

证券研究报告 — 公司点评报告

投资评级：增持(首次)

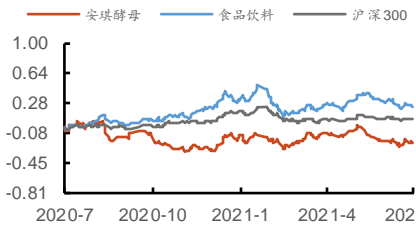
当前价位：52.29

目标价位：65.00

公司基础数据

总股本(百万股)	832.86
流通股本(百万股)	824.08
总市值(亿元)	435.50
流通市值(亿元)	430.91
资产负债率(%)	43.04
每股净资产(元)	7.84
52周最高价/最低价(元)	70.10/45.60

相对指数表现



消费组

分析师：黄瑞云(分析师)
联系方式：010-66220148
邮箱地址：huangry@hongtastock.com
资格证书：S1200520120001

相关研究
独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

安琪酵母半年报点评：Q2 收入稳增，H2 成本压力有望缓解

报告摘要

事件：公司发布半年报，H1 实现营收 52.3 亿元/同增 20.6%，归母净利润 8.3 亿元/同增 15.1%，每股收益 0.99 元；其中 Q2 营收为 25.8 亿元、同增 12.5%，归母净利润为 3.9 亿元、同降 7.2%。

Q2 收入高于市场预期，利润略低于预期。Q2 营收在去年高基数(21.0%)的基础上同增 12.5%，高于市场预期。分产品来看，Q2 酵母及深加工收入同增 10.3%，贡献主要收入，其中 YE 同增 20%左右、动物营养同增 40%左右；分区域来看，国内 Q2 同增 14.3%，保持快速增长，海外受疫情影响，增速平稳(8.4%)。利润端来看，Q2 毛利率为 30.4%，剔除运费影响后，同比下降 7.4pct，主要系：1) 疫情后高附加值的小包装酵母需求下降，2) 糖蜜成本上涨在 Q2 体现，3) 人民币升值导致出口毛利下行。Q2 销售费用率为 6.4%、同降 5.1pct，主要系运费计入成本的影响，管理费用率为 3.6%，表现平稳，股权激励费用摊销约 1200 万元。毛利率的下行以及激励费用摊销等导致净利润下降，随着成本压力缓解及产品结构升级，净利润有望回到两位数增长。

定增项目落地，国内产能布局加快，H2 业绩有望回暖。公司定增方案发布，拟募集不超过 20 亿元，用于建设酵母绿色生产基地建设(9.3 亿)、年产 2.5 万吨酵母制品(5.5 亿)、年产 5000 吨新型酶制剂(3.0 亿)等，加快国内产能布局，进一步抢占份额。国内下半年增长主要来自于以下几个方面：一是 B 端基本恢复到疫情以前水平，YE 销售随之回暖，C 端需求保持旺盛；二是小酵母厂加速退出，安琪继续抢占市场份额，三是海外疫情将使海外消费者对干酵母需求增加，且食用习惯将被强化，促使安琪海外酵母业务增长加速。成本端来看，糖蜜价格依然处于高位，公司将通过提价、升级产品结构、水解糖生产技术等方式，缓解成本压力。短期内公司成本承压，长期来看公司国内外兼具发展空间，收入有望保持 15%的复合增长。

盈利预测与投资建议：我们预计 21-23 年营收增速分别为 15.8%/15.0%/14.8%，净利润增速分别为 9.9%/24.3%/20.2%，EPS 分别为 1.81/2.25/2.70 元，对应 PE 为 29/23/19X。目前估值相对偏低，随着业绩改善，有望享受估值溢价，维持“推荐”评级。

盈利预测简表

财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8933	10344	11896	13657
增长率(%)	17	16	15	15
归母净利润(百万元)	1372	1507	1873	2251
增长率(%)	52	10	24	20
销售净利率(%)	15	15	16	16
净资产收益率(%)	23	20	20	20
每股收益(EPS)	1.66	1.81	2.25	2.70
市盈率(P/E)	31	29	23	19
市净率(P/B)	7	6	5	4

资料来源：红塔证券

风险提示

行业竞争加剧，新厂能投产不及预期，糖蜜价格大幅波动，海外市场拓展不及预期，汇率波动，出口下降，食品安全问题。

研究团队首席分析师

宏观组	策略组	金融组	消费组	智能制造组
李奇霖 021-61634272	雷庭 0871-63577091	者倩 0871-63577102	黄瑞云 010-66220148	杨欢 0871-63577083
电子科技	医药生物组	新材料新能源	前沿研究	风控
肖立戎 0871-63577083	代新宇 0871-63577083	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	徐守喜 0871-63578831
质控	合规			
郑毅 0871-63577943	周明 0871-63577083			

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	绝对收益在 15%以上
	增持	绝对收益在 5%至 15%之间
	中性	绝对收益在-5%-5%之间
	减持	绝对收益在-5%至-15%之间
	卖出	绝对收益在-15%以下

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。