

味精底部有望回升，氨基酸景气持续

华泰研究

2024 年 12 月 25 日 | 中国香港

首次覆盖

化学制品

首次覆盖阜丰集团并给予增持评级，给予 25 年 6xPE 估值，目标价 5.88 港元。公司主要从事食品饲料添加剂业务，23 年味精/黄原胶/苏氨酸/赖氨酸年产能居全球第 1/第 1/前 3/前 8，未来伴随味精新产能释放及海外基地布局，规模优势将巩固，同时公司保持较高分红率，17-23 年分红率均高于 30%，24H1 约 40% 分红率，并积极探索合成生物产品。粮食安全背景下，豆粕减量替代、出口增长及行业洗牌完毕下竞争格局优化等助力氨基酸景气改善。

味精全球领先地位巩固，黄原胶供需格局较好支撑盈利中枢

味精作为调味品需求相对刚性，且近年来对东南亚/非洲等出口量稳步增长，2016 年以来国内产能 CR3 维持 80% 以上，虽 24 年头部企业阜丰和梅花生物新增扩产计划，但竞争格局保持相对有序，且头部企业话语权增强，我们认为伴随 24Q2 以来价格回落至近 5 年较低位置，味精未来有望逐步复苏，24/25/26 年价格有望达 7000/7100/7200 元/吨，且公司 40 万吨/年产能 24H1 试生产，领先优势进一步巩固。公司 8 万吨/年黄原胶产能全球居首，23H2 以来因油价中枢下移及行业开工提升等，黄原胶价格回归理性，考虑其 CR4 占比亦达到 80% 以上，竞争格局较好有望支撑未来盈利。

豆粕减量替代助力氨基酸景气，小品种/高档氨基酸助力竞争力提升

粮食安全背景下，氨基酸有望逐步替代豆粕，且未来转基因玉米推广或助力氨基酸成本下降，推升氨基酸替代豆粕性价比。短期而言，未来猪价或回升有望带动养殖存栏修复，叠加出口支撑等亦有望助力氨基酸需求。11-20 年赖/苏氨酸产能虽然无序扩张但随着供需两端调整，行业目前维持平衡状态，部分产能陆续退出下行业供给格局逐渐优化，供需共振下景气有望上行，同时公司加快海外基地布局扩充产能，规模优势有望增强。公司不断扩充色氨酸/缬氨酸等小品种氨基酸等合成生物产品布局，亦助力竞争力提升。

我们与市场观点不同之处

市场担忧味精扩产导致价格持续下跌，我们认为味精需求相对刚性，且近年来对东南亚/非洲等出口量稳步增长，伴随 24Q2 以来价格回落至近 5 年较低位置，味精未来有望逐步复苏，且公司新产能投产后规模优势进一步巩固。

盈利预测与估值

我们预测公司 24-26 年归母净利润为 19/23/25 亿元，同比-38%/+19%/+9%，对应 EPS 为 0.77/0.91/0.99 元。参考可比公司 25 年平均 10xPE 的 Wind 一致预期，考虑公司氨基酸占比偏低及港股流动性等因素，给予 25 年 6xPE 估值，目标价 5.88 港元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期、产品竞争格局恶化、新项目进度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	27,475	28,007	26,215	27,840	29,327
+/-%	27.55	1.94	(6.40)	6.20	5.34
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,861	3,144	1,937	2,299	2,501
+/-%	201.49	(18.57)	(38.40)	18.69	8.82
EPS (人民币，最新摊薄)	1.52	1.24	0.77	0.91	0.99
ROE (%)	27.41	19.16	10.82	11.99	12.13
PE (倍)	3.08	3.96	6.47	5.45	5.01
PB (倍)	0.77	0.72	0.68	0.63	0.59
EV EBITDA (倍)	2.16	3.67	4.70	3.76	3.14

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(首评):

增持

目标价(港币):

5.88

研究员

庄汀洲

SAC No. S0570519040002

zhuangtingzhou@htsc.com

SFC No. BQZ933

+(86) 10 5679 3939

研究员

张雄

SAC No. S0570523100003

zhangxiong@htsc.com

SFC No. BVN325

+(86) 10 6321 1166

联系人

杨泽鹏

SAC No. S0570123070267

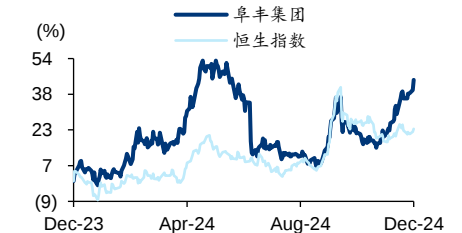
yangzepeng@htsc.com

+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价 (港币)	5.88
收盘价 (港币 截至 12 月 24 日)	5.46
市值 (港币百万)	13,762
6 个月平均日成交额 (港币百万)	21.21
52 周价格范围 (港币)	3.99-6.44
BVPS (人民币)	6.96

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	27,475	28,007	26,215	27,840	29,327
销售成本	(20,262)	(21,759)	(21,563)	(22,543)	(23,619)
毛利润	7,212	6,247	4,652	5,297	5,708
销售及分销成本	(1,757)	(1,805)	(1,689)	(1,794)	(1,890)
管理费用	(1,053)	(1,201)	(1,124)	(1,194)	(1,258)
其他收入/支出	848.05	457.88	457.88	457.88	457.88
财务成本净额	(389.16)	150.96	65.92	36.58	32.48
应占联营公司利润及亏损	(1.27)	(0.19)	0.00	0.00	0.00
税前利润	4,860	3,850	2,362	2,803	3,051
税费开支	(999.23)	(706.12)	(425.16)	(504.62)	(549.10)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	3,861	3,144	1,937	2,299	2,501
折旧和摊销	(1,069)	(1,044)	(1,207)	(1,253)	(1,295)
EBITDA	6,319	4,743	3,503	4,020	4,313
EPS (人民币, 基本)	1.52	1.24	0.77	0.91	0.99

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	5,846	6,123	6,335	6,564	6,820
应收账款和票据	2,367	2,712	2,822	3,055	3,136
现金及现金等价物	7,008	6,856	9,119	12,237	13,856
其他流动资产	631.37	4,024	4,024	4,024	4,024
总流动资产	15,852	19,715	22,300	25,880	27,836
固定资产	9,455	11,645	11,467	11,044	10,581
无形资产	45.45	51.33	46.90	42.34	37.63
其他长期资产	1,035	1,149	1,241	1,326	1,383
总长期资产	10,536	12,846	12,755	12,412	12,001
总资产	26,389	32,561	35,055	38,293	39,837
应付账款	2,967	3,699	3,728	3,786	3,825
短期借款	5,369	9,578	10,878	12,678	12,678
其他负债	1,051	767.49	767.49	767.49	767.49
总流动负债	9,388	14,045	15,374	17,231	17,270
长期债务	585.01	147.07	146.68	146.29	145.90
其他长期债务	921.99	1,045	1,050	1,051	1,056
总长期负债	1,507	1,192	1,197	1,197	1,202
股本	243.46	243.51	242.05	242.05	242.05
储备/其他项目	15,250	17,081	18,243	19,622	21,123
股东权益	15,494	17,324	18,485	19,864	21,365
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	15,494	17,324	18,485	19,864	21,365

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	3.08	3.96	6.47	5.45	5.01
PB	0.77	0.72	0.68	0.63	0.59
EV EBITDA	2.16	3.67	4.70	3.76	3.14
股息率 (%)	12.32	10.43	6.09	7.22	7.86
自由现金流收益率 (%)	38.02	1.33	13.46	17.57	20.33

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	6,319	4,743	3,503	4,020	4,313
融资成本	389.16	(150.96)	(65.92)	(36.58)	(32.48)
营运资本变动	(1,279)	(2,046)	(294.11)	(403.69)	(299.47)
税费	(999.23)	(706.12)	(425.16)	(504.62)	(549.10)
其他	(829.69)	(134.92)	37.20	8.49	36.27
经营活动现金流	3,600	1,705	2,755	3,084	3,468
CAPEX	(1,279)	(3,206)	(1,082)	(882.00)	(882.00)
其他投资活动	631.43	1,693	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(647.64)	(1,514)	(1,082)	(882.00)	(882.00)
债务增加量	1,725	3,771	1,300	1,800	0.00
权益增加量	0.20	0.05	(1.46)	0.00	0.00
派发股息	(1,576)	(1,337)	(774.74)	(919.52)	(1,001)
其他融资活动现金流	(57.14)	(2,871)	65.92	36.58	32.48
融资活动现金流	92.41	(436.59)	589.73	917.06	(968.10)
现金变动	3,045	(245.59)	2,262	3,119	1,618
年初现金	3,542	7,008	6,856	9,119	12,237
汇率波动影响	420.79	93.65	50.00	50.00	50.00
年末现金	7,008	6,856	9,119	12,237	13,856

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	27.55	1.94	(6.40)	6.20	5.34
毛利润	84.69	(13.38)	(25.54)	13.87	7.76
营业利润	232.25	(29.54)	(37.93)	20.50	9.08
净利润	201.49	(18.57)	(38.40)	18.69	8.82
EPS	201.49	(18.66)	(38.01)	18.69	8.82
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.25	22.31	17.74	19.03	19.46
EBITDA	23.00	16.94	13.36	14.44	14.71
净利润率	14.05	11.23	7.39	8.26	8.53
ROE	27.41	19.16	10.82	11.99	12.13
ROA	16.12	10.67	5.73	6.27	6.40
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(6.80)	16.56	10.31	2.95	(4.83)
流动比率	1.69	1.40	1.45	1.50	1.61
速动比率	1.07	0.97	1.04	1.12	1.22

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.15	0.95	0.78	0.76	0.75
应收账款周转天数	32.23	32.64	38.00	38.00	38.00
应付账款周转天数	51.06	55.15	62.00	60.00	58.00
存货周转天数	92.74	99.02	104.00	103.00	102.00
现金转换周期	73.91	76.51	80.00	81.00	82.00

每股指标 (人民币)

EPS	1.52	1.24	0.77	0.91	0.99
每股净资产	6.12	6.83	7.33	7.88	8.48

正文目录

投资要点	5
公司各板块主产品均处于竞争格局较好的周期，有望支撑公司盈利基本盘	5
粮食安全背景下氨基酸景气向上，且公司积极出海布局有望充分受益	5
公司保持较高分红率，有望具备长期配置价值	5
我们与市场观点不同之处	5
阜丰集团：全球味精和黄原胶龙头，规模优势持续巩固	6
味精：竞争格局较好，公司规模优势巩固	9
氨基酸：苏/赖氨酸供需格局良好，高档氨基酸持续扩容	12
粮食安全背景下，氨基酸用于豆粕减量替代需求持续增长	12
低蛋白日粮饲料持续推广，助力解决大豆结构性短缺问题	12
转基因玉米单产有望提升，或驱动氨基酸成本下降、推升替代豆粕性价比	13
出口增长叠加养殖存栏有望修复，氨基酸需求侧具备支撑	14
苏/赖氨酸供需格局良好，头部公司定价能力提升	15
乘合成生物东风，加码小品种氨基酸和高档氨基酸	16
黄原胶：竞争格局较好支撑底部盈利中枢	18
首次覆盖阜丰集团，给予“增持”评级	19
风险提示	22

图表目录

图表 1：阜丰集团股权结构示意图（截至 24 年 6 月末）	6
图表 2：阜丰集团简要发展历程	6
图表 3：阜丰集团主要产品及产能布局（单位：万吨/年）	7
图表 4：阜丰集团营业收入及增长情况	7
图表 5：阜丰集团净利润及增长情况	7
图表 6：阜丰集团分板块收入情况	7
图表 7：阜丰集团分板块毛利情况	7
图表 8：阜丰集团分板块毛利率情况	8
图表 9：阜丰集团毛利率、净利率、ROE 和 ROIC 情况	8
图表 10：阜丰集团股价复盘及历年分红金额、分红率和股息率情况	8
图表 11：国内味精供需平衡情况	9
图表 12：20-22 年国内味精下游消费结构	9
图表 13：中国调味品市场规模及预测	9
图表 14：预制菜市场规模及预测	9
图表 15：全球味精和 I+G 市场规模及预测	10
图表 16：我国味精出口呈增长态势	10
图表 17：国内味精出口地区分布	10

图表 18: 国内味精主要出口国家分布	10
图表 19: 2021 年全球味精主要生产地区分布 (按产量)	10
图表 20: 国内味精企业产能和集中度情况	10
图表 21: 2023 年国内味精企业产能占比情况	11
图表 22: 味精价格和价差走势	11
图表 23: 中国味精供需平衡表	11
图表 24: 阜丰集团味精产能及销量预测	11
图表 25: 阜丰、梅花、星湖味精相关业务板块毛利率对比	11
图表 26: 仔猪和生长育肥猪日粮氨基酸需求量 (%)	12
图表 27: 我国玉米自给率高	12
图表 28: 我国大豆进口依赖度高	12
图表 29: 豆粕减量替代部分具体技术方案	13
图表 30: 豆粕减量替代贡献 23-25 年氨基酸理论需求增量测算	13
图表 31: 豆粕减量替代方案相较豆粕的价差比较	13
图表 32: 全球部分粮食产区玉米和大豆单产对比 (单位: MT/HA)	13
图表 33: 中国赖氨酸出口情况 (24 年截至 10 月末)	14
图表 34: 中国苏氨酸出口情况 (24 年截至 10 月末)	14
图表 35: 国内能繁母猪和生猪存栏数变化情况	15
图表 36: 玉米、大豆和豆粕现货价格走势	15
图表 37: 全球赖氨酸产能增长情况	15
图表 38: 全球苏氨酸产能增长情况	15
图表 39: 全球赖氨酸主要企业产能占比变化	15
图表 40: 全球苏氨酸主要企业产能占比变化	15
图表 41: 全球赖氨酸和苏氨酸供需平衡表和价格预测 (单位: 万吨、元/kg)	16
图表 42: 几种主要的饲料氨基酸价格走势	16
图表 43: 几种主要的饲料氨基酸全球需求量对比	16
图表 44: 阜丰集团部分合成生物相关产品对应专利情况	17
图表 45: 阜丰集团高档氨基酸等板块产品矩阵示意图	17
图表 46: 国内黄原胶供需数据	18
图表 47: 黄原胶下游消费结构 (2022 年)	18
图表 48: 2022 年全球黄原胶企业产量占比	18
图表 49: 黄原胶价格走势	18
图表 50: 阜丰集团胶体板块收入、毛利和毛利率情况	18
图表 51: 公司主要板块销量和均价假设 (单位: 万吨、元/吨)	19
图表 52: 公司分板块营收和毛利率预测 (单位: 百万元、%)	21
图表 53: 公司整体盈利预测	21
图表 54: 可比公司估值表	22
图表 55: 报告提及公司列表	22
图表 56: 阜丰集团 PE-Bands	22
图表 57: 阜丰集团 PB-Bands	22

投资要点

阜丰集团是通过合成生物技术规模化生产食品和饲料添加剂，以及生物胶体等产品的全球领先企业，我们认为：

公司各板块主产品均处于竞争格局较好的周期，有望支撑公司盈利基本盘

23年公司味精/黄原胶/苏氨酸/赖氨酸年产能133/8/24.3/28万吨，居全球第1/第1/前3/前8，四个产品系公司目前主要的盈利来源，经过长期的竞争和行业洗牌，味精方面16-23年国内企业产能CR3均在70%以上，且行业已少有扩产，赖氨酸方面23-25年新增产能主要系现有头部企业扩产，苏氨酸方面19年以来全球产能CR3占比保持80%以上，头部企业话语权较强，良好的竞争格局有助于支撑产品保持相对稳定的盈利，进而助力公司保持较好的盈利水平。

粮食安全背景下氨基酸景气向上，且公司积极出海布局有望充分受益

中长期看：粮食安全背景下氨基酸替代豆粕需求有望持续增长，我们预测6种氨基酸产品23-25年的理论需求量合计每年将新增近10万吨，合成生物技术有望推动氨基酸需求扩张以及成本下降，同时未来转基因玉米的推广或将推动氨基酸成本下降并有望逐步替代豆粕，氨基酸行业具备成长属性。短中期看：伴随下游养殖领域存栏逐渐去化，猪价有望回升带动氨基酸需求，叠加出口支撑，24年1-10月赖氨酸/苏氨酸分别累计出口约91/59万吨，同比分别增长约17%/29%，以及供给格局优化等因素，我们预计氨基酸景气有望改善（尤其苏氨酸），公司有望充分受益，另一方面，公司积极推进海外氨基酸基地布局，寻求拓宽海外市场并有望巩固规模优势。

公司保持较高分红率，有望具备长期配置价值

17-23年公司分红率均高于30%，其中22-23年分红率均高于40%，22/23年期末股息率分别约14.7%和13.4%，24H1公司保持40%左右分红率。我们认为未来伴随公司味精新产能释放、海外基地逐步落实巩固氨基酸规模优势以及合成生物产品布局持续推进，叠加高股息率等助力下，公司价值有望重估。

我们与市场观点不同之处

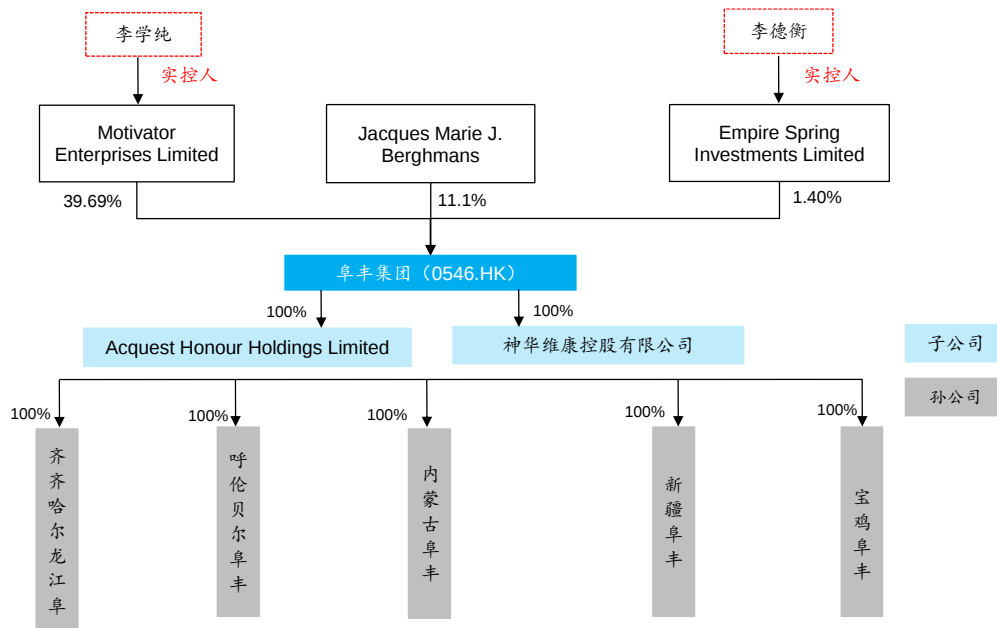
1、市场担忧24年味精行业新一轮扩产导致产品价格持续下跌并拖累公司盈利。我们认为，味精作为调味品需求相对刚性，且近年来出口至东南亚/非洲等需求稳步增长，虽24年头部企业阜丰和梅花生物新增扩产计划，但无新增玩家，竞争格局保持相对有序且头部企业话语权进一步增强，伴随24Q2以来价格回落至近5年较低位置（部分原因系原料玉米下跌拖累），未来味精价格深度下跌风险有限，且公司40万吨/年产能投产后规模优势进一步巩固。另一方面，受益于多元化产品布局，氨基酸景气改善等仍有望助力公司保持较好的盈利水平。

2、我们认为市场对氨基酸行业的投资价值有所忽视。粮食安全背景下，豆粕替代需求及出口等有望支撑氨基酸需求持续增长，同时行业经过长期洗牌竞争格局已显著优化，产品盈利中枢上行有望助力行业企业保持较好的盈利增长潜力，且包括阜丰集团在内的头部企业多数具备高股息率属性，低利率环境下或具备长期配置价值，未来有望迎来重估。

阜丰集团：全球味精和黄原胶龙头，规模优势持续巩固

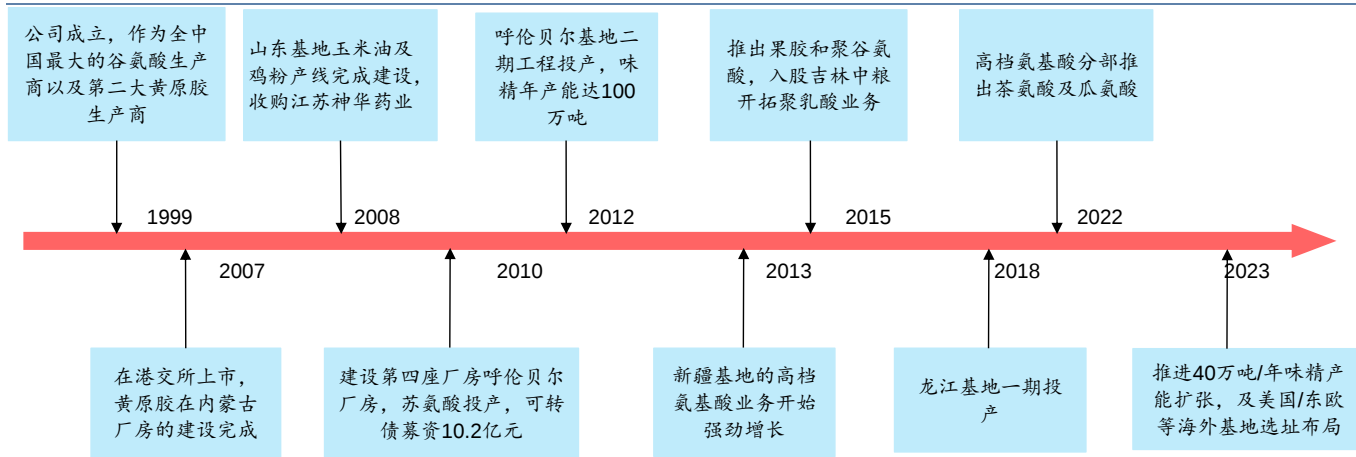
阜丰集团有限公司（以下简称“阜丰集团”或“公司”）是全球领先的通过生物发酵技术生产食品添加剂和饲料添加剂及衍生制品和生物胶体的企业。公司成立于1999年6月，2007年2月于港交所上市。公司是典型的家族企业，实际控制人、董事长为李学纯先生（持股39.69%），李学纯先生之子李广玉现任公司联席行政总裁，李学纯先生之妹夫李德衡先生（持股1.4%）现任公司联席行政总裁。公司拥有多个生产基地，负责不同产品的生产销售，其中黑龙江基地负责苏氨酸、赖氨酸、淀粉甜味剂等生产；呼伦贝尔基地负责味精、苏氨酸、淀粉甜味剂等生产；内蒙古基地负责味精、黄原胶等生产。

图表1：阜丰集团股权结构示意图（截至24年6月末）



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表2：阜丰集团简要发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，华泰研究

公司已形成食品添加剂（味精、淀粉甜味剂等）、动物营养（苏氨酸、赖氨酸、玉米提炼产品）、高档氨基酸（精氨酸、色氨酸、缬氨酸、亮氨酸、透明质酸等）、胶体（黄原胶等）和其他（肥料等）五个分部。主要产品及产能方面：1）食品添加剂：23年末味精产能133万吨/年（全球第1），新建40万吨/年产能24H1试生产；淀粉甜味剂产能72万吨/年；2）动物营养：23年末苏氨酸/赖氨酸年产能24.3/28万吨（全球前3/前8），并计划布局海外基地扩充产能；3）胶体：23年末黄原胶产能8万吨/年（全球第1）。

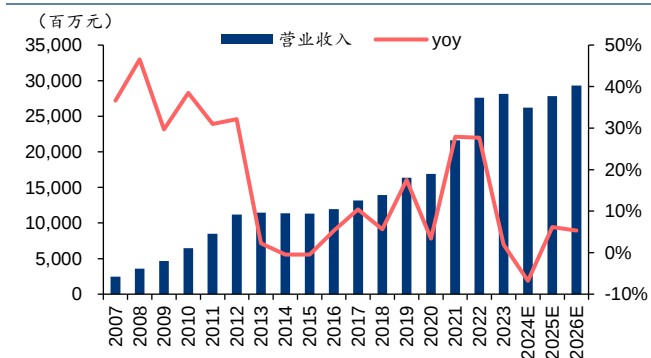
图表3：阜丰集团主要产品及产能布局（单位：万吨/年）

业务板块	主要产品	23 年产能	在建/规划产能	备注
食品添加剂	味精	133	40	全球第 1
	淀粉甜味剂	72	-	-
动物营养	苏氨酸	24.3	-	全球前 3，存海外基地扩产计划
	赖氨酸	28	-	全球前 8，存海外基地扩产计划
	色氨酸	1	-	-
	缬氨酸	3	-	-
高档氨基酸	精氨酸	0.5	-	-
	异亮氨酸	1.2	-	-
	具备透明质酸、组氨酸等产能，同时在研赤藓糖醇、腺苷、维生素等产品			
胶体	黄原胶	8	-	全球第 1
其他	肥料	108	-	-

资料来源：公司年报，钢联数据，华泰研究

伴随公司味精、氨基酸等产销规模增长，公司自 07 年上市以来经营规模整体呈现增长态势。23 年公司营收/净利 280/31 亿元，yoy+2%/-19%，08-23 年 CAGR 达 16%/30%，尤其 22-23 年主营产品味精/氨基酸/黄原胶均处于相对景气周期，公司营收/净利润处于上市以来最好水平，24H1 营收/净利润 134/10.4 亿元，yoy-1.6%/-32%，主要系黄原胶和味精景气同比有所走弱。分板块看，23 年食品添加剂/动物营养/高档氨基酸/胶体/其他业务营收 135/89/20/28/8 亿元，占比 48%/32%/7%/10%/3%，毛利分别 22/15/8/17/1 亿元，占比 35%/24%/12%/27%/2%；24H1 各板块营收 69/42/11/9/3 亿元（占比 51%/31%/8%/7%/2%），毛利 7.6/8.5/4.0/3.5/-0.6 亿元（占比 33%/37%/17%/15%/-3%）。

图表4：阜丰集团营业收入及增长情况



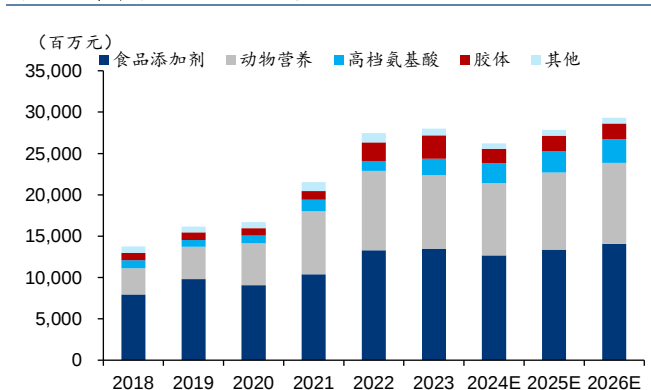
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表5：阜丰集团净利润及增长情况



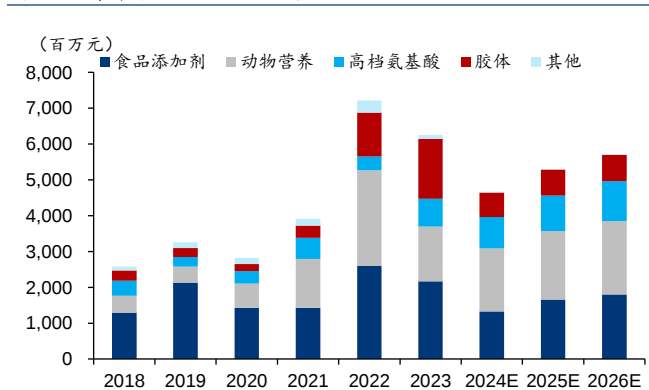
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表6：阜丰集团分板块收入情况



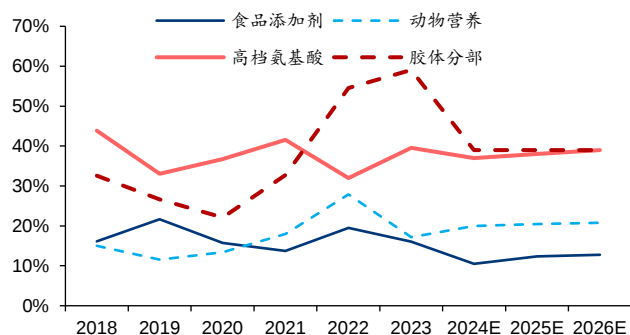
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表7：阜丰集团分板块毛利情况



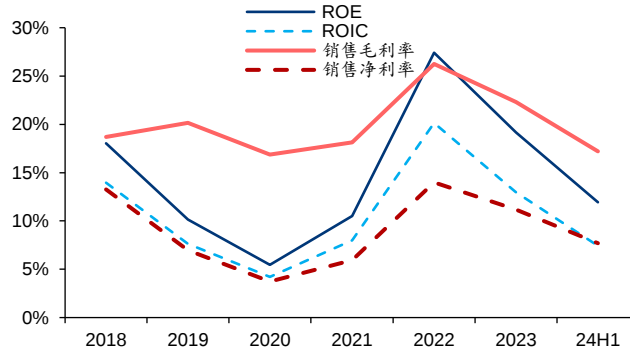
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表8：阜丰集团分板块毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表9：阜丰集团毛利率、净利率、ROE 和 ROIC 情况

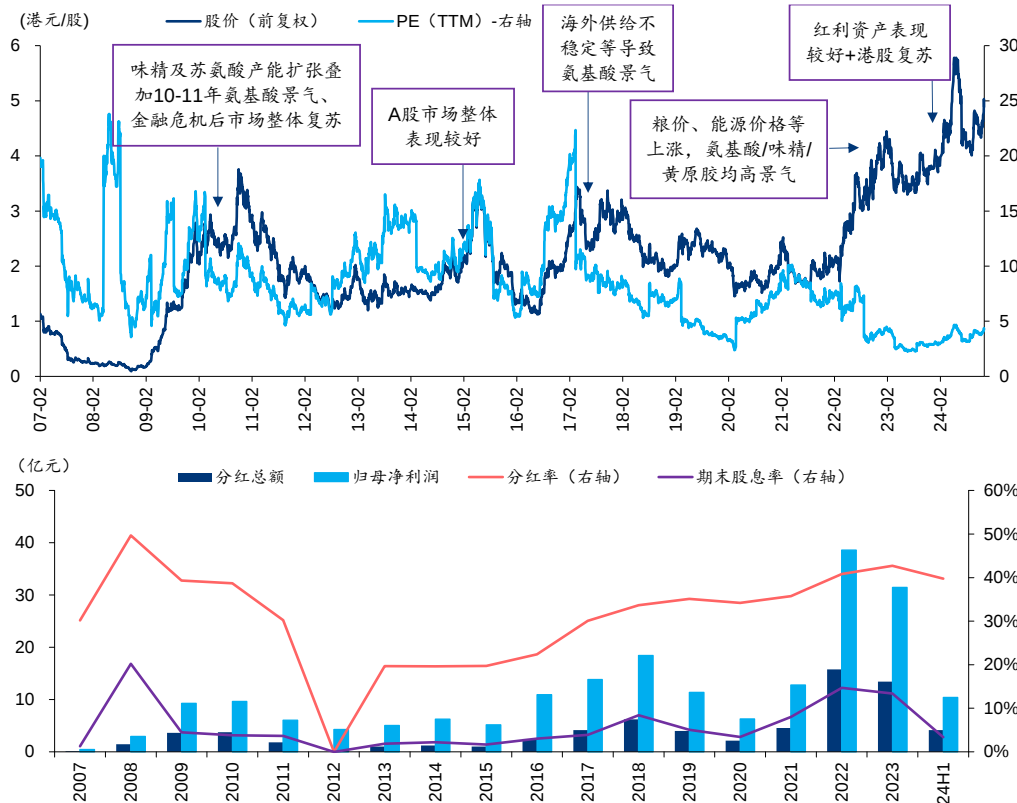


注：24H1 的 ROE 和 ROIC 为年化数据

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

公司常年保持较高的分红率，17-23 年分红率均高于 30%，其中 22-23 年分红率均高于 40%，22/23 年以年末股价计算的期末股息率分别约 14.7%和 13.4%，24H1 公司保持 40%左右分红率。2020 年以来，公司股价整体呈上行趋势，主要受益于产品景气下盈利步入新台阶，叠加红利资产表现较好等因素，但公司估值水平仍处上市以来较低位置，我们认为，未来伴随公司味精新产能释放、海外基地逐步落实巩固规模优势，叠加高股息率等助力下，公司价值有望重估。

图表10：阜丰集团股价复盘及历年分红金额、分红率和股息率情况



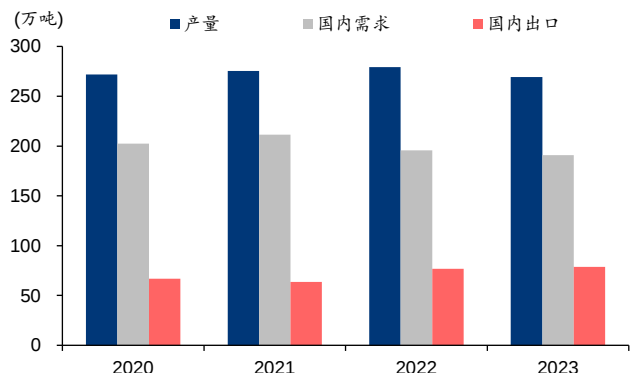
注：各期末股息率按照各报告期末收盘价为准计算

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

味精：竞争格局较好，公司规模优势巩固

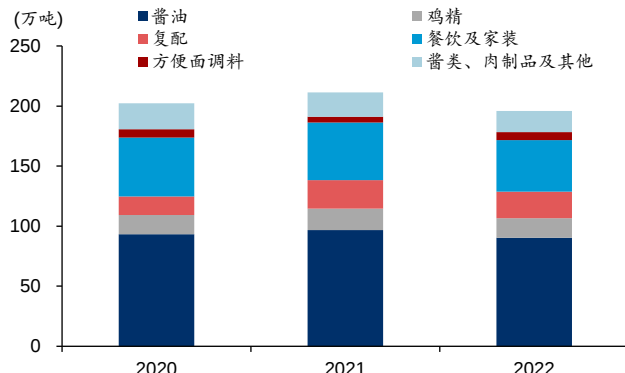
味精，也称谷氨酸钠，主要用于调味品领域（非动物营养类氨基酸）。目前全球主要的调味品包括味精（谷氨酸钠）、呈味核苷酸二钠（I+G）等，I+G 是一种核苷酸类食品增鲜剂，由 5'-肌苷酸二钠（IMP）和 5'-鸟苷酸二钠（GMP）按 1:1 混合而成，与味精混合使用时鲜味当量增加。据博亚和讯、百川盈孚，20-23 年国内味精产量、消费量、出口量平均约 274/200/72 万吨左右，整体较为稳定且具备需求刚性，其中出口需求呈现略微增长态势，其中东南亚和非洲国家增长较为可观。

图表11：国内味精供需平衡情况



资料来源：博亚和讯，百川盈孚，华泰研究

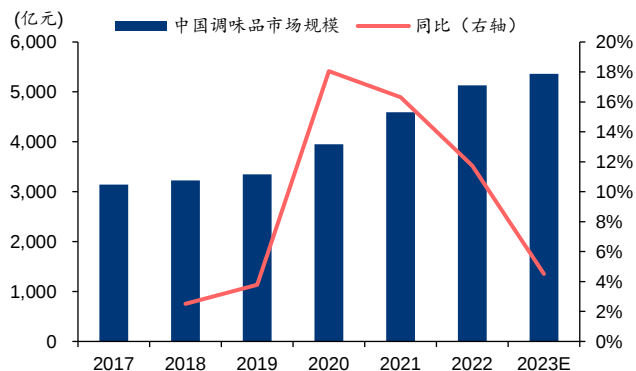
图表12：20-22 年国内味精下游消费结构



资料来源：博亚和讯，华泰研究

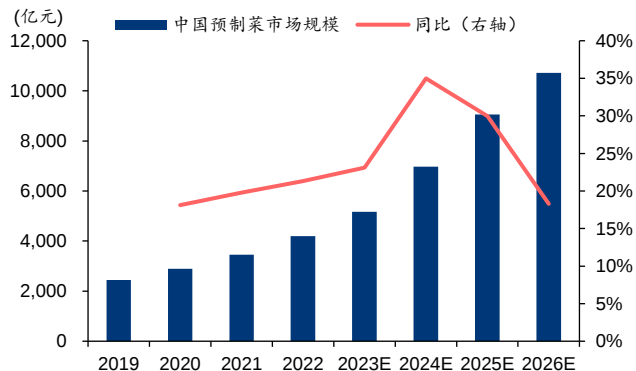
据中商产业研究院，22 年国内调味品规模 5133 亿元，18-22 年 CAGR10%，23 年预计同比+5%至 5364 亿元，据艾媒咨询，22 年国内预制菜规模 4196 亿元，26 年有望增至 1.07 万亿元，CAGR 达 26%，预制菜和复合调味品需求的增长有望带动味精消费量的提升，据 Mordor Intelligence，23-25 年全球味精市场销售额规模仍有望保持 5%左右复合增速。

图表13：中国调味品市场规模及预测



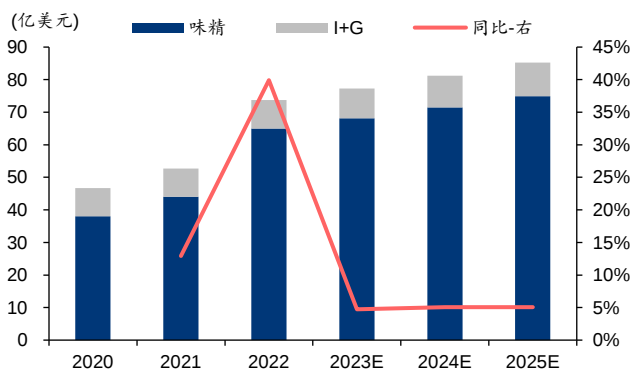
资料来源：中商产业研究院，华泰研究

图表14：预制菜市场规模及预测



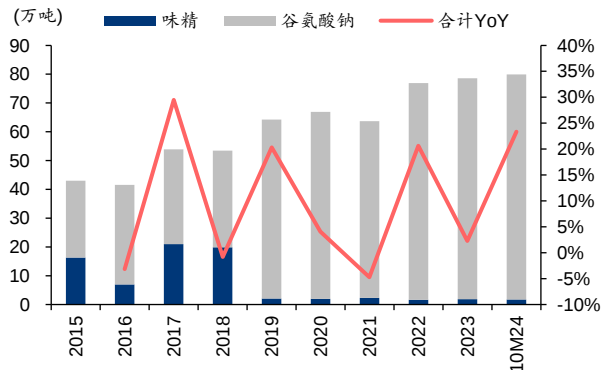
资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表15: 全球味精和 I+G 市场规模及预测



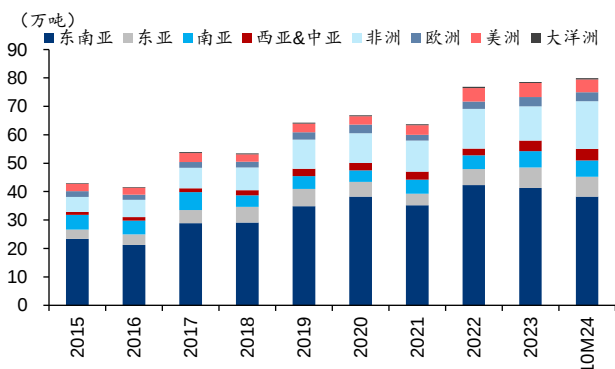
资料来源: Mordor Intelligence, 华泰研究

图表16: 我国味精出口呈增长态势



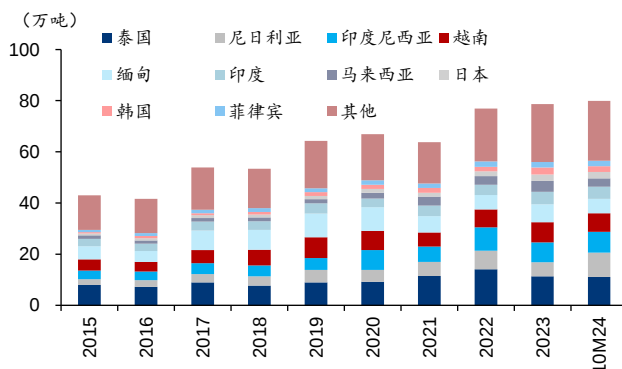
资料来源: 海关总署, 华泰研究

图表17: 国内味精出口地区分布



资料来源: 海关总署, 华泰研究

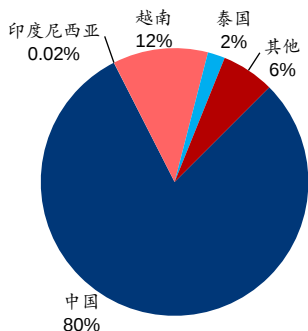
图表18: 国内味精主要出口国家分布



资料来源: 海关总署, 华泰研究

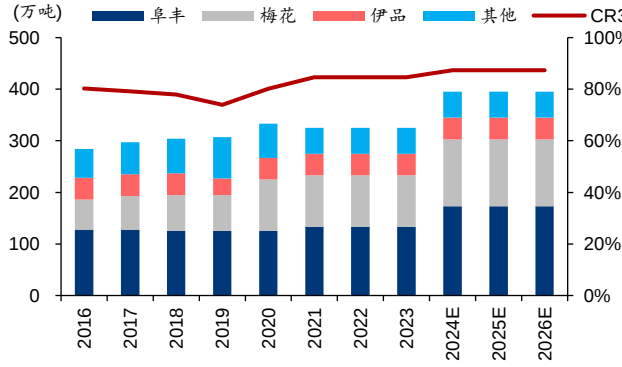
我国是全球味精的主要供给来源, 据 IHS, 21 年国内味精产量占全球比重约 80%, 而国内味精行业经过长期的格局优化, 据博亚和讯, 16-23 年国内味精企业产能 CR3 均在 70% 以上, 且行业已少有扩产, 截至 23 年底阜丰/梅花/伊品的味精产能分别 133/100/42 万吨, 占国内总产能比重 85%, 寡头竞争格局稳固, 其中 24 年阜丰集团有 40 万吨/年的扩产计划, 梅花生物有 50 万吨/年的产能技改计划, 虽供给端存在新增产能, 但主要系现有头部企业扩产, 竞争格局仍保持较好。24 年初以来, 由于行业扩产等因素, 味精价格有所下移, 但受益于原材料玉米等跌价, 味精价差虽有收窄但仍维持较好水平。我们认为伴随 24Q2 以来价格回落至近 5 年较低位置, 且头部企业话语权增强, 味精未来有望逐步复苏, 24/25/26 年价格有望达 7000/7100/7200 元/吨。

图表19: 2021 年全球味精主要生产地区分布 (按产量)



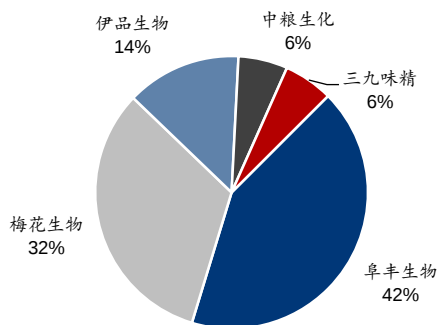
资料来源: IHS, 华泰研究

图表20: 国内味精企业产能和集中度情况



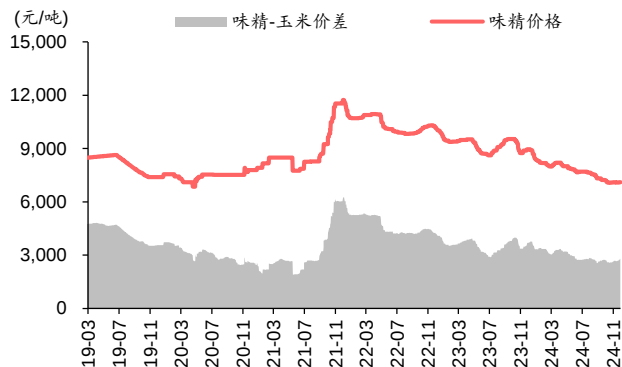
资料来源: 博亚和讯, 各公司公告, 华泰研究

图表21: 2023 年国内味精企业产能占比情况



资料来源: 博亚和讯, 各公司公告, 华泰研究

图表22: 味精价格和价差走势



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

考虑到未来新增产能投产以及下游需求端仍在增长, 结合今年以来味精的供需情况, 我们预计 24-26 年中国味精开工率分别为 75%/77%/79%, 未来有望逐步复苏, 产量分别为 296/304/311 万吨, 出口量分别为 90/92/94 万吨, 国内需求量分别为 206/212/217 万吨。

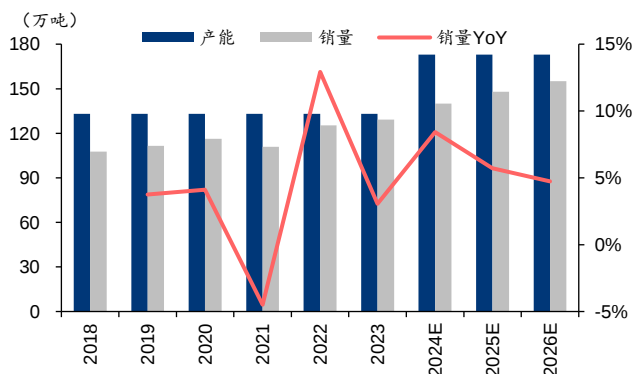
图表23: 中国味精供需平衡表

单位: 万吨	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能	333	325	325	325	395	395	395
YoY		-2%	0%	0%	22%	0%	0%
产量	272	276	279	269	296	304	311
YoY		1%	1%	-3%	10%	3%	2%
开工率	82%	85%	86%	83%	75%	77%	79%
进口量	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
出口量	67	64	77	79	90	92	94
需求量	205	212	202	191	206	212	217
YoY		3%	-4%	-6%	8%	3%	2%

资料来源: 博亚和讯, 百川盈孚, 华泰研究预测

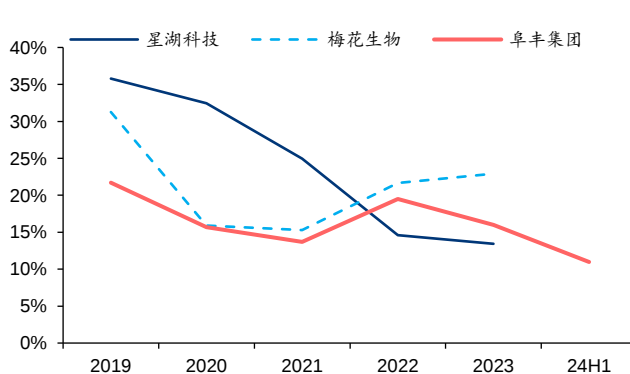
阜丰集团作为国内及全球味精行业龙头, 伴随其 40 万吨/年味精新产能于 24H1 逐步试生产, 总产能规模将提升至 173 万吨/年, 继续处于行业领先地位, 规模优势将进一步巩固。

图表24: 阜丰集团味精产能及销量预测



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究预测

图表25: 阜丰、梅花、星湖味精相关业务板块毛利率对比



注: 梅花的业务板块为食品味觉性状优化产品、阜丰和星湖均为食品添加剂板块
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

氨基酸：苏/赖氨酸供需格局良好，高档氨基酸持续扩容

粮食安全背景下，氨基酸用于豆粕减量替代需求持续增长

低蛋白日粮饲料持续推广，助力解决大豆结构性短缺问题

氨基酸在饲料中添加能更好地发挥饲料功效，可提升养殖效率，同时具备节约蛋白资源、提升氮利用效率和环保等功能，目前全球用量较大的品类主要包括赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸和缬氨酸等品种。更为关键的是，部分氨基酸是动物生长过程中的必需氨基酸，但不能由动物体自身合成（也称为限制性氨基酸），必须依靠饲料添加的方式提供动物生长所需的营养，例如仔猪生长过程的第 1-5 类限制性氨基酸分别为赖氨酸、蛋氨酸、苏氨酸、色氨酸、缬氨酸，蛋鸡生长过程的第 1-4 类限制性氨基酸为蛋氨酸、赖氨酸、色氨酸、苏氨酸。

图表26：仔猪和生长育肥猪日粮氨基酸需求量（%）

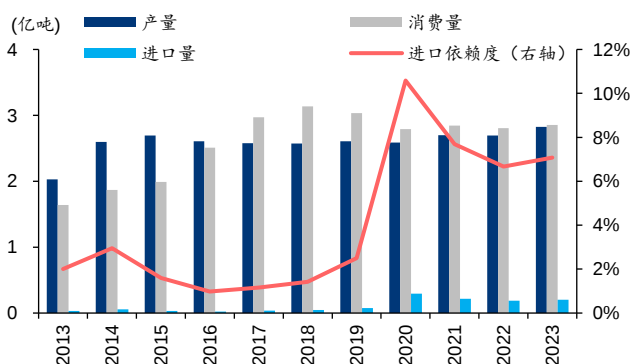
项目	仔猪和生长育肥猪体重（kg）						
	5-7	7-11	11-25	25-50	50-75	75-100	100-135
赖氨酸	1.50	1.35	1.23	0.98	0.85	0.73	0.61
蛋氨酸	0.43	0.39	0.36	0.28	0.24	0.21	0.18
苏氨酸	0.88	0.79	0.73	0.59	0.52	0.46	0.40
色氨酸	0.25	0.22	0.20	0.17	0.15	0.13	0.11
精氨酸	0.68	0.61	0.56	0.45	0.39	0.33	0.28
组氨酸	0.52	0.46	0.42	0.34	0.29	0.25	0.21
异亮氨酸	0.77	0.69	0.63	0.51	0.45	0.39	0.33
亮氨酸	1.50	1.35	1.23	0.99	0.85	0.73	0.61
苯丙氨酸	0.88	0.79	0.72	0.59	0.51	0.44	0.37
缬氨酸	0.95	0.86	0.78	0.64	0.55	0.48	0.41

注：数据主要根据回肠标准可消化氨基酸需要量和玉米-豆粕日粮中氨基酸含量计算得出(猪营养需要 2012 版本)

资料来源：《改革开放 40 年以来猪氨基酸营养研究进展》(《中国科学》杂志社，尹杰等，2019 年)，华泰研究

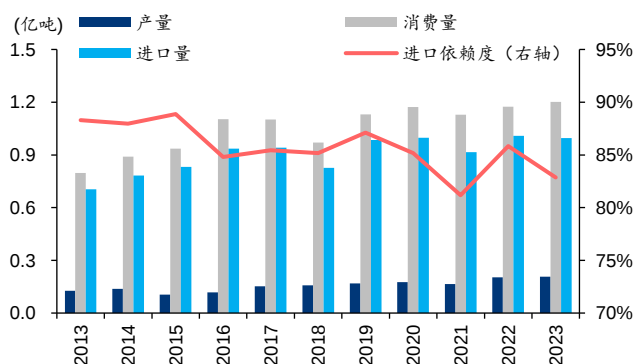
据博亚和讯，我国能量饲料以玉米、小麦为主，21 年国内玉米类能量饲料消费量 1.7 亿吨，约占能量饲料消费量的 55%，而蛋白饲料则以豆粕为主，21 年豆粕类蛋白饲料消费量约 6900 万吨，占蛋白饲料的比重达 60%。由于气候条件和土壤状况等原因，我国用作能量饲料的玉米自给率高，而用作蛋白饲料的豆粕的原料大豆进口依赖度居高不下。据汇易网，13-23 年国内大豆进口依赖度维持 80% 以上。由于大豆进口依赖度高，我国饲料原料的结构性短缺成为亟待解决的重要课题。

图表27：我国玉米自给率高



资料来源：Wind，汇易网，华泰研究

图表28：我国大豆进口依赖度高



资料来源：Wind，汇易网，华泰研究

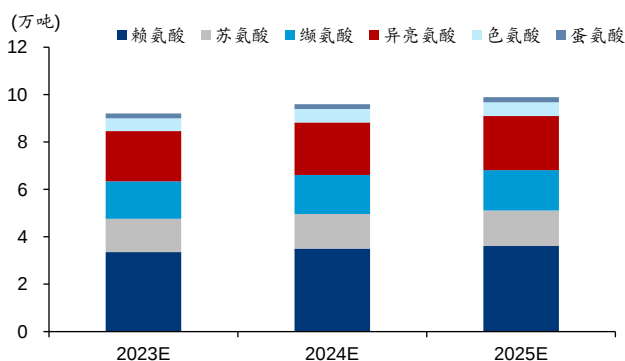
为应对外部供应的不确定性和保障粮食安全，同时促进养殖行业降本增效等需求，近年来我国农业农村部不断推进豆粕减量替代工作。据中国畜牧兽医报，2022 年我国饲用豆粕在饲料消耗中的占比已下降至 14.5%（较 2017 年减少 3.3pct），相当于节省豆粕 1400 万吨（折合大豆约 1800 万吨）。2023 年 4 月，农业农村部发布《饲用豆粕减量替代三年行动方案》，明确 23-25 年饲料中豆粕用量占比每年需下降 0.5pct 以上，至 25 年需下降至 13% 以下，由于豆粕中氨基酸含量占比较高，豆粕使用量的下降将促进饲料氨基酸需求的增长。

图表29：豆粕减量替代部分具体技术方案

类型	国家标准技术方案示例
猪饲料	(1) 仔猪和生育肥猪日粮中可用 5%~15%的莱粕、5%~15%的 DDGS (干酒糟)、5%~8%的棉粕和合成氨基酸替代豆粕，生育肥猪饲料中豆粕用量可降低为 0 (2) 仔猪和生育肥猪日粮中可用 5%~8%的棉粕和合成氨基酸替代豆粕，豆粕用量可至少降低 5%
肉鸡饲料	(1) 肉鸡日粮中使用 4%~12%的优质 DDGS 替代豆粕，豆粕用量可降低 2%~6% (2) 肉鸡日粮中使用 2.5%~10.5%的低酚棉粕替代豆粕，豆粕用量可降低 2%~10%
蛋鸡饲料	(1) 育雏期日粮可单独或搭配使用棉籽饼粕、菜籽饼粕，建议替代比例不超过 5%，维持 15%以上豆粕用量 (2) 蛋鸡育成期和产蛋期日粮中，搭配使用玉米蛋白粉 (最高 5%)、菜籽饼粕 (最高 15%)、棉籽饼粕 (最高 10%)、花生粕 (最高 10%)、葵花粕 (最高 8%) 和棕榈仁粕 (最高 5%)，豆粕用量可降低为 0

资料来源：农业农村部，华泰研究

参考华泰研究 23 年 11 月 6 日研报《梅花生物：氨基酸景气向上，平台化驱动成长》测算，假设 23/24/25 年豆粕占饲料用量比重分别为 14.0%/13.5%/13.0%，有望驱动氨基酸需求持续增长，6 种氨基酸产品 23-25 年的理论需求量合计每年将新增近 10 万吨，且若未来豆粕实际用量占比每年下降超过 0.5pct，豆粕减量替代对氨基酸实际需求增量带动将更显著。

图表30：豆粕减量替代贡献 23-25 年氨基酸理论需求增量测算

注：预测数据引自华泰研究于 2023 年 11 月 6 日发布的研报《氨基酸景气向上，平台化驱动成长》

资料来源：博亚和讯，农业农村部，华泰研究预测

图表31：豆粕减量替代方案相较豆粕的价差比较

注：豆粕替代方案按照莱粕:棉粕:DDGS=1:1:1、赖氨酸/苏氨酸/缬氨酸蛋氨酸/色氨酸添加量分别为 1.46%/0.61%/0.69%/0.09%/0.23%的配比计算

资料来源：博亚和讯，华泰研究

转基因玉米单产有望提升，或驱动氨基酸成本下降、推升替代豆粕性价比

据美国农业部，全球主要玉米和大豆产区 15/16 年度-23/24 年度的玉米亩产普遍高于大豆，玉米具备更高的种植效率，而目前全球工业化生产的氨基酸，均主要通过玉米为原料发酵获得，因此玉米和大豆种植效率的差异，是支撑氨基酸替代豆粕可行性的关键要素之一。

图表32：全球部分粮食产区玉米和大豆单产对比（单位：MT/HA）

大豆	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024
阿根廷	3.04	3.17	2.32	3.33	2.92	2.81	2.76	1.74	3.03
巴西	2.87	3.39	3.51	3.36	3.48	3.53	3.14	3.63	3.38
中国	1.81	1.79	1.85	1.9	1.94	1.98	1.95	1.98	1.99
美国	3.23	3.49	3.31	3.4	3.19	3.43	3.48	3.33	3.4
玉米	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024
阿根廷	7.97	8.37	6.15	8.36	8.1	7.94	6.97	5.33	8
巴西	4.19	5.6	4.94	5.77	5.51	4.37	5.32	6.12	5.66
中国	5.89	5.97	6.11	6.1	6.32	6.32	6.29	6.44	6.53
美国	10.57	10.96	11.08	11.08	10.52	10.76	11.09	10.89	11.13
玉米/大豆单产比	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024
阿根廷	2.6	2.6	2.7	2.5	2.8	2.8	2.5	3.1	2.6
巴西	1.5	1.7	1.4	1.7	1.6	1.2	1.7	1.7	1.7
中国	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3
美国	3.3	3.1	3.3	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3	3.3

资料来源：美国农业部，华泰研究

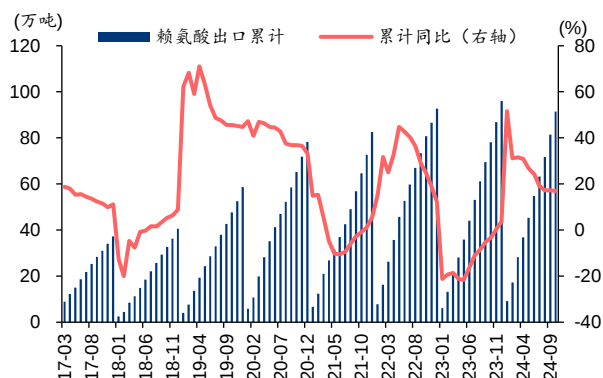
上世纪 90 年代以来，全球转基因作物的商业化进程逐步开启。转基因作物的优势在于：1) 增产，据 Graham Brooks，1996 年~2020 年，转基因抗虫性状为玉米、棉花等作物带来了明显的增产效果，不同国家增产幅度不一、多在 7%~30% 的范围内。从美国部分农场的调查数据来看，转基因大豆的单产在 1998 年~2016 年期间平均较非转基因大豆提升约 29%，转基因玉米的单产在 2000 年~2014 年期间平均较非转基因玉米提升约 19%；2) 增加二季作物种植。例如转基因耐除草剂（HT）大豆的种植使阿根廷、巴拉圭等南美国家可更多地采用免耕和减耕技术、缩短生产周期，可种植二季大豆。

经过多年的研究和储备，我国的转基因作物研究已跻身世界领先水平。根据国家知识产权局在 2022 年的统计，我国的转基因玉米专利申请数量自 2017 年起明显增加、与世界范围内专利申请数量的差距显著缩小。粮食安全的战略重要性、及草地贪夜蛾虫害在国内的传播也使得转基因种子的商业化放开更为必要和紧迫。参考华泰农业 2023 年 3 月 31 日发布的研报《技术红利再现,农业重塑可期》，2019 年以来，国内转基因玉米和大豆种植用安全证书获批数目不断增加，同时转基因玉米的安全证书获批数目显著多于大豆，我们认为未来在转基因种子有望推广的背景下，尤其未来转基因玉米种子推广有望带动国内玉米亩产的提升，进而助力氨基酸生产成本的下降，推升氨基酸替代豆粕的性价比。

出口增长叠加养殖存栏有望修复，氨基酸需求侧具备支撑

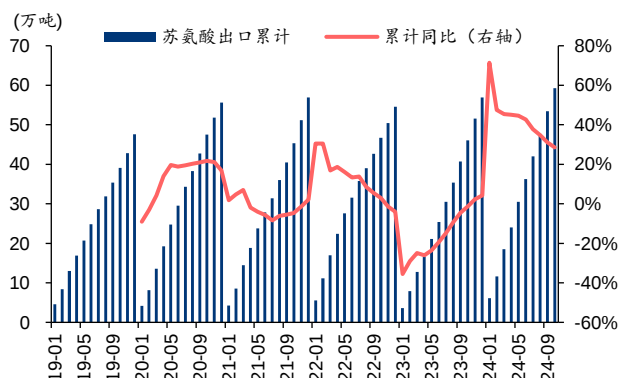
出口方面，据海关总署，23 年国内赖氨酸、苏氨酸出口量 96 万吨和 57 万吨，同比均增长 4% 左右，而 24 年 1-10 月分别累计出口约 91 万吨和 59 万吨，同比分别增长约 17% 和 29%，海外需求整体保持强劲。从出口去向来看，24 年中国赖氨酸、苏氨酸出口相对分散，包括欧美、日韩和东南亚等多个国家和地区均从中国进口赖氨酸和苏氨酸。

图表 33：中国赖氨酸出口情况（24 年截至 10 月末）



资料来源：海关总署，百川盈孚，华泰研究

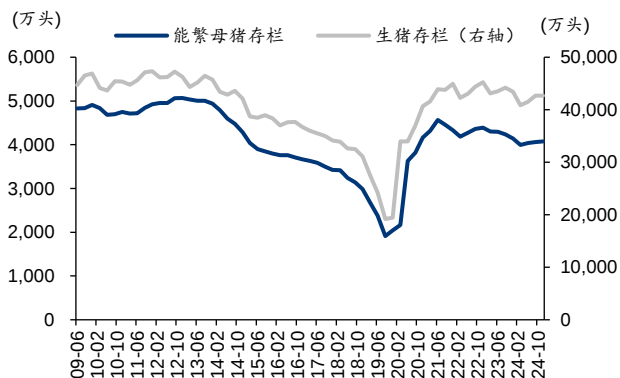
图表 34：中国苏氨酸出口情况（24 年截至 10 月末）



资料来源：海关总署，百川盈孚，华泰研究

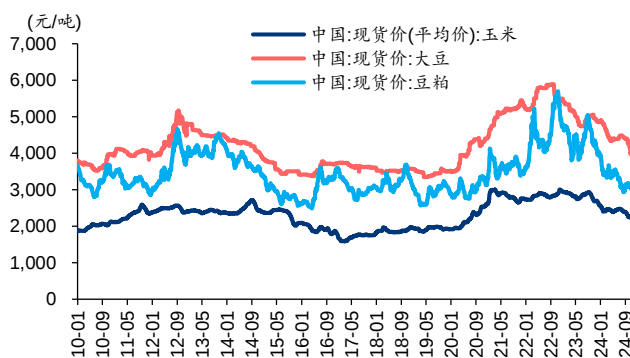
参考华泰农业 2024 年 4 月 21 日发布的研报《淡季将尽，猪股投资该关注什么？》，“我们认为后续能繁母猪产能或有望持续去化，进而驱动本轮周期猪价的反转高度及持续性超预期”，23 年以来，国内氨基酸下游养殖领域整体处于去栏周期，国内氨基酸需求相对偏弱，但未来伴随存栏去化完毕，猪价有望继续回升并驱动存栏恢复，进而带动氨基酸需求回升。此外，2024 年 5 月以来，国内大豆/豆粕现货价已处于 2020 年以来的相对低位，或抑制种植利润，叠加天气等因素扰动，未来大豆/豆粕价格存回升预期，粮食安全和豆粕减量替代背景下，亦有望利好赖氨酸/苏氨酸等氨基酸需求回升。

图表35: 国内能繁母猪和生猪存栏数变化情况



资料来源: 农业农村部, 华泰研究

图表36: 玉米、大豆和豆粕现货价格走势

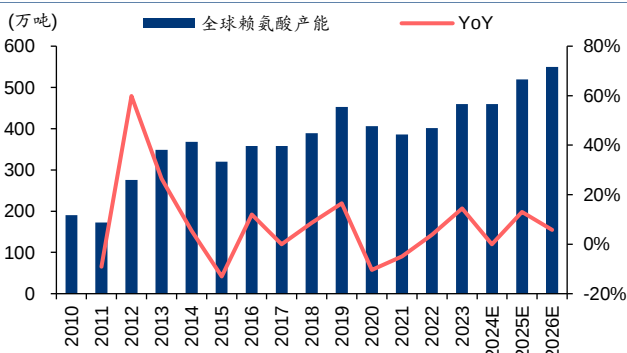


资料来源: Wind, 汇易网, 华泰研究

苏/赖氨基酸供需格局良好, 头部公司定价能力提升

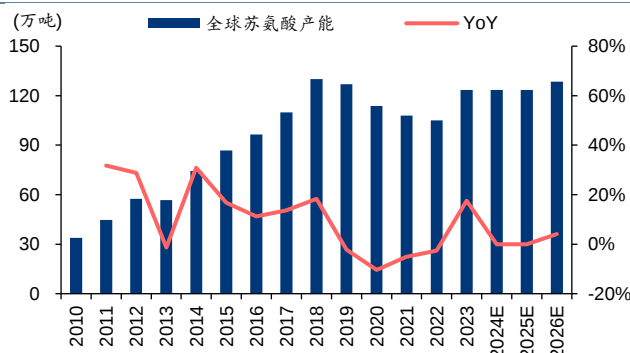
赖氨酸方面, 20-22 年由于疫情及海外供应链问题等因素, 部分产能退出, 21 年底全球产能约 386 万吨, 23-25 年新增产能主要系现有头部企业扩产; 苏氨酸方面, 19-22 年行业进入供给优化阶段, 22 年底全球产能缩减至约 105 万吨, 23 年仅梅花生物新增投产 25 万吨产能, 行业经过长期洗牌后, 19 年以来全球产能 CR3 占比保持 80% 以上。赖/苏氨酸行业维持平衡状态, 供给格局逐渐优化, 且头部企业话语权较强, 我们认为价格有望有所上升。

图表37: 全球赖氨酸产能增长情况



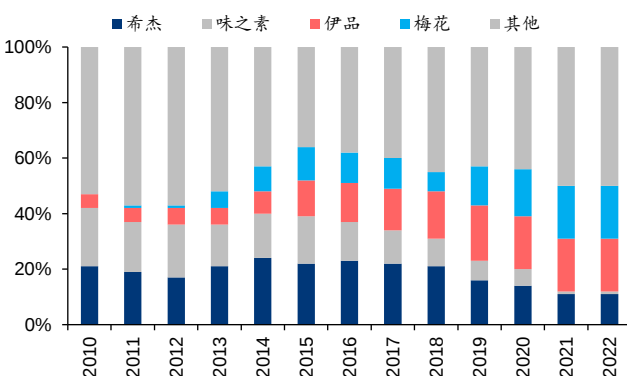
资料来源: 博亚和讯, 梅花生物年报, 华泰研究

图表38: 全球苏氨酸产能增长情况



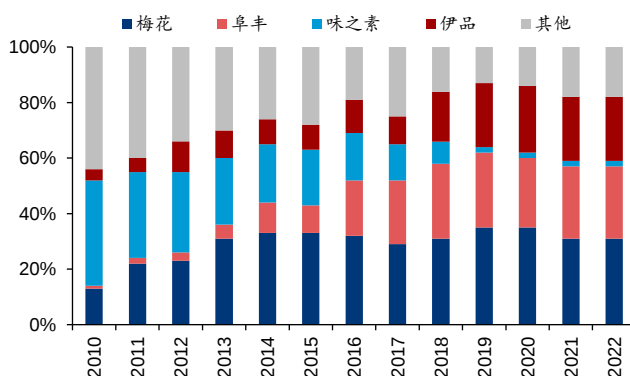
资料来源: 博亚和讯, 梅花生物年报, 华泰研究

图表39: 全球赖氨酸主要企业产能占比变化



资料来源: 博亚和讯, 华泰研究

图表40: 全球苏氨酸主要企业产能占比变化



资料来源: 博亚和讯, 华泰研究

参考华泰研究 24 年 5 月 21 日研报《氨基酸: 助力粮食安全, 借力合成生物》测算, 我们预计 24/25/26 年赖氨酸开工率 82%/76%/74%、苏氨酸为 86%/91%/93%, 苏氨酸供需面或显著改善, 赖氨酸新增产能主要系梅花生物, 竞争格局整体有序, 景气亦或较好。阜丰 23 年赖/苏氨酸年产能 28/24.3 万吨, 有望受益, 伴随海外基地推进, 未来规模优势亦有望增强。

图表41：全球赖氨酸和苏氨酸供需平衡表和价格预测（单位：万吨、元/kg）

赖氨酸	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能	358	389	453	406	386	401	459	459	519	549
YoY	0%	9%	16%	-10%	-5%	4%	15%	0%	13%	6%
产量	269	303	310	325	312	337	346	377	392	408
YoY	8%	13%	2%	5%	-4%	8%	3%	9%	4%	4%
开工率	75%	78%	68%	80%	81%	84%	75%	82%	76%	74%
需求量	245	261	261	280	299	323	332	362	376	391
YoY	7%	6%	0%	7%	7%	8%	3%	9%	4%	4%
年均价（98.5%赖氨酸）	9.17	8.17	6.97	7.50	10.93	10.73	9.44	10.28	10.28	10.28
苏氨酸	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能	110	130	127	114	108	105	124	124	124	129
YoY	14%	18%	-2%	-10%	-5%	-3%	18%	0%	0%	4%
产量	68	76	71	80	91	92	95	106	113	120
YoY	13%	12%	-7%	12%	14%	1%	3%	12%	6%	6%
开工率	62%	58%	56%	70%	84%	87%	77%	86%	91%	93%
需求量	55	65	66	70	78	79	81	91	96	102
YoY	5%	18%	2%	6%	11%	1%	3%	12%	6%	6%
年均价	10.89	8.66	7.35	8.39	12.58	10.81	10.86	10.72	10.72	10.72

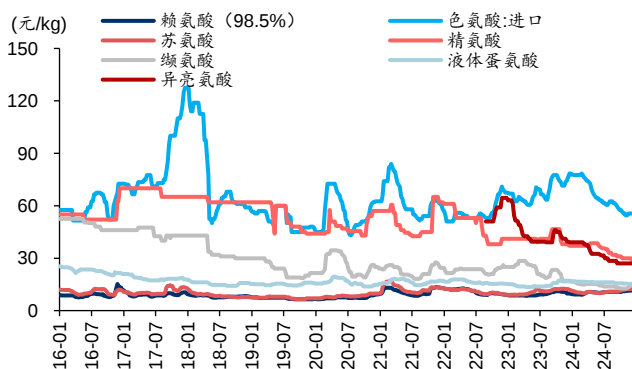
资料来源：博亚和讯，梅花生物年报，华泰研究预测

乘合成生物东风，加码小品种氨基酸和高档氨基酸

合成生物技术以细胞代谢/酶催化替代传统化工过程，提供了化合物合成的新路径，集中解决了物质合成的三个重要问题：（1）生产过程利于碳中和，通过微生物/酶催化以 CO₂、生物质、工业副产物等为底物，减少化石燃料使用，具备显著的环保和循环经济等优势；（2）降低生产成本，生物发酵/酶催化的反应环境，通常温度、压力等条件更加温和，有助于节能降耗；（3）实现特殊结构和功能化合物的从头合成，依托微生物代谢途径，有望获得传统化工过程难以合成的产物，且可通过遗传、代谢等途径的分析、计算和重新设计，预测、编码以及重头合成指导新物质生产的全新 DNA，实现新物质、新基因的创造。

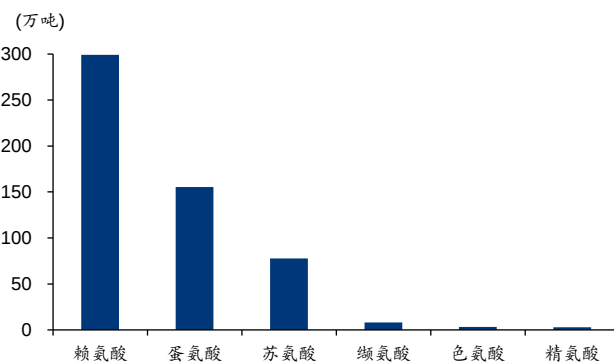
对于大品种氨基酸，如赖氨酸、苏氨酸等，有望依托合成生物技术进一步降低生产成本，助力产品盈利空间进一步扩张；更重要的是，对于缬氨酸、色氨酸、精氨酸和异亮氨酸等一些品种的氨基酸，由于传统化工法或者酶法等生产工艺成本高昂，导致产品价格较高，限制了其作为饲料氨基酸配方的使用，导致目前产品市场规模显著低于赖氨酸、苏氨酸等成本和价格较低的品种。我们认为合成生物技术为降低氨基酸的生产成本和价格提供了新思路，行业企业通过合成生物技术实现产品更低成本的生产，未来有望驱动缬氨酸、色氨酸、精氨酸和异亮氨酸等小品种氨基酸需求的快速扩张，进而打开增长天花板。

图表42：几种主要的饲料氨基酸价格走势



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

图表43：几种主要的饲料氨基酸全球需求量对比



注：1）赖/苏氨酸市场规模为博亚和讯 21 年全球需求量；2）蛋氨酸为秣宝网 22 年全球需求量；3）缬氨酸市场规模为中国生物发酵产业协会预测的 23 年全球需求量；4）色氨酸和精氨酸市场规模为立木咨询预测的 23 年全球需求量

资料来源：博亚和讯，秣宝网，立木咨询，中国生物发酵产业协会，华泰研究

公司依托生物发酵领域长期积累，亦不断拓展缬氨酸/色氨酸等小品种氨基酸和透明质酸/亮氨酸等高档氨基酸产品以及胶体等产品。未来伴随合成生物技术驱动行业降本及需求扩张，公司有望充分享受小品种氨基酸和高档氨基酸等市场增长带来的红利。

图表44：阜丰集团部分合成生物相关产品对应专利情况

主要产品	专利名称	年份	专利号
异亮氨酸	一种 L-异亮氨酸产量提升的重组菌株及其应用	2023 年	202311382677.1
色氨酸	一种解除 TrpR 基因抑制的 L-色氨酸高产重组菌株及其应用	2023 年	202311603903.4
谷氨酸	谷氨酸脱氢酶启动子突变体及其应用	2022 年	202211146300.1
谷氨酸	一种生物素合酶突变体及其在构建谷氨酸生产菌株中的应用	2022 年	202211381077.9
赖氨酸	一种赖氨酸高产的重组菌株、构建方法及其应用	2023 年	202311376891.6
黄原胶	一种产黄原胶的工程菌株及其构建方法	2023 年	202310762738.0

资料来源：公司专利说明书，国家专利局，华泰研究

图表45：阜丰集团高档氨基酸等板块产品矩阵示意图

应用	产品分部	产品
保健品 / 药原料	高档氨基酸	谷氨酰胺 异亮氨酸 亮氨酸 茶氨酸 组氨酸 赤藓糖醇*
		精氨酸* 瓜氨酸* 鸟氨酸* 羟脯氨酸* 辅酶Q10*
		氨基葡萄糖* 腺苷* 维生素A* 维生素B2* 维生素B12*
美容护肤原料	高档氨基酸	透明质酸 聚谷氨酸
食品添加剂	食品添加剂	味精 鸡粉 淀粉甜味剂 玉米油 结冷胶 威兰胶 果胶* 食品级黄原胶
动物营养	动物营养	苏氨酸 色氨酸 赖氨酸 缬氨酸 玉米提炼产品
油气开采	胶体	工业级黄原胶
植物营养	其他	肥料

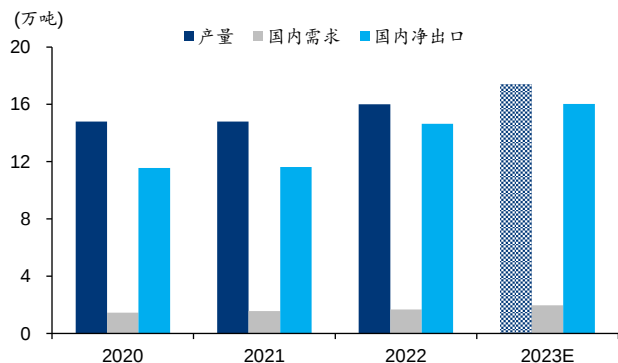
*在试产或研发中

资料来源：公司 2024 年中期业绩说明会材料，华泰研究

黄原胶：竞争格局较好支撑底部盈利中枢

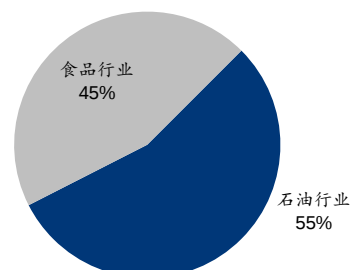
黄原胶分为食品级和工业级两种，下游主要用于食品、石油和医药等行业，主要作为增稠剂、悬浮剂、乳化剂和稳定剂，是目前全球生产规模最大的微生物多糖。

图表46：国内黄原胶供需数据



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

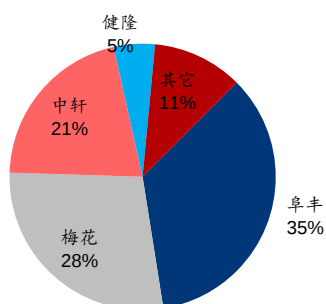
图表47：黄原胶下游消费结构（2022年）



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

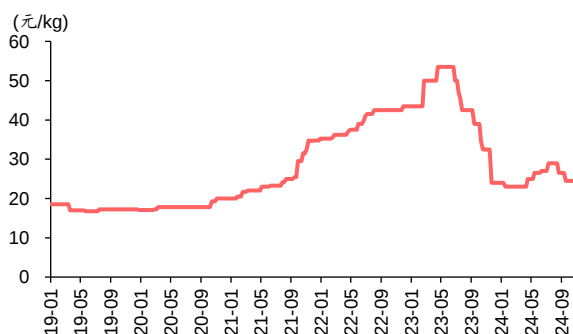
22-23H1 由于地缘冲突和原油价格高位、行业开工不稳定等，黄原胶价格大幅上行，23H2 以来油价中枢渐下移，以及头部企业梅花生物小幅扩产等因素，黄原胶价格逐步回归理性。参考华泰研究 24 年 10 月 12 日研报《弱势供需下，原油亟待再平衡》，考虑供应国财政及生产成本压力等因素，长期油价存底部支撑，预计 24-26 年布伦特原油均价 80/74/75 美元/桶，我们认为黄原胶需求仍具备支撑；全球黄原胶产能集中度高，据博亚和讯，22 年全球产量 CR4 近 9 成，虽 23 年梅花生物技改增加至 7.8 万吨/年，阜丰产能仍维持全球领先地位，且头部企业话语权进一步增强，需求支撑及格局较好，黄原胶价格底部或具备支撑。

图表48：2022 年全球黄原胶企业产量占比



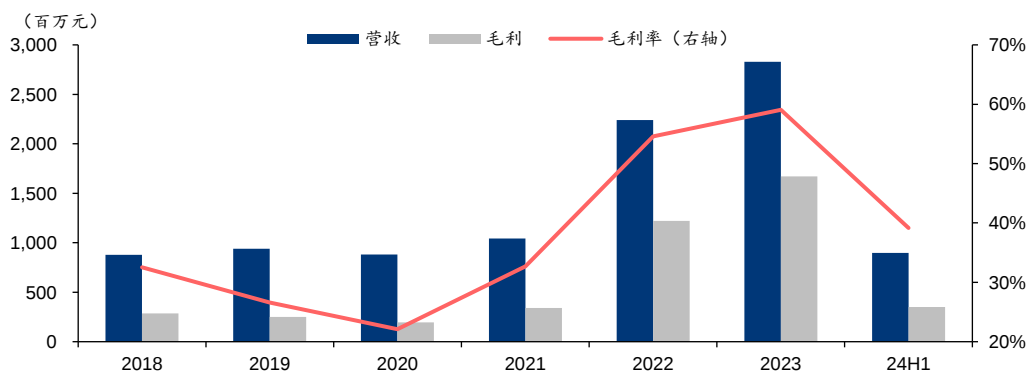
资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

图表49：黄原胶价格走势



资料来源：杭州维高，华泰研究

图表50：阜丰集团胶体板块收入、毛利和毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

首次覆盖阜丰集团，给予“增持”评级

(一) 主要板块销量和价格假设：

1) 食品添加剂：板块产品主要是味精和淀粉甜味剂等，味精方面 24H1 新增 40 万吨/年产能逐步试生产，我们预计公司 24-26 年味精产销逐步提升，味精竞争格局相对稳定，头部企业阜丰集团和梅花生物于 24 年均有扩产计划，叠加原材料玉米跌价等因素，我们预计 24 年味精价格中枢或有所下移，25 年以后伴随需求端拉动下行业有望逐步复苏，价格或有增长。据公司公告，24H1 味精销量为 75 万吨，单价为 7040 元/吨。由此假设味精 24-26 年销量分别 140/148/155 万吨，同比+8%/+6%/+5%，均价分别 7000/7100/7200 元/吨，同比-13%/+1%/+1%。

2) 动物营养：板块产品主要是赖氨酸、苏氨酸和玉米提炼产品等。豆粕减量替代和养殖复苏以及出口需求有望带动赖氨酸和苏氨酸需求增长，公司海外基地布局仍在选址初期，暂不考虑海外基地和新产能布局的影响。据公司公告，24H1 苏氨酸/赖氨酸销量分别 12/16 万吨。预计 24-26 年公司苏氨酸和赖氨酸销量呈现小幅增长态势，假设苏氨酸分别为 24/25/26 万吨 (yoy+5%/+4%/+4%)，赖氨酸为 35/37/39 万吨 (yoy+2%/+6%/+5%)；价格方面，据公司公告，24H1 苏氨酸/赖氨酸单价分别 9373/6460 元/吨，苏氨酸考虑供需格局较好，预计价格 24-26 年价格中枢稳步上移，假设分别为 9600/10200/10800 元/吨，赖氨酸方面，考虑梅花生物扩产但竞争格局仍相对有序等因素，预计 24-26 年价格相对平稳，假设均为 6500 元/吨左右。

3) 胶体：板块主要产品包括黄原胶和威兰胶等，据公司公告，24H1 黄原胶销量为 4.1 万吨，单价为 21188 元/吨。考虑需求相对稳定等因素，预计黄原胶产销较为稳定，假设 24-26 年均均为 8 万吨左右销量，均价方面，伴随 23H2 以来价格逐步回归理性，竞争格局较为稳定下预计 24-26 年价格保持相对平稳，假设均价分别 22000/23000/23000 元/吨，同比-43%/+5%/0%。

图表51：公司主要板块销量和均价假设（单位：万吨、元/吨）

项目	板块	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销量	食品添加剂						
	其中：味精	111	125	129	140	148	155
	yoy	-4%	13%	3%	8%	6%	5%
	动物营养						
	其中：苏氨酸	25	25	23	24	25	26
	yoy	33%	2%	-9%	5%	4%	4%
	其中：赖氨酸	26	28	34	35	37	39
	yoy	18%	8%	21%	2%	6%	5%
	胶体						
	其中：黄原胶	5.1	7.1	7.3	7.8	7.9	8.0
	yoy	-10%	39%	3%	7%	1%	1%
单价	食品添加剂						
	其中：味精	7674	8603	8006	7000	7100	7200
	yoy	24%	12%	-7%	-13%	1%	1%
	动物营养						
	其中：苏氨酸	9718	9847	9259	9600	10200	10800
	yoy	41%	1%	-6%	4%	6%	6%
	其中：赖氨酸	6437	7265	6347	6500	6500	6500
	yoy	32%	13%	-13%	2%	0%	0%
	胶体						
	其中：黄原胶	18974	31421	38263	22000	23000	23000
	yoy	31%	66%	22%	-43%	5%	0%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

(二) 主要板块收入和毛利率假设：

- 1) 食品添加剂：**板块收入方面，据公司公告，24H1 板块收入为 69 亿元。虽味精产销保持增长，但味精价格下滑影响下，24 年板块收入或小幅下滑，25-26 年伴随味精价格逐步复苏及板块其他产品增量贡献，收入有望恢复小幅增长，预计板块 24-26 年营收分别 127/134/141 亿元 (yoy-6%/+6%/+5%)；毛利率方面，据公司公告，24H1 板块毛利率为 11.0%，受味精跌价等因素拖累，预计 24 年毛利率较 23 年下移，25-26 年伴随味精价格逐步复苏，毛利率有所提高，假设 24-26 年分别为 10.5%/12.4%/12.8%，yoy-5.6/+1.9/+0.4pct。
- 2) 动物营养：**据公司公告，24H1 板块收入为 42 亿元。虽赖氨酸和苏氨酸营收有望保持增长，但 24 年玉米提炼产品收入受玉米价格下跌拖累，预计 24 年板块营收整体略下滑 1% 至 88 亿元，25-26 年恢复增长，分别为 93/98 亿元 (yoy+6%/+5%)；毛利率方面，据公司公告，24H1 板块毛利率为 20.4%，考虑苏/赖氨酸价格预期较好及玉米亩产提高等因素下原材料玉米或跌价，预计板块毛利率逐步改善，假设 24-26 年分别 20%/20.5%/20.8%，同比+2.9/+0.5/+0.3pct。
- 3) 高档氨基酸：**据公司公告，24H1 板块收入为 11 亿元。伴随公司产品线不断扩容及市场拓展，预计板块收入保持较快增长，假设 24-26 年分别为 24/26/29 亿元 (yoy+20%/+10%/+10%)；毛利率方面，据公司公告，24H1 板块毛利率为 36.8%。考虑产品附加值较高等因素，预计 24-26 年分别为 37%/38%/39%，同比-2.6/+1.0/+1.0pct，预计维持较高水平且相对稳定。
- 4) 胶体：**据公司公告，24H1 板块收入为 9 亿元。由于黄原胶价格中枢下移，预计 24-26 年板块盈利中枢较 22-23 年回落，分别为 17.6/18.6/18.8 亿元，同比-38%/+6%/+1%；毛利率方面，据公司公告，24H1 板块毛利率为 39.2%，由于 24 年黄原胶价格逐步回归理性，板块毛利率同比预计下滑-20pct 至 39%，考虑竞争格局较为稳定，预计 25-26 年维持 39% 左右。
- 5) 其他：**据公司公告，24H1 板块收入为 2.8 亿元，毛利率为-22.3%，由于肥料等副产品和玉米等价格关联度较高，玉米跌价等影响下，预计 24 年板块收入和毛利率同比均下滑，25-26 年伴随规模提升等有望小幅恢复增长，由此预计板块 24-26 年营收 yoy-19%/+3%/+3% 至 6.6/6.8/7.0 亿元，毛利率 yoy-12/+1/0pct 至 1%/2%/2%。

图表52： 公司分板块营收和毛利率预测（单位：百万元、%）

板块	项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
氨基酸分部	收入	19,424	24,083	24,369	23,804	25,304	26,743
	yoy	29%	24%	1%	-2%	6%	6%
	毛利率	17.41%	23.46%	18.35%	16.64%	18.02%	18.54%
	pct	1.14	6.05	-5.11	-1.71	1.38	0.53
其中：食品添加剂	收入	10,389	13,301	13,495	12,658	13,385	14,056
	yoy	15%	28%	1%	-6%	6%	5%
	毛利率	13.71%	19.51%	16.05%	10.50%	12.40%	12.80%
	pct	-2.03	5.79	-3.46	-5.55	1.90	0.40
	其中：味精收入	8,516	10,780	10,338	9,800	10,508	11,160
	yoy	18%	27%	-4%	-5%	7%	6%
其中：动物营养	收入	7,620	9,581	8,901	8,779	9,315	9,823
	yoy	50%	26%	-7%	-1%	6%	5%
	毛利率	17.97%	27.88%	17.14%	20.00%	20.50%	20.80%
	pct	4.55	9.92	-10.74	2.86	0.50	0.30
	其中：苏氨酸收入	2,395	2,470	2,121	2,304	2,550	2,808
	yoy	87%	3%	-14%	9%	11%	10%
	其中：赖氨酸收入	1,647	2,008	2,173	2,275	2,405	2,535
	yoy	69%	22%	8%	5%	6%	5%
其中：高档氨基酸	收入	1,415	1,201	1,973	2,367	2,604	2,865
	yoy	50%	-15%	64%	20%	10%	10%
	毛利率	41.53%	31.98%	39.56%	37.00%	38.00%	39.00%
	pct	4.80	-9.55	7.57	-2.56	1.00	1.00
胶体分部	收入	1,043	2,239	2,828	1,755	1,857	1,882
	yoy	18%	115%	26%	-38%	6%	1%
	毛利率	32.71%	54.56%	59.06%	39.00%	39.00%	39.00%
	pct	10.61	21.85	4.50	-20.06	0.00	0.00
其他	收入	1,073	1,153	810	656	679	701
	yoy	46%	7%	-30%	-19%	3%	3%
	毛利率	17.00%	29.54%	13.02%	1.00%	2.00%	2.00%
	pct	-5.88	12.54	-16.52	-12.02	1.00	0.00

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

（四）期间费用率假设：

销售费用率和管理费用率，考虑公司氨基酸和味精等业务模式相对成熟，我们预计销售费用、管理费用等随着公司规模增加而同步增长，因而销售费用率、管理费用率相对稳定，参考 23 年费用率水平，假设 24-26 年销售费用率、管理费用率分别为 6.4%和 4.3%左右。

图表53： 公司整体盈利预测

项目	单位	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	合计	21,540	27,475	28,007	26,215	27,840	29,327
	yoy	29%	28%	2%	-6%	6%	5%
毛利率	综合毛利率	18.13%	26.25%	22.31%	17.74%	19.03%	19.46%
	pct	1.26	8.12	-3.94	-4.56	1.28	0.44
期间费用率							
	销售费用率	6.51%	6.40%	6.44%	6.44%	6.44%	6.44%
	管理费用率	4.41%	3.83%	4.29%	4.29%	4.29%	4.29%
归母净利润（百万元）		1281	3861	3144	1937	2299	2501
	yoy	103.3%	201.5%	-18.6%	-38.4%	18.7%	8.8%
EPS（最新摊薄，元）		0.51	1.52	1.24	0.77	0.91	0.99

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

我们预计公司 24-26 年归母净利 19.4/23.0/25.0 亿元，对应 EPS0.77/0.91/0.99 元，按港币汇率 0.93 计算，对应 EPS0.83/0.98/1.06 港元。公司在港股市场尚无业务可比性较强的可比上市公司，我们选取 A 股梅花生物（主营氨基酸、味精等食品添加剂业务）、星湖科技（主营氨基酸、味精等食品添加剂业务）、新和成（主营蛋氨酸/维生素等食品、饲料或医药添加剂）作为可比公司，参考可比公司 25 年平均 10xPE 的 Wind 一致预期，考虑公司氨基酸占比偏低和港股流动性等因素，以及公司相对行业估值的历史折价水平一直较高，给予公司 25 年 6xPE 估值，目标价 5.88 港元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表54：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股）		EPS（元）			P/E（x）		
		12月24日	12月24日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
梅花生物	002597 CH	10.6	302	1.04	1.16	1.27	10	9	8
星湖科技	002001 CH	6.83	113	0.60	0.71	0.82	11	10	8
新和成	688639 CH	22.24	684	1.80	1.99	2.21	12	11	10
平均							11	10	9
阜丰集团	0546 HK	5.46	138	0.83	0.98	1.06	7	6	5

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期；阜丰集团股价、EPS 和市值单位按照港币计

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

下游需求不及预期：

公司主营产品下游与养殖、食品加工等行业关联度高，若未来下游需求增长不及预期，将影响公司产品需求和景气，进而对公司盈利能力造成不利影响。

产品竞争格局恶化：

若未来赖氨酸、苏氨酸和味精等产品行业扩产提速，竞争格局恶化或导致产品景气持续低迷，将对公司未来盈利增长造成不利影响。

新项目进度不及预期：

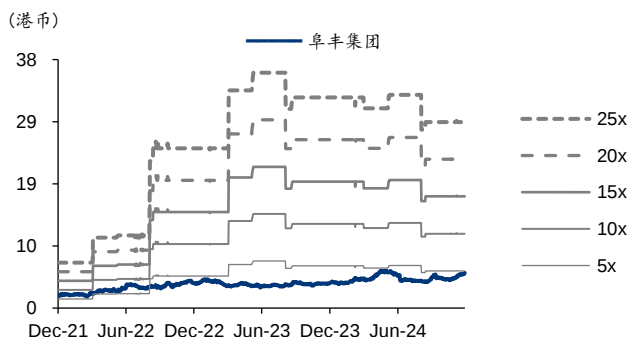
公司味精新产能处于试生产阶段，同时未来计划布局海外基地，若未来新产能释放和新项目进度缓慢，以及产品的拓展进度不及预期，可能对公司未来成长性造成不利影响。

图表55：报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
梅花生物	002597 CH	星湖科技	002001 CH	中粮生化	未上市	三九味精	未上市
希杰	001040 KS	味之素	2802 JP	中轩	未上市	德隆	未上市
新和成	688639 CH						

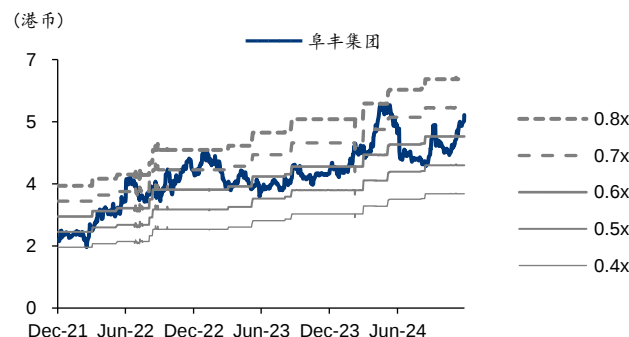
资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

图表56：阜丰集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表57：阜丰集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司