

2021年03月26日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

66

**公司基本資訊**

產業別	农林牧渔		
A 股价(2021/3/25)	53.05		
上证指数(2021/3/25)	3363.59		
股價 12 個月高/低	71.95/31.29		
總發行股數(百萬)	824.08		
A 股數(百萬)	824.08		
A 市值(億元)	437.17		
主要股東	湖北安琪生物集团有限公司 (39.98%)		
每股淨值(元)	7.15		
股價/賬面淨值	7.42		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-4.7	13.2	68.0

**近期評等**

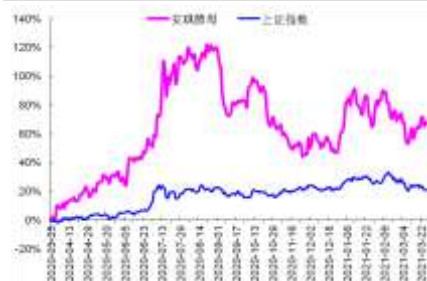
出刊日期	前日收盤	評等
2021-01-13	59.60	區間操作
2020-12-01	46.00	區間操作
2020-10-23	59.50	區間操作
2020-08-18	66.88	區間操作
2020-04-23	37.70	買入

**產品組合**

酵母及深加工	78%
制糖	7%
包装类产品	3.8%
奶制品	0.5%
其他	10.6%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	4.6%
一般法人	54.5%

**股價相對大盤走勢**

**安琪酵母(600298.SH)**
**BUY 买入**
**全年业绩符合预期, 新一年关注海外和提价**
**結論與建議:**

业绩概要: 公告全年实现营收 89.3 亿, 同比增 17%, 净利润 13.7 亿, 同比增 52%, 以此测算, 4Q 实现营收 25 亿, 同比增 20%, 净利润 3.6 亿, 同比增 52%, 符合预期。

分红: 每 10 股分现金股利 5 元。

- 全年酵母及深加工产品实现收入 69.4 亿, 同比增 18%, 上半年受益疫情影响下 C 端小包装热销及提价, 下半年除持续受益提价以外, B 端消费恢复, 动物营养、海外工厂酵母均有提价, 全年酵母类产品量价齐升, 4Q 单季度酵母产品收入 18.8 亿, 同比增 30%。以区域来看, 全年国内实现收入 63.6 亿, 同比增 17.7%, 国外实现收入 25.2 亿, 同比增 14.7%, 4Q 国内收入 19 亿, 同比增 27.7%, 国外收入 6.5 亿, 同比增 10.3%, 国外收入较前几季放缓, 主要由于公司产品优先满足毛利较高的国内市场所致。
- 全年毛利率为 34%, 同比下降 1pct, 主要由于会计准则调整, 原本计入销售费用的运费调整至营业成本, 导致 4Q 毛利率和销售费用同比出现显著变化。受此影响, 4Q 费用率为 4.81% (2019 年 Q4 为 20.9%), 全年费用率下降 4.06pct 至 16.23%, 4Q 毛利率下降 15.8pct 至 18.2%。成本上, 目前糖蜜价格同比上涨 15%, 考虑库存, 对成本进行加权平均计算, 成本压力将有所平滑, 另一方面, 糖蜜价格已出现回落迹象, 公司亦加速战略储罐建设, 后期成本压力可控。
- 尽管目前公司推进国内产能扩建以及行业整合, 但今年整体供给将偏紧, 叠加原材料成本上涨, 国内外主要产品存在提价预期 (国内酵母提取物年初已提价 8%)。以 1Q 来看, 去年“宅经济”垫高基期, 但在春节因素影响下, 1Q 小包装产品保持热销, 且公司多项产品供不应求, 1Q 仍有可能实现量价齐升。长远来看, 公司在国内市场龙头地位稳固, 海外疫情给公司扩张海外市场提供了绝佳契机, 主要竞争对手或将长期受海外疫情影响, 未来海外市场增长可期。
- 综上, 预计 2021-2022 年将分别实现净利润 15.3 亿和 17.2 亿, 分别同比增 11.7% 和 12%, EPS 分别为 1.86 元和 2.08 元, 当前股价对应 PE 分别为 29 倍和 25 倍, 近期估值已调整至合理区间, 上调至“买入”投资建议。
- 风险提示: 成本上升超预期, 人民币汇率上升超预期, 海外拓展不及预期, 产能不足, 终端动销不及预期

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	857	902	1372	1532	1716
同比增減	%	1.12	5.23	52.14	11.67	12.02
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.04	1.09	1.66	1.86	2.08
同比增減	%	1.12	5.23	52.14	11.66	12.02
市盈率(P/E)	X	51	48	32	29	25
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.40	0.50	0.65	0.73
股息率 (Yield)	%	0.66	0.75	0.94	1.23	1.37

**【投資評等說明】**

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 附一：合并損益表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
營業收入	6686	7653	8933	10206	11620
經營成本	4258	4974	5896	6649	7559
營業稅金及附加	67	69	79	89	104
銷售費用	756	885	646	693	789
管理費用	228	256	314	423	504
財務費用	129	78	104	102	116
資產減值損失	32			0	0
投資收益	-1	-7	-3	6	6
營業利潤	976	1099	1626	1874	2103
營業外收入	11	14	14	16	10
營業外支出	5	4	12	7	4
利潤總額	982	1109	1627	1883	2109
所得稅	82	169	205	291	325
少數股東損益	43	38	51	61	68
歸屬於母公司所有者的淨利潤	857	902	1372	1532	1716

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
貨幣資金	374	664	1107	1240	1472
應收賬款	767	814	799	839	881
存貨	1870	1992	1993	2093	2197
流動資產合計	3410	3866	4445	4890	5379
長期股權投資	30	24	20	20	21
固定資產	4807	5195	5204	5464	5737
在建工程	279	343	333	337	340
非流動資產合計	5571	6041	6362	6998	7698
資產總計	8980	9907	10807	11888	13077
流動負債合計	3622	2988	3125	3359	3350
非流動負債合計	805	1621	1494	1644	1726
負債合計	4427	4609	4619	5002	5076
少數股東權益	260	268	298	307	316
股東權益合計	4293	5030	5890	6885	8001
負債及股東權益合計	8980	9907	10807	11888	13077

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
經營活動產生的現金流量淨額	1144	1296	1869	1817	2092
投資活動產生的現金流量淨額	-1012	-815	-777	-1378	-1511
籌資活動產生的現金流量淨額	-137	-427	-467	-306	-349
現金及現金等價物淨增加額	-43	77	655	133	232

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。