

方正证券研究所证券研究报告

安琪酵母(600298)

公司研究

农林牧渔行业

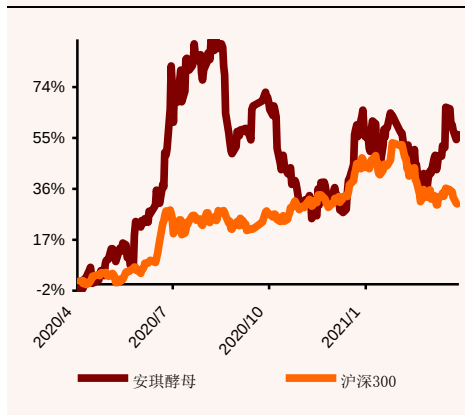
公司财报点评

2021.04.15/强烈推荐(维持)

分析师：薛玉虎
登记编号：S1220514070004

分析师：刘洁铭
登记编号：S1220515070003

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《安琪酵母：业绩靠近预告上限，经营目标积极进取》2021.03.26

《安琪酵母：出口和YE业务推动Q4业绩超预期》2021.01.12

《安琪酵母：被低估的行业龙头》2021.01.07

《安琪酵母：激励方案出台，助力公司新一轮发展》2020.12.02

事件：公司发布 2021 年一季报，实现营收 26.56 亿元，同比+29.55%，净利 4.42 亿元，同比+45.74%，扣非净利 4.14 亿元，同比+47.61%。

核心观点：

1、业绩增速贴近预告上限，需求明显好于预期。公司 Q1 收入和利润都落在预告中枢偏上，尤其是收入增速大幅超预期（预告收入同比+25%~30%，利润同比+40%~50%），并且增速远高于全年的业绩目标。Q1 国内/出口收入分别同比增长 36.23%/17.16%。主要受益于几方面，1）疫情反复，居家消费需求旺盛，尤其是小包装酵母需求火爆，Q1 收入同比增长超 40%；2）行业竞争格局进一步优化；3）供不应求，整体产能呈现超负荷 10%左右，直到 3 月底产量才追上订单量，分摊的固定成本降低；4）提价效应。

2、提价能够覆盖成本上涨，彰显定价权。公司去年 3 月对小包装酵母提价 15%，去年年底对埃及、俄罗斯出厂产品提价，今年年初对国内 YE 提价，3 月开始对大包装酵母提价。预计约有 70%的产品提价，整体提价幅度约为 5-8%。在去年大宗农产品普遍大幅上涨的背景下，公司是提价最为坚决的细分行业龙头，显示强大的成本转移能力。去年 10 月以来，糖蜜价格上涨明显，其中我国南方糖蜜价格上涨 15%左右，北方糖蜜价格持平，埃及糖蜜价格略有下降，俄罗斯糖蜜价格翻倍，整体糖蜜成本上涨 10%左右。预计糖蜜价格上涨带来公司营业成本上涨 4-5%左右。公司的提价能够覆盖成本上涨，而且未来在糖蜜成本下降后，还具备有价格粘性，贡献利润弹性。

3、盈利能力进一步提升，集中采购糖蜜影响现金流。公司 Q1 毛利率为 33.24%，同比下降 4.71pct，主要由于会计准则调整，运费由计入销售费用改为计入营业成本导致。与此同时，销售费用率下降 4.31pct 至 6.17%。另外，由于收入的规模效应，管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.93 和 1.44pct。一季度净利率为 16.64%，同比提升 1.85pct。历史上 Q1 经营性净现金流基本都为负。由于今年 Q1 对糖蜜进行集中采购，而去年 Q1 受疫情影响糖蜜采购推迟到二季度，从而 Q1 经营性净现金流为-4.4 亿，去年同期为 2.76 亿。

4、盈利预测与评级：我们上调盈利预测，预计 21-23 年 EPS 分别为 1.91 元，2.23 元和 2.58 元（考虑股权激励费用），PE 为 30/26/22，维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示：疫情影响超出预期，原材料价格上涨过快，产能投放不及预期，海外市场政治动荡，汇率波动等。

盈利预测：

单位/百万	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8933	10310	11866	13706
(+/-) (%)	16.73	15.41	15.10	15.50
归母净利润	1372	1571	1835	2129
(+/-) (%)	52.14	14.52	16.83	16.04
EPS(元)	1.66	1.91	2.23	2.58
ROE (%)	23.29	21.05	19.74	18.64
P/E	34.61	30.22	25.87	22.29
P/B	8.06	6.36	5.11	4.15

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4445	6744	9208	12078	营业总收入	8933	10310	11866	13706
货币资金	1107	2687	4657	6911	营业成本	5896	6794	7796	8963
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	79	94	107	124
应收账款	799	997	1135	1304	销售费用	646	722	831	987
其它应收款	32	45	50	57	管理费用	314	351	421	495
预付账款	179	200	227	263	研发费用	386	444	513	592
存货	1993	2480	2806	3208	财务费用	104	0	0	0
其他	334	334	334	334	资产减值损失	-47	0	0	0
非流动资产	6362	6118	5824	5498	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	261	257	253	249	投资收益	-3	-4	-4	-4
固定资产	5537	5275	4960	4610	营业利润	1626	1901	2194	2540
无形资产	410	432	458	485	营业外收入	14	2	3	3
其他	154	154	154	154	营业外支出	12	5	5	5
资产总计	10807	12861	15033	17576	利润总额	1627	1898	2193	2539
流动负债	3125	3541	3806	4138	所得税	205	260	286	327
短期借款	1141	1141	1141	1141	净利润	1422	1638	1907	2211
应付账款	1088	1259	1412	1619	少数股东损益	51	67	72	82
其他	896	1141	1253	1377	归属母公司净利润	1372	1571	1835	2129
非流动负债	1494	1494	1494	1494	EBITDA	2121	2405	2718	3080
长期借款	1245	1245	1245	1245	EPS (元)	1.66	1.91	2.23	2.58
其他	249	249	249	249					
负债合计	4619	5036	5300	5632	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	298	365	437	519	成长能力				
股本	824	824	824	824	营业总收入	16.73%	15.41%	15.10%	15.50%
资本公积	653	653	653	653	营业利润	47.87%	16.93%	15.43%	15.78%
留存收益	4876	6447	8282	10412	归属母公司净利润	52.14%	14.52%	16.83%	16.04%
归属母公司股东权益	5890	7461	9296	11425	获利能力				
负债和股东权益	10807	12861	15033	17576	毛利率	34.00%	34.10%	34.30%	34.60%
					净利率	15.35%	15.24%	15.46%	15.54%
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	23.29%	21.05%	19.74%	18.64%
经营活动现金流	1874	1843	2202	2469	ROIC	18.97%	21.95%	25.73%	29.98%
净利润	1422	1638	1907	2211	偿债能力				
折旧摊销	509	501	520	536	资产负债率	42.74%	39.15%	35.26%	32.04%
财务费用	58	0	0	0	净负债比率	42.93%	33.90%	27.20%	22.13%
投资损失	3	4	4	4	流动比率	1.42	1.90	2.42	2.92
营运资金变动	-212	-302	-231	-284	速动比率	0.78	1.20	1.68	2.14
其他	94	3	2	1	营运能力				
投资活动现金流	-777	-263	-232	-215	总资产周转率	0.86	0.87	0.85	0.84
资本支出	-777	-263	-232	-215	应收账款周转率	11.08	11.48	11.13	11.24
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	8.91	8.78	8.89	9.04
其他	0	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-467	0	0	0	每股收益	1.66	1.91	2.23	2.58
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	2.27	2.24	2.67	3.00
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.15	9.05	11.28	13.86
普通股增加	3	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-3	-2	-1	P/E	34.61	30.22	25.87	22.29
其他	-470	3	2	1	P/B	8.06	6.36	5.11	4.15
现金净增加额	631	1580	1970	2254	EV/EBITDA	23.05	19.67	16.68	13.99

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail: yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	静安区延平路71号延平大厦2楼	
深圳	福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
广州	黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	