

公司研究

23年业绩承压下行，蛋氨酸景气触底回暖

——安迪苏(600299.SH)2023年度业绩预减公告点评

买入（维持）

当前价：7.48元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

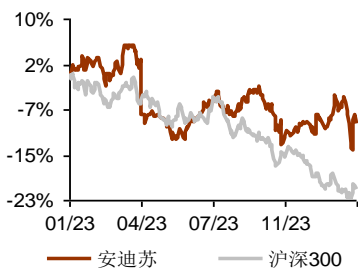
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.82
总市值(亿元):	200.61
一年最低/最高(元):	7.19/9.30
近3月换手率:	9.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.06	9.07	7.36
绝对	-8.11	-0.93	-13.69

资料来源：Wind

相关研报

蛋氨酸、维生素景气下行 23H1 业绩承压，蛋氨酸产能持续扩张——安迪苏

(600299.SH)2023年半年报点评

(2023-08-06)

需求疲软成本上行 22 年业绩承压下滑，特

种产品持续发力——安迪苏

(600299.SH)2022 年年报点评

(2023-04-05)

要点

事件：

公司发布 2023 年度业绩预减公告，2023 年公司预计实现归母净利润 0.52 亿元，同比-96%，实现扣非后归母净利润 0.34 亿元，同比-97%；其中 Q4 单季度预计实现归母净利润 0.86 亿元，同比-17%，环比+1.54 亿元。

点评：

需求疲软成本上行，23 年业绩承压下滑：2023 年公司功能性产品营业收入 88.1 亿元，同比-15%，特种产品营业收入 35.9 亿元，同比+8%；其中，23Q4 功能性产品营业收入 24.1 亿元，环比+8%，特种产品营业收入 9.7 亿元，环比+10%。公司主营产品毛利下滑，功能性产品与特种产品 23 年毛利分别为 11.6 亿元、15.3 亿元，同比-52%、-2%。因功能性产品价格大幅下跌叠加原材料、能源成本上升的双重挤压，23 年业绩承压下滑。其中 23Q4 功能性产品与特种产品毛利分别为 5.3 亿元、4.8 亿元，同比+231%、+37%。Q4 单季度表现来看，随着蛋氨酸景气度持续回暖，公司盈利能力显著改善，销售收入环比+8.5%，毛利环比+71%。

蛋氨酸供需格局改善，价格底部反弹带动业绩改善：2023 年 Q4 蛋氨酸国内均价 21.4 元/千克，同比+3%，环比+19%。海外工厂减产推动蛋氨酸价格回升，2023Q2、Q3，希杰通过降低产能利用率来改造其马来西亚工厂的蛋氨酸生产线，释放约 40% 的蛋氨酸产能来转产缬氨酸和异亮氨酸。赢创宣布在 2023 年 Q4 和 2024 年 Q1 降低其新加坡工厂的产能利用率，实施 4 万吨产能扩张项目。伴随现有产能的暂时关闭和新产能的延迟，蛋氨酸供给将显著趋紧。此外，受人口不断增长、现代化畜禽养殖业不断发展、发展中国家饮食结构改变的影响，亚洲地区蛋氨酸需求快速增长，其中，我国已成为全球最大的蛋氨酸消费国，具备较大的需求潜力。因海外希杰马来西亚工厂和赢创新加坡工厂减产影响，叠加下游需求持续复苏，蛋氨酸价格实现底部反弹，为公司业绩增长提供支撑。

投资泉州蛋氨酸项目，蛋氨酸产能稳步扩张：公司拟投资建设 15 万吨/年固体蛋氨酸项目，预计总投资额约 49 亿元，项目建设期约为 26 个月，预计项目 2027 年投产，投资回收期为 9 年。本项目将充分利用与中国中化的整合协同效应节约资本开支和运营开支，进一步扩张蛋氨酸产能，巩固公司在蛋氨酸行业的领导地位，优化公司蛋氨酸产品结构以及国内外产能布局。公司通过持续的产业投资，扩大产能，公司欧洲生产平台连续实施多个产能扩张项目，自 2021 年 Q3 以来，欧洲项目提升 8 万吨/年的额外产能。南京工厂二期于 2022 年 Q3 投产，南京生产平台液态蛋氨酸总产能达 35 万吨。新增产能与现有工厂形成强大的协同效应及规模优势，公司的成本竞争优势将持续强化，公司业绩届时有望进一步增厚。

盈利预测、估值与评级：蛋氨酸、维生素价格下跌至历史低位，公司盈利能力下滑，因此我们下调公司 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.52（下调 87%）/8.33（下调 35%）/10.92（下调 24%）亿元，折合 EPS 分别为 0.02/0.31/0.41 元。公司蛋氨酸产能扩张稳步推进，特种产品逆势增长，双支柱助力公司发展，因此维持“买入”评级。

风险提示：养殖业下游需求变弱；蛋氨酸产能投放进度不达预期；原材料价格波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12,869	14,529	15,155	16,670	18,337
营业收入增长率	8.05%	12.90%	4.31%	10.00%	10.00%
净利润（百万元）	1,472	1,247	52	833	1,092
净利润增长率	8.88%	-15.29%	-95.80%	1488.80%	31.17%
EPS（元）	0.55	0.46	0.02	0.31	0.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.44%	8.35%	0.36%	5.41%	6.75%
P/E	14	16	383	24	18
P/B	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-01-31

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,869	14,529	15,155	16,670	18,337
营业成本	8,475	10,532	12,487	12,820	13,910
折旧和摊销	1,118	1,259	1,277	1,329	1,399
税金及附加	69	45	47	52	57
销售费用	1,197	1,163	1,213	1,335	1,468
管理费用	644	700	730	803	883
研发费用	341	355	370	407	448
财务费用	17	169	217	220	232
投资收益	-1	-10	0	-4	-4
营业利润	2,065	1,503	105	1,042	1,354
利润总额	2,049	1,541	144	1,080	1,392
所得税	513	291	27	204	263
净利润	1,536	1,250	117	876	1,129
少数股东损益	64	3	64	44	37
归属母公司净利润	1,472	1,247	52	833	1,092
EPS(元)	0.55	0.46	0.02	0.31	0.41

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,602	1,729	1,499	2,069	2,325
净利润	1,472	1,247	52	833	1,092
折旧摊销	1,118	1,259	1,277	1,329	1,399
净营运资金增加	333	1,588	150	419	491
其他	-321	-2,365	19	-512	-658
投资活动产生现金流	-2,443	-1,801	-1,547	-1,558	-2,252
净资本支出	-2,313	-1,531	-1,550	-1,550	-2,250
长期投资变化	265	276	0	0	0
其他资产变化	-395	-546	3	-8	-2
融资活动现金流	-631	-1,164	1,222	-314	144
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	8	1,047	1,826	-101	610
无息负债变化	287	-137	842	209	388
净现金流	-654	-1,318	1,174	197	217

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	34.1%	27.5%	17.6%	23.1%	24.1%
EBITDA 率	25.5%	21.4%	10.6%	15.6%	16.3%
EBIT 率	16.8%	12.7%	2.1%	7.7%	8.7%
税前净利润率	15.9%	10.6%	0.9%	6.5%	7.6%
归母净利润率	11.4%	8.6%	0.3%	5.0%	6.0%
ROA	7.3%	5.9%	0.5%	3.6%	4.3%
ROE (摊薄)	10.4%	8.3%	0.4%	5.4%	6.7%
经营性 ROIC	10.5%	8.4%	1.4%	5.5%	6.3%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	26%	30%	38%	37%	38%
流动比率	1.61	1.60	1.44	1.53	1.44
速动比率	1.11	0.98	0.89	0.97	0.92
归母权益/有息债务	15.08	7.53	3.83	4.15	3.75
有形资产/有息债务	17.88	8.64	5.12	5.51	5.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	20,906	21,343	23,723	24,669	26,512
货币资金	2,115	796	1,970	2,167	2,384
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,881	1,966	2,051	2,256	2,482
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	170	177	195	214
存货	2,033	2,371	3,122	3,205	3,478
其他流动资产	340	687	718	794	877
流动资产合计	6,470	6,102	8,168	8,749	9,578
其他权益工具	246	263	263	263	263
长期股权投资	265	276	276	276	276
固定资产	6,749	9,158	8,631	8,217	8,117
在建工程	2,578	517	1,175	1,669	2,407
无形资产	2,153	2,065	2,073	2,076	2,084
商誉	1,871	1,924	1,924	1,924	1,924
其他非流动资产	20	28	35	35	35
非流动资产合计	14,436	15,242	15,555	15,920	16,933
总负债	5,480	6,391	9,058	9,166	10,163
短期借款	578	850	1,876	1,775	2,385
应付账款	1,659	1,537	2,248	2,308	2,504
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	7	38	114	197
流动负债合计	4,012	3,808	5,657	5,720	6,667
长期借款	16	844	1,644	1,644	1,644
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	540	408	427	472	522
非流动负债合计	1,468	2,582	3,401	3,446	3,496
股东权益	15,426	14,953	14,664	15,503	16,348
股本	2,682	2,682	2,682	2,682	2,682
公积金	1,815	1,602	1,607	1,690	1,800
未分配利润	10,824	11,550	11,192	11,903	12,602
归属母公司权益	14,094	14,934	14,581	15,376	16,184
少数股东权益	1,331	19	83	127	164

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	9.30%	8.01%	8.01%	8.01%	8.01%
管理费用率	5.01%	4.82%	4.82%	4.82%	4.82%
财务费用率	0.13%	1.17%	1.43%	1.32%	1.26%
研发费用率	2.65%	2.44%	2.44%	2.44%	2.44%
所得税率	25%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.18	0.15	0.01	0.11	0.14
每股经营现金流	0.97	0.64	0.56	0.77	0.87
每股净资产	5.26	5.57	5.44	5.73	6.03
每股销售收入	4.80	5.42	5.65	6.22	6.84

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	14	16	383	24	18
PB	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.0	7.4	14.9	9.1	8.2
股息率	2.4%	2.0%	0.2%	1.4%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP