

养殖后周期开始发力，低估值高分红标的

梅花生物(600873)

报告摘要：

动物营养氨基酸和食品味觉性状优化产品是公司主要的收入来源，合计收入占比 87.18%。味精方面，行业寡头竞争格局稳定，需求回暖有望带动公司毛利率上行。动物营养氨基酸方面，随着下游生猪产能的逐步恢复以及饲料禁抗政策的推行，公司赖氨酸、苏氨酸等产品需求逐步趋旺，带动公司利润不断释放。我们预计，2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.39/0.56/0.76 元。作为周期股，公司过去十年从未亏损，最低净利润为 2013 年的 4 个亿，2016~2019 年连续四年净利润均在 10 亿左右，过去三年的平均分红收益率高达 7%，目前股价被严重低估，给予公司 2020 年 15XPE，对应目标价 5.85 元，上调至“买入”评级。

主要观点：

► 品类齐全的玉米深加工行业龙头

公司是玉米深加工行业龙头，动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品是公司主要的收入来源。2016-2019 年，公司动物营养氨基酸营收占比在 45%左右，食品味觉性状优化产品营收占比 40%左右，合计营收占比 85%左右，是公司主要的收入来源。上市以来，公司营业收入保持稳健增长态势，从 2010 年的 50.15 亿元增长至 2019 年的 145.54 亿元，CAGR+12.57%；归母净利润方面，2010-2019 年，公司最低归母净利润为 2013 年的 4.04 亿元，2016-2019 年，公司归母净利润维持在 10 亿元左右。

► 多产品共振，公司高利润弹性可期

味精方面，味精行业呈现典型的寡头竞争格局，阜丰集团、梅花生物、伊品生物产能分别为 130/70/42 万吨，合计占我国味精总产能的比重为 82.03%。一季度受新冠肺炎疫情影响，公司味精销量短期承压。随着国内疫情的逐步平稳，复工复产的稳步推进，下游消费逐步呈现回暖趋势，头部企业有望提价，贡献公司利润弹性。动物营养氨基酸方面，公司是全球赖氨酸、苏氨酸龙头，在下游生猪产能逐步恢复、生猪养殖行业集中度快速提升以及饲料禁抗政策推行的多重因素刺激下，公司赖氨酸、苏氨酸等产品需求逐步趋旺，带动公司利润不断释放。

► 玉米不具备大幅上涨条件，公司成本相对可控

公司主要以玉米为原材料，利用生物发酵技术进行研发、生产和销售食品味觉性状优化产品、动物营养氨基酸、人类医用氨基酸以及胶体多糖类产品。根据公司公告，公司年消耗玉米 400 万吨左右，占公司总成本的 66.67%。我们认为，年初至今玉米价格的上涨主要是受全球疫情蔓延导致相关企业囤粮情绪有所回升引起，总体上来看，玉米全球供需格局稳定，玉米价格并不具备大幅上涨的基础。此外，公司还可以通过期货套保等工具对成本进行有效控制。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	5.85
最新收盘价：	4.68
股票代码：	600873
52 周最高价/最低价：	4.96/3.87
总市值(亿)	145.08
自由流通市值(亿)	144.18
自由流通股数(百万)	3,080.75



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

相关研究

1. 【华西农业】梅花生物(600874)：生猪存栏稳步恢复&大豆进口或将下滑，公司利润弹性巨大
2020.05.27

投资建议：

我们预计，考虑到公司产品存在提价预期，我们将公司 2020-2022 年的归母净利润从 12.25/16.03/20.16 亿元上调至 12.25/17.51/23.70 亿元，EPS 分别为 0.39/0.56/0.76 元，当前股价对应 PE 估值仅为 12/8/6X。同时，作为周期股，公司过去十年从未亏损，最低净利润为 2013 年的 4 个亿，2016~2019 年连续四年净利润均在 10 亿左右，过去三年的平均分红收益率高达 7%，目前股价被严重低估。参考可比公司 2020 年 13XPE，给予公司 2020 年 15XPE，对应目标价 5.85 元，上调至“买入”评级。

风险提示：

生猪产能恢复进程不及预期，产品销售不及预期，政策扰动

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,648	14,554	17,935	22,527	28,468
YoY (%)	13.6%	15.1%	23.2%	25.6%	26.4%
归母净利润(百万元)	1,002	989	1,225	1,751	2,370
YoY (%)	-14.7%	-1.3%	23.9%	43.0%	35.4%
毛利率 (%)	24.9%	22.6%	20.2%	21.4%	22.1%
每股收益 (元)	0.32	0.32	0.39	0.56	0.76
ROE	11.0%	11.0%	12.0%	14.6%	16.5%
市盈率	13.36	13.53	10.92	7.64	5.65

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 品类齐全的玉米深加工行业龙头	4
1.1. 动物营养氨基酸和食品味觉性状优化产品是公司主要的收入来源	4
1.2. 股权结构稳定	5
2. 多产品共振，公司高利润弹性可期	6
2.1. 味精：需求逐步回暖，寡头竞争格局抬升提价预期	6
2.2. 氨基酸：生猪存栏稳步恢复，公司有望充分受益	9
2.3. 黄原胶：竞争格局向好，有望公司利润增量	12
3. 玉米不具备大幅上涨条件，公司成本相对可控	13
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	17

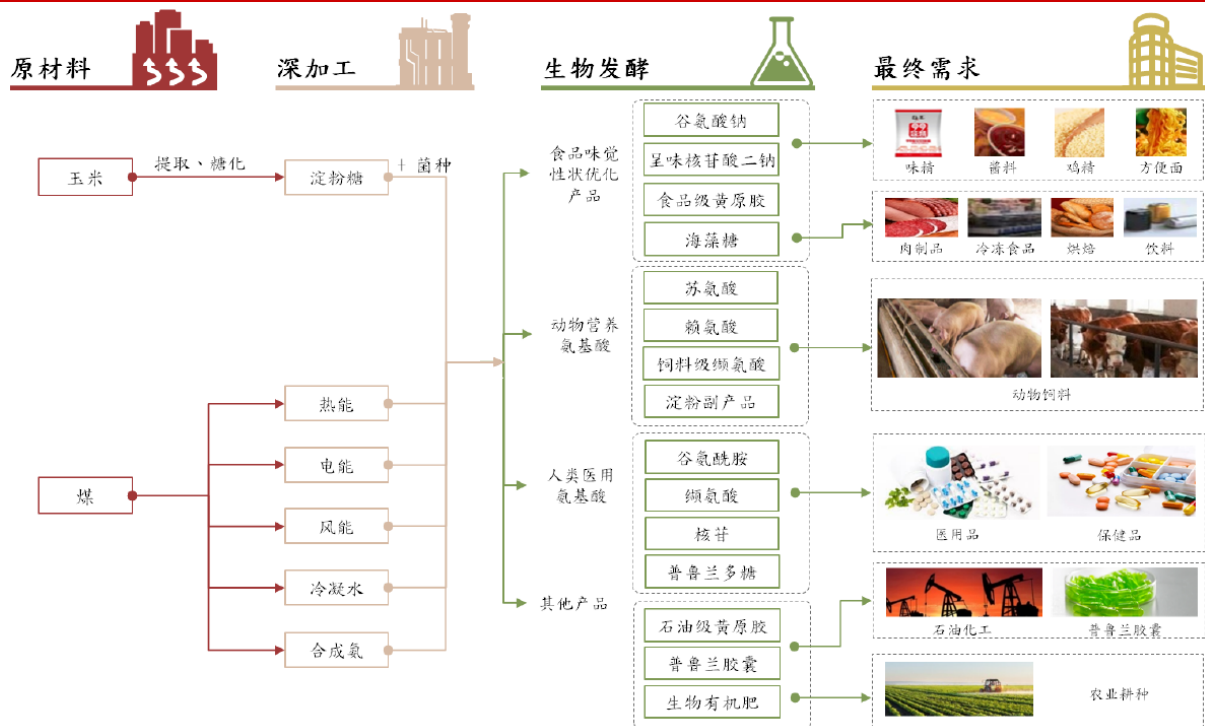
图表目录

图 1 公司产品结构示意图	4
图 2 2010-2020Q1，公司营收及其增速情况	5
图 3 2010-2020Q1，公司归母净利及其增速情况	5
图 4 2016-2019 年，公司营收构成	5
图 5 2019 年，公司各业务营收占比情况	5
图 6 2018 年，全球味精产能分布情况	7
图 7 2018 年，国内味精行业 CR3 达到 82.03%	7
图 8 2010-2019 年，我国餐饮业收入及其增速情况	8
图 9 2010-2019 年，味精表观消费量及其增速情况	8
图 10 2010-2018 年，我国味精出口量及其增速情况	8
图 11 2016-2019 年，味精月度销售均价	9
图 12 2019 年，梅花生物国内赖氨酸产能占比 24.42%	10
图 13 2019 年，梅花生物国内苏氨酸产能占比 30.95%	10
图 14 2017-2019 年，生猪产能去化情况	11
图 15 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况	11
图 16 2015-2020 年，全国生猪均价走势图	11
图 17 2017-2019 年，中国生猪养殖行业集中度	12
图 18 2019 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况	12
图 19 2011-2020 年，赖氨酸、苏氨酸价格走势	12
图 20 2018 年，国内黄原胶产能占比情况	13
图 21 2015-2019 年，黄原胶价格走势	13
图 22 2019 年，公司原材料成本占公司总成本的 66.67%	14
图 23 2012-2020 年，玉米现货价走势图	14
表 1 2020Q1，公司前十名股东持股情况	6
表 2 氨基酸常见应用	9
表 3 梅花生物主要业务经营预测（单位：百万元）	16
表 4 可比公司盈利预测	17

1. 品类齐全的玉米深加工行业龙头

公司是玉米深加工行业龙头。公司于 2002 年成立，前身是河北梅花味精集团有限公司，从味精产品起家；2008 年，通过一期苏氨酸项目成功投产标志着公司正式切入动物营养氨基酸领域；同年，公司引入鼎晖投资和新华资本两家战略投资 2.3 亿美元，并于 2010 年通过重组的方式成功登陆 A 股市场；2012 年，黄原胶项目正式在新疆建成投产；2014 年，公司通过收购大连汉信和广生医药，正式进军生物制药领域；2019 年，吉林白城年产 40 万吨的赖氨酸项目按期投产。经过 18 年的发展，公司从味精产品出发，已经逐步发展成为国内一流、国际领先的专注于利用生物发酵技术进行研发、生产和销售食品味觉性状优化产品、动物营养氨基酸、人类医用氨基酸及胶体多糖类产品的生物科技公司。

图 1 公司产品结构示意图

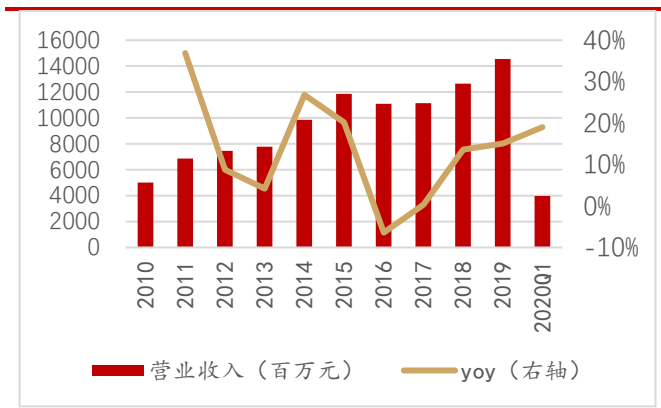


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.1. 动物营养氨基酸和食品味觉性状优化产品是公司主要的收入来源

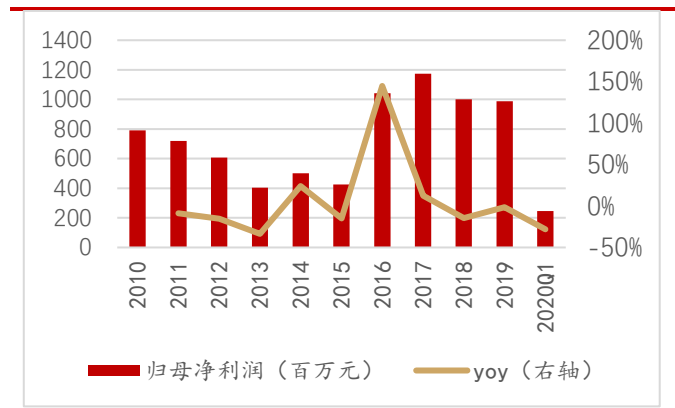
公司营业收入稳步增长，从未发生过亏损。上市以来，公司营业收入保持稳健增长态势，从 2010 年的 50.15 亿元增长至 2019 年的 145.54 亿元，CAGR+12.57%；归母净利润方面，公司处于周期性行业之中，但始终能保持盈利，在农牧行业实属难得，2010-2019 年，公司最低归母净利润为 2013 年的 4.04 亿元，2016-2019 年，公司归母净利润维持在 10 亿元左右。

图 2 2010-2020Q1, 公司营收及其增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

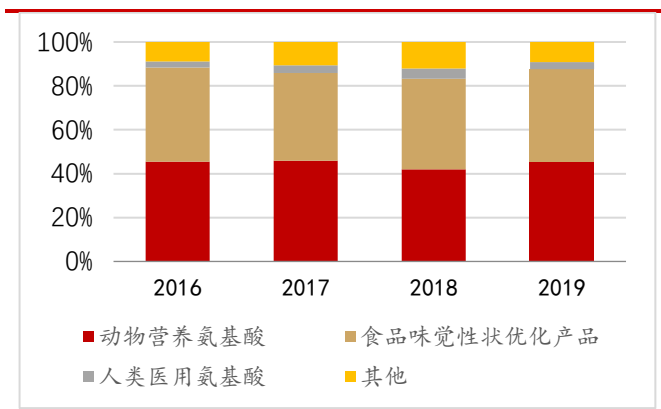
图 3 2010-2020Q1, 公司归母净利润及其增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

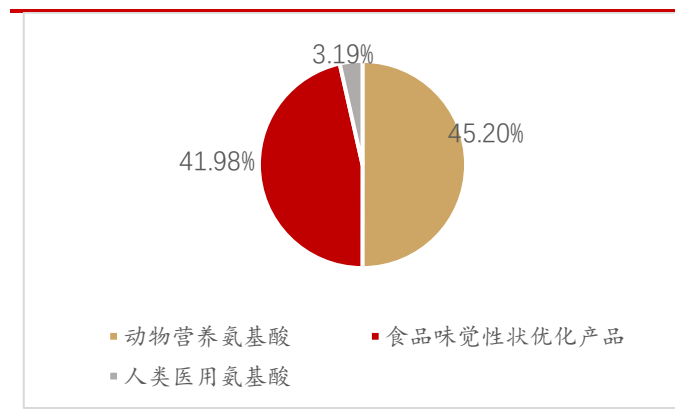
动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品是公司主要的收入来源。2016-2019年，公司动物营养氨基酸营收占比在45%左右，食品味觉性状优化产品营收占比40%左右，合计营收占比85%左右，是公司主要的收入来源。2019年，公司动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品实现营收分别为65.79/61.10亿元，占营收的比重分别为45.20%/41.98%，合计营收占比87.18%。

图 4 2016-2019年, 公司营收构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2019年, 公司各业务营收占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 股权结构稳定

公司控股股东孟庆山持股比例27.51%，加上一致行动人王爱军、何君等分别持股2.30%、0.76%，合计持股比例达到30.57%。

表 1 2020Q1，公司前十名股东持股情况

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
孟庆山	854103033	27.51
中国证券金融股份有限公司	151485962	4.88
胡继军	139792151	4.50
杨维永	78810526	2.54
北京隆慧投资有限公司—隆慧汇晨 战略投资私募证券投资基金	71445856	2.30
王爱军	71316274	2.30
梁宇博	54868518	1.77
梅花生物科技集团股份有限公司回 购专用证券账户	45847603	1.48
梅花生物科技集团股份有限公司— 2017 年第一期员工持股计划	28845928	0.93
招商银行股份有限公司—上证红利 交易型开放式指数证券投资基金	28471700	0.92

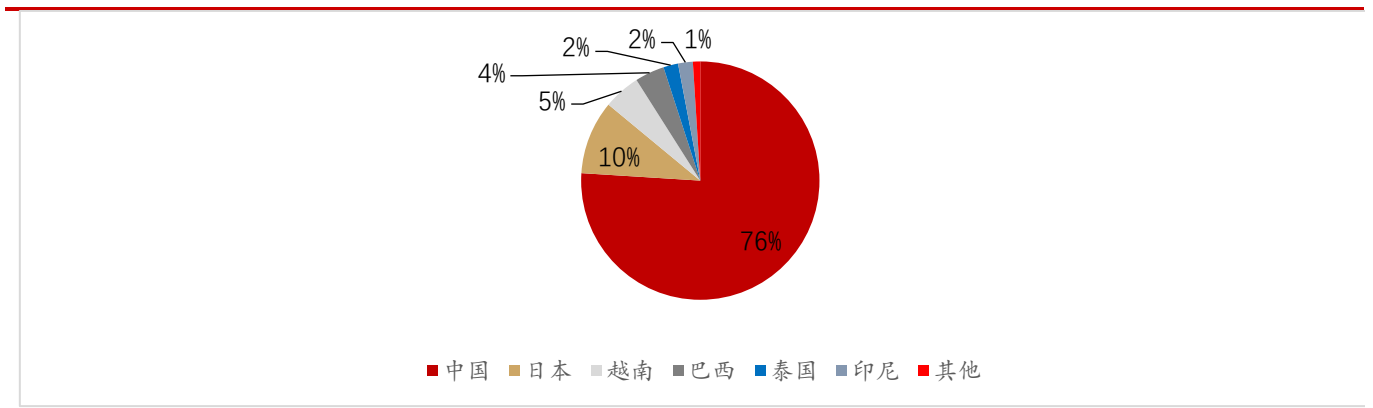
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 多产品共振，公司高利润弹性可期

2.1. 味精：需求逐步回暖，寡头竞争格局抬升提价预期

味精是一种鲜味剂，又名味粉、味之素、谷氨酸钠、麸氨酸钠，主要成分是谷氨酸的钠盐。自 1908 年发现至今已有 100 多年的历史，味精世界各国广泛应用于调味品、食品、餐饮等各大行业。全球味精产能主要集中在亚洲国家，其中，中国是全球味精的主要生产国，约占全球味精总产能的 76%，其次是日本、越南，味精产能全球占比分别为 10%、5%。

图 6 2018 年，全球味精产能分布情况

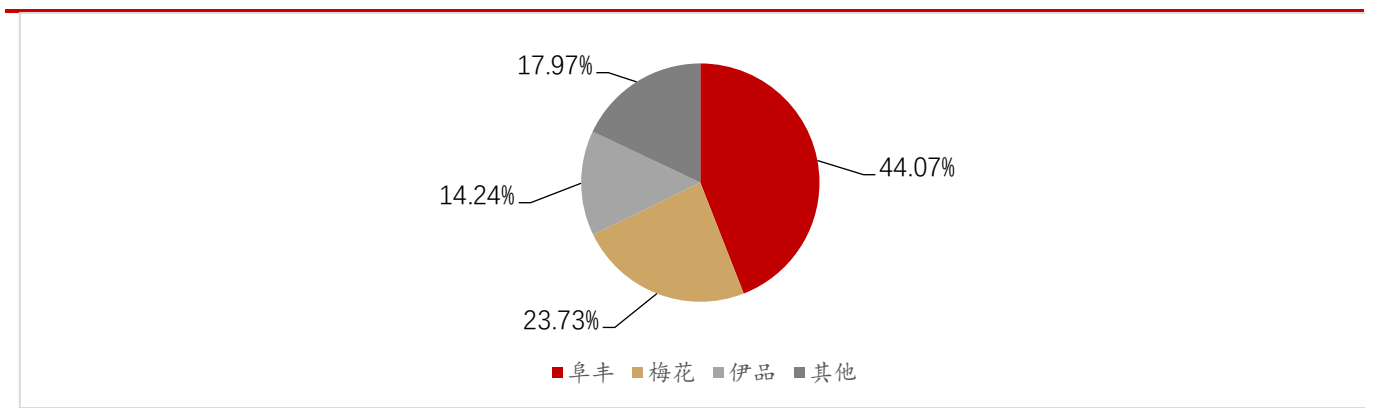


资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

2.1.1.供给：寡头竞争格局稳定，CR3 达到 82.03%

阜丰、梅花、伊品寡头竞争格局稳定。味精生产属于高污染行业，随着国家对环境保护问题的日益重视，各种环保政策频出，对味精行业产生了深刻的影响。1996-2004 年，国家相继制定了《GB8978：污水综合排放标准》以及《GB19431-2004：味精工业污染物排放标准》。2007 年，国家颁布《关于印发关于促进玉米深加工工业健康发展的指导意见的通知》规定了味精能耗、水耗、主要污染物排放量等技术指标。2007-2009 年，国家多次出台相关文件对味精工业的发展做出具体规定。2013 年，为针对行业产能过剩的问题，国家提出大幅淘汰味精产能规划。自此，我国味精行业进入快速整合阶段，全国味精生产企业下降至 12 家，盈利状况有所好转，行业集中度持续提升。截至 2018 年，我国味精产能 295 万吨左右，其中阜丰集团、梅花生物、伊品生物产能分别为 130/70/42 万吨，占我国味精总产能的比重分别为 44.07%、23.73%、14.24%，CR3 达到 82.03%。

图 7 2018 年，国内味精行业 CR3 达到 82.03%



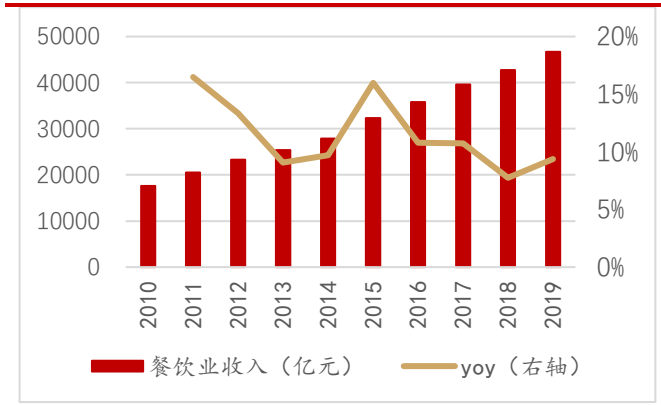
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

2.1.2.需求：疫情影响渐弱，行业需求有望持续回暖

我国味精需求整体呈现缓慢增长态势。味精下游需求主要集中在食品加工及添加剂、餐饮消费和家庭消费等，所占味精需求的比重分别在 50%、30%、20%左右。近年来，伴随着国内人均收入水平的不断提高以及消费升级进程的稳步推进，我国餐饮消

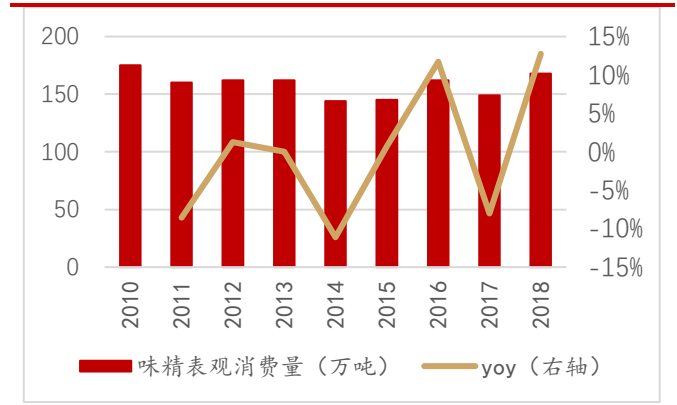
费需求旺盛。根据国家统计局数据，2010-2019年，餐饮业收入从1.76万亿增长到4.67亿元，CAGR+11.43%。受此拉动，我国味精表观消费量整体呈现微涨趋势，2010-2014年，我国味精表观消费量逐步下滑，2014-2018年，我国味精表观消费量需求开始回升，从144万吨上升至168万吨。

图8 2010-2019年，我国餐饮业收入及其增速情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

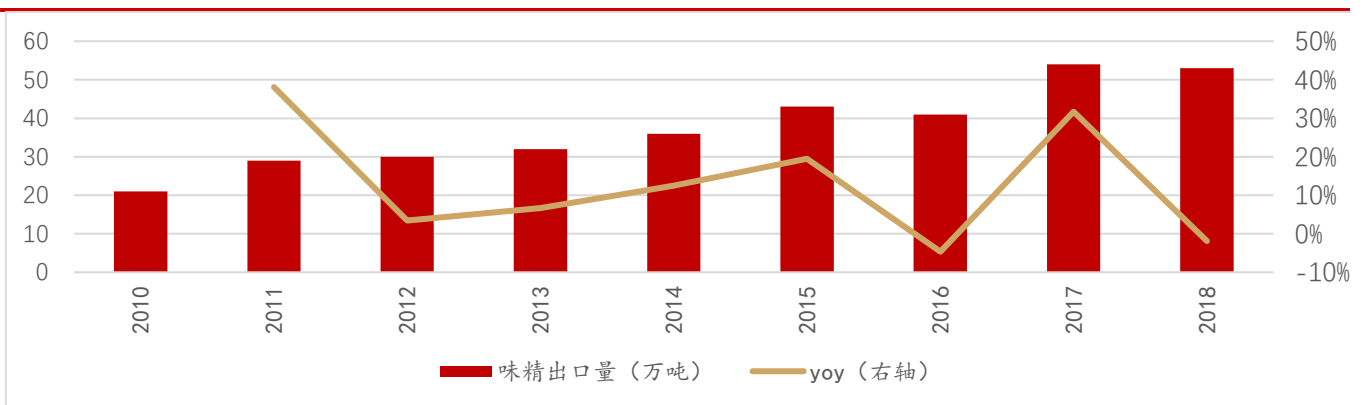
图9 2010-2019年，味精表观消费量及其增速情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

出口方面，我国是全球味精的主要出口国，出口比例超20%，欧美对味精的反倾销审查过期，有望进一步拉动出口需求。欧盟2007年9月开始对原产于我国的味精开展反倾销立案调查，并在2015年1月22日做出反倾销日落复审终裁，对中国味精征收为期5年的反倾销税，普遍税率39.7%。反倾销税时间过后，我国味精的出口需求有望进一步拉动。

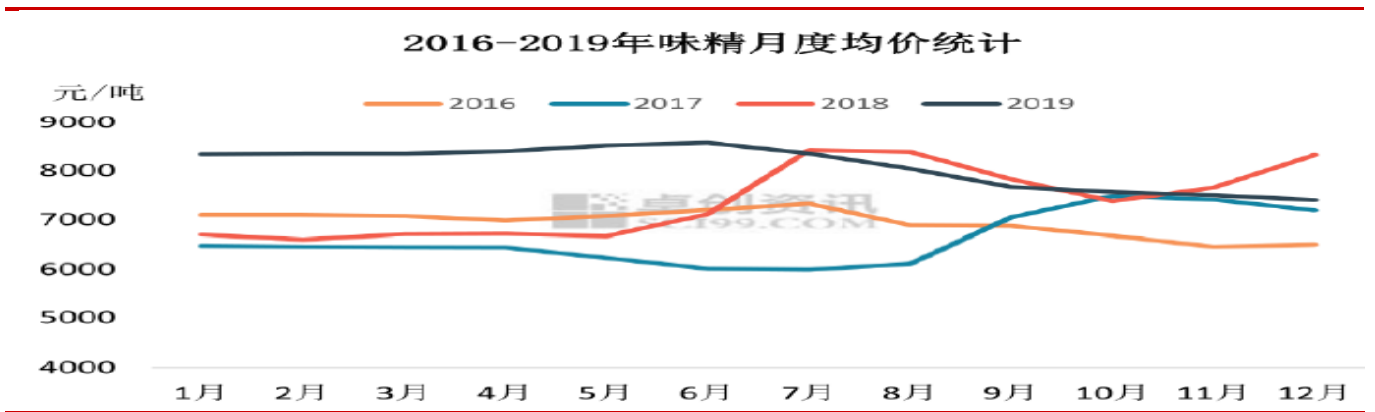
图10 2010-2018年，我国味精出口量及其增速情况



资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

寡头竞争格局下，随着需求的逐步回暖，提价有望增厚公司利润。一季度受新冠肺炎疫情影响，公司味精销量短期承压。随着国内疫情的逐步平稳，复工复产的稳步推进，下游消费逐步呈现回暖趋势。我们认为，味精行业呈现典型的寡头竞争格局，头部企业拥有定价权，在消费回暖背景下，头部企业有望提价，贡献公司利润弹性。

图 11 2016-2019 年，味精月度销售均价



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

2.2. 氨基酸：生猪存栏稳步恢复，公司有望充分受益

2.2.1. 公司是全球氨基酸龙头

氨基酸是一种含有氨基和羧基的一类有机化合物的统称，是构成动物营养所需蛋白质的基本物质，主要品种包括谷氨酸、赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸以及色氨酸等，其中赖氨酸、苏氨酸主要用于饲料添加，以提高畜禽蛋白质利用率和养殖效果。目前，全球氨基酸总产量在 600 万吨左右，我国氨基酸产量已超 400 万吨，是全球氨基酸生产大国，龙头企业包括梅花生物、阜丰集团和伊品生物。

表 2 氨基酸常见应用

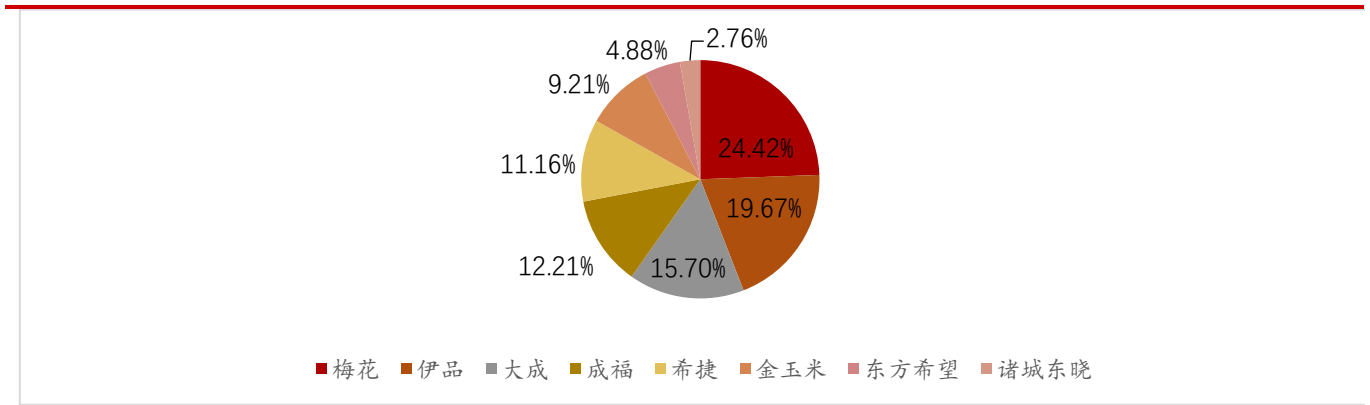
I 级应用	II 级应用	III 级应用
药用	输液	输液、口服液
	合成药物	多肽药物
饲用	饲料添加剂	赖氨酸饲料、苏氨酸饲料等
食品	食品添加剂	氨基酸饮料
	合成调味品	谷氨酸钠（味精）
化工	合成材料	聚谷氨酸
	化妆品添加	氨基酸肽

资料来源：网络资料，华西证券研究所

赖氨酸方面，赖氨酸具有促进动物生长的作用，是猪的第一限制性氨基酸、家禽的第二限制氨基酸，目前赖氨酸主要用作饲料添加剂，一般在饲料中的添加量为 0.1-0.2%。我国是赖氨酸第一生产大国，全球产能占比达到 70% 以上。2018 年四季度公司白城 40 万吨赖氨酸项目投产试车，2019 年四季度产能利用率已达到 90% 以上，

目前，公司赖氨酸产能达到 70 万吨，居全球首位，紧随其后的是伊品和大成。2016-2018 年，公司赖氨酸销量分别为 33.83/31.86/32.56 万吨。

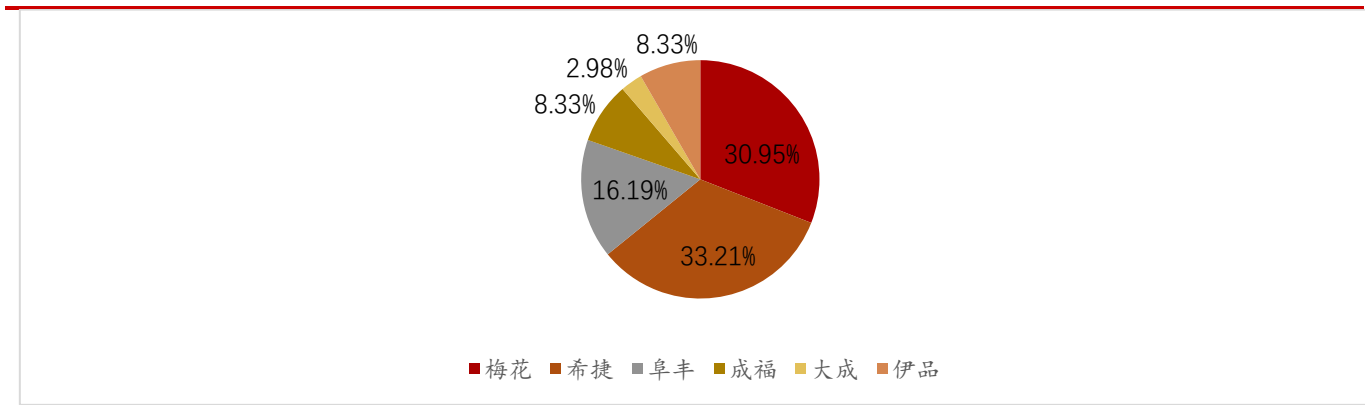
图 12 2019 年，梅花生物国内赖氨酸产能占比 24.42%



资料来源：立鼎产业研究中心，华西证券研究所

苏氨酸方面，苏氨酸是猪饲料的第二限制氨基酸和家禽饲料的第三限制氨基酸，常添加到未成年仔猪和家禽的饲料中。我国是全球第一大苏氨酸生产国，2019 年，全球产量 70.6 万吨，我国产量 63.6 万吨，全球占比 90.1%。希捷、梅花、阜丰是苏氨酸龙头，产能分别为 27.9/26/13.6 万吨，CR3 高达 80.36%。同时，2019 年行业受生猪存栏大幅下滑影响，需求萎靡压缩行业利润空间，部分企业亏损直至退出生产，行业集中度进一步提升。

图 13 2019 年，梅花生物国内苏氨酸产能占比 30.95%

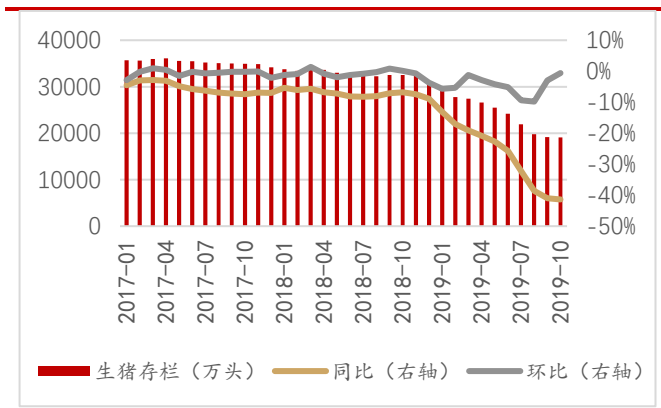


资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

2.2.2. 生猪存栏稳步恢复&集中度提升，公司氨基酸产品需求趋旺

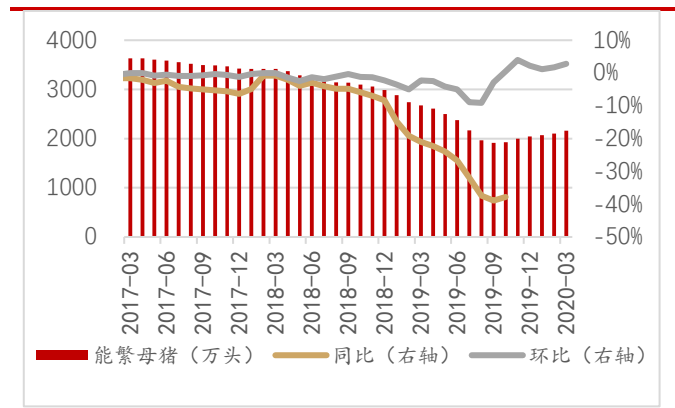
自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40%以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图 14 2017-2019 年，生猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 15 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

在猪肉需求相对刚性背景下，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。根据猪易通数据，2019 年 10 月，全国生猪均价一度超过 40 元/公斤，其后猪价呈现震荡趋势，但仍处在历史高位，截至 2019 年 6 月 12 日，全国生猪均价 32.13 元/公斤，按照完全成本 17 元/公斤、出栏均重 120kg 测算，行业头均盈利 1815.6 元/头。在养猪高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大增，带动行业生猪产能企稳回升，截至 2020 年 3 月，全国能繁母猪存栏连续 6 个月实现环比正增长，我们判断，随着 2019 年下半年大型养殖集团和规模养殖户扩张的产能在 2020 年下半年的集中释放，生猪存栏将维持快速回升态势。

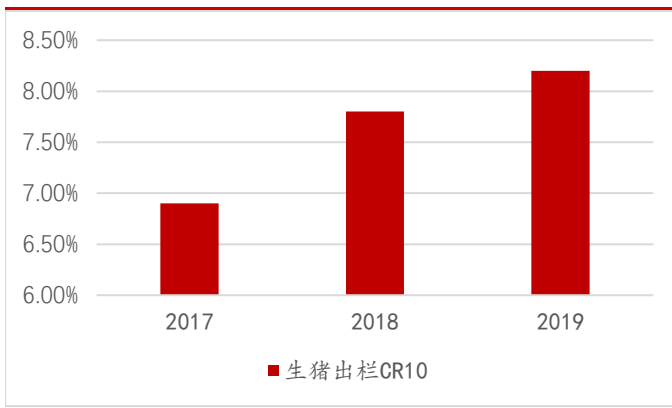
图 16 2015-2020 年，全国生猪均价走势图



资料来源：猪易通，华西证券研究所

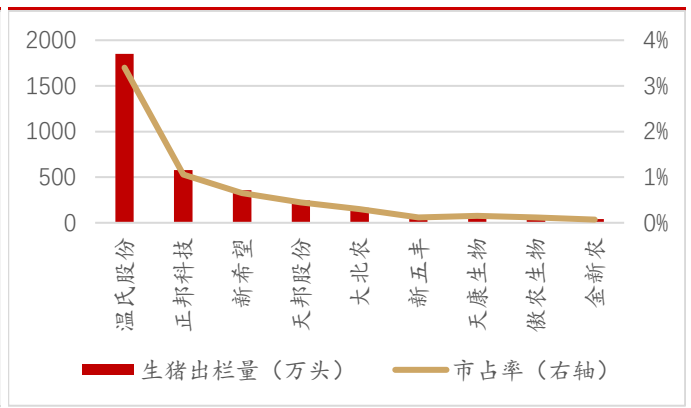
与此同时，在非洲猪瘟常态化背景下，行业集中度有望快速提升。长期以来，我国生猪养殖行业以小规模养殖户为主，CR10 不足 10%，规模化程度较低。根据国家统计局数据，2016 年，年生猪出栏 500 头以下的猪场数量占比 99.40%，年生猪出栏 10000 头以上的猪场数量占比仅 0.01%。我们认为，在市场上暂无针对非洲猪瘟疫情的有效疫苗前提下，生猪养殖门槛进一步抬升，生物安全防控水平的高低将直接决定猪场所受损失的大小，而中小养殖户受限于人力资本、资金实力以及生物安全防控意识等方面的缺陷，受非洲猪瘟的冲击最大、损失最为惨重。而大型养殖集团凭借其在生物安全防控、融资渠道以及种猪资源等方面的优势趁势大幅加快产能扩张节奏，行业集中度在此过程中加速提升。根据上市公司公告整理，2018-2019 年，生猪养殖行业 CR3 从 5.6% 快速提升至 6.4%，CR10 从 7.1% 提升至 8.3%。

图 17 2017-2019 年，中国生猪养殖行业集中度



资料来源：公司公告、国家统计局，华西证券研究所

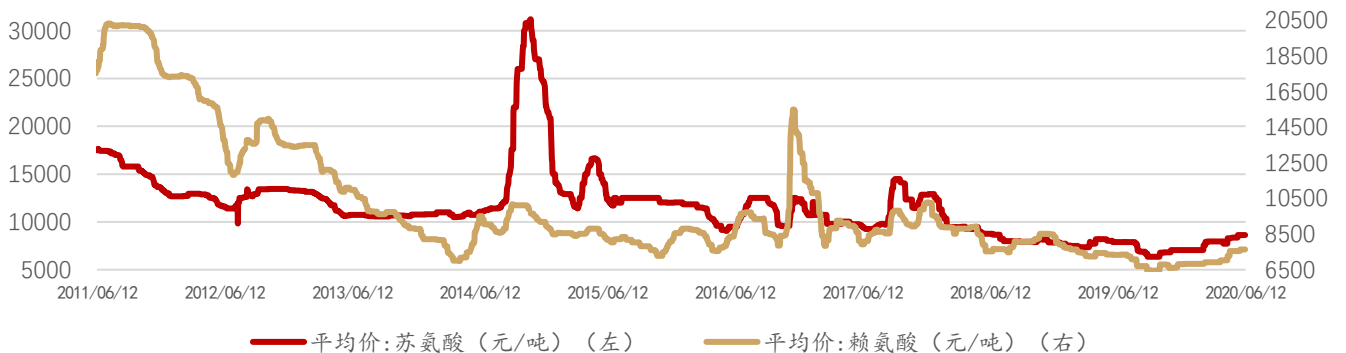
图 18 2019 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，随着下游生猪养殖行业生猪存栏的逐步恢复&行业集中度的快速提升，公司赖氨酸、苏氨酸等产品需求趋旺，而公司作为氨基酸龙头，有望凭借行业高集中度的优势提价，公司氨基酸产品有望迎来量价齐升的利润快速释放期。此外，国内将于 2020 年 7 月 1 日正式推行饲料禁抗政策，长期来看，饲料禁抗政策的推行有利于解决国内抗生素滥用的问题，与此同时，在抗生素退出市场的同时，为了增强机体免疫力，氨基酸等蛋白类添加剂的使用量有望抬升，公司赖氨酸、苏氨酸等产品需求将进一步趋旺。

图 19 2011-2020 年，赖氨酸、苏氨酸价格走势

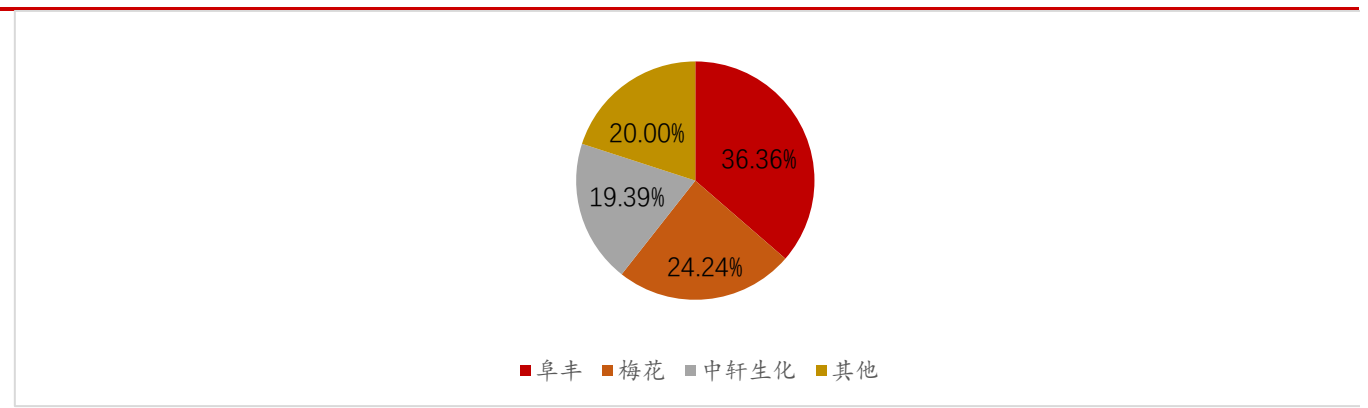


资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3. 黄原胶：竞争格局向好，有望公司利润增量

黄原胶主要作为乳化剂、稳定剂、凝胶增稠剂、浸润剂等，广泛应用于石油开采和食物添加等领域，按照用途可以分为食品级黄原胶和石油级黄原胶。目前，全球黄原胶产能主要集中在中国，阜丰、梅花、中轩生化是国内黄原胶生产龙头，产能分别为 9/6/4.8 万吨，CR3 达到 80%左右。

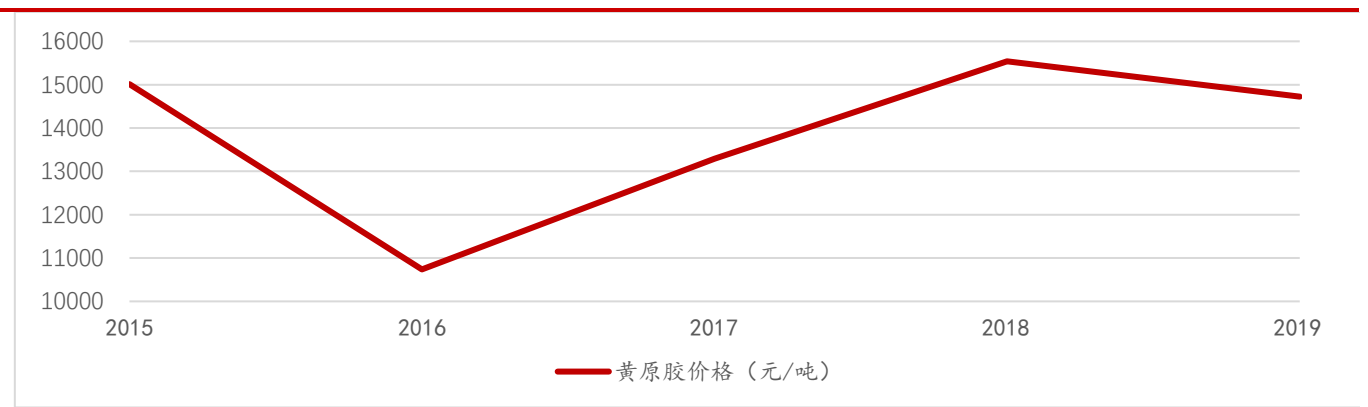
图 20 2018 年，国内黄原胶产能占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2016 年受之前行业龙头大幅扩张产能以及石油行业价格疲软影响，行业亏损严重，阜丰将其在新疆所拥有的部分产能转至高档氨基酸产品，黄原胶产能逐步出清，行业竞争格局向好。我们认为，黄原胶产品有望为公司贡献持续的利润增量。

图 21 2015-2019 年，黄原胶价格走势

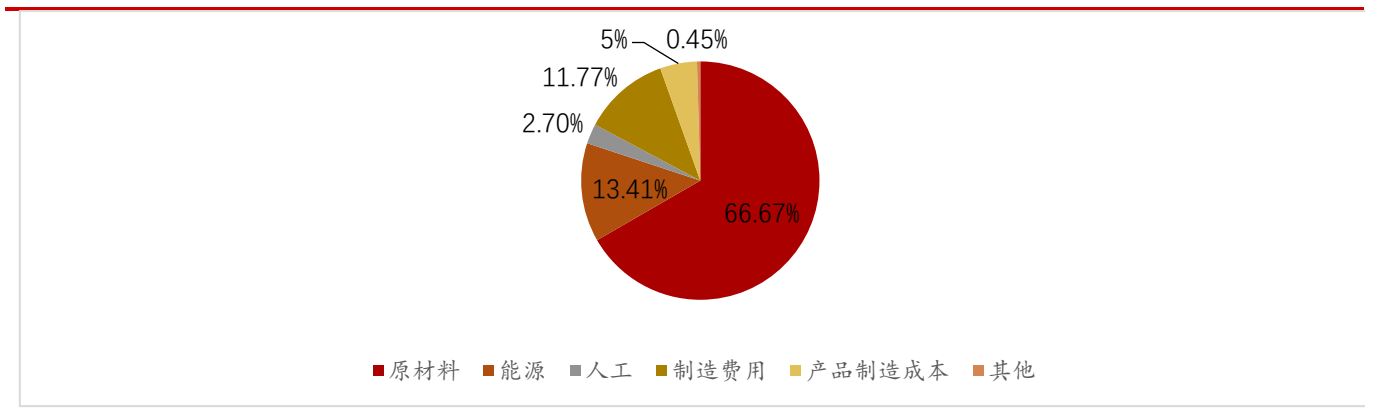


资料来源：阜丰集团公告，华西证券研究所

3. 玉米不具备大幅上涨条件，公司成本相对可控

公司是玉米深加工龙头，原材料占据公司成本的 66.67%。公司主要以玉米为原材料，利用生物发酵技术进行研发、生产和销售食品味觉性状优化产品、动物营养氨基酸、人类医用氨基酸以及胶体多糖类产品。根据公司公告，公司年消耗玉米 400 万吨左右，占公司总成本的 66.67%。

图 22 2019 年，公司原材料成本占公司总成本的 66.67%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

玉米价格并不具备大幅上涨的条件。2016 年 3 月，我国对玉米临储收购制度进行改革，将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”与“补贴”的新模式，玉米价格从此市场化，供需关系成为决定我国玉米价格走势的主要因素。根据 Wind 数据，玉米价格从年初的 1917.29 元/吨上涨至目前的 2125.10 元/吨，上涨幅度为 10.84%。我们认为，年初至今玉米价格的上涨主要是受全球疫情蔓延导致相关企业囤粮情绪有所回升引起，总体上来看，玉米全球供需格局稳定，玉米价格并不具备大幅上涨的基础。此外，公司还可以通过期货套保等工具对成本进行有效控制。

图 23 2012-2020 年，玉米现货价走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

梅花生物主要涉及动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品、人类医用氨基酸等业务板块，我们将对公司上述业务的经营情况分别进行假设：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

动物营养氨基酸：2017-2019 年，公司动物营养氨基酸销量为 121/132/177 万吨，其中，2016-2018 年，公司赖氨酸销量分别为 33.83/31.86/32.56 万吨。预计，2020-2022 年，公司动物营养氨基酸销量分别为 186/196/205 万吨，收入分别为 85.52/115.46/155.86 亿元，毛利率分别为 16%/17.5%/18%。

食品味觉性状优化产品：2017-2019 年，公司食品味觉性状优化产品销量分别为 67/70/74 万吨，同时公司计划新增味精产能 25 万吨今年年底有望投产，预计，2020-2022 年，公司食品味觉性状优化产品销量分别为 78/103/108 万吨，收入分别为 73.32/87.98/105.58 亿元，毛利率分别为 22%/24%/26%。

人类医用氨基酸：预计，2020-2022 年，公司人类医用氨基酸收入维持稳健增长趋势，收入分别为 5.81/6.39/7.03 亿元，毛利率分别为 35%/35%/35%。

其它业务：2017-2018 年，公司黄原胶销量分别为 3.4/5.1 万吨，预计，2020-2022 年，公司黄原胶销量分别为 5/5.5/6 万吨。其他业务合计收入分别为 14.70/15.44/16.21 亿元，毛利率分别为 30%/30%/30%。

表 3 梅花生物主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
动物营养氨基酸							
收入	5019.96	5079.99	5254.77	6578.65	8552.25	11545.53	15586.47
成本	3551.12	3579.87	4024.63	5778.69	7183.89	9525.07	12780.91
毛利	1468.84	1500.12	1230.14	799.96	1368.36	2020.47	2805.56
毛利率	29.26%	29.53%	23.41%	12.16%	16.00%	17.50%	18.00%
食品味觉性状优化产品							
收入	4740.46	4427.09	5158.41	6109.71	7331.66	8797.99	10557.59
成本	3716.99	3536.80	3966.30	4199.82	5718.69	6686.47	7812.61
毛利	1023.46	890.29	1192.11	1,909.90	1612.96	2111.52	2744.97
毛利率	21.59%	20.11%	23.11%	31.26%	22.00%	24.00%	26.00%
人类医用氨基酸							
收入	302.10	383.40	575.23	465.06	581.32	639.45	703.40
成本	242.53	271.18	362.51	313.96	377.86	415.64	457.21
毛利	59.57	112.22	212.72	151.10	203.46	223.81	246.19
毛利率	19.72%	29.27%	36.98%	32.49%	35%	35%	35%
其他							
收入	979.94	1178.37	1518.22	1334.47	1470.13	1543.64	1620.82
成本	736.23	836.52	1007.65	974.89	1029.09	1080.55	1134.58
毛利	243.71	341.84	510.58	425.23	441.04	463.09	486.25
毛利率	24.87%	29.01%	33.63%	30.37%	30.00%	30.00%	30.00%
费用率							
销售费率	7.5%	7.9%	7.9%	8.03%	7.99%	7.99%	7.99%
管理费率	5.1%	3.7%	3.7%	3.71%	3.69%	3.69%	3.69%
财务费率	2.1%	2.5%	2.5%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

综上, 我们预计, 2020-2022 年, 公司营业收入分别为 179.35/225.27/284.68 亿元, 考虑到公司产品存在提价预期, 我们将公司 2020-2022 年的归母净利润从 12.25/16.03/20.16 亿元上调至 12.25/17.51/23.70 亿元, EPS 分别为 0.39/0.56/0.76 元, 当前股价对应 PE 估值仅为 12/8/6X。同时, 作为周期股, 公司过去十年从未亏损, 最低净利润为 2013 年的 4 个亿, 2016~2019 年连续四年净利润均在 10 亿左右, 过去三年的平均分红收益率高达 7%, 目前股价被严重低估。参考可比公司 2020 年 13XPE, 给予公司 2020 年 15XPE, 对应目标价 5.85 元, 上调至“买入”评级。

表 4 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002597.SZ	金禾实业	22.26	1.45	1.58	1.93	2.29	15.35	14.09	11.53	9.72
002001.SZ	新和成	27.15	1.01	1.84	2.09	2.43	26.88	14.76	12.99	11.17
603968.SH	醋化股份	14.46	1.08	1.31	1.54	1.78	13.39	11.04	9.39	8.12
平均							18.54	13.29	11.30	9.67

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 6 月 12 日收盘价

5.风险提示

生猪产能恢复进程不及预期。养殖后周期板块和下游生猪存栏紧密联系，如果生猪养殖行业受到非洲猪瘟疫情的持续侵扰，生猪产能恢复进程不及预期，可能会影响公司的利润释放速度。

产品销售不及预期。产品是公司盈利能力的重要影响因素，如果公司产品推广受到市场等因素的扰动导致销量不及预期，可能会影响公司的盈利能力。

政策扰动。公司相关产品销售与行业政策息息相关，政策扰动可能会对公司产品的销售产生影响，从而影响公司的业绩表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,554	17,935	22,527	28,468	净利润	1,004	1,245	1,780	2,409
YoY (%)	15.1%	23.2%	25.6%	26.4%	折旧和摊销	1,378	1,217	1,241	1,233
营业成本	11,268	14,310	17,708	22,185	营运资金变动	213	-431	212	91
营业税金及附加	197	276	326	425	经营活动现金流	2,798	1,946	3,130	3,599
销售费用	1,168	1,430	1,799	2,275	资本开支	-1,142	-1,932	-2,121	-2,058
管理费用	540	662	832	1,052	投资	224	0	0	0
财务费用	270	0	0	0	投资活动现金流	-850	-1,842	-2,014	-1,920
资产减值损失	-43	-3	-3	-3	股权募资	0	0	0	0
投资收益	70	89	108	138	债务募资	4,926	-2,112	0	0
营业利润	1,174	1,466	2,083	2,827	筹资活动现金流	-1,367	-2,112	0	0
营业外收支	-6	0	0	0	现金净流量	607	-2,009	1,116	1,679
利润总额	1,168	1,466	2,083	2,827	主要财务指标				
所得税	164	220	303	418	成长能力 (%)				
净利润	1,004	1,245	1,780	2,409	营业收入增长率	15.1%	23.2%	25.6%	26.4%
归属于母公司净利润	989	1,225	1,751	2,370	净利润增长率	-1.3%	23.9%	43.0%	35.4%
YoY (%)	-1.3%	23.9%	43.0%	35.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.32	0.39	0.56	0.76	毛利率	22.6%	20.2%	21.4%	22.1%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.9%	6.9%	7.9%	8.5%
货币资金	2,218	209	1,325	3,004	总资产收益率 ROA	5.1%	6.4%	8.0%	9.3%
预付款项	30	230	189	247	净资产收益率 ROE	11.0%	12.0%	14.6%	16.5%
存货	2,133	2,579	3,293	4,096	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,042	1,380	1,517	1,740	流动比率	0.99	1.13	1.29	1.49
流动资产合计	5,422	4,398	6,324	9,086	速动比率	0.60	0.41	0.58	0.78
长期股权投资	33	33	33	33	现金比率	0.41	0.05	0.27	0.49
固定资产	10,891	11,471	12,260	12,979	资产负债率	52.3%	45.0%	43.9%	42.3%
无形资产	1,221	1,353	1,440	1,541	经营效率 (%)				
非流动资产合计	13,895	14,607	15,483	16,304	总资产周转率	0.75	0.94	1.03	1.12
资产合计	19,318	19,005	21,807	25,390	每股指标 (元)				
短期借款	2,112	0	0	0	每股收益	0.32	0.39	0.56	0.76
应付账款及票据	1,648	1,991	2,558	3,172	每股净资产	2.89	3.29	3.85	4.61
其他流动负债	1,697	1,908	2,363	2,924	每股经营现金流	0.90	0.63	1.01	1.16
流动负债合计	5,457	3,899	4,921	6,096	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4,069	4,069	4,069	4,069	估值分析				
其他长期负债	575	575	575	575	PE	13.53	10.92	7.64	5.65
非流动负债合计	4,644	4,644	4,644	4,644	PB	1.54	1.31	1.12	0.93
负债合计	10,101	8,543	9,565	10,740					
股本	3,104	3,104	3,104	3,104					
少数股东权益	237	258	287	326					
股东权益合计	9,217	10,462	12,242	14,651					
负债和股东权益合计	19,318	19,005	21,807	25,390					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。