安琪酵母（600298）

提价红利延续，B 端逐步恢复

买入（维持）

2020 年 10 月 23 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,653	8790	10060	11409
同比（%）	14.5%	14.9%	14.5%	13.4%
归母净利润（百万元）	901	1259	1476	1737
同比（%）	5.2%	40.2%	17.3%	17.7%
每股收益（元/股）	1.09	1.53	1.79	2.11
P/E（倍）	61.14	38.96	33.21	28.22

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 64.26 亿元 （+15.6%），归母净利 10.12 亿元（+52.1%），扣非净利 9.47 亿元（+51.0%）。其中，20Q3 实现营收 20.85 亿元 （+12.9%），归母净利 2.94 亿元（+45.8%）。

投资要点

- **提价利好持续释放，B 端逐步恢复。**公司 20Q1-Q3 实现营收 64.26 亿元（+15.6%），其中 20Q3 实现营收 20.85 亿元 （+12.9%），回归稳健增长。**分区域看，**20Q3 国内实现收入 14.2 亿元（+8%），主要是 1）公司于 3 月对小包装产品提价 15%+，Q3 继续享受提价红利；2）B 端渠道恢复贡献增量；3）20Q3 国内经销商增加 598 家至 17829 家，公司渠道扩容。**20Q3 海外**实现收入 6.0 亿元（+13%），受海外疫情影响，增速高于国内，Q3 经销商增加 122 家至 2306 家。**分业务看，**Q3 酵母及深加工产品/制糖/包装/奶制品/其他分别实现收入 16.0/0.9/0.8/0.1/2.5 亿元，同增+13/-49/+23/-25/+41%。

- **强成本控制能力，业绩维持高增。**20Q1-Q3 毛利率 40.14%(+4.75pct)，其中 20Q3 毛利率 39.3%(+5.59pct)，1）提价和小包装占比提升带动毛利率上移，小包装毛利率超过 50%（高出大包装约 20pct），改善盈利能力 2）此外公司提前锁定全年 70%+的糖蜜采购，使得今年糖蜜成本基本持平，而生产辅料、包材、水电气等能源价格有所下降。Q3 单季度毛利率回落 3.5pct，预计主要是 B 端逐步恢复，小包装占比略有下降导致。20Q3 销售费用率 12.01%(-0.1pct)，基本持平；管理费用率（含研发）8.38%(+0.51pct)，主要是研发投入持续加大。20Q3 公司收到政府补助 3063 万元，其中与收入/资产相关分别为 2587/476 万元。综上，20Q1-Q3 归母净利 10.12 亿元(+52.1%)，其中 Q3 归母净利 2.94 亿元(+45.8%)。

- **展望长期，国内阔份额，海外扩规模。国内：**疫情期间小酵母厂经营普遍困难，并逐步退出市场，行业整合加速。疫情期间小包装提价已经展现公司行业定价权，预计在行业竞争格局持续优化的过程中，定价权将为利润释放奠定基础。公司酵母抽取物、动物营养等衍生业务增速超过传统酵母业务，长期来看，酵母抽取物具备替代味精等产品的能力。**海外业务，**海外干/鲜酵母价格比为 1:3，成本优势下看好干酵母取代空间；叠加目前全球酵母供需错配，酵母未成熟市场亟待开发，预计随着公司海外产能、销售布局逐步完善，海外市场市占率将会稳步提升。

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司营收增速 15/15/13%；净利增速+40/17/18%，对应 PE 为 39/33/28X，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。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	59.50
一年最低/最高价	24.92/71.95
市净率(倍)	8.87
流通 A 股市值(百万元)	49032.82

基础数据

每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	42.36
总股本(百万股)	824.08
流通 A 股(百万股)	824.08

相关研究

1、《安琪酵母（600298）：疫情推动行业洗牌，成长潜力值得期待》2020-08-17
2、《安琪酵母（600298）：国内外齐头并进，提价红利持续释放》2020-07-14
3、《安琪酵母（600298）：加码云南，再扩产能》2020-05-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

安琪酵母三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3866**	**4109**	**4537**	**5018**
现金	664	875	601	812
应收账款	814	845	1053	1099
存货	1870	1992	2054	2547
其他流动资产	519	397	828	560
非流动资产	**6041**	**6643**	**7677**	**8010**
长期股权投资	24	30	32	34
固定资产	5195	5746	6646	7046
在建工程	343	400	500	400
无形资产	292	300	320	340
其他非流动资产	187	167	179	190
资产总计	**9907**	**10753**	**12214**	**13028**
流动负债	**2988**	**3393**	**4112**	**3661**
短期借款	787	900	1500	1000
应付账款	1205	1278	1545	1552
其他流动负债	996	1215	1067	1109
非流动负债	**1621**	**1165**	**1171**	**1574**
长期借款	1429	1000	1000	1000
其他非流动负债	192	165	171	574
负债合计	**4609**	**4558**	**5283**	**5234**
少数股东权益	268	278	290	304
归属母公司股东权益	5030	5917	6641	7490
负债和股东权益	**9907**	**10753**	**12214**	**13028**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1296	1847	1625	2358
投资活动现金流	-815	-1063	-1405	-1558
筹资活动现金流	-427	-360	-495	-589
现金净增加额	77	212	-274	211
折旧和摊销	469	519	579	596
资本开支	827	616	1020	320
营运资本变动	-247	-46	-578	-124

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7653**	**8790**	**10060**	**11409**
减:营业成本	4974	**5463**	**6212**	**6970**
营业税金及附加	69	79	91	103
营业费用	885	997	1116	1276
管理费用	256	334	388	416
财务费用	78	81	79	80
资产减值损失	-18	-30	-5	-18
加:投资净收益	-7	0	1	1
其他收益	65	121	76	87
营业利润	**1099**	**1540**	**1797**	**2114**
加:营业外净收支	10	6	7	7
利润总额	**1109**	**1546**	**1804**	**2121**
减:所得税费用	169	216	253	297
少数股东损益	38	71	75	87
归属母公司净利润	**901**	**1259**	**1476**	**1737**
EBIT	1538	1996	2344	2747
EBITDA	1069	1477	1764	2152

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.09	1.53	1.79	2.11
每股净资产(元)	6.10	7.18	8.06	9.09
发行在外股份(百万股)	824.1	824.1	824.1	824.1
ROIC(%)	17.3%	21.2%	21.4%	23.2%
ROE(%)	17.7%	21.5%	22.4%	23.4%
毛利率(%)	35.0%	37.9%	38.2%	38.9%
销售净利率(%)	11.8%	14.3%	14.7%	15.2%
资产负债率(%)	46.5%	42.4%	43.3%	40.2%
收入增长率(%)	14.5%	14.9%	14.5%	13.4%
净利润增长率(%)	5.2%	40.2%	17.3%	17.7%
P/E	61.1	39.0	33.2	28.2
P/B	10.40	7.92	7.07	6.29
EV/EBITDA	53.64	34.48	29.21	23.90

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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