



# 倍加洁 (603059.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## AKK 前景广阔，善恩康业绩高弹性

### 投资逻辑：

受益于新一代益生菌 AKK 业务占比快速提升，盈利能力大幅增强。AKK 菌为第二代益生菌，具备减脂提代谢功能，通过调控 GLP-1 受体抑制食欲，具备高溢价能力，目前在体重管理、代谢健康等领域需求旺盛，下游由斐萃、Wonder lab 等头部品牌推动快速放量。公司通过控股子公司善恩康（持股 52%）布局 AKK 益生菌赛道。善恩康拥有超过 500 株的自主菌种资源库，并持有核心专利菌株 AKK PROBIO。AKK 业务毛利率高达 80% 以上，远高于公司 2025 年平均毛利率 49%，其收入占比已从 2025 年的 13% 提升至 26Q1 的 34%，推动 26Q1 净利率大幅升至 36.6%。随着 AKK 收入占比持续提升，公司整体盈利水平与成长性有望持续优化。

**益生菌业务产能释放叠加新客户放量，善恩康收入有望持续高增。**2024 年行业受微康产能释放冲击影响，善恩康原料菌粉业务承压；2025 年新拓大客户及 AKK 业务驱动业绩快速修复，全年营收增长 91.9%。2026 年 6 月底益生菌原料菌粉产能将从 40 吨大幅提升至 100 吨，有效突破此前产能瓶颈。公司已新开拓 Swisse 等国际大客户，2026 年 AKK 目标收入 5000 万元。随着新产能释放及新客户订单落地，益生菌业务今年下半年有望实现收入和利润加速增长。**传统 ODM 业务为基，外延投资进入收获期，自有品牌贡献长期弹性。**口腔护理与湿巾 ODM 构成公司业务基本盘，受益于牙膏、牙线签等多品类拓展，2025 年口腔护理业务稳健增长 23%。自有品牌虽当前体量较小但增长迅速，2025 年收入 1.2 亿元，26Q1 收入同比增长 41%，亏损同步收窄 39%，有望推动公司从代工模式向品牌模式转型。公司同时持有薇美姿 33.86% 股权，薇美姿主要运营口腔护理品牌舒客，2025 年业绩实现扭亏贡献投资收益 1590 万元。

### 盈利预测、估值和评级

公司 ODM 主业稳健，湿巾业务受益大客户订单持续放量；益生菌业务短期虽有波动，但高毛利 AKK 业务前景广阔，产能扩张和技术壁垒构筑长期成长空间。我们预测，2026/2027/2028 年公司实现营业收入 17.86 亿/20.73 亿/23.98 亿元，同比+16%/+16%/+16%，归母净利润 1.38 亿/1.63 亿/1.93 亿元，同比+20%/+18%/+18%，对应 EPS 为 1.37 元/1.63 元/1.92 元。公司高毛利 AKK 业务占比快速提升，赛道发展空间广阔，给予 2026 年 24 倍 PE，目标价 32.88 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

下游竞争加剧导致客户流失风险；跨境政策不确定性下善恩康业绩不达预期风险；薇美姿经营波动下长期股权投资减值风险。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

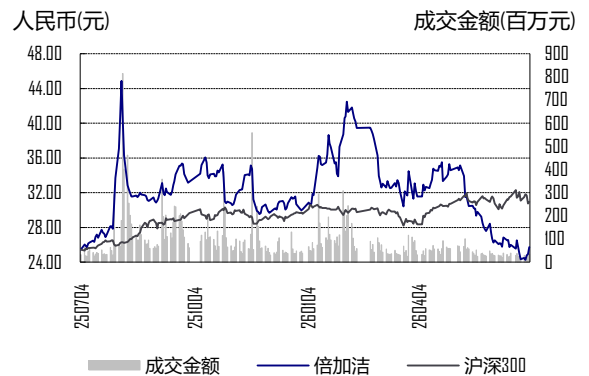
zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：张宝晨

zhangbaochen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.76 元

目标价（人民币）：32.88 元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,299	1,535	1,786	2,073	2,398
营业收入增长率	21.78%	18.20%	16.35%	16.05%	15.66%
归母净利润(百万元)	-77	115	138	163	193
归母净利润增长率	-	-248.47%	20.11%	18.43%	18.32%
摊薄每股收益(元)	-0.770	1.143	1.373	1.626	1.923
每股经营性现金流净额	1.38	2.12	1.63	2.38	2.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	-7.77%	10.46%	11.16%	11.68%	12.14%
P/E	-30.31	26.32	20.73	17.50	14.79
P/B	2.36	2.75	2.31	2.04	1.80

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、个护 ODM 为基，内生+外延双轮驱动.....	4
1.1 个护 ODM 起家，内生+外延双轮驱动.....	4
1.2 个护基本盘稳健，口腔护理多品类拓展.....	7
二、国内 AKK 原料龙头，益生菌打开第二增长曲线.....	8
2.1 新开发大客户驱动增长，对赌业绩目标达成预期高.....	8
2.2 一代益生菌供大于求，二代益生菌崛起.....	10
三、盈利预测与投资建议.....	11
盈利预测.....	11
投资建议及估值.....	13
风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1： 2024 年薇美姿销售费用大幅上升.....	4
图表 2： 2025 年薇美姿盈利改善（单位：百万元）.....	4
图表 3： 善恩康业绩补偿协议对应扣非净利润情况测算（单位：万元）.....	5
图表 4： 善恩康 25 年扭亏，26 年业绩目标达成预期较高.....	5
图表 5： 公司营业收入及同比变动.....	6
图表 6： 公司归母净利润及同比变动.....	6
图表 7： 2025 年高毛利、高成长性新品类带动公司业务结构优化.....	6
图表 8： 分地区收入及同比变动.....	6
图表 9： 分地区收入占比.....	6
图表 10： 倍加洁股权结构.....	7
图表 11： 主要产品营收及同比变动.....	7
图表 12： 分产品收入占比.....	7
图表 13： BOP 色修粒子牙膏打爆带动公司牙膏收入翻倍增长.....	8
图表 14： 善恩康主营业务收入结构.....	8
图表 15： 善恩康主要菌株及产品.....	8
图表 16： 善恩康规模较小（营业收入，百万元）.....	9
图表 17： 善恩康 2025 年收入快速增长.....	9
图表 18： AKK 放量带动善恩康毛利率快速提升.....	9
图表 19： 截止 2025 年善恩康菌粉产量远低于微康.....	9
图表 20： 善恩康扩产谨慎.....	9
图表 21： 中国益生菌原菌粉市场加速扩容.....	10



图表 22: 24 年微康产能释放后菌粉价格大幅下滑.....	10
图表 23: 微康 AKK 生产环节快速跟进, 善恩康在 AKK 潜力应用方向的研究上仍具备领先优势.....	10
图表 24: 善恩康 AKK 菌株运作 AKK 产品的头部品牌中所使用菌株中善恩康占比高 .....	11
图表 25: 分板块盈利预测 .....	12
图表 26: 费用预测 .....	13
图表 27: 可比公司估值比较 (截止 2026 年 7 月 3 日) .....	13



## 一、个护 ODM 为基，内生+外延双轮驱动

### 1.1 个护 ODM 起家，内生+外延双轮驱动

公司以牙刷代工起家，并拓展至湿巾及齿间刷、牙线等口腔护理品类，形成多品类制造能力。2018 年登陆上交所，2024 年收购善恩康 52% 股权，切入益生菌赛道，业务延伸至大健康领域。公司以 ODM 业务为核心，聚焦大客户战略，口腔护理领域合作薇美姿、云南白药、重庆登康、屈臣氏等，湿巾产品供货海外客户 Medline 等。同时，公司积极拓展 OBM 业务，拥有自主品牌倍加洁、HEY PERFECT。

公司多次增资薇美姿，薇美姿为口腔护理产品提供商，旗下运作高知名度品牌舒客、舒客宝贝。2021 年公司通过其全资子公司扬州倍加洁日化和南京法洁，分别以 5500 万元、2.5 亿元投资珠海云舒一期、二期股权投资基金，间接合计持有薇美姿股份 15.67%；2023 年公司再次以现金方式收购 16.4967% 薇美姿股份，交易对价为 4.71 亿元。2024 年 5 月，公司全资子公司南京法洁竞拍取得薇美姿 1.59% 股份，完成后集团合计持有薇美姿 33.86% 股份，再次巩固最大单一股东地位。

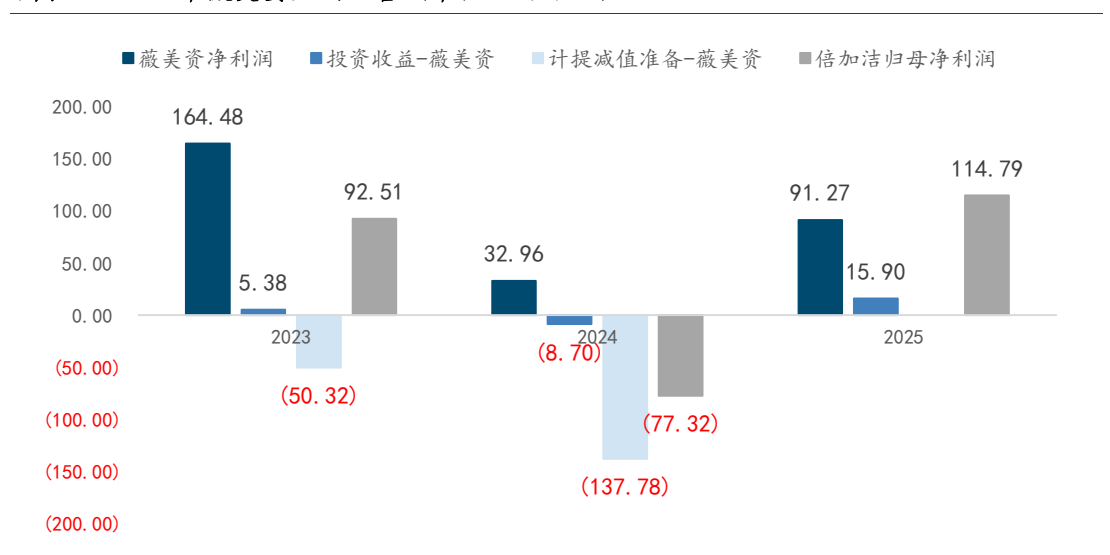
薇美姿 2025 年实现扭亏，投资收益大幅改善。2024 年薇美姿业绩大幅波动，受线下渠道持续收缩影响，公司加大线上转型及品牌投入，拓展抖音等新兴渠道并增加投流费用，2024 年销售费用率大幅提升 11pct 至 55.23%。但由于营销投入未能有效转化为收入高增，2024 年营业收入仅同比增加 13.25%，导致当期业绩承压，2024 年薇美姿净利润大幅下滑 80%，公司对长期股权投资计提减值准备 1.38 亿元，导致报告期归母净利润同比由盈转亏至 -0.77 亿元。2025 年薇美姿经营改善，营收 24.5 亿元同比有所改善，净利润大幅改善至 9127 万元，同比增长 177%，扣除 PPA 摊销后贡献投资收益 1590 万元。

图表1：2024 年薇美姿销售费用大幅上升

单位：万元	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年
营业收入	220,568.64	194,764.58	181,813.14	181,267.82
营业收入增长率	13.25%	7.12%	0.30%	12.15%
净利润	3,296.04	16,408.06	12,589.96	-44,561.76
净利润增长率	-79.91%	30.33%	-128.25%	
毛利率	64.79%	63.54%	62.97%	62.54%
销售费用率	55.23%	44.50%	41.03%	40.05%
销售净利率	1.49%	8.42%	6.92%	-24.58%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2025 年薇美姿盈利改善（单位：百万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

公司持有善恩康 52% 股权，拓展益生菌原料业务。2023 年 11 月公司公告拟收购善恩康 52.0006% 股权，2024 年 4 月公司以 2.1 亿元对价实施收购，交易形成商誉 1.4 亿元。善恩康原实控人承诺 2024-2026 年实现扣非净利润分别不低于 1200 万元、1800 万元、3000



万元，三年累计不低于 6000 万元，2024 年、2025 年分别实现扣非净利润-90.26 万元、2061.55 万元，据此计算 2026 年需实现约 4028.71 万扣非，26Q1 已实现 3300 万元收入，净利润 1212 万元。根据收购协议，若善恩康在业绩承诺期内累计净利润未达 6,000 万元，补偿义务人（原实控人郁雪平、喻扬、李国良）将以股权形式对公司进行补偿。补偿股份比例计算公式为： $(6,000 \text{ 万元} - \text{实际累计净利润}) \div 6,000 \text{ 万元} \times 52.0006\%$ 。目前三人合计持有善恩康 31.9% 股权，若业绩不达预期，上述股权将用于履行补偿义务。

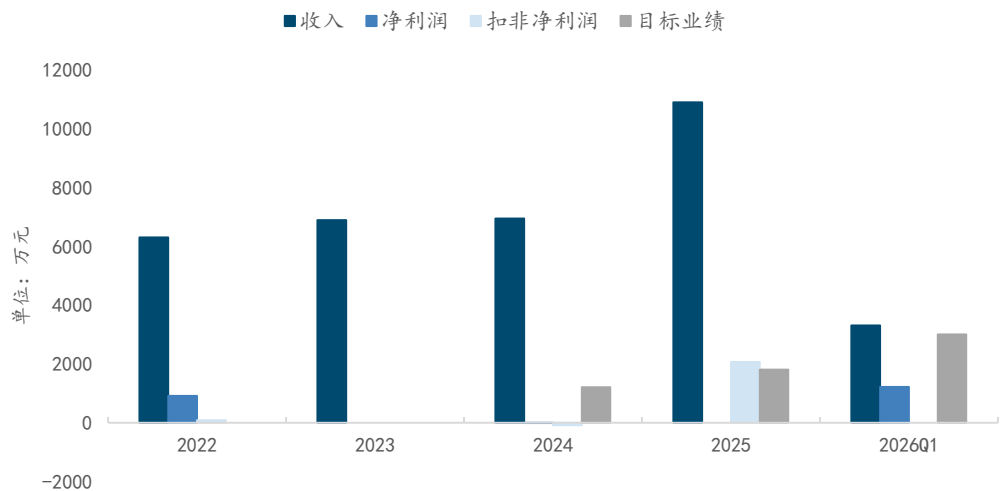
图表3：善恩康业绩补偿协议对应扣非净利润情况测算（单位：万元）

需要业绩补偿股权比例	0%	5%	10%	15%	20%
三年累计实现扣非净利润	6000	5,423.08	4,846.17	4,269.25	3,692.33
前两年累计扣非净利润	1971.29	2024 年	-90.26	2025 年	2061.55
三年累计实现扣非净利润目标	6000				
对应 2026 年需实现扣非	4,028.71	3,451.79	2,874.88	2,297.96	1,721.04

来源：公司公告，国金证券研究所

2024 年善恩康业绩低于目标，主要由于益生菌原料行业供给大幅增加，供大于求导致价格大幅下跌；同时公司高度绑定单一大客户、新客户拓展较慢。2025 年新开发大客户贡献主要增长，高毛利 AKK 业务带动利润改善。2026 年一季度约 28 个客户贡献了善恩康 80% 的营收，其中单季度营收突破 100 万元的客户达 8 家，且 AKK 菌销售收入占比 2026 年一季度大幅提升至 34%，2025 年仅占 12%-13%，一季度仅 AKK 菌销售额达 1670 多万元，带动善恩康净利率大幅提至 36.6%。

图表4：善恩康 25 年扭亏，26 年业绩目标达成预期较高

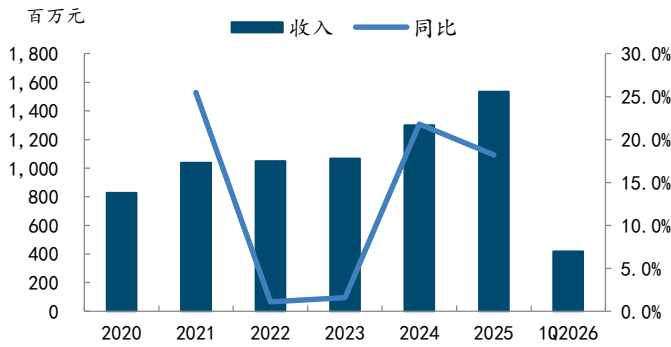


来源：公司年报，国金证券研究所

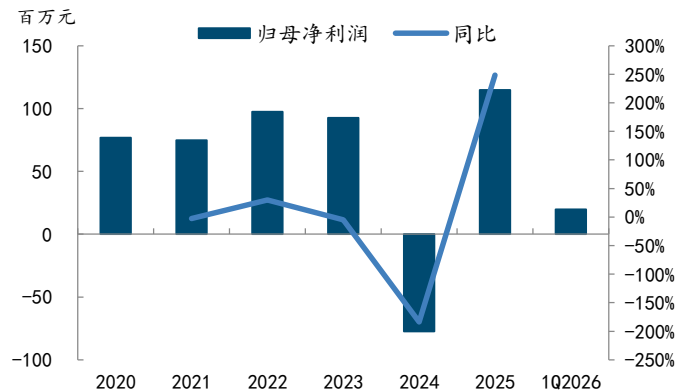
受益于外延收购与新品类拓展，公司自 2024 年以来营收恢复双位数增长，盈利能力于 2025 年明显改善。2024 年受薇美姿经营波动及善恩康业绩不达预期影响，公司分别计提长期股权投资减值 1.38 亿元及商誉减值 3,962 万元，导致归母净利润亏损 7,731.6 万元，同比由盈转亏。2025 年两家被投企业经营状况显著好转，益生菌业务快速放量，公司实现营业收入 15.35 亿元，同比增长 18.20%；归母净利润 1.15 亿元，成功扭亏为盈。



图表5: 公司营业收入及同比变动



图表6: 公司归母净利润及同比变动



来源: 同花顺 iFinD 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD 国金证券研究所

公司主营业务涵盖口腔护理、湿巾与益生菌三大板块, 业务结构持续向高毛利、高成长性新品类优化。2025年, 牙刷类产品实现收入5.12亿元, 占比34%, 其中牙刷为第一大品类, 并积极拓展牙膏、牙线、漱口水等口腔品类; 湿巾类收入3.79亿元, 占比25%; 高毛利益生菌产品收入0.52亿元, 收入占比7%、毛利占比13%。

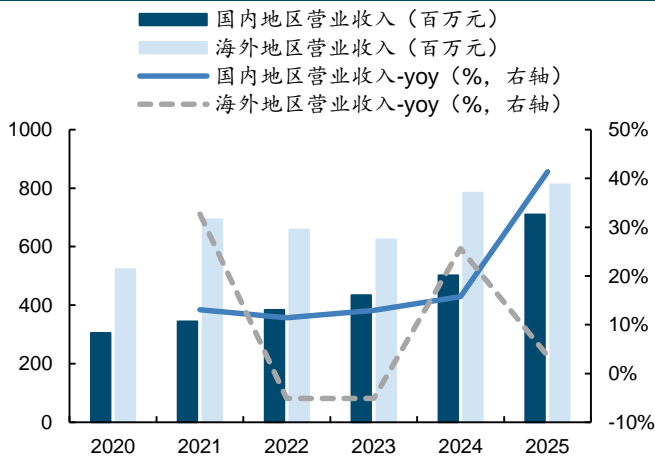
图表7: 2025年高毛利、高成长性新品类带动公司业务结构优化

分类	收入 (亿元)	收入占比	毛利 (亿元)	毛利率
口腔护理产品	10.37	68.09%	2.53	24.40%
牙刷	5.12	33.62%		
牙膏	3.79	24.89%		
其他	1.46	9.59%		
湿巾类产品	3.79	24.89%	0.84	22.16%
益生菌产品	1.07	7.03%	0.52	48.73%

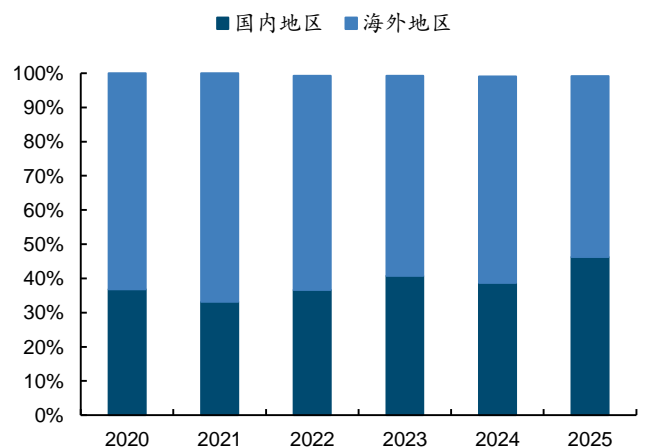
来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司海外占比长期高于国内, 海外代工以湿巾产品为主。2025年公司海外市场主营业务收入为8.12亿元, 占公司主营业务收入53.36%, 欧洲区增长约25%、美洲略增, 去库后需求在不同区域分化修复。公司持续利用ODM产品的销售优势, 充分发挥东南亚、南美洲等地区的市场空间。另外, 公司积极打通自主品牌的海外销售渠道, 开拓海外市场布局。在盈利表现方面, 湿巾作为高毛利产品主要集中在欧美等发达国家, 海外市场的毛利率水平较为稳定, 整体水平高于国内市场。

图表8: 分地区收入及同比变动



图表9: 分地区收入占比



来源: iFinD, 国金证券研究所

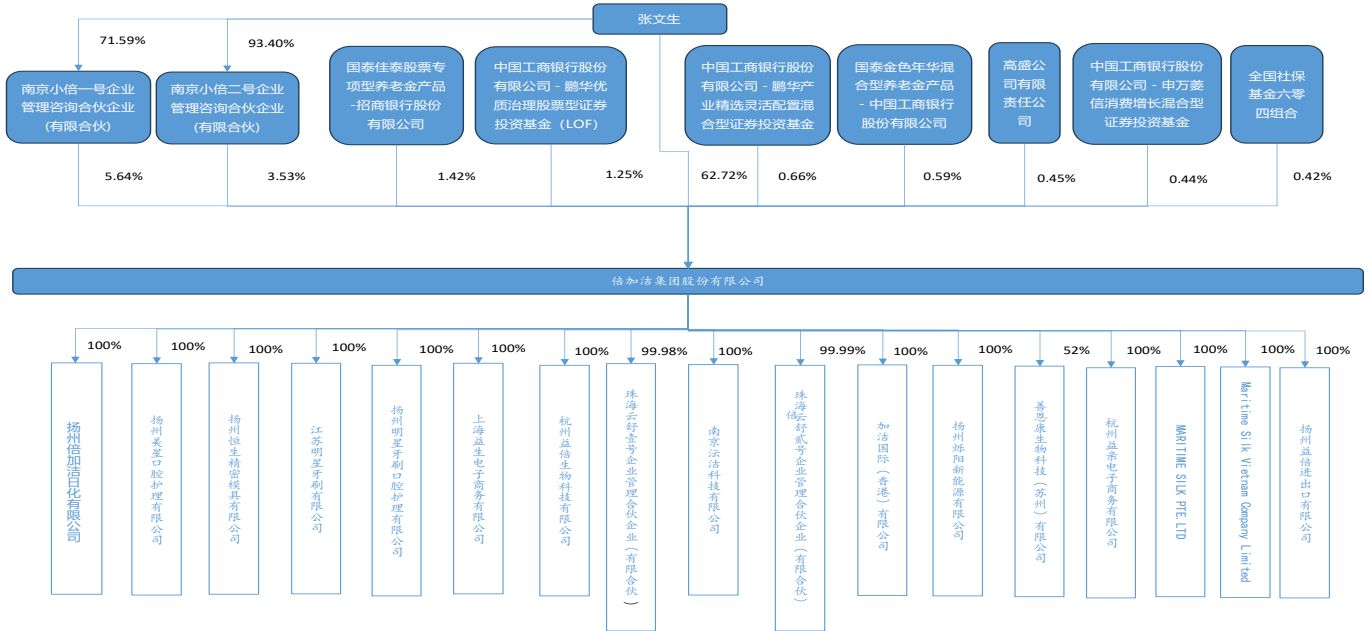
来源: iFinD, 国金证券研究所

截至2026年3月31日公司实际控制人张文生先生直接持股62.72%, 并通过南京小倍一



号企业管理咨询合伙企业(有限合伙)、南京小倍二号企业管理咨询合伙企业(有限合伙)间接持股 9.17%，合计持股占比 71.89%。公司设立多家全资控股子公司，拓展公司生产架构、产能规模和战略布局。

图表10: 倍加洁股权结构



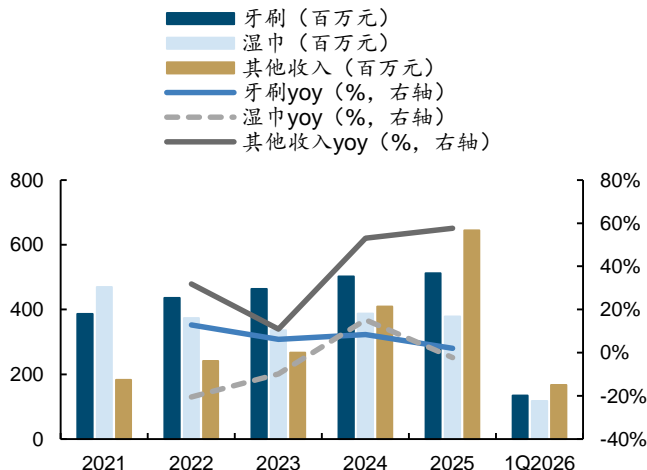
来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

### 1.2 个护基本盘稳健, 口腔护理多品类拓展

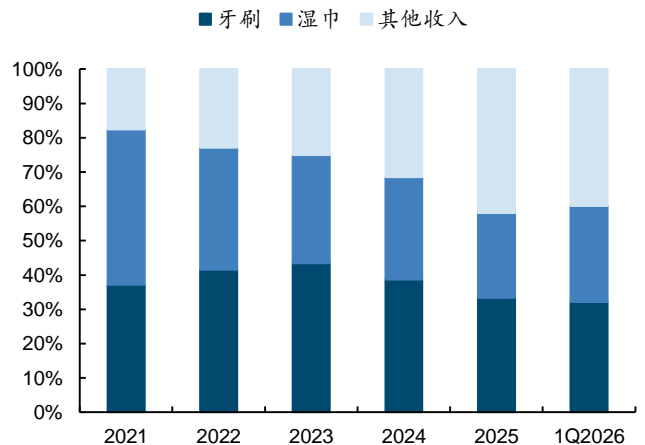
公司个护主要产品专注于牙刷和湿巾, 牙膏、牙线签等新口腔护理品类快速增长。2025 年牙刷、湿巾及其他产品营业收入分别为 5.12 亿元、3.79 亿元、6.44 亿元, 分别同比+1.98%、-2.33%、+57.62%, 牙膏、牙线签等其他品类收入占比大幅提升至 41.96%。牙刷产品和湿巾产品作为公司基本产品收入稳健增长, 2026Q1 牙刷收入同比增长 15%, 湿巾同比增加销售额近 3800 万元。

公司客户结构持续升级, 成功拓展海外大客户, 有效降低对单一客户的依赖。2025 年代工主业增长主要得益于牙膏客户的快速放量, 其中 BOP 大单品色修粒子牙膏带动公司牙膏收入大幅增长, 全年牙膏品类实现营收 3.8 亿元。目前公司牙膏代工核心客户已涵盖薇姿、重庆登康、云南白药等, 与舒适达、舒客及新锐品牌 BOP 等合作持续深化。公司凭借强产品开发能力赋能下游客户, 具备爆品打造经验与基础, 有望持续赋能客户, 提升上游竞争力。

图表11: 主要产品营收及同比变动



图表12: 分产品收入占比



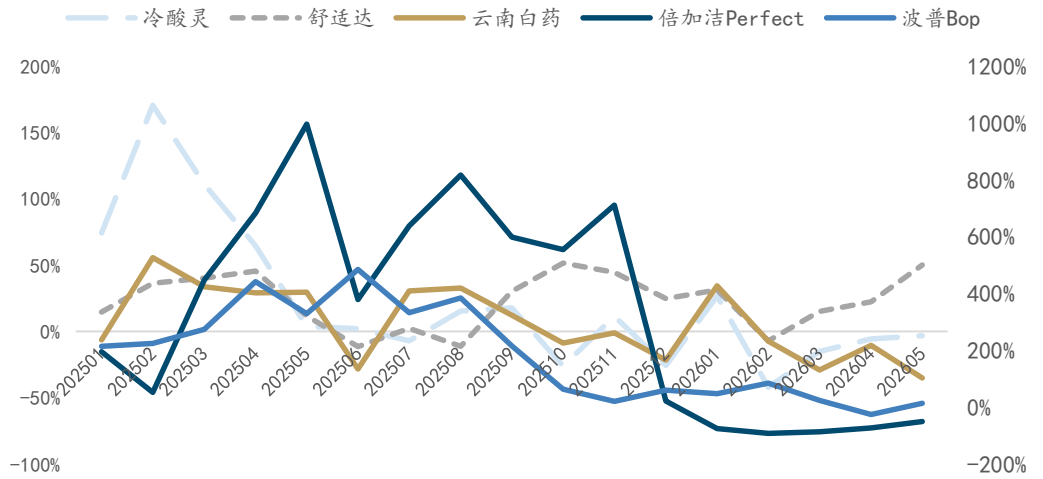


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司自有品牌倍加洁 HEY PERFECT 自 2024 年起启动全面战略升级，聚焦牙膏、牙刷及正畸口腔护理三大品类，产品矩阵持续完善。2025 年自有品牌实现收入 1.2 亿元，2026Q1 实现收入 3900 万元，同比增长 41%，同期亏损约 250 万元，同比大幅减亏 39%。分渠道看，线下渠道 2025 年已实现盈利，2026Q1 实现收入 1670 万元（同比+38%），利润 230 万元（同比+79%）。线上渠道 2026Q1 实现收入 2100 万元（同比+43%），亏损 440 万元（同比减亏 12%），其中拼多多平台在摊销总部费用后已实现盈利。

图表 13: BOP 色修粒子牙膏打爆带动公司牙膏收入翻倍增长



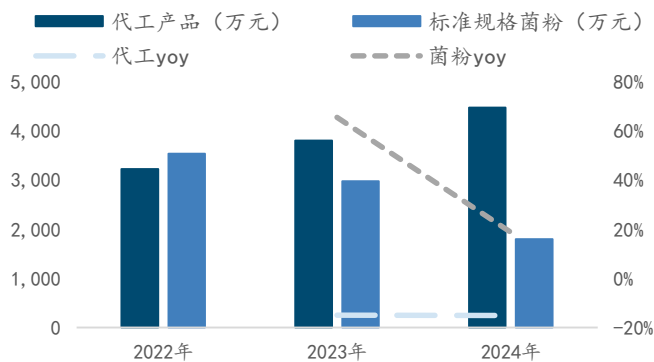
来源：久谦，国金证券研究所

## 二、国内 AKK 原料龙头，益生菌打开第二增长曲线

### 2.1 新开发大客户驱动增长，对赌业绩目标达成预期高

善恩康成立于 2016 年 9 月，专注于微生物益生菌全产业链研发、生产和销售，主营业务覆盖益生菌原料菌粉、益生菌制剂及 OEM/ODM 等，客户覆盖大健康、医药、乳制品、食品饮料、日化等多类企业。产品包括益生菌原料菌粉、AKK 菌、即食型益生菌、固体饮料、特色发酵剂、功能性食品及衍生品，且可提供益生菌 CDMO 服务，为客户提供专利菌株转让、菌株筛选、功能评价、临床实施、工艺优化、产业化生产等一条龙服务。

图表 14: 善恩康主营业务收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15: 善恩康主要菌株及产品

产品系列	核心菌株	产品类型
益生菌原料菌粉	传统益生菌：植物乳植杆菌、鼠李糖乳酪杆菌等 后生元和凝结菌：凝结魏茨曼氏菌 特色菌株：嗜黏蛋白阿克曼氏菌 (AKK 菌)	膳食补充剂、即食型益生菌、特色发酵剂、功能性食品、饮料、乳制品、休闲食品、日化产品等
益生菌 OEM/ODM 代工	凝结魏茨曼氏菌 BC01、植物乳植杆菌 H6、短双歧杆菌 BB05 等	即食益生菌粉、固体饮料、压片糖果、晶球益生菌
益生菌 CDMO	根据客户需求提供专利菌株转让与筛选	为药企、乳企、大健康企业提供菌株筛选、功能评价、临床实施、工艺优化、产业化生产等 CRO/CDMO 服务

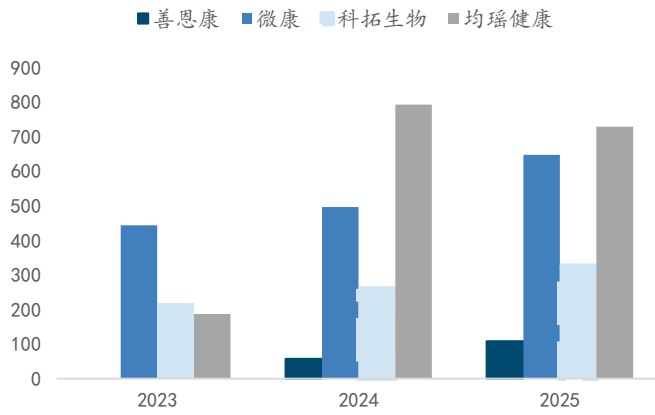
来源：公司年报，国金证券研究所

善恩康 2025 年收入高速增长，AKK 放量带动毛利率显著提升。善恩康收入规模偏小，菌种与微康重合度较高但产能远低于后者，2024 年微康产能释放对善恩康价格形成明显压制，标准菌粉单价下降 21.92%，代工产品单价下降 4.17%，毛利率由 47% 降至 43%。相比之下，科拓高毛益生菌粉业务占比较高，受益于生产效率优化，虽均价下滑 20%，毛利率仍实现微增。参考科拓经验，善恩康持续优化生产效率与成本结构，依托 AKK 菌的高毛

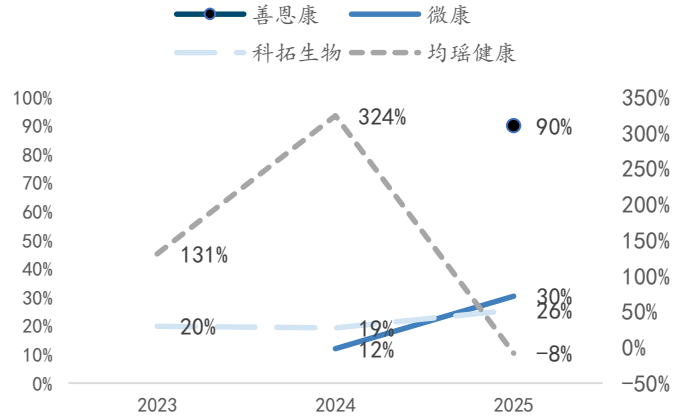


利特性，26Q1 净利率已大幅提升至 36.6%，即便面临竞争加剧价格下行压力，仍具备显著盈利安全边际。

图表16: 善恩康规模较小 (营业收入, 百万元)



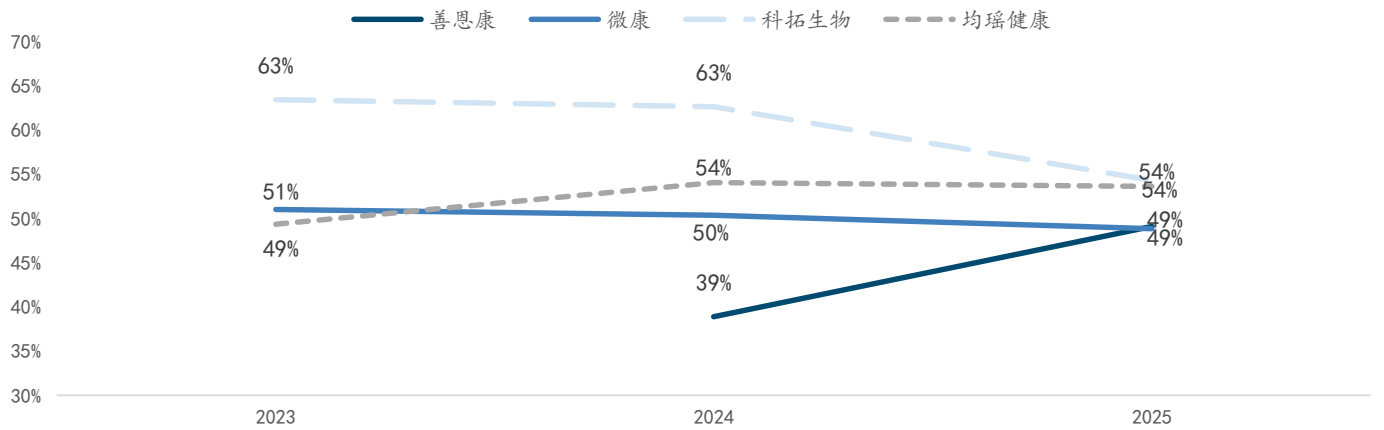
图表17: 善恩康 2025 年收入快速增长



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

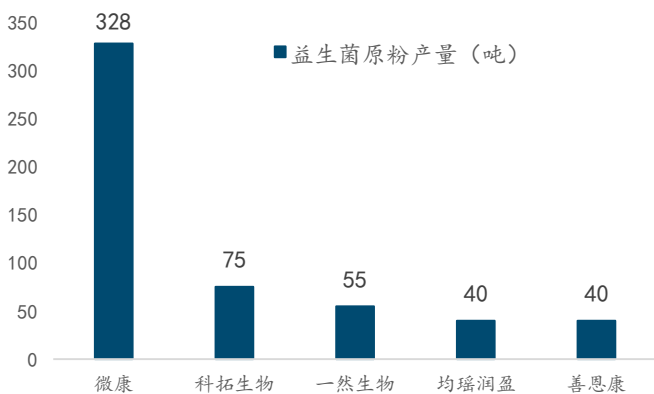
图表18: AKK 放量带动善恩康毛利率快速提升



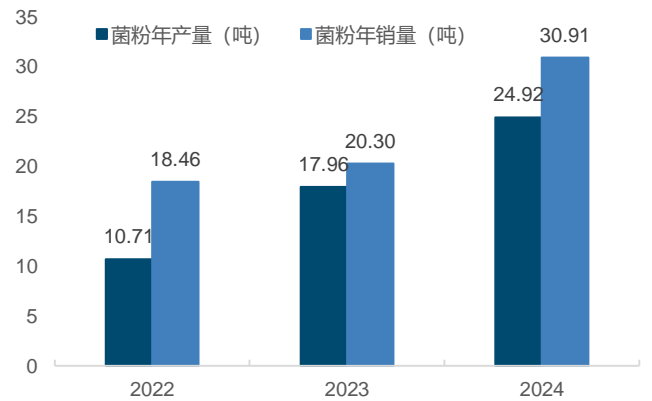
来源: wind, 国金证券研究所

善恩康扩产谨慎，2026 年 6 月底预期扩产原菌粉产能至 100 吨。善恩康全年益生菌产量长期小于销量，2025 年底善恩康原菌粉产能为 40 吨，于下半年启动扩产，预计 2026 年 6 月底产能提升至 100 吨。苏州工厂总体规划原菌粉产能 200 吨、制剂产能 2000 吨，充足产能空间支持后续根据订单需求稳健扩产。

图表19: 截止 2025 年善恩康菌粉产量远低于微康



图表20: 善恩康扩产谨慎



来源: 微康益生菌招股书, 国金证券研究所

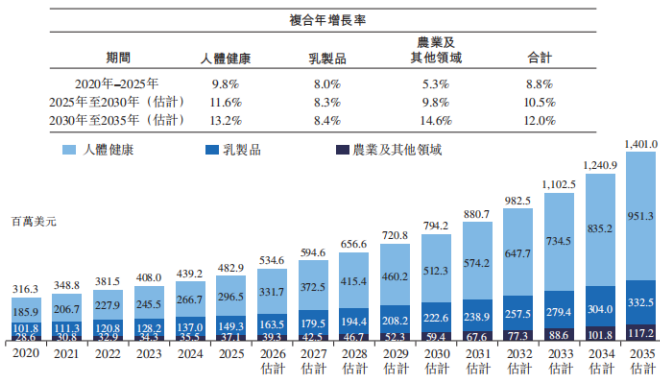
来源: 公司公告, 国金证券研究所



## 2.2 一代益生菌供大于求，二代益生菌崛起

目前一代益生菌供大于求，原菌粉利润大幅压缩。第一代菌株包括乳酸杆菌、双歧杆菌等，涵盖乳制品、膳食补充剂等传统领域，市场需求趋于稳定。据弗若斯特沙利文分析，2025年中国益生菌原菌粉市场中人体健康、乳制品、农业及其他领域规模分别为2.97亿美元、1.49亿美元和0.37亿美元，2020-2025年CAGR分别为9.8%、8.0%和5.3%，且市场将加速扩容，2025-2030年原菌粉整体市场规模CAGR达10.5%。2024年7月微康生物三期工厂投产，新增益生菌原料产能600吨，导致一代益生菌行业原料市场供大于求，微康生物提前将部分万亿专利菌价格由之前的2000-4000元/kg下降到800-1500元/kg，国内原料菌粉价格随之大幅下降，善恩康一代菌粉业务同步承压。

图表21：中国益生菌原菌粉市场加速扩容



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表22：24年微康产能释放后菌粉价格大幅下滑

	科拓食用益生菌制品	善恩康标准规格菌粉
2024年度营收(万元)	23163	3533
2023年度营收(万元)	19167	2975
2024年度销售量(吨)	439	31
2023年度销售量(吨)	291	20
2024年度单价(万元/吨)	53	114
2023年度单价(万元/吨)	66	146
2024年较2023年单价下降比例	-20%	-22%

来源：公司公告，国金证券研究所

二代菌AKK海外研究成熟，降糖减脂差异化功效显著，应用领域潜力广阔。AKK菌全名为嗜粘蛋白阿克曼氏菌(Akkermansia muciniphila)，2004年由荷兰瓦格宁根微生物实验室研究人员从健康成人粪便中分离出来。AKK菌作为第二代菌株具备减脂代谢功能，通过调控GLP-1受体抑制食欲，机制与司美格鲁肽相同，同时能清除肠道垃圾、延缓衰老，较传统益生菌调理肠胃的功效更显著，较注射减肥药更加温和，能够有效保护肠胃健康，功能进阶，具备高溢价能力。其他潜力应用方向包括通过肠脑轴调节情绪和睡眠问题、改善女性多囊、降尿酸、延缓皮肤衰老、增肌等，AKK应用前景广阔。

AKK作为海外成熟成分，在国内起步较晚，主要源于产品进场难、成本高导致供给动力不足，而非研发或生产壁垒。研发端由于海外专利布局形成制约，国内玩家需自研菌株规避侵权。当前欧美对活菌应用同样谨慎，国内保健食品审批周期长，AKK短期内难以进入新资源食品名录，主要通过跨境渠道销售，2025年11月国家卫健委正式受理灭活AKK菌新食品原料申报。2025年9月以来跨境监管趋严，中小品牌在原料溯源与合规成本上面临更大压力，行业出清利好善恩康等头部合规原料商。

图表23：微康AKK生产环节快速跟进，善恩康在AKK潜力应用方向的研究上仍具备领先优势

专利地区	善恩康(几乎均获于2023年)	微康(均获于2024年)
内地	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗疼痛的产品中的应用	一种具有调节血糖血脂功效的嗜粘蛋白阿克曼氏菌Akk11及其应用
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗肿瘤的产品中的应用	一种含有Akk11菌株的促进钙吸收的益生菌剂及其应用
	AKK菌的计数培养基及其应用	一种含有嗜粘蛋白阿克曼氏菌Akk11菌株的改善阿尔茨海默症的益生菌剂及其应用
	一种AKK菌及其产品和应用	一种含有Akk11菌株的缓解高尿酸的益生菌剂及其应用
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗关节炎的产品中的应用	一种含有嗜粘蛋白阿克曼氏菌Akk11菌株的改善高血压的益生菌剂及其应用
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗肠炎的产品中的应用	一种分离纯化嗜粘蛋白阿克曼氏菌的培养基及其应用
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗心血管疾病的產品中的应用	一种嗜粘蛋白阿克曼氏菌的培养基及其应用
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗代谢疾病的产品中的应用	一种嗜粘蛋白阿克曼氏菌和脆弱拟杆菌混合发酵的方法
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗代谢疾病的产品中的应用	一种嗜粘蛋白阿克曼氏菌和两歧双歧杆菌混合发酵的方法
	AKK菌在改善认知功能中的应用	一种嗜粘蛋白阿克曼氏菌的发酵方法
香港	AKK菌在改善认知功能中的应用	
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗肿瘤的产品中的应用	
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗关节炎的产品中的应用	
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗男性生殖损伤的产品中的应用	
	AKK菌在制备预防、治疗和/或辅助治疗肠炎的产品中的应用	



来源：淘宝，抖音，国家知识产权局，Patent Search，国金证券研究所

当前国内 AKK 市场仍处于早期普及阶段，上游玩家的核心壁垒在于与下游品牌营销的契合度。善恩康自主研发的 AKK PROBIO 是全球首个活菌及灭活菌均获美国 Self-Affirmed GRAS 双认证的 AKK 菌株，2026 年 5 月再获全球首个肠道原籍 AKK 菌 NDI 认证，已通过若羽臣、营养工厂等品牌推广建立市场认知，适合新品牌切入；同时公司提供菌株定制与转让服务，适配成熟期头部品牌需求，既有利于严查伪跨境后大陆原料商菌株号的产地问题，同时避免同一菌株大量推广后市场同质化，品牌投流效果不佳的问题。解决同质化导致的投流效率下降问题。目前仙乐健康、Swisse 等已与公司签订独家菌株转让协议，进一步验证模式可行性。

善恩康核心自主菌株在下游头部品牌中渗透率领先，多重认证持续打开海外市场，并通过分层定价体系兼顾盈利与客户拓展。AKK PROBIO 获全球首个肠道原籍 AKK 菌 NDI 认证后，有望拓展北美市场。公司依托 500 余株菌种库，为客户提供定制化开发与转让服务，并为缺乏发酵能力的客户提供代加工，进一步强化客户黏性。定价层面，公司实施分层定价体系：高端 AKK 零售价 9000 元/公斤，大客户按采购量享折扣；中端产品定价 5000-7000 元/公斤，整体 AKK 菌毛利率维持 80%-90% 的高水平。

图表24：善恩康 AKK 菌株运作 AKK 产品的头部品牌中所使用菌株中善恩康占比高

品牌	价格	认证情况			复配	效果数据
		原料商	保藏机构	专利		
纽益倍	239元/30颗 (300亿TFU)	善恩康	CGMCC	国内16项	-	8周体重-0.89kg，体脂-1.06kg，腰围-3.06cm，腰臀比-2.22%
斐萃	1199元/60颗 (1000亿TFU)	微康	CGMCC、DSMZ、ATCC	国内10项	-	12周数字管理-8.78kg，腰腹数据-11.71cm，堆积管理5.87kg，体内堆积率-7.18%
Innerhealth	448元/30颗 (300亿单位)	原研菌	ATCC	全球8项	B420	90天体重-2.27kg，脂肪量-1.37kg，腰围-1.56cm，臀围-2.63cm
Wonderlab (仙乐代工)	699元/30颗 (300亿单位)	善恩康 独家转让		全球30+项	BB18	90天血糖总胆固醇-9%，甘油三酯-16%，低密度蛋白-8%，血糖-7%，胰岛素血-34%，胰岛素抵抗-33%，肝功能ALT-19%，AST-19%，γ-GT-24%。LDH-12%

来源：抖音，天猫，国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 盈利预测

##### (1) 分板块盈利预测

• 口腔护理业务：预计未来三年牙膏、牙线签等新品类将持续增长，牙刷业务保持稳健。公司与舒客合作进一步深化，并持续拓展舒适达等国际一线品牌客户。2025 年口腔护理业务收入同比大幅增长 23%，在高基数下预计整体仍将保持稳健增长。2023-2025 年该业务毛利率稳定在 24%，随着自有品牌逐步放量上量，有望带动毛利率有所提升。预计 26-28 年口腔护理业务收入同比+14%/+15%/+15%，毛利率为 24%/25%/25%。

• 湿巾业务：Medline 等核心大客户合作关系保持稳定。2025 年受大客户采购变动影响，湿巾业务收入同比小幅下降 2%。随着新开发大客户逐步贡献增量，低基数下预计 26-28 年湿巾业务收入分别同比+18%/+15%/+15%，毛利率预计未来三年维持稳定，保持在 22% 的水平。

• 益生菌业务：AKK 产品持续放量，带动公司益生菌业务收入与毛利率同步提升。2024 年受微康产能释放影响，菌粉业务量价承压；2025 年大客户成功拓展驱动业务修复，叠加新 AKK 业务放量，收入与毛利率显著回升，当年 AKK 收入占比约 13%，推动整体毛利率提升至 49%。2026 年新产能投产后，预计将维持较高产能利用率，AKK 收入占比有望提升至



30%-40%，对应收入规模约 5000 万元。26Q1 已实现 3300 万元收入（同比+68%），净利润 1212 万元（同比+324%）。预计 26-28 年益生菌业务收入分别同比+52%/+29%/+24%，毛利率分别为 57%/59%/59%。

• 薇美姿（投资收益）：公司持有薇美姿 33.86% 股权。2025 年薇美姿业绩实现扭亏，收入同比增长 13%，增速与 2024 年持平，净利率大幅优化至 3.66%，实现净利润 9127 万元，扣除 PPA 摊销后为公司贡献投资收益 1590 万元。预计 2026-2028 年薇美姿收入维持 10% 的稳定增长，线上盈利水平小幅优化，利润率分别为 3.7%/3.8%/3.9%，对应净利润分别为 1.01 亿/1.15 亿/1.29 亿元。PPA 摊销方面，26Q1 单季度约 380 万元，预计 2026-2028 年每年维持 1500 万元摊销水平，扣除后对应公司投资收益分别为 1914 万/2359 万/2859 万元。

图表25：分板块盈利预测

收入项目（百万元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,067	1,299	1,523	1,792	2,084	2,430
yoy	-4%	22%	17%	18%	16%	17%
营业成本	819	953	1,135	1,315	1,523	1,767
毛利	279	318	389	474	576	688
毛利率	26%	25%	26%	26%	28%	28%
口腔护理业务						
收入	722	843	1037	1182	1360	1563
yoy	8%	17%	23%	14%	15%	15%
成本	551	652	784	898	1020	1173
毛利	171	191	253	284	340	391
毛利率	24%	23%	24%	24%	25%	25%
湿巾业务						
收入	336	388	379	447	514	591
yoy	-10%	15%	-2%	18%	15%	15%
成本	265	297	295	349	401	461
毛利	72	91	84	98	113	130
毛利率	21%	24%	22%	22%	22%	22%
益生菌业务（善恩康）						
收入		56	107	163	210	259
yoy			93%	52%	29%	24%
成本		35	55	71	87	105
毛利		21	52	92	123	154
毛利率		38%	49%	57%	59%	59%
薇美姿（投资收益）						
收入	1948	2206	2492	2741	3015	3316
yoy	7%	13%	13%	10%	10%	10%
净利率	8.42%	1.49%	3.66%	3.70%	3.80%	3.90%
净利润	164	33	91	101	115	129
投资收益	5.38	-8.70	15.90	19.14	23.59	28.59

来源：公司年报，国金证券研究所

(2)

费用预测

• 销售费用：公司持续拓展海内外大客户，AKK 获 NDI 后将进一步拓展海外客户，有望参考个护客户拓展途径，从依赖单一重要客户经销渠道到自主开发客户。预计公司 2026-2028 年销售费用率分别为 9.0%、9.0%和 8.8%。

• 管理费用：预计 2026-2028 管理费用率分别为 4.3%/4.5%/4.5%。

• 研发费用：公司益生菌 AKK 核心研发基本完成，预计 2026-2028 研发费用率分



别为 3.5%/3.5%/3.5%。

图表26：费用预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	9.98%	6.99%	6.97%	8.21%	9.00%	9.00%	8.80%
管理费用率	3.90%	4.94%	4.80%	3.62%	4.30%	4.50%	4.50%
研发费用率	3.46%	2.74%	3.48%	3.69%	3.50%	3.50%	3.50%

来源：Wind，国金证券研究所

### 投资建议及估值

我们在个护主业选择登康口腔、中顺洁柔、百亚股份、洁雅股份作为可比公司，在益生菌领域选择科拓生物（益生菌业务占比超 50%）、蔚蓝生物（酶制剂、微生态、动物保健品等研发、生产、销售）、华恒生物（生物基产品的研发、生产、销售）、仙乐健康（保健品品牌服务商，善恩康客户）、汤臣倍健（保健品下游品牌商）作为可比公司。基于公司代工主业稳固且向牙膏、湿巾等多品类拓展，薇美姿盈利改善外延投资进入收获期，高毛利 AKK 业务占比快速提升，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 1.38 亿/1.63 亿/1.93 亿元，对应 EPS 为 1.37 元/1.63 元/1.92 元，给予公司 2026 年 24 倍估值，对应目标价 32.88 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表27：可比公司估值比较（截止 2026 年 7 月 3 日）

代码	名称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>个护业务</b>								
001328.SZ	登康口腔	27.19	1.3	1.58	1.96	20.92	17.21	13.87
002511.SZ	中顺洁柔	6.96	0.35	0.43	0.52	19.87	16.11	13.38
003006.SZ	百亚股份	14.92	0.92	1.23	1.61	16.22	12.13	9.27
301108.SZ	洁雅股份	23.77	0.74	1.06	1.35	32.30	22.43	17.64
<b>平均值</b>						<b>22.32</b>	<b>16.97</b>	<b>13.54</b>
<b>益生菌业务</b>								
300858.SZ	科拓生物	15.36	0.41	0.55	0.81	37.30	27.72	19.05
300791.SZ	仙乐健康	16.33	1.15	1.46	1.76	14.24	11.21	9.26
300146.SZ	汤臣倍健	9.35	0.45	0.49	0.55	21.00	18.90	17.12
603739.SH	蔚蓝生物	12.35	0.35	0.37	0.39	35.64	33.25	31.52
688639.SH	华恒生物	16.66	1.09	1.47	1.88	15.33	11.30	8.87
<b>平均值</b>						<b>24.70</b>	<b>20.48</b>	<b>17.16</b>
603059.SH	倍加洁	25.78	1.37	1.63	1.92	20.73	17.50	14.79

来源：Wind，国金证券研究所；股价为 2026 年 7 月 3 日收盘价，登康口腔、百亚股份采用国金预测，其他均采用 wind 一致预测。

### 风险提示

- 1、下游竞争加剧导致客户流失风险。薇美姿核心品牌舒客与公司主要代工客户存在直接竞争关系。公司在深化与舒客合作的同时，可能面临其他大客户的部分订单流失，进而影响代工业务稳定性。
- 2、跨境政策不确定性下善恩康业绩不达预期风险。当前直播电商及小红书等平台虽未直接限制跨境产品，但整体广告监管趋严，未来存在收紧可能。若下游 AKK 品牌营销受限，终端放量速度将放缓，进而传导至上游原料端，影响善恩康业绩，并可能触发商誉减值。
- 3、薇美姿经营波动下长期股权投资减值风险。2025 年薇美姿贡献收益中政府补贴占比较高，该收入具有高度不确定性。公司仅作为参股方不参与日常经营，业绩可预见性较低。若薇美姿 2026 年利润未能维持增长，公司可能再次计提较大金额的长期股权投资减值，对当期利润产生显著冲击。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,067</b>	<b>1,299</b>	<b>1,535</b>	<b>1,786</b>	<b>2,073</b>	<b>2,398</b>
增长率		21.8%	18.2%	16.4%	16.0%	15.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-819</b>	<b>-988</b>	<b>-1,140</b>	<b>-1,314</b>	<b>-1,520</b>	<b>-1,760</b>
%销售收入	76.8%	76.1%	74.2%	73.5%	73.3%	73.4%
<b>毛利</b>	<b>247</b>	<b>311</b>	<b>395</b>	<b>473</b>	<b>553</b>	<b>638</b>
%销售收入	23.2%	23.9%	25.8%	26.5%	26.7%	26.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-75</b>	<b>-91</b>	<b>-126</b>	<b>-161</b>	<b>-187</b>	<b>-211</b>
%销售收入	7.0%	7.0%	8.2%	9.0%	9.0%	8.8%
<b>管理费用</b>	<b>-53</b>	<b>-62</b>	<b>-56</b>	<b>-77</b>	<b>-93</b>	<b>-108</b>
%销售收入	4.9%	4.8%	3.6%	4.3%	4.5%	4.5%
<b>研发费用</b>	<b>-29</b>	<b>-45</b>	<b>-57</b>	<b>-63</b>	<b>-73</b>	<b>-84</b>
%销售收入	2.7%	3.5%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>82</b>	<b>101</b>	<b>145</b>	<b>158</b>	<b>184</b>	<b>216</b>
%销售收入	7.7%	7.8%	9.5%	8.9%	8.9%	9.0%
<b>财务费用</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>
%销售收入	0.7%	0.8%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-56</b>	<b>-184</b>	<b>-14</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>53</b>	<b>20</b>	<b>-19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>39</b>
%税前利润	11.3%	-4.3%	22.4%	17.5%	16.8%	16.3%
<b>营业利润</b>	<b>85</b>	<b>-65</b>	<b>132</b>	<b>167</b>	<b>200</b>	<b>237</b>
营业利润率	7.9%	n.a	8.6%	9.3%	9.6%	9.9%
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>85</b>	<b>-65</b>	<b>132</b>	<b>167</b>	<b>200</b>	<b>237</b>
利润率	8.0%	n.a	8.6%	9.3%	9.6%	9.9%
<b>所得税</b>	<b>8</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>
所得税率	-9.1%	n.a	6.9%	11.0%	11.0%	11.0%
<b>净利润</b>	<b>93</b>	<b>-78</b>	<b>123</b>	<b>148</b>	<b>178</b>	<b>211</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>93</b>	<b>-77</b>	<b>115</b>	<b>138</b>	<b>163</b>	<b>193</b>
净利率	8.7%	n.a	7.5%	7.7%	7.9%	8.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>93</b>	<b>-78</b>	<b>123</b>	<b>148</b>	<b>178</b>	<b>211</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
<b>非现金支出</b>	<b>137</b>	<b>273</b>	<b>105</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>120</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-67</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>-27</b>	<b>-15</b>	<b>-21</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-8</b>	<b>-54</b>	<b>-17</b>	<b>-48</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>155</b>	<b>139</b>	<b>213</b>	<b>164</b>	<b>239</b>	<b>279</b>
<b>资本开支</b>	<b>-33</b>	<b>-62</b>	<b>-89</b>	<b>-50</b>	<b>-219</b>	<b>-219</b>
<b>投资</b>	<b>-463</b>	<b>-125</b>	<b>-41</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>39</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-495</b>	<b>-184</b>	<b>-124</b>	<b>-20</b>	<b>-185</b>	<b>-180</b>
<b>股权募资</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>292</b>	<b>88</b>	<b>-18</b>	<b>-95</b>	<b>-8</b>	<b>-52</b>
<b>其他</b>	<b>-27</b>	<b>-37</b>	<b>-25</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>274</b>	<b>52</b>	<b>-43</b>	<b>-113</b>	<b>-27</b>	<b>-70</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-67</b>	<b>7</b>	<b>47</b>	<b>30</b>	<b>27</b>	<b>29</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>货币资金</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>117</b>	<b>141</b>	<b>163</b>	<b>188</b>
<b>应收款项</b>	<b>205</b>	<b>259</b>	<b>277</b>	<b>308</b>	<b>358</b>	<b>414</b>
<b>存货</b>	<b>160</b>	<b>175</b>	<b>202</b>	<b>212</b>	<b>245</b>	<b>284</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>35</b>	<b>93</b>	<b>122</b>	<b>67</b>	<b>69</b>	<b>72</b>
<b>流动资产</b>	<b>469</b>	<b>599</b>	<b>718</b>	<b>728</b>	<b>835</b>	<b>957</b>
%总资产	23.3%	27.9%	30.9%	31.3%	32.8%	34.5%
<b>长期投资</b>	<b>984</b>	<b>879</b>	<b>893</b>	<b>893</b>	<b>893</b>	<b>893</b>
<b>固定资产</b>	<b>458</b>	<b>532</b>	<b>519</b>	<b>544</b>	<b>556</b>	<b>556</b>
%总资产	22.7%	24.8%	22.4%	23.4%	21.8%	20.1%
<b>无形资产</b>	<b>51</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>135</b>	<b>241</b>	<b>342</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,546</b>	<b>1,544</b>	<b>1,603</b>	<b>1,597</b>	<b>1,713</b>	<b>1,813</b>
%总资产	76.7%	72.1%	69.1%	68.7%	67.2%	65.5%
<b>资产总计</b>	<b>2,015</b>	<b>2,143</b>	<b>2,320</b>	<b>2,324</b>	<b>2,548</b>	<b>2,770</b>
<b>短期借款</b>	<b>347</b>	<b>482</b>	<b>470</b>	<b>540</b>	<b>533</b>	<b>481</b>
<b>应付款项</b>	<b>242</b>	<b>274</b>	<b>321</b>	<b>309</b>	<b>358</b>	<b>414</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>70</b>	<b>67</b>	<b>77</b>	<b>87</b>
<b>流动负债</b>	<b>640</b>	<b>815</b>	<b>862</b>	<b>917</b>	<b>968</b>	<b>982</b>
<b>长期贷款</b>	<b>86</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>40</b>	<b>193</b>	<b>216</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>8</b>
<b>负债</b>	<b>766</b>	<b>1,079</b>	<b>1,146</b>	<b>1,001</b>	<b>1,048</b>	<b>1,058</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,249</b>	<b>995</b>	<b>1,097</b>	<b>1,235</b>	<b>1,398</b>	<b>1,592</b>
其中：股本	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
未分配利润	<b>579</b>	<b>477</b>	<b>583</b>	<b>721</b>	<b>885</b>	<b>1,078</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>102</b>	<b>120</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,015</b>	<b>2,143</b>	<b>2,320</b>	<b>2,324</b>	<b>2,548</b>	<b>2,770</b>

**比率分析**

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.921	-0.770	1.143	1.373	1.626	1.923
每股净资产	12.435	9.905	10.923	12.296	13.922	15.845
每股经营现金净流	1.538	1.383	2.123	1.631	2.382	2.778
每股股利	0.200	0.000	0.080	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.41%	-7.77%	10.46%	11.16%	11.68%	12.14%
总资产收益率	4.59%	-3.61%	4.95%	5.93%	6.41%	6.98%
投入资本收益率	5.29%	7.36%	7.77%	7.30%	7.80%	8.49%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.58%	21.78%	18.20%	16.35%	16.05%	15.66%
EBIT 增长率	29.98%	22.96%	43.31%	9.02%	16.23%	17.09%
净利润增长率	-4.93%	-183.57%	-248.47%	20.11%	18.43%	18.32%
总资产增长率	27.05%	6.36%	8.27%	0.15%	9.63%	8.71%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	58.9	62.0	61.6	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	67.9	61.8	60.4	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	56.7	60.0	64.3	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	156.0	139.8	116.6	103.3	89.4	75.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	27.68%	39.39%	31.70%	31.67%	25.92%	18.21%
EBIT 利息保障倍数	11.1	10.3	7.7	9.7	10.6	13.4
资产负债率	38.01%	50.36%	49.40%	43.09%	41.11%	38.21%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	5	7	15
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究