

国内外齐头并进，提价红利持续释放 买入（维持）

2020年07月13日

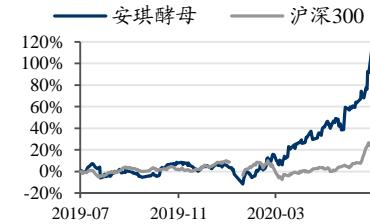
证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,653	9,004	10,109	11,360
同比（%）	14.5%	17.7%	12.3%	12.4%
归母净利润（百万元）	901	1,345	1,588	1,867
同比（%）	5.2%	49.2%	18.0%	17.6%
每股收益（元/股）	1.09	1.63	1.93	2.27
P/E（倍）	55.36	37.10	31.43	26.73

事件：

公司发布业绩预增公告，初步测算 20H1 主营业务收入同比增长 15-17%，预计实现归母净利润同比增长 50-60%；其中 20Q2 预计主营业务收入同比增长 17-21%，预计实现归母净利润同比增长 73-93%，业绩超预期。

投资要点

- 二季度收入延续，业绩加速超预期。**公司二季度主营收入同比增长 17-21%，利润预计同增 73-93%，环比一季度增长提速，主要是 1) 疫情催生居家烘焙热情，20H1 小包装产品销量预计同增 70%+，此外公司于 3 月对小包装产品提价 15%+，Q2 充分享受提价红利；2) 海外疫情助公司顺利打开欧美市场；3) 成本/费用端：成本端公司已经锁定全年 70%+ 的糖蜜采购，其他原料能源价格有所下降；20H1 供求两旺导致销售费用投入有所缩减，全年视角看可能延后费用投入或有所减少；财务费用端，因政府扶持，贷款利率降低，预计全年利息费用有下行空间。
- 国内：家庭消费培养，产品结构优化+提价顺畅助腾飞。**1) 小包装放量，产品结构优化，C 端消费具备延续性和增长性，疫情期间居家烘焙热情高涨，值得注意的是，疫情得以控制后家庭消费热情仍得以保持，阿里渠道 Q2 安琪酵母同增 118%，环比增长 25%，6 月仍保持 80%+ 增长。小包装产品吨价高，业绩厚，我们测算小包装产品毛利率超出大包装 15pct+，即使考虑 C 端高费用投入，亦能有效带动业绩上行。2) 寡头垄断具备行业定价权，支出占比小导致价格敏感性低。目前安琪在国内市占率约 60%，在北方小包装市占率超过 80%，疫情期间对小包装产品顺利提价 15-20%，实际终端涨价超过 40%+，消费者接受程度较高。3) 结合调研来看公司酵母抽取物、动物营养等衍生业务增速超过酵母业务，长期来看，酵母抽取物具备替代味精等产品的能力（口感更优、更健康），近年国内味精消费量稳定在 195 万吨左右，若 YE 仅替代其中 10-15%，则行业空间可达 20-29 万吨，替代潜能亟待挖掘。
- 海外：疫情期间顺势打入欧美市场，长期增量可期。**海外疫情期间，因欧美主流消费的鲜酵母保质期短，运输要求高导致部分地区出现酵母供应缺口，安琪干酵母产品顺势打入海外市场，5 月小包装顺利进入欧洲数十个国家，公司俄罗斯工厂上线小包装产线供给海外。长期看，全球酵母供需错配下，看好公司以干酵母切入未成熟市场形成消费习惯壁垒，未来或布局南美及东南亚市场。
- 盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司营收增速 18/12/12%；净利增速+49/18/18%，对应 EPS 为 1.63/1.93/2.27 元，PE 为 37/31/27X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产能投放不及预期，提价不及预期，环保政策趋严限产，食品安全问题，疫情控制不及预期，汇率波动幅度超预期。

市场数据

收盘价(元)	60.56
一年最低/最高价	24.92/60.56
市净率(倍)	9.65
流通 A 股市值(百万元)	49906.34

基础数据

每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	46.30
总股本(百万股)	824.08
流通 A 股(百万股)	824.08

相关研究

- 《安琪酵母 (600298)：加码云南，再扩产能》2020-05-18
- 《安琪酵母 (600298)：短中长期三因素共振：国内烘焙热助力升级，海外刚需强加码机遇》2020-04-28

安琪酵母三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3866	4183	4554	5158	营业收入	7653	9004	10109	11360
现金	664	870	787	995	减: 营业成本	4974	5511	6087	6718
应收账款	814	885	1022	1121	营业税金及附加	69	81	91	102
存货	1870	1992	2090	2419	营业费用	885	1026	1144	1308
其他流动资产	519	436	654	623	管理费用	256	334	388	416
非流动资产	6041	6643	7677	8010	财务费用	78	81	79	80
长期股权投资	24	30	32	34	资产减值损失	-18	9	8	-0
固定资产	5195	5746	6646	7046	加: 投资净收益	-7	0	1	1
在建工程	343	400	500	400	其他收益	65	53	53	57
无形资产	292	300	320	340	营业利润	1099	1646	1933	2272
其他非流动资产	187	167	179	190	加: 营业外净收支	10	7	7	7
资产总计	9907	10826	12231	13168	利润总额	1109	1652	1940	2279
流动负债	2988	3423	4028	3632	减: 所得税费用	169	231	272	319
短期借款	787	900	1500	1000	少数股东损益	38	76	80	93
应付账款	1205	1300	1467	1519	归属母公司净利润	901	1345	1588	1867
其他流动负债	996	1222	1061	1113	EBIT	1538	2132	2490	2917
非流动负债	1621	1165	1171	1574	EBITDA	1069	1614	1910	2322
长期借款	1429	1000	1000	1000	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	192	165	171	574	每股收益(元)	1.09	1.63	1.93	2.27
负债合计	4609	4587	5199	5206	每股净资产(元)	6.10	7.23	8.18	9.29
少数股东权益	268	279	291	307	发行在外股份(百万股)	824	824	824	824
归属母公司股东权益	5030	5960	6741	7656	ROIC(%)	17.3%	22.5%	22.5%	24.2%
负债和股东权益	9907	10826	12231	13168	ROE(%)	17.7%	22.8%	23.7%	24.6%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	35.0%	38.8%	39.8%	40.9%
经营活动现金流	1296	1928	1889	2441	销售净利率(%)	11.8%	14.9%	15.7%	16.4%
投资活动现金流	-815	-1145	-1442	-1598	资产负债率(%)	46.5%	42.4%	42.5%	39.5%
筹资活动现金流	-427	-364	-530	-635	收入增长率(%)	14.5%	17.7%	12.3%	12.4%
现金净增加额	77	206	-83	208	净利润增长率(%)	5.2%	49.2%	18.0%	17.6%
折旧和摊销	469	519	579	596	P/E	55.36	37.10	31.43	26.73
资本开支	827	616	1020	320	P/B	9.42	8.00	7.10	6.27
营运资本变动	-247	-95	-444	-193	EV/EBITDA	48.77	32.10	27.43	22.53

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>