

研究所：

证券分析师：李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

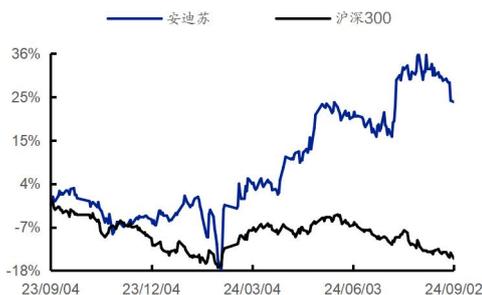
证券分析师：董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

证券分析师：陈云 S0350524070001
cheny17@ghzq.com.cn

蛋氨酸量价齐升，上半年业绩同比高增

——安迪苏（600299）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/09/02

表现	1M	3M	12M
安迪苏	-7.9%	3.5%	26.8%
沪深300	-3.5%	-8.8%	-13.9%

市场数据

2024/09/02

当前价格(元)	10.19
52周价格区间(元)	6.45-11.41
总市值(百万)	27,328.57
流通市值(百万)	27,328.57
总股本(万股)	268,190.13
流通股本(万股)	268,190.13
日均成交额(百万)	120.78
近一月换手(%)	0.27

事件：

2024年8月30日，安迪苏发布2024年中报：2024年上半年公司实现营业收入72.6亿元，同比+14.7%；实现归母净利润6.1亿元，同比+1719.1%；扣非后归母净利润7.0亿元，同比+6522.6%；经营活动现金流量净额12.3亿元，同比+4.7%。加权平均净资产收益率为4.0%，同比增加3.8个pct。

2024Q2单季度，公司实现营业收入37.7亿元，同比+18.5%，环比+7.7%；实现归母净利润为3.3亿元，同比+936.3%，环比+19.5%；扣非后归母净利润3.3亿元，同比+873.1%，环比-13.9%；经营活动现金流净额为5.9亿元。销售毛利率为30.8%，同比+9.9个pct，环比-1.2个pct。销售净利率为8.8%，同比+7.8个pct，环比+0.9个pct。

投资要点：

■ 蛋氨酸量价齐升，上半年业绩同比大幅提高

2024H1，公司实现营业收入72.6亿元，同比+14.7%；实现归母净利润6.1亿元，同比+1719.1%。其中，功能性产品和特种产品分别实现毛利15.04亿元、7.73亿元，同比分别+226.25%、+10.27%。据Wind，上半年蛋氨酸均价21.71元/千克，同比上涨4.50元/千克，环比上涨2.18元/千克。同时，公司加大蛋氨酸销售力度，液体蛋氨酸渗透率持续提升、固体蛋氨酸销量实现双位数增长。在主营产品蛋氨酸量价齐升的背景下，叠加原材料和能源成本下降，2024H1，公司功能性产品板块盈利能力显著提升，毛利率环比增长14.82个pct至27.89%。特种产品板块，继续保持稳定态势，尤其是单胃动物产品和水产品取得稳定销售增长，抵消了北美奶业市场低迷带来的不利影响。

2024年Q2单季度，公司实现归母净利润3.3亿元，同比+936.3%，环比+19.5%。2024Q2，蛋氨酸价格略有回落，但维生素产品价格景气度有所提升，公司业绩延续一季度增长态势。期间费用方面，2024Q2，公司销售/管理/财务费用率分别8.9%/7.1%/0.6%，同比分别-0.8%/-1.9%/+0.9%，整体波动不大。

■ 多项目持续推进，看好公司长期成长

作为全球动物营养和健康行业的领导者，公司持续扩张，不断提升自己的综合竞争实力。蛋氨酸板块，公司将产能扩张与现有产能脱瓶颈化建设相结合，积极为未来发展储备动力，泉州 15 万吨/年固体蛋氨酸工厂已完成基础工程设计，并已启动管道铺设和打桩工程。维生素板块，南京 3.7 万吨/年特种产品饲料添加剂工厂项目首批设备安装已经开始，预计将于 2024 年年底完成机械竣工。特种产品板块，位于西班牙的欧洲特种产品产能扩充及优化项目已于今年 5 月成功启动试运行，预计将于 2024 年三季度实现满负荷运行；同时，将关键反刍动物产品酯化生产过程从委外转为内部生产的项目已于二季度破土动工。新增产能的陆续投产，有望持续增厚公司业绩。

■ **盈利预测和投资评级** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别 148.75、164.99、186.30 亿元，归母净利润分别 12.48、13.83、16.34 亿元，对应的 PE 分别为 22、20 和 17 倍。考虑到公司主营产品蛋氨酸及维生素均处于景气区间，公司作为头部企业有望充分受益，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示** 宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；新技术产业化进度的风险；核心技术人员流失、技术泄密的风险；行业竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13184	14875	16499	18630
增长率(%)	-9	13	11	13
归母净利润（百万元）	52	1248	1383	1634
增长率(%)	-96	2292	11	18
摊薄每股收益（元）	0.02	0.47	0.52	0.61
ROE(%)	0	8	8	9
P/E	400.00	21.90	19.76	16.73
P/B	1.43	1.76	1.66	1.55
P/S	1.63	1.84	1.66	1.47
EV/EBITDA	10.92	8.12	7.35	6.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、公司经营数据

表 1: 安迪苏分产品经营数据

指标		2022	2023	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H1 同比	2024H1 环比
功能性产品	营业收入 (亿元)	103.37	88.07	52.20	51.17	41.63	46.44	53.94	29.57%	16.15%
	毛利润 (亿元)	23.94	10.68	14.52	9.42	4.61	6.07	15.04	226.25%	147.78%
	毛利率 (%)	23.00%	12.13%	27.81%	18.41%	11.08%	13.07%	27.89%	16.81%	14.82%
特种产品	营业收入 (亿元)	33.22	35.94	15.38	17.84	17.49	18.45	18.67	6.75%	1.19%
	毛利润 (亿元)	15.59	15.31	7.43	8.16	7.01	8.30	7.73	10.27%	-6.87%
	毛利率 (%)	47.00%	42.59%	48.33%	45.74%	40.06%	44.99%	41.39%	1.33%	-3.60%
整体	总营收 (亿元)	145.29	131.84	71.95	73.34	63.28	68.56	72.61	14.74%	5.91%
	毛利润 (亿元)	39.97	28.19	22.68	17.29	13.30	14.89	22.77	71.20%	52.92%
	毛利率 (%)	27.51%	21.38%	31.52%	23.58%	21.01%	21.72%	31.36%	10.35%	9.64%
	净利润 (亿元)	12.50	0.53	8.72	3.78	0.33	0.2	6.07	1739.39%	2935.00%
	净利率 (%)	8.60%	0.40%	12.13%	5.15%	0.52%	0.29%	8.37%	7.85%	8.08%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、主要产品价格数据

图 1: 蛋氨酸价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 维生素 A 价格 (元/千克)



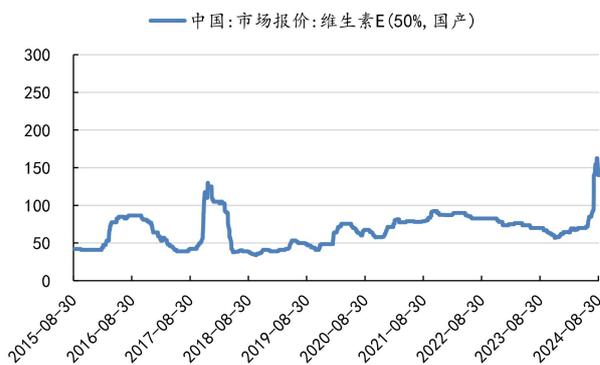
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 维生素 D3 价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 维生素 E 价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 2: 安迪苏主要产品季度价格 (元/千克)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
蛋氨酸	17.78	16.64	17.86	21.21	21.79	21.63	20.87
维生素A	89.70	88.15	83.56	72.95	81.38	86.40	169.80
维生素D3	49.95	58.77	58.10	56.50	56.50	59.82	209.80
维生素E	74.84	74.77	69.75	61.18	65.04	70.16	118.22

资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 2024Q3 数据截至 2024 年 9 月 02 日

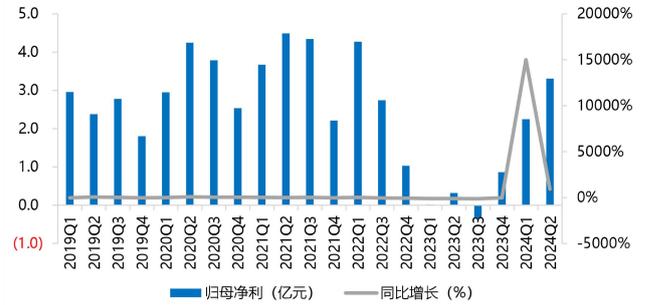
3、公司财务数据

图 5: 季度营业收入



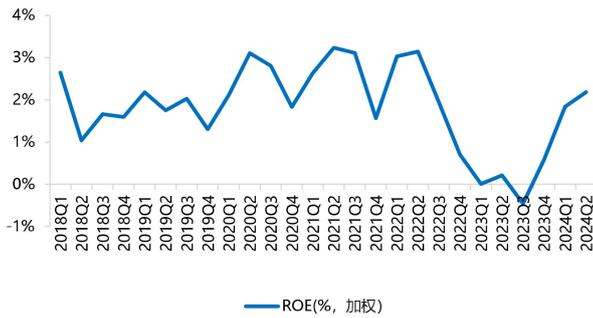
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 季度归母净利润



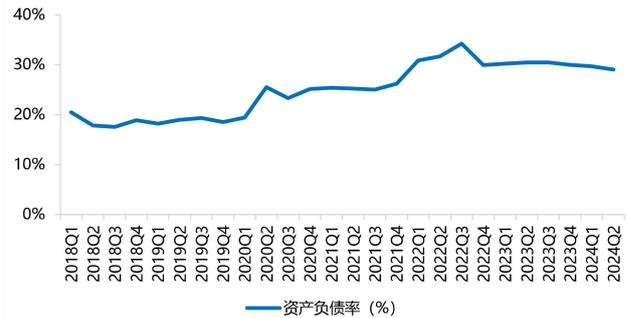
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 季度净资产收益率



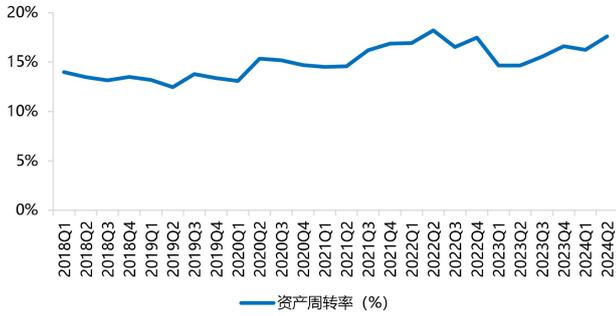
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 季度资产负债率



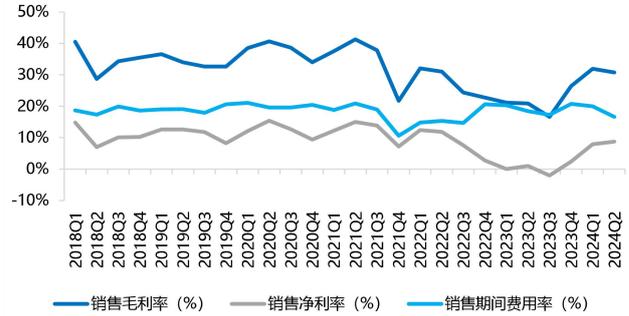
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 季度资产周转率



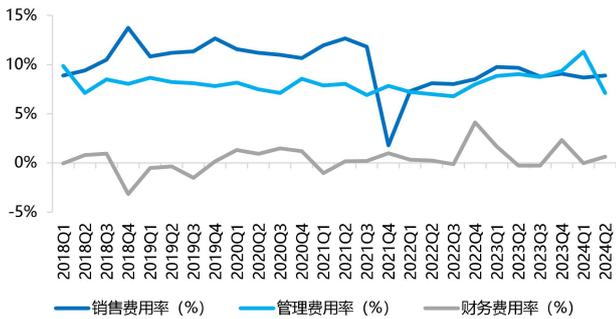
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 季度毛利率、净利率及期间费用率



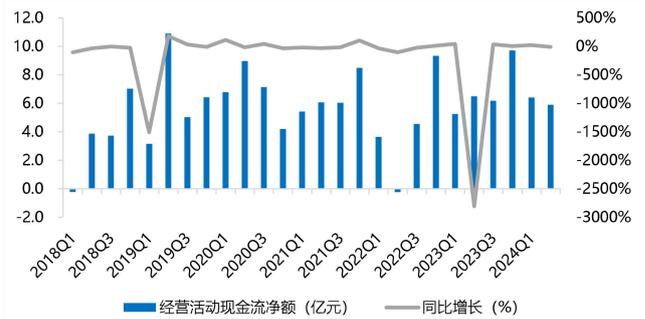
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 季度期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 2024 年 Q2 经营活动现金流净额 5.90 亿元



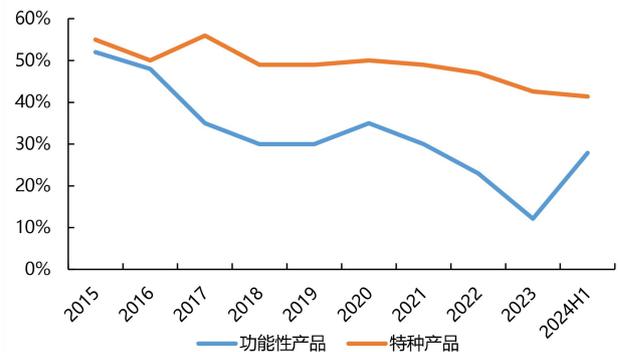
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 季度研发费用情况



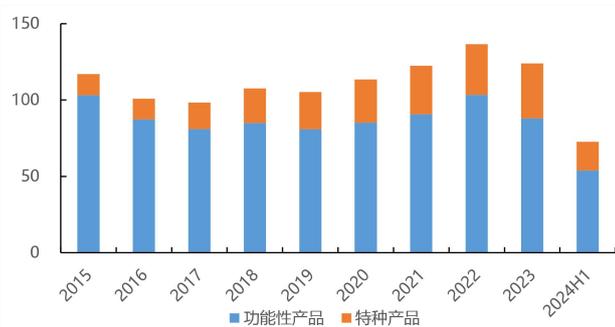
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 公司主要产品毛利率



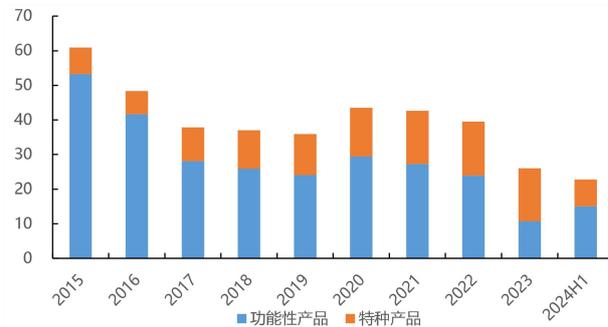
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 公司主要产品收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 公司主要产品毛利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

附表：安迪苏盈利预测表

证券代码:	600299		股价:	10.19	投资评级:	买入	日期:	2024/09/02	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	0%	8%	8%	9%	EPS	0.02	0.47	0.52	0.61
毛利率	21%	29%	28%	28%	BVPS	5.61	5.80	6.15	6.56
期间费率	16%	15%	14%	14%	估值				
销售净利率	0%	8%	8%	9%	P/E	400.00	21.90	19.76	16.73
成长能力					P/B	1.43	1.76	1.66	1.55
收入增长率	-9%	13%	11%	13%	P/S	1.63	1.84	1.66	1.47
利润增长率	-96%	2,292%	11%	18%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.62	0.68	0.71	0.75	营业收入	13184	14875	16499	18630
应收账款周转率	7.20	8.18	8.11	8.17	营业成本	10365	10571	11933	13458
存货周转率	4.83	5.32	5.46	5.45	营业税金及附加	51	52	58	65
偿债能力					销售费用	1227	1339	1386	1565
资产负债率	30%	30%	31%	32%	管理费用	769	788	841	931
流动比	1.51	1.61	1.86	2.08	财务费用	119	53	33	20
速动比	0.82	0.92	1.14	1.37	其他费用/(-收入)	419	476	495	522
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	68	1534	1699	2007
现金及现金等价物	1005	1378	2437	3814	营业外净收支	-4	-2	-2	-2
应收款项	1696	1942	2127	2432	利润总额	64	1532	1697	2005
存货净额	1922	2053	2319	2617	所得税费用	12	280	310	366
其他流动资产	775	848	969	1100	净利润	53	1251	1387	1639
流动资产合计	5399	6221	7852	9963	少数股东损益	1	4	4	5
固定资产	8976	8602	8111	7520	归属于母公司净利润	52	1248	1383	1634
在建工程	672	695	716	734	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	6259	6647	6973	7299	经营活动现金流	2764	2969	3270	3688
长期股权投资	207	227	247	267	净利润	52	1248	1383	1634
资产总计	21513	22393	23899	25783	少数股东损益	1	4	4	5
短期借款	913	1013	1113	1213	折旧摊销	1712	1931	2051	2153
应付款项	1410	1468	1591	1907	公允价值变动	-38	0	0	0
合同负债	3	3	3	4	营运资金变动	903	-347	-310	-260
其他流动负债	1249	1380	1513	1665	投资活动现金流	-1835	-2069	-2008	-2020
流动负债合计	3575	3864	4220	4788	资本支出	-1447	-1815	-1762	-1762
长期借款及应付债券	709	909	1109	1309	长期投资	-172	-220	-220	-220
其他长期负债	2164	2042	2042	2042	其他	-216	-34	-26	-38
长期负债合计	2873	2951	3151	3351	筹资活动现金流	-798	-504	-203	-291
负债合计	6448	6815	7371	8139	债务融资	-174	370	300	300
股本	2682	2682	2682	2682	权益融资	0	0	0	0
股东权益	15065	15578	16528	17644	其它	-624	-874	-503	-591
负债和股东权益总计	21513	22393	23899	25783	现金净增加额	209	373	1060	1377

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，陈云，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。