

# 安琪酵母 (600298.SH)

## 酵母主业推动业绩稳健增长

### 投资要点

**事件描述:** 公司发布 2020 年年报, 实现营业收入 26.28 亿元, 同比增长 43.85%; 归母净利润 4.43 亿元, 同比增长 86.61%; 扣非归母净利润 3.66 亿元, 同比增长 113.95%。

◆ **酵母主业收入上行, 助推整体业绩高增。** 分产品来看, 公司 2020 年酵母及深加工产品、制糖、包装、奶制品、其他业务分别实现营业收入 69.37、6.24、3.34、0.46、9.43 亿元, 同比分别增长 18.03%、27.17%、19.75%、-20.76%、5.01%。公司酵母业务收入保持较快增长, 超过整体收入增速, 主要因为疫情后受益居家消费需求旺盛, 小包装产品销量上行。制糖及包装业务也保持较高水平增速上行。

◆ **线上渠道增长较快。** 分地区来看, 国内和国外营业收入分别为 63.65、25.19 亿元, 同比分别增长 17.71%、14.74%, 国内市场依旧为公司主要收入来源, 持续受益国内行业龙头地位。分渠道看, 2020 年线上渠道和线下渠道营业收入分别为 32.88、55.96 亿元, 同比增长分别为 23.46%、13.28%, 毛利率分别为 34.77%、33.63%。公司线上线下渠道均保持双位数增长, 线下依旧为主要销售渠道, 但增速及毛利率均以线上占优, 预计公司将会继续加大线上渠道的建设, 保持线上较高增速增长。

◆ **新会计准则影响毛利率, 净利率水平较为稳定。** 2020 年毛利率为 34.00%, 同比下滑 1.00pct。分产品, 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%。2020 年前三季度虽然有疫情的影响, 但是因终端需求旺盛, 产能保持正常水平的因素, 毛利率保持较高水平。整体毛利率同比下滑, 主要因为四季度新会计准则的影响, 营业成本提高。公司 2020 年销售费用率下降 4.06pct, 净利率为 15.92%, 同比上升 3.64pct, 达到近 5 年较高水平。

◆ **糖蜜价格提升催化酵母主业提价。** 受替代品玉米的价格下行以及环保成本上升, 糖蜜需求量下滑, 使 2020 年糖蜜价格持续上行。因公司在 2019 年糖蜜价格低点为 2020 年储存 70% 原材料, 考虑今年原材料库存方面受益 20 年的储备, 预计今年公司成本压力将有所放缓。叠加公司的提价效应以及终端居家消费需求提升, 我们预计公司的酵母业务 2021-2023 年收入增速分别为 16.50%、15.50%、14.50%, 毛利率将维持在 40% 左右。

◆ **投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级。** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.83 元、2.10 元、2.36 元, 对应 PE 分别为 30 倍、26 倍、23 倍。公司作为酵母行业龙头, 凭借与多家研究院合作后的酵母技术研发壁垒优势, 以及持续终端受益居家消费需求, 公司有望长期享受酵母及烘焙赛道带来的成长空间。

**风险提示:** 原材料价格波动风险; 食品安全问题; 产品销售不及预期。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,653	8,933	10,290	11,783	13,406
YoY(%)	14.5	16.7	15.2	14.5	13.8
净利润(百万元)	902	1,372	1,509	1,727	1,947
YoY(%)	5.2	52.1	10.0	14.4	12.8
毛利率(%)	35.0	34.0	34.4	34.1	34.1
EPS(摊薄/元)	1.09	1.66	1.83	2.10	2.36
ROE(%)	17.9	23.3	20.6	20.4	20.0
P/E(倍)	49.5	32.5	29.6	25.8	22.9
P/B(倍)	8.9	7.6	6.1	5.3	4.6
净利率(%)	11.8	15.4	14.7	14.7	14.5

资料来源: Wind, 万和证券研究所

投资评级

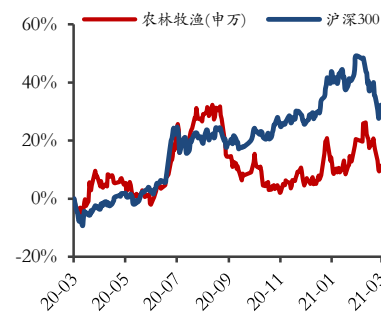
**增持**

首次评级

### 基本数据 (2021-03-29)

所属行业	农林牧渔   农产品加工
股价(元)	54.25
总市值(百万元)	44615.74
流通市值(百万元)	44615.74
总股本(百万股)	824.08
流通股本(百万股)	824.08
12 个月价格区间(元)	31.60/71.95

### 股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-1.93	2.04	-25.18
绝对收益	-9.82	2.80	10.16

资料来源: Wind, 万和证券研究所

### 作者

**沈彦东** 分析师  
 SAC 执业证书: S0380519100001  
 联系电话: 0755-82830333 (197)  
 邮箱: shenyd@wanhesec.com

**张桥** 研究助理  
 联系电话: 0755-82830333 (137)  
 邮箱: zhangqiao@wanhesec.com

### 相关报告



## 正文目录

一、主营业务收入上行，助推业绩高增.....	3
(一) 业绩增速处于较高水平.....	3
(二) 新会计准则影响毛利率，净利率水平较为稳定.....	4
(三) 周转力攀升，盈利逐步释放.....	5
二、盈利预测和投资建议.....	6
(一) 收入预测及假设.....	6
(二) 投资建议：首次覆盖“增持”.....	7
风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 2016-2020 年安琪酵母营业收入及增速 (亿元, %)	3
图 2 2016-2020 年安琪酵母归母净利润及增速 (亿元, %)	3
图 3 2018-2020 年安琪酵母各业务增速 (%)	4
图 4 2018-2020 年安琪酵母各业务收入占比 (%)	4
图 5 2016-2020 年安琪酵母毛利率 (%)	4
图 6 2016-2020 年安琪酵母净利率 (%)	4
图 7 2016-2020 年安琪酵母销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)	5
图 8 2016-2020 年安琪酵母期间费用率 (%)	5
图 9 2018-2020 年安琪酵母研发费用率 (%)	5
图 10 2016-2020 年安琪酵母 ROE (%)	5
图 11 2016-2020 年安琪酵母 ROIC (%)	5
图 12 2016-2020 年安琪酵母存货周转率 (%)	6
图 13 2016-2020 年安琪酵母应收账款周转率 (%)	6
表 1 安琪酵母主营业务收入假设表.....	6

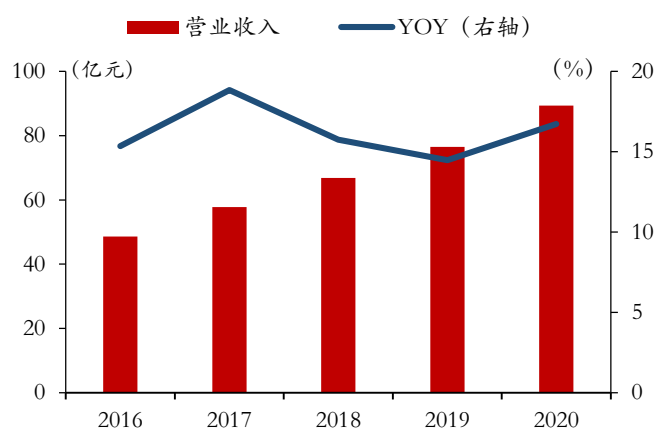
## 一、主营业务收入上行，助推业绩高增

公司成立于 1986 年，于 2000 年在上海证券交易所上市，主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品的制造和经营，同时涉及食品调味、动植物营养、人类健康等领域的发展。从产能来看，目前全球酵母总产能约为 170 万吨，乐斯福、英联马利、安琪酵母为行业前三位，其中安琪酵母的酵母类产品总产能超过 27 万吨，居亚洲第一、全球第三。公司在国内市占率约 55%，龙头优势明显。

### （一）业绩增速处于较高水平

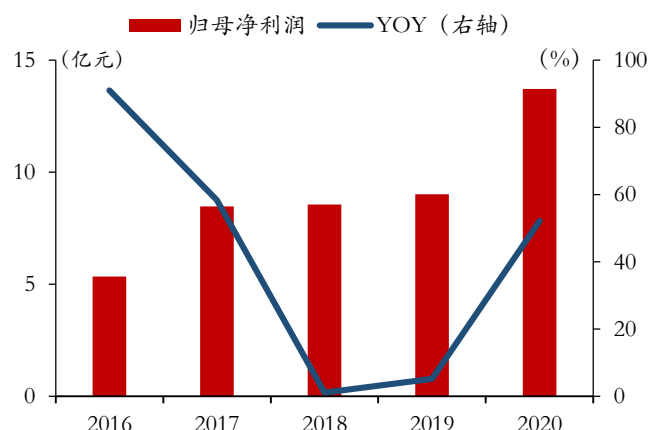
2020 年公司实现营业收入 89.33 亿元，同比增长 16.73%，实现归母净利润 13.72 亿元，同比增长 52.14%，实现扣非归母净利润 12.20 亿元，同比增长 45.81%。受益疫情期间居家消费需求上行，公司收入保持双位数增长。公司产能方面受疫情影响较小，2020 年发酵总产量达 28.6 万吨，同比增加 10.8%；酵母抽提物产量达 7.8 万吨，同比增长 22.9%。

图 1 2016-2020 年安琪酵母营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2 2016-2020 年安琪酵母归母净利润及增速 (亿元, %)

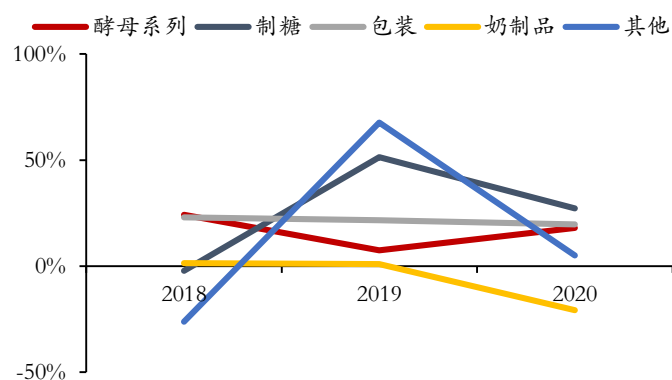


资料来源：Wind，万和证券研究所

分产品来看，公司 2020 年酵母及深加工产品、制糖、包装、奶制品、其他业务分别实现营业收入 69.37、6.24、3.34、0.46、9.43 亿元，同比分别增长 18.03%、27.17%、19.75%、-20.76%、5.01%。公司酵母业务收入保持较快增长，超过整体收入增速，主要因为疫情后受益居家消费需求旺盛，小包装产品销量上行。制糖及包装业务也保持较高水平增速上行。

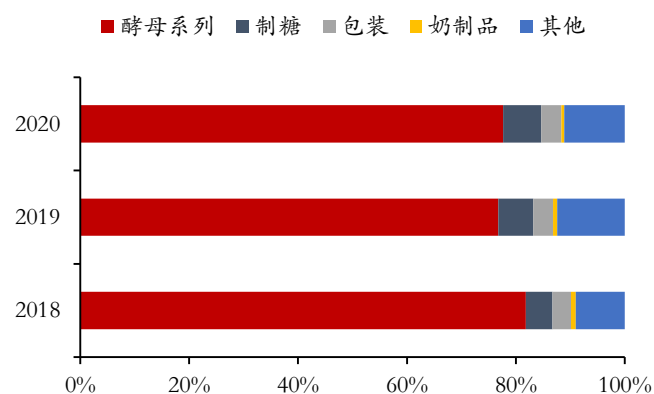
分地区来看，国内和国外营业收入分别为 63.65、25.19 亿元，同比分别增长 17.71%、14.74%，国内市场依旧为公司主要收入来源，持续受益国内行业龙头地位。分渠道看，2020 年线上渠道和线下渠道营业收入分别为 32.88、55.96 亿元，同比增长分别为 23.46%、13.28%，毛利率分别为 34.77%、33.63%。公司线上线下渠道均保持双位数增长，线下依旧为主要销售渠道，但增速及毛利率均以线上占优，预计公司将会继续加大线上渠道的建设，保持较高增速。

图3 2018-2020年安琪酵母各业务增速(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图4 2018-2020年安琪酵母各业务收入占比(%)

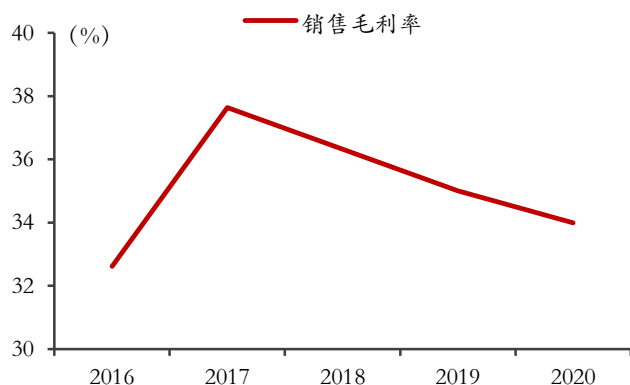


资料来源: Wind, 万和证券研究所

## (二) 新会计准则影响毛利率, 净利率水平较为稳定

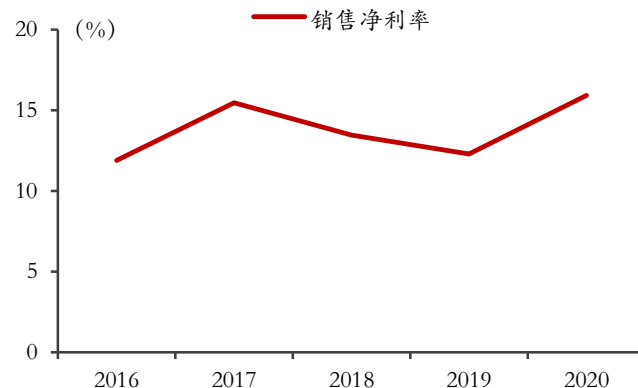
新会计准则影响毛利率, 净利率水平较为稳定。2020年毛利率为34.00%, 同比下滑1.00pct。分产品, 酵母及深加工产品、制糖产品、包装类产品、奶制品、其他产品实现毛利率39.66%、-5.44%、21.41%、20.52%、24.05%。2020年前三季度虽然有疫情的影响, 但是因终端需求旺盛, 产能保持正常水平的因素, 毛利率保持较高水平。整体毛利率同比下滑, 主要因为四季度新会计准则的影响, 营业成本提高。公司2020年销售费用率下降4.06pct, 净利率为15.92%, 同比上升3.64pct, 达到近5年较高水平。

图5 2016-2020年安琪酵母毛利率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

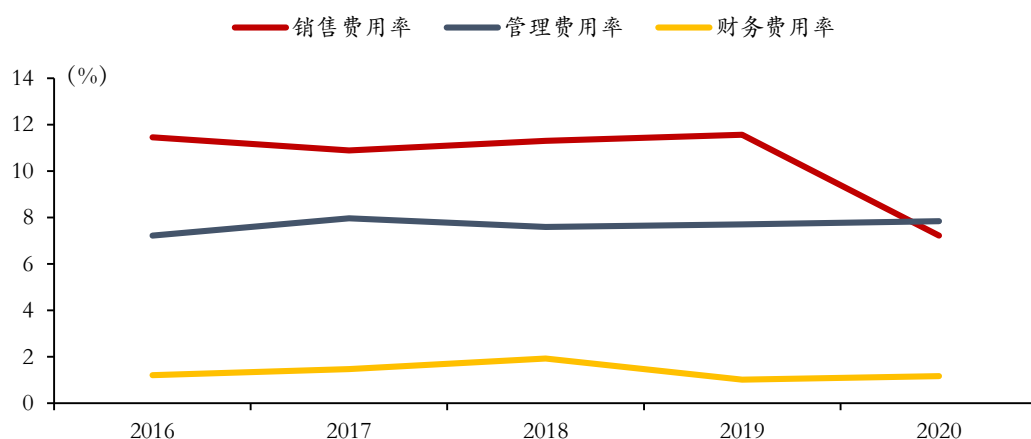
图6 2016-2020年安琪酵母净利率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

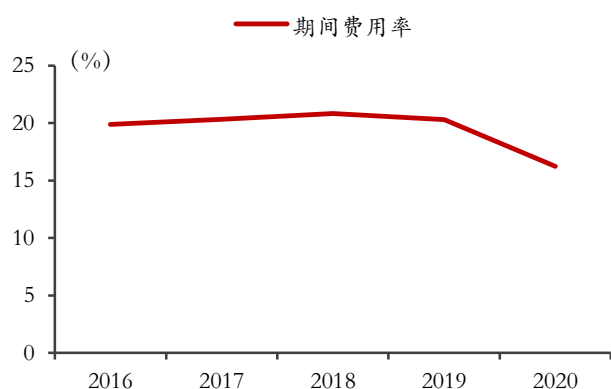
费用方面, 2020年公司期间费用率为16.23%, 同比减少4.06pct。其中销售费用率为7.23%, 同比减少4.34pct, 主要来自新会计准则后部分销售费用计入营业成本导致; 管理费用率为3.52%, 同比增加0.17pct, 主要为疫情期间支出增加所致; 财务费用率为1.17%, 同比增加0.15pct, 主要是卢布贬值导致汇兑损失增加所致; 研发费用率4.32%, 同比减少0.03pct, 保持较稳定水平。报告期内, 公司科研创新取得新突破, “减盐增味酵母抽提物生产关键技术及应用”获得中国食品科学技术学会技术进步一等奖, 预计公司在研发费用的投入将保持较稳定水平。

图 7 2016-2020 年安琪酵母销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



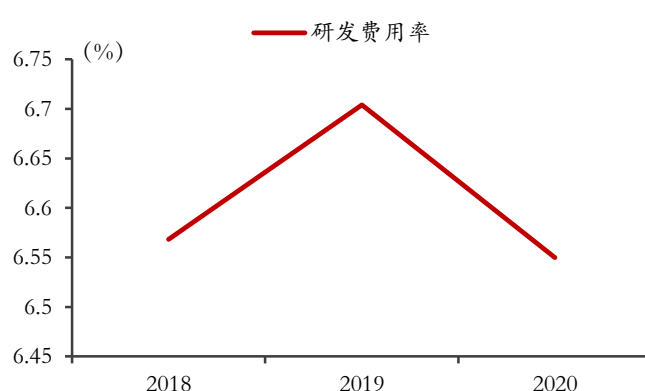
资料来源：万和证券研究所

图 8 2016-2020 年安琪酵母期间费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 9 2018-2020 年安琪酵母研发费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

### (三) 周转力攀升，盈利逐步释放

公司 2020 年 ROE 为 25.12%，较上年上升 5.78pct；ROIC 为 17.41%，较上年同期提高 4.18pct。除开新会计准则的影响导致费用率下滑，公司于疫情期间小包装放量，以及下半年酵母及深加工产品提价动作，使得盈利得到释放。存货周转率上行至 2.96 次，同比上行 14.73%；应收账款周转率为 11.08 次，同比上行 14.47%。

图 10 2016-2020 年安琪酵母 ROE (%)

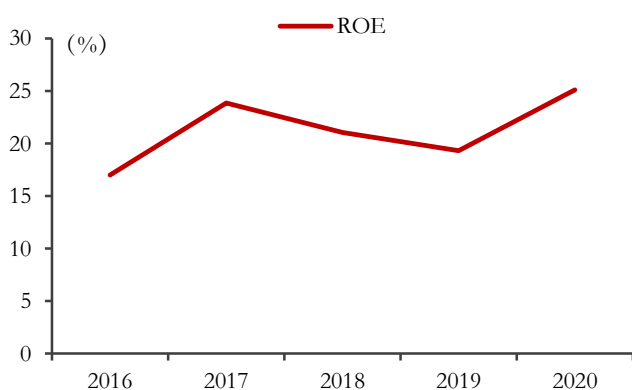
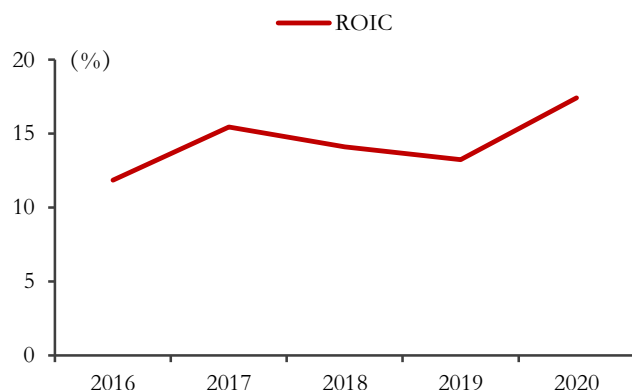
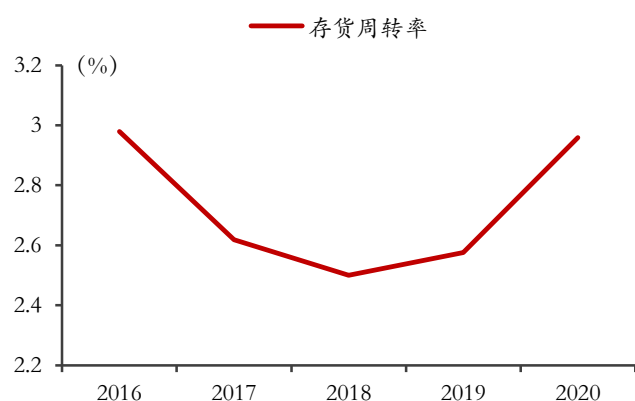


图 11 2016-2020 年安琪酵母 ROIC (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

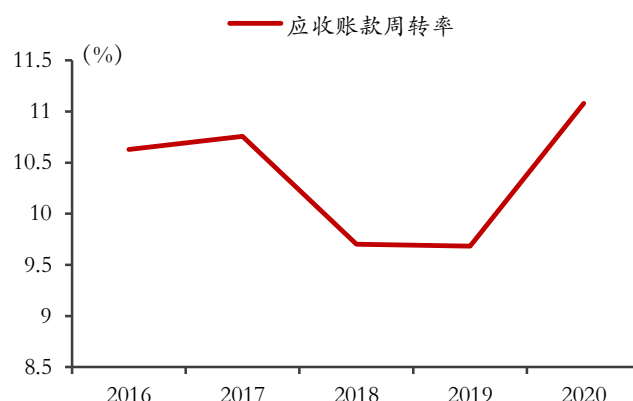
图 12 2016-2020 年安琪酵母存货周转率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

图 13 2016-2020 年安琪酵母应收账款周转率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

## 二、盈利预测和投资建议

### (一) 收入预测及假设

我们对公司 2021-2023 年业务收入假设如下：

1、酵母及深加工业务：受替代品玉米的价格下行以及环保成本上升，糖蜜需求量不断下滑，使 2020 年糖蜜价格持续上行。因公司在 2019 年糖蜜价格低点为 2020 年储存 70% 原材料，考虑今年原材料库存方面受益 20 年的储备，预计今年公司成本压力将有所放缓。叠加公司的提价效应以及终端居家消费需求提升，我们预计公司的酵母业务 2021-2023 年收入增速分别为 16.50%、15.50%、14.50%，毛利率将维持在 40% 左右。

2、制糖业务：公司制糖业务长期受糖价制约，会出现亏损情况。糖蜜及白糖价格长期处于上行态势，但自 2021 年以来糖价有小幅下滑趋势，我们预计公司的制糖业务 2021-2023 年收入增速分别为 18.00%、18.00%、17.50%，毛利率维持 2020 年业务水平。

3、包装业务：受益小包装产品在 2020 年后旺盛需求，叠加今年就地过年倡导下的居家烘焙需求上涨，以及公司加速改造小包装生产线，我们预计公司的包装业务 2021-2023 年收入增速为 15.50%、15.00%、14.50%，毛利率今年将保持较高水平。

表 1 安琪酵母主营业务收入假设表

		2020A	2021E	2022E	2023E
酵母及深加工	收入 (百万元)	6936.96	8081.56	9334.20	10687.66
	增速	18.03%	16.50%	15.50%	14.50%
	毛利率	39.66%	40.00%	39.50%	39.50%
制糖	收入 (百万元)	624.04	736.37	868.91	1020.97
	增速	27.17%	18.00%	18.00%	17.50%
	毛利率	-5.44%	-5.44%	-4.48%	-4.05%
包装	收入 (百万元)	334.03	385.80	443.68	508.01
	增速	19.75%	15.50%	15.00%	14.50%

	毛利率	21.41%	22.00%	21.50%	21.05%
奶制品	收入(百万元)	46.38	47.08	47.78	48.26
	增速	-20.76%	1.50%	1.50%	1.00%
	毛利率	20.52%	20.00%	20.00%	20.00%
其他主营业务	收入(百万元)	942.50	989.63	1039.11	1091.06
	增速	5.01%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.05%	24.05%	24.05%	24.05%
其他业务	收入(百万元)	49.12	49.12	49.12	49.12
	增速	-1.46%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	23.58%	24.00%	24.00%	24.00%
合计	收入(百万元)	8933.03	10289.55	11782.80	13405.08
	增速	16.73%	15.19%	14.51%	13.77%
	毛利率	34.00%	34.37%	34.07%	34.10%

资料来源：Wind，万和证券研究所

## (二) 投资建议：首次覆盖“增持”

现阶段糖蜜价格持续上涨，叠加公司产品结构升级以及持续推进产能投放，预计公司将针对其酵母产品进行提价。随着公司规模、渠道方面进一步扩张，行业集中度不断提升，公司将持续受益龙头优势。在稳固国内龙头地位的同时，海外目前经销商数量已超 3000 家，随着海外业务不断催化，公司将不断抢占海外市场份额。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.83 元、2.10 元、2.36 元，对应 PE 分别为 30 倍、26 倍、23 倍。公司作为酵母行业龙头，凭借与多家研究院合作后的酵母技术研发壁垒优势，以及持续受益终端居家消费需求，公司有望长期享受酵母及烘焙赛道带来的成长空间。首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

原材料价格波动风险；食品安全问题；产品销售不及预期。

## 财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4445.12	7290.66	8184.99	10172.11	<b>营业收入</b>	8933.04	10289.96	11783.04	13405.56
现金	1107.10	2881.19	3888.40	4691.95	营业成本	5896.13	6753.30	7768.56	8834.27
应收票据及应收账款					税金及附加	79.45	91.58	107.23	120.18
预付款项	179.20	194.05	224.92	249.52	销售费用	645.72	874.65	966.21	1116.68
存货	1993.07	2571.40	2679.26	3291.70	管理费用	313.83	362.21	412.41	470.54
其他流动资产	366.74	366.74	366.74	366.74	研发费用	386.19	447.61	512.56	583.14
<b>非流动资产</b>	6362.05	5910.03	5453.85	4945.52	财务费用	104.09	81.26	76.07	75.34
长期投资	20.22	20.22	20.22	20.22	资产减值损失	-46.96	-11.05	-25.26	-27.76
固定资产	5203.83	4745.74	4281.99	3814.61	信用减值损失	4.97	4.97	4.97	4.97
在建工程	333.28	360.28	385.66	362.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	368.06	353.25	335.44	317.63	投资净收益	-3.35	-2.45	-2.50	-2.51
其他非流动资产	390.01	390.01	390.01	390.01	其他收益	163.31	144.30	145.02	145.20
<b>资产总计</b>	10807.18	13200.69	13638.84	15117.63	<b>营业利润</b>	1625.59	1815.12	2062.24	2325.33
<b>流动负债</b>	3125.05	3788.64	4190.89	4788.50	营业外收入	14.02	10.52	10.52	10.52
短期借款	1141.05	1501.94	1906.18	2306.18	营业外支出	12.47	7.11	7.92	9.17
应付票据及应付账款					<b>利润总额</b>	1627.13	1818.53	2064.84	2326.68
预收账款	1182.48	1532.85	1414.30	1649.82	所得税	205.00	244.05	267.60	301.31
其他流动负债	202.59	157.29	256.86	218.57	<b>税后利润</b>	1422.13	1574.48	1797.24	2025.38
<b>非流动负债</b>	400.16	400.16	400.00	400.00	少数股东损益	50.62	65.22	70.60	78.52
长期借款	1494.23	1710.25	1745.25	1778.25	<b>归属母公司净利润</b>	1371.51	1509.26	1726.63	1946.86
其他非流动负债	1245.15	1461.16	1496.16	1529.16	EBITDA	2229.38	2400.27	2644.49	2909.00
<b>负债合计</b>	4619.28	5498.89	5936.14	6566.75					
少数股东权益	297.98	363.20	433.80	512.32	<b>主要财务比率</b>				
股本	824.08	824.08	824.08	824.08		2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	653.49	653.49	653.49	653.49	<b>成长能力</b>				
留存收益	4876.38	5861.03	6987.50	8257.63	营业收入(%)	16.73	15.19	14.51	13.77
归属母公司股东权益					营业利润(%)	47.87	11.66	13.61	12.76
<b>负债和股东权益总计</b>	5889.92	7338.60	8465.06	9735.20	归母净利润(%)	52.14	10.04	14.40	12.75
	10807.18	13200.69	14835.00	16814.27	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	34.00	34.42	34.11	34.14
					净利率(%)	15.35	14.67	14.65	14.52
					ROE(%)	23.29	20.57	20.40	20.00
					ROIC(%)	22.34	22.77	24.71	25.61
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	42.74	41.66	40.01	39.05
					流动比率	1.42	1.92	1.95	2.12
					速动比率	0.78	1.25	1.31	1.44
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.83	0.78	0.86	0.89
					应收账款周转率	10.86	9.91	10.23	10.32
					应付账款周转率	8.91	9.14	9.93	10.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.53	29.56	25.84	22.92
					P/B	7.57	6.08	5.27	4.58
					EV/EBITDA	19.47	18.67	16.76	15.13

资料来源: Wind, 万和证券研究所



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深300指数涨幅10%以上；

**同步大市：**相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深300指数跌幅10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深300指数涨幅15%以上；

**增持：**相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

**中性：**相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深300指数跌幅5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

### 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>