

# 利空不断出清，盈利显著改善

——安琪酵母三季报点评

半年报点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xszq.cn

证书编号: S028015080002

孙颖(联系人)

证书编号: S0280118090017

## ●盈利能力显著改善，所得税增加费用率承压

2019年前三季度公司实现营业收入55.60亿元/+13.49%，归母净利润6.66亿元/-1.21%；公司各业务单元收入增速回暖，其中保健品、酿酒业务、YE收入增速同比超过20%，叠加2018年低基数，2019Q3盈利能力显著改善，单三季度实现营业收入18.46亿元/+17.43%；实现归母净利润2.01亿元/+17.76%。美元、埃磅、卢布升值产生汇兑收益，公司所得税率提高5pct左右，前三季度所得税增加4564万元，预计全年增加8000万元左右，2019年前三季度财务费用率为0.91%/-1.17pct，单三季度为0.05%/-2.08pct。

## ●产能回升、糖价下降，4季度利润有望加速

伊犁工厂目前产能利用回升至90%左右，环保限产影响减弱，俄罗斯工厂今年开始盈利，糖蜜价格趋势下降成本可控，利空不断出清。公司强化“上销量”的市场开发措施，持续降低成本，持续推进增收节支和降本增效，预计四季度收入有望稳健增长，实现全年13%-15%左右增长目标，利润在低基数下同比有望提速。

## ●管理层调整，百亿收入目标不变

公司完成董事长变更，新上任的熊总对实体公司整体管理经营拥有较丰富经验，表示将通过深入国际化市场扩张和大力推进酵母衍生品业务发展的方式保证中长期稳健发展，同时在寻求规模增长的同时力求保证盈利能力相对平稳，对收入和利润同步增长有信心，延续2021年百亿收入目标的中期规划不变。我们认为，公司整体发展经营战略不变，静待中长期优异表现。

## ●长期增长逻辑不变，维持“推荐”评级

公司酵母产品市占率国内第一，国内业务稳健增长，海外业务持续放量，将充分享受下游需求扩容，长期逻辑稳增不变。预计2019-2021年营业收入76.2亿元、87.7亿、101.7亿，当前股价对应PE为26X、23X、19X，维持“推荐”评级。

## ●风险提示：汇率波动风险，原材料价格上涨，市场竞争加剧

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,776	6,686	7,622	8,765	10,167
增长率(%)	18.8	15.8	14.0	15.0	16.0
净利润(百万元)	847	857	934	1,065	1,306
增长率(%)	58.3	1.1	9.0	14.0	22.6
毛利率(%)	37.6	36.3	34.8	34.5	34.5
净利率(%)	14.7	12.8	12.3	12.2	12.8
ROE(%)	21.8	19.8	19.1	18.5	19.1
EPS(摊薄/元)	1.03	1.04	1.13	1.29	1.58
P/E(倍)	26.2	25.9	26.0	22.8	18.6
P/B(倍)	5.8	5.2	4.5	3.9	3.3

推荐(维持评级)

市场数据	时间	2019.10.23
收盘价(元):		29.4
一年最低/最高(元):		20.46/33.15
总股本(亿股):		8.24
总市值(亿元):		242.28
流通股本(亿股):		8.24
流通市值(亿元):		242.28
近3月换手率:		51.77%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.34	-5.44	-18.52
绝对	-1.35	-2.42	0.61

### 相关报告

《利润略低于预期，管理层变革看好后续改善》2019-08-12

《国内酵母龙头，全产业链布局打开成长空间》2019-01-09

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2910</b>	<b>3410</b>	<b>5247</b>	<b>6149</b>	<b>7004</b>	<b>营业收入</b>	<b>5776</b>	<b>6686</b>	<b>7622</b>	<b>8765</b>	<b>10167</b>
现金	417	374	1895	2179	2528	营业成本	3602	4258	4969	5741	6660
应收票据及应收账款合计	611	767	804	1003	1093	营业税金及附加	62	67	68	86	100
其他应收款	43	0	49	7	58	营业费用	629	756	851	982	1133
预付账款	108	145	143	188	196	管理费用	460	228	491	549	612
存货	<b>1537</b>	<b>1870</b>	<b>2107</b>	<b>2487</b>	<b>2842</b>	研发费用	86	129	141	176	151
其他流动资产	195	254	250	285	288	财务费用	26	32	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>5117</b>	<b>5571</b>	<b>5993</b>	<b>6487</b>	<b>7097</b>	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	31	30	31	33	34	公允价值变动收益	9	-1	4	4	4
固定资产	4475	4807	5247	5746	6348	其他收益	973	976	1105	1235	1515
无形资产	295	284	275	266	256	投资净收益	10	11	29	25	19
其他非流动资产	316	449	439	443	459	<b>营业利润</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>资产总计</b>	<b>8027</b>	<b>8980</b>	<b>11240</b>	<b>12637</b>	<b>14101</b>	营业外收入	975	982	1129	1254	1528
<b>流动负债</b>	<b>2883</b>	<b>3622</b>	<b>5259</b>	<b>5892</b>	<b>6337</b>	营业外支出	82	82	121	120	142
短期借款	1586	1530	3400	3824	3947	<b>利润总额</b>	<b>893</b>	<b>900</b>	<b>1008</b>	<b>1135</b>	<b>1387</b>
应付票据及应付账款合计	907	975	1222	1316	1628	所得税	45	43	74	70	81
其他流动负债	390	1116	638	751	763	<b>净利润</b>	<b>847</b>	<b>857</b>	<b>934</b>	<b>1065</b>	<b>1306</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1051</b>	<b>805</b>	<b>708</b>	<b>605</b>	<b>510</b>	少数股东损益	1473	1531	1662	1891	2246
长期借款	902	640	543	440	345	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1.03</b>	<b>1.04</b>	<b>1.13</b>	<b>1.29</b>	<b>1.58</b>
其他非流动负债	149	165	165	165	165	EBITDA					
<b>负债合计</b>	<b>3934</b>	<b>4427</b>	<b>5967</b>	<b>6497</b>	<b>6847</b>	EPS (元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	251	260	334	404	485						
股本	824	824	824	824	824	<b>主要财务比率</b>	<b>18.8</b>	<b>15.8</b>	<b>14.0</b>	<b>15.0</b>	<b>16.0</b>
资本公积	652	652	652	652	652	<b>成长能力</b>	<b>62.4</b>	<b>0.3</b>	<b>13.2</b>	<b>11.8</b>	<b>22.7</b>
留存收益	2673	3241	3873	4579	5470	营业收入(%)	58.3	1.1	9.0	14.0	22.6
归属母公司股东权益	3843	4293	4939	5736	6769	营业利润(%)					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8027</b>	<b>8980</b>	<b>11240</b>	<b>12637</b>	<b>14101</b>	归属于母公司净利润(%)	37.6	36.3	34.8	34.5	34.5
						<b>获利能力</b>	<b>14.7</b>	<b>12.8</b>	<b>12.3</b>	<b>12.2</b>	<b>12.8</b>
						毛利率(%)	21.8	19.8	19.1	18.5	19.1
						净利率(%)	15.8	14.0	12.3	12.5	13.6
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>893</b>	<b>900</b>	<b>1008</b>	<b>1135</b>	<b>1387</b>	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	<b>355</b>	<b>425</b>	<b>399</b>	<b>463</b>	<b>540</b>	ROIC(%)	49.0	49.3	53.1	51.4	48.6
净利润	86	129	141	176	151	<b>偿债能力</b>	<b>50.6</b>	<b>52.6</b>	<b>41.4</b>	<b>36.3</b>	<b>26.5</b>
折旧摊销	-9	1	-4	-4	-4	资产负债率(%)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
财务费用	-224	-290	-87	-419	-195	净负债比率(%)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
投资损失	21	-21	-0	-0	-0	流动比率					
营运资金变动	-907	-1012	-817	-954	-1146	速动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
其他经营现金流	927	1012	421	493	608	<b>营运能力</b>	<b>10.8</b>	<b>9.7</b>	<b>9.7</b>	<b>9.7</b>	<b>9.7</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	总资产周转率	4.9	4.5	4.5	4.5	4.5
资本支出	20	1	-397	-461	-539	应收账款周转率					
长期投资	-101	-137	-988	-538	-506	应付账款周转率	1.03	1.04	1.13	1.29	1.58
其他投资现金流	197	-56	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>	<b>0.76</b>	<b>1.33</b>	<b>1.77</b>	<b>1.64</b>	<b>2.28</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>752</b>	<b>-262</b>	<b>-98</b>	<b>-103</b>	<b>-95</b>	每股收益(最新摊薄)	4.66	5.21	5.99	6.96	8.21
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)					
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	26.2	25.9	23.7	20.8	17.0
普通股增加	-1049	181	-891	-435	-411	<b>估值比率</b>	<b>5.8</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.3</b>
资本公积增加	84	-43	-349	-140	226	P/E	16.7	16.3	14.9	13.2	11.0
其他筹资现金流						P/B					
<b>现金净增加额</b>						EV/EBITDA					

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学MBA，2009年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>