

2021年8月30日

嘉必优 (688089): 国内技术领先的营养素生产企业

食品饮料

推荐(首次) 当前股价: 54.09 元

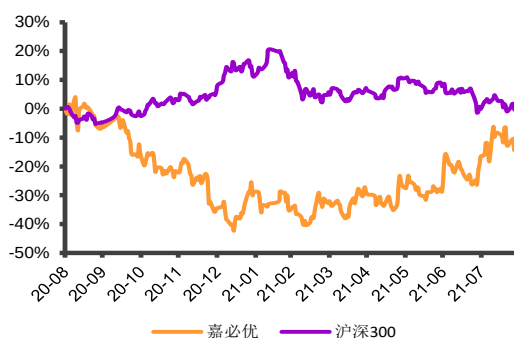
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	323	361	475	586
(+/-)	3.8%	11.5%	31.8%	23.2%
营业利润	124	145	200	247
(+/-)	25.7%	16.9%	37.5%	23.4%
归属母公司净利润	131	151	201	244
(+/-)	10.5%	15.9%	32.8%	21.6%
EPS	1.09	1.26	1.68	2.04
市盈率	49.7	42.9	32.3	26.5

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	12,000/6,540
流通市值 (亿元)	35
每股净资产 (元)	11.00
资产负债率 (%)	5.90

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● **公司是国内技术领先的营养素生产企业:** 公司成立于 2004 年, 是国内最早从事以微生物合成法生产多不饱和脂肪酸及脂溶性营养素的高新技术企业之一, 是国内 ARA 产业重要的开拓者和市场推动者, 产品打破了国外技术垄断, 填补了国内空白, 也是全球 ARA 产品主要的供应商之一, 近年来还成功研制了藻油 DHA、SA 晶体等, 已建立符合国际标准的两大生产基地以及完善的国际供应链与服务体系, 产品销售区域覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、新西兰、韩国、东南亚等 30 多个国家及地区。

● **ARA 和藻油 DHA 增长空间大:** 预计到 2026 年全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量将达到 12.26 亿美元, 2018-2026 年行业内市场容量将保持 13.45% 的复合增长率, 而亚太市场尤其是中国的 ARA 及藻油 DHA 需求量将实现更快增长, 中国市场容量将从 2018 年的 0.63 亿美元增长至 2026 年的 2.15 亿美元, 年复合增速达到 16.47%, 高于全球增速。公司在国内市场的份额较高, 但在全球市场占比仍相对较低, 与行业龙头帝斯曼仍然存在较大的差距, 未来存在很大的增长空间。

● **奶粉新国标落地带来新机遇:** 新国标正式实施后 (2023 年), DHA 及 ARA 的市场容量将大幅提升, 而公司作为国内外婴配粉品牌 ARA 和 DHA 的主要供应商之一, 相关业务业绩有望随产能提高于未来两年大幅增长。

● **与帝斯曼协议到期后有望进一步拓展国际市场:** 公司业绩对于现金补偿的依赖性正在逐年减少, 表现出了主营业务优质的成长性。2023 年以后, 随着帝斯曼向公司采购或补偿的约定到期, 公司的境外销售将不再受到限制, 若能顺利打开国际市场, 开拓新客户, 有望提高市场份额, 形成更有竞争力的市场地位, 为公司业绩打开宽广的成长空间。

● **SA 备案化妆品新原料为公司打开新的想象空间:** 公司的 SA 是《化妆品监管条例》颁布后, 国家药监局首批公布批准化妆



品新原料，也是目前唯一备案 SA 化妆品新原料的供应商，且大规模生产 SA 具有较高的门槛，短期内其他竞争者恐难轻易进入。未来公司将以中科光谷为依托，将 SA 产品作为进入化妆品领域的切入点，打造新的业务增长极。

● **公司盈利预测与估值：**我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 3.61、4.75 和 5.86 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 1.51、2.01 和 2.44 亿元，EPS 分别为 1.26、1.68 和 2.04 元，对应的市盈率分别为 42.9 倍、32.3 倍和 26.5 倍，考虑到公司所在细分行业中处于龙头地位以及 SA 增速存在超预期的可能，首次给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**景气度下行风险、成本上涨的风险、食品安全风险等等。



目录

1. 公司概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 主要产品类别	5
1.3 公司股权结构	6
1.4 毛利率/净利率稳步提升	7
2. 技术领先的营养素生产企业	9
2.1 产品线丰富	9
2.1.1 ARA	10
2.1.2 藻油 DHA	11
2.1.3 SA	12
2.1.4 B-胡萝卜素	13
2.2 行业壁垒高	13
2.3 产品应用领域不断拓宽	14
3. 营养素行业已进入高速发展期	15
3.1 ARA 和藻油 DHA 增长空间大	16
3.2 婴幼儿奶粉新国标落地带来新机遇	19
3.3 与帝斯曼协议到期后有望进一步拓展国际市场	21
3.4 SA 备案化妆品新原料为公司打开新的想象空间	21
4. 公司盈利预测与估值	22
5. 风险提示	22



图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要产品种类	6
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司营业收入及增速（亿元，%）	7
图表 5: 公司归母净利润及增速（亿元，%）	7
图表 6: 公司各产品收入占比（%）	8
图表 7: 公司综合毛利率、净利率及各产品毛利率情况（%）	8
图表 8: 公司主要合作伙伴	9
图表 9: 公司主要产品及其功能	10
图表 10: ARA 发展历程	10
图表 11: DHA 发展历程	11
图表 12: 鱼油 DHA 与藻油 DHA 区别	11
图表 13: 公司产品应用领域分布	15
图表 14: 全球健康食品市场规模及增速预测（亿美元，%）	16
图表 15: ARA 产品的主要作用	17
图表 16: DHA 产品的主要作用	17
图表 17: 2018-2026 年 ARA 及藻油 DHA 在全球/中国市场容量及增速预测（亿美元，%）	17
图表 18: 全球 ARA 市场规模及增速预测（亿元，%）	18
图表 19: 全球 ARA 市场销量及增速预测（吨，%）	18
图表 20: 全球 DHA 市场规模及增速预测（亿元，%）	18
图表 21: 全球 DHA 市场销量及增速预测（万吨，%）	18
图表 22: 行业主要政策	20
图表 23: 公司盈利预测（单位：百万元）	23

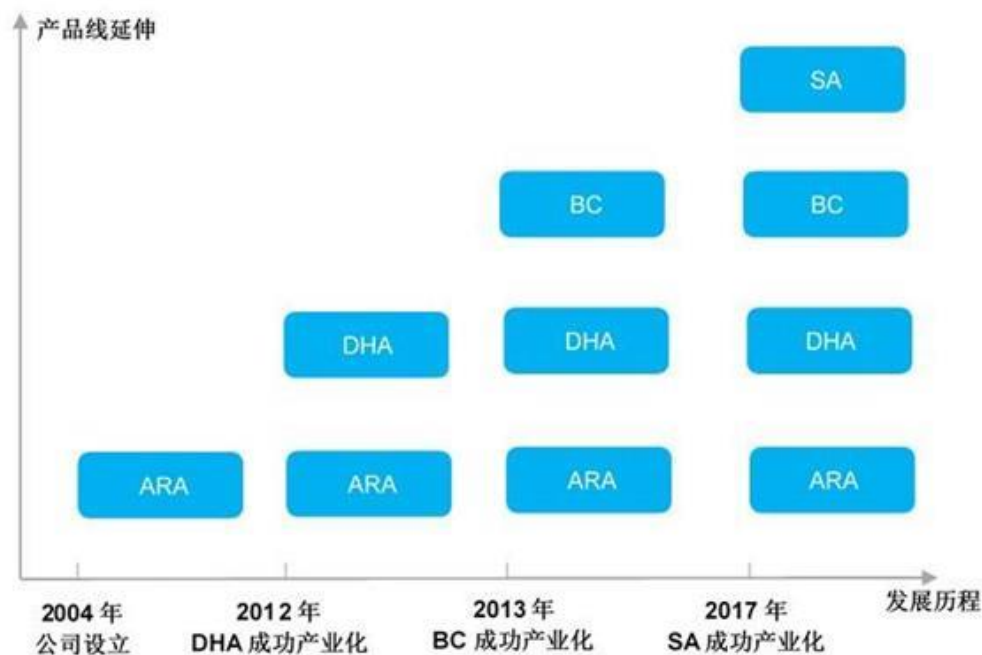


1. 公司概况

1.1 公司简介

公司成立于 2004 年，是国内最早从事以微生物合成法生产多不饱和脂肪酸及脂溶性营养素的高新技术企业之一，是国内 ARA 产业重要的开拓者和市场推动者，产品打破了国外技术垄断，填补了国内空白，也是全球 ARA 产品主要的供应商之一，近年来还成功研制了藻油 DHA、SA 晶体等，已建立符合国际标准的两大生产基地以及完善的国际供应链与服务体系，产品销售区域覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、新西兰、韩国、东南亚等 30 多个国家及地区。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

1.2 主要产品类别

公司以生物技术为立足之本，集成工业菌种定向优化技术、发酵精细调控技术、高效分离纯化制备技术，通过可持续的微生物合成制造方式，专注于多不饱和脂肪酸 ARA、藻油 DHA 及 SA、天然 β -胡萝卜素等多个生物合成营养素产品的研发、生产与销售 20 年。



图表 2：公司主要产品种类

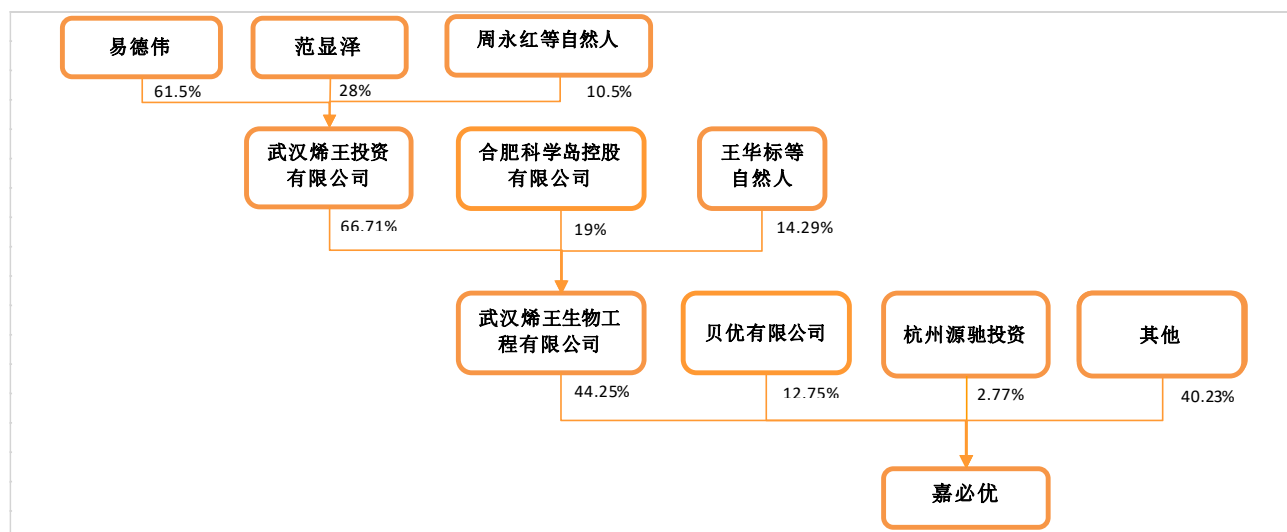
品类	示例图片	应用领域
花生四烯酸 (ARA)	嘉必优® 花生四烯酸 国际水准 领跑产业 	主要应用于婴幼儿配方食品、健康食品及膳食营养补充剂等领域，常应用于液体乳、酸奶、含乳饮料等多种健康食品
二十二碳六 烯酸 (DHA)	嘉必优® 二十二碳六烯酸 黄金品质 应用无限 	油脂和微胶囊粉剂主要应用于婴幼儿配方食品、膳食补充剂和健康食品等领域，常应用于乳粉、液体乳、食用调和油、糖果及巧克力、含乳饮料、烘焙食品、加工肉制品等健康食品 藻粉主要应用于动物营养领域
N-乙酰神经 氨酸 (SA)	嘉必优® N-乙酰神经氨酸 母爱菁华 延续传统 	主要应用于婴幼儿配方食品、保健食品、高滋食品、化妆品领域等
β胡萝卜素	嘉必优® β-胡萝卜素 缤纷色彩 天然活力 	作为健康食品配料，常应用于婴幼儿配方食品和其它营养强化食品 作为天然着色剂，常应用于果汁饮料、特种食用油脂、面制品和烘焙食品等

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.3 公司股权结构

易德伟持有烯王投资 61.50%的股权，烯王投资持有武汉烯王 66.71%的股权，武汉烯王持有公司 44.25%的股份。易德伟通过烯王投资以及武汉烯王间接控制嘉必优 18.15%的股权，为公司的实际控制人。

图表 3：公司股权结构



资料来源：Wind，公司招股说明书，华鑫证券研发部



自成立日以来，公司控股股东及实际控制人并未发生改变，股权结构相对稳定，管理层持股比例较高，有利于公司核心业务方向的稳定发展。

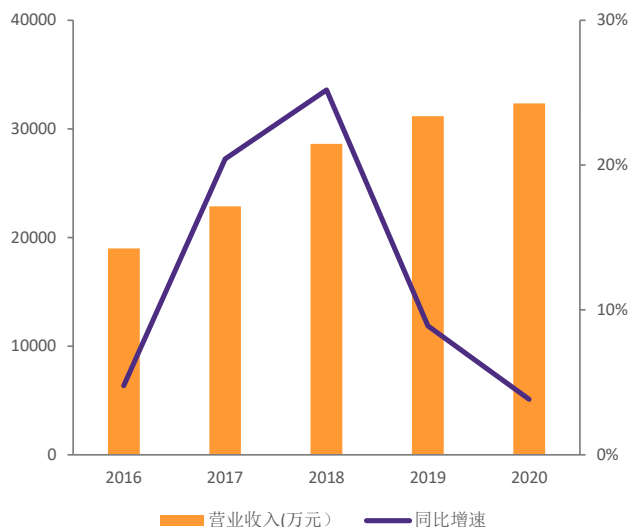
1.4 毛利率/净利率稳步提升

近年来，公司整体经营情况良好，主营业务突出。随着藻油 DHA、ARA 等主要产品进入快速发展阶段，收入保持快速增长，毛利率水平稳步提升，成为公司业绩的重要支撑，SA、天然 β -胡萝卜素产品也日渐成熟，收入占比逐步提高。

2018-2021H1，公司营业收入分别为 2.86、3.12、3.23 和 1.63 亿元，同比增速分别为 25.18%、8.89%、3.82% 和 8.05%；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.97、1.18、1.31 和 0.68 亿元，同比增速分别为 47.44%、21.85%、10.50% 和 -5.12%。

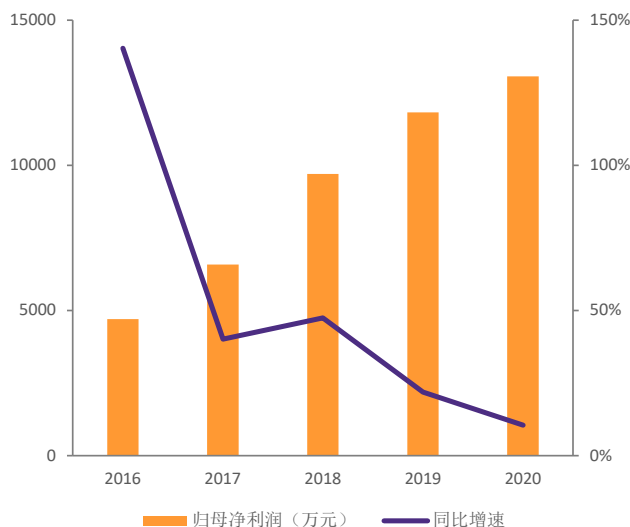
2020 年销售收入和净利润增速放缓的主要原因是公司位处武汉，受疫情封城影响，生产一度中断，其中一季度单季实现销售 0.56 亿元，同比下滑 15.71%，但公司克服新冠疫情给生产经营带来的困难，按照既定的战略稳步推进，较好完成了 2020 年预算目标。2021 上半年 DHA/SA/BC 业务实现了 88.81%/91.68%/173.60% 的高增长；受海外疫情影响，ARA 业务表现不佳，另外为拓张化妆品等新领域，短期销售和研发费用投放较大。

图表 4：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：公司归母净利润及增速（亿元，%）



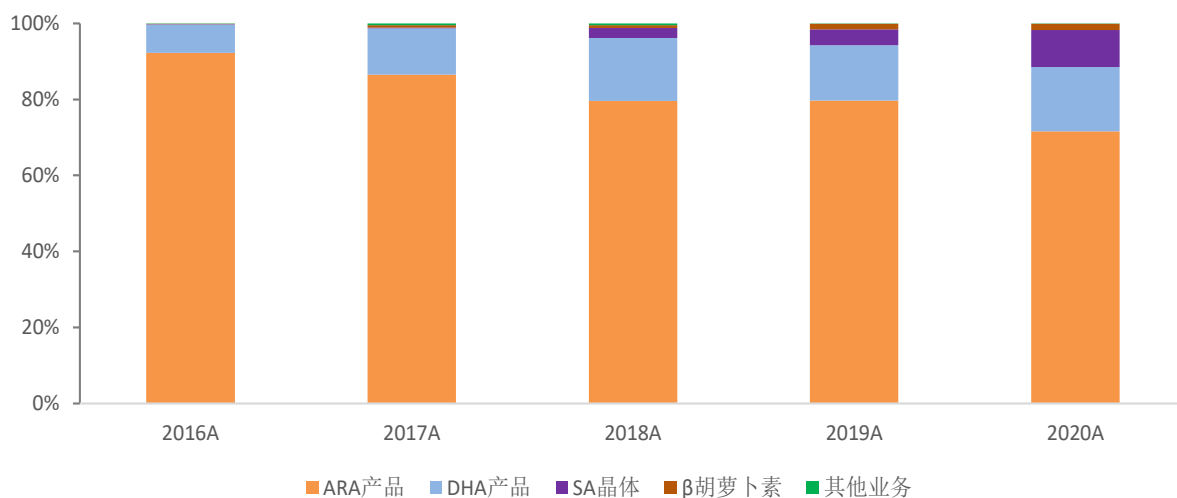
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司主营业务收入占比超过 99%。从业务构成来看，ARA 为公司的主打产品，收入占比虽从 2016 年的 92.23% 降至 2020 年的 71.60%，主要是 DHA 和 SA 晶体产品销售收入不断提升，2020 年收入占比已分别达到 16.94% 和 9.75%， β -胡萝卜素还处于市场导入



阶段，收入占比仅为 1.65%。

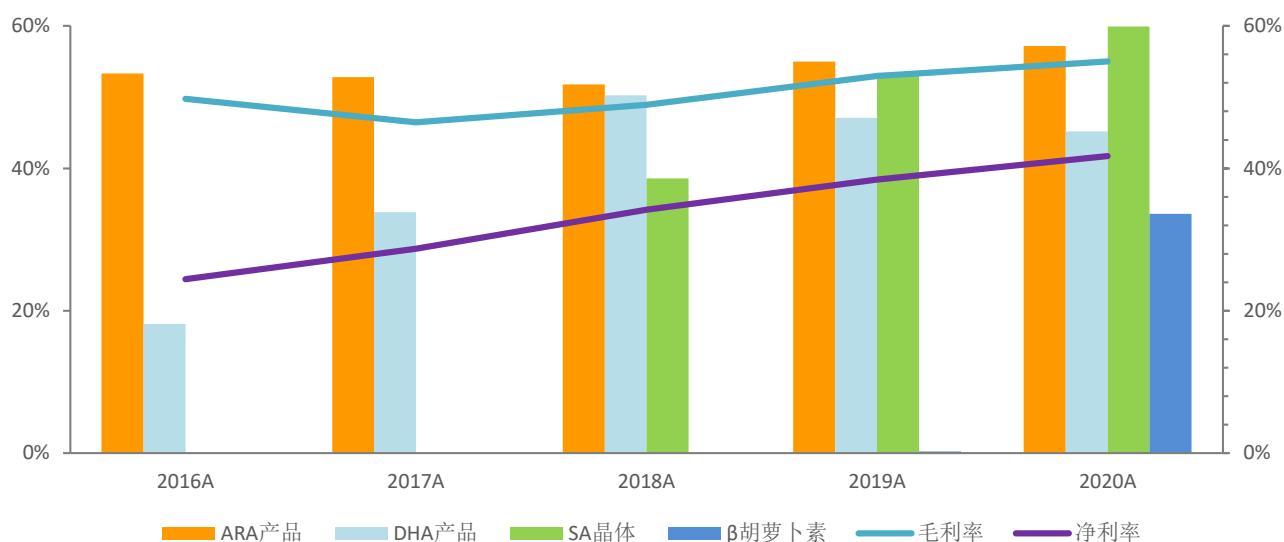
图表 6：公司各产品收入占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司毛利率水平较高，产品毛利率从 2016 年的 49.77% 稳步提升至 2021 上半年的 55.95%，净利率也从 24.42% 升至 43.51%。分产品来看，毛利率最高的是 SA 晶体和 ARA，其次是 DHA，β-胡萝卜素仍处于新品拓展期，毛利率较低，但有很大的提升空间，2020 年各产品毛利率分别为 59.93%、57.17%、45.19% 和 33.62%。

图表 7：公司综合毛利率、净利率及各产品毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部



2. 技术领先的营养素生产企业

公司作为国内 ARA 产业的重要开拓者和市场推动者，打破了国外技术垄断，实现了 ARA、DHA 相关婴幼儿配方乳粉原辅料的自主研发生产，实现了进口替代，还研制了 SA、 β -胡萝卜素等产品，产品链条不断延伸，结构不断丰富，提高了公司在全球的影响力和市场份额，目前形成了以国内市场为主、国际市场总体保持增长的格局，产品销售区域覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、新西兰、韩国、东南亚等 30 多个国家及地区，并与嘉吉、蒙牛、达能、贝因美、伊利、飞鹤、君乐宝、雅士利、完达山、汤臣倍健、健合集团、安琪酵母等国内外知名企业建立了长期的合作关系。

图表 8：公司主要合作伙伴



资料来源：百度，华鑫证券研发部

2.1 产品线丰富

公司专注于多不饱和脂肪酸 ARA、藻油 DHA 及 SA 晶体、天然 β -胡萝卜素等多个生物合成营养素产品的研发、生产与销售 20 年，产品广泛应用于婴幼儿配方食品、健康食品及膳食营养补充剂、特殊医学用途配方食品等领域。

多不饱和脂肪酸 (polysaturated fatty acid, PUFA) 是一种重要的营养物质，是细胞膜磷脂的重要组成成分，在生物系统中具有广泛的生物学功能，能够调节机体的脂类代谢、免疫，具有抗癌、预防和治疗心血管疾病、促进机体生长发育以及调控基因的

表达等功能。

图表 9：公司主要产品及其功能

产品名称	产品形态	产品主要功能	主要应用领域
ARA	油剂、粉剂	对婴幼儿大脑和神经系统的发育具有重要作用	婴幼儿配方食品
DHA	油剂、粉剂	可促进婴幼儿大脑和视网膜发育，对维持脑的功能、延缓脑的衰老、预防老年痴呆症和神经性疾病具有重要作用	健康食品、婴幼儿配方食品及膳食营养补充剂
SA	晶体	对认知能力发育具有重要作用，同时具有抗病毒、抗感染、调节免疫和皮肤护理的功效	婴幼儿配方食品、健康食品、生物制药、化妆品
β-胡萝卜素	晶体、干菌体	抗氧化、调节免疫系统、预防心血管疾病、预防眼疾和白内障，亦可用作天然着色剂	食品营养强化剂和天然着色剂

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2.1.1 ARA

ARA 是花生四烯酸 (Arachidonic Acid) 的简称，又称二十碳四烯酸，属 Omega6 族长链多元不饱和脂肪酸。ARA 作为人体生长和发育所必需的脂肪酸之一，对于婴幼儿大脑和神经系统的发育至关重要。同时，ARA 是机体一系列生理调节激素的前体物质，对脂代谢、糖代谢、凝血机制、肌肉生长、睡眠及免疫反应等生理活动具有调节作用。由于婴幼儿自身合成 ARA 的能力较低，从外界摄入足量的 ARA 对婴幼儿的健康发育具有重要意义。全球市场上已在婴幼儿食品中广泛添加 ARA。

图表 10：ARA 发展历程



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司通过微生物发酵技术生产 ARA 产品，主要用于婴幼儿配方奶粉和食品领域。产品分为油剂与粉剂两种类型，ARA 油剂产品除少部分直接销售外，大部分用于加工成粉剂产品；ARA 粉剂可直接用于干混工艺生产婴幼儿配方奶粉产品。

根据 Grand View Research 的数据，2018 年全球 ARA 产品市场规模约为 1.90 亿美元，折合人民币约为 13 亿元左右；2018 年公司实现 ARA 产品销售收入为 2.28 亿元，据此计算，公司的 ARA 产品在全球范围内的市场份额约为 17.52%。



2.1.2 藻油 DHA

DHA 是二十二碳六烯酸（Docosahexaenoic Acid）的简称，属于 n-3 多不饱和脂肪酸，是脑和视网膜中含量最多的脂肪酸之一，在大脑皮层中含量高达 20%，在眼睛的视网膜中所占比例最大，约占 50%，也是人体神经系统细胞生长及维持的主要成分，人体自身难以合成，须从外界摄取。医学研究表明，作为人类视网膜和大脑生长发育所必需的脂肪酸，DHA 可促进婴幼儿视力及智力发育，对维持脑的功能、延缓脑的衰老、预防老年痴呆症和神经性疾病、预防心血管疾病等具有积极的保健功能，还可调节幼儿免疫功能及改善睡眠质量。人体缺乏 DHA 可引发生长发育迟缓、不育、智力障碍等一系列症状。DHA 与 ARA 形成一种生理机能的平衡调节机制，共同对脂代谢、糖代谢、凝血机制、肌肉生长、睡眠及免疫反应等生理活动具有调节作用。

图表 11：DHA 发展历程



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

根据 DHA 的来源不同，主要分为鱼油 DHA 和藻油 DHA。鱼油 DHA 主要来自深海鱼类，食用历史悠久，市场规模较大。藻油 DHA 主要来源于海洋微藻，具有食品安全和质量可控、可追溯、产出不受资源限制等优势，近年来藻油 DHA 市场规模呈快速增长趋势。

图表 12：鱼油 DHA 与藻油 DHA 区别

	鱼油DHA	藻油DHA
来源	动物来源，主要来自深海鱼类	纯植物来源，直接从海洋单细胞藻类中提取，未经过食物链传递，不含有机溶剂
含量	含有EPA，DHA：EPA=4:1或5:1	DHA高纯度，EPA含量极低
口感	鱼油捕捞提过程易氧化，腥味重，从而影响到最终产品的口感及风味	取自纯天然海藻，植物性DHA，先进抗氧化配方，口味天然，不易出腥味
原料	被认可为鱼油提取物而非DHA直接来源	直接从海洋单细胞海藻中提取
作用	含EPA，更多用于老年人降低血脂及稀释血液粘稠度的作用	EPA含量极低，能够促进婴儿大脑和视力发育

资料来源：搜狐，华鑫证券研发部



公司目前通过微生物发酵技术生产藻油 DHA，主要应用于婴幼儿配方食品、膳食营养补充剂和健康食品等领域，产品分为油剂与粉剂两种类型，DHA 油剂产品除少部分直接销售外，大部分用于加工成 DHA 粉剂产品。

结合 Grand View Research 的数据，推算藻油 DHA 的市场规模约为 2.57 亿美元，折合人民币 17.63 亿元左右。2018 年公司实现藻油 DHA 销售收入为 4,738.78 万元，占全球藻油 DHA 市场份额约为 2.69%。

2.1.3 SA

SA 即唾液酸 (Sialic Acid)，是 9-碳单糖的衍生物，是一种天然存在的碳水化合物。它最初由颌下腺粘蛋白中分离而出，也因此而得名。在自然界中分布广泛，种类较多，参与机体的多种生理功能，通常以低聚糖，糖脂或者糖蛋白的形式存在。正常情况下，人体内的 SA 为单一的 N-乙酰神经氨酸。N-乙酰神经氨酸在大脑中含量较高，是人类智力发育的必要营养素，同时具有抗病毒、抗感染、调节免疫和皮肤护理的功效。N-乙酰神经氨酸在体内由肝脏合成，婴幼儿需求量较高，但由于肝脏功能尚不健全，主要从母乳中获得。N-乙酰神经氨酸的主要食物来源是奶制品、蛋类、肉类食品，但含量较低。燕窝中的 N-乙酰神经氨酸含量较高，也是燕窝分级标准的主要指标。

SA 在健康食品、生物制药、化妆品等方面的应用领域前景广阔。在婴幼儿配方食品领域，由于 SA 在促进突触形成及神经发育方面有显著作用，美国、日本、欧盟、新加坡、马来西亚等国家将其作为营养素，添加在婴幼儿配方食品中，以弥补奶粉制品中 SA 的不足。2017 年 5 月，N-乙酰神经氨酸通过国家卫健委的审查获批成为新食品原料，未来其有望在国内婴幼儿配方食品领域及化妆品领域获得应用许可。在健康食品方面，由于 SA 可作为营养强化剂促进婴幼儿脑部发育，维持老年人大脑健康，对于帕金森氏综合征、老年痴呆症等有一定防治作用。在生物制药方面，SA 被用于药物中间体领域，以 SA 为基础的许多药物被广泛应用于抗癌、抗病毒、抗炎症、提高免疫力等，如奥司他韦、扎那米韦等。在临床诊断方面，SA 相关指标可用来检测癌症及某些验证，配合其它临床检查手段具有重要意义。在化妆品方面，SA 基于其抗氧化、抗衰老等作用可添加在乳液和面膜内，以延缓皮肤衰老，促进皮肤再生。

到 2024 年，全球唾液酸 (SA) 市场价值估计为 1,522.53 万美元，预计在预测期内复合年增长率为 12.19%。固体形式主导全球唾液酸市场，预计到 2024 年将达到 1460.24 万美元。北美占据市场主导地位，2017 年占市场份额最大，预计回顾期内区域市场复合年增长率为 12.11%。在预测期内，亚太市场预计将以 12.64% 的最高复合年增长率成为增长最快的市场。在欧洲，到 2024 年底，市场预计将达到 525.74 万美元。

根据应用途径，市场分为婴儿营养品、膳食补充剂、化妆品和个人护理产品等。2018 年婴儿营养细分市场占市场份额的 61.62%。预计化妆品和个人护理产品细分市场在预



测期内的增长率最高，为 12.96%。美国在 2017 年占北美市场 76.75% 的最大份额，预计国家级市场在预测期内的复合年增长率为 12.06%。

2.1.4 β -胡萝卜素

基于营养、抗氧化、抗癌、着色等多重功效， β -胡萝卜素在食品、健康食品、医药、化妆品和饲料行业均有广泛应用。 β -胡萝卜素是一种安全的维生素 A 源，在机体内发挥补充维生素 A、抗氧化、保持细胞活力的作用，应用于膳食补充剂和健康食品领域。同时， β -胡萝卜素作为天然着色剂，可应用于果汁饮料和烘焙食品等方面。

近年来，全球 β -胡萝卜素市场规模稳步增长。根据 Technavio 数据，2015 年全球 β -胡萝卜素市场规模为 3.69 亿美元，预计到 2020 年将达到 4.63 亿美元，2026 年将超过 6.40 亿美元，年复合增长率为 4.60%，呈平稳增长态势。

随着对健康、对摄入 β 胡萝卜素的重视程度日益增加，全球 β 胡萝卜素市场正在增长，向天然成分趋势的转变也是推动市场增长的另一个因素。新兴经济体不断增长的需求以及功能性和健康食品中对藻类胡萝卜素的需求不断增加，也提供了巨大的市场机会。

分区域来看，最大的市场依然是美国和欧洲，2014 年份额合计超过 70%，但亚太地区将出现最快的增长。2015-2022 年，预计欧洲将以 3.1% 的速度增长；美国是全球最大的 β -胡萝卜素市场，将以 3.5% 的速度增长；亚太地区复合年增长率将达到 3.7%，目前日本占最大份额，但预计印度和中国的增长率最高。

从市场格局来看， β -胡萝卜素市场竞争激烈，巴斯夫和帝斯曼两大巨头占据了 55% 的市场份额，但这些欧洲公司正面临来自印度和中国企业的激烈竞争，超过 20% 的份额已被他们占据。

目前，微生物发酵法生产 β -胡萝卜素的成本较高，市场上主要以化学合成法生产的 β -胡萝卜素为主。公司通过发酵工艺生产的高纯度天然 β -胡萝卜素产品是优质的健康功能性食品营养强化剂和天然着色剂。

2.2 行业壁垒高

公司所在行业的集中度相对较高，对于技术门槛、产品品质、产业化能力以及品牌认可度等方面的要求较高，市场上的竞争者相对较少。

公司是国内最早从事以微生物合成法生产多不饱和脂肪酸及脂溶性营养素的高新技术企业之一，是国内最大的 ARA 产品供应商，也是国际 ARA 产品竞争最重要的参与者，建立了系统完整的技术平台，拥有多项具有自主知识产权的产品和技术，成为多项



国家标准的制定单位。2018-2020 年公司研发费用投入分别为 1,637.60、1,872.43 和 2,038.41 万元，研发费用率分别为 5.72%、6.01%和 6.30%，持续的研发投入促进公司产品创新，近年来在 ARA 的基础之上逐步推出藻油 DHA、SA 和天然 β -胡萝卜素产品，产品丰富度明显提升，2020 年还展开了一系列基于人乳低聚糖、番茄红素等产品的技术开发工作，并获得了高品质样品。截止 2020 年末，公司共拥有授权专利 60 件，其中发明专利 53 件，另有 116 件在审发明专利，拥有有效 PCT 专利 3 件。2020 年全年新增授权专利 23 件，其中发明专利 22 件；新申请发明专利 33 件。

依托于强大的技术研发实力和优秀的产品品质，公司已形成良好的品牌优势，积累了优质的客户资源，与嘉吉、飞鹤、君乐宝、贝因美、伊利、达能、圣元、雅士利等国内外知名婴幼儿配方奶粉企业形成长期稳定良好的合作关系，部分客户合作时间已超过 10 年，在已经完成婴幼儿配方乳品注册的 100 多个企业中，已与其中超过 70 家婴幼儿配方乳品企业开展不同层次的业务合作，占比超过 65%。随着客户新产品的不断推出，公司的产品正越来越多的进入产品注册配方。

国际市场方面，在构建强大的国际供应链的同时，公司通过与国际营养健康产业巨头帝斯曼达成 ARA 专利方面的合作协议，推动公司产品进入全球婴幼儿配方奶粉领域主要跨国公司客户的供应链；同时积极提高自身境外销售能力，完善的国际化运营团队和客户服务体系，并与嘉吉、沃尔夫坎亚等经销商合作，借助经销商的全球分销渠道和品牌影响力开拓国际市场，目前产品销售区域已覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、新西兰、韩国、东南亚等 30 多个国家及地区。

2.3 产品应用领域不断拓宽

根据 Coherent Market Insights 的研究报告，目前全球的 ARA 和藻油 DHA 主要用于婴幼儿配方奶粉、健康食品、动物营养、食品饮料四大领域。

2015-2026 年，各应用领域的需求均呈逐年上涨趋势，为 ARA 和藻油 DHA 的行业增长提供了广阔空间。

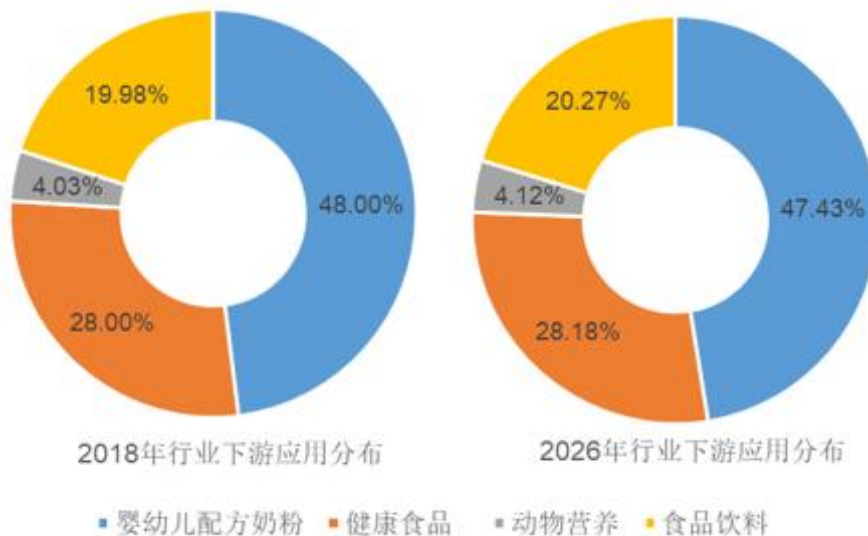
婴幼儿配方奶粉是最主要的应用领域，2018 年占市场容量的比例达到 48%，其次是健康食品，比例为 28%，两者合计占比 76%。婴幼儿配方奶粉对于 ARA 和藻油 DHA 的总需求量将从 2018 年的 2.14 亿美元提升至 2026 年的 5.81 亿美元，年复合增长率为 13.30%。到 2026 年，婴幼儿配方奶粉对 ARA 和藻油 DHA 的需求将占到全行业的 47.43%，市场容量为 5.81 亿美元。

此外，健康食品对 ARA 和藻油 DHA 的需求将达到 3.45 亿美元，占全行业的 28.18%，这两个领域依然是行业内最主要的应用，但随着应用领域的不断拓宽，除了婴幼儿配方



奶粉和健康食品以外，ARA 和藻油 DHA 的应用还将拓展至膳食营养补充剂等新领域。

图表 13：公司产品应用领域分布



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

基于以上判断，未来随着婴幼儿配方奶粉及健康食品行业的持续增长，客户对于公司产品的需求将进一步扩大，同时，公司依托强大的科研技术平台不断开发新的营养素产品，与多家健康食品领域的客户展开合作，联合研发了添加公司燕窝酸产品的燕窝饮、果汁饮料、植物饮料、代餐奶昔、代餐棒等各种产品，有望发挥市场叠加优势，不断拓展产品应用领域，成为公司新的利润增长点。

3. 营养素行业已进入高速发展期

营养素(nutrient)是指食物中可给人体提供能量、机体构成成分和组织修复以及生理调节功能的化学成分。凡是能维持人体健康以及提供生长、发育和劳动所需要的各种物质均称为营养素。现代医学研究表明，人体所需的营养素不下百种，其中一些可由自身合成、制造，但无法自身合成、制造必须有外界摄取的约有 40 余种，精细分后，可概括七大营养素：蛋白质、脂肪、糖、无机盐(矿物质)、维生素、水和纤维素等 7 类。

2013-2020 年中国保健品市场规模持续增长，消费者在保健食品消费理念和消费意愿上也都发生了根本性的转变，这些因素都将推动中国保健品整体市场规模的壮大。自 2017 年起，中国保健品市场规模增速加快，预计到 2021 年中国保健品市场规模增至 2708 亿元，到 2020 年健康服务业规模将超过 8 万亿元，到 2030 年，这一数字则将超过 16 万亿元。预计我国营养素及健康解决方案的需求将持续增长。

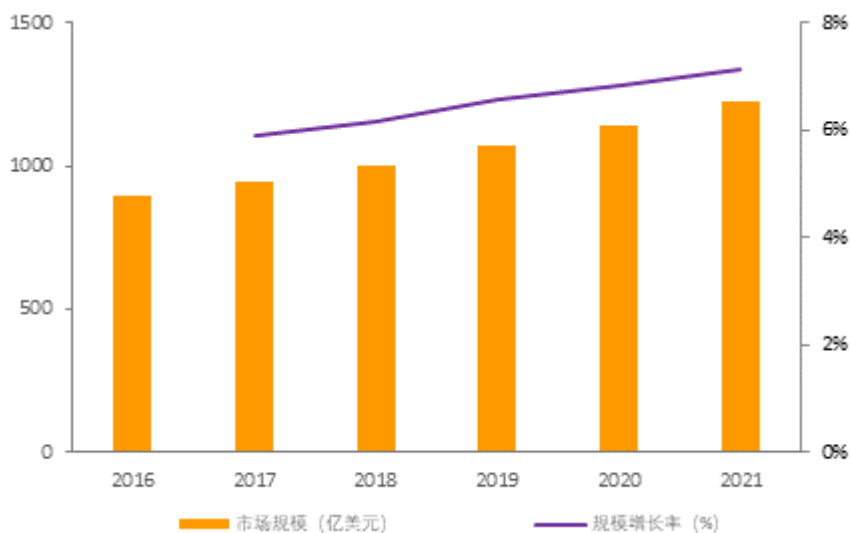


波士顿咨询 (BCG) 近期发布的报告《从洞察到行动：掘金中国保健消费品市场》指出：中国消费者无论是对保健品的消费升级意愿还是重视程度，排名均居全球前列。2013 年，营养保健品在中国消费者消费支出中的排名已跃居第二位，相比两年期排位有大幅提升。

中国消费者在营养健康上的投入增多来自于多种驱动因素，这里包含人口老龄化大趋势；中国食品安全的特殊问题；近年来健康自我管理、在家医护相关方式的深化；疾病防御意识的提高；都市人群健身活动升温提倡健康生活习惯等等。

根据 Technavio 数据，2016 年全球健康食品市场规模为 892.80 亿美元，预计到 2021 年将达到 1,224.30 亿美元，年复合增长率达 6.52%，呈平稳增长态势。

图表 14：全球健康食品市场规模及增速预测（亿美元，%）



资料来源：Technavio，公司招股说明书，华鑫证券研发部

根据 Euromonitor 数据，2013 年中国已成为保健品全球第二大市场，2010-2014 年，行业平均年增长率在 10%到 15%之间，销售额从 856 亿元扩张到了 2000 亿元，2020 年中国保健消费品市场规模有望超过 4000 亿元，预计未来几年的年均增长率还将保持在 11%左右，未来中国保健品在亚洲市场销量将占据全球 44%的份额，都将为公司 ARA、藻油 DHA、SA、β-胡萝卜素等产品带来持续增长的市场需求。

3.1 ARA 和藻油 DHA 增长空间大

ARA 是人体所必需的脂肪酸之一，人体缺乏 ARA 对于健康，尤其是婴幼儿的视力和智力发育有严重危害。1998 年全球第一个添加 ARA 的婴幼儿配方奶粉面世，1999 年我国卫生部正式批准了 ARA 在婴幼儿配方食品中的添加。

图表 15: ARA 产品的主要作用



图表 16: DHA 产品的主要作用

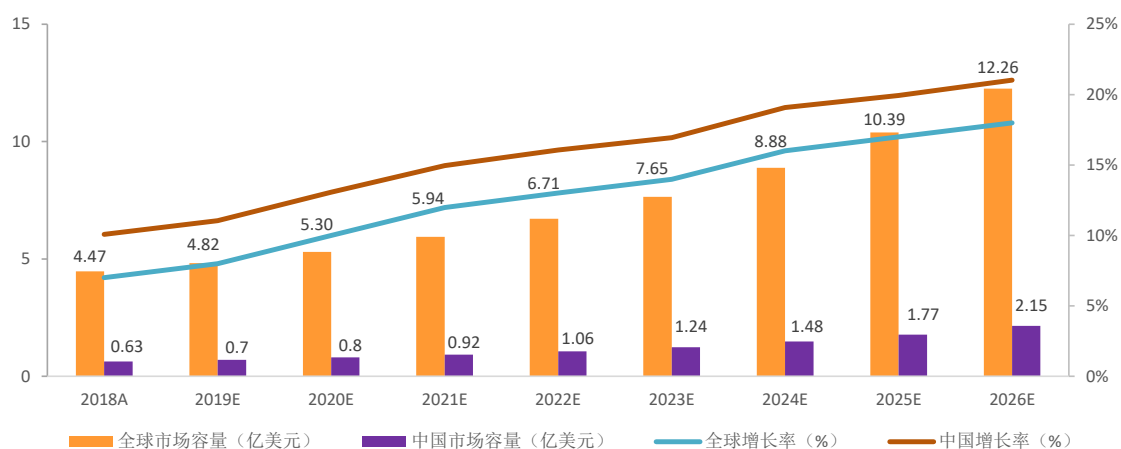


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

ARA 和藻油 DHA，可广泛应用于婴幼儿配方食品、健康食品、膳食营养补充剂等领域，市场容量呈逐年增长趋势。

图表 17: 2018–2026 年 ARA 及藻油 DHA 在全球/中国市场容量及增速预测（亿美元，%）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

根据咨询机构 Coherent Market Insights 预计，2018 年全球 ARA 和藻油 DHA 市场容量为 4.47 亿美元，到 2026 年将达到 12.26 亿美元，2018–2026 年行业内市场容量将保持 13.45% 的复合增长率，而亚太市场尤其是中国的 ARA 及藻油 DHA 需求量将实现更快增长，预测中国市场容量将从 2018 年的 0.63 亿美元增长至 2026 年的 2.15 亿美元，年复合增速达到 16.47%，高于全球增速。

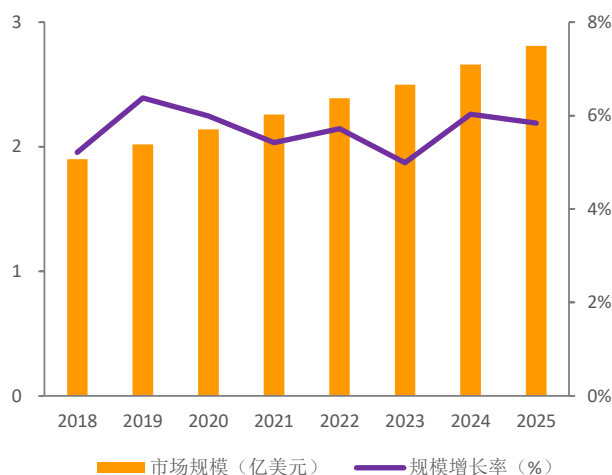
公司在国内市场的份额较高，但在全球市场占比仍相对较低。以 2018 年为例，公司 ARA 和藻油 DHA 销售收入 2.75 亿人民币，占全球行业市场容量仅约 9%，与行业龙头



帝斯曼仍然存在较大的差距，公司未来存在很大的增长空间。

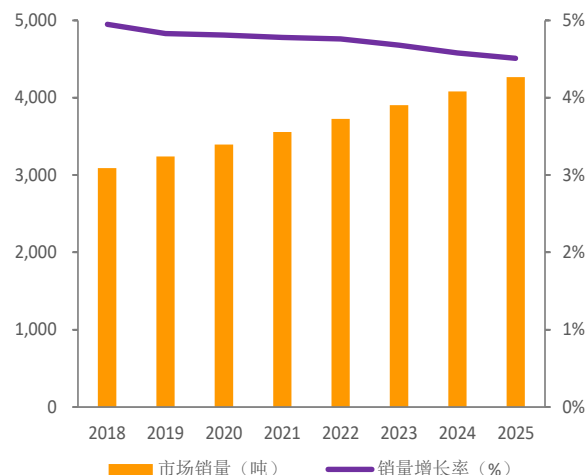
据 Grand View Research 预计，2018 年 ARA 产品市场规模为 1.90 亿美元，2025 年将达到 2.81 亿美元，复合增长率 5.75%；2018 年全球销量 3,091 吨，2025 年将达到 4,265 吨，复合增长率 4.71%，未来几年呈平稳增长态势。

图表 18：全球 ARA 市场规模及增速预测（亿元，%）



资料来源：Grand View Research，华鑫证券研发部

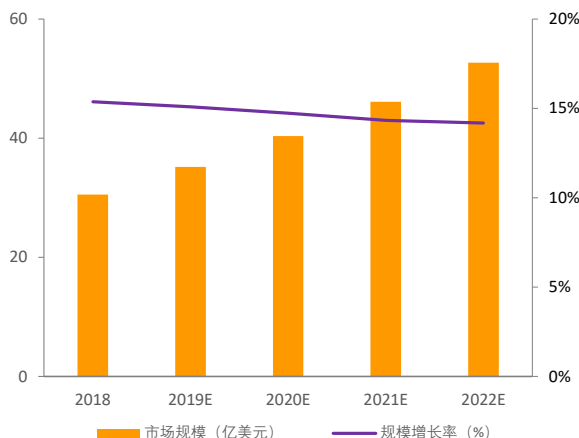
图表 19：全球 ARA 市场销量及增速预测（吨，%）



资料来源：Grand View Research，华鑫证券研发部

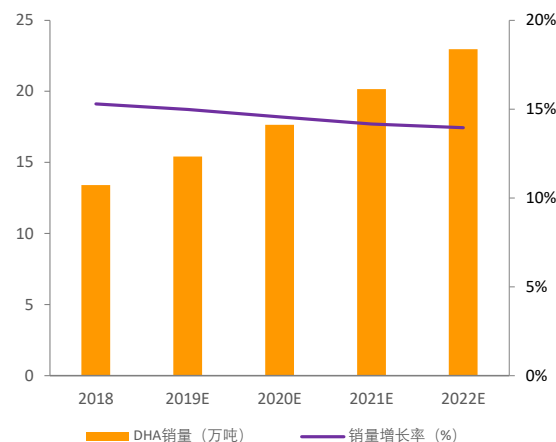
2018 年全球 DHA 市场规模为 30.55 亿美元，预计到 2022 年将达到 52.66 亿美元，年复合增长率达到 14.58%，市场销量为 13.40 万吨，预计到 2022 年将增长至 22.96 万吨，年复合增长率达到 14.41%，呈快速增长态势。

图表 20：全球 DHA 市场规模及增速预测（亿元，%）



资料来源：Grand View Research，华鑫证券研发部

图表 21：全球 DHA 市场销量及增速预测（万吨，%）



资料来源：Grand View Research，华鑫证券研发部



北美地区为全球最大的 DHA 市场、占全球市场总量的 35.84%；亚太地区受益于婴幼儿配方食品快速增长位居第二、全球市场占比为 28.95%；欧洲市场占比为 23.01%，是全球第三大 DHA 市场。由于人口、消费水平的驱动，预计亚太地区 DHA 市场的全球占比将会进一步提升。

随着现代生物技术的进步，藻油 DHA 的品质和价格被越来越多的消费者认可和接受，市场规模呈较快增长态势，藻油 DHA 市场规模将从 2018 年的 2.57 亿美元增长到 2026 年的 9.45 亿美元，年复合增长率为 17.67%。藻油 DHA 的行业规模将从 2018 年的 2.57 亿美元提升至 2026 年的 9.45 亿美元，年复合增长率为 17.67%。就中国来看，2017 年 DHA(藻油)市场规模 3.8 亿元，2018 年增至 5.3 亿元，复合年增长率为 15.6%。受到中国稳定及健全的经济以及新生儿数量增长所支持，DHA(藻油)市场预期将继续维持上升趋势，2019 年市场规模将达 6.1 亿元。

3.2 婴幼儿奶粉新国标落地带来新机遇

国家卫生健康委、市场监督管理总局联合印发 2021 年第 3 号公告，发布了包含《食品安全国家标准婴儿配方食品》(GB10765-2021)、《食品安全国家标准较大婴儿配方食品》(GB10766-2021)、《食品安全国家标准幼儿配方食品》(GB10767-2021) 3 项婴幼儿配方食品的国家食品安全标准（以下简称“新国标”）在内的共计 50 项新食品安全国家标准和 4 项修改单。新国标对于婴幼儿奶粉营养素的要求做了较大的调整，对在婴儿和较大婴儿配方食品中 DHA 的添加量下限进行了明确规定，即每 100kJ 食品中 DHA 添加量下限值为 3.6mg，提高了 DHA、ARA 添加量的上限值，同时规定如果添加了 DHA，则至少要添加相同量的 ARA。目前国内 80%以上的婴幼儿配方奶粉已添加了 ARA 和 DHA。但多数厂商的添加量低于这一标准。

新国标正式实施后（2023 年），DHA 及 ARA 的市场容量将大幅提升，而公司作为国内婴幼儿配方奶粉品牌 ARA 和 DHA 的主要供应商之一，相关业务业绩有望随产能提高于未来两年大幅增长。

《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》落地以来，受益于奶粉生产监管的严格，再加上国内企业一直致力于提高研发能力，提升婴幼儿配方乳粉的产品竞争力，消费者对国产奶粉的信任度正在持续提高，进口婴幼儿奶粉同比增速开始回落。再加上 2020 年以来的新冠肺炎疫情进一步抑制了婴幼儿奶粉的进口，国产奶粉的发展迎来了新的机遇，国产龙头品牌市场份额迅速提升。根据 AC 尼尔森数据，2020 年 Q3，国产奶粉市占率回升至 51.5%。2021 年 1-5 月，线下国产奶粉市占率从 31.4% 上升至 39.6%，外资奶粉市占率则下跌至了 32.9%，几大外资品牌市占率也随之出现了不同程度的下滑，



美素佳儿和达能、惠氏、美赞臣和雅培的市占率分别下滑了 0.3%、0.4%、2.1%、1.9% 和 1.1%。

图表 22：行业主要政策

政策名称	发布时间	发布部门	主要规定
《国务院关于加快培育和发	2010年10月	国务院	生物产业被列入国家战略性新兴产业，要求加快推进生物制造关键技术开发、示范与应用
展战略性新兴产业的决定》			
《国民经济与社会发	2016年3月	国务院	支持新一代信息技术、生物技术等领域的产业发展壮大；并将“加强国民
展第十三个五年规划			营养计划”列入政府工作计划，有利于倡导公众建立正确的营养健康的食
纲要》			品消费观念，有利于功能性健康食品、功能的市场发展
《“健康中国2030”	2016年10月	中共中央、国务院	健康服务业总规模2020年达到8万亿元，2030年达到16万亿元
规划纲要》			
《食品安全标准与检测	2016年11月	国家卫生计生委	改革和加强新食品原料、食品添加剂新品种、食品相关产品新品种等“三
评估“十三五”规划》			新食品”管理
《关于促进食品工业健	2017年1月	发改委、工信部	围绕提升食品质量和安全水平，以满足人民群众日益增长和不断升级的安
康发展的指导意见》			全、多样、健康、营养、方便食品消费需求为目标；到2020年，食品工
			业规模化、智能化、集约化、绿色化发展水平明显提升，供给质量和效率
			显著提高；加快发展婴幼儿配方食品、老年食品和满足特定人群需求的
			功能性食品，支持发展养生保健食品，研究开发功能性蛋白、功能性膳食
			纤维、功能性糖原、功能性油脂、益生菌类、生物活性肽等保健和健康食
			品，并开展应用示范
《“十三五”食品科	2017年5月	科技部	增强我国食品产业的自主创新能力和国际竞争力；特殊膳食与特殊工作
技创新专项规划》			环境人群专用营养健康食品制造。开展婴幼儿主副食品、中老年及糖尿病
			、肥胖症等特定人群的营养膳食食品，以及炎症性肠病等特殊医学用途配
			方食品制造关键技术研究；重点开展中华传统与民族特色食品的工业化
			加工、传统酿造发酵和方便调理食品制造、食品添加剂与配料绿色制造、
			营养型健康食品创新开发与低碳制造等一批核心关键技术开发研究
《关于进一步促进奶	2018年12月	农业农村部、发展	增强国产婴幼儿配方乳粉竞争力。完善良好生产规范体系，继续执行最严
业振兴的若干意见》		改革委等	格的监管制度，力争3年内显著提升国产婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力
			和美誉度，提高市场占有率
《产业结构调整指导	2019年4月	国家发改委	将“天然食品添加剂、天然香料新技术开发与生产”、“功能性发酵制品
目录（2019年本，征			（功能性糖类、功能性红曲、发酵法抗氧化和复合功能配料、活性肽、微
求意见稿）》			生态制剂）等开发、生产、应用”列入“第一类鼓励类”。
《关于深化改革加强	2019年5月	中共中央、国务院	力争3年内显著提升国产婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度
食品安全工作的意见》			
《国产婴幼儿配方乳	2019年5月	国家发展改革委、	大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计
粉提升行动方案》		工业和信息化部等	划，国产婴幼儿配方乳粉产量稳步增加，更好地满足国内日益增长的消费
			需求，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60%以上；推动婴幼儿配方
			乳粉原辅料的自主研发生产，解决供给瓶颈问题

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司已与飞鹤、伊利、贝因美、蒙牛、君乐宝等国内龙头婴配奶粉品牌均建立了稳定的合作关系，在已经完成婴幼儿配方乳品注册的 100 余个企业中，公司已与其中超过 70 家婴幼儿配方乳品企业开展不同层次的业务合作，占比超过 65%。随着国产品牌



持续发力，国产奶粉的发展必将为公司带来新的发展机遇。嘉必优作为国内外婴配粉品牌 ARA 和 DHA 的主要供应商之一，相关业务业绩有望于未来两年大幅提高。

3.3 与帝斯曼协议到期后有望进一步拓展国际市场

美国马泰克公司（Martek）曾经是全球 ARA 产业的主要供应商，2011 年被帝斯曼收购，并入帝斯曼营养部门。帝斯曼是全球知名的维生素、胡萝卜素、营养脂肪酸、酶制剂以及其它人类和动物健康补充剂制造商。目前，帝斯曼占据全球 ARA 市场的主要份额，是全球最大的 ARA 供应商。

帝斯曼在全球范围内多个国家申请了 ARA 的专利保护，专利有效期陆续将于 2023 年前到期。公司与帝斯曼签署《和解协议》、《专利许可协议》和《加工及供货协议》，公司与帝斯曼就专利纠纷达成和解，公司可以依据协议向专利区的部分客户和非专利区客户销售 ARA 产品，帝斯曼同意在 2023 年以前每年向公司采购一定规模的 ARA 产品或支付现金补偿。

2016-2020 年，公司营业外收入中来自于帝斯曼的补偿款分别为 2,341、2,972、3,784、4,612 和 3,596 万元，补偿款税后金额占公司净利润的比例分别为 42.93%、38.51%、32.88%、32.73%和 26.65%，公司业绩对于现金补偿的依赖性逐年减少，表现出了主营业务优质的成长性。到 2023 年以后，随着帝斯曼向公司采购或补偿的约定到期，公司的境外销售将不再受到限制，若能顺利打开国际市场，开拓新客户，有望提高市场份额，形成更有竞争力的市场地位，为公司业绩打开宽广的成长空间。

3.4 SA 备案化妆品新原料为公司打开新的想象空间

N-乙酰神经氨酸（SA）作为燕窝提取物的主要功效成分，体外实验证明具有美白、抗衰老以及修复保湿的作用，相关研究标明，SA 对酪氨酸酶活性有抑制作用，能够减少多巴胺及黑色素的产生，且只有 SA 含量高的一组燕窝能够产生一定的美白成效。而在抗衰老功效上，SA 表现出清除 DPPH 自由基的功能，具有抗氧化功效。

将 SA 应用在化妆品中，国外已有不少尝试。多年前日本已开发出使用 SA 的软膏和喷雾剂，此原料也被列入美国个人护理品协会的 INCI、欧盟的 Cosing 以及澳大利亚的 AICS 等国家地区的化妆品原料目录内。今年 6 月 29 日，国家药监局官网正式公布了 N-乙酰神经氨酸作为国产化妆品新原料的备案信息。

早在今年 1 月底和 3 月底，公司就连续两次出手，分别收购中科光谷 11%、25%的股



权，使之成为嘉必优的全资子公司，后者于 2016 年开始研制 SA。

事实上化妆品新原料“入场券”并不易得，相关数据显示，2009-2019 期间我国获批的化妆品新原料仅 4 个。今年 1 月 12 日，国家市场监督管理总局发布了《化妆品注册备案管理办法》，自 2021 年 5 月 1 日起施行，对风险程度较低的化妆品原料实行较为宽松的备案管理。公司的 SA 是《化妆品监管条例》颁布后，国家药监局首批公布批准化妆品新原料，也是目前唯一备案 SA 化妆品新原料的供应商，换言之，下游的化妆品企业如果需要采购 SA 化妆品原料，只能从中科光谷采购。而且大规模生产 SA 具有较高的门槛，传统的天然提取法、化学合成法均难以满足工业化生产的需求，短期内其他竞争者恐难轻易进入。

未来公司将以中科光谷为依托，将 SA 产品作为进入化妆品领域的切入点，打造新的业务增长极。

4. 公司盈利预测与估值

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 3.61、4.75 和 5.86 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 1.51、2.01 和 2.44 亿元，EPS 分别为 1.26、1.68 和 2.04 元，对应的市盈率分别为 42.9 倍、32.3 倍和 26.5 倍，考虑到公司所在细分行业中处于龙头地位以及 SA 增速存在超预期的可能，首次给予“推荐”的投资评级。

5. 风险提示

景气度下行风险、成本上涨的风险、食品安全风险等等。

图表 23：公司盈利预测（单位：百万元）

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	323	361	475	586
货币资金	847	1,030	1,126	1,248	营业成本	145	161	208	252
应收款	176	41	53	65	营业税金及附加	5	5	5	5
存货	65	98	121	147	销售费用	15	22	28	32
其他流动资产	34	36	38	40	管理费用	27	32	40	47
流动资产合计	1,123	1,206	1,338	1,500	财务费用	3	-14	-16	-18
非流动资产：					研发费用	20	29	33	46
金融类资产	49	54	59	65	费用合计	65	69	85	107
固定资产+在建工程	150	158	165	172	资产减值损失	-8	-6	-4	-3
无形资产+商誉	15	16	18	19	公允价值变动	3	3	3	4
其他非流动资产	47	51	56	62	投资收益	17	18	19	20
非流动资产合计	260	279	298	319	营业利润	124	145	200	247
资产总计	1,383	1,484	1,636	1,819	加：营业外收入	41	45	50	55
流动负债：					减：营业外支出	8	8	9	10
短期借款	0	0	0	0	利润总额	158	182	240	291
应付账款、票据	25	13	16	19	所得税费用	23	26	35	42
其他流动负债	28	31	34	37	净利润	135	156	206	249
流动负债合计	52	43	49	56	少数股东损益	4	4	5	5
非流动负债：					归母净利润	131	151	201	244
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	8	8					
非流动负债合计	7	7	8	8					
负债合计	59	50	57	64					
所有者权益									
股本	120	120	120	120					
资本公积金	871	871	871	871					
未分配利润	281	376	501	652					
少数股东权益	6	6	6	6					
所有者权益合计	1,324	1,434	1,579	1,755					
负债和所有者权益	1,383	1,484	1,636	1,819					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	135	156	206	249	成长性				
折旧与摊销	26	27	29	31	营业收入增长率	3.8%	11.5%	31.8%	23.2%
财务费用	-1	-14	-16	-18	营业利润增长率	25.7%	16.9%	37.5%	23.4%
存货的减少	3	-33	-23	-26	归母净利润增长率	10.5%	15.9%	32.8%	21.6%
营运资本变化	-6	123	-9	-9	总资产增长率	6.5%	7.3%	10.2%	11.2%
其他非现金部分	-14	-5	-5	-6	盈利能力				
经营活动现金净流量	146	254	182	222	毛利率	55.0%	55.4%	56.3%	57.0%
投资活动现金净流量	-80	-40	-42	-44	营业利润率	38.4%	40.3%	42.0%	42.1%
筹资活动现金净流量	-64	-31	-44	-56	三项费用/营收	20.0%	19.1%	17.9%	18.3%
现金流量净额	1	183	96	123	EBIT/销售收入	48.8%	50.5%	50.6%	49.7%
					净利润率	41.7%	43.2%	43.2%	42.5%
					ROE	10.2%	10.9%	13.0%	14.2%
					营运能力				
					总资产周转率	23.4%	24.3%	29.1%	32.2%
					资产结构				
					资产负债率	4.3%	3.4%	3.5%	3.5%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.08	1.63	0.88	0.89
					每股数据(元/股)				
					每股收益	1.09	1.26	1.68	2.04
					每股净资产	11.03	11.95	13.16	14.62

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007 年 7 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>