

2020年05月26日

生猪存栏稳步恢复&大豆进口或将下滑，公司 利润弹性巨大

梅花生物(600873)

分析判断：

► 氨基酸和味精龙头，低估值高分红

公司主要从事饲用氨基酸和食品味觉性状优化产品的生产和销售，主要产品为味精、赖氨酸、苏氨酸等。2019年，公司实现营业收入145.54亿元，yoy+15.07%；实现归母净利润9.89亿元，yoy-1.29%。2020Q1，公司实现营收39.75亿元，yoy+19.06%；实现归母净利润2.46亿元，yoy-29.61%。从收入构成上看，2019年，动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品营收占比分别为45.20%、41.98%；毛利占比分别为24.35%、58.13%，是公司主要的收入来源。作为周期股，公司过去十年从未亏损，最低净利润为2013年的4个亿，2016~2019年连续四年净利润均在10亿左右，过去三年的平均分红收益率高达7%，目前股价被严重低估。

► 双重因素共振，业绩弹性巨大

一方面，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，高盈利刺激下生猪存栏稳步回升。根据猪易通数据，截至2020年5月25日，全国生猪均价29.25元/公斤。在高猪价刺激下，全国能繁母猪存栏已连续6个月实现环比正增长。我们认为，后续生猪存栏将维持稳步回升态势。另一方面，我国大豆等产品进口依存度较高，受新冠肺炎疫情影响，巴西、美国、阿根廷等国均采取了不同的防控措施，考虑到各国为保障国内食品供给充足，不排除降低粮食出口量，届时我国大豆进口量或将下滑，大豆等主要蛋白原料供给偏紧背景下，氨基酸替代需求逐步趋旺。我们认为，双重因素共振下，公司赖氨酸产品有望大幅上涨，贡献公司利润弹性。

投资建议

受生猪产能逐步恢复、大豆进口或将下滑双重因素影响，公司氨基酸产品有望大幅上涨，利润弹性巨大。我们预计，2020-2022年，公司营业收入分别为179.35/225.27/284.68亿元，归母净利润分别为12.25/16.03/20.16亿元，对应EPS分别为0.39/0.52/0.65元，当前股价对应的PE为10.92/8.35/6.64X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

生猪产能恢复进程不及预期，产品销售不及预期，政策扰动。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	4.31
股票代码：	600873
52周最高价/最低价：	4.96/3.87
总市值(亿)	133.79
自由流通市值(亿)	132.78
自由流通股数(百万)	3,080.75



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,648	14,554	17,935	22,527	28,468
YoY (%)	13.6%	15.1%	23.2%	25.6%	26.4%
归母净利润(百万元)	1,002	989	1,225	1,603	2,016
YoY (%)	-14.7%	-1.3%	23.9%	30.9%	25.8%
毛利率 (%)	24.9%	22.6%	20.2%	20.6%	20.6%
每股收益 (元)	0.32	0.32	0.39	0.52	0.65
ROE	11.0%	11.0%	12.0%	13.6%	14.6%
市盈率	13.36	13.53	10.92	8.35	6.64

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司主营业务是氨基酸和食品味觉性状优化产品	3
2. 双重因素共振条件下公司成长属性凸显	4
2.1. 生猪产能稳步恢复, 氨基酸需求趋旺	4
2.2. 蛋白类原料库存低位&疫情限制各国出口, 供给偏紧推升涨价预期.....	5
3. 投资建议	5
4. 风险提示	6

图表目录

图 1 2015-2020Q1, 公司营收变动情况.....	3
图 2 2015-2020Q1, 公司归母净利变动情况.....	3
图 3 2019 年, 公司各业务营收占比情况.....	3
图 4 2019 年, 公司各业务毛利占比情况.....	3
图 5 2017-19 年, 生猪存栏走势图.....	4
图 6 2017-19 年, 能繁母猪存栏走势图.....	4
图 7 2015-2020 年, 生猪价格走势.....	5
图 8 2008-2019 年, 我国大豆进口情况.....	5
图 9 2019 年, 我国进口大豆来源国分布.....	5
表 1 可比公司盈利预测	6

1. 公司主营业务是氨基酸和食品味觉性状优化产品

公司主要从事饲用氨基酸和食品味觉性状优化产品的生产和销售，主要产品为味精、赖氨酸、苏氨酸等。2019年，公司实现营业收入145.54亿元，yoy+15.07%；实现归母净利9.89亿元，yoy-1.29%。2020Q1，公司实现营收39.75亿元，yoy+19.06%；实现归母净利2.46亿元，yoy-29.61%。

图1 2015-2020Q1，公司营收变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

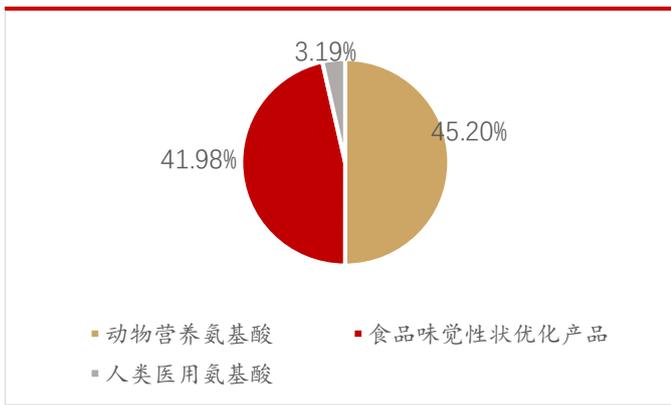
图2 2015-2020Q1，公司归母净利变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

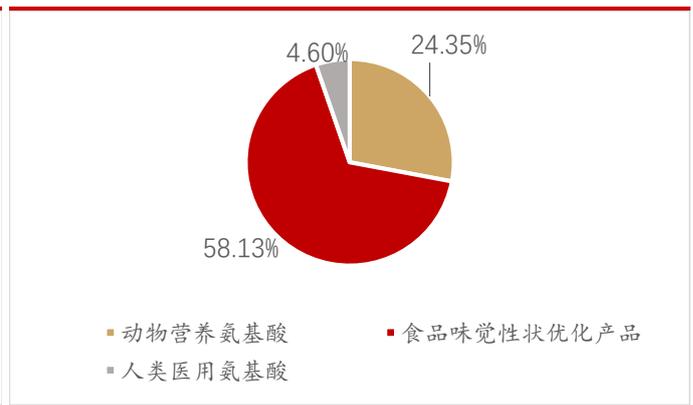
动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品是公司主要的收入来源。2019年，公司动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品实现营收分别为65.79/61.10亿元，占营收的比重分别为45.20%、41.98%，合计营收占比87.18%。从毛利构成上来看，公司动物营养氨基酸、食品味觉性状优化产品是公司主要的毛利来源，分别占毛利的比重为24.35%、58.13%，合计贡献毛利的72.48%。

图3 2019年，公司各业务营收占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 2019年，公司各业务毛利占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

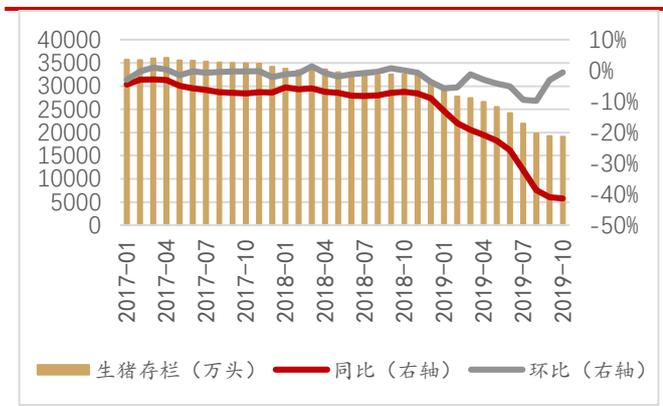
2. 双重因素共振条件下公司成长属性凸显

2.1. 生猪产能稳步恢复，氨基酸需求趋旺

氨基酸是一种含有氨基和羧基的一类有机化合物的统称，是构成动物营养所需蛋白质的基本物质，主要品种包括谷氨酸、赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸以及色氨酸等。其中，赖氨酸主要用于食品加工和饲料添加剂等领域，是饲料添加剂中不可缺少的第一限制性氨基酸。我国作为饲料大国，赖氨酸需求旺盛，其中 90% 用作饲料添加剂。目前，我国每吨猪料中添加赖氨酸的量在 3-6 公斤左右，禽料中为 1-1.5 公斤/吨左右。

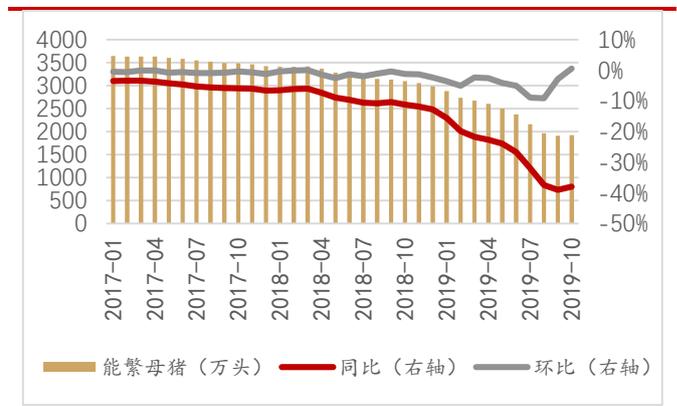
非洲猪瘟疫情加速生猪产能去化，生猪存栏降幅远超历史最高点。生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，根据猪易通数据，截至 2020 年 5 月 25 日，全国生猪均价 29.25 元/公斤，按照完全成本 17 元/公斤，出栏体重 120 公斤测算，头均盈利高达 1470 元。在养猪高盈利的刺激下，行业复养进程稳步推进，根据农业农村部数据，截至 2020 年 3 月，全国能繁母猪存栏连续 6 个月实现环比正增长。

图 5 2017-19 年，生猪存栏走势图



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 6 2017-19 年，能繁母猪存栏走势图



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

我们认为，能繁母猪存栏拐点已经出现，产能继续下探的可能性不大，随着下游生猪存栏的持续恢复，饲料进而氨基酸产品的需求将逐步趋旺。

图7 2015-2020年，生猪价格走势

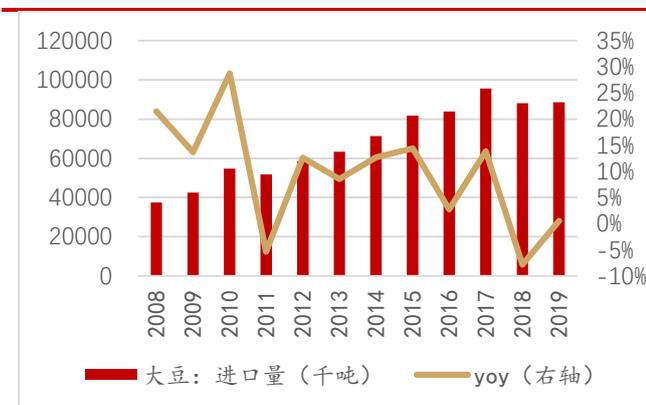


资料来源：猪易通，华西证券研究所

2.2. 蛋白类原料库存低位&疫情限制各国出口，供给偏紧推升涨价预期

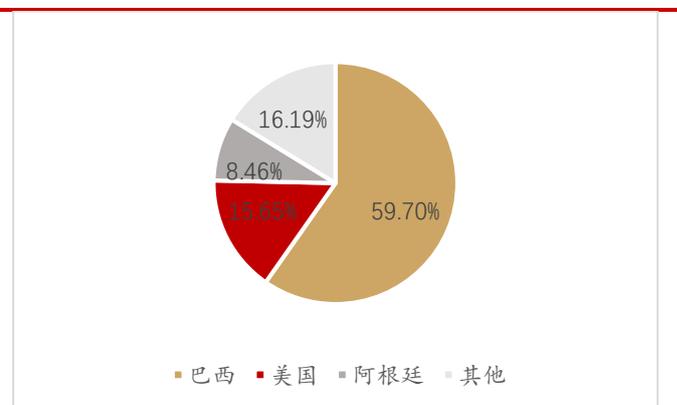
我国大豆进口依存度较高。根据中国农业信息网数据，2019年度我国大豆产量1965万吨，消费量为10534万吨，进口量8851万吨，出口量11.7万吨，进口占消费比达84%。从进口来源国上看，2019年我国进口大豆来源国主要为巴西、美国、阿根廷，进口量分别为5284/1385/748万吨，占进口量的比重分别为59.70%、16.66%和8.46%。

图8 2008-2019年，我国大豆进口情况



资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

图9 2019年，我国进口大豆来源国分布



资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

新冠肺炎疫情仍在全球范围内蔓延，为应对新冠肺炎传播，巴西、美国和阿根廷均已采取不同程度的防控措施。产地的物流受限可能会再次导致大豆近月到港的延迟。同时各国为保障国内食品供给充足，不排除降低粮食出口量，届时我国大豆进口量或将下滑，大豆等主要蛋白原料供给偏紧背景下，氨基酸替代需求逐步趋旺。

3. 投资建议

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

受生猪产能逐步恢复、大豆进口或将下滑双重因素影响，公司氨基酸产品有望大幅上涨，利润弹性巨大。我们预计，2020-2022年，公司营业收入分别为179.35/225.27/284.68亿元，归母净利润分别为12.25/16.03/20.16亿元，对应EPS分别为0.39/0.52/0.65元，当前股价对应的PE为10.92/8.35/6.64X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表1 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价(元)	可比公司 EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600195	中牧股份	14.34	0.30	0.49	0.57	0.69	47.80	29.27	25.16	20.78
300119	瑞普生物	17.63	0.48	0.64	0.78	0.93	36.73	27.55	22.60	18.96
600201	生物股份	24.53	0.20	0.42	0.62	0.79	122.65	58.40	39.56	31.05
603566	普莱柯	24.53	0.34	0.54	0.73	0.97	72.15	45.43	33.60	25.29
平均							69.83	40.16	30.23	24.02

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用Wind一致预期，股价截至2020年5月26日收盘价

4. 风险提示

生猪产能恢复进程不及预期。养殖后周期板块和下游生猪存栏紧密联系，如果生猪养殖行业受到非洲猪瘟疫情的持续侵扰，生猪产能恢复进程不及预期，可能会影响公司的利润释放速度。

产品销售不及预期。产品是公司盈利能力的重要影响因素，如果公司产品推广受到市场等因素的扰动导致销量不及预期，可能会影响公司的盈利能力。

政策扰动。公司相关产品销售与行业政策息息相关，政策扰动可能会对公司产品的销售产生影响，从而影响公司的业绩表现。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,554	17,935	22,527	28,468	净利润	1,004	1,245	1,630	2,049
YoY (%)	15.1%	23.2%	25.6%	26.4%	折旧和摊销	1,378	1,217	1,241	1,233
营业成本	11,268	14,310	17,884	22,608	营运资金变动	213	-431	211	89
营业税金及附加	197	276	326	425	经营活动现金流	2,798	1,946	2,978	3,237
销售费用	1,168	1,430	1,799	2,275	资本开支	-1,142	-1,932	-2,121	-2,058
管理费用	540	662	832	1,052	投资	224	0	0	0
财务费用	270	0	0	0	投资活动现金流	-850	-1,842	-2,014	-1,920
资产减值损失	-43	-3	-3	-3	股权募资	0	0	0	0
投资收益	70	89	108	138	债务募资	4,926	-2,112	0	0
营业利润	1,174	1,466	1,907	2,405	筹资活动现金流	-1,367	-2,112	0	0
营业外收支	-6	0	0	0	现金净流量	607	-2,009	964	1,317
利润总额	1,168	1,466	1,907	2,405	主要财务指标				
所得税	164	220	277	356	成长能力 (%)				
净利润	1,004	1,245	1,630	2,049	营业收入增长率	15.1%	23.2%	25.6%	26.4%
归属于母公司净利润	989	1,225	1,603	2,016	净利润增长率	-1.3%	23.9%	30.9%	25.8%
YoY (%)	-1.3%	23.9%	30.9%	25.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.32	0.39	0.52	0.65	毛利率	22.6%	20.2%	20.6%	20.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	6.9%	6.9%	7.2%	7.2%
货币资金	2,218	209	1,173	2,490	总资产收益率 ROA	5.1%	6.4%	7.4%	8.1%
预付款项	30	230	191	252	净资产收益率 ROE	11.0%	12.0%	13.6%	14.6%
存货	2,133	2,579	3,326	4,174	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,042	1,380	1,517	1,740	流动比率	0.99	1.13	1.25	1.40
流动资产合计	5,422	4,398	6,207	8,655	速动比率	0.60	0.41	0.54	0.68
长期股权投资	33	33	33	33	现金比率	0.41	0.05	0.24	0.40
固定资产	10,891	11,471	12,260	12,979	资产负债率	52.3%	45.0%	44.3%	43.3%
无形资产	1,221	1,353	1,440	1,541	经营效率 (%)				
非流动资产合计	13,895	14,607	15,483	16,304	总资产周转率	0.75	0.94	1.04	1.14
资产合计	19,318	19,005	21,689	24,959	每股指标 (元)				
短期借款	2,112	0	0	0	每股收益	0.32	0.39	0.52	0.65
应付账款及票据	1,648	1,991	2,584	3,233	每股净资产	2.89	3.29	3.80	4.45
其他流动负债	1,697	1,908	2,370	2,942	每股经营现金流	0.90	0.63	0.96	1.04
流动负债合计	5,457	3,899	4,954	6,174	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4,069	4,069	4,069	4,069	估值分析				
其他长期负债	575	575	575	575	PE	13.53	10.92	8.35	6.64
非流动负债合计	4,644	4,644	4,644	4,644	PB	1.54	1.31	1.13	0.97
负债合计	10,101	8,543	9,598	10,818					
股本	3,104	3,104	3,104	3,104					
少数股东权益	237	258	285	318					
股东权益合计	9,217	10,462	12,091	14,141					
负债和股东权益合计	19,318	19,005	21,689	24,959					

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。