证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2021 年 03 月 31 日

液体蛋氨酸销量快速增长，特种产品业务持续爆发

安迪苏(600299)

事件概述：

公司公告 2020 年年报，全年营收 119 亿元，同比增长 7%；归母净利润 13.5 亿元，同比增长 36%；扣非净利润为 13.72 亿元，同比增长 53%。其中单四季度营收 30.3 亿元，同比增长 7.3%；归母净利润 2.54 亿元，同比增长 40.4%。

分析判断：

- **功能性产品：液体蛋氨酸销量同比增长 14%，维生素产品销量呈双位数增长。**

公司功能性产品主要包括蛋氨酸和维生素 A，该业务板块全年收入 85.23 亿元，同比增长 5%；受益于低油价，公司毛利率同比提升 5PCT 至 35%。蛋氨酸业务方面，参考 wind 报价，国内固蛋 2020 年平均价同增 10%至 2 万元/吨，公司液体蛋氨酸四季度销量较上年同期增长 14%，南京工厂（17 万吨液体蛋氨酸产能）四季度实现创纪录产量，公司设计产能 18 万吨的南京二期顺利推进，有望于 2022 年底试生产。维生素业务方面，VA 国内均价同增约 10%至 390 元/kg，公司维生素 A 和维生素 E 业务实现双位数销量增长。公司财报对 2020 年功能性产品业务收入增长的归因分析中提到，销量贡献了 4.5 亿元增长，价格变动造成了 6566 万元损失。其价格变动方向与产品市场价格方向的差异，我们认为是由公司液蛋销量占比提升导致（液蛋价格低于固蛋）。

- **特种产品：量价齐升，业务持续爆发。**

公司特种产品包括提升消化性能的酶制剂、过瘤胃包被蛋氨酸、水产添加剂、创新替代蛋白等，该业务板块全年收入 28.24 亿元，同比增长 16%；毛利率提升 1pct 至 50%。收入端增长主要来自于反刍动物产品增长 38%、水产业务增长 31%。公司与美国技术公司恺勒司成立的合资公司恺迪苏计划在中国建造单细胞蛋白工厂，预计于 2022 年稍晚时候投产，主要面向中国及东南亚的水产市场。

- **运营效益计划为公司缩减大量开支，在建工程大幅增长。**

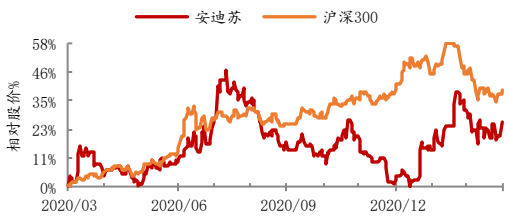
公司期间费用率为 20.2%，同比提升 1PCT，其中主要是财务费用同比提升了 1.8PCT，主要是利息收入减少及汇兑损失增加。公司推行的运营效益计划为公司节约了 3000 万欧元，控费显著，在建工程同比增长逾 10 亿元，预计为南京二期项目建设新增投资。

投资建议

蛋氨酸行业渐近扩产尾声，预计今明年仅新和成、和邦及公司的新增产能，当前行业处于合理利润率，未来公司该业务有望产能投放而增长。此外，特种产品业务持续高速增长。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 133/145/178 亿元，增速分别为 12%/8.5%/23%，归母净利润分别为 14.2/16.5/19.6 亿元，增速分别为 5%/16.6%/18.4%，对应 EPS 分别为 0.53/0.62/0.73

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	13.98
股票代码：	600299
52 周最高价/最低价：	16.8/10.99
总市值(亿)	374.93
自由流通市值(亿)	374.93
自由流通股数(百万)	2,681.90



分析师：杨伟
邮箱：yangwei2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100007

研究助理：陈凯茜
邮箱：chenkq1@hx168.com.cn

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

元，目前股价对应 PE 分别为 26/23/19 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

蛋氨酸需求不及预期，特种业务推广不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,135	11,910	13,335	14,465	17,796
YoY（%）	-2.5%	7.0%	12.0%	8.5%	23.0%
归母净利润(百万元)	992	1,352	1,418	1,653	1,958
YoY（%）	7.2%	36.2%	4.9%	16.6%	18.4%
毛利率（%）	33.9%	37.9%	37.2%	36.9%	36.6%
每股收益（元）	0.37	0.50	0.53	0.62	0.73
ROE	7.2%	9.7%	9.2%	9.6%	10.1%
市盈率	37.78	27.74	26.44	22.68	19.15

资料来源：公司公告，华西证券研究所

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

正文目录

1. 全球领军企业，贯彻坚持可持续发展理念 ..... 错误!未定义书签。
2. 盈利预测及投资建议 ..... 错误!未定义书签。
3. 风险提示 ..... 错误!未定义书签。

图表目录

图 1 股权结构图 4
图 2 蛋氨酸市场价格为 24000 元/吨以上（元/吨） 5
图 3 维生素 A 价格处于历史低位（元/千克） 5

表 1 可比公司估值比对表 5

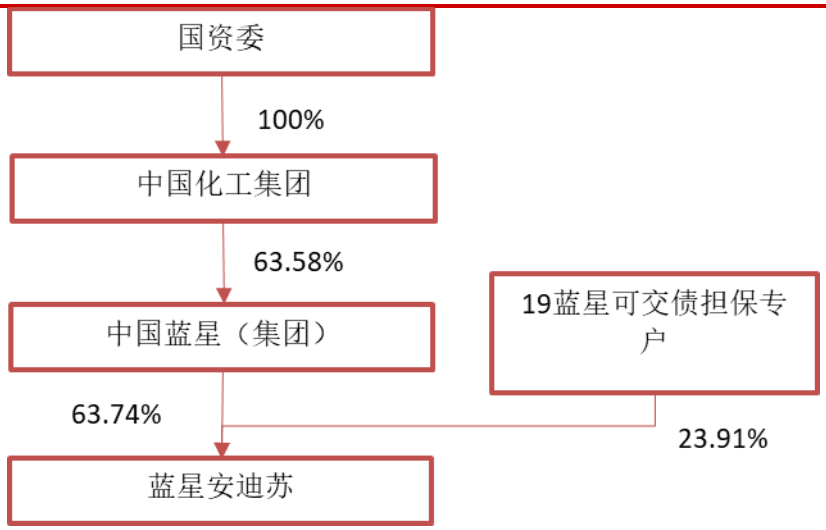
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

1. 全球领军企业，贯彻坚持可持续发展理念

安迪苏集团创立于 1939 年，2015 年通过与蓝星新材资产重组在 A 股上市。全球领军企业，专业研发、生产以及销售动物营养饲料添加剂。公司拥有多年的生产和研发经验，并在全球各地设有分支机构，主要分布在欧洲，美国，新加坡和中国。企业始终以“构筑可持续发展的社会”的理念为使命，不断为世界提供健康、安全、高性价比和高质量的食品。主要产品包括蛋氨酸、维生素、酶制剂等动物营养添加剂。此外安迪苏集团拥有强大的技术专家团队，为全球 140 多个国家超过 2,500 名客户提供成品分析、添加剂应用技术及饲料配方等方面的专业意见。

公司第一大股东中国蓝星集团持有公司 63.74%，实际控制人为国资委，通过中国化工集团间接持有公司 40.5%的股权。此外，蓝星可交债担保专户持有公司 23.91%股权，报告期内减持了 3879 万股。

图 1　股权结构图

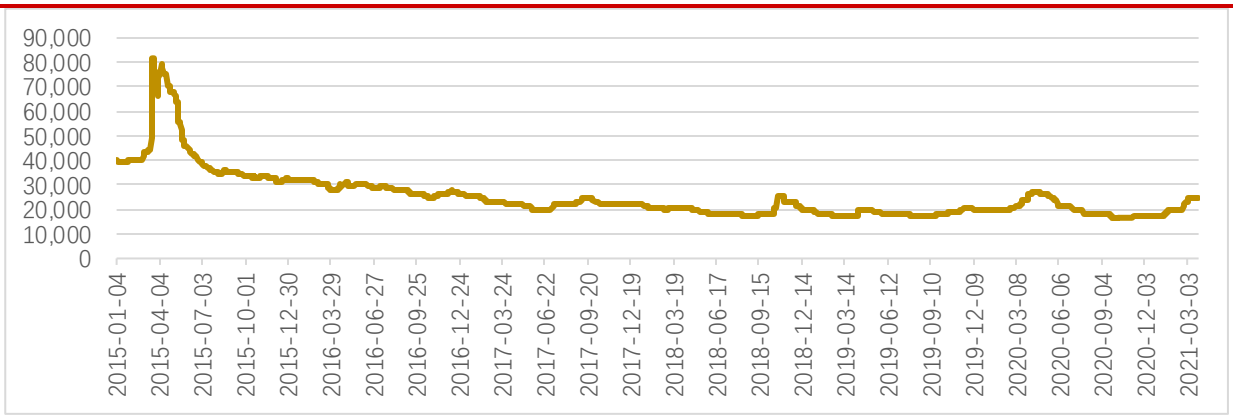


资料来源：公司公告，华西证券研究所

回顾公司历史业绩，功能性产品当前仍是公司主要的业绩来源，其中以蛋氨酸和维生素为主要贡献利润的产品。2017-2018 年由于行业新产能的兴起及家禽养殖业的不景气，导致蛋氨酸价格持续下跌。而原材料的价格上涨，使得功能性产品业绩在 2018 年初期下滑并低于预期。随着中美贸易战的持续升级，推动了国内大豆价格，行业格局大幅改善，蛋氨酸消费量自此之后不断稳步提升。2019 年，安迪苏集团正式将罗酶宝 Advance Phy 推入市场，其出色的使用效果，使得特种产品的业务发展迅速，成为了公司发展的第二业务支柱。2020 年，受新肺炎冠疫情影响，全球经济放缓，贸易壁垒上升，产品需求受到了一定影响，导致了仅达 3%-4%的年度增长。在 2020 年年底和 2021 年年初公司业绩出现反弹。特种产品近几年一直呈现爆发式增长，未来有望在公司业绩贡献中比重提升。

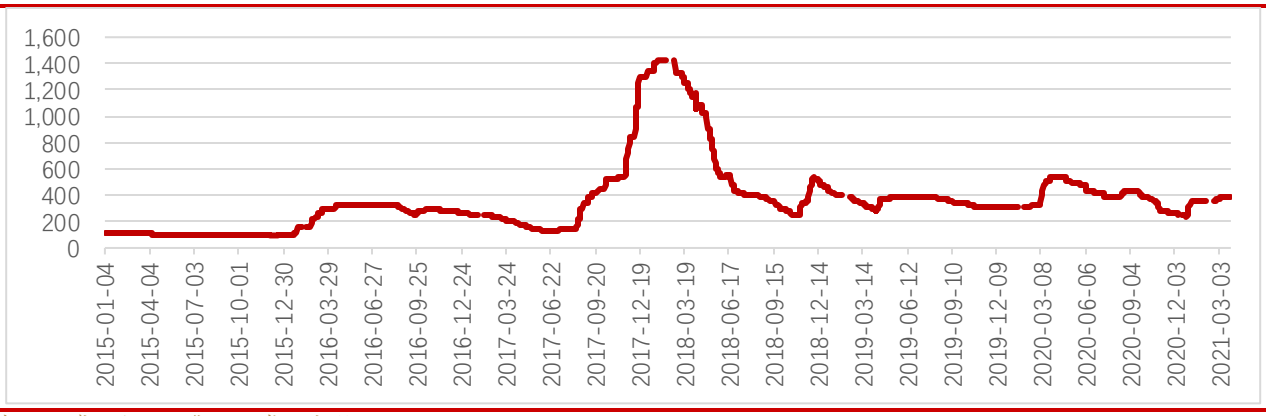
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 2 蛋氨酸市场价格为 24000 元/吨以上（元/吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 维生素 A 价格处于历史低位（元/千克）



资料来源：博亚和讯，华西证券研究所

2. 盈利预测及投资建议

蛋氨酸行业渐近扩产尾声，预计今明年仅新和成、和邦及公司的新增产能，当前行业处于合理利润率，未来公司该业务有望产能投放而增长。此外，特种产品业务持续高速增长。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 133/145/178 亿元，增速分别为 12%/8.5%/23%，归母净利润分别为 14.2/16.5/19.6 亿元，增速分别为 5%/16.6%/18.4%，对应 EPS 分别为 0.53/0.62/0.73 元，目前股价对应 PE 分别为 26/23/19 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 可比公司估值比对表

公司	代码	EPS（元）				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
安迪苏	600299	0.5	0.53	0.62	0.73	28	26	23	19
新和成	002001	1.66	2.11	2.34	2.54	23	18	16	15
万华化学	600309	7.52	6.56	5.84	3.2	28	19	17	15

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

资料来源：wind，华西证券研究所

备注：以 2021 年 3 月 30 日收盘价计算 PE。万华化学预测来自 WIND 一致预期，其余为华西证券研究所预期。

3. 风险提示

蛋氨酸需求不及预期，特种业务推广不及预期。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11,910	13,335	14,465	17,796
YoY(%)	7.0%	12.0%	8.5%	23.0%
营业成本	7,391	8,377	9,127	11,279
营业税金及附加	115	120	133	163
销售费用	1,322	1,508	1,621	2,004
管理费用	631	724	776	961
财务费用	147	-27	-24	-36
资产减值损失	-10	-109	-28	-44
投资收益	12	13	72	65
营业利润	2,046	2,217	2,531	3,020
营业外收支	-48	1	2	2
利润总额	1,998	2,217	2,532	3,021
所得税	521	593	669	803
净利润	1,477	1,624	1,864	2,219
归属于母公司净利润	1,352	1,418	1,653	1,958
YoY(%)	36.2%	4.9%	16.6%	18.4%
每股收益	0.50	0.53	0.62	0.73

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,769	1,704	2,421	3,650
预付款项	77	76	86	107
存货	1,739	1,951	2,133	2,633
其他流动资产	2,099	3,372	3,413	4,254
流动资产合计	6,685	7,103	8,053	10,644
长期股权投资	296	296	296	302
固定资产	7,128	7,397	8,268	8,388
无形资产	2,047	1,928	1,816	1,700
非流动资产合计	13,933	14,888	16,271	17,039
资产合计	20,618	21,991	24,324	27,683
短期借款	642	41	0	154
应付账款及票据	1,183	1,311	1,439	1,774
其他流动负债	1,867	1,924	2,132	2,555
流动负债合计	3,691	3,277	3,571	4,483
长期借款	62	102	122	157
其他长期负债	1,432	1,432	1,432	1,432
非流动负债合计	1,494	1,534	1,554	1,589
负债合计	5,185	4,810	5,124	6,072
股本	2,682	2,682	2,682	2,682
少数股东权益	1,480	1,686	1,896	2,157
股东权益合计	15,432	17,181	19,200	21,612
负债和股东权益合计	20,618	21,991	24,324	27,683

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,477	1,624	1,864	2,219
折旧和摊销	1,106	1,041	1,086	1,071
营运资金变动	131	-1,295	113	-580
经营活动现金流	2,708	1,480	3,022	2,696
资本开支	-1,310	-1,892	-2,325	-1,654
投资	-1,054	-86	-23	-57
投资活动现金流	-2,301	-1,968	-2,278	-1,647
股权募资	0	0	0	0
债务募资	632	-561	-21	189
筹资活动现金流	-3,027	-578	-27	180
现金净流量	-2,526	-1,065	717	1,229

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	7.0%	12.0%	8.5%	23.0%
净利润增长率	36.2%	4.9%	16.6%	18.4%
盈利能力				
毛利率	37.9%	37.2%	36.9%	36.6%
净利润率	12.4%	12.2%	12.9%	12.5%
总资产收益率 ROA	6.6%	6.4%	6.8%	7.1%
净资产收益率 ROE	9.7%	9.2%	9.6%	10.1%
偿债能力				
流动比率	**1.81**	**2.17**	**2.26**	**2.37**
速动比率	1.32	1.55	1.63	1.76
现金比率	0.75	0.52	0.68	0.81
资产负债率	25.1%	21.9%	21.1%	21.9%
经营效率				
总资产周转率	0.58	0.61	0.59	0.64
每股指标（元）				
每股收益	0.50	0.53	0.62	0.73
每股净资产	5.20	5.78	6.45	7.25
每股经营现金流	1.01	0.55	1.13	1.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	27.74	26.44	22.68	19.15
PB	2.21	2.42	2.17	1.93

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。