

协和发酵评估价值明显大于收购价，标志着公司首笔海外收购成效超预期

核心观点

公司发布跨境收购业务与资产的进展公告，根据评估结果，协和发酵的公允价值仍远高于此前的收购价，公司因此将额外确认 7.8 亿左右的收入。同时，除一次性收益外，后续协同作用更值得期待。整体上，我们认为行业格局稳定、龙头企业竞争优势突出，公司海外扩张计划顺利，且公司盈利和股东回馈仍然长期可期，仍为行业优质的红利标的选择之一。

事件

公司发布跨境收购业务与资产的进展公告：7 月 1 日，公司完成对协和发酵的收购后，于近期聘请专业机构对标的资产开展审计评估。最终评估价为 16.26 亿元，明显高于收购对价 168 亿日元（按 2025 年 6 月 30 日汇率折算人民币 8.33 亿元）。因此，根据会计准则，公司预计年内报表将额外确认营业外收入 7.8 亿元。

简评

简而言之，这意味着公司以接近 50% 的折价收购了协和发酵

公告中，本次收入确认所依据的会计准则为“1. 对取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债的公允价值以及合并成本的计量进行复核；2. 经复核后合并成本仍小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的，其差额应当计入当期损益”。

简而言之，公司在此前以约 8.33 亿元收购了账面价值（即股权权益）为 23.39 亿元的协和发酵。收购完成后当然不能直接以两金额差值确认利润，而应该出于审慎原则重新评估协和发酵价值。而经第三方重新评估后，仍然判断协和发酵所有资产公允价值约为 16.26 亿元，仍明显高于收购价，那么可以理解为公司以约 8.33 亿元的价格收购了价值 16.26 亿元（折价接近 50%）。因此，应以差值确认为公司的营业外收入，这部分收入扣税后产生的利润计入非经常损益。

除一次性收益外，后续协同作用更值得期待

对协和发酵的公允价值审核完成后，已经标志着公司的本笔海外收购取得了成功。而此后，更可以期待公司和协和发酵之间有

梅花生物 (600873. SH)

维持

增持

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

SFC 编号:BVG915

邓天泽

dengtianze@csc.com.cn

010-56135295

SAC 编号:S1440522080003

发布日期：2025 年 10 月 27 日

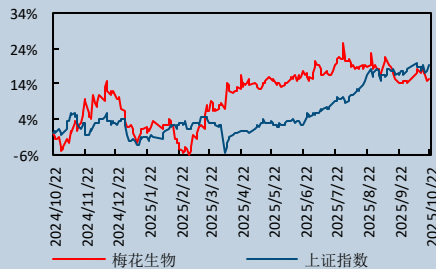
当前股价：10.67 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.28/-2.73	-1.93/-11.87	8.99/-10.77
12 月最高/最低价 (元)		11.65/9.14
总股本 (万股)		280,424.17
流通 A 股 (万股)		280,424.17
总市值 (亿元)		299.21
流通市值 (亿元)		299.21
近 3 月日均成交量 (万)		2815.93
主要股东		
孟庆山		30.46%

股价表现



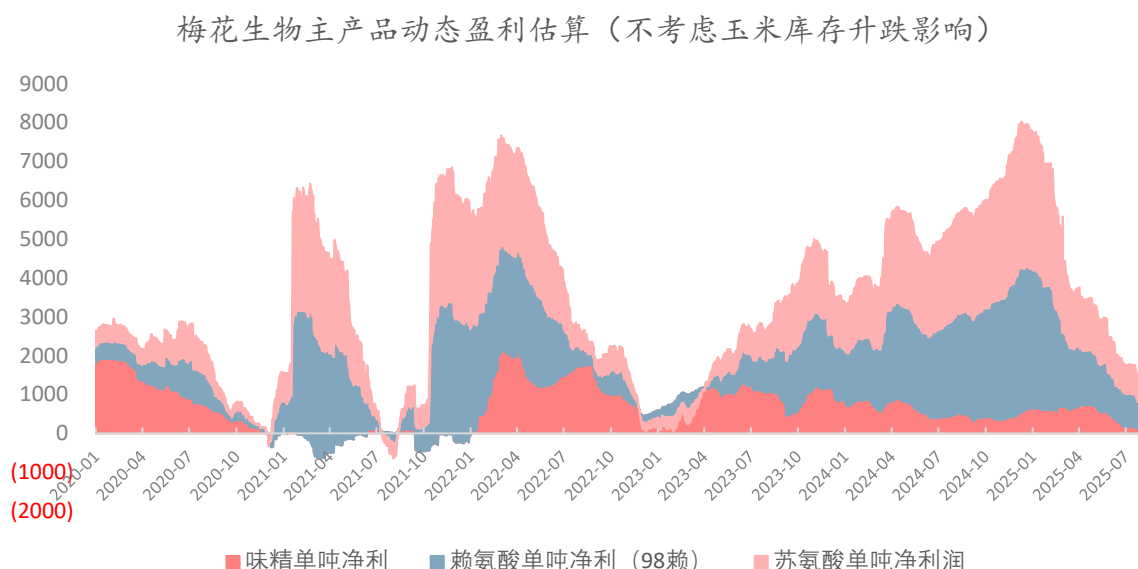
“1+1>2”的协同效益，包括但不限于：1、协和发酵有多种医药氨基酸和 HMO 的生产工艺/专利，可明显加速公司在这些产品上的工业化进展；2、协和发酵本身有海外工厂，为了公司的下一步海外扩张提供充分便利。

同时，从中长期角度看，我们认为公司仍然为化工行业的核心优质标的，特别是红利标的优选——

1、公司依靠规模优势、技术创新和稳健经营，为公司构建起接近 20 亿左右的底部利润，具体而言：

（1）事实层面，在 23Q2 公司主产品价格差、盈利水平已经接近历史底部水平时，公司仍然保持了相对稳健的盈利水平：

图 1：公司主要产品单吨动态盈利回溯估算（元/吨）



数据来源：wind，中信建投

23Q2 全国味精、赖氨酸、苏氨酸平均价差（产品价格-玉米成本）分别为 4273、2354、1604 元/吨，分别同比-935、-2633、-2288 元/吨，如表 1，对应产品整体盈利水平都已经接近历史底部区域。

但在此价格水平下，仍可看到公司盈利稳健，且业绩表现明显优于数年前价格低点时：公司 23Q1-Q2 业绩虽然同比、环比有所下滑，但单季扣非净利水平仍然明显超越了公司历史上在相似的价差水平下（如下表 1，取公司单季利润最低的 17Q3、18Q2、19Q4）的历史利润水平。即使排除了黄原胶单品的短期超额利润之外，也明显更高。

（2）归因分析，我们认为公司借助规模效应、技术创新和稳健经营，已经构筑了相当的底部利润水平

规模效应方面：公司和阜丰是近年来行业内少数的仍在维持产能扩张的企业，目前而言，上述行业 top2 在主产品方面无论是产能还是近年来的产能扩张规模都明显领先于其他企业，规模效应愈发明显。

技术创新方面：且公司拥有自身的技术研发平台，多年来围绕主要微生物底盘持续进行菌种迭代，转换率日益提高，同样起到了压低成本的作用；且在中小产品方面凭借持续的研发投入和行业领先的工程化能力，有相当规模的中小产品布局，这些品种普遍格局优于大产品，如黄原胶、I+G（呈味核苷酸二钠）、普鲁兰多糖、小品种氨基酸（缬氨酸、色氨酸等），拉高了利润率水平。

稳健经营方面：公司核心管理团队多年来维持稳定且激励完备，内部生产管理稳定。这从公司近期连续的回购和增持中也能窥得一隅。

表 1：公司 23Q1、23Q2 与历史上底部区域的单季度归母净利和主产品价格差对比

季度	单季度净利（亿元）	味精平均价差 （元/吨）	赖氨酸平均价差 （元/吨）	苏氨酸平均价差 （元/吨）
2017Q3	0.75	3302	5674	6877
2018Q2	2.22	3491	4155	4998
2019Q4	1.34	4672	2412	2772
2023Q1	8	4106	2491	2817
2023Q2	5.7（扣非 6.2）	4273	2857	4785

资料来源：公司公告、卓创资讯、百川资讯，中信建投

2、近年来公司始终维持高分红+回购比例，持续回馈股东

公司在历史上一直维持较高的股东回馈比例，如下表 2，在盈利相对承压的 19-20 年。公司分红金额占归母净利比例都达到 80% 以上，21-22 年公司盈利大幅改善，在维持分红数额稳中有升的同时，也开始加入了回购注销这一种新的方式，并维持分红+回购合计金额占全年归母净利 50% 左右水平；23-24 年更是都达到了约 70%，以当前市值计算，股息率也达到接近 7%。回购形式除了像分红一样实质回馈股东以外，也充分彰显了管理层对股价的信心。

表 2：梅花生物年度分红及回购金额（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
分红（亿元）	7.94	9.26	12.17	12.17	12	17
回购（亿元）				10	8.92	3-5
分红+回购，占当年归母净利润比例	80%	94%	52%	50%	66%	77%

数据来源：公司利润分配公告、回购公告，中信建投（注：分红对应利润分配的年度、回购则对应当年度，如 2022 年实际到户的分红金额对应为 2021 年的分红额、但当年完成的回购则记为 2022 年当年的回购金额。）

我们维持公司 2025、2026、2027 年归母净利润预测分别为 30.83、36.37、39.85 亿元，对应 PE 分别为 10.1X、8.5X、7.8X，维持“增持”评级。

表 3：预测和比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27760.61	25069.29	26749.94	30788.43	31473.08
增长率(%)	-0.63%	-9.69%	6.70%	15.10%	2.22%
净利润(百万元)	3180.95	2740.43	3083.26	3637.00	3984.90
增长率(%)	-27.81%	-13.85%	12.51%	17.96%	9.57%
ROE(%)	22.46%	18.80%	18.63%	19.27%	18.60%
EPS(元)	1.115	0.961	1.081	1.275	1.397
P/E	9.77	11.34	10.08	8.54	7.80
P/B	2.19	2.13	1.88	1.65	1.45

资料来源：Wind，中信建投

风险提示

（1）行业竞争加剧的风险：目前除梅花自身外，行业其他大型企业尚未公布围绕味精、赖氨酸、苏氨酸这三大主要产品的扩产计划。但不能排除已有玩家或潜在进入者的进一步扩产计划。如有，则可能使得行业盈利水平趋向恶化。

（2）原材料价格波动风险：公司主要产品原料均为玉米，且玉米在成本结构中的占比均较高。如果玉米价格发生大幅度波动，可能导致公司利润率水平的大幅波动。

（3）贸易摩擦升级、影响产品出口的风险：24 年以来，欧美对我国出口的赖氨酸开启反倾销；25 年，美国又多次宣布对所有中国进口产品加征高额关税。总体而言，美国关税对公司负面影响不大、甚至还是利好；但如果全球贸易摩擦进一步升级，则仍然可能直接或间接冲击公司产品出口。

分析师介绍

卢昊

中信建投证券石化能源及化工行业首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 7 年证券研究经验。

邓天泽

复旦大学物理学本科，人民大学金融学硕士。2019 年 7 月加入中信建投化工组，主要覆盖煤化工、吸附分离材料、饲料氨基酸、纯碱、钾肥、民爆等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk