消费升级与娱乐研究中心

安琪酵母 (600298.SH) 买入（维持评级）

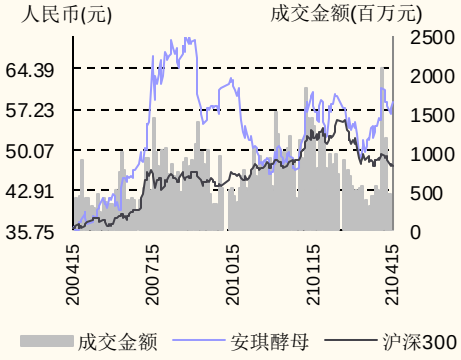
公司点评

市场价格（人民币）：58.33 元

行业景气度延续，提价是战略主线

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)	480.69
年内股价最高最低(元)	70.10/35.75
沪深 300 指数	4949
上证指数	3399



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,653	8,933	10,173	11,632	13,318
营业收入增长率	14.47%	16.73%	13.88%	14.34%	14.49%
归母净利润(百万元)	902	1,372	1,497	1,726	2,026
归母净利润增长率	5.23%	52.14%	9.18%	15.23%	17.39%
摊薄每股收益(元)	1.094	1.664	1.817	2.094	2.458
每股经营性现金流净额	1.57	2.16	2.80	2.78	3.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.92%	23.29%	22.06%	22.06%	22.41%
P/E	28.04	30.69	32.08	27.84	23.72
P/B	5.02	7.15	7.08	6.14	5.32

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021 年 4 月 14 日，公司发布 2021 年一季报，21Q1 实现营业收入 26.56 亿元，同比增长 29.55%；归母净利润 4.42 亿元，同比增长 45.74%。

经营分析

- **会计准则调整导致毛利率承压，提价+产品结构优化释放利润空间。**公司 C 端全线产品延续疫情后供不应求态势，21Q1 实现营收 25.56 亿元，同比+29.55%，增速远超全年目标，主要系 20Q1 低基数。Q1 毛利率实现 33.24%，同比-4.7pcts，主要系新收入准则下调整运费科目。当前糖蜜价格进入上行周期，但 Q1 归母净利润实现 4.42 亿元，同比+45.74%，净利率实现 16.91%，同比+1.32pcts，说明公司自 20 年底起的积极提价及小包装酵母高利润有效扩大了利润空间。
- **短期内产能扩张放缓，提价是利润支撑主线。**当前公司已进入产能扩充慢于市场需求增长阶段，各产品均处满产状态，而年内改造及整合新增产能预计 1+万吨，仅求保障年内量增目标实现，因此当前战略主线在于紧跟行业主流积极提价，今年对 C 端首次提价将在 Q2 落地，且年内预计还有多次调价，一方面有利于应对短期原料成本上行，另一方面多次顺势提价后，未来成本端价格周期性回落形成的利润弹性可期。
- **疫情后行业集中度加速提升，海外干酵母需求扩张助力国际化。①国内：**疫情使酵母及下游衍生品行业进一步出清，行业加速向龙头集中，公司未来凭借领先品牌、产能及渠道布局有望充分享受市场份额红利，未来几年公司规划以价格驱动，辅以自建产能及行业整合并购的双向驱动发展。**②国外：**需求端来看，疫情持续培养消费习惯由鲜酵母转向保质期及运输半径更长的干酵母，便于公司海外工厂辐射范围扩张，叠加公司成立海外营销服务机构，不断挖掘海外市场渠道和客户，公司业务国际化有望加速推进。

盈利预测

- 我们认为，21 年公司提价具有确定性，行业需求高景气下看好成本端压力趋缓后的利润弹性；长期“十四五”产能翻番规划叠加行业集中度提升，公司业务规模仍有较大空间。预计公司 2021-2023 年收入增速为 14%/14%/15%，归母净利润增速为 9%/15%/17%，EPS 为 1.82/2.09/2.46 元，对应当前股价 PE 倍数为 32/28/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、终端消费恢复不及预期、区域性竞争态势变化风险。

相关报告

1.《安琪酵母 2020 年报点评-抢抓需求高增机遇，产品定价权较强》，2021.3.26

2.《维持高增长态势，消费粘性显现-安琪酵母三季报点评》，2020.10.25

3.《业绩略超预期，提升全球竞争力-安琪酵母点评报告》，2020.4.23

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**6,686**	**7,653**	**8,933**	**10,173**	**11,632**	**13,318**
增长率		*14.5%*	*16.7%*	*13.9%*	*14.3%*	*14.5%*
主营业务成本	-4,258	-4,974	-5,896	-6,574	-7,493	-8,498
%销售收入	*63.7%*	*65.0%*	*66.0%*	*64.6%*	*64.4%*	*63.8%*
毛利	2,428	2,679	3,037	3,599	4,139	4,820
%销售收入	*36.3%*	*35.0%*	*34.0%*	*35.4%*	*35.6%*	*36.2%*
营业税金及附加	-67	-69	-79	-92	-105	-120
%销售收入	*1.0%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
销售费用	-756	-885	-646	-814	-989	-1,199
%销售收入	*11.3%*	*11.6%*	*7.2%*	*8.0%*	*8.5%*	*9.0%*
管理费用	-228	-256	-314	-356	-407	-466
%销售收入	*3.4%*	*3.3%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*
研发费用	-280	-333	-386	-437	-500	-573
%销售收入	*4.2%*	*4.4%*	*4.3%*	*4.3%*	*4.3%*	*4.3%*
息税前利润（EBIT）	1,097	1,135	1,612	1,900	2,139	2,462
%销售收入	*16.4%*	*14.8%*	*18.0%*	*18.7%*	*18.4%*	*18.5%*
财务费用	-129	-78	-104	-124	-101	-80
%销售收入	*1.9%*	*1.0%*	*1.2%*	*1.2%*	*0.9%*	*0.6%*
资产减值损失	-32	-16	42	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-7	-3	0	0	0
%税前利润	*n.a*	*n.a*	*n.a*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	976	1,099	1,626	1,776	2,038	2,383
营业利润率	*14.6%*	*14.4%*	*18.2%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.9%*
营业外收支	6	10	2	3	3	3
税前利润	**982**	**1,109**	**1,627**	**1,779**	**2,041**	**2,386**
利润率	*14.7%*	*14.5%*	*18.2%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.9%*
所得税	-82	-169	-205	-231	-265	-310
所得税率	*8.4%*	*15.3%*	*12.6%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
净利润	900	940	1,422	1,547	1,776	2,076
少数股东损益	43	38	51	50	50	50
归属于母公司的净利润	**857**	**902**	**1,372**	**1,497**	**1,726**	**2,026**
净利率	*12.8%*	*11.8%*	*15.4%*	*14.7%*	*14.8%*	*15.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	900	940	1,422	1,547	1,776	2,076
少数股东损益	43	38	51	50	50	50
非现金支出	458	487	462	509	567	624
非经营收益	76	118	108	200	124	107
营运资金变动	-290	-247	-212	52	-181	-199
经营活动现金净流	**1,144**	**1,297**	**1,780**	**2,308**	**2,287**	**2,609**
资本开支	-1,012	-815	-777	-679	-877	-977
投资	0	0	0	-100	-100	-100
其他	0	0	0	-100	-100	-100
投资活动现金净流	**-1,012**	**-815**	**-777**	**-879**	**-1,077**	**-1,177**
股权募资	0	0	3	0	0	0
债权募资	277	2	-266	-590	-213	-309
其他	-452	-406	-174	-747	-818	-921
筹资活动现金净流	**-175**	**-404**	**-438**	**-1,337**	**-1,031**	**-1,229**
现金净流量	**-43**	**78**	**566**	**92**	**179**	**202**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	374	664	1,107	1,199	1,379	1,581
应收款项	913	971	1,012	1,095	1,252	1,434
存货	1,870	1,992	1,993	2,161	2,463	2,794
其他流动资产	253	239	333	321	345	371
流动资产	3,410	3,866	4,445	4,777	5,439	6,180
%总资产	*38.0%*	*39.0%*	*41.1%*	*41.7%*	*43.1%*	*44.4%*
长期投资	35	63	261	461	661	861
固定资产	5,087	5,539	5,537	5,646	5,810	6,030
%总资产	*56.6%*	*55.9%*	*51.2%*	*49.3%*	*46.0%*	*43.3%*
无形资产	324	340	410	572	721	857
非流动资产	5,571	6,041	6,362	6,679	7,192	7,747
%总资产	*62.0%*	*61.0%*	*58.9%*	*58.3%*	*56.9%*	*55.6%*
资产总计	**8,980**	**9,907**	**10,807**	**11,456**	**12,631**	**13,927**
短期借款	2,127	854	1,284	733	520	211
应付款项	1,173	1,248	1,239	1,515	1,727	1,960
其他流动负债	321	886	603	618	708	815
流动负债	3,622	2,988	3,125	2,866	2,955	2,986
长期贷款	640	1,429	1,245	1,245	1,245	1,245
其他长期负债	165	192	249	209	209	209
负债	**4,427**	**4,609**	**4,619**	**4,320**	**4,409**	**4,440**
普通股股东权益	**4,293**	**5,030**	**5,890**	**6,788**	**7,824**	**9,039**
其中：股本	824	824	824	824	824	824
未分配利润	2,896	3,433	4,380	5,279	6,314	7,530
少数股东权益	260	268	298	348	398	448
负债股东权益合计	**8,980**	**9,907**	**10,807**	**11,456**	**12,631**	**13,927**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.040	1.094	1.664	1.817	2.094	2.458
每股净资产	5.209	6.104	7.147	8.238	9.494	10.969
每股经营现金净流	1.388	1.574	2.160	2.801	2.775	3.166
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.727	0.838	0.983
回报率						
净资产收益率	19.96%	17.92%	23.29%	22.06%	22.06%	22.41%
总资产收益率	9.54%	9.10%	12.69%	13.07%	13.66%	14.54%
投入资本收益率	13.71%	12.65%	16.02%	17.98%	18.49%	19.44%
增长率						
主营业务收入增长率	15.75%	14.47%	16.73%	13.88%	14.34%	14.49%
EBIT增长率	7.25%	3.48%	41.96%	17.87%	12.58%	15.14%
净利润增长率	1.12%	5.23%	52.14%	9.18%	15.23%	17.39%
总资产增长率	11.87%	10.32%	9.09%	6.01%	10.25%	10.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.6	37.7	32.9	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	146.0	141.7	123.3	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	80.7	69.4	62.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	262.5	247.8	212.6	187.0	162.5	139.7
偿债能力						
净负债/股东权益	52.56%	30.56%	22.98%	10.91%	4.70%	-1.32%
EBIT利息保障倍数	8.5	14.5	15.5	15.3	21.2	30.9
资产负债率	49.30%	46.53%	42.74%	37.71%	34.91%	31.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	21	27	29	70
增持	1	7	7	11	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.25**	**1.21**	**1.28**	**1.08**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-11	买入	32.08	40.00～40.00
2	2020-03-31	买入	32.48	N/A
3	2020-04-23	买入	37.70	N/A
4	2020-10-25	买入	55.21	N/A
5	2021-03-26	买入	53.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402