

食品及饲料添加剂

梅花生物（600873.SH）

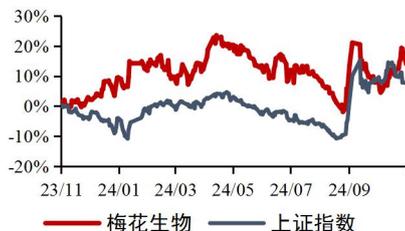
增持-A(维持)

拟跨境收购协和发酵部分资产，丰富产品管线，迈向出海征途

2024年11月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年11月26日

收盘价(元):	10.10
年内最高/最低(元):	11.95/8.72
流通A股/总股本(亿):	28.53/28.53
流通A股市值(亿):	288.13
总市值(亿):	288.13

基础数据：2024年9月30日

基本每股收益(元):	0.68
摊薄每股收益(元):	0.68
每股净资产(元):	5.16
净资产收益率(%):	13.56

资料来源：最闻

分析师：

冀泳洁

执业登记编码：S0760523120002

邮箱：jiyongjie@sxzq.com

王锐

执业登记编码：S0760524090001

邮箱：wangruil@sxzq.com

事件描述

➢ 11月23日，梅花生物发布《关于跨境收购业务与资产并签署〈股份及资产购买协议〉的公告》。公司拟以105亿日元（折合人民币约5亿元）收购日本麒麟控股全资子公司协和发酵旗下的食品氨基酸、医药氨基酸及母乳低聚糖（HMO）业务及资产。标的范围包括：a）协和发酵上海工厂、泰国工厂及海外其他生产经营实体的全部股权及下属资产，包括土地、房产、生产设备及相关医药产品认证；b）不低于156亿日元的存货和正常水平的运营资本；c）十余种医药氨基酸的菌种及相关知识产权，包括精氨酸、组氨酸、谷氨酰胺、丝氨酸、羟脯氨酸、缬氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、苏氨酸、瓜氨酸、鸟氨酸等；d）若干HMO的菌种、生产线、相关知识产权、注册批文及上市许可，包括2'-FL, 3'-SL, 6'-SL等。

事件点评

➢ 收购效应：1）公司氨基酸管线进一步增加，新增HMO管线；2）向下游高附加值医药级氨基酸市场延伸；3）出海发展战略得到落地。此次交易完成后，公司将新增多种氨基酸新品类和新菌种，如精氨酸、组氨酸、丝氨酸、瓜氨酸、鸟氨酸和羟脯氨酸等，并获得十余种氨基酸的发酵菌种及相关专利。业务结构上，公司将延伸产业链，不仅能增加下游高附加值医药级氨基酸产品的发酵和精制能力，还将获得包括但不限于GMP（良好生产认证）和全球多市场的氨基酸原料药注册证。产品结构上，公司将通过本次交易引入合成生物学精密发酵平台生产三种HMO产品的能力，并获得相关知识产权体系。产业布局上，公司将通过交易获得多个国内外生产经营实体，实现产业出海战略落地。

➢ 协和发酵：合成生物学产业化的领先企业。长期以来，协和发酵一直处于全球合成生物学的领先地位，凭借超过70年的技术积累，在氨基酸和HMO产品的上游菌种改造和下游提取工艺上拥有众多专利。协和发酵于1956年和1958年率先实现了L-谷氨酸和L-赖氨酸的工业化发酵生产，后续成功研发并首先商业化了包括精氨酸、鸟氨酸、瓜氨酸、丝氨酸在内的多种氨基酸产品。在医药领域，协和发酵专注于通过先进的发酵技术生产高纯度、高品质的医药级氨基酸产品，广泛应用于药品和健康领域，包括原料药活性药物成分（API）、药用辅料、细胞培养基成分、诊断试剂和功能食品原料等。2022年，协和发酵成功实现HMO类产品的商业化生产，包括2'-岩藻糖基乳糖（2'-FL）、3'-唾液酸乳糖（3'-SL）、6'-唾液酸乳糖（6'-SL）。截至2024年6月底总资产为434.99亿日元，净资产为-4.78亿日元，2024年上半



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



年营业收入 84.93 亿日元，息税折旧摊销前利润-25.54 亿日元。

投资建议

➤ 我们预测 2024 年至 2026 年，公司分别实现营收 282.09/295.98/310.91 亿元，同比增长 1.6%/4.9%/5.0%；实现归母净利润 28.88/31.96/34.81 亿元，同比增长 -9.2%/10.6%/8.9%，对应 EPS 分别为 1.01/1.12/1.22 元，PE 为 10.0/9.0/8.3 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 主要产品价格波动风险：苏、赖氨酸、玉米、豆粕等产品价格的大幅波动可能会影响公司的成本结构和盈利能力。海外市场销售可能因国际贸易环境变化带来的不确定性风险，例如反倾销税调查、国家贸易限制。新建项目投资回报率不及预期的风险。环境和安全生产风险。核心技术泄露及核心技术人才流失风险。交割及收购整合风险：由于交易架构复杂，交易双方分别为中国和日本资本市场上市的企业，交易标的涉及全球多地的法律、财务、税务和合规运营等事项，存在一定交割风险，且公司整合协和发酵后，整合成效存在不确定性。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,937	27,761	28,209	29,598	31,091
YoY(%)	22.3	-0.6	1.6	4.9	5.0
净利润(百万元)	4,406	3,181	2,888	3,196	3,481
YoY(%)	87.4	-27.8	-9.2	10.6	8.9
毛利率(%)	25.1	19.7	20.2	20.5	20.8
EPS(摊薄/元)	1.54	1.12	1.01	1.12	1.22
ROE(%)	32.6	22.5	19.3	18.7	17.9
P/E(倍)	6.5	9.1	10.0	9.0	8.3
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5
净利率(%)	15.8	11.5	10.2	10.8	11.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9913	9507	11481	13637	16920
现金	4334	4970	5843	8680	10835
应收票据及应收账款	482	770	502	833	569
预付账款	342	252	352	282	384
存货	4069	2923	4139	3242	4479
其他流动资产	687	593	645	600	653
非流动资产	14578	13650	12625	11980	11248
长期投资	19	19	22	23	26
固定资产	9912	11429	10462	9876	9213
无形资产	1109	1076	1009	937	865
其他非流动资产	3538	1126	1132	1144	1144
资产总计	24490	23157	24106	25617	28168
流动负债	6672	6529	6972	6759	7361
短期借款	1070	1544	1544	1544	1544
应付票据及应付账款	2845	2609	2900	2858	3165
其他流动负债	2757	2376	2528	2357	2652
非流动负债	4302	2465	2064	1661	1259
长期借款	3676	2000	1598	1195	794
其他非流动负债	626	465	465	465	465
负债合计	10974	8994	9035	8420	8620
少数股东权益	0	0	25	40	51
股本	3042	2943	2853	2853	2853
资本公积	1929	1033	354	354	354
留存收益	8748	10754	12109	13934	16002
归属母公司股东权益	13516	14163	15046	17157	19497
负债和股东权益	24490	23157	24106	25617	28168

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5655	5229	3515	4757	4106
净利润	4406	3181	2913	3211	3492
折旧摊销	1404	1375	1322	1381	1464
财务费用	84	-33	-132	-208	-277
投资损失	-24	-8	-94	-108	-59
营运资金变动	-322	460	-522	468	-526
其他经营现金流	107	254	27	14	12
投资活动现金流	-1738	-1509	-231	-642	-685
筹资活动现金流	-3094	-3108	-2411	-1279	-1266
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.12	1.01	1.12	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	1.83	1.23	1.67	1.44
每股净资产(最新摊薄)	4.74	4.96	5.27	6.01	6.83

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27937	27761	28209	29598	31091
营业成本	20916	22297	22523	23541	24625
营业税金及附加	259	243	265	278	292
营业费用	441	414	440	462	485
管理费用	1011	925	1238	1299	1365
研发费用	280	314	432	453	476
财务费用	84	-33	-132	-208	-277
资产减值损失	-9	-11	-48	-47	-31
公允价值变动收益	33	-38	-27	-14	-12
投资净收益	24	8	94	108	59
营业利润	5160	3813	3461	3822	4140
营业外收入	27	10	15	16	17
营业外支出	35	101	53	61	62
利润总额	5153	3723	3423	3776	4095
所得税	746	542	510	565	603
税后利润	4406	3181	2913	3211	3492
少数股东损益	0	0	25	15	12
归属母公司净利润	4406	3181	2888	3196	3481
EBITDA	6735	5174	4736	5079	5393

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	22.3	-0.6	1.6	4.9	5.0
营业利润(%)	79.7	-26.1	-9.2	10.4	8.3
归属于母公司净利润(%)	87.4	-27.8	-9.2	10.6	8.9
获利能力					
毛利率(%)	25.1	19.7	20.2	20.5	20.8
净利率(%)	15.8	11.5	10.2	10.8	11.2
ROE(%)	32.6	22.5	19.3	18.7	17.9
ROIC(%)	24.0	17.4	15.3	15.2	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	38.8	37.5	32.9	30.6
流动比率	1.5	1.5	1.6	2.0	2.3
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	73.3	44.3	44.3	44.3	44.3
应付账款周转率	9.1	8.2	8.2	8.2	8.2
估值比率					
P/E	6.5	9.1	10.0	9.0	8.3
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.4	5.4	5.7	4.6	3.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

