安琪酵母（600298）

疫情推动行业洗牌，成长潜力值得期待

买入（维持）

2020 年 08 月 17 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,653	9,004	10,109	11,360
同比（%）	14.5%	17.7%	12.3%	12.4%
归母净利润（百万元）	901	1,345	1,588	1,867
同比（%）	5.2%	49.2%	18.0%	17.6%
每股收益（元/股）	1.09	1.63	1.93	2.27
P/E（倍）	61.14	40.97	34.71	29.52

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 43.42 亿元 （+17%），归母净利 7.19 亿元（+55%），扣非净利 6.69 亿元（+53%）。20Q2 实现营收 22.91 亿元 （+21%），归母净利 4.16 亿元（+83%），扣非净利 3.88 亿元（+87%）。

投资要点

- **疫后消费趋势延续，国内外齐头并进。**公司 20H1 实现营收 43.42 亿元（+17%），其中 20Q2 实现营收 22.91 亿元 （+21%），环比提速。**分区域看，1）国内小包装热销，提价享红利，**20H1 小包装产品销量预计同增 70%+，公司于 3 月对小包装产品提价 15%+，Q2 充分享受提价红利；此外 500 克大包装进入终端渠道带动增长。**2）海外疫情助公司顺利打开欧美市场，**目前公司海外市场经销商 3398 家，20H1 增加 201 家，逐步进入欧美主流国家，上半年对美出口增长 50%以上，干酵母进入欧洲十几个国家，整体酵母出口同增 20%；展望长期，预计未来海外市场将保持较高增速，同时干酵母、小包装酵母逐步渗透进入欧美主流国家。**分业务看，**动物营养、微生物营养、酶制剂同增 25%+，YE 增速 20%。
- **强成本控制能力，业绩实现高增。**20H1 毛利率 40.55%(+4.32pct)，其中 20Q2 毛利率 42.88%(+6.83pct)，1）提价和小包装占比提升带动毛利率上移，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。20H1 销售费用率 11.04%(-0.13pct)，主要是供销两旺 Q1 促销减弱，其中 Q2 销售费用率 11.52%(+0.37pct)，公司加大市场投放，顺势抢占中小产能份额。20H1 管理费用率（含研发费用）7.72%(+0.17pct)，主要是停工损失和防疫产生费用 0.37 亿元。综上，20H1 归母净利 7.19 亿元（+55%），其中 20Q2 归母净利 4.16 亿元（+83%）。
- **展望长期，国内阔份额，海外扩规模。国内：**20H1 小酵母厂经营普遍困难，并逐步退出市场，行业整合加速。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。受国家“禁抗”养殖影响，7 月动物营养业务增长提速。**海外业务，**在全球酵母供需错配背景下，看好公司以干酵母切入未成熟市场形成消费习惯壁垒，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 18/12/12%；净利增速+49/18/18%，对应 EPS 为 1.63/1.93/2.27 元，PE 为 41/35/30X，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)	66.88
一年最低/最高价	24.92/70.38
市净率(倍)	10.37
流通 A 股市值(百万元)	55114.53

基础数据

每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	45.70
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）：国内外齐头并进，提价红利持续释放》2020-07-14
2、《安琪酵母（600298）：加码云南，再扩产能》2020-05-18
3、《安琪酵母（600298）：短中长期三因素共振：国内烘培热助力升级，海外刚需强加码机遇》2020-04-28

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**	**4183**	**4554**	**5158**
现金	664	870	787	995
应收账款	814	885	1022	1121
存货	1870	1992	2090	2419
其他流动资产	519	436	654	623
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**	**10826**	**12231**	**13168**
流动负债	**2988**	**3423**	**4028**	**3632**
短期借款	787	900	1500	1000
应付账款	1205	1300	1467	1519
其他流动负债	996	1222	1061	1113
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**	**4587**	**5199**	**5206**
少数股东权益	268	279	291	307
归属母公司股东权益	5030	5960	6741	7656
负债和股东权益	**9907**	**10826**	**12231**	**13168**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1296	1928	1889	2441
投资活动现金流	-815	-1145	-1442	-1598
筹资活动现金流	-427	-364	-530	-635
现金净增加额	77	206	-83	208
折旧和摊销	469	519	579	596
资本开支	827	616	1020	320
营运资本变动	-247	-95	-444	-193

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7653**	**9004**	**10109**	**11360**
减:营业成本	4974	5511	6087	6718
营业税金及附加	69	81	91	102
营业费用	885	1026	1144	1308
管理费用	256	334	388	416
财务费用	78	81	79	80
资产减值损失	-18	9	8	-0
加:投资净收益	-7	0	1	1
其他收益	65	53	53	57
营业利润	**1099**	**1646**	**1933**	**2272**
加:营业外净收支	10	7	7	7
利润总额	**1109**	**1652**	**1940**	**2279**
减:所得税费用	169	231	272	319
少数股东损益	38	76	80	93
归属母公司净利润	**901**	**1345**	**1588**	**1867**
EBIT	1538	2132	2490	2917
EBITDA	1069	1614	1910	2322

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.09	1.63	1.93	2.27
每股净资产(元)	6.10	7.23	8.18	9.29
发行在外股份(百万股)	824.1	824.1	824.1	824.1
ROIC(%)	17.3%	22.5%	22.5%	24.2%
ROE(%)	17.7%	22.8%	23.7%	24.6%
毛利率(%)	35.0%	38.8%	39.8%	40.9%
销售净利率(%)	11.8%	14.9%	15.7%	16.4%
资产负债率(%)	46.5%	42.4%	42.5%	39.5%
收入增长率(%)	14.5%	17.7%	12.3%	12.4%
净利润增长率(%)	5.2%	49.2%	18.0%	17.6%
P/E	61.1	41.0	34.7	29.5
P/B	10.40	8.83	7.84	6.92
EV/EBITDA	53.64	35.33	30.16	24.77

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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