



2020-04-24

公司点评报告

增持/首次

安迪苏 (600299)

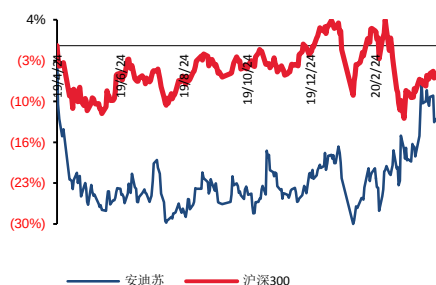
目标价: 14

昨收盘: 12.26

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

蛋氨酸维生素量价齐升，二季度业绩增长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,682/2,682
总市值/流通(百万元)	32,880/32,880
12 个月最高/最低(元)	14.40/9.78

相关研究报告:

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

事件: 公司发布 2020 年一季报, 报告期实现营业收入 28.52 亿元, 同比+4.37%、环比+1.04%; 归母净利润 2.95 亿元, 同比-0.41%、环比+63.22%。

主要观点:

1. 产品需求旺盛，一季度业绩平稳，二季度增长可期

公司专注于动物营养饲料添加剂行业, 是动物营养与健康行业的全球领军企业, 拥有超过 80 年研发、生产和销售的经验。主要业务为功能性产品 (包括蛋氨酸、维生素、硫酸铵和硫酸钠产品)、特种产品 (包括消化性能类产品-酶制剂、反刍动物添加剂-过瘤胃保护性蛋氨酸、营养健康类产品-有机硒、益生菌等、饲料保鲜类产品、霉菌毒素管理产品、适口性产品和水产产品添加剂等) 和其它产品 (包括二硫化碳、硫酸、制剂服务等) 的生产和销售。公司在全球有六大生产基地, 分别位于法国 (四个)、西班牙和中国南京, 其中现有蛋氨酸产能 49 万吨/年 (全球第二), 维生素 A 产能 4000 吨/年, 同时在南京工厂新增液体蛋氨酸产能 18 万吨/年, 预计 2022 年投产。2020 年一季度, 公司实现营业收入 28.52 亿元, 同比增长 4.37%; 毛利润 10.99 亿元, 同比增长 10%, 主要由于 (1) 产品销量提升。功能性产品液体蛋氨酸销量+13% (亚洲增长 30% 和拉丁美洲市场增长 22%), 维生素 A 销量大增。特种产品销量+26% (比如酶制剂增长 20%, 反刍动物产品销量增长 44%)。 (2) 毛利率同比增长 2 个百分点至 38.54%, 主要由于原料丙烯价格同比-10%, 硫同比-23%, 甲醇同比-5%。财务费用 (汇兑) 和销售费用的增加拖累了部分业绩。

根据博亚和讯数据, 蛋氨酸 4 月 23 日最新价格为 27.3 元/千克, 2020 年第一季度均价为 20.7 元/千克, 同比+15%。维生素 A 最新价格为 535 元/千克, 2020 年第一季度均价为 367 元/千克。考虑蛋氨酸、VA 价格的环比提升, 由于公司各项业务中很大一部分的合同是按季度定价的, 我们认为 Q1 还未充分体现涨价收益。同时, 法国工厂不可抗力 2 月底解除, 固体蛋氨酸业务恢复, 预计公司二季度环比改善。

2. 继续推进双支柱战略，特种业务发展迅速

公司继续保持在功能性产品, 特别是蛋氨酸市场的领先地位, 并持续不断的推出创新解决方案来加速特种产品业务。高利润率的特种

产品对公司整体毛利的贡献占比达到 34%（2019 年一季度的占比为 29%）。2020 年一季度，特种产品业务收入和毛利分别同比增长 26% 和 28%，毛利率提升至 53%。主要归功于消化性能产品（酶制剂）增长 20%，并创下单季销售记录；美国奶业危机结束，反刍动物产品销售强劲反弹，增长 44%（但新冠疫情对该业务在未来数月的影响目前还无法准确评估）；营养健康产品系列销售增长 23%；水产业务在淡季仍然取得增长 12%。另外，公司与恺勒司于 3 月初共建合资公司，进入规模约为 280 亿美元的亚洲水产市场。第一座年产能 2 万吨的工厂预计将于 2022 年投产，创新产品阜康蛋白将首先进入中国市场。

3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.38 亿元、15.06 亿元、17.12 亿元，对应 EPS 0.54 元、0.56 元、0.64 元，PE 22.9、21.8、19.2 倍。考虑公司为动物营养与健康行业的全球领军企业，受益本轮蛋氨酸、维生素价格上涨，首次覆盖，给与“增持”评级。

风险提示：宏观经济下滑，蛋氨酸、VA 产品价格下滑，在建项目投产进度不及预期，非正常停产。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,135	12,610	13,477	14,917
(+/-%)	-2.5%	13.2%	6.9%	10.7%
净利润(百万元)	992	1,438	1,506	1,712
(+/-%)	7.2%	44.9%	4.7%	13.7%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.54	0.56	0.64
市盈率(PE)	33.1	22.9	21.8	19.2

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

表：盈利预测和财务指标

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,295	6,824	8,385	9,996	营业收入	11,135	12,610	13,477	14,917
应收票据	0	0	0	0	营业成本	7,357	7,743	8,318	9,106
应收账款	1,538	1,742	1,861	2,060	营业税金及附加	87	98	105	116
预付账款	61	64	69	75	销售费用	1,283	1,453	1,552	1,718
存货	1,678	1,766	1,898	2,077	管理费用	619	701	749	829
其他流动资产	392	392	392	392	研发费用	294	334	357	395
流动资产合计	8,964	10,787	12,604	14,600	财务费用	-64	-64	-68	-72
其他长期投资	63	63	63	63	资产减值损失	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	20	20	20	20
固定资产	7,379	7,376	7,487	7,706	投资收益	1	1	1	1
在建工程	613	674	741	815	营业利润	1,589	2,366	2,484	2,845
无形资产	2,155	2,155	2,155	2,155	营业外收入	235	235	235	235
其他非流动资产	1,872	1,872	1,872	1,872	营业外支出	91	91	91	91
非流动资产合计	12,081	12,139	12,317	12,610	利润总额	1,732	2,510	2,628	2,988
资产合计	21,045	22,926	24,921	27,210	所得税	474	688	720	819
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,257	1,822	1,908	2,169
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	265	384	402	457
应付账款	1,099	1,157	1,243	1,361	归属母公司净利润	992	1,438	1,506	1,712
预收款项	8	9	9	10	NOPLAT	1,086	1,656	1,739	1,998
其他应付款	403	403	403	403	EPS (摊薄)	0.37	0.54	0.56	0.64
一年内到期的非流动负债	161	161	161	161					
其他流动负债	805	805	805	805					
流动负债合计	2,476	2,535	2,621	2,740					
长期借款	26	27	27	28					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,000	1,000	1,000	1,000					
非流动负债合计	1,026	1,027	1,028	1,028					
负债合计	3,502	3,561	3,649	3,768					
归属母公司所有者权益	13,798	15,236	16,741	18,453					
少数股东权益	3,417	3,801	4,203	4,660					
所有者权益合计	17,215	19,037	20,944	23,114					
负债和股东权益	20,716	22,598	24,593	26,882					
现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元					会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	成长能力				
经营活动现金流	2,530	2,637	2,785	2,962	营业收入增长率	-2.5%	13.2%	6.9%	10.7%
现金收益	1,999	2,730	2,812	3,086	EBIT增长率	-13.2%	52.5%	5.0%	14.9%
存货影响	91	-88	-131	-180	归母公司净利润增长率	7.2%	44.9%	4.7%	13.7%
经营性应收影响	103	-207	-125	-206	获利能力				
经营性应付影响	-195	59	86	119	毛利率	33.9%	38.6%	38.3%	39.0%
其他影响	532	143	143	143	净利率	11.3%	14.4%	14.2%	14.5%
投资活动现金流	-969	-1,173	-1,293	-1,424	ROE	7.2%	9.4%	9.0%	9.3%
资本支出	-1,089	-1,195	-1,314	-1,446	ROIC	6.6%	9.1%	8.7%	9.0%
股权投资	1	1	1	1	偿债能力				
其他长期资产变化	119	20	20	20	资产负债率	16.9%	15.8%	14.8%	14.0%
融资活动现金流	-1,400	65	68	73	债务权益比	6.9%	6.2%	5.7%	5.1%
借款增加	21	1	1	1	流动比率	362.0%	425.6%	480.9%	532.9%
财务费用	64	64	68	72	速动比率	294.3%	355.9%	408.5%	457.1%
股东融资	-1,441	0	0	0	营运能力				
其他长期负债变化	-44	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
					应收账款周转天数	50	50	50	50
					应付账款周转天数	54	54	54	54
					存货周转天数	82	82	82	82
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.37	0.54	0.56	0.64
					每股经营现金流	0.94	0.98	1.04	1.10
					每股净资产	5.14	5.68	6.24	6.88
					估值比率				
					P/E	33.1	22.9	21.8	19.2
					P/B	2.4	2.2	2.0	1.8
					EV/EBITDA	13.8	10.0	9.6	8.7

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。