消费升级与娱乐研究中心

安琪酵母 (600298.SH) 买入（维持评级）

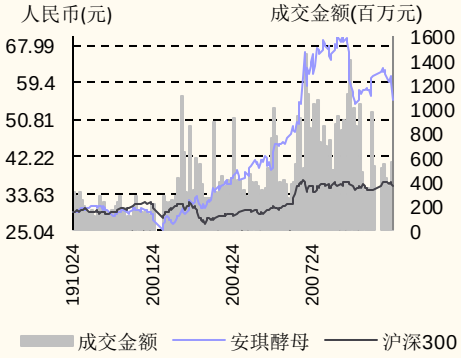
公司点评

市场价格（人民币）： 55.21 元

维持高增长态势，消费粘性显现

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.24
已上市流通 A 股(亿股)	8.24
总市值(亿元)	454.98
年内股价最高最低(元)	62.88/55.21
沪深 300 指数	4718
上证指数	3278



公司基本情况(人民币)

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,686	7,653	8,130	9,594	11,513
营业收入增长率	15.8%	14.5%	6.2%	18.0%	20.0%
归母净利润(百万元)	856.67	901.50	1,296.53	1,384.00	1,709.22
归母净利润增长率	1.1%	5.2%	43.82%	6.75%	23.50%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.09	1.57	1.68	2.07
每股经营性现金流净额	1.39	1.57	1.56	1.90	2.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.96%	17.92%	21.62%	19.86%	20.89%
P/E	24	28	21	19	16
P/B	4.84	5.02	4.46	3.84	3.27

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年三季报，2020 年 1-9 月公司实现营收 64 .26 亿元，同比增长 15.58%，实现归母净利 10.12 亿元，同比增长 52.12%；其中 2020Q3 实现营收 20.85 亿元，同比增长 12.91%，实现归母净利 2.94 亿元，同比增长 45.82%。

经营分析

- **Q3 季度延续高增长态势：**公司 2020Q1、Q2、Q3 营收增速分别为 12.68%、20.97%、12.91%；归母净利润增速分别为 45.82%、82.85%、28.00%。Q3 基本延续上半年的高增长态势，在外出活动复苏后依旧保持高增速，说明小包装酵母需求粘性较大，消费者基础已经逐步建立。
- **旺盛需求为业绩主推力：**上半年由于疫情影响，国内居家消费、家庭烹饪需求高增，使得疫情期间小包装酵母需求旺盛，产品周转速度较快。国外方面，受疫情影响运输物流严重受限，公司主要生产干酵母产品，与国外竞品相比，在储存和运输上具备明显优势，因此增长迅猛。叠加提价效应，公司前三季度家庭消费业务、电商业务增长迅速，此外下游衍生品中 YE、动物营养、微生物营业、酿造、酶制剂等业务也保持良好的增长态势。
- **疫情促进消费者教育，长期看好龙头提价空间：**疫情期间消费者对家庭饮食和健康的关注度大幅提升，使得消费者对公司产品品质和品牌的认知度增加。家庭端消费粘性较大，对品牌的依赖度较高，公司作为国内酵母龙头，基于良好的产品品质和品牌力，市场份额提升空间可观，且龙头企业具备议价能力，有望实现量价齐升。

投资建议

- 我们预计公司 Q4 季度将维持前三季度的增长态势，预计 2020-2022 年归母净利润为 12.97 亿元、13.84 亿元和 17.09 亿元，分别较上次预测上调了 28.42%、14.38%和 15.47%，同比增速为 43.82%、6.75%和 23.50%；对应 EPS 分别为 1.57 元、1.68 元和 2.07 元，对应 PE 估值分别为 21 倍、19 倍和 16 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动；消费者需求培育不及预期；产能不足问题；新厂商进入行业、行业竞争加剧。

相关报告

1.《业绩略超预期，提升全球竞争力-安琪酵母点评报告》，2020.4.23

2.《经营逐季改善，持续推进全球化-安琪酵母年报点评》，2020.3.31

3.《周期向上，全球化开启新一轮成长-安琪酵母深度报告》，2020.3.11

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**5,776**	**6,686**	**7,653**	**8,430**	**9,594**	**11,513**
增长率		15.8%	14.5%	10.2%	13.8%	20.0%
主营业务成本	-3,602	-4,258	-4,974	-5,143	-5,948	-7,138
%销售收入	62.4%	63.7%	65.0%	61.0%	62.0%	62.0%
毛利	2,174	2,428	2,679	3,288	3,646	4,375
%销售收入	37.6%	36.3%	35.0%	39.0%	38.0%	38.0%
营业税金及附加	-62	-67	-69	-76	-86	-104
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-629	-756	-885	-970	-1,060	-1,266
%销售收入	10.9%	11.3%	11.6%	11.5%	11.1%	11.0%
管理费用	-460	-228	-256	-278	-317	-380
%销售收入	8.0%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	0	-280	-333	-337	-384	-461
%销售收入	0.0%	4.2%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润（EBIT）	1,023	1,097	1,135	1,627	1,799	2,164
%销售收入	17.7%	16.4%	14.8%	19.3%	18.8%	18.8%
财务费用	-86	-129	-78	-158	-180	-173
%销售收入	1.5%	1.9%	1.0%	1.9%	1.9%	1.5%
资产减值损失	-26	-32	-18	-15	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	-1	-7	-10	0	10
%税前利润	0.9%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.5%
营业利润	973	976	1,099	1,519	1,689	2,081
营业利润率	16.9%	14.6%	14.4%	18.0%	17.6%	18.1%
营业外收支	1	6	10	10	10	10
税前利润	975	982	1,109	1,529	1,699	2,091
利润率	16.9%	14.7%	14.5%	18.1%	17.7%	18.2%
所得税	-82	-82	-169	-229	-255	-314
所得税率	8.4%	8.4%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	893	900	940	1,300	1,444	1,777
少数股东损益	45	43	38	43	50	60
归属于母公司的净利润	**847**	**857**	**902**	**1,257**	**1,394**	**1,717**
净利率	14.7%	12.8%	11.8%	14.9%	14.5%	14.9%
		1%	5%	39%	11%	23%

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	893	900	940	1,300	1,444	1,777
少数股东损益	45	43	38	43	50	60
非现金支出	381	458	487	27	20	19
非经营收益	72	76	118	85	86	76
营运资金变动	-224	-290	-247	-613	-268	-375
经营活动现金净流	**1,122**	**1,144**	**1,297**	**798**	**1,282**	**1,497**
资本开支	-926	-1,012	-815	-564	-510	-510
投资	0	0	0	0	0	0
其他	19	0	0	-10	0	10
投资活动现金净流	**-907**	**-1,012**	**-815**	**-574**	**-510**	**-500**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	251	277	2	103	-179	-274
其他	-382	-452	-406	-430	-512	-594
筹资活动现金净流	**-131**	**-175**	**-404**	**-326**	**-691**	**-868**
现金净流量	**84**	**-43**	**78**	**-102**	**81**	**129**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	417	374	664	562	643	772
应收款项	730	913	971	970	1,130	1,361
存货	1,537	1,870	1,992	1,916	2,216	2,660
其他流动资产	226	253	239	284	308	344
流动资产	2,910	3,410	3,866	3,732	4,298	5,137
%总资产	36.3%	38.0%	39.0%	36.1%	37.6%	40.2%
长期投资	31	35	63	63	63	63
固定资产	4,668	5,087	5,539	6,039	6,539	7,039
%总资产	58.1%	56.6%	55.9%	58.4%	57.3%	55.1%
无形资产	337	324	340	338	338	339
非流动资产	5,117	5,571	6,041	6,605	7,120	7,636
%总资产	63.7%	62.0%	61.0%	63.9%	62.4%	59.8%
资产总计	**8,027**	**8,980**	**9,907**	**10,338**	**11,418**	**12,773**
短期借款	1,588	2,127	854	939	761	487
应付款项	1,110	1,313	1,370	1,241	1,433	1,719
其他流动负债	185	181	765	248	274	322
流动负债	2,883	3,622	2,988	2,429	2,468	2,529
长期贷款	902	640	1,429	1,429	1,429	1,429
其他长期负债	149	165	192	212	223	234
负债	**3,934**	**4,427**	**4,609**	**4,070**	**4,119**	**4,191**
普通股股东权益	**3,843**	**4,293**	**5,030**	**5,957**	**6,939**	**8,162**
其中：股本	824	824	824	824	824	824
未分配利润	2,383	2,896	3,433	4,361	5,342	6,565
少数股东权益	251	260	268	311	361	421
负债股东权益合计	**8,027**	**8,980**	**9,907**	**10,338**	**11,418**	**12,773**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.028	1.040	1.094	1.525	1.691	2.084
每股净资产	4.663	5.209	6.104	7.229	8.420	9.904
每股经营现金净流	1.361	1.388	1.574	0.969	1.556	1.817
每股股利	0.350	0.350	0.400	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	22.05%	19.96%	17.92%	21.10%	20.09%	21.04%
总资产收益率	10.55%	9.54%	9.10%	12.18%	12.23%	13.48%
投入资本收益率	14.21%	13.71%	12.65%	15.99%	16.09%	17.50%
增长率						
主营业务收入增长率	18.83%	15.75%	14.47%	10.16%	13.80%	20.00%
EBIT增长率	62.33%	7.25%	3.48%	43.31%	10.56%	20.32%
净利润增长率	58.33%	1.12%	5.23%	39.44%	10.88%	23.20%
总资产增长率	18.44%	11.87%	10.32%	4.35%	10.46%	11.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.9	37.6	37.7	36.8	37.5	37.5
存货周转天数	139.4	146.0	141.7	136.0	136.0	136.0
应付账款周转天数	74.6	80.7	69.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	282.8	262.5	247.8	242.2	228.1	202.8
偿债能力						
净负债/股东权益	50.65%	52.56%	30.56%	28.82%	21.18%	13.32%
EBIT利息保障倍数	12.0	8.5	14.5	10.3	10.0	12.5
资产负债率	49.01%	49.30%	46.53%	39.28%	35.93%	32.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH