

主业盈利稳健、黄原胶等支撑业绩；22Q4 维持高盈利收官

梅花生物 (600873. SH)

核心观点

(1) 业绩层面：年报和 Q4 单季业绩接近预告上限，Q4 单季基本维持 Q3 的高盈利水平。主要由于主产品价格稳健，而黄原胶及其他副产品价格强势。

(2) 未来核心看点：主业方面行业格局集中、资本开支明显减缓，较高盈利水平有望维持；公司有望借新产品布局维持持续增长。同时，公司分红率维持较高水平。

事件

公司发布 2022 年报：2022 年公司实现营收 279.37 亿元，同比增长 21.14%，实现归母净利润 44.06 亿元，同比增长 83.42%。

对应公司 Q4 单季度实现归母净利 9.63 亿元，环比+10.89%，同比-5.98%；单季度实现扣非净利 8.36 亿元，环比-2.15%，同比+8.83%。

简评

22 全年及单 Q4 盈利维持高水平，黄原胶及副产物贡献较为明显。全年而言，公司年报归母净利更接近此前预告区间上限（40-45 亿元）。由于产能扩张、产品维持相对景气，公司取得了有史以来的最好业绩水平：产能方面，公司吉林三期赖氨酸产能持续释放；价格方面，22 年味精均价（中国市场味精均价）约为 10325 元/吨，同比+16%，明显增厚利润；虽然饲料氨基酸的价格价差水平同比都有所回落（赖氨酸-2%、苏氨酸-14%），但应注意到黄原胶有极佳盈利表现：据公司年报，2022 年黄原胶均价同比上涨达到 83%，显著贡献利润增量。此外 2022 年玉米蛋白、玉米纤维等副产物价格有明显产物，虽然公司未披露详细细节，但据年报，公司大原料副产品 22 年实现营收 52.46 亿元，同比增长 42.11%；实现毛利率 36.46%，同比+13.07pct。也可看出此处贡献利润增量同样可观。

单四季度而言，公司 Q4 归母净利基本维持了前三季度的优异表现。主要由于公司主要产品味精、赖氨酸、苏氨酸价格基本均与 Q3 持平（分别环比+3%、+1%、-3%）。

利润分配方面，公司除股份回购外，将延续高分红：据公司年度利润分配方案，除回购外，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.4 元，共计派发红利 12.17 亿元，占 22 年合并报表归母净利的

维持

增持

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

邓天泽

dengtianze@csc.com.cn

010-86451606

SAC 编号:s1440522080003

发布日期：2023 年 03 月 09 日

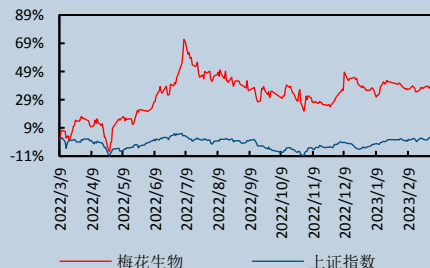
当前股价：10.08 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.95/-3.03	-1.75/-4.37	24.14/26.79
12 月最高/最低价 (元)		13.30/7.31
总股本 (万股)		304,246.54
流通 A 股 (万股)		304,246.54
总市值 (亿元)		306.68
流通市值 (亿元)		306.68
近 3 月日均成交量 (万)		2685.03
主要股东		
孟庆山		28.07%

股价表现



相关研究报告

2022-07-06

【中信建投化学制品】梅花生物 (600873):景气延续+产能释放, Q2 业绩预计再度环比增长

48.06%。以当前（23 年 3 月 7 日）市值计算，分红率约为 4.0%，延续了一贯的高分红政策。

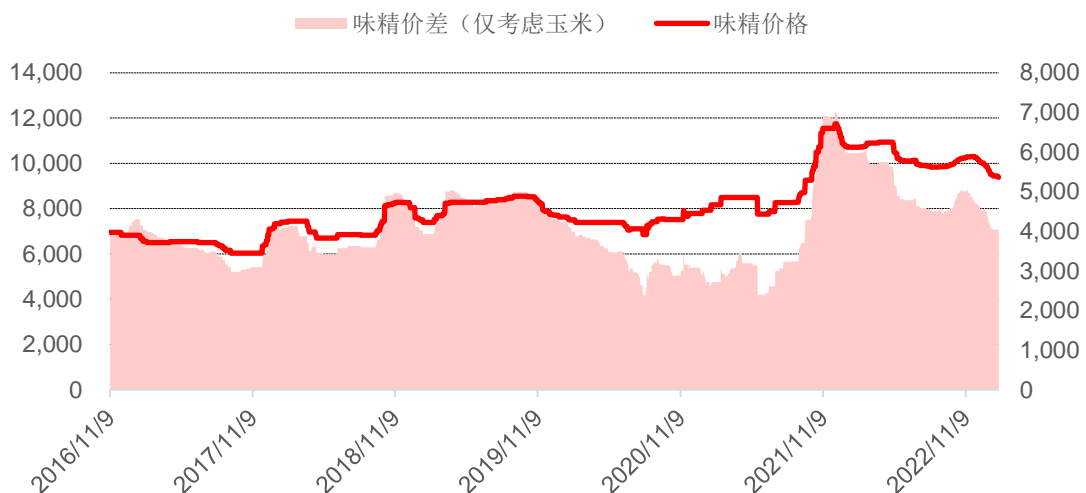
产能增速放缓、行业格局转好，公司相对优势更加突出

无论味精、赖氨酸、苏氨酸，全球产能多数集中在中国，且中国 CR3 都在 70%或更高，早已是寡头格局。但历史上相关产品价格波动大、毛利率水平也通常不高，跟相关企业持续较为积极的扩产有较大关系。而在 18 年-20 年，行业盈利水平较差，我们可以明显看到在此期间、行业固定资产投资增速下行。具体而言，行业其他企业扩产进度大幅落后，仅梅花生物依靠产业链一体化、精细管理带来的成本和资金优势，维持着相对稳健的扩张步伐。到了 21-22 年，我们因此观察到（1）行业供需关系改善、格局优化；（2）梅花生物的市场份额进一步提升、龙头地位日益凸显。再加上整个农化产业链（赖氨酸、苏氨酸主要需求是动物饲料）景气较好，行业盈利情况出现了比较明显的修复。公司业绩也因此如期释放。

行业景气望维持，不断增长的市场需求提供长期发展潜力

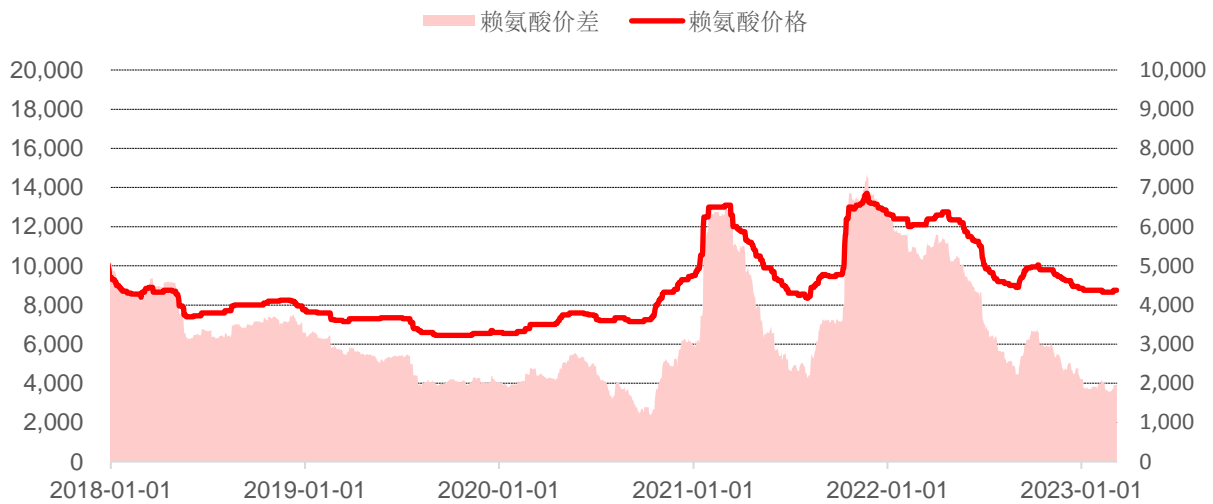
主营产品景气方面，我们认为行业景气仍有望维持。一方面行业未来 2 年左右可预期的产能增量仍然较少、全球需求却还有相对稳健增长，一方面在全球农产品和农化周期下，动物饲料氨基酸价格也有比较强的支撑。而对于公司而言，后续仍然可期待有持续增长：借这两年的高盈利水平，公司资金实力进一步增强，有能力支撑后续进一步扩产计划；生物制造是重点新兴方向之一，就公司有技术积累的领域，除动物营养氨基酸外，人类医用氨基酸、高价值量食品味觉性状优化产品等，都有较强的市场增长趋势。

图 1：味精产品价格、价差（元/吨）



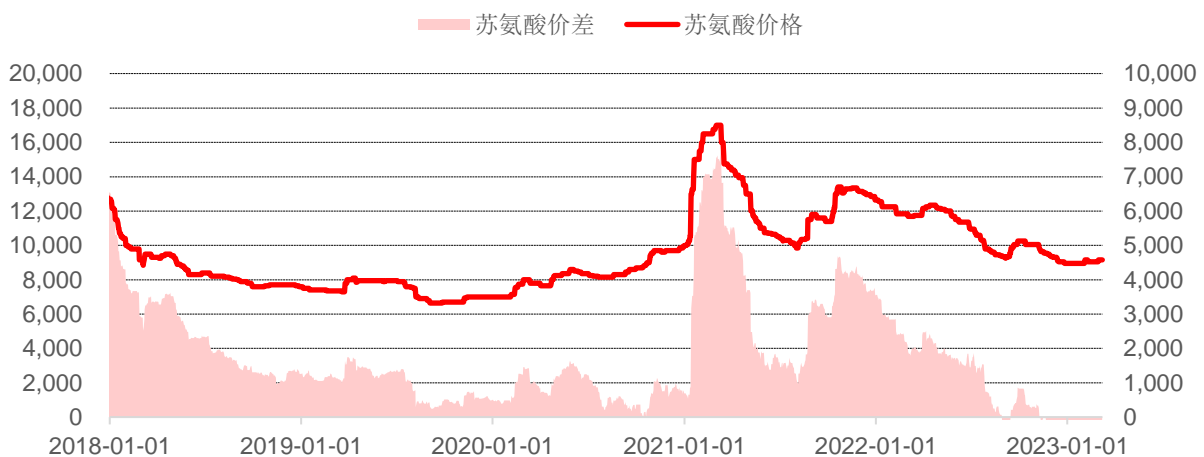
数据来源: wind, 中信建投

图 2：赖氨酸产品价格、价差（元/吨）



数据来源: wind, 中信建投

图 3：苏氨酸产品价格、价差（元/吨）



数据来源: wind, 中信建投

我们预测公司 2023、2024、2025 年归母净利润预测分别为 44.24、51.41、54.81 亿元，对应 PE 分别为 7.0X、6.0X、5.6X，维持“增持”评级。

表 1：预测和比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,836.89	27,937.15	28,963.62	31,231.32	33,218.28
增长率 (%)	33.94	22.33	3.67	7.83	6.36
净利润(百万元)	2,351.09	4,406.31	4,423.96	5,140.93	5,481.06
增长率 (%)	139.40	87.42	0.40	16.21	6.62
ROE (%)	22.14	32.60	28.02	27.90	25.81
EPS (元)	0.77	1.45	1.45	1.69	1.80
P/E	13.07	6.97	6.95	5.98	5.61
P/B	2.89	2.27	1.95	1.67	1.45

资料来源: Wind, 中信建投

风险提示

(1) 行业盈利水平提升背景下、行业竞争加剧的风险：目前除梅花自身外，行业其他大型企业尚未公布围绕味精、赖氨酸、苏氨酸这三大主要产品的扩产计划。但在近两年行业盈利转好的背景下，不能排除已有玩家或潜在进入者的进一步扩产计划。如有，则可能使得行业盈利水平趋向恶化。

(2) 黄原胶盈利水平、可能下行的风险：需求拉动之下，黄原胶价格在 2022 全年有明显上涨，目前价格水平明显高于历史一般水平，可能存在下跌风险。

(3) 原材料价格波动风险：公司主要产品原料均为玉米，且玉米在成本结构中的占比均较高。如果玉米价格发生大幅度波动，可能导致公司利润率水平的大幅波动。

分析师介绍

卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

邓天泽

人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk