

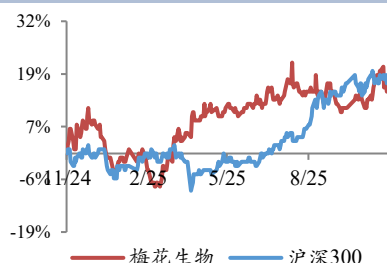
Q3 氨基酸景气度回落，出海战略稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-17

收盘价（元）	11.00
近 12 个月最高/最低（元）	11.77/9.09
总股本（百万股）	2,804
流通股本（百万股）	2,804
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	308
流通市值（亿元）	308

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. 梅花生物：25H1 盈利水平显著提升，出海战略稳步推进 2025-08-25
2. 黄原胶诉讼和解，海外市场拓展加速 2025-03-19
3. 氨基酸行业领先企业，海外布局迎来第二增长曲线 2025-01-2

主要观点：

● 事件描述

2025 年 10 月 29 日，梅花生物发布 2025 年第三季度报告，公司 2025 前三季度实现营业收入 182.15 亿元，同比增长-2.49%；实现归母净利润 30.25 亿元，同比增长 51.61%；实现扣非归母净利润 20.19 亿元，同比增长 14.15%。公司 2025Q3 实现营业收入 59.35 亿元，同比增长-1.71%，环比增长-1.28%；实现归母净利润 12.57 亿元，同比增长 141.06%，环比增长 67.79%；实现扣非归母净利润 3.91 亿元，同比增长-16.11%，环比增长-45.96%。

● 原料下降与产能放量冲抵价格下行影响，前三季度盈利水平逆势增长

受海外出口与国内下游养殖淡季影响、公司产品价格普遍下滑，受此影响营业收入有所承压，但在玉米等原料价格下降与产能释放的加持下，公司前三季度盈利水平实现逆势增长，扣非归母显著增长。2025 三季度公司实现营收 182.15 亿元，同比增长-2.49%。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 53.31/81.92/4.69/29.09/13.14 亿元，分别同比增长-4.20%/-1.87%/32.99%/4.36%/-19.22%。①价格端：（1）赖氨酸受到欧盟反倾销税落地影响导致出口量减幅较大，苏氨酸也遭遇出口行情不佳，同时夏季国内下游终端养殖行业传统淡季，下游采购意愿弱，库存压力大，压制赖氨酸、苏氨酸均价，98.5%/70%赖氨酸、苏氨酸前三季度均价 8.36、5.16、9.84 元/公斤，同比增长-17.86%、-2.57%、-6.12%；（2）味精虽然在季中头部企业检修导致市场供应短时缩减，价格在短期迎来一定涨幅，但实际需求跟进不足，整体需求依然疲软，味精前三季度均价 7083.88 元/吨，同比增长-10.12%；（3）缬氨酸阶段性供大于求价格下降，前三季度均价 13.56 元/公斤，同比增长-6.49%；②成本端：核心原料采购价呈现下降趋势，2025 前三季度玉米与动力煤平均价格为 2263、577 元/吨，同比增长-3.07%、-20.23%，同时公司继续保持玉米成本优势，在新疆、吉林、通辽玉米采购价格与市场均价价差分别为 293、129、86 元/吨，公司成本优势在产能释放的加持下带来毛利的增长，前三季度毛利率 21.26%，同比增长 2.36Pct。③量：味精、异亮氨酸产能释放带来销量增长，同时赖氨酸、饲料缬氨酸及淀粉副产品销量增长。

● 产品价格延续下滑拖累 Q3 业绩，收购落地助力归母净利润显著增长

受到产品下游需求不振的持续影响，主要产品价格延续下滑态势拖累 Q3 业绩。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 6867.71 元/吨，13.13/9.06/5.02/7.23 元/公斤，环比增长-5.01%、-1.87%、-8.94%、-4.92%、-11.61%；同时核心原料采购价环比上升，2025Q3 玉米与动力煤平均价格分别为 2351、605 元

/吨, 环比增长 2.06%、7.94%; 在产品下游需求不振与原材料成本上升影响下公司业绩继续承压; 另外公司 Q3 归母净利润显著增长主要源于协和发酵收购所带来的 7.8 亿元营业外收入; 但从长期看, 随着下游养殖渗透率提高与消费需求好转, 公司业绩仍长期向好。

● 出海战略稳步推进, 协和发酵并购交割落地

①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, 拓展上海、泰国、北美生产基地, 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; 根据公告披露此次收购将于 2025 年度合并利润表中确认增加营业外收入约 7.8 亿元, 增厚公司业绩。**②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 37.1% 至 47.75%, 进一步提高公司产品出海竞争力。**③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, 在原料、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对比, 后续公司将根据市场情况与候选地条件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、36.24、39.34 亿元, 对应 PE 为 9、8、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	3624	3934
净利润同比 (%)	-13.8%	25.8%	5.1%	8.5%
毛利率 (%)	20.1%	21.7%	21.2%	21.7%
ROE (%)	18.8%	19.5%	17.0%	15.5%
每股收益 (元)	0.94	1.23	1.29	1.40
P/E	10.67	8.86	8.43	7.76
P/B	1.96	1.73	1.43	1.21
EV/EBITDA	5.95	5.12	4.56	3.94

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	9234	12059	14868	营业收入	25069	27968	30644	31389
现金	4561	4469	6973	9657	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	120	0
其他流动资产	759	686	699	713	资产减值损失	-7	-2	-1	-3
非流动资产	14910	17339	18516	19678	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	4254	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	1522	1611	2744	营业外支出	283	75	78	0
资产总计	23810	26573	30575	34545	利润总额	3349	4043	4251	4615
流动负债	7439	7425	8174	8590	所得税	609	592	623	677
短期借款	1735	2049	2349	2635	净利润	2740	3451	3628	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	3854	4150	4237	归属母公司净利润	2740	3448	3624	3934
非流动负债	1796	1455	1054	645	EBITDA	4692	5769	5911	6127
长期借款	1348	1048	648	240	EPS (元)	0.94	1.23	1.29	1.40
其他非流动负债	448	407	406	405					
负债合计	9235	8880	9228	9235					
少数股东权益	0	3	7	11					
股本	2853	2804	2804	2804					
资本公积	263	34	34	34					
留存收益	11459	14853	18502	22462					
归属母公司股东权益	14575	17691	21340	25300					
负债和股东权益	23810	26573	30575	34545					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4627	4779	5532	5563	成长能力				
净利润	2740	3451	3628	3938	营业收入	-9.7%	11.6%	9.6%	2.4%
折旧摊销	1362	1603	1540	1511	营业利润	-8.4%	15.8%	5.2%	8.5%
财务费用	-29	139	136	0	归属于母公司净利	-13.8%	25.8%	5.1%	8.5%
投资损失	-30	-23	0	0	获利能力				
营运资金变动	546	-373	224	110	毛利率 (%)	20.1%	21.7%	21.2%	21.7%
其他经营现金流	2232	3806	3409	3831	净利率 (%)	10.9%	12.3%	11.8%	12.5%
投资活动现金流	-2649	-3937	-2812	-2776	ROE (%)	18.8%	19.5%	17.0%	15.5%
资本支出	-2001	-3996	-2962	-2872	ROIC (%)	14.8%	16.8%	15.1%	13.8%
长期投资	-690	118	167	114	偿债能力				
其他投资现金流	42	-60	-17	-18	资产负债率 (%)	38.8%	33.4%	30.2%	26.7%
筹资活动现金流	-2738	-959	-241	-127	净负债比率 (%)	63.4%	50.2%	43.2%	36.5%
短期借款	191	314	300	286	流动比率	1.20	1.24	1.48	1.73
长期借款	-652	-300	-400	-408	速动比率	0.75	0.77	1.03	1.30
普通股增加	-91	-49	0	0	营运能力				
资本公积增加	-770	-229	0	0	总资产周转率	1.07	1.11	1.07	0.96
其他筹资现金流	-1417	-695	-141	-5	应收账款周转率	40.79	47.08	47.64	45.33
现金净增加额	-649	-92	2504	2685	应付账款周转率	13.98	14.78	15.10	14.50

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.94	1.23	1.29	1.40	P/E	10.67	8.86	8.43	7.76
每股经营现金流	1.65	1.70	1.97	1.98	P/B	1.96	1.73	1.43	1.21
每股净资产	5.11	6.31	7.61	9.02	EV/EBITDA	5.95	5.12	4.56	3.94

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。