较大是由于一方面 18 年的所得税有抵扣因素，此项较小，另一方面是国家医药政策的变革使保健品销售之前的部分成本计提到了费用端，再加之公司产能投产折旧计提增多等因素所致。后期随此些因素的影响持平，糖蜜成本继续下行，以及公司目前控费保量提价的策略，业绩有望回暖。
- **董事管理层完成换届人员不变，战略经营上保持连续性。**公司 2018 年度董事会第一次会议成功完成管理层换届选举，全班人马保持不变，任期延长三年。在公司由国内转型国外的关键时期，经营层的稳定性有利于公司战略持续性发展和落地。
- **盈利预测与评级：**预计公司 19-21 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，同比增长 9.02%/11.23%/13.11%，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、上游原材料价格大幅波动；2、汇率波动风险；3、安全环保风险

### 财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 5,775.73 | 6,685.60 | 7,698.48 | 8,891.91 | 10,252.6 |
| 增长率（%） | 18.83% | 15.75% | 15.15% | 15.50% | 15.30% |
| 净利润（百万元） | 892.67 | 899.71 | 980.84 | 1,091.01 | 1,234.09 |
| 增长率（%） | 54.55% | 0.79% | 9.02% | 11.23% | 13.11% |
| 净资产收益率（%） | 22.05% | 19.96% | 17.80% | 17.81% | 18.11% |
| 每股收益(元) | 1.03 | 1.04 | 1.14 | 1.27 | 1.44 |
| PE | 26.81 | 26.51 | 24.23 | 21.69 | 19.08 |
| PB | 5.91 | 5.29 | 4.31 | 3.86 | 3.45 |

*资料来源：公司财报、东兴证券研究所*

### 交易数据

| | |
|---|---|
| 52 周股价区间（元） | 20.46-39.58 |
| 总市值（亿元） | 227 |
| 流通市值（亿元） | 227 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 82408/82408 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 1.17% |

### 52 周股价走势图

*资料来源：Wind，东兴证券研究所*

### 相关研究报告

1、《安琪酵母（600298）2018 年度财报点评：短期业绩承压，国内稳增长海外业务待放量》19-03-25

2、《安琪酵母（600298）第三季度财报点评 收入稳定增长，短期业绩承压，不改长期投资逻辑》18-10-26

3、《安琪酵母（600298）短期波动不改长期逻辑，寡头垄断增强安琪核心竞争力》18-08-20

## 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **流动资产合计** | 2910 | 3410 | 4192 | 4578 | 5250 |
| 货币资金 | 417 | 374 | 830 | 574 | 636 |
| 应收账款 | 611 | 767 | 810 | 966 | 1123 |
| 其他应收款 | 43 | 40 | 46 | 53 | 61 |
| 预付款项 | 108 | 145 | 160 | 178 | 199 |
| 存货 | 1537 | 1870 | 2111 | 2531 | 2930 |
| 其他流动资产 | 119 | 109 | 124 | 142 | 150 |
| **非流动资产合计** | 5117 | 5571 | 5737 | 5842 | 5890 |
| 长期股权投资 | 31 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 固定资产 | 4474.93 | 4807.35 | 4897.55 | 4946.58 | 4951.04 |
| 无形资产 | 295 | 284 | 256 | 228 | 199 |
| 其他非流动资产 | 60 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| **资产总计** | 8027 | 8980 | 9929 | 10420 | 11141 |
| **流动负债合计** | 2883 | 3622 | 3334 | 2881 | 2560 |
| 短期借款 | 1586 | 1530 | 1627 | 814 | 91 |
| 应付账款 | 907 | 975 | 1066 | 1237 | 1433 |
| 预收款项 | 90 | 140 | 208 | 249 | 321 |
| 一年内到期的非流动负债 | 2 | 597 | 100 | 200 | 300 |
| **非流动负债合计** | 1051 | 805 | 1025 | 1313 | 1615 |
| 长期借款 | 902 | 640 | 940 | 1240 | 1540 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **负债合计** | 3934 | 4427 | 4359 | 4194 | 4175 |
| 少数股东权益 | 251 | 260 | 304 | 348 | 392 |
| 实收资本（或股本） | 824 | 824 | 824 | 824 | 824 |
| 资本公积 | 652 | 652 | 652 | 652 | 652 |
| 未分配利润 | 2383 | 2896 | 3135 | 3423 | 3762 |
| 归属母公司股东权益合计 | 3843 | 4293 | 5266 | 5878 | 6575 |
| **负债和所有者权益** | 8027 | 8980 | 9929 | 10420 | 11141 |

| 现金流量表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **经营活动现金流** | 1122 | 1144 | 1203 | 1157 | 1377 |
| 净利润 | 893 | 900 | 981 | 1091 | 1234 |
| 折旧摊销 | 3.14 | 24.05 | 327.96 | 349.26 | 358.91 |
| 财务费用 | 86 | 129 | 80 | 75 | 70 |
| 应收账款减少 | -148 | -156 | -43 | -155 | -157 |
| 预收帐款增加 | -15 | 50 | 68 | 41 | 72 |
| **投资活动现金流** | -907 | -1012 | -523 | -479 | -430 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 9 | -1 | 10 | 6 | 5 |
| **筹资活动现金流** | -101 | -137 | -550 | -934 | -885 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款增加 | 752 | -262 | 300 | 300 | 300 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **现金净增加额** | 115 | -4 | 130 | -256 | 62 |

| 利润表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **营业收入** | 5776 | 6686 | 7698 | 8892 | 10253 |
| **营业成本** | 3602 | 4258 | 5120 | 5941 | 6882 |
| 营业税金及附加 | 62 | 67 | 76 | 89 | 103 |
| 营业费用 | 629 | 756 | 864 | 990 | 1150 |
| 管理费用 | 460 | 228 | 478 | 521 | 529 |
| 财务费用 | 86 | 129 | 80 | 75 | 70 |
| 资产减值损失 | 25.56 | 32.42 | 28.99 | 30.71 | 30.71 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 8.96 | -0.70 | 10.00 | 6.09 | 5.13 |
| **营业利润** | 973 | 976 | 1062 | 1251 | 1493 |
| 营业外收入 | 9.52 | 10.91 | 41.00 | 25.96 | 25.96 |
| 营业外支出 | 8.17 | 4.71 | 5.76 | 5.24 | 5.24 |
| **利润总额** | 975 | 982 | 1097 | 1272 | 1514 |
| 所得税 | 82 | 82 | 116 | 181 | 280 |
| **净利润** | 893 | 900 | 981 | 1091 | 1234 |
| 少数股东损益 | 45 | 43 | 44 | 44 | 44 |
| 归属母公司净利润 | 847 | 857 | 937 | 1047 | 1190 |
| EBITDA | 1326 | 1386 | 1470 | 1675 | 1922 |
| **EPS（元）** | 1.03 | 1.04 | 1.14 | 1.27 | 1.44 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入增长 | 18.83% | 15.75% | 15.15% | 15.50% | 15.30% |
| 营业利润增长 | 62.43% | 0.26% | 8.82% | 17.79% | 19.40% |
| 归属于母公司净利润增 | 9.40% | 11.71% | 9.40% | 11.71% | 13.71% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 37.64% | 36.32% | 33.49% | 33.19% | 32.88% |
| 净利率(%) | 15.46% | 13.46% | 12.74% | 12.27% | 12.04% |
| 总资产净利润（%） | 7.81% | 8.54% | 10.55% | 9.54% | 9.44% |
| ROE(%) | 22.05% | 19.96% | 17.80% | 17.81% | 18.11% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 49% | 49% | 44% | 40% | 37% |
| 流动比率 | 1.01 | 0.94 | 1.26 | 1.59 | 2.05 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.43 | 0.62 | 0.71 | 0.91 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.78 | 0.79 | 0.81 | 0.87 | 0.95 |
| 应收账款周转率 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应付账款周转率 | 7.84 | 7.10 | 7.54 | 7.72 | 7.68 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.03 | 1.04 | 1.14 | 1.27 | 1.44 |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.14 | -0.01 | 0.16 | -0.31 | 0.08 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.66 | 5.21 | 6.39 | 7.13 | 7.98 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 26.81 | 26.51 | 24.23 | 21.69 | 19.08 |
| P/B | 5.91 | 5.29 | 4.31 | 3.86 | 3.45 |
| EV/EBITDA | 18.69 | 18.12 | 16.70 | 14.56 | 12.49 |

*资料来源：公司财报、东兴证券研究所*

## 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、健康食品等研究工作。2018年获得万德wind平台综合影响力第一名，万德wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

**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。

单击此处输入文字。

## 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。