



2020年08月05日

半年报业绩超预期，养殖后周期高弹性标的

梅花生物(600873)

事件概述

公司发布2020年中报，报告期内，公司实现营业收入81.37亿元，yoy+16.58%；实现归母净利润6.36亿元，yoy-4.26%。单二季度来看，公司实现营业收入41.63亿元，yoy+14.30%；实现归母净利润3.90亿元，yoy+21.06%。半年报业绩超预期。

分析判断：

► 味精需求回暖，氨基酸表现亮眼

味精方面，一季度受新冠肺炎疫情影响，餐饮消费不振拖累下游味精需求，味精市场购销惨淡，随着二季度疫情的逐步平稳，味精业务环比有所改善，报告期内，公司味精业务实现营收29.37亿元，同比增长2.39%。氨基酸方面，受下游生猪产能快速回升叠加国内推行饲料禁抗政策影响，氨基酸需求持续趋旺，带动公司赖氨酸、苏氨酸业务逐季向好，报告期内，公司氨基酸产品销量同比增长24.27%，实现收入41.28亿元，同比增长36.60%，占总收入的比重从43.30%提升至50.73%。其中赖氨酸收入同比增长61.99%，表现亮眼。

► 味精：需求持续回暖，提价有望增厚利润空间

从供给端来看，味精行业市场集中度较高，阜丰、梅花、伊品是行业寡头，产能占比分别为44.07%/23.73%/14.24%，CR3高达82.04%。从需求端来看，2020H1，受新冠肺炎疫情影响，下游餐饮业消费需求不足拖累味精价格有所下滑，公司味精业务短期承压。进入下半年，随着国内疫情的逐步平稳，复工复产的稳步推进，下游餐饮消费有望呈现持续回暖趋势。我们认为，味精行业呈现典型的寡头竞争格局，头部企业拥有定价权，在需求回暖背景下，头部企业有望提价，贡献公司利润弹性。

► 氨基酸：量价齐升，氨基酸利润有望逐季释放

公司是国内氨基酸龙头，赖氨酸、苏氨酸产能占比分别为24.42%/30.95%，分列国内第一/第二位。一方面，在养殖高盈利刺激下，行业生猪产能快速恢复，能繁母猪存栏于2019年10月首次环比转正，于2020年6月实现首次同比正增长，超出市场预期，生猪产能在2020年下半年的快速释放将带动公司氨基酸产品需求趋旺。另一方面，受益于国内饲料禁抗政策的推行，为保证生猪养殖效率，赖氨酸、苏氨酸等的替代需求旺盛。我们认为，需求持续趋旺有望支撑赖氨酸、苏氨酸价格上行，报告期内，公司氨基酸板块毛利率同比增加6.05个百分点，环比增加9.57个百分点。同时，伴随白城40万吨赖氨酸产能全部释放，公司氨基酸产品有望迎来量价齐升的快速发展期。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	6.58
股票代码：	600873
52周最高价/最低价：	6.58/3.87
总市值(亿)	203.98
自由流通市值(亿)	203.12
自由流通股数(百万)	3,087.00



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519110005
 联系电话：0755-23947349

研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn
 SAC NO:
 联系电话：

相关研究

1. 【华西农业】梅花生物(600873)：养殖后周期开始发力，低估值高分红标的
2020.06.14
2. 【华西农业】梅花生物(600873)：生猪存栏稳步恢复&大豆进口或将下滑，公司利润弹性巨大
2020.05.27

投资建议

在养殖高盈利刺激下，生猪产能快速恢复，叠加国内饲料禁抗政策的推行，公司氨基酸产品需求持续向好。我们维持此次盈利预测不变，预计 2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.40/0.56/0.76 元，对应 PE 分别为 17/12/9X，维持“买入”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。

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	1,751	2,370
YoY (%)	-14.7%	-1.3%	23.9%	43.0%	35.4%
毛利率 (%)	24.9%	22.6%	20.2%	21.4%	22.1%
每股收益 (元)	0.32	0.32	0.40	0.56	0.76
ROE	11.0%	11.0%	12.0%	14.7%	16.5%
市盈率	20.37	20.63	16.66	11.65	8.61

资料来源: Wind, 华西证券研究所

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	1,780	2,409
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	17,708	22,185	营运资金变动	213	-431	212	91
营业税金及附加	197	276	326	425	经营活动现金流	2,798	1,946	3,130	3,599
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	-4	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	2,083	2,827	筹资活动现金流	-1,367	-2,117	0	0
营业外收支	-6	0	0	0	现金净流量	607	-2,013	1,116	1,679
利润总额	1,168	1,466	2,083	2,827					
所得税	164	220	303	418	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,004	1,245	1,780	2,409	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	989	1,225	1,751	2,370	营业收入增长率	15.1%	23.2%	25.6%	26.4%
YoY (%)	-1.3%	23.9%	43.0%	35.4%	净利润增长率	-1.3%	23.9%	43.0%	35.4%
每股收益	0.32	0.40	0.56	0.76	盈利能力 (%)				
					毛利率	22.6%	20.2%	21.4%	22.1%
					净利率	6.9%	6.9%	7.9%	8.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	5.1%	6.4%	8.0%	9.3%
货币资金	2,218	205	1,321	3,000	净资产收益率 ROE	11.0%	12.0%	14.7%	16.5%
预付款项	30	230	189	247	偿债能力 (%)				
存货	2,133	2,579	3,293	4,096	流动比率	0.99	1.13	1.28	1.49
其他流动资产	1,042	1,380	1,517	1,740	速动比率	0.60	0.41	0.58	0.78
流动资产合计	5,422	4,394	6,320	9,082	现金比率	0.41	0.05	0.27	0.49
长期股权投资	33	33	33	33	资产负债率	52.3%	45.0%	43.9%	42.3%
固定资产	10,891	11,471	12,260	12,979	经营效率 (%)				
无形资产	1,221	1,353	1,440	1,541	总资产周转率	0.75	0.94	1.03	1.12
非流动资产合计	13,895	14,607	15,483	16,304	每股指标 (元)				
资产合计	19,318	19,001	21,802	25,386	每股收益	0.32	0.40	0.56	0.76
短期借款	2,112	0	0	0	每股净资产	2.90	3.29	3.86	4.62
应付账款及票据	1,648	1,991	2,558	3,172	每股经营现金流	0.90	0.63	1.01	1.16
其他流动负债	1,697	1,908	2,363	2,924	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,457	3,899	4,921	6,096	估值分析				
长期借款	4,069	4,069	4,069	4,069	PE	20.63	16.66	11.65	8.61
其他长期负债	575	575	575	575	PB	1.54	2.00	1.71	1.42
非流动负债合计	4,644	4,644	4,644	4,644					
负债合计	10,101	8,543	9,565	10,740					
股本	3,104	3,100	3,100	3,100					
少数股东权益	237	258	287	326					
股东权益合计	9,217	10,458	12,238	14,646					
负债和股东权益合计	19,318	19,001	21,802	25,386					

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。