

安迪苏（600299）：蛋氨酸产能持续提升，特种产品不断增强

2021年04月01日

强烈推荐/维持

安迪苏 公司报告

安迪苏发布 2020 年年报：公司全年实现营业收入 119.10 亿元，YoY+6.96%，归母净利润 13.52 亿元，YoY+36.20%。其中，第 4 季度实现营业收入 30.29 亿元，归母净利润 2.54 亿元。业绩的增长主要归功于液体蛋氨酸销量持续增长（其中第 4 季度销量增长 14%），维生素 A 和维生素 E 业务实现强劲的双位数销量增长且市场价格同比上涨，以及特种产品销售取得强劲的双位数增长。

公司蛋氨酸产能持续提升，产能规模保持在全球第一梯队。安迪苏是全球第二大蛋氨酸生产商、全球少数几家能够同时生产液体和固体蛋氨酸的蛋氨酸生产商之一，并且是一家全系列蛋氨酸产品的供应商。凭借全流程一体化的生产工艺、世界级的生产制造水平，公司是全球少数几个有能力安全、持续稳定地规模化生产蛋氨酸的厂商；公司拥有覆盖全球的生产及销售网络，建立了高效便捷的本地供应链系统；公司拥有较高的品牌知名度、稳定的产品质量、有竞争力的产品价格和丰富的产品组合，为客户提供专业全面的饲料解决方案。在主要产品蛋氨酸产能提升方面：①2020 年公司欧洲生产平台扩建项目成功提升年产能 5 万吨，包括对 Burgos 工厂和 Les Roches 工厂增加新生产线，以及对现有中间体生产装置追加配套投资；②欧洲蛋氨酸工厂脱瓶颈项目（新增 3 万吨产能）按计划推进中；③2018 年公司开始建设南京工厂二期项目（18 万吨液体蛋氨酸），在总投资略有增加的基础上，该项目对工艺流程进行了一些特定的优化改造，预计将于 2022 年下半年试生产，预计将与现有的南京工厂产能形成强大的协同效应，特别是形成更强的规模经济优势。

特种产品业务不断增强。近年来，公司积极实施“双支柱”战略，即在不断巩固蛋氨酸行业领先地位的同时，加快特种业务的发展。2020 年特种产品业务销售收入强劲增长 16%、毛利润增长 18%，主要归功于反刍动物产品 38% 的销售增长、水产业务 31% 的销售增长以及包括“营养促健康”产品线在内的其他各类特种产品的强劲表现。公司现有产品线内生有机发展，同时新产品不断推出、并持续进行外部并购，该业务板块得以不断增长。①整合后的纽葛迪公司在产品组合、动物品类及目标市场等各方面均与安迪苏公司极具互补性，该并购有助于安迪苏打造一体化解决方案；②继完成新加坡水产研发中心后，安迪苏和恺勒司在 2020 年 3 月初共同成立了一家名为恺迪苏的合资公司，目的是利用合资公司独家开发亚洲市场，恺迪苏第一阶段目标是在中国建造生产厂，预计将于 2022 年稍晚时投产，预计最早将于 2022 年底惠及中国和东南亚的水产养殖市场。

公司盈利预测及投资评级：基于公司 2020 年年报，我们相应调整 2021-2022 年盈利预测。我们预测公司 2021-2023 年净利润分别为 18.12、23.36 和 29.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.87 和 1.10 元。当前股价对应 P/E 值分别为 21、16 和 13 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格下滑；行业新增产能投放过快；饲料行业需求下滑。

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 11,135 | 11,910 | 13,185 | 14,813 | 16,670 |

公司简介：

蓝星安迪苏股份有限公司成立于 1939 年，总部位于法国。公司于 1945 年首次成功合成蛋氨酸，于 2002 年收购安万特动物营养业务进入维生素行业。安迪苏于 2006 年被中国蓝星集团收购，于 2015 年借壳蓝星集团旗下的蓝星新材在 A 股上市。公司是全球第二大蛋氨酸生产商，可同时提供固体蛋氨酸和液体蛋氨酸，是动物营养与健康行业的全球领军企业。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

| | |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间（元） | 16.36-11.07 |
| 总市值（亿元） | 373.59 |
| 流通市值（亿元） | 373.59 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 268,190/268,190 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 0.41 |

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

| | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 增长率 (%) | -2.47% | 6.96% | 10.70% | 12.35% | 12.54% |
| 归母净利润 (百万元) | 992 | 1,352 | 1,812 | 2,336 | 2,960 |
| 增长率 (%) | 7.15% | 36.20% | 34.07% | 28.91% | 26.71% |
| 净资产收益率 (%) | 7.19% | 9.69% | 11.85% | 13.74% | 15.46% |
| 每股收益(元) | 0.37 | 0.50 | 0.68 | 0.87 | 1.10 |
| PE | 38 | 28 | 21 | 16 | 13 |
| PB | 2.71 | 2.68 | 2.44 | 2.20 | 1.95 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产合计 | 9002 | 6685 | 8646 | 11530 | 15132 | 营业收入 | 11135 | 11910 | 13185 | 14813 | 16670 |
| 货币资金 | 5295 | 2769 | 4392 | 6902 | 10085 | 营业成本 | 7444 | 7505 | 8219 | 8888 | 9628 |
| 应收账款 | 1538 | 1550 | 1716 | 1928 | 2169 | 营业税金及附加 | 87 | 115 | 127 | 143 | 161 |
| 其他应收款 | 11 | 5 | 85 | 92 | 99 | 营业费用 | 1283 | 1322 | 1464 | 1645 | 1851 |
| 预付款项 | 61 | 77 | 6 | 7 | 8 | 管理费用 | 619 | 631 | 699 | 785 | 884 |
| 存货 | 1678 | 1739 | 1905 | 2058 | 2228 | 财务费用 | -64 | 147 | -84 | -148 | -232 |
| 其他流动资产 | 419 | 543 | 543 | 543 | 543 | 资产减值损失 | -1 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 12125 | 13933 | 13431 | 12578 | 11479 | 公允价值变动收益 | 20 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 296 | 296 | 296 | 296 | 投资净收益 | 1 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 7379 | 7128 | 6750 | 6304 | 5716 | 营业利润 | 1582 | 2024 | 2554 | 3268 | 4117 |
| 无形资产 | 2155 | 2047 | 1825 | 1603 | 1380 | 营业外收入 | 234.53 | 8.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 2591 | 4461 | 4560 | 4376 | 4086 | 营业外支出 | 91.25 | 55.81 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 21127 | 20618 | 22077 | 24109 | 26611 | 利润总额 | 1732 | 1998 | 2554 | 3268 | 4117 |
| 流动负债合计 | 2478 | 3691 | 3735 | 3984 | 4258 | 所得税 | 474 | 521 | 666 | 852 | 1074 |
| 短期借款 | 0 | 642 | 642 | 642 | 642 | 净利润 | 1257 | 1477 | 1888 | 2416 | 3044 |
| 应付账款 | 1099 | 1183 | 1295 | 1399 | 1515 | 少数股东损益 | -265 | -125 | -76 | -80 | -84 |
| 预收款项 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 992 | 1352 | 1812 | 2336 | 2960 |
| 一年内到期的非流 | 161 | 223 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1403 | 2019 | 2394 | 3040 | 3802 |
| 非流动负债合计 | 617 | 696 | 696 | 696 | 696 | EPS (元) | 0.37 | 0.50 | 0.68 | 0.87 | 1.10 |
| 长期借款 | 26 | 62 | 62 | 62 | 62 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 负债合计 | 3913 | 5185 | 5229 | 5477 | 5752 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3417 | 1480 | 1555 | 1635 | 1719 | 营业收入增长 | -2.47% | 6.96% | 10.70% | 12.35% | 12.54% |
| 实收资本(或股本) | 2682 | 2682 | 2682 | 2682 | 2682 | 营业利润增长 | -4.00% | 27.97% | 26.18% | 27.96% | 26.00% |
| 资本公积 | 2112 | 2112 | 2112 | 2112 | 2112 | 归属于母公司净利 | 7.15% | 36.20% | 34.07% | 28.91% | 26.71% |
| 未分配利润 | 9004 | 9159 | 10500 | 12203 | 14347 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 13798 | 13953 | 15293 | 16996 | 19140 | 毛利率(%) | 33.15 | 36.99% | 37.67% | 40.00% | 42.24% |
| 负债和所有者权益 | 21127 | 20618 | 22077 | 24109 | 26611 | 净利率(%) | 11.29 | 12.40% | 14.32% | 16.31% | 18.26% |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 偿债能力 | | | | | |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 总资产净利润(%) | 4.70% | 6.56% | 8.21% | 9.69% | 11.12% |
| 经营活动现金流 | 2551 | 2708 | 3034 | 3496 | 4066 | ROE(%) | 9.11% | 10.59% | 12.34% | 14.21% | 15.90% |
| 净利润 | 992 | 1352 | 1812 | 2336 | 2960 | 营运能力 | | | | | |
| 折旧摊销 | 978 | 1119 | 1302 | 1353 | 1400 | 总资产周转率 | 0.92 | 0.91 | 0.96 | 1.14 | 1.39 |
| 财务费用 | -64 | 147 | -84 | -148 | -232 | 应收账款周转率 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 应收账款减少 | -224 | 84 | 339 | 373 | 420 | 应付账款周转率 | 9.76 | 9.62 | 9.79 | 10.17 | 22.01 |
| 预收帐款增加 | -224 | 633 | 267 | 249 | 274 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资活动现金流 | -1160 | -2301 | -800 | -500 | -300 | 每股收益(最新摊薄) | 0.37 | 0.50 | 0.68 | 0.87 | 1.10 |
| 公允价值变动收益 | 20 | 18 | 0 | 0 | 0 | 每股净现金流(最新) | 0.00 | -0.94 | 0.60 | 0.94 | 1.19 |
| 长期股权投资减少 | -1240 | -1318 | -800 | -500 | -300 | 每股净资产(最新摊) | 5.14 | 5.20 | 5.70 | 6.34 | 7.14 |
| 投资收益 | 1 | 12 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -1364 | -3027 | -611 | -485 | -584 | P/E | 37.65 | 27.64 | 20.62 | 15.99 | 12.62 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.71 | 2.68 | 2.44 | 2.20 | 1.95 |
| 长期借款增加 | 21 | 739 | -223 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 13.55 | 11.32 | 9.11 | 7.09 | 5.38 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 资本公积增加 | -68 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 现金净增加额 | 13 | -2526 | 1622 | 2511 | 3182 | | | | | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

7 年化工行业研究经验, 曾就职于中金公司研究部。从业期间获得多项荣誉, 包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名, 2016、2018 年水晶球公募榜入围, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526