

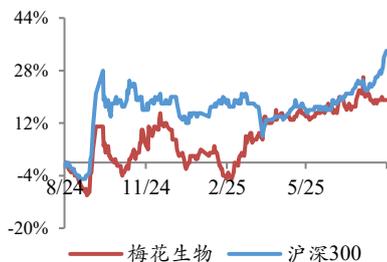
25H1 盈利水平显著提升，出海战略稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-25

收盘价（元）	11.04
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）	315
流通市值（亿元）	315

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. 黄原胶诉讼和解，海外市场拓展加速 2025-03-19

2. 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 8 月 19 日，梅花生物发布 2025 年半年报，公司 2025H1 实现营业收入 122.8 亿元，同比-2.87%；实现归母净利润 17.68 亿元，同比 19.96%；实现扣非归母净利润 16.28 亿元，同比 24.98%。

公司 2025Q2 实现营业收入 60.12 亿元，同比-2.34%，环比-4.09%；实现归母净利润 7.49 亿元，同比 3.76%，环比-26.45%；实现扣非归母净利润 7.24 亿元，同比 8.65%，环比-19.98%。

● 原料成本下降与销量放量冲抵价格下行，25H1 盈利水平显著提升

受下游供需影响、公司部分产品价格有所下滑、受此影响营业收入略微下滑，但玉米等原料成本显著下降与主要产品加速放量，公司盈利能力显著增长。2025H1 公司实现营收 122.8 亿元，同比-2.87%。分板块看，鲜味剂/饲料氨基酸/医药氨基酸/大原料副产品/黄原胶等分别实现营收 35.66/56.60/2.47/18.89/9.18 亿元，分别同比-8.09%/3.44%/-1.04%/-1.02%/-18.69%。

①价格端：98.5%赖氨酸主要受到欧盟反倾销出口压力有所下滑，均价 9.11 元/公斤，同比-7.89%；缬氨酸阶段性供大于求价格下降，均价 14.32 元/公斤，同比-6.1%；味精头部厂商扩产且高库存对价格有所影响，均价 7193 元/吨，同比-10.73%；70%赖氨酸因玉米价格上涨价格坚挺，均价 5.39 元/公斤，同比+1.32%；苏氨酸出口需求好阶段性供应紧张，价格震荡，均价 10.45 元/公斤，同比+0.97%；

②量：主要产品味精、异亮氨酸、98.5%赖氨酸等产品加速放量，70%赖氨酸实现量价齐增，在整体价格有所下滑情况下，营收依然保持稳健。

③成本端：核心原料玉米与煤炭价格同比呈现下降趋势，2025H1 玉米平均价格为 2227 元/吨，同比下降 6.78%；动力煤平均价格 586.3 元/吨，同比下降 19.98%。

● 2025Q2 延续价格下行态势，业绩同比增长环比有所承压

Q2 公司营业收入与归母净利润分别为 60.12、7.49 亿元，同比-2.34%/3.76%，环比-4.09%/-26.45%；主要原因为主要产品价格延续下滑，根据百川盈孚，味精/缬氨酸/苏氨酸/70%赖氨酸/98.5%赖氨酸 Q2 市场均价分别为 7229 元/吨，13.38/9.95/5.28/8.18 元/公斤，环比增长 1.02%、-5.58%、-6.40%、2.13%、-16.95%。短期看，因氨基酸下游需求持续增长，行业内盈利状况较好，企业扩产意愿强烈，造成阶段性供给增加；但从长期看，随着下游需求的增长，长期依然向好。

● 日本协和发酵并购交割完成，公司出海战略稳步推进

并购协和发酵：2025 年 7 月 1 日，公司完成收购协和发酵旗下食品氨基酸、医药氨基酸及母乳低聚糖（HMO）业务。通过此次并购公司新增

多种氨基酸新品类，有利于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；公司新增上海、泰国、北美三处医药氨基酸生产基地，公司借此实现产能出海贴近消费市场；获得了亚洲唯一具备规模化 HMO 生产能力的生产基地、顺利进入全球功能营养品市场。**欧盟赖氨酸反倾销**：在公司针对欧盟赖氨酸反倾销调查中，通过积极应诉与海外客户沟通协作，成功将反倾销终裁税率由初裁的 84.8% 大幅下调 37.1pct 至 47.7%，提升了公司产品价格竞争。**海外绿地投资**：公司在报告期内海外考察项目组深入中亚等地区，就原料、能源化工辅料、交通、营商环境等生产建设与经营要素展开实地考察，后续公司将从不同维度对考察地区进行对比，加速海外市场拓展速度，落实公司全球化布局。

● **投资建议**

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 34.48、36.27、38.34 亿元，同比增速 25.8%、5.2%、8.5%，对应 PE 为 9、9、8 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	27968	30644	31389
收入同比 (%)	-9.7%	11.6%	9.6%	2.4%
归属母公司净利润	2740	3448	3627	3934
净利润同比 (%)	-13.8%	25.8%	5.2%	8.5%
毛利率 (%)	20.1%	21.7%	21.2%	21.7%
ROE (%)	18.8%	19.2%	16.8%	15.4%
每股收益 (元)	0.94	1.21	1.27	1.38
P/E	10.67	9.13	8.68	8.01
P/B	1.96	1.75	1.46	1.23
EV/EBITDA	5.95	5.21	4.65	4.02

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	10097	12870	15669	营业收入	25069	27968	30644	31389
现金	4561	5256	7708	10384	营业成本	20037	21907	24140	24588
应收账款	588	600	686	699	营业税金及附加	235	253	277	284
其他应收款	49	62	63	66	销售费用	387	433	475	488
预付账款	220	263	278	285	管理费用	938	955	1041	1069
存货	2722	3156	3359	3448	财务费用	-117	123	116	0
其他流动资产	759	761	774	788	资产减值损失	-7	-2	-1	-3
非流动资产	14910	17113	18290	19452	公允价值变动收益	15	0	0	0
长期投资	7	0	-7	-15	投资净收益	30	23	0	0
固定资产	11338	14336	15282	15155	营业利润	3491	4043	4258	4615
无形资产	1357	1481	1631	1795	营业外收入	141	75	75	0
其他非流动资产	2208	1296	1385	2518	营业外支出	283	75	78	0
资产总计	23810	27210	31160	35122	利润总额	3349	4043	4255	4615
流动负债	7439	7762	8511	8927	所得税	609	592	624	677
短期借款	1735	2049	2349	2635	净利润	2740	3451	3631	3938
应付账款	1442	1522	1675	1717	少数股东损益	0	3	4	4
其他流动负债	4263	4191	4487	4575	归属母公司净利润	2740	3448	3627	3934
非流动负债	1796	1490	1059	635	EBITDA	4692	5769	5911	6127
长期借款	1348	1048	619	195	EPS (元)	0.94	1.21	1.27	1.38
其他非流动负债	448	441	440	439					
负债合计	9235	9251	9570	9562					
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	14840	18467	22433					
归属母公司股东权益	14575	17956	21583	25549					
负债和股东权益	23810	27210	31160	35122					

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	4771	5534	5563
净利润	2740	3451	3631	3938
折旧摊销	1362	1603	1540	1511
财务费用	-29	139	135	0
投资损失	-30	-23	0	0
营运资金变动	546	-373	224	110
其他经营现金流	2232	3799	3412	3831
投资活动现金流	-2649	-3779	-2812	-2776
资本支出	-2001	-3996	-2962	-2872
长期投资	-690	118	167	114
其他投资现金流	42	99	-17	-18
筹资活动现金流	-2738	-329	-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	-343	-140	-5
现金净增加额	-649	695	2452	2676

主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-9.7%	11.6%	9.6%	2.4%
营业利润	-8.4%	15.8%	5.3%	8.4%
归属于母公司净利	-13.8%	25.8%	5.2%	8.5%
获利能力				
毛利率 (%)	20.1%	21.7%	21.2%	21.7%
净利率 (%)	10.9%	12.3%	11.8%	12.5%
ROE (%)	18.8%	19.2%	16.8%	15.4%
ROIC (%)	14.8%	16.3%	14.8%	13.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.8%	34.0%	30.7%	27.2%
净负债比率 (%)	63.4%	51.5%	44.3%	37.4%
流动比率	1.20	1.30	1.51	1.76
速动比率	0.75	0.84	1.07	1.33
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.10	1.05	0.95
应收账款周转率	40.79	47.08	47.64	45.33
应付账款周转率	13.98	14.78	15.10	14.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.21	1.27	1.38
每股经营现金流(薄)	1.62	1.67	1.94	1.95
每股净资产	5.11	6.29	7.57	8.96
估值比率				
P/E	10.67	9.13	8.68	8.01
P/B	1.96	1.75	1.46	1.23
EV/EBITDA	5.95	5.21	4.65	4.02

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。