

证券研究报告
(优于大市)

阜丰集团 (546.HK) :
味精行业龙头，味精景气有望改善
Fufeng Group Limited (546.HK): The Leader of MSG &
Prosperity of MSG is expected to improve

庄怀超 Charles Zhuang
charles.zhuang@gpf.com.hk
2025年7月9日

1. 全球领先的味精、黄原胶和氨基酸供应商
2. 味精：寡头垄断行业，成本支撑托底味精价格
3. 黄原胶：行业集中度高，市场规模持续扩大
4. 氨基酸：玉米豆粕减量替代带来需求增量
5. 盈利预测与估值
6. 风险提示

1.1 阜丰集团：全球领先的味精、黄原胶和氨基酸制造商

- 阜丰集团为全球领先的味精、黄原胶和氨基酸制造商。阜丰集团成立于1999年6月，2007年在香港联交所主板上市，股票代码HK00546，总部位于山东青岛。以成为全球著名的生物发酵企业为发展愿景，是全球领先的味精、黄原胶和氨基酸制造商。公司连续多年排名中国轻工业发酵行业十强榜首，入选中国民营企业500强。集团下辖多家实体，横跨生物发酵业、矿业、房地产业和金融行业等多个行业，主要产品分为食品添加剂、动物营养品、高端氨基酸和水溶胶体四大系列，产品销往全国各地，并出口世界一百多个国家和地区。集团在东北公司和龙江公司建设有铁路专用线，及自由场站。

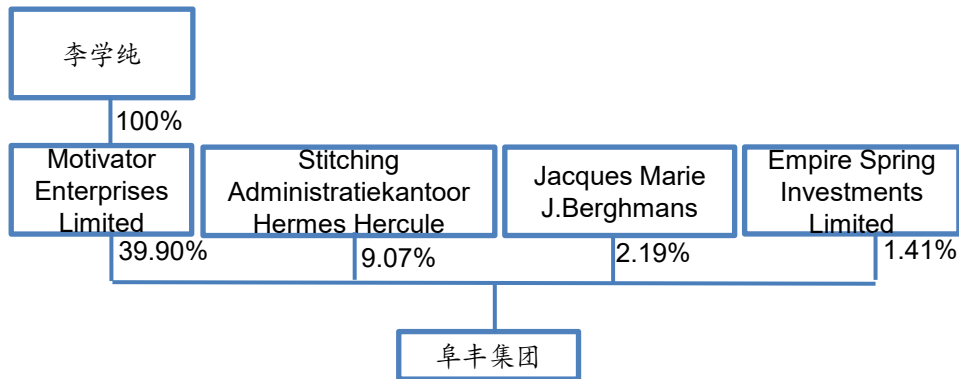
图：阜丰集团组织架构



1.1 股权结构：公司实控人为李学纯先生

- 公司实控人为李学纯先生。截至2024年12月31日，其中Motivator Enterprises 持股39.90%，为公司第一大股东，而李学纯先生为Motivator Enterprises Limited的唯一董事，并实益拥有该公司全部已发行股本，为公司控股股东。

图：公司股权结构（截至2024年12月31日）



1.1 公司发展历程

表：公司发展历程

年份	事件
1999年	6月9日，山东阜丰发酵有限公司注册成立。
2004年	9月24日，宝鸡阜丰生物科技有限公司注册成立。
2006年	3月31日，内蒙古阜丰生物科技有限公司成立。
2007年	2月8日，阜丰在香港联交所主板上市。
2010年	5月14日，呼伦贝尔东北阜丰生物科技有限公司注册成立。
2012年	2月15日，新疆阜丰生物科技有限公司注册成立。
2017年	3月3日，齐齐哈尔龙江阜丰生物科技有限公司注册成立。
2020年	7月8日，阜丰美国公司正式在伊利诺伊州完成了企业注册。
2024年	5月21日，集团入选“2024幸福企业百强榜-幸福企业综合10强”。

1.2 公司产品介绍

- 公司产品系列主要包括食品添加剂、动物营养品、高级氨基酸和水溶胶体。

表：公司产品介绍

产品类型	产品名称	产品用途
食品添加剂	一水葡萄糖	1、食品行业用作甜味剂；2、用在饲料领域作为营养剂；3、用在化工业，作为还原剂。
	谷氨酸钠	1. 味精的主要作用是增加食品鲜味，主要用于炒菜，也可用于煲汤调味和凉拌菜。2. 食品加工，例如酱油，蚝油，调味汁，鸡精等。
	谷氨酸	L-谷氨酸主要用于生产味精、香料、以及用作代盐剂、营养增补剂和生化试剂等。
动物营养品	酿酒酵母细胞壁	1. 增强免疫，防治疾病，促进生长；2. 吸附霉菌毒素，补充营养；3. 减少应激反应；4. 降低幼崽感染风险，提高生存能力；5. 适用于水产养殖，动保产品，饲料添加。
	谷氨酸渣	作为一种新型的饲料添加剂，主要具有以下作用：（1）提高动物生长性能：谷氨酸渣中的谷氨酸和其它氨基酸能够促进动物吸收营养，提高饲料的利用率，从而促进动物生长。（2）减少环境污染：使用谷氨酸渣可以降低饲料中的含氮量，减少排泄物中氮的排放，从而减轻环境负担。（3）提高饲料利用率：谷氨酸渣能够降低饲料中的谷氨酸含量，提高饲料利用率，降低饲料成本，同时减少动物对饲料中残留物的产生。

1.2 公司产品介绍（续）

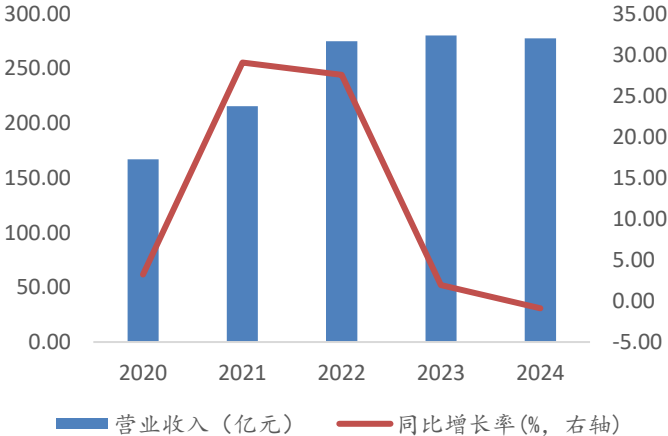
表：公司产品介绍（续）

产品类型	产品名称	产品用途
高端氨基酸	苏氨酸	1. 能调节饲料中氨基酸的平衡，促进生长；2. 可改善肉质；3. 可提高氨基酸消化率低的饲料原料的营养价值；4. 可生产低蛋白饲料，有助于节约蛋白质资源；5. 可降低饲料原料成本；6. 可降低畜禽粪便、尿液中的氮含量，降低畜禽舍内氨的浓度和释放率。
	缬氨酸	1. 哺乳母猪日粮中添加缬氨酸可提高泌乳量；2. 提高动物机体免疫机能，对疫情病毒的抗体反应。3. 影响动物内分泌水平，日粮中添加缬氨酸可提高血浆中催乳素和生产激素的浓度。
	赖氨酸硫酸盐	1. 赖氨酸是鱼类体内必需氨基酸之一，它重要的生理功能是参与体蛋白的合成，因此它与鱼类的生长密切相关。2. 赖氨酸还可以提高机体抵抗应激的能力，对于鱼类的免疫系统也有一定的影响。
	赖氨酸盐酸盐	
	异亮氨酸	1. 促进肌肉恢复：异亮氨酸可以促进肌肉纤维的修复和再生。2. 提高免疫功能：异亮氨酸能够增强身体的免疫力，预防感染和其他疾病的发生。
	色氨酸	色氨酸可参与动物体内血浆蛋白质的更新，并可促使核黄素发挥作用，还有助于烟酸及血红素的合成，可显著增加怀孕动物胎仔体内抗体，对泌乳期的乳牛和母猪有促进泌乳作用。当畜禽缺乏色氨酸时，生长停滞，体重下降，脂肪积累降低，种公畜睾丸萎缩。
水溶胶体	工业级黄原胶	用于石油钻井。
	食品级黄原胶	用于酱料、烘焙和宠物用品等。

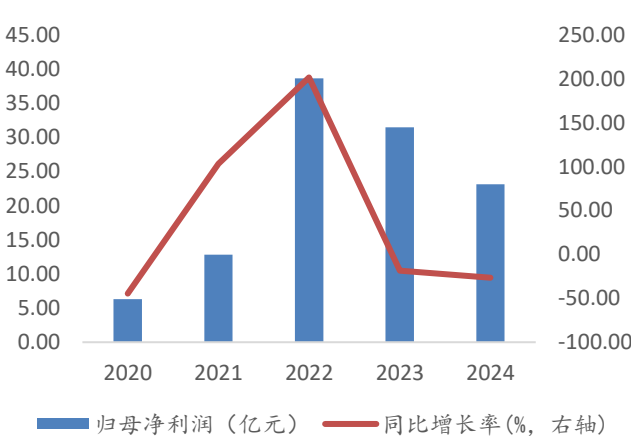
1.3 2020-2024年归母净利润年复合增速为38.41%

- 2020-2024年归母净利润年复合增速为38.41%。2020-2024年，公司营收从166.91亿元增长至277.57亿元，CAGR为13.56%。2020-2024年，公司归母净利润从6.30亿元增长至23.12亿元，CAGR为38.41%。

图：公司营业收入及增速



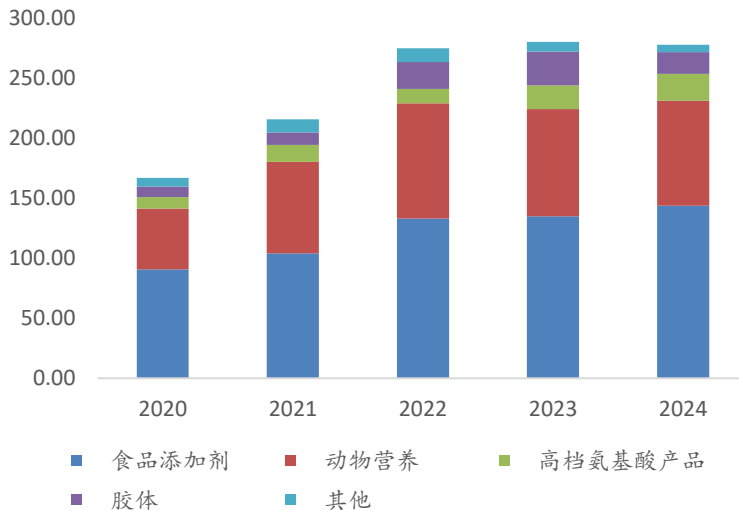
图：公司归母净利润及增速



1.3 食品添加剂和动物营养业务为主要收入来源

- 食品添加剂和动物营养业务为主要收入来源。具体分产品来看，2024年，食品添加剂、动物营养、高档氨基酸产品、胶体和其他业务分别实现收入143.65、87.39、22.17、18.17和6.19亿元，分别占公司总收入的51.75%、31.48%、7.99%、6.54%和2.23%。

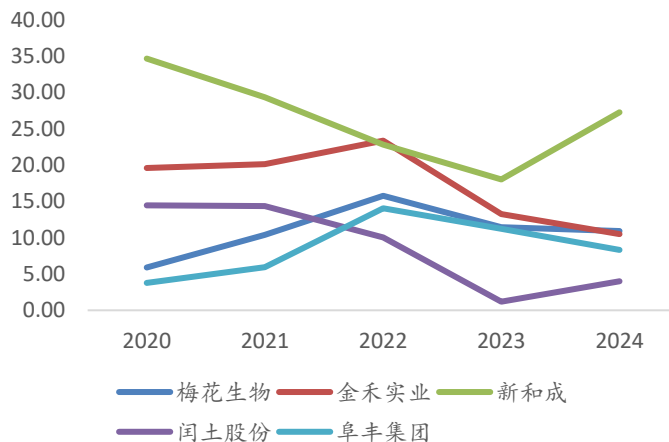
图：近五年公司主要产品收入结构（单位：亿元）



1.4 公司未来盈利有较大上行空间

- 公司未来盈利有较大上行空间。2024年公司净利率8.33%，同行业可比公司梅花生物净利率10.93%，对比化工领域其他行业的龙头垄断企业如金禾实业、新和成及闰土股份等，行业及公司净利率均明显偏低，未来仍有较大上行空间。

图：公司销售净利率低于可比公司



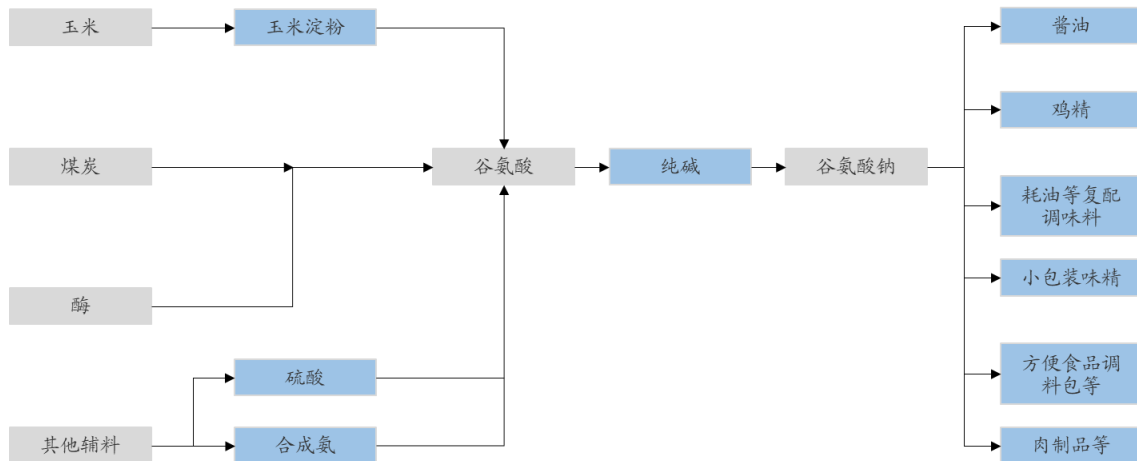
概要

1. 全球领先的味精、黄原胶和氨基酸供应商
2. 味精：寡头垄断行业，成本支撑托底味精价格
3. 黄原胶：行业集中度高，市场规模持续扩大
4. 氨基酸：玉米豆粕减量替代带来需求增量
5. 盈利预测与估值
6. 风险提示

2.1 味精是目前国内市场上最常见的增鲜产品之一

- 味精是目前国内市场上最常见的增鲜产品之一。味精化学成分为谷氨酸钠，是一种鲜味调味料，易溶于水，其水溶液有浓厚鲜味。味精可用小麦面筋等蛋白质为原料制成，也可由淀粉或甜菜糖蜜中所含焦谷氨酸制成，目前国内生产工艺主要是由玉米或玉米淀粉发酵而成。受消费升级、消费观念的影响，味精逐渐以配料成分的形式存在，在酱油、鸡精、蚝油等复合调味品消耗量逐渐增加。

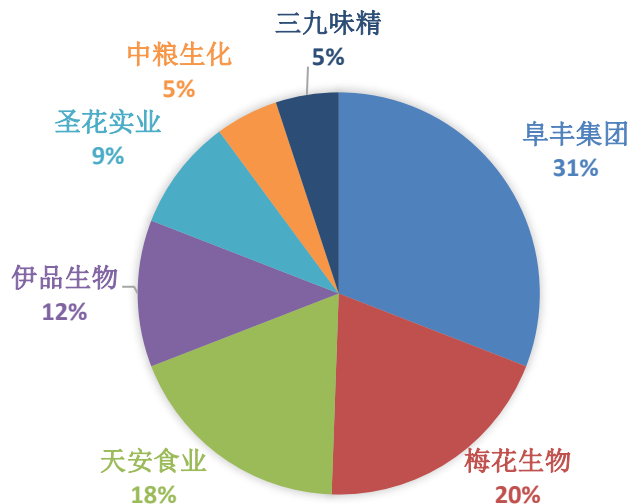
图：味精上下游流程图



2.1 味精行业呈寡头竞争格局

- 味精行业呈寡头竞争格局。味精行业历经多轮整合，中小企业已经逐步关停，行业供需趋于缓和，味精行业基本呈现寡头竞争的格局。根据百川盈孚，目前中国产能排名前三的企业分别为阜丰集团、梅花生物及天安食业，分别占到中国产能的31%、20%和18%。

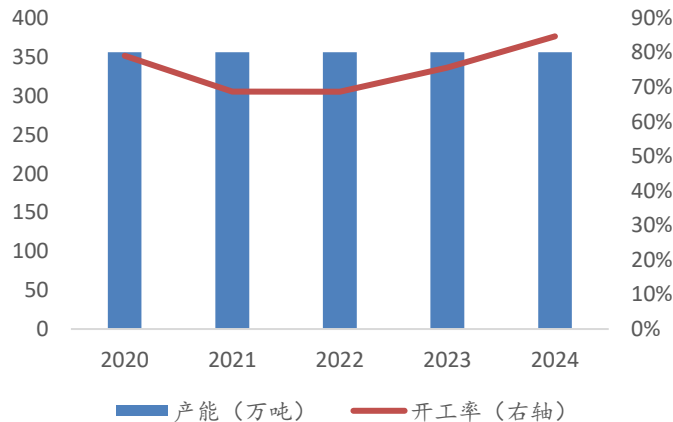
图：中国味精供应格局



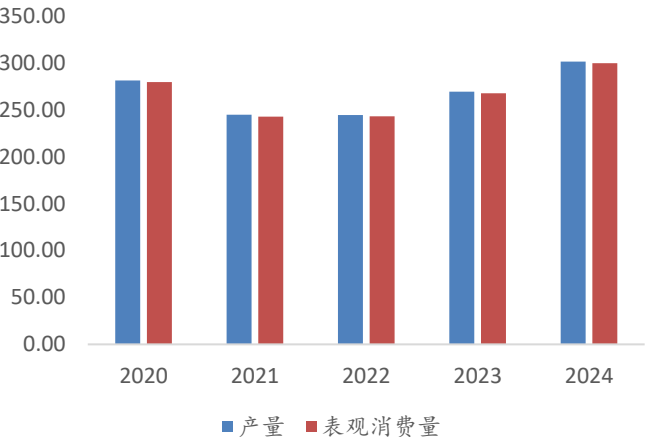
2.1 产能保持稳定，产量和需求量保持增长

- 国内味精产能保持稳定，产量和需求量保持增长。根据百川盈孚，截至2024年，我国味精总产能356万吨，较2020年持平。在需求端，2024年国内表观消费量为299.71万吨，2021-2024年复合增速为7.30%。在供给端，2024年国内产量为301.48万吨，2021-2024年复合增速为7.20%。

图：2020-2024年我国味精行业产能及开工率情况



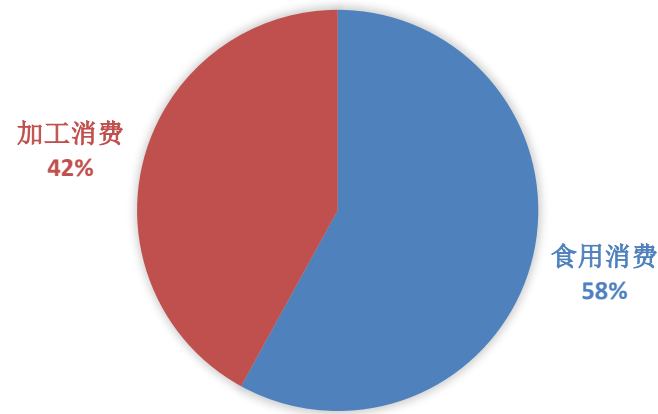
图：2020-2024年我国味精生产产量及需求量（万吨）



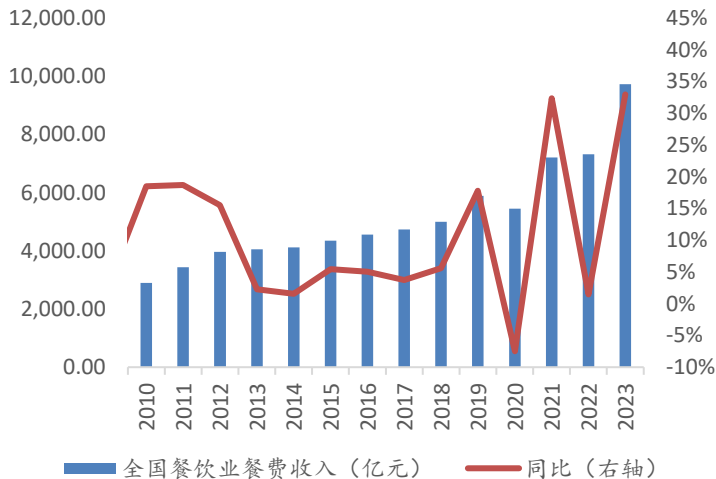
2.1 餐饮业发展带动味精需求增长

- 餐饮业发展带动味精需求增长。根据百川盈孚，食用消费是我国味精最大的应用领域，应用占比达58%，加工消费占比为42%。随着我国大众消费能力的提升，餐饮行业有望保持持续发展，从而带动味精产品的需求稳定增长。

图：味精下游消费结构



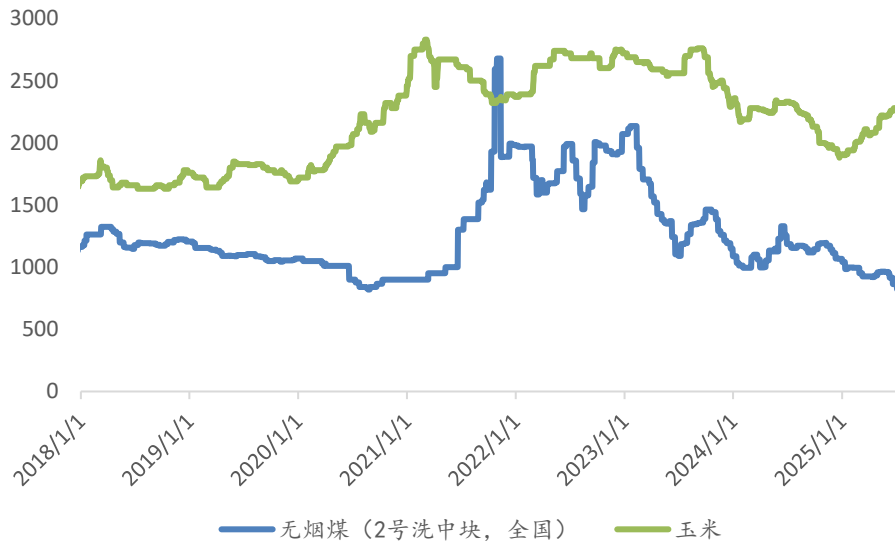
图：我国餐饮行业收入及其增速



2.1 原材料价格托底味精价格

- 原材料价格托底味精价格。根据Wind数据，截至2025年7月4日，我国玉米价格为2280元/吨，同比下降2.1%；无烟煤价格为822.5元/吨，同比下降30.6%。

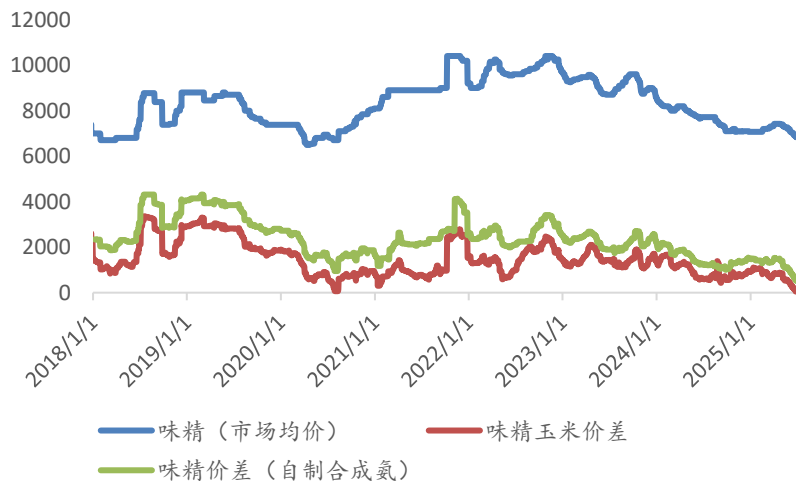
图：上游原材料玉米和煤炭价格（元/吨）



2.1 成本支撑托底味精价格

- 成本支撑托底味精价格。**味精企业依旧维持高负荷生产，行业开工率保持在80%以上，头部企业产能扩张影响下，整体市场供应充足，行业库存较为集中。内销方面，贸易主体多随行就市，企业走货不快，下游谨慎观望心态明显，市场购销平淡。出口方面，味精出口表现一般。于由原料玉米占味精成本的近60%。麦收开启玉米流通紧张，价格稳步上涨，成本支撑托底味精价格，但下游需求疲软抑制了味精成本支撑。根据百川盈孚，截至2025年7月4日，味精市场均价为6834元/吨，同比下降11.50%；味精玉米价差19.37元/吨，同比下降96.71%；味精（自制合成氨）价差519.76元/吨，同比下降57.5%。

图：味精价格价差走势（元/吨）

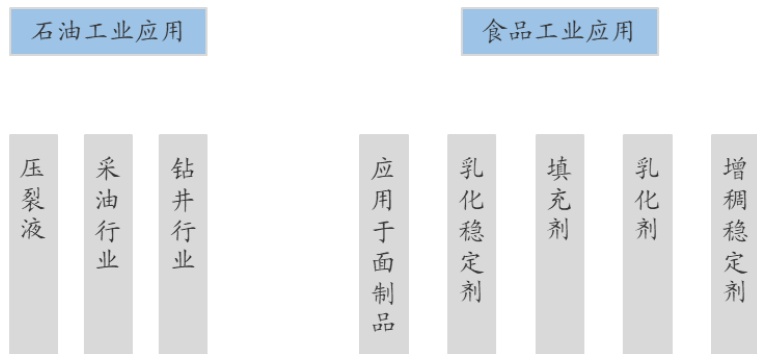


1. 全球领先的味精、黄原胶和氨基酸供应商
2. 味精：寡头垄断行业，成本支撑托底味精价格
- 3. 黄原胶：行业集中度高，市场规模持续扩大**
4. 氨基酸：玉米豆粕减量替代带来需求增量
5. 盈利预测与估值
6. 风险提示

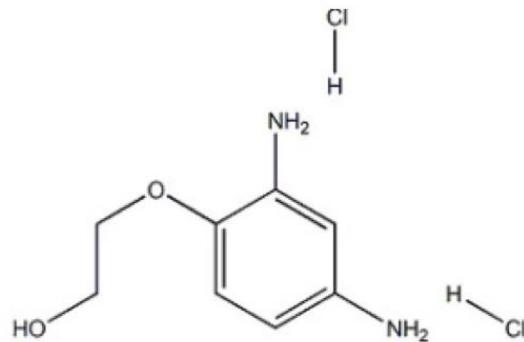
3.1 黄原胶—“工业味精”，下游应用广泛

- 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，呈浅黄色至白色可流动粉末。由于黄原胶的大分子特殊结构和胶体特性，因而具有多种功能，可作为乳化剂、稳定剂、凝胶增稠剂、浸润剂、膜成型剂等，可广泛应用于食品、石油、医药等20多个行业。黄原胶被誉为“工业味精”，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。

图：黄原胶下游应用情况



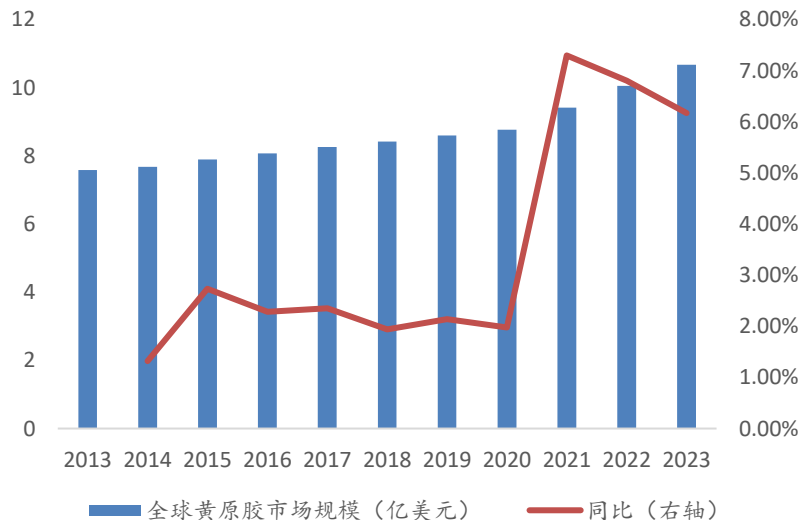
图：黄原胶结构式



3.2 黄原胶市场规模持续扩大

- 随着消费者对营养健康食品的需求日益增长，黄原胶此类高品质的食品添加剂迎来发展机遇。随着全球石油需求总量逐渐恢复甚至超过了疫情前水平，石油级黄原胶需求也随之增加。根据观研报告网，2023年，全球黄原胶市场规模达10.67亿美元。

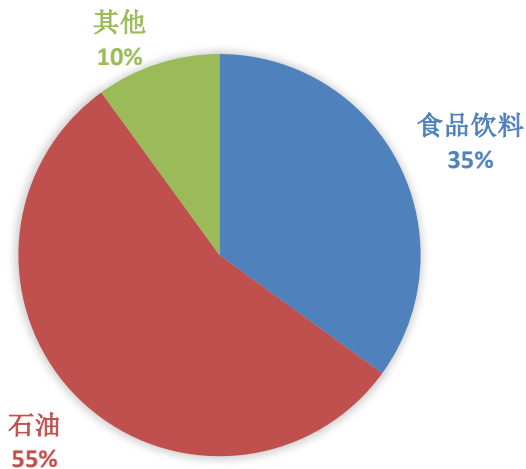
图：全球黄原胶市场规模及其增速



3.2 黄原胶主要用于石油和食品饮料领域

- 根据中金企信国际咨询，2023年，石油行业需求占中国黄原胶总需求的55%，食品及饮料行业需求占比为35%。食品中的黄原胶具有增稠乳制品和沙拉的作用，以保持食品外观的一致性和流动性，它还用于保持冰淇淋结晶，使低脂和无脂乳制品饱满。在石油领域，黄原胶在增粘、增稠、抗盐和抗污染能力方面远强于其他聚合物，尤其是在用于泥浆处理、完井液和三次采油的钻井。它对防止油井坍塌、保护油气田、防止井喷、大幅度提高采收率等方面效果显著。在医学领域，黄原胶作为医药辅料的主要作用是在液体和半固体制剂中作为增稠剂、悬浮剂、乳化剂和稳定剂，在药物方面发挥了重要的作用。黄原胶的高粘度让外用制剂变得容易涂抹，吸水后药物不易从皮肤上脱落，提高了药物生物的利用度和用药舒适度。

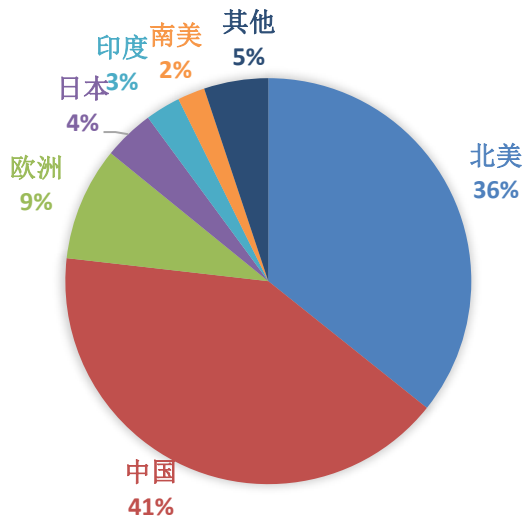
图：2023年黄原胶下游市场结构



3.3 中国为全球黄原胶最大市场

- 黄原胶在国际上开发最早的是美国，法国、日本和英国紧随其后。中国对黄原胶的开发研究始于二十世纪六十年代，起步相对较晚。八十年代末期，溶氧和染菌是困扰中国黄原胶工业化生产的两大难题。随着GSM发酵罐的发明和染菌问题的解决，中国黄原胶进入产业化阶段，实现了大规模生产，中国一跃成为全球第一大黄原胶市场，占比达41%左右。

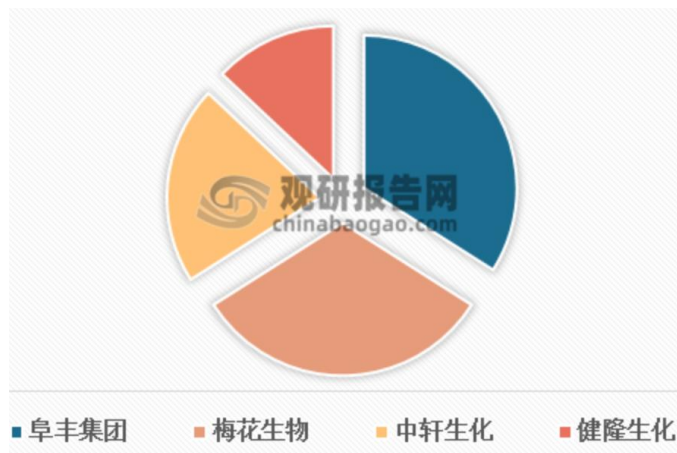
图：全球黄原胶市场规模区域分布



3.3 我国为黄原胶生产大国，行业集中度高

- 根据观研报告网，我国为黄原胶生产大国，2022年全球70%以上的黄原胶由中国供应。我国黄原胶行业供给集中度较高，阜丰集团、梅花生物以及中轩生化是主要生产商，2023年CR3 达到 87%。

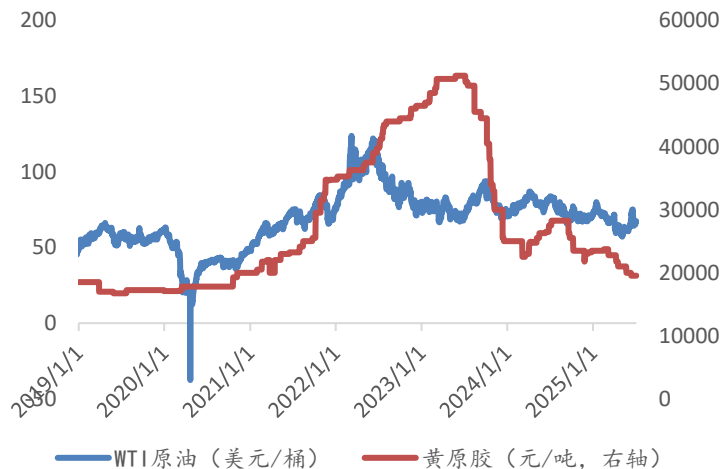
图：2023年我国黄原胶产能分布情况



3.4 黄原胶价格逐步回落，市场发展放缓

- 黄原胶价格逐步回落，市场发展放缓。黄原胶以玉米淀粉为主要原料，玉米价格的波动会对黄原胶行业造成直接影响。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。2023年随着下游需求逐步趋稳，黄原胶价格逐步回落，市场发展放缓。根据卓创资讯数据，截至2025年7月4日，黄原胶价格为19500元/吨，同比下降29.1%。

图：原油和黄原胶价格走势

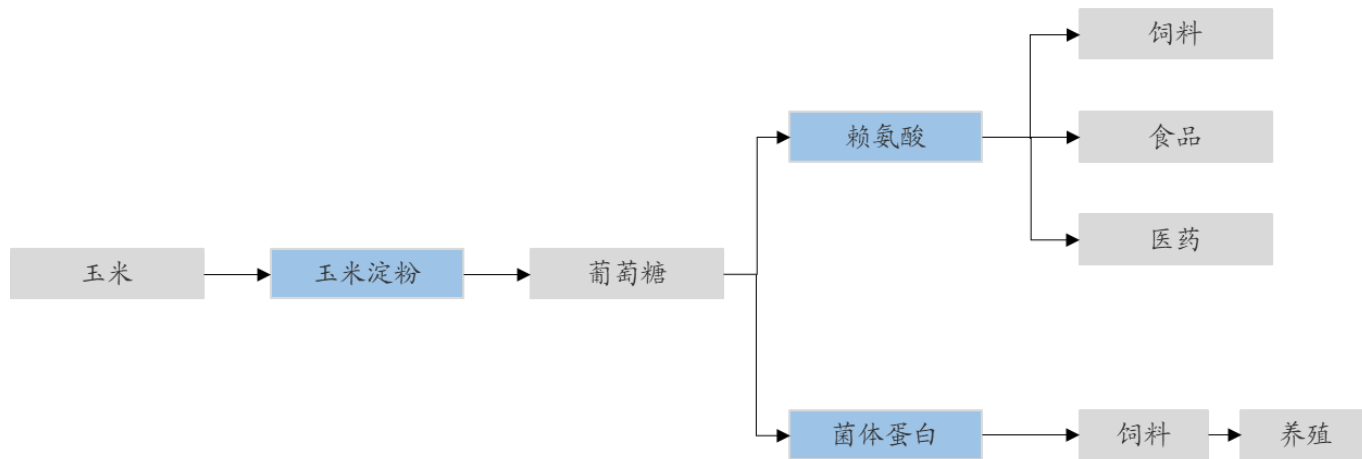


1. 全球领先的味精、黄原胶和氨基酸供应商
2. 味精：寡头垄断行业，成本支撑托底味精价格
3. 黄原胶：行业集中度高，市场规模持续扩大
4. 氨基酸：玉米豆粕减量替代带来需求增量
5. 盈利预测与估值
6. 风险提示

4.1 赖氨酸为人类和哺乳动物的必需氨基酸之一

- 赖氨酸化学名称为2,6-二氨基己酸，是一种碱性必需氨基酸。氨基酸生产属于氨基酸产业链的一环。氨基酸产业链的上游是玉米，对玉米进行深加工处理，通过糖化和发酵工序，最终生产出氨基酸产品，用于饲料、食品及医药领域作为添加剂。赖氨酸是人类和哺乳动物的必需氨基酸之一，机体不能自身合成，必须从食物中补充。赖氨酸主要存在于动物性食物和豆类中，谷类食物中赖氨酸含量很低。赖氨酸在促进人体生长发育、增强机体免疫力、抗病毒、促进脂肪氧化、缓解焦虑情绪等方面都具有积极的营养学意义，同时也能促进某些营养素的吸收，能与一些营养素协同作用。

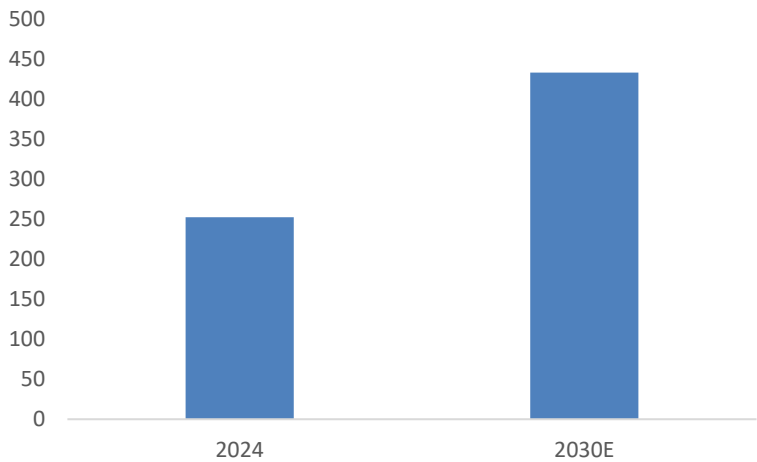
图：赖氨酸上下游流程图



4.1 全球赖氨酸市场规模持续增长

- 全球赖氨酸市场规模持续增长。根据贝哲斯咨询，2024年，全球赖氨酸市场规模达到252.38亿元（人民币），中国赖氨酸市场规模达75.21亿元，预测至2030年，全球赖氨酸市场规模将会达到432.99亿元，预测期间内将达到9.41%的年均复合增长率。

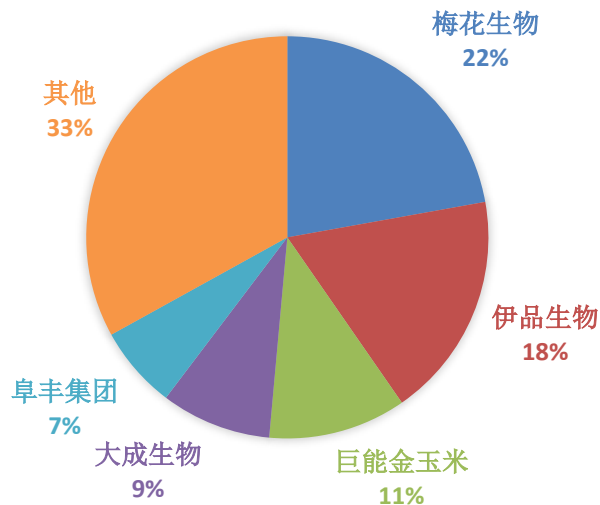
图：全球赖氨酸市场规模（亿元）



4.1 国内竞争格局趋于稳定

- 国内竞争格局趋于稳定。根据百川盈孚，2024年中国赖氨酸（折算 98.5%赖氨酸）产能 451万吨，产量为305.8万吨，同比增长8.3%；截至2025年6月，行业开工率75.4%；截至2025年6月，产量约165.9万吨，同比增长11.3%。中国赖氨酸目前主要有梅花生物、阜丰集团、伊品生物等，其中阜丰集团占行业总产能的7%。

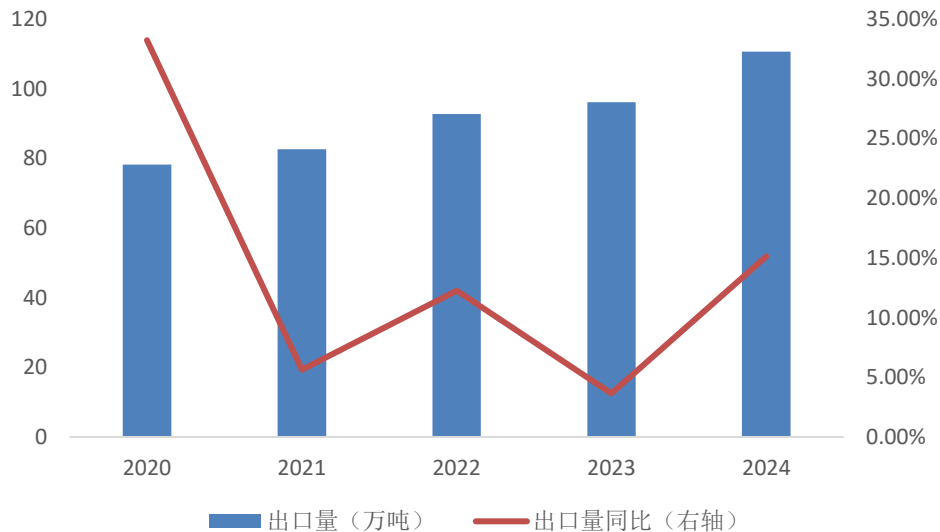
图：中国赖氨酸生产厂家情况



4.1 赖氨酸出口量持续增长

- 赖氨酸出口量持续增长。根据百川盈孚，2024年我国赖氨酸出口量约110.6万吨，2020-2024年复合增速为9.06%；出口金额为14.07亿美元，2020-2024年复合增速为18.59%。

图：2020-2024年中国赖氨酸出口量及其同比增速



4.1 赖氨酸需求整体表现一般，价格同比下降

- 赖氨酸需求整体表现一般，赖氨酸价格同比下降。根据百川盈孚，供应方面，6月市场供应较上月小幅减少，但仍表现良好。需求方面，国内市场，本月98.5%赖氨酸需求持续疲软，贸易渠道及下游终端库存充足，且高价库存较多，下游采购积极性不佳，逢低补货，且对后市看空提货迟缓。6月70%赖氨酸需求整体表现一般，不温不火，下游正常按需采购。根据百川盈孚，截至2025年7月4日，赖氨酸价格为8100元/吨，同比下降24.3%。

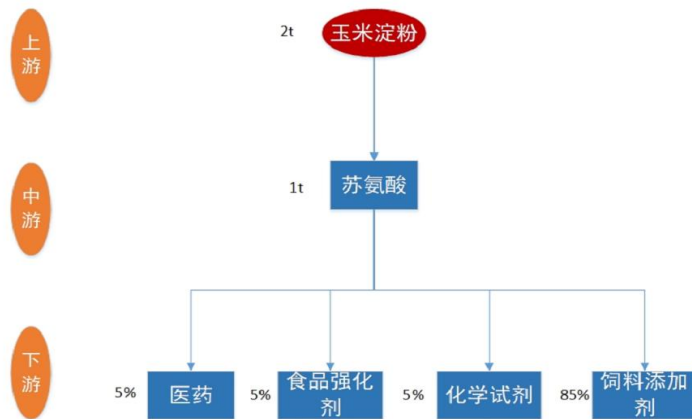
图：赖氨酸价格走势



4.2 苏氨酸被广泛应用于饲养业

- 苏氨酸被广泛应用于饲养业，需求稳健增长。L-苏氨酸是一种必需的氨基酸，动物本身不能合成。苏氨酸主要用于医药、化学试剂、食品强化剂、饲料添加剂等方面。特别是饲料添加剂方面，苏氨酸可用来精确平衡饲料的氨基酸组成，它是畜禽的第二或第三限制性氨基酸，因此用量快速增长。在配合饲料中加入L-苏氨酸，具有如下的特点：①可以调整饲料的氨基酸平衡，促进禽畜生长；②可改善肉质；③可改善氨基酸消化率低的饲料的营养价值；④可降低饲料原料成本；因此在欧盟国家（主要是德国、比利时、丹麦等）和美洲国家，已广泛地应用于饲料行业。根据百川盈孚统计数据，在苏氨酸下游应用中，饲料添加剂占比达85%。

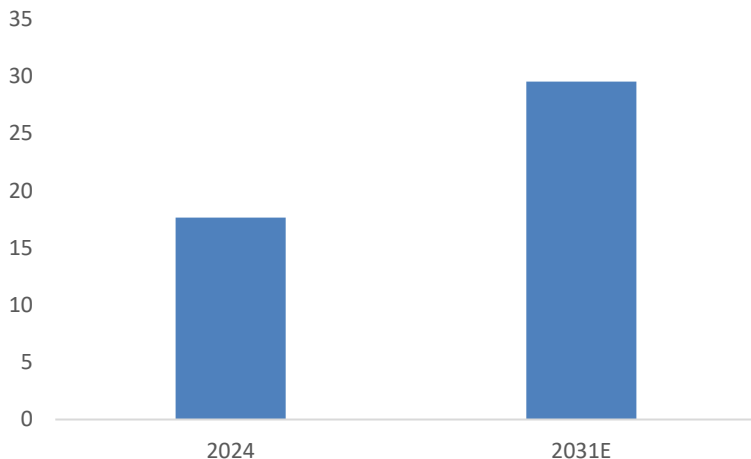
图：苏氨酸产业链流程图



4.2 全球苏氨酸市场规模快速增长

- 全球苏氨酸市场规模快速增长。据GIR (Global Info Research)调研，2024年全球苏氨酸收入大约17.65亿美元，预计2031年达到29.53亿美元，2025至2031期间，年复合增长率CAGR为7.7%。亚太地区是苏氨酸最大的生产地区，占有约55%的市场份额。

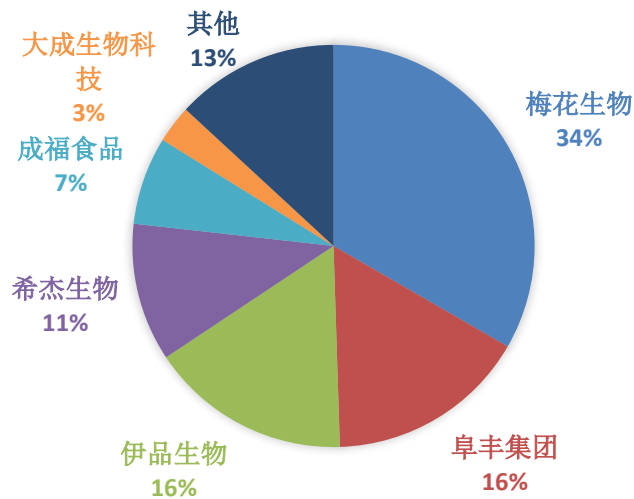
图：全球苏氨酸市场规模（亿美元）



4.2 苏氨酸行业集中度高

- 苏氨酸行业集中度高。根据百川盈孚，苏氨酸行业的主要参与企业有梅花生物、伊品生物、阜丰集团和希杰生物等，其产能分别占中国苏氨酸总产能的34%、16%、16%和11%，CR4达76%。

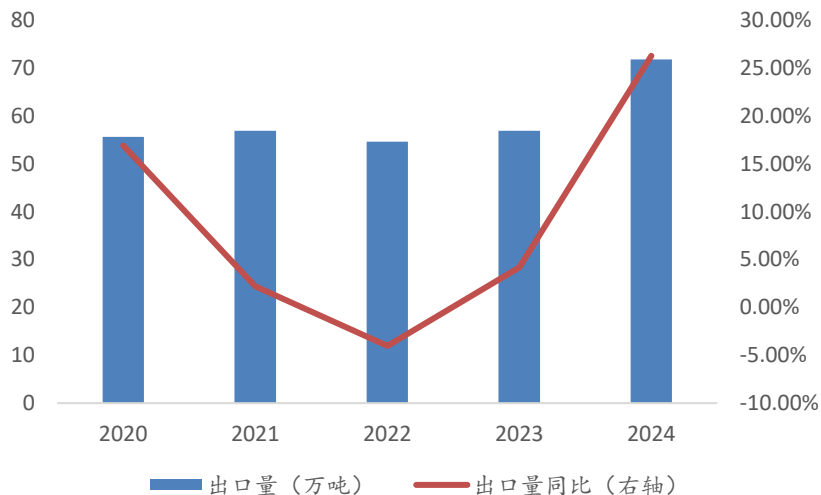
图：中国苏氨酸生产厂家情况



4.2 苏氨酸出口势头强劲

- 苏氨酸出口势头强劲。根据百川盈孚，2024年我国苏氨酸出口量约71.82万吨，2020-2024年复合增速为6.58%；出口金额为12.52亿美元，2020-2024年复合增速为12.60%。

图：2020-2024年中国苏氨酸出口量及其同比增速



4.2 苏氨酸国内需求一般，市场价格稳定

- 苏氨酸国内需求一般，市场价格稳定。根据百川盈孚，截至6月，供给端方面，四家在产工厂开工稳定；需求端方面，苏氨酸国内需求一般，下游按需采购，工厂为控价仍稍微控量签单。出口需求依旧恢复不佳，2024年海外超量下单，以消化库存为主。根据百川盈孚，截至2025年7月8日，苏氨酸价格为10270元/吨，同比下降3.7%。

图：苏氨酸价格走势



4.3 我国推行“玉米豆粕减量替代”

- 我国玉米大豆大量依赖进口，推行“玉米豆粕减量替代”势在必行。随着经济发展和人民生活水平的提高，我国居民饮食结构逐渐由以蔬菜为主过渡到以肉类、豆类、蔬菜相结合。在强劲的肉类需求引领下，国内生猪养殖行业迅猛发展，饲料产业水涨船高。玉米和豆粕分别作为能量饲料和蛋白饲料，由于含有丰富的赖氨酸，而这两种氨基酸为猪和家禽的第一限制性氨基酸，一直以来都是饲料的主要构成。国内对于大豆玉米的需求急剧飙升，进口依赖日益加深。为了充分挖掘利用现有饲料资源，推进用谷物和杂粕对饲料中玉米豆粕实现减量替代，相关部门陆续推出多部文件，要求建立精准的营养价值参数，优化调整饲料配方结构，构建具有中国特色的多元化饲料配方体系，降低料中玉米、豆粕占比。

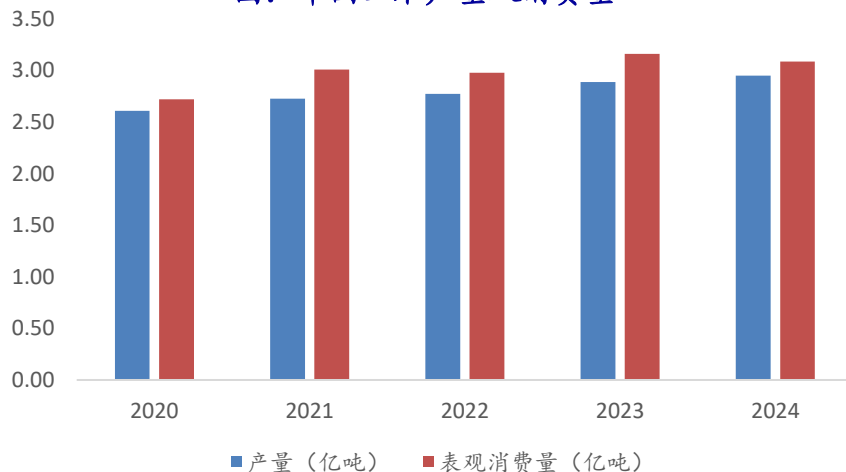
表：我国有关推进玉米豆粕减量替代相关政策

文件名称	颁布时间	颁布机构	内容
《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	2020年9月	国务院	《意见》提出要加快构建现代养殖体系，健全饲草料供应体系。《意见》强调，要调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕的减量替代。
《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》	2021年3月	农业农村部畜牧兽医局	《方案》要求推进用谷物和杂粕对饲料中玉米豆粕实现减量替代，且明确了任务划分和进度安排。
《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》	2021年4月	农业农村部畜牧兽医局	《方案》具体明确了豆粕玉米替代的方式和日粮配制要点。明确指出对动物不同生理阶段，选用合适的氨基酸平衡模式。按照饲料原料中氨基酸实测值（湿化学或者近红外方法）或者数据库中可利用氨基酸（如标准回肠氨基酸消化率）数值计算出以可利用氨基酸为基础的日粮配方。合理补充必需氨基酸，并考虑其与非必需氨基酸、小肽之间的平衡。
《饲用豆粕减量替代三年行动方案》	2023年4月	农业农村部办公厅	在饲料和养殖行业全面实施提效、开源、调结构的技术措施，大力推广低蛋白日粮，充分挖掘利用国内蛋白饲料资源，推进牛羊养殖“以草代料”，持续压减豆粕等饲料粮消费，减量成效得到进一步巩固。

4.3 近年我国玉米供求保持平稳增长

- 近年我国玉米供求保持平稳增长。根据百川盈孚，2024年我国玉米产量为2.95亿吨，2020-2024年复合增速为3.13%；表观消费量为3.09亿吨，2020-2024年复合增速为3.22%。

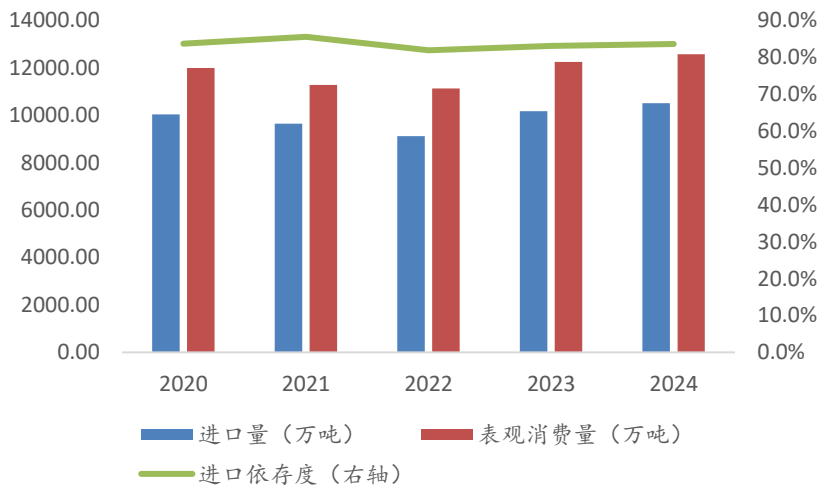
图：中国玉米产量及消费量



4.3 我国大豆严重依赖进口

- 我国大豆严重依赖进口。根据中国农业农村部，从1996年开始，我国大豆由净出口变为净进口，且进口量逐年增加。2000年大豆进口突破1000万吨，2003年超2000万吨，2007年超3000万吨，2009年超4000万吨，2010年达到5480万吨。根据百川盈孚，2024年，我国大豆表观消费量为1.26亿吨，进口量为1.05亿吨，进口依存度为83.6%。

图：中国大豆进口依存度高



4.3 玉米大豆中氨基酸含量丰富

- 配合饲料中氨基酸含量及其平衡程度是影响复合饲料品质和饲料效率的重要因素。玉米豆粕含有丰富的赖氨酸，为猪和家禽的第一限制性氨基酸（在限制氨基酸中缺乏最多的一类氨基酸，它会严重影响机体对蛋白质的利用，并且决定蛋白质的质量）。对比能量饲料玉米与水稻，其赖氨酸含量比例分别为0.36%和0.29%，差值为0.07%；苏氨酸含量比例分别为0.30%和0.25%，差值为0.05%。对比蛋白饲料豆粕与其他杂粕，其赖氨酸与苏氨酸含量比例亦明显高出其他杂粕。

表：常见杂粕与玉米及豆粕的氨基酸含量对比

饲料名称	赖氨酸 Lys%	苏氨酸 Thr%	精氨酸 Arg%	组氨酸 His%	异亮氨酸 Ile%	亮氨酸 Leu%	蛋氨酸 Met%	胱氨酸 Cys%	苯丙氨酸 Phe%	酪氨酸 Tyr%	色氨酸 Trp%	缬氨酸 Val%
玉米	0.36	0.30	0.50	0.29	0.27	0.74	0.15	0.18	0.37	0.28	0.08	0.46
稻谷	0.29	0.25	0.57	0.15	0.32	0.58	0.19	0.16	0.40	0.37	0.10	0.47
大豆粕	2.68	1.71	3.38	1.17	1.99	3.35	0.59	0.65	2.21	1.47	0.57	2.09
棉籽粕	1.97	1.25	4.65	1.19	1.29	2.47	0.58	0.68	2.28	1.05	0.51	1.91
菜籽粕	1.30	1.49	1.83	0.86	1.29	2.34	0.63	0.87	1.45	0.97	0.43	1.74
花生仁粕	1.40	1.11	4.88	0.88	1.25	2.50	0.41	0.40	1.92	1.39	0.45	1.36
向日葵仁粕	1.13	1.14	2.89	0.74	1.39	2.07	0.69	0.50	1.43	0.91	0.37	1.58
玉米DDGS	0.71	0.99	1.12	0.75	0.97	3.13	0.57	0.54	1.28	1.09	0.20	1.32

4.3 “玉米豆粕减量替代”带来氨基酸需求增量

- 根据崔海军《“饲料中玉米豆粕减量替代工作方案”对饲料行业有何影响》（2021年）一文，我国饲料配方中的构成中60%为玉米，18%为豆粕，豆粕用量约7500万吨，玉米饲用消费量约1.9亿吨。假如豆粕在饲料中的添加比例降低5%，理论豆粕用量可减少2000万吨，对应可减少2500万吨进口大豆，约占我国大豆进口的25%；假如实现对30%饲用玉米做谷物替代，理论上其需求将降低5700万吨。结合《中国饲料成分及营养价值表》中各类氨基酸含量数据，我们测算若完成上述玉米豆粕减量替代，将新增赖氨酸需求36.66万吨，苏氨酸需求12.92万吨。其他氨基酸如缬氨酸、亮氨酸、异亮氨酸需求亦将显著提升。

表：玉米豆粕减量替代后氨基酸总需求缺口测算

以稻谷替代5700万吨玉米后氨基酸需求量的变化												
饲料名称	赖氨酸 Lys%	苏氨酸 Thr%	精氨酸 Arg%	组氨酸 His%	异亮氨酸 Ile%	亮氨酸 Leu%	蛋氨酸 Met%	胱氨酸 Cys%	苯丙氨酸 Phe%	酪氨酸 Tyr%	色氨酸 Trp%	缬氨酸 Val%
稻谷（5700万吨）	3.99	2.85	-3.99	7.98	-2.85	9.12	-2.28	1.14	-1.71	-5.13	-1.14	-0.57
以杂粕替代2000万吨豆粕后氨基酸需求量的变化												
饲料名称	赖氨酸 Lys%	苏氨酸 Thr%	精氨酸 Arg%	组氨酸 His%	异亮氨酸 Ile%	亮氨酸 Leu%	蛋氨酸 Met%	胱氨酸 Cys%	苯丙氨酸 Phe%	酪氨酸 Tyr%	色氨酸 Trp%	缬氨酸 Val%
菜籽粕（667万吨）	9.20	1.47	10.33	2.07	4.67	6.73	-0.27	-1.47	5.07	3.33	0.93	2.33
向日葵仁粕（667万吨）	10.33	3.80	3.27	2.87	4.00	8.53	-0.67	1.00	5.20	3.73	1.33	3.40
玉米DDGS（667万吨）	13.13	4.80	15.07	2.80	6.80	1.47	0.13	0.73	6.20	2.53	2.47	5.13
玉米豆粕减量替代后氨基酸总需求缺口（万吨）	36.66	12.92	24.68	15.71	12.62	25.85	-3.08	1.41	14.76	4.47	3.59	10.30

1. 全球领先的味精、黄原胶和氨基酸供应商
2. 味精：寡头垄断行业，成本支撑托底味精价格
3. 黄原胶：行业集中度高，市场规模持续扩大
4. 氨基酸：玉米豆粕减量替代带来需求增量
5. 盈利预测与估值
6. 风险提示

5.1 阜丰集团总部基地及研发中心项目正式签约落地

- 2024年9月4日，阜丰集团总部基地及研发中心项目在青岛市城阳区正式签约落地。该项目位于河套街道，计划总投资约10亿元，用地面积约15.6亩，项目建成达产后，5年内预计实现销售额过50亿元。该项目主要致力于各种氨基酸及其衍生制品和生物胶体的研发、生产和经营，规划设置集团管理中心、营销中心、研发中心、培训中心等，将建设国家级企业技术中心和国家重点实验室，加速先进优质生产要素的流动与集聚，为新质生产力发展蓄力赋能。

图：阜丰集团总部基地及研发中心项目



5.2 盈利预测与投资评级

- 盈利预测与投资评级。我们预计公司 2025-2027年归母净利润分别为25.30亿元、27.85亿元、31.30亿元。结合可比公司估值及AH股估值差异，给予公司2025年7倍PE，对应目标价7.07元，按照港元兑人民币0.92汇率计算，对应目标价为7.68港币，首次覆盖给予“收集”评级。

表：可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价	EPS（元/股）			PE（倍）		
		（元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
002001.SZ	新和成	21.93	1.91	2.13	2.32	11	10	9
600873.SH	梅花生物	11.08	0.96	1.11	1.21	9	10	9
002597.SZ	金禾实业	23.21	0.98	2.03	2.57	18	11	9
均值						13	10	9

资料来源： WIND，环球富盛理财，股价为2025年07月07日收盘价，每股收益为WIND一致预期

5.3 财务报表分析和预测

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,532	24,370	25,890	27,542
现金	9,902	11,125	11,578	11,994
应收账款及票据	2,003	2,107	2,288	2,497
存货	6,135	6,690	7,265	7,931
其他	4,493	4,446	4,758	5,120
非流动资产	13,558	13,783	13,995	14,194
固定资产	12,409	12,634	12,846	13,045
无形资产	74	74	74	74
其他	1,075	1,075	1,075	1,075
资产总计	36,090	38,153	39,885	41,737
流动负债	16,240	16,805	17,347	17,967
短期借款	11,016	11,066	11,116	11,166
应付账款及票据	1,973	2,095	2,275	2,483
其他	3,251	3,644	3,956	4,317
非流动负债	1,506	1,506	1,506	1,506
长期债务	348	348	348	348
其他	1,158	1,158	1,158	1,158
负债合计	17,747	18,312	18,854	19,474
普通股股本	241	241	241	241
储备	18,110	19,608	20,799	22,030
归属母公司股东权益	18,343	19,841	21,032	22,263
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	18,343	19,841	21,032	22,263
负债和股东权益	36,090	38,153	39,885	41,737
流动资产	22,532	24,370	25,890	27,542
现金	9,902	11,125	11,578	11,994

现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,955	3,196	2,952	3,176
净利润	2,312	2,530	2,785	3,130
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1,131	775	788	801
营运资金变动及其他	-488	-108	-621	-755
投资活动现金流	-1,100	-538	-499	-453
资本支出	-1,221	-1,000	-1,000	-1,000
其他投资	121	462	501	547
筹资活动现金流	1,097	-1,529	-2,094	-2,400
借款增加	1,599	50	50	50
普通股增加	-73	0	0	0
已付股利	-1,219	-1,126	-1,688	-1,992
其他	791	-454	-456	-458
现金净增加额	3,046	1,223	453	416

利润表	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,757	30,347	32,947	35,960
其他收入	0	0	0	0
营业成本	22,700	24,329	26,419	28,839
销售费用	1,964	1,973	2,142	2,337
管理费用	1,091	1,205	1,303	1,331
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-295	157	122	110
除税前溢利	2,837	3,085	3,397	3,817
所得税	525	555	611	687
净利润	2,312	2,530	2,785	3,130
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,312	2,530	2,785	3,130
EBIT	2,542	3,242	3,519	3,928
EBITDA	3,674	4,017	4,307	4,729
EPS（元）	0.92	1.01	1.11	1.25

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为2025年07月07日；（2）以上各表均为简表；

1. 全球领先的味精、黄原胶和氨基酸供应商
2. 味精：寡头垄断行业，成本支撑托底味精价格
3. 黄原胶：行业集中度高，市场规模持续扩大
4. 氨基酸：玉米豆粕减量替代带来需求增量
5. 盈利预测与估值
6. 风险提示

◆原材料价格大幅上涨风险

◆产品价格下降风险

◆经济增速放缓风险

分析师介绍

分析师庄怀超，本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于香港大学金融学专业，主要覆盖化工和新材料行业。

该分析师2022-2024年曾任职于海通国际研究部，团队2022年获得过亚洲货币第一名。该分析师2025年加入环球富盛理财有限公司，继续覆盖化工和新材料行业。环球富盛理财有限公司是一家香港的持牌券商机构，成立于2014年。

该分析师曾在wind发布报告超过500篇，主要覆盖行业包括化肥、农药、气体、炸药、氟化工、分子筛、电解液和合成生物学等行业。覆盖的公司包括：东岳集团、环球新材国际、中国心连心化肥、中化化肥、阜丰集团、中国三江化工、中国联塑、浦林成山、米高集团、中国石油化学、中国旭阳集团、天德化工、彩客新能源、天德化工和理文化工等。



邮箱: charles.zhuang@gpf.com.hk

电话: (852) 9748 7114

重要信息披露

本研究报告由环球富盛理财有限公司分销。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Global Prosperity Financial Company Limited.

分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Zhuang Huaichao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

评级定义（从2025年6月18日开始执行）：

环球富盛理财有限公司（以下简称“GPF”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：买入、收集、中性、减持或卖出。投资者应仔细阅读GPF的评级定义。并且GPF发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

买入，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在15%以上，基准定义如下

收集，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在5%-15%%，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

减持，未来6-18个月内预期相对基准指数跌幅在5%-15%%，基准定义如下

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数： 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 18 June 2025):

Global Prosperity Financial uses a relative rating system using Buy, Accumulate, Neutral, Reduce, or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Global Prosperity Financial. In addition, since Global Prosperity Financial contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Global Prosperity Financial Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Buy: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Accumulate: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Reduce: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Sell: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

重要免责声明：本报告由环球富盛理财有限公司（“GPF”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。

香港投资者的通知事项：环球富盛理财有限公司（“GPF”）负责分发该研究报告，GPF是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系GPF销售人员。

环球富盛理财有限公司

地址：香港上环德辅道中308号23楼2301室

联系人电话：(852) 9748 7114

联系人电邮：charles.zhuang@gpf.com.hk