



赖氨酸和苏氨酸全球龙头，新增 30 万吨产能达产达效，价量利齐增超预期

—梅花生物（600873.SH）投资价值分析报告

## 核心观点

**公司是赖氨酸、苏氨酸和味精的全球龙头：**公司目前赖氨酸年产能超百万吨，居全球首位；苏氨酸年产能超 30 万吨，同样位居全球之冠；味精产能近百万吨，全球第二；黄原胶产能也居国内第二。

**玉米豆粕减量替代政策促进赖氨酸和苏氨酸等消费：**2021 年 3 月，农业农村部下达了《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》，推进饲料中玉米豆粕减量替代，促进粮粮保供稳市。饲料中豆粕用量减少，就会增加杂粕的用量，为保证饲料中整体氨基酸平衡，提高饲养效率，相应需加大饲料氨基酸的添加量，所以增加了对赖氨酸和苏氨酸等氨基酸的需求，利好氨基酸生产企业，特别是像梅花生物这样的龙头企业。

**石油行业景气度上升，推动黄原胶加量齐升：**2022 年上半年随着石油行业景气度不断上升，市场对黄原胶的需求不断增长，引起黄原胶价格大涨，同比增长超 70%。

**盈利预测：**我们预计公司 2022/23/24 年营业收入分别为 297/320/336 亿元，YOY 分别为 30%/8%/5%；归母净利润分别为 45 /51/57 亿元，YOY 分别为 90%/15%/11%。

## 核心业绩数据预测

单位：亿元	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营收	228.37	296.69	320.43	336.45
YOY	/	30%	8%	5%
净利润	23.51	44.67	51.37	57.02
YOY	/	90%	15%	11%
EPS	0.76	1.44	1.66	1.84
PE	12.83	6.77	5.87	5.30

**风险提示：**玉米豆粕减量替代进展未达预期，主营产品价格回落，在建产能未按计划投产。

## 公司深度报告

华通证券研究部

食品饮料行业组

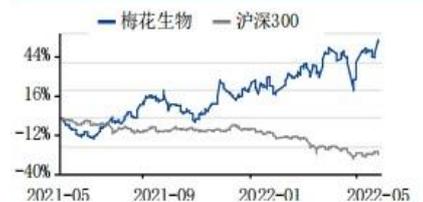
SFC: AAK004

Email: yjb@huatongzq.com

## 主要数据

收盘价（元）	9.75
年内最低/最高（元）	7.01/13.50
总市值（亿元）	296.64
ROE（TTM）	21.37%
PE（TTM）	5.76

## 股价相对走势



## 内容目录

1.产业链分析	4
1.1.氨基酸产业链分析	4
1.1.1.氨基酸产业链产业链图谱	4
1.1.2.氨基酸产业链价值分配情况分析	4
1.1.3.氨基酸产业规模情况分析	4
1.1.4.氨基酸行业竞争格局分析	5
1.1.5.公司在氨基酸产业链中地位分析	6
1.2.味精产业链分析	7
1.2.1.味精产业链图谱	7
1.2.2.味精产业链价值分配情况分析	8
1.2.3.味精产业规模情况分析	8
1.2.4.味精行业竞争格局分析	9
1.2.5.公司在味精产业链中的地位分析	9
2.公司商业模式分析	9
2.1.公司主营业务情况分析	9
2.1.1.增值业务板块：氨基酸、鲜味剂和黄原胶三足鼎立	10
2.1.1.1.氨基酸业务：下游饲料行业持续增长，为氨基酸奠定增量增利基础	10
2.1.1.2.味精业务：寡头垄断下，通过协同销售模式，味精利润率大增	13
2.1.1.3.黄原胶业务：石油工业不断景气下利润暴涨	13
2.2.公司盈利模式分析	14
2.3.公司商业模式的可替代性分析	14
3.公司竞争优势分析	15
3.1.多项主营产品龙头优势带来的规模效应和品牌、技术优势	15
3.2.成本控制和供应链管理优势带来的产品价格优势	15
3.3.对下游客户的极强议价能力，有力保障了利润率	15
3.4.有效的激励政策带来员工人均创收的持续增长	15
4.前瞻性财务分析	16
4.1.受盈利能力推动，EPS 持续增长，未来还将继续提升	16
4.2.毛利率呈总体上升趋势，高毛利率未来还将维持	17
4.3.三费率持续下降，运营管理效率不断得到加强，未来仍有改善空间	17
4.4.净利率持续 4 个季度增长，未来可能维持较高水平	17
4.5.ROE 持续增长，未来增长可能出现加速	18
5.公司未来成长故事	18
5.1.玉米豆粕减量替代政策的持续推行	18
5.2.募投项目达产达效后实现充分销售	18
5.3.未来黄原胶持续涨价的空间和时间依然存在	19
6.公司未来 3 年业绩预测	19
6.1.我们对于公司的业绩预测	19
6.1.1.业务板块未来三年预测	20
6.1.2.公司整体业绩预测	20
7.估值定价分析	20
7.1.相对估值模型定价分析	20
7.2.绝对估值模型定价分析	20

## 图表目录

图 1: 氨基酸产业链主要构成部分 .....	4
图 2: 2012-2021 赖氨酸产量趋势图 .....	5
图 3: 味精产业链主要构成部分 .....	7
图 4: 2011-2019 年中国味精市场规模 .....	8
图 5: 梅花生物的主要业务构成情况 .....	10
图 6: 近年收入和利润变动情况 .....	10
图 7: 2014-2021 年国内饲料行业的产量及增速 .....	11
图 8: 2017-2021 年国内工业饲料的产量、增速及趋势 .....	11
图 9: 2016-2021 年国内猪饲料的产量、增速及趋势 .....	12
图 10: 2016-2021 年国内肉禽饲料的产量、增速及趋势 .....	12
图 11: EPS 及增长率变动和趋势 .....	16
图 12: 三费率变动和趋势 .....	17
图 13: 营收和净利的变动和趋势 .....	17
图 14: ROE 变动和趋势 .....	18
图 15: 业务板块未来三年预测 .....	20
图 16: 整体业绩未来三年预测 .....	20
图 17: 绝对估值模型定价分析 .....	20

## 1. 产业链分析

### 1.1. 氨基酸产业链分析

#### 1.1.1. 氨基酸产业链图谱

氨基酸产业链可划分为上游原料、中游氨基酸、下游饲料三个主要环节，其中：上游原料主要为玉米和煤炭；中游氨基酸包括赖氨酸和苏氨酸等动物限制性氨基酸；下游饲料包括猪饲料、家禽饲料、水产饲料，以及食品和医药。

图 1：氨基酸产业链主要构成部分



资料来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

#### 1.1.2. 氨基酸产业链价值分配情况分析

氨基酸用于饲料的比例超过 95%，其余用于食品和医药。赖氨酸和苏氨酸均无法依靠动物自身合成，分别是猪的第一和第二限制性氨基酸，以及家禽的第二和第三限制性氨基酸，其中赖氨酸是饲料中使用量最大的氨基酸，添加量约为 1%，价值不到整个产业链的 1%。

#### 1.1.3. 氨基酸产业规模情况分析

赖氨酸等氨基酸在饲料行业中的消费量呈较大增长趋势，目前处于主动去库存阶段。

2020 年随着生猪存栏量恢复和饲料产量提高，赖氨酸需求量回升。当年国内赖氨酸需求量约 98 万吨，同比增长 13%。

2021 年生猪生产加速恢复，水产和反刍动物养殖持续发展，国内饲料行业产量明显增长，总产量 29344.3 万吨，比上年增长 16.1%。其中配合饲料产量 27017.1

万吨, 增长 17.1%; 浓缩饲料产量 1551.1 万吨, 增长 2.4%; 添加剂预混合饲料产量 663.1 万吨, 增长 11.5%。赖氨酸需求随之较大增长, 但国内当年产量反而仅有 180 万吨, 低于 2019 年的 192.9 万吨, 引起价格上涨。截止年底, 98 含量赖氨酸报价 12.5-13.2 元/KG, 同比增长 34%, 70 含量赖氨酸报价 7.6-8.5 元/KG, 同比增长 46%。

图 2: 2012-2021 赖氨酸产量趋势图



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华通证券研究部

#### 1.1.4. 氨基酸行业竞争格局分析

##### 1.1.4.1. 氨基酸行业政策

(1) 碳达峰和碳中和政策下的能耗双控措施, 利好氨基酸龙头生产企业

碳达峰和碳中和政策下, 针对氨基酸行业的能耗双控措施, 增加了行业进入壁垒, 利好行业龙头企业。

按照国家 2030 年实现碳达峰和 2060 年实现碳中和的总体规划, 2021 年 3 月, 内蒙古自治区发改委下达了实施能耗双控措施的通知, 造成玉米和煤炭用量减少, 影响到自治区内部分深加工企业, 比如结晶糖和氨基酸企业减产甚至停产。区外企业亦受此影响, 造成赖氨酸和苏氨酸行业开工率震荡下降后逐步恢复。

国家对能耗双控的要求，提高了氨基酸行业的准入门槛。不仅新企业进入行业难度的增大，行业内现有企业如能耗不达标，也会影响未来生产。因此反而有利于行业内生产技术水平较高，能通过较高产量实现规模经济的龙头企业，包括赖氨酸产量居全球之首的梅花生物。

## (2)饲料中玉米豆粕减量替代政策，利好氨基酸生产企业

2021年3月，农业农村部下达了《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》，推进饲料中玉米豆粕减量替代，促进粮粮保供稳市。

饲料中豆粕用量减少，就会增加杂粕的用量，为保证饲料中整体氨基酸平衡，提高饲养效率，相应需加大饲料氨基酸的添加量，所以增加了对饲料类氨基酸的需求，包括赖氨酸和苏氨酸等，因此利好氨基酸生产企业，特别是像梅花生物这样的龙头企业。

### 1.1.4.2.氨基酸行业集中度提升

随着2020年ADM停止生产赖氨酸，全球一共仅存19家赖氨酸生产企业，CR3进一步上升至56.5%，氨基酸行业集中度持续提高。

### 1.1.4.3.氨基酸行业进入壁垒

#### 1.1.4.3.1.氨基酸行业具有规模效应，对资金和技术的要求较高

氨基酸行业建设新产能，对资金和技术的要求较高；且生产具有规模效应，规模越大成本越低。

#### 1.1.4.3.2.氨基酸行业分销管道构成准入壁垒

氨基酸行业的大部分终端客户购买量相对较小，必须依赖分销管道进行销售。成熟的分销管道，对后进入者构成准入壁垒。

### 1.1.5.公司在氨基酸产业链中地位分析

#### 1.1.5.1.公司的行业地位

2021年全球赖氨酸产能386.1万吨，国内产能284.5万吨。梅花生物赖氨酸年产

能在过去三年持续增长，目前已超百万吨，全球市场占有率约 26%，排名第一。

未来三年，随着梅花生物 30 万吨新产能的销售落实，行业集中度的进一步提高，以及其他国外生产企业可能的产能淘汰(类似 ADM)，预计梅花生物的全球市场占有率会进一步提高到 30%-35%。

2021 年全球苏氨酸产能 110.1 万吨，国内产能 100 万吨，其中 30 万吨来自梅花生物，也居全球产能首位。

### 1.1.5.2. 公司议价能力强

氨基酸产品质量的差异性不大，成本和品牌影响力对终端客户影响较大，而这正是梅花生物的强项。

终端客户数量众多且分散，单个客户购买量不大；由于终端客户在批量生产前需要测试样品和小规模试生产，转换成本较高。

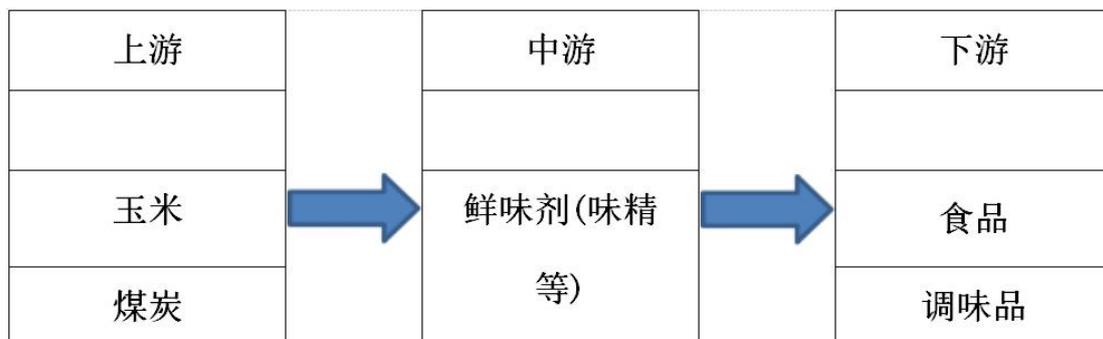
梅花生物对下游客户有较大的议价能力，应收账款周转天数不断下降，从控制在 10 天以内到接近仅 5 天。

## 1.2. 味精产业链分析

### 1.2.1. 味精产业链图谱

味精产业链可划分为上游原料、中游味精、下游食品和调味品三个主要环节，其中：上游原料主要为玉米和煤炭；中游包括味精和呈味核苷酸钠等鲜味剂；下游包括食品和调味料。

图 3：味精产业链主要构成部分



资料来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

### 1.2.2.味精产业链价值分配情况分析

味精等鲜味剂在食品中添加量一般不超过 1%，在产业链中价值占比不超过 1%。

### 1.2.3.味精产业规模情况分析

自 2014 年起，国内味精销售收入持续多年增长，并已突破 500 亿元/年。

图 4：2011-2019 年中国味精市场规模



资料来源：Quest Mobile，华通证券研究部

#### 1.2.4.味精行业竞争格局分析

味精行业前三强是阜丰集团、梅花生物与宁夏伊品，行业形成了寡头垄断的市场格局。行业第一阜丰集团的味精年销量 116 万吨，营收超 70 亿元；梅花生物和宁夏伊品紧随其后。按产量计算，CR3(阜丰、梅花、伊品)的市占率已超 90%，并构成完整的产业链，具有明显的护城河效应。

#### 1.2.5.公司在味精产业链中的地位分析

##### 1.2.5.1.公司的行业地位

2020 年底白城二期 25 万吨味精及配套项目投产，梅花生物味精总产能超百万吨，成为全球第二大味精生产企业。

##### 1.2.5.2.公司议价能力强

味精产品质量差异较小，成本和品牌影响力对终端客户影响较大，而这正是梅花生物的强项。

终端客户数量众多且分散，单个客户购买量不大；由于终端客户在批量生产前需要测试样品和小规模试生产，转换成本较高。

梅花生物对下游客户有较大的议价能力，应收账款周转天数从控制在 10 天以内直至接近 5 天。

## 2.公司商业模式分析

### 2.1.公司主营业务情况分析

梅花生物主营以下产品：

动物营养氨基酸类产品：赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、饲料级缬氨酸、味精渣，淀粉副产品饲料纤维、玉米胚芽、菌体蛋白、维生素等

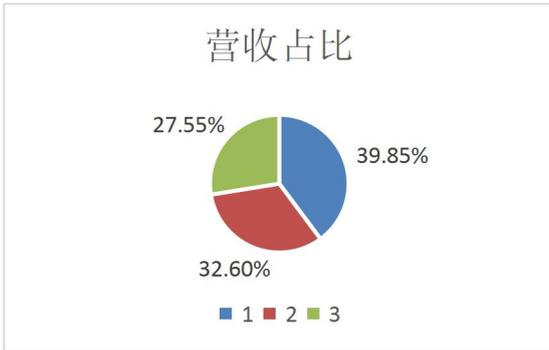
食品味觉性状优化产品：谷氨酸、谷氨酸钠、呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠、食品级黄原胶、海藻糖、纳他霉素、三赞胶等

人类医用氨基酸类：谷氨酰胺、脯氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、医药级缬氨酸、肌苷、鸟苷、腺苷、普鲁兰多糖等

其他产品：石油级黄原胶、生物有机肥等

图 5：梅花生物的主要业务构成情况

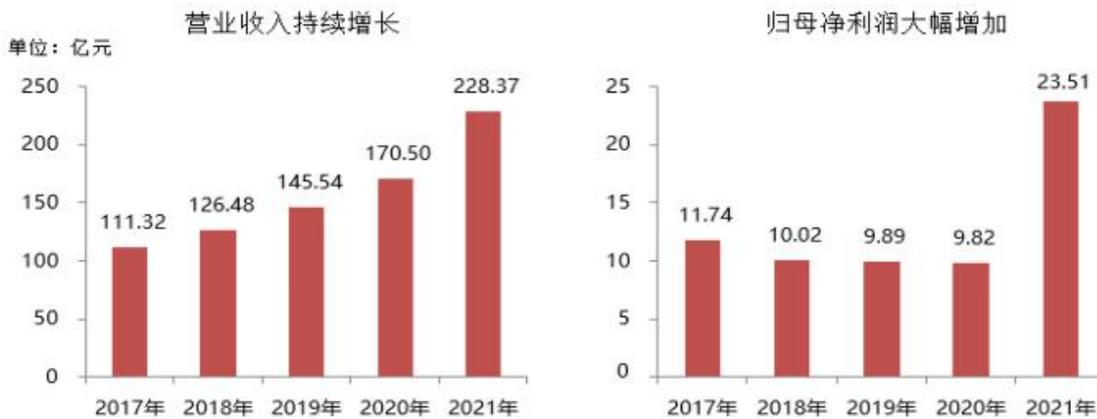
梅花生物约 39.85% 营收来自赖氨酸和苏氨酸等氨基酸产品，其中 95% 用于动物饲料添加；另有 32.60% 营收来自味精等鲜味剂产品；其余 27.55% 营收来自黄原胶等其他产品。



1 氨基酸产品，2 鲜味剂产品，3 黄原胶等其他产品

资料来源：公司官网，华通证券研究部

图 6：近年收入和利润变动情况



资料来源：公司公告，华通证券研究部

### 2.1.1.1. 增值业务板块：

#### 2.1.1.1.1. 氨基酸业务：下游饲料行业的持续增长，为氨基酸业务奠定了增量增利基础

赖氨酸和苏氨酸均无法依赖动物自身合成，分别是猪的第一和第二限制性氨基

酸，以及家禽的第二和第三限制性氨基酸，其中赖氨酸是饲料中使用量最大的氨基酸，添加量约为 1%。

随着玉米豆粕减量替代的不断推进，氨基酸在单位饲料中的平均使用量有望不断提升。

而随着下游饲料的产量增长，公司的赖氨酸和苏氨酸等氨基酸产品有望持续迎来加量齐升的局面。

国内饲料产量，自 2019 年起保持 10% 以上增长，其中猪饲料涨幅最大。虽然 2022 年上半年产销量受受豆粕等成本上涨拖累，但长期增长趋势不变。

作为饲料中添加量最大的氨基酸，赖氨酸和苏氨酸的需求量预计在未来三年将保持 10% 以上增长。

图 7 2014-2021 年国内饲料行业的产量及增速

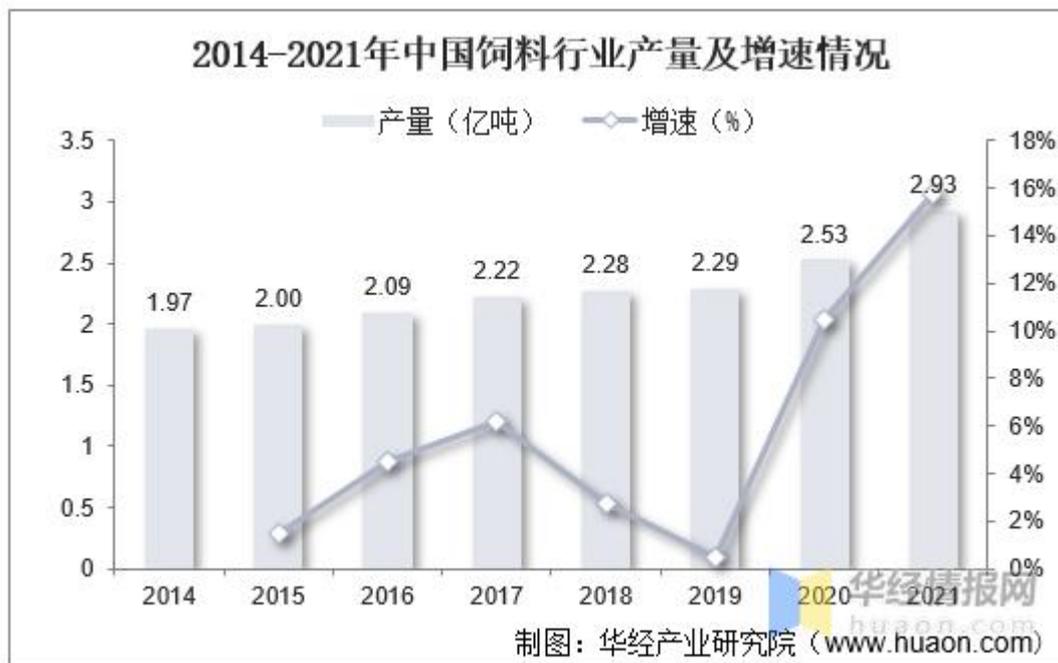


图 8 2017-2021 年国内工业饲料的产量、增速及趋势

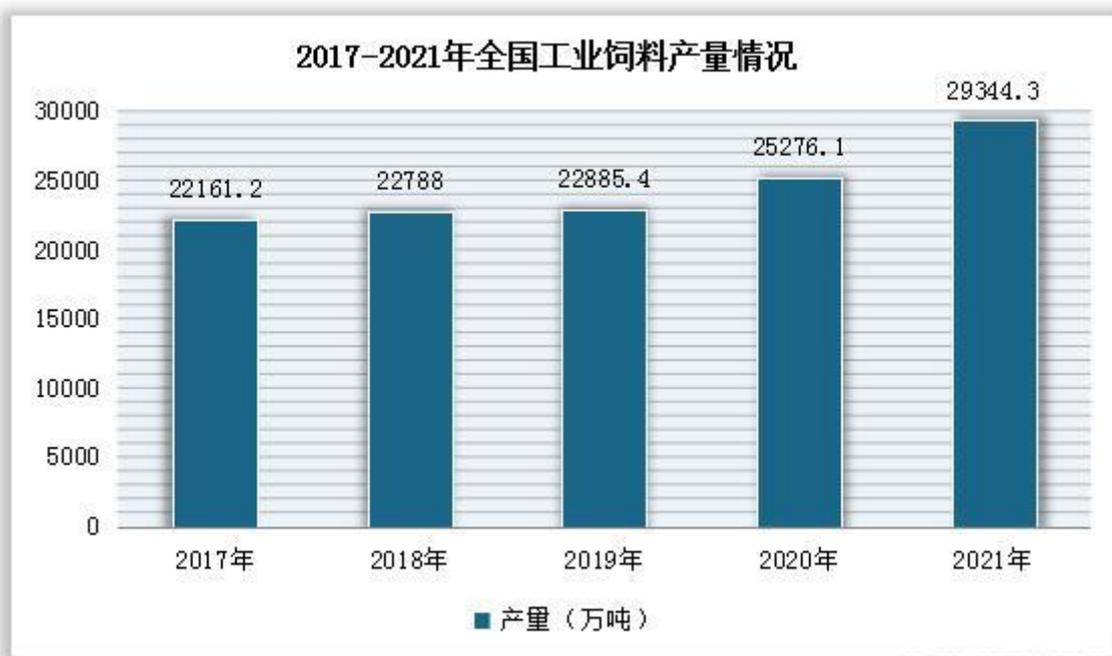


图 9 2016-2021 年国内猪饲料的产量、增速及趋势



图 10 2016-2021 年国内肉禽饲料的产量、增速及趋势



### 2.1.1.2.味精业务：寡头垄断下，通过协同销售模式，味精利润率大增

味精行业形成了阜丰集团、梅花生物与宁夏伊品三大寡头垄断的市场格局。按产量计算，CR3(阜丰、梅花、伊品)的市占率已超 90%，并构成完整的产业链，具有明显的护城河效应。

2021 年白城二期味精项目实现满产，梅花生物改变了以往行业内一有新增产能投放市场产品价格即转弱的局面，通过与核苷酸的协同销售，实现新增产能尽产尽销的同时，也实现了味精销售的量价齐升，最高实现了 28%的毛利率。

### 2.1.1.3.黄原胶业务：石油工业景气下的利润暴涨

由于黄原胶具有良好的增粘、流发、抗盐和抗剪切等性能,因此在石油行业,常被用于石油钻井、压裂、完井和管道清洗等。

随着石油行业景气度不断上升，市场对黄原胶的需求不断增长，2022 年上半年黄原胶市场均价同比增长超 70%。梅花生物拥有黄原胶 6 万吨的年产能，从目前和未来的涨价中将大受裨益。

## 2.2.公司盈利模式分析

梅花生物主要通过赖氨酸、苏氨酸、味精和黄原胶等主营产品生产销售实现盈利。

销售模式上以直销为主，代销为辅。2/3 营收和利润来自直销，其余来自代销。在深耕国内市场的同时，梅花生物也在积极拓展海外市场，来自外销的营收和利润占比约 1/3，且有继续增长的趋势。

## 2.3.公司商业模式和主要产品的可替代性分析

梅花生物的商业模式重视研发并通过成本控制和供应链管理，为实现产品价格优势创造了空间；通过内销外销并举，直销为主代销为辅，较好地实现了业绩大幅增长。

这一商业模式也为目前主流的氨基酸生产企业所采用，未见其他更成功的商业模式可替代。

赖氨酸和苏氨酸在饲料中的作用尚无直接替代品，但未来玉米豆粕等价格如大幅下降，可能导致玉米豆粕减量替代速度减缓，进而影响赖氨酸和苏氨酸在杂粕中的使用量。

味精和呈味核苷酸二钠等鲜味剂在使用中相辅相成，互相增强鲜味效果，并非相互替代；黄原胶和其他胶体在共同使用中也存在协同效应增强效果，替代效应较弱。

## 3.公司竞争优势分析

### 3.1 多项主营产品龙头优势带来的规模效应和品牌、技术优势

梅花生物作为赖氨酸、苏氨酸全球龙头，以及味精和黄原胶在国内数一数二的生产企业，具有规模经济带来的成本优势。

同时，梅花生物多个产品的品牌得到客户群体的广泛认可，很多终端客户指定在生产中使用梅花生物的产品，尤其是赖氨酸、苏氨酸、味精和黄原胶等产品。另外，通过微生物细胞工厂等先进技术，梅花生物已实现从基因组编辑到产品落地的全链条合成生物学技术，建成以氨基酸为主、多门类产品并重的微生物细胞工厂生产体系，实现了以大肠杆菌、谷氨酸棒杆菌、芽胞杆菌等多种工业生产菌株为底盘细胞的微生物细胞工厂理性重构，也实现了全系产品生产菌种的优化升级，大大提高了生产菌种的迭代开发效率。

### 3.2.成本控制和供应链管理优势带来的产品价格优势

梅花生物的成本控制和供应链管理相对出色，在确保利润率的前提下，产品售

价依然在行业中具有较大优势，并且交货时间有保障。比如黄原胶的外销离岸价格，一般都低于最大竞争对手阜丰集团 500-1000 元/吨。存货周转天数也始终控制在 60 天以内。

### 3.3.对下游客户的极强议价能力，有力保障了利润率

由于产品质量的差异性不大，成本和品牌影响力对终端客户影响较大，而这正是梅花生物的强项。

终端客户数量众多且分散，单个客户购买量不大；由于终端客户在批量生产前需要测试样品和小规模试生产，转换成本较高。

所以梅花生物对下游客户有极强的议价能力，有力保障了高利润率的更长维持。而且这项优势不仅体现在价格上，还包括账期。梅花生物的应收账款周转天数不但控制在 10 天以内，还在持续下降，目前已接近 5 天，远胜于绝大多数可比公司。

### 3.4.有效的激励政策带来员工人均创收的持续增长

梅花生物注重人才培养，推行员工股权激励，于 2018-2021 年持续推出了股权激励计划，并设置了具有挑战性的公司业绩目标及个人考核目标，有利于充分调动公司业务骨干的积极性和创造性，从而带来经营业绩和人效比逐年提升。

梅花生物的营收从 2017 年的 111.32 亿元增加至 2021 年的 228.37 亿元，五年增长 105%；2021 年的净利润率也达到 10.40%，较 2020 年增加 4.5 个百分点；人均创收能力从 2019 年的 123 万元 增加至 2021 年的 176 万元。

## 4.前瞻性财务分析

### 4.1.受盈利能力推动，EPS 持续增长，未来还将继续提升

公司 2021 年度营业收入同比增长 33.94%至 228.37 亿元，虽然同期原辅料玉米、纯碱等价格出现不同程度的上涨，但公司基于对市场供需状况的精准分析，依托有强大市场占有率及良好的客情管道关系，主营产品价格上涨幅度大于原辅料的上涨幅度，2021 年度实现归属于母公司所有者的净利润同比增加 139.40%至 23.51 亿元，每股收益增加 137.5%至 0.76 元。

各业务板块中，动物营养氨基酸产品收入 115.87 亿元，同比增加 33.39%；食品味觉性状优化产品收入 85.18 亿元，同比增加 41.61%。

最近 4 个季度，梅花生物的 EPS 持续增长，且增长率一度收窄后再度放大，显

示出较强的盈利能力，预计未来还将继续提升。

图 11 EPS 及增长率变动和趋势

每股收益	22 年第 2 季	22 年第 1 季	21 年第 4 季	21 年第 3 季
EPS	0.46	0.37	0.33	0.10
增长率	24.32%	12.12%	230%	/

#### 4.2.毛利率呈总体上升趋势，高毛利率未来还将维持

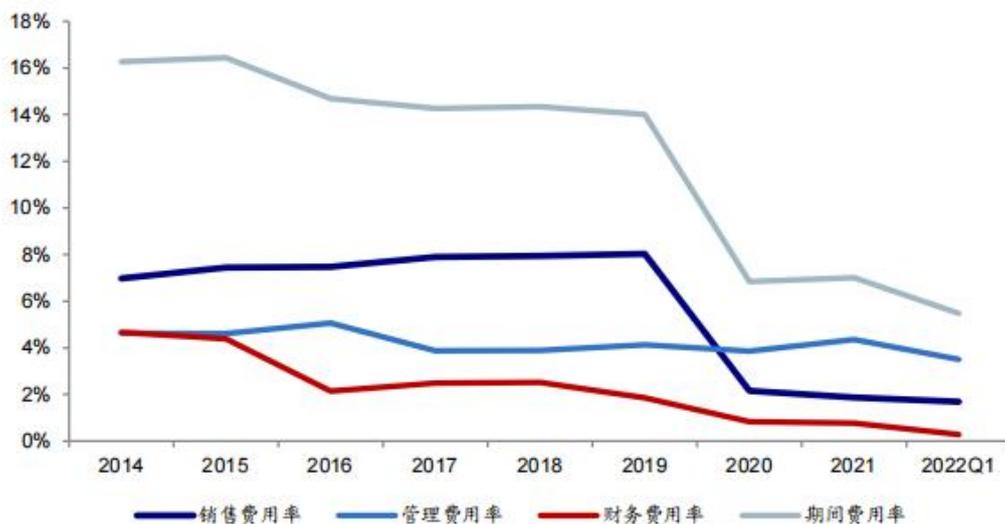
梅花生物的毛利率呈总体上升趋势，2021 年毛利率较同期增长 4.67%；2022 年毛利率较去年增长 101.47%，由 16.47%提升到 26.24%，主要受益于赖氨酸的涨价 10%，味精涨价 28%，以及黄原胶涨价超过 70%等因素。按当前市场供需关系，预计高毛利率还将持续。

#### 4.3.三费率持续下降，运营管理效率不断得到加强，未来仍有改善空间

梅花生物的销售费用率等三费率持续下降，显示出较好的运营和管理能力。

图 12 三费率变动和趋势

图1 公司三费率变化情况



#### 4.4.净利率持续 4 个季度增长，未来可能维持较高水平

最近 4 个季度，梅花生物的净利率持续增长，特别是在 2021 年第 4 季度，从 6.14% 飞跃到 15.63%，增长了 154.56%。净利率未来可能继续维持较高水平。

图 13 营收和净利的变动和趋势

单位：亿元	22 年第 2 季	22 年第 1 季	21 年第 4 季	21 年第 3 季
营收	75.08	67.12	65.52	52.58
净利	14.16	11.59	10.24	3.23
净利率	18.86%	17.27%	15.63%	6.14%
增长率	9.21%	10.49%	154.56%	/

#### 4.5.ROE 持续增长，未来增长可能出现加速

最近 4 个季度，梅花生物的 ROE 持续增长，特别是 2021 年第 4 季度的增长率高达 179.42%。最近一期 ROE 增长率再次出现提升，未来增长可能出现加速。

图 14 ROE 变动和趋势

单位：%	22 年第 2 季	22 年第 1 季	21 年第 4 季	21 年第 3 季
ROE	11.80%	10.35%	9.64%	3.45%
增长率	14.00%	7.37%	179.42%	/

### 5.公司未来成长故事

#### 5.1.玉米豆粕减量替代政策的持续推行

饲料中豆粕用量减少，就会增加杂粕的用量，为保证饲料中整体氨基酸平衡，提高饲养效率，就必须加大饲料氨基酸的添加量。而赖氨酸和苏氨酸分别是猪的第一、第二限制性氨基酸，以及家禽的第二和第三限制性氨基酸，添加量在氨基酸中最大。

公司是赖氨酸和苏氨酸产品的全球龙头，在疫情导致的全球供给紧张和玉米价格维持高位，豆粕价格持续上涨的背景下，豆粕减量推进速度预计将加速，替代的杂粕数量将快速增长，带动赖氨酸和苏氨酸市场需求量快速提升。

预计未来三年内供给紧张还将持续，98%赖氨酸价格将维持在 1-1.1 万元/吨以上，

苏氨酸价格也将维持在 1.2 万元/吨以上，梅花生物的氨基酸产品整体毛利率将可能持续高于 25%。

### 5.2.募投项目达产达效后实现充分销售

2020 年底，梅花生物 25 万吨味精项目投产，味精总产能超百万吨，居全国第一。

2022 年 2 月，梅花生物在吉林白城基地的三期项目投产，新增赖氨酸产能 30 万吨达产达效，其赖氨酸总产能已稳超百万吨达产达效，雄踞全球首位。

随着上述新增产能陆续实现充分销售，对未来业绩将形成有力推动。

按玉米价格已在高位，上涨空间不大。以味精价格未来三年内保持高于 1 万元/吨计算，将维持 20%以上毛利率，按 32%的营收占比计算，对业绩贡献较大。

### 5.3.未来黄原胶持续涨价的空间和时间依然存在

由于黄原胶具有良好的增粘、流发、抗盐和抗剪切等性能,因此在石油行业,常被用于石油钻井、压裂、完井和管道清洗等。

随着石油行业景气度不断上升，市场对黄原胶的需求不断增长，2022 年上半年黄原胶市场均价同比增长超 70%。

似曾相识的场景在 2012 年下半年也出现过，当时因为石油开采如火如荼，对黄原胶需求猛增，其 FOB 出口价格从 2500 美元/吨上涨到 5500 多美元/吨，涨价幅度超 1 倍并持续近 1 年时间才回落。

目前黄原胶的涨价，从空间和时间来看尚未到位，预计下半年及明年可能继续持续，对业绩将做出巨大贡献。

### 5.4.股权激励未来将持续提高员工人均创收

梅花生物注重人才培养，推行员工股权激励，于 2018-2021 年持续推出了股权激励计划，并设置了具有挑战性的公司业绩目标及个人考核目标，有利于充分调动公司业务骨干的积极性和创造性，从而带来经营业绩和人效比逐年提升。

梅花生物的营收从 2017 年的 111.32 亿元增加至 2021 年的 228.37 亿元，五年增长 105%；2021 年的净利润率也达到 10.40%，较 2020 年增加 4.5 个百分点；人均创收能力从 2019 年的 123 万元 增加至 2021 年的 176 万元。

## 6.公司未来3年业绩预测

### 6.1.业务板块未来三年预测

预计梅花生物 2022 年营收将依然取得 30%以上高增长，然后回落至 10%以内。

图 15 业务板块未来三年预测

单位：亿元	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营收	228.37	296.69	320.43	336.45
增长率	/	30%	8%	5%

### 6.2 公司整体业绩预测

预计梅花生物未来三年毛利率将维持较高水平，不低于 20%；三费率仍将持续下降；2022 年净利润将出现 80%以上大幅增长，然后增长率回落到 20%以内。预计 2022/23/23 年营收分别为 297/320/336 亿元, YOY 分别是 30%/8%/5%；归母净利润分别为 45/51/57 亿元，YOY 分别为 90%/15%/11%；摊薄 EPS 分别为 1.44/1.66/1.84 元/股；PE 分别为 6.77/5.87/5.30。

图 16 整体业绩未来三年预测

单位：%	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
毛利率	19.3%	26.97%	25.5%	24%
三费率	6.37%	5.47%	5.17%	5.07%
净利润	23.51	44.67	51.37	57.02
摊薄 EPS	0.76	1.44	1.66	1.84
PE	12.83	6.77	5.87	5.30

## 7.估值定价分析

### 7.1.相对估值模型定价分析

2022-2024 年我们预测摊薄 EPS 为 1.44、1.66 和 1.84 元/股，PE 分别为 6.77、

5.87 和 5.30，PEG 分别为 0.45、0.53 和 0.48。

我们认为公司股价存在显著低估，PEG 值远低于正常值 1。

## 7.2.绝对估值模型定价分析

无风险利率按十年期国债利率 2.82% 计算。

考虑到梅花生物主营业务持续增产，新增产能陆续达产达效，以及未来扩充产品线的可能性，给予第二阶段 5 年内 5% 的增长率。

永续增长率按 3% 计算，FCFF 估值为 14.15 元/股。

图 17 绝对估值模型定价分析

无风险利率	市场回报预期	永续增长率	第二阶段增长率	WACC	FCFF 估值
2.82%	12%	3%	5%	11%	14.15 元/股

公司当前股价为 9.75 元，显著低于 FCFF 估值模型测算出来的内在价值 14.15 元/股，具有较强的安全边际。

## 法律声明及风险提示

- 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
- 本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
- 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
- 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。
- 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
- 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
- 本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。