

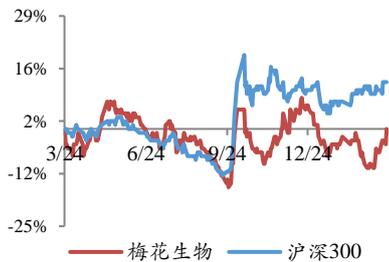
黄原胶诉讼和解，海外市场拓展加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-19

收盘价（元） 10.16
近12个月最高/最低（元） 11.95/8.72
总股本（百万股） 2,853
流通股本（百万股） 2,853
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 290
流通市值（亿元） 290

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 氨基酸行业领先企业，海外布局迎来第二增长曲线 2025-01-26

主要观点：

● 事件描述

2025年3月17日，梅花生物发布2024年年度报告，公司2024年实现营业收入250.69亿元，同比-9.69%；营业成本为200.37亿元，同比-10.14%；实现归母净利润27.40亿元，同比-13.85%；实现扣非归母净利润26.97亿元，同比-12.55%；基本每股收益为0.94元，同比-11.32%。

● 饲用氨基酸价格上涨，缓冲味精价格下行压力

2024年，公司实现营收250.69亿元，同比-9.69%。其中，动物营养氨基酸、人类医用氨基酸、食品味觉性状优化产品分别实现营业收入146.24亿元、4.76亿元、79.45亿元，分别同比+0.58%、-15.35%、-19.19%；分别实现毛利率19.65%、25.68%、19.45%，分别同比+7.43pct、-1.57pct、-3.48pct。基于味精、黄原胶和淀粉副产品价格下滑，2024年公司业绩有所下跌。

2024年四季度，公司实现营收63.89亿元，环比+5.80%。随着海外需求旺盛且供应偏紧，动物营养氨基酸方面产品价格上涨。根据百川盈孚，截至2024年12月31日，公司主营产品苏氨酸和赖氨酸市场均价分别为12.08和11.29元/公斤，较年初相比分别上涨6.34%和18.72%，一定程度上缓解了味精等产品价格下跌对营收带来的影响。

图表1 2024年公司主营产品市场均价变化

主要产品	1.2 市场均价	12.31 市场均价	增幅
苏氨酸	11.36 元/公斤	12.08 元/公斤	6.34%
赖氨酸	9.51 元/公斤	11.29 元/公斤	18.72%
味精 40-100 目	8050 元/吨	7000 元/吨	-13.04%

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

2025年一季度供给宽松，海内外需求趋弱，苏氨酸和赖氨酸市场价格均呈现较大跌幅。根据百川盈孚，截至2025年3月17日，苏氨酸和赖氨酸市场均价分别为9.11和8.65元/公斤，较年初相比分别下降17.96%、23.38%，短期内业绩承压，但公司具备的成本优势有望一定程度上缓冲节后价格下行压力。

● 黄原胶诉讼案达成执行和解协议，助力黄原胶业务稳固发展

2025年3月6日，公司与阜丰集团的黄原胶诉讼案以和解落下帷幕，公司及新疆梅花支付和解金2.33亿元，阜丰集团撤回诉讼及执行申请；该和解金导致了公司2024年度营业外支出增加。但长期来看，本次和解将助力稳定行业竞争格局，公司最终获取了黄原胶相关技术的永久性

普通实施许可，为未来黄原胶业务的稳定发展奠定基础。

● **部分进口农产品关税加征叠加去库周期，后续价格有望上行**

2025年3月4日，基于对美方单边加征关税的反制，国务院发布公告称，自3月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，对小麦、玉米等产品加征15%关税，对高粱、大豆、猪肉等产品加征10%关税。本次关税调整将为国内农产品市场带来涨价动力。此外，海外农产品库存经过几个季度的调整，也有望回归正常水平，后续玉米、大豆等农作物需求有望增长，价格有望打开上升空间。豆粕作为饲用氨基酸替代品，其价格上涨有望为饲用氨基酸带来需求缺口，预计饲用主营产品需求将保持增长趋势。

● **海外市场拓展加速，持续助力企业平台化发展**

从地区来看，2024年，公司于国内实现营业收入为163.95亿元，占比65.40%；于国外实现营业收入84.24亿元，占比33.48%。2024年11月底，公司宣布收购日本“麒麟控股”子公司“协和发酵”的食品、医药氨基酸和HMO业务及资产。近年来，海外贸易局势的不确定性较为显著，此次收购将加速公司对海外市场的开拓；同时，通过拓展高附加值的氨基酸产品矩阵，公司有望开启新的业绩增长点。随着出海战略的持续推进，公司将持续增强规模优势和平台化能力，有望在全球生物发酵行业中强化话语权，逐步确立国际领军企业地位。

● **投资建议**

预计公司2025-2027年归母净利润分别为34.11、36.40、38.95亿元（2025-2026年前值分别为35.02、36.92亿元），同比增速24.5%、6.7%、7.0%，对应PE为8、8、7倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 市场竞争加剧；
- (2) 原材料价格大幅波动；
- (3) 海外及新建项目进度不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25069	29985	31233	32761
收入同比 (%)	-9.7%	19.6%	4.2%	4.9%
归属母公司净利润	2740	3411	3640	3895
净利润同比 (%)	-13.8%	24.5%	6.7%	7.0%
毛利率 (%)	20.1%	20.5%	21.0%	20.9%
ROE (%)	18.8%	19.1%	16.9%	15.3%
每股收益 (元)	0.94	1.20	1.28	1.37
P/E	10.67	8.21	7.69	7.18
P/B	1.96	1.56	1.30	1.10
EV/EBITDA	5.95	4.53	3.91	3.34

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8900	10174	12623	15563	营业收入	25069	29985	31233	32761
现金	4561	4639	6974	9608	营业成本	20037	23831	24674	25914
应收账款	588	556	594	610	营业税金及附加	235	271	282	297
其他应收款	49	82	84	90	销售费用	387	465	484	509
预付账款	220	314	319	339	管理费用	938	1024	1062	1116
存货	2722	3687	3741	3980	财务费用	-117	123	119	0
其他流动资产	759	896	911	936	资产减值损失	-7	1	1	1
非流动资产	14910	17146	18291	19362	公允价值变动收益	15	0	0	0
长期投资	7	5	4	3	投资净收益	30	23	0	0
固定资产	11338	14525	15614	15583	营业利润	3491	3999	4273	4570
无形资产	1357	1324	1290	1257	营业外收入	141	75	75	0
其他非流动资产	2208	1292	1383	2520	营业外支出	283	75	78	0
资产总计	23810	27320	30914	34925	利润总额	3349	3999	4270	4570
流动负债	7439	7927	8307	8843	所得税	609	586	626	670
短期借款	1735	2049	2349	2635	净利润	2740	3414	3644	3900
应付账款	1442	1599	1643	1733	少数股东损益	0	3	4	4
其他流动负债	4263	4279	4315	4475	归属母公司净利润	2740	3411	3640	3895
非流动负债	1796	1495	1064	640	EBITDA	4692	6015	6344	6585
长期借款	1348	1048	619	195	EPS (元)	0.94	1.20	1.28	1.37
其他非流动负债	448	447	445	444					
负债合计	9235	9422	9371	9483					
少数股东权益	0	3	7	11					
股本	2853	2853	2853	2853					
资本公积	263	263	263	263					
留存收益	11459	14780	18420	22315					
归属母公司股东权益	14575	17896	21536	25431					
负债和股东权益	23810	27320	30914	34925					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4627	4501	5799	5960
净利润	2740	3414	3644	3900
折旧摊销	1362	1893	1956	2015
财务费用	-29	139	135	0
投资损失	-30	-23	0	0
营运资金变动	546	-920	62	47
其他经营现金流	2232	4332	3583	3851
投资活动现金流	-2649	-4199	-3193	-3185
资本支出	-2001	-4318	-3338	-3274
长期投资	-690	113	161	107
其他投资现金流	42	5	-17	-18
筹资活动现金流	-2738	-335	-270	-142
短期借款	191	314	300	286
长期借款	-652	-300	-429	-423
普通股增加	-91	0	0	0
资本公积增加	-770	0	0	0
其他筹资现金流	-1417	-349	-140	-5
现金净增加额	-649	78	2335	2633

主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-9.7%	19.6%	4.2%	4.9%
营业利润	-8.4%	14.5%	6.8%	7.0%
归属于母公司净利	-13.8%	24.5%	6.7%	7.0%
获利能力				
毛利率 (%)	20.1%	20.5%	21.0%	20.9%
净利率 (%)	10.9%	11.4%	11.7%	11.9%
ROE (%)	18.8%	19.1%	16.9%	15.3%
ROIC (%)	14.8%	16.1%	14.8%	13.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.8%	34.5%	30.3%	27.2%
净负债比率 (%)	63.4%	52.6%	43.5%	37.3%
流动比率	1.20	1.28	1.52	1.76
速动比率	0.75	0.75	1.01	1.26
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.17	1.07	1.00
应收账款周转率	40.79	52.41	54.32	54.42
应付账款周转率	13.98	15.68	15.22	15.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.20	1.28	1.37
每股经营现金流薄)	1.62	1.58	2.03	2.09
每股净资产	5.11	6.27	7.55	8.91
估值比率				
P/E	10.67	8.21	7.69	7.18
P/B	1.96	1.56	1.30	1.10
EV/EBITDA	5.95	4.53	3.91	3.34

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。