

# 主产品销量增长，成本优势凸显

## 梅花生物(600873)

评级:	买入	股票代码:	600873
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	11.95/8.72
目标价格:		总市值(亿)	309.81
最新收盘价:	10.86	自由流通市值(亿)	309.81
		自由流通股数(百万)	2,852.79

### 事件概述

公司发布 2025 年第一季度报告，报告期内，公司实现营业收入 62.69 亿元，同比-3.36%；实现归母净利润 10.19 亿元，同比+35.52%。

### 分析判断：

#### ► 销量增长&成本下降，公司归母净利同比增长

2025Q1，公司实现营业收入 62.69 亿元，同比下降 3.36%。据公司公告，下降的主要原因在于，公司主要产品味精、赖氨酸、苏氨酸、饲料级异亮氨酸等销量增长，但因味精、黄原胶以及饲料级异亮氨酸等产品市场销售价格下降导致营业收入减少。2025Q1，公司实现归属于上市公司股东的净利润 10.19 亿元，同比增长 35.52%，主要由于公司主要产品味精、苏氨酸、饲料级异亮氨酸销量增长、赖氨酸量价齐增带来收入增长与毛利增长，同时主要材料成本下降以及生产指标提升带动生产成本下降，2025Q1 公司毛利增加 2.88 亿元，带来公司净利润增长。

#### ► 成本改善叠加部分产品涨价，动物营养氨基酸板块表现稳健

2024 年，公司动物营养氨基酸板块在销量同比增长 5.65%的情况下，营收基本持平（同比+0.58%），毛利率同比提升 7.43pct 至 19.65%。这主要得益于成本端改善和部分产品价格上涨。成本端，主要原料玉米价格下行，据 Wind 数据，2024 年全国玉米均价 2373 元/吨，同比下跌 16%，2024 年公司玉米采购总量同比增加 10.39%，由于价格下跌，采购额同比减少 8.83%；煤炭价格重心下移，2024 年秦皇岛港 Q5500 动力煤均价同比下跌 4%。产品端，据公司年报，2024 年 98%赖氨酸市场均价 10.54 元/公斤，同比上涨 14.57%；70%赖氨酸市场均价 5.21 元/公斤，同比下降 6.46%。苏氨酸价格相对平稳，2024 年市场均价 10.85 元/公斤，同比上涨 1.0%。然而，行业仍面临挑战，欧盟对中国赖氨酸（初裁税率 58.3%-84.8%）和缬氨酸发起反倾销调查，可能影响全球销售格局。2025Q1，苏氨酸和赖氨酸价格同比均有所增长，较去年四季度有所下滑。

#### ► 新项目落地贡献增量，出海战略加速推进

公司持续推进项目建设，2024 年项目支出约 20 亿元。通辽味精扩产项目已达产达效，新疆异亮氨酸技改项目、缬氨酸、黄原胶技改项目按计划投产，白城 60 万吨赖氨酸项目于 2024 年 9 月正式动工。研发方面，2024 年公司研发投入达 7.33 亿元，成功将肌苷、鸟苷、谷氨酰胺的新菌种，以及谷氨酸、赖氨酸、苏氨酸的新工艺应用于大规模生产，新增效益近亿元。国际化战略取得突破，公司与协和发酵签署协议，拟斥资约 5 亿元人民币收购其食品、医药氨基酸、HMO 业务与资产，将获得菌种、知识产权、GMP 认证及海外生产经营实体，延伸产业链并加速出海布局。同时，公司积极推进海外绿地投资选址考察工作。

### 投资建议

我们认为：(1) 2024 年，受主要产品味精、黄原胶等价格调整等影响，公司营收和归母净利润同比出现下滑。但动物营养氨基酸板块凭借成本改善和部分产品价格上涨实现稳健增长，苏氨酸销量大幅提升。(2) 公司持续推进新项目建设，白城赖氨酸项目动工，多个技改项目投产，为未来增长奠定基础。(3) 通过收购协和发酵部分业务，公司加速国际化布局，拓展高附加值产品线。考虑到产品价格调整，新项目逐步贡献业绩，以及收购整合和出海战略的推进，我们下调 2025 年至 2026 年营业收入 329.55/376.56 亿元至 277.39/300.75 亿元，下调 2025 年归母净利润 39.67/43.21 亿元至 31.48/33.57 亿元，新增预测 2027 年营业收入为 330.83 亿元，归母

净利润为 36.79 亿元，下调公司 25-26 年 EPS1.35/1.47 元至 1.10/1.18 元，新增预测 2027 年 EPS 为 1.29 元，2025 年 4 月 21 日股价 10.86 元/股对应 25-27 年 PE 分别为 10/9/8X，维持“买入”评级。

### 风险提示

产品价格波动风险，原材料价格波动风险，下游需求不及预期风险，国际贸易环境风险/反倾销风险，新建项目/收购进展不及预期风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,761	25,069	27,739	30,075	33,083
YoY (%)	-0.6%	-9.7%	10.6%	8.4%	10.0%
归母净利润(百万元)	3,181	2,740	3,148	3,357	3,679
YoY (%)	-27.8%	-13.8%	14.9%	6.7%	9.6%
毛利率 (%)	19.7%	20.1%	20.3%	19.7%	19.9%
每股收益 (元)	1.12	0.96	1.10	1.18	1.29
ROE	22.5%	18.8%	17.8%	15.9%	14.9%
市盈率	9.74	11.31	9.84	9.23	8.42

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

## 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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,069	27,739	30,075	33,083	净利润	2,740	3,148	3,357	3,679
YoY (%)	-9.7%	10.6%	8.4%	10.0%	折旧和摊销	1,362	1,042	1,043	1,043
营业成本	20,037	22,118	24,140	26,495	营运资金变动	546	-777	130	79
营业税金及附加	235	251	278	303	经营活动现金流	4,627	3,396	4,503	4,775
销售费用	387	425	460	507	资本开支	-2,001	-2,428	-2,325	-2,361
管理费用	938	994	1,081	1,196	投资	-690	-68	-263	-301
财务费用	-117	85	-16	34	投资活动现金流	-2,649	-2,476	-2,559	-2,633
研发费用	383	363	407	452	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-7	2	3	2	债务募资	6,297	0	0	0
投资收益	30	21	29	28	筹资活动现金流	-2,738	0	0	0
营业利润	3,491	3,770	4,035	4,429	现金净流量	-649	920	1,944	2,142
营业外收支	-142	-7	-6	-7					
利润总额	3,349	3,763	4,029	4,423	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	609	616	672	744	<b>成长能力</b>				
净利润	2,740	3,148	3,357	3,679	营业收入增长率	-9.7%	10.6%	8.4%	10.0%
归属于母公司净利润	2,740	3,148	3,357	3,679	净利润增长率	-13.8%	14.9%	6.7%	9.6%
YoY (%)	-13.8%	14.9%	6.7%	9.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.96	1.10	1.18	1.29	毛利率	20.1%	20.3%	19.7%	19.9%
					净利率	10.9%	11.3%	11.2%	11.1%
					总资产收益率 ROA	11.5%	11.8%	11.0%	10.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	净资产收益率 ROE	18.8%	17.8%	15.9%	14.9%
货币资金	4,561	5,481	7,425	9,567	<b>偿债能力</b>				
预付款项	220	265	278	307	流动比率	1.20	1.45	1.70	1.94
存货	2,722	3,186	3,359	3,716	速动比率	<b>0.80</b>	<b>0.97</b>	<b>1.22</b>	<b>1.45</b>
其他流动资产	1,397	1,517	1,863	2,243	现金比率	0.61	0.76	0.97	1.17
流动资产合计	8,900	10,450	12,926	15,833	资产负债率	38.8%	33.7%	30.9%	28.7%
长期股权投资	7	7	7	7	<b>经营效率</b>				
固定资产	11,338	12,340	13,342	14,345	总资产周转率	1.05	1.04	0.99	0.95
无形资产	1,357	1,737	2,014	2,327	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	14,910	16,292	17,572	18,886	每股收益	0.96	1.10	1.18	1.29
资产合计	23,810	26,741	30,498	34,720	每股净资产	5.11	6.21	7.39	8.68
短期借款	1,735	1,735	1,735	1,735	每股经营现金流	1.62	1.19	1.58	1.67
应付账款及票据	2,858	2,941	3,223	3,573	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	2,846	2,547	2,664	2,857	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	7,439	7,223	7,622	8,165	PE	11.31	9.84	9.23	8.42
长期借款	1,348	1,348	1,348	1,348	PB	1.96	1.75	1.47	1.25
其他长期负债	448	448	448	448					
非流动负债合计	1,796	1,796	1,796	1,796					
负债合计	9,235	9,019	9,418	9,961					
股本	2,853	2,853	2,853	2,853					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	14,575	17,722	21,080	24,759					
负债和股东权益合计	23,810	26,741	30,498	34,720					

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。