

投资评级 优于大市 维持

2022 年扣非净利润同比增长 101.69%， Q4 管理费用同比增长 59.26%

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 03月08日收盘价(元) | 10.08 |
| 52周股价波动(元) | 7.20-13.50 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 3042/3042 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 30668/30668 |

相关研究

《2022H1 扣非后归母净利润预计同比增长 155% - 165%，股份回购注销彰显长期发展信心》2022.07.11

《21 年扣非净利同比增长 123.89%，合成生物学值得重点关注》2022.03.18

市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|------|------|
| 绝对涨幅 (%) | -1.4 | -1.5 | -1.1 |
| 相对涨幅 (%) | -0.3 | -2.8 | -3.0 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

投资要点:

- 2022 年扣非净利同比增长 101.69%**。2022 年公司实现营收 279.37 亿元，同比增加 21.14%；扣非净利润 42.20 亿元，同比增加 101.69%。公司 2022Q4 营收 71.16 亿元，环比增加 7.79%，同比增加 8.60%；2022Q4 管理费用 4.55 亿元，环比增加 124.77%，同比增加 59.26%，主要系公司利润增长员工绩效奖金增加；2022Q4 扣非净利润 8.36 亿元，环比降低 2.15%，同比增加 8.83%。
- 公司业绩增长主要受益于公司产品量价齐增**。根据卓创资讯，2022 年味精均价 9685.4 元/吨，同比增加 7.7%；I+G 均价 94.4 元/公斤，同比增加 10.2%；黄原胶均价 40568.73 元/吨，同比增加 63.7%。
- 深耕合成生物学技术，未来持续拓展新领域**。公司 2010 年起深耕合成生物学领域，核心能力覆盖从菌种设计-构建-发酵-分离提取到产品的各个环节。2022 年公司研发在多菌种平台构筑、菌种迭代、潜在产品技术储备等方面增加投入，以菌株构建为平台构建核心技术，构筑了大肠杆菌等的底盘菌开发平台以及基于酶生物转化的技术平台，为未来生产更多产品提供可能。公司未来将进一步覆盖到其他医药中间体、功能食品等合成生物学应用新领域。
- 截至 2 月底累计回购股票 7849 万股，持续性员工持股计划促进长期发展**。2022 年 6 月 9 日，公司审议通过《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的议案》，回购股份注销用于减少注册资本。截至 2023 年 2 月底公司已回购股份 7849 万股，占股本总数 2.58%，支付总金额约 8 亿元。截至 2023 年 1 月 28 日，公司 2023 年员工持股计划专户在二级市场上通过集中竞价交易方式累计买入公司股票 2826.08 万股，占总股本 0.93%，成交金额 2.95 亿元，成交均价 10.45 元/股，公司 2023 年员工持股计划已完成购买计划，购买股票按照规定予以锁定，未来分两期解锁。公司发布 2022 年年度利润分配方案（预案），公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.4 元（含税），拟派发现金红利总额 12.17 亿元（含税）。
- 盈利预测与估值**：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 45.15、50.22、55.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.48 元、1.65 元、1.82 元。参考同行业公司，我们给予公司 2023 年 PE10-12 倍（对应 PB 为 2.50-2.99 倍），对应合理价值区间 14.80-17.76 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示**：产品价格下跌，下游需求不及预期，在建产能进度不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 23061 | 27937 | 29805 | 34318 | 37112 |
| (+/-)YoY(%) | 35.3% | 21.1% | 6.7% | 15.1% | 8.1% |
| 净利润(百万元) | 2402 | 4406 | 4515 | 5022 | 5551 |
| (+/-)YoY(%) | 144.6% | 83.4% | 2.5% | 11.2% | 10.5% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.79 | 1.45 | 1.48 | 1.65 | 1.82 |
| 毛利率(%) | 19.4% | 25.1% | 25.4% | 25.6% | 25.8% |
| 净资产收益率(%) | 22.5% | 32.6% | 25.0% | 21.8% | 19.4% |

 资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:
销量假设:

- 1) 氨基酸: 根据 2021-22 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 98%;
- 2) 食品味觉性状优化产品: 根据 2021-22 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 99%;

价格假设:

- 1) 氨基酸: 根据 2022 年价格, 假设 2023-25 价格为 6600 元/吨、6900 元/吨、6800 元/吨;
- 2) 食品味觉性状优化产品: 根据 2022 年价格, 假设 2023-25 年价格为 8300 元/吨、8800 元/吨、8800 元/吨;

毛利率假设:

- 1) 氨基酸: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 24%、24.5%、24.5%;
- 2) 食品味觉性状优化产品: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 24%、24.5%、24.5%;
- 3) 综合业务及其他: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 40%、37%、37%;
- 4) 其他业务: 根据 2020-2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 4.40%、4.00%、4.00%。

表 1 梅花生物分业务盈利预测

| 项目 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入 (百万元) | 27937.15 | 29804.91 | 34317.80 | 37112.16 |
| 总成本 (百万元) | 20915.78 | 22227.84 | 25521.38 | 27548.64 |
| 总毛利 (百万元) | 7021.37 | 7577.07 | 8796.42 | 9563.52 |
| 总毛利率 | 25.13% | 25.42% | 25.63% | 25.77% |
| 氨基酸 | | | | |
| 收入 (百万元) | 15455.97 | 15797.31 | 18252.79 | 19427.31 |
| 成本 (百万元) | 11811.86 | 12005.96 | 13780.85 | 14667.62 |
| 毛利 (百万元) | 3644.11 | 3791.35 | 4471.93 | 4759.69 |
| 毛利率 | 23.58% | 24.00% | 24.50% | 24.50% |
| 食品味觉性状优化产品 | | | | |
| 收入 (百万元) | 10098.63 | 10573.18 | 12106.93 | 13075.49 |
| 成本 (百万元) | 7909.66 | 8035.62 | 9140.73 | 9871.99 |
| 毛利 (百万元) | 2188.97 | 2537.56 | 2966.20 | 3203.49 |
| 毛利率 | 21.68% | 24.00% | 24.50% | 24.50% |
| 综合业务及其他 | | | | |
| 收入 (百万元) | 2187.76 | 3081.58 | 3636.26 | 4290.79 |
| 成本 (百万元) | 1042.52 | 1848.95 | 2290.84 | 2703.19 |
| 毛利 (百万元) | 1145.24 | 1232.63 | 1345.42 | 1587.59 |
| 毛利率 | 52.35% | 40.00% | 37.00% | 37.00% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 (百万元) | 194.79 | 352.84 | 321.83 | 318.57 |
| 成本 (百万元) | 151.74 | 337.32 | 308.95 | 305.83 |
| 毛利 (百万元) | 43.04 | 15.53 | 12.87 | 12.74 |
| 毛利率 | 22.10% | 4.40% | 4.00% | 4.00% |

资料来源: WIND, 公司招股书, 海通证券研究所

表2 可比上市公司估值比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 (元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|-----------|-----------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 600305.SH | 恒顺醋业 | 12.35 | 0.14 | 0.21 | 0.28 | 88.21 | 58.81 | 44.11 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 24.36 | 0.33 | 0.45 | 0.58 | 73.82 | 54.13 | 42.00 |
| 600872.SH | 中炬高新 | 36.03 | 0.45 | 1.07 | 1.28 | 80.07 | 33.67 | 28.15 |
| 均值 | | | | | | 80.70 | 48.87 | 38.09 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为2023年3月8日收盘价, 每股收益均为Wind一致预期;

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 27937 | 29805 | 34318 | 37112 |
| 每股收益 | 1.45 | 1.48 | 1.65 | 1.82 | 营业成本 | 20916 | 22228 | 25521 | 27549 |
| 每股净资产 | 4.44 | 5.93 | 7.58 | 9.40 | 毛利率% | 25.1% | 25.4% | 25.6% | 25.8% |
| 每股经营现金流 | 1.86 | 1.88 | 2.12 | 2.28 | 营业税金及附加 | 259 | 596 | 629 | 779 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.9% | 2.0% | 1.8% | 2.1% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 441 | 565 | 772 | 742 |
| P/E | 6.96 | 6.79 | 6.11 | 5.53 | 营业费用率% | 1.6% | 1.9% | 2.3% | 2.0% |
| P/B | 2.27 | 1.70 | 1.33 | 1.07 | 管理费用 | 1011 | 1058 | 1304 | 1364 |
| P/S | 1.10 | 1.03 | 0.89 | 0.83 | 管理费用率% | 3.6% | 3.6% | 3.8% | 3.7% |
| EV/EBITDA | 4.80 | 4.31 | 3.09 | 2.10 | EBIT | 5188 | 5035 | 5663 | 6222 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 84 | 64 | 80 | 74 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 毛利率 | 25.1% | 25.4% | 25.6% | 25.8% | 资产减值损失 | -6 | 2 | 1 | 2 |
| 净利率 | 15.8% | 15.1% | 14.6% | 15.0% | 投资收益 | 24 | 215 | 139 | 208 |
| 净资产收益率 | 32.6% | 25.0% | 21.8% | 19.4% | 营业利润 | 5160 | 5337 | 5910 | 6554 |
| 资产回报率 | 18.0% | 16.2% | 14.8% | 13.9% | 营业外收支 | -7 | 11 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 23.9% | 19.4% | 17.8% | 16.2% | 利润总额 | 5153 | 5348 | 5911 | 6555 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 6596 | 6204 | 7050 | 7592 |
| 营业收入增长率 | 21.1% | 6.7% | 15.1% | 8.1% | 所得税 | 746 | 810 | 876 | 982 |
| EBIT 增长率 | 83.2% | -3.0% | 12.5% | 9.9% | 有效所得税率% | 14.5% | 15.2% | 14.8% | 15.0% |
| 净利润增长率 | 83.4% | 2.5% | 11.2% | 10.5% | 少数股东损益 | 0 | 23 | 13 | 22 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 4406 | 4515 | 5022 | 5551 |
| 资产负债率 | 44.8% | 35.3% | 31.9% | 28.0% | | | | | |
| 流动比率 | 1.49 | 2.41 | 2.97 | 3.71 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 0.82 | 1.64 | 2.18 | 2.92 | 货币资金 | 4334 | 7896 | 12856 | 18656 |
| 现金比率 | 0.65 | 1.43 | 1.98 | 2.72 | 应收账款及应收票据 | 482 | 438 | 548 | 569 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 4069 | 3951 | 4750 | 5012 |
| 应收账款周转天数 | 4.45 | 4.45 | 4.45 | 4.45 | 其它流动资产 | 1029 | 1066 | 1155 | 1210 |
| 存货周转天数 | 71.00 | 64.88 | 67.94 | 66.41 | 流动资产合计 | 9913 | 13351 | 19309 | 25448 |
| 总资产周转率 | 1.14 | 1.07 | 1.01 | 0.93 | 长期股权投资 | 19 | 16 | 13 | 9 |
| 固定资产周转率 | 2.82 | 3.09 | 3.55 | 3.91 | 固定资产 | 9912 | 9632 | 9678 | 9491 |
| | | | | | 在建工程 | 1746 | 2072 | 2138 | 2190 |
| | | | | | 无形资产 | 1109 | 1073 | 1039 | 1004 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 14578 | 14534 | 14583 | 14372 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 24490 | 27886 | 33892 | 39819 |
| 净利润 | 4406 | 4515 | 5022 | 5551 | 短期借款 | 1070 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 23 | 13 | 22 | 应付票据及应付账款 | 2845 | 2558 | 3204 | 3315 |
| 非现金支出 | 1417 | 1167 | 1386 | 1368 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 98 | -40 | 44 | -26 | 其它流动负债 | 2757 | 2972 | 3297 | 3542 |
| 营运资金变动 | -267 | 52 | -27 | 17 | 流动负债合计 | 6672 | 5530 | 6501 | 6857 |
| 经营活动现金流 | 5655 | 5717 | 6438 | 6931 | 长期借款 | 3676 | 3676 | 3676 | 3676 |
| 资产 | -1459 | -1115 | -1437 | -1159 | 其它长期负债 | 626 | 626 | 626 | 626 |
| 投资 | -270 | 3 | 4 | 3 | 非流动负债合计 | 4302 | 4302 | 4302 | 4302 |
| 其他 | -9 | 215 | 139 | 208 | 负债总计 | 10974 | 9832 | 10803 | 11158 |
| 投资活动现金流 | -1738 | -897 | -1295 | -947 | 实收资本 | 3042 | 3042 | 3042 | 3042 |
| 债权募资 | -837 | -1070 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 13516 | 18031 | 23052 | 28603 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 23 | 36 | 58 |
| 其他 | -2257 | -186 | -184 | -184 | 负债和所有者权益合计 | 24490 | 27886 | 33892 | 39819 |
| 融资活动现金流 | -3094 | -1257 | -184 | -184 | | | | | |
| 现金净流量 | 874 | 3563 | 4959 | 5801 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,永利股份

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。