

## 方正证券研究所证券研究报告

安琪酵母(600298)

公司研究

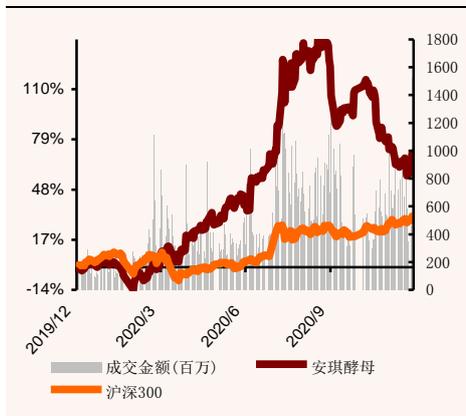
农林牧渔行业

公司事件点评报告

2020.12.02/强烈推荐(维持)

**首席分析师:** 薛玉虎  
 执业证书编号: S1220514070004  
 E-mail xueyuhu@foundersc.com  
**分析师:** 刘洁铭  
 执业证书编号: S1220515070003  
 E-mail liujieming@foundersc.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《安琪酵母: 国内需求逐渐恢复常态, 持续受益于海外疫情》2020.10.22  
 《安琪酵母: 继续维持高盈利水平, 内部变革持续推进》2020.10.13  
 《安琪酵母: 现金流大增, 增长持续性强》2020.08.17

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**事件:** 公司发布限制性股票激励计划草案, 拟向激励对象授予限制性股票共计 1159.40 万股, 占公司总股本约 1.41%, 授予价格 24.30 元/股。另外公司还公告将调整境外子公司记账本位币。

### 核心观点:

**1、本次激励方案综合考虑了各项因素, 实际解锁目标要求高:** 从解锁条件来看, 限制性股票激励计划要求以 17-19 年业绩均值为基数, 20-22 年净利润增长率不低于 50%/55%/60%, 即净利润(剔除股权激励费用影响后)同比增长率不低于 44.50%/3.33%/3.23%。且主营收入占比不低于 90%, 净资产现金回报率不低于 26%/27%/28%。同时公司还引入 26 家食品上市公司作为对标, 上述指标不低于对标企业 75 分位水平。从表观利润增速要求上看, 2021 和 2022 年的利润增速要求较低, 但是考虑两方面因素: 1) 今年公司受益于疫情, 小包装酵母量价齐升, 贡献明显。疫情结束后, 小包装酵母占比回归正常, 业绩要保持较高增长有难度; 2) 对标公司 75 分位水平是很高的要求, 因为 26 家可比公司包括了妙可蓝多、海天味业、中炬高新, 千禾味业、桃李面包、伊利股份、日辰股份等至少 7 家成长性良好的公司。这些公司过去两年的利润复合增速在 15-20% 以上。75 分位要求公司的利润增速和净资产现金回报率必须排名在前 7 位, 实际要求不低。推测明年利润增速至少在 10-15% 以上才能达到股权激励要求。

**2、激励新生代管理层, 助力公司业绩再上新台阶:** 30 多年来, 公司从一家酵母科研院所, 转型成长为行业内国内第一、全球第三的酵母生产企业, 经过了一代管理层的艰苦奋斗。其中 09 年, 日升科技通过换股持有上市公司股份, 实现管理层持股, 让第一代管理团队获得了应有的回报。经过十多年的时间, 公司的第一代管理团队也逐渐退休, 新一代的中坚力量也需要给予适当激励。这次的激励方案范围广, 激励对象包括董事、高管以及核心技术人员和管理骨干共计 1891 人, 占公司总员工 20.57%, 能够起到比较好的激励效果, 助力公司后百亿时代的发展。

**3、调整记账本位币, 减少汇率波动, 利于海外市场定价决策:** 公司三家境外子公司: 埃及, 中国香港和俄罗斯子公司自成立以来分别采用英镑、美元和卢布作为记账本位币。公司拟自 2020 年 1 月 1 日起将境外子公司记账本位币由外币变更为人民币。公司海外市场收入主要以美元和人民币结算, 各子公司以当地货币为记账本位币时, 存在汇率折算差异, 在合并报表层面折算为人民币时, 又导致第二次汇率折算差异, 不能客观反应经营成果。另外, 公司海外市场定价基础是人民币成本, 当地货

币汇率变动较大时可能会导致成本失真。如果以人民币作为记账本位币，成本数据更真实准确，有利于海外市场定价决策。经测算，自今年年初更改记账本位币，预计将导致 2020 年 1-9 月净利润增加 3,666 万元。

**4、盈利预测与估值：**展望 2021 年，虽然公司面临业绩基数高，糖蜜价格上涨等压力，但是激励方案的出台，将鞭策管理层继续克服困难，发展再上新台阶，完成十四五规划。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.60 元，1.78 元和 2.07 元，对应估值 30/27/23 倍，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	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7652.75	8923.11	10199.12	11657.59
(+/-) (%)	14.47	16.60	14.30	14.30
净利润	901.50	1314.42	1464.50	1708.35
(+/-) (%)	5.23	45.80	11.42	16.65
EPS(元)	1.09	1.60	1.78	2.07
P/E	55.36	29.74	26.69	22.88

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3865.94	4816.73	6687.88	8902.95	<b>营业总收入</b>	7652.75	8923.11	10199.12	11657.59
现金	663.69	1131.04	2565.62	4232.55	营业成本	4973.98	5737.56	6527.43	7402.57
应收账款	813.61	908.41	1038.55	1186.97	营业税金及附加	69.19	86.03	96.95	110.44
其它应收款	32.38	45.72	50.60	58.47	营业费用	885.08	1160.00	1325.89	1515.49
预付账款	126.88	162.60	178.83	205.13	管理费用	255.70	312.31	457.94	557.23
存货	1992.05	2219.15	2516.14	2856.70	财务费用	78.43	-5.59	-27.72	-50.99
其他	237.34	349.82	338.15	363.14	资产减值损失	-17.76	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	6040.70	5985.92	5905.78	5789.97	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	63.32	61.30	57.99	54.57	投资净收益	-6.55	-2.02	-3.31	-3.42
固定资产	5538.71	5501.92	5434.83	5333.52	<b>营业利润</b>	1099.32	1627.05	1811.19	2114.67
无形资产	339.76	323.79	314.05	302.97	营业外收入	13.85	2.13	3.16	3.21
其他	98.91	98.91	98.91	98.91	营业外支出	4.16	5.01	4.68	4.70
<b>资产总计</b>	9906.64	10802.66	12593.65	14692.92	<b>利润总额</b>	1109.01	1634.18	1819.02	2122.58
<b>流动负债</b>	2988.21	2499.27	2748.65	3049.04	所得税	169.13	249.22	277.41	323.70
短期借款	787.24	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	939.88	1384.97	1541.61	1798.88
应付账款	917.82	1134.67	1268.87	1447.31	少数股东损益	38.38	70.55	77.11	90.53
其他	1283.15	1364.60	1479.78	1601.73	<b>归属母公司净利润</b>	901.50	1314.42	1464.50	1708.35
<b>非流动负债</b>	1621.04	1621.04	1621.04	1621.04	EBITDA	1604.62	2115.81	2312.46	2625.25
长期借款	1428.62	1428.62	1428.62	1428.62	EPS (元)	1.09	1.60	1.78	2.07
其他	192.42	192.42	192.42	192.42					
<b>负债合计</b>	4609.25	4120.31	4369.69	4670.08	<b>主要财务比率</b>	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	267.54	338.09	415.20	505.73	<b>成长能力</b>				
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	营业收入	0.14	0.17	0.14	0.14
资本公积	651.97	651.97	651.97	651.97	营业利润	0.13	0.48	0.11	0.17
留存收益	3840.40	5154.82	6619.32	8327.67	归属母公司净利润	0.05	0.46	0.11	0.17
归属母公司股东权益	5029.84	6344.26	7808.76	9517.11	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9906.64	10802.66	12593.65	14692.92	毛利率	0.35	0.36	0.36	0.37
					净利率	0.12	0.15	0.14	0.15
					ROE	0.18	0.21	0.19	0.18
					ROIC	0.14	0.20	0.21	0.24
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.47	0.38	0.35	0.32
					净负债比率	0.45	0.24	0.19	0.16
					流动比率	1.29	1.93	2.43	2.92
					速动比率	0.63	1.04	1.52	1.98
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.81	0.86	0.87	0.85
					应收账款周转率	9.68	10.36	10.48	10.48
					应付账款周转率	8.09	8.69	8.49	8.58
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.09	1.60	1.78	2.07
					每股经营现金	1.57	2.06	2.28	2.55
					每股净资产	6.10	7.70	9.48	11.55
					<b>估值比率</b>				
					P/E	55.36	29.74	26.69	22.88
					P/B	9.92	6.16	5.01	4.11
					EV/EBITDA	32.11	0.17	-0.46	-1.04

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

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 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。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com