

# 安琪酵母 (600298)

证券研究报告

2022 年 03 月 31 日

## Q4 业绩环比改善，22 年有望迎量利双增

**事件：**公司发布年报，2021 年公司实现营收 106.75 亿元，同比增长 19.5%；实现归母净利润 13.09 亿元，同比下降 4.59%。其中，单 Q4 实现营业收入 30.81 亿元，同比增长 22.91%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比下降 19.06%。

**Q4 提价效应逐步显现，海外增速略有放缓。**2021 年 Q1-Q4 营收同比增长 30%/13%/13%/23%，Q2-3 增长放缓主要系：1) 去年同期基数较高；2) Q1 提价导致部分客户提前囤货；3) 海外运费上行下，海外业务有所放缓；4) 三季度疫情反复使得 B 端有所承压。而 Q4 整体营收增长回暖，主因公司因原材料成本压力进行较大幅度提价。分业务看，酵母/制糖/包装分别实现收入 80/11/4 亿元，其中酵母业务同比+15%，保持稳健，制糖/包装业务分别同比+68%/26%，延续增长态势。分区域，国内/国外实现收入 78/28 亿元，同比+22%/12%，海外市场受运费等因素影响，有所放缓。分渠道，公司线上/线下渠道同比+12%/24%，疫后整体 B 端恢复带动线下渠道增长。

**成本+运费压力下，盈利能力有所承压。**2021 年，公司实现净利率 12.38%，同比减少 3.54pcts，盈利能力下滑，主因一方面是公司毛利率下滑。21 年公司实现毛利率 27.34%，同比下滑 6.66pcts，主要系糖蜜成本上涨以及海外运费上行，公司下半年仍采用高价库存，在四季度再次提价下，成本压力仍然较大。另一方面，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.26%/3.37%/0.74%/4.45%，同比-0.97/-0.14/-0.43/+0.13pct，费用率有所改善。整体来看，糖蜜成本的大幅上涨，使得公司利润端持续承压，展望 22 年，成本压力犹存，但提价效应有望在季度间逐渐显现。

**十四五规划展现公司强大信心，短期利润承压不改公司长期核心价值。**公司 2022 年规划营收 126.17 亿元，同比+18.18%，归母净利润 13.72 亿元，同比+4.85%，营收维持稳健增长，但利润端仍短暂无承压，我们认为与糖蜜和运费价格高企有关。目前公司正积极通过新糖源的开发、水解糖的替代、以及糖蜜储罐的建设，来平抑糖蜜成本周期。长期来看，公司营收十四五规划冲刺 200 亿元，复合增速约为 17%，整体呈现稳健的增长态势。我们认为公司有望通过持续的产能扩张，不断开拓海外市场，同时加快国内衍生品业务的开拓，进而实现 200 亿的冲刺目标。随着公司成本压力的逐渐改善以及全球化产能的持续布局，叠加衍生品业务的积极推进，我们认为公司利润端有望逐渐好转，整体或呈现逐季环比加速趋势。同时如果糖蜜成本进一步提升，我们预计公司仍有能力进行提价，维持盈利能力。公司短期利润承压，但长期向好趋势不改，建议积极关注公司中长期价值。

**盈利预测：**根据公司 21 年年报及 22 年规划调整盈利预测，预计公司 22-24 年实现营收 127/148/173 亿元，同比增长 18.99%/16.28%/17.36% (22/23 年前值 15.57%/18.02%)，实现净利润 14.28/17.89/23.20 亿元，同比增长 9.16%/25.24%/29.67% (22-23 年前值 18.90%/24.41%)，EPS 分别为 1.72/2.15/2.79 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；食品安全风险；新冠疫情风险；成本持续上涨风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,933.04	10,675.33	12,702.27	14,770.59	17,334.65
增长率(%)	16.73	19.50	18.99	16.28	17.36
EBITDA(百万元)	2,541.21	2,385.16	2,345.70	2,744.08	3,347.60
净利润(百万元)	1,371.51	1,308.54	1,428.41	1,788.98	2,319.71
增长率(%)	52.14	(4.59)	9.16	25.24	29.67
EPS(元/股)	1.65	1.57	1.72	2.15	2.79
市盈率(P/E)	26.14	27.39	25.10	20.04	15.45
市净率(P/B)	6.09	5.23	4.48	3.93	3.38
市销率(P/S)	4.01	3.36	2.82	2.43	2.07
EV/EBITDA	17.08	21.87	19.04	13.85	13.02

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/调味发酵品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	43.04 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	832.86
流通 A 股股本(百万股)	824.08
A 股总市值(百万元)	35,846.33
流通 A 股市值(百万元)	35,468.44
每股净资产(元)	8.23
资产负债率(%)	46.44
一年内最高/最低(元)	67.88/39.00

### 作者

**吴文德** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070003  
wuwende@tfzq.com

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**薛涵** 联系人  
xuehana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《安琪酵母-季报点评:营收稳步增长,提价对冲成本压力,红利有望释放》2021-10-25
- 2 《安琪酵母-半年报点评:提价效应显现,定增开启产能新一轮建设周期》2021-07-23
- 3 《安琪酵母-季报点评:各业务单元增长良好,酵母龙头竞争优势持续显现》2021-04-15

# 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,107.10	1,296.16	1,016.18	1,181.65	1,386.77
应收票据及应收账款	799.01	1,123.49	1,346.40	1,386.43	1,846.77
预付账款	179.20	278.73	214.82	358.57	319.74
存货	1,993.07	2,251.01	4,208.00	3,557.60	5,441.21
其他	366.74	518.65	5,708.59	1,292.34	6,754.24
<b>流动资产合计</b>	<b>4,445.12</b>	<b>5,468.03</b>	<b>12,493.99</b>	<b>7,776.59</b>	<b>15,748.74</b>
长期股权投资	20.22	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,203.83	5,659.10	5,113.88	4,568.66	4,023.43
在建工程	333.28	924.49	924.49	924.49	924.49
无形资产	368.06	531.91	510.39	488.88	467.36
其他	436.67	862.12	485.32	588.18	640.66
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,362.05</b>	<b>7,977.62</b>	<b>7,034.08</b>	<b>6,570.20</b>	<b>6,055.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,807.18</b>	<b>13,445.65</b>	<b>19,528.08</b>	<b>14,346.79</b>	<b>21,804.67</b>
短期借款	1,141.05	2,035.11	7,150.00	3,351.71	8,176.42
应付票据及应付账款	1,182.48	1,477.58	71.23	30.67	72.40
其他	598.93	786.96	1,061.36	1,177.23	1,258.08
<b>流动负债合计</b>	<b>2,922.46</b>	<b>4,299.65</b>	<b>8,282.60</b>	<b>4,559.61</b>	<b>9,506.90</b>
长期借款	1,245.15	1,467.72	2,625.42	0.00	964.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	249.08	308.04	249.85	268.99	275.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,494.23</b>	<b>1,775.76</b>	<b>2,875.27</b>	<b>268.99</b>	<b>1,240.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,619.28</b>	<b>6,244.62</b>	<b>11,157.87</b>	<b>4,828.60</b>	<b>10,746.91</b>
少数股东权益	297.98	346.96	374.86	404.78	437.75
股本	824.08	832.86	832.86	832.86	832.86
资本公积	653.49	928.53	928.53	928.53	928.53
留存收益	4,876.38	5,765.79	6,708.54	7,889.27	9,420.27
其他	(464.03)	(673.12)	(474.59)	(537.25)	(561.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,187.90</b>	<b>7,201.03</b>	<b>8,370.21</b>	<b>9,518.19</b>	<b>11,057.77</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,807.18</b>	<b>13,445.65</b>	<b>19,528.08</b>	<b>14,346.79</b>	<b>21,804.67</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,422.13	1,321.48	1,428.41	1,788.98	2,319.71
折旧摊销	509.01	550.57	566.74	566.74	566.74
财务费用	57.57	87.24	146.90	145.60	136.58
投资损失	3.35	(7.64)	5.00	(5.00)	7.00
营运资金变动	(872.85)	(1,268.40)	(8,252.82)	4,855.82	(7,689.74)
其它	750.00	635.64	42.27	45.33	49.96
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,869.22</b>	<b>1,318.90</b>	<b>(6,063.49)</b>	<b>7,397.46</b>	<b>(4,609.76)</b>
资本支出	514.40	1,672.65	58.19	(19.14)	(6.64)
长期投资	(3.35)	(20.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,287.82)	(3,603.53)	(63.19)	24.14	(0.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(776.77)</b>	<b>(1,951.10)</b>	<b>(5.00)</b>	<b>5.00</b>	<b>(7.00)</b>
债权融资	142.41	1,053.37	6,090.02	(6,550.68)	5,651.98
股权融资	(587.94)	74.73	(301.50)	(686.32)	(830.09)
其他	(21.31)	(287.71)	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(466.83)</b>	<b>840.39</b>	<b>5,788.52</b>	<b>(7,237.00)</b>	<b>4,821.89</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>625.61</b>	<b>208.19</b>	<b>(279.98)</b>	<b>165.47</b>	<b>205.12</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,933.04</b>	<b>10,675.33</b>	<b>12,702.27</b>	<b>14,770.59</b>	<b>17,334.65</b>
营业成本	5,896.13	7,756.85	8,943.24	10,354.13	11,998.41
营业税金及附加	79.45	87.06	109.24	124.07	143.53
营业费用	645.72	667.93	825.65	945.32	1,092.08
管理费用	313.83	359.42	508.09	561.28	606.71
研发费用	386.19	475.20	508.09	583.44	676.05
财务费用	104.09	78.70	146.90	145.60	136.58
资产减值损失	(41.99)	(38.11)	24.10	29.64	27.86
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.35)	7.64	(5.00)	5.00	(7.00)
其他	(72.64)	(218.57)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,625.59</b>	<b>1,499.20</b>	<b>1,680.16</b>	<b>2,091.39</b>	<b>2,702.14</b>
营业外收入	14.02	26.38	11.00	17.13	18.17
营业外支出	12.47	8.73	8.46	9.89	9.03
<b>利润总额</b>	<b>1,627.13</b>	<b>1,516.85</b>	<b>1,682.70</b>	<b>2,098.63</b>	<b>2,711.29</b>
所得税	205.00	195.36	212.02	264.32	341.62
<b>净利润</b>	<b>1,422.13</b>	<b>1,321.48</b>	<b>1,470.68</b>	<b>1,834.31</b>	<b>2,369.67</b>
少数股东损益	50.62	12.95	42.27	45.33	49.96
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,371.51</b>	<b>1,308.54</b>	<b>1,428.41</b>	<b>1,788.98</b>	<b>2,319.71</b>
每股收益（元）	1.65	1.57	1.72	2.15	2.79

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.73%	19.50%	18.99%	16.28%	17.36%
营业利润	47.87%	-7.77%	12.07%	24.48%	29.20%
归属于母公司净利润	52.14%	-4.59%	9.16%	25.24%	29.67%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.00%	27.34%	29.59%	29.90%	30.78%
净利率	15.35%	12.26%	11.25%	12.11%	13.38%
ROE	23.29%	19.09%	17.87%	19.63%	21.84%
ROIC	22.34%	19.07%	18.27%	11.64%	22.00%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.74%	46.44%	57.14%	33.66%	49.29%
净负债率	22.98%	32.84%	106.11%	24.28%	71.39%
流动比率	1.42	1.22	1.51	1.71	1.66
速动比率	0.78	0.72	1.00	0.93	1.08
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.08	11.11	10.29	10.81	10.72
存货周转率	4.48	5.03	3.93	3.80	3.85
总资产周转率	0.86	0.88	0.77	0.87	0.96
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	1.65	1.57	1.72	2.15	2.79
每股经营现金流	2.24	1.58	-7.28	8.88	-5.53
每股净资产	7.07	8.23	9.60	10.94	12.75
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.14	27.39	25.10	20.04	15.45
市净率	6.09	5.23	4.48	3.93	3.38
EV/EBITDA	17.08	21.87	19.04	13.85	13.02
EV/EBIT	21.26	28.29	25.10	17.46	15.67

## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com