

安迪苏（600299）：南京工厂二期投产，蛋氨酸产能持续提升

2022年9月30日

强烈推荐/维持

安迪苏 公司报告

事件：据公司新闻，9月15日安迪苏南京工厂二期18万吨液体蛋氨酸项目正式投产，液体蛋氨酸产能由17万吨增长到35万吨/年，成为全球最大的液体蛋氨酸生产基地之一。

南京工厂二期蛋氨酸项目投产，南京工厂蛋氨酸产能翻番，公司蛋氨酸产品有望继续保持在第一梯队。我们预计公司南京二期项目将与现有的南京工厂形成协同效应，体现出更强的规模经济优势。此外，地处南京的安迪苏中国研发中心，是安迪苏全球八大研发中心之一，已于2022年试运营。在南京工厂和研发中心的双轮驱动下，未来南京将成为安迪苏重要的综合运营基地，有助于巩固公司蛋氨酸产品全球领导地位。此外，为了满足日益增长的客户需求，公司已展开关于下一个液态蛋氨酸生产平台的可行性研究。我们预计公司将通过持续产业投资，进一步扩大产能，在未来继续保持在第一梯队的领先地位。

欧洲天然气供应紧张，蛋氨酸价格存在底部回升的可能性，公司作为国内龙头有望受益。欧洲地区的赢创公司是全球最大的蛋氨酸生产企业，其主要生产原料为天然气，我们预计赢创公司的蛋氨酸生产因天然气而存在不确定性，全球蛋氨酸价格存在上涨动力。据新华社报道，俄罗斯北溪天然气管道公司9月27日发布声明，“北溪-1”和“北溪-2”海底输气管道的三条管线一天内同时发生损坏的情况前所未有，目前尚无法评估维修时间。俄罗斯是欧洲最主要的天然气供应国，鉴于俄罗斯向欧洲供应天然气的不确定性增加，欧洲天然气价格有望迎来大幅上涨。目前，受到下游需求不振影响，蛋氨酸产品价格处于历史底部区间。未来若欧洲能源供应的不确定性增加，相关蛋氨酸产品的供应或存在缺口，有望促使相关产品价格底部回升。安迪苏是国内蛋氨酸领域的龙头企业，有望受益于未来蛋氨酸产品价格底部回升的潜在影响。

积极推进“双支柱”战略，打开长期成长空间。近年来，公司一直积极实施“双支柱”战略，即在不断巩固蛋氨酸行业领先地位的同时，加快特种业务的发展。作为公司第二业务支柱，公司正积极开发特种产品业务，2021年特种产品业务占总收入的比重已经提升至24%左右。公司已在欧洲和中国开展特种产品产能扩充及优化项目以支持业务增长、优化生产布局、增强成本竞争力和可持续性，打开长期成长空间。

公司是全球动物营养行业的领军企业，是世界第二大蛋氨酸生产企业，可同时生产固体和液体蛋氨酸，同时公司积极践行“双支柱”战略，不断巩固蛋氨酸行业领先地位，并加快特种业务的发展。

公司盈利预测及投资评级：我们维持对公司2022~2024年的盈利预测，即2022~2024年净利润分别为17.09、19.19和21.65亿元，对应EPS分别为0.64、0.72和0.81元，当前股价对应P/E值分别为15、13和12倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格下滑；行业新增产能投放过快；饲料行业需求下滑。

公司简介：

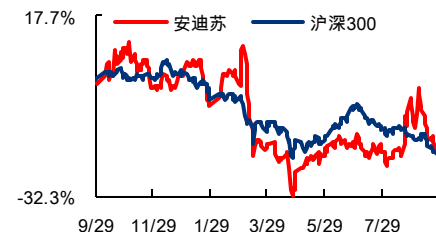
安迪苏于2006年被中国蓝星集团收购，于2015年借壳蓝星集团旗下的蓝星新材在A股上市。公司是全球第二大蛋氨酸生产商，可同时提供固体蛋氨酸和液体蛋氨酸，是动物营养与健康行业的全球领军企业。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 52周股价区间（元） | 13.29-8.15 |
| 总市值（亿元） | 256.66 |
| 流通市值（亿元） | 256.66 |
| 总股本/流通A股（万股） | 268,190/268,190 |
| 流通B股/H股（万股） | -/- |
| 52周日均换手率 | 2.56 |

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

财务指标预测

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,910 | 12,869 | 14,010 | 15,366 | 16,867 |
| 增长率(%) | 6.96% | 8.05% | 8.87% | 9.68% | 9.77% |
| 归母净利润(百万元) | 1,352 | 1,472 | 1,709 | 1,919 | 2,165 |
| 增长率(%) | 36.20% | 8.88% | 16.13% | 12.27% | 12.84% |
| 净资产收益率(%) | 9.69% | 10.44% | 11.15% | 11.50% | 11.88% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.55 | 0.64 | 0.72 | 0.81 |
| PE | 19 | 17 | 15 | 13 | 12 |
| PB | 1.84 | 1.82 | 1.67 | 1.54 | 1.41 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--|--|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | |
| 流动资产合计 | 6685 | 6470 | 8324 | 10949 | 14072 | 营业收入 | 11910 | 12869 | 14010 | 15366 | 16867 | | |
| 货币资金 | 2769 | 2115 | 3619 | 5834 | 8506 | 营业成本 | 7505 | 8544 | 9276 | 10130 | 11056 | | |
| 应收账款 | 1550 | 1881 | 2048 | 2246 | 2465 | 营业税金及附加 | 115 | 69 | 75 | 83 | 91 | | |
| 其他应收款 | 5 | 1 | 105 | 115 | 125 | 营业费用 | 1322 | 1197 | 1304 | 1430 | 1569 | | |
| 预付款项 | 77 | 97 | 1 | 2 | 2 | 管理费用 | 631 | 644 | 702 | 769 | 845 | | |
| 存货 | 1739 | 2033 | 2207 | 2410 | 2631 | 财务费用 | 147 | 17 | -2 | -15 | -27 | | |
| 其他流动资产 | 543 | 343 | 343 | 343 | 343 | 资产减值损失 | 10 | 4 | 0 | 0 | 0 | | |
| 非流动资产合计 | 13933 | 14436 | 13792 | 12897 | 11711 | 公允价值变动收益 | 18 | -70 | 0 | 0 | 0 | | |
| 长期股权投资 | 296 | 265 | 265 | 265 | 265 | 投资净收益 | 12 | -1 | 0 | 0 | 0 | | |
| 固定资产 | 7128 | 6749 | 6800 | 6621 | 6207 | 营业利润 | 2024 | 2051 | 2361 | 2644 | 2977 | | |
| 无形资产 | 2047 | 2153 | 1898 | 1643 | 1389 | 营业外收入 | 8.26 | 13.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 其他非流动资产 | 4461 | 5269 | 4829 | 4368 | 3850 | 营业外支出 | 55.81 | 29.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 资产总计 | 20618 | 20906 | 22116 | 23846 | 25783 | 利润总额 | 1998 | 2049 | 2361 | 2644 | 2977 | | |
| 流动负债合计 | 3691 | 4012 | 3930 | 4233 | 4561 | 所得税 | 521 | 513 | 591 | 662 | 746 | | |
| 短期借款 | 642 | 578 | 578 | 578 | 578 | 净利润 | 1477 | 1536 | 1770 | 1982 | 2231 | | |
| 应付账款 | 1183 | 1659 | 1801 | 1967 | 2147 | 少数股东损益 | -125 | -64 | -61 | -63 | -66 | | |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 1352 | 1472 | 1709 | 1919 | 2165 | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 223 | 341 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 2019 | 2001 | 2298 | 2567 | 2884 | | |
| 非流动负债合计 | 696 | 794 | 794 | 794 | 794 | EPS (元) | 0.50 | 0.55 | 0.64 | 0.72 | 0.81 | | |
| 长期借款 | 62 | 16 | 16 | 16 | 16 | 主要财务比率 | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | |
| 负债合计 | 5185 | 5480 | 5398 | 5700 | 6028 | 成长能力 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 1480 | 1331 | 1392 | 1455 | 1522 | 营业收入增长 | 6.96% | 8.05% | 8.87% | 9.68% | 9.77% | | |
| 实收资本(或股本) | 2682 | 2682 | 2682 | 2682 | 2682 | 营业利润增长 | 27.97 | 1.32% | 15.14% | 12.01% | 12.58% | | |
| 资本公积 | 2112 | 2112 | 2112 | 2112 | 2112 | 归属于母公司净利润增长 | 36.20 | 8.88% | 16.13% | 12.27% | 12.84% | | |
| 未分配利润 | 9159 | 9301 | 10533 | 11897 | 13440 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 13953 | 14094 | 15326 | 16690 | 18233 | 毛利率(%) | 36.99 | 33.61% | 33.79% | 34.07% | 34.45% | | |
| 负债和所有者权益 | 20618 | 20906 | 22116 | 23846 | 25783 | 净利率(%) | 12.40 | 11.93% | 12.63% | 12.90% | 13.23% | | |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | | | |
| | | | | | | ROE(%) | | | | | | | |
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 10.59 | 10.90% | 11.55% | 11.88% | 12.24% | | |
| 经营活动现金流 | 2708 | 2602 | 2821 | 3054 | 3318 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 净利润 | 1352 | 1472 | 1709 | 1919 | 2165 | 资产负债率(%) | 25% | 26% | 24% | 24% | 23% | | |
| 折旧摊销 | 1119 | 1120 | 1144 | 1195 | 1236 | 流动比率 | 1.81 | 1.61 | 2.12 | 2.59 | 3.09 | | |
| 财务费用 | 147 | 17 | -2 | -15 | -27 | 速动比率 | 1.38 | 1.17 | 1.69 | 2.18 | 2.64 | | |
| 应收帐款减少 | 84 | 640 | 349 | 411 | 450 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 633 | 267 | 259 | 302 | 328 | 总资产周转率 | 0.91 | 0.91 | 0.99 | 1.15 | 1.37 | | |
| 投资活动现金流 | -2301 | -2443 | -500 | -300 | -50 | 应收账款周转率 | 8 | 8 | 7 | 7 | 7 | | |
| 公允价值变动收益 | 18 | -70 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 8.38 | 7.44 | 7.44 | 7.47 | 15.72 | | |
| 长期投资减少 | -1318 | -2314 | -500 | -300 | -50 | 每股指标(元) | | | | | | | |
| 投资收益 | 12 | -1 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.50 | 0.55 | 0.64 | 0.72 | 0.81 | | |
| 筹资活动现金流 | -3027 | -631 | -816 | -540 | -596 | 每股净现金流(最新摊薄) | -0.94 | -0.24 | 0.56 | 0.83 | 1.00 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 5.20 | 5.26 | 5.71 | 6.22 | 6.80 | | |
| 长期借款增加 | 739 | 8 | -341 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 18.99 | 17.44 | 15.02 | 13.38 | 11.85 | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 1.84 | 1.82 | 1.67 | 1.54 | 1.41 | | |
| 现金净增加额 | -2526 | -654 | 1505 | 2215 | 2672 | EV/EBITDA | 7.59 | 7.84 | 6.58 | 5.43 | 4.31 | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

9 年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉, 包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名, 2016、2018 年水晶球公募榜入围, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526