

收入符合预期，业绩有所承压，定增助力长远发展

——安琪酵母半年报解读

事件: 1) 公司发布半年报, 21H1 公司实现营收 52.34 亿元/+20.55%, 实现归母净利润 8.28 亿元/+15.14%, 实现扣非归母净利润 7.25 亿元/+8.49%。2) 单 Q2 看, 公司实现营收 25.78 亿元/+12.50%, 实现归母净利润 3.86 亿元/-7.19%, 实现非归母净利润 3.12 亿元/-19.78%。

核心观点

- 高基数压力下营收增长符合预期。分产品看**, 21H1 公司酵母及深加工产品、制糖产品、包装类产品分别实现营收 41.28 亿元/+19.25%, 3.3 亿元/+63.9%, 2.02/+31.05%, 其中烘焙面食、YE 食品、微生物营养等 8 个业务单元超额完成“双过半”目标。**分渠道看**, 产能紧张+出口成本增加(人民币升值+海运成本上涨)情况下, 公司优先保证国内供应, 21H1 国内收入+24.45%vs 海外+12.67%。
- 成本上升+产品结构调整影响下公司毛利率有所下滑, 净利率承压**。1) 公司 21H1 实现毛利率 31.84%/-8.71pct 主要系新会计准则将运费调整至主营业务成本所致; 21H1 实现毛销差 25.53%/-3.97pct; 2) 公司 21Q1/Q2 分别实现毛销差 27.05%/23.97%, 环比下降, 原因系前期采购成本压力逐渐显现+Q2 小包装高毛利产品占比降低; 3) 毛利率下行使得净利率承压, 21H 公司归母净利润率 15.82%/-0.74pct, 扣非净利率 13.87%/-1.54pct。
- 费用管控有力**。1) 销售费用率: 21H1 实现 6.31%/-4.73pct, 剔除新会计准则将运费调整至主营业务成本影响, 公司销售费用率下降 0.54pct; 2) 管理费用率: 21H1 实现 3.29%/-0.52pct; 3) 财务费用率: 21H1 实现 0.56%/-0.69pct, 主要原因系利息支出下降及汇兑损失减少。综合来看, 公司 21H1 费用率下降 1.75pct。
- 发布定增+收购圣琪, 市占率有望进一步提升**。1) 公司拟募资不超过 20 亿元用于酵母绿色生产基地建设项目(年产 3.5 万吨酵母及酵母抽提物类产品)、年产 2.5 万吨酵母制品绿色制造项目、年产 0.5 万吨新型酶制剂绿色制造项目。公司目前发酵总产能 22 万吨, 与十四五”时期 50+万吨规划仍有较大差距, 本次定增募资将加大公司产能布局, 确保长远规划达成。2) 公司拟收购山东圣琪生物有限公司(20 年收入 2.44 亿, 净利润-4109.2 万元, 实际年产能 0.3 万吨干酵母+0.6 万吨酵母抽提物)。公司近年来产能基本处于满负荷状态, 本次收购有望补充公司产能缺口, 并加速行业整合。
- 展望后续**: 1) 量: 公司酵母同心圆多元化发展思路清晰, 伴随在建产能逐渐落地, 公司量增路径清晰; 2) 利: 成本上涨压力下, 公司业绩短期承压, 但长期看, 本轮提价后, 公司未来有望释放更多利润空间。

财务预测与投资建议

- 暂不考虑定增带来的产能变化, 由于 21 年原材料成本上涨以及股权激励费用开始摊销, 我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 1.84/2.11/2.36 元(调整前 1.85/2.13/2.38 元), 给予 21 年 33 倍估值, 对应目标价 60.72 元, 维持“买入评级”。

风险提示

- 成本端波动, 汇率波动, 产能扩张不及预期

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,653	8,933	10,417	11,493	12,829
同比增长(%)	14.5%	16.7%	16.6%	10.3%	11.6%
营业利润(百万元)	1,099	1,626	1,819	2,094	2,337
同比增长(%)	12.7%	47.9%	11.9%	15.1%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	902	1,372	1,531	1,760	1,965
同比增长(%)	5.2%	52.1%	11.6%	15.0%	11.6%
每股收益(元)	1.08	1.65	1.84	2.11	2.36
毛利率(%)	35.0%	34.0%	33.6%	34.7%	34.2%
净利率(%)	11.8%	15.4%	14.7%	15.3%	15.3%
净资产收益率(%)	19.3%	25.1%	22.8%	21.3%	20.2%
市盈率	46.5	30.6	27.4	23.8	21.3
市净率	8.3	7.1	5.5	4.7	4.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月26日)	48.71 元
目标价格	60.72 元
52 周最高价/最低价	71.3/43.86 元
总股本/流通 A 股(万股)	83,286/82,408
A 股市值(百万元)	40,569
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021 年 07 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.15	-8.89	-16.83	-20.15
相对表现	-5.54	-2.18	-11.2	-30.74
沪深 300	-0.61	-6.71	-5.63	10.59



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520070001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

投资建议

暂不考虑定增带来的产能变化，由于 21 年原材料成本上涨以及股权激励费用开始摊销，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 1.84/2.11/2.36 元(调整前 1.85/2.13/2.38 元)，给予 21 年 33 倍估值，对应目标价 60.72 元，维持“买入评级”。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2021/7/26	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E
涪陵榨菜	002507	30.68	0.88	0.97	1.25	1.53	35.04	31.60	24.45	20.11
中炬高新	600872	38.69	1.12	1.24	1.51	1.83	34.63	31.09	25.62	21.13
干禾味业	603027	23.68	0.26	0.33	0.51	0.63	91.93	71.39	46.67	37.37
克明食品	002661	11.05	0.87	0.61	0.87	1.22	12.72	18.02	12.72	9.04
恒顺醋业	600305	16.20	0.31	0.35	0.41	0.49	51.63	45.71	39.17	32.79
晨光生物	300138	14.13	0.50	0.65	0.82	1.05	28.12	21.66	17.20	13.45
	调整后 平均						37.36	32.51	26.61	21.87

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

成本端波动，汇率波动，产能拓张不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	664	1,107	1,300	2,201	3,519	营业收入	7,653	8,933	10,417	11,493	12,829
应收票据及应收账款	939	980	1,078	1,147	1,252	营业成本	4,974	5,896	6,913	7,500	8,442
预付账款	127	179	209	231	257	营业税金及附加	69	79	93	103	115
存货	1,992	1,993	3,033	3,347	3,726	营业费用	885	646	766	845	938
其他	145	186	186	186	186	管理费用及研发费用	589	700	773	882	929
流动资产合计	3,866	4,445	5,806	7,111	8,941	财务费用	78	104	145	135	124
长期股权投资	24	20	20	20	20	资产、信用减值损失	16	42	(17)	0	0
固定资产	5,195	5,204	4,848	4,475	4,102	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	343	333	1,055	1,713	2,074	投资净收益	(7)	(3)	(5)	(4)	(5)
无形资产	292	368	353	339	324	其他	65	163	80	70	60
其他	187	437	36	36	36	营业利润	1,099	1,626	1,819	2,094	2,337
非流动资产合计	6,041	6,362	6,313	6,583	6,557	营业外收入	14	14	14	14	14
资产总计	9,907	10,807	12,119	13,694	15,497	营业外支出	4	12	8	10	9
短期借款	787	1,141	1,141	1,141	1,141	利润总额	1,109	1,627	1,825	2,098	2,342
应付票据及应付账款	1,205	1,182	1,386	1,504	1,693	所得税	169	205	237	273	304
其他	996	802	428	428	428	净利润	940	1,422	1,587	1,825	2,037
流动负债合计	2,988	3,125	2,955	3,073	3,262	少数股东损益	38	51	57	65	73
长期借款	1,429	1,245	1,245	1,245	1,245	归属于母公司净利润	902	1,372	1,531	1,760	1,965
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.08	1.65	1.84	2.11	2.36
其他	192	249	0	0	0						
非流动负债合计	1,621	1,494	1,245	1,245	1,245	主要财务比率					
负债合计	4,609	4,619	4,201	4,318	4,507		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	268	298	354	419	492	成长能力					
股本	824	824	833	833	833	营业收入	14.5%	16.7%	16.6%	10.3%	11.6%
资本公积	652	653	653	653	653	营业利润	12.7%	47.9%	11.9%	15.1%	11.6%
留存收益	3,840	4,876	6,078	7,470	9,012	归属于母公司净利润	5.2%	52.1%	11.6%	15.0%	11.6%
其他	(287)	(464)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,297	6,188	7,919	9,376	10,990	毛利率	35.0%	34.0%	33.6%	34.7%	34.2%
负债和股东权益总计	9,907	10,807	12,119	13,694	15,497	净利率	11.8%	15.4%	14.7%	15.3%	15.3%
						ROE	19.3%	25.1%	22.8%	21.3%	20.2%
						ROIC	13.4%	18.6%	18.0%	17.6%	17.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	940	1,422	1,587	1,825	2,037	净负债率	30.6%	23.0%	13.7%	2.0%	0.0%
折旧摊销	448	399	393	388	388	流动比率	1.29	1.42	1.96	2.31	2.74
财务费用	78	104	145	135	124	速动比率	0.62	0.78	0.94	1.22	1.60
投资损失	7	3	5	4	5	营运能力					
营运资金变动	479	(410)	(1,189)	(286)	(323)	应收账款周转率	9.7	11.1	11.1	10.3	10.7
其它	(655)	351	627	0	0	存货周转率	2.5	2.9	2.8	2.4	2.4
经营活动现金流	1,296	1,869	1,568	2,066	2,231	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(895)	(445)	(722)	(658)	(361)	每股指标(元)					
长期投资	7	3	5	0	0	每股收益	1.08	1.65	1.84	2.11	2.36
其他	74	(336)	(5)	(4)	(5)	每股经营现金流	1.57	2.27	1.88	2.48	2.68
投资活动现金流	(815)	(777)	(722)	(662)	(365)	每股净资产	6.04	7.07	9.08	10.75	12.60
债权融资	236	(104)	(188)	0	0	估值比率					
股权融资	0	2	9	0	0	市盈率	46.5	30.6	27.4	23.8	21.3
其他	(664)	(364)	(474)	(503)	(547)	市净率	8.3	7.1	5.5	4.7	4.0
筹资活动现金流	(427)	(467)	(653)	(503)	(547)	EV/EBITDA	26.7	20.4	18.4	16.6	15.2
汇率变动影响	24	29	-0	-0	-0	EV/EBIT	36.8	25.1	22.1	19.4	17.6
现金净增加额	77	655	193	901	1,318						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn