


2023年03月07日
梅花生物(600873.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

食品及饲料添加剂

投资评级

买入-A**维持评级**

6个月目标价

12.5元

股价(2023-03-06)

10.57元

交易数据

总市值(百万元) 32,158.86

流通市值(百万元) 32,158.86

总股本(百万股) 3,042.47

流通股本(百万股) 3,042.47

12个月价格区间 7.31/13.3元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.5	0.7	35.4
绝对收益	3.0	4.2	26.7

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

相关报告

白城新产能有效释放，规模 2023-01-08

效应有望加强

降本增效持续发力，氨基酸 2022-10-27

龙头地位不断稳固

多品类布局持续拓展，规模效应快速提升

■ **事件：**公司发布 2022 年年报，报告期公司实现营收 279.37 亿元（同比+21.14%），实现归母净利润 44.06 亿元（同比+83.42%）。

■ **兼顾多品类发展，成本把控能力突出：**报告期公司稳定运行，根据公告，报告期赖氨酸、苏氨酸、色氨酸等饲料氨基酸产品实现营收 104.03 亿元（同比+23.35%），主要受益于子公司吉林梅花三期赖氨酸产能释放带来的销量增长以及氨基酸产品价格上涨，此外谷氨酸钠、核苷酸等鲜味剂产品实现营收 93.07 亿元（同比+17.01%），主要受益于报告期公司味精产品量价齐增。除此以外，公司兼顾多品类发展，根据公告，肥料、蛋白粉、胚芽、玉米皮粉、饲料纤维等大原料副产品实现营收 52.46 亿元（同比+43.41%），黄原胶、海藻糖等其他产品实现营收 24.31 亿元（同比+28.35%），谷氨酰胺、脯氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、腺苷等医药氨基酸产品实现营收 5.50 亿元（同比-2.74%），公司多产品组合优势凸显。值得注意的是，在报告期原材料价格同比上涨的背景下，公司受益于较强的市场有利时机把控能力以及不断提升的经营管理水平，实现主要产品味精、I+G、赖氨酸、黄原胶以及其他饲料氨基酸产品的毛利率增加，盈利能力有效提升。

■ **在建项目年内试车，多产品布局持续拓展：**公司持续进行产能扩张，根据公告，2023 年通辽原料氨项目、吉林黄原胶项目、通辽苏氨酸项目将陆续投产试车，公司规模优势有望持续增加。展望未来，随着国家对低蛋白日粮以及豆粕减量替代的持续推广，公司作为氨基酸行业龙头有望持续受益。此外，黄原胶、医药氨基酸等其他产品也有望为公司盈利能力提升带来有力支撑，其中，在当前全球能源紧缺，油价上涨，石油开采用量增加的背景下，工业级黄原胶面临快速增长的需求，产品价格持续上涨，为公司毛利率以及利润的增加带来有力支撑，根据公告，未来随着吉林白城黄原胶新建项目在 23H1 投产试车，公司在黄原胶领域的优势将进一步增加；此外公司持续深耕医药氨基酸领域，根据公告，当前公司腺苷市场份额提升至 70%左右，鸟苷产品持续放量，脯氨酸在市场份额进一步扩大至 60%的同时，在特医食品行业与法国达能集团、雀巢集团等公司建立了合作关系，谷氨酰胺经过十几年的发展市场份额已达 50%左右，未来随着公司持续向产业链下游及终端产品延伸，医药氨基酸有望为公司发展带来有力支撑。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的净利润分别为 51.3 亿元、58.9 亿元、66.8 亿元，给予买入-A 投资评级。

■ **风险提示：**需求不及预期；项目落地不及预期；宏观环境不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	22,836.9	27,937.2	32,020.1	36,483.9	40,839.8
净利润	2,351.1	4,406.3	5,126.1	5,886.1	6,680.3
每股收益(元)	0.77	1.45	1.68	1.93	2.20
每股净资产(元)	3.49	4.44	5.73	7.13	8.72

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	13.7	7.3	6.3	5.5	4.8
市净率(倍)	3.0	2.4	1.8	1.5	1.2
净利润率	10.3%	15.8%	16.0%	16.1%	16.4%
净资产收益率	22.1%	32.6%	29.4%	27.1%	25.2%
股息收益率	3.8%	3.8%	4.4%	5.1%	5.7%
ROIC	19.9%	37.6%	42.7%	44.9%	47.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,836.9	27,937.2	32,020.1	36,483.9	40,839.8	成长性					
减: 营业成本	18,420.9	20,915.8	23,533.9	26,729.7	29,721.3	营业收入增长率	33.9%	22.3%	14.6%	13.9%	11.9%
营业税费	235.4	258.7	296.5	337.9	378.2	营业利润增长率	142.1%	79.7%	17.0%	14.8%	13.5%
销售费用	426.6	441.2	544.3	656.7	776.0	净利润增长率	139.4%	87.4%	16.3%	14.8%	13.5%
管理费用	739.9	1,010.8	1,120.7	1,313.4	1,470.2	EBITDA 增长率	67.5%	44.0%	23.1%	14.5%	13.7%
研发费用	254.9	279.7	352.2	437.8	612.6	EBIT 增长率	145.7%	65.8%	21.8%	13.5%	12.4%
财务费用	176.9	83.9	152.7	94.6	33.4	NOPLAT 增长率	126.4%	74.9%	17.3%	13.5%	12.4%
资产减值损失	-20.5	6.0	6.0	6.0	6.0	投资资本增长率	-7.4%	3.4%	8.0%	5.5%	5.0%
加: 公允价值变动收益	-22.0	32.7	-	-	-	净资产增长率	14.0%	27.3%	29.0%	24.4%	22.3%
投资和汇兑收益	307.9	24.4	24.4	24.4	24.4						
营业利润	2,871.2	5,160.2	6,038.1	6,932.2	7,866.5	利润率					
加: 营业外净收支	-46.0	-7.4	-7.4	-7.4	-7.4	毛利率	19.3%	25.1%	26.5%	26.7%	27.2%
利润总额	2,825.2	5,152.8	6,030.7	6,924.8	7,859.1	营业利润率	12.6%	18.5%	18.9%	19.0%	19.3%
减: 所得税	449.0	746.5	904.6	1,038.7	1,178.9	净利润率	10.3%	15.8%	16.0%	16.1%	16.4%
净利润	2,351.1	4,406.3	5,126.1	5,886.1	6,680.3	EBITDA/营业收入	19.6%	23.1%	24.8%	25.0%	25.4%
						EBIT/营业收入	13.4%	18.2%	19.3%	19.3%	19.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	165	127	118	110	101
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动资本周转天数	8	2	3	7	9
货币资金	3,396.2	4,333.6	6,823.5	10,303.2	14,370.0	流动资产周转天数	103	113	125	146	169
交易性金融资产	-	175.6	175.6	175.6	175.6	应收帐款周转天数	6	5	5	5	5
应收帐款	403.8	440.2	527.2	575.1	658.7	存货周转天数	41	45	44	44	44
应收票据	-	140.8	215.0	190.4	263.4	总资产周转天数	315	293	292	296	307
预付帐款	252.6	342.1	327.1	432.9	412.2	投资资本周转天数	195	156	144	135	127
存货	2,964.2	4,068.5	3,844.5	5,143.1	4,850.4						
其他流动资产	560.5	411.7	411.7	411.7	411.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.1%	32.6%	29.4%	27.1%	25.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	18.0%	18.7%	18.0%	18.0%
长期股权投资	23.2	18.9	18.9	18.9	18.9	ROIC	19.9%	37.6%	42.7%	44.9%	47.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	9,737.0	9,911.7	11,054.6	11,280.3	11,585.0	销售费用率	1.9%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
在建工程	1,314.8	1,746.1	1,136.2	1,096.3	1,198.1	管理费用率	3.2%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
无形资产	1,139.6	1,109.4	1,169.4	1,322.8	1,469.5	研发费用率	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.5%
其他非流动资产	1,129.2	1,791.5	1,706.7	1,660.7	1,624.2	财务费用率	0.8%	0.3%	0.5%	0.3%	0.1%
资产总额	20,921.2	24,490.2	27,410.3	32,610.9	37,037.8	四费/营业收入	7.0%	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%
短期债务	704.1	1,070.5	1,072.5	1,102.7	1,005.9	偿债能力					
应付帐款	1,740.1	1,840.4	1,852.7	2,044.9	2,288.9	资产负债率	49.2%	44.8%	36.4%	33.5%	28.4%
应付票据	542.0	1,315.0	774.4	1,598.7	1,040.0	负债权益比	97.0%	81.2%	57.3%	50.3%	39.6%
其他流动负债	2,599.6	2,446.5	2,446.5	2,446.5	2,446.5	流动比率	1.36	1.49	2.01	2.40	3.12
长期借款	4,194.0	3,676.0	3,208.2	3,101.7	3,104.9	速动比率	0.83	0.88	1.38	1.68	2.40
其他非流动负债	519.9	625.7	625.7	625.7	625.7	利息保障倍数	17.33	60.59	40.54	74.32	236.72
负债总额	10,299.7	10,974.1	9,980.0	10,920.2	10,511.9	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.40	0.40	0.47	0.53	0.61
股本	3,098.6	3,042.5	3,042.5	3,042.5	3,042.5	分红比率	51.8%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
留存收益	7,701.6	10,677.5	14,387.9	18,648.3	23,483.5	股息收益率	3.8%	3.8%	4.4%	5.1%	5.7%
股东权益	10,621.5	13,516.1	17,430.3	21,690.8	26,526.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.77	1.45	1.68	1.93	2.20
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	3.49	4.44	5.73	7.13	8.72
净利润	2,376.1	4,406.3	5,126.1	5,886.1	6,680.3	PE(X)	13.7	7.3	6.3	5.5	4.8
加: 折旧和摊销	1,442.9	1,404.3	1,762.1	2,077.1	2,453.3	PB(X)	3.0	2.4	1.8	1.5	1.2
资产减值准备	20.5	6.0	-	-	-	P/FCF	10.2	10.0	8.8	6.3	5.5
公允价值变动损失	22.0	-32.7	-	-	-	P/S	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
财务费用	193.8	161.1	152.7	94.6	33.4	EV/EBITDA	5.6	4.6	3.5	2.7	2.0
投资收益	-307.9	-24.4	-24.4	-24.4	-24.4	CAGR(%)	35.3%	14.9%	72.1%	35.3%	14.9%
少数股东损益	25.1	-	-	-	-	PEG	0.4	0.5	0.1	0.2	0.3
营运资金的变动	-252.1	-121.4	-420.6	-381.4	-128.1	ROIC/WACC	3.3	6.3	7.2	7.5	8.0
经营活动产生现金流量	3,669.6	5,655.0	6,596.0	7,651.9	9,014.5	REP	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-322.1	-1,738.2	-2,275.6	-2,375.6	-2,975.6						
融资活动产生现金流量	-1,570.9	-3,094.0	-1,830.4	-1,796.6	-1,972.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034