

收入符合预期，利润低于预期，静待提价效应显现

——安琪酵母三季度报解读

事件：1) 公司发布 21Q3 季报，21Q1-Q3 公司实现营收 75.94 亿元/+18.17%，归母净利润 10.18 亿元/+0.54%，扣非归母净利润 8.99 亿元/-5.08%；2) 单 Q3 看，公司实现营收 23.60 亿元/+13.22%，归母净利润 1.90 亿元/-35.23%，扣非归母净利润 1.72 亿元/-37.77%。收入符合预期，利润低于预期。

核心观点

- 收入端看：**公司 21Q3 营收 23.60 亿元/+13.22%，因基数效应环比提速（Q2 营收同比+12.50%）。1) 量价拆分看，预计直接提价带动下，Q3 价增贡献 5%左右（20 年年底海外产品提价、21 年初 YE 提价、21 年 3 月大包装提价）。2) 分渠道看，21Q3 国外实现营收 6.44 亿元/+6.91%（vs 国内营收 16.91 亿元/+18.85%），剔除提价因素（海外业务 20 年底至 21Q1 提价 10-20%），预计国外业务量增略有下滑，主要系海运成本上升公司放缓出口业务所致。3) 分品类看，公司酵母营收 18.30 亿元/+14.52%，制糖营收 1.51 亿元/+77.12%，包装营收 0.98 亿元/+17.13%，奶制品营收 0.14 亿元/+8.18%。
- 利润端看：**1) 公司 21Q3 实现毛利率 24.58%/-14.72%，若剔除会计准则调整影响，公司 21Q3 实现毛销差 18.59%/-8.70pct，预计主要由于糖蜜、能源等成本上涨所致，其中测算糖蜜成本上涨影响毛利率 4pct+；2) 单 Q3 实现销售费用率 5.99%/-6.03pct，预计受到会计准则调整影响；实现管理费用率 4.47%/+1.29pct（其中股权激励费用预计贡献 0.7pct），财务费用率 0.53%/-1.17pct；3) 21Q3 公司实现归母净利润率 8.06%/-6.02pct，利润有所承压。
- 短期看，**1) 公司自 10 月起对占比 30%的产品提价 20-30%，提价效应预计在 21Q4 和 22 年逐渐体现，本次提价将提振公司营收 6-9%；若假设成本不变，则贡献毛利率 3-5pct 左右。但因公司此次提价幅度较高且以对 B 端产品为主，我们认为后续渠道端提价的落实情况仍有待观察。2) 此外，新一轮榨季开启，当前糖蜜成本仍处于高位，后续仍需密切跟踪糖蜜价格数据。3) 公司目前主要在建产线集中在 22 年投产，预计折旧费用有所增加。**长期看，**公司酵母同心多元化发展思路清晰，海内外拓张稳健，本轮提价对冲成本上涨以后，未来有望释放更多利润空间。
- 财务预测与投资建议**
- 由于提价和原材料成本上涨，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测 1.66/2.01/2.31 元（调整前 1.84/2.11/2.36 元），根据可比公司法，给予 21 年 37 倍估值，对应目标价 61.42 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 糖蜜成本大幅上涨，提价落实不及预期，产能投放不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,653	8,933	10,387	11,960	13,593
同比增长(%)	14.5%	16.7%	16.3%	15.1%	13.7%
营业利润(百万元)	1,099	1,626	1,638	1,988	2,291
同比增长(%)	12.7%	47.9%	0.7%	21.4%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	902	1,372	1,379	1,671	1,926
同比增长(%)	5.2%	52.1%	0.5%	21.2%	15.3%
每股收益(元)	1.08	1.65	1.66	2.01	2.31
毛利率(%)	35.0%	34.0%	32.6%	33.3%	32.9%
净利率(%)	11.8%	15.4%	13.3%	14.0%	14.2%
净资产收益率(%)	19.3%	25.1%	20.7%	20.7%	20.2%
市盈率	45.1	29.7	29.5	24.4	21.1
市净率	8.1	6.9	5.5	4.6	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10月22日)	48.85 元
目标价格	61.42 元
52周最高价/最低价	67.27/39 元
总股本/流通 A 股(万股)	83,286/82,408
A 股市值(百万元)	40,685
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月24日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.91	8.58	-2.98	-10.72
相对表现	-5.05	0.58	1.39	-15.57
沪深 300	3.14	8	-4.37	4.85



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

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

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

由于提价和原材料成本上涨，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测 1.66/2.01/2.31 元（调整前 1.84/2.11/2.36 元），根据可比公司法，给予 21 年 37 倍估值，对应目标价 61.42 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			
			2021/10/22	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E
涪陵榨菜	002507	31.10	0.88	0.91	1.15	1.39	35.52	34.35	27.03	22.37
中炬高新	600872	34.96	1.12	0.99	1.23	1.47	31.30	35.34	28.52	23.79
干禾味业	603027	21.14	0.26	0.29	0.43	0.56	82.07	72.95	48.87	37.56
克明面业	002661	11.07	0.87	0.42	0.70	1.09	12.74	26.36	15.75	10.17
恒顺醋业	600305	15.70	0.31	0.31	0.37	0.44	50.03	50.51	42.52	35.68
晨光生物	300138	12.91	0.50	0.66	0.82	1.03	25.69	19.71	15.79	12.53
	调整后 平均							36.64	28.47	23.59

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

糖蜜成本大幅上涨，提价落实不及预期，产能投放不及预期

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	1,125	1,804	3,010	营业收入	7,653	8,933	10,387	11,960	13,593
应收票据及应收账款	939	980	1,075	1,193	1,326	营业成本	4,974	5,896	7,005	7,980	9,115
预付账款	127	179	208	240	273	营业税金及附加	69	79	93	107	122
存货	1,992	1,993	3,073	3,561	4,023	营业费用	885	646	765	864	969
其他	145	186	186	186	186	管理费用及研发费用	589	700	833	949	1,024
流动资产合计	3,866	4,445	5,667	6,984	8,819	财务费用	78	104	146	138	128
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	1,054	1,722	2,098	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	1,638	1,988	2,291
非流动资产合计	6,041	6,362	6,312	6,592	6,581	营业外收入	14	14	14	14	14
资产总计	9,907	10,807	11,980	13,576	15,400	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	1,643	1,991	2,296
应付票据及应付账款	1,205	1,182	1,405	1,600	1,828	所得税	169	205	214	259	298
其他	996	802	428	428	428	净利润	940	1,422	1,430	1,732	1,997
流动负债合计	2,988	3,125	2,974	3,169	3,397	少数股东损益	38	51	51	62	71
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	1,379	1,671	1,926
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.08	1.65	1.66	2.01	2.31
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	4,219	4,415	4,642		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	268	298	349	411	482	成长能力					
股本	824	824	833	833	833	营业收入	14.5%	16.7%	16.3%	15.1%	13.7%
资本公积	652	653	653	653	653	营业利润	12.7%	47.9%	0.7%	21.4%	15.3%
留存收益	3,840	4,876	5,925	7,265	8,790	归属于母公司净利润	5.2%	52.1%	0.5%	21.2%	15.3%
其他	(287)	(464)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,297	6,188	7,761	9,162	10,758	毛利率	35.0%	34.0%	32.6%	33.3%	32.9%
负债和股东权益总计	9,907	10,807	11,980	13,576	15,400	净利率	11.8%	15.4%	13.3%	14.0%	14.2%
						ROE	19.3%	25.1%	20.7%	20.7%	20.2%
						ROIC	13.4%	18.6%	16.4%	17.0%	17.1%
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	1,430	1,732	1,997	净负债率	30.6%	23.0%	16.3%	6.4%	0.0%
折旧摊销	448	399	393	388	388	流动比率	1.29	1.42	1.91	2.20	2.60
财务费用	78	104	146	138	128	速动比率	0.62	0.78	0.87	1.08	1.41
投资损失	7	3	5	4	5	营运能力					
营运资金变动	479	(410)	(1,207)	(442)	(401)	应收账款周转率	9.7	11.1	11.1	10.5	10.8
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	1,393	1,820	2,117	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(895)	(445)	(721)	(667)	(376)	每股指标(元)					
长期投资	7	3	5	0	0	每股收益	1.08	1.65	1.66	2.01	2.31
其他	74	(336)	(5)	(4)	(5)	每股经营现金流	1.57	2.27	1.67	2.19	2.54
投资活动现金流	(815)	(777)	(721)	(672)	(381)	每股净资产	6.04	7.07	8.90	10.51	12.34
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	45.1	29.7	29.5	24.4	21.1
其他	(664)	(364)	(475)	(469)	(530)	市净率	8.1	6.9	5.5	4.6	4.0
筹资活动现金流	(427)	(467)	(654)	(469)	(530)	EV/EBITDA	25.9	19.8	19.3	16.8	15.0
汇率变动影响	24	29	-0	-0	-0	EV/EBIT	35.7	24.3	23.6	19.8	17.4
现金净增加额	77	655	18	679	1,206						

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。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人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