

目标积极，彰显信心

2022年03月29日

事件: 2021 年实现营业收入 106.75 亿元, 同比+19.50%, 实现归母净利润 13.09 亿元, 同比-4.59%, 实现扣非归母净利润 10.6 亿元, 同比-13.14%。其中 21Q4 实现营业收入 30.81 亿元, 同比+22.91%, 实现归母净利润 2.91 亿元, 同比-19.06%, 实现扣非归母净利润 1.69 亿元, 同比-41.01%。

点评:

- **21 年酵母系列营收增长稳健，制糖、包装等业务发展迅速。**分行业看，21 年酵母系列/包装/奶制品/制糖/其他分别实现收入 79.84/4.19/0.63/10.51/10.89 亿元, 同比增长 15.1%/25.6%/35%/68.4%/15.6%，其中 21Q4 分别实现收入 20.26/1.2/0.19/5.7/3.38 亿元, 同比增长 7.9%/24.2%/11.3%/68.9%/44.9%，21Q4 酵母系列营收增长趋缓。分区域看，21 年国内/国外分别实现收入 77.85/28.22 亿元, 同增 22.3%/12%；21Q4 分别实现收入 23.22/7.52 亿元, 同比增长 21.5%/15.4%，受人民币升值及海运影响，国外收入表现不佳。
- **21Q4 产品结构变化拖累毛利率。**21Q4 公司毛利率 21.8%，环比 Q3 下滑 2.77 个百分点，主要由于负毛利的制糖业务占比提升。21 年公司制糖业务毛利率为-2.99%，21Q4 制糖业务收入占比为 18.55%，环比 Q3 提升 12.09 个百分点，负毛利的制糖业务占比提升拖累了毛利率水平。21Q4 毛销差为 15.43%，同比下滑 6.16 个百分点，一方面由于产品结构变化，另一方面原材料、能源成本上涨，公司提价未能完全覆盖。21Q4 管理/研发/财务费用率分别为 2.66%/4.47%/1.19%，分别同比 -0.62/+0.16/+0.62 百分点。21Q4 净利率 9.43%，同比减少 4.89 百分点。
- **22 年营收目标彰显发展信心。**2022 年公司计划营业收入目标为 126.17 亿元, 同比增长 18.18%；利润目标为 13.72 亿元, 同比增长 4.85%。在高基数下，22 年公司计划营业同比增长 18%，彰显发展信心。考虑到原材料成本高企，折旧和财务费用的压力，利润目标相对保守。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为安琪酵母在国内具有绝对的渠道和品牌优势，市场占有率高，地位稳固。短期公司受到原材料成本、上涨的影响，利润承压，但是下游客户对酵母的需求刚性，公司能转移成本压力。预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.89/2.31/2.75 元，对应 PE 分别为 22.85/18.68/15.68 倍，维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**产品提价；糖蜜价格下降；业绩超预期等。
- **风险因素：**糖蜜价格上涨超预期；汇率波动；产能投放不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8,933	10,675	12,686	14,822	17,276
增长率 YoY %	16.7%	19.5%	18.8%	16.8%	16.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,372	1,309	1,571	1,922	2,290
增长率 YoY%	52.1%	-4.6%	20.1%	22.3%	19.1%
毛利率%	34.0%	27.3%	28.1%	28.6%	28.9%
净资产收益率ROE%	23.3%	19.1%	19.5%	20.1%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.66	1.59	1.89	2.31	2.75
市盈率 P/E(倍)	30.69	38.01	22.85	18.68	15.68
市净率 P/B(倍)	7.22	7.33	4.45	3.75	3.16

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 03 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,445	5,468	6,363	7,084	7,859
货币资金	1,107	1,296	1,001	909	747
应收票据	0	0	0	4	5
应收账款	799	1,123	1,564	1,827	2,130
预付账款	179	279	456	508	565
存货	1,993	2,251	2,749	3,188	3,702
其他	367	519	593	647	710
非流动资产	6,362	7,978	8,732	10,856	12,063
长期股权投资	20	0	0	0	0
固定资产(合计)	5,204	5,659	6,023	8,012	9,084
无形资产	368	532	672	762	852
其他	770	1,787	2,038	2,083	2,128
资产总计	10,807	13,446	15,095	17,940	19,922
流动负债	3,125	4,469	4,881	6,205	6,394
短期借款	1,141	2,035	2,378	3,329	3,082
应付票据	94	160	200	232	269
应付账款	1,088	1,317	1,500	1,739	2,020
其他	802	956	803	905	1,023
非流动负债	1,494	1,776	1,776	1,776	1,776
长期借款	1,245	1,468	1,468	1,468	1,468
其他	249	308	308	308	308
负债合计	4,619	6,245	6,657	7,981	8,170
少数股东权益	298	347	363	382	405
归属母公司股东权益	5,890	6,854	8,075	9,577	11,347
负债和股东权益	10,807	13,446	15,095	17,940	19,922

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,933	10,675	12,686	14,822	17,276
同比(%)	16.7%	19.5%	18.8%	16.8%	16.6%
归属母公司净利润	1,372	1,309	1,571	1,922	2,290
同比(%)	52.1%	-4.6%	20.1%	22.3%	19.1%
毛利率(%)	34.0%	27.3%	28.1%	28.6%	28.9%
ROE%	23.3%	19.1%	19.5%	20.1%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.66	1.59	1.89	2.31	2.75
P/E	30.69	38.01	22.85	18.68	15.68
P/B	7.22	7.33	4.45	3.75	3.16
EV/EBITDA	19.37	24.69	15.12	12.62	10.73

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,933	10,675	12,686	14,822	17,276
营业成本	5,896	7,757	9,122	10,578	12,285
营业税金及附加	79	87	101	119	138
销售费用	646	668	787	919	1,054
管理费用	314	359	469	504	553
研发费用	386	475	558	637	726
财务费用	104	79	115	130	137
减值损失合计	-47	-32	0	0	0
投资净收益	-3	8	13	15	17
其他	168	273	279	282	259
营业利润	1,626	1,499	1,825	2,232	2,659
营业外收支	2	18	-1	-1	-1
利润总额	1,627	1,517	1,824	2,231	2,658
所得税	205	195	237	290	346
净利润	1,422	1,321	1,587	1,941	2,313
少数股东损益	51	13	16	19	23
归属母公司净利润	1,372	1,309	1,571	1,922	2,290
EBITDA	2,247	2,132	2,575	3,167	3,716
EPS(当年)(元)	1.66	1.59	1.89	2.31	2.75

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,869	1,319	1,238	2,459	2,891
净利润	1,422	1,321	1,587	1,941	2,313
折旧摊销	509	563	651	826	943
财务费用	58	87	132	145	152
投资损失	3	-8	-13	-15	-17
营运资金变动	-212	-704	-1,121	-440	-501
其它	89	59	1	1	1
投资活动现金流	-777	-1,951	-1,394	-2,936	-2,134
资本支出	-777	-1,978	-1,201	-2,951	-2,151
长期投资	0	27	-200	0	0
其他	0	0	7	15	17
筹资活动现金流	-467	840	-139	386	-920
吸收投资	3	268	0	0	0
借款	3,140	3,142	343	951	-248
支付利息或股息	-416	-519	-482	-565	-672
现金流净增加额	655	190	-295	-91	-163

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6 年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。