

安迪苏（600299）

全球蛋氨酸行业龙头，特种产品蓬勃发展

买入（首次）

2025 年 09 月 30 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书：S0600525070005

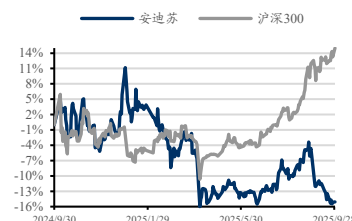
zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	13,184	15,534	16,506	17,546	19,941
同比（%）	(9.26)	17.83	6.25	6.30	13.65
归母净利润（百万元）	52.17	1,204.33	1,558.60	1,733.20	2,085.75
同比（%）	(95.82)	2,208.66	29.42	11.20	20.34
EPS-最新摊薄（元/股）	0.02	0.45	0.58	0.65	0.78
P/E（现价&最新摊薄）	483.78	20.96	16.19	14.56	12.10

投资要点

- **安迪苏是全球领先的动物营养添加剂生产企业。**公司在全球各地设有分支机构，生产基地遍布欧洲、美国、中国和泰国，主要产品包括蛋氨酸、维生素、特种产品等动物营养添加剂，为动物饲料领域设计、生产、推广可持续的营养及健康解决方案。公司积极实施“双支柱”战略，成为蛋氨酸行业全球领导者，推进特种产品快速发展。
- **蛋氨酸行业高景气，公司是全球蛋氨酸龙头企业：**1) 蛋氨酸行业具有高壁垒+高景气的特点。高壁垒体现在：工艺复杂以及需要高资本金的投入。全球仅有少数几个厂商有能力安全、持续稳定地规模化生产蛋氨酸。高景气体现在：全球供给较为稳定，新增稳定供给蛋氨酸产能较少，而蛋氨酸的需求增速较快。供给端方面，根据我们统计，截至 2024 年底，全球蛋氨酸行业寡头垄断，CR4 超 80%。新增产能方面，后续仅安迪苏海外蛋氨酸工厂脱瓶颈项目带来小幅产能增长，以及将部分 2025 年定增资金用于在福建泉州扩建固体蛋氨酸（固蛋）产能。需求端方面，2024 年，全球蛋氨酸需求量约为 170 万吨，其中国内需求 45 万吨，主要系我国蛋氨酸在饲料添加里的渗透率提升。2) **公司是全球蛋氨酸龙头。**安迪苏是全球为数不多可以同时生产固体和液体蛋氨酸的生产商之一，以罗迪美品牌销售蛋氨酸。公司在全球布局蛋氨酸生产基地，其中欧洲 3 个基地、中国 2 个基地（包括在建泉州基地）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在海外拥有液蛋产能 24 万吨，固蛋产能 8 万吨；在国内拥有液蛋产能 35 万吨，泉州在建固蛋产能 15 万吨（预计 2027 年投产）。
- **特种产品作为公司第二大业务支柱，公司持续丰富产品矩阵：**公司在特种产品领域布局多元，包含产品类达数百种，并且盈利能力强，2025H1 毛利率约 41%。公司积极推进特种产品业务：1) 巩固现有产品（反刍包被氨基酸、酶制剂）的竞争优势，推进产品本地化建设，产品不断迭代升级；2) 持续推出新产品，公司预计到 2026 年，特种产品业务收入的 20% 将来自新产品；3) 陆续通过并购拓宽产品线，与公司自身业务形成互补，更有利于公司打造一体化解决方案。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司所处行业景气情况以及公司自身的项目进展，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 16、17、21 亿元，同比增速分别 29%、11%、20%，按 2025 年 9 月 26 日收盘价计算，对应 PE 为 16、15、12 倍。我们采用分部估值对公司进行了估值分析，梳理了功能性产品、特种产品的可比公司情况，得到公司 2025 年的合理估值区间为 276-291 亿元，2026 年的合理估值区间为 303-332 亿元，2025 年的合理估值区间为 356-403 亿元，公司当前估值存在低估。并且考虑到公司海外液蛋脱瓶颈项目&西班牙 Burgos 特种产品饲料添加剂项目&国内泉州固蛋项目&南京特种产品本地化产能建设有序推进，特种产品蓬勃发展，我们看好公司后续发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动；市场竞争加剧；新产能投放不及预期；原材料价格波动；产品研发、技术升级换代的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.42
一年最低/最高价	9.20/12.85
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	25,263.51
总市值(百万元)	25,263.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.28
资产负债率(% ,LF)	30.21
总股本(百万股)	2,681.90
流通 A 股(百万股)	2,681.90

相关研究

内容目录

1. 全球领先的动物营养添加剂供应商，双支柱战略构建竞争优势	5
1.1. 动物营养领域龙头企业，央企背书实力强劲	5
1.2. 深耕动物营养领域，覆盖多元产品矩阵	7
1.3. 兼具液体&固体蛋氨酸生产能力，计划在泉州新增固蛋产能	9
1.4. 盈利能力改善，双支柱业务推动公司高质量发展	10
2. 蛋氨酸供需格局改善，价格回暖上升	12
2.1. 蛋氨酸是动物必需氨基酸，豆粕减量替代推动蛋氨酸需求增长	12
2.2. 蛋氨酸具有液体、固体两种形态，行业进入壁垒高	14
2.3. 蛋氨酸行业寡头垄断，后续新增产能较少	15
3. 维生素领域独特竞争地位，提供可追溯全系列解决方案	18
4. 实施双支柱战略，特种产品及服务打开未来成长空间	19
4.1. 反刍类动物适用的产品：过瘤胃包被氨基酸及创新产品	20
4.2. 酶制剂：罗酶宝持续创新迭代投放市场	21
5. 盈利预测与投资建议	22
5.1. 关键假设与盈利预测	22
5.2. 估值与评级	23
6. 风险提示	31

图表目录

图 1: 安迪苏发展历程.....	6
图 2: 安迪苏股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）.....	6
图 3: 安迪苏主营业务.....	8
图 4: 安迪苏蛋氨酸全球生产平台.....	9
图 5: 公司营收&归母净利润（亿元）.....	10
图 6: 公司营收构成.....	10
图 7: 公司销售毛利率&净利率.....	10
图 8: 公司整体及产品毛利率.....	10
图 9: 公司在全球各地的营收构成.....	11
图 10: 2020 年我国饲料用蛋氨酸下游分布情况.....	12
图 11: 蛋氨酸有助于降低养殖成本.....	12
图 12: 饲料的组成.....	12
图 13: 中国大豆进口依赖度高（万吨，%）.....	13
图 14: 中国豆粕、菜粕、棉粕价格（元/吨）.....	13
图 15: 海因法制备固体蛋氨酸.....	14
图 16: 氰醇法固体、液体蛋氨酸均能制备.....	14
图 17: 氰醇法制固液蛋工艺复杂，进入门槛高；且涉及多种有毒有害化工原料，监管严格...	15
图 18: 国外、国内蛋氨酸产量（万吨）.....	16
图 19: 全球、中国蛋氨酸需求量及增速（万吨，%）.....	16
图 20: 我国蛋氨酸进出口情况（万吨）.....	16
图 21: 我国江苏固体、液体蛋氨酸价格走势（元/千克）.....	17
图 22: 安迪苏麦可维®系列产品提供全套维生素服务.....	18
图 23: 公司特种产品情况.....	19
图 24: 氮在奶牛体内的代谢流程.....	20
图 25: 美斯特进入牛体内的双重作用途径.....	20
图 26: DynOmik 能够提高才分娩奶牛的干物质采食量&产奶量.....	21

表 1: 安迪苏高管梳理（截至 2025 年 6 月 30 日） 7

表 2: 安迪苏产品矩阵..... 8

表 3: 豆粕、菜粕、棉粕对比..... 13

表 4: 固体蛋氨酸与液体蛋氨酸对比..... 14

表 5: 全球蛋氨酸产能格局（截至 2025 年 6 月 30 日） 15

表 6: 安迪苏特种产品业务进展..... 20

表 7: 公司盈利预测拆分（亿元） 22

表 8: 国内可比上市公司相对估值（参考 2025 年 9 月 26 日收盘价） 24

表 9: 公司功能性产品的国外、国内可比公司及估值情况（参考 2025 年 9 月 26 日收盘价） .25

表 10: 公司特种产品的国外、国内可比公司及估值情况（参考 2025 年 9 月 26 日收盘价） ...25

表 11: 公司归母净利润、EBITDA 分板块拆分及预测 25

表 12: 公司分部估值总结表..... 26

表 13: 分部估值测算过程 1..... 27

表 14: 分部估值测算过程 2..... 28

表 15: 分部估值测算过程 3..... 30

1. 全球领先的动物营养添加剂供应商，双支柱战略构建竞争优势

1.1. 动物营养领域龙头企业，央企背书实力强劲

安迪苏是全球领先的动物营养添加剂生产企业，其主要产品在全球市场上处于领先地位。安迪苏集团的生产主要分布在全球 5 个生产基地，其中欧洲 3 个，中国 2 个，分别位于法国的 Les Roches 和 Roussilon，西班牙的 Burgos，以及中国南京和中国泉州（在建）。公司拥有多年生产和研发经验，主要产品包括蛋氨酸、维生素、以及特种产品等动物营养添加剂。公司凭借丰富的产品组合、完善的销售平台和强大的技术支持团队，向全球 110 多个国家超过 4200 多名客户提供创新动物营养添加剂解决方案。

安迪苏公司的发展历程丰富且多元，在近百年的时光里，不断拓展业务、布局全球，逐步成长为动物营养领域的重要企业：

1939 年，安迪苏的前身“Alimentation Équilibrée de Commentry(AEC)”成立，迈出了在动物营养领域探索的第一步。1988 年，公司开启国际化布局，将总部法国科芒特里市迁至法国安东尼市，为拓展全球业务奠定基础。2002 年，公司前身安万特动物营养分部顺利从罗纳普朗克和赫斯特合资企业完成独立分拆，并正式采用“安迪苏”作为公司名称，明确品牌标识，开启全新发展阶段。

2006 年，安迪苏加盟中国新化学材料和专业化学领域的领军企业——蓝星公司，成为中国化工旗下的成员公司，借助中方资源与平台，拓宽发展空间。

2009 年，安迪苏开始在南京建设国内一期 14 万吨/年液体蛋氨酸项目（第一条产线 7 万吨/年产能于 2013 年建成投产，第二条产线 7 万吨/年产能于 2016 年建成投产），并于 2018 年完成液体蛋氨酸产能扩建至 17 万吨/年。

2015 年，安迪苏成为第一家在上海证券交易所上市的国际公司，借助资本力量，为后续发展注入活力，也提升了在资本市场的影响力。

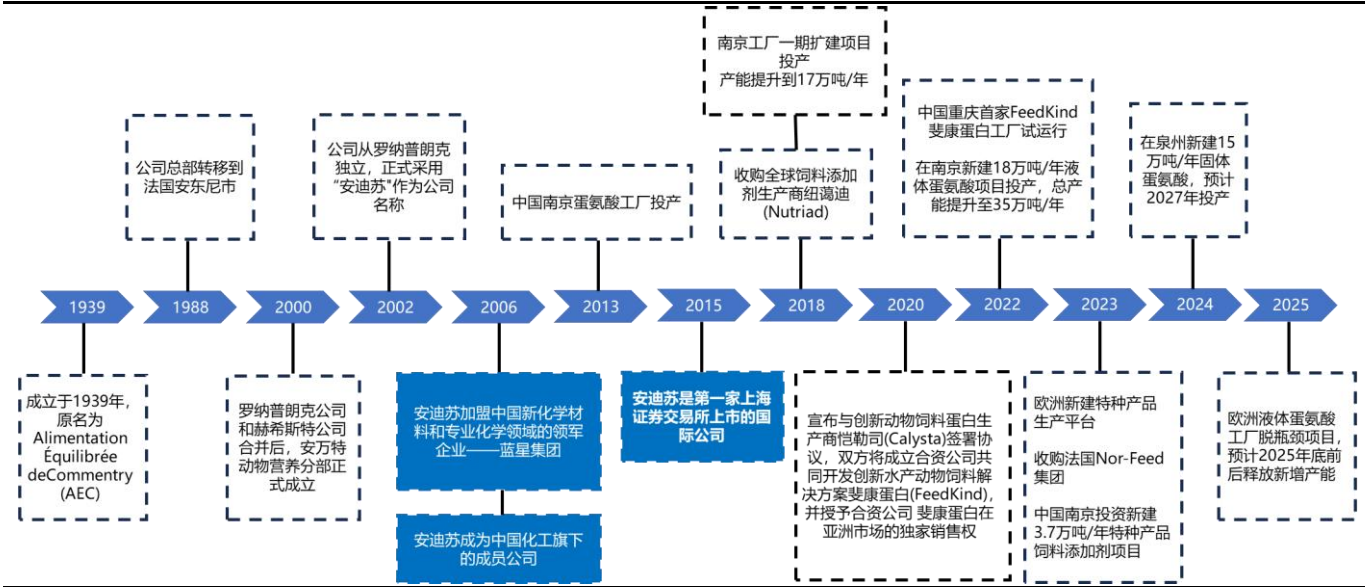
2018 年，公司开始在南京新建二期 18 万吨/年液体蛋氨酸工厂（2022 年投产）。同年，安迪苏收购全球饲料添加剂生产商纽葛迪(Nutriad)，扩充特种业务版图。

2020 年，首家斐康®蛋白（FeedKind）工厂在重庆试运行，在创新蛋白生产及核心产品产能提升上取得进展，并宣布与创新动物饲料蛋白生产商恺勒司(Calysta)签署协议，双方成立合资公司，共同开发创新水产动物饲料解决方案斐康®蛋白，并授予合资公司斐康®蛋白在亚洲市场的独家销售权，布局水产饲料新领域。另外，通过完成对 FRAmelco 的收购，安迪苏进一步巩固了其在“营养促健康”这一极具发展前景并快速增长的市场中的领导地位。

2023 年，公司在欧洲、中国分别新建特种产品生产平台，并收购法国 Nor-feed 公司获取将植物提取物作为动物饲料添加剂的技术，持续拓展业务领域与全球布局。

2024 年，公司在中国泉州投资新建的 15 万吨/年的固体蛋氨酸工厂动工，旨在满足全球尤其是中国、南亚、东南亚、非洲等地区对不同种类蛋氨酸日益新增的需求。

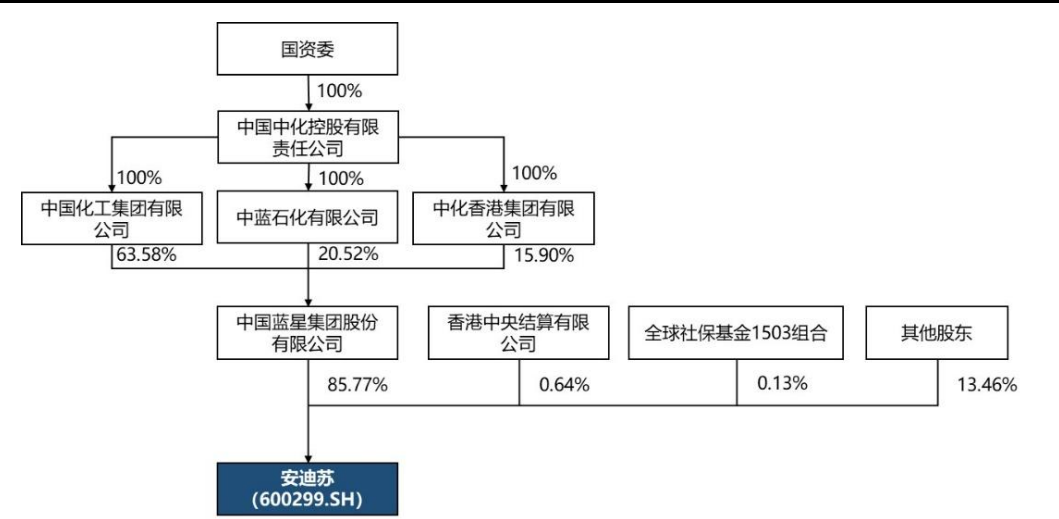
图1：安迪苏发展历程



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司是“中化”系央企，股权结构呈现高度集中特征。截至 2025 年 6 月 30 日，第一大股东中国蓝星（集团）股份有限公司持股比例达 85.77%。公司最终实际控制人为国资委，股权稳定性强。

图2：安迪苏股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

安迪苏的管理层具备国际化、多元化的特点，主要由中国及法国的具有丰富经验的人员组成，构建起适配公司发展的管理体系。从战略统筹到运营落地，从业务创新到合规治理，各层级管理者发挥经验优势和国际化视野，驱动公司在动物营养赛道稳步前行。

表1：安迪苏高管梳理（截至 2025 年 6 月 30 日）

姓名	职务	出生年份	履历
郝志刚	总经理	1978	中共党员，中国科学院过程工程研究所化学工程专业博士研究生，香港公开大学MBA。历任中国蓝星(集团)股份有限公司规划办工程师，现任中国蓝星(集团)股份有限公司党委副书记。2017年至2018年任公司副董事长，自2018年起任公司董事长，自2023年7月起任公司总经理。
Frederic Jacquin	副总经理、首席运营官	1967	法国籍，法国索邦大学（塞尔萨）市场营销与传播学硕士，ESSEC法国高等商学院EMBA，获得欧洲工商管理学院独立董事项目认证。Frederic Jacquin先生在特种化学品方面拥有丰富的经验，在特种化学品业务开发和行业营销方面也积累了广泛的国际经验。曾在埃肯有机硅国际公司工作11年。自2022年10月起担任安迪苏特种产品事业部负责人，2022年12月起担任安迪苏集团副总经理兼首席运营官。自2023年4月起，担任公司副总经理兼首席运营官。
Virginie Cayatte	首席财务官	1970	法国籍，毕业于巴黎综合理工学院和巴黎矿业学院，法国金融分析师。VirginieCayatte女士于2002至2006年担任法国财政部金融市场监管总监，2006至2007年担任金融和创新政府集群秘书，2010至2015年担任法国安盛投资管理公司(AXAIM)财务总监，2015至2018年担任SOLOCAL(法国通信和本地数字广告公司)首席财务官(CFO)。自2018年起，任安迪苏集团财务执行副总裁。自2023年4月起，VirginieCayatte女士任公司首席财务官。
朱小磊	副总经理	1982	中共党员，天津大学化工学院高分子化工专业硕士研究生。朱小磊先生历任中国化工集团公司生产经营办主任科员、人事部干部管理与绩效考核高级副主任，中国蓝星（集团）股份有限公司党委副书记、董事、副总经理，现任中国蓝星（集团）股份有限公司党委委员。自2023年5月至2024年9月担任公司董事，自2023年12月起任公司副总经理。
Fabien Siguier	副总经理	1974	法国籍，毕业于法国IAELyon3大学。1997年至2001年担任Sodiaal组织经理，2001年至2006年担任BELGroup人力资源组织总监，2006年至2009年担任法国地面武器工业集团人力资源重组总监，2009年至2018年历任法雷奥公司人力资源总监、人力资源变革总监、人力资源与合规副总裁。自2018年起，任安迪苏集团执行副总裁。自2023年4月起，任公司副总经理。
Jean-François Rous	副总经理	1967	法国籍。1992至2000年担任联合利华(英国)研发经理，2000至2005年任罗地亚集团(法国)研发部经理，2007至2008年在法国创新部工业创新机构工作，2008年至2017年担任法国Sofiprotéol公司(植物油和蛋白质行业的金融机构，现更名为GroupeAVRIL)创新副总裁，2017年至2018年担任法国ElephantVert(法国和摩洛哥)首席创新官。自2019年起，任安迪苏集团研发创新执行副总裁。自2023年4月起，任公司副总经理。
丁冰晶	副总经理	1982	中共党员，北京化工大学化学工程专业博士研究生。历任广州合成材料研究院有限公司执行董事、党委书记、总经理，北京蓝星清洗有限公司执行董事、党委书记、总经理，蓝星工程有限公司执行董事，蓝星东丽膜科技(北京)有限公司董事长，中化环境控股有限公司创新战略部总经理等职务。2025年2月至2025年6月任公司战略项目管理总监，2025年7月起任安迪苏战略投资与可持续发展执行副总裁。
蔡昀	董事会秘书	1974	复旦大学世界经济系专业，本科学历，中国注册会计师(非执业)，香港注册会计师(非执业)，全球特许管理会计师，并完成法国ESSEC商学院安迪苏管理培训课程。蔡昀女士历任普华永道(上海)会计师事务所审计师、高级审计师，安万特(中国)投资有限公司上海分公司财务部经理，安迪苏生命科学制品(上海)有限公司(原：安万特国际贸易(上海)有限公司)财务及人力资源经理、副总经理，蓝星安迪苏营养集团项目及内审总监，公司财务总监及安迪苏中国区公共事务及数字化转型高级总监。自2023年10月起任公司董事会秘书。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 深耕动物营养领域，覆盖多元产品矩阵

安迪苏主营产品为功能性产品与特种产品，主要应用于家禽、反刍、猪业、水产四大板块。

功能性产品主要包括蛋氨酸、全系列维生素。蛋氨酸是动物必需氨基酸之一，具有提升生长效率、提高饲养效率、降低饲料使用的作用；维生素是维持动物正常生理功能所必须的低分子有机化合物，动物的维生素大部分是从饲料中添加的维生素来获取。

特种产品包括：1）提升消化性能产品（酶制剂、饲料乳化剂）。安迪苏是世界领先并深受客户认可的非淀粉多糖酶供应商之一，拥有超过 25 年的发展历史。2）提升动物健康水平类产品（即提升动物健康及肠道健康表现类的产品：益生菌、硒类产品、有机

酸等)。在该领域，安迪苏处于世界领先地位。通过完成对 FRAMelco 和 Nor-Feed 的收购，安迪苏进一步巩固了其在“营养促健康”这一极具发展前景并快速增长的市场中的地位。3) 提升饲料品质类产品(适口性产品、霉菌毒素管理)，在饲料原料评估与质量提升、饲料摄入和动物健康与表现等方面为客户提供支持。4) 提升产品质量和价值类产品(反刍动物氨基酸类产品、创新反刍类解决方案等)。

图3：安迪苏主营业务



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：安迪苏产品矩阵

	产品分类	产品名称	产品介绍
功能性产品	蛋氨酸	罗迪美 (AT88)	饲料添加蛋氨酸通常成为必要选择，它可以更好促进动物生长，也是当前低蛋白日粮形势下的重要选择。液体蛋氨酸更是可以给客户带来便利，产品使用容易，加工中可以减少粉尘。
	维生素	A、B、D3、E、H全系列维生素产品	提高动物繁殖和免疫力，改善动物健康。
特种产品	适口性产品	领鲜 (Delistart)	浓缩的具有香味和促进采食的预混合剂，改善饲料适口性，针对性的提高幼龄动物的采食量。
		味美佳 (Maxarome)	强香技术制造，全部使用天然或天然等同的香料为原料，使饲料具有与众不同的、舒适持久的滋味和香气，从而改善饲料适口性，提高采食量。
		牛乐 (Gusti)	通过掩盖饲料中不适口原料的味道，刺激动物食欲，减少挑食，提高动物采食量，或维持日粮变更期间或热应激等各种应激条件下的采食量。
		特佳甜 (Optisweet)	高浓度的甜味物质配合以泰林为增效剂的产品，除了自然可口的甜味外，还对其他高甜度成分有协同作用，掩盖饲料中其他成分的不良口味。
		食力佳 (Krave AP)	促进母猪食欲，提高采食量，尤其是解决泌乳期采食量降低的问题。哺乳母猪采食量下降会导致奶水不足，影响仔猪生长和存活率。食力佳使用特殊的天然原料，对猪更有吸引力。尤其适用于泌乳期母猪采食量降低的问题，避免由于母猪采食量不足导致的生产力和盈利率下降。
	饲料消化	罗酶宝 (Rovabio)	单一菌种液体发酵，含有19种酶活的通用型复合酶。罗酶宝提高饲料养分消化率，改善饲料转化率。提高氨基酸利用率，从而减少氨气释放和粪便中的氮排放。并能增加非常规原料的使用比例，扩大配方原料的选择范围。
	肠道健康	喜利晒 (Seliaseo)	全新一代有机硒，不仅能够在动物体内，通过沉积更多的硒代蛋氨酸，建立起组织中的长效硒储存，而且促进机体内高效转化为富含硒代半胱氨酸的硒蛋白，表达出具有强大抗氧化性能的硒酶系统，为机体提供充分的抗氧化保护，克服应激，促进动物健康，改善繁殖、免疫、生产、动物产品品质等性能。
		安泰来 (Alterion)	一款益生菌解决方案，能够有效控制魏氏梭菌等肠道致病菌的生长，缓解炎症反应，提高动物生长性能。
		FRA C12	实验和临床使用证明，在帮助家禽抵抗革兰氏阳性菌、提高家禽免疫力方面具有显著效果。
	霉菌毒素管理	强霉净剂 (TOXY-NIL PLUS)	强霉净剂是广谱霉菌毒素解决方案，不仅可以有效的吸附各种霉菌毒素，还能动物的免疫和抗氧化系统提供支持，从而保护动物免受霉菌毒素的困扰，提高动物的生产性能与繁殖性能。
		霉净剂 (TOXY-NIL)	霉净剂可以通过吸附和生物灭活，有效应对黄曲霉素的污染，还可以通过增强免疫应答，为动物提供可靠的保护。
		优立剂 (UNIKE PLUS)	通过吸附和生物灭活，有效应对各种霉菌毒素的污染。同时，通过增强机体免疫反应，保护器官免受霉菌毒素的侵害，防止细胞受损。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

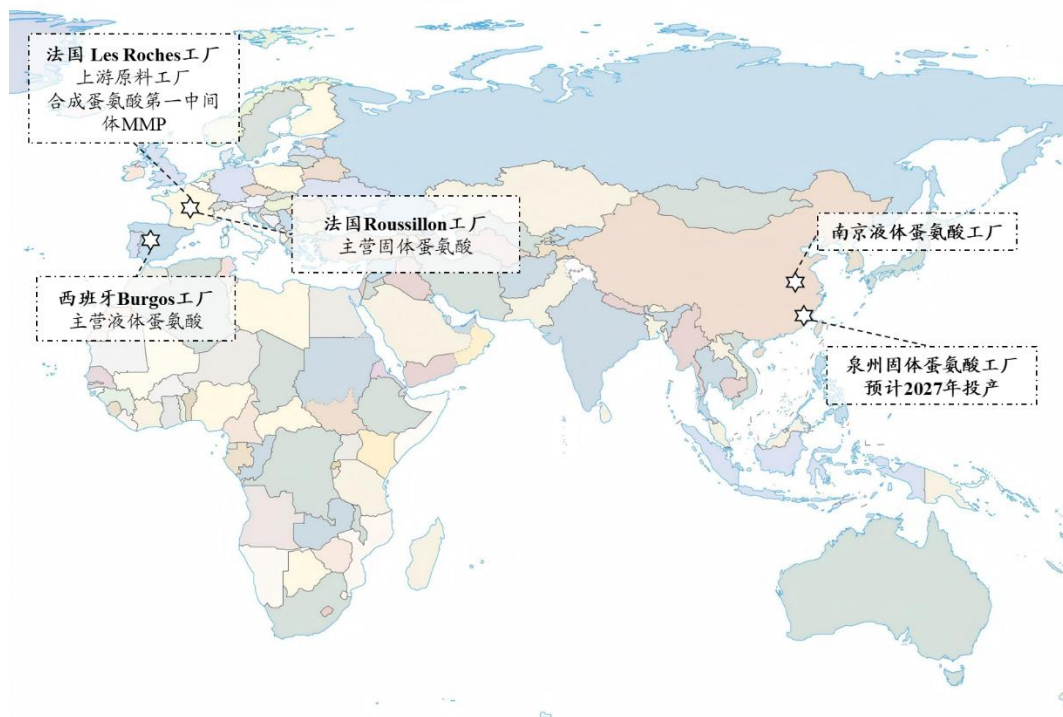
1.3. 兼具液体&固体蛋氨酸生产能力，计划在泉州新增固蛋产能

安迪苏全球布局蛋氨酸生产基地，其中欧洲 3 个基地、中国 2 个基地。公司以罗迪美品牌销售蛋氨酸。在“全球布局及全球供应”评比中被重点客户评为液体蛋氨酸类最佳品牌。

国外：液蛋产能 24 万吨/年，固蛋产能 8 万吨/年。法国的 Les Roches 工厂为上游原料工厂，主要生产合成蛋氨酸的第一中间体 MMP，分别提供给位于法国的 Roussillon 工厂用于生产固体蛋氨酸和位于西班牙的 Burgos 工厂用于生产液体蛋氨酸。为增加欧洲地区的液体蛋氨酸产量，公司近年来连续实施了多个产能扩张项目。

国内：现有液蛋产能 35 万吨/年，泉州在建固蛋产能 15 万吨/年（预计 2027 年投产）。公司南京工厂二期年产能 18 万吨/年液体蛋氨酸工厂于 2022 年 9 月建成投产，凭借全流程一体化的生产工艺、世界级的生产水平，南京工厂已成为世界上最大、技术最先进、最具竞争力的液态蛋氨酸生产平台之一。公司在泉州投建新的固体蛋氨酸工厂，总投资 49 亿元，计划固体蛋氨酸产能 15 万吨/年，以充分发挥与中国中化内部企业的协同效应，公司预计项目于 2027 年投产。

图4：安迪苏蛋氨酸全球生产平台



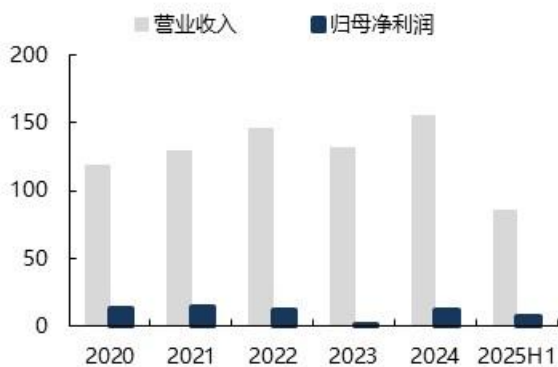
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 盈利能力改善，双支柱业务推动公司高质量发展

公司盈利能力恢复增长，双支柱业务持续发展。2023 年受宏观环境振荡及主要产品价格影响，公司归母净利润为 5217 万元（同比-96%）。2024 年，公司归母净利润为 12 亿元，公司实现困境反转，盈利显著改善，主要系蛋氨酸价格上涨、蛋氨酸销量同比增长+24%（液体/固体蛋氨酸销量双创历史新高）、部分维生素价格年末回升、特种产品业务稳健增长，共同推动盈利增长。

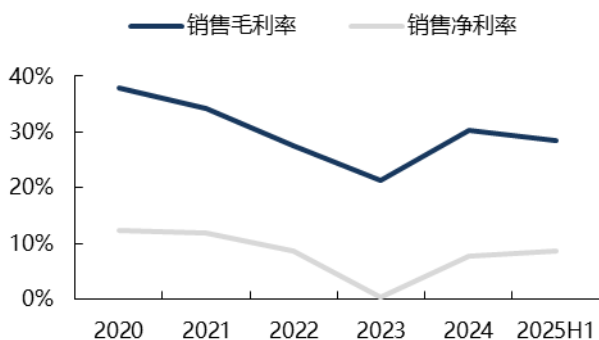
功能性产品贡献主要营收，特种产品稳健发展。2024 年，功能性产品、特种产品的收入分别占公司总营收的 76%、24%，毛利率分别为 26、43%。特种产品过去五年收入 CAGR 约 8%，产品收入保持稳健增长，且毛利率水平较高。

图5：公司营收&归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司销售毛利率&净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司营收构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所。

注：因统计口径变化，其他化工产品自2024年起，并入功能性产品

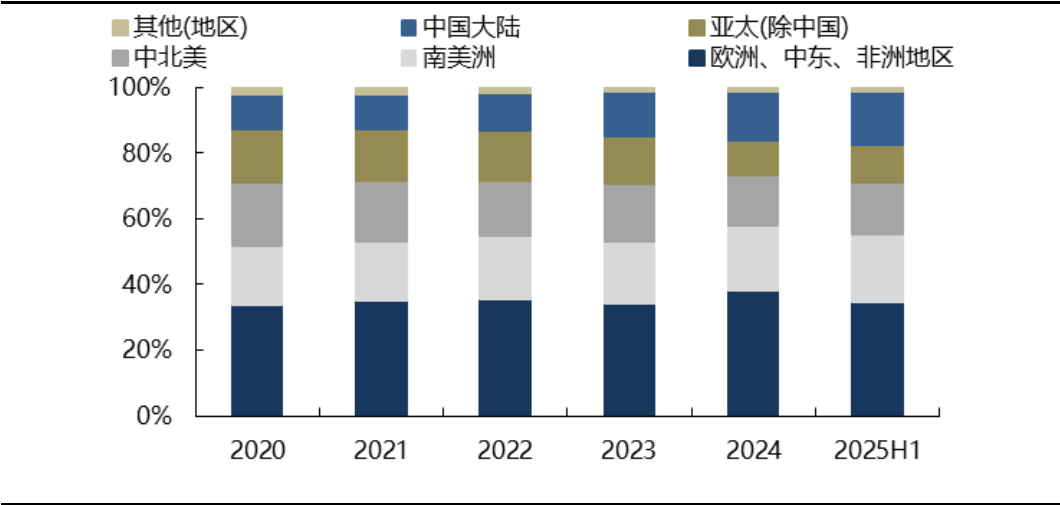
图8：公司整体及产品毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

安迪苏根据动物营养业务区域分布情况，开展全球化布局。2020-2025 年上半年，公司业务主要在集中于美洲、欧洲、非洲、亚洲，逐步布局中国相关业务。

图9：公司在全球各地区的营收构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 蛋氨酸供需格局改善，价格回暖上升

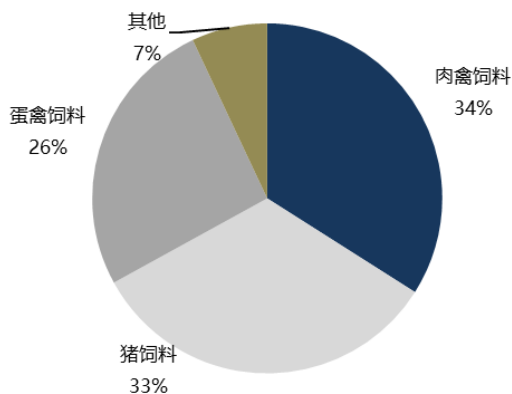
2.1. 蛋氨酸是动物必需氨基酸，豆粕减量替代推动蛋氨酸需求增长

蛋氨酸又称甲硫氨酸，是动物生长所需氨基酸中唯一含硫的必需氨基酸，可促进禽类、猪及反刍类动物生长，但其自身无法合成，需通过外部摄取。蛋氨酸能有效提高蛋白质利用率并促进禽类生长。饲料的能量原料主要为玉米和谷物，蛋白质来源主要为豆粕，但其蛋氨酸含量无法满足动物正常生长需要，因此饲料里需要添加蛋氨酸。

蛋氨酸主要用于饲料行业，其主要功效有：1) 提高养殖效益，可根据动物生理对氨基酸的需求，来均衡饲料配给，降低饲料成本。根据安迪苏集团 2015 年发布的测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20% 蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可综合节约生产成本约 0.22 欧元，占总生产成本约 23%，能有效提高家禽生产行业利润率。2) 促进生长发育，增加动物抗病能力，提高肉禽存活率和产肉量。

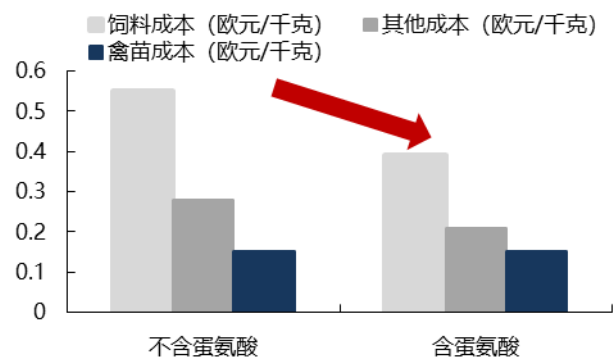
3) 提高肉蛋品质，提高食品的营养价值和市场竞争力。

图10：2020 年我国饲料用蛋氨酸下游分布情况



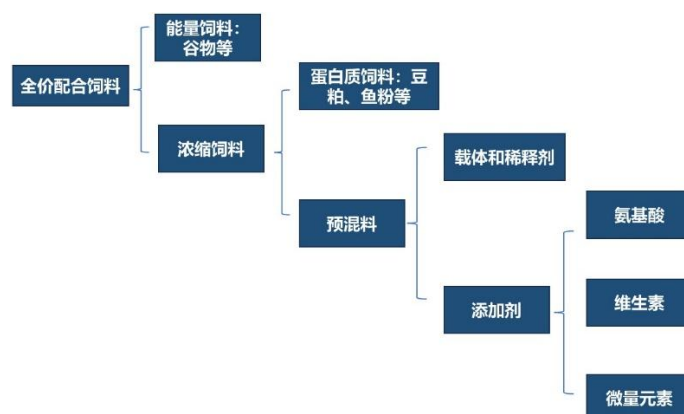
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图11：蛋氨酸有助于降低养殖成本



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：饲料的组成



数据来源：百度百科，东吴证券研究所

中国大豆依赖度高，豆粕减量替代政策推进，推动蛋氨酸行业成长。2013 年起，中国大豆进口依赖度始终高于 80%，主要进口自美国和巴西等国，为了降低我国大豆对外依存度，2018 年以来，农业农村部着手推进豆粕的减量替代工作；2021 年正式提出推进饲料中玉米豆粕的减量替代；2023 年发布饲用豆粕减量替代三年行动方案，力争饲料中豆粕用量占比每年下降 0.5 个百分点以上，到 2025 年饲料中豆粕用量占比从 2022 年的 14.5%降至 13%以下。根据农村农业部，2024 年 1-10 月，全国豆粕在饲料中的占比为 12.9%，已达到豆粕减量替代政策目标。中国实施豆粕减量替代主要采取的措施是：使用菜粕、棉粕等杂粕来替代豆粕，再加入氨基酸产品，实现整体的氨基酸平衡，因此会带动蛋氨酸等其他氨基酸需求量的增长。

图13：中国大豆进口依赖度高（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：中国豆粕、菜粕、棉粕价格（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3：豆粕、菜粕、棉粕对比

指标	豆粕	棉粕	菜粕
蛋白质含量	43-48 %	38-42 %	34-38 %
赖氨酸	2.5-2.8 %	1.3-1.5 %	1.3-1.8 %
蛋氨酸	0.5-0.7 %	0.4-0.5 %	0.5-0.7 %
是否需要脱毒	不需要	必须脱毒或限量使用	必须脱毒或限量使用
能量水平	高	中	中偏低（壳多、纤维高）
价格高低	最高	中	最低
2023年中国消费量（万吨）	7675	400	1302

数据来源：饲料市场信息网，东吴证券研究所

2.2. 蛋氨酸具有液体、固体两种形态，行业进入壁垒高

液体蛋氨酸更适用于规模较大、自动化程度较高的中、大型饲料企业，相较于固体蛋氨酸有着独特的优势：

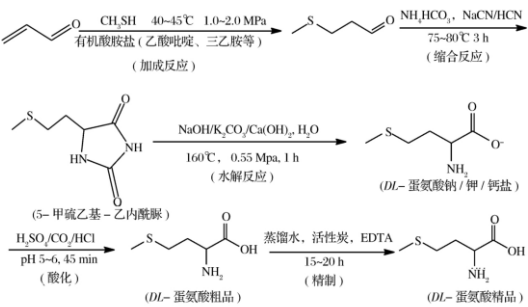
表4：固体蛋氨酸与液体蛋氨酸对比

对比维度	固体蛋氨酸	液体蛋氨酸
产品含量（浓度）	99%	88%
存储与运输	需室内储存，密度低，存储空间大，存在粉尘爆炸风险	可采用中型散装集装箱露天储存，存储体积小，无粉尘爆炸风险
使用便捷性	需特定计量系统，操作时有粉尘吸入风险	需专业喷淋设备，以及精准营养分析等全方位服务支持，可实现精准定量和均匀混合；低温时黏度增大，流动性差，不适合低温使用
应用场景	预混料和高浓度浓缩料	全价料和低浓度浓缩料，规模化养殖场
环保与安全	生产过程环保污染问题较大	工艺环保，几乎无废水废渣外排
全球市场渗透率	60%	40%，但在美国、墨西哥等国家超过60%
代表企业	安迪苏、新和成、赢创、诺伟司	安迪苏、新和成、和邦生物

数据来源：观研报告网，公司公告，东吴证券研究所

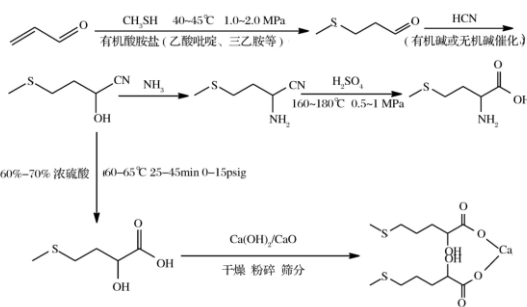
安迪苏是目前全球为数不多可以同时生产固体和液体蛋氨酸的生产商之一。化学合成蛋氨酸生产工艺复杂，需要大量专业知识与前期大额资本投入。此外，制备蛋氨酸整个生产环节受到环境保护及安全生产方面的严格监管。合成蛋氨酸的基本原料均为有毒有害化工原料，如二硫化碳、甲硫醇、硫化氢均在《国家恶臭污染控制标准》规定的八大恶臭气体之列、氢氰酸、氰醇等氰化物属于剧毒的危险化学品。此外，合成蛋氨酸产生的废水也较难处理，项目审批逐渐趋严。

图15：海因法制备固体蛋氨酸



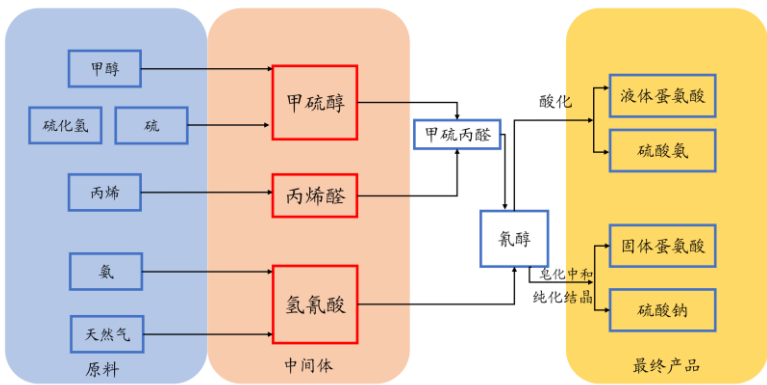
数据来源：《蛋氨酸生产工艺研究进展》，东吴证券研究所

图16：氰醇法固体、液体蛋氨酸均能制备



数据来源：《蛋氨酸生产工艺研究进展》，东吴证券研究所

图17：氰醇法制固液蛋工艺复杂，进入门槛高；且涉及多种有毒有害化工原料，监管严格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 蛋氨酸行业寡头垄断，后续新增产能较少

蛋氨酸行业寡头垄断格局明显,截至 2025 年 6 月 30 日,蛋氨酸行业 CR4 超 80%，新增产能有限。截至 2025 年 6 月 30 日，全球固蛋产能 185 万吨，液蛋产能 98 万吨（包括部分宣布退出或调整的产能）。国外蛋氨酸产能主要集中于赢创、诺伟司等，国内蛋氨酸产能主要集中于安迪苏、新和成、宁夏紫光等。**新增产能方面**，国外无新增产能，国内新和成 18 万吨液蛋项目已于 2025 年下半年进入试生产阶段，安迪苏将在福建泉州扩建 15 万吨固蛋产能（预计 2027 年投产）。

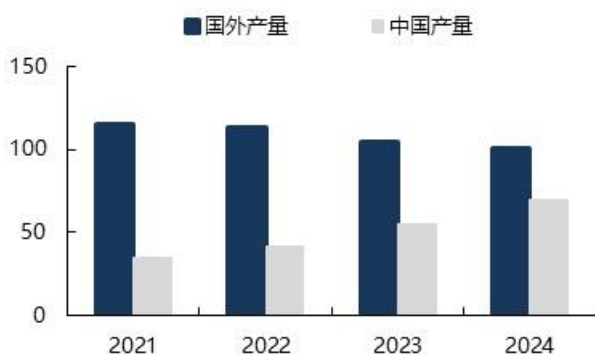
表5：全球蛋氨酸产能格局（截至 2025 年 6 月 30 日）

地区	企业	工厂所在地	固蛋产能（吨）	液蛋产能（吨）	在建产能（吨）
国外	赢创	德国、美国、新加坡	800000		
	诺伟司	美国	320000		
	安迪苏	法国、西班牙	80000	240000	
	住友	日本	100000	140000	
	希杰	马来西亚	48000		
	沃尔斯基	波兰	25000		
国外产能合计			1373000	380000	-
国内	新和成	山东、浙江	370000	180000	
	安迪苏	南京、泉州		350000	150000（固蛋）， 预计2027年投产
	宁夏紫光	宁夏	110000		
	和邦生物	四川		70000	
国内产能合计			480000	600000	150000
全球产能合计			1853000	980000	150000

数据来源：智研咨询，百川盈孚，公司公告，东吴证券研究所

全球蛋氨酸需求保持快速增长。2024 年，全球蛋氨酸需求量约为 170 万吨，其中国内需求 45 万吨，主要系我国豆粕减量替代政策推广，蛋氨酸在国内饲料添加剂内的渗透率提升。伴随下游市场逐步复苏，预计全球蛋氨酸需求仍将保持增长态势。此外，随着中国等发展中国家家禽行业逐步整合以及养殖工业化、自动化水平提升，带动液体蛋氨酸需求增长。

图18: 国外、国内蛋氨酸产量(万吨)



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

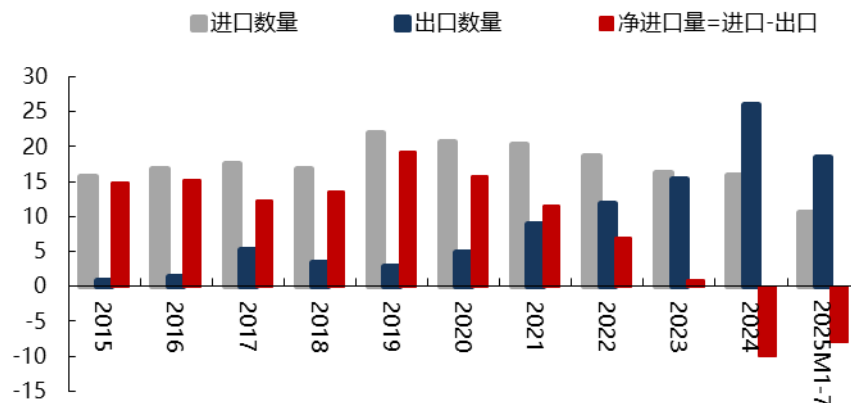
图19: 全球、中国蛋氨酸需求量及增速(万吨, %)



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

近年来国内企业加大力度投产蛋氨酸，进出口格局有所变化。2010 年，宁夏紫光打破我国蛋氨酸完全依赖进口的局面，而后国内企业加速布局蛋氨酸生产，国外巨头也积极投资国内市场。新和成、安迪苏、和邦生物等企业先后完成蛋氨酸产线的布局。受此影响，自 2018 年以来，我国蛋氨酸出口数量大幅增长。2024 年，我国蛋氨酸的进口量约 16 万吨（同比-2%）；出口量约 26 万吨（同比+69%）。

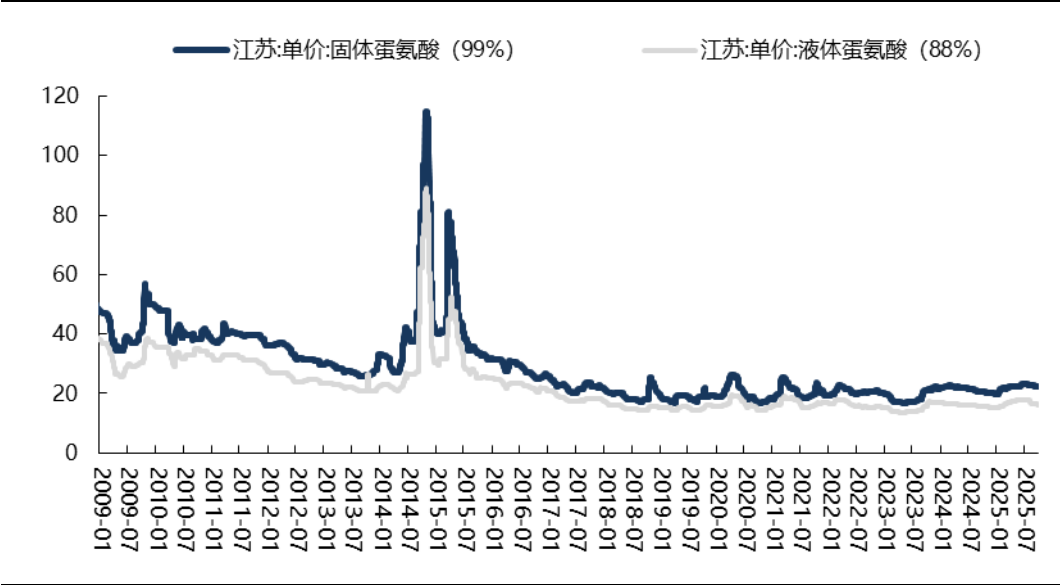
图20: 我国蛋氨酸进出口情况(万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

蛋氨酸产品在 2025 年上半年表现较强，主要系下游需求带动蛋氨酸需求量增长。我们认为行业新增产能对市场有阶段性影响，短期蛋氨酸价格略有承压，后续随着需求恢复，中长期蛋氨酸价格可以稳定运行。

图21：我国江苏固体、液体蛋氨酸价格走势（元/千克）



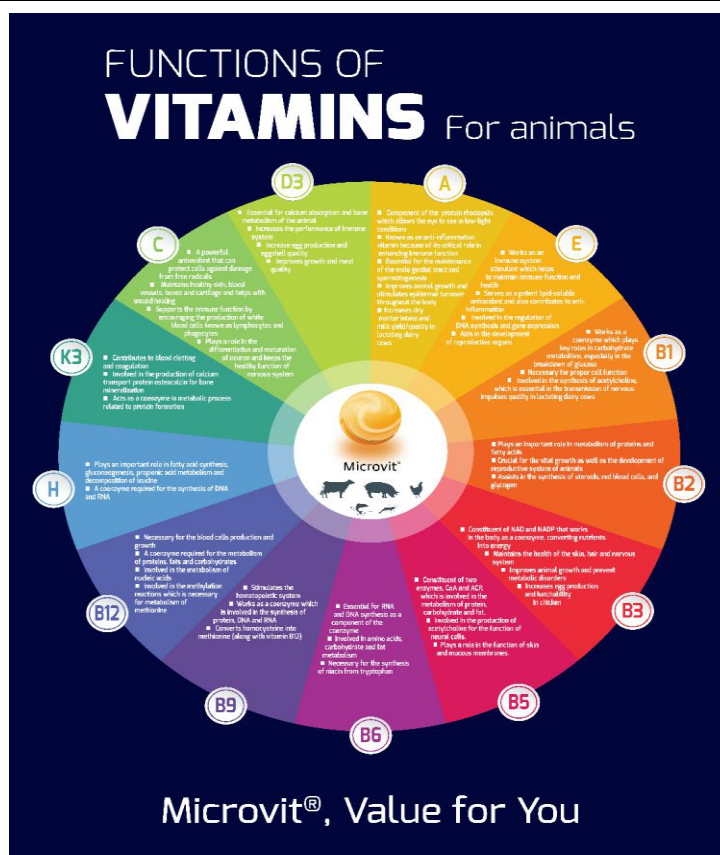
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 维生素领域独特竞争地位，提供可追溯全系列解决方案

安迪苏作为维生素市场的重要参与者，向客户提供全系列维生素产品，包括 A、B、D3、E、H 等一系列产品。麦可维®作为全系列高可靠性、高质量的维生素品牌广获客户认可，这主要得益于麦可维认证系统所提供的供应商筛选及保障服务。同时安迪苏是首家推出高浓度维生素 A 产品（一百万国际单位/克）的公司，而该产品诞生之后已经成为新的市场标准。

2024 年，安迪苏在饲料用维生素 A 市场占有率约 20%的产能。安迪苏通过多种采购渠道，包括从一些大型化工企业购买原材料生产维生素 A。

图22：安迪苏麦可维®系列产品提供全套维生素服务



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 实施双支柱战略，特种产品及服务打开未来成长空间

公司一直积极实施“双支柱”战略，第一支柱即成为蛋氨酸行业全球领导者，第二支柱即加快特种业务在全世界范围内的快速且有盈利的发展。

2024 年，特种产品业务开启了一项长期扩张计划，旨在将销售额翻番，并大幅提升公司在动物营养与健康市场领域的市场渗透率。公司对特种产品的运营模式进行了重大调整，围绕家禽、猪、反刍动物（牛羊等）、水产这四大物种，以及提升产品质量和价值、提升消化性能、提升动物健康水平和提升饲料品质这四大关键产品类别来构建其组织架构。调整后，公司能够更有效地满足客户需求，推动业务全方位发展。

图23：公司特种产品情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司产品按功能可分为以下四类：

1)提升产品质量和价值类产品(反刍动物氨基酸类产品、创新反刍类解决方案等)：在减少氮排放的同时优化氨基酸平衡，有助于提升牛奶生产的可持续性水平。安迪苏在这一领域是市场领导者，拥有 30 余年反刍动物包被产品的研发和技术服务经验。

2)提升消化性能产品(酶制剂、饲料乳化剂)：安迪苏是世界领先并深受客户认可的非淀粉多糖酶供应商之一，拥有超过 25 年的发展历史。

3)提升动物健康水平类产品(即提升动物健康及肠道健康表现类的产品：益生菌、硒类产品、有机酸、植物提取物等)：在该领域，安迪苏处于世界领先地位。通过完成对 FRAmelco 和 Nor-Feed 的收购，安迪苏进一步巩固了其在“营养促健康”这一极具发展前景并快速增长的市场中的领导地位。

4)提升饲料品质类产品(适口性产品、霉菌毒素管理)：在饲料原料评估与质量提升、饲料摄入和动物健康与表现等方面为客户提供支持。

表6：安迪苏特种产品业务进展

年份	特种产品业务进展
2014	推出有利肠道健康的有机硒产品：喜利硒®
2015	推出促进饲料消化的非淀粉多糖酶产品：罗酶宝 Advance®
2016	推出利于肠道健康益生菌产品：安泰来®
2017	明星蛋氨酸产品罗迪美®A-Dry +，一种新型的粉末状蛋氨酸
2018	收购Nutriad公司；在北美市场推出的一种新型包被蛋氨酸产品——RumenSmart®
2019	推出斯特敏 ML 和罗酶宝 Advance Phy
2020	收购FRAmelco公司；和恺勒司共同成立恺迪苏，在中国建造生产厂，计划进入亚洲水产养殖市场，恺迪苏重庆工厂是全球首个斐康®创新蛋白产品规模化生产项目
2021	推出最新的酶制剂产品罗酶宝 Phyplus®
2022	继续推广罗酶宝 Advance Phy®
2023	收购 Nor-Feed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。
2024	江苏南京年产3.7万吨特种产品饲料添加剂工厂项目已于 2024 年 12 月完成机械竣工，并已按照计划开始试运行。欧洲年产3万吨特种产品产能扩充及优化项目建设工程已经完成。
2025	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进展顺利，预计将于 2025 年下半年后期启动试生产。

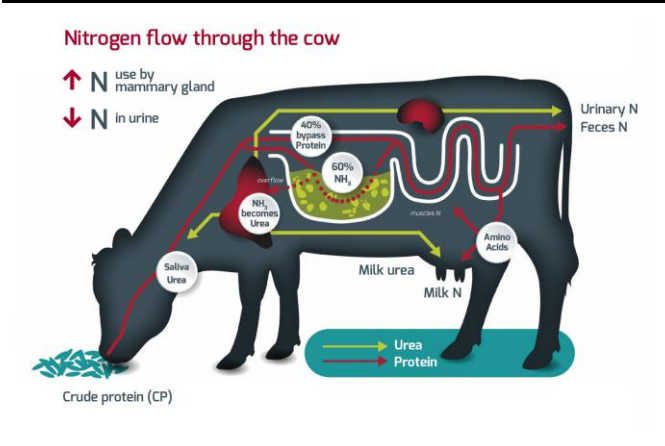
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1. 反刍类动物适用的产品：过瘤胃包被氨基酸及创新产品

过瘤胃氨基酸主要包括过瘤胃赖氨酸、过瘤胃蛋氨酸，就是将氨基酸以某种方式修饰或保护起来以免在瘤胃内被微生物降解，而在胃肠道中产生最佳效果部位处还原或释放出来被吸收和利用的保护性氨基酸。

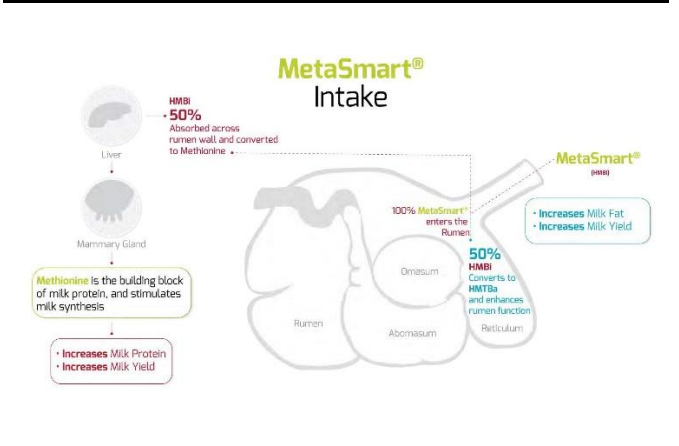
安迪苏集团积极探索相关领域的创新延伸产品，研制推出多种过瘤胃包被蛋氨酸：斯特敏、美斯特、斯特敏 ML，可有效提高牛奶质量和产量的同时改善奶牛整体健康状况。最终，这些产品通过提高奶牛的寿命而使牛奶的生产更具可持续性。其中，美斯特具备较强的稳定性，可以提供双重作用途径：50%直接在瘤胃中水解成羟基蛋氨酸，促进瘤胃发酵；50%通过瘤胃壁吸收，水解成羟基蛋氨酸，通过血液运输到肝脏中转化成蛋氨酸被奶牛利用。这种双重作用机制确保了美斯特不仅能够满足奶牛对蛋氨酸的代谢需求，还能改善瘤胃环境，从而提升整体生产性能。

图24：氮在奶牛体内的代谢流程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

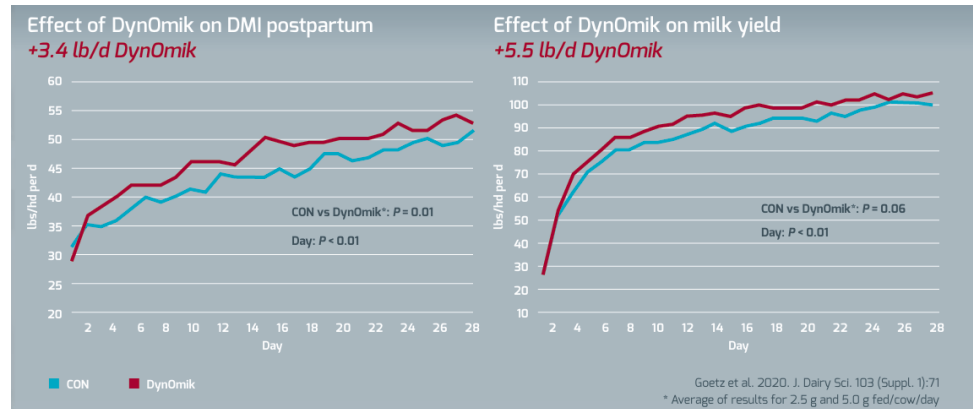
图25：美斯特进入牛体内的双重作用途径



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司推出针对反刍类动物的创新产品，以补充现有的产品。1) RumenSmart: 有助于提高乳脂含量；2) DynOmik: 2023Q3 公司在美国市场推出，能够提高才分娩奶牛的干物质采食量&产奶量，减少奶牛甲烷排放。

图26: DynOmik 能够提高才分娩奶牛的干物质采食量&产奶量



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4.2. 酶制剂: 罗酶宝持续创新迭代投放市场

酶制剂的作用在于提高饲料的消化率和利用效率, 从而降低饲料成本、提升谷物消化(大豆、玉米等)以及减少氮、磷排放, 因此饲料级酶制剂应用有助于动物的可持续生产。饲料级酶制剂分为以下 2 个类别:

1) **非淀粉多糖酶**: 用于家禽和猪饲料中以提高谷物和饲料的消化率。罗酶宝问世以来一直是非淀粉多糖酶领域的领导品牌。安迪苏还提供精准营养评价(PNE)服务, 帮助客户评估饲料质量并根据动物实际需求配比饲料。PNE 服务可通过一款在线工具 Addict 完成, 该工具可以自动将 PNE 预测的分析值转换为用于饲料配方的营养价值。

2) **植酸酶**: 用于酶解家禽、猪和水生动物中的植酸盐, 帮助释放结合态磷。

安迪苏在饲料级酶制剂市场拥有领先地位。公司在 2015 年推出非淀粉多糖酶罗酶宝 Advance, 得益于其出色的产出效率, 该产品的业务发展迅速; 2019 年, 推出复合酶制剂罗酶宝 Advance Phy, 基本覆盖大多数国家; 2021 年 10 月, 推出最新的酶制剂产品罗酶宝 Phyplus, 是公司在提升消化性能解决方案领域的里程碑。在产品自身高效以及其内在的强热稳定性之上, 它承载了一项全新技术, 可将植酸酶以液体形式应用于饲料混合生产, 这有助于简化饲料加工厂操作流程, 同时提升成本效益和安全性, 已实现在所有主要国家/地区销售。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 关键假设与盈利预测

- 功能性产品：**公司以新产能建设和现有产能脱瓶颈改造相结合的方式，推进业务扩张。**现有产能方面**，截至 2025 年 6 月 30 日，公司在海外拥有液蛋产能 24 万吨/年，固蛋产能 8 万吨/年；在国内拥有液蛋产能 35 万吨。**新增产能方面**，公司欧洲液蛋产能脱瓶颈项目将于 2025 年完成，新增产能将于 2026 年释放；福建泉州新建固蛋产能 15 万吨/年，预计 2027 年投产。**产品价格方面**，蛋氨酸产品在 2025 年上半年表现较强，主要系下游需求带动蛋氨酸需求量增长。我们认为行业新增产能对市场有阶段性影响，短期蛋氨酸价格略有承压，后续随着需求恢复，中长期蛋氨酸价格可以稳定运行。
- 特种产品：**公司持续推出过瘤胃包被蛋氨酸、酶制剂、喜利硒、FeedKind 等多种产品，且在国内外市场进行持续推广，公司长期规划特种产品销售额实现翻倍增长，业务成长空间广阔。公司定增项目资金也将用于南京年产 3.7 万吨特种产品饲料添加剂项目，西班牙 Burgos 特种产品饲料添加剂项目，进一步提升公司特种产品竞争力。

表7：公司盈利预测拆分（亿元）

业务分类	假设项	2023	2024	2025E	2026E	2027E
功能性产品	营收	88	116	122	128	147
	营收yoy	-15%	32%	5%	5%	15%
	成本	77	86	90	95	108
	成本yoy	-3%	11%	5%	5%	13%
	毛利率	12%	26%	26%	26%	27%
特种产品	营收	36	39	43	47	52
	营收yoy	8%	9%	10%	10%	10%
	成本	21	22	25	27	30
	成本yoy	17%	9%	13%	8%	8%
	毛利率	43%	43%	41%	42%	43%
合计	营收	132	155	165	175	199
	营收yoy	-9%	18%	6%	6%	14%
	成本	104	108	116	122	137
	成本yoy	-2%	5%	7%	6%	12%
	毛利率	21%	30%	30%	30%	31%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别 165、175、199 亿元，同比增速分别 6%、6%、14%；归母净利润分别 16、17、21 亿元，同比增速分别 29%、11%、20%。

5.2. 估值与评级

结论：综合 3 种相对估值方法的结果，我们认为公司 2025 年的合理估值在 276-291 亿元之间，按照 2025 年 9 月 26 日的收盘价，公司市值为 252 亿元，存在低估；我们认为公司 2027 年的合理估值在 356-403 亿元之间，相较于 2025 年 9 月 26 日的公司估值，存在 41-60% 的上行空间。考虑到公司海外液蛋脱瓶颈项目&国内泉州固蛋项目&南京特种产品本地化产能建设有序推进，特种产品蓬勃发展，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 对公司整体业务进行相对估值

安迪苏的业务分为两类：功能性产品（蛋氨酸、全系列维生素）、特种产品（提升消化性能产品、提升动物健康水平类产品、提升饲料品质类产品、提升产品质量和价值类产品）。

我们选取业务相近的 6 家国内上市公司作为可比公司：新和成、安琪酵母、金达威、蔚蓝生物、溢多利、美农生物。1) **新和成**：我国精细化工龙头企业，主营业务为营养品（维生素、蛋氨酸等）、香精香料、新材料等，与安迪苏的功能性产品业务类似；2) **安琪酵母**：全球酵母行业的龙头企业，主营业务为面包酵母、酵母抽提物、酿酒酵母、生物饲料添加剂、营养保健产品、食品原料等，与安迪苏的特种产品类似；3) **金达威**：从事保健食品和饲料添加剂的研发、生产及销售业务，主营业务为辅酶 Q10、维生素等，与安迪苏的功能性产品较为类似；4) **蔚蓝生物**：国内较早进入微生态领域的企业，主营业务为酶制剂、微生态、动物保健品等，与安迪苏的特种产品类似；5) **溢多利**：公司是专业生物技术企业，聚焦生物酶制剂、生物合成品、植物提取物三大核心业务，与安迪苏的特种产品业务类似；6) **美农生物**：公司是专业从事饲料添加剂和酶解蛋白饲料原料研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品有：诱食剂、甜味剂、酸化剂、植物提取物、丁酸钠、丁酸甘油酯、乳化剂、小肽等，与安迪苏的特种产品业务相关。

根据 Wind 一致预期与我们的预测，2025 年可比公司 PE 均值为 24 倍，公司 2025 年的 PE 值为 16 倍，公司估值水平显著低于可比公司。考虑到公司功能性产品板块成本优势显著，同时欧洲液蛋工厂脱瓶颈项目推进，后续推进泉州固蛋项目；特种产品持续丰富产品矩阵，后续推进南京特种产品项目，推出升级版创新产品，巩固全球领先地位，我们看好公司整体的成长性。

表8：国内可比上市公司相对估值（参考 2025 年 9 月 26 日收盘价）

代码	公司名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				PB (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002001.SZ	新和成*	23.7	727	58.7	60.0	69.4	73.5	12.4	12.1	10.5	9.9	2.5	2.1	1.9	1.6
600298.SH	安琪酵母	40.5	352	13.2	16.0	18.6	21.2	26.6	22.1	18.9	16.6	3.2	2.9	2.6	2.4
002626.SZ	金达威	18.6	114	3.4	5.0	6.6	8.2	33.2	22.6	17.1	13.9	2.7	2.5	2.3	2.0
603739.SH	蔚蓝生物	13.7	35	0.6	0.9	1.0	1.1	55.3	40.2	35.1	30.9	2.0	1.9	1.9	1.8
300381.SZ	溢多利	6.7	33	0.3	-	-	-	106.5	-	-	-	1.3	-	-	-
301156.SZ	美农生物	17.8	25	0.5	-	-	-	50.5	-	-	-	3.4	-	-	-
行业平均								47.4	24.2	20.4	17.8	2.5	2.4	2.2	1.9
600299.SH	安迪苏	9.4	252	12.0	15.6	17.3	20.9	21.0	16.2	14.6	12.1	1.6	1.4	1.4	1.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：标*为自行预测，标-为没有 Wind 一致预期，其他为 Wind 一致预期

➤ 将公司业务拆分为功能性产品和特种产品进行分部相对估值

我们认为，对安迪苏进行整体 PE 估值存在以下误差：

1）安迪苏拥有丰富品类的特种产品，占公司营收、毛利的比重较大，而国内可比公司的相关业务体量较小，我们认为直接使用国内可比公司的整体 PE 来对比，存在一定偏差。特种产品作为安迪苏业务的双支柱之一，2023 年、2024 年的特种产品营收占总营收的比例分别为 27%、25%，特种产品毛利占总毛利的比例分别为 54%、36%，且公司在年报中披露，长期来看特种产品的销售收入将实现翻倍，因此需要对公司的特种产品加以重视。

2）安迪苏所得税税率高于国内可比公司，2023 年、2024 年所得税税率为 18%、23%，而可比公司新和成的所得税税率为 16%、15%，主要因为安迪苏的海外工厂所适用的所得税率较高。由于 PE 相对估值法，采用的是不同企业的扣除所得税后的归母净利润作为对比参考，我们认为对于安迪苏，采用税前的财务指标来对比更为合适。

因此我们采取分部估值法对公司进行估值。

首先,我们对安迪苏的功能性产品以及特种产品的国外、国内可比公司进行了梳理,包括各公司归母净利润以及 PE、EV/EBITDA 估值情况:

表9: 公司功能性产品的国外、国内可比公司及估值情况 (参考 2025 年 9 月 26 日收盘价)

产品类别	具体产品	区域	可比公司	公司介绍	2024年归母净利润 (亿RMB)	PE (TTM)	2025E EV/EBITDA
功能性产品	蛋氨酸	国外	Evonik赢创	特种化工巨头, 动物营养板块主打蛋氨酸, 全球液体蛋氨酸市占率第一。	16.7	16	7
		国内	新和成	中国维生素&蛋氨酸龙头, 拥有固蛋产能37万吨, 在山东与中石化合资新建18万吨液蛋产能。	58.7	10	7

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

表10: 公司特种产品的国外、国内可比公司及估值情况 (参考 2025 年 9 月 26 日收盘价)

产品类别	具体产品	区域	可比公司	公司介绍	2024年归母净利润 (亿RMB)	PE (TTM)	2025E EV/EBITDA
提升产品质量和价值类产品	过瘤胃包被氨基酸	国外	Balchem拜切	专注人类与动物营养封装技术, 核心产品包被氨基酸、胆碱、矿物质与香精。	9.2	34	21
			Ajinomoto味之素	全球氨基酸龙头, 主导味精、呈味核苷酸及医药/运动营养氨基酸, 向食品、饲料和健康领域延伸。	41.1	57	23
提升消化性能类产品	酶制剂	国外	IFF国际香精香料公司	提供饲用香精、甜味剂与益生菌, 主打诱食、抑味及肠道健康解决方案。	17.5	-40	30
			Dupont杜邦	丹尼斯克酶制剂、益生菌与抗氧化剂, 专注无抗与饲料转化率提升。	50.5	-164	19
			Associated British Foods英联食品	生产基地位于英国与德国, 销售网络遍及欧盟、北美及亚太市场, 是全球饲料酶制剂主要进口供应商之一。	135.7	11	7
			BASF巴斯夫	化工巨头, 动物营养提供VA/VE/D3、胆碱与酶制剂。	97.7	98	10
		国内	蔚蓝生物	微生物生态与酶制剂, 产品包括芽孢杆菌、乳酸菌及复合酶, 提供无抗替代与肠道健康解决方案。	0.6	58	17
提升饲料品质类产品	适口性产品	国内	美农生物	与肠道健康, 产品香味剂、甜味剂及丁酸钠, 国内猪料风味剂市占率居前, 服务集团客户。	0.5	47	-
提升动物健康水平类产品	有机硒、益生菌、丁酸钠和植物提取素	国内	安琪酵母	中国酵母龙头, 提供酵母水解物、酵母硒及酵母培养物, 作为“替抗”与诱食方案, 在饲料与水产领域快速放量。	13.2	25	16

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

注: 标注“-”表明 Bloomberg 数据缺失

其次,我们对公司的归母净利润、EBITDA 值进行了拆分及预测:

表11: 公司归母净利润、EBITDA 分板块拆分及预测

归母净利润拆分				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品	9.0	11.7	12.5	14.8
功能性产品yoy		31%	7%	19%
特种产品	3.1	3.8	4.8	6.0
特种产品yoy		25%	25%	25%
合计归母净利润	12	16	17	21
合计归母净利润yoy		29%	11%	20%
EBITDA拆分				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品	27	28	30	34
功能性产品yoy		5%	6%	14%
特种产品	8	9	11	12
特种产品yoy		15%	15%	15%
合计EBITDA	35	37	41	46
合计EBITDA yoy		7%	9%	14%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

最后，我们使用 3 种分部估值方法，对公司进行估值测算，汇总得到的结果如下。

表12: 公司分部估值总结表

1、纯PE

归母净利润拆分				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品	9	12	13	15
特种产品	3	4	5	6

给PE值				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品		15	15	15
特种产品		30	30	30

市值拆分				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品		176	188	223
特种产品		115	144	180
对应公司估值		291	332	403
对应市值上涨空间		15%	32%	60%

2、部分EV/EBITDA

功能性产品给PE值，特种产品给EV/EBITDA值

	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品归母净利润	9	12	13	15
功能性产品PE		15	15	15
功能性产品市值		176	188	223
特种产品EBITDA	8	9	11	12
特种产品EV/EBITDA		11	11	11
特种产品EV		104	120	137
特种产品市值		100	115	133
对应公司估值		276	303	356
对应市值上涨空间		9%	20%	41%

3、公司整体EV/EBITDA

公司整体给EV/EBITDA值				
	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	35	37	41	46
安迪苏EV/EBITDA		11	11	11
对应公司估值		412	447	509
对应市值上涨空间		63%	77%	102%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

注：2025 年 9 月 26 日收盘价，对应公司市值 252 亿元

1) 功能性产品、特种产品均使用 PE 估值

我们预计 2025 年公司功能性产品、特种产品归母净利润分别为 12、4 亿元（2024 年，我们估算功能性产品、特种产品归母净利润分别为 9、3 亿元），采用 PE 估值法给予公司功能性产品 2025 年 15 倍 PE，给予公司特种产品 2025 年 30 倍 PE，合计对应 2025、2026、2027 年公司估值分别为 291、332、403 亿元，与 2025 年 9 月 26 日收盘价对应市值 252 亿元相比，对应涨幅空间分别为 15%、32%、60%。

表13：分部估值测算过程 1

归母净利润拆分				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品	9	12	13	15
特种产品	3	4	5	6

给PE值				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品		15	15	15
特种产品		30	30	30

市值拆分				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品		176	188	223
特种产品		115	144	180
对应公司估值		291	332	403
对应市值上涨空间		15%	32%	60%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年 9 月 26 日收盘价，对应公司市值 252 亿元

我们给予功能性产品、特种产品 PE 倍数的理由如下：

①功能性产品：公司在蛋氨酸行业市占率领先，且为下游客户使用液蛋产品提供相应的添加量的指导和后续饲料检测服务，更具备定制化服务属性，因此能给到相比于同行业蛋氨酸公司更高的估值。此外，公司持续推进海外蛋氨酸脱瓶颈，并且在中国泉州新建固蛋项目，具备成长性，给予安迪苏功能性产品估值 15 倍 PE。公司为全球液体蛋氨酸的领导者，也是全球少数几家能够同时生产液体和固体蛋氨酸的生产商之一，在中国和欧洲均拥有一体化生产平台。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有 59 万吨/年液蛋及 8 万吨/年固蛋产能，且有中国泉州 15 万吨/年固蛋项目在建，在蛋氨酸行业的市占率将进一步提升。此外，公司以罗迪美品牌销售蛋氨酸，在“全球布局及全球供应”评比中被重点客户评为液体蛋氨酸类最佳品牌。液体蛋氨酸相比于固体蛋氨酸更具备特殊性，公司创新推出“产品+设备+服务”整体解决方案，为客户提供精准添加服务，并通过饲料功效监测平台优化配方效率。这种以客户需求为导向的生态化服务模式，使客户粘性显著提升。根据 Bloomberg，按照 2025 年 9 月 26 日的收盘价，国外可比公司 Evonik 赢创的 PE(TTM)值为 16 倍，国内可比公司新和成的 PE(TTM)值为 10 倍。我们考虑赢创

在海外上市，海外市场整体估值更高。安迪苏在国内上市，存在一定估值折价，但相较于赢创，安迪苏更具成长性。另外，我们考虑安迪苏的功能性产品当前以液蛋为主，与新和成的固蛋相比，更具备客户服务特性。因此我们综合考虑，给予安迪苏功能性产品 15 倍 PE。

②特种产品：公司特种产品品类丰富，且产能处于持续扩张中，制定了长期销售额翻倍的目标。我们综合国内、国外特种产品的估值，给予安迪苏特种产品行业平均估值 30 倍 PE。公司是全球领先的提供高度专业化、高附加值产品和服务的特种饲料添加剂供应商，提供的产品适用于所有动物品类，包括家禽、猪、反刍动物和水产。公司相继于 2018 年、2020 年及 2023 年完成三次海外并购，这些战略性投资有效扩充了公司特种产品产品线矩阵。后续，公司定增项目资金也将用于南京年产 3.7 万吨特种产品饲料添加剂项目和西班牙 Burgos 特种产品饲料添加剂项目，进一步提升公司特种产品竞争力。根据 Bloomberg，按照 2025 年 9 月 26 日的收盘价，国外可比公司 Balchem 拜切、Ajinomoto 味之素的 PE(TTM)值分别为 34、57 倍，均值为 46 倍；国内可比公司蔚蓝生物、安琪酵母的 PE(TTM)值分别为 58、25 倍，均值为 42 倍。综合考虑安迪苏特种产品在国外以及国内的可比公司的估值情况，以及 Ajinomoto 味之素和蔚蓝生物的 PE(TTM)值偏高，我们给予安迪苏特种产品 30 倍 PE。

2) 功能性产品使用 PE 估值，特种产品使用 EV/EBITDA 估值

我们预计 2025 年公司功能性产品归母净利润为 12 亿元，特种产品 EBITDA 为 9 亿元（2024 年，我们估算功能性产品归母净利润分别 9 亿元，特种产品 EBITDA 为 8 亿元），采用 PE 估值法给予公司功能性产品 2025 年 15 倍 PE，给予公司特种产品 2025 年 11 倍 EV/EBITDA，合计对应 2025、2026、2027 年公司估值分别为 276、303、356 亿元，与 2025 年 9 月 26 日收盘价对应市值 252 亿元相比，对应涨幅空间分别为 9%、20%、41%。

表14：分部估值测算过程 2

功能性产品给PE值，特种产品给EV/EBITDA值				
	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品归母净利润	9	12	13	15
功能性产品PE		15	15	15
功能性产品市值		176	188	223
特种产品EBITDA	8	9	11	12
特种产品EV/EBITDA		11	11	11
特种产品EV		104	120	137
特种产品市值		100	115	133
对应公司估值		276	303	356
对应市值上涨空间		9%	20%	41%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年 9 月 26 日收盘价，对应公司市值 252 亿元

我们给予功能性产品 PE 倍数，给予特种产品 EV/EBITDA 倍数的理由如下：

①功能性产品：公司功能性产品主要为蛋氨酸，而蛋氨酸行业已较为成熟，后续仅安迪苏有明确的新增产能规划，下游需求也较为旺盛，蛋氨酸行业后续盈利水平有望持续。安迪苏的蛋氨酸产能也主要集中于中国，并且将在福建泉州新增固蛋产能，加大国内布局。因此我们认为对于安迪苏的功能性产品业务，采用 PE 估值指标较为合适。公司在蛋氨酸行业市占率领先，且为下游客户使用液蛋产品提供相应的添加量的指导和后续饲料检测服务，更具备定制化服务属性，因此能给到相比于同行业蛋氨酸公司更高的估值。此外，公司持续推进海外蛋氨酸脱瓶颈，并且在中国泉州新建固蛋项目，具备成长性，给予安迪苏功能性产品估值 15 倍 PE。

②特种产品：动物饲料添加剂行业的特种产品主要由国外公司生产，而安迪苏的海外工厂所适用的所得税率高于其他国内公司的所得税率，因此我们认为对于安迪苏的特种产品业务，采用税前的财务指标来对比更为合适，例如 EV/EBITDA 值。公司特种产品品类丰富，且产能处于持续扩张中，制定了长期销售额翻倍的目标。我们综合国内、国外特种产品的估值，给予安迪苏特种产品 11 倍 EV/EBITDA。根据 Bloomberg，按照 2025 年 9 月 26 日的收盘价，国外可比公司 Balchem 拜切、Ajinomoto 味之素的 2025 年预计的 EV/EBITDA 值分别为 21、23 倍，均值为 22 倍，国内可比公司蔚蓝生物、安琪酵母的 2025 年预计的 EV/EBITDA 值分别为 17、16 倍。考虑到国内公司相比于海外公司具有一定的估值折价，公司在特种产品的营收和利润比例也低于国内可比公司蔚蓝生物和安琪酵母，并且安琪酵母的酵母系列产品规模已居全球第二，市场地位高。而公司的特种产品品类较多，目前并未在细分赛道达到这样的规模和行业地位。我们给予安迪苏特种产品 11 倍的 EV/EBITDA 值。

3) 公司整体使用 EV/EBITDA 估值

我们预计 2025 年公司功能性产品、特种产品 EBITDA 分别为 28.9 亿元(2024 年, 我们估算功能性产品、特种产品 EBITDA 为分别为 27、8 亿元), 采用 EV/EBITDA 估值法给予公司整体 2025 年 11 倍 EV/EBITDA, 合计对应 2025、2026、2027 年公司估值分别为 412、447、509 亿元, 与 2025 年 9 月 26 日收盘价对应市值 252 亿元相比, 对应涨幅空间分别为 63%、77%、102%。计算得到的公司合理市值与上述其他估值方法存在较大偏差, 因此不采用此种估值方法。

表15: 分部估值测算过程 3

公司整体给EV/EBITDA值				
	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	35	37	41	46
安迪苏EV/EBITDA		11	11	11
对应公司估值		412	447	509
对应市值上涨空间		63%	77%	102%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2025 年 9 月 26 日收盘价, 对应公司市值 252 亿元

我们给予公司整体 EV/EBITDA 倍数的理由如下: 公司生产主要分布在全球 5 个生产基地, 其中欧洲 3 个, 中国 2 个, 分别位于法国的 Les Roches 和 Roussilon, 西班牙的 Burgos, 以及中国南京和中国泉州(在建)。截至 2025 年 6 月 30 日, 安迪苏的产品生产以海外为主, 而海外工厂所适用的所得税率高于其他国内公司的所得税率, 因此我们认为对于安迪苏的整体业务, 采用税前的财务指标来对比也更为合适, 例如 EV/EBITDA 值。公司蛋氨酸产能全球领先, 且在中国泉州新建固蛋工厂, 相比于同行业公司, 更具有成长性。公司特种产品品类丰富, 且产能处于持续扩张中, 制定了长期销售额翻倍的目标。我们综合国内、国外特种产品的估值, 考虑到国内公司相比于海外公司具有一定的估值折价, 我们给予安迪苏公司整体 11 倍的 EV/EBITDA 值。

结论: 考虑到公司海外液蛋脱瓶颈项目&国内泉州固蛋项目&南京特种产品本地化产能建设有序推进, 特种产品蓬勃发展, 我们看好公司发展前景, 并通过 3 种相对估值方法测算公司合理估值, 我们认为公司被低估。

6. 风险提示

宏观经济波动：公司在多个国家有业务布局，经营业绩与财务状况受全球宏观经济影响较大。

市场竞争加剧：公司功能性产品、特种产品领域，均有国内外规模较大的企业布局。若国内外其他企业新增扩产计划，提升市场占有率，可能对产品价格及公司行业地位造成影响。

新产能投放不及预期：若公司欧洲脱瓶颈项目或国内部分新建项目开展缓于预期，将影响公司经营业绩及现金流水平。

原材料价格波动：公司主要原材料主要为丙烯、硫、甲醇、氨及天然气，若原材料价格大幅波动，将影响公司产品盈利水平。

产品研发、技术升级换代的风险：若竞争对手更好地改进生产工艺，公司竞争地位将被削弱，将对公司经营业绩造成不利影响。

安迪苏三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,396	9,332	10,931	13,119	营业总收入	15,534	16,506	17,546	19,941
货币资金及交易性金融资产	1,266	3,958	5,265	6,786	营业成本(含金融类)	10,841	11,569	12,227	13,724
经营性应收款项	2,075	2,206	2,344	2,662	税金及附加	73	77	82	93
存货	2,428	2,591	2,739	3,074	销售费用	1,351	1,436	1,526	1,734
合同资产	0	0	0	0	管理费用	907	963	1,024	1,196
其他流动资产	627	577	583	597	研发费用	442	347	368	419
非流动资产	15,861	15,858	15,806	15,639	财务费用	56	31	6	(3)
长期股权投资	108	108	108	108	加:其他收益	28	41	44	50
固定资产及使用权资产	8,713	9,113	9,332	9,385	投资净收益	(98)	(66)	(70)	(80)
在建工程	1,564	1,251	1,001	801	公允价值变动	(33)	0	0	0
无形资产	2,039	2,019	1,999	1,979	减值损失	(35)	(20)	(20)	(20)
商誉	2,046	2,046	2,046	2,046	资产处置收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	1,725	2,038	2,266	2,727
其他非流动资产	1,389	1,318	1,318	1,318	营业外净收支	(151)	0	0	0
资产总计	22,257	25,190	26,737	28,758	利润总额	1,575	2,038	2,266	2,727
流动负债	3,877	4,176	4,381	4,849	减:所得税	369	478	531	639
短期借款及一年内到期的非流动负债	457	582	582	582	净利润	1,205	1,560	1,735	2,088
经营性应付款项	1,767	1,886	1,993	2,237	减:少数股东损益	1	1	2	2
合同负债	112	66	70	80	归属母公司净利润	1,204	1,559	1,733	2,086
其他流动负债	1,541	1,642	1,736	1,950					
非流动负债	2,811	3,377	3,677	3,977	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.58	0.65	0.78
长期借款	926	1,526	1,826	2,126					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	1,914	2,069	2,272	2,723
租赁负债	314	314	314	314	EBITDA	3,490	3,742	4,063	4,630
其他非流动负债	1,571	1,537	1,537	1,537					
负债合计	6,688	7,553	8,058	8,826	毛利率(%)	30.21	29.91	30.32	31.18
归属母公司股东权益	15,542	17,609	18,649	19,900	归母净利率(%)	7.75	9.44	9.88	10.46
少数股东权益	27	29	31	32					
所有者权益合计	15,570	17,637	18,679	19,932	收入增长率(%)	17.83	6.25	6.30	13.65
负债和股东权益	22,257	25,190	26,737	28,758	归母净利润增长率(%)	2,208.66	29.42	11.20	20.34

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,945	3,404	3,596	3,971	每股净资产(元)	5.80	6.57	6.95	7.42
投资活动现金流	(1,634)	(1,813)	(1,831)	(1,841)	最新发行在外股份 (百万股)	2,682	2,682	2,682	2,682
筹资活动现金流	(1,017)	1,007	(458)	(610)	ROIC(%)	8.48	8.49	8.39	9.40
现金净增加额	228	2,693	1,307	1,521	ROE-摊薄(%)	7.75	8.85	9.29	10.48
折旧和摊销	1,577	1,673	1,792	1,907	资产负债率(%)	30.05	29.98	30.14	30.69
资本开支	(1,613)	(1,830)	(1,761)	(1,761)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.96	16.19	14.56	12.10
营运资本变动	(13)	(55)	(86)	(200)	P/B (现价)	1.62	1.43	1.35	1.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>