

日期: 2020年08月19日

行业: 食品饮料



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

## 基本数据 (2020.8.18)

报告日股价 (元)	68.24
12mth A 股价格区间 (元)	25.04-69.48
总股本 (百万股)	824.08
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	562.35
每股净资产 (元)	6.45
PBR (X)	10.58

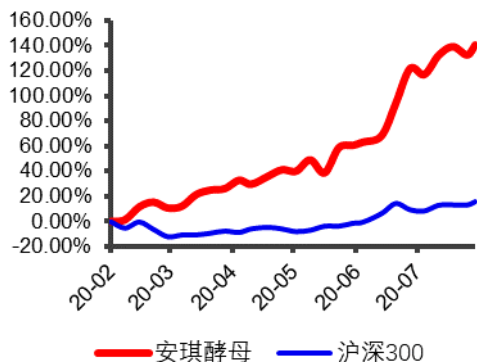
## 主要股东 (2020H1)

安琪生物集团	39.98%
香港中央结算有限公司	14.02%
湖北日升科技	5.66%
中央汇金	2.31%
全国社保基金四零六组合	1.80%

## 收入结构 (2020H1)

酵母及深加工产品	79.73%
制糖产品	4.63%
包装类产品	3.54%
奶制品	0.37%
其他	11.73%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 家庭消费驱动酵母快增, 盈利能力大幅提升

## ■ 公司动态事项

公司发布2020年中报, 上半年实现营收43.42亿元, 同比增长16.91%, 其中Q2收入22.91亿元, 同比增长20.97%; 归属净利润为7.19亿元, 同比增长54.85%, 其中Q2归属净利润为4.16亿元, 同比增长82.85%。

## ■ 事项点评

## C 端小包装放量+海外出口提速, 酵母收入维持快增长

分产品看, 上半年公司酵母及深加工产品收入34.62亿元/+14.78%, 其中Q1/Q2增速分别为11.74%/17.66%, 主要原因包括: (1) 疫情期间家庭烘焙火热推动C端小包装产品销售火爆, 公司将小包装生产线从1条增至4条, 仍供不应求; (2) 电商业务增长迅速, 上半年增速超过60%; (3) 公司干酵母产品凭借长保质期、常温储存运输及价格低廉等优势, 在海外疫情期间抢占了部分鲜酵母的份额, 上半年酵母出口业务增长约20%; (4) 公司YE及衍生品业务较快增长, 上半年YE增长约20%, 动物营养、微生物营养、酶制剂等增速超过25%; (5) Q2 B端客户逐渐恢复; (6) 小包装产品在3月份进行了提价。公司上半年现金收入45.46亿元/+31.67%, 说明渠道较强的补库存意愿。

## C 端占比提高+提价效应促进毛利率上行, 盈利大幅提升

上半年公司综合毛利率为40.55%/+4.32pct, 其中Q2毛利率42.88%/+6.83pct, 主要系疫情期间高毛利率(约50%+)的C端产品占比大幅上升, 且提价效应显现。当前糖蜜价格上涨至1200元/吨左右, 主要系目前不在甘蔗和甜菜糖榨季导致糖蜜供给有限, 而疫情等原因导致短期酒精需求旺盛使得对玉米、糖蜜等上游原材料的需求也同步上升, 供需不匹配致糖蜜价格走高。但我们认为公司成本压力仍在可控范围, 一是公司现有糖蜜库存可支撑生产至Q4季度, 短期无需在价格高点进行采购, 二是随着疫情逐渐稳定酒精需求趋缓, 叠加下半年Q4进入传统榨季供给增加, 糖蜜价格料将有所回落, 三是公司作为国内酵母产业龙头, 议价能力强, 规模采购有价格优势, 且能通过提价进行一定程度的成本压力转移。上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为11.04%/3.81%/3.91%/1.25%, 同比-0.13pct/+0.40pct/-0.23pct/-0.09pct, 其中管理费用率提高主要系上半年管理费用增加了停工损失、防疫费用共3745万元。此外, 公司其他收益6477万元/+115.47%, 主要系收到政府补助增加。主要受益于毛利率大幅上升影响, 公司上半年净利率同比提高4.06pct至16.56%, 其中Q1/Q2净利率分别为14.79%/18.14%。上半年公司经营活动现金净流入8.21亿元/+369.41%, 净现比1.14, 现金流状况同比大幅改善。

## 加固产能护城河, 酵母家用化潜力大

公司产能规划积极: 公司现有酵母产能约25万吨, 其中海外约4万吨, 计划5年内将产能提升至33-35万吨, 其中海外约8-10万吨, 测算期间产能CAGR约为5-6%, 匹配公司产销量两位数增长。不断加大产能建设也是在不断加深公司的护城河, 重资产是酵母行业的壁垒之一。未来需求端酵母家用化仍有较大发展潜力, 且C端产品具有单位使用量更高、单价更高、利润率更高的特点, 有助于推动公司传统酵母销量、收入、盈利的持续增长, 并进一步带动YE等下游衍生品和食品原料等产品的销售增长。

## ■ 投资建议

我们预计公司2020-2022年归属净利润分别为12.91/14.72/17.07亿元，对应EPS分别为1.57/1.79/2.07元/股，对应PE分别为44/38/33倍（按2020/8/18收盘价计算）。公司是国内酵母第一、全球第三企业，产能规模领先，受益于酵母家庭消费兴起和加快海外布局，酵母业务有望保持快速增长态势，具备成长性价值。首次覆盖，给予“增持”评级。

## ■ 风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险、原材料价格上涨风险等。

## ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7652.75	8978.58	10326.48	11559.29
年增长率		17.32%	15.01%	11.94%
归属于母公司的净利润	901.50	1291.18	1472.14	1706.91
年增长率		43.23%	14.01%	15.95%
每股收益 (元)	1.09	1.57	1.79	2.07
PER (X)	62.38	43.55	38.20	32.95

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2020/8/18收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	664	1796	2065	3084
应收和预付款项	1098	1379	1316	1692
存货	1992	2383	2643	2968
其他流动资产	112	112	112	112
长期股权投资	24	24	24	24
投资性房地产	5	4	4	3
固定资产和在建工程	5538	5369	4940	4410
无形资产和开发支出	328	288	247	207
其他非流动资产	146	99	95	91
<b>资产总计</b>	<b>9907</b>	<b>11454</b>	<b>11446</b>	<b>12591</b>
短期借款	787	1525	323	0
应付和预收款项	1623	1662	1806	2057
长期借款	1429	1429	1429	1429
其他负债	770	620	620	620
<b>负债合计</b>	<b>4609</b>	<b>5236</b>	<b>4178</b>	<b>4106</b>
股本	824	824	824	824
资本公积	652	652	652	652
留存收益	3840	4417	5400	6541
归属母公司股东权益	5030	5893	6876	8017
少数股东权益	268	325	391	468
<b>股东权益合计</b>	<b>5297</b>	<b>6218</b>	<b>7268</b>	<b>8485</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9907</b>	<b>11454</b>	<b>11446</b>	<b>12591</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	1296	1806	2532	2389
投资活动产生现金流量	-815	-515	-491	-441
融资活动产生现金流量	-427	205	-1772	-930
<b>现金流量净额</b>	<b>77</b>	<b>1496</b>	<b>270</b>	<b>1019</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>7653</b>	<b>8979</b>	<b>10326</b>	<b>11559</b>
营业成本	4974	5636	6474	7228
营业税金及附加	69	81	93	105
营业费用	885	1015	1157	1283
管理&研发费用	589	700	795	890
财务费用	78	89	67	26
资产减值损失	-18	-30	0	0
投资收益	-7	0	0	0
其他收益	65	100	70	70
<b>营业利润</b>	<b>1099</b>	<b>1588</b>	<b>1810</b>	<b>2097</b>
营业外收支净额	10	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1109</b>	<b>1587</b>	<b>1810</b>	<b>2098</b>
所得税	169	238	271	315
净利润	940	1349	1538	1783
少数股东损益	38	58	66	77
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>902</b>	<b>1291</b>	<b>1472</b>	<b>1707</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	35.00%	37.23%	37.30%	37.47%
EBIT/销售收入	14.85%	18.84%	18.32%	18.50%
销售净利率	11.69%	15.03%	14.90%	15.43%
ROE	17.02%	21.91%	21.41%	21.29%
资产负债率	44.83%	46.21%	36.90%	32.94%
流动比率	1.24	1.51	2.27	2.98
速动比率	0.47	0.84	1.25	1.81
总资产周转率	0.82	0.79	0.91	0.93
应收账款周转率	9.41	7.70	9.30	8.04
存货周转率	2.50	2.36	2.45	2.43

数据来源：WIND 上海证券研究所

## 分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。