



2021年3月26日

安琪酵母(600298): 全年快速增长, “十四五”目标可期

食品饮料

推荐(首次) 当前股价: 53.05元

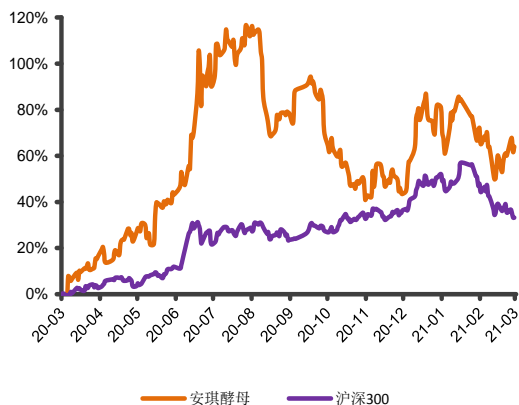
主要财务指标(单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,933	10,296	11,904	13,696
(+/-)	16.7%	15.3%	15.6%	15.1%
营业利润	1,626	1,767	2,079	2,457
(+/-)	47.9%	8.7%	17.7%	18.1%
归属母公司净利润	1,372	1,494	1,766	2,095
(+/-)	52.1%	8.9%	18.2%	18.6%
EPS(元)	1.66	1.81	2.14	2.54
市盈率	31.9	29.3	24.7	20.9

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	8.24 / 8.24
流通市值(亿元)	437
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	42.7

股价表现(最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司于3月25日下午发布2020年报。报告期内,公司实现营业收入89.33亿元,同比增16.73%;实现归属于上市公司股东的净利润13.72亿元,同比增52.14%;扣非后净利润12.20亿元,同比增45.81%;每股收益1.66元。其中Q4单季实现营业收入25.07亿元,同比增19.78%;归母净利润3.59亿元,同比增52.18%;每股收益0.44元。拟每10股派发现金红利5元(含税)。

● 全年收入快速增长,酵母业务量价齐升。2020全年公司收入/净利润双双保持了快速增长。分产品来看,酵母系列收入69.37亿元,同比+18.03%(提价8.27%),量价齐升,毛利率下降1.25pct至39.66%;制糖产品收入6.24亿元,同比+27.17%(提价5.72%),毛利率上升3.33pct至-5.44%,主要是自2018年糖蜜成本上行,19年末达到近两年最高点,2020年虽小幅下降但仍处于高位;包装产品收入3.34亿元,同比+19.75%;奶制品收入0.46亿元,同比-20.76%。分渠道来看,线上销售实现收入32.88亿,同比+23.46%;线下销售55.96亿元,同比+13.28%,主要受疫情以及烘焙家庭化影响。分地区来看,国内收入63.65亿元,同比+17.71%;国外收入25.19亿元,同比+14.74%。

● 实际毛利率提升与政府补助共同推高净利率。全年期间费用率16.23%,同比下降4.45pct,其中销售费用率7.23%,同比下降4.13pct;财务费用率1.17%,同比下降0.23pct;管理费用率7.87%,同比下降0.09pct;研发费用率基本保持稳定。综合毛利率下滑1pct至34%,主要是新收入准则变化,运输费用从销售费用转计入成本端导致,还原后毛利率实际同比增长2.56pct;加上政府补助1.68亿元,共同推动净利率至15.35%,提升3.57pct,为近十年新高。

● 公司未来看点。(1)公司是酵母行业的龙头,全球第三大酵母公司,国内市占率稳居第一,随着公司规模和渠道的进一步扩张,行业集中度将持续提升;(2)公司大力打造品牌知名度并且不断挖掘海外市场,构建了遍布全球的营销网

络，分业务或区域设立了 13 个国内销售组织和 6 个海外事业部，目前海外经销商数量已经超过 3000 家；（3）公司指定 2021 年收入目标 102.56 亿元，2025 年收入目标 150 亿元。我们认为随着渠道开发速度加快，生物技术不断发展，“十四五”的规划目标有望达成。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 102.96、119.04 和 136.96 亿元，EPS 分别为 1.81、2.14 和 2.54 元，当前股价对应 PE 分别为 29.3、24.7 和 20.9 倍，估值具有一定优势，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动风险；食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>8,933</b>	<b>10,296</b>	<b>11,904</b>	<b>13,696</b>
货币资金	1,107	1,082	1,705	2,724	营业成本	5,896	6,676	7,667	8,759
应收款	1,012	1,332	1,525	1,714	营业税金及附加	79	79	79	79
存货	1,993	2,570	2,854	3,208	销售费用	646	1,030	1,226	1,438
其他流动资产	333	350	367	385	管理费用	314	371	429	479
流动资产合计	4,445	5,334	6,452	8,031	财务费用	104	69	67	65
<b>非流动资产:</b>					研发费用	386	443	512	589
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,450	1,912	2,234	2,571
固定资产+在建工程	5,537	5,819	6,100	6,372	资产减值损失	-42	-29	-21	-14
无形资产+商誉	404	445	489	538	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	421	463	509	560	投资收益	-3	-4	-4	-4
非流动资产合计	6,362	6,727	7,099	7,470	<b>营业利润</b>	<b>1,626</b>	<b>1,767</b>	<b>2,079</b>	<b>2,457</b>
资产总计	10,807	12,060	13,551	15,501	加: 营业外收入	14	15	17	19
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	12	14	15	17
短期借款	1,141	1,198	1,258	1,321	<b>利润总额</b>	<b>1,627</b>	<b>1,769</b>	<b>2,081</b>	<b>2,459</b>
应付账款、票据	1,182	1,315	1,418	1,679	所得税费用	205	223	262	310
其他流动负债	802	725	797	877	<b>净利润</b>	<b>1,422</b>	<b>1,546</b>	<b>1,819</b>	<b>2,149</b>
流动负债合计	3,125	3,238	3,473	3,877	少数股东损益	51	52	53	54
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>1,372</b>	<b>1,494</b>	<b>1,766</b>	<b>2,095</b>
长期借款	1,245	1,245	1,245	1,245					
其他非流动负债	249	262	275	288					
非流动负债合计	1,494	1,507	1,520	1,533					
负债合计	4,619	4,745	4,993	5,411					
<b>所有者权益</b>									
股本	824	824	824	824					
资本公积金	653	653	653	653					
未分配利润	4,380	5,323	6,431	7,736					
少数股东权益	298	298	298	298					
所有者权益合计	6,188	7,285	8,575	10,095					
负债和所有者权益	10,807	12,030	13,568	15,506					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	1422	1546	1819	2149	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	509	532	582	635	营业收入增长率	16.7%	15.3%	15.6%	15.1%
财务费用	58	69	67	65	营业利润增长率	47.9%	8.7%	17.7%	18.1%
存货的减少	-15	-577	-284	-354	归母净利润增长率	52.1%	8.9%	18.2%	18.6%
营运资本变化	-196	-187	-91	73	总资产增长率	9.1%	11.6%	12.4%	14.4%
其他非现金部分	97	-21	-23	-25	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	1869	1361	2071	2543	毛利率	34.0%	35.2%	35.6%	36.0%
投资活动现金净流量	-777	-822	-863	-907	营业利润率	18.2%	17.2%	17.5%	17.9%
筹资活动现金净流量	-467	-564	-584	-618	三项费用/营收	16.2%	18.6%	18.8%	18.8%
现金流量净额	655	-25	623	1,019	EBIT/销售收入	18.9%	17.9%	18.1%	18.5%
					净利润率	15.9%	15.0%	15.3%	15.7%
					ROE	23.0%	21.2%	21.2%	21.3%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	82.7%	85.4%	87.8%	88.4%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	42.7%	39.3%	36.8%	34.9%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.31	0.88	1.14	1.18
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	1.66	1.81	2.14	2.54
					每股净资产	7.51	8.84	10.41	12.25

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>