

➤ **事件。**2024 年 11 月 23 日，梅花生物发布《关于跨境收购业务与资产并签署<股份及资产购买协议>的公告》。公告称，公司拟以 105 亿日元（以 2024 年 11 月 22 日汇率折合人民币约 5 亿元左右）收购麒麟控股的全资子公司协和发酵旗下的食品氨基酸、医药氨基酸、母乳低聚糖（简称“HMO”）业务及资产（下文简称“标的资产”）。

➤ **出海布局——新增多种精制氨基酸品种及全球多市场氨基酸原料药注册证。**本次跨境收购交易后，（1）技术能力上，公司将新增多种氨基酸新品类和新菌种，如**精氨酸、组氨酸、瓜氨酸、鸟氨酸和羟脯氨酸**等，并获得十余种氨基酸的发酵菌种及相关专利；（2）业务结构上，公司将延伸产业链，不仅能增加下游高附加值医药氨基酸产品的发酵和精制能力，还将获得包括但不限于**GMP（良好生产认证）和全球多市场的氨基酸原料药注册证**；（3）产品结构上，公司将通过本次交易引入合成生物学发酵平台生产三种 HMO 产品的能力，并获得相关知识产权体系；（4）业务布局上，公司将通过交易获得多个国内外生产经营实体，实现产业出海战略落地。

➤ **再启航——梅花生物正式迈入“氨基酸 2.0”时代。**麒麟控股是全球领先的饮料和食品制造公司，协和发酵作为麒麟控股全资子公司，是全球领先的生物技术和发酵领域的企业，专注开发并生产药用级、食品级和工业级的高质量氨基酸及其他新型合成生物学产品，凭借超 70 年的技术积累，协和发酵在氨基酸和 HMO 产品的上游菌种改造和下游提取工艺上拥有众多专利，并于 2022 年成功实现 HMO 类产品的商业化生产，包括 2’-岩藻糖基乳糖（2’-FL）、3’-唾液酸乳糖（3’-SL）、6’-唾液酸乳糖（6’-SL）。据专业机构出具的财务尽调报告显示，标的资产模拟独立运营后，截至 2023 年 12 月 31 日总资产为 415.97 亿日元，净资产为 19.95 亿日元，2023 年营业收入为 163.52 亿日元，息税折旧摊销前净利润为 -48.90 亿日元。因负债主要为股东借款及银行贷款，依据交易协议约定，麒麟控股和协和发酵承诺在交割前完成借款清偿，所以交割时净资产将回正并接近总资产水平。我们认为，尽管标的资产业绩表现短期承压，但伴随梅花生物入主后，基于公司在氨基酸产品方面多年积累的优势，有望充分赋能标的资产财务表现，进而进一步提升公司整体业绩表现。

➤ **投资建议：**公司是全球氨基酸龙头企业，规模及成本优势突出。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.77、31.33、33.52 亿元，EPS 分别为 1.08、1.10、1.18 元，现价（2024/11/22）对应 PE 分别为 10X、10X、9X。我们看好公司未来成长空间，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**主要产品波动及市场竞争加剧、原材料价格大幅波动、环保风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27,761	31,258	33,845	37,342
增长率（%）	-0.6	12.6	8.3	10.3
归属母公司股东净利润（百万元）	3,181	3,077	3,133	3,352
增长率（%）	-27.8	-3.3	1.8	7.0
每股收益（元）	1.12	1.08	1.10	1.18
PE	9	10	10	9
PB	2.1	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 11 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
10.55 元

分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 李金凤

执业证书：S0100524070003

邮箱：lijinfeng@mszq.com

相关研究

- 1.梅花生物 (600873.SH) 2024 年半年报点评：24H1 归母净利润同比增长 8%，海外选址强化平台布局-2024/07/30
- 2.梅花生物 (600873.SH) 2024 年一季报点评：Q1 归母净利润同比略降 6%，氨基酸景气回暖利好龙头发展-2024/04/09
- 3.梅花生物 (600873.SH) 2023 年年报点评：业绩增长符合预期，多品类布局抗周期优势凸显-2024/03/19
- 4.梅花生物 (600873.SH) 事件点评：合成生物学全产业链企业，高管增持彰显长期信心-2024/01/09
- 5.梅花生物 (600873.SH) 深度报告：氨基酸龙头企业，平台化优势突出-2023/12/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,761	31,258	33,845	37,342
营业成本	22,297	25,792	28,094	31,159
营业税金及附加	243	294	318	351
销售费用	414	406	440	485
管理费用	925	969	1,049	1,158
研发费用	314	337	365	403
EBIT	3,806	3,655	3,790	4,019
财务费用	-33	39	109	79
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	8	0	0	0
营业利润	3,813	3,618	3,684	3,942
营业外收支	-90	0	0	0
利润总额	3,723	3,618	3,684	3,942
所得税	542	541	551	590
净利润	3,181	3,077	3,133	3,352
归属于母公司净利润	3,181	3,077	3,133	3,352
EBITDA	5,185	5,044	5,200	5,451

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,970	2,957	5,422	8,090
应收账款及票据	770	640	693	765
预付款项	252	292	318	352
存货	2,923	4,183	4,557	5,054
其他流动资产	593	2,402	2,417	2,437
流动资产合计	9,507	10,474	13,405	16,697
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	11,429	11,566	11,708	11,852
无形资产	1,076	1,076	1,076	1,076
非流动资产合计	13,650	14,488	14,631	14,773
资产合计	23,157	24,962	28,036	31,470
短期借款	1,544	2,151	2,151	2,151
应付账款及票据	2,609	2,985	3,251	3,606
其他流动负债	2,376	2,748	2,923	3,158
流动负债合计	6,529	7,885	8,326	8,915
长期借款	2,000	1,077	1,077	1,077
其他长期负债	465	471	471	471
非流动负债合计	2,465	1,549	1,549	1,549
负债合计	8,994	9,433	9,874	10,464
股本	2,943	2,853	2,853	2,853
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	14,163	15,528	18,162	21,006
负债和股东权益合计	23,157	24,962	28,036	31,470

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.63	12.60	8.28	10.33
EBIT 增长率	-26.63	-3.97	3.69	6.02
净利润增长率	-27.81	-3.26	1.81	7.00
盈利能力 (%)				
毛利率	19.68	17.49	16.99	16.56
净利润率	11.46	9.84	9.26	8.98
总资产收益率 ROA	13.74	12.33	11.17	10.65
净资产收益率 ROE	22.46	19.82	17.25	15.96
偿债能力				
流动比率	1.46	1.33	1.61	1.87
速动比率	0.91	0.73	0.99	1.23
现金比率	0.76	0.38	0.65	0.91
资产负债率 (%)	38.84	37.79	35.22	33.25
经营效率				
应收账款周转天数	6.37	6.54	5.48	5.43
存货周转天数	56.44	49.59	56.00	55.52
总资产周转率	1.17	1.30	1.28	1.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.08	1.10	1.18
每股净资产	4.96	5.44	6.37	7.36
每股经营现金流	1.83	1.47	1.63	1.71
每股股利	0.42	0.17	0.18	0.19
估值分析				
PE	9	10	10	9
PB	2.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.84	6.00	5.82	5.56
股息收益率 (%)	3.98	1.66	1.69	1.81

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,181	3,077	3,133	3,352
折旧和摊销	1,379	1,389	1,410	1,432
营运资金变动	464	-458	-26	-34
经营活动现金流	5,229	4,188	4,658	4,892
资本开支	-1,329	-1,529	-1,546	-1,567
投资	-177	-1,894	0	0
投资活动现金流	-1,509	-4,072	-1,546	-1,567
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-919	-234	0	0
筹资活动现金流	-3,108	-2,129	-647	-657
现金净流量	652	-2,013	2,464	2,668

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026