

# 安琪酵母（600298）：C端超预期表现增厚利润，三驾马车齐发持续受益

2020年4月23日

强烈推荐/维持

安琪酵母

公司报告

事件：（1）安琪 2020Q1 实现收入 20.5 亿元，同比增长 12.68%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 28%；利润增长超预期。

（2）公司拟投资 2110 万元建设做酵母及衍生品工业大数据平台。

**疫情期 C 端以及海外市场的超预期表现叠加费用投放的减少使得一季度公司毛利率净利率创优，看好消费延续及 B 端恢复下安琪的持续增长。**疫情期间，C 端小包装酵母爆发性增长，公司 C 端的产线由一条变三条，终端 C 端销量近 3 倍增长，在供不应求的情况下公司也进行了部分提价；出口酵母方面，国外竞争对手以鲜酵母为主，受疫情影响大，安琪的国外工厂一直满负荷正常生产，国外需求增长，Q1 出口酵母增长 20%；国内餐饮端受影响，但大客户（包括面包大户桃李，速冻品厂三全安井，调味品厂海天厨邦等）都恢复生产，且增速好转。一季度在提价、C 端占比增多、产品结构调整的背景下，公司实现毛利率 37.94%，同比增长 1.51pct，一季度销售费用 10.5%，同比减少 0.69pct，综合净利率 15.59%，同比上升 2.08pct。展望 Q2，B 端在陆续恢复，出口及家庭消费仍能维持增长，安琪在疫情期优秀的反映能力为自己争取了更多的市场份额，我们仍看好公司持续的增长。

**调整到位，投入加速，酵母主业持续维稳做大，衍生品及出口业务加速快增，产能布局及员工激励待落地。**安琪 19 年下半年进行治理方面的业务改组、营运资金管理，逐步调整到位。此次疫情公司培养了 C 端消费者的习惯，未来 C 端占比持续，同时表现优于同行，在国内市场份额已经 55% 的高市占率背景下，我们认为此次加速收割并将持续，同时衍生品及出口业务板块仍维持快增，三驾马车齐发，公司持续满产运行，加速扩张需产能支撑，而对生产基地实行的大数据建设也会强化效率，配合收入利润目标的员工股权激励计划也有望落地。

**盈利预测：**预测公司 2020-2022 年收入分别为 87.99 亿、101.43 亿、117.21 亿，同比增长 14.98%、15.27%、15.56%；归母净利润 10.15 亿、11.36 亿、12.65 亿，同比增长 12.53%、11.87%、11.4%，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**汇兑风险，糖价下行，下游需求疲软

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,685.6	7,652.7	8,799.3	10,143.	11,721.
增长率（%）	15.75%	14.47%	14.98%	15.27%	15.56%
净利润（百万元）	899.71	939.88	1,050.9	1,181.0	1,318.2
增长率（%）	0.79%	4.47%	11.81%	12.38%	11.62%
净资产收益率（%）	19.96%	17.92%	17.19%	17.27%	17.30%
每股收益（元）	1.04	1.09	1.23	1.38	1.54
PE	30.50	28.98	25.71	23.01	20.64
PB	6.09	5.19	4.42	3.97	3.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

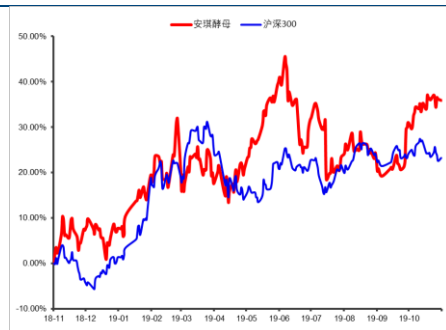
## 公司简介：

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）	290
流通市值（亿元）	290
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

## 分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

## 分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>流动资产合计</b>	3410	3866	4653	5951	7804	<b>营业收入</b>	6686	7653	8799	10143	11721
货币资金	374	664	851	1604	2839	<b>营业成本</b>	4258	4974	5794	6758	7821
应收账款	767	814	959	1116	1271	营业税金及附加	67	69	87	96	114
其他应收款	40	32	37	43	50	营业费用	756	885	977	1146	1348
预付款项	145	127	133	133	133	管理费用	228	256	686	751	856
存货	1870	1992	2446	2842	3241	财务费用	129	78	80	75	70
其他流动资产	109	112	158	173	202	资产减值损失	32.42	-17.76	20.33	30.29	84.29
<b>非流动资产合计</b>	5571	6041	5728	5415	5079	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	24	24	24	24	投资净收益	-0.70	-6.55	10.00	0.91	1.45
固定资产	4807.35	5195.25	4861.43	4501.45	4127.96	<b>营业利润</b>	976	1099	1165	1288	1431
无形资产	284	292	263	233	204	营业外收入	10.91	13.85	16.00	14.93	14.93
其他非流动资产	86	56	56	56	56	营业外支出	4.71	4.16	5.68	4.92	4.92
<b>资产总计</b>	8980	9907	10450	11435	12952	<b>利润总额</b>	982	1109	1176	1298	1441
<b>流动负债合计</b>	3622	2988	2407	2404	2823	所得税	82	169	125	117	122
短期借款	1530	787	448	0	0	<b>净利润</b>	900	940	1051	1181	1318
应付账款	975	918	1159	1389	1607	少数股东损益	43	38	35	46	53
预收款项	140	121	182	222	255	归属母公司净利润	857	902	1016	1135	1266
一年内到期的	597	66	100	200	300	EBITDA	3417	3763	1930	2088	2246
<b>非流动负债合计</b>	805	1621	1830	2108	2412	<b>EPS（元）</b>	1.04	1.09	1.23	1.38	1.54
长期借款	640	1429	1729	2029	2329	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	4427	4609	4236	4512	5236	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	260	268	303	348	401	营业收入增长	15.75%	14.47%	14.98%	15.27%	15.56%
实收资本（或股	824	824	824	824	824	营业利润增长	0.26%	12.65%	5.99%	10.52%	11.10%
资本公积	652	652	652	652	652	归属于母公司净利	12.69%	11.74%	12.69%	11.74%	11.48%
未分配利润	2896	3433	3692	3982	4343	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	4293	5030	5911	6575	7316	毛利率（%）	36.32%	35.00%	34.16%	33.37%	33.28%
<b>负债和所有者</b>	8980	9907	10450	11435	12952	净利率（%）	13.46%	12.28%	11.94%	11.64%	11.25%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润（%）	7.81%	9.54%	9.10%	10.76%	11.83%
单位：百万元						ROE（%）	19.96%	17.92%	17.19%	17.27%	17.30%
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金</b>	1144	1296	834	1801	1921	资产负债率（%）	49%	47%	41%	39%	40%
净利润	900	940	1051	1181	1318	流动比率					
折旧摊销	540.97	556.73	684.72	725.02	745.60	速动比率					
财务费用	129	78	80	75	70	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	-156	-46	-145	-157	-155	总资产周转率	0.79	0.81	0.86	0.93	0.96
预收账款增加	50	-19	61	40	33	应收账款周转率	10	10	10	10	10
<b>投资活动现金</b>	-1012	-815	-391	-437	-492	应付账款周转率	7.10	8.09	8.48	7.96	7.83
公允价值变动	0	0	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
长期股权投资	0	0	23	-4	-5	每股收益（最新摊	1.04	1.09	1.23	1.38	1.54
投资收益	-1	-7	10	1	1	每股净现金流（最	-0.01	0.06	-0.04	0.91	1.50
<b>筹资活动现金</b>	-137	-427	-477	-610	-194	每股净资产（最新	5.21	6.10	7.17	7.98	8.88
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	-262	789	300	300	300	P/E	30.50	28.98	25.71	23.01	20.64
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	6.09	5.19	4.42	3.97	3.57
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.34	7.37	14.27	12.81	11.54
<b>现金净增加额</b>	-4	53	-34	754	1234						

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）：应对疫情转危为机，治理改善份额提升》	2020-04-01
公司	《安琪酵母（600298）：行业整合加剧安琪受益，重申业绩逐步改善确定性》	2019-11-26
公司	《安琪酵母（600298）：业绩环比逐季向好，投资价值凸显》	2019-08-13
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

### 分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

### 分析师：姜倩

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。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526