

公司研究

成本上行 Q3 业绩承压，南京二期蛋氨酸项目顺利投产

——安迪苏(600299.SH)22 年三季度报点评

要点

事件：公司发布 2022 年三季度报，22 年前三季度公司实现营业收入 108 亿元，同比+16%，实现归母净利润 11.4 亿元，同比-9%；其中 Q3 单季度实现营业收入 36 亿元，同比+7%、环比-3.6%，归母净利润 2.7 亿元，同比-37%、环比-38%。

点评：

成本上行主营产品毛利下滑，Q3 业绩承压：2022 年前三季度公司功能性产品营业收入 78 亿元，同比+18%；特种产品营业收入 24 亿元，同比+3%。前三季度需求下滑致公司主营产品销量下滑，但公司对蛋氨酸和特种产品继续开展积极主动的价格管理，主营产品售价有所增长。前三季度销量因素对功能性产品与特种产品销售收入影响为-1.2 亿，-1.4 亿，价格因素对功能性产品与特种产品销售收入影响为+16 亿，+2.6 亿。根据公司公告，22 年前三季度公司主要原材料丙烯 95%、甲醇和硫磺的采购金额分别为 9.8 亿、2 亿、4.4 亿，同比变动+26%、+13%、+78%。受原材料成本上涨影响，公司主营产品毛利率下滑，功能性产品与特种产品 22 年前三季度毛利率分别为 25%，46%，同比-7pct，-4pct。受原材料成本上涨的影响，公司主营产品毛利下滑，致公司 22Q3 业绩承压下滑。

南京二期蛋氨酸项目投产，液体蛋氨酸产能稳步扩张：22 年 9 月 15 日，18 万吨产能的南京液体蛋氨酸工厂二期项目投产。随着产能的稳步释放，安迪苏南京工厂液体蛋氨酸满产产能将达每年 35 万吨，南京工厂将成为安迪苏乃至全球最大、技术最先进、竞争力最强的液体蛋氨酸生产平台之一。南京二期工厂成功投产将进一步扩大公司在行业内的竞争优势，业绩未来可期。

特种产品渗透率提升，第二业务支柱拓宽未来发展空间：特种产品是公司的第二业务支柱，2022 年 Q3 反刍动物产品销售收入增长+15%，中国市场取得双位数销售收入增长，北美市场销售势头恢复，新产品渗透率持续提升。同时，全球首个斐康®创新蛋白产品规模化生产单元项目恺迪苏重庆工厂已成功进入调试阶段，相关业务预计从 2023 年开始给公司带来收入贡献。公司积极开发特种产品业务将加速第二业务支柱的发展，进一步拓宽公司未来发展空间。

盈利预测、估值与评级：受原材料成本上涨的影响，公司主营产品盈利能力下滑，因此我们下调 22-24 年盈利预测，预计 22-24 年公司净利润分别为 14.03（下调 13%）/16.96（下调 5%）/19.24（下调 2%）亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.63/0.72 元/股。公司是动物营养与健康行业的全球领军企业，随着南京二期蛋氨酸项目投产，公司盈利有望稳步提升，我们持续看好其未来发展，因此维持“买入”评级。

风险提示：养殖业下游需求变弱；项目投产进度不达预期；原材料价格波动

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,910	12,869	15,780	19,171	21,179
营业收入增长率	6.96%	8.05%	22.62%	21.49%	10.48%
净利润（百万元）	1,352	1,472	1,403	1,696	1,924
净利润增长率	36.20%	8.88%	-4.65%	20.89%	13.42%
EPS（元）	0.50	0.55	0.52	0.63	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.69%	10.44%	9.34%	10.45%	10.94%
P/E	17	16	17	14	12
P/B	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-28

买入（维持）

当前价：8.75 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.82
总市值(亿元)	234.67
一年最低/最高(元)	7.76/13.60
近 3 月换手率：	26.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.33	8.05	-4.84
绝对	-11.26	-7.41	-31.18

资料来源：Wind

相关研报

蛋氨酸销量大幅增长，22 年上半年业绩稳步增长——安迪苏(600299.SH)2022 年半年报点评 (2022-07-29)

蛋氨酸销售持续增长，21 年业绩稳步提升——安迪苏(600299.SH)2021 年度业绩快报点评 (2022-02-18)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,910	12,869	15,780	19,171	21,179
营业成本	7,391	8,475	10,951	13,395	14,735
折旧和摊销	1,117	1,118	1,040	1,120	1,196
税金及附加	115	69	85	103	114
销售费用	1,322	1,197	1,468	1,784	1,971
管理费用	631	644	790	960	1,061
研发费用	301	341	418	507	561
财务费用	147	17	0	1	34
投资收益	12	-1	4	5	3
营业利润	2,046	2,065	2,075	2,424	2,722
利润总额	1,998	2,049	2,074	2,415	2,713
所得税	521	513	519	605	680
净利润	1,477	1,536	1,555	1,810	2,034
少数股东损益	125	64	151	114	110
归属母公司净利润	1,352	1,472	1,403	1,696	1,924
EPS(元)	0.50	0.55	0.52	0.63	0.72

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,708	2,602	1,730	2,395	2,848
净利润	1,352	1,472	1,403	1,696	1,924
折旧摊销	1,117	1,118	1,040	1,120	1,196
净营运资金增加	-140	448	1,384	1,275	823
其他	380	-436	-2,098	-1,695	-1,095
投资活动产生现金流	-2,301	-2,443	-1,606	-1,244	-1,248
净资本支出	-1,310	-2,313	-1,578	-1,250	-1,250
长期投资变化	296	265	0	0	0
其他资产变化	-1,287	-395	-28	6	2
融资活动现金流	-3,027	-631	1,707	-304	-1,098
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	739	8	2,097	79	-562
无息负债变化	533	287	452	840	401
净现金流	-2,526	-654	1,830	848	502

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.9%	34.1%	30.6%	30.1%	30.4%
EBITDA 率	27.7%	25.5%	19.8%	18.6%	18.7%
EBIT 率	18.3%	16.8%	13.2%	12.8%	13.1%
税前净利润率	16.8%	15.9%	13.1%	12.6%	12.8%
归母净利润率	11.3%	11.4%	8.9%	8.8%	9.1%
ROA	7.2%	7.3%	6.3%	6.8%	7.2%
ROE (摊薄)	9.7%	10.4%	9.3%	10.5%	10.9%
经营性 ROIC	10.1%	9.5%	8.3%	9.0%	9.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	25%	26%	33%	33%	31%
流动比率	1.81	1.61	1.63	1.88	2.35
速动比率	1.34	1.11	1.17	1.34	1.67
归母权益/有息债务	15.06	15.08	4.96	5.22	6.91
有形资产/有息债务	17.59	17.88	6.68	7.23	9.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	20,618	20,906	24,532	26,777	28,087
货币资金	2,769	2,115	3,945	4,793	5,295
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,550	1,881	2,307	2,802	3,096
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	1	1	1	1
存货	1,739	2,033	2,685	3,296	3,631
其他流动资产	504	340	369	403	423
流动资产合计	6,685	6,470	9,420	11,432	12,596
其他权益工具	235	246	246	246	246
长期股权投资	296	265	265	265	265
固定资产	7,128	6,749	6,959	7,013	6,978
在建工程	1,682	2,578	2,721	2,671	2,633
无形资产	2,047	2,153	2,159	2,161	2,167
商誉	2,080	1,871	1,871	1,871	1,871
其他非流动资产	151	206	235	235	235
非流动资产合计	13,933	14,436	15,112	15,345	15,491
总负债	5,185	5,480	8,029	8,947	8,786
短期借款	642	578	1,874	1,453	391
应付账款	1,183	1,659	1,971	2,411	2,652
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	7	36	70	90
流动负债合计	3,691	4,012	5,772	6,089	5,368
长期借款	62	16	816	1,316	1,816
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	634	680	767	869	929
非流动负债合计	1,494	1,468	2,256	2,858	3,418
股东权益	15,432	15,426	16,503	17,830	19,301
股本	2,682	2,682	2,682	2,682	2,682
公积金	1,772	1,815	1,955	2,125	2,317
未分配利润	9,866	10,824	11,609	12,653	13,822
归属母公司权益	13,953	14,094	15,020	16,233	17,595
少数股东权益	1,480	1,331	1,483	1,597	1,706

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	11.10%	9.30%	9.30%	9.30%	9.30%
管理费用率	5.30%	5.01%	5.01%	5.01%	5.01%
财务费用率	1.23%	0.13%	-	0.00%	0.16%
研发费用率	2.53%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%
所得税率	26%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.18	0.18	0.18	0.21	0.24
每股经营现金流	1.01	0.97	0.64	0.89	1.06
每股净资产	5.20	5.26	5.60	6.05	6.56
每股销售收入	4.44	4.80	5.88	7.15	7.90

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	17	16	17	14	12
PB	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.3	8.5	9.3	8.3	7.4
股息率	2.0%	2.0%	2.1%	2.4%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, United Kingdom EC4N6AE