安琪酵母（600298）

公司研究/点评报告

Q3 营收增速环比略为走低，利润增速仍处高位

——安琪酵母（600298）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 23 日

一、事件概述

10 月 22 日公司发布 2020 年三季报，1~9 月实现营业收入 64.26 亿元，同比+15.58%；实现归母净利润 10.12 亿元，同比+52.12%，实现基本 EPS 为 1.23 元。

二、分析与判断

➢ 20Q3 营收增速环比略走低，利润增速仍处于高位

2020 年前三季度，公司实现营收/归母净利润 64.26/10.12 亿元，同比分别+15.58%/+52.12%；合 20Q3 单季度实现营收/归母净利润 20.85/2.94 亿元，同比分别+12.91%/+45.82%。总体看，前三季度收入端增速符合年初 14%的收入目标。Q3 收入同比增速较 Q2 有所回落，随着复产复工持续推进，C 端酵母需求回落至正常水平。利润端，前三季度净利润同比增速仍维持高位，Q3 净利润增速环比有所回落，主要原因是 C 端小包装高毛利酵母产品需求环比走弱。

分产品看，1~9 月酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/奶制品分别实现收入 50.60/2.86/2.37/0.29 亿元，同比分别+14.09%/-15.03%/+18.06%/-37.30%；合 Q3 单季度酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/奶制品分别实现收入 15.98/0.85/0.83/0.13 亿元，同比分别+12.64%/-48.92%/+23.02%/-25.02%。酵母产品仍然是公司最主要的收入来源，制糖及奶制品业务同比下滑明显。Q3 酵母产品收入增速环比走弱。

分地区看，1~9 月国内/国外分别实现收入 44.54/18.68 亿元，同比分别+13.89%/+16.36%；合 Q3 分别实现收入 14.23/6.02 亿元，同比分别+8.45%/+12.92%。国外疫情未见明显消退，需求仍处于高位是国外市场收入增速高于国内市场主要原因。

渠道建设方面，三季度末公司国内/国外市场分别有经销商 14309/3520 家，同比分别+16.09%/+13.26%。

➢ C 端小包装占比提升拉高毛利率，汇兑损失增加财务费用

前三季度公司毛利率为 40.14%，同比+4.75ppt（Q3 为 39.30%，同比+5.59ppt），C 端小包装酵母产品占比增加是毛利率提升的主要原因。期间费用率为 20.68%，同比+0.63ppt（Q3 为 22.08%，同比+2.06ppt）。其中销售费用率 11.36%，同比-0.13ppt（Q3 为 12.01%，同比-0.10ppt），原因是酵母产品产销两旺，促销活动减少。管理费用率 3.60%，同比+0.29ppt（Q3 为 3.17%，同比+0.07ppt），原因是疫情相关支出增加。研发费用率 4.33%，同比-0.01ppt（Q3 为 5.20%，同比+0.45ppt）。财务费用率 1.40%，同比+0.48ppt（Q3 为 1.70%，同比+1.65ppt），原因是汇兑损失增加所致，但疫情专项补贴贷款利率较低导致融资成本下降；经营活动现金流改善导致利息收入增加等因素部分抵消了汇兑损失的不利影响。

➢ 酵母主业规模仍有扩大空间，中长期成长性无忧

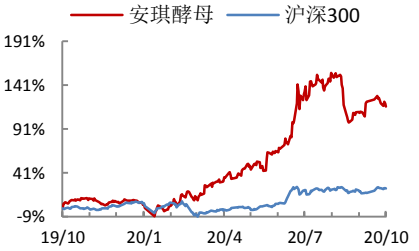
今年 4 月，公司宣布将在宜昌购置工业用地 328 亩，用于建设食品原料类产品加工基地、仓储物流集散地。今年 5 月，公司宣布赴云南普洱设立酵母生产子公司，预计一期工程完工后将贡献 2.5 万吨/年的新增酵母产能。2021 年，公司将开始下一个五年规划，预计酵母产能有望扩张到 33~35 万吨的水平。未来公司酵母主业规模仍有进一步扩大空间，经营业绩中长期平稳增长的确定性较高。

推荐　维持评级

当前价格：　59.50 元

交易数据	2020-10-22
近 12 个月最高/最低	70.1/25.04
总股本（百万股）	824.08
流通股本（百万股）	824.08
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	490.33
流通市值（亿元）	490.33

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003
电话：0755-22662016
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 安琪酵母（600298）2020 年半年报点评：景气度持续走高，20Q2 业绩爆发式增长
2. 安琪酵母（600298）2020 年一季报点评：下游需求旺盛助力 Q1 高增长，高景气度有望延续

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营收 87.86/99.24/112.72 亿元，同比+14.8%/+13.0%/+13.6%；实现归属上市公司净利润 12.92/14.88/17.06 亿元，同比+43.3%/+15.2%/+14.7%，对应 EPS 为 1.57/1.81/2.07 元，目前股价对应 PE 为 38/33/29 倍。尽管目前公司估值水平处于长期估值高位，但公司行业地位稳固、成本转嫁能力强，主业产能仍有扩张空间，长期成长确定性高，维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,653	8,786	9,924	11,272
增长率（%）	14.5%	14.8%	13.0%	13.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	902	1,292	1,488	1,706
增长率（%）	5.2%	43.3%	15.2%	14.7%
每股收益（元）	1.09	1.57	1.81	2.07
PE（现价）	54.4	38.0	33.0	28.7
PB	9.7	8.0	6.7	5.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,653	8,786	9,924	11,272
营业成本	4,974	5,430	6,212	7,067
营业税金及附加	69	84	92	106
销售费用	885	993	1,032	1,144
管理费用	256	290	308	344
研发费用	333	383	432	491
EBIT	1,135	1,607	1,847	2,119
财务费用	78	55	63	60
资产减值损失	(18)	(2)	(3)	(4)
投资收益	(7)	(7)	(7)	(7)
营业利润	1,099	1,600	1,839	2,113
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	1,109	1,608	1,848	2,121
所得税	169	245	282	324
净利润	940	1,363	1,566	1,798
归属于母公司净利润	902	1,292	1,488	1,706
EBITDA	1,605	2,097	2,372	2,675

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	664	1413	2595	3771
应收账款及票据	814	1041	1115	1301
预付款项	127	162	172	203
存货	1992	2286	2567	2969
其他流动资产	112	112	112	112
流动资产合计	3741	5079	6604	8446
长期股权投资	24	17	10	4
固定资产	5195	5555	5929	6297
无形资产	292	276	265	252
非流动资产合计	6166	6223	6141	6018
资产合计	9907	11302	12745	14464
短期借款	787	787	787	787
应付账款及票据	1205	1376	1539	1771
其他流动负债	511	511	511	511
流动负债合计	2988	3213	3438	3744
长期借款	1429	1429	1429	1429
其他长期负债	153	153	153	153
非流动负债合计	1621	1621	1621	1621
负债合计	4609	4834	5059	5365
股本	824	824	824	824
少数股东权益	268	339	418	510
股东权益合计	5297	6468	7685	9099
负债和股东权益合计	9907	11302	12745	14464

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.5%	14.8%	13.0%	13.6%
EBIT 增长率	3.5%	41.5%	15.0%	14.7%
净利润增长率	5.2%	43.3%	15.2%	14.7%
盈利能力				
毛利率	35.0%	38.2%	37.4%	37.3%
净利润率	11.8%	14.7%	15.0%	15.1%
总资产收益率 ROA	9.1%	11.4%	11.7%	11.8%
净资产收益率 ROE	17.9%	21.1%	20.5%	19.9%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.6	1.9	2.3
速动比率	0.6	0.9	1.2	1.5
现金比率	0.2	0.4	0.8	1.0
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	37.2	37.1	37.2	37.2
存货周转天数	139.7	141.9	140.8	141.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	1.1	1.6	1.8	2.1
每股净资产	6.1	7.4	8.8	10.4
每股经营现金流	1.6	1.9	2.5	2.5
每股股利	0.4	0.4	0.4	0.5
估值分析				
PE	54.4	38.0	33.0	28.7
PB	9.7	8.0	6.7	5.7
EV/EBITDA	26.1	20.1	17.4	15.0
股息收益率	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	940	1,363	1,566	1,798
折旧和摊销	487	488	521	552
营运资金变动	(247)	(362)	(115)	(357)
经营活动现金流	1,297	1,543	2,034	2,050
资本开支	815	422	440	431
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(815)	(422)	(440)	(431)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2	0	0	0
筹资活动现金流	(427)	(373)	(412)	(444)
现金净流量	55	749	1,182	1,176

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。