

# 成本上涨，业绩承压； 产能扩张，双支柱稳步发展

## 核心观点：

2022 年公司欧洲工厂受能源价格上涨影响，蛋氨酸、维生素 A 成本和开工有所承压，随着能源价格回落，盈利有望边际改善。同时公司南京第二工厂顺利投产，进一步增强公司成本优势，巩固液体蛋氨酸龙头地位，目前产能爬坡顺利。此外，公司第二支柱持续推进，收入稳步提升，盈利稳定，反刍动物产品、营养促进健康业务等产品销售增长强劲。展望未来，功能性产品盈利有望边际改善，特品成长值得期待。

## 事件

### 公司发布 2022 年年报

2022 年，公司实现营收 145.29 亿元，同比增长 12.90%，实现归母净利润 12.47 亿元，同比减少 15.29%。Q1、Q2、Q3、Q4 营收分别为 34.57、37.38、36.05、37.29 亿元，同比分别+15.50%、25.22%、+7.15%、+5.76%，归母净利润分别为 4.27、4.42、2.74、1.03 亿元，同比分别+16.35%、-1.56%、-36.85%、-53.39%。

## 简评

### 成本影响，业绩承压，特品稳步增长

蛋氨酸价格方面，据百川，2022 年固体蛋氨酸均价为 20.70 元/kg，同比-0.16%，液蛋均价为 16.25 元/kg，同比-3.13%，整体价格平稳。成本方面，2022 年公司主要原材料丙烯 95%、甲醇、硫磺价格同比分别+16%、+8%、54%，主要能源天然气、电力价格同比分别+87%、+101%。在地缘政治冲突及欧洲能源危机等因素影响下，下半年蛋氨酸需求疲软，但得益于中国和中东、非洲地区实现双位数的销量增长，公司固体和液体蛋氨酸产品均实现双位数增长。维生素方面，维生素 A 市场需求缩减，销售价格持续承压，公司暂时调整维生素 A 产量，以提升成本竞争力，改善营运资金水平。2022 年公司功能性产品收入 103.37 亿元，同比增长 14%，受成本上涨影响，毛利率为 23%，同比下降 7pct。

特品业务方面，2022 年实现收入 33.22 亿元，同比增长 5%，毛利率为 47%，同比下降 2pct。主要系所有动物品类产品销售均取得稳定增长，同时公司积极主动开展价格管理和产品组合优化，盈利稳定，收入提升。

2022 年受成本上涨及功能性产品景气下滑影响，整体盈利有所承压，毛利率为 28%，同比下降 6.15pct，归母净利润为 12.47 亿元，同比下降 15.29%。

## 安迪苏(600299)

维持

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：s1440518030004

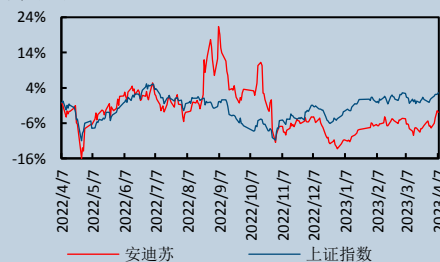
发布日期：2023 年 04 月 07 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
1.87/1.71	8.71/3.32	-5.23/-6.57	
12 月最高/最低价 (元)			11.75/7.9
总股本 (万股)			268,190.13
流通 A 股 (万股)			268,190.13
总市值 (亿元)			247.81
流通市值 (亿元)			247.81
近 3 月日均成交量 (万股)			503.93
主要股东			
中国蓝星(集团)股份有限公司			63.74%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 23.03.10 【中信建投化工及能源开采】安迪苏(600299):成本上涨，业绩承压，第二支柱稳步发展
- 21.08.02 【中信建投化工】安迪苏(600299):上半年业绩稳定增长，新增产能稳步推进

### 蛋氨酸：需求稳步增长，公司南京工厂顺利投产，龙头地位进一步稳固

蛋氨酸是公司两大功能性产品之一。受人口增长、发展中国家经济水平提高、现代化禽畜养殖业不断发展等因素影响，包括中国在内的亚太地区蛋氨酸需求高速增长，全球蛋氨酸需求以 5%-6% 的增速稳步，目前需求已达 160 万吨。供给端，全球蛋氨酸市场产能高度集中，主要厂商包括赢创、安迪苏、诺伟司、住友等。公司在欧洲、国内产能持续扩张，2021 年第三季度以来，欧洲产能增加 8 万吨。2022 年 9 月，公司南京工厂二期 18 万吨顺利投产，国内产能增至 35 万吨，在欧洲能源价格高位背景下，国内工厂生产具备明显成本优势，随着公司国内产能的逐步释放，盈利、市占率有望进一步提升。

### 特种产品：特种产品发展迅速，长期空间可期

特种产品包括反刍动物专用的过瘤胃包被蛋氨酸、提升消化性能产品（酶制剂）、提升动物健康水平类产品（益生菌、短中链脂肪酸、植物提取物和有机硒）、适口性产品、霉菌毒素管理产品、适用于单胃动物的饲料保鲜类产品、水产产品添加剂及创新替代蛋白类产品等。基于强大的研发实力，公司不断推出新的产品，特种产品所提供的高附加值备受客户认可。2022 年，公司反刍动物产品销售增长强劲，四季度更是创下单季销售记录，主要系全球所有主要市场的销售增长，以及新产品斯特敏 ML 和 RumenSmart 渗透率的持续提升；营养促健康业务（喜利硒、安泰来）、消化性能产品（罗酶宝）和霉菌毒素类产品的销售增长拉动单胃动物产品业务销售表现优异；水产品业务在全球各市场持续增长，受益于 FRAmelco 并购，水产消化产品线（特别是 Aqualyso）销售获得大幅增长。展望未来，公司的全球首个斐康®创新蛋白产品规模化生产单元恺迪苏重庆工厂项目建造工程于 2022 年完工，并与下游已签署首份斐康®创新蛋白产品战略合作协议，随着未来产能的释放和其他单品的推进，特种产品成长可期。据公司 2021 年年报，公司特品规划 2025 年达到 60 亿元收入。

**盈利预测与估值：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.91、17.13、19.49 亿元，EPS 分别为 0.56、0.64、0.73 元，对应当前股价 PE 分别为 16.7X、14.5X、12.8X。维持“增持”评级。

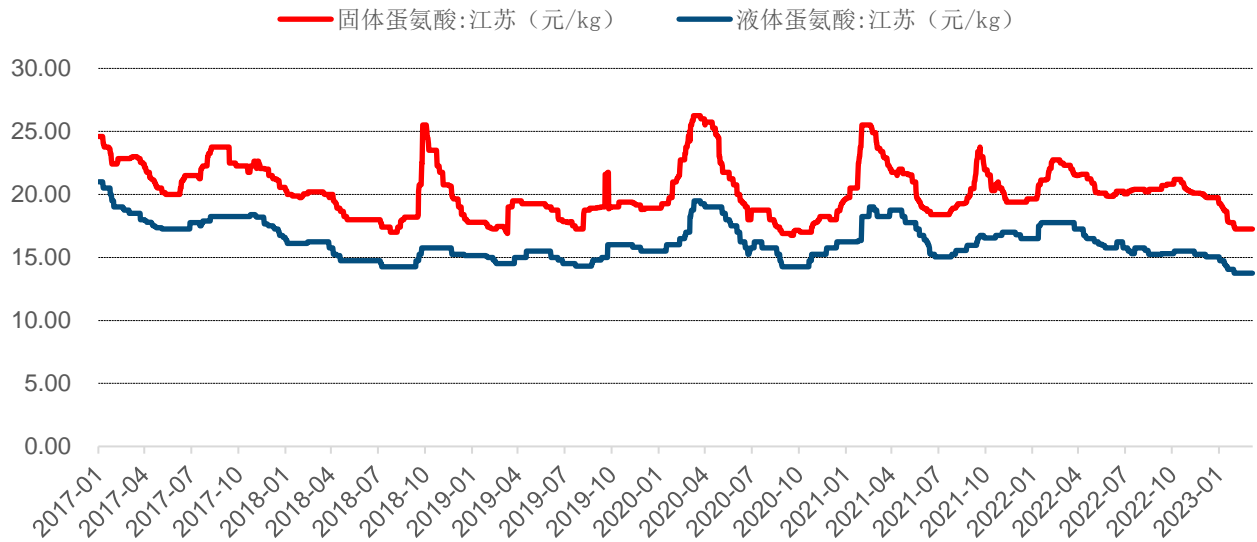
**风险提示：**宏观经济波动（作为国际化企业，公司向全球逾 110 多个国家或地区约 3900 名客户提供产品和服务。经营业绩、财务状况和发展前景在很大程度上将受全球宏观经济影响）；原材料波动（公司使用的主要原材料包括丙烯、硫、甲醇、氨及天然气，公司原料价格随政策或市场波动，将导致公司产品成本波动，若产品销售价格未发生同步波动，将导致公司业绩波动）；竞争加剧（公司面临的竞争对手主要是具有雄厚财力的大型知名公司，在区域市场或本地市场也面临着来自其他许多企业包括新入行企业的竞争）；特品发展不及预期（作为公司发展的第二支柱，产品推广与应用存在一定不确定性，若规划不及预期，将影响公司未来的成长性）

**图表1： 预测和比率**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,868.68	14,529.02	14,645.57	16,149.24	17,741.14
YoY (%)	8.05	12.90	0.80	10.27	9.86
净利润(百万元)	1,471.65	1,246.68	1,490.76	1,713.37	1,948.90
YoY (%)	8.88	-15.29	19.58	14.93	13.75
ROE (%)	10.44	8.35	9.27	9.84	10.30
EPS(摊薄/元)	0.55	0.46	0.56	0.64	0.73
P/E(倍)	16.93	19.98	16.71	14.54	12.78
P/B(倍)	1.77	1.67	1.55	1.43	1.32

资料来源: Wind, 中信建投

图表2： 2017 年至今蛋氨酸价格（元/kg）



资料来源：百川资讯，中信建投

图表3： 2017 年至今维生素价格（元/kg）



资料来源：百川资讯，中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk