

中信证券研究部



薛缘
 首席食品饮料
 分析师
 S1010514080007



印高远
 食品饮料分析师
 S1010520070002

核心观点

公司发布股权激励草案，拟向 1891 名激励对象授予限制性股票共计 1159.4 万股，授予价格 24.30 元/股。股权激励绑定管理层及核心员工利益，激发团队动力，助力公司发展。2021 年，公司收入有望冲击百亿目标，业绩在成本端压力&产品结构调整&高基数下面临一定压力。但公司中长期稳健发展确定性高，展望“十四五”，公司在电话交流会中提到，规划实现收入 150-170 亿元，持续稳健增长。产能稳步扩张下叠加公司提价效应，看好公司推进“十四五”计划。维持“增持”评级。

■ **公司发布股权激励草案。**2020 年 11 月 30 日公司推出股权激励计划草案，拟向激励对象授予 1159.4 万份股票期权，约占总股本的 1.4%，行权价格为 24.3 元/份。行权的业绩考核底线是：①以 2017-2019 年平均归母净利润为基数，公司 2020/2021/2022 年归母净利润增长不低于 50%/55%/60%。对应 2020/2021/2022 年归母净利润增速分别为 44.5%/-2.6%/3.4%，剔除费用影响后的归母净利润增速分别为 44.5%/3.3%/3.2%。②2020/2021/2022 年，公司净资产现金回报率 ROE 不低于 26%/27%/28%。③以上两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值，且公司 2020/2021/2022 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。本次激励计划将产生 2.52 亿元费用，分 4 年摊销，预计 2021/2022/2023 年分别摊销 9057 万/9057 万/4906 万/2139 万。

■ **股权激励绑定高管及核心员工利益，助力中长期发展。**根据方案，首次授予对象包括石如金、覃先武、梅海金等在内的 7 名高管以及其他 1884 名管理骨干和核心技术人员，其中 7 名高管分别获授 5 万股。公司在随后的电话交流会中提到，董事长及部分董事由于政策限制未参与本次股权激励，公司积极寻求在集团层面对董事长等核心高管进行激励。我们认为，公司管理层具备战略眼光和执行力，股权激励有望加强团队干劲。中长期看，公司为酵母行业龙头，酵母行业寡头垄断、格局清晰（世界范围内酵母行业集中度已达到 70%以上），公司国内 B 端市占率 50%以上，C 端市占率 90%以上，龙头地位稳固。在产能支撑下，国内酵母 C 端受益于烘焙需求、B 端应用领域不断拓展，高确定性稳步发展；国外市场空间广阔，公司积极建设渠道、投放营销费用叠加疫情对海外消费者教育，市占率逐步提升。酵母之外，公司衍生品业务增长势头良好。本次股权激励绑定管理层及核心员工利益后，公司中长期发展可期。

■ **高基数下 2021 年业绩增速承压，产能支撑下“十四五”规划稳步推进。**2021 年公司有望冲击收入目标 100 亿元，多因素影响下业绩承压，主要系：①公司主要原料糖蜜海外价格明显上涨，国内糖蜜价格亦有上涨趋势。②疫情后产品结构调整。高毛利 C 端产品疫情后恢复常态化增长，B 端 2020Q4 已恢复至 2019 年水平。随 B 端需求持续释放，产品结构调整下业绩增速承压。③2020 年公司受益于疫情，高速增长下形成高基数。但中长期看，公司具备稳健增长能力。公司在电话交流会中提到，公司“十四五”规划目标实现收入 150-170 亿元，持续稳健增长。公司未来五年全球产能目标为 35-40 万吨，可支持未来五年销量 CAGR 约 7%-10%，叠加公司提价效应，看好公司伴随产能释放稳步推进“十四五”计划。

■ **风险因素：**产能释放不及预期，原料价格波动风险；食品安全风险。

■ **投资建议：**维持公司 2020 年 EPS 预测为 1.59 元，考虑股权激励费用，下调 2021/2022 年 EPS 预测至 1.69/1.94 元（原预测为 1.76/2.01 元），现价对应 2020-2022 年 PE 为 37/35/31 倍，维持“增持”评级。

安琪酵母 600298

评级	增持（维持）
当前价	49.65 元
近 12 月绝对涨幅	65.7%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,685.60	7,652.75	8,885.86	10,037.73	11,253.75
营业收入增长率	16%	14%	16%	13%	12%
净利润(百万元)	856.67	901.50	1,310.81	1,391.32	1,595.90
净利润增长率	1%	5%	45%	6%	15%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.04	1.09	1.59	1.69	1.94
毛利率%	36%	35%	38%	38%	38%
净资产收益率 ROE%	19.96%	17.92%	21.81%	20.03%	19.81%
PE	48	45	31	29	26

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 1 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,686	7,653	8,886	10,038	11,254
营业成本	4,258	4,974	5,465	6,234	7,019
毛利率	36.32%	35.00%	38.50%	37.90%	37.63%
营业税金及附加	67	69	88	97	107
销售费用	756	885	995	1,124	1,249
营业费用率	11.31%	11.57%	11.20%	11.20%	11.10%
管理费用	228	256	293	397	414
管理费用率	3.41%	3.34%	3.30%	3.96%	3.68%
财务费用	129	78	90	77	61
财务费用率	1.93%	1.02%	1.01%	0.77%	0.54%
投资收益	(1)	(7)	1	(2)	(3)
营业利润	976	1,099	1,589	1,700	1,947
营业利润率	14.60%	14.36%	17.88%	16.94%	17.30%
营业外收入	11	14	34	20	22
营业外支出	5	4	6	6	6
利润总额	982	1,109	1,617	1,714	1,964
所得税	82	169	243	257	295
所得税率	8.38%	15.25%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	43	38	64	66	74
归属于母公司股东的净利润	857	902	1,311	1,391	1,596
净利率	12.81%	11.78%	14.75%	13.86%	14.18%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	982	1,109	1,617	1,714	1,964
所得税支出	-82	-169	-243	-257	-295
折旧和摊销	425	469	260	260	260
营运资金的变化	-290	-247	-414	-188	-196
其他经营现金流	108	134	102	84	64
经营现金流合计	1,144	1,296	1,323	1,612	1,797
资本支出	-1,012	-827	-700	-700	-700
投资收益	-1	-7	1	-2	-3
其他投资现金流	1	18	0	0	0
投资现金流合计	-1,012	-815	-699	-702	-703
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	6,286	7,592	-231	-296	-260
股息支出	-288	-330	-330	-456	-487
其他融资现金流	-6,134	-7,690	-90	-77	-61
融资现金流合计	-137	-427	-651	-829	-807
现金及现金等价物净增加额	-4	53	-27	81	287

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	374	664	636	717	1,004
存货	1,870	1,992	2,307	2,622	2,909
应收账款	873	814	1,054	1,190	1,288
其他流动资产	293	397	452	477	494
流动资产	3,410	3,866	4,450	5,005	5,696
固定资产	4,807	5,195	4,932	4,671	4,410
长期股权投资	30	24	24	24	24
无形资产	284	292	292	292	292
其他长期资产	449	530	1,230	1,930	2,630
非流动资产	5,571	6,041	6,478	6,917	7,356
资产总计	8,980	9,907	10,928	11,922	13,052
短期借款	1,530	787	556	260	0
应付账款	1,126	1,205	1,421	1,593	1,773
其他流动负债	965	996	988	1,104	1,131
流动负债	3,622	2,988	2,964	2,957	2,904
长期借款	640	1,429	1,429	1,429	1,429
其他长期负债	165	192	192	192	192
非流动性负债	805	1,621	1,621	1,621	1,621
负债合计	4,427	4,609	4,585	4,578	4,525
股本	824	824	824	824	824
资本公积	652	652	652	652	652
归属于母公司所有者权益合计	4,293	5,030	6,011	6,947	8,056
少数股东权益	260	268	332	397	471
股东权益合计	4,553	5,297	6,343	7,344	8,527
负债股东权益总计	8,980	9,907	10,928	11,922	13,052

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.75%	14.47%	16.11%	12.96%	12.11%
营业利润增长率	0.26%	12.65%	44.55%	6.99%	14.54%
净利润增长率	1.12%	5.23%	45.40%	6.14%	14.70%
毛利率	36.32%	35.00%	38.50%	37.90%	37.63%
EBITDA Margin	22.38%	21.84%	21.42%	19.78%	19.65%
净利率	12.81%	11.78%	14.75%	13.86%	14.18%
净资产收益率	19.96%	17.92%	21.81%	20.03%	19.81%
总资产收益率	9.54%	9.10%	12.00%	11.67%	12.23%
资产负债率	49.30%	46.53%	41.96%	38.40%	34.67%
所得税率	8.38%	15.25%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	33.67%	36.56%	34.76%	35.00%	35.44%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。