安琪酵母（600298）

公司研究/点评报告

主业保持高景气，核心产品量价齐升巩固竞争优势

——安琪酵母（600298）2020 年年报公告点评

点评报告/食品饮料行业　　2021 年 3 月 26 日

一、事件概述

3 月 25 日，公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 89.33 亿元，同比+16.73%；实现归母净利润 13.72 亿元，同比+52.14%，实现基本 EPS 为 1.66 元。2020 年度拟每股派发现金红利 0.5 元（含税）。

二、分析与判断

➢ Q4 业绩保持高增长，全年主业维持高景气

2020 年公司实现营收/归母净利润 89.33/13.72 亿元，同比+16.73%/+52.14%；合 Q4 单季度实现营收/归母净利润 25.07/3.59 亿元，同比+19.78%/+52.18%。总体看，疫情期间，受居家消费需求上升等因素影响，公司全年生产保持高景气度。公司克服疫情影响，生产系统满负荷运转，保证民生产品供应。全年公司发酵总产量达到 28.6 万吨，同比+10.8%，其中酵母抽提物产量达 7.8 万吨，同比+22.9%。

利润端，前三季度受下游需求旺盛导致产能利用率提升、小包酵母产品占比上升等因素影响，毛利率水平同比上行；Q4 受新会计准则影响，部分费用计入营业成本导致毛利率下行较多，但整体毛销差保持稳定。

➢ 核心产品量价齐升，竞争优势巩固

分产品看，2020 年酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/奶制品/其他产品分别实现销售收入 69.37/6.24/3.34/0.46/9.43 亿元，同比分别+18.03%/+27.17%/+19.75%/-20.76%/+5.01%；合 Q4 分别实现收入 18.77/3.38/0.97/0.17/2.33 亿元，同比分别+30.15%/+119.61%/+24.08%/+42.08%/-41.78%。总体看，公司酵母产品营收增速高于整体收入增速，显示公司专注核心主业，核心产品占收入比重上升。

量价方面，2020 年酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/奶制品分别销售 29.60/15.18/2.50/0.47 万吨，同比分别+9.01%/+20.29%/+19.59%/-23.48%。各产品销售单价分别为 2.34/0.41/1.34/0.99（万元/吨），同比分别+8.27%/+5.72%/+0.13%/+3.56%。总体看酵母、制糖、包装类产品均实现量价齐升。

分地区看，2020 年国内/国外市场分别实现收入 63.65/25.19 亿元，同比分别+17.71%/+14.74%，合 Q4 分别实现收入 19.11/6.51 亿元，同比+27.68%/+10.32%。总体看，国内市场收入规模仍然高于国外市场，国内市场优势地位仍在不断巩固。2020 年国内/国外市场分别实现毛利率+36.17%/+28.71%，同比分别-1.46ppt/-0.13ppt。

分渠道看，2020 年线下渠道/线上渠道分别实现收入 55.96/32.88 亿元，同比分别+13.28%/+23.46%；实现毛利率 33.63%/34.77%，同比分别-1.14ppt/-0.92ppt。总体看线下仍然是公司主要销售渠道，但线上渠道毛利率更高，增速更快。

➢ 新收入准则影响毛利率水平，毛销差保持稳定

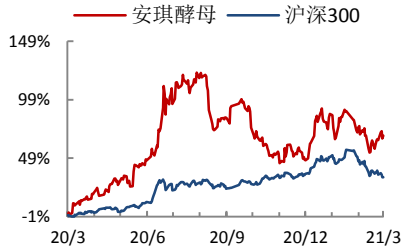
2020 年毛利率为 34.00%，同比-1.01ppt（Q4 为 18.24%，同比-15.72ppt），新会计准则影响毛利率水平，毛销差基本稳定。2020 年酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/奶制品/其他产品实现毛利率 39.66%/-5.44%/21.41%/20.52%/24.05%，同比分别-1.25ppt/+3.33ppt/+1.60ppt/-8.61ppt/-2.02ppt。

推荐　　维持评级

当前价格：　53.05 元

交易数据	2021-3-25
近 12 个月最高/最低	70.1/31.58
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）	437.17
流通市值（亿元）	437.17

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 年前三季度业绩预增公告：Q3 业绩增速环比略有回落，全年仍将维持高景气度
2. 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

期间费用率为 16.23%，同比-4.06ppt（Q4 为 4.81%，同比-16.11ppt）。其中销售费用率 7.23%，同比-4.34ppt （Q4 为-3.35%，同比-15.13ppt），原因是 2020 年实行新会计准则，部分销售费用计入营业成本；同时下游需求旺盛导致促销活动减少。管理费用率 3.51%，同比+0.17ppt（Q4 为 3.28%，同比-0.14ppt），原因是疫情相关支出增加。研发费用率 4.32%，同比-0.03ppt（Q4 为 4.31%，同比-0.09ppt）。财务费用率 1.17%，同比+0.14ppt（Q4 为 0.57%，同比-0.75ppt），原因是卢布贬值导致汇兑损失增加。

三、盈利预测与投资建议

结合年报的业绩指引，我们小幅调升此前盈利预测。预计 21-23 年公司实现营收 104.62/114.28/122.71 亿元，同比+17.1%/+9.2%/+7.4%；实现归母净利润 15.44/17.04/18.55 亿元，同比+12.6%/+10.4%/+8.8%，对应 EPS 为 1.87/2.07/2.25 元，目前股价对应 PE 为 28/26/24 倍。目前公司估值略高于中信其他食品板块 24 倍估值水平（2021 年 Wind 一致预期水平），考虑到公司行业地位稳固、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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,933	10,462	11,428	12,271
增长率（%）	16.7%	17.1%	9.2%	7.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,372	1,544	1,704	1,855
增长率（%）	52.1%	12.6%	10.4%	8.8%
每股收益（元）	1.66	1.87	2.07	2.25
PE（现价）	31.9	28.3	25.7	23.6
PB	7.7	6.3	5.3	4.5

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）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,933	10,462	11,428	12,271
营业成本	5,896	6,727	7,291	7,866
营业税金及附加	79	94	102	110
销售费用	646	1,036	1,177	1,215
管理费用	314	345	377	380
研发费用	386	452	494	531
EBIT	1,612	1,808	1,987	2,170
财务费用	104	80	92	86
资产减值损失	(47)	(3)	(2)	(6)
投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	1,626	1,842	2,032	2,213
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1,627	1,847	2,036	2,217
所得税	205	233	256	279
净利润	1,422	1,614	1,779	1,938
归属于母公司净利润	1,372	1,544	1,704	1,855
EBITDA	2,121	2,310	2,509	2,703

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1107	1848	4285	4994
应收账款及票据	799	1024	1070	1175
预付款项	179	188	213	225
存货	1993	2889	2215	3383
其他流动资产	154	154	154	154
流动资产合计	4264	6160	7975	10006
长期股权投资	20	17	14	10
固定资产	5204	5402	5505	5656
无形资产	368	391	430	458
非流动资产合计	6362	6126	5770	5453
资产合计	10627	12286	13745	15458
短期借款	1141	1141	1141	1141
应付账款及票据	1182	1489	1538	1700
其他流动负债	23	23	23	23
流动负债合计	3125	3533	3611	3826
长期借款	1245	1245	1245	1245
其他长期负债	210	210	210	210
非流动负债合计	1494	1494	1494	1494
负债合计	4619	5027	5105	5320
股本	824	824	824	824
少数股东权益	298	369	444	527
股东权益合计	6007	7259	8639	10138
负债和股东权益合计	10627	12286	13745	15458

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	16.7%	17.1%	9.2%	7.4%
EBIT 增长率	42.0%	12.2%	9.9%	9.2%
净利润增长率	52.1%	12.6%	10.4%	8.8%
盈利能力				
毛利率	34.0%	35.7%	36.2%	35.9%
净利润率	15.4%	14.8%	14.9%	15.1%
总资产收益率 ROA	12.9%	12.6%	12.4%	12.0%
净资产收益率 ROE	24.0%	22.4%	20.8%	19.3%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.7	2.2	2.6
速动比率	0.7	0.9	1.6	1.7
现金比率	0.4	0.5	1.2	1.3
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	32.5	34.8	33.7	34.3
存货周转天数	121.7	130.7	126.2	128.4
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
每股指标（元）				
每股收益	1.7	1.9	2.1	2.3
每股净资产	6.9	8.4	9.9	11.7
每股经营现金流	2.3	1.8	3.8	1.8
每股股利	0.5	0.4	0.5	0.5
估值分析				
PE	31.9	28.3	25.7	23.6
PB	7.7	6.3	5.3	4.5
EV/EBITDA	18.0	16.1	14.0	12.8
股息收益率	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,422	1,614	1,779	1,938
折旧和摊销	561	500	521	528
营运资金变动	(212)	(744)	701	(1,101)
经营活动现金流	1,879	1,448	3,093	1,449
资本开支	777	264	166	215
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(777)	(264)	(166)	(215)
股权募资	3	0	0	0
债务募资	(266)	0	0	0
筹资活动现金流	(467)	(443)	(491)	(525)
现金净流量	636	741	2,437	709

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，食品饮料行业分析师。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。