

评级: 买入 (维持)

市场价格: 9.58

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xianan@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王鹏

Email: wangpeng07@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,910	12,869	14,441	16,934	18,288
增长率 yoy%	7%	8%	12%	17%	8%
净利润 (百万元)	1,352	1,472	1,462	1,867	2,230
增长率 yoy%	36%	9%	-1%	28%	19%
每股收益 (元)	0.50	0.55	0.55	0.70	0.83
每股现金流量	1.01	0.97	1.98	0.69	1.49
净资产收益率	9%	10%	8%	10%	11%
P/E	19.0	17.5	17.6	13.8	11.5
P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3

备注: 股价取自 2022/10/27

基本状况

总股本(百万股)	2,682
流通股本(百万股)	2,682
市价(元)	9.58
市值(百万元)	25,693
流通市值(百万元)	25,693

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

■ **事件:** 公司于 2022 年 10 月 27 日发布 2022 年三季度报告, 2022Q3 公司实现营业收入 36.05 亿元, 同比增长 7.15%, 实现归属母公司净利润 2.74 亿元, 同比下滑 36.85%, 实现扣非归母净利润 2.71 亿元, 同比下滑 37.24%。

■ **点评:**

■ **成本施压 Q3 业绩下滑。** 2022 前三季度公司实现营业收入 108 亿元, 同比+15.6%; 实现净利润 11.44 亿元, 同比-8.55%。其中 Q3 实现营业收入 36.05 亿元, 同比+7.15%; 实现净利润 2.74 亿元, 同比-36.85%。Q3 毛利率 24.4%、净利率 7.6%, 同比分别下滑 13.4pct、6.2pct, 环比分别下滑 6.6pct、4.2pct。主要原因在于 Q3 原材料和能源成本急剧上涨。

分产品看:

**功能性产品 (包括蛋氨酸和维生素):** 2022Q3 营业收入 25.34 亿元, 同比+4.85%、环比-5.96%; 营业成本 20.4 亿元, 同比+27.72%、环比+3.43%; 毛利率 19.5%, 同比-14.42pct、环比-7.3pct。其中, 蛋氨酸方面, Q3 南京工厂继续保持稳定生产水平, 随着 18 万吨南京液体蛋氨酸工厂二期项目 (BANG2) 于 9 月中试运行顺利启动, 安迪苏蛋氨酸的成本竞争力进一步增强; 而欧洲工厂也在 Q3 对生产运营开展调整和优化, 暂时关闭了其中一条固体蛋氨酸生产线直至 2022 年底, 旨在充分利用现有的天然气合同来优化生产成本。维生素方面, 公司于 Q3 暂时减少维生素 A 产量以加强成本控制。

**特种产品:** 2022Q3 营业收入 8.37 亿元, 同比+8.19%、环比+3.78%; 营业成本 4.84 亿元, 同比+26.64%、环比+16.95%; 毛利率 42.19%, 同比-8.42pct、环比-6.51pct。其中, 营收增长是因为 2022Q3 所有动物品类产品均取得增长, 如反刍动物产品销售+15%、受喜利硒和安泰来销售拉动营养促健康业务创下单季销售记录等。毛利率下滑的原因是欧洲能源和原材料成本大幅上涨、低附加值产品组合对销售的不利影响等。

■ **南京一体化基地顺利投产，斐康蛋白项目稳步推进。**2022年9月15日安迪苏南京工厂二期18万吨液体正式投产，南京工厂蛋氨酸总产能达35万吨/年，成为世界上液体蛋氨酸产能最大的单体工厂。另外，安迪苏和恺勒司的合资企业恺迪苏正在重庆建设一期2万吨/年斐康®单细胞蛋白工厂，是世界上第一个工业规模的斐康®工厂，预计年底投产。这种微生物蛋白由天然气发酵产生，其生产不占用耕地，不使用动植物性原料，且仅耗费极少的水资源。斐康®单细胞蛋白具有改善肠道健康和提高免疫反应等显著的健康益处。重庆工厂顺利投产后既能作为国内直采的可靠蛋白质供应，也能向东南亚市场推广。

随着南京工厂二期产能逐渐释放，公司液体蛋氨酸在全球的渗透率将会继续提升、成本竞争力进一步增强。同时第二支柱特种产品的渗透率不断提高、斐康蛋白持续推进，公司长期空间可期。

■ **盈利预测：**基于公司生产线关停和成本上涨影响，我们对盈利预测进行调整。预计2022-2024年公司净利润分别为14.62亿元、18.67亿元、22.3亿元（原值为19.54亿元、22.55亿元、26.48亿元），对应PE分别为18、14、12倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格大幅波动/产品价格下滑、产能建设及释放不达预期、特种产品发展不及预期。

**图表 1 盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,115	5,795	6,548	9,556	营业收入	12,869	14,441	16,934	18,288
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,475	9,875	11,419	12,017
应收账款	1,881	1,995	2,204	2,326	税金及附加	69	78	91	98
预付账款	97	148	171	180	销售费用	1,197	1,344	1,576	1,702
存货	2,033	2,157	3,535	2,909	管理费用	644	764	880	945
合同资产	0	0	0	0	研发费用	341	374	438	477
其他流动资产	344	144	169	183	财务费用	17	-40	-94	-91
流动资产合计	6,470	10,240	12,628	15,154	信用减值损失	-2	-2	-1	-2
其他长期投资	134	150	176	190	资产减值损失	-4	-5	-6	-5
长期股权投资	265	265	265	265	公允价值变动收益	-70	-10	-21	-34
固定资产	6,749	6,327	6,016	5,802	投资收益	-1	4	5	3
在建工程	2,578	2,678	2,678	2,578	其他收益	16	16	16	16
无形资产	2,153	2,128	2,138	2,181	营业利润	2,065	2,051	2,616	3,120
其他非流动资产	2,558	2,559	2,561	2,561	营业外收入	14	14	14	14
非流动资产合计	14,436	14,108	13,834	13,577	营业外支出	30	30	30	30
<b>资产合计</b>	<b>20,906</b>	<b>24,348</b>	<b>26,462</b>	<b>28,731</b>	利润总额	2,049	2,035	2,600	3,104
短期借款	578	97	226	335	所得税	513	510	651	777
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,536	1,525	1,949	2,327
应付账款	1,659	2,962	3,460	3,677	少数股东损益	64	64	81	97
预收款项	0	5	4	3	归属母公司净利润	1,472	1,461	1,868	2,230
合同负债	6	260	305	329	NOPLAT	1,548	1,495	1,878	2,258
其他应付款	685	685	685	685	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.55	0.70	0.83
一年内到期的非流动负债	341	341	341	341					
其他流动负债	744	840	935	985	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	4,012	5,190	5,956	6,356	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	16	66	1	81	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	8.0%	12.2%	17.3%	8.0%
其他非流动负债	1,452	1,452	1,452	1,452	EBIT增长率	-3.7%	-3.4%	25.6%	20.2%
非流动负债合计	1,468	1,518	1,453	1,533	归母公司净利润增长率	8.9%	-0.7%	27.8%	19.4%
<b>负债合计</b>	<b>5,480</b>	<b>6,707</b>	<b>7,409</b>	<b>7,888</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	14,094	16,246	17,577	19,270	毛利率	34.1%	31.6%	32.6%	34.3%
少数股东权益	1,331	1,395	1,476	1,573	净利率	11.9%	10.6%	11.5%	12.7%
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,426</b>	<b>17,641</b>	<b>19,053</b>	<b>20,843</b>	ROE	9.5%	8.3%	9.8%	10.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,906</b>	<b>24,348</b>	<b>26,462</b>	<b>28,731</b>	ROIC	14.0%	12.1%	13.9%	15.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	26.2%	27.5%	28.0%	27.5%
					债务权益比	15.5%	11.1%	10.6%	10.6%
					流动比率	1.6	2.0	2.1	2.4
					速动比率	1.1	1.6	1.5	1.9
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	48	48	45	45
					应付账款周转天数	60	84	101	107
					存货周转天数	80	76	90	97
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.55	0.55	0.70	0.83
					每股经营现金流	0.97	1.98	0.69	1.49
					每股净资产	5.26	6.06	6.55	7.19
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17	18	14	12
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	20	21	18	16

资料来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。