

梅花生物 (600873.SH)

全球氨基酸行业龙头,多品类布局持续发力

买入 (首次评级)

当前价格: 10.19 元
 目标价格: 15.29 元

投资要点:

➤ **主营氨基酸产品,产能全球领先。**公司产品以氨基酸为主、兼顾多品类发展,形成了动物营养氨基酸、鲜味剂产品及人类医用氨基酸、胶体多糖等多个优势产品为核心的业务结构。截至2022年,公司赖氨酸、味精产能分别达百万吨级、苏氨酸30万吨,苏氨酸、赖氨酸产能均居行业第一,其他淀粉副产品、肥料产品、胶体多糖、医药类产品产能规模均居行业前列。

➤ **全球氨基酸需求稳定增长,豆粕减量替代推动饲料氨基酸添加需求。**根据Imarc Group数据,2021年全球氨基酸产量突破1000万吨,预计2022-2027年全球氨基酸产量年均复合增长率将保持在4.7%,2027年产量将达到1380万吨,全球氨基酸市场需求稳定增长。同时饲料中玉米豆粕减量替代需加大饲料氨基酸的添加量,豆粕减量方案有望进一步增加饲料类氨基酸的需求。

➤ **传统主业巩固规模及成本优势,多产品布局持续发力。**1)坚持持续的研发投入,带来技术指标的持续优化和转化效率的提升,优化工艺流程实现降本。2)公司拥有资源综合利用一体化生产线,实现能源的梯级循环利用进一步降低成本。3)公司毗邻原材料产地的基地布局,通过预测市场趋势,寻找采购时机,制定最优的采购策略,降低采购成本。在做大做强赖氨酸、味精、苏氨酸产品的同时,兼顾多品类发展,黄原胶、医药氨基酸等产品持续发力,打造业绩新增长点。

➤ **持续分红和回购,打造价值投资企业。**公司实施积极的利润分配政策,2016-2022年公司累计发放现金分红70.97亿元,占期间归母净利润总和的59.16%,同时持续以自有资金实施股份回购,2019年至今已实施5次回购,累计回购支付金额22.39亿元,累计回购数量2.75亿股,未来公司仍将利用现金分红加回购注销的方式提高股东回报。

➤ **盈利预测与投资建议:**预测公司2024-2026年营业收入分别为278.26、289.32和309.58亿元,归母净利润分别为32.15、36.08和38.59亿元,对应EPS分别为1.09、1.23和1.31元。我们给予公司2024年14倍PE,对应目标价15.29元,首次覆盖,给予“买入”评级。

➤ **风险提示:**下游需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格大幅波动的风险、安全生产与环保风险、汇率波动风险

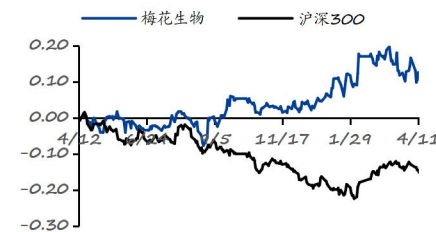
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,937	27,761	27,826	28,932	30,958
增长率	22%	-1%	0%	4%	7%
净利润(百万元)	4,406	3,181	3,215	3,608	3,859
增长率	87%	-28%	1%	12%	7%
EPS(元/股)	1.50	1.08	1.09	1.23	1.31
市盈率(P/E)	6.8	9.4	9.3	8.3	7.8
市净率(P/B)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.5

数据来源:公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股(百万股)	2,943.43/2,943.43
流通A股市值(百万元)	29,993.51
每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	36.56
一年内最高/最低价(元)	11.05/8.39

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 张汪强(S0210523100002)
 zww30327@hfzq.com.cn
 联系人: 韩锐贻(S0210122100073)
 HRY3950@hfzq.com.cn

相关报告



投资要件

关键假设

动物营养氨基酸：2023 以来赖氨酸、苏氨酸等价格中枢下移，考虑到氨基酸供需格局稳定，以及豆粕减量带来增量需求，预计原材料价格下行将带动产品价格下降，公司通过多途径降低生产成本，巩固竞争优势，预计产品毛利率稳中有升。预计 24-26 年动物营养氨基酸销量分别为 284/303/325 万吨，产品价格分别为 5300/5200/5200 元/吨，毛利率分别为 16.98%/17.31%/17.31%。

食品味觉性状优化剂：2023 年以来主要产品味精价格中枢下移，行业竞争格局稳定，产品价格随原材料价格下跌略有下降，预计 24-26 年销量分别为 110/115/124 万吨，产品价格分别为 8800/8700/8700 元/吨，毛利率分别 20.5%/20.7%/20.7%。

医药氨基酸：医药氨基酸产品技术壁垒和附加值相对较高，产品价格和毛利率维持在相对较高水平，预计 24-26 年分别为销量分别为 10800/12200/14000 吨，产品价格分别为 5.5/5.5/5.5 万元/吨，毛利率分别为 32.7%/33.6%/33.6%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司氨基酸产品具有明显周期属性，不具备长期投资价值。我们认为当前公司主要的氨基酸产品竞争格局良好，需求稳定增长，公司通过多种途径降低成本，持续强化竞争优势，产品价格及盈利有望长期维持在相对较高水平，同时公司坚持持续的高比例分红以及股份回购来提升股东回报，具备长期投资价值。

市场认为公司新产品体量较小，成长空间有限。我们认为随着研发的持续推进，产品品类和下游应用持续拓展，小品种氨基酸的生产技术水平不断提高，生产成本不断降低伴随需求增长，产品放量可期，以及公司医药氨基酸向产业链下游及终端产品延伸，致力于成为应用解决方案提供商和最大生产商，公司多品类布局有望打造业绩新增长点。

股价上涨的催化因素

氨基酸产品价格上涨、新品研发及市场拓展取得突破等

估值和目标价格

预测公司 2024-2026 年营业收入分别为营业收入分别为 278.26、289.32 和 309.58 亿元，归母净利润分别为 32.15、36.08 和 38.59 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.23 和 1.31 元。我们给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应目标价 15.29 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

下游需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格大幅波动的风险、安全生产与环保风险、汇率波动风险

正文目录

1 依托合成生物学技术，氨基酸产能行业领先	4
1.1 主营氨基酸产品，兼顾多品类发展	4
1.2 经营业绩稳步增长，盈利水平略有波动	6
2 氨基酸市场规模持续增长，豆粕减量增加饲料氨基酸需求	8
2.1 氨基酸下游应用广泛，市场规模持续扩张	8
2.2 行业产能集中度高，公司产能规模全球领先	11
3 传统主业做大做强，多品类布局贡献成长	14
3.1 研发投入持续增加，多途径强化成本优势	14
3.2 多产品布局优势显现，医药氨基酸持续发力	15
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 核心假设与盈利预测	17
4.2 估值及投资建议	18
5 风险提示	18

图表目录

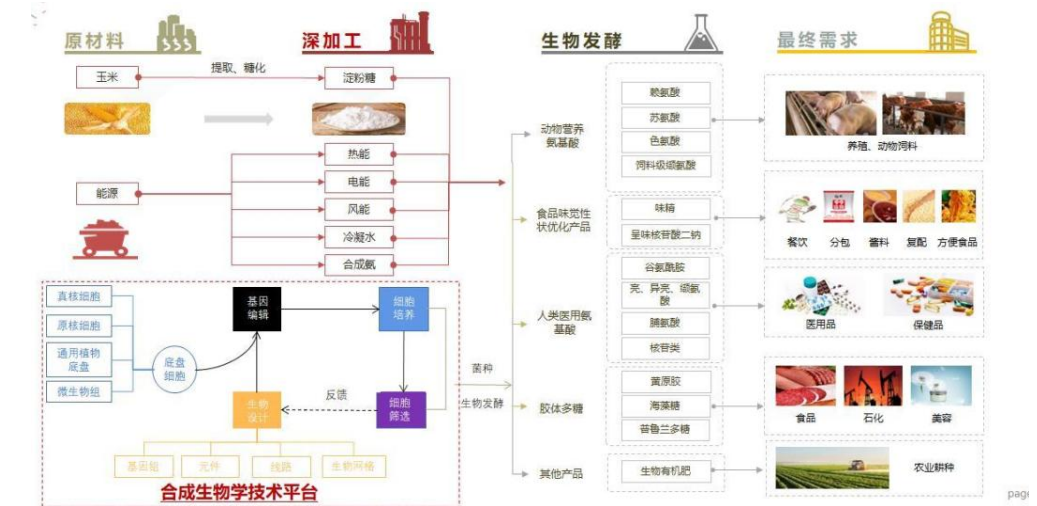
图表 1: 公司产品产业链	4
图表 2: 公司主要产品及用途	5
图表 3: 公司营业收入及增速	7
图表 4: 公司归母净利润及增速	7
图表 5: 公司盈利水平景气回落	8
图表 6: 费用占营收比呈下降趋势	8
图表 7: 国外营收占比约三成	8
图表 8: 氨基酸行业产业链	8
图表 9: 部分大、小品种氨基酸应用领域	9
图表 10: 全球氨基酸产量预测 (万吨)	9
图表 11: 国内氨基酸产量占比	10
图表 12: 赖氨酸价格走势 (元/吨)	11
图表 13: 苏氨酸价格走势 (元/吨)	11
图表 14: 国内味精供需情况	12
图表 15: 中国味精下游需求格局	12
图表 16: 2022 年国内味精行业竞争格局 (按产能)	12
图表 17: 中国味精平均销售价格 (元/吨)	12
图表 18: 2017-2021 年全球赖氨酸和苏氨酸需求 (万吨)	12
图表 19: 2021 年全球赖氨酸产能格局	13
图表 20: 2021 年全球苏氨酸产能格局	13
图表 21: 公司历年研发投入及占比	14
图表 22: 公司研发人员数量及占比	14
图表 23: 动物营养氨基酸成本占比	15
图表 24: 玉米价格走势 (元/吨)	15
图表 25: 公司部分医药氨基酸及发展情况	16
图表 26: 分产品盈利预测	17
图表 27: 可比公司估值	18
图表 28: 财务预测摘要	20

1 依托合成生物学技术，氨基酸产能行业领先

1.1 主营氨基酸产品，兼顾多品类发展

公司是主营氨基酸产品的全链条合成生物学公司，形成了动物营养氨基酸、鲜味剂产品及人类医用氨基酸、胶体多糖等多个优势产品为核心的业务结构，以氨基酸为主、兼顾多品类发展。公司依托合成生物学技术，能力覆盖菌种设计-构建-发酵-分离提取到产品的各个环节，研产销一体化能力处于行业领先水平。截至 2022 年，公司赖氨酸、味精产能分别达百万吨级、苏氨酸 30 万吨，其他淀粉副产品、肥料产品、胶体多糖、医药类产品产能规模均居行业前列。

图表 1：公司产品产业链



数据来源：公司公告，华福证券研究所

动物营养氨基酸主要用于动物营养类饲料添加剂使用，提升饲料利用效率，补充和平衡营养，公司相关产品主要包括赖氨酸、苏氨酸和缬氨酸等。食品味觉性状优化产品主要用于改善食品品质、色、香和味，以及满足防腐、保鲜和加工工艺的需要，相关产品主要包括味精、呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠、海藻糖。公司医药氨基酸产品主要分为两部分，一部分是氨基酸产品，包含 L-谷氨酰胺，支链氨基酸（L-异亮氨酸，L-缬氨酸，L-亮氨酸），L-脯氨酸等，主要用于运动营养食品，特医食品及药品上游原料。另一部分是医药中间体原料，包含 L-脯氨酸，核苷（肌苷，鸟苷，腺苷），主要作为慢性病（高血压，糖尿病，乙肝等）药品的上游原料。


图表 2: 公司主要产品及用途

赖氨酸	2,6-二氨基己酸, 蛋白质中唯一带有侧链伯氨基的氨基酸, 是哺乳动物的必需氨基酸和生酮氨基酸。常见的 L-赖氨酸是组成蛋白质的 20 种氨基酸中之一。依据含量不同, 分为 L-赖氨酸盐酸盐(俗称 98% 赖氨酸)和 L-赖氨酸硫酸盐(俗称 70% 氨酸), 在饲料中添加, 能够改善肉类质量, 提高瘦肉率, 改善肉质; 提高饲料蛋白的利用率, 减少粗蛋白质用量; 减少仔猪腹泻, 降低饲养成本, 提高经济效益。
苏氨酸	2-氨基-3-羟基丁酸, 一种含有一个醇式羟基的脂肪族 α 氨基酸, 是哺乳动物的必需氨基酸和生酮氨基酸。常见的 L-苏氨酸是组成蛋白质的常见 20 种氨基酸之一。苏氨酸是一种必需的氨基酸。苏氨酸常添加到未成年仔猪和家禽的饲料中, 是猪饲料的第二限制氨基酸和家禽饲料的第三限制氨基酸。
缬氨酸	2-氨基-3-甲基丁酸, 一种含有 5 个碳原子的支链非极性 α 氨基酸, 是哺乳动物的必需氨基酸和生糖氨基酸。常见的 L-缬氨酸是组成蛋白质的常见 20 种氨基酸之一, 哺乳母猪日粮中添加缬氨酸可提高泌乳量, 还有提高动物机体免疫功能, 影响动物内分泌水平等功效。
淀粉副产品蛋白粉、饲料纤维、胚芽、菌体蛋白等	玉米蛋白粉是玉米籽粒经食品工业生产淀粉或酿酒工业提纯后的副产品, 其蛋白质营养成分丰富, 并具有特殊的味道和色泽, 可用作饲料使用; 玉米皮粉(饲料纤维), 是玉米深加工企业生产的一种副产品。即将玉米颗粒经过浸泡后进入淀粉生产过程, 后经洗涤、挤水、烘干等工序加工而成。其主要成分是纤维、淀粉、蛋白质等。
味精	99%味精又称谷氨酸钠, 味精主要成分为谷氨酸单钠盐, 由糖质或淀粉原料经微生物发酵、提纯、精制而制得。成品为白色柱状结晶体或结晶性粉末, 味精是一种基础调味剂, 不仅能够增进菜肴的鲜味, 促进食欲, 而且能够刺激消化液分泌, 有助于食物在人体内的消化吸收。
呈味核苷酸二钠	是由 5'-肌苷酸二钠 (IMP) 和 5'-鸟苷酸二钠 (GMP) 按 1:1 的比例混合而成, 多在调味品或者复配调料中与味精混合添加来增加鲜度。
肌苷酸二钠	肌苷酸二钠, 是以葡萄糖为主要原料, 经微生物发酵、提取、精制等工序制成的一种食品增鲜剂。
海藻糖	是一种安全可靠的天然糖类, 具有优异的保持细胞活力和生物大分子活性的特性, 在科学界素有“生命之糖”的美誉。甜味适中, 可作为防止食品劣化、抑制营养素变质, 保持食品新鲜风味、提升食品品质的独特食品配料, 还是保持细胞活性、保湿类化妆品的重要成分, 已取得美国公认安全产品认证 (GRAS)。
脯氨酸	L-脯氨酸(简称脯氨酸)是人体合成蛋白质的十八种氨基酸之一, 是氨基酸输液的重要原料, 也是合成卡托普利、依那普利等一线降压药物的主要中间体, 已被广泛应用于食品与医药等工业。公司生产的 L-脯氨酸采用玉米发酵, 免去了合成过程中添加的各类化学试剂, 更加安全。
谷氨酰胺	谷氨酰胺学名 2-氨基-4-甲酰胺基丁酸, 英文 Glutamine (Gln), 是谷氨酸的酰胺。L-谷氨酰胺是蛋白质合成中的编码氨基酸, 哺乳动物非必需氨基酸, 在体内可以由葡萄糖转变而来。谷氨酰胺具有防止肌肉分解, 促进肌肉增长的作用, 是健美运动和健美爱好者的重要营养补充剂, 同时谷氨酰胺还能提高人的免疫力和抗氧化能力, 对于胃肠道消化系统有着非常好的保健乃至医药作用。
异亮氨酸	L-异亮氨酸是组成蛋白质的常见 20 种氨基酸之一, 有两个不对称碳原子, 是哺乳动物的必需氨基酸和生酮氨基酸。



亮氨酸	L-亮氨酸是组成蛋白质的常见 20 种氨基酸之一，是哺乳动物的必需氨基酸和生酮生糖氨基酸。亮氨酸、异亮氨酸和缬氨酸都是支链氨基酸。它们有助于促进训练后的肌肉恢复。其中亮氨酸是较有效的一种支链氨基酸，可以有效防止肌肉损失，因为它能够更快的分解转化为葡萄糖。
普鲁兰多糖	普鲁兰多糖(Pullulan)是一种天然水溶性多糖，由出芽短梗霉发酵产生。普鲁兰多糖可以加工成多种产品，它具有良好的成膜性能，形成的普鲁兰膜很稳定，且具有绝佳的氧气隔绝性能，在医药和食品工业广泛用于胶囊成型剂、增稠剂、粘合剂、食品包装等。普鲁兰多糖作为食品辅料在日本已有 20 多年的应用历史，已通过了美国的 GRAS 认证。
黄原胶	黄原胶又称黄胶、汉生胶，黄单胞多糖，是一种由假黄单胞菌属发酵产生的单胞多糖，由于它的大分子特殊结构和胶体特性，而具有多种功能，可作为乳化剂、稳定剂、凝胶增稠剂、浸润剂、膜成型剂等，广泛应用于各领域。黄原胶是目前世界上生产规模较大且用途极为广泛的微生物多糖。
生物有机肥	含有有机物质，既能提供农作物多种无机养分和有机养分，又能培肥改良土壤的一类肥料。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

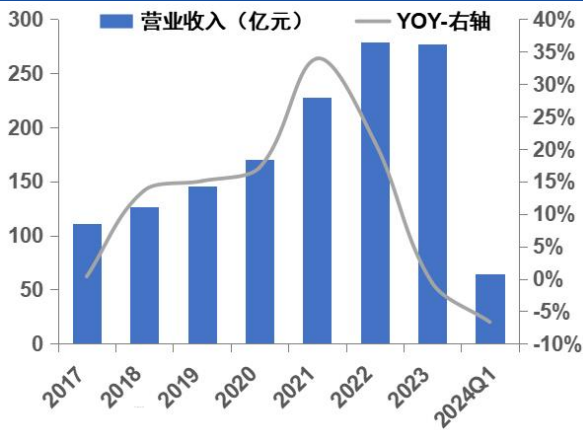
实际控制人为孟庆山、王爱军、何君，三人持股比例（截至 2023 年 12 月）分别为 29.02%、2.42%、0.78%。孟庆山先生为梅花味精创始人之一，现任河北省人大代表，曾先后被评为河北省农业劳动模范、河北省“优秀中国特色社会主义事业建设者”、霸州市“明星企业家”，并被聘为“市政府经济顾问”。王爱军女士曾分别在北京国际商务学院、北京大学高层管理研修班进修会计学、管理学，现任上市公司董事长。

坚持对内强激励，对外高分红，打造价值投资企业。持续股权激励将个人和公司发展绑定，支撑公司实现高质量增长。公司 2017 年至今，公司已实施四期员工持股计划、一期限制性股票激励，每期均设定具有挑战性的公司业绩目标及个人考核目标，充分调动公司高级管理人员、核心及骨干人员的积极性，促进了公司的长远发展。公司实施积极的利润分配政策，打造价值投资性企业，在保证业务持续发展同时持续提高股东回报，2016 年至 2022 年公司累计发放现金分红 70.97 亿元，占期间归母净利润总和的 59.16%。同时基于对公司未来发展的信心以和公司价值的认可，为维护公司价值，提升股东权益，有效维护广大投资者利益，公司持续以自有资金实施股份回购，2019 年至今已实施 5 次回购，截至 2024 年 2 月累计回购支付金额 22.39 亿元，累计回购数量 2.75 亿股，未来公司仍将利用现金分红加回购注销的方式提高股东回报。

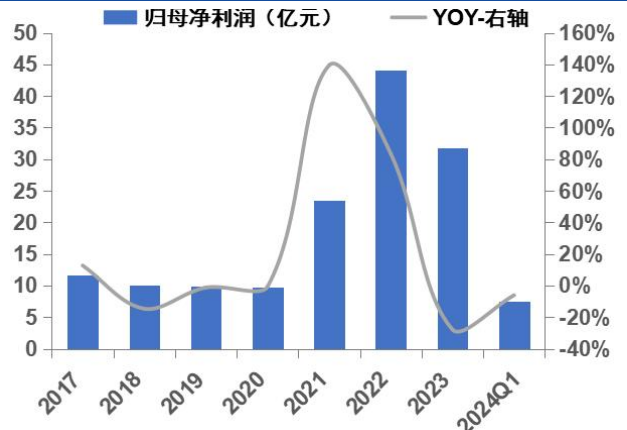
1.2 经营业绩稳步增长，盈利水平略有波动



营业收入持续增长，归母净利润稳步提升。公司营业收入从2017年的111.32亿元增长至2023年的277.61亿元，复合增长率16.45%；归母净利润从2017年的11.74亿元增长至2023年的31.81亿元，复合增长率18.08%。2023年公司实现营业收入277.61亿元，同比基本持平，实现归母净利润31.81亿元，同比下降27.81%，净利润下降主要由于产品价格的下降，23年公司拳头产品赖氨酸盐酸盐、赖氨酸硫酸盐、苏氨酸销量同比分别增加6.91%、3.93%、24.33%，但销售价格同比分别下降16.75%、10.41%、5.25%。2024Q1公司实现营业收入64.87亿元，同比下降6.67%，实现归母净利润7.52亿元，同比减少6.13%，主要是由于味精、黄原胶以及大原料副产品价格下降导致营收及盈利的下滑。

图表 3: 公司营业收入及增速


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

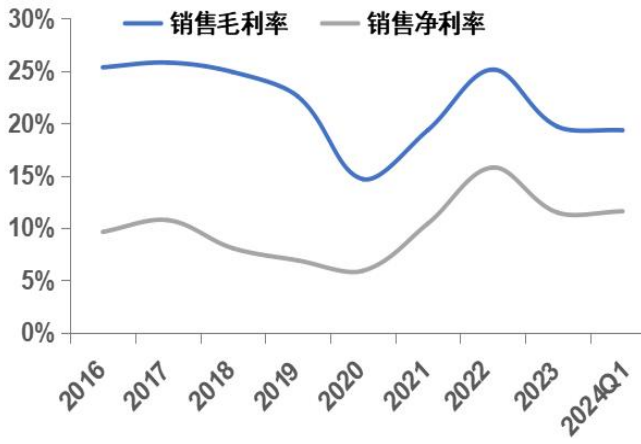
图表 4: 公司归母净利润及增速


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

盈利水平具有一定波动性，费用率呈下降趋势。2020年公司毛利率大幅下降主要是由于2020年新收入准则，将运费等相关支出由销售费用计入营业成本，以及原材料玉米价格上涨、食品味觉性状优化产品价格下降所致，2021年起主要产品售价上涨幅度大于原材料价格增长幅度，毛利率有所提升。2023年公司毛利率明显下滑，较去年同期减少5.45个百分点，毛利率下降主要原因是公司主产品味精、苏氨酸、赖氨酸及其他饲料产品等价格下降。公司营收主要来自国内，国外收入占比约占3成。

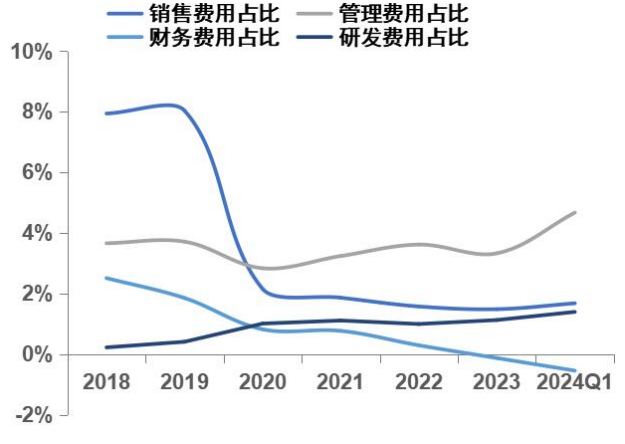


图表 5: 公司盈利水平景气回落



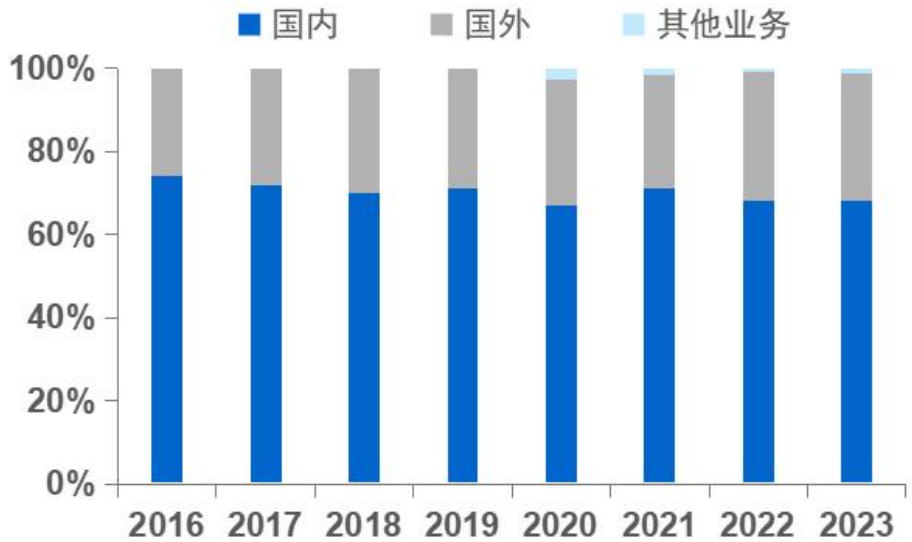
数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 6: 费用占营收比呈下降趋势



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 7: 国外营收占比约三成



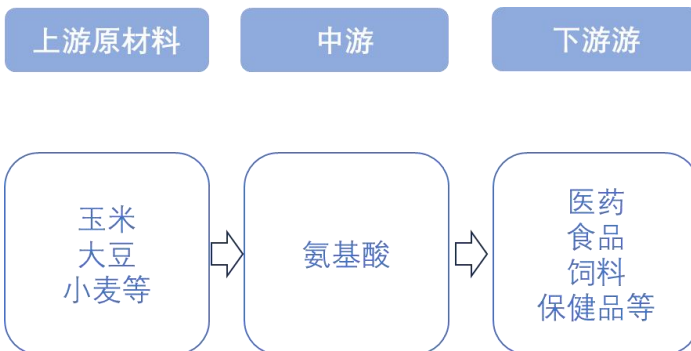
数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

2 氨基酸市场规模持续增长, 豆粕减量增加饲料氨基酸需求

2.1 氨基酸下游应用广泛, 市场规模持续扩张

氨基酸是含有碱性氨基和酸性羧基的有机化合物, 是构成蛋白质大分子的基础结构, 在饲料、食品、医药、培养基、保健品等领域应用广泛。随着人们健康意识的提高, 近年来氨基酸应用领域不断拓展, 市场规模持续扩张。氨基酸行业产业链上游主要为玉米、大豆、小麦等, 是氨基酸重要原材料, 目前国内葡萄糖以及基础化工原料的充分供应给氨基酸行业的健康发展提供了基本保障, 氨基酸下游医药及保健品、饲料、食品及食品添加剂等领域不断发展推动氨基酸市场发展壮大。

图表 8: 氨基酸行业产业链



数据来源：智研咨询，华福证券研究所

氨基酸分为大品种氨基酸和小品种氨基酸。大品种氨基酸主要包括了谷氨酸、赖氨酸、苏氨酸等常见氨基酸。随着技术进步和下游应用领域的拓展，高附加值小品种氨基酸呈现出蓬勃发展的态势，但受限于现阶段的生产技术水平，小品种氨基酸的生产规模较小、成本较高，导致其在日化、食品等领域的应用较少，多数用于医药及保健品领域。随着小品种氨基酸的生产技术水平不断提高，生产成本不断降低，有望持续推动下游应用领域的拓展。

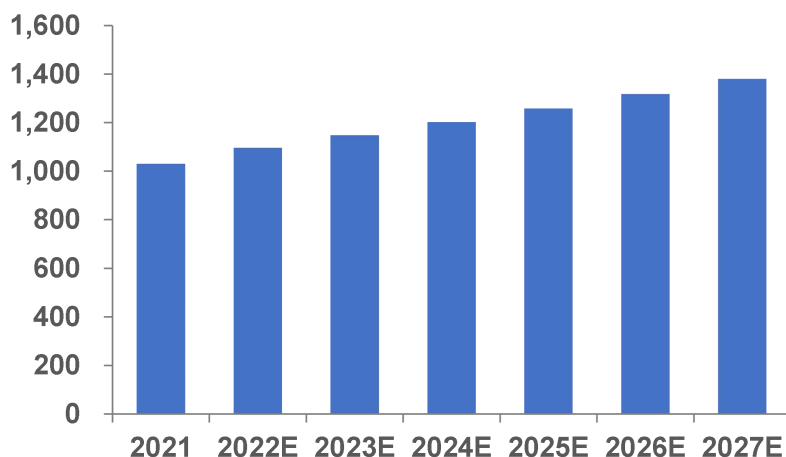
图表 9：部分大、小品种氨基酸应用领域

分类	部分氨基酸品种	应用领域
大品种氨基酸	谷氨酸	食品、医药、工业材料
	赖氨酸	医药、营养物质、化妆品
	苏氨酸	饲料、营养添加剂、医药
	甘氨酸	食品
	蛋氨酸	饲料
小品种氨基酸	半胱氨酸	化妆品、食品、医药
	丙氨酸	食品、医药、化妆品
	苯丙氨酸	食品、饲料
	谷氨酰胺	食品
	茶氨酸	食品
	精氨酸	医药、食品
	瓜氨酸	医药
	鸟氨酸	医药
丝氨酸	化妆品、食品	

数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

随着医药、食品和营养保健品等应用领域对氨基酸的需求持续增加，全球氨基酸市场需求快速增长。根据 Imarc Group 数据，2021 年全球氨基酸产量突破 1000 万吨，预计 2022-2027 年全球氨基酸产量年均复合增长率将保持在 4.7%，2027 年产量将达到 1380 万吨。

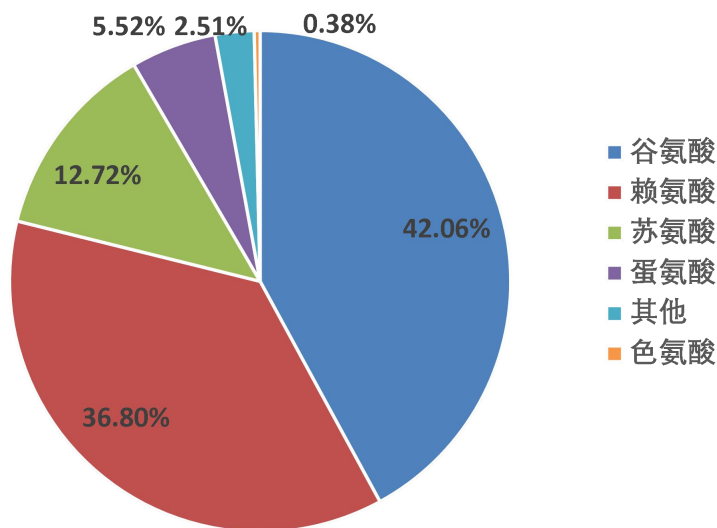
图表 10：全球氨基酸产量预测（万吨）



数据来源：Imarc Group，中商产业研究院，华福证券研究所

国内氨基酸产业整体发展快速，已成为氨基酸生产和消费大国。中国氨基酸行业是由 1922 年麸皮水解生产谷氨酸钠开始，1965 年上海天厨味精厂成功利用发酵法生产出味精，带动了中国氨基酸发酵产业的蓬勃发展。2020 年中国氨基酸产量达 570.62 万吨，其中谷氨酸占 42.06%，赖氨酸占 36.80%，苏氨酸占 12.72%，蛋氨酸占 5.52%，同年氨基酸需求量高达 397.76 万吨，市场均价达 9573 元/吨，市场规模达 380.76 亿元。从价格来看，苏氨酸和赖氨酸价格受供需影响呈现一定波动。

图表 11: 国内氨基酸产量占比



数据来源：智研咨询，华福证券研究所


图表 12: 赖氨酸价格走势 (元/吨)


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 13: 苏氨酸价格走势 (元/吨)


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

豆粕减量替代促进料粮保供稳市, 饲料氨基酸添加量将持续增加。2021 年 3 月份, 农业农村部畜牧兽医局发布关于推进玉米豆粕减量替代工作的通知, 重点下达了《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》, 主要目的是推进饲料中玉米豆粕减量替代, 促进料粮保供稳市。2023 年 4 月 12 日, 农业农村部发布了《饲用豆粕减量替代三年行动方案》, 进一步明确了豆粕减量替代的目标和路径, 提出“一降两增”的行动目标, 即豆粕用量占比持续下降、蛋白饲料资源开发利用能力持续增强、优质饲草供给持续增加。饲料中豆粕用量占比要在确保畜禽生产效率稳定的前提下, 每年下降 0.5 个百分点以上, 到 2025 年要降至 13% 以下。

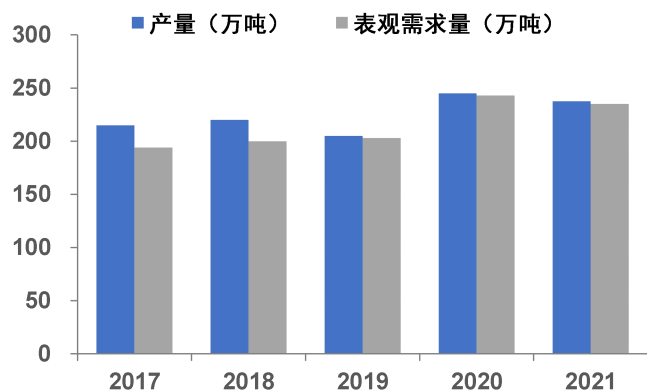
豆粕减量替代有利于小品种氨基酸用量增长。饲料中豆粕用量减少, 会增加杂粕的用量, 为保证饲料中整体氨基酸平衡, 提高饲养效率, 相应需加大饲料氨基酸的添加量, 豆粕减量方案增加了饲料类氨基酸的需求, 随着技术进步和产能扩张, 小品种氨基酸成本下降后伴随需求量快速增长, 将打开配方用量空间, 预计未来异亮氨酸的需求仍将保持较快增长, 2022 年 9 月豆粕价格大幅上涨, 进一步促进异亮氨酸等小品种氨基酸用量快速增长。豆粕减量替代行动以及低蛋白日粮技术的持续推广也为缬氨酸需求增长提供了契机, 全球饲料市场对缬氨酸的认知和应用逐步加深, 预计未来 5 年在政策推动和市场需求的带动下, 该产品会进入快速增长期。公司将基于在缬氨酸产品上的产地优势和成本优势, 抓住市场增量机会, 提高市占率。

2.2 行业产能集中度高, 公司产能规模全球领先

味精作为常用的调味品, 主要作用是增加食品的鲜味, 主要成分为谷氨酸钠, 是天然的最丰富的非必需氨基酸之一。味精广泛用于食品类工业企业、餐饮行业以及居民家庭消费, 其中食品加工业对味精的需求占比为 50%, 餐饮业对味精的需求占比为 30%, 家庭消费占 20%。味精需求端整体呈现稳定态势, 2017-2020 年其表观需求量呈稳定增长态势, 2021 年我国味精的表观需求量为 235 万吨, 同比-3.23%

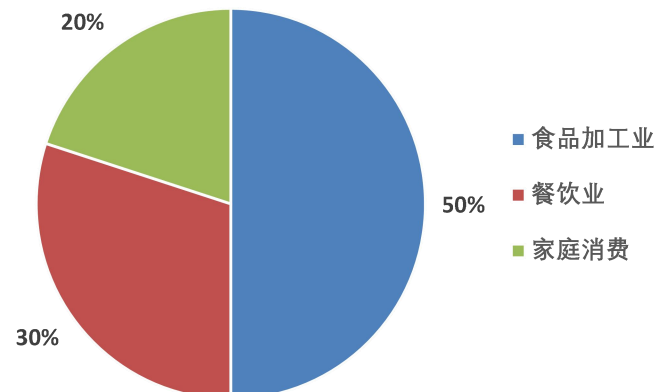
略有下降。国内味精行业厂商集中度高，2022 年中国味精总产量约 263 万吨，阜丰集团、梅花生物、伊品生物味精产量合计占中国味精总产量的 95%以上。原材料价格上升的影响，近年来我国味精价格虽有波动，但仍呈明显上升态势。受原材料价格波动影响，2021 年我国味精平均售价为 7674 元/吨，较 2020 年同比增长 24%。

图表 14: 国内味精供需情况



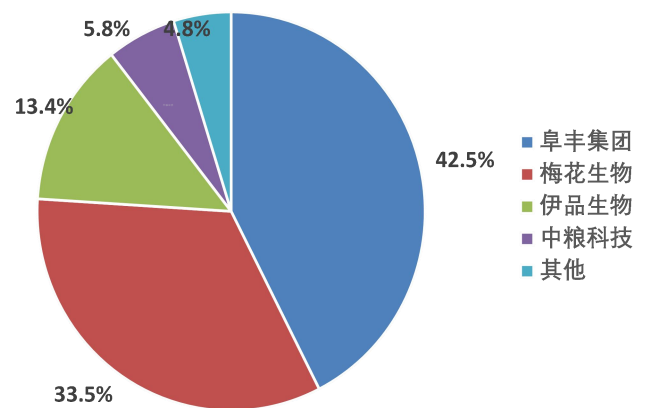
数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

图表 15: 中国味精下游需求格局



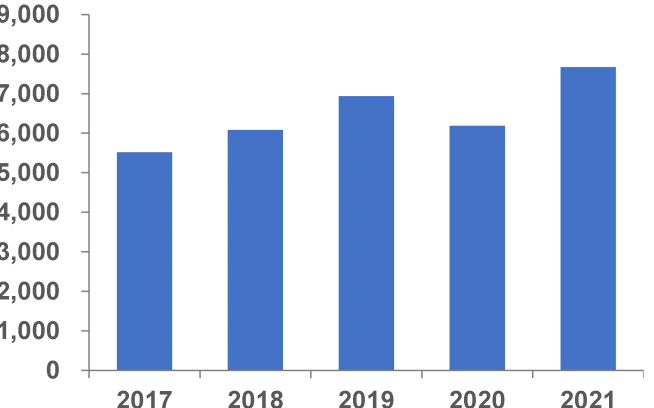
数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

图表 16: 2022 年国内味精行业竞争格局 (按产能)



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

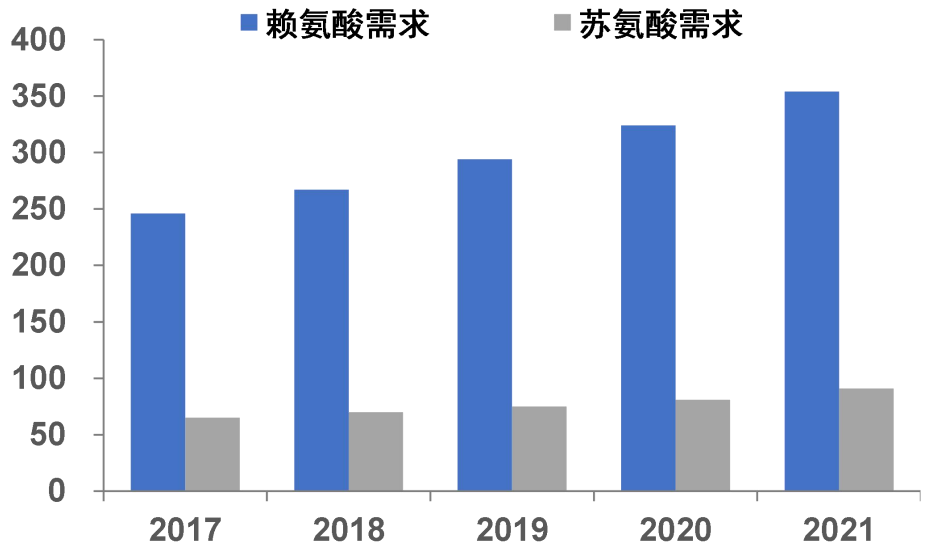
图表 17: 中国味精平均销售价格 (元/吨)



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

从全球赖氨酸、苏氨酸需求量来看，2021 年全球赖氨酸、苏氨酸需求量分别为 354 万吨与 91 万吨，同比分别增长 9.26%与 12.35%。未来随着生产技术的进步，小品种氨基酸应用领域得到不断开发，高附加值小品种氨基酸发展有望提速，伴随着豆粕减量替代政策，未来氨基酸行业规模将持续扩大。

图表 18: 2017-2021 年全球赖氨酸和苏氨酸需求 (万吨)

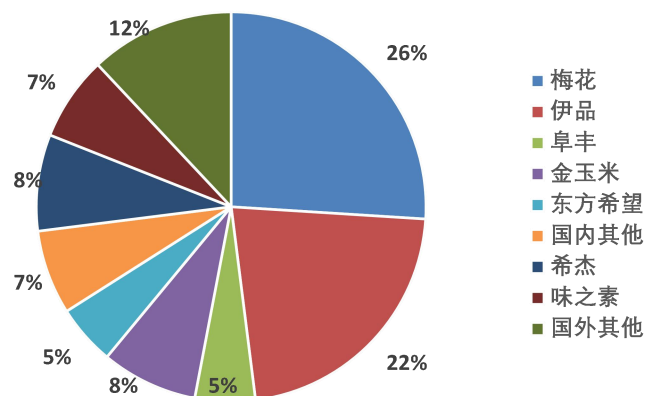


数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

公司赖氨酸产能位居行业首位。2021 年全球赖氨酸（折算 98.5%赖氨酸）产能为 386.1 万吨，同比减少 4.9%，全球产能下降主要因 ADM（赖氨酸产能近 20 万吨/年）的退出，国内赖氨酸产能 284.5 万吨，同比增加 6.2%，国内产能增加主要因梅花生物白城工厂 30 万吨赖氨酸新建产能投产。全球赖氨酸生产厂商有 19 家，CR3 上升至 56.5%，梅花生物以年产 100 万吨的规模，占全球赖氨酸产能的 26%，居行业第一。

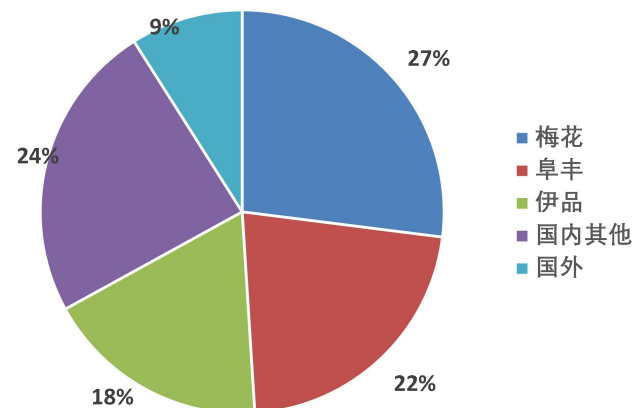
苏氨酸国内产能占全球产能占比超九成，公司产能行业第一。2021 年全球苏氨酸产能 110.1 万吨，同比减少 5.1%，宁夏伊品工厂恢复生产，国内苏氨酸产能同比增长了 5.3%至 100 万吨，占全球产能比重的 90.8%。2021 年全球苏氨酸产量 90.7 万吨，同比增加 13.9%，主要增量全部来自中国，国内苏氨酸产量 84.7 万吨，占全球苏氨酸产量的 93.4%。全球苏氨酸市场集中度 CR3 达 67.2%，梅花生物以年产 30 万吨的规模，占全球赖氨酸产能的 27%，居行业第一。

图表 19: 2021 年全球赖氨酸产能格局



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 20: 2021 年全球苏氨酸产能格局



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

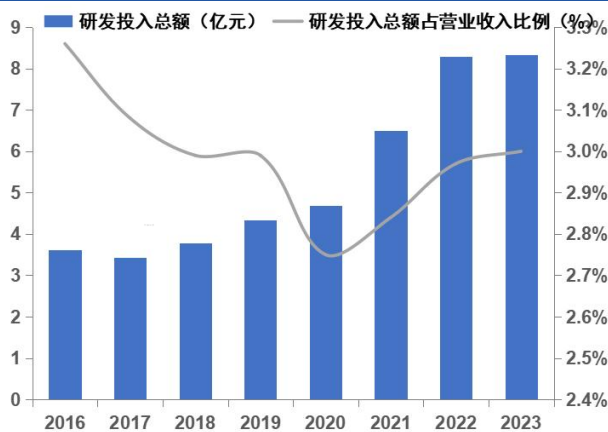


3 传统主业做大做强，多品类布局贡献成长

3.1 研发投入持续增加，多途径强化成本优势

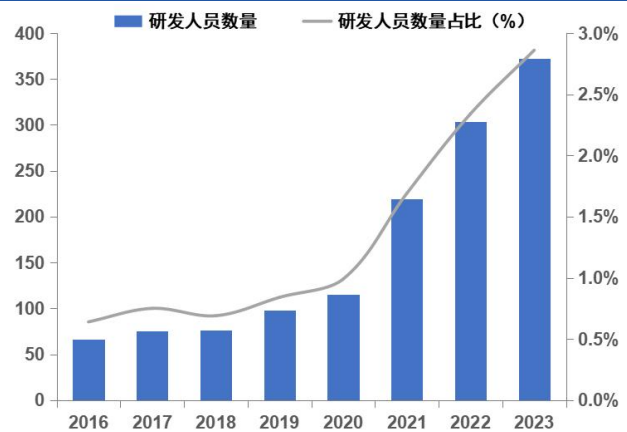
坚持持续的研发投入，优化工艺流程实现降本，技术领先形成竞争壁垒。公司在廊坊和上海设有研发中心，生产基地分别位于内蒙古通辽、新疆五家渠和吉林白城，各基地设有研发处。公司加强研发团队和工程技术团队建设，大量引进博士、硕士等高学历人才，建立外部人才融入机制，研发人员在近两年数量大幅增加。研发投入稳定增长，一方面在基础研究及应用研发上的持续投入，带来技术指标的持续优化和转化效率的提升，实现生产成本降低，比如在供能端技术改造项目—新疆供热站低压蒸汽管网运行优化项目，通过调整外供蒸汽压力使整体供热站汽耗率下降 0.2Kg/Kwh,预计全年节约标煤 33800t,减少碳排放 8.78 万吨。另一方面，通过持续的研发投入在菌种技术、基础研究、应用研发上处于领先水平，拥有自主知识产权，从而形成竞争壁垒，2023 年公司研发投入 8.34 亿元创历史新高。

图表 21: 公司历年研发投入及占比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 22: 公司研发人员数量及占比

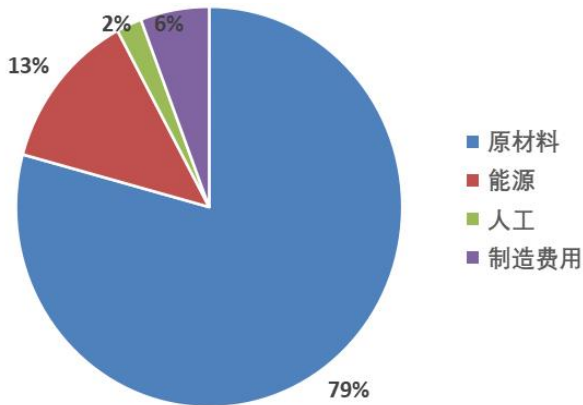


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

拥有一体化生产线降本增效，基地布局毗邻原材料产地。公司拥有资源综合利用一体化生产线，从玉米原料、生产环节中自供的电热汽、产品、废水一直到生物有机肥，实现了能源的梯级循环利用，进一步降低生产成本。公司毗邻原材料产地的基地布局及完整的产业链一体化布局，使得公司在生产成本控制上具备先发优势。公司氨基酸系列产品的主要原材料为玉米，玉米在生产成本中占比超过 50%。公司通过预测市场趋势，寻找采购时机，制定最优的采购策略，降低采购成本。

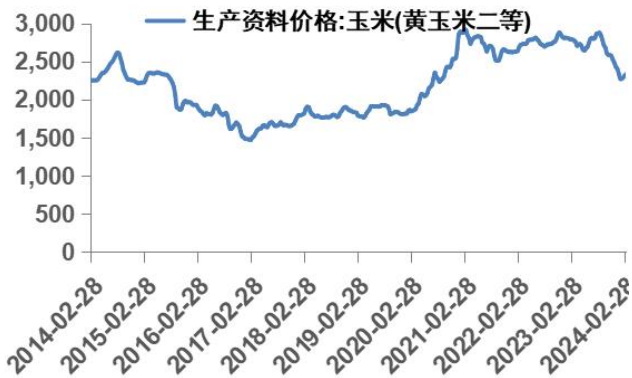


图表 23: 动物营养氨基酸成本占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 24: 玉米价格走势(元/吨)



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

扩产稳固龙头地位, 规模效应降低综合成本。公司坚持做大做强赖氨酸、味精、苏氨酸等拳头产品, 其中苏氨酸是公司饲料氨基酸板块中重要产品之一, 在苏氨酸生产技术、市场开拓等方面公司优势显著, 为持续保持在苏氨酸上的强龙头地位, 通过新建苏氨酸项目于 2022 年二季度开始设计立项、23 年 5 月份完成主厂房封闭、23 年 7 月份试车快速达产达效。

3.2 多产品布局优势显现, 医药氨基酸持续发力

公司在做大做强赖氨酸、味精、苏氨酸产品的同时, 兼顾多品类发展, 黄原胶、医药氨基酸等产品持续发力。公司医药氨基酸的长期规划是向产业链下游及终端产品延伸, 转型为医药氨基酸专家、应用解决方案提供商和最大生产商, 打造利润型、技术服务型的产销模式, 帮助公司成为合成生物领军企业。公司医药氨基酸产品主要分为氨基酸产品和医药中间体原料。医药中间体原料主要包含 L-脯氨酸, 核苷(肌苷, 鸟苷, 腺苷), 主要作为慢性病(高血压, 糖尿病, 乙肝等)药品的上游原料。氨基酸产品包含 L-谷氨酰胺, 支链氨基酸(L-异亮氨酸, L-缬氨酸, L-亮氨酸), L-脯氨酸等, 主要用于运动营养食品, 特医食品及药品上游原料。


图表 25: 公司部分医药氨基酸及发展情况

医药氨基酸	产品简介	备注
脯氨酸	<p>公司为全球脯氨酸的重要生产商，脯氨酸产品一方面应用行业为制药行业作为中间体，生产慢性病药物（如降压药，糖尿病药），近几年公司脯氨酸销量伴随维格列汀市场扩张，实现了跨越式增长；另一方面公司积极拓展在特医食品市场上的应用，并取得了市场突破。</p>	<p>脯氨酸在市场份额进一步扩大至60%的同时，并在特医食品行业与法国达能集团、雀巢集团等公司建立了合作关系，2021年公司产品成功通过了达能、雀巢严格的产品审核，2022年开始批量供货，脯氨酸受益于特医食品上的应用增加，2023上半年实现了量价齐增，销量同比增加25.58%，销售价格同比增加4.03%。</p>
核苷	<p>公司核苷系列产品生产始于2013年，主要供应腺苷、鸟苷和肌苷，是作为抗病毒药物的起始原料，直接或间接合作的客户主要是各类抗病毒药物头部企业，如印度 Mylan 制药、印度 Laurus 制药、印度 Hetero 制药以及国内的浙江车头制药，安徽贝克制药，齐鲁制药等。</p>	<p>公司在核苷领域优势显著，2022年腺苷市场份额进一步提升至70%左右，鸟苷在2021年基础上持续放量。</p>
谷氨酰胺	<p>公司谷氨酰胺生产始于2008年，主要出口供应欧美、日本等高端市场运动营养领域，主要合作客户有民生药业、精晶药业，国内外头部运动营养公司如康宝莱、艾兰德、美国格兰比亚公司、美国 Nutrabolt 公司、美国肌肉科技公司、英国 THG 集团等。</p>	<p>公司抓住谷氨酰胺市场需求复苏机会，增加在欧盟高端市场的销量，提升产品市场份额，目前市场份额已达50%左右。</p>

数据来源：公司公告，华福证券研究所

油价上涨带动黄原胶需求，公司扩产保持领先优势。 俄乌战争爆发导致全球能源紧缺，油价大涨，各石油开采国增量，黄原胶在石油方面用量大幅增加。据公司黄原胶事业部统计，2022年黄原胶需求同比增长约30%左右，需求增长带来价格快速上涨，2023年一季度价格更是达到近十年来高位。为保持在胶体领域的规模及成本优势，公司在新疆黄原胶产线高效运营基础上，吉林黄原胶项目自2022年下半年立项并开始建设，于2023年3月底带料调试，5月完成满批运行，6月实现达产达效，保障公司黄原胶产量增加。

4 盈利预测与投资建议



4.1 核心假设与盈利预测

动物营养氨基酸：2023 以来赖氨酸、苏氨酸等价格中枢下移，考虑到氨基酸供需格局稳定，以及豆粕减量带来增量需求，预计原材料价格下行将带动产品价格下降，公司通过多途径降低生产成本，巩固竞争优势，预计产品毛利率稳中有升。预计 24-26 年动物营养氨基酸销量分别为 284/303/325 万吨，产品价格分别为 5300/5200/5200 元/吨，毛利率分别为 16.98%/17.31%/17.31%。

食品味觉性状优化剂：2023 年以来主要产品味精价格中枢下移，行业竞争格局稳定，产品价格随原材料价格下跌略有下降，预计 24-26 年销量分别为 110/115/124 万吨，产品价格分别为 8800/8700/8700 元/吨，毛利率分别 20.5%/20.7%/20.7%。

医药氨基酸：医药氨基酸产品技术壁垒和附加值相对较高，产品价格和毛利率维持在相对较高水平，预计 24-26 年分别为销量分别为 10800/12200/14000 吨，产品价格分别为 5.5/5.5/5.5 万元/吨，毛利率分别为 32.7%/33.6%/33.6%。

其他：2022 年俄乌战争爆发导致油价大涨，黄原胶价格大幅上行，毛利率显著提升，预计 24-26 年黄原胶景气将有所回落，板块整体营收和毛利水平相较 22、23 年有所下降。

费用假设：随着公司产能不断投产，公司规模优势凸显，预测销售和管理费用率呈下降趋势，预计 24-26 年公司销售费率分别为 1.5%/1.4%/1.4%，管理费用率分别为 3.2%/3.1%和 3.0%，预计财务费用率分别为 0.08%/-0.15%/-0.19%，公司坚持在研发上持续投入，预计 24-26 年研发投入占营收比例分别为 1.1%/1.1%/1.1%。

基于以上假设，预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 278.26、289.32 和 309.58 亿元，归母净利润分别为 32.15、36.08 和 38.59 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.23 和 1.31 元。

图表 26：分产品盈利预测

		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（亿元）	277.61	278.26	289.32	309.58
	同比增长	-0.6%	0.2%	4.0%	7.0%
	毛利（亿元）	54.63	55.05	57.98	61.91
	毛利率	19.7%	19.8%	20.0%	20.0%
动物营养氨基酸	营业收入（亿元）	145.39	150.52	157.56	169.00
	同比增长	-2.5%	1.0%	4.7%	7.3%
	毛利（亿元）	17.76	25.56	27.27	29.25
	毛利率	12.2%	17.0%	17.3%	17.3%
食品味觉性	营业收入（亿元）	98.32	96.80	100.05	107.88



状优化剂	同比增长	-2.6%	-1.5%	3.4%	7.8%
	毛利 (亿元)	22.54	19.80	20.70	22.32
	毛利率	22.9%	20.5%	20.7%	20.7%
人类医用氨基酸	营业收入 (亿元)	5.63	5.94	6.71	7.70
	同比增长	2.3%	5.6%	13.0%	14.8%
	毛利 (亿元)	1.53	1.94	2.26	2.59
	毛利率	27.2%	32.7%	33.6%	33.6%
其他业务	营业收入 (亿元)	28.26	25.00	25.00	25.00
	毛利 (亿元)	12.80	7.75	7.75	7.75
	毛利率	45.3%	31.0%	31.0%	31.0%

数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，华福证券研究所

4.2 估值及投资建议

公司所处行业为氨基酸行业，我们选择产品类型及应用领域相似的新和成、花园生物、金禾实业作为可比公司，公司是氨基酸行业龙头且具备明显的规模效应和成本优势，坚持不断地研发投入以实现成本的持续降低和品类的不断拓展。我们给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应目标价 15.29 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002001	新和成	17.31	1.26	1.53	-	13.71	11.31	-
300401	花园生物	10.7	0.69	0.85	-	15.62	12.59	-
002597	金禾实业	21.81	1.72	2.18	-	12.67	10.00	-
	均值					14.00	11.30	-
600873	梅花生物	10.19	1.09	1.23	1.31	9.33	8.31	7.77

数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所 注：可比公司 EPS 取自 iFinD 机构一致预测，截至 2024 年 4 月 12 日

5 风险提示

下游需求不及预期的风险。公司产品下游应用领域主要集中在饲料养殖、食品加工等领域，若整体经济增长放缓或突发重大公共卫生事件都将可能导致消费者消费诉求的下降，将对公司的盈利能力和经营产生不利影响。

市场竞争加剧的风险。供需变化等均可能导致公司产品售价出现波动，若市场供给大幅增加导致竞争加剧，产品价格大幅下降，将有可能直接影响收入及毛利率水平，对经营业绩造成不利影响。

原材料价格大幅波动的风险。公司生产所需原材料占生产成本比例较大，若原材料价格出现大幅波动，而公司产品销售价格未能随之有效调整，或在原材料如玉米采购上对后市价格方向判断错误，将对公司的经营业绩产生不利影响。

安全生产与环保风险。在公司项目建设及生产制造过程中若发生重大安全生产



事故，或者如因环保管理不当导致出现停产限产，都可能影响公司的正常生产经营活动，增加经营成本，从而影响公司经营业绩。

汇率波动风险。公司在国外地区的营业收入占比约 30%，公司海外收入主要计价货币为美元，若汇率大幅剧烈波动，公司仍将面临汇兑损失的风险。

图表 28: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,970	5,218	7,799	10,029	营业收入	27,761	27,826	28,932	30,958
应收票据及账款	770	371	386	413	营业成本	22,297	22,321	23,134	24,767
预付账款	252	335	347	372	税金及附加	243	111	116	124
存货	2,923	4,006	4,152	4,445	销售费用	414	417	405	433
合同资产	0	0	0	0	管理费用	925	890	897	929
其他流动资产	593	742	765	808	研发费用	314	306	318	341
流动资产合计	9,507	10,672	13,449	16,066	财务费用	-33	24	-43	-58
长期股权投资	19	19	19	19	信用减值损失	-5	-3	-3	-3
固定资产	11,429	10,555	10,098	10,097	资产减值损失	-5	0	0	0
在建工程	155	255	255	55	公允价值变动收益	-38	8	1	-10
无形资产	1,076	1,042	1,012	981	投资收益	8	5	0	0
商誉	12	12	12	12	其他收益	248	80	165	164
其他非流动资产	960	1,114	1,133	1,149	营业利润	3,813	3,811	4,271	4,578
非流动资产合计	13,650	12,996	12,528	12,313	营业外收入	11	16	17	15
资产合计	23,157	23,668	25,978	28,379	营业外支出	101	64	66	77
短期借款	1,544	0	0	0	利润总额	3,723	3,763	4,222	4,516
应付票据及账款	2,609	2,678	2,776	2,972	所得税	542	548	614	657
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,181	3,215	3,608	3,859
合同负债	893	1,113	1,157	1,238	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	249	300	300	300	归属母公司净利润	3,181	3,215	3,608	3,859
其他流动负债	1,234	826	857	890	EPS (按最新股本摊薄)	1.08	1.09	1.23	1.31
流动负债合计	6,529	4,917	5,091	5,400					
长期借款	2,000	2,000	2,000	2,000					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	465	606	606	606					
非流动负债合计	2,465	2,606	2,606	2,606					
负债合计	8,994	7,524	7,697	8,006					
归属母公司所有者权益	14,163	16,145	18,281	20,373					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	14,163	16,145	18,281	20,373					
负债和股东权益	23,157	23,668	25,978	28,379					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,229	4,208	4,883	5,037
现金收益	4,522	4,699	4,921	5,103
存货影响	1,146	-1,083	-146	-293
经营性应收影响	-193	316	-27	-52
经营性应付影响	-297	120	98	196
其他影响	51	155	37	83
投资活动现金流	-1,509	-793	-888	-1,100
资本支出	-1,351	-653	-869	-1,072
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-158	-140	-19	-28
融资活动现金流	-3,108	-3,167	-1,414	-1,707
借款增加	-933	-1,929	0	0
股利及利息支付	-1,325	-1,623	-1,886	-2,180
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-850	385	472	473

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.6%	0.2%	4.0%	7.0%
EBIT 增长率	-29.5%	2.6%	10.4%	6.7%
归母公司净利润增长率	-27.8%	1.1%	12.2%	7.0%
获利能力				
毛利率	19.7%	19.8%	20.0%	20.0%
净利率	11.5%	11.6%	12.5%	12.5%
ROE	22.5%	19.9%	19.7%	18.9%
ROIC	21.4%	21.7%	21.3%	20.6%
偿债能力				
资产负债率	38.8%	31.8%	29.6%	28.2%
流动比率	1.5	2.2	2.6	3.0
速动比率	1.0	1.4	1.8	2.2
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1
应收账款周转天数	6	6	4	4
存货周转天数	56	56	63	62
每股指标 (元)				
每股收益	1.08	1.09	1.23	1.31
每股经营现金流	1.78	1.43	1.66	1.71
每股净资产	4.81	5.49	6.21	6.92
估值比率				
P/E	9	9	8	8
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	76	73	69	67

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn