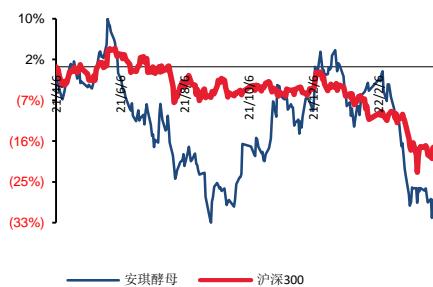




食品饮料 调味发酵品 II

## 安琪酵母：短期承压，展望长期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	833/824
总市值/流通(百万元)	35,488/35,114
12个月最高/最低(元)	66.82/40.07

### 相关研究报告：

**证券分析师：李鑫鑫**

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：

**证券分析师：蔡雪显**

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

**证券分析师：黄付生**

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 事件：

安琪酵母发布2021年年报，公司实现营收106.75亿元(同比+19.50%)，归母净利润13.09亿元(同比-4.59%)，归母扣非净利润10.60亿元(同比-13.14%)。其中Q4营收30.81亿元(同比+22.91%)，归母净利润2.91亿元(同比-19.06%)，归母扣非净利润1.61亿元(同比-41.01%)。

公司制定22年目标：销售收入126亿元，同比+18.18%，归母净利润13.72亿元，同比+4.85%。

### 点评：

**收入分析：**酵母收入稳健增长，制糖价升带来高增。公司实现营收106.75亿元，同比+19.50%(Q1: +29.55%; Q2: +12.50%; Q3: +13.22%; Q4: +22.91%)，各个季度增速波动较大，主要与基数不同、提价前囤货及疫情反复等有关。**1) 分产品：**四大主品类销售实现95.17亿元，同比+19.84%，其中酵母系列79.84亿元，同比+15.10%(其中量+11.28%，价+3.43%，本+15.87%)，制糖10.51亿元，同比+68.39%(其中量+10.71%，价+52.1%，本+47.75%)，包装4.19亿元，同比+22.58%，奶制品0.63亿元，同比34.98%，其他品类10.89亿元，同比增长15.59%; **2) 分区域：**大陆地区营业收入77.85亿元，同比+22.31%，海外地区28.22亿元，同比+12.01%; **3) 经销商：**公司年底经销商2.02万家，全年净增1934家，其中国内净增1401家，国外净增533家。**4) 分渠道：**线下销售69.25亿元，同比+23.75%、线上36.82亿元，同比+11.97%。

**利润分析：**糖蜜价格上涨成本承压，运费上行海外毛利率承压。公司归母净利润13.09亿元，同比-4.59%(Q1: +45.74%; Q2: -7.19%; Q3: -35.23%; Q4: -19.06%)。全年毛利率27.34%，同比-6.66pct(国内: 30.71%; 国外: 18.14%)，主要是糖蜜成本大幅上涨及海外运费上行所致，其中糖蜜价格21年较20年增长30-40%。期间费用率14.81%(同比-1.42pct)，其中销售费用率6.26%(同比-0.97pct)，主要是职工薪酬及广宣费用率下降。其中Q4毛利率21.80%，同比+3.57%，主要是会计准则变更，因此我们关注毛销差Q4为15.43%，同比-6.16%，主要是糖蜜价格继续上行所致。

**中期展望：三大周期看 22 年依旧承压，23、24 年利润有望释放。**公司制定 22 年目标：销售收入 126 亿元，同比+18.18%，归母净利润 13.72 亿元，同比+4.85%。公司利润受提价周期、糖蜜周期、产能周期三大周期影响，中期来看 22 年利润承压，23、24 年利润有望高增。  
**(1) 提价周期：**公司 2021 年进行了三轮提价，对 90% 以上产品平均提价超过 15%，预计将有效拉高酵母吨价。  
**(2) 糖蜜周期：**甘蔗产量预计将于 2022 年达到新低，2023 年及之后进入上行周期，2025 达到本轮产量周期的顶点，糖蜜价格预计在 22 年处于高位，23 年-25 年逐步下行。  
**(3) 产能周期：**2020 年是新一轮产能建设周期，集中投产期在 22 年，预计会带来成本端压力上涨，若产能释放为 2 年，利好 23、24 年利润。

**未来展望：十四五规划 200 亿收入有望实现。**2021-2025 年为公司十四五规划的五年，公司制定十四五收入目标 200 亿元。从产品结构来看，酵母类产品将维持 10% 到 20% 的平稳增长；酵母衍生类产品将实现 20%+ 的较快增长；同时公司也会涉及一些新的产品领域，比如生物医药、生物发酵等，公司利用目前的生产设备、技术优势、全球渠道和客户资源，对下游进行相对深度的延伸和扩张，在高毛利、小格局的行业提前进行布局和投资，是未来酵母和衍生产品发展的必然趋势，虽然这部分某些产品在国内还不能销售，只能作为原料出口，行业规模也比较小，但是可以代表未来生物发酵的方向。

**盈利预测与评级：**给予“增持”评级。安琪酵母是国内酵母行业绝对龙头，收入增速近年来维持在 15% 以上，保持稳定增长。利润增速波动较大，主要受三大周期的影响：提价周期、糖蜜周期、产能周期。长期来看十四五规划 200 亿收入有望顺利地实现，中期看 22 年依旧承压，23、24 年利润有望释放。不考虑定增摊薄股本的影响，我们预计 2022-2024 年的收入增速分别为 18%、16%、15%；净利润增速分别为 5%、28%、26%；对应 EPS 为 1.65、2.12、2.67 元/股。我们按照 2023 年的 EPS 给 25 倍 PE，对应当前股本一年目标价 53 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10675	12611	14671	16935
增长率 (%)	20%	18%	16%	15%
净利润(百万元)	1309	1376	1762	2220
增长率 (%)	-5%	5%	28%	26%
摊薄每股收益(元)	1.57	1.65	2.12	2.67
PE	27	26	20	16

资料来源: Wind, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 -15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



### 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。