东兴证券 DONGXING SECURITIES

安琪酵母（600298）：公司具备提价能力，YE及衍生品拥有高增潜力

2021 年 03 月 28 日

推荐/下调

安琪酵母 公司报告

公司 2020 年营业收入 89.33 亿元，同比+16.73%，归母净利润 13.72 亿元，同比+52.14%，扣非归母净利润 12.20 亿元，同比+45.81%。Q4 由于运输费用计入成本导致毛利率下降，但销售净利率 15.92%，同比+3.64pcts，EPS1.66 元/股。公司国内市场收入 63.65 亿元，同比+17.71%，国际市场收入 25.19 亿元，同比+14.74%。公司 Q4 保持高增速，营业收入同比+19.78%，归母净利润同比+52.18%，扣非归母净利润同比+30.21%。

预计 Q1 业绩稳增长，全年业绩目标彰显管理层信心。受益于疫情，公司小包装家用酵母产品供不应求，2020 年一季度后期公司开始对产品提价 15%，产品量价齐升。今年 Q1 受益于去年 Q1 大部分时间价格仍未调整，及疫情反复期间家用酵母需求增长，预计今年 Q1 公司酵母产品销售情况较好。公司公布了 2021 年财务预算报告，2021 年度公司计划实现收入 102.56 亿元，同比+14.81%，归母净利润 15.13 亿元，同比增长 10.32%。全年来看，在 2020 年公司业绩增长高基且原材料价格上涨的背景下，公司做出的财务预算虽然具备挑战性，但彰显了公司管理层的信心，并且具备可操作性。

公司酵母产品具备价格上调能力，预计价格上调抵消原料价格上涨影响，疫情打开海外酵母市场；YE 及酵母衍生品具备高增长潜力。1、公司在国内龙头地位稳固，公司产品提价幅度能够抵消成本价格上涨带来的影响，且客户对提价后产品接受度较高。去年下半年以来全球糖蜜价格上涨，公司随后采取了一系列的提价动作，包括从去年 11 月起到今年 3 月对海外产品进行了 2-3 轮的提价，提价幅度累计近 10%-20%；今年 1 月 1 日起将国内酵母抽提物产品价格上调 8%；3 月 10 日，公司上调国内酵母产品出厂价。糖蜜占公司成本占比约 40%，公司对产品的提价基本可以抵消原材料价格上涨带来的影响。由于糖蜜价格波动行较大，公司正加大糖蜜罐的建设以平抑蜜糖给公司带来的影响，另外，本次糖蜜价格上涨与疫情导致全球农作物减产酒精需求增加有关，下个榨季有望缓解，一旦糖蜜价格回落将给公司带来较大的利润弹性。2、去年疫情为公司干酵母在海外抢占市场提供机会，干酵母价格相对海外的鲜酵母便宜很多，运输储存方便，有利于海外用户习惯的培养及海外市场的培育。公司对国际业务组织进行了调整，成立了国际业务中心及六个海外事业部，加大海外市场培育，预计海外业务未来能够继续保持两位数增长。3、下游调味品、复合调味品、休闲食品等行业集中度提升，大企业注重产品质量，对酵母提取物的需求在快速增长；动物禁抗增加了公司酵母饲料的需求；保健品、微生物营养均有较大潜力。

盈利预测与评级：我们认为公司家用酵母产品具备价格上调的能力，酵母抽提物及衍生品具备较大的市场潜力，我们长期看好公司潜力，但短期公司成长受制于产能，且价格弹性短期难以释放，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 15.50、18.20、21.34 亿元，对应 EPS 分别为 1.84、2.15、2.52。当前股价对应 PE 分别为 29.46、25.18、21.48 倍。我们上一篇报告给予的是“强烈推荐”评级，公司股价距该篇报告发表时上涨约 50%，根据我们中短期对股价的预测，本篇报告下调评级至“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨；海外竞争加剧；产能投放不及预期。

公司简介：

公司是研究天然酵母，并进行规模化制造的专业化公司，酵母产业化水平在国内处于领先地位，是酵母行业唯一的高科技上市公司。公司主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。公司产品品种多、规格全，能提供 5 克至 25 千克各种规格的产品；销售到欧洲、美洲、澳洲、非洲、亚洲 150 多个国家和地区，可快速运输到指定的交货地。公司技术中心被认定为国家级企业技术中心，是全国“守合同、重信用”企业、中国人民银行 AAA 信誉等级企业。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-04-15 2021 年一季报

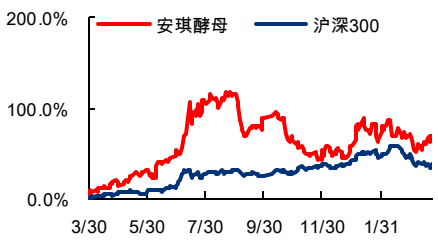
2021-04-29 股东大会

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	70.1-32.16
总市值（亿元）	446.16
流通市值（亿元）	446.16
总股本/流通 A 股（万股）	82,408/82,408
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.49

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王洁婷

021-225102900 wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070003

分析师：孟斯硕

010-66554041 mengssh@dxzq.net.cn

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,652.75	8,933.04	10,249.96	11,769.50	13,621.80
增长率（%）	14.47%	16.73%	14.74%	14.82%	15.74%
归母净利润（百万元）	939.88	1,422.13	1,549.56	1,820.29	2,134.32
增长率（%）	4.47%	51.31%	8.96%	17.47%	17.25%
净资产收益率（%）	17.92%	23.29%	20.92%	21.41%	21.88%
每股收益(元)	1.09	1.66	1.84	2.15	2.52
PE	49.49	32.53	29.46	25.18	21.48
PB	8.87	7.57	6.16	5.39	4.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

执业证书编号: S1480520070004

研究助理：韦香怡

010-66554023 weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120070032

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	3866	4445	5447	7370	9528
货币资金	664	1107	1286	2840	4393
应收账款	814	799	1061	1174	1329
其他应收款	32	0	0	0	0
预付款项	127	179	186	186	186
存货	1992	1993	2707	2926	3314
其他流动资产	112	154	206	245	305
非流动资产合计	6041	6362	5917	5621	5302
长期股权投资	24	20	20	20	20
固定资产	5195.25	5203.83	4864.51	4501.88	4127.09
无形资产	292	368	331	294	258
其他非流动资产	56	98	98	98	98
资产总计	9907	10807	9438	9600	10927
流动负债合计	2988	3125	2181	2473	2729
短期借款	787	1141	0	0	0
应付账款	918	1088	1379	1594	1845
预收款项	121	0	17	-40	-116
一年内到期的非流动负债	66	143	100	200	300
非流动负债合计	1621	1494	1696	1946	2256
长期借款	1429	1245	1545	1845	2145
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	4609	4619	3877	4419	4985
少数股东权益	268	298	333	381	439
实收资本（或股本）	824	824	824	824	824
资本公积	652	653	653	653	653
未分配利润	3433	4380	4767	5219	5811
归属母公司股东权益合计	5030	5890	7240	8277	9492
负债和所有者权益	9907	10807	11451	13077	14916

现金流量表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1296	1869	1744	2472	2616
净利润	940	1422	1550	1820	2134
折旧摊销	548.34	633.04	692.76	732.76	753.25
财务费用	78	104	115	120	120
应收帐款减少	-46	15	-262	-113	-155
预收帐款增加	-19	-121	17	-57	-76
投资活动现金流	-815	-777	-229	-430	-480
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资减少	0	0	146	-30	-28
投资收益	-7	-3	10	0	2
筹资活动现金流	-427	-467	-1557	-489	-583
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	789	-183	300	300	300
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	2	0	0	0
现金净增加额	53	626	-41	1553	1553

利润表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7653	8933	10250	11770	13622
营业成本	4974	5896	6897	7760	8977
营业税金及附加	69	79	89	104	119
营业费用	885	646	769	906	1035
管理费用	256	314	743	871	994
财务费用	78	104	115	120	120
研发费用	-17.76	-46.96	-19.36	-4.16	49.84
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-6.55	-3.35	10.00	0.03	2.23
投资净收益	1099	1626	1762	2100	2444
加：其他收益	13.85	14.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.16	12.47	0.00	0.00	0.00
营业外收入	1109	1627	1762	2100	2444
营业外支出	169	205	213	279	309
利润总额	940	1422	1550	1820	2134
所得税	38	51	35	48	58
净利润	902	1372	1515	1772	2077
少数股东损益	3498	4391	2570	2953	3317
归属母公司净利润	1.09	1.66	1.84	2.15	2.52

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	14.47%	16.73%	14.74%	14.82%	15.74%
营业利润增长	12.65%	47.87%	8.42%	19.14%	16.38%
归属于母公司净利润增长	10.43%	16.99%	10.43%	16.99%	17.20%
获利能力					
毛利率(%)	35.00%	34.00%	32.71%	34.07%	34.10%
净利率(%)	12.28%	15.92%	15.12%	15.47%	15.67%
总资产净利润（%）	9.10%	12.69%	16.05%	18.46%	19.01%
ROE(%)	17.92%	23.29%	20.92%	21.41%	21.88%
偿债能力					
资产负债率(%)	47%	43%	34%	34%	33%
流动比率	1.29	1.42	2.50	2.98	3.49
速动比率	0.63	0.78	1.26	1.80	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.86	0.92	0.96	0.97
应收账款周转率	10	11	11	11	11
应付账款周转率	8.09	8.91	8.31	7.92	7.92
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.66	1.84	2.15	2.52
每股净现金流(最新摊薄)	0.06	0.76	-0.05	1.88	1.89
每股净资产(最新摊薄)	6.10	7.15	8.79	10.04	11.52
估值比率					
P/E	49.49	32.53	29.46	25.18	21.48
P/B	8.87	7.57	6.16	5.39	4.70
EV/EBITDA	13.22	10.48	17.50	14.84	12.86

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	安琪酵母（600298）：C 端超预期表现增厚利润，三驾马车齐发持续优益	2020-04-23
公司普通报告	安琪酵母（600298）：应对疫情转危为机，治理改善份额提升	2020-04-01
行业普通报告	20210322 东兴食饮周报：消费逐渐回暖，餐饮恢复利好调味品、酒类消费	2021-03-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：Q1 业绩预期不断上修，基本面信心较强	2021-03-16
行业普通报告	20210308 东兴食饮周报：后经济增长周期下，食品饮料景气有望提升	2021-03-09
行业普通报告	20210228 东兴食饮周报：高端白酒批价上挺，白酒基本面景气继续向上	2021-03-03
行业深度报告	食品饮料行业报告：奶粉系列报告（一）：国产婴配粉何以崛起--从政策和产品的角度	2021-02-04
行业深度报告	食品饮料行业报告：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间	2020-08-11
行业深度报告	食品饮料 2020 年中期策略：风宜长物放眼量	2020-08-06
行业深度报告	休闲食品产业：百舸争流	2020-05-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5 年证券研究经验，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526