

晨光生物 (300138.SZ)

管理制胜，主业反转，多点开花

2025 年 08 月 29 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

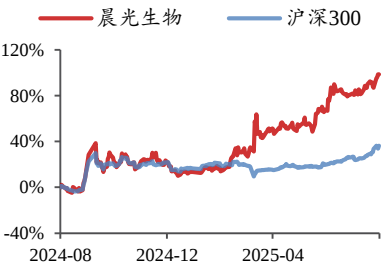
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2025/8/28
当前股价(元)	14.44
一年最高最低(元)	14.90/6.91
总市值(亿元)	69.76
流通市值(亿元)	57.52
总股本(亿股)	4.83
流通股本(亿股)	3.98
近 3 个月换手率(%)	201.95

股价走势图



数据来源：聚源

● 核心产品份额持续提升，首次覆盖给予“买入”评级。

公司是植提行业龙头，公司通过生产优势、卓越管理降低成本。公司主业加工利润改善，成本优势下份额有望持续提升。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润改善，对应 EPS 0.74/0.87/1.04 元，当前股价对应 19.4/16.7/13.8 倍 PE，我们看好公司份额持续提升、加工利润改善趋势，首次覆盖给予“买入”评级。

● 三大主业改善，核心产品份额有望提升

公司三大主业均在改善。(1) 辣椒红色素加工利润回升。公司辣椒红色素占市场 80%以上份额，2025 年随着原材料价格回落，加工利润有望修复。(2) 辣椒精有望冲击印度同行份额。公司用成本更低的云南辣椒原料替代印度原料，成本和产品价格优势凸显，公司辣椒精份额有望再上台阶。(3) 叶黄素加工利润有望修复，份额有望继续提升。行业将通过降低原料万寿菊花采购价来降低成本、减少供给，叶黄素加工利润有望修复。同时公司在缅甸试种万寿菊花取得良好进展，成本有望下降，叶黄素加工利润和份额有望再上台阶。

● 梯队产品多点开花，甜菊糖、保健品业务可期

(1) 公司甜菊糖生产工艺优势明显，得率明显高于竞争对手。同时副产品绿原酸有望分摊约成本，甜菊糖成本优势凸显，份额有望持续提升。(2) 公司保健品业务当前超过 1.5 亿以上规模。公司保健品依托于植提原料优势，提升产业附加值。保健品市场规模较大、竞争格局分散，生产门槛较高。公司拥有独特的原料优势和批文优势，中游代工业务及 C 端业务仍有提升空间。

● 卓越管理，原料基地效率提升，棉籽加工利润企稳改善

(1) 公司秉承卓越管理的经营理念，不断扩充新品、在全球上寻找优质种植基地，在生产工艺和原料上实现成本领先优势。赞比亚基地效率持续提升，缅甸基地试种效果良好。(2) 棉籽业务随着豆粕价格见底企稳，加工利润有望企稳改善。

● 风险提示：食品安全风险、价格波动风险、贸易政策风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,872	6,994	7,103	7,621	8,194
YOY(%)	9.1	1.8	1.6	7.3	7.5
归母净利润(百万元)	480	94	359	419	504
YOY(%)	10.5	-80.4	281.5	16.7	20.5
毛利率(%)	11.6	8.0	9.9	10.6	11.0
净利率(%)	7.0	1.3	5.1	5.5	6.2
ROE(%)	14.0	2.5	10.5	11.1	11.9
EPS(摊薄/元)	0.99	0.19	0.74	0.87	1.04
P/E(倍)	14.5	74.2	19.4	16.7	13.8
P/B(倍)	2.0	2.2	2.0	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、植提行业龙头，三步走战略，确立“十个第一”目标.....	4
2、底部反转，核心产品份额有望再提升.....	4
2.1、原料价格回落，辣椒红加工利润有望回升.....	4
2.2、叶黄素原料成本优势加强，份额有望再提升.....	6
2.2.1、国内眼部疾病患者持续走高，中长期眼部保健品需求可期.....	6
2.2.2、动物饲料需求企稳，支撑叶黄素价格平稳改善.....	7
2.2.3、叶黄素加工利润有望改善，原料替代下市场份额有望再扩大.....	8
2.3、原料替代提升成本优势，辣椒精份额有望继续扩大.....	8
3、梯队产品多点开花，多品种冲刺份额第一.....	9
3.1、甜菊糖竞争优势明显，份额有望继续扩大.....	10
3.2、保健品业务初具规模，未来成长可期.....	11
4、卓越管理，原料基地效率提升.....	13
4.1、吃干榨净、提升工艺，中试平台主力新品研发.....	13
4.2、全球寻找优质种植基地，赞比亚产区效率提升，缅甸产区试种良好.....	14
5、棉籽蛋白价格企稳回升，棉籽业务有望改善.....	15
6、盈利预测与投资建议.....	16
6.1、关键假设与盈利预测.....	16
6.2、投资建议.....	17
7、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1：公司正处于三步走战略中的第二步阶段.....	4
图 2：公司 E150 色价辣椒红产品.....	5
图 3：公司 E6 色价辣椒红产品.....	5
图 4：2025 年国内辣椒均价回落.....	6
图 5：公司从万寿菊中提取的叶黄素树脂产品.....	6
图 6：公司叶黄素护眼产品.....	6
图 7：叶黄素可有效吸收蓝光，减少手机蓝光对人眼伤害.....	7
图 8：肉鸡饲料价格贴近历史底部.....	8
图 9：蛋鸡饲料价格接近历史底部.....	8
图 10：公司叶黄素加工工艺吃干榨净，开发出万寿菊黄酮等其他副产品.....	8
图 11：2022 年中国辣椒市场规模约 3880 亿元.....	9
图 12：2022 年中国加工辣椒约占辣椒市场 45.6%.....	9
图 13：2027 年中国保健品市场规模有望突破 400 亿美元.....	12
图 14：2027 年中国保健品代工市场有望突破 40 亿美元.....	12
图 15：中小品牌崛起，C 端保健品品牌集中度趋于下降.....	12
图 16：公司棉籽加工吃干榨尽，形成棉籽蛋白、棉籽油、棉短绒、棉籽壳等产品.....	15
图 17：豆粕价格接近历史底部，棉籽蛋白价格有望随之企稳.....	16
表 1：云南涮涮辣辣椒辣度值高，是辣椒精的主要原料.....	9

表 2: 甜菊糖是安全性较高的、天然来源高倍甜味剂.....	10
表 3: 甜菊糖从 2008 年起陆续获多个国家、地区监管机构批准使用.....	10
表 4: 甜菊糖苷广泛应用于饮料、乳制品、烘焙食品、调味品等领域.....	11
表 5: 公司保健品收入、注册和备案产品数量持续增长.....	13
表 6: 公司拥有领先的试产工艺, 获得国家级、省部级科技奖项, 以及多项国际领先、国际先进等科技成果鉴定.....	13
表 7: 公司拥有领先的中试平台, 探索出成熟的五步走模式, 避免盲目投资风险.....	14
表 8: 赞比亚亩产收益逐步提高.....	14
表 9: 公司赞比亚项目已经完成 3 万亩辣椒和 3 万亩万寿菊种植.....	15
表 10: 预计 2025-2027 年公司收入加速增长.....	16
表 11: 公司 PE 估值低于可比公司估值.....	17

1、植提行业龙头，三步走战略，确立“十个第一”目标

根植于植物提取行业的全球龙头。公司历经 20 余年从河北邯郸曲周县的地方五金厂，逐渐发展成为全球领先的植物提取行业龙头。公司目前辣椒红色素、辣椒精、叶黄素三大主力市场份额位居世界第一或前列，同时公司储备甜菊糖苷、香辛料提取物等多种快速成长的梯队产品。我们认为，公司通过卓越的管理，在原料、工艺、生产等供应链多环节实现极致的成本控制和成本领先，通过信誉、成本和口碑捆绑上下游供应链，抢夺市场份额，是公司持续做大做强发展的核心竞争力。

公司确立三步走战略和“十个第一”目标。公司秉承全球化的资源配置发展路线，以建设世界天然提取物产业基地为发展目标，确立了“三步走”战略。目前公司早已完成第一步战略目标，即辣椒红销量做到世界第一。当前公司正处于“第二步”阶段，即十个产品做到世界第一，公司已经实现辣椒红、辣椒精、叶黄素世界第一或前列目标，并稳步提升市场份额，稳步推进甜菊糖、葡萄籽提取物、花椒油提取物、番茄红素等梯队产品继续扩张。

行业集中度低，龙头企业更有优势。当前国内从事植物提取行业的公司超过 2000 家，实现工业化提取的品种约 300 余个，单个品种的空间约几千万或几十亿，大单品相对较少。因而行业大多数企业规模较小、提取的品种单一、技术水平较低，行业集中度低。而拥有资金、研发、生产、成本优势的企业扩品相对容易，凭借技术、管理和规模优势整合上游原料基地和下游客户资源降低企业成本、快速扩大市场份额。

图1：公司正处于三步走战略中的第二步阶段



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、底部反转，核心产品份额有望再提升

2.1、原料价格回落，辣椒红加工利润有望回升

辣椒红色素在食品工业中应用广泛。辣椒红色素是一种从辣椒中提取的天然色素，属于类胡萝卜素色素，在辣椒果皮的含量约 0.2%-0.5%。随着辣椒的逐渐成熟，辣椒果皮中的叶绿素含量下降，而类胡萝卜素含量逐渐增加，使得辣椒呈现鲜红的颜色，是构成辣椒颜色的主要成分之一。辣椒红色素广泛应用于食品工业、化妆品、

保健品等领域，因为天然安全的特性在食品工业中应用占比更高，涵盖调味料、肉制品、罐头、饮料等领域。

图2：公司 E150 色价辣椒红产品



资料来源：阿里巴巴

图3：公司 E6 色价辣椒红产品

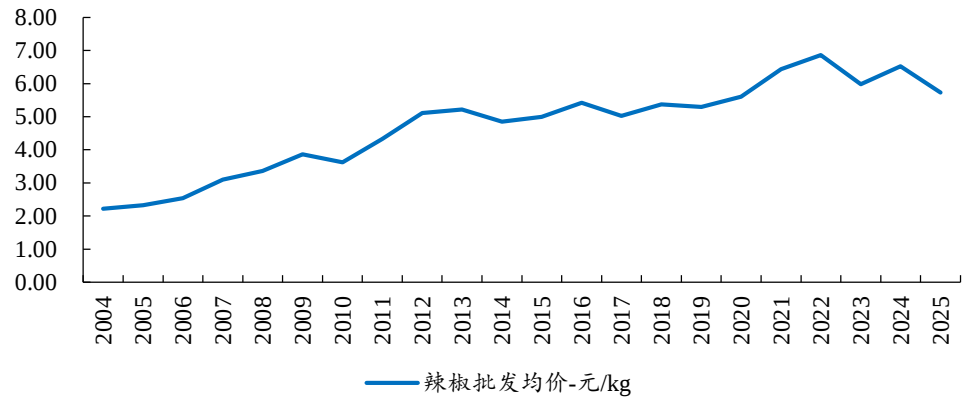


资料来源：阿里巴巴

全球辣椒红色素市场有望保持增长。根据贝哲斯咨询预计，全球食用色素 2024 年市场规模约 49.8 亿美元，其中天然食用色素市场规模约 17 亿美元，预计 2032 年天然使用色素市场有望达 35 亿美元。随着消费者消费水平提升和健康意识的增强，合成色素使用在全球范围内逐步受限，天然色素仍有望保持增长。2023 年国内辣椒红色素需求 5.4 亿元，而国内产量约 12000 吨，其中大部分产量出口到国外。

公司是全球辣椒红色素龙头，辣椒红色素加工利润有望回升。公司是国内最早从事辣椒红色素生产销售的企业之一，原料主要来自于新疆等原料产地，从源头种植基地合作到生产工艺提升，公司在产品和成本上拥有绝对优势，占有全球市场 80% 以上市场份额。2024 年公司受原料成本、市场需求因素等影响，辣椒红加工利润有所波动。2025 年原料价格有望下降，辣椒红加工利润有望回升。中长期来看，随着全球食品加工行业稳步发展，同时天然色素渗透率提升，公司辣椒红销量有望保持较快增长。

图4：2025 年国内辣椒均价回落



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：辣椒价格截止至 2025 年 8 月 27 日。

2.2、叶黄素原料成本优势加强，份额有望再提升

叶黄素广泛应用于动物饲料、保健食品、食品工业，动物饲料需求约占 80%，保健食品占比逐渐提升。叶黄素（ $C_{40}H_{56}O_2$ ）是一种天然类胡萝卜素，从来源上看，叶黄素广泛存在于蔬菜、花卉、水果等植物中，例如玉米、万寿菊、韭菜等。从应用上看，一方面叶黄素具有高安全性和稳定性，是重要的天然色素，广泛应用于食品工业和动物饲料；另一方面因为抗氧化和吸收蓝紫光功能强，有效帮助视网膜抵御紫外线，广泛应用于视力保健品当中。从需求结构上看，大多用于饲料产品当中，保健品用量当前仍较小，未来仍有提升空间。

图5：公司从万寿菊中提取的叶黄素树脂产品



资料来源：公司官网

图6：公司叶黄素护眼产品



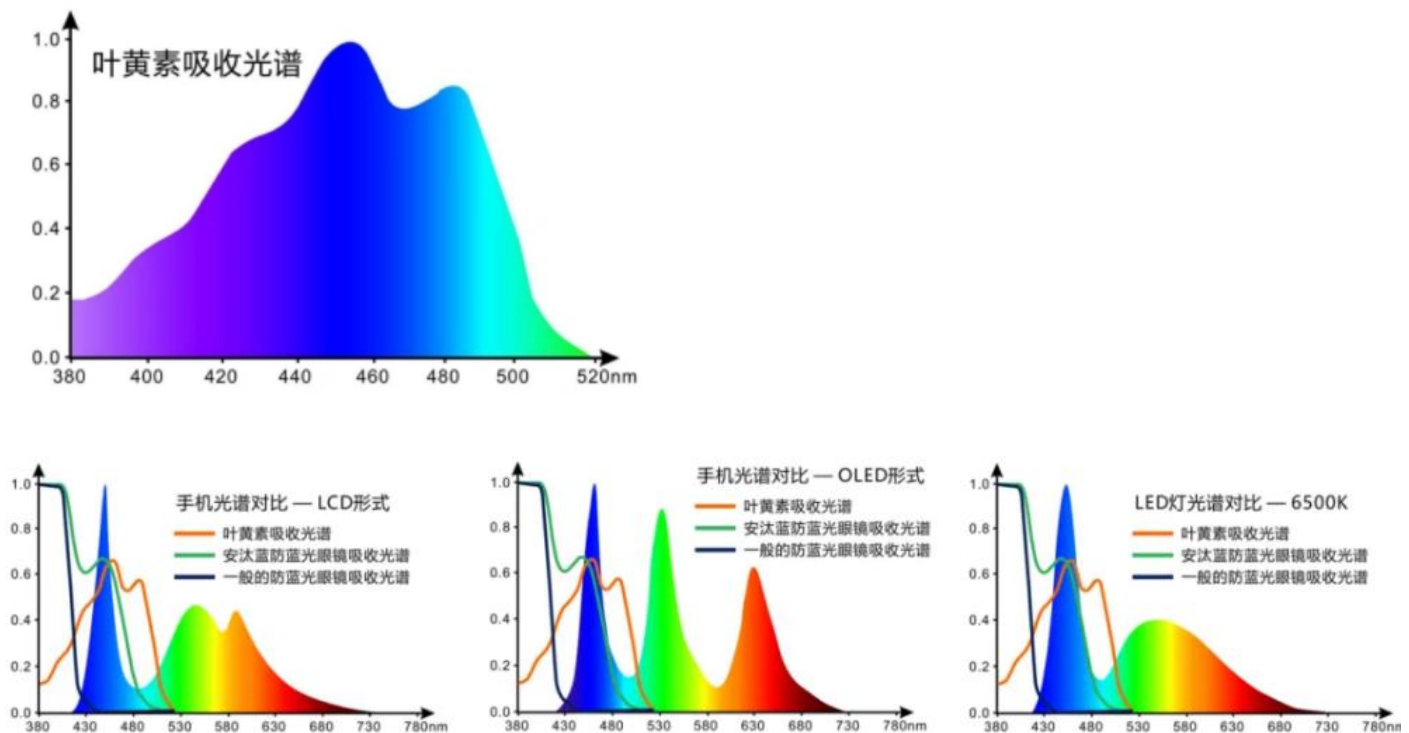
资料来源：京东

2.2.1、国内眼部疾病患者持续走高，中长期眼部保健品需求可期

国内眼科疾病患者基数庞大，人口老龄化、屏幕频繁使用预计将增加眼部疾病发病率。根据国家统计局和卫健委统计，2022 年国内屈光不正患者超 7 亿人、干眼症患者近 3.6 亿人；白内障患者超过 2 亿人，60-89 岁等老年人群白内障发病率为 80%，作为三大致盲病种之一的黄斑病等患者近 3000 万人。随着人口老龄化的趋势以及手机、电脑等屏幕频繁使用增加发病率，眼部疾病人口预计持续增长。

护眼保健需求有望带动叶黄素持续增长。叶黄素是构成人眼视网膜黄斑区主要色素，可有效吸收 380nm-480nm 范围的可见光，且吸收能力的峰值正好对应 LCD、OLED 等蓝光峰值 430nm~480nm，大大增强机体抗紫外线能力，有效保护人眼视力、预防眼部疾病。叶黄素只能从食物中摄取，不能在人体内合成。因而叶黄素作为预防眼部疾病的有效成分日益受国内外企业和消费者青睐。根据 Mordor 统计，2023 年叶黄素全球市场约 3.43 亿美元，2028 年有望增长至 4.65 亿美元，CAGR 为 6.29%。

图7：叶黄素可有效吸收蓝光，减少手机蓝光对人眼伤害

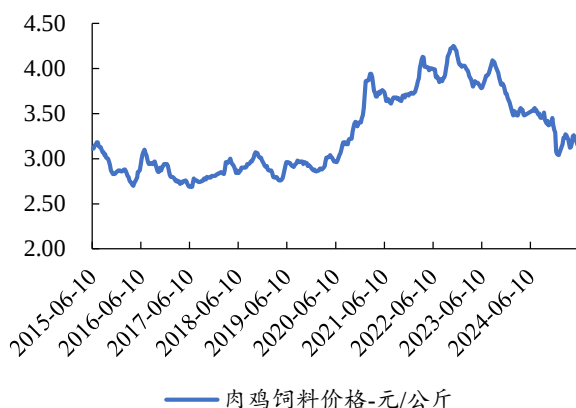


资料来源：中国眼镜科技杂志

2.2.2、动物饲料需求企稳，支撑叶黄素价格平稳改善

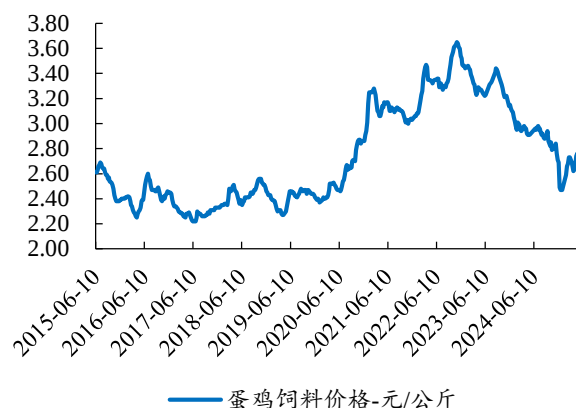
动物饲料需求逐步企稳。从动物饲料需求来看，叶黄素广泛应用于家禽和水产养殖饲料，帮助提高家禽和鱼类的生长生殖速度，改善蛋黄着色、提升蛋类品质等。叶黄素通常在每吨家禽饲料添加量为 20 克到 200 克之间。饲料需求历经 2-3 年下行周期，当前下游禽类养殖需求逐步筑底，家禽类饲料价格阶段性见底企稳，有望支撑叶黄素价格趋于平稳改善。

图8：肉鸡饲料价格贴近历史底部



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：蛋鸡饲料价格接近历史底部



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、叶黄素加工利润有望改善，原料替代下市场份额有望再扩大

国内万寿菊原料价格有望下降，叶黄素加工利润改善可期。当前叶黄素主流的制备方式是通过植物提取，万寿菊花是叶黄素最主要的原料，而且万寿菊花用途单一，因而万寿菊花的供给直接影响到叶黄素的价格。当前叶黄素价格低迷，主因万寿菊种植面积居高不下导致叶黄素供给过剩。但植提企业对万寿菊的采购价格并未随叶黄素价格同步调整，导致植提企业加工利润微薄。我们认为 2025 年随着植提企业逐步降低万寿菊采购价格，产业上下游供需趋于平衡，成本端下降有望带动行业加工利润改善。

缅甸万寿菊种植前景可期，成本优势明显，叶黄素份额有望再上台阶。公司当前在缅甸试种效果超出预期，亩产普遍高于国内，成本显著低于国内。未来 2-3 年缅甸万寿菊种植面积有望持续扩大，逐步替代国内原料，公司叶黄素成本优势将凸显，叶黄素市场份额有望取得突破。

图10：公司叶黄素加工工艺吃干榨净，开发出万寿菊黄酮等其他副产品



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、原料替代提升成本优势，辣椒精份额有望继续扩大

辣椒精广泛应用于食品工业。辣椒精是从辣椒中提取浓缩的天然成分，主要是辣椒中的辣味物质组成。辣椒精的主要用途是提味和增辣，常用于调味品、调理制品、食品等领域。辣椒的辣度主要以斯科维尔指标（简称 SHU）衡量，不同品种的

辣椒辣度差异大,主要取决于辣味物质的含量。一般情况下普通甜辣椒的辣度在 0-1.5 万 SHU, 中度的小米辣辣度值在 4.5-9 万 SHU, 制作辣椒精的辣椒原料一般要选取辣度值更高的魔鬼椒和涮涮辣。

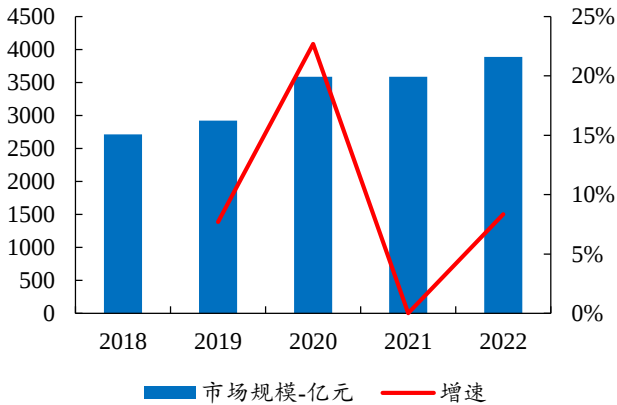
表1: 云南涮涮辣辣椒辣度值高, 是辣椒精的主要原料

辣度等级	辣度(单位: SHU)	主要代表品种
微辣	0-1.5 万 SHU	艳椒 15 号
低辣	1.5-4.5 万 SHU	遵辣 1 号、湘辣 14 号
中辣	4.5-9 万 SHU	小米辣、七星椒
辛辣	9-13.5 万 SHU	石柱朝天红
高辣	18 万 SHU	七星椒、云小米辣
特辣	18-22.5 万 SHU	湘涮辣三号
极辣	22.5-27 万 SHU	天椒 707
爆辣	27-31 万 SHU	湘涮辣三号
超辣	31.5 万以上 SHU	云南涮涮辣、湘涮辣三号

资料来源:《辣椒素类物质含量(辣度)等级划分研究进展》黄凡宇等、开源证券研究所

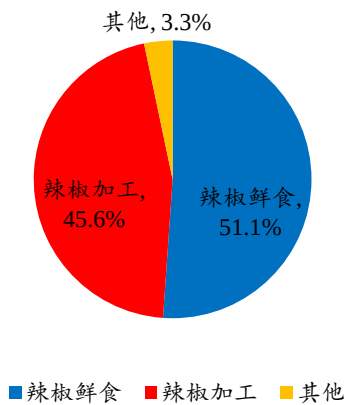
辣椒精市场空间大, 前景可期。2022 年中国辣椒市场规模约 3880 亿元, 其中鲜辣椒市场规模约 2000 亿元, 而加工辣椒市场规模约 1800 亿元。全球辣椒精市场约 6 亿元, 占加工辣椒市场占比不足 1%。辣椒精相对于鲜辣椒价格优势明显, 更易保存、性能稳定, 随着食品工业发展和辣味食品的普及, 辣椒精有望继续替代鲜辣椒或干辣椒, 辣椒精市场仍有较大的成长空间。

图11: 2022 年中国辣椒市场规模约 3880 亿元



数据来源: 农小蜂、开源证券研究所

图12: 2022 年中国加工辣椒约占辣椒市场 45.6%



数据来源: 农小蜂、开源证券研究所

公司有望凭借原料和效率优势, 继续抢占份额。当前全球辣椒精主要生产商分布在中国和印度。其中印度魔鬼椒辣度远超其他辣椒品种, 因而印度凭借独特的魔鬼椒原料成为重要的辣椒精生产基地。近年来新培育的云南魔鬼椒大范围种植, 且辣度高于印度魔鬼椒。2024 年前公司主要使用印度魔鬼椒原料, 后续公司将用云南魔鬼椒替代印度魔鬼椒, 叠加生产工艺优势, 辣椒精成本有望显著低于印度同行, 公司有望继续扩大份额。

3、梯队产品多点开花, 多品种冲刺份额第一

目前公司在辣椒红、辣椒精、叶黄素等业务已经做到世界前列, 除此以外公司

先后布局了甜菊糖、姜黄、水飞蓟、花椒油树脂、保健品等梯队产品，其中甜菊糖收入突破2亿元，成为梯队产品中规模最大的品种之一。

3.1、甜菊糖竞争优势明显，份额有望继续扩大

甜菊糖是天然健康甜味剂，食用历史悠久。甜菊糖苷是从甜叶菊中提取的天然健康甜味剂，甜度约为蔗糖的250-450倍，热量几乎为0，人体几乎无法吸收代谢，被称为“世界第三糖源”。甜叶菊原产于南美洲，有近百年食用历史，早期用于饮料和药物增加甜度。1931年，法国科学家首次从甜叶菊中提取甜菊糖苷。并与2008年开始获美国、世界卫生组织、欧盟、加拿大、中国等多个国家和地区监管机构批准。目前，甜菊糖苷广泛应用于软饮料、乳制品、烘焙食品、医药保健品和日用品等。

表2：甜菊糖是安全性较高的、天然来源高倍甜味剂

代糖名称	安全性	相对甜度	口感风味	热量 (kCal/g)	稳定性
蔗糖	高	1	纯正		较低
甜蜜素	较低	30-40	加热后有苦味	无热量	高
阿斯巴甜	较高	180-220	纯正有果香	4	中
安赛蜜	中	200-250	有轻微后苦味	0	高
三氯蔗糖	中	400-800	纯正，甜感稍慢	0	高
甜菊糖苷	高	250-450	有苦涩味	0	高
木糖醇	高	1.2	有清凉感	2.4	中

资料来源：《甜味剂在饮料中的应用研究》张东方等、《甜味剂与人体健康的研究进展》王思睿等、开源证券研究所

表3：甜菊糖从2008年起陆续获多个国家、地区监管机构批准使用

时间	事件
1931年	法国科学家首次从甜叶菊中提取甜菊糖
2008年	美国食品和药物管理局批准了高纯度甜菊糖苷和REBA作为一般公认安全物质
2010年	世界粮农组织/世界卫生组织食品添加剂联合专家委员会(JECFA)批准了9种甜菊糖苷用于食品饮料，并设定了每日允许摄入量(ADI)为0~4毫克/千克/天。
2011年	欧盟批准甜菊糖苷作为食品和饮料中的甜味剂，并且逐步扩大甜菊糖苷使用范畴，现在它被誉为“世界第三糖源”。
2016年	加拿大批准多种甜菊糖苷作为甜味剂在食品中使用；加拿大卫生部食品理事会对其安全性进行了详细评估，并未发现其存在安全性风险，并于2017年批准所有源自甜叶菊的甜菊糖苷作为甜味剂用于一系列食品中。

资料来源：Chemical book、开源证券研究所

甜菊糖苷具有低热量、安全性高、稳定性好等优点，应用前景广阔。甜菊糖不参与人体代谢，热量值基本为零，适合糖尿病、肥胖症患者等控糖人群，使用成本仅为蔗糖30%-40%。当前市场上主流的高倍糖代糖如三氯蔗糖、阿斯巴甜、安赛蜜等，因为化学合成来源和致癌因素一直备受市场关注。有研究表明，长期大量摄入人工甜味剂，易增加肥胖和糖尿病、心血管疾病风险。而甜菊糖作为天然甜味剂，具有安全性高、稳定性好等优点，原产地居民长期食用未发现明显危害。甜菊糖苷大

多和其他甜味剂一起复配使用，一旦被下游客户接受使用，下游客户为保持产品口味一致性，几乎不更改配方，因而公司客户黏性较强。随着提纯工艺和甜味剂复配工艺进步，甜菊糖纯度和口味有望持续改善，甜菊糖有望逐渐替代其他甜味剂，应用范围将更加广泛。根据 Mordor Intelligence 预测，2023 年甜菊糖全球市场空间约 7.7 亿美元，2028 年市场空间有望达 12.4 亿美元。

表4：甜菊糖苷广泛应用于饮料、乳制品、烘焙食品、调味品等领域

类型	品牌	产品	效果
饮料	可口可乐	芬达	降低蔗糖带来的甜腻感，甜味清爽，延长保质期
	统一	小茗同学冰凝绿茶	
乳制品	新希望	原态酪乳、无蔗糖酸奶	改善产品风味，降低产品热量，促进有益菌繁殖
	天润乳业	无蔗糖酸奶	
烘焙食品	美国 Whole Earth And Sea	巧克力植物蛋白能量棒	增强产品松软、湿润感，延长货架期
	稻香村	稻香村糖醇糕点苦荞南瓜饼	
调味品	李锦记	李锦记味蚝鲜蚝油	提高风味，减少腌制时间，延长保质期，提高合格率，防止脱水，防止褐变反应，避免产品发生着色、发酵等现象
	丘比	丘比香甜味沙拉酱	

资料来源：《甜菊糖苷在食品中的应用及发展趋势分析》王路宽等、开源证券研究所

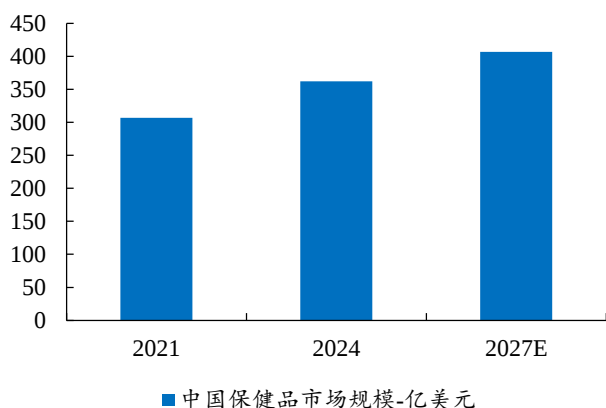
公司甜菊糖具有成本低等优势，有望保持快速增长。公司通过工艺优势，将甜菊糖得率持续提升至 90%以上，高出对手 10%左右，叠加绿原酸副产品贡献，公司甜菊糖成本显著低于竞品。当前公司甜菊糖收入已经突破 2 亿元规模，成为梯队产品中规模较大的单品之一。公司有望通过成本优势继续提升甜菊糖市场份额，甜菊糖业务有望保持较快增长。

3.2、保健品业务初具规模，未来成长可期

保健品市场空间广阔，中小品牌层出不穷。据欧睿数据，2024 年中国保健品市场 362 亿美元，2021-2024 年 CAGR 5.6%；欧睿预测 2027 年中国保健品市场 407 亿美元，2024-2027 年 CAGR 4%，中国保健品市场维持平稳增长。从格局来看，随着直播电商、内容电商等兴起，进一步加快了保健品在电商渠道的快速发展，中小新锐品牌应运而生，近年以五个女博士为代表的面向年轻消费群体的新品牌快速崛起，根据欧睿数据，2017-2024 年保健品 CR30 市占率从 53%降至 44%，长尾公司市占率从 36%提升至 42%。

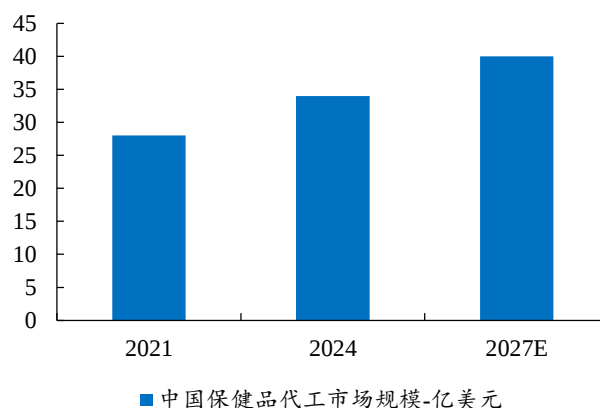
保健品代工市场稳定增长。因为中国保健品市场强监管和较高的政策准入门槛，企业注册或备案一个保健品批文的时间周期长、生产条件要求高，平均需要 3 年左右，中小新锐品牌并不具备生产资质和批文许可，转而向上游寻求优质稳定的代工厂。根据仙乐健康公司公告披露 2024 年中国保健品代工市场 34 亿美元，2021-2024 年 CAGR 6.7%，呈现稳定增长态势，预计至 2027 年保健品代工市场 40 亿美元。

图13：2027 年中国保健品市场规模有望突破 400 亿美元



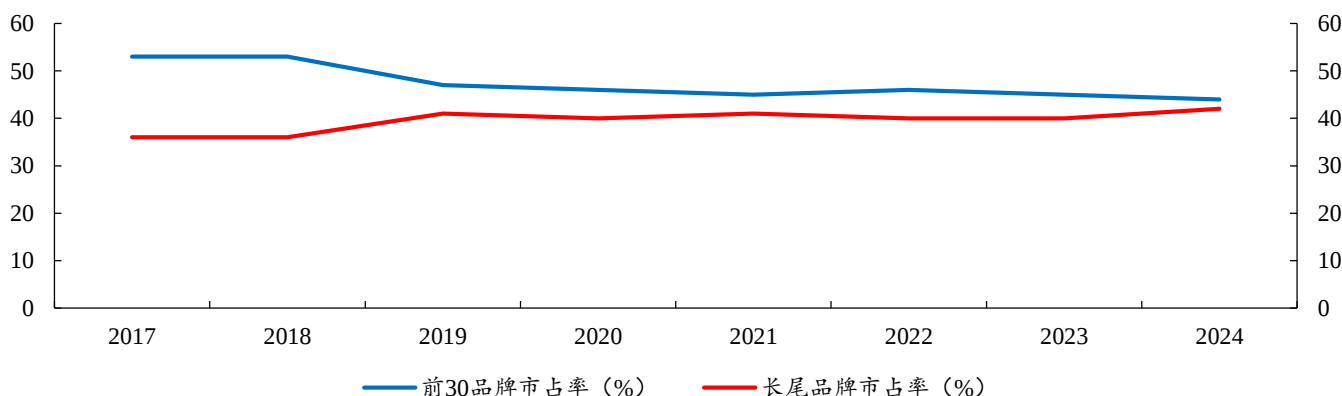
数据来源：仙乐健康公司年报、欧睿、开源证券研究所

图14：2027 年中国保健品代工市场有望突破 40 亿美元



数据来源：仙乐健康公司年报、欧睿、开源证券研究所

图15：中小品牌崛起，C 端保健品品牌集中度趋于下降



数据来源：仙乐健康公司年报、欧睿、开源证券研究所

公司依托原料优势向保健品代工业务拓展，保健品业务规模快速扩大。公司依托优势的叶黄素、番茄红素、水飞蓟、姜黄等优势原料，向下游保健品代工业务延伸，从传统原料制造商向更高附加值的保健品业务拓展。自 2021 年公司保健品收入从 2000 多万元增至 2024 年 1.6 亿元，公司共拥有 7 个保健食品注册批文、54 个保健食品备案凭证，覆盖叶黄素、番茄红素、辅酶 Q10、灵芝孢子粉、维生素系列等日常补充的膳食营养素。公司当前已经注册彩之源、晨光健康、康源晨光等品牌，逐步布局 C 端市场。相对于国内保健品市场或保健品代工市场，公司当前保健品业务仍有加大的增长空间。

表5：公司保健品收入、注册和备案产品数量持续增长

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
保健品业务收入	2000 多万	3000 多万	1.5 亿	1.6 亿
保健品注册数量	6	6	7	7
保健品备案数量	25	26	39	54
新增注册产品	水飞蓟卵磷脂			
新增备案产品	鱼油软胶囊 鱼油、维生素 C、维生素 E、维生素 B、灵芝孢子粉等 辅酶 Q10 等产品 产品			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、卓越管理，原料基地效率提升

战略布局优势种植基地和改善生产工艺，成本优势领先。一般情况下，农产品加工属于典型的周期性行业，上游农产品价格剧烈波动，常常导致下游的加工利润波动被放大，甚至出现长期亏损。而公司通过长期的战略布局和卓越的管理水平，从全球寻找成本更低的原料种植基地、领先的生产工艺，实现稳步的份额提升和增长，奠定了公司在植提业务的长期领导地位。

4.1、吃干榨净、提升工艺，中试平台主力新品研发

领先市场的生产工艺，吃干榨净提升附加值。公司在行业内率先突破辣椒红色素、辣椒精、叶黄素、甜菊糖、番茄红素等产品的关键生产技术。目前公司获得 2 项国家科技进步二等奖，省部级科技进步一等奖等 64 项，授权专利 437 项，公司多项生产工艺和生产设备获得国际和国内领先认证。公司一方面持续优化工艺、提升产品得率。同时公司对原材料吃干榨净，综合利用原料的多种有效成分，开发高附加值的副产品。公司多管齐下，形成领先对手的成本优势。

表6：公司拥有领先的试产工艺，获得国家级、省部级科技奖项，以及多项国际领先、国际先进等科技成果鉴定

项目	内容
国家科技进步二等奖	辣椒天然产物高值化提取分离关键技术与产业化、番茄加工产业化 关键技术创新与应用共两项
省部级科技进步一等奖	中国轻工业联合会与河北省科技进步一等奖等科技进步奖 64 项
国际领先的科技成果鉴定	辣椒天然产物提取分离大型成套生产装备、甜菊糖苷中塑化剂检测 溯源及控制技术研究、番茄提取物中丙酮产生及控制技术研究等 16 项
国际先进的科技成果鉴定	叶黄素工业化生产技术等 13 项
国内领先的科技成果鉴定	红米红工业化生产技术等 14 项

资料来源：公司公告、河北新闻网、开源证券研究所

成熟领先的研发、检测和中试平台，成果转化能力强。历经多年发展，公司已经形成成熟的研发体系，公司一方面同国内知名的科研院所合作，提升科研成果转化能力；一方面通过内部设备升级、工艺改进、应用研究等方式提升效率优势。公司拥有领先的研发、检测和中试平台，帮助公司内部研发人员、行业专家和学者打通产品研发到产业化的转化路径。公司中试平台共有 7 条中试生产线，可以同时满足 5-6 个项目中试，形成实验室小试摸索工艺、小中试、大中试、规模生产、专业化规模生产的五步走模式，从而避免技术和市场不成熟导致盲目投资的风险。

表7：公司拥有领先的中试平台，探索出成熟的五步走模式，避免盲目投资风险

项目	内容
五步走模式	实验室小试摸索工艺，小中试，大中试，规模生产，专业化规模生产
任务和功能	中试中心承担着“一级放大、二级放大”的任务，验证工艺参数、选用设备、测算成本、验证产品品质等功能
7 条中试生产线	油溶色素中试车间、水溶色素中试车间、低温萃取中试车间、产品结晶及色谱分离中试车间、营养及药用提取物中试车间、超临界中试车间、喷雾制剂中试车间
中试线六大组成部分	放大小试线、200 升中试线、500 升中试线、多功能无氧提取中试线，结晶中试线和喷雾制剂线

资料来源：公司官网、开源证券研究所

4.2、全球寻找优质种植基地，赞比亚产区效率提升，缅甸产区试种良好

赞比亚原料产区种植效率持续提升。历经多年发展，公司先后在新疆、云南、印度、赞比亚等全球原材料优势产区建设种植基地。农产品种植是典型的劳动力密集型产业，赞比亚的人力成本优势十分突出。公司在赞比亚拥有两个农场、12 万亩土地，2021 年公司在赞比亚农场试种 3 万亩辣椒、1 万亩万寿菊，2022H1 公司将 2021 年种植的辣椒出售共实现收入 6800 多万元，净利润 1400 多万元，试种期成效显著。2023 年公司在赞比亚共完成 3 万亩辣椒和 3 万亩万寿菊种植。2023 年高峰时期，赞比亚子公司年度收入接近 2 亿元，贡献 5597 万元利润。公司远期规划将建成 30 万亩种植基地，同时随着单产及效率提升，赞比亚种植成本有望持续下降。

缅甸万寿菊成本优势明显，种植面积有望继续扩大。缅甸气候适宜万寿菊种植，人口集中、土地宽裕，亩产高、人力成本低，鲜花收购价格约为国内的一半。2023 年公司启动在缅甸小范围试种万寿菊 22 亩，其中最好的地块亩产鲜花达到 4.5 吨，超过国内万寿菊亩产两倍以上。2024 年公司在在缅甸掸邦成功试种 6000 亩寿菊，平均亩产 1.75 吨。2024 年公司在缅甸设立子公司并筹备建厂，当地政府给与子公司 5 年所得税免税期。2025 年公司将计划扩大种植面积至 3 万亩，随着缅甸种植区持续扩大，公司叶黄素成本有望继续降低。

表8：赞比亚亩产收益逐步提高

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
种植面积	3 万亩辣椒	3 万亩辣椒	3 万亩辣椒	3 万亩辣椒
	1 万亩万寿菊	2 万亩万寿菊	3 万亩万寿菊	3 万亩万寿菊
种植收益（主要是辣椒）	收入约 7005 万元、 净利润 1400 多万元	收入 9755 万元、 净利润 3091 多万元	收入 1.90 亿元、 净利润 5597 万元	收入 1.09 亿元、 净利润 2074 万元
辣椒亩产效益	每亩收入约 2334 元、 每亩净利润约 467 元	每亩收入约 3251 元、 每亩净利润约 1030 元	每亩收入 6333 万元、 每亩净利润 1865 元	每亩收入 3633 元、 每亩净利润约 691 元

资料来源：公司公告、开源证券研究所。注：2024 年赞比亚农场收益有部分确认在 2025 年。

表9：公司赞比亚项目已经完成3万亩辣椒和3万亩万寿菊种植

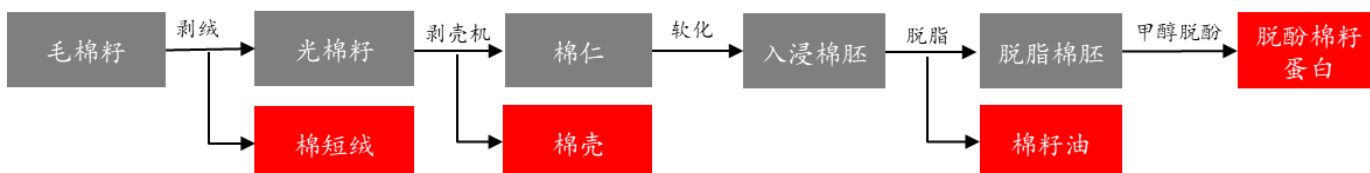
	建设周期	建设地点	投入资本	用地面积	主要产品	建设进度
赞比亚万顷土地开发项目（一期工程）	2018年6月-2021年12月	赞比亚卢萨卡省南部的恰瓦部落	2525万美元	总面积14603.52公顷（规划经土地开发后可利用为耕地的面积约为11万亩）	项目自产辣椒加工年得3000吨红辣素，运回国内进一步加工	2023年已种植3万亩辣椒
赞比亚天然色素项目（二期工程）	2021-2023	赞比亚中央省奇邦博地区	2608.24万美元	6万亩（可灌溉种植面积1270公顷，雨季可种植面积341公顷，可开发土地面积2269公顷）	项目自产万寿菊加工年得749吨叶黄素浸膏，运回国内进一步加工	2023年已种植3万亩万寿菊
赞比亚土地开发及配套设施建设项目（三期工程）	2023年3月-2025年6月	赞比亚中央省奇邦博地区	1500万美元		用于叶黄素萃取	2024年叶黄素萃取线已开始生产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、棉籽蛋白价格企稳回升，棉籽业务有望改善

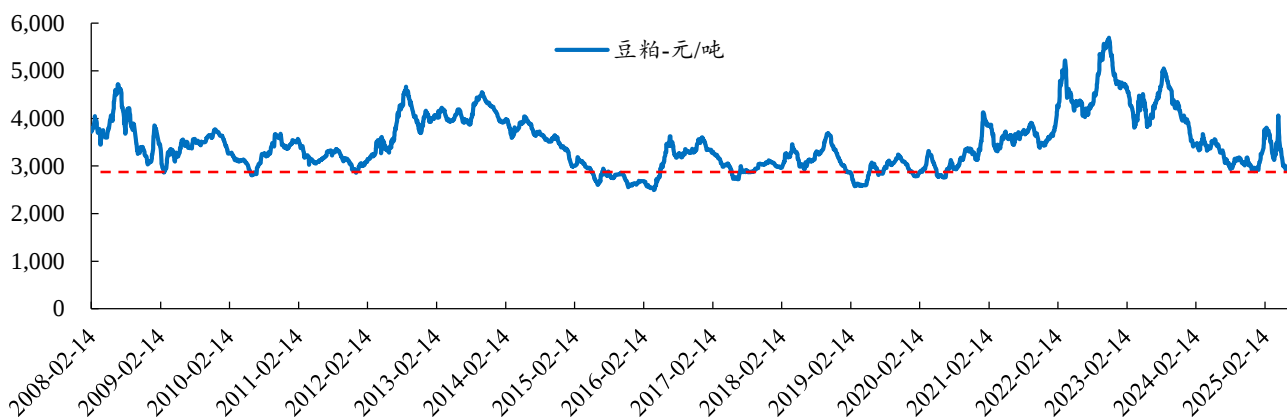
棉籽业务依托主产区优势，吃干榨尽形成四大主要产品。新疆棉花产量约占全国90%，公司依托新疆、河北两大棉花主产区的资源优势，深耕棉籽行业多年，形成110万吨棉籽加工能力。公司棉籽业务延续“吃干榨净”思路，棉籽资源综合利用率高达94%以上。棉籽经过剥绒、脱脂、脱酚等工艺处理，形成棉籽蛋白、棉籽油、棉短绒、棉籽壳等主要棉籽产品，其中棉籽蛋白、棉籽油占公司棉籽业务收入超过50%。公司采用边采购边销售的对锁经营模式，及时锁定加工利润来避免产品价格风险。

棉籽蛋白价格见底企稳。公司将棉籽蛋白经过低温脱酚处理后，棉籽蛋白的蛋白质和氨基酸含量接近豆粕，价格却低于豆粕、性价比更高，是豆粕较好的替代品。棉籽业务拥有稳定的客户资源，目前客户包括现代牧业、光明乳业、海大集团、金龙鱼等知名企业。随着豆粕价格见底企稳，棉籽蛋白价格有望随之企稳，我们认为棉籽业务有望逐步企稳改善。

图16：公司棉籽加工吃干榨尽，形成棉籽蛋白、棉籽油、棉短绒、棉籽壳等产品


资料来源：公司公告、开源证券研究所

图17：豆粕价格接近历史底部，棉籽蛋白价格有望随之企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、关键假设与盈利预测

假设一：植提业务中辣椒红色素加工利润有望改善。2025 年辣椒原材料价格有望下降，带动加工利润改善。

假设二：植提业务中辣椒精销量快速增长。2025 年公司辣椒精使用云南辣椒原料，成本明显低于印度同行，份额有望提升，进而销量快速增长。

假设三：植提业务中甜菊糖快速增长。公司甜菊糖工艺领先，成本优势明显，份额有望提升。

假设四：豆粕价格企稳，棉籽加工业务有望企稳回升。豆粕价格见底企稳，且呈现回升态势，棉籽蛋白价格有望随之改善，带动棉籽加工业务企稳。

预计 2025-2027 年公司收入 71.03、76.21、81.94 亿元，同比增 1.6%、7.3%、7.5%。预计公司植提业务份额提升、加工利润改善，毛利率预计提升。预计公司 2025-2027 年归母净利润 3.59/4.19/5.04 亿元，对应 EPS 0.74/0.87/1.04 元。

表10：预计 2025-2027 年公司收入加速增长

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入-亿元	69.94	71.03	76.21	81.94
YOY	1.8%	1.6%	7.3%	7.5%
毛利率	1.8%	9.9%	10.6%	11.0%
植提业务-亿元	31.29	34.41	38.20	42.78
YOY	8.2%	10.0%	11.0%	12.0%
毛利率	7.6%	17.4%	17.7%	18.0%
棉籽业务-亿元	34.75	32.32	33.29	33.95
YOY	-2.1%	-7.0%	3.0%	2.0%
毛利率	-2.1%	2.2%	3.0%	3.0%
其他业务-亿元	3.91	4.30	4.73	5.20
YOY	-9.7%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6.2、投资建议

我们选取莱茵生物（植提业务）、百龙创园（阿洛酮糖代糖）、仙乐健康（保健品代工业务）为可比公司，公司 PE 估值低于可比公司平均水平。公司是植提行业龙头，公司通过生产优势、卓越管理降低成本。公司主业及梯队产品业务加工利润改善，成本优势下份额有望持续提升。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润 3.59/4.19/5.04 亿元，对应 EPS 0.74/0.87/1.04 元，当前股价对应 19.4/16.7/13.8 倍 PE，倍 PE，我们看好公司份额持续提升、加工利润改善趋势，首次覆盖给予“买入”评级。

表11：公司 PE 估值低于可比公司估值

截止 日期	2025/8/28	总市值 (亿元)	EPS-元				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
605016.SH	百龙创园	87	0.6	0.8	1.1	1.4	35.4	24.6	19.0	14.4
300791.SZ	仙乐健康	78	1.1	1.2	1.5	1.7	24.0	21.2	16.8	14.5
002166.SZ	莱茵生物	61	0.2	0.3	0.4	0.5	37.5	28.8	21.3	16.6
			平均值				32.3	24.8	19.0	15.2
300138.SZ	晨光生物	70	0.19	0.74	0.87	1.04	67.6	19.4	16.7	13.8

数据来源：Wind、开源证券研究所，其中百龙创园、仙乐健康、莱茵生物盈利预测取自 Wind 一致预期。

7、风险提示

食品安全风险。公司下游客户以食品加工、餐饮等场景为主，如果出现安全事故，或导致公司收入不及预期风险。

价格波动风险。公司主要原材料来自上游农产品，农产品价格受天气等多方面因素波动较大，公司为维持份额领先优势或调整产品价格，可能导致利润不及预期。

贸易政策风险。公司辣椒红色素、辣椒精、甜菊糖等产品销往海外包括美国市场，或面临美国调整贸易政策、加征关税等影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6367	6809	5420	7290	6124
现金	1422	1802	1557	1728	1912
应收票据及应收账款	474	458	390	539	482
其他应收款	16	10	42	5	37
预付账款	252	209	421	218	423
存货	3198	3862	2229	4048	2604
其他流动资产	1003	467	781	750	666
非流动资产	2173	2214	2140	2187	2220
长期投资	51	63	62	78	90
固定资产	1396	1547	1462	1463	1460
无形资产	316	346	376	392	409
其他非流动资产	409	258	239	254	261
资产总计	8540	9023	7560	9477	8345
流动负债	3952	4596	3084	4848	3484
短期借款	2599	2304	2315	3874	2682
应付票据及应付账款	80	154	0	176	23
其他流动负债	1274	2138	769	798	779
非流动负债	1055	1272	1023	821	613
长期借款	865	1068	831	626	416
其他非流动负债	190	204	192	195	197
负债合计	5007	5868	4107	5669	4097
少数股东权益	62	45	47	50	53
股本	533	483	483	483	483
资本公积	1022	582	582	582	582
留存收益	2056	2085	2337	2621	2945
归属母公司股东权益	3470	3109	3405	3758	4195
负债和股东权益	8540	9023	7560	9477	8345

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-588	-223	1489	-905	1832
净利润	494	78	361	421	507
折旧摊销	153	167	149	159	173
财务费用	47	72	18	48	34
投资损失	-69	-18	-39	-41	-42
营运资金变动	-1222	-650	985	-1490	1160
其他经营现金流	8	128	15	-2	-1
投资活动现金流	-448	-441	-74	-167	-149
资本支出	189	150	99	185	190
长期投资	-337	-316	1	-16	-12
其他投资现金流	78	24	24	33	53
筹资活动现金流	1297	104	-1661	-224	-371
短期借款	556	-295	11	1559	-1192
长期借款	95	203	-237	-205	-209
普通股增加	0	-50	0	0	0
资本公积增加	-0	-440	0	0	0
其他筹资现金流	646	685	-1435	-1577	1031
现金净增加额	254	-570	-246	-1296	1312

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6872	6994	7103	7621	8194
营业成本	6074	6437	6403	6815	7292
营业税金及附加	17	19	19	20	21
营业费用	61	50	51	55	59
管理费用	155	161	155	157	159
研发费用	97	129	116	113	110
财务费用	47	72	18	48	34
资产减值损失	4	-95	0	0	0
其他收益	51	61	42	46	50
公允价值变动收益	5	-5	-1	-1	-1
投资净收益	69	18	39	41	42
资产处置收益	-1	5	1	2	2
营业利润	548	106	420	498	610
营业外收入	10	39	22	22	23
营业外支出	2	38	13	14	17
利润总额	556	107	429	506	617
所得税	62	29	68	85	109
净利润	494	78	361	421	507
少数股东损益	14	-16	2	3	3
归属母公司净利润	480	94	359	419	504
EBITDA	880	430	700	828	952
EPS(元)	0.99	0.19	0.74	0.87	1.04

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.1	1.8	1.6	7.3	7.5
营业利润(%)	12.6	-80.7	295.7	18.7	22.5
归属于母公司净利润(%)	10.5	-80.4	281.5	16.7	20.5
获利能力					
毛利率(%)	11.6	8.0	9.9	10.6	11.0
净利率(%)	7.0	1.3	5.1	5.5	6.2
ROE(%)	14.0	2.5	10.5	11.1	11.9
ROIC(%)	8.2	2.3	6.7	6.4	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	58.6	65.0	54.3	59.8	49.1
净负债比率(%)	84.3	104.9	57.2	83.1	37.2
流动比率	1.6	1.5	1.8	1.5	1.8
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	17.9	15.3	17.1	16.8	16.4
应付账款周转率	89.7	55.2	83.2	77.4	73.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	0.19	0.74	0.87	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.22	-0.46	3.08	-1.87	3.79
每股净资产(最新摊薄)	7.18	6.44	7.05	7.78	8.68
估值比率					
P/E	14.5	74.2	19.4	16.7	13.8
P/B	2.0	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.3	24.0	12.8	12.3	9.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn