

安琪酵母（600298）重大事项点评

股权激励落地，助力十四五新篇章

- ❖ 公司近期发布《2020年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1159.4万股，占总股本8.24亿股的1.41%。本次激励对象共计1891人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员及管理骨干。授予的限制性股票价格为24.3元/股，限售期为2年，在限售期过后在36个月内分三期解除限售，比例分别为33%/33%/34%。
- ❖ **激励涵盖范围广，为十四五收入翻倍目标助力。**此次股权激励为上市公司体内首次激励，激励范围覆盖面较广，激励对象包括公司董事、高级管理人员七人，每人授予5万股，各占授予总量比例0.43%；剩余1124.4万股覆盖核心技术人员、管理骨干等人员合计1891人，占授予总量比例96.98%，合计覆盖人数约占公司当前员工总人数的20.57%。考虑到上级部门相关规定限制，本次激励不覆盖董事长、总经理及公司党委委员，其激励方案或在集团层面另行安排。明年公司开启十四五新征程，目标收入达150-170亿元，较2019年比有望实现翻倍增长，主要依靠仍处在快速成长期的下游衍生物及海外业务推动，股权激励可较好绑定核心骨干冲击更高目标。
- ❖ **考核目标合理，今年完成无虞，锁定未来两年增长下限。**激励草案对公司业绩提出了解锁要求：1)2020-2022年净资产现金回报率不低于26%、27%、28%；2)以2017-2019年业绩均值为基数，2020-2022年净利润增长不低于50%/55%/60%，即2020-2022年归母净利润分别同比增长不低于44.5%、3.3%、3.2%；3)以上二指标不低于同行75分位水平，即2020-2022年公司净资产现金回报率及以2017-2019年业绩均值为基数的业绩增长幅度高于所选26家对标企业中的前6家企业；4)主营业务收入占比不低于90%。我们认为，此次激励考核目标合理，考虑到今年业绩高增，今年完成目标无虞，未来两年考核目标锁定增长下限，但在实际经营上，公司表现大概率超出下限水平预期。
- ❖ **费用摊销前高后低，利润端稳增长有保障。**从费用摊销来看，本次激励总费用2.52亿元，2021-2024年分别摊销0.91/0.91/0.49/0.21亿元，前两年为摊销费用峰值。考虑到明年高毛利的小包装产品销量回落，国内外原材料成本趋势上行，海外汇率或有所波动，叠加股权激励费用摊销峰值影响，明年利润端表现或有所承压。但中期来看，股权激励摊销费用下行，C端产品增长回归至每年5%以上水平，糖蜜价格在下游需求下行趋势下中枢亦下行，公司近期变更海外公司记账本币后平滑外汇波动影响，我们认为公司未来利润端稳增长有保障。
- ❖ **股权激励释放经营活力，助力十四五新篇章，维持“强推”评级。**公司国内优势明显，酵母主业每年近10%增长，衍生物及海外市场在快速成长期，国内外皆具备提价能力。此外，公司规划通过自建或收购达成全球产能30-40万吨，保障未来150-170亿元增长目标，此次股权激励落地有望更好释放经营活力，进一步助力公司增长。综上，我们暂维持2020-2022年EPS预测1.70/1.95/2.25元，对应PE为29/25/22倍，考虑酵母龙头全球扩张空间，成长持续性进一步明确，给予22年35倍PE，暂维持一年目标价77元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**B端恢复进度不及预期、产能释放不及预期、汇率波动影响等。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	7,653	9,066	10,393	11,918
同比增速(%)	14.5%	18.5%	14.6%	14.7%
归母净利润(百万)	902	1,398	1,608	1,853
同比增速(%)	5.2%	55.0%	15.0%	15.2%
每股盈利(元)	1.09	1.70	1.95	2.25
市盈率(倍)	45	29	25	22
市净率(倍)	8	6	5	5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年12月01日收盘价

强推（维持）

目标价：77元

当前价：49.65元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：程航

电话：021-20572565

邮箱：chenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519100004

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	82,408
已上市流通股(万股)	82,408
总市值(亿元)	409.16
流通市值(亿元)	409.16
资产负债率(%)	42.4
每股净资产(元)	6.7
12个月内最高/最低价	71.95/24.92

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《安琪酵母（600298）2020年中报点评：Q2高增如期而至，看好持续成长性》

2020-08-18

《安琪酵母（600298）2020年三季度业绩预告点评：Q3预告高增，经营持续向上》

2020-10-13

《安琪酵母（600298）2020年三季报点评：业绩符合预告中枢，三方确保来年持续性》

2020-10-23

附录：安琪酵母激励方案（草案）

2020年11月30日，公司发布《2020年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予激励对象限制性股票1159.40万股，约占目前公司股本总额的1.41%。

激励对象：公司董事、高级管理人员、核心技术人员、管理骨干等合计1891人。

授予价格：本计划授予的限制性股票的授予价格为每股24.30元。

股份来源：公司向激励对象定向发行安琪酵母A股普通股。

图表1 激励对象及股份分配明细

姓名	职务	授予额度（万股）	获授权益占授予总量比例	获授权益占总股本
石如金	副总经理	5	0.43%	0.0061%
覃先武	副总经理	5	0.43%	0.0061%
梅海金	董事、副总经理、 总会计师	5	0.43%	0.0061%
周帮俊	董事会秘书、副 总经理	5	0.43%	0.0061%
王悉山	副总经理	5	0.43%	0.0061%
吴朝晖	副总经理	5	0.43%	0.0061%
姚鹃	董事	5	0.43%	0.0061%
核心技术人员、管理骨干 (1,884人)		1,124.40	96.98%	1.36%
合计(1,891人)		1,159.40	100.00%	1.41%

资料来源：公司公告，华创证券

授予日：自公司股东大会审议通过本计划且授予条件成就之日起60日内(公司未能在60日内完成上述工作的,终止实施本计划,未授予的限制性股票失效)

锁定期：24个月

解锁期：分三期解除

图表2 限制性股票解锁期

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占获授权益数量比例
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起24个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起36个月内的最后一个交易日当日止	33%
第二个解除限售期	自授予完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止	33%
第三个解除限售期	自授予完成登记之日起48个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止	34%

资料来源：公司公告，华创证券

要求：1) 2020-2022年净资产现金回报率不低于26%、27%、28%；2) 以2017-2019年业绩为基数，2020-2022年净利润增长不低于50%/55%/60%；若2021年净利润增长率不低于45%但未达55%，则2021-2022年平均净利润相较

于基准净利润增长率不低于 55%，且 2020-2022 年主营业务收入占比不低于 90%。

图表 3 公司层面考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2020 年净资产现金回报率（EOE）不低于 26%；以 2017-2019 年业绩均值为基数，2020 年净利润增长率不低于 50%，且上述两个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2020 主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。
第二个解除限售期	2021 年净资产现金回报率（EOE）不低于 27%；以 2017-2019 年业绩均值为基数，2021 年净利润增长率不低于 55%，或 2021 年净利润较基准净利润增长不低于 45%未达到 55%，2021 年和 2022 年平均净利润较基准净利润增长率不低于 55%；且上述两个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2021 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。
第三个解除限售期	2022 年净资产现金回报率（EOE）不低于 28%；以 2017-2019 年业绩均值为基数，2022 年净利润增长率不低于 60%，且上述两个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2022 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。

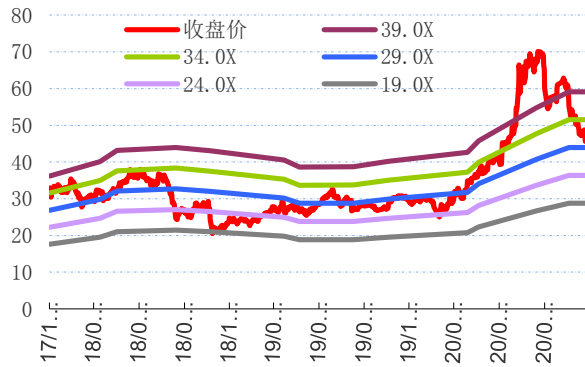
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 公司分季度情况

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	19Q1-Q3	20Q1-Q3
营业总收入	1,894	1,846	2,093	2,050	2,291	2,085	5,560	6,426
营业总成本	1,629	1,619	1,829	1,697	1,822	1,743	4,783	5,261
其中：营业成本	1,211	1,224	1,382	1,272	1,309	1,265	3,592	3,846
营业税金及附加	14	18	17	18	21	20	52	59
销售费用	211	224	247	215	264	250	639	730
管理费用	145	145	164	147	188	175	425	510
财务费用	30	1	28	35	19	35	51	90
资产减值损失	-13	-7	2	-12	-9	-6	-20	-28
其他收益	25	12	23	29	36	16	42	81
营业利润	289	238	284	382	505	357	815	1,244
加：营业外收入	1	3	4	2	3	6	10	12
减：营业外支出	1	1	2	3	3	3	2	9
利润总额	290	240	287	382	504	361	822	1,247
减：所得税	54	32	37	62	74	54	132	191
净利润	236	209	250	320	431	306	690	1,057
减少数股东损益	8	7	14	16	15	13	25	44
归母净利润	227	201	236	303	416	294	666	1,012
EPS	0.28	0.24	0.29	0.37	0.50	0.36	0.81	1.23
主要比率								
毛利率	36.0%	33.7%	34.0%	37.9%	42.9%	39.3%	35.4%	40.1%
营业税金率	0.7%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用率	11.2%	12.1%	11.8%	10.5%	11.5%	12.0%	11.5%	11.4%
管理费用率	7.7%	7.9%	7.8%	7.2%	8.2%	8.4%	7.7%	7.9%
营业利润率	15.3%	12.9%	13.6%	18.6%	22.0%	17.1%	14.7%	19.4%
实际税率	18.6%	13.2%	13.0%	16.4%	14.6%	15.1%	16.0%	15.3%
归母净利率	12.0%	10.9%	11.3%	14.8%	18.1%	14.1%	12.0%	15.8%
收入季度占比	24.8%	24.1%	27.3%					
YoY								
收入增长率	11.7%	17.4%	17.1%	12.7%	21.0%	12.9%	13.5%	15.6%
营业利润增长率	5.7%	19.2%	36.3%	33.1%	74.6%	49.8%	6.2%	52.7%
归母净利润增长率	0.8%	17.8%	29.0%	28.0%	82.8%	45.8%	-1.2%	52.1%

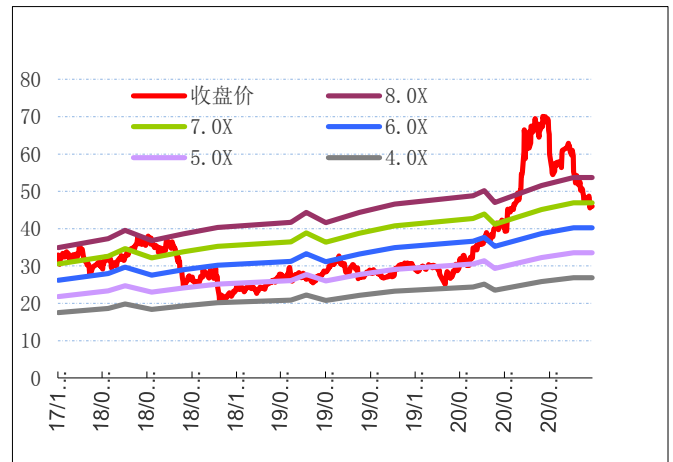
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 PE-Band



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 PB-Band



资料来源：Wind，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	664	2,744	3,826	4,510
应收票据	0	144	165	189
应收账款	814	957	1,097	1,258
预付账款	127	145	166	191
存货	1,992	2,242	2,383	2,728
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	269	318	366	419
流动资产合计	3,866	6,550	8,003	9,295
其他长期投资	40	44	51	58
长期股权投资	24	28	28	27
固定资产	5,195	5,331	5,654	5,749
在建工程	343	443	343	393
无形资产	292	263	236	213
其他非流动资产	147	147	153	146
非流动资产合计	6,041	6,256	6,465	6,586
资产合计	9,907	12,806	14,468	15,881
短期借款	787	1,787	1,587	1,287
应付票据	287	284	326	373
应付账款	918	1,134	1,305	1,494
预收款项	121	144	165	189
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	41	34	36	37
一年内到期的非流动负债	66	222	295	194
其他流动负债	768	836	937	1,068
流动负债合计	2,988	4,441	4,651	4,642
长期借款	1,429	1,429	1,629	1,829
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	192	172	168	185
非流动负债合计	1,621	1,601	1,797	2,014
负债合计	4,609	6,042	6,448	6,656
归属母公司所有者权益	5,030	6,437	7,743	8,991
少数股东权益	268	327	277	234
所有者权益合计	5,298	6,764	8,020	9,225
负债和股东权益	9,907	12,806	14,468	15,881

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,296	1,745	2,190	2,267
现金收益	1,488	2,046	2,250	2,522
存货影响	-122	-250	-141	-345
经营性应收影响	95	-318	-192	-211
经营性应付影响	66	229	237	261
其他影响	-230	38	36	40
投资活动现金流	-815	-713	-703	-645
资本支出	-929	-702	-701	-651
股权投资	7	-4	0	1
其他长期资产变化	107	-7	-2	5
融资活动现金流	-427	1,048	-405	-938
借款增加	-485	1,155	73	-201
股利及利息支付	-400	-402	-582	-658
股东融资	0	0	0	0
其他影响	458	295	104	-79

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,653	9,066	10,393	11,918
营业成本	4,974	5,671	6,525	7,470
税金及附加	69	91	104	119
销售费用	885	907	1,060	1,216
管理费用	256	299	312	358
研发费用	333	399	457	524
财务费用	78	93	88	83
信用减值损失	1	0	0	0
资产减值损失	-18	-13	-9	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-7	1	10	8
其他收益	65	55	65	50
营业利润	1,099	1,675	1,931	2,208
营业外收入	14	50	30	50
营业外支出	4	6	5	5
利润总额	1,109	1,719	1,956	2,253
所得税	169	262	298	343
净利润	940	1,457	1,658	1,910
少数股东损益	38	59	50	57
归属母公司净利润	902	1,398	1,608	1,853
NOPLAT	1,006	1,536	1,732	1,980
EPS(摊薄) (元)	1.09	1.70	1.95	2.25

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.5%	18.5%	14.6%	14.7%
EBIT 增长率	6.9%	52.7%	12.8%	14.3%
归母净利润增长率	5.2%	55.0%	15.0%	15.2%
获利能力				
毛利率	35.0%	37.4%	37.2%	37.3%
净利率	12.3%	16.1%	15.9%	16.0%
ROE	17.0%	20.7%	20.0%	20.1%
ROIC	15.0%	16.9%	17.2%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	46.5%	47.2%	44.6%	41.9%
债务权益比	46.7%	53.4%	45.9%	37.9%
流动比率	129.4%	147.5%	172.1%	200.2%
速动比率	62.7%	97.0%	120.8%	141.5%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	37	35	36	36
应付账款周转天数	68	65	67	67
存货周转天数	140	134	128	123
每股指标(元)				
每股收益	1.09	1.70	1.95	2.25
每股经营现金流	1.57	2.12	2.66	2.75
每股净资产	6.10	7.81	9.40	10.91
估值比率				
P/E	45	29	25	22
P/B	8	6	5	5
EV/EBITDA	40	29	26	23

资料来源：公司公告，华创证券预测

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，金融学专业，4 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017 年新财富第一、2018 年水晶球第一、2019 年新财富第三团队核心成员，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：范子盼

中国人民大学硕士，2 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨畅

南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500