

行业景气虽下行，业绩韧性仍强，生物制造龙头行稳致远

梅花生物(600873.SH)

核心观点

(1) 业绩层面：在行业普遍盈利下行的背景下公司盈利依然稳健，表现出行业龙头企业的业绩韧性。

(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

近期行业景气有所下行，但公司盈利仍然较为稳健：2023年以来味精、氨基酸价格在环比、同比角度均以下跌为主。但从业绩看，公司23Q1实现净利润8.01亿元，净利率仍达11.52%。

简评

景气因需求原因阶段性回落，但公司依靠成本优势和多产品布局维持盈利稳健

价格方面，23Q1全国味精、赖氨酸、苏氨酸均价分别为9977、8730、9056元/吨，分别环比+44、-760、-593元/吨，分别同比-1227、-3573、-2975元/吨，整体均以下行为主。除了行业景气的自然回落外，更多的由于需求端的负面冲击：①味精方面，餐饮消费是影响短期需求的主要变量之一，而自22年收到疫情较大冲击以来目前尚未完全复苏；②氨基酸方面，豆粕开启降价以及今年以来的猪瘟都对需求形成负面影响。

但在此背景下，可以看到公司盈利依然较为稳健。公司23Q1业绩虽然同比、环比有所下滑，但仍然维持超过11%的净利率水平，这一水平其实明显超越了公司历史上在相似的价差水平下(18-19年，如下图1、2、3)的利润率水平。我们认为可以归功于：①多产品布局：公司除大产品外，凭借较强技术和工程化能力有相当规模的中小产品布局，这些品种普遍格局优于大产品，如黄原胶、I+G(呈味核苷酸二钠)、普鲁兰多糖、小品种氨基酸(缬氨酸、色氨酸等)，拉高了利润率水平；②规模效应和菌种迭代：公司是近年来行业内少数的仍在维持产能扩张的企业、规模效应愈发显著；且公司拥有自身的技术研发平台，多年来围绕主要微生物底盘持续进行菌种迭代，转换率日益提高，同样起到了压低成本的作用。

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05月15日

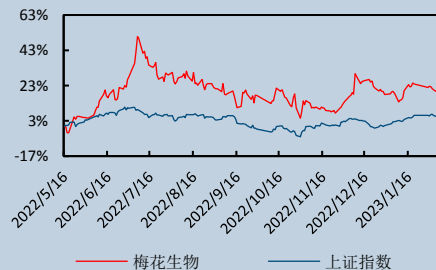
当前股价：9.15元

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
-5.86/-4.62	-10.73/-11.09	2.12/-4.86
12月最高/最低价(元)		13.30/8.78
总股本(万股)		294,342.61
流通A股(万股)		294,342.61
总市值(亿元)		269.32
流通市值(亿元)		269.32
近3月日均成交量(万)		2037.15
主要股东		
孟庆山		29.02%

股价表现



相关研究报告

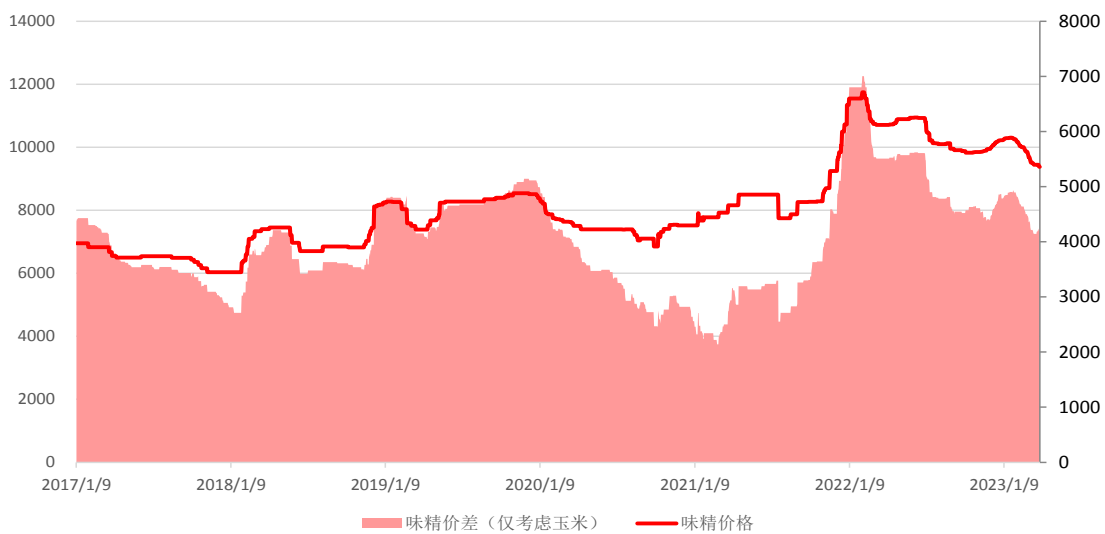
- 2023-04-11 【中信建投化学制品】梅花生物(600873):推出第二轮回购注销方案,23年内合计分红+回购计划超20亿,占市值7%
- 2023-03-09 【中信建投化学制品】梅花生物(600873):主业盈利稳健、黄原胶等支撑业绩,23Q1维持高盈利收官

中长期看行业景气望能总体维持，不断增长的市场需求提供长期发展潜力

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。

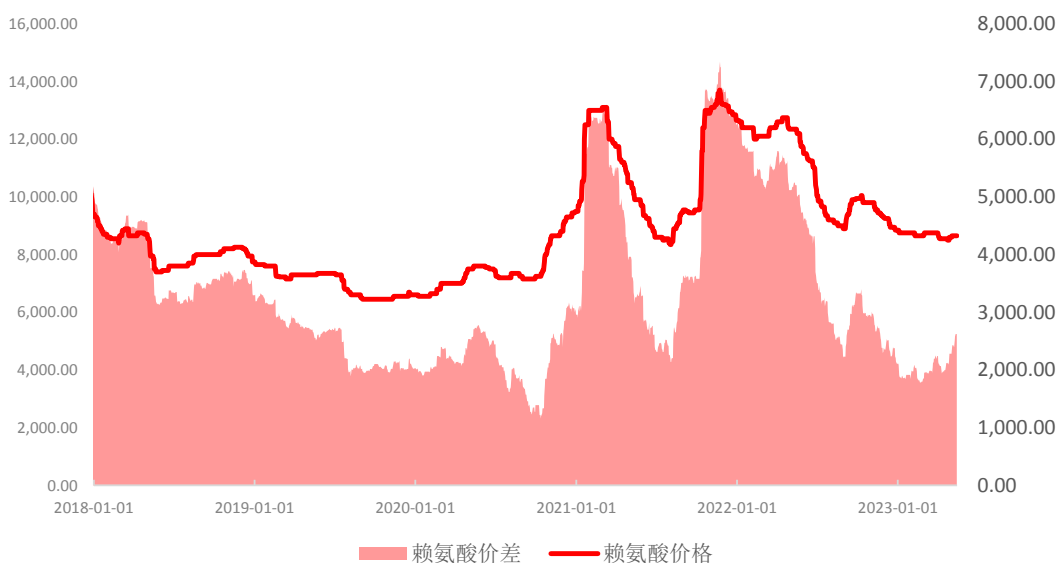
而对于公司而言，后续仍然可期待有持续增长：借这两年的高盈利水平，公司资金实力进一步增强，有能力支撑后续进一步扩产计划；生物制造是重点新兴方向之一，就公司有技术积累的领域，除动物营养氨基酸外，人类医用氨基酸、高价值量食品味觉性状优化产品等，都有较强的市场增长趋势。

图 1：味精产品价格、价差（元/吨）



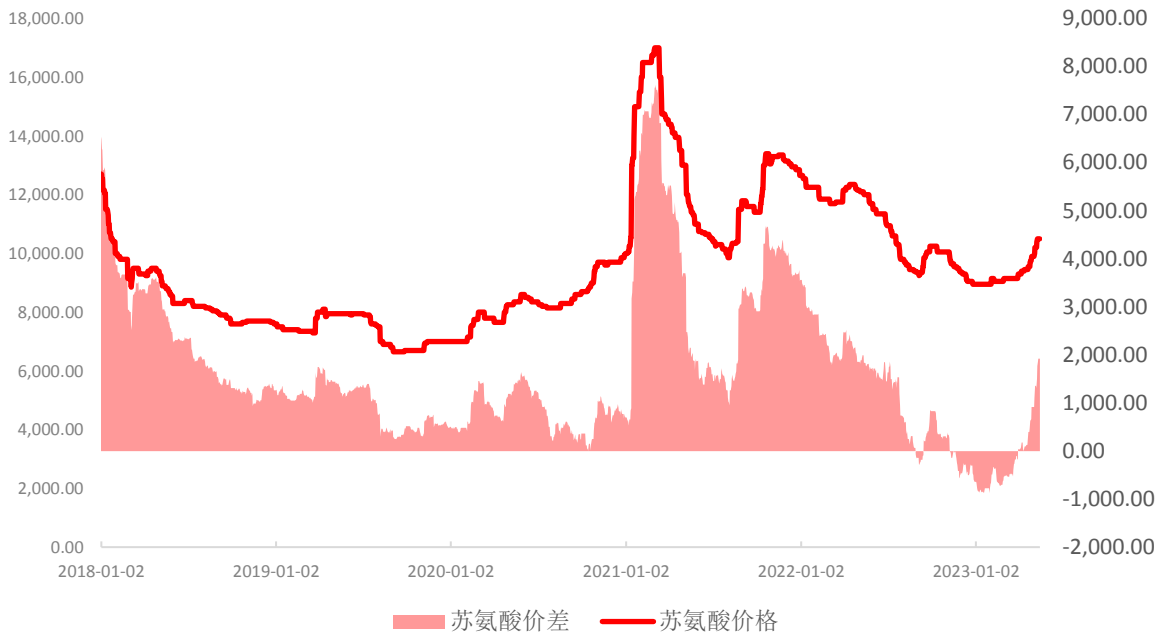
数据来源：wind，中信建投

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

维持高分红+回购比例，持续回馈股东、充分彰显信心

公司在历史上一直维持较高的股东回馈比例，如下表 1，在盈利相对承压的 19-20 年。公司分红金额占归母净利润比例都达到 80% 以上，21-22 年公司盈利大幅改善，在维持分红数额稳中有升的同时，也开始加入了回购注销这一种新的方式，并维持分红+回购合计金额占全年归母净利润 50% 左右水平。

回购形式除了像分红一样实质回馈股东以外，也充分彰显了管理层对股价的信心。此外，应注意到按照本次回购计划及 22 年利润分配方案。公司 2023 年内披露的分红+回购合计金额已达约 20-22 亿元（分红计划 12.17 亿元、回购计划 8-10 亿元），占当前公司市值已达约 7%。

表 1：梅花生物年度分红及回购金额（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023（已披露计划）
分红（亿元）	7.94	9.26	12.17	12.17	
回购（亿元）				10	8-10
分红+回购，占当年归母净利润比例	80%	94%	52%	50%	

数据来源：公司利润分配公告、回购公告，中信建投（注：分红对应利润分配的年度、回购则对应当年度，如 2022 年实际到户的分红金额对应为 2021 年的分红额、但当年完成的回购则记为 2022 年当年的回购金额。2023 年会）

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 6X、5X、5X，维持“增持”评级。

表 2：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(%)	139.4	87.42	0.4	16.21	6.62
ROE(%)	22.14	32.6	28.02	27.9	25.81
EPS(元)	0.77	1.45	1.45	1.69	1.8
P/E	11.48	6.12	6.11	5.25	4.93
P/B	2.54	1.99	1.71	1.47	1.27

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 2103 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