

安琪酵母 (600298)

基数影响及不利因素逐步缓解可期

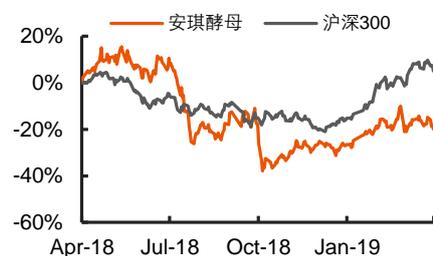
推荐 (维持)

现价: 27.11 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.angelyeast.com
大股东/持股	湖北安琪生物集团有限公司 /39.98%
实际控制人	宜昌市国资委
总股本(百万股)	824
流通 A 股(百万股)	824
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	223.41
流通 A 股市值(亿元)	223.41
每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	47.4

行情走势图



相关研究报告

《安琪酵母*600298*利润端不利因素或渐消除, 期待 19 年否极泰来》 2019-03-25

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布19年一季度, 1Q19营收18.2亿元, 同比增11.6%; 归母净利润2.37亿元, 同比降14.6%。

平安观点:

- **白糖业务拉低收入增速, 酵母衍生物增长较快。**1Q19 收增 11.6%, 低于年度预算 15%的目标, 主因国内白糖业务拖累, 因年初糖价低迷, 公司 1Q19 延续 4Q18 惜售策略。若剔除白糖业务, 估计国内收增超 15%。海外业务 1Q19 收增 13%, 增速高于 18 年同期。分产品看, 酵母衍生物及保健品增长较快, 其中 YE 约增 20%+, 动物营养和保健品增速接近 30%, 酿酒业务增速超 40%。
- **高基数叠加多重不利因素, 利润端仍承压。**1Q19 归母净利润仍降 14.6%, 主因 1Q18 高基数, 叠加利润端不利因素的延续。1Q18 公司归母净利润 2.77 亿元, 同比增 30%, 净利率达 17.4%的历史高点, 这是公司 16-17 年业绩释放的趋势性延续, 但利润端不利因素已露端倪, 在 2Q18 开始加速凸显: 转固后单吨制造费用增加, 叠加糖蜜成本逐季走高, 拉低毛利率; 转固后利息费用化处理, 叠加汇率升值 (影响汇兑损益) 抬高财务费用; 此外可抵扣 DTA 用完, 高毛利的伊犁厂因环保限产&赤峰厂搬迁停产约一个季度, 均加剧了利润端的恶化。
- **基数影响&不利因素逐步缓解, 2H19 有望迎业绩拐点, “推荐”。**往后看, 基数影响和不利因素正逐步缓解, 糖蜜成本在 19 年有望逐季降低 1-2%, 正与 18 年趋势相反, 伊犁厂开工率由 60%恢复至 80%。但 19 年宏观经济压力仍大以及国内外竞争较激烈, 全年费用投放或将加大, 下调 19-20 年 EPS 预测 6%、10%至 1.20、1.44 元, 同比增 15.7%、20%, 对应 19-20 年 PE 23X、19X。维持公司“推荐”评级。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,776	6,686	7,695	8,877	10,242
YoY(%)	18.8	15.8	15.1	15.4	15.4
净利润(百万元)	847	857	991	1,190	1,438
YoY(%)	58.3	1.1	15.7	20.0	20.8
毛利率(%)	37.6	36.3	36.9	37.2	37.5
净利率(%)	15.5	13.5	13.6	14.2	14.8
ROE(%)	23.9	21.1	20.7	20.2	20.0
EPS(摊薄/元)	1.03	1.04	1.20	1.44	1.74
P/E(倍)	26.4	26.1	22.5	18.8	15.5
P/B(倍)	5.8	5.2	4.2	3.5	2.8

- **风险提示：1、市场竞争加剧风险：**酵母行业集中度进一步提高，国际同行优化和调整全球经营对策将对酵母市场带来一定影响；**2、汇率波动的风险：**汇率波动可能会给公司出口业务带来风险。包括以外币计价的交易活动中由于交易发生日和结算日汇率不一致而产生的外汇交易风险；**3、安全、环保风险：**随着国家相关法律法规日益严格，公司的环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、新产品及新技术应用，新环保方法试制、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险；**4、原材料价格波动风险：**公司主要原材料为糖蜜等，若上游原料价格波动较大，将会影响公司生产成本。

图表1 安琪酵母 1Q19 营收 18.2 亿元，同比增 11.6%；归母净利润 2.37 亿元，同比降 14.6%

	1Q18	1Q19	QoQ	
营业收入	1,630	1,820	11.6%	白糖价格低迷，白糖业务“惜售”策略拉低增速
营业成本	1,031	1,157	12.2%	
毛利	599	663	10.7%	
毛利率	36.7%	36.4%	-0.3%	
营业税金及附加	20	20	2.1%	
销售费用	154	204	32.4%	为扩大市场份额，销售人员工资费用增长、市场推广费增长
财务费用	40	19	-51.5%	人民币兑美元较上年同期贬值导致汇兑收益增加
资产减值损失	-2	0	-109.7%	
公允价值变动收益	0	0	-	
投资收益	0	-3	-887.0%	
营业利润	294	287	-2.2%	
营业利润率	18.0%	15.8%	-2.2%	
营业外收入	7	6	-17.4%	
营业外支出	0	1	114.0%	
利润总额	300	292	-2.8%	
所得税	17	46	175.3%	母公司应交所得税增加
所得税率	5.7%	15.9%	10.2%	
净利润	284	246	-13.3%	
净利率	17.4%	13.5%	-3.9%	
少数股东损益	6	9	43.5%	
归属于母公司净利润	277	237	-14.6%	
EPS	0.34	0.29	-14.6%	

资料来源：wind，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,410	4,308	5,603	6,722
现金	374	836	1,609	2,130
应收票据及应收账款	873	1,005	1,159	1,338
其他应收款	40	46	53	61
预付账款	145	165	190	218
存货	1,870	2,131	2,449	2,810
其他流动资产	109	125	144	166
非流动资产	5,571	5,739	5,959	6,653
长期投资	30	30	30	30
固定资产	5,087	5,254	5,462	6,132
无形资产	284	292	298	318
其他非流动资产	169	163	169	173
资产总计	8,980	10,047	11,562	13,375
流动负债	3,622	3,838	4,096	4,388
短期借款	1,530	1,530	1,530	1,530
应付票据及应付账款	1,126	1,283	1,475	1,692
其他流动负债	965	1,024	1,091	1,166
非流动负债	805	605	605	605
长期借款	640	440	440	440
其他非流动负债	165	165	165	165
负债合计	4,427	4,443	4,701	4,994
少数股东权益	260	319	387	469
股本	824	824	824	824
资本公积	652	652	652	652
留存收益	3,241	4,233	5,422	6,860
归属母公司股东权益	4,293	5,284	6,474	7,913
负债和股东权益	8,980	10,047	11,562	13,376

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,095	1,446	1,595	1,892
净利润	857	991	1,190	1,438
折旧摊销	408	444	459	477
财务费用	129	145	130	180
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	388	270	324	373
其他经营现金流	-686	-406	-507	-577
投资活动现金流	-853	-638	-692	-1,191
资本支出	827	612	667	1,148
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-26	-26	-26	-44
筹资活动现金流	162	-345	-130	-180
短期借款	-56	0	0	0
长期借款	333	-200	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-115	-145	-130	-180
现金净增加额	405	462	773	520

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,686	7,695	8,877	10,242
营业成本	4,258	4,854	5,576	6,399
营业税金及附加	67	62	71	82
营业费用	756	923	1,065	1,178
管理费用	228	263	303	336
研发费用	280	322	371	412
财务费用	129	145	130	180
资产减值损失	32	0	0	0
其他收益	42	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	976	1,127	1,360	1,655
营业外收入	11	51	51	51
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	982	1,174	1,407	1,702
所得税	82	124	150	182
净利润	900	1,050	1,258	1,520
少数股东损益	43	59	68	82
归属母公司净利润	857	991	1,190	1,438
EBITDA	1,531	1,734	1,967	2,330
EPS (元)	1.04	1.20	1.44	1.74

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	15.8	15.1	15.4	15.4
营业利润(%)	0.3	15.5	20.7	21.6
归属于母公司净利润(%)	1.1	15.7	20.0	20.8
获利能力				
毛利率(%)	36.3	36.9	37.2	37.5
净利率(%)	13.5	13.6	14.2	14.8
ROE(%)	21.1	20.7	20.2	20.0
ROIC(%)	14.4	14.8	16.3	18.2
偿债能力				
资产负债率(%)	49.3	44.2	40.7	37.3
净负债比率(%)	56.2	33.8	16.4	7.2
流动比率	0.94	1.12	1.37	1.53
速动比率	0.43	0.57	0.77	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.81	0.82	0.82
应收账款周转率	9.7	9.3	9.3	9.3
应付账款周转率	4.5	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.20	1.44	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.75	1.94	2.30
每股净资产(最新摊薄)	5.21	6.41	7.86	9.60
估值比率				
P/E	26.1	22.5	18.8	15.5
P/B	5.2	4.2	3.5	2.8
EV/EBITDA	16.7	14.7	13.0	11.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033