

安琪酵母(600298)

年报业绩预计增长超 50%，酵母主业持续成长

——安琪酵母点评报告

✍️：邓晖 执业证书编号：S1230520040002
☎️：021-80106029
✉️：denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

1月12日，公司公告2020年业绩预告。2020年公司预计实现营收88.01-89.54亿元（同比增长15%-17%），归母净利润13.52-13.97亿元（同比增长50%-55%）。

□ 2020年业绩预计增长50%-55%，酵母主业持续成长

1) 2020年公司业绩预计大幅增长50-55%，全年归母净利率约15.37%-15.61%（同比增长3.59pct-3.83pct）；公司业绩增长主要由于家庭消费业务、电商业务增长迅速，下游衍生品中动物营养、微生物营养、YE食品调味、酿造与生物能源等业务保持良好增长态势，核心产品销售收入增长、产能利用率提升带动毛利率有所提升；20Q1-Q3，公司实现营收64.26亿元（同比+15.58%），归母净利润10.12亿元（同比+52.12%），其中酵母及深加工产品实现营收50.60亿元（占比80.04%），同比+14.09%。

2) 经推算，20Q4公司预计实现营收23.74-25.27亿元（同比增长13.46%-20.77%），预计归母净利润约3.40-3.85亿元（同比+44.02%至+63.12%），归母净利率约14.31%-15.23%（同比+3.04pct至+3.95pct）。

□ 酵母主业BC两端需求齐发力，全渠道布局+产能扩张支撑成长

1) C端居家消费+海外业务拓展表现亮眼，疫后餐饮恢复有望接力高增长：a) 据美团数据，20H1居家期间美团外卖酵母/酒曲销量上涨超40倍；7月阿里系平台电烤箱成交额同比+43%，家居烹饪习惯养成或为C端需求延续奠定基础；20H1欧美市场受疫情影响酵母供应不足，公司趁势攻入欧洲，上半年出口同比+23%；b) 20Q3伴随疫情影响减弱，国内餐饮恢复至80%以上，B端餐饮复苏为酵母需求增长续航；2) 全渠道发力驱动放量：a) 持续做大做深经销网络；截至20Q3公司经销商数量达17,829个，较19年末净增1,994个，其中国内/海外经销商数量分别达14,309/3,520个，国内网点已渗透大部分县镇；b) 加码电商建设，新媒体+直播引流提升知名度；公司2014年即成立安琪电商，2019年吸收合并贝太文化传媒，借力新媒体提升C端知名度、实现电商引流，20Q1-Q3线上营收22.14亿元（同比+55.32%）；20年8月13日公司携手薇娅直播带货，当晚安琪酵母旗舰店销售额达168万元，居天猫交易指数行业第一，安琪纽特淘宝直播间粉丝量达68.48万；3) 规划产能2.5万吨支撑成长：截至20年12月公司已有产能超25万吨；公司开启新一轮产能投放期，20年5月落子云南普洱澜沧，投资5.4亿元拟建年产2.5万吨酵母生产线项目一期，为业务扩张提供有力支撑。

□ 卓越管理能力熨平成本周期，加码研发投入突破技术难题

1) 新旧管理层交接顺利，强管理能力熨平糖蜜成本周期影响：a) 2019年，具备30年化工从业经历的熊涛先生接任董事长后积极推动组织架构改革，20年3月公司拆分安琪纽特独立运营营养品业务，8月筹划子公司宏裕包材上市；b) 多措并举平滑成本波动：公司积极布局上游糖厂、签订长期合作协议保证糖蜜供应，管理层准确研判糖价周期控成本；15-19年原料成本占比-10.3pct；2) 加码研发投入突破技术难题：19年公司研发投入3.33亿元（同比+19.24%），研发费用率4.36%（同比+0.18pct）；公司与多家科研院所合作打造酵母产业化研究平台，截至19年末共有研发项目246项/专利644件，主持或参与制定国标/行标40余项，完成重大科技计划70余项；20年5月公司推出抗吸潮YE，率先突破技术难题。

□ 投资建议

公司是亚洲第一/世界第三大酵母企业，酵母主业BC两端需求齐发力，全渠道布局+产能扩张支撑成长；卓越管理能力熨平成本周期，加码研发投入突破技术难题。预计20-22年归母净利13.68/15.56/18.05亿，增速51.80%/13.73%/15.97%，对应1月12日估值35.89/31.56/27.21倍（市值491亿）。

□ 风险提示

食品安全控制风险；原材料价格波动风险；产品技术创新风险

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥59.6

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.36

2Q/2020

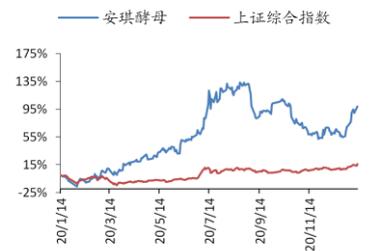
0.50

1Q/2020

0.37

4Q/2019

0.29



公司简介

公司是酵母行业龙头，主营业务为酵母及衍生物的研产销，酵母产业化水平国内领先，作为亚洲第一、全球第三大酵母生产商，公司营销网络遍布全球，产品远销海外155个国家和地区，截至2020H1公司酵母类产品全球市场份额达12%，国内市场份额稳居第一。

相关报告

- 1 《安琪酵母：Q1业绩增长28%，盈利能力回升》2020.04.23
- 2 《安琪酵母：Q2业绩增长83%，C端业务表现亮眼》2020.08.17
- 3 《安琪酵母：Q3业绩增长46%，B端复苏接力成长》2020.10.25

分析师：邓晖

联系人：邓晖、杨骥

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	7653	8953	10036	11415
(+/-)	14.47%	16.99%	12.10%	13.74%
净利润	902	1368	1556	1805
(+/-)	5.23%	51.80%	13.73%	15.97%
每股收益(元)	1.09	1.66	1.89	2.19
P/E	54.48	35.89	31.56	27.21

表 1：安琪酵母分季度财务数据一览

单位：百万元	2020Q1-Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要								
营业总收入	6,426.23	2,084.60	2,291.28	2,050.35	2,092.80	1,846.21	1,894.09	1,819.65
YOY	15.58%	12.91%	20.97%	12.68%	17.13%	17.43%	11.65%	11.61%
毛利率	40.14%	39.30%	42.88%	37.94%	33.96%	33.72%	36.05%	36.43%
毛利	2,579.76	819.27	982.53	777.96	710.70	622.46	682.79	662.82
YOY	31.08%	31.62%	43.90%	17.37%	4.65%	17.04%	10.44%	10.69%
期间费用率	20.68%	22.08%	20.57%	19.39%	20.92%	20.03%	20.44%	19.67%
其中：销售费用	729.75	250.39	263.99	215.38	246.53	223.64	211.29	203.62
销售费用率	11.36%	12.01%	11.52%	10.50%	11.78%	12.11%	11.16%	11.19%
其中：管理费用	231.64	66.16	85.40	80.08	71.59	57.38	64.95	61.77
管理费用率	3.60%	3.17%	3.73%	3.91%	3.42%	3.11%	3.43%	3.39%
其中：研发费用	278.09	108.43	102.68	66.98	92.10	87.81	80.41	73.14
研发费用率	4.33%	5.20%	4.48%	3.27%	4.40%	4.76%	4.25%	4.02%
其中：财务费用	89.75	35.38	19.24	35.13	27.67	0.90	30.49	19.36
财务费用率	1.40%	1.70%	0.84%	1.71%	1.32%	0.05%	1.61%	1.06%
归母净利润	1,012.49	293.53	415.64	303.31	235.92	201.30	227.31	236.97
YOY	52.12%	45.82%	82.85%	28.00%	28.96%	17.76%	0.83%	-14.56%
归母净利率	15.76%	14.08%	18.14%	14.79%	11.27%	10.90%	12.00%	13.02%
扣非归母净利润	946.71	277.74	388.36	280.62	210.15	190.72	207.46	228.62
YOY	51.04%	45.63%	87.20%	22.75%	16.43%	21.18%	-4.20%	-13.39%
扣非归母净利率	14.73%	13.32%	16.95%	13.69%	10.04%	10.33%	10.95%	12.56%
资产负债表摘要								
货币资金	836.96	836.96	927.80	918.44	663.69	552.28	854.96	197.50
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	848.93	848.93	960.18	984.97	813.61	991.02	1,069.00	1,030.04
YOY	-14.34%	-14.34%	-10.18%	-4.38%	-6.82%	17.59%	18.73%	34.80%
存货	1,850.90	1,850.90	2,013.27	1,980.68	1,992.05	1,715.07	1,850.98	1,989.31
YOY	7.92%	7.92%	8.77%	-0.43%	6.55%	-1.17%	5.03%	19.55%
预付账款	137.78	137.78	137.91	133.01	126.88	160.50	147.43	156.63
YOY	-14.15%	-14.15%	-6.46%	-15.08%	-12.36%	-6.89%	7.36%	-20.98%
应付账款及应付票据	970.49	970.49	980.95	965.36	1,204.76	939.38	932.01	1,198.11
YOY	3.31%	3.31%	5.25%	-19.43%	7.01%	13.32%	9.90%	40.81%
其它应付款	42.88	42.88	42.45	31.99	43.33	45.25	70.47	52.15
现金流量表摘要								
经营活动现金净流量	1,525.18	704.30	544.20	276.68	549.07	572.04	147.75	27.13
筹资活动现金净流量	-806.96	-517.88	-402.36	113.28	-291.47	-675.49	626.36	-86.83
投资活动现金净流量	-533.19	-266.65	-155.71	-110.82	-377.92	-202.94	-118.92	-115.41
ROE	19.18%	5.41%	7.92%	5.95%	4.80%	4.30%	4.97%	5.35%
YOY(+/-)	4.54%	1.12%	2.95%	0.60%	0.47%	0.09%	-0.62%	-1.66%
资产负债率	42.36%	42.36%	45.70%	46.30%	46.53%	46.91%	51.22%	47.43%
YOY(+/-)	-4.55%	-4.55%	-5.52%	-1.13%	-2.77%	-2.63%	0.92%	0.48%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3866	5323	6762	8366	营业收入	7653	8953	10036	11415
现金	664	1663	2718	3899	营业成本	4974	5365	6005	6824
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	69	89	97	109
应收账款	814	1028	1119	1200	营业费用	885	1035	1161	1320
其它应收款	32	53	54	59	管理费用	256	302	337	384
预付账款	127	160	179	194	研发费用	333	390	437	497
存货	1992	2265	2525	2828	财务费用	78	110	105	83
其他	237	155	167	186	资产减值损失	16	34	36	36
非流动资产	6041	6214	6300	6366	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(7)	(7)	(7)	(7)
长期投资	24	28	27	26	其他经营收益	65	53	53	57
固定资产	5195	5507	5623	5738	营业利润	1099	1674	1905	2211
无形资产	292	273	256	242	营业外收支	10	10	10	10
在建工程	343	244	226	197	利润总额	1109	1683	1915	2220
其他	187	161	168	162	所得税	169	257	292	339
资产总计	9907	11537	13062	14732	净利润	940	1427	1623	1882
流动负债	2988	3544	3771	3885	少数股东损益	38	58	66	77
短期借款	787	1301	1206	1098	归属母公司净利润	902	1368	1556	1805
应付款项	1205	1395	1534	1724	EBITDA	1693	2173	2433	2748
预收账款	121	157	182	196	EPS (最新摊薄)	1.09	1.66	1.89	2.19
其他	875	692	849	867	主要财务比率				
非流动负债	1621	1598	1604	1608		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	1429	1429	1429	1429	成长能力				
其他	192	169	176	179	营业收入	14.47%	16.99%	12.10%	13.74%
负债合计	4609	5142	5375	5493	营业利润	12.65%	52.25%	13.81%	16.05%
少数股东权益	268	326	392	469	归属母公司净利润	5.23%	51.80%	13.73%	15.97%
归属母公司股东权益	5030	6069	7295	8771	获利能力				
负债和股东权益	9907	11537	13062	14732	毛利率	35.00%	40.07%	40.17%	40.21%
					净利率	12.28%	15.94%	16.17%	16.48%
					ROE	18.30%	23.41%	22.10%	21.33%
					ROIC	14.11%	16.89%	16.78%	17.02%
					偿债能力				
					资产负债率	46.53%	44.57%	41.15%	37.28%
					净负债比率	49.52%	57.40%	54.51%	49.54%
					流动比率	1.29	1.50	1.79	2.15
					速动比率	0.63	0.86	1.12	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.84	0.82	0.82
					应收帐款周转率	9.68	10.01	9.65	9.75
					应付帐款周转率	5.26	5.09	4.88	5.10
					每股指标(元)				
					每股收益	1.09	1.66	1.89	2.19
					每股经营现金	1.57	1.62	2.43	2.80
					每股净资产	6.10	7.36	8.85	10.64
					估值比率				
					P/E	54.48	35.89	31.56	27.21
					P/B	9.76	8.09	6.73	5.60
					EV/EBITDA	16.06	23.37	20.45	17.63

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>