

安琪酵母 (600298.SH)

业绩表现亮眼，未来增长可期

事件：公司发布2020年业绩预告。公司预计2020年实现归母净利润13.52-13.97亿元，同比增加约50%-55%。单四季度来看，公司预计归母净利润3.40-3.85亿元，同比增加约44%-63%，略超市场预期。

多渠道共同发力，主营收入双位数高增。公司预计2020年公司主营业务收入增长15%-17%。疫情期间C端高增，同时加大海外布局（Q1/Q2/Q3海外营收同比增速分别为15%/21%/13%，海外疫情仍在扩散，我们认为公司四季度海外营收仍保持双位数增长态势），带动核心产品销售收入增长，随着疫情好转，四季度B端需求亦稳步恢复。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均保持良好的增长态势。

小包装+提价+产能利用率提升推动利润增长加速。公司3月初提升C端产品价格，其中小包装产品提价15%，从上半年数据来看，酵母小包装在酵母内销中的占比约30%，上半年提价幅度约4%。由于小包装毛利率超50%，C端销售占比提升叠加提价影响，带动毛利率同比走高。同时报告期内实现对总部酵母工厂的搬迁技改升级，产能利用率优化。此外，公司亦通过缩减促销活动降低销售费用率，为盈利空间释放奠定基础。

B端恢复+海外拓张助力长期增长。2021年将迎来公司十四五规划的第一年，目前公司在海外市占率提升空间较大，2020年公司在疫情期间通过干酵母优势实现突破，我们认为随着产能的扩张，公司有望重点布局海外市场，从而为公司带来较大增长空间。国内来看，B端渠道为公司主要渠道，疫情好转将促进B端需求恢复，支持需求增长。此外，报告期内，公司推出股权激励计划，对公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干等共计1891人（占员工总人数20.57%）进行激励，激励机制日趋完善。

盈利预测：小包装+提价+产能利用率提升推动利润增长加速，我们上调业绩预测，预计20/21/22年营收分别为89.8/102.2/117.3亿元，同比+17.3%/13.8%/14.8%；归母净利润13.6/15.2/17.0亿元，同比+51.3%/11.4%/12.1%；对应PE分别为36/32/29倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；原材料价格波动风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,686	7,653	8,978	10,219	11,728
增长率 yoy (%)	15.8	14.5	17.3	13.8	14.8
归母净利润(百万)	857	902	1,364	1,520	1,704
增长率 yoy (%)	1.1	5.2	51.3	11.4	12.1
EPS 最新摊薄(元/股)	1.04	1.09	1.66	1.84	2.07
净资产收益率(%)	19.8	17.7	22.2	20.7	19.4
P/E(倍)	57.3	54.5	36.0	32.3	28.8
P/B(倍)	11.44	9.76	8.10	6.73	5.65

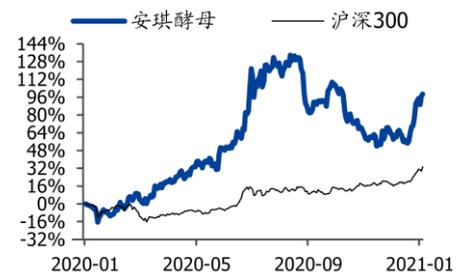
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	农产品加工
前次评级	增持
最新收盘价	59.60
总市值(百万元)	49,115.22
总股本(百万股)	824.08
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	13.29

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 《安琪酵母(600298.SH)：收入稳步增长，全球加速布局可期》2020-10-23
- 《安琪酵母(600298.SH)：收入增长加速，业绩表现超预期》2020-08-18
- 《安琪酵母(600298.SH)：C端需求提升，业绩表现亮眼》2020-04-24



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3410	3866	5800	6332	7550	营业收入	6686	7653	8978	10219	11728
现金	374	664	1878	2138	2453	营业成本	4258	4974	5497	6351	7349
应收票据及应收账款	873	814	1165	1087	1498	营业税金及附加	67	69	90	102	117
其他应收款	40	32	52	44	66	营业费用	756	885	988	1124	1314
预付账款	145	127	192	171	245	管理费用	228	256	341	337	387
存货	1870	1992	2276	2655	3050	研发费用	280	333	395	450	516
其他流动资产	109	237	237	237	237	财务费用	129	78	40	32	5
非流动资产	5571	6041	6686	7158	7737	资产减值损失	0	-18	0	0	0
长期投资	30	24	17	10	4	其他收益	-1	65	0	0	0
固定资产	4807	5195	5840	6319	6917	公允价值变动收益	42	0	0	0	0
无形资产	284	292	282	272	258	投资净收益	-1	-7	0	0	0
其他非流动资产	449	530	547	557	558	资产处置收益	976	0	0	0	0
资产总计	8980	9907	12486	13490	15287	营业利润	976	1099	1627	1823	2041
流动负债	3622	2988	4703	4653	5208	营业外收入	11	14	10	10	10
短期借款	1530	787	2042	1744	1977	营业外支出	5	4	4	4	4
应付票据及应付账款	1126	1205	1371	1605	1838	利润总额	982	1109	1633	1829	2047
其他流动负债	965	996	1290	1304	1392	所得税	982	169	212	238	266
非流动负债	805	1621	1395	1146	906	净利润	900	940	1421	1591	1781
长期借款	640	1429	1202	954	714	少数股东损益	43	38	57	71	77
其他非流动负债	165	192	192	192	192	归属母公司净利润	857	902	1364	1520	1704
负债合计	4427	4609	6098	5799	6114	EBITDA	2307	1700	2173	2446	2729
少数股东权益	260	268	324	396	473	EPS (元)	1.04	1.09	1.66	1.84	2.07
股本	824	824	824	824	824						
资本公积	652	652	652	652	652						
留存收益	3241	3840	4727	5753	6896						
归属母公司股东权益	4293	5030	6064	7295	8700						
负债和股东权益	8980	9907	12486	13490	15287						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1144	1296	1415	2112	1797
净利润	900	940	1421	1591	1781
折旧摊销	425	469	448	527	610
财务费用	129	78	40	32	5
投资损失	1	7	0	0	0
营运资金变动	-342	473	-494	-38	-599
其他经营现金流	31	-672	0	0	0
投资活动现金流	-1012	-815	-1094	-999	-1189
资本支出	1012	827	652	478	585
长期投资	0	0	7	7	7
其他投资现金流	1	12	-435	-514	-597
筹资活动现金流	-137	-427	-362	-555	-525
短期借款	-56	-743	0	0	0
长期借款	-262	789	-226	-248	-240
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	181	-473	-135	-307	-285
现金净增加额	-43	77	-40	558	83

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.8	14.5	17.3	13.8	14.8
营业利润(%)	0.3	12.7	48.0	12.0	12.0
归属于母公司净利润(%)	1.1	5.2	51.3	11.4	12.1
获利能力					
毛利率(%)	36.3	35.0	38.8	37.8	37.3
净利率(%)	12.8	11.8	15.2	14.9	14.5
ROE(%)	19.8	17.7	22.2	20.7	19.4
ROIC(%)	0.0	14.0	15.3	15.9	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	49.3	46.5	48.8	43.0	40.0
净负债比率(%)	55.9	33.7	28.7	13.5	8.0
流动比率	0.9	1.3	1.2	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.6	9.1	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.09	1.66	1.84	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.57	1.72	2.56	2.18
每股净资产(最新摊薄)	5.21	6.10	7.36	8.85	10.56
估值比率					
P/E	57.3	54.5	36.0	32.3	28.8
P/B	11.4	9.8	8.1	6.7	5.6
EV/EBITDA	22.5	30.1	23.6	20.7	18.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com