

保龄宝 (002286)

证券研究报告

2021年07月23日

全球减糖趋势不断深化，公司迎来发展风口

赤藓糖醇供不应求，公司业绩大幅改善。今年以来受供应紧缺支撑，节后赤藓糖醇价格持续上涨，受益于此，公司二季度业绩大幅改善。今年上半年，公司预计实现净利润 4773 万元~6509 万元，其中第二季度净利润为 3890~5626 万元，按中值 4758 万元计算，同比增长 62%，环比增长 439%。为进一步扩大产能，公司拟定增募资不超过 7.12 亿元，用于赤藓糖醇、阿洛酮糖等项目的建设，控股股东全额认购，彰显信心。

赤藓糖醇：需求持续增长放大产能缺口，价格有望持续高位运行。无糖、低糖大势所趋，赤藓糖醇需求量有望持续增长，其中国内需求将成为驱动行业增长的核心动力，我们预计未来国内需求复合增速超过 40%，到 2025 年全球赤藓糖醇需求量有望达到 28.5 万吨。目前，赤藓糖醇市场价格保持在 3 万元/吨，尽管近期有部分新产能释放，但依旧保持供不应求的局面，全年来看价格仍将维持高位偏强态势运行。此外，由于新进入者整体将面临较高的时间成本和不确定性，短期来看，现有企业有望充分享受行业红利，而从长期来看，成本优势将成为企业的核心竞争力。

阿洛酮糖：高附加值新秀，下一个热门天然低卡甜味剂。随着美国 FDA 批准认证后，目前阿洛酮糖获得在包括日本、韩国、加拿大、澳大利亚及新西兰在内的 13 个国家的法规许可，但阿洛酮糖仍然无法在国内使用，如果后续国家卫健委通过审批，那么阿洛酮糖有望在国内市场放量。目前国内厂商已开始布局，以保龄宝和百龙创园为代表的企业，产品已经实现出口销售。保龄宝 2020 年完成阿洛酮糖液体和固体的试生产，可生产晶体、液体阿洛酮糖，出口销售额达 112.15 万元，预计将建设年产 3 万吨阿洛酮糖（干基）目，将其作为未来核心产品的重要组成。

公司竞争优势突出，有望充分受益减糖大趋势。作为功能糖行业龙头，我们认为公司的核心优势源于三个方面：1) 研发创新优势：公司研发投入水平行业领先，参与行业标准制订 20 余项，国际标准 1 项，掌握了行业的话语权；2) 全产业链优势：公司是目前国内市场上唯一的全品类功能糖产品制造服务商，新产能建成后，赤藓糖醇产能将达到 6 万吨，阿洛酮糖产能将达到 3 万吨，充分满足下游客户日益增长的需求；3) 品牌与市场优势：公司多年来持续强化大客户营销与方案营销能力，为客户量身定制解决方案，客户黏性强。

盈利预测与投资建议。暂不考虑增发股本摊薄，预计 2021-2023 年，归母净利润 2.0/2.9/3.8 亿元，同比 302%/47%/28%。考虑到公司未来业绩高速增长并参考可比公司估值，给予 22 年 30 倍 PE，目标市值 90 亿元，对应目标价 24 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游客户需求波动；原料价格波动；行业竞争加剧；产品销量不及预期；审批失败的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,805.17	2,054.58	2,519.08	2,859.51	3,429.94
增长率(%)	4.34	13.82	22.61	13.51	19.95
EBITDA(百万元)	177.43	170.42	381.39	495.00	595.54
净利润(百万元)	35.23	49.86	200.38	294.15	377.92
增长率(%)	(17.97)	41.52	301.86	46.80	28.48
EPS(元/股)	0.10	0.14	0.54	0.80	1.02
市盈率(P/E)	112.77	79.68	19.83	13.51	10.51
市净率(P/B)	2.54	2.48	2.27	2.02	1.76
市销率(P/S)	2.20	1.93	1.58	1.39	1.16
EV/EBITDA	12.86	23.14	10.10	6.26	5.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 农林牧渔/农产品加工

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 10.76 元

目标价格 24 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 369.26

流通 A 股股本(百万股) 369.25

A 股总市值(百万元) 3,973.19

流通 A 股市值(百万元) 3,973.17

每股净资产(元) 4.35

资产负债率(%) 42.75

一年内最高/最低(元) 25.77/7.76

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wcong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保龄宝-公司点评:赤藓糖醇供不应求，价格有望持续高位运行》2021-04-08
- 《保龄宝-半年报点评:上半年业绩实现高速增长，未来持续受益减糖大趋势》2020-08-23
- 《保龄宝-首次覆盖报告:功能糖行业隐形冠军，减糖大趋势下迎来增长契机》2020-07-22

内容目录

1. 保龄宝：功能糖行业的隐形冠军	4
1.1. 深耕功能糖领域二十余年，引领产业健康发展	4
1.2. 赤藓糖醇已经成为公司业绩最主要增长点	4
1.3. 公司二季度业绩迎来大幅改善	5
2. 全球减糖趋势不断深化，天然代糖渐成主流	7
2.1. 健康消费观念深入人心，低糖、无糖产品大幅增长	7
2.2. 赤藓糖醇：需求持续增长放大产能缺口，价格有望持续高位运行	7
2.2.1. 下游需求旺盛，预计 2025 年全球需求量接近 30 万吨	7
2.2.2. 产能持续供不应求，价格有望维持高位	10
2.2.3. 进入壁垒较高，先发企业有望充分享受行业红利	11
2.3. 阿洛酮糖：高附加值新秀，下一个热门天然低卡甜味剂	12
2.3.1. 具备多种独特优势，应用领域广泛	12
2.3.2. 化学制备尚未突破，生物转化占优	13
2.3.3. 法规正名“天然低卡”，海外市场需求火爆	13
3. 公司竞争优势突出，有望充分受益减糖大趋势	15
3.1. 深耕二十余年，凭借研发创新引领行业发展	15
3.2. 全产业链优势，加足马力投入代糖赛道	16
3.3. 客户资源优质，以综合解决方案增强黏性	17
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司股权结构图（截止 2021 年第一季度）	4
图 2：公司营收结构	5
图 3：公司毛利结构	5
图 4：糖醇业务营业收入（百万元）及占比	5
图 5：公司历年营收（百万元）及增速	6
图 6：公司历年归母净利润（百万元）及增速	6
图 7：公司历年毛利率和净利率（%）	6
图 8：公司历年费用率变化情况（%）	6
图 9：2015-2019 年全球蔗糖消费量走势（亿吨）	7
图 10：2012-2018 年全球各地区低糖、无糖产品数量增长率	7
图 11：2015-2019 年美国赤藓糖醇消费情况（万吨）	8
图 12：2015-2019 年欧洲赤藓糖醇消费情况（万吨）	8
图 13：2015-2019 年中国赤藓糖醇消费情况（万吨）	9
图 14：2020-2025 年国内国外赤藓糖醇需求量预测（万吨）	10
图 15：国内外赤藓糖醇产量情况（万吨）	10

图 16: 2019 年赤藓糖醇生产厂商产量份额	10
图 17: 赤藓糖醇参考报价	11
图 18: 赤藓糖醇发酵生产过程	11
图 19: 常见天然甜味剂与蔗糖甜度、热量对比.....	12
图 20: 阿洛酮糖工艺流程图.....	13
图 21: 阿洛酮糖专利数量	14
图 22: 保龄宝及百龙创园阿洛酮糖业务营收情况（万元）	14
图 23: 公司创新优势.....	15
图 24: 公司研发投入情况	16
图 25: 2020 年研发支出情况对比.....	16
图 26: 公司丰富的产品配料体系	16
图 27: 公司赤藓糖醇产能持续增长.....	17
图 28: 公司主要业务收入拆分及预测	18
表 1: 赤藓糖醇下游应用领域及效果.....	7
表 2: 海外知名赤藓糖醇产品应用品牌	8
表 3: 2020 年国内赤藓糖醇饮品	9
表 4: 阿洛酮糖特性及医药用途.....	12
表 5: 海外阿洛酮糖产品应用	13
表 6: 可比公司参考估值（2021.7.23）	18

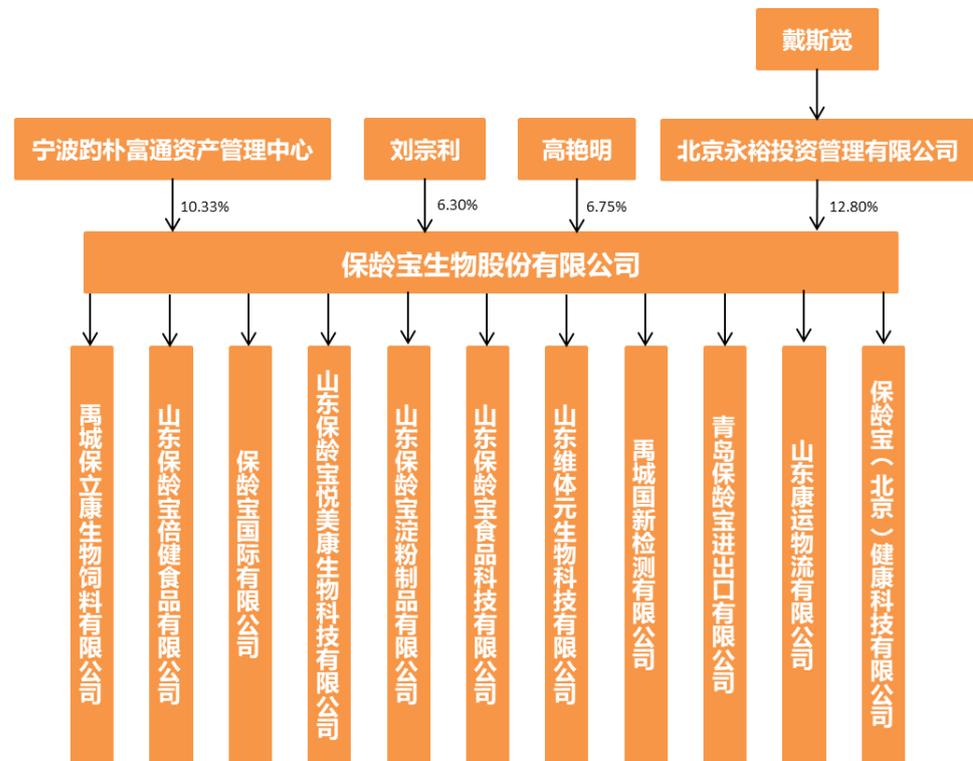
1. 保龄宝：功能糖行业的隐形冠军

1.1. 深耕功能糖领域二十余年，引领产业健康发展

公司创立于 1997 年，始终专注于酶工程、发酵工程等现代生物工程技术，从事生物糖的研发、制造及方案服务，是国内功能糖行业的领军企业。2009 年 8 月在深圳 A 股上市，是国内同行业首家 A 股上市公司。公司 2019 年 1 月 18 日发布公告，以“零发现项”通过 FDA 现场审核，成为业内率先通过的公司，标志着公司品质保证能力与国际接轨。

戴斯觉先生为公司目前的实际控制人。戴斯觉先生通过北京永裕投资管理公司间接持股 12.8%。公司拟发行不超过 9000 万股，发行对象为永裕投资、赣州永裕、深圳永裕，其中永裕投资系公司控股股东，赣州永裕、深圳永裕系公司控股股东永裕投资担任其执行事务合伙人并由公司实际控制人戴斯觉 100%控制的合伙企业，增发后实控人持股比例有望进一步提升。

图 1：公司股权结构图（截止 2021 年第一季度）



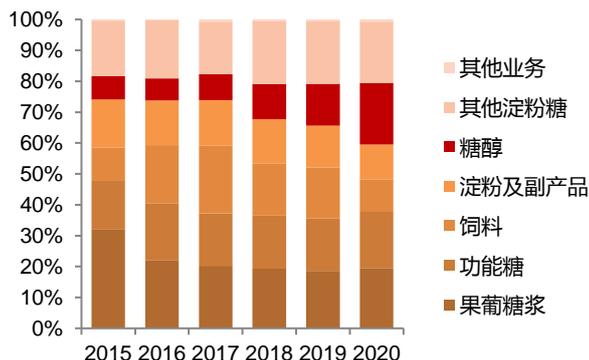
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 赤藓糖醇已经成为公司业绩最主要增长点

公司产品主要包括功能糖系列、淀粉糖系列、糖醇系列、膳食纤维系列、医药原辅料系列、淀粉系列及益生元终端等，广泛应用于健康食品、功能饮料、医药、无抗饲料等领域。

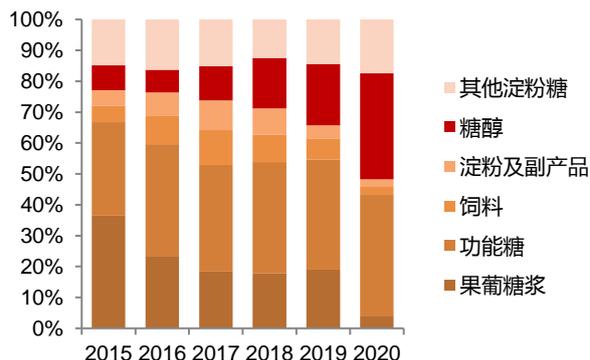
- 从**营收结构**来看，2020 年公司各产品品类的营收变化较大，其中糖醇的占比稳步上升；根据 2020 年的营收结构，糖醇、果葡糖浆和其他淀粉糖是主要的收入来源，在营收中占比分别为 19.83%、19.39%和 19.78%。
- 从**毛利结构**来看，受会计准则变更影响，公司各产品 2020 年毛利率同比都有一定幅度的下降，从毛利占比来看，赤藓糖醇占比不断提高，2020 年已经提升 33%，成为主要的利润来源之一。

图 2：公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到糖醇业务，受益于“无糖”趋势，公司糖醇业务保持快速增长态势。2020 年，糖醇产品营业收入 4.07 亿元，同比增长 66.66%，在总营收中占比为 19.83%，同比增长 6.29 个百分点。2016-2020 年，营业收入平均年复合增长率为 33.27%。

图 4：糖醇业务营业收入（百万元）及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 公司二季度业绩迎来大幅改善

2020 年，公司实现营收 20.55 亿元，同比增长 13.82%，实现归母净利润 4,986.19 万元，同比增长 41.53%。今年以来受供应紧缺支撑，节后赤藓糖醇价格持续上涨，受益于此，公司二季度业绩大幅改善。今年上半年，公司预计实现净利润 4773 万元~6509 万元，其中第二季度净利润为 3890~5626 万元，按中值 4758 万元计算，同比增长 62%，环比增长 439%。

图 5：公司历年营收（百万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

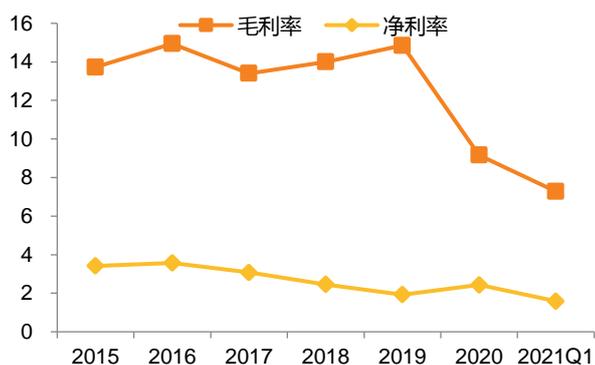
图 6：公司历年归母净利润（百万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

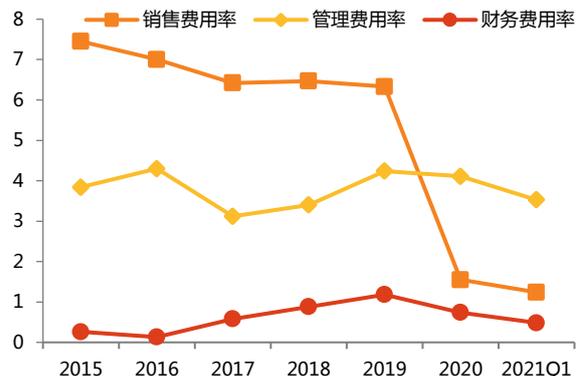
去年以来，公司毛利率有所下滑，净利率相对平稳。毛利率方面，2020 年公司的销售毛利率为 9.16%，比 2019 年下降 5.69pct，除了会计准则调整的影响以外，原材料价格上涨是主要原因。销售费用大幅下降，主要是因为原有的运输费用计入到了营业成本之中，整体上公司费用管控比较得当，管理费用率和财务费用率稳步下降。

图 7：公司历年毛利率和净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司历年费用率变化情况 (%)



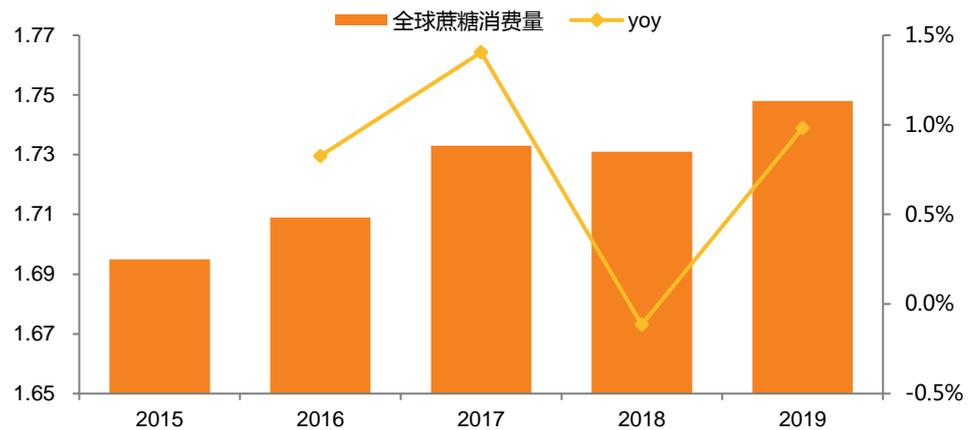
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 全球减糖趋势不断深化，天然代糖渐成主流

2.1. 健康消费观念深入人心，低糖、无糖产品大幅增长

全球蔗糖消费量增速放缓，甜味剂替代蔗糖正普遍处于快速深化阶段。根据 USDA 的数据，全球蔗糖消费量从 2015 年的 1.69 亿吨增长至 2019 年的 1.75 亿吨，年均复合增速仅为 0.8%。甜味剂应用需经过研发、推广、配方替换、消费者接受等漫长过程，目前应用已具备一定惯性，产品安全性已获得学术机构、政府部门认证及消费者认可。随着低糖、减糖健康消费观念已经获得普遍认可，以赤藓糖醇为代表的新型甜味剂产业已经进入快速发展期，短期内被替代及更迭风险小。

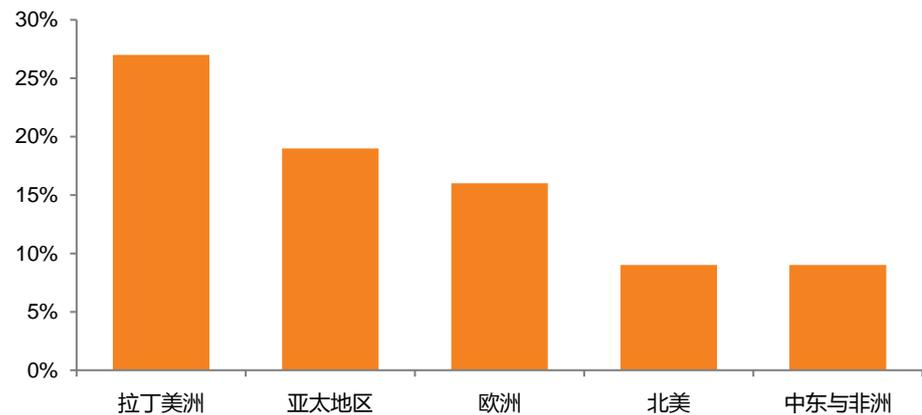
图 9：2015-2019 年全球蔗糖消费量走势（亿吨）



资料来源：USDA，天风证券研究所

在控糖意识提升、政府出台“糖税”等控糖政策引导以及媒体广泛宣传等综合影响下，全球低糖、无糖产品数量大幅增长。根据 Mintel 的统计，2012 年-2018 年拉丁美洲、亚太地区低糖、无糖产品的数量复合增长率达 27% 和 19%，欧洲和北美复合增长率为 16% 和 9%。

图 10：2012-2018 年全球各地区低糖、无糖产品数量增长率



资料来源：三元生物招股说明书，天风证券研究所

2.2. 赤藓糖醇：需求持续增长放大产能缺口，价格有望持续高位运行

2.2.1. 下游需求旺盛，预计 2025 年全球需求量接近 30 万吨

赤藓糖醇下游应用广泛，包括食品饮料、香料日化、医药等。作为食品甜味剂，赤藓糖醇需要与其他甜味剂复配、与添加剂组合，为节省销售成本，销售模式以经销为主、直销为辅。赤藓糖醇厂商竞争力在于产品生产，而非品牌力。

表 1：赤藓糖醇下游应用领域及效果

分类	用途	作用效果
饮料	清凉饮料、酒精性饮料	减糖、代糖、抗龋齿、改善甜味品质、促进酒精与水的融合
调味剂	甜味剂	减糖、代糖、不吸湿、抗龋齿、低热值
糕点、糖果、雪糕	巧克力、口香糖、糖果、雪糕	减糖、代糖、有清凉感、低热值、抗龋齿
保健品	压片制品和泡腾片剂	减糖、代糖、速溶性、溶解热、不吸湿、低热值、其它保健功效
香料日化品	香精香料、化妆品、牙膏等	可使香料和日化用品稳定性提高
医药及化学	医药品、有机合成化合物	可作为医药和有机合成化合物的中间体

资料来源：公司公告，天风证券研究所

欧美发达国家仍是赤藓糖醇最主要的消费地区。欧美国家正处于蔗糖消费替代阶段，海外消费者控糖意愿更强、支付能力更高，赤藓糖醇作为“天然”“零热量”的新型甜味剂，一直保持良好的增长态势。据沙利文数据，2019年美国 and 欧洲的消费量分别达到 3.6 万吨和 2.5 万吨，2015 年至 2019 年，美国 and 欧洲赤藓糖醇消费量的复合增长率分别为 9.5% 和 13.6%，保持较快增长。

图 11：2015-2019 年美国赤藓糖醇消费情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2015-2019 年欧洲赤藓糖醇消费情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：海外知名赤藓糖醇产品应用品牌

品牌	产品图片	介绍
Merisant		由原孟山都公司的甜味剂业务组成，是全球领先的无糖/低糖甜味剂制造商，最早从阿斯巴甜起步，近年来随着天然甜味剂市场的快速发展，该公司先后推出多种采用甜菊糖苷和赤藓糖醇的甜味剂新品，市场占有率居于行业前列。
Monster Energy		2002 年在美国推出目前仅次于红牛的全球第二大能量饮料品牌，系列无糖产品，主要添加赤藓糖醇和三氯蔗糖等。2020 年营业收入规模 300.06 亿元。
CELSIUS		2005 年在美国成立，主打燃脂、瘦肌、零糖概念的饮料品牌。产品中添加有赤藓糖醇。销售收入从 2015 年 1.12 亿人民币增长到 2020 年的 8.53 亿元。
BAI		2009 年成立，主打抗氧化、低糖、低热量饮料产品，主要添加甜菊糖和赤藓糖醇作为甜味来源。2016 年被北美知名饮料生产商 Dr Pepper Snapple 以 17 亿美元收购，2017 年品牌销售金额超过 4 亿美元。

HALO TOP



2012 年成立，主打低热量、低糖和高蛋白质卖点，在甜味剂上主要添加赤藓糖醇。2016 年该公司成长为美国销量排名领先的冰激凌品牌。

资料来源：三元生物招股说明书，天风证券研究所

元气森林带火赤藓糖醇，国内消费进入高速增长期。随着以元气森林为代表的新锐企业选择赤藓糖醇发力零糖、低糖市场，国内赤藓糖醇消费类进入高速增长期。2019 年国内消费量达到 1.1 万吨，接近 2017 年的 4 倍，增速远超欧美。而传统饮料企业也迅速布局，陆续推出一系列新产品，赤藓糖醇需求将进一步实现增长。随着消费者以及生产厂家对赤藓糖醇认识的逐步加深，预计未来国内市场赤藓糖醇及其复配产品对蔗糖、果葡糖浆等添加糖的替代程度将进一步深化，应用领域预计也将从饮料向烘焙等食品加工、厨房调味等领域扩展。未来国内市场赤藓糖醇发展空间十分可观。

图 13：2015-2019 年中国赤藓糖醇消费情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：2020 年国内赤藓糖醇饮品

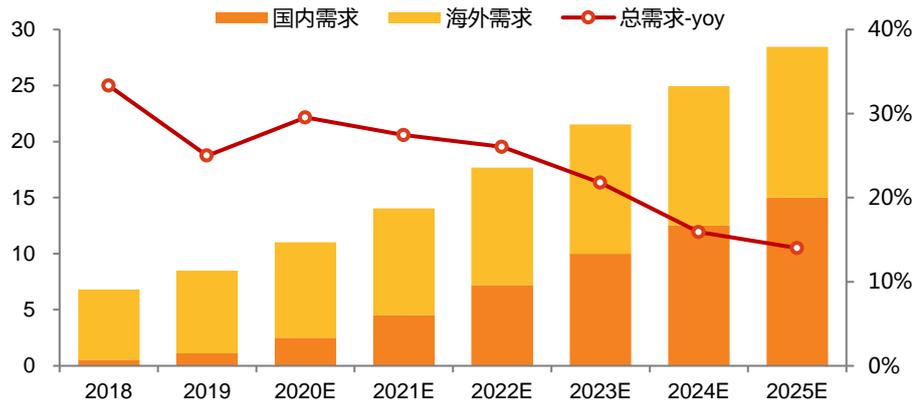
品牌	产品图片	甜味剂
元气森林		赤藓糖醇、三氯蔗糖
农夫山泉		赤藓糖醇、三氯蔗糖、木糖醇等
统一茶霸、轻啵		赤藓糖醇、三氯蔗糖
健力宝		赤藓糖醇、三氯蔗糖
汉口二厂		赤藓糖醇、三氯蔗糖



资料来源：三元生物招股说明书，天风证券研究所

在国内国外两个市场需求的带动下，预计 2025 年赤藓糖醇需求量有望接近 30 万吨。据我们预测，2020-2025 年海外市场仍有望保持 10% 的复合增长，而国内需求将成为驱动行业增长的核心动力，预计国内需求复合增速超过 40%。预计到 2025 年全球赤藓糖醇需求量达到 28.5 万吨，其中国内或将成为最主要的消费市场。

图 14：2020-2025 年国内国外赤藓糖醇需求量预测（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

2.2.2. 产能持续供不应求，价格有望维持高位

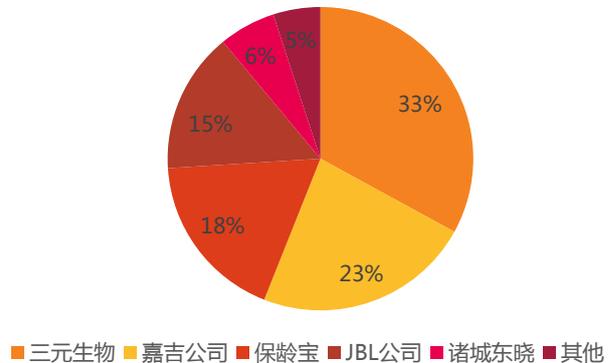
中国已成为全球赤藓糖醇供应中心。国内主要厂商为保龄宝、三元生物、东晓生物等，保龄宝为国内首家赤藓糖醇工业化生产企业。受益于国内劳动力资源、玉米深加工产业优势、全球庞大消费力空间，及厂商自身的产品品质提升，国内厂商产品以高性价比迅速提升产能占领市场，全球赤藓糖醇制造中心逐步转移到中国。目前赤藓糖醇行业处于少数几家前列供应商的博弈市场，产能集中度高。2019 年国内主要生产企业三元生物占据全球市场份额 33%，位居第一，保龄宝和诸城东晓分别占据 18% 及 6% 的份额。

图 15：国内外赤藓糖醇产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2019 年赤藓糖醇生产厂商产量份额

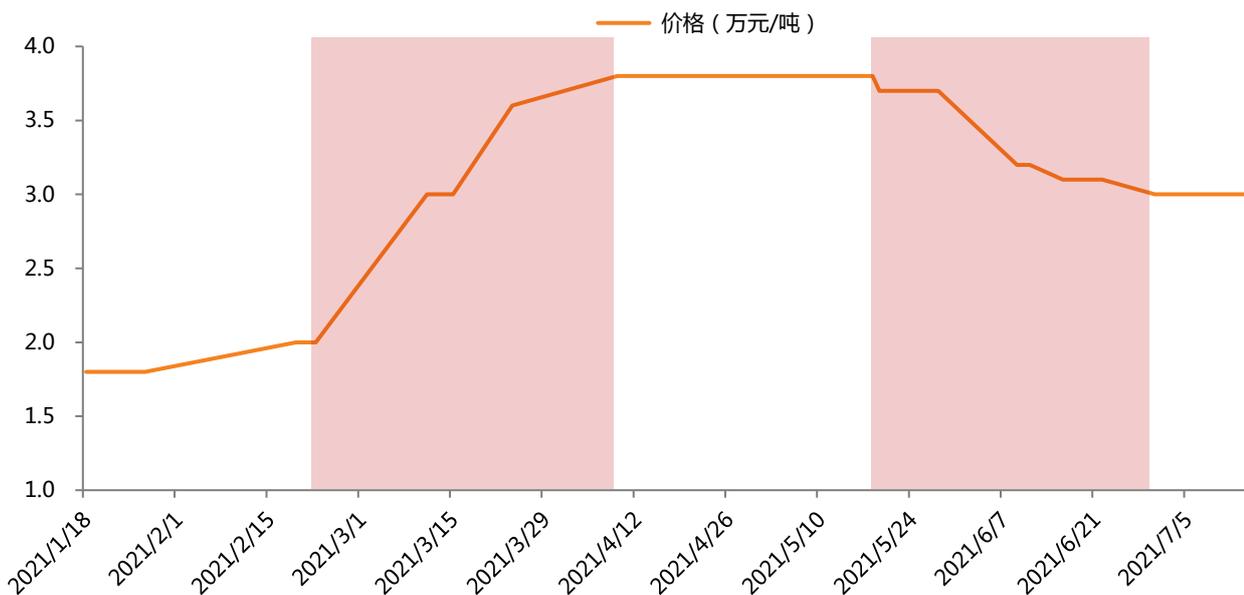


资料来源：三元生物招股说明书，天风证券研究所

截止到 2021 年国内具有生产规模的赤藓糖醇生产厂家在 4-5 家左右，总设计产能 10 万吨左右，但部分产能释放量有限，而随着各个厂家一系列无糖新品的推出，产能缺口迅速放大，导致市场整体呈现供不应求的局面，产品价格大幅上涨。短期来看，考虑到目前市场供不应求的现象依旧，尽管随着新产能释放近期价格有所回落，但我们预计赤藓糖醇价格

仍维持高位偏强态势运行。

图 17：赤藓糖醇参考报价

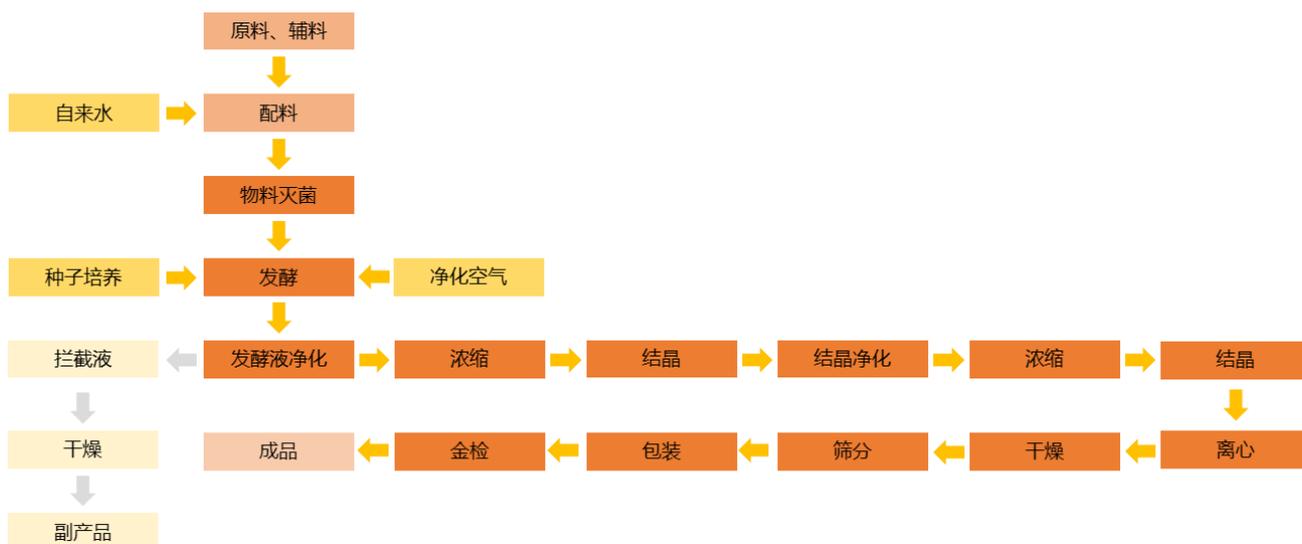


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2.2.3. 进入壁垒较高，先发企业有望充分享受行业红利

前端菌株+后端工艺，决定产品竞争力。行业内企业大多采用发酵法进行生产。生产过程中，发酵菌株是基础，菌株主要通过专业科研机构合作获取，根据生产需要不断重复扩培、筛选。目前市场上无最优培养基配方及标准生产设备供应，生产商发酵菌株的研发及优化存在投入差异，菌株需配合好的发酵培养基和发酵工艺控制才能最大限度发挥转化能力，而发酵后提取工艺则影响成品产出率及质量，继而影响成本。

图 18：赤藓糖醇发酵生产过程



资料来源：三元生物招股说明书，天风证券研究所

资质核准+客户认可，决定产品销路。作为可直接用于食品添加的产品生产，国内外监管机构均对赤藓糖醇生产及销售进行相对严格的资质核准。新进入者需要耗费较大时间和规范成本以逐步获取相应的资质认可。另外由于下游食品、饮料应用看重产品质量可靠性，而赤藓糖醇生产涉及多个技术环节，各环节均对产品质量有重要影响，进而难以满足下游

客户单次订单量大、订单紧急等要求。

总的来说，从设备研究调试、工艺控制优化、资质核准、规模化稳定生产到优质客户订单获取均需大量时间、资金投入，新进入者整体将面临较高成本和不确定性。短期来看，现有企业有望充分享受行业红利，但随着新进入者不断的增加，从长期来看，成本优势将成为企业的核心竞争力。

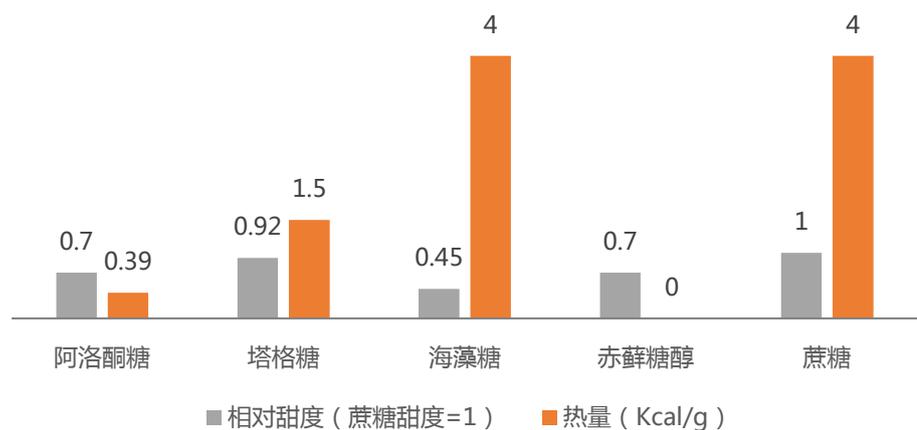
2.3. 阿洛酮糖：高附加值新秀，下一个热门天然低卡甜味剂

2.3.1. 具备多种独特优势，应用领域广泛

阿洛酮糖是一种稀少糖，是 D-果糖 C-3 位点的差向异构体，具有抑制血糖升高、热量值极低等诸多优点。阿洛酮糖口感与蔗糖相近，甜度仅为蔗糖的 70%，与赤藓糖醇甜度接近，甜味柔和细致，且甜度也不会随温度变化而变化，食用期间与之后都没有不良口感；热量更低，仅为蔗糖的 10%，能提高血浆胰岛素浓度，降低血糖，增加肝糖原含量。稳定性好、安全性更高，酸碱性条件均能保持结构稳定状态，便于添加在复杂成分的食品中；阿洛酮糖经人体后不会产生如其他糖醇过都摄入后产生的助泻作用。

此外阿洛酮糖相比其他健康甜味剂的一大优势是可以发生美拉德反应。阿洛酮糖能与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，赋予食品特定的风味和色泽，目前市场上流行的低热量健康甜味剂大多不能与氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，阿洛酮糖可以填补这一领域的市场空白。

图 19：常见天然甜味剂与蔗糖甜度、热量对比



资料来源：ISO 2017,USDA,Roabobank，天风证券研究所

除食品健康甜味剂外，作为功能糖具备更高的经济价值，保健、医疗领域应用前景广阔。此外，目前已有研究表明阿洛酮糖具有抑制病原菌生长的作用，具备开发高安全性植物农药的潜力。

表 4：阿洛酮糖特性及医药用途

特性	用途
可以抑制脂肪肝酶和肠道 α -糖苷酶，经肠道吸收后几乎不发生代谢、不提供热量、耐受性高，降低小肠对葡萄糖、果糖等糖类的吸收速率，可诱导肝葡萄糖激酶表达，从而提高肝糖原合成，减缓 β 胰岛细胞的纤维化，	减少人体内脂肪的积累，降低血糖、血脂，肝脏解毒和改善肝功能，通过多种途径预防肥胖和 2 型糖尿病。
抗氧化性	国外临床医疗领域：治疗糖尿病和心血管疾病，国外制药领域：止咳糖浆、维生素补充剂、消化疾病、心血管疾病的药品。
对 6-羟基多巴胺诱导的细胞凋亡有神经保护	具有治疗神经组织退化和动脉粥样硬化等

的作用，抑制高浓度葡萄糖诱导下的单核细胞 相关疾病的潜在功能。

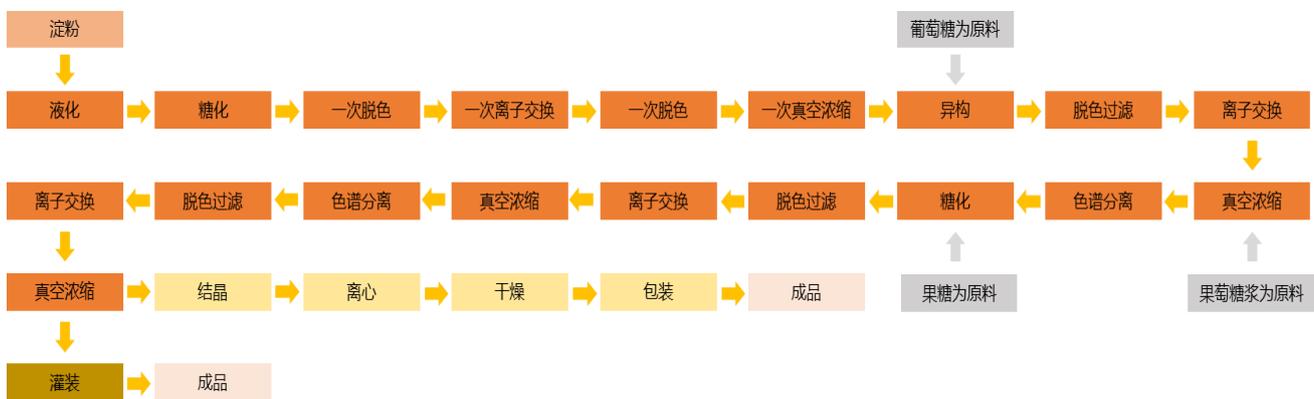
趋化蛋白 MCP-1 的表达

资料来源：公司公告，食研汇，沈雪梅等《D-阿洛酮糖的功能及其生物合成研究进展》，张龙涛等《新型甜味剂 D-阿洛酮糖研究进展》，天风证券研究所

2.3.2. 化学制备尚未突破，生物转化占优

作为天然提取糖，含量稀少，不适宜高成本、高污染、产物纯化步骤反复的化学合成工业化生产。七十多年前，阿洛酮糖于小麦中被发现，之后在葡萄干、无花果、红糖等发现。目前制备方法主要是葡萄糖生物合成，具有反应单一、纯化步骤简单的优点。阿洛酮糖以葡萄糖或果糖为原料，经溶糖、异构、色谱分离等主要工艺制成高浓度果糖液，再经过酶转化、精制、结晶、离心干燥等主要工艺制成。阿洛酮糖产品可分为液体制品及粉剂（结晶）制品，目前全球液体阿洛酮糖市场的产品有多家厂商可以供应，粉剂（结晶）阿洛酮糖市场的产品主要保龄宝及韩国希杰供应。

图 20：阿洛酮糖工艺流程图



资料来源：百龙创园招股说明书，天风证券研究所

2.3.3. 法规正名“天然低卡”，海外市场需求火爆

FDA 认证的低热量添加剂。阿洛酮糖于 2014 年通过美国 FDA GRAS 认证，但由于其“添加糖”身份，未在美国市场进一步发展。阿洛酮糖属于单糖，需计入碳水化合物和总糖，当时仍无法作为低卡甜味剂使用。2019 年，FDA 将其排除在“添加糖”之外，并将其热量定为 0.4kcal/g，随后，配料企业开始加大阿洛酮糖生产，美国食品饮料市场也开始使用阿洛酮糖。

表 5：海外阿洛酮糖产品应用

品牌及产品	产品图片	介绍
Quest Nutrition 糖果棒		成立于 2010 年，健身营养补给的专业品牌，专注于创造含有高蛋白含量、最少糖分和净碳水化合物的零食，产品包括营养棒、即饮奶昔、零食和糖果产品。2019 年，被 Simply Good Food 收购。
Whole Earth 烘焙用糖		Merisant 子公司。星巴克已选择 Whole Earth Sweetener Co. 的 Nature Sweet® 作为公司首款在美国和加拿大星巴克门店供应的甜菊糖甜味剂。
Revelé 植物基酸奶冰棒		美国冷冻食品公司。该产品在 2019 年美国(西部)天然营养食品及保健产品展览上获得 VegNews 最佳展示奖。

ZenoBars
素食营养棒

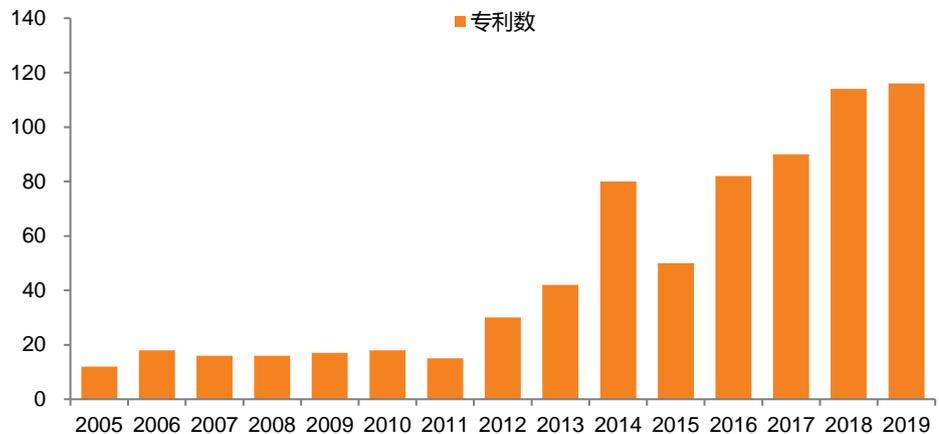


ZenoBars 为两位糖尿病患者创造的产品, Zenno Bars 专为低血糖目标消费者设计, 是一种适合生酮饮食、纯素食者食用的无麸质能量棒, 阿洛酮糖作为生酮食品其中一项配料。

资料来源: 亚马逊, Quest Nutrition 官网, Simply Good Food 官网, Whole Earth Sweetener 官网, VgNews, Nutrition Insight, 天风证券研究所

目前全球多国批复许可通过, 国内静待审批。随着美国 FDA 批准认证后, 目前阿洛酮糖获得在包括日本、韩国、加拿大、澳大利亚及新西兰在内的 13 个国家的法规许可; 英国、德国、法国等也相继开发研究出阿洛酮糖产品及制品, 作好法规批复后产品上市储备。据 CAS, 阿洛酮糖的专利数量自 2014 年后出现显著上升, 阿洛酮糖正在走向市场。**目前阿洛酮糖无法在国内使用, 如果后续国家卫健委通过审批, 那么阿洛酮糖有望在国内市场放量。**

图 21: 阿洛酮糖专利数量



资料来源: CAS, 美国化学协会分支, 天风证券研究所

国内厂商已开始布局, 产品实现出口销售。全球阿洛酮糖的海外厂商主要有松谷化学与直瑞安、泰莱、希杰集团、三养, 阿洛酮糖的工业化生产逐渐在韩国、日本等国家形成相当规模。我国起步晚, 于近几年才实现阿洛酮糖的工业化生产及初步市场推广, 国内代糖企业保龄宝和百龙创园的产品也已经供应到国际市场。百龙创园于 2019 年推出了阿洛酮糖, 2020 年取得批量化销售, 销量及销售收入均高速增长, 销量为 556.08 吨, 销售收入达 975.03 万元。保龄宝 2020 年完成阿洛酮糖液体和固体的试生产, 可生产晶体、液体阿洛酮糖, 出口销售额达 112.15 万元, 预计将建设年产 3 万吨阿洛酮糖(干基)目, 将其作为未来核心产品的重要组成。

图 22: 保龄宝及百龙创园阿洛酮糖业务营收情况(万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 公司竞争优势突出，有望充分受益减糖大趋势

3.1. 深耕二十余年，凭借研发创新引领行业发展

公司深耕功能糖领域二十余年，引领我国功能糖产业的健康发展。公司参与行业标准制订 20 余项，国际标准 1 项，掌握了行业的话语权。公司是国家级高新技术企业，拥有国家级企业技术中心、国家糖工程技术研究分中心、国家地方联合工程实验室。立足生物技术与生命科学，围绕营养与健康开展研发创新，从靶点筛选切入，建立起集小试中试、孵化扩出、应用方案、检测认证、工业化一体的创新体系，使基础研究、工程技术、应用方案实现高效链接。

图 23：公司创新优势



创新优势 INNOVATION ADVANTAGES

- ◆ **项目计划** project scheduling
承担国家科技攻关计划、火炬计划、国家863计划、九五、十五、十一五攻关课题等项目20余项。
- ◆ **体系认证** system certification
FDA、Hala、KOSHER、IP、ISO9001、ISO14001、FSSC22000、SA8000、GMP认证。
- ◆ **国家标准** national standard
先后牵头并参与制定低聚异麦芽糖、低聚果糖、聚葡萄糖、赤藓糖醇、果葡糖浆等国家标准21项。
- ◆ **应用法规** application of laws and regulations
美国FDA公认安全级食品(GRAS)；欧盟、日本作为特定保健食品或特殊功能食品应用；在中国作为食品配料、营养强化剂、食品添加剂应用。
- ◆ **发明专利** invention patent
聚葡萄糖、低聚果糖、低聚半乳糖、低聚异麦芽糖饲料添加剂、乳果糖、赤藓糖醇等86项，低聚半乳糖、低聚果糖、低聚异麦芽糖生物加工关键技术及产业化荣获山东省科学技术一等奖。
- ◆ **产、学、研联合** The union of industry-study-research
公司拥有国家企业技术中心、国家糖工程技术研究中心、国家地方联合工程实验室、院士工作站、博士后科研工作站，由泰山学者、海外学者、学术带头人组成专家团队，与山东大学、江南大学、天津大学、齐鲁工业大学建立长期稳定合作关系，形成强有力的科技人才支撑。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

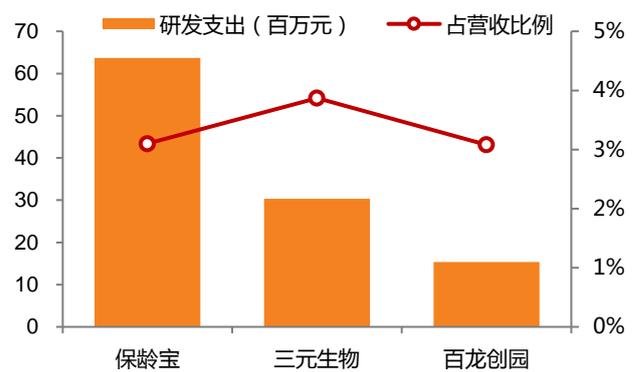
公司研发端一直保持较高的投入水平，近几年保持稳步提升。2020 年公司研发总投入 6366 万元，占总收入的 3.10%，研发投入力度位居行业领先水平。2020 年公司开展赤藓糖醇发酵实验，降低发酵周期，提高发酵转化率；开展酶法低聚半乳糖实验，进一步提高转化率；完成阿洛酮糖液体和固体的试生产等。同时，储备多项新项目，推进产品迭代。公司依靠技术创新不断推进新产品的开发，并且实现生产技术提升，从而支撑公司的长期成长。

图 24：公司研发投入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2020 年研发支出情况对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 全产业链优势，加足马力投入代糖赛道

公司是目前国内市场上唯一的全品类功能糖产品制造服务商，拥有功能糖系列产品核心技术及全产业链优势，有望充分受益减糖大趋势。公司形成完整的淀粉—淀粉糖—功能糖—功能糖醇—医药原辅料—益生元终端的高中低金字塔式产品结构，提供全面的功能性低聚糖、功能性膳食纤维、功能性糖醇全品类健康产品和服务。

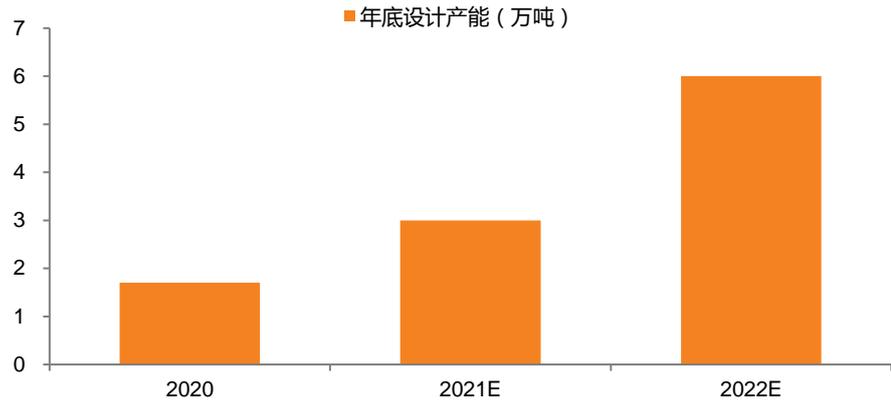
图 26：公司丰富的产品配料体系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

赤藓糖醇供不应求。公司赤藓糖醇以天然、零热值、不参与血糖代谢、较高耐受量及酸热性能稳定等特点，受到市场的高度关注，产销规模出现较快增长，公司产线一直处于满负荷生产状态。公司在国内首家完成赤藓糖醇的工业化生产，目前是国内重要的赤藓糖醇生产厂家。经过十余年的市场拓展、持续的工艺优化与创新攻关，公司赤藓糖醇产品已经被国内外市场广泛认可，“发酵法生产赤藓糖醇”技术具有自主知识产权，技术成熟、工艺先进、产品收率行业领先。我们认为，随着新产能的建成投产，将大幅缓解公司产能瓶颈，同时有助于生产成本的持续改善。

图 27：公司赤藓糖醇产能持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司已掌握阿洛酮糖产业化生产技术，产品质量获得了国际客户认可。公司已掌握阿洛酮糖产业化生产技术，并于 2020 年下半年实现中试生产，工艺技术稳定。公司同时掌握了固体、液体阿洛酮糖的生产工艺，固体阿洛酮糖研发难度大，公司是目前市场上为数不多的能够生产固体阿洛酮糖的企业之一，技术相对稳定和成熟。公司生产的阿洛酮糖产品质量已达到了国际同类产品的指标，得到国际市场众多客户的认可，2020 年公司阿洛酮糖出口 112.15 万元，目前产品销售收入快速增长。

3.3. 客户资源优质，以综合解决方案增强黏性

公司多年来持续强化大客户营销与方案营销能力，客户资源优质。公司作为国内功能糖行业的领军企业，始终专注于酶工程、发酵工程等现代生物工程技术，从事功能糖的研发、制造及方案服务，是可口可乐、百事可乐、伊利、蒙牛等著名企业的战略合作伙伴，是全球重要的功能配料制造服务商。2019 年公司荣获全国绿色工厂、伊利卓越供应商、完美优秀供应商、元气森林最佳供应商、无限极质量金鼎奖。

应用解决方案研究中心项目，将进一步增强公司的服务能力。应用解决方案研究中心项目的设立主要是为了应对市场竞争环境的变化，促进公司自有产品提升竞争力和公司基础技术水平的提升，形成产品竞争优势与技术竞争优势；可快速加强同下游各客户的联合研发机制，快速实现客户新品研发过程中公司功能配料的快速应用，占领先发优势；通过深度应用研发，通过创新行业的差异化研究，使得公司配料具有客户定制型，有效规避同行的竞争，提高产品附加值。应用解决方案研究中心与公司 C 端业务团队信息共享。此外，应用解决方案成果可以直接应用于自有的 C 端产品，为未来向下游延申打下基础。

4. 盈利预测与投资建议

受益于减糖趋势以及下游客户的带动，预计糖醇业务进入高速增长期，我们假设未来几年公司赤藓糖醇处于满产满销的状态，同时产品价格大幅上涨，带动毛利率提升。受益于客户的开拓以及综合解决方案的提供，其他主要业务预计保持较快增长。

考虑到产品价格和原材料的上涨，以及未来公司扩产计划，我们调整盈利预测。预计2021-2023年，公司归母净利润2.0/2.9/3.8亿元（前值2021-2022年2.15/2.90亿元），同比302%/47%/28%。

图 28：公司主要业务收入拆分及预测

(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	1,730.0	1,805.2	2,054.6	2,519.1	2,859.5	3,430.0
yoy	8.6%	4.3%	13.8%	22.6%	13.5%	19.9%
总毛利	242.2	268.1	209.9	367.6	511.0	641.7
毛利率(%)	14.0%	14.9%	10.2%	14.6%	17.9%	18.7%
主要拆分：						
糖醇						
收入	196.7	244.5	407.5	706.9	882.0	1140.0
yoy	47.2%	24.3%	66.7%	73.5%	24.8%	29.3%
功能糖						
总收入	297.8	305.4	372.6	460.8	542.6	774.2
yoy	10.3%	2.5%	22.0%	23.7%	17.8%	42.7%
其他淀粉糖						
收入	352.7	365.9	406.4	467.4	523.4	575.8
yoy	29.7%	3.7%	11.1%	15%	12%	10%
果葡糖浆						
收入	333.8	335.2	398.4	402.4	406.4	410.5
yoy	3.3%	0.4%	0.4%	1%	1%	1%
饲料+副产品						
收入	540.0	543.7	444.5	466.7	490.1	514.6
yoy	-7.4%	0.7%	-18.3%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务						
收入	9.0	10.5	13.2	15.0	15.0	15.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们选取主要食品配料企业作为可比公司。公司是功能糖行业龙头，基于研发优势和产品优势为下游客户提供综合解决方案。受益于“减糖”大趋势，业绩或将进入高速增长期。长期来看，公司功能糖产品有望向终端延伸，从而进一步打开增长空间。考虑到公司业绩迎来高速增长期，参考可比公司估值，给予22年30倍PE，对应目标市值90亿元，给予“买入”评级。

表 6：可比公司参考估值（2021.7.23）

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	21E	22E
002286.SZ	保龄宝	93	20	14
	平均值	46	39	30
300973.SZ	立高食品	75	68	50
605339.SH	南侨食品	40	38	33
605300.SH	佳禾食品	47	42	31
605077.SH	华康股份	25	20	17
688089.SH	嘉必优	38	33	24

300915.SZ	海融科技	53	35	26
300858.SZ	科拓生物	45	37	30

资料来源：Wind 一致性预期，天风证券研究所

5. 风险提示

1、原材料价格波动风险

公司产品的的主要原料是玉米、玉米淀粉、蔗糖等，受气候、国家政策的影响较大，供求变化和价格可能出现大幅波动；如果主要原材料价格上涨会导致产品成本大幅增加，而产品销售价格的调整相对滞后，会导致产品毛利率下降，直接影响公司经营利润。

2、下游客户需求波动的风险

功能食品、饮料、乳制品、营养保健品等是目前公司产品最重要的应用板块，而饮料、乳制品等众多下游产业均趋向于形成寡头垄断的竞争格局，下游企业规模较大，任何一个大型下游企业的需求变化都将对公司造成销售额的急剧变化。

3、行业竞争加剧的风险

随着健康消费市场的不断扩大，国内国际部分企业加入到益生元行业中来。如果公司不能有效地把握和掌控益生元市场，并持续地开拓新的产品应用领域，可能出现被同行争抢市场份额和客户风险。

4、产品销量不及预期的风险

募集资金投资项目成功实施后，赤藓糖醇和阿洛酮糖将各新增年产能 3 万吨，这将对公司的销售能力提出更高的要求。如果未来市场需求不及预期或公司市场开拓能力无法匹配，将会面临新增产能不能被及时消化的风险。

5、审批风险

本次非公开发行还需经公司股东大会审议批准及中国证监会的核准。本次非公开发行方案能否取得有关主管部门的批准或核准，以及最终取得相关主管部门批准或核准的时间存在不确定性。因此，本次非公开发行方案能否最终成功实施存在不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	415.99	485.25	377.86	864.18	956.63	营业收入	1,805.17	2,054.58	2,519.08	2,859.51	3,429.94
应收票据及应收账款	191.24	206.60	281.18	131.30	363.46	营业成本	1,537.12	1,866.47	2,139.80	2,348.53	2,788.25
预付账款	16.84	14.70	21.45	17.53	29.31	营业税金及附加	13.67	13.79	12.60	18.38	24.01
存货	185.74	216.36	244.62	299.74	364.79	营业费用	114.20	31.80	37.79	42.89	51.45
其他	135.77	85.24	185.46	135.34	237.59	管理费用	67.49	73.29	75.57	85.79	102.90
流动资产合计	945.57	1,008.16	1,110.57	1,448.08	1,951.78	研发费用	9.12	11.20	12.60	12.87	13.72
长期股权投资	245.37	233.60	233.60	233.60	233.60	财务费用	11.00	15.17	10.00	10.00	10.00
固定资产	1,177.02	1,086.95	1,090.72	989.20	872.51	资产减值损失	(5.40)	(1.33)	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	137.41	82.45	49.47	29.68	公允价值变动收益	0.84	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	134.93	133.60	129.15	124.69	120.24	投资净收益	0.28	3.60	5.00	5.00	5.00
其他	15.88	16.01	10.22	10.22	10.22	其他	10.57	(20.15)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
非流动资产合计	1,573.19	1,607.57	1,546.13	1,407.18	1,266.25	营业利润	46.28	60.74	235.74	346.05	444.61
资产总计	2,518.76	2,615.73	2,656.71	2,855.27	3,218.04	营业外收入	0.32	0.13	0.00	0.00	0.00
短期借款	490.00	235.34	266.22	0.00	0.00	营业外支出	0.81	1.23	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	357.99	662.90	507.49	679.70	806.83	利润总额	45.79	59.63	235.74	346.05	444.61
其他	50.74	58.17	73.40	145.36	97.56	所得税	10.86	9.77	35.36	51.91	66.69
流动负债合计	898.73	956.41	847.11	825.06	904.39	净利润	34.93	49.86	200.38	294.15	377.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.31)	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	35.23	49.86	200.38	294.15	377.92
其他	53.04	59.96	59.96	59.96	59.96	每股收益(元)	0.10	0.14	0.54	0.80	1.02
非流动负债合计	53.04	59.96	59.96	59.96	59.96						
负债合计	951.76	1,016.37	907.07	885.02	964.35	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	369.26	369.26	369.26	369.26	369.26	营业收入	4.34%	13.82%	22.61%	13.51%	19.95%
资本公积	800.86	800.86	800.86	800.86	800.86	营业利润	-14.41%	31.23%	288.13%	46.80%	28.48%
留存收益	1,191.31	1,230.10	1,380.38	1,600.99	1,884.43	归属于母公司净利润	-17.97%	41.52%	301.86%	46.80%	28.48%
其他	(794.43)	(800.86)	(800.86)	(800.86)	(800.86)	获利能力					
股东权益合计	1,567.00	1,599.36	1,749.64	1,970.24	2,253.68	毛利率	14.85%	9.16%	15.06%	17.87%	18.71%
负债和股东权益总计	2,518.76	2,615.73	2,656.71	2,855.27	3,218.04	净利率	1.95%	2.43%	7.95%	10.29%	11.02%
						ROE	2.25%	3.12%	11.45%	14.93%	16.77%
						ROIC	2.83%	3.91%	15.66%	18.59%	35.26%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	37.79%	38.86%	34.14%	31.00%	29.97%
净利润	34.93	49.86	200.38	294.15	377.92	净负债率	4.72%	-15.63%	-6.38%	-43.86%	-42.45%
折旧摊销	105.73	103.18	135.65	138.95	140.93	流动比率	1.05	1.05	1.31	1.76	2.16
财务费用	29.01	19.89	10.00	10.00	10.00	速动比率	0.85	0.83	1.02	1.39	1.75
投资损失	(0.28)	(3.60)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	营运能力					
营运资金变动	26.82	243.68	(344.20)	392.98	(331.92)	应收账款周转率	9.43	10.33	10.33	13.87	13.87
其它	(42.25)	(14.55)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	8.88	10.22	10.93	10.51	10.32
经营活动现金流	153.95	398.46	(3.17)	831.08	191.93	总资产周转率	0.71	0.80	0.96	1.04	1.13
资本支出	84.21	123.58	80.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	12.60	(11.77)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.10	0.14	0.54	0.80	1.02
其他	(140.64)	(233.08)	(155.00)	5.00	5.00	每股经营现金流	0.42	1.08	-0.01	2.25	0.52
投资活动现金流	(43.82)	(121.27)	(75.00)	5.00	5.00	每股净资产	4.24	4.33	4.74	5.34	6.10
债权融资	490.00	235.34	266.22	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	(8.18)	(21.59)	(10.01)	(10.00)	(10.00)	市盈率	112.77	79.68	19.83	13.51	10.51
其他	(691.75)	(416.10)	(285.43)	(339.76)	(94.48)	市净率	2.54	2.48	2.27	2.02	1.76
筹资活动现金流	(209.93)	(202.36)	(29.21)	(349.76)	(104.48)	EV/EBITDA	12.86	23.14	10.10	6.26	5.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	28.80	53.18	15.67	8.70	6.61
现金净增加额	(99.80)	74.83	(107.39)	486.32	92.45						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com