

# 安琪酵母 (600298)

证券研究报告

2021年03月27日

## 强定价权奠定公司高景气，平台化发展构筑经营壁垒

**事件：**公司公告 2020 年度业绩，20 年全年实现营收 89.33 亿元，同比增长 16.73%，实现归母净利润 13.72 亿元，同比增长 52.14%。其中 Q4 实现营收 25.07 亿元，同比增长 19.78%，实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 52.18%，业绩符合预期。

**C 端发力叠加衍生品业务发展促使全年业绩快速增长，产能释放打开未来发展空间。**公司 2020 年全年实现营收 89.33 亿元，同比+16.73%；其中 Q4 实现营收 25.07 亿元，同比+19.78%。全年收入增速保持快速增长，主因一是受疫情影响，酵母家用场景激增，C 端需求增长迅速，小包装占比以及吨价提升带来公司酵母业务稳健增长。20 年公司实现酵母业务营收 69.37 亿元，同比+18.03%，其中吨价实现 2.34 万元/吨，同比+8.27%。二是海外受疫情影响，竞品鲜酵母存在运输半径等问题，公司干酵母方便运输、长保质期的优势使其具备竞争优势，海外市场加速拓张。公司 20 年实现海外收入 25.19 亿元，同比+14.71%。三是公司衍生品业务例如 YE、动物营养等保持良好的增长态势。面对疫情，公司积极调整产能运作，全年公司发酵总产量达到 28.6 万吨，同比增加 10.8%，其中酵母抽提物产量达 7.8 万吨，同比增长 22.9%。随着新一轮产能扩张的逐步推进，产能的释放将支撑公司国内外业务进一步扩张。公司宜宾总部搬迁、云南普洱项目以及滨州公司等项目陆续立项开工，助力公司酵母和衍生品产能扩张。

**20 年净利率改善显著，21 年或通过提价等措施积极应对成本压力。**公司 2020 年实现归母净利润 13.72 亿元，同比+52.14%；归母净利润率同比+3.57pcts 达 15.36%，公司整体盈利能力提升。毛利率方面，公司 20 年实现毛利率 34.05%，相比 19 年同期-1.04pcts，主因公司会计政策调整，相关运输费用由销售费用调整至生产成本，整体呈现稳健态势。费用方面，公司期间费用有所下降，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比变动-4.33/+0.17/-0.03/+0.15pcts 至 7.23%/3.52%/4.32%/1.16%，我们判断其中销售费用率的下降与运费项目转入成本以及疫情期间促销减少有关，管理费用率和财务费用率的上升分别由于防疫费用的增加和卢布贬值所致。展望 21 年，糖蜜价格处于高位导致成本压力较大，C 端占比或环比下降，使得公司盈利能力承压，但我们认为公司在国内酵母市场有较强话语权，具备涨价逻辑，结合酵母家用化的趋势，有望通过调结构实现提价以对冲成本的上涨。未来随着酵母家用化趋势的延续和衍生品业务的发展，以及内部效率的改善，我们认为公司盈利能力有望持续改善。

**国内产品结构持续改善，海外市场优势不断积累，公司发展可高看一线。**公司 2021 年计划实现销售收入 102.56 亿元，同比+14.81%，净利润同比增长 10.32%。目前公司国内强大的酵母产业壁垒构筑了公司业绩的基本盘，且凭借资金优势和酵母产业链优势，正逐步培育新的业绩驱动力。一方面国内酵母业务凭借寡头地位有望通过提价和结构改善提升吨价。同时进一步强化衍生品业务的开发，上游平台化逻辑逐步显现。另一方面，公司通过疫情积攒海外市场优势，加强海外销售队伍建设，配合产能投放实现海外收入增长。通过国内外市场的多点布局，加之衍生品业务不断地发力，公司发展有望步入新阶段。

**盈利预测：**根据公司 20 年财报和未来展望，我们将公司 2021-2022 年营收由 101.23/118.06 亿元调整至 103.06/115.59 亿元，同比+15.37%/12.16%，归母净利润由 14.75/17.54 亿元调整至 15.28/17.69 亿元，同比+11.40%/15.79%，EPS 分别为 1.85/2.15 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**C 端动销放缓，海外市场扩张缓慢，食品安全风险等。

### 投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	54.14 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	824.08
流通 A 股股本(百万股)	824.08
A 股总市值(百万元)	44,615.74
流通 A 股市值(百万元)	44,615.74
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	42.74
一年内最高/最低(元)	71.95/31.76

### 作者

<b>刘畅</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
<b>吴文德</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《安琪酵母-公司点评:平台化发展构造强壁垒,消费品属性打开发展天花板》2021-01-13
- 2 《安琪酵母-公司点评:股权激励行稳致远,业绩稳定性有望逐步提升》2020-12-01
- 3 《安琪酵母-季报点评:高景气态势》2020-10-23

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,652.75	8,933.04	10,305.80	11,559.21	13,025.43
增长率(%)	14.47	16.73	15.37	12.16	12.68
EBITDA(百万元)	1,940.95	2,541.21	2,348.25	2,650.45	3,056.35
净利润(百万元)	901.50	1,371.51	1,527.87	1,769.13	2,058.66
增长率(%)	5.23	52.14	11.40	15.79	16.37
EPS(元/股)	1.09	1.66	1.85	2.15	2.50
市盈率(P/E)	49.49	32.53	29.20	25.22	21.67
市净率(P/B)	8.87	7.57	6.06	5.23	4.51
市销率(P/S)	5.83	4.99	4.33	3.86	3.43
EV/EBITDA	13.92	17.08	19.25	16.55	14.19

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	663.69	1,107.10	824.46	1,105.87	1,661.47
应收票据及应收账款	813.61	799.01	1,379.98	979.50	1,608.56
预付账款	126.88	179.20	191.25	213.88	240.41
存货	1,992.05	1,993.07	3,039.29	2,477.13	3,616.44
其他	269.71	366.74	294.05	300.27	353.20
<b>流动资产合计</b>	<b>3,865.94</b>	<b>4,445.12</b>	<b>5,729.03</b>	<b>5,076.66</b>	<b>7,480.08</b>
长期股权投资	23.57	20.22	14.22	16.22	19.22
固定资产	5,195.25	5,203.83	5,257.50	5,228.68	5,681.80
在建工程	343.46	333.28	312.48	523.01	179.83
无形资产	291.75	368.06	359.92	360.81	365.51
其他	186.66	436.67	262.51	291.16	325.94
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,040.70</b>	<b>6,362.05</b>	<b>6,206.63</b>	<b>6,419.89</b>	<b>6,572.30</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,906.64</b>	<b>10,807.18</b>	<b>11,935.66</b>	<b>11,496.55</b>	<b>14,052.38</b>
短期借款	787.24	1,141.05	997.59	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,204.76	1,182.48	1,876.15	1,453.61	2,224.67
其他	996.21	801.52	1,133.32	862.04	1,197.67
<b>流动负债合计</b>	<b>2,988.21</b>	<b>3,125.05</b>	<b>4,007.06</b>	<b>2,315.65</b>	<b>3,422.35</b>
长期借款	1,428.62	1,245.15	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	192.42	249.08	202.25	214.59	221.97
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,621.04</b>	<b>1,494.23</b>	<b>202.25</b>	<b>214.59</b>	<b>221.97</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,609.25</b>	<b>4,619.28</b>	<b>4,209.32</b>	<b>2,530.24</b>	<b>3,644.32</b>
少数股东权益	267.54	297.98	364.00	436.34	519.37
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	824.08
资本公积	651.97	653.49	653.49	653.49	653.49
留存收益	4,492.37	5,529.87	6,538.26	7,705.89	9,064.61
其他	(938.59)	(1,117.52)	(653.49)	(653.49)	(653.49)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,297.38</b>	<b>6,187.90</b>	<b>7,726.34</b>	<b>8,966.31</b>	<b>10,408.06</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,906.64</b>	<b>10,807.18</b>	<b>11,935.66</b>	<b>11,496.55</b>	<b>14,052.38</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	939.88	1,422.13	1,527.87	1,769.13	2,058.66
折旧摊销	469.28	509.01	459.42	486.77	546.90
财务费用	94.82	57.57	71.13	52.08	51.23
投资损失	6.55	3.35	5.00	(5.00)	7.00
营运资金变动	225.68	(670.26)	(533.92)	331.23	(802.27)
其它	(440.23)	547.41	66.02	72.34	83.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,295.98</b>	<b>1,869.22</b>	<b>1,595.52</b>	<b>2,706.55</b>	<b>1,944.54</b>
资本支出	886.51	514.40	530.98	657.05	654.14
长期投资	(6.55)	(3.35)	(6.00)	2.00	3.00
其他	(1,695.15)	(1,287.82)	(1,014.03)	(1,323.58)	(1,325.85)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(815.19)</b>	<b>(776.77)</b>	<b>(489.05)</b>	<b>(664.53)</b>	<b>(668.71)</b>
债权融资	2,282.31	2,528.81	1,266.28	159.25	190.18
股权融资	59.17	(279.99)	392.90	(52.08)	(51.23)
其他	(2,768.91)	(2,715.65)	(3,048.29)	(1,867.79)	(859.19)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(427.43)</b>	<b>(466.83)</b>	<b>(1,389.10)</b>	<b>(1,760.61)</b>	<b>(720.24)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>53.36</b>	<b>625.61</b>	<b>(282.64)</b>	<b>281.41</b>	<b>555.59</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7,652.75</b>	<b>8,933.04</b>	<b>10,305.80</b>	<b>11,559.21</b>	<b>13,025.43</b>
营业成本	4,973.98	5,896.13	6,702.64	7,511.98	8,459.23
营业税金及附加	69.19	79.45	90.69	98.25	108.11
营业费用	885.08	645.72	752.32	838.04	937.83
管理费用	255.70	313.83	340.09	369.89	416.81
研发费用	333.46	386.19	502.23	552.37	556.99
财务费用	78.43	104.09	71.13	52.08	51.23
资产减值损失	(17.76)	(46.96)	24.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(6.55)	(3.35)	(5.00)	5.00	(7.00)
其他	(18.09)	(67.67)	10.00	(10.00)	14.00
<b>营业利润</b>	<b>1,099.32</b>	<b>1,625.59</b>	<b>1,817.70</b>	<b>2,111.60</b>	<b>2,458.22</b>
营业外收入	13.85	14.02	11.00	12.96	12.66
营业外支出	4.16	12.47	7.11	7.92	9.17
<b>利润总额</b>	<b>1,109.01</b>	<b>1,627.13</b>	<b>1,821.59</b>	<b>2,116.64</b>	<b>2,461.71</b>
所得税	169.13	205.00	227.70	275.16	320.02
<b>净利润</b>	<b>939.88</b>	<b>1,422.13</b>	<b>1,593.89</b>	<b>1,841.47</b>	<b>2,141.69</b>
少数股东损益	38.38	50.62	66.02	72.34	83.03
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>901.50</b>	<b>1,371.51</b>	<b>1,527.87</b>	<b>1,769.13</b>	<b>2,058.66</b>
每股收益(元)	1.09	1.66	1.85	2.15	2.50

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.47%	16.73%	15.37%	12.16%	12.68%
营业利润	12.65%	47.87%	11.82%	16.17%	16.42%
归属于母公司净利润	5.23%	52.14%	11.40%	15.79%	16.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.00%	34.00%	34.96%	35.01%	35.06%
净利率	11.78%	15.35%	14.83%	15.30%	15.80%
ROE	17.92%	23.29%	20.75%	20.74%	20.82%
ROIC	14.65%	22.34%	22.93%	23.68%	28.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.53%	42.74%	35.27%	22.01%	25.93%
净负债率	30.56%	22.98%	5.72%	-10.56%	-14.14%
流动比率	1.29	1.42	1.43	2.19	2.19
速动比率	0.63	0.78	0.67	1.12	1.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.07	11.08	9.46	9.80	10.07
存货周转率	3.96	4.48	4.10	4.19	4.28
总资产周转率	0.81	0.86	0.91	0.99	1.02
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.09	1.66	1.85	2.15	2.50
每股经营现金流	1.57	2.27	1.94	3.28	2.36
每股净资产	6.10	7.15	8.93	10.35	12.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	49.49	32.53	29.20	25.22	21.67
市净率	8.87	7.57	6.06	5.23	4.51
EV/EBITDA	13.92	17.08	19.25	16.55	14.19
EV/EBIT	18.25	21.26	23.93	20.27	17.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com