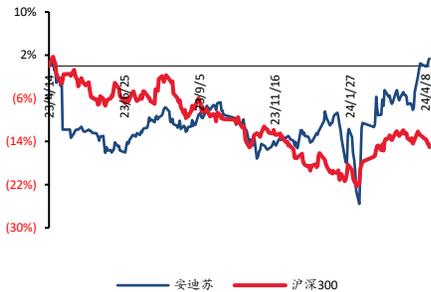


业绩逐步改善，产能扩充助力成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 26.82/26.82
总市值/流通(亿元) 246.47/246.47
12个月内最高/最低价(元) 9.39/6.45

证券分析师: 王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

研究助理: 周冰莹

E-MAIL: zhoubingying@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190123020025

事件: 公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营收 131.84 亿元, 同比-9.26%; 归母净利润 0.52 亿元, 同比-95.82%。

三季度以来市场需求复苏, 业绩逐步改善。2023 年, 由于经济疲软、地缘政治及欧洲能源危机等宏观环境影响, 全球需求增长放缓。受销售价格下降和原材料成本上升双重影响, 公司 2023 年全年业绩承压。2023 年公司销售毛利率为 21.38%, 同比下降 6.13pcts。但自 2023 年第三季度以来, 市场需求正在缓慢复苏, 由于产量增长、价格稳定、原材料和能源成本降低, 公司业绩正在改善。公司 2023 年第四季度归母净利润为 0.87 亿元, 环比大幅改善。

公司产品组合丰富, 产能不断扩充。报告期内, 公司不断提升蛋氨酸、维生素及其他新业务能力, 积极开发新项目。公司特种业务收入持续增长, 主要得益于水产品和新单胃产品的增长, 以及 RumenSmart 产品的强劲增长。未来, 公司将借助现有产品线的内生有机发展, 不断推出新产品和外部并购。**(1) 蛋氨酸业务:** 2022 年 9 月 15 日, 新增 18 万吨产能的南京液体蛋氨酸工厂二期项目 (BANC2) 成功开车并爬坡顺利, 目前安迪苏南京生产平台的总产能已达到 35 万吨。此外, 公司泉州 15 万吨固体蛋氨酸工厂于 2024 年 3 月开工, 预计于 2027 年投产, 不断巩固公司在蛋氨酸行业的领先地位。**(2) 维生素业务:** 维生素 A 方面, 公司通过产量调整等利润保护措施应对价格下行压力。贸易维生素方面, 特别是对维生素 E 和维生素 B 系列产品, 安迪苏通过优化采购策略, 以保护其盈利水平。**(3) 单细胞蛋白业务:** 安迪苏重庆工厂项目已进入试生产阶段, 并与中国一家龙头饲料生产商签署了首份关于斐康®创新蛋白产品的战略合作协议。该创新单细胞蛋白产品于 2024 年 1 月中旬获得了农业农村部注册, 被允许在市场上销售。

公司坚定“科学至上”理念, 推进工艺产品优化创新。公司集中精力在研究与创新的组织优化方面, 主要围绕五大支柱: 绿色生产、全新测试、多维影响、创新共赢和数字赋能。**(1) 研发中心:** 公司法国的研究与创新平台现包括 2 个新研发中心, 其中一个于 2023 年第四季度在里昂投入运营, 该中心整合了所有化学、工程, 营养和分析能力; 另一个于 2022 年初投入运营, 是唯一一个致力于开发产品配方能力的研发中心。**(2) 新产品:** 罗酶宝 Advance Phy®的推广已基本完

成，该产品覆盖大多数国家；2023年第三季度公司在美国市场推出新产品 DynOmik™，该产品可以提高牛奶生产的效率和可持续性。(3) **新服务**：Nestor 技术服务已被公司大量关键客户使用，可以为客户提供饲料配方优化建议，帮助客户更精准地测算饲料营养价值，推进精准营养，实现降本增效和；2023年11月，中国定制版 PNE（精准饲料营养价值评估系统）成功推向中国市场。(4) **新产能**：欧洲生产平台扩建项目成功提升年产能总计8万吨，包括在过去的两年间对 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。除产能扩充之外，数字化改造项目也在欧洲、南京工厂持续开展。

盈利预测及投资建议：公司专注于研发生产功能性产品、特种产品和其他动物饲料添加剂产品。公司作为全球蛋氨酸龙头企业之一，随着蛋氨酸产能扩张，特种产品业务不断增长，公司业绩将逐步改善。我们预测 2024-2026 年归母净利润分别为 3.55 亿、7.45 亿、10.46 亿，对应当前 PE 分别为 69 倍、33 倍、24 倍，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期、研发不及预期、原材料价格波动、生产装置平稳运行风险、技术升级换代风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,184	13,879	14,993	16,368
营业收入增长率(%)	-9.26%	5.27%	8.03%	9.17%
归母净利（百万元）	52	355	745	1,046
净利润增长率(%)	-95.82%	581.29%	109.52%	40.53%
摊薄每股收益（元）	0.02	0.13	0.28	0.39
市盈率（PE）	400.00	69.35	33.10	23.55

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	796	1,005	2,002	2,657	4,762
应收和预付款项	2,073	1,804	1,897	2,045	2,229
存货	2,371	1,922	2,000	2,080	2,203
其他流动资产	861	668	760	815	857
流动资产合计	6,102	5,399	6,659	7,597	10,051
长期股权投资	276	207	178	149	120
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	9,158	8,976	8,518	8,645	7,612
在建工程	517	672	610	554	505
无形资产开发支出	2,161	2,315	2,363	2,496	2,628
长期待摊费用	8	6	5	4	3
其他非流动资产	9,222	9,337	10,967	12,265	15,073
资产总计	21,343	21,513	22,640	24,113	25,941
短期借款	850	913	1,081	1,249	1,417
应付和预收款项	1,537	1,410	1,467	1,526	1,616
长期借款	844	709	1,056	1,402	1,749
其他负债	3,160	3,416	3,539	3,693	3,870
负债合计	6,391	6,448	7,143	7,871	8,652
股本	2,682	2,682	2,682	2,682	2,682
资本公积	1,005	1,005	1,005	1,005	1,005
留存收益	12,147	11,794	12,226	12,971	14,017
归母公司股东权益	14,934	15,037	15,469	16,214	17,260
少数股东权益	19	28	28	28	28
股东权益合计	14,953	15,065	15,497	16,242	17,288
负债和股东权益	21,343	21,513	22,640	24,113	25,941

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,729	2,764	2,717	3,398	3,900
投资性现金流	-1,801	-1,835	-2,312	-3,259	-2,289
融资性现金流	-1,164	-798	514	517	494
现金增加额	-1,318	209	996	655	2,104

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,529	13,184	13,879	14,993	16,368
营业成本	10,532	10,365	10,789	11,221	11,884
营业税金及附加	45	51	57	55	63
销售费用	1,163	1,227	1,231	1,309	1,468
管理费用	700	769	809	874	955
财务费用	169	119	61	65	75
资产减值损失	-93	-155	-48	-79	-101
投资收益	-10	-42	-18	-26	-34
公允价值变动	31	38	0	0	0
营业利润	1,503	68	442	909	1,293
其他非经营损益	38	-4	6	13	5
利润总额	1,541	64	448	923	1,299
所得税	291	12	93	178	252
净利润	1,250	53	355	745	1,046
少数股东损益	3	1	0	0	0
归母股东净利润	1,247	52	355	745	1,046

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	27.51%	21.38%	22.26%	25.16%	27.39%
销售净利率	8.58%	0.40%	2.56%	4.97%	6.39%
销售收入增长率	12.90%	-9.26%	5.27%	8.03%	9.17%
EBIT 增长率	-14.58%	-80.20%	40.02%	93.68%	39.11%
净利润增长率	-15.29%	-95.82%	581.29%	109.52%	40.53%
ROE	8.35%	0.35%	2.30%	4.59%	6.06%
ROA	5.84%	0.24%	1.57%	3.09%	4.03%
ROIC	8.66%	1.72%	2.20%	4.04%	5.18%
EPS (X)	0.46	0.02	0.13	0.28	0.39
PE (X)	17.96	400.00	69.35	33.10	23.55
PB (X)	1.48	1.43	1.59	1.52	1.43
PS (X)	1.52	1.63	1.78	1.64	1.51
EV/EBITDA (X)	7.47	10.92	8.83	7.05	5.77

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

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，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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。