

安琪酵母（600298）2021年中报点评

收入利润稳健向好，定增收购加码产能

2021年07月28日

【投资要点】

- ◆ 公司发布 2021 年半年报。2021H1 公司实现营收 52.34 亿元，yoy+20.55%，基本符合我们的预期，实现归母净利润 8.28 亿元，yoy+15.14%，高于我们的预期，实现归母扣非净利润 7.26 亿元，yoy+8.49%。2021H1，公司实现经营性净现金流-2.00 亿元，同比少流入 10.21 亿元，实现销售回款 50.65 亿元，yoy+11.42%。单二季度，公司实现营收 25.78 亿元，yoy+12.50%，实现归母净利润 3.86 亿元，yoy-7.19%，实现归母扣非净利润 3.12 亿元，yoy-19.78%。2021Q2，公司实现经营性净现金流 2.45 亿元，同比少流入 3.19 亿元，实现销售回款 24.89 亿元，yoy+0.23%。
- ◆ 提价落地，Q2 增速放缓，线上渠道快速扩张。分产品来看，2021H1 公司酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/奶制品/其他产品分别实现收入 41.28/3.30/2.02/0.29/5.09 亿元，yoy+19.25%/63.90%/31.05%/82.89%/9.80%，其中单二季度分别实现收入 20.09/1.90/1.03/0.16/2.47 亿元，yoy+10.34%/+87.56%/+12.12%/+83.71%/-3.28%。二季度收入增速有所放缓，主要系酵母及深加工产品增速回落。我们认为，3 月份公司对酵母产品进行提价，随后进入去库存周期，出货放缓，叠加 Q2 海运成本上升、人民币汇率走强，公司出口业务增速回落。分渠道来看，上半年公司线下/线上渠道分别实现收入 35.11/16.86 亿元，yoy+3.68%/85.36%，其中 Q2 线下/线上实现营收 18.50/7.16 亿元，yoy-5.78%/+127.21%。线上业务高增，主要系公司重点发力“互联网+”经营模式，搭建自有电商平台，在主流第三方平台开设店铺，实现线上渠道快速扩张。线下渠道增速放缓拖累整体收入，我们认为主要系上半年社区团购兴起背景下，商超流量下滑。经销商网络持续扩张，上半年，公司国内/国外经销商净增 664/261 家。
- ◆ 成本端压力凸显，小包装销量下滑拉低毛利。上半年公司综合毛利率 31.84%，同比下降 8.71pct，其中 Q2 毛利率 30.40%，同比下降 12.48pct。公司毛利率回落幅度较大，与新会计准则中将与销售有关的运输费用调整至主营业务成本有关。我们从毛销差角度考虑，上半年公司毛销差同比回落 3.97pct，我们认为，一方面系公司 B 端业务占比回升，C 端高毛利小包装产品销量有所下滑，产品结构变动拉低公司整体毛利率，另一方面系上半年原材料价格持续上涨，成本端压力较大。费用方面，上半年期间费用率为 14.28%，同比回落 5.73pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变动-4.73/-0.52/-0.69/



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

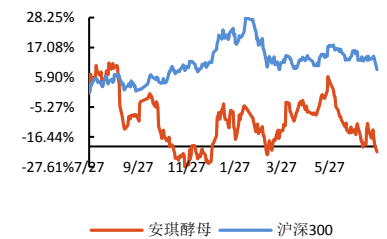
证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	40568.66
流通市值（百万元）	40140.98
52周最高/最低（元）	71.95/44.26
52周最高/最低（PE）	59.16/27.40
52周最高/最低（PB）	11.49/6.78
52周涨幅（%）	-21.98
52周换手率（%）	352.40

相关研究

- 《核心利益深度绑定，激励计划彰显信心》
2020.12.03
- 《三季度维持高增长，海外加速扩张》
2020.10.22
- 《产能建设逐步推进，业绩增速有望回升》
2018.08.17
- 《国内外市场双轮驱动，业绩持续增长可期》
2018.03.16

+0.22pct。销售费用率大幅下降，主要系会计准则变更。整体来看，2021H1 公司净利率 15.82%，同比下降 0.74pct，盈利能力有所下降。

- ◆ **定增收购同步推进，产能扩张强化龙头地位。**公司发布定增预案，拟向不超过 35 名的特定对象增发，募集不超过 20 亿元，用于酵母绿色生产基地建设项目、年产 2.5 万吨酵母制品绿色制造项目、年产 5000 吨新型酶制剂绿色制造项目以及补充流动资金。公司目前产能约 27 万吨，根据公司十四五规划，2025 年公司产能将达到 35-40 万吨，产能扩张空间较大，且目前公司产能利用较为紧张。本次定增投向的项目投产后，可为公司贡献 6 万吨酵母及酵母制品产能、0.5 万吨酶制剂产能。公司同时发布公告，拟收购圣琪生物酵母制品生产相关资产，本次收购完成后，公司可再增加 1.5 万吨酵母制品产能。当前烘焙赛道需求快速扩张，酵母作为烘焙必需品有望受益。公司目前产能居亚洲第一、全球第三，公司通过收购不断整合行业资源，同时内生驱动积极扩产，有助于进一步提升市场份额，强化龙头地位。

【投资建议】

- ◆ 短期压力不改向好趋势，中长期成长逻辑清晰。公司受限于原材料成本上升，短期内利润空间有所收窄，但报表端收入利润增长仍然强劲，我们认为达成全年目标难度不大。中长期来看，公司作为酵母龙头，持续扩产提升份额，龙头地位不断强化，成长逻辑清晰。我们上调 2021/2022 年营收目标至 102.59/115.03 亿元，预计 2023 年实现营收 128.82 亿元，上调 2021/2022 年归母净利润目标至 15.47/18.01 亿元，预计 2023 年实现归母净利润 20.90 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 1.86/2.16/2.51 元/股，PE 26/23/19 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8933.04	10258.89	11502.63	12882.41
增长率(%)	16.73%	14.84%	12.12%	12.00%
EBITDA（百万元）	2241.59	2013.03	2293.92	2605.55
归属母公司净利润（百万元）	1371.51	1546.77	1801.38	2090.19
增长率(%)	52.14%	12.78%	16.46%	16.03%
EPS(元/股)	1.66	1.86	2.16	2.51
市盈率（P/E）	30.69	26.23	22.52	19.41
市净率（P/B）	7.22	5.45	4.39	3.58
EV/EBITDA	19.41	21.13	18.18	15.59

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ B端需求回暖不及预期；
- ◆ C端动销放缓；
- ◆ 海外疫情影响超预期；
- ◆ 产能释放进度不及预期；
- ◆ 食品安全风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4445.12	4454.92	4931.43	6249.88
货币资金	1107.10	99.99	99.99	896.66
应收及预付	978.21	1600.85	1790.75	2000.55
存货	1993.07	2301.77	2552.18	2824.00
其他流动资产	366.74	452.31	488.51	528.68
非流动资产	6362.05	7305.05	8017.55	8719.55
长期股权投资	20.22	20.22	20.22	20.22
固定资产	5203.83	5924.83	6645.33	7365.33
在建工程	333.28	383.28	423.28	453.28
无形资产	368.06	375.06	382.06	389.06
其他长期资产	436.67	601.67	546.67	491.67
资产总计	10807.18	11759.98	12948.98	14969.44
流动负债	3125.05	2648.74	2158.94	2207.37
短期借款	1141.05	821.45	149.54	0.00
应付及预收	1182.48	1270.58	1408.80	1558.85
其他流动负债	801.52	556.71	600.59	648.52
非流动负债	1494.23	1344.23	1194.23	1044.23
长期借款	1245.15	1095.15	945.15	795.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	249.08	249.08	249.08	249.08
负债合计	4619.28	3992.97	3353.17	3251.60
实收资本	824.08	832.86	832.86	832.86
资本公积	653.49	653.49	653.49	653.49
留存收益	4876.38	6423.15	8224.53	10314.72
归属母公司股东权益	5889.92	7445.47	9246.85	11337.05
少数股东权益	297.98	321.53	348.97	380.80
负债和股东权益	10807.18	11759.98	12948.98	14969.44

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8933.04	10258.89	11502.63	12882.41
营业成本	5896.13	6721.18	7452.36	8246.08
税金及附加	79.45	92.33	103.52	115.94
销售费用	645.72	851.49	989.23	1159.42
管理费用	313.83	359.06	402.59	450.88
研发费用	386.19	441.13	494.61	553.94
财务费用	104.09	89.21	68.08	37.11
资产减值损失	-46.96	-3.00	-3.50	-4.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.35	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	163.31	153.88	172.54	193.24
营业利润	1625.59	1855.37	2161.28	2508.27
营业外收入	14.02	15.00	15.00	15.00
营业外支出	12.47	12.00	12.00	12.00
利润总额	1627.13	1858.37	2164.28	2511.27
所得税	205.00	288.05	335.46	389.25
净利润	1422.13	1570.32	1828.81	2122.02
少数股东损益	50.62	23.55	27.43	31.83
归属母公司净利润	1371.51	1546.77	1801.38	2090.19
EBITDA	2241.59	2013.03	2293.92	2605.55

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1869.22	583.97	1693.49	1932.80
净利润	1422.13	1570.32	1828.81	2122.02
折旧摊销	509.01	89.00	89.00	89.00
营运资金变动	-211.57	-1173.62	-294.40	-323.81
其它	149.65	98.27	70.08	45.58
投资活动现金流	-776.77	-1032.00	-802.00	-792.00
资本支出	-776.77	-867.00	-857.00	-847.00
投资变动	0.00	-150.00	50.00	50.00
其他	0.00	-15.00	5.00	5.00
筹资活动现金流	-466.83	-559.09	-891.49	-344.13
银行借款	3140.00	-469.60	-821.91	-299.54
债券融资	0.00E+00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.93	8.78	0.00	0.00
其他	-3609.76	-98.27	-69.58	-44.58
现金净增加额	654.79	-1007.11	0.00	796.67
期初现金余额	451.00	1107.10	99.99	99.99
期末现金余额	1105.79	99.99	99.99	896.66

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	16.73%	14.84%	12.12%	12.00%
营业利润增长	47.87%	14.14%	16.49%	16.05%
归属母公司净利润增长	52.14%	12.78%	16.46%	16.03%
获利能力 (%)				
毛利率	34.00%	34.48%	35.21%	35.99%
净利率	15.92%	15.31%	15.90%	16.47%
ROE	23.29%	20.77%	19.48%	18.44%
ROIC	17.37%	16.55%	17.20%	16.80%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.74%	33.95%	25.90%	21.72%
净负债比率	22.98%	25.22%	11.85%	0.35%
流动比率	1.42	1.68	2.28	2.83
速动比率	0.73	0.69	0.93	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.87	0.89	0.86
应收账款周转率	11.18	8.11	8.11	8.11
存货周转率	4.48	4.46	4.51	4.56
每股指标 (元)				
每股收益	1.66	1.86	2.16	2.51
每股经营现金流	2.24	0.70	2.03	2.32
每股净资产	7.07	8.94	11.10	13.61
估值比率				
P/E	30.69	26.23	22.52	19.41
P/B	7.22	5.45	4.39	3.58
EV/EBITDA	19.41	21.13	18.18	15.59

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。