

安琪酵母（600298）：业绩环比逐季向好，投资价值凸显

——安琪酵母中报点评

2019年08月12日

强烈推荐/维持

安琪酵母

公司报告

事件：(1) 公司公布半年报，19H1 实现营收 37.14 亿元，同比增长 11.63%，实现归母净利 4.64 亿元，同比下降 7.66%；其中 19Q2 实现收入 18.94 亿元，同比增长 11.65%，实现归母净利 2.27 亿元，同比增长 0.83%，低于市场预期。

(2) 公司新增资本开支项目：在宜昌生物产业园扩建 3.3 万吨食品原料生产线，拟投资 0.91 亿元，其中银行贷款 0.6 亿元，剩余为自有资金；安琪伊犁实行异地搬迁，预计投资 3.77 亿元，耗时 24 个月，其中安琪伊犁现金出资 1.8 亿，其余通过融资解决；在宜昌总部建设企业技术中心，拟投资 0.96 亿元，由公司自筹资金解决；安琪滨州新增喷塔干燥系统建设项目，拟投资 0.22 亿元，由安琪滨州自筹解决。

新旧董事长换届是近期安琪下跌的噪音，公司长期稳增逻辑从未改变。安琪的长期价值在于国内酵母主业的稳步增长，海外业务及酵母衍生品业务的逐步放量。近期由于俞总到龄退休原因，国资委委派熊总担任新董事长，市场担心董事长变更对公司治理及业务产生影响，近期股价波动明显。我们认为一方面熊总风格务实，并将持续秉承之前国际化安琪目标不变，另一方面公司的长期价值稳增逻辑不改，稳增逻辑在上半年持续体现，上半年占比 50% 的国内面食业务同比增长 14%，出口业务同比增长 14%。占比 11% 的 YE 同比增长 14%，占比 24% 的酵母衍生品业务平均增长 20% 以上。展望下半年，酵母业务板块增长态势仍可维持，随占比 7% 的白糖业务随糖价上涨有望扭亏，预计全年增速 15% 左右。

产能利用率提升+糖蜜价格下降+汇兑收益有望使公司下半年三四季度业绩增速达 20% 以上。公司历年的业绩波动较大，主要影响因子有资本开支及产能利用率、糖蜜价格、汇兑及税率等。就资本开支及产能利用率而言，公司 11-15 年的资本开支较大，16 年放缓，19 年下半年主要有新增的 4 个项目共 5.86 亿的支出，受环保问题、行业增速放缓及竞争对手扩产销售的综合影响，公司上半年开工率只完成全年 40% 的计划目标，目前安琪国内工厂大修已于二季度完成，随产能利用率的提升，下半年国内工厂及海外工厂的盈利能力均持续提升。

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	29.47	29.15	26.64	23.85	20.97
PB	6.50	5.82	4.74	4.25	3.80

资料来源：公司财报、东兴证券研究

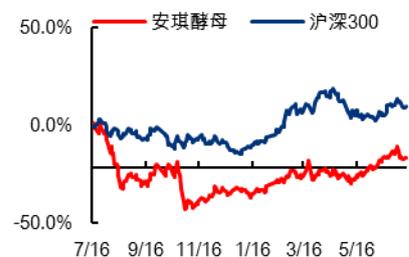
公司简介：

安琪酵母是亚洲第一、全球第三的酵母领军企业，目前有 24.9 万吨酵母及 7.8 万吨 YE 产能，国内市占率 55%，全球市占率 16%，未来将稳步发展国内市场，向国际市场进军，2021 年目标收入上百亿。

交易数据

52 周股价区间(元)	20.46 - 37.9
总市值(亿元)	254.64
流通市值(亿元)	254.64
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	1.18

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554024

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

就糖蜜价格而言，糖蜜占成本 37%，是重要影响因子，2019 年糖蜜价格已锁定，下半年的成本优势更为明显，预计贡献毛利率提升 1%-3%。就汇兑及税率而言，人民币兑美元三季度贬值明显，公司会有汇兑收益；而税率方面会有压力，海外工厂逐步盈利使得所得税费用会增加，国内除新建工厂享受税率优惠，其他工厂恢复平稳税率水平。综合来看，随影响因子的逐步好转，公司业绩环比改善确定性强。

盈利预测：预测公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.14/1.27/1.44 元，给予公司 2020 年 25 倍 PE，对应目标价 31.75 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：市场扩张不及预期、提价过快导致放量不及预期

附表: 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				
	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	3627	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	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	3843	4293	5266	5878	6575	毛利率(%)	37.64%	36.32%	33.49%	33.19%	32.88%
负债和所有者	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(%)	7.81%	7.89%	10.55%	9.54%	9.44%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	22.05%	19.96%	17.80%	17.81%	18.11%
经营活动现金	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	1.01	0.94	1.26	1.59	2.05
财务费用	86	129	80	75	70	速动比率	0.48	0.43	0.62	0.71	0.91
应收账款减少	-148	-156	-43	-155	-157	营运能力					
预收账款增加	-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	-907	-1012	-523	-479	-430	应收账款周转率	11	10	10	10	10
公允价值变动	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	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	-101	-137	-550	-934	-885	每股净现金流(最	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	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

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《安琪酵母（600298）：人员变动不改长期战略，逐季改善业绩确定性强》	2019-07-15
公司	《安琪酵母（600298）：内外开花，酵母龙头何缘走向大空间》	2019-04-26
公司	《安琪酵母（600298）2019年一季度财报点评——稳量提价，安琪迈开国际化新征程》	2019-04-25
公司	《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》	2019-03-25
公司	《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》	2018-10-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得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。

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。