

**投资评级 优于大市 维持**

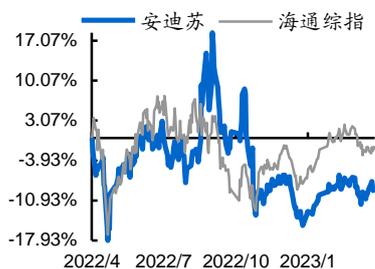
## 22年归母净利润同比下降15.29%，看好南京二期项目投产带来高成长

**股票数据**

04月03日收盘价(元)	8.95
52周股价波动(元)	7.90-11.75
总股本/流通A股(百万股)	2682/2682
总市值/流通市值(百万元)	24003/24003

**相关研究**

《21年实现归母净利润14.72元，同比上升8.88%，销售收入增长带动利润增长》  
 2022.04.01

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.4	0.9	6.6
相对涨幅(%)	-0.5	2.1	1.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@haitong.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

**投资要点:**

- **安迪苏公布2022年年度报告。**2022年公司实现营业收入145.29亿元，同比上升12.90%；实现归母净利润12.47亿元，同比下降15.29%。
- **2022年收入增长主要系南京液体蛋氨酸工厂二期项目顺利投产，以及特种产品业务持续增长，利润下降主要系受原材料价格、能源价格上涨影响。**1)分产品营业收入来看，功能性产品、特种产品、其他产品2022年营业收入同比分别增长14%、5%、38%至103.37、33.22、8.70亿元；2)分产品毛利率来看，功能性产品、特种产品、其他产品2022年毛利率同比分别减少7、2、15个百分点至23%、47%、5%；3)销售、管理(含研发)、财务费用率2022年同比变化-1.29pct、-0.19pct、1.04pct至8.01%、4.82%、1.17%，合计三项费用率下降0.44pct至14.00%。
- **公司新投产产能丰富，增强竞争实力与市场领先地位。**1)蛋氨酸业务方面，2022年9月15日，新增18万吨产能的南京液体蛋氨酸工厂二期项目(BANC2)成功开车并爬坡顺利。截至2022年末，南京生产平台的总产能已达到35万吨，成为全球规模最大，最具成本竞争力的液体蛋氨酸生产平台之一。2)安迪苏与恺勒司成立的合资公司恺迪苏，为中国和东南亚的水产养殖业开发创新斐康蛋白，也促使安迪苏成功进入具有较大发展潜力的替代蛋白新领域。恺迪苏重庆工厂是全球首个斐康®创新蛋白产品规模化生产单元项目，项目建设已于2022年底前完成。
- **创新型产品与外部并购支持特种产品板块持续高增长。**公司积极探索创新性产品，开发特种产品业务，作为公司的第二支柱。安迪苏于2022年12月宣布签署收购Nor-Feed，加快实施特种产品增长战略，尤其对于采用独特差异化的技术，以经济安全且可持续的方式提供解决方案方面有着重要的促进作用。该收购已于2023年2月23日完成，这一新产品系列而带来的协同效益将在2023年及以后逐渐展现。整合后的纽葛迪和FRAmelco在产品组合、动物品类以及目标市场等各方面均与公司具有互补性，市场、产品和运营方面的协同效应随之发展。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计2023-2025年公司EPS分别为0.56、0.62、0.69元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理的估值区间为2023年18-20倍PE，对应合理价值区间为10.08-11.20元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**在建产能投放进度不达预期，蛋氨酸、维生素等产品价格波动、原材料价格波动。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12869	14529	15462	16407	17716
(+/-)YoY(%)	8.0%	12.9%	6.4%	6.1%	8.0%
净利润(百万元)	1472	1247	1511	1662	1843
(+/-)YoY(%)	8.9%	-15.3%	21.2%	10.0%	10.8%
全面摊薄EPS(元)	0.55	0.46	0.56	0.62	0.69
毛利率(%)	34.1%	27.5%	26.5%	26.7%	26.9%
净资产收益率(%)	10.4%	8.3%	9.2%	9.2%	9.2%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利假设:**

- 1) 主要产品价格假设: a. 蛋氨酸: 我们预计蛋氨酸 2023-2025 年价格均为 1.71 万元/吨; b. 维生素: 我们预计维生素 2023-2025 年价格均为 13.00 万元/吨。
- 2) 主要产品销量假设: a. 蛋氨酸: 根据 2022 年年报, 新增 18 万吨产能的南京液体蛋氨酸工厂二期项目 (BANC2) 已于 2022 年 9 月 15 日成功投产并爬坡顺利。据此我们预计蛋氨酸 2023-2025 年销量分别为 59.50、60.90、62.30 万吨; b. 维生素: 我们预计维生素 2023-2025 年销量分别为 3588、3588、3680 吨。

**表 1 安迪苏分业务盈利预测**

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	14529.02	15462.41	16406.69	17715.66
总成本 (百万元)	10531.75	11368.37	12029.18	12953.96
总毛利 (百万元)	3997.27	4094.04	4377.51	4761.71
总毛利率	27.51%	26.48%	26.68%	26.88%
<b>功能性产品</b>				
收入 (百万元)	10336.74	10676.82	10916.22	11180.96
成本 (百万元)	7942.51	8413.31	8574.93	8782.97
毛利 (百万元)	2394.24	2263.51	2341.29	2397.99
毛利率	23.16%	21.20%	21.45%	21.45%
<b>特种产品</b>				
收入 (百万元)	3321.81	3653.99	4019.38	4622.29
成本 (百万元)	1763.02	1936.61	2130.27	2449.82
毛利 (百万元)	1558.79	1717.37	1889.11	2172.48
毛利率	46.93%	47.00%	47.00%	47.00%
<b>其他产品</b>				
收入 (百万元)	870.46	1131.60	1471.09	1912.41
成本 (百万元)	826.22	1018.44	1323.98	1721.17
毛利 (百万元)	44.24	113.16	147.11	191.24
毛利率	5.08%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: WIND, 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 安迪苏可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
新和成	002001.SZ	18.01	1.68	1.32	1.62	10.72	13.69	11.12
生物股份	600201.SH	11.97	0.34	0.27	0.42	35.21	44.33	28.50
平均值			1.01	0.79	1.02	22.96	29.01	19.81

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 3 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>14529</b>	<b>15462</b>	<b>16407</b>	<b>17716</b>
每股收益	0.46	0.56	0.62	0.69	营业成本	10532	11368	12029	12954
每股净资产	5.57	6.13	6.75	7.44	毛利率%	27.5%	26.5%	26.7%	26.9%
每股经营现金流	0.64	0.86	0.92	0.98	营业税金及附加	45	46	49	53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1163	1237	1313	1417
P/E	19.25	15.88	14.44	13.03	营业费用率%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
P/B	1.61	1.46	1.33	1.20	管理费用	700	618	656	709
P/S	1.65	1.55	1.46	1.35	管理费用率%	4.8%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	7.94	8.58	7.69	6.85	EBIT	1652	1852	1995	2189
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	169	24	-19	-47
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.2%	0.2%	-0.1%	-0.3%
毛利率	27.5%	26.5%	26.7%	26.9%	资产减值损失	-93	0	0	0
净利润率	8.6%	9.8%	10.1%	10.4%	投资收益	-10	0	0	0
净资产收益率	8.3%	9.2%	9.2%	9.2%	<b>营业利润</b>	<b>1503</b>	<b>1828</b>	<b>2015</b>	<b>2237</b>
资产回报率	5.8%	7.0%	7.2%	7.4%	营业外收支	38	35	35	35
投资回报率	7.8%	8.7%	8.7%	8.7%	<b>利润总额</b>	<b>1541</b>	<b>1863</b>	<b>2050</b>	<b>2272</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2976	2761	2954	3219
营业收入增长率	12.9%	6.4%	6.1%	8.0%	所得税	291	352	387	429
EBIT 增长率	-23.3%	12.1%	7.7%	9.7%	有效所得税率%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
净利润增长率	-15.3%	21.2%	10.0%	10.8%	少数股东损益	3	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1247</b>	<b>1511</b>	<b>1662</b>	<b>1843</b>
资产负债率	29.9%	23.4%	21.2%	20.2%					
流动比率	1.60	1.99	2.31	2.44	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.77	0.94	1.26	1.34	货币资金	796	1069	1748	2319
现金比率	0.21	0.32	0.53	0.65	应收账款及应收票据	1966	2071	2213	2413
<b>经营效率指标</b>					存货	2371	2681	2665	3092
应收账款周转天数	47.66	47.00	47.00	47.00	其它流动资产	968	807	992	838
存货周转天数	75.27	80.00	80.00	80.00	流动资产合计	6102	6629	7617	8662
总资产周转率	0.69	0.72	0.74	0.74	长期股权投资	276	276	276	276
固定资产周转率	1.83	1.75	1.95	2.14	固定资产	9158	8554	8259	8293
					在建工程	517	712	1548	2484
					无形资产	2065	2065	2065	2065
					非流动资产合计	15242	14852	15393	16363
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>21343</b>	<b>21481</b>	<b>23011</b>	<b>25026</b>
净利润	1247	1511	1662	1843	短期借款	850	250	50	50
少数股东损益	3	0	0	0	应付票据及应付账款	1537	1621	1721	1878
非现金支出	1421	909	959	1030	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	108	13	-22	-30	其它流动负债	1421	1464	1532	1626
营运资金变动	-1050	-128	-142	-221	流动负债合计	3808	3335	3302	3554
<b>经营活动现金流</b>	<b>1729</b>	<b>2306</b>	<b>2457</b>	<b>2621</b>	长期借款	844	44	44	44
资产	-1531	-465	-1465	-1965	其它长期负债	1739	1639	1539	1459
投资	-24	0	0	0	非流动负债合计	2582	1682	1582	1502
其他	-246	-20	0	0	<b>负债总计</b>	<b>6391</b>	<b>5017</b>	<b>4884</b>	<b>5057</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1801</b>	<b>-485</b>	<b>-1465</b>	<b>-1965</b>	实收资本	2682	2682	2682	2682
债权募资	1010	-1500	-300	-80	归属于母公司所有者权益	14934	16445	18107	19950
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	19	19	19	19
其他	-2173	-48	-13	-5	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>21343</b>	<b>21481</b>	<b>23011</b>	<b>25026</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1164</b>	<b>-1548</b>	<b>-313</b>	<b>-85</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1318</b>	<b>273</b>	<b>679</b>	<b>571</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
孙维容 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。