

谨慎推荐（维持）

风险评级：中风险

2020年4月7日

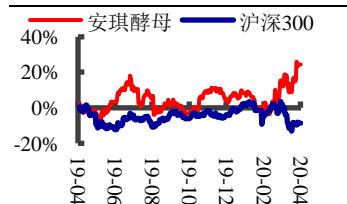
分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩
SAC 执业证书编号：
S0340119070037
电话：0769-23320072
邮箱：
leiguoxuan@dgzq.com.cn

主要数据 2020年4月7日

| | |
|-----------|--------|
| 收盘价(元) | 35.69 |
| 总市值(亿元) | 294.11 |
| 总股本(百万股) | 824.08 |
| 流通股本(百万股) | 824.08 |
| ROE (TTM) | 17.92% |
| 12月最高价(元) | 35.48 |
| 12月最低价(元) | 25.17 |

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

海外市场拓展加速，糖业利润空间有望修复

安琪酵母（600298）2019年年度报告点评

投资要点：

事件：公司发布了2019年年度报告。2019年公司实现营业收入76.53亿元，同比增长14.47%；归属于上市公司股东的净利润9.02亿元，较上年度同期增长5.23%；扣非净利润8.37亿元，同比增长2.26%。利润增速不及预期。

点评：

■ **酵母产量稳步增加，海外市场份額有望逐步提升。**2019年酵母产品营收58.77亿元，同比增长7.38%；毛利率同比提升1.85%至40.92%。公司是亚洲第一、全球第三大酵母公司。公司共拥有15条高度现代化的酵母生产线，在埃及和俄罗斯建立了海外工厂，2019年酵母类产品发酵总产能达到25.8万吨，同比增加8.9%。“安琪”产品的全球化、规模化继续提升，公司两个海外工厂均保持满负荷生产，海外市场实现销售收入21.96亿元，同比提升14%；新增外籍员工201人，海外员工总数达到1319人。海外经销商达到3199家，同比增长14.25%。公司加快全球化步伐，海外营收占比逐步扩大，成本优势对比海外产品更明显，未来海外市场有望继续提升。

■ **利润增速不及预期，糖价上行有望改善盈利空间。**2019年毛利率和净利率分别同比下降1.32%和1.18%，主要是糖业板块拖累业绩和税收增加影响。公司净利润同比增幅有所提升，但未达到年初的预期，主要原因有以下几个方面：所得税费用增加105.41%，影响利润7614万元；白糖价格下跌同时成本上升导致糖业亏损，影响利润3812万元；销售费用增幅较大，影响利润1974万元；埃及工厂YE新生产线投产后产能未能完全发挥，当地糖蜜价格和油价上涨导致成本上升，影响利润2424万元。2020年国家减税降费提速，税率有望减少。糖周期开启了上行周期，现货白糖价格从4900元/吨已回升至目前5700元/吨附近，随着主产国减产，国际糖价回升带动国内糖价反弹走高，今年公司糖业板块有望扭亏为盈。

■ **投资建议：**公司酵母行业龙头，海外产能进展良好，糖价上行带动子版块利润修复。我们预计公司2020/2021年的每股收益分别为1.35/1.54元，当前股价对应PE分别为25.7/22.6倍，维持对公司“谨慎推荐”评级。

■ **风险提示：**海外疫情影响生产进度、汇率变化风险、糖价上行不及预期等。

表 1：公司盈利预测简表

| 科目 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 6,686 | 7,653 | 8,831 | 10138 |
| 营业总成本 | 5,470 | 6,245 | 7,533 | 8663 |
| 营业成本 | 4,258 | 4974 | 6,094 | 6,995 |
| 营业税金及附加 | 67 | 69 | 79 | 91 |
| 销售费用 | 756 | 885 | 1007 | 1166 |
| 管理费用 | 228 | 256 | 300 | 345 |
| 财务费用 | 129 | 78 | 53 | 66 |
| 其他经营收益 | (1) | (7) | 0 | 0 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | (1) | (7) | 0 | 0 |
| 营业利润 | 976 | 1099 | 1298 | 1475 |
| 加 营业外收入 | 11 | 14 | 0 | 0 |
| 减 营业外支出 | 5 | 4 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 982 | 1109 | 1298 | 1475 |
| 减 所得税 | 82 | 169 | 182 | 207 |
| 净利润 | 900 | 940 | 1116 | 1269 |
| 减 少数股东损益 | 43 | 38 | 0 | 0 |
| 归母公司所有者的净利润 | 857 | 902 | 1116 | 1269 |
| 基本每股收益(元) | 1.04 | 1.09 | 1.35 | 1.54 |
| PE (倍) | 33.5 | 31.8 | 25.7 | 22.6 |

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|---------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上 |

| 行业投资评级 | |
|--------|-----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上 |

| 风险等级评级 | |
|--------|--------------------------------------|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：(0769) 22119430
传真：(0769) 22119430
网址：www.dgzq.com.cn