

证券研究报告

公司研究——事项点评

安迪苏（600299.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2019.10.24

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号：S1500517050001

联系电话：+86 10 83326847

邮箱：

zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 研究助理

联系电话：+86 10 83326848

邮箱：hongyingdong@cindasc.com

相关研究

《安迪苏（600299）营收净利润实现双增长，液体蛋氨酸凸显竞争优势》2019.10

《安迪苏（600299）毛利率小幅回升，净利润环比增加 37%》2019.04

《安迪苏（600299）蛋氨酸价格如期反弹，赢创调涨全球蛋氨酸售价 7%》2019.04

《安迪苏（600299）商务部对进口蛋氨酸进行反倾销立案调查，蛋氨酸价格近期或将反弹》2019.04

《安迪苏（600299）控股股东拟发行可转债，股权结构或将得到优化》2019.03

《安迪苏（600299）销售额逆势增长，盈利能力有所下滑》2019.02

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

2020 饲料抗生素全面禁用，抗生素替代品爆发在即！

2019 年 12 月 20 日

事件：根据农业农村部 194 号公告，自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种。自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。此前已生产的商品饲料可流通使用至 2020 年 12 月 31 日。

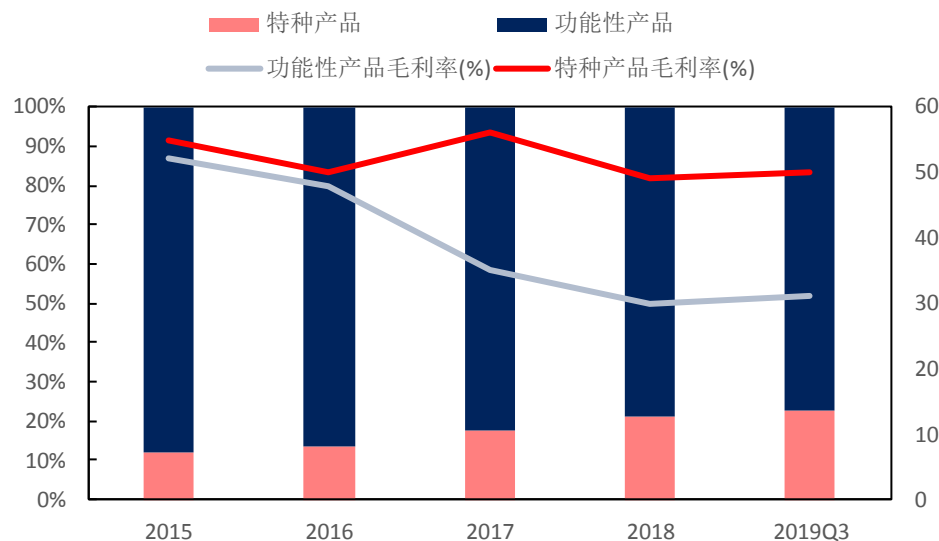
点评：

➤ **抗生素滥用问题突出，抗生素禁用步伐加快！**根据农业农村部 194 号文件，自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至 2020 年 6 月 30 日。自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。此前已生产的商品饲料可流通使用至 2020 年 12 月 31 日。我国是全球使用抗生素最多的国家之一，近年来抗生素使用向“兽用”倾斜明显，抗生素滥用可能带来耐药菌、致畸、致癌等严重后果。根据农业农村部 2638 号公告，2019 年 5 月 1 日起，我国已停止经营、使用喹乙醇、氨苯胂酸、洛克沙肿等 3 种兽药的原料药及各种制剂，自 2015 年以来，原农业部在 3 年间禁止了 8 种兽用抗生素用于食品动物，禁止了 1 种兽用抗生素用于动物促生长。而根据 194 号文件，2020 年 1 月 1 日起，剩余 11 个兽用抗生素产品也将全部退出，抗生素禁用步伐明显加快！

➤ **抗生素替代，酶制剂和添加剂双管齐下！**饲料中添加的抗生素，其主要作用有两点：1.抗菌、保健，提高存活率；2.促生长、增产量、提高饲料转换效率。从其作用机制来看，抗生素主要通过三种机制来实现保健和促生长的目的。第一，调整肠道微生物，一方面直接抑制或杀灭病原微生物，防治疾病；另一方面，抑制肠道微生物对营养物质的利用；第二，促进营养物质吸收，某些抗生素可使动物的肠壁明显变薄，增加肠道粘膜的通透性，提高饲料的利用率；第三，抗生素多数具有免疫抑制作用，动物机体在免疫反应过程中会降低动物的采食量、增加机体的维持需要，抗生素通过对免疫进行抑制从而促进动物生长。因此开发抗生素替代产品，也主要以对微生物进行控制为主。目前抗生素的替代物主要分为三大类，第一类为益生菌及其营养物质，通过益生菌的竞争性排斥病原菌；第二类为针对病原菌粘附的阻断剂或者抑杀物质，第三类就是增强宿主免疫功能的物质，但是激活宿主免疫功能不宜过强，否则会导致消耗过大。酶制剂被西方科学家认为是替代抗生素比较理想的物质。值得注意的是，在使用一些抗生素替代物的时候，需要和微量元素、功能性氨基酸等配套使用，从而强化其作用！

- **安迪苏：酶制剂龙头持续开发新产品！**作为全球饲料添加剂蛋氨酸和维生素 A 的龙头企业，安迪苏近年来持续加大投入，开发动物营养特种产品，公司特种营养产品主要包括：酶制剂、过瘤胃保护性氨基酸、有机硒、肠道健康产品（益生菌等）。其中，酶制剂和肠道健康产品均为抗生素理想的替代产品方案。在酶制剂方面，安迪苏于 2015 年推出罗酶宝 Advance，该产品成为非淀粉多糖酶领域的领导品牌。饲料级酶制剂分为非淀粉多糖酶和植酸酶两类，2019 年，安迪苏正式推出罗酶宝 Advance Phy，该产品为同时含有上述两类酶制剂产品的创新复合型产品，将根据各个国家和地区监管审批的进度，逐步推向市场，具有显著的增长潜力！在肠道健康产品方面，安迪苏与诺维信共同开发的益生菌产品安泰来，是家禽抗生素生长促进剂的有效替代品。该产品对魏氏梭菌、大肠杆菌、沙门氏菌等常见细菌都有明显的抑制作用，能够保护动物的肠道健康；同时，安泰来能够显著促进畜禽生产性能，对畜禽的日增重、料重比等都有改善作用！
- **特种产品业务逐步提高，毛利率显著优于一般添加剂！**根据安迪苏最新 2019 年三季报，2019 年前三季度，安迪苏特种产品收入达到 1771 万元，同比增加 6%，占主营业务收入的比例达到 21%，较 2015 年的 9.1%提高了 11.9 个百分点。而从特种产品的毛利率来看，特种产品毛利率整体保持在 50%左右，显著高于功能性产品 30%的毛利率！根据《科技日报》报道，目前，我国市场上大约有不到 30%的饲料不含抗生素。随着 2020 年 1 月 1 日起，中国在饲料中全面禁用抗生素，抗生素替代产品增长空间巨大！

图表 1 安迪苏功能性产品和特种产品收入占比和毛利率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别达到 128.8 亿元、152.4 亿元和 179.1 亿元，同比增长 12.79%、18.35%和 17.5%，归母净利润分别达到 10.46 亿元、13.8 亿元和 17.2 亿元，同比增长 12.95%、31.94%和 24.98%，以当前股份计算的摊薄 EPS 分别达到 0.39 元、0.51 元和 0.64 元，对应 2019 年 12 月 19 日收盘价（10.61 元/股）的动态 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：** 抗生素退出不及预期的风险；养殖业持续低迷或禽类疫情爆发导致蛋氨酸需求不及预期；VA 原材料供应不足影响公司 VA 业绩；蛋氨酸与酶制剂新产品市场开拓不及预期；蛋氨酸价格反弹幅度不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	10,397.82	11,417.98	12,877.89	15,241.18	17,908.38
增长率 YoY %	-2.72%	9.81%	12.79%	18.35%	17.50%
归属母公司净利润(百万元)	1,323.32	926.13	1,046.03	1,377.89	1,722.68
增长率 YoY%	-29.06%	-30.01%	12.95%	31.73%	25.02%
毛利率%	38.92%	34.89%	33.12%	35.08%	35.98%
净资产收益率 ROE%	10.49%	6.92%	7.60%	9.44%	10.67%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.35	0.39	0.51	0.64
市盈率 P/E(倍)	22	31	27	21	17
市净率 P/B(倍)	2.16	2.09	2.05	1.86	1.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 12 月 19 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,164.25	9,385.18	9,753.19	11,248.14	13,062.26
货币资金	7,659.51	5,282.34	5,150.75	5,990.02	7,034.03
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,400.22	1,655.20	1,866.83	2,209.43	2,596.07
预付账款	60.19	46.70	54.10	62.15	72.02
存货	1,600.50	1,769.19	2,049.75	2,354.79	2,728.39
其他	443.83	631.75	631.75	631.75	631.75
非流动资产	10,164.83	12,068.18	12,512.75	13,075.88	13,824.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	6,348.95	6,346.72	7,162.73	8,285.55	8,785.74
无形资产	1,781.19	2,277.38	2,312.50	2,417.51	2,611.66
其他	2,034.69	3,444.08	3,037.52	2,372.82	2,426.81
资产总计	21,329.08	21,453.36	22,265.94	24,324.02	26,886.48
流动负债	2,799.92	2,556.52	2,736.24	2,985.62	3,286.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,219.26	1,225.67	1,378.01	1,583.08	1,834.25
其他	1,580.67	1,330.85	1,358.22	1,402.53	1,452.54
非流动负债	1,272.08	1,498.47	1,498.47	1,498.47	1,498.47
长期借款	12.53	30.59	30.59	30.59	30.59
其他	1,259.55	1,467.87	1,467.87	1,467.87	1,467.87
负债合计	4,072.01	4,054.99	4,234.70	4,484.09	4,785.26
少数股东权益	4,092.79	3,795.95	4,122.99	4,553.79	5,092.39
归属母公司股东权益	13,164.28	13,602.42	13,908.24	15,286.14	17,008.82
负债和股东权益	21,329.08	21,453.36	22,265.94	24,324.02	26,886.48

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,397.82	11,417.98	12,877.89	15,241.18	17,908.38
同比(%)	-2.72%	9.81%	12.79%	18.35%	17.50%
归属母公司净利润	1,323.32	926.13	1,046.03	1,377.89	1,722.68
同比(%)	-29.06%	-30.01%	12.95%	31.73%	25.02%
毛利率(%)	38.92%	34.89%	33.12%	35.08%	35.98%
ROE%	10.49%	6.92%	7.60%	9.44%	10.67%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.35	0.39	0.51	0.64
P/E	22	31	27	21	17
P/B	2.16	2.09	2.05	1.86	1.67
EV/EBITDA	8.83	11.12	9.43	7.80	6.47

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,397.82	11,417.98	12,877.89	15,241.18	17,908.38
营业成本	6,350.76	7,433.75	8,612.59	9,894.28	11,464.08
营业税金及附加	102.06	87.17	114.61	135.65	159.38
销售费用	1,005.42	1,214.49	1,307.50	1,547.45	1,818.26
管理费用	721.03	662.06	746.92	914.47	1,074.50
研发费用	0.00	298.11	257.56	304.82	358.17
财务费用	-57.06	-44.37	59.93	-38.95	-40.77
减值损失合计	-14.16	20.18	2.45	2.77	12.52
投资净收益	0.00	-5.39	-1.65	-2.35	-3.13
其他	90.38	-74.18	133.30	33.30	83.30
营业利润	2,380.16	1,667.01	1,907.98	2,511.65	3,142.41
营业外收支	7.04	9.78	4.87	8.09	7.84
利润总额	2,387.20	1,676.80	1,912.85	2,519.73	3,150.24
所得税	711.12	461.11	539.78	711.04	888.96
净利润	1,676.09	1,215.69	1,373.07	1,808.70	2,261.28
少数股东损益	352.77	289.56	327.04	430.80	538.60
归属母公司净利润	1,323.32	926.13	1,046.03	1,377.89	1,722.68
EBITDA	3,232.69	2,574.61	3,035.32	3,667.95	4,425.07
EPS(当年)(元)	0.49	0.35	0.39	0.51	0.64

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,513.09	1,441.70	2,180.49	2,554.00	3,068.67
净利润	1,676.09	1,215.69	1,373.07	1,808.70	2,261.28
折旧摊销	812.41	946.70	1,017.28	1,141.01	1,266.63
财务费用	33.07	-48.88	105.19	7.21	8.20
投资损失	0.00	5.39	1.65	2.35	3.13
营运资金变动	117.80	-859.39	-322.33	-409.06	-481.46
其它	-126.28	182.19	5.63	3.81	10.89
投资活动现金流	-900.55	-2,384.36	-1,466.68	-1,707.52	-2,016.46
资本支出	-965.83	-1,261.77	-1,465.03	-1,705.17	-2,013.33
长期投资	69.18	-1,111.34	-1.65	-2.35	-3.13
其他	-3.89	-11.26	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-880.07	-1,373.47	-749.40	-7.21	-8.20
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-13.07	-87.06	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	867.00	769.21	749.40	7.21	8.20
现金流净增加额	978.21	-2,377.17	-131.59	839.27	1,044.01

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。