



港股研究 | 公司深度 | 阜丰集团 (0546.HK)

**味精行业龙头，不断拓展发酵平台**

## 报告要点

公司是全球味精行业龙一，味精行业 2024 年龙头投产结束，需求有增长，预计行业景气有望触底向上，公司弹性较大；同时公司饲料氨基酸规模领先，受益于行业格局逐步优化，需求上行，同时公司积极布局出海业务，带来新成长。预计 2025-2027 年归属净利润为 25.1、26.9、29.6 亿元，首次给予“买入”评级。

## 分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王呈

SAC: S0490525040004

阜丰集团 (0546.HK)

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

## 味精行业龙头，不断拓展发酵平台

### 公司介绍：领先的发酵企业，注重股东回报

阜丰集团主要产品包括食品添加剂（味精）、动物营养（赖氨酸、苏氨酸、玉米提炼产品）、高档氨基酸（色氨酸、缬氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、谷氨酰胺、透明质酸）、胶体（黄原胶）等。公司规模优势领先，公司 2023 年底味精的产能为 133 万吨/年，2024 年底产能为 165 万吨/年，投产完后，产能有望达到 173 万吨/年，为全球规模第一；赖氨酸产能为 38 万吨/年，为全球规模第四；苏氨酸产能为 26.3 万吨/年，为全球规模第二；黄原胶产能为 8 万吨/年，为全球规模第一。同时，未来公司也积极布局海外基地，2024 年公司规划两个海外生产基地的位置。2018-2021 年公司分红率保持 33%-35%，2022-2024 年分红率为 35%+5%特别股息。以 2025 年 6 月 17 日的股价测算，公司的股息率（TTM 约为）5.7%。

### 味精：行业集中度高，景气触底后有望回升

味精是国内外应用最为广泛的鲜味剂，全球工业味精需求超过 300 万吨，市场呈现稳定增长的态势。中国是全球第一大味精消费国，消费量约占全球总量的 70%。近年来我国味精表观消费量保持稳定增长，2024 年中国表观消费量为 224 万吨，味精出口量为 96.2 万吨，海外需求增长较快，2018-2024 年味精出口复合增速达到 10.3%。2024 年中国在全球味精产业中占据主导地位，产能占比高达 80.3%，2024 年我国味精行业产能为 394 万吨/年，2024 年 CR3 为 85.0%。2024 年阜丰、梅花新项目相继投产，味精景气下行，后续随着需求逐步消化新增产能，且行业集中度进一步提升，预计未来味精行业有望从底部逐步迎来向上。

### 赖氨酸、苏氨酸：新兴地区消费快速增长，海外产能存退出趋势，格局改善

赖氨酸、苏氨酸需求有望持续扩张：1) 亚非拉饲料产量、氨基酸添加比例增加，带动氨基酸需求。以赖氨酸、苏氨酸为例，我国出口到亚非拉的赖氨酸、苏氨酸增长较快，增速大于相关区域的饲料产量增长，这背后或有氨基酸产业向国内转型的原因，也有发展中地区添加比例提升的原因；2) 低蛋白日粮趋势下，使用饲料氨基酸势在必行。氨基酸替代豆粕可以缓解中国大豆种植、进口压力，降低养殖过程中氮排放造成的环境污染，我国也在持续推广低蛋白日粮技术。供给端海外企业竞争能力不足：根据博亚和讯，赖氨酸行业中的海外企业（希杰、ADM、赢创、大象等）供应占比呈下滑趋势，苏氨酸行业中的海外企业（味之素、赢创、ADM）2023 年供应量占比几乎为 0。因此，随着需求的拉动以及全球产能的转移，景气度有望提升。分品种来看，苏氨酸目前行业 CR3 达到 83%且短期尚未有产能扩张，预计景气上行趋势更为明显。

### 黄原胶：价格波动大，景气逐步趋稳

黄原胶分为食品级和石油级，2022 年由于地缘政治冲突，油价大涨，黄原胶在石油开采领域的用量增长，行业迎来一波景气，2023-2024 黄原胶景气下行，价格基本回归至正常水平，预计后续价格趋稳。

### 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是全球味精行业龙一，味精行业 2024 年龙头投产结束，需求有增长，预计行业景气有望触底向上，公司弹性较大；同时公司饲料氨基酸规模领先，受益于行业格局逐步优化，需求上行，同时公司积极布局出海业务，带来新成长。预计 2025-2027 年归属净利润为 25.1、26.9、29.6 亿元，首次给予“买入”评级。

### 风险提示

1、全球养殖需求不景气；2、新产品的开发和推广的风险；3、汇率波动的风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价 (HKD) 7.04

注：股价为 2025 年 6 月 19 日收盘价



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

公司介绍：领先的发酵企业，注重股东回报 .....	6
公司业务：立足大发酵平台，味精行业龙头 .....	6
股权结构集中，持续多年回馈股东 .....	8
财务摘要：规模稳步放大，盈利逐步上台阶 .....	9
味精：行业集中度高，景气触底后有望回升 .....	11
赖氨酸、苏氨酸：新兴地区消费快速增长，海外产能存退出趋势，格局改善 .....	14
需求端：亚非拉饲料产量/添加比例增长+低蛋白日粮推广促进需求增长 .....	14
供应端：海外氨基酸供应能力有下降趋势 .....	19
赖氨酸：出口亚非拉增长快，产业集中度提升 .....	20
苏氨酸：亚非拉需求增长快，行业格局好 .....	23
黄原胶：价格波动大，景气逐步趋稳 .....	26
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 .....	27
风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司生产基地分布 .....	6
图 3：公司产品产业链 .....	7
图 4：公司股权结构（截至 2024 年年报） .....	8
图 5：阜丰集团 2010-2024 年分红情况 .....	8
图 6：阜丰集团股价以及业绩表现 .....	9
图 7：公司分业务收入分布 .....	9
图 8：公司分业务毛利分布 .....	9
图 9：公司毛利率以及净利率 .....	10
图 10：公司分产品毛利率 .....	10
图 11：公司经营活动现金流量净额以及收现比 .....	10
图 12：公司资产负债率情况 .....	10
图 13：味精制备流程 .....	11
图 14：2024 年味精下游应用领域 .....	11
图 15：中国味精表观消费量以及同比情况 .....	11
图 16：我国味精出口量稳中有升 .....	12
图 17：2024 年我国谷氨酸钠出口主要贸易国 .....	12
图 18：2016-2024 年味精行业产能（万吨/年） .....	13
图 19：味精行业价格以及价差情况 .....	13
图 20：2017-2024 年全球饲料用氨基酸产业规模（万吨） .....	14
图 21：2017-2024 年中国饲料用氨基酸产业规模（万吨） .....	14
图 22：全球饲料产量保持稳定增长 .....	15

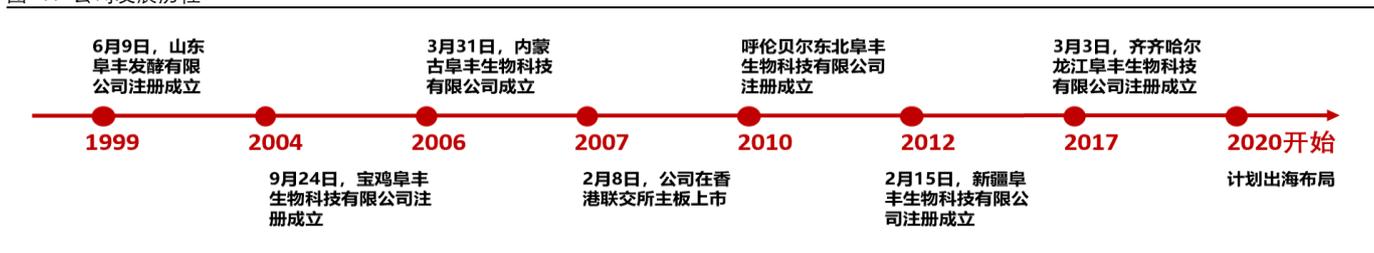
图 23: 我国为饲料第一大生产国 (2024 年)	15
图 24: 2018-2024 年我国工业饲料总产量	15
图 25: 我国饲料结构比例	15
图 26: 我国大豆进口依赖度高	18
图 27: 我国玉米进口依赖度低	18
图 28: 一种杂粕猪饲料配方下或产生的对应氨基酸的需求	19
图 29: 赖氨酸国内供应量和海外供应量占比	20
图 30: 苏氨酸国内供应量和海外供应量占比	20
图 31: 中国赖氨酸酯和盐年度出口量	21
图 32: 全球、中国赖氨酸产能以及同比增速	22
图 33: 全球赖氨酸供应量市占率情况	22
图 34: 2010-至今赖氨酸价格价差走势情况	23
图 35: 中国苏氨酸年度出口量	23
图 36: 全球、中国苏氨酸产能以及同比增速	24
图 37: 全球苏氨酸供应量市占率情况	24
图 38: 2010-至今苏氨酸价格价差走势情况	25
图 39: 阜丰集团黄原胶销售价格 (不含税)	26
表 1: 公司 2024 年主要产品产能情况	6
表 2: 2024 年中国味精以及谷氨酸钠年度出口拆分 (万吨)	12
表 3: 全球饲料分区域产量 (百万吨)	15
表 4: 全球饲料分区域产量占比 (除中国)	16
表 5: 中国赖氨酸和苏氨酸出口分布 (万吨)	16
表 6: 中国赖氨酸和苏氨酸出口比例分布	17
表 7: 国内配合饲料推荐用量和推荐日粮可消化氨基酸含量对比	17
表 8: 我国提出的豆粕减量方案	18
表 9: 《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》中无豆粕日粮配方的示例	19
表 10: 2024 年赖氨酸 (折 98%) 相关厂商供应情况	22
表 11: 2024 年苏氨酸相关厂商供应情况	24
表 12: 黄原胶主要应用领域	26

## 公司介绍：领先的发酵企业，注重股东回报

### 公司业务：立足大发酵平台，味精行业龙头

阜丰集团是一家老牌的大发酵公司。阜丰集团于 1999 年创立，是一家致力于生物发酵产品的研发、生产和销售的集团公司。主要产品包括：谷氨酸、味精、赖氨酸、苏氨酸、黄原胶、肥料及淀粉糖等，产品广泛应用于不同行业，包括饮食、保健、农业、制药以及石油勘探等。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司是味精行业龙头，赖氨酸、苏氨酸规模优势领先。在产品规模上面，公司 2023 年年底味精的产能为 133 万吨/年，2024 年年底产能为 165 万吨/年，投产完后，产能有望达到 173 万吨/年，为全球规模第一；赖氨酸产能为 38 万吨/年，为全球规模第四；苏氨酸产能为 26.3 万吨/年，为全球规模第二；黄原胶产能为 8 万吨/年，为全球规模第一。同时，公司也生产一些小品种氨基酸，细分品种居领先水平。

表 1：公司 2024 年 12 月 31 日主要产品产能情况

板块	产品	产能 (万吨/年)
食品添加剂	味精	165
	淀粉甜味剂	72
动物营养	赖氨酸	38
	苏氨酸	26.3
胶体	黄原胶	8

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司在国内拥有多个生产以及销售基地。阜丰集团在国内黑龙江、新疆、内蒙古及陕西拥有共 5 个生产基地，布局味精、黄原胶、氨基酸等产品，因地制宜，离玉米产区较近。同时，未来公司也积极布局海外基地，2024 年公司规划两个海外生产基地的位置。

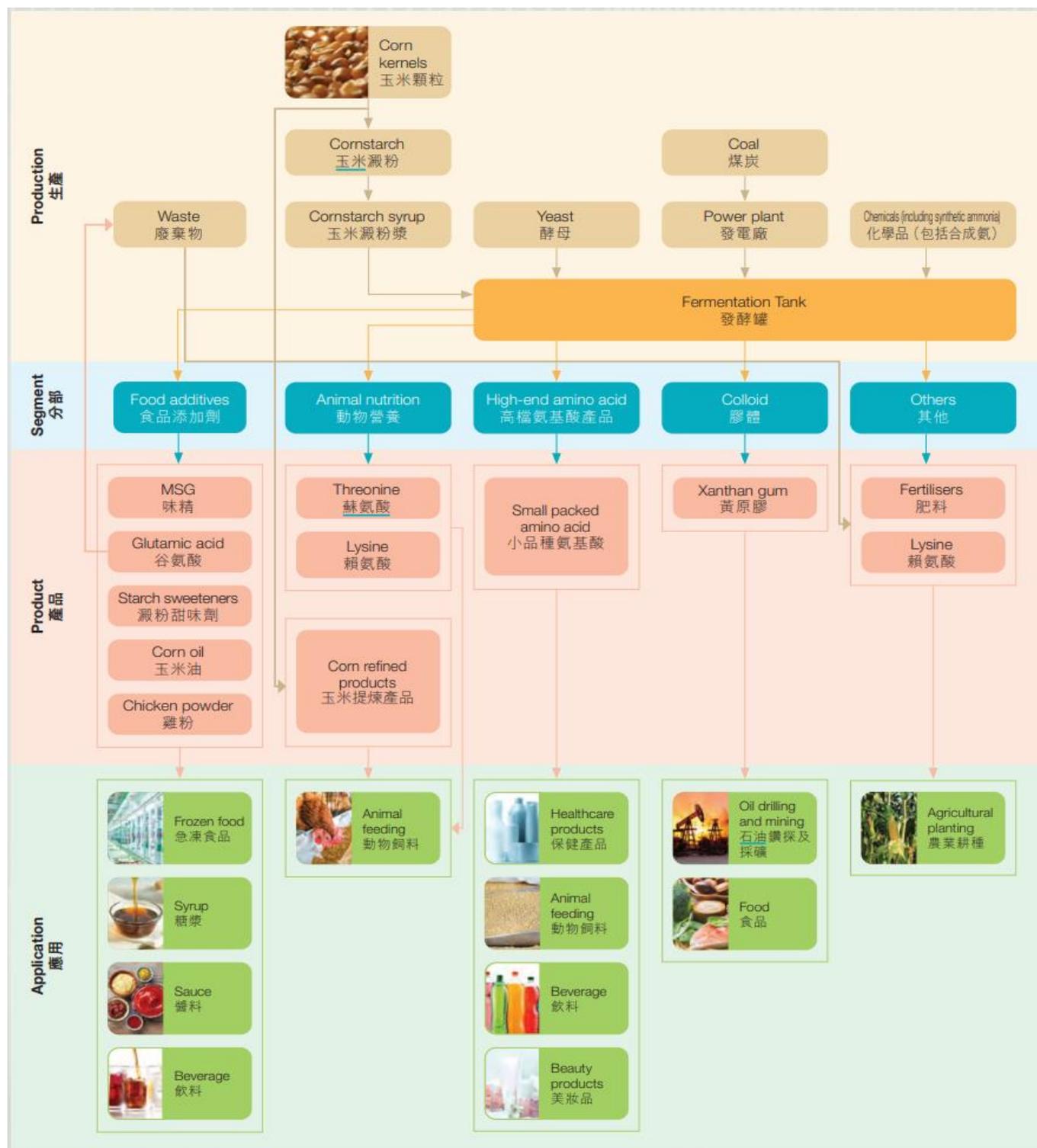
图 2：公司生产基地分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

阜丰集团目前的产品分为 5 个板块。食品添加剂（包括味精）、动物营养（包括赖氨酸、苏氨酸、玉米提炼产品）、高档氨基酸（包括色氨酸、缬氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、谷氨酰胺、透明质酸）、胶体（包括黄原胶）、其他（包括肥料、合成氨等）。

图 3：公司产品产业链

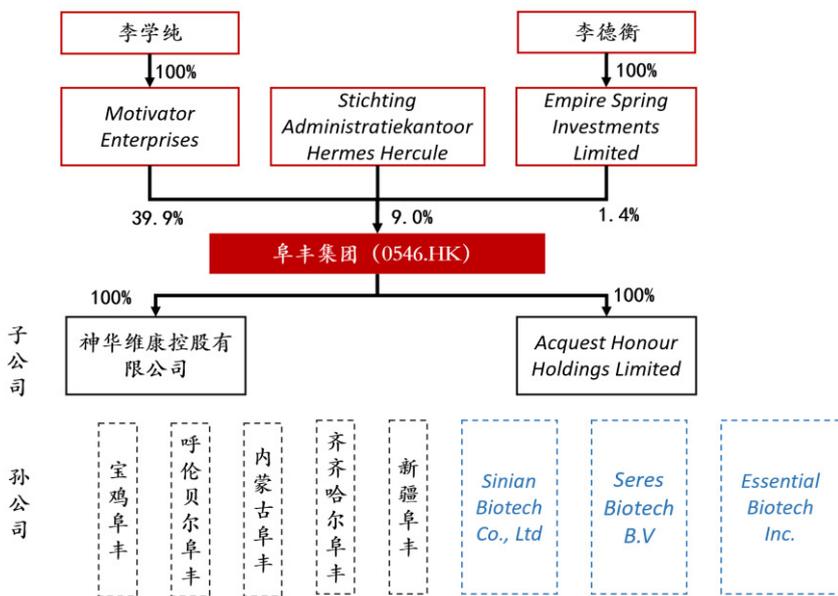


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 股权结构集中，持续多年回馈股东

阜丰集团的实际控制人是李学纯董事长。董事会成员包括三位执行董事及三位独立非执行董事。执行董事中，李学纯先生担任董事会主席，也是公司的董事长，其子李广玉先生、妹夫李德衡先生担任联席行政总裁。李学纯先生及李德衡先生通过离岸公司(如 BVI、开曼群岛注册公司)间接持有香港上市公司股份，李学纯先生通过 Motivator Enterprises 持有公司 39.9% 的股份。阜丰集团在国内黑龙江、新疆、内蒙古及陕西拥有共 5 个生产基地布局味精、黄原胶、氨基酸等产品。

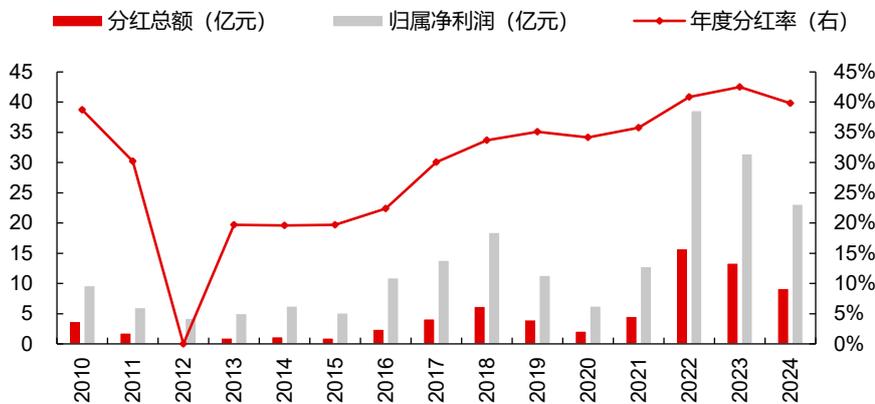
图 4：公司股权结构（截至 2024 年年报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司多年保持分红回馈股东。2018-2021 年公司分红率保持 33%-35%，2022-2024 年分红率为 35%+5% 特别股息。以 2025 年 6 月 17 日的股价测算，公司的股息率 (TTM) 约为 5.7%。

图 5：阜丰集团 2010-2024 年分红情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 财务摘要：规模稳步放大，盈利逐步上台阶

公司龙头地位强，产品线不断丰富，盈利节节高升。2010-2024 年伴随着公司规模扩大，公司营收以及业绩快速增长，2010-2024 年公司营业收入复合增速为 11.0%，归母净利润复合增速为 6.4%。2022 年由于农产品+原油景气度同步上行，同时氨基酸景气度较好，公司业绩达到历史高峰，2022 年公司实现归母净利润 38.6 亿元；2024 年由于味精产能投放较多，景气度有所回落，2024 年公司实现收入 277.6 亿元（同比-1.3%），实现归母净利润 23.1 亿元（同比-26.5%）。

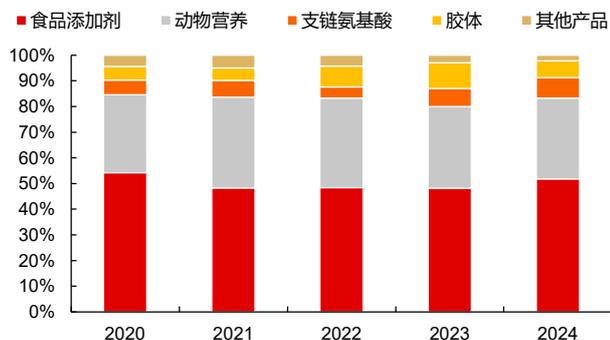
图 6：阜丰集团股价以及业绩表现



资料来源：公司公告，wind，长江证券研究所

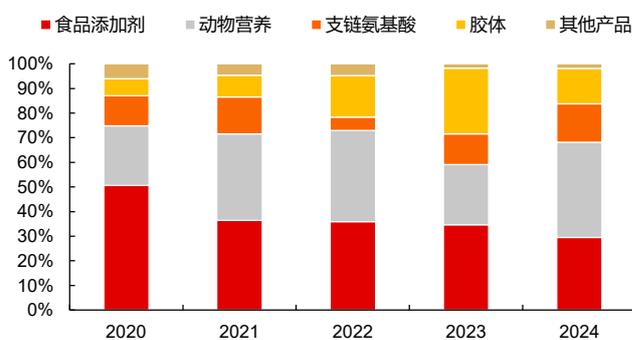
目前公司食品添加剂、动物营养板块占收入以及毛利贡献大头。2024 年公司食品添加剂、动物营养、高档氨基酸、胶体以及其他产品收入占比为 51.8%、31.5%、8.0%、6.5%、2.2%；毛利占比为 30.6%、40.1%、16.2%、14.9%、-1.9%。

图 7：公司分业务收入分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

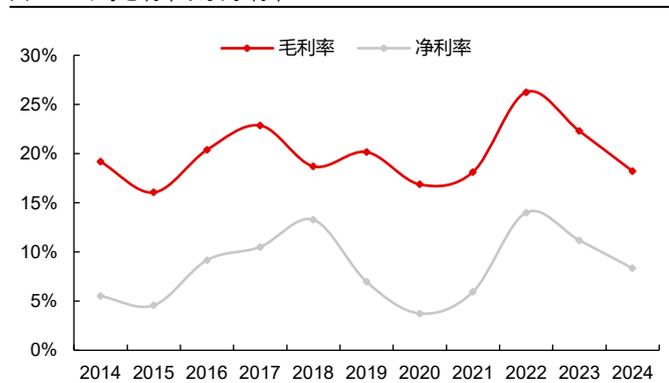
图 8：公司分业务毛利分布



资料来源：Wind，长江证券研究所

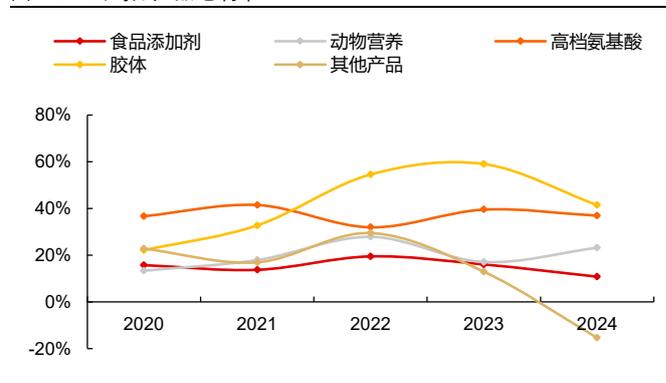
公司通过发酵平台，实现多产品布局，利润率波动但是幅度有限。2024 年公司整体实现销售毛利率 18.2%（同比-4.1pct），实现销售净利率 8.3%（同比-2.9pct），2024 年公司食品添加剂、胶体毛利率下滑，但是动物营养板块毛利率实现增长。

图 9：公司毛利率以及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

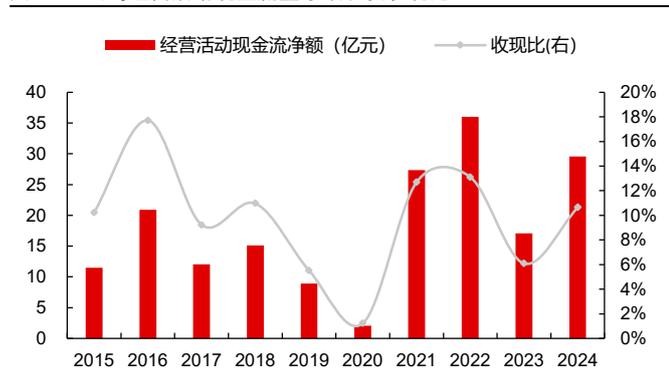
图 10：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

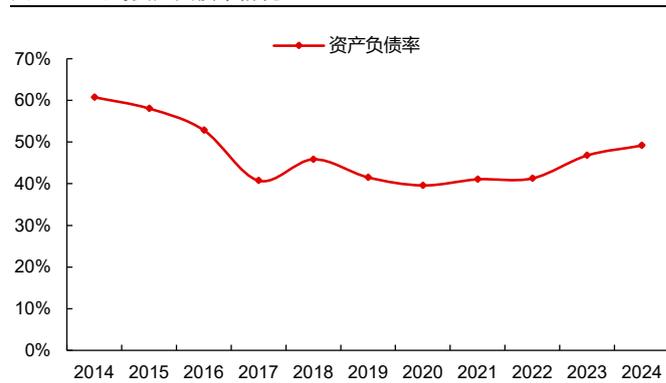
公司自由现金相对充足，2024 年收现比达到 10.6%；2017 年以后，公司资产负债率基本控制在 50%以下，偿债能力相对合理，风险可控。2023-2024 年公司研发投入分别为 3.8/3.7 亿元，占公司营业收入比重分别为 1.3%/1.3%。

图 11：公司经营活动现金流量净额以及收现比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：公司资产负债率情况

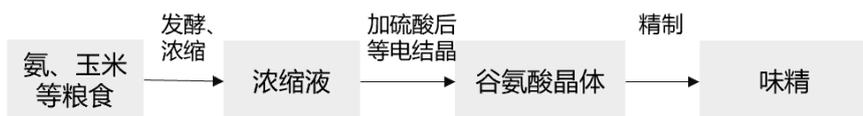


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 味精：行业集中度高，景气触底后有望回升

味精化学成分为谷氨酸钠，是一种鲜味调味料。味精的成分是谷氨酸的钠盐，以淀粉质、糖质为原料，经微生物（谷氨酸棒杆菌等）发酵，再经过提取、中和、结晶等方法制成。谷氨酸钠在人体内参与蛋白质正常代谢，促进氧化过程，对脑神经和肝脏有一定保健作用。成年人食用量可没限制，但婴儿不宜食用。

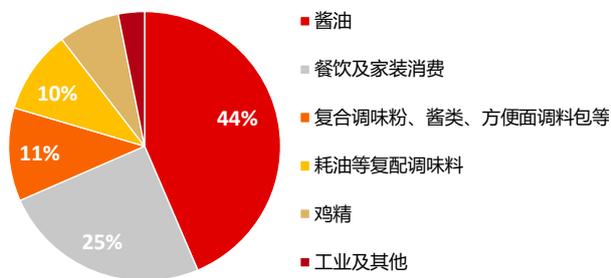
图 13：味精制备流程



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

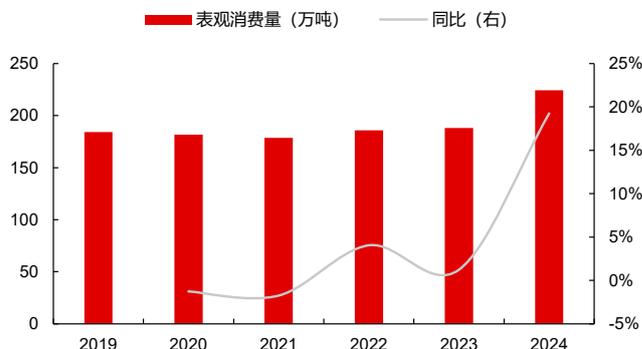
我国是味精的主要消费国，味精市场需求近年来维持稳定增加。全球工业味精需求超过 300 万吨，市场呈现稳定增长的态势。中国是全球第一大味精消费国，消费量约占全球总量的 70%。根据卓创资讯，味精下游主要应用领域为酱油、餐饮、复合调味粉等、耗油等复配调味料，占比分别为 44%、25%、11%、10%。近年来味精表观消费量保持稳定向上，2024 年中国表观消费量为 224 万吨（同比 2023 年增长 19%），作为应用最为广泛的食品鲜味剂，我们认为味精在调味品市场的效益拥有不可替代性，并具有一定的刚需属性，未来市场规模有望维持稳定增长。

图 14：2024 年味精下游应用领域



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

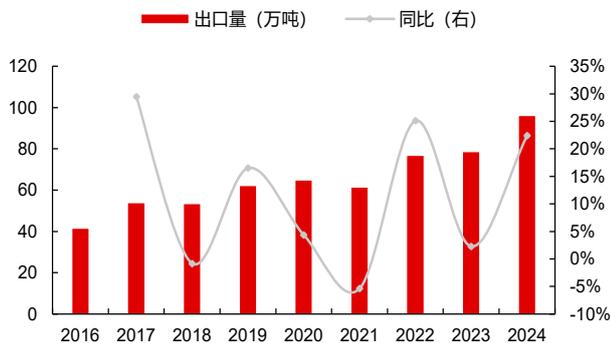
图 15：中国味精表观消费量以及同比情况



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

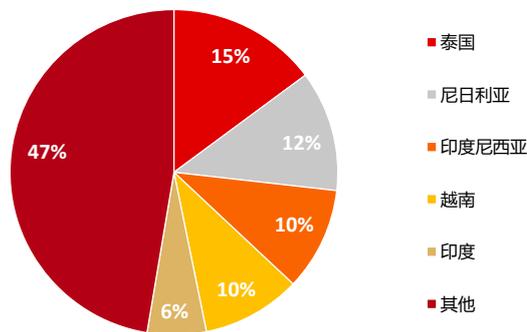
我国味精近年来出口保持稳步增长。我国味精出口依赖度较高，2024 年味精出口量为 96.2 万吨，出口主要地区为东南亚的泰国、越南、印尼及非洲、缅甸等，亚洲国家整体出口占比达到 58.7%。根据海关总署，2018-2024 年味精出口复合增速达到 10.3%。

图 16：我国味精出口量稳中有升



资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 17：2024 年我国谷氨酸钠出口主要贸易国



资料来源：海关总署，长江证券研究所

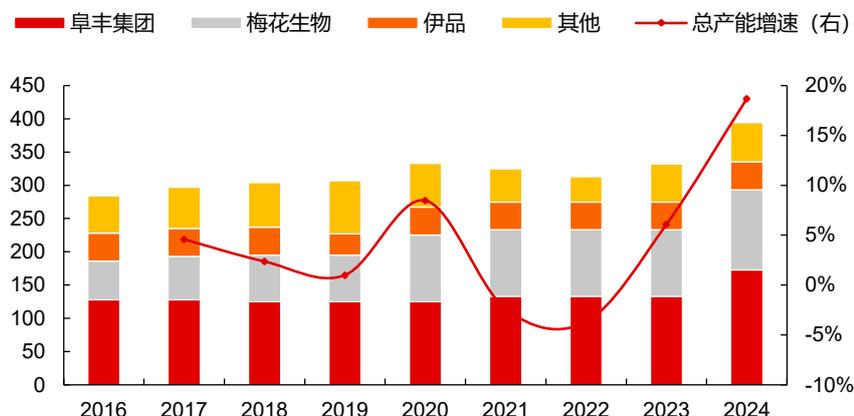
表 2：2024 年中国味精以及谷氨酸钠年度出口拆分（万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2018-2024CAGR
欧洲	6.8	7.6	11.2	8.5	12.2	11.5	14.1	7.9%
亚洲	35.8	43.0	41.8	40.6	45.6	49.8	56.5	13.0%
非洲	8.0	10.2	10.5	10.9	13.9	12.0	19.6	16.2%
拉丁美洲	2.3	2.8	2.7	3.2	4.4	4.8	5.2	14.5%
北美	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	6.9%
大洋洲	0.24	0.29	0.29	0.28	0.34	0.25	0.30	3.6%
味精出口合计	53.4	64.3	66.9	63.8	76.9	78.6	96.2	10.3%

资料来源：海关总署，长江证券研究所

**味精行业格局改善。**2024 年，中国在全球味精产业中占据主导地位，产能占比高达 80.3%，稳居全球最大味精生产国和出口国的宝座。味精行业形成新的“三巨头”格局之前，味精行业曾经历过多轮出清。工信部曾发布的 2013 年 19 个工业行业淘汰落后产能目标中，味精行业的目标任务同比增幅最大，增加了 14.2 万吨。历经数轮整合后，年产能 5 万吨以下的味精生产企业已全部被淘汰出局，味精行业市场集中度呈现较高水平。根据卓创资讯，2024 年我国味精行业产能为 394 万吨/年，2024 年 CR3 为 85.0%。2024 年主要由龙头扩产，阜丰集团、梅花生物均有产能扩张。

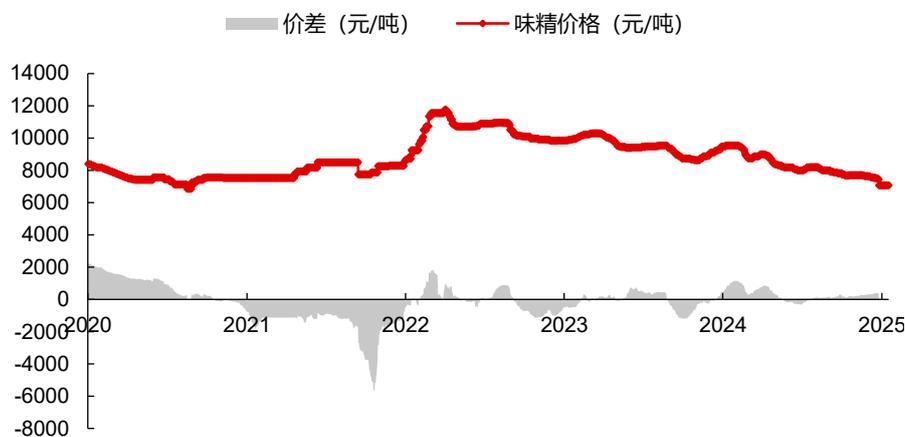
图 18: 2016-2024 年味精行业产能 (万吨/年)



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

**味精集中度高, 2024 年内有产能增加, 景气基本触底。**味精主要原材料包括玉米、煤、硫酸、纯碱等, 其价格与玉米价格具有一定的相关性。味精行业前期具备一定周期性, 主要由产能周期所致, 如 2020 年行业新增产能较多造成景气下行。2024 年阜丰、梅花新项目相继投产, 味精景气下行, 目前已位于底部。味精目前国内需求保持小幅稳定增长, 出口亚非拉国家较快, 随着需求逐步消化新增产能, 且行业集中度进一步提升, 预计未来味精行业有望从底部逐步迎来向上。

图 19: 味精行业价格以及价差情况



资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

## 赖氨酸、苏氨酸：新兴地区消费快速增长，海外产能存退出趋势，格局改善

公司动物营养板块主要包括赖氨酸、苏氨酸、玉米提炼产品，以下分析主要针对赖氨酸、苏氨酸行业。

### 需求端：亚非拉饲料产量/添加比例增长+低蛋白日粮推广促进需求增长

全球饲用氨基酸规模快速增长，中国饲用氨基酸规模占全球比重持续提高。据博亚和讯测算，2024 年全球四大饲用氨基酸（赖氨酸、蛋氨酸、苏氨酸、色氨酸）总供应量达 698.6 万吨，同比增长 13.5%，2017 年以来饲用氨基酸产业规模年均复合增长率为 5.0%。2024 年中国饲用氨基酸供应量为 489.0 万吨，同比增长 12.9%，2017 年以来年均复合增长率为 11.0%，远高于全球增长速度。中国饲用氨基酸供应量占全球比重持续提高，2024 年中国饲用氨基酸占全球比重达到 70%左右。

图 20：2017-2024 年全球饲料用氨基酸产业规模（万吨）



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

图 21：2017-2024 年中国饲料用氨基酸产业规模（万吨）



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

我们认为氨基酸行业的规模有望保持增长。从长期趋势来观测，氨基酸需求的利好点如下：

- 部分地区（亚非拉）的饲料产量、氨基酸添加比例仍然有提升空间，带动氨基酸的需求增长。
- 低蛋白日粮趋势下，使用氨基酸缓解大豆种植、进口压力，降低养殖过程中氮排放造成的环境污染。

### 亚非拉的饲料产量/添加比例仍然有提升空间

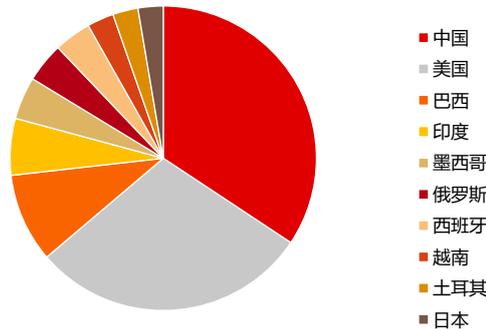
全球饲料产量保持稳定增长，有望拉动氨基酸用量。根据奥特奇年度饲料调查报告，2014-2024 年全球饲料产量复合增速为 3.6%，2024 年全球饲料产量保持稳定，总量为 14.0 亿吨，未来人口增加，经济增长，人们消费水平提高，有望带来对蛋白的需求增长。如此，畜牧养殖业及上游饲料消费量有望持续向上，拉动添加剂氨基酸的用量。2024 年十大饲料生产国共生产饲料 9.2 亿吨，占全球饲料产量的 66%。

图 22: 全球饲料产量保持稳定增长



资料来源: 奥特奇, 长江证券研究所

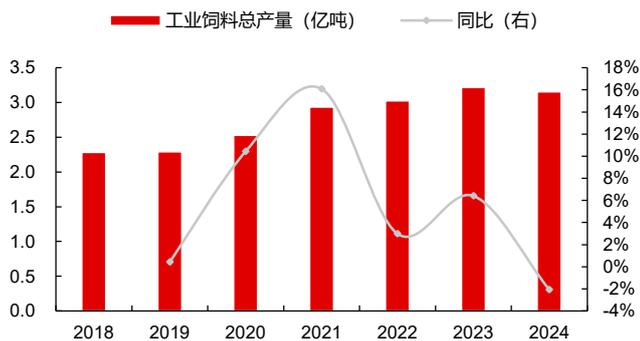
图 23: 我国为饲料第一大生产国 (2024 年)



资料来源: 奥特奇, 长江证券研究所

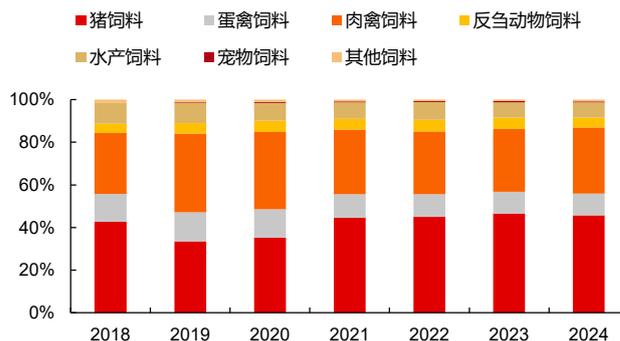
我国饲料保持稳定增长, 主要以猪饲料为主。2018-2024 年我国工业饲料产量复合增速为 5.5%, 2024 年全国工业饲料总产量达 3.2 亿吨, 同比下滑 2.1%。其中, 猪饲料在工业饲料中占比最高, 2024 年达 45.7%。伴随着猪存栏量变化, 养殖行业景气度具有周期属性。

图 24: 2018-2024 年我国工业饲料总产量



资料来源: 中国饲料工业协会, 长江证券研究所

图 25: 我国饲料结构比例



资料来源: 中国饲料工业协会, 长江证券研究所

全球饲料产量整体呈增长情况。亚非拉地区发展中国家较多, 人口增长较快, 因此相关养殖业等仍然呈稳步增长态势。

表 3: 全球饲料分区产量 (百万吨)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2018-2024CAGR
亚洲	385	427	434	458	469	475	533	6%
北美	232	236	237	253	262	259	291	4%
欧洲	279	265	262	267	263	253	268	-1%
拉丁美洲	164	168	177	178	198	201	198	3%
非洲+中东	68	70	68	69	86	87	96	6%
大洋洲	11	11	10	10	10	11	11	0%
合计	1139	1176	1188	1236	1289	1287	1397	3%

资料来源: 奥特奇, 长江证券研究所

表 4: 全球饲料分区域产量占比 (除中国)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
亚洲 (除中国)	20.7%	20.4%	20.5%	20.2%	20.2%	20.8%	21.0%
北美	24.4%	24.6%	25.0%	26.0%	25.5%	25.3%	25.0%
欧洲	29.3%	29.1%	27.6%	27.4%	25.6%	24.7%	24.4%
拉丁美洲	17.3%	17.5%	18.6%	18.3%	19.3%	19.6%	19.3%
非洲	7.2%	7.3%	7.2%	7.1%	8.4%	8.5%	9.2%
中东	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
大洋洲	20.7%	20.4%	20.5%	20.2%	20.2%	20.8%	21.0%

资料来源: 奥特奇, 长江证券研究所

我国出口到亚非拉的赖氨酸、苏氨酸增长较快。根据全球除中国分区域产量占比以及我国赖氨酸出口占比可以发现, 我国出口于欧洲地区的赖氨酸、苏氨酸占比大大高于欧洲地区饲料产量占比, 或意味着欧洲地区在氨基酸的推广/添加上处于较高水平。近年来, 我国出口到亚非拉的赖氨酸、苏氨酸增长较快, 增速大于相关区域的饲料产量增长, 2018-2024 年赖氨酸出口复合增速达到 18%, 其中出口于亚非拉地区复合增速达到 23.8%, 出口于欧洲地区的占比从 51.2% 下降至 31.5%; 2018-2024 年苏氨酸出口复合增速达到 7.4%, 其中出口于亚非拉地区复合增速达到 10.0%, 出口于欧洲地区的占比从 46.1% 下降至 38.3%。以赖氨酸、苏氨酸为例, 我们认为新兴地区氨基酸产业的崛起值得期待, 这背后表征了氨基酸产业向国内转型的趋势, 也有发展中地区氨基酸添加比例提升的趋势。

表 5: 中国赖氨酸和苏氨酸出口分布 (万吨)

地区	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2018-2024CAGR	
赖氨酸	亚洲	11.9	17.5	20.8	23.8	30.2	34.2	39.2	22.0%
	北美	1.5	4.9	7.6	6.0	7.0	10.5	12.1	41.6%
	欧洲	20.8	24.6	36.5	37.9	37.0	30.5	34.8	9.0%
	拉丁美洲	2.7	7.1	8.1	8.3	10.7	13.9	15.4	33.9%
	非洲	2.6	3.5	4.0	4.5	5.9	5.4	7.2	18.5%
	大洋洲	1.0	1.1	1.2	1.8	1.8	1.6	1.7	9.1%
	合计	40.5	58.7	78.2	82.6	92.7	96.1	110.6	18.2%
	苏氨酸	亚洲	12.7	13.2	14.7	16.2	16.5	18.6	22.2
北美		4.4	6.6	6.5	4.3	4.5	5.4	6.3	6.2%
欧洲		22	19	24	24	22	21	27.5	4.1%
拉丁美洲		7.2	8.0	9.7	10.3	9.9	9.9	12.2	9.2%
非洲		1.0	0.9	1.1	1.5	1.8	1.6	2.7	18.8%
大洋洲		0.6	0.6	0.7	1.0	0.8	0.9	1.0	8.5%
合计		47.4	48.1	56.2	57.7	55.3	57.6	71.8	7.4%

资料来源: 海关总署, 长江证券研究所

表 6: 中国赖氨酸和苏氨酸出口比例分布

	地区	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
赖氨酸	亚洲	29.3%	29.8%	26.5%	28.8%	32.6%	35.5%	35.5%
	北美	3.7%	8.3%	9.7%	7.3%	7.6%	11.0%	11.0%
	欧洲	51.2%	41.9%	46.6%	45.9%	39.9%	31.7%	31.5%
	拉丁美洲	6.6%	12.1%	10.4%	10.0%	11.5%	14.5%	14.0%
	非洲	6.4%	5.9%	5.1%	5.5%	6.3%	5.7%	6.5%
	大洋洲	2.6%	1.9%	1.5%	2.2%	1.9%	1.6%	1.6%
	苏氨酸	27.2%	27.7%	26.4%	28.5%	30.2%	32.7%	30.9%
苏氨酸	北美	9.3%	13.8%	11.7%	7.6%	8.2%	9.5%	8.7%
	欧洲	46.1%	39.6%	42.4%	43.0%	40.2%	37.4%	38.3%
	拉丁美洲	15.3%	16.9%	17.4%	18.1%	18.0%	17.4%	16.9%
	非洲	2.0%	1.9%	2.1%	2.7%	3.3%	2.8%	3.7%
	大洋洲	1.3%	1.2%	1.2%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%

资料来源: 海关总署, 长江证券研究所

**部分地区的氨基酸添加比例仍有提升空间。**以我国为例, 通过类比, 我国农业部对于氨基酸在配合饲料中的推荐用量低于得克萨斯农工大学和 NRC 推荐日粮可消化氨基酸含量, 我国以及部分国家在氨基酸的添加比例上仍然有提升空间。

表 7: 国内配合饲料推荐用量和推荐日粮可消化氨基酸含量对比

	国内在配合饲料或全混合日粮中的推荐用量	推荐日粮可消化氨基酸含量
赖氨酸	0-0.5%	0.5-1.2%
蛋氨酸	0-0.2%	0.1-0.3%
苏氨酸	0~0.3%	0.4-0.8%
色氨酸	0~0.1%	0.1-0.3%

资料来源: 中华人民共和国农业农村部, 《The "ideal protein" concept is not ideal in animal nutrition》Guoyao Wu, 长江证券研究所

## 我国大豆进口依赖度高, 需要实行豆粕减量

**玉米和豆粕在饲料粮中占比高。**在我国主要畜禽饲料配方结构中, 能量饲料原料占比一般为 65%, 其中玉米约占 50%-55%, 小麦、大麦、高粱、稻谷等其他谷物及粮食加工副产品约占 10%-15%; 蛋白饲料原料占比一般为 30%, 其中豆粕约 15%-20%, 菜粕、棉粕、花生粕、葵花粕等其他饼粕约占 10-15%。

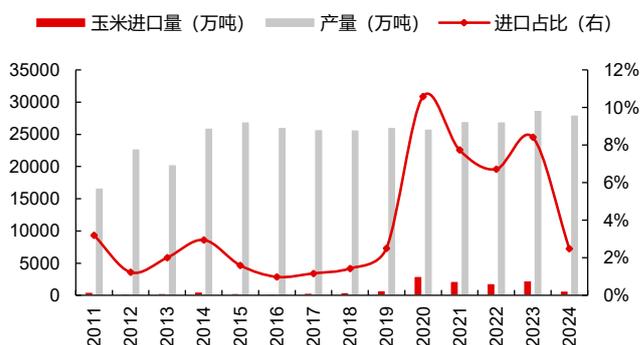
**我国大豆进口依存度高, 推进豆粕减量替代是应对外部供应不确定性的战略选择。**进口量大、国外依存度高、来源地集中, 是当前我国大豆进口的风险点。特别是当前地缘政治风险、极端气候灾害、供应链不畅等不利因素交织叠加, 大豆进口有很大的不确定性, 须从需求减量上下足功夫, 用内部挖潜保供的确定性, 来应对外部环境的不确定性。

图 26：我国大豆进口依赖度高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：我国玉米进口依赖度低



资料来源：Wind，长江证券研究所

近年来，我国持续开展豆粕减量行动。2020 年，国务院发布《关于促进畜牧业高质量发展的意见》，明确提出“促进玉米、豆粕减量替代”等要求。2023 年 4 月，农业农村部印发《饲用豆粕减量替代三年行动方案》，实施饲用豆粕减量替代行动，提出低蛋白、低豆粕、多元化日粮结构适合我国资源特点，到 2025 年饲料中豆粕用量占比从 2022 年的 14.5%降至 13%以下。农业农村部畜牧兽医局有关负责人表示，预计减少豆粕用量 680 万吨，相当于减少大豆需求 870 万吨。2025 年，农村农业部提出力争到 2030 年，标准化规模养殖方式的每公斤动物产品平均饲料消耗量比 2023 年减少 0.2 公斤以上（降幅达 7%以上）。

表 8：我国提出的豆粕减量方案

时间	方案	部门	内容
2020	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	国务院	明确提出促进玉米、豆粕减量替代等要求
2021	《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》	农业农村部	明确了任务划分和进度安排，要求 3 月底前出配方，4 月底前定推广的目标
2021	《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》	农业农村部	提出了相关的技术解决方案
2022	召开豆粕减量替代行动工作推进视频会	农业农村部	进一步推进豆粕减量替代行动
2023	《饲用豆粕减量替代三年行动方案》	农业农村部	提出了豆粕减量替代的目标和方法，明确要求三年后饲料中豆粕用量占比至少降低 1.5 个百分点
2025	《养殖业节粮行动实施方案》	农业农村部	力争到 2030 年，标准化规模养殖方式的每公斤动物产品平均饲料消耗量比 2023 年减少 0.2 公斤以上（降幅达 7%以上）

资料来源：国务院，农业农村部，长江证券研究所

我国持续推广低蛋白日粮技术，使用杂粕形成新型日粮配方结构。在蛋白质营养理论中，动物对蛋白质的需求从本质上是对氨基酸的利用。低蛋白日粮是指将日粮蛋白水平按 NRC（1998）推荐标准降低 2~4 个百分点，通过添加适宜的合成氨基酸，降低蛋白原料用量来满足动物对氨基酸需求（即保持氨基酸的平衡）的一种日粮。适当降低日粮蛋白水平可提高饲料利用率，降低蛋白饲料原料用量，缓解大豆种植、进口压力，降低生产成本，降低养殖过程中氮排放造成的环境污染。研究发现饲粮蛋白含量降低 3 个百分点并补充赖氨酸、蛋氨酸、色氨酸和苏氨酸不会影响猪的生长性能。同时，我国非常规饲料蛋白原料具有资源丰富、成本低廉的优势。在豆粕供应日益紧张的情况下，开发利用杂粕替代豆粕对于减少饲料豆粕用量有着重要意义。《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》中，提到了多种杂粕新型日粮配方的方案。

表 9:《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》中无豆粕日粮配方的示例

方案形式	方案对象	具体内容
猪饲料玉米豆粕减量替代方案示例	仔猪和生长育肥猪日粮	用 5%~15%的菜粕、5%~15%的 DDGS、5%~8%的棉粕和合成氨基酸替代豆粕，生长育肥猪饲料中豆粕用量可降低为 0
肉鸡饲料玉米豆粕减量替代方案示例	肉鸡前期日粮	搭配使用玉米蛋白粉（最高 10%）、菜籽饼粕（最高 10%）、棉籽饼粕（最高 20%）和花生粕（最高 10%），豆粕用量可降低为 0
	肉鸡后期日粮中	搭配使用玉米蛋白粉（最高 15%）、菜籽饼粕（最高 15%）、棉籽饼粕（最高 25%）和花生粕（最高 10%），豆粕用量可降低为 0
蛋鸡饲料玉米豆粕减量替代方案示例	蛋鸡育成期和产蛋期	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，长江证券研究所

**豆粕减量对氨基酸有需求拉动。**根据《中国饲料成分及营养价值表》，我们可以获取最常用饲料的氨基酸含量数据，若采取以上应对猪饲料示例中无豆粕日粮配方的方案，其选用杂粕配方为菜粕、DDGS、棉粕，相关比例接近为 1: 1: 1。若豆粕减量均以此配方方案假设，并预计豆粕用量 2023 至 2025 年减少 680 万吨，有望催生赖氨酸、苏氨酸、缬氨酸增量需求约为 9.2 万吨、3.0 万吨、2.9 万吨。

图 28: 一种杂粕猪饲料配方下或产生的对应氨基酸的需求

		精氨酸	组氨酸	异亮氨酸	亮氨酸	赖氨酸	蛋氨酸	半胱氨酸	苯丙氨酸	酪氨酸	苏氨酸	色氨酸	缬氨酸
蛋白质饲料氨基酸组成	大豆粕	3%	1%	2%	3%	3%	1%	1%	2%	1%	2%	1%	2%
	菜籽粕	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	2%
	DDGS	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%
	棉籽粕	5%	1%	1%	3%	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%
菜籽粕: DDGS: 棉籽粕 (1: 1: 1) 氨基酸组成		3%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	0%	2%
猪饲料氨基酸消化率	大豆粕	92%	86%	88%	86%	88%	89%	84%	87%	86%	83%	90%	84%
	菜籽粕	85%	78%	76%	78%	74%	85%	74%	77%	77%	70%	71%	74%
	DDGS	91%	87%	93%	96%	81%	93%	88%	94%	94%	87%	77%	91%
	棉籽粕	88%	74%	70%	73%	63%	73%	76%	81%	76%	68%	71%	73%
菜籽粕: DDGS: 棉籽粕 (1: 1: 1) 消化率		88%	80%	80%	82%	73%	84%	79%	84%	82%	75%	73%	79%
豆粕氨基酸组成*猪饲料消化率		3.1%	1.0%	1.8%	2.9%	2.4%	0.5%	0.5%	1.9%	1.3%	1.4%	0.5%	1.8%
菜籽粕: DDGS: 棉籽粕 (1: 1: 1) 氨基酸组成*消化率		2.5%	0.8%	1.0%	2.2%	1.0%	0.5%	0.6%	1.5%	1.0%	1.0%	0.3%	1.3%
新型猪饲料配方-豆粕差值		0.6%	0.2%	0.8%	0.7%	1.4%	0.0%	0.0%	0.5%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%
减少豆粕680万吨，对应相关氨基酸需求（万吨）		4.4	1.6	5.3	4.5	9.2			3.2	2.0	3.0	1.5	2.9

资料来源：《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》，《饲用豆粕减量替代三年行动方案》，中国饲料数据库，长江证券研究所

## 供应端：海外氨基酸供应能力有下降趋势

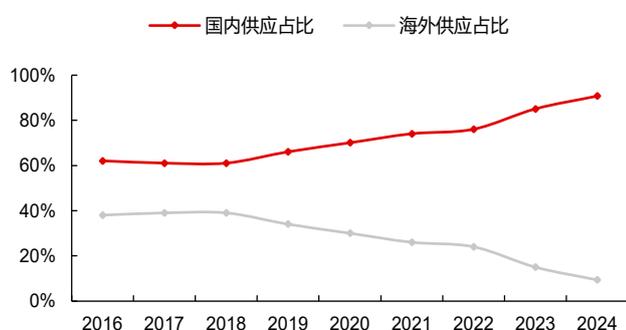
**海外供应能力有持续下滑趋势。**根据博亚和讯，赖氨酸行业中的海外企业（希杰、ADM、赢创、大象等）供应占比呈下滑趋势，苏氨酸行业中的海外企业（味之素、赢创、ADM）2023 年供应量占比几乎为 0。具体看，海外企业在大型发酵上的供应能力仍呈下滑趋势。如 2021 年，ADM 年前退出固体赖氨酸市场，味之素出售其在 Amiens 的赖氨酸工厂（10 万吨/年生产能力）。

**2024 年国际生产厂家进行了较大范围调整，行业格局持续整合。**国内企业积极布局出海，增加海外生产和经营实体，国际企业因生产和经营面临的困境，破产重组、调整架构或出售氨基酸在内的业务。

- METEX: 法国当地时间 3 月 13 日，METabolic Explorer 发布公告称，申请对其经营子公司启动破产管理程序，重组后的公司名称定为 Eurolysine SAS。

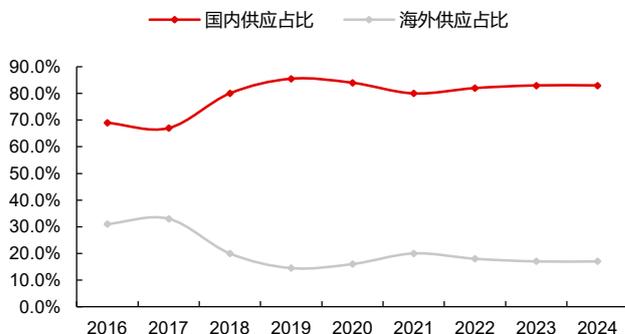
- **住友**：10月24日，住友化学株式会社将其蛋氨酸销售和分销渠道进行一些调整，在接下来的几个月里，将从内部和独立运作的当地销售和分销渠道，逐步过渡到通过伊藤忠实施的更加全球一体化的销售和分销体系。
- **希杰**：11月18日，希杰计划出售绿色生物领域世界第一的其生物事业部，考虑到食品板块的企业价值是 EBITDA 的 7~8 倍，希杰生物事业部的企业价值预估为 5~6 万亿韩元。
- **赢创**：12月13日，赢创发布公告称，对其业务线实施精简与差异化管理，公司将于 2025 年 4 月 1 日开启新架构管理把业务线划归到两个新业务板块：定制化解决方案和先进技术，使战略重点和资源分配更明确，业务能根据各自商业模型进行更差异化的管理。

图 29：赖氨酸国内供应量和海外供应量占比



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

图 30：苏氨酸国内供应量和海外供应量占比



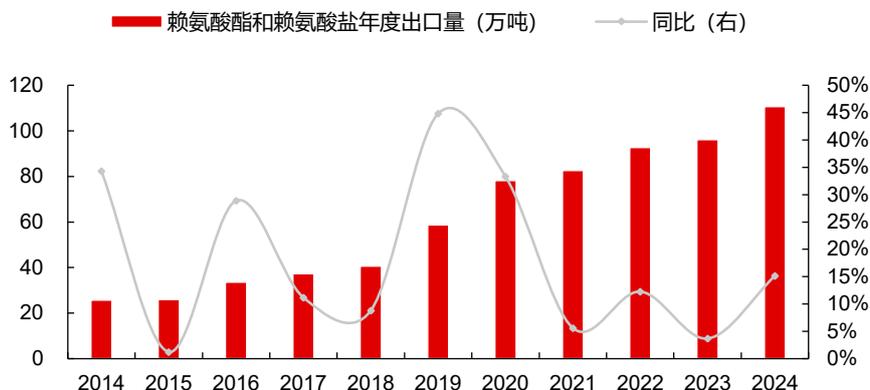
资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

## 赖氨酸：出口亚非拉增长快，产业集中度提升

**赖氨酸是第一类限制类氨基酸。**由于谷物食品中的赖氨酸含量很低，且在加工过程中易被破坏而缺乏，故赖氨酸被称为第一限制性氨基酸。通常依据赖氨酸含量不同，产品分为 L-赖氨酸盐酸盐（俗称 98% 赖氨酸）和 L-赖氨酸硫酸盐（俗称 70% 赖氨酸）。

**赖氨酸出口占比高，亚非拉增速快。**2024 年处于建库周期，出口需求较好，预计 2024 年出口赖氨酸共计 186.4 万吨，同比增加 22.1%。根据海关总署，2018-2024 年赖氨酸盐和酯出口复合增速达到 18.2%，其中出口于亚非拉地区复合增速达到 23.8%，出口于欧洲地区的占比从 51.2% 下降至 31.5%，我们认为赖氨酸出口高增的原因或包含——氨基酸产业向中国转移、亚非拉 GDP 增长以及亚非拉地区饲料产业精细化、自动化的提升。

图 31：中国赖氨酸酯和盐年度出口量



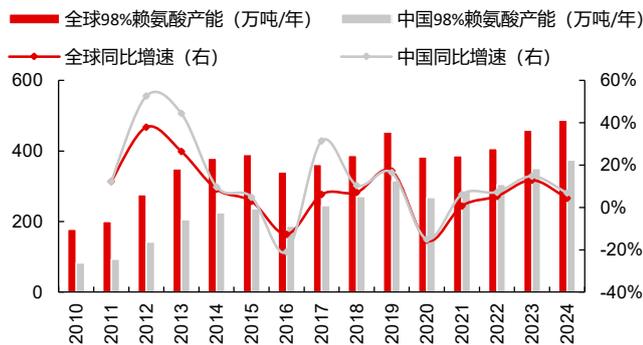
资料来源：海关总署，长江证券研究所

**赖氨酸全球产能逐步向国内集中。**2010-2024 年赖氨酸（折 98.5%）全球产能复合增速为 7.3%，国内产能复合增速为 11.2%。根据博亚和讯，2024 年赖氨酸（折 98.5%）全球总产能为 486.9 万吨/年，中国赖氨酸（折 98.5%）总产能 374.2 万吨/年，占全球总产能比重为 76.5%。整体看全球赖氨酸经历过几轮产能周期：

- **2010-2013 年快速扩张：**2010 年全球饲料级氨基酸处于希杰、大成、味之素三足鼎立的状态，国内市场大成占据 60% 的市场。受益于优化玉米深加工等一系列政策，赖氨酸景气上行，国内产能快速扩张，梅花、肇东成福、希杰、星湖、正大菱花进入市场，年产能从 2010 年的 180 万吨增长至 359 万吨，扩张也同时伴随着赖氨酸景气下行；
- **2014-2016 年市场整合：**这几年赖氨酸市场景气低迷，赖氨酸企业集中度有所回升，但仍比较分散，2014-2015 年大成大幅减产，2015 年梅花生物大幅扩产。2015-2016 年环保压力下，龙头企业优势强化，小企业保持低产量或者停止生产赖氨酸，而在出口需求加持下，赖氨酸市场迎来景气；
- **2017-2019 年国内企业继续扩张：**梅花、伊品、丰原、阜丰、东晓、成福均有产能释放；
- **2020 年部分企业停止生产：**景气低迷下，大成、成福 98.5% 赖氨酸停止生产，长清生物退出生产；
- **2021-2024 年：**龙头仍有复产，大成恢复生产，美国 ADM 有部分赖氨酸产能退出，赖氨酸供给小幅增加。目前赖氨酸（98.5%）供需紧平衡，赖氨酸（70%）供应宽松加剧。

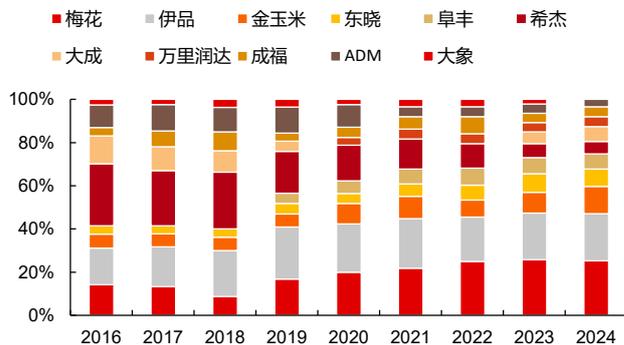
从格局上来看，2010 年大成基本垄断国内赖氨酸市场，大成当时产能市占率为 53%，经过国内企业的扩张，2016 年赖氨酸行业 CR3 降至 46%，而后希杰、大成、ADM 供应量/市占率不断减少，2024 年赖氨酸行业供应量 CR3 为 52%，CR5 为 65%，近年来格局逐步提升。

图 32: 全球、中国赖氨酸产能以及同比增速



资料来源: 博亚和讯, 长江证券研究所

图 33: 全球赖氨酸供应量市占率情况



资料来源: 博亚和讯, 长江证券研究所

表 10: 2024 年赖氨酸 (折 98%) 相关厂商供应情况

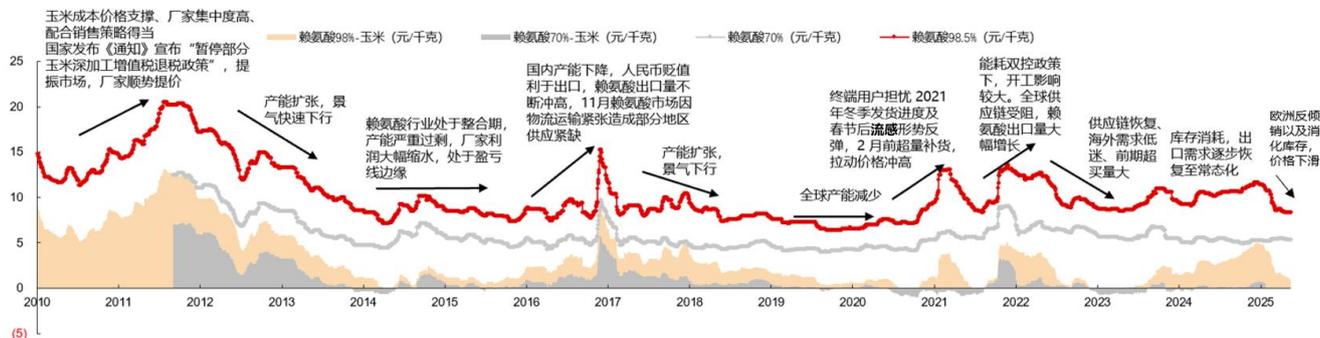
生产商	地址	产能 (万吨/年)	供应量 (万吨)	出口 (万吨)	中国供应 (万吨)
梅花	吉林、新疆、山东	83.5	84.1	53.4	30.7
伊品	宁夏	72.5	71.8	42.7	29.1
金玉米	黑龙江	46	41	32.7	8.3
阜丰	黑龙江	33.3	23.9	16.3	7.6
东晓	山东	28	27.7	13.8	13.9
希杰	韩国	28.7	20.1		
大成	长春	33.2	22.1	13.4	8.7
万里润达	黑龙江	15.5	14.8	7.7	7.2
成福	黑龙江	28	14	4.9	9.1
ADM	美国	14.5	12.5		
赢创	巴西	25.2	9.1		
大象	韩国	15	5		
东方希望	上海	7	5.6	0.7	4.9
金玉峰	吉林	16.4	4.8		4.8
丰原生化	安徽	10.8	1.8	0.9	1
其他		29.3	17.1		
合计		486.9	375.4	186.5	125.3

资料来源: 博亚和讯, 长江证券研究所

**赖氨酸行业经历过几轮周期。**截至 2025 年 6 月 17 日, 98% 赖氨酸、70% 赖氨酸价格分位数分别为 20.4%、48.7%, 价差分位数分别为 14.3%、39.9%。从需求端看, 赖氨酸的外需占比一半以上, 近年来由亚非拉带动, 保持快速增长。供给端看, 2023 年、2024 年赖氨酸行业年产能分别增加 58、20 万吨 (同比增长 12.9%、4.3%), 预计后续赖氨酸新增产能主要来自于梅花生物新开工的 60 万吨/年 (同比增长 12.5%), 新增产能投放之前, 赖氨酸景气仍有提升空间, 新增产能释放后也可被 1-2 年的需求增量消化。值得注意的是, 2024 年欧盟对中国赖氨酸发起反倾销调查, 并于 2024 年底 2025 年

初初步裁定对中国赖氨酸产品征收高额关税（58.3%-84.8%），预计会影响全球赖氨酸销售格局。

图 34：2010-至今赖氨酸价格价差走势情况

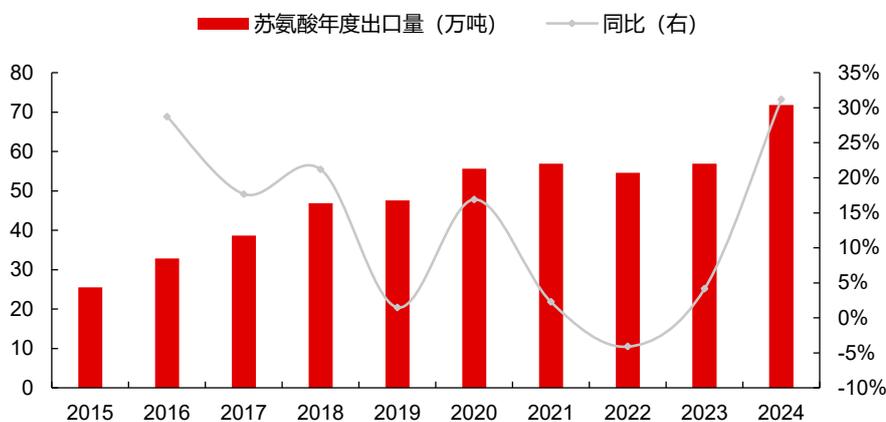


资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

## 苏氨酸：亚非拉需求增长快，行业格局好

**苏氨酸出口占比高，亚非拉增速快。**根据博亚和讯，2024 年我国出口苏氨酸 72 万吨，出口量占整体产量比重为 79.8%。根据海关总署，2018-2024 年苏氨酸出口复合增速达到 7.4%，其中出口于亚非拉地区复合增速达到 10.0%，出口于欧洲地区的占比从 46.1% 下降至 38.3%，我们认为苏氨酸出口高增的原因或包含——氨基酸产业向中国转移、亚非拉 GDP 增长以及亚非拉地区饲料产业精细化、自动化的提升。

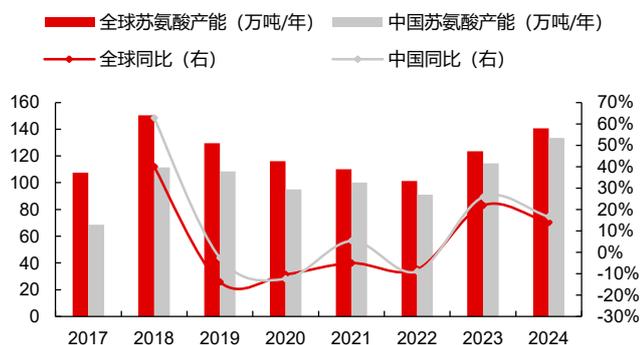
图 35：中国苏氨酸年度出口量



资料来源：海关总署，长江证券研究所

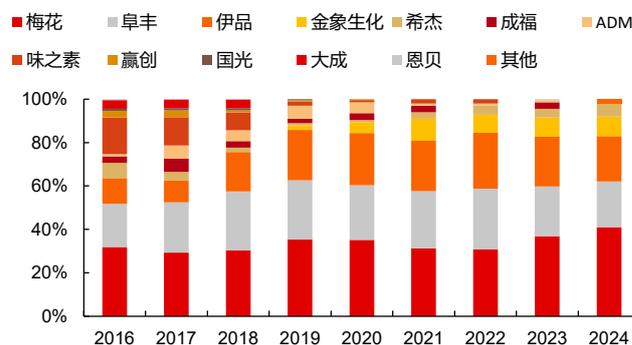
**苏氨酸集中度较高，龙头厂商具备一定话语权。**近年来苏氨酸产能大幅扩张主要集中在 2018 年，2018 年我国苏氨酸产能增加 43 万吨/年，新增产能来自于阜丰、梅花和伊品，后续行业进入低迷期，伴随着深度亏损低效产能延续出清，2018-2022 年苏氨酸行业产能连续下滑，2023 年梅花新投 25 万吨/年，2024 年全球苏氨酸产能为 137.5 万吨/年，中国苏氨酸产能占全球比重为 94.8%。2016 年以来，ADM、味之素、赢创、国光、大成供应量市占率相继下滑，而梅花、阜丰、伊品市占率逐步提升，2024 年苏氨酸行业 CR3 高达 83%，行业集中度较高。

图 36: 全球、中国苏氨酸产能以及同比增速



资料来源: 博亚和讯, 长江证券研究所

图 37: 全球苏氨酸供应量市占率情况



资料来源: 博亚和讯, 长江证券研究所

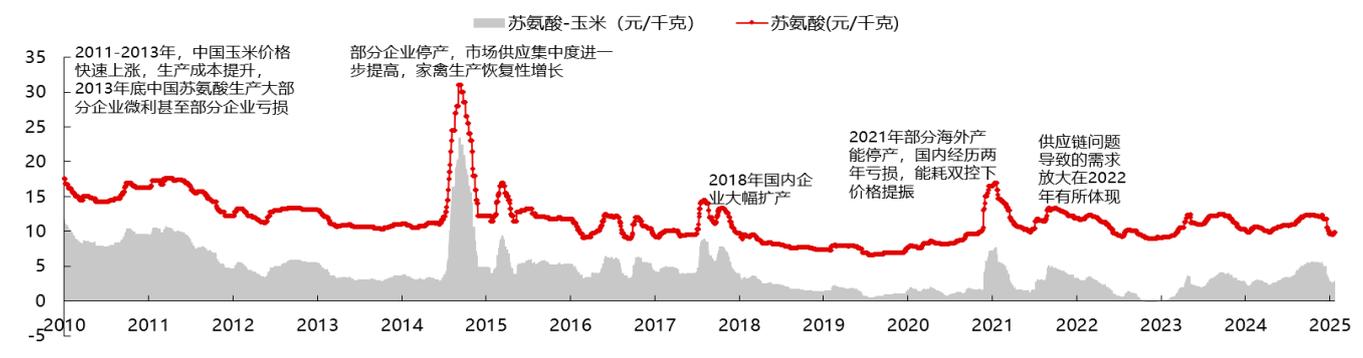
表 11: 2024 年苏氨酸相关厂商供应情况

生产商	地址	产能 (万吨/年)	供应量 (万吨)	出口 (万吨)	中国供应 (万吨)
梅花	吉林、新疆、山东	49	45	31	14
阜丰	黑龙江、内蒙古	26.3	23	17	6
伊品	宁夏	23	23	15	8
金象生化	黑龙江	10	10	4	6
希杰	韩国	7.2	7		
成福	黑龙江	8	1.5		1.5
龙凤	黑龙江	5	0.5		0.5
东晓	山东	3	0.5		0.5
大成	吉林	3	0.4		0.4
丰原生化	安徽	3			
合计		137.5	110.9	67	36.9

资料来源: 博亚和讯, 长江证券研究所

**苏氨酸龙头拥有议价能力。**截至 2025 年 6 月 16 日, 苏氨酸价格处于 2010 至 27.8% 分位数, 价差处于 2010 至今 30.1% 分位数。从需求端看, 苏氨酸的外需占比一半以上, 近年来由亚非拉带动, 保持快速增长, 2018-2022 年苏氨酸产能均处于下滑态势, 2023-2024 年虽有产能新增, 但主要产能来源于龙头梅花, 目前供应仍集中在梅花、阜丰、伊品和金象生化, 未来短期暂未有大量产能投放, 行业集中度较高, 随着需求稳步增长, 苏氨酸景气易向上抬升。

图 38：2010-至今苏氨酸价格价差走势情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 黄原胶：价格波动大，景气逐步趋稳

黄原胶主要分为食品级和工业级。又称黄胶、汉生胶，是一种糖类（葡萄糖、蔗糖、乳糖）经由野油菜黄单孢菌发酵产生的复合多糖体。黄原胶通常是由玉米淀粉经发酵而成的有机产品，常态下为白色或浅黄色的粉末。黄原胶是目前国际上集增稠、悬浮、乳化、稳定于一体，性能最优越的生物胶，广泛应用于食品、石油、医药等多个行业，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。

表 12：黄原胶主要应用领域

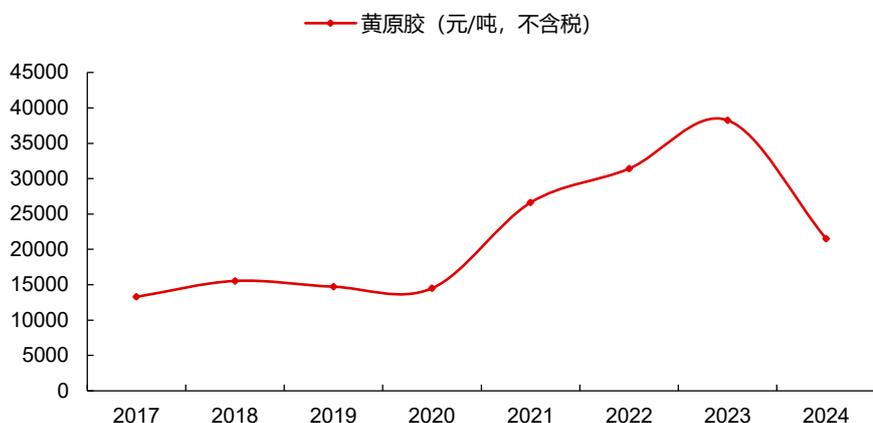
产品分类	应用
食品级黄原胶	作为食品添加剂，通过控制产品的流变学行为而显著改善食品的质地、口感、外观品质，提高其商业价值，已在饮料、糕点、果冻、罐头食品、海产品、肉制品加工等领域中成为重要的稳定剂、悬浮剂、乳化剂、增稠剂、粘合剂及具高附加值、高质量的加工原料
工业级黄原胶	主要应用于石油开采领域，黄原胶的增稠性、低磨阻、造缝效率高、携砂能力强、成本低、配制方便、返排性好和残留小等特性满足了石油开采领域的工程要求，对加快钻井速度、防止油井坍塌、保护油气田、防止井喷和大幅度提高采油率等方面都有明显的作用

资料来源：包头生态环境部，长江证券研究所

杂菌污染成为了许多黄原胶发酵企业的生产难题。黄原胶生产，其核心主要是利用人工不断扩大培养的黄单孢杆菌的生化作用，把玉米淀粉转化为黄原胶多糖。黄单孢菌是一种好氧性的杆状细菌，它的最适宜发酵温度约为 28℃。该温度是多种好氧菌适宜温度，在黄原胶发酵中各种球菌(双球、四球等)、球状杆菌的感染较为严重，在黄原胶发酵过程中一旦感染球菌或球状杆菌，轻则发酵液粘度低、成品性能不好，重则导致发酵液中的黄单孢菌消失，发酵液不产粘造成倒罐，浪费严重。因此，染菌是黄原胶发酵的难题。

2022 年黄原胶价格高景气，现趋于平稳。中国是黄原胶最大的生产国家，生产的黄原胶 70%左右用于出口。而石油生产国是这两年中国黄原胶的主要目的地。2022 年，受俄乌战争的影响，全球能源趋紧，黄原胶需求增加，加之玉米价格大涨，黄原胶价格也随之大涨，全球黄原胶市场达到了 15.67 亿美元，相较 2021 年，增长了约 102%，后续随着相关事件、原油价格下降等影响，黄原胶价格有所回落，预计后续价格持稳为主。目前，全世界黄原胶产能主要集中在美国斯比凯可公司(CPKELCO)、梅花生物、阜丰集团（8 万吨/年）、中轩生化（4.8 万吨/年）等。

图 39：阜丰集团黄原胶销售价格（不含税）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是全球味精行业龙一，味精行业 2024 年龙头投产结束，需求有增长，预计行业景气有望触底向上，公司弹性较大；同时公司饲料氨基酸规模领先，受益于行业格局逐步优化，需求上行，同时公司积极布局出海业务，带来新成长。预计 2025-2027 年归属净利润为 25.1、26.9、29.6 亿元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

1、**全球养殖需求不景气的风险**：大品种氨基酸下游需求为全球养殖业，存在整体需求不及预期的风险。

2、**新产品的开发和推广的风险**：新技术和新产品的研发存在周期较长、投资较大的固有风险，虽然公司已构建了较为成熟的技术研发体系，聘请了专业的研发人才，但不排除新产品研发失败的可能。此外，新产品研发成功后能否迅速导入市场取决于公司销售能力及下游应用市场等多重内外部因素，能否尽快实现经济效益存在不确定性。若公司未来不能准确把握技术发展趋势，不能降低产品和技术研发中的各种风险，可能面对新产品开发失败、或不能按计划及时推出新产品、或产品不符合市场需求的风险，将对公司经营造成不利影响。

3、**汇率波动的风险**：公司出口业务以美元结算为主，为了减少美元汇率波动带来的风险，公司开展了一定的金融衍生品交易业务，公司在多家合作银行有金融衍生品业务授信，公司的金融衍生品交易业务采用占用授信额度的方式进行操作，占用的授信额度与产品期限、品种有关，公司将在银行授信额度范围内进行操作。汇率走势通常伴随国内外政治形势、全球经济环境的变化而改变，具有较大的不确定性。如果未来汇率波动加大，而公司又不能很好的匹配外贸业务与远期结售汇业务，将对公司的经营业绩产生不利影响。

4、**盈利预测假设不成立或不及预期的风险**：在对公司进行盈利预测以及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预期随着氨基酸行业格局逐步改善，公司规模扩大，产品盈利有望提升。同时，公司深化产品管线，为公司带来进一步成长。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差。悲观情况下，若苏氨酸、赖氨酸、味精景气度不及预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。