

中原证券股份有限公司刘冉近期对安琪酵母进行研究并发布了研究报告《调研简报：海外市场高增长，高端酵母促结构优化》，本报告对安琪酵母给出买入评级，当前股价为40.04元。

安琪酵母(600298)

投资要点：

近期，我们现场调研了上市公司安琪酵母（600298）。关于公司发展，我们关注的问题主要包括：国内外下一阶段糖蜜成本的走势，公司在海外扩产的进度，以及当前海外市场需求的情况。

通过调研，我们认为，水解糖与糖蜜作为原料替代关系，其价格相互制约，在当前的价格高位维持平衡，二者进一步上涨或下降的空间都不大。但是，如果水解糖的供应面能够有效得以拓展，水解糖和糖蜜的价格未来会有下行空间，但这是一个长期的问题。

2023年1月，糖蜜价格有所反弹，主要是收储季造成的价格反弹所致。目前，公司正在展开糖蜜收储工作，收储工作预计至一季度末结束，2023年的糖蜜平均成本尚无结论。

当前，国内外的糖蜜收储吨价基本上都达到了1600至1700元。

糖蜜价格系统性上涨，尽管有全球货币政策的短期推动，但是我们认为主要原因是糖蜜的下游应用领域扩大，市场需求增加推升了糖蜜的价格中枢上移。国内的糖蜜资源相对国外更为紧张，目前的酵母生产规模下国内糖蜜价格已经系统性上行，我们认为已经很难回到800元左右的吨价水平。海外的糖蜜资源丰富，非洲、拉美、俄罗斯等广大区域均具备糖蜜产出能力。目前海外的糖蜜价格在有的区域波动大，在有的区域较为平稳，区域特征明显：埃及与欧洲地缘接近，商品价格联动密切，因而糖蜜价格随着欧洲商品价格上升而上升（根据调研，埃及的糖蜜成本正在下降）；土耳其虽然与欧洲接壤，但是由于与俄罗斯的贸易关系保持较好，所以糖蜜价格较为稳定；拉美地区与大陆相隔较远，故糖蜜价格较低且稳定。

2022年以来，公司布局了水解糖的产线，目前已经投产运营。酵母产品中水解糖的可使用率达到30%至100%不等，视产品而定。水解糖与糖蜜价格相互制衡，水解糖的吨价目前也达到了1600至1700元，与糖蜜价格持平。我们认为，水解糖与糖蜜作为可替代的关系，其价格相互制约，在当前的高价位维持平衡，二者进一步上涨或下降的空间都不大。目前，公司正在尝试扩大水解糖的供应面：除了利用自有产能加工水解糖外，也向第三方外购水解糖；除了利用碎米作为加工原料，同时也

利用淀粉、玉米等农作物作为加工水解糖的原料。如果国内水解糖的供应能力有效增强，水解糖的价格未来仍有下行的可能。只有水解糖价格下行，国内糖蜜价格才有可能打开下行的空间。

根据调研，我们认为尽管成本系统性上涨，但公司在产品提价的问题上仍是慎重的，尤其在针对国内市场时。因而我们认为，未来糖蜜成本向下游转嫁的程度有限。根据调研，公司更致力于通过技术进步和高端产品推广来提升产品结构和产品盈利，从而增厚股东盈利。公司目前在国内市场的占有率超过50%，另外超过40%的产能分属外资巨头和国内小企业，公司提价将会直接扰动国内的竞争格局。根据调研，公司更致力于通过技术进步和高端产品推广来提升产品结构和产品盈利，从而增厚股东盈利。

公司在海外市场的增长一直较好，2020年以来受益于国内颇具韧性的供应链基础设施，公司的销售增长好于竞争对手，因而海外份额进一步扩张。目前，公司在海外市场保持了良好的增长势头，海外产能处于供不应求的满产状态，市场缺口仍需通过国内出口填补。

此外，我们认为，公司的海外策略已经由低价竞争转变为以技术和规模为支持的中性竞争。公司针对海外市场的经营方针仍是以量为主：保持价格稳定，确保销量上升，以谋求更大的全球市场份额。但是，近两年由于全球大宗商品价格上涨较多，在竞品提价的拉动下，公司在海外市场的提价较为顺利。此外，针对高端酵母产品，公司的定价高于竞品。因而，我们认为，公司之前针对海外市场的低价竞争策略已经发生转变——公司通过YE大单品打开了欧美发达市场，由此公司在海外的产品结构显著提升；同时公司的全球份额达到一定水平后定价权也相应增强，比如非洲市场的干酵母价格与竞品目前就在同一水平上。由此，公司的海外策略已经由低价竞争转变为以技术和规模为支持的中性竞争。

公司认为，疫情之后海外产能的扩张有望提速，并且希望通过生产和经营的本土化更为深入地参与国际竞争。目前，埃及、俄罗斯两大生产基地仍在扩建：埃及三期工程已动土；俄罗斯产能打满后，经营团队已经提交扩建申请。公司在全球范围设立了六家业务中心，利用团队的本土优势扩建渠道及开发客户。公司在欧美、亚太等新进市场的代理商招募如常推进；在传统的中东和非洲市场，公司对客户结构进行了优化，引入更为优秀的代理商。

疫情过后，公司认为有能力守住发达市场。一是因为海外团队规模增加，未来市场工作将更为细化，同时客户开发势头也很好；二是，在抽提物领域，目前与公司形成竞争的国际商家并不多，公司的YE大单品在发达市场已占有可观的份额。目前，公司在国内市场的份额超过50%，在全球市场的份额达到15%至17%。随着海外产能扩建，公司在全球的市场份额仍有提升空间。公司的核心市场在非洲、中东和欧

洲，美国和亚太是新进入、处于开拓期的市场。非洲和中东是公司最大，也是较早开发的海外市场，目前上述市场的干酵母需求增长仍较快；欧美市场对于高端酵母产品（比如YE大单品）的需求较大，公司在上述市场也获得了较高的增长，产品结构也因此显著提升。疫情期间，公司在欧美市场获得了良好的发展；疫情过后，公司认为有能力守住发达市场。一是因为海外团队规模增加，未来市场工作将更为细化，同时客户开发的势头也很好；二是，在抽提物领域，目前与公司形成竞争的国际商家并不多，公司的YE大单品在发达市场已占有可观的份额。此外，抽提物大单品在发达市场扎根，也带动了海外客户的衍生需求，比如盈利水平高的酵母蛋白目前在发达市场已经产生一定量的订单。

全球酵母市场展望：全球酵母需求量一方面随着人口增长而自然增长，亚非地区增速高于平均水平；此外，高端酵母产品在欧美发达市场增长很快；最后，酵母的应用领域不断拓宽，比如，酵母抽提物（YE）的应用领域正在从调味品向饮料延展。

公司生产的新品类酵母蛋白目前在海外已经产生订单。酵母中含有50%的酵母蛋白，酵母蛋白属于国家政策所倡导的植物蛋白和微生物蛋白的一种。公司借助于传统产业的优势研发和生产酵母蛋白，商业推广后有可能会成为服务欧美市场的新品类之一。

投资建议

近几年来，公司始终处于产能扩张和业绩增长期，规模增长、技术突破以及新品开发，是实现未来增长的三个途径。未来公司可通过提升高端酵母在发达市场的渗透率，优化公司的产品结构，以补偿因成本上升而造成的盈利缺口。目前，市场给予公司较低的估值，主要因为公司的主业成本系统性上升，并且目前仍看不到下行的迹象。关于成本下行问题，我们认为两种可能性已经展开，一个是扩大水解糖的供应面，一个是提高产品结构，如果两种途径中的一个得以率先实现，公司的估值将会很快修复。此外，市场低估公司的另外一个原因是未来几年资产折旧增多，将会降低股东回报。我们认为海外增长较快的情况下，新增产能将会迅速爬坡，毛利率上升也会比较快，因而应以发展的眼光看待公司的当下。我们预测公司2022、2023、2024年的每股收益为1.53、2.01、2.33元，参照3月1日收盘价，对应的市盈率分别为26.37、20.09、17.33倍，我们维持公司的“买入”评级。

风险提示：利润率持续下滑；美联储加息周期下，公司的海外业绩受到当地币种贬值的冲击；在全球货币收缩的影响下，下半年海外需求减少

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，中信建投证券陈语匆研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值高达91.19%，其预测2022年度归属净利润为盈利13.67亿，根据现价换算的预测PE为27.24。

最新盈利预测明细如下：