

嘉必优 (688089)

一主两翼，技术立命

买入 (首次)

2025 年 09 月 18 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	443.80	555.59	700.02	823.36	942.93
同比 (%)	2.39	25.19	26.00	17.62	14.52
归母净利润 (百万元)	91.37	124.21	175.82	212.80	255.02
同比 (%)	41.95	35.94	41.55	21.04	19.84
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.54	0.74	1.04	1.26	1.52
P/E (现价&最新摊薄)	49.20	36.19	25.57	21.13	17.63

投资要点

- **多元布局，向新而生：**嘉必优成立于 2004 年，公司率先实现了花生四烯酸 (ARA)、二十二碳六烯酸 (DHA)、SA 晶体及 β -胡萝卜素 (BC) 等多个产品的产业化，产品广泛应用于人类营养 (一主)、动物营养及个人护理 (两翼) 领域，现已与嘉吉、达能、贝因美、伊利、飞鹤、君乐宝等全球知名营养品与乳品企业建立了长期合作关系，产品出口至 30 多个国家和地区。
- **双轮驱动，技术领先：**(1) ARA 是促进婴幼儿大脑和神经系统的发育的关键脂肪酸，2015-2021 年全球/中国 ARA 市场规模 CAGR 分别为 6%/10%。嘉必优凭借先发及质量优势，2021 年于全球/国内 ARA 领域市占率分别为 13.5%/50%+，随着帝斯曼 ARA 专利自 2023 年起陆续到期，公司有望加快海外扩张节奏，进一步提升份额。(2) DHA 同样是神经系统发育的核心营养素，可预防神经性疾病和心血管疾病，2020-2023 年全球藻油 DHA/中国藻油 DHA 市场规模 CAGR 分别 12%/18%，嘉必优于国内藻油 DHA 市场占有率位列前三。
- **内外并进，需求上行：**(1) 国内市场：嘉必优具备显著先发优势、且产品质量卓越，有望受益于本轮国标切换，ARA/DHA 下游需求走强。1996 年美国开启 ARA 产业化，嘉必优前身烯王生物紧跟海外龙头步伐，2003 年建成国内第一家 ARA 产业基地，同年第一款添加 ARA 和 DHA 的婴幼儿奶粉面世，身位领先。同时公司产品质量卓越，获得多国家标准认可。相较于 2010 年旧版国标，新国标在营养成分方面提出了更高要求：DHA 首次被纳入强制添加范畴，明确设置最低添加量 ($\geq 3.6\text{mg}/100\text{kJ}$)，并将其与 ARA 的添加比例限定为不低于 1:1，同时两者的上限值亦同步提升，为 ARA/DHA 营养素的应用打开空间，我们认为公司作为行业龙头有望充分受益。(2) 海外市场：帝斯曼专利到期，新客户开拓在途。在保障产品质量的前提下，公司 ARA 价格较帝斯曼更为便宜，同时支持灵活排产、不设排他条款，具备显著竞争优势。2023 年开始，帝斯曼在全球范围内的 ARA 专利陆续到期，公司现已进入雀巢、达能等国际龙头供应体系，2024 年境外收入达 2.08 亿元，同比增长 26.4%，增速超过境内业务 (+23.4%)。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 7.00/8.23/9.43 亿元，同比增速分别为 26%/18%/15%；2025-2027 年公司归母净利润为 1.76/2.13/2.55 亿元，同比增速为 42%/21%/20%。对应 2025-2026 年 PE 为 25.57x、21.13x，考虑到后续增长动能充足，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争的风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.07
一年最低/最高价	14.16/31.13
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	4,387.82
总市值(百万元)	4,387.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.66
资产负债率(% ,LF)	11.01
总股本(百万股)	168.31
流通 A 股(百万股)	168.31

相关研究

内容目录

1. 一主两翼，技术立命	4
1.1. 多元布局，向新而生	4
1.2. 股权集中，结构稳定	5
1.3. 营收稳健，提速可期	7
2. 双轮驱动，技术领先	10
2.1. ARA 市场稳步扩容	10
2.2. 藻油 DHA 加速渗透	11
3. 内外并进，需求迎结构性提升	14
3.1. 国内市场：先发优势，质量卓越；国标切换，需求走强	14
3.2. 海外市场：帝斯曼专利到期，新客户开拓在途	16
3.3. 产能持续扩张，夯实供应基础	18
4. 盈利预测与投资评级	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 估值与投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	嘉必优产品结构.....	4
图 2:	嘉必优历史复盘.....	5
图 3:	股权结构(截至 2025Q1).....	6
图 4:	管理层背景 (截至 2025Q1)	6
图 5:	2013-2024 年公司营业收入、归母净利润及增速	7
图 6:	2021-2024 年公司各产品占比	8
图 7:	公司核心产品 2021-2024 年营收 CAGR 对比	8
图 8:	2021-2024 年公司各品类收入占比	8
图 9:	2019 与 2024 年公司分地区收入占比对比.....	8
图 10:	2019-2024 年核心产品毛利率和整体毛利率	9
图 11:	2019-2024 年公司境外和境内毛利率	10
图 12:	2018-2024 年公司费用率	10
图 13:	ARA 功能示意图	10
图 14:	2015-2021 年全球 ARA 市场规模及增速.....	11
图 15:	2015-2021 年中国 ARA 市场规模及增速.....	11
图 16:	公司 ARA 行业主要竞争对手	11
图 17:	鱼油 DHA 与藻油 DHA 的对比	12
图 18:	2018-2022 年藻油 DHA 与鱼油 DHA 市场占比变化.....	12
图 19:	2020-2027 年藻油 DHA 全球市场规模.....	13
图 20:	2020-2027 年藻油 DHA 中国市场规模.....	13
图 21:	2023 年藻油 DHA 国内市场份额	13
图 22:	藻油 DHA 各企业对比	14
图 23:	公司率先实现 ARA 产业化	14
图 24:	公司 ARA 产品核心指标与国内外标准对比	15
图 25:	公司 DHA 产品核心指标与国内外标准对比	15
图 26:	新国标提高 ARA/DHA 添加量	16
图 27:	嘉必优与帝斯曼达成协议的主要内容.....	16
图 28:	嘉必优相比帝斯曼更具优势.....	17
图 29:	嘉必优在帝斯曼专利到期后已落成及推进中的海外客户.....	17
图 30:	2019-2024 年境外收入及增速	18
图 31:	2020-2024 年境内境外收入增速对比	18
图 32:	公司上市后扩产项目	18
图 33:	2020-2024 年 ARA 产能	19
图 34:	2020-2024 年 DHA 产能.....	19
表 1:	公司营收测算汇总 (百万元)	20
表 2:	可比公司估值对比 (估值日 2025/9/17)	20

1. 一主两翼，技术立命

1.1. 多元布局，向新而生

嘉必优成立于2004年，公司率先实现了花生四烯酸(ARA)、二十二碳六烯酸(DHA)、SA晶体及β-胡萝卜素(BC)等多个产品的产业化，产品现已广泛应用于人类营养(一主)、动物营养及个人护理(两翼)领域，出口至30多个国家和地区，与嘉吉、达能、贝因美、伊利、飞鹤、君乐宝等全球知名营养品与乳品企业建立了长期合作关系：

- (1) 拳头产品 ARA 利于婴幼儿大脑与神经系统的发育，广泛应用于婴配奶粉和运动营养品中，2024 年收入占比约 70.2%；
- (2) 藻油 DHA 促进婴幼儿大脑及视网膜发育，同时能够维养心脑血管健康、延缓认知退化，已于保健品等成人健康领域取得应用，2024 年收入占比为 19.6%；
- (3) SA 晶体能够帮助提升自身免疫、减缓皮肤衰老，常应用于美妆抗老化产品，与欧莱雅等客户展开深入合作，2024 年收入占比约为 3.0%；
- (4) β-胡萝卜素能够帮助消费者补充维生素 A，目前以海外市场销售为主；新品 2'-FL 则更聚焦在婴幼儿肠道健康领域，仍处商业化初期。

图1：嘉必优产品结构

产品矩阵	ARA	藻油 DHA	SA(燕窝酸)	β-胡萝卜素	2'-FL
学名	花生四烯酸	二十二碳六烯酸	N-乙酰神经氨酸	β-胡萝卜素	岩藻糖基乳糖
产业化时间	2003 年	2012 年	2017 年	2013 年	2024 年
产品图片					
应用领域	婴幼儿配方食品 健康食品 动物营养	婴幼儿配方食品 膳食营养补充剂 动物营养	健康食品 化妆品 生物制药	食品营养强化剂 天然着色剂	婴幼儿配方食品
2024 年收入(亿元)	3.90	1.09	0.16	-	-
2024 年收入占比	70.2%	19.6%	3.0%	-	-
2021-24 年 CAGR	20.7%	24.4%	-33.4%	-	-
2024 年毛利率	44.10%	50.8%	69.3%	-	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

砥砺前行二十余载，嘉必优已成为国内营养素原料龙头之一，2021 年 ARA 于全球/中国市场市占率已达 13.5%/50%+，藻油 DHA 于全球/中国市场占率为 12%/9.7%。复盘历史，公司发展大致可划分为四个阶段：

(1)2004–2011 年：ARA 领军，技术立命。1999 年烯王生物成立，2003 年投资兴建中国第一家微生物油脂工厂。2004 年烯王生物与嘉吉共同成立合资公司嘉吉烯王。成立

初期，公司不断升级改造微胶囊车间，建立起符合国际标准的“发酵-提炼-微胶囊”产线。2011 年嘉吉烯王正式更名为嘉必优。

(2)2012-2020 年：延展品类，多极发展。①DHA：2012 年武汉烯王以双鞭甲藻和裂殖壶菌 DHA 菌种以及初始技术增资嘉必优，受益于此，公司成功推进藻油 DHA 的产业化；②β胡萝卜素：2013 年公司通过发酵工艺生产出高纯度天然β-胡萝卜素产品，并成功实现产业化；③SA 燕窝酸：2017 年公司收购中科光谷 64%的股权，同年，中科光谷通过微生物发酵技术成功实现 SA 燕窝酸的产业化。2019 年嘉必优在中国科创板上市。

(3)2021 年至今：战略升级，一主两翼。2021 年公司提出一主两翼的战略方向：①2021 年嘉必优投资设立子公司嘉利多，建立动物营养业务平台，目前已上市五个系列产品，包括利多能、特能、嘉必能、安克梭、利多美；②嘉必优于同年全资收购中科光谷，进军个人护理行业，专注于 SA 燕窝酸在化妆品领域的应用，多元矩阵初成。

图2：嘉必优历史复盘

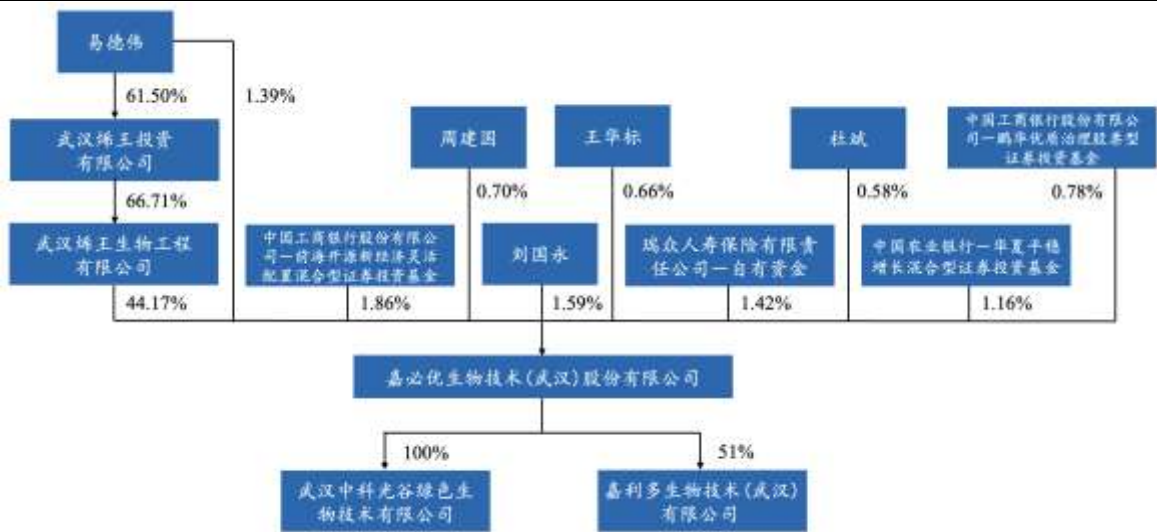


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，结构稳定

易德伟先生为公司最大股东，股权结构稳定。公司全资控股武汉中科光谷绿色生物技术有限公司，该公司专注个人护理及美妆原料业务；同时控股嘉利多生物技术(武汉)有限公司，布局动物营养市场。

图3：股权结构(截至 2025Q1)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

核心管理层稳定，从业经验丰富。嘉必优多位高管具备近 20 年从业经验，从公司成立之初便任职至今，了解公司情况，战略眼光独到、赋能未来发展。

图4：管理层背景 (截至 2025Q1)

姓名	职务	年龄	履历
易德伟	董事长 董事	60	1999 年 12 月至今，任武汉烯王生物工程有限公司董事长；2009 年 11 月至今，任武汉烯王投资有限公司董事长；2015 年 12 月至今，任嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司董事长兼总经理；兼任武汉嘉益宝健康科技有限公司执行董事、武汉中科光谷绿色生物技术有限公司董事、嘉利多生物技术（武汉）有限公司董事、嘉必优生物产业投资（武汉）有限公司执行董事、嘉必优工程生物科技（湖北）有限公司董事。
杜斌	副董事长 董事	60	1999 年 12 月至 2004 年 8 月，任武汉烯王生物工程有限公司人力资源部经理、董事会秘书；2004 年 9 月至今，任武汉烯王生物工程有限公司董事；2004 年 9 月至 2015 年 12 月，历任嘉必优生物工程（武汉）有限公司副总经理、执行总经理、董事；2015 年 12 月至今，任嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司副董事长，目前兼任武汉烯王生物工程有限公司、武汉烯王投资有限公司董事。
张春雨	董事	49	2003 年至 2009 年，任安永华明会计师事务所上海分所高级审计师；2009 年至 2013 年，任工银安盛人寿保险有限公司总公司财务经理兼东区财务负责人；2013 年至 2017 年任凯辉投资咨询有限公司 CFO；2017 年 6 月至 2021 年 1 月，任湖北凯辉股权投资管理有限公司 CFO；2021 年 1 月至今，任凯辉私募基金管理有限公司总经理。2021 年 12 月至今，任公司董事。
王华标	董事	60	1999 年 12 月至 2004 年 8 月，任武汉烯王生物工程有限公司财务部经理；2004 年 9 月至 2005 年 7 月，任嘉必优生物工程（武汉）有限公司财务部经理；2006 年 10 月 2015 年 12 月，历任嘉必优生物工程（武汉）有限公司商务总监、副总经理、董事、财务总监。2015 年 12 月至 2021 年 3 月，任嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司董事、董事会秘书兼财务总监；2021 年 3 月至今，任嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司董事兼财务总监。
王逸斐	董事	44	逾 16 年投资及资产管理经验。2021 年至今任嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司董事。
苏小禾	董事	29	2019 年 11 月至今，任卓时（香港）有限公司董事；2021 年 12 月至今，任嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司董事。2023 年 3 月至今，任苏泊尔集团有限公司投资经理。
易华荣	副总经理 董事会秘书	49	2005 年 10 月至 2006 年 8 月任中粮祥瑞粮油工业（荆门）有限公司项目技术经理，2006 年 9 月至今，任嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司采购经理、采购总监、证券法务部高级经理、董事会秘书、副总经理。易华荣先生已取得科创板董事会秘书任职资格。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 营收稳健，提速可期

营收增长稳健，2013-2024 年 CAGR 为 9.73%：（1）受多元矩阵带动，2013-2020 年公司营收 CAGR 为 7.10%，2017-2018 年提速主要系产能扩张（2018 年微生物油脂扩建项目投产，增加 130 吨 ARA 产能）及 DHA、SA 燕窝酸等新产品逐步放量。（2）随着一主两翼战略深化、以及国内婴配奶粉新国标切换政策发布，2021-2024 年公司营收 CAGR 提升至 11.70%；（3）随着婴配新国标正式落地+帝斯曼 ARA 专利到期，内外共振，2024 年营收/归母净利润同比分别增长 25.2%/35.9%，新一轮发展周期或至。

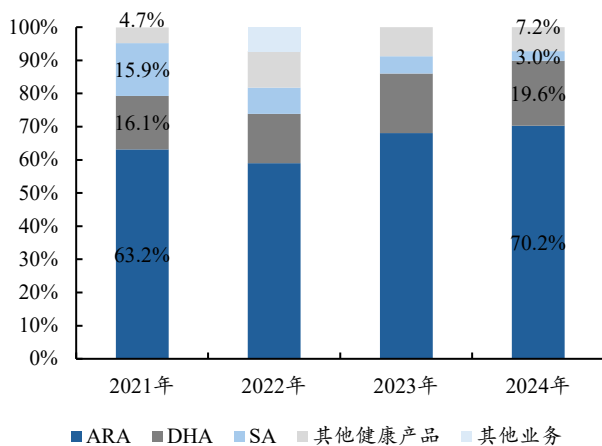
图5：2013-2024 年公司营业收入、归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

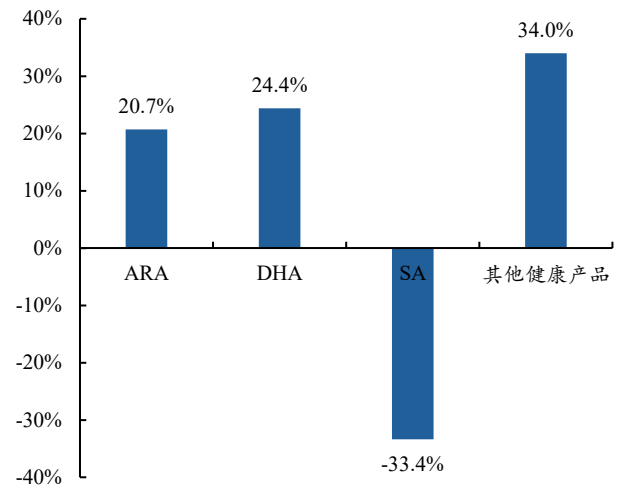
分产品，ARA 与 DHA 两大核心产品收入占比持续提升。2024 年 ARA/DHA/SA/其他健康产品营收占比分别为 70.2%/19.6%/3.0%/7.2%，其中 ARA/DHA 收入占比较 2021 年分别提升 7.0/3.5pct，2021-2024 年营收 CAGR 分别为 20.7%/24.4%。

图6：2021-2024 年公司各产品占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司核心产品 2021-2024 年营收 CAGR 对比

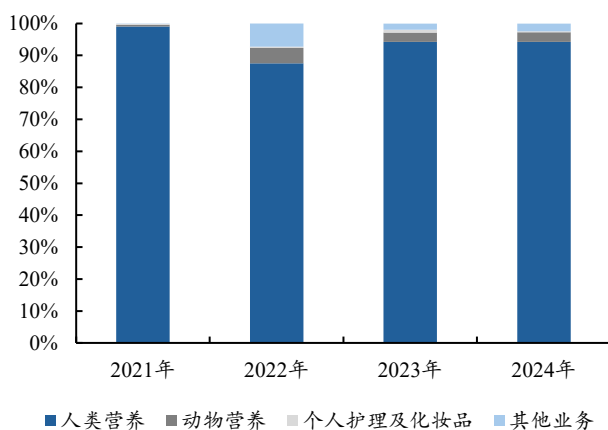


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分品类，人类营养品类为公司收入支柱。2024 年人类营养/动物营养/个人护理及化妆品/其他业务营收占比分别为 94.3%/3.0%/0.4%/2.4%。基于一主两翼的战略方向，动物营养/个人护理及化妆品/其他业务占比相较 2021 年略有提升，分别增加 2.4/0.1/2.3pct。

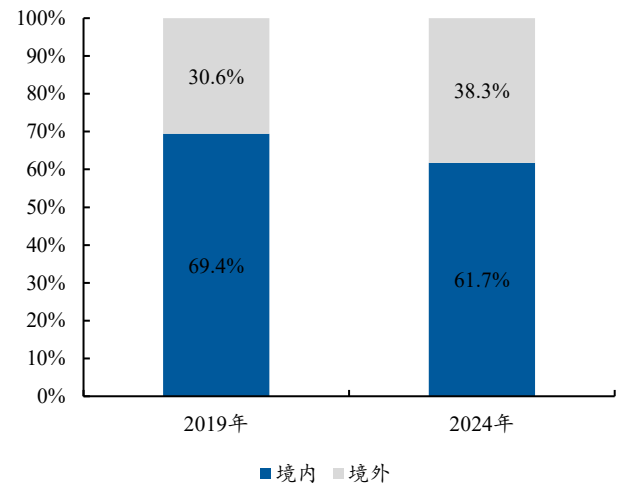
分地区，境外拓展气势如虹。2024 年境外/境内营收占比分别为 38.3%/61.7%，境外收入占比相较 2021 年提升 7.7pct，主要由于 2023 年以来，帝斯曼专利到期、公司加大海外客户拓展力度。

图8：2021-2024 年公司各品类收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2019 与 2024 年公司分地区收入占比对比

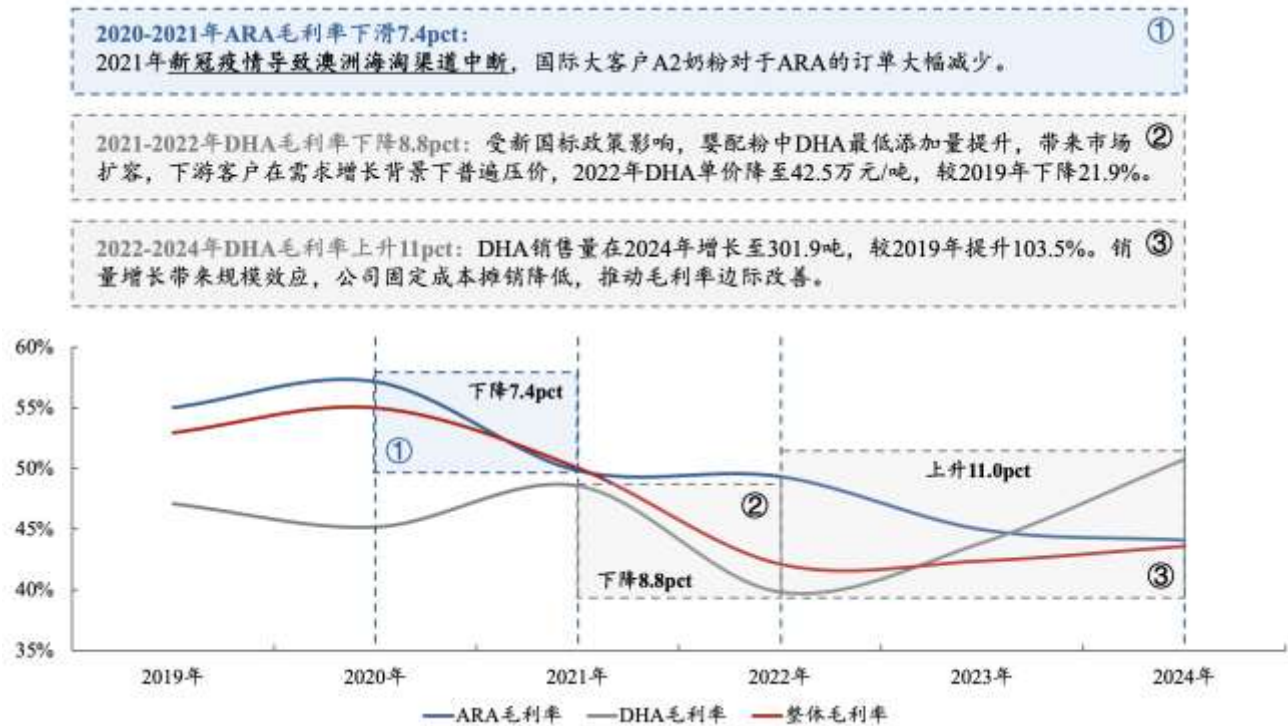


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率有望进入上升通道。(1)2019-2022 年毛利率略有承压，主因 2021 年新冠疫情致澳洲海淘渠道中断，国际大客户 A2 奶粉对于 ARA 的订单减少，以及新国标实施后，行业价格竞争略有加剧，2022 年 DHA 单价下探至 42.5 万元/吨，较 2019 年下降 21.9%；(2)随着 ARA 与 DHA 产品销售起量、规模效应显现，2023 年开始公司毛利率逐步改善，

2024 年毛利率修复至 43.61%。

图10：2019-2024 年核心产品毛利率和整体毛利率

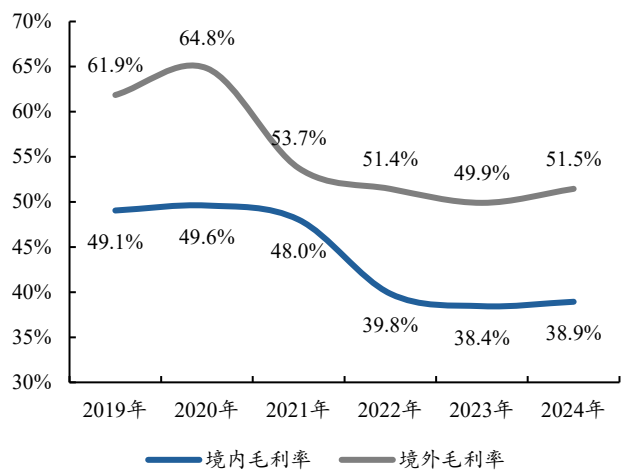


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

境外毛利率显著高于境内，境外收入占比增加或进一步提振整体毛利率水平。2024 年公司境内/境外毛利率分别为 38.9%/51.5%，回顾 2019-2024 年，境外业务毛利率持续高于境内 10pct 以上，主要系：公司生产成本远低于境外同行，境外客户以雀巢、达能等全球乳品巨头为主，定价体系参考帝斯曼等国际龙头，订单稳定、单价偏高；而境内业务普遍采用招标机制，单价略低。

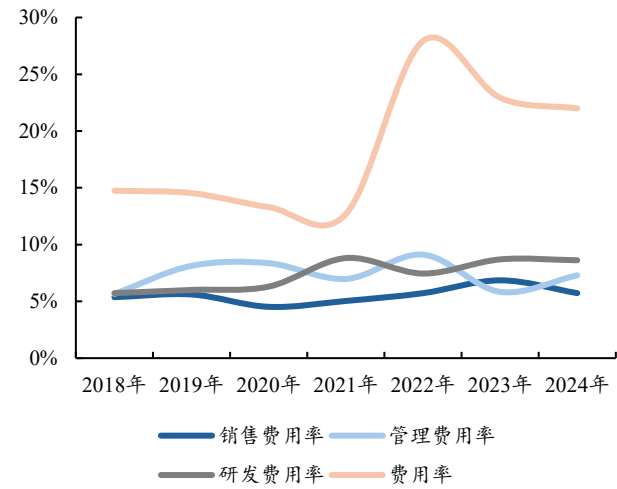
降本增效，费率优化。2024 年公司期间费用率为 22.0%，较 2022 年下降 5.9pct，2022 年费用率偏高主要系：(1)参股公司法玛科破产，公司全额计提资产减值损失 4489.5 万元；(2)公司实施限制性股票激励计划，股份支付费用 1340.5 万元，管理费用率上行；(3)“两翼”业务（动物营养及个人护理与化妆品）推进，新产品的市场开拓力度加大，销售费用率小幅走高。

图11：2019-2024 年公司境外和境内毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图12：2018-2024 年公司费用率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 双轮驱动，技术领先

2.1. ARA 市场稳步扩容

ARA 是促进婴幼儿成长的关键脂肪酸。ARA 是花生四烯酸（Arachidonic Acid）的简称，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。由于婴幼儿自身合成 ARA 的能力较弱，需从外界摄入，ARA 已广泛应用于全球婴幼儿食品市场。

图13：ARA 功能示意图

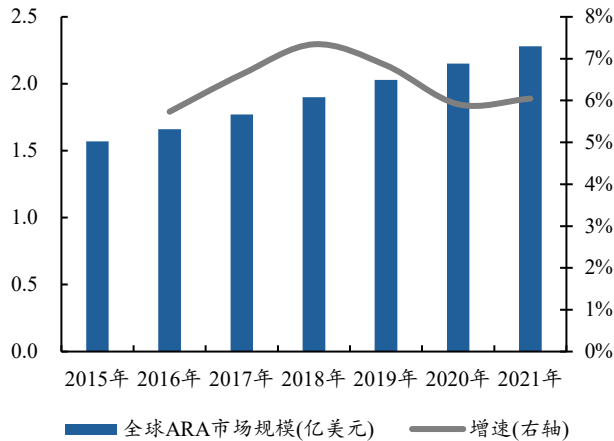
应用领域	部位	作用	
婴幼儿配方食品	脑神经	提升智力和认知能力	
	视神经	促进视神经发育,增强视力	
	生理调节激素	调节	脂代谢
			糖代谢
			凝血机制
			肌肉生长
			睡眠
			免疫反应
健康食品	脑神经	免疫调节、运动恢复	
	心脑血管	降低高血糖、高血脂和高胆固醇	
动物营养	宠物食品	提高动物幼崽成活率	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

全球 ARA 市场稳步增长。随着 ARA 于婴幼儿食品中的渗透提升，2015-2021 年全球 ARA 市场规模由 1.57 亿美元增长至 2.28 亿美元，CAGR 为 6.42%。

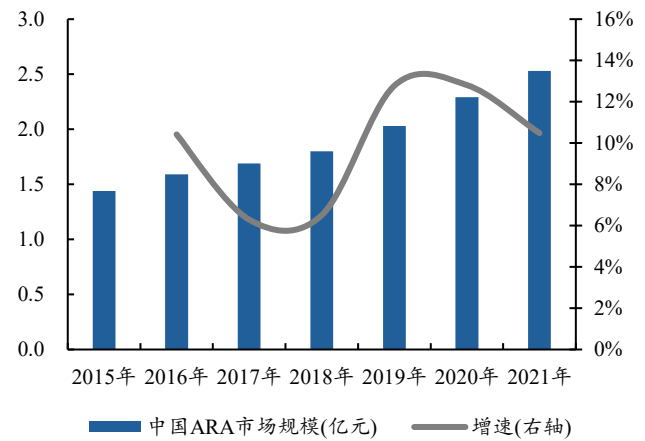
中国 ARA 市场扩容显著。受益于居民可支配收入提升, 2015-2021 年国内 ARA 市场规模由 1.44 亿元增长至 2.53 亿元, CAGR 达 9.85%, 增速高于世界平均水平。受益于婴幼儿配方食品新国标(明确提出提高 ARA 添加量下限), 2019 年行业提速至 12.8%。

图14: 2015-2021 年全球 ARA 市场规模及增速



数据来源: 共研网、东吴证券研究所

图15: 2015-2021 年中国 ARA 市场规模及增速



数据来源: 共研网、东吴证券研究所

格局而言, 2021 年嘉必优于全球/国内 ARA 领域市占率分别达 13.5%/50%+。嘉必优 2021 年全球市占率达到 13.5%、国内市占率超 50%。随着帝斯曼 ARA 专利自 2023 年起陆续到期, 公司有望凭借价格优势加快海外扩张节奏, 进一步提升份额。

图16: 公司 ARA 行业主要竞争对手

公司	简介	优势	劣势
帝斯曼	帝斯曼是一家国际性的健康食品、化工原料和医药集团, 总部设在荷兰, 至今已有超过 110 年发展历史, 是全球最大的 ARA 供应商	全球最早实现 ARA 产业化	2023 年专利陆续到期, 且定价偏高
润科生物	润科生物成立于 2000 年 5 月, 总部位于汕头, 主要以现代生物工程技术进行研发、生产源于海洋微藻的人类健康产品, 主要产品包括藻油 DHA、ARA 等	油脂中 ARA 含量可达 45%, 高于同行	境外业务占比少, 国际市场拓展有空间
罗盖特	罗盖特是法国罗盖特公司在中国的子公司, 成立于 2009 年, 主要产品为氨基酸、ARA、DHA 等	母公司资源导流	中国市场布局略晚
福星生物	福星生物是福星集团旗下子公司, 成立于 2005 年, 从事多不饱和脂肪酸业务, 主要产品包括 ARA、DHA 等	产能完备(3000 吨 ARA/DHA 粉末、1000 吨 ARA/DHA 油脂)	规模相对偏小
嘉必优	嘉必优成立于 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, 主要从事 ARA、微藻 DHA、天然 β -胡萝卜素、燕窝酸(SA)等产品的开发、生产和销售	中国最早实现 ARA 产业化, 产能充足(接近 3000 吨 ARA/DHA 粉末、1200 吨 ARA/DHA 油脂)	前序受帝斯曼垄断影响, 全球市场份额较低

数据来源: 公司公告、润科生物招股说明书、福星生物官网、东吴证券研究所

2.2. 藻油 DHA 加速渗透

DHA 是神经系统发育核心营养素，可促进婴幼儿视力及智力发育，预防神经性疾病和心血管疾病。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。

公司产品为藻油 DHA。当前市场上 DHA 主要来源包括鱼油与藻油两类，藻油 DHA 因其来源可控、品质稳定，成为近年来增速最快的 DHA 品类。公司采用微生物发酵工艺生产藻油 DHA，主要应用于婴幼儿配方食品、营养补充剂及健康食品等领域。

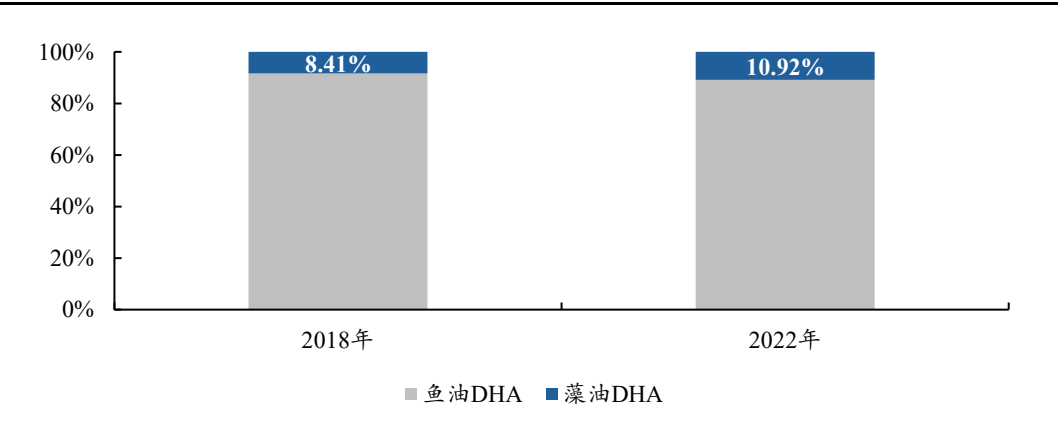
图17：鱼油 DHA 与藻油 DHA 的对比

类别	鱼油 DHA	藻油 DHA
来源	海洋鱼类加工副产品，面临资源短缺	海洋微藻，原料及产出不受限资源限制
生产方式	加工链漫长，食品安全受鱼类生长环境及加工方式的影响	采用绿色、可持续的微生物发酵生产方式，在洁净、全程可控的环境中生产
品质	品质差异性较大，受鱼类来源、生产工艺水平的影响	食品安全和质量可控、可追溯
发展历史	研究和应用历史悠久、市场认知度高	产品发展历史较短、市场认知度待提高
功效	EPA 含量高，降低血脂与甘油三酯，适合中老年心血管健康产品	DHA 含量高，有助于婴幼儿脑部与视网膜发育，适合婴幼儿配方食品
饮食需求	动物来源，不能满足特殊饮食文化需求	素食属性，可满足各种饮食文化的需求
代表企业	KDPharma、Croda	嘉必优、润科生物

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

藻油 DHA 的替代趋势明显，市场占比稳步提升。随着下游品牌对 DHA 品质要求的提高，藻油 DHA 凭借标准化、绿色可持续的生产工艺和 DHA 含量高的优势逐步获得市场认可。2018-2022 年藻油 DHA 在整体 DHA 市场中的占比由 8.41% 提升至 10.92%，逐步替代传统鱼油 DHA。

图18：2018-2022 年藻油 DHA 与鱼油 DHA 市场占比变化

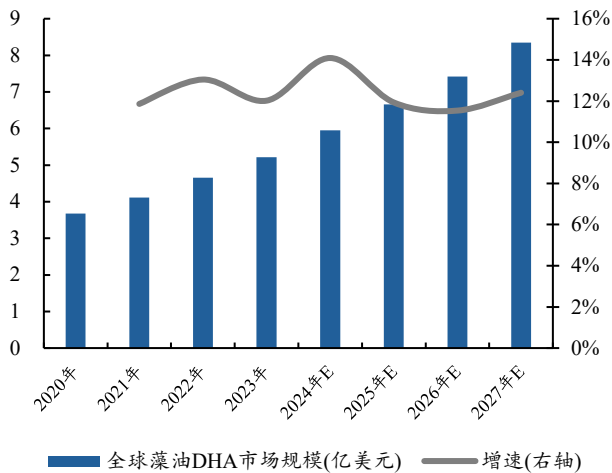


数据来源：公司公告、观研天下、东吴证券研究所

藻油 DHA 全球市场快速扩容。2020-2023 年全球藻油 DHA 市场规模由 3.68 亿美元增长至 5.21 亿美元，CAGR 达 12.31%。据中研普华产业研究院预测，2027 年行业规模或达 8.34 亿美元。

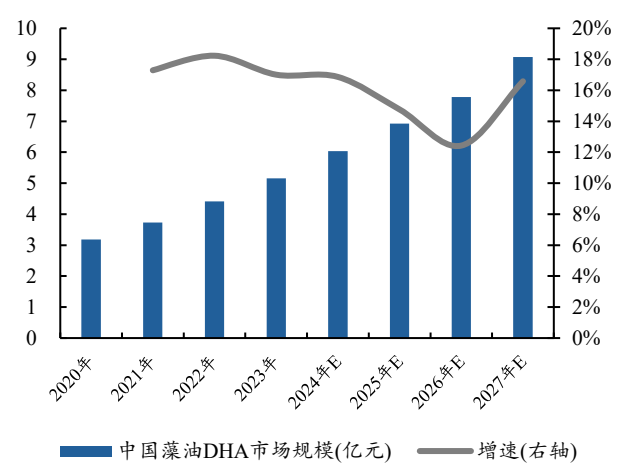
中国市场增速领先。2020-2023 年中国藻油 DHA 市场规模由 3.18 亿元增长至 5.16 亿元，CAGR 高达 17.51%。类似于 ARA，中国藻油 DHA 市场同样受益于新国标调整（提高 DHA 最低添加量），预计 2027 年藻油 DHA 市场规模增至 9.07 亿元。

图19：2020-2027 年藻油 DHA 全球市场规模



数据来源：中研普华产业研究院、东吴证券研究所

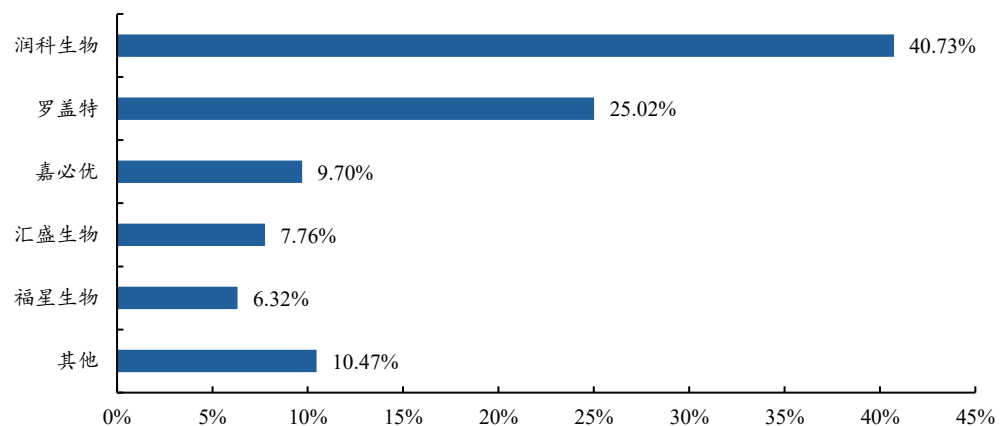
图20：2020-2027 年藻油 DHA 中国市场规模



数据来源：中研普华产业研究院、东吴证券研究所

嘉必优于国内藻油 DHA 市场占有率位列前三，成长空间广阔。润科生物作为国内最早进行藻油 DHA 产业化的企业，2023 年市占率达 40.73%。嘉必优依托 ARA 领域的技术积累和产业链协同，正加快拓展藻油 DHA 业务，2023 年市占率已达 9.70%，位居第三。

图21：2023 年藻油 DHA 国内市场份额



数据来源：中研普华产业研究院、东吴证券研究所

图22：藻油 DHA 各企业对比

公司	嘉必优	润科生物	福星生物
产业化时间	2012 年	2002 年	/
专利数量(个)	186	60	9
客户	达能、贝因美、伊利、飞鹤、君乐宝、圣元、雅士利、汤臣倍健、健合集团、安琪酵母	飞鹤、君乐宝、贝因美、完达山、蒙牛（雅士利）、BlueRiverDairyLP	伊利、飞鹤、圣元、雅士利、贝因美、阎良百跃
国际认证	ISO9001 质量管理体系、FSSC22000 食品安全管理体系认证、美国 FDAGRAS 体系认证、美国有机食品认证、欧盟新资源食品认证	ISO9001 质量管理体系、FSSC22000 食品安全管理体系认证、ISO14001、ISO22000、HACCP、非转基因身份保持(IP)	ISO9001 质量管理体系、ISO14000 环境管理体系、ISO22000 食品安全管理体系、OHSAS18001

数据来源：公司公告、润科生物招股说明书、福星生物官网、东吴证券研究所

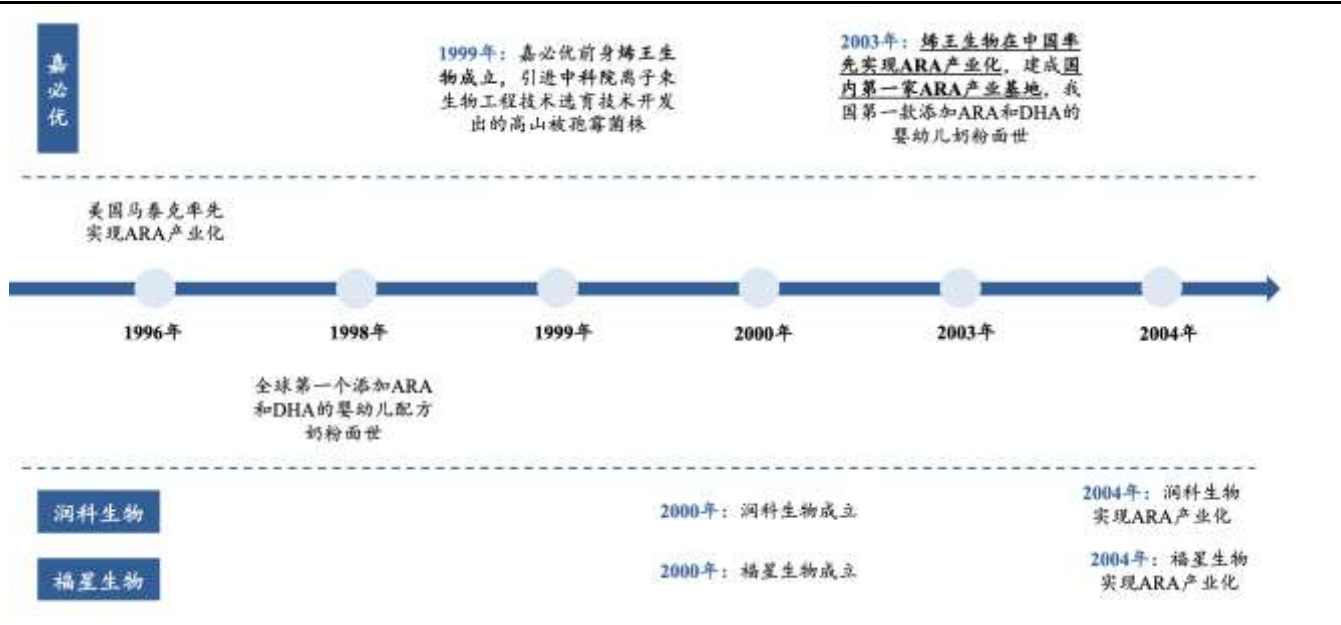
3. 内外并进，需求迎结构性提升

3.1. 国内市场：先发优势，质量卓越；国标切换，需求走强

我们认为公司于国内市场具备显著的先发优势，且产品质量卓越：

（1）公司率先实现 ARA 的产业化，具备明显的先发优势。1996 年美国开启 ARA 产业化，嘉必优前身烯王生物紧跟海外龙头步伐、2003 年建成国内第一家 ARA 产业基地，同年第一款添加 ARA 和 DHA 的婴幼儿奶粉面世。

图23：公司率先实现 ARA 产业化



数据来源：公司公告、润科生物官网、福星生物官网、东吴证券研究所

(2) **产品质量卓越，获得多国标准认可。**公司 ARA 与 DHA 产品质量优异，实测指标全面优于欧盟 NovelFood 标准、美国 FDAGRAS 标准及中国国家标准。凭借卓越的产品性能，公司获得多国标准认证，与嘉吉、达能、贝因美、伊利、飞鹤、君乐宝、圣元、雅士利、汤臣倍健、健合集团、安琪酵母等国内外婴幼儿配方食品及健康营养领域的头部客户达成稳定的合作关系，产品远销 30 余个国家和地区。

图24：公司 ARA 产品核心指标与国内外标准对比

指标	欧盟新食品原料标准 (NovelFood)	美国 FDA 的 GRAS 标准	中国国家标准 (GB26401-2011)	公司产品实测值
过氧化值	≤5meq/kg	≤2meq/kg	≤5meq/kg	≤1meq/kg
酸价	≤1.0mgKOH/g	NA	≤1.0mgKOH/g	≤0.3mgKOH/g
反式脂肪酸	NA	NA	≤1.0%	≤0.5%
茴香胺值	≤20	NA	NA	≤5
水分	≤0.5%	NA	≤0.1%	≤0.05%
铅	NA	≤0.1mg/kg	≤0.1mg/kg	<0.005mg/kg
砷	NA	≤0.1mg/kg	≤0.1mg/kg	<0.005mg/kg

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图25：公司 DHA 产品核心指标与国内外标准对比

指标	欧盟新食品原料标准 (NovelFood)	美国 FDA 的 GRAS 标准	中国国家标准 (GB26400-2011)	公司产品实测值
过氧化值	≤5meq/kg	≤5meq/kg	≤5meq/kg	≤1meq/kg
酸价	≤0.5mgKOH/g	≤0.5mgKOH/g	≤1.0mgKOH/g	≤0.3mgKOH/g
反式脂肪酸	NA	≤2.0%	≤1.0%	≤0.5%
水分	≤0.05%	≤0.1%	≤0.1%	≤0.05%
砷	NA	≤0.5mg/kg	≤0.1mg/kg	<0.005mg/kg
汞	NA	≤0.2mg/kg	NA	<0.003mg/kg
铅	NA	≤0.2mg/kg	≤0.1mg/kg	<0.005mg/kg

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

随着婴配奶粉新国标正式落地，DHA/ARA 需求迎结构性提升，公司有望充分受益。2023 年 2 月婴幼儿配方食品新国标正式实施，相较于 2010 年旧版国标，新国标在营养成分方面提出了更高要求：DHA 首次被纳入强制添加范畴，明确设置最低添加量（≥3.6mg/100kJ），并将其与 ARA 的添加比例限定为不低于 1:1，同时两者的上限值亦同步提升，为 ARA/DHA 营养素的应用打开空间。

图26：新国标提高 ARA/DHA 添加量

婴幼儿奶粉 DHA/ARA 添加量(mg/100kJ)	新国标			2010 年标准		
	一段 (0-6 月龄)	二段 (6-12 月龄)	三段 (12-36 月龄)	一段 (0-6 月龄)	二段 (6-12 月龄)	三段 (12-36 月龄)
DHA 添加量下限	3.6	3.6	无要求	无要求		
DHA 添加量上限	9.6	9.6	9.6	总脂肪酸的 0.5%		
ARA 添加量下限	≥DHA 添加量	≥DHA 添加量	无要求	≥DHA 添加量	≥DHA 添加量	无要求
ARA 添加量上限	19.1	19.1	19.1	总脂肪酸的 1%		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2. 海外市场：帝斯曼专利到期，新客户开拓在途

2023 年帝斯曼专利到期，嘉必优 ARA 增长提速。自 2000 年起，帝斯曼围绕 ARA 的发酵生产工艺进行了系统性专利布局、长期占据全球市场主导地位，对行业内其他厂商构成准入障碍。嘉必优于 2015 年与帝斯曼达成《和解协议》《专利许可协议》及《加工及供货协议》，在限制条件下取得销售许可，并逐步进入部分国际客户的供应体系。

图27：嘉必优与帝斯曼达成协议的主要内容

时间	协议	协商结果
2015 年 1 月	《和解协议》	嘉必优解除、停止和撤回所有针对帝斯曼专利无效的诉讼。
	《专利许可协议》	1.公司可以向中国婴配粉企业在中国及帝斯曼的非专利区不受限地销售 ARA 产品 2.每年可以直接向某一国际客户销售 50 吨 ARA 产品，销售地为中国大陆、印尼、中国香港、中国台湾、印度及其他帝斯曼非专利国家 3.公司可以向签订协议时拥有的专利国家(日本除外)的有限的客户销售 ARA 产品，单个客户销售不超过 10 吨/年，合计不超过 60 吨/年 4.在帝斯曼专利国家，若公司向六家中国厂商(贝因美、伊利、雅士利、合生元、圣元和澳优)或其代工商销售 ARA 产品，其生产的婴儿配方奶粉等需回销中国或其他非专利区，且需向帝斯曼支付 5 美元/公斤的专利许可费
	《加工及供货协议》	2015 年-2023 年帝斯曼预计向公司采购 ARA 油脂产品的数量依次为：75 吨、150 吨、200 吨、250 吨、300 吨、315 吨、331 吨、347 吨、157 吨，若未达到协议约定的采购量，则差额由帝斯曼以 22.5 美元/公斤向公司进行现金补偿

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

嘉必优原料成本具备相对优势，价格更具备质价比、生产制造更灵活。嘉必优在保障 ARA 产品质量的前提下，价格较帝斯曼更为便宜，同时支持灵活排产、不设排他条款，具备显著竞争优势。随着 2023 年帝斯曼在全球范围内的 ARA 相关专利陆续到期，公司 ARA 产品在海外市场不再受到专利限制，有望加速市场开拓。

图28：嘉必优相比帝斯曼更具优势

维度	帝斯曼	嘉必优
价格	合同价格相对固定，价格高	通常比帝斯曼便宜
供应链	曾为唯一供应商，供应中断风险高，节假日应对高峰需求或有压力	稳定性强，灵活响应突发需求或节日波动
合同灵活度	偏低	不设排他性条款，客户可自主选择供应商
客户意愿	由于合同压制和 风险集中 ，客户长期存有替代需求但缺乏可选项	专利解除后客户 主动寻求合作 ，认可公司作为第二供应商的角色

数据来源：渠道调研、东吴证券研究所

公司现已进入雀巢、达能等国际龙头供应体系。**1) 雀巢**：2021 年开始公司成为雀巢 ARA 原料供应商，2024 全年供货量达到 150-160 吨，占雀巢整体采购量的 20%左右，2025 年推进与旗下惠氏品牌的合作，目前尚在接触阶段，后续仍具备份额提升空间；**2) 达能**：2024 年公司新增与达能的合作，其爱尔兰工厂已将公司 ARA 产品纳入婴幼儿配方体系，年供货量超 100 吨；**3) 美赞臣**：美赞成欧洲地区已完成其所需 ARA 与 DHA 产品的技术开发并取得供应资质，中国地区已实现初步销售；**4) 雅培**：当前处于产品验证阶段，仍在持续推进中，合作可期；**5) 菲仕兰**：已取得供应资质，正在进入验证环节。

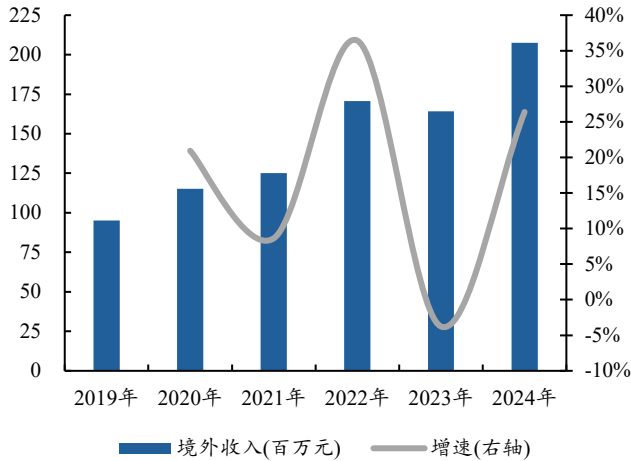
图29：嘉必优在帝斯曼专利到期后已落成及推进中的海外客户

合作状态	公司	主营业务	合作进展
已达成合作	雀巢 	全球最大的食品与营养集团，在 190 多个国家运营，拥有超过 2,000 个品牌。产品覆盖婴幼儿配方食品、乳制品、营养保健饮料、膳食补充剂等多个领域。	嘉必优于 2023 年正式进入雀巢供应链体系，已实现大批量供货，2024 年全年供货量达 150-160 吨，占雀巢 ARA 总采购比例约 20%。目前仍在推进与旗下惠氏品牌的合作。
	达能 	法国跨国食品集团，公司主营三大健康导向业务线：乳制品与植物基产品、瓶装水，以及专门营养，其中包括早期营养与医疗营养。	2024 年帝斯曼专利到期后，公司正式与达能建立合作关系，产品已纳入其位于爱尔兰的工厂配方体系，年供货量超过 100 吨。
推进中	美赞臣 	核心业务为婴幼儿和儿童营养配方食品，覆盖 50 多个国家，提供包括脑部发育配方、维生素补充及体重管理解决方案等产品。	美赞臣欧洲已完成嘉必优 ARA 与 DHA 复配产品的技术开发，并取得其供应商资质，预计有望于近几年落地商业化订单。中国区已实现初步销售，处于早期起步阶段。
	雅培 	主营医疗设备、诊断、营养品和品牌仿制药，其中营养业务涵盖婴幼儿营养及特定临床营养，广泛用于生长、康复和特殊人群，旗下 Similac 是全球知名的婴幼儿配方品牌。	已与雅培美国团队开展产品验证工作，当前处于评估阶段，公司正持续推动相关合作。
	菲仕兰 	总部位于荷兰，是全球最大的乳品合作社之一，拥有 12,000 多家农场成员，业务遍布 30 多国。公司在婴幼儿配方和功能乳品领域具备深厚品牌与全球渠道基础。	公司已取得菲仕兰全球供应商资质，目前正配合推进产品验证流程。

数据来源：渠道调研、东吴证券研究所

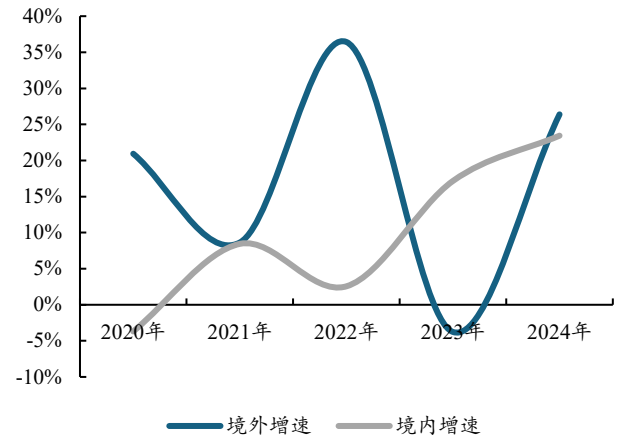
境外市场有望成为公司新的增长极。多年经营，嘉必优于海外市场已积累较强的客户资源与出口经验。受益于帝斯曼专利到期，2024 年公司境外收入达 2.08 亿元，同比增长 26.4%，增速超过境内业务（+23.4%）。

图30：2019-2024 年境外收入及增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图31：2020-2024 年境内境外收入增速对比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3. 产能持续扩张，夯实供应基础

产能布局日益完备。（1）2022 年底微生物油脂扩建二期工程投产，ARA 产能由 420 吨提升至 570 吨，DHA 产能由 105 吨提升至 555 吨；（2）2023 年公司完成微胶囊扩建项目，新增 1500 吨微胶囊年产能。截至 2024 年底，公司 ARA 与 DHA 发酵油剂年产能均达 600 吨以上，且具备共线生产能力，可根据订单情况灵活调节 ARA/DHA 排产比例。

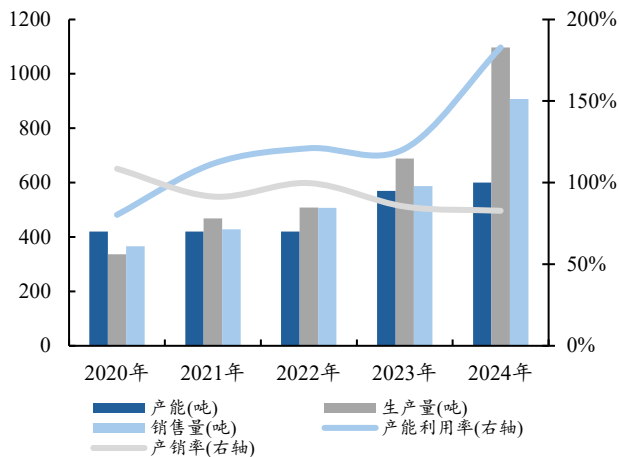
2023 年公司通过嘉纬绿色生物科技(黑龙江)有限责任公司建设 3000 吨 ARA/DHA 粉剂产能，主要目的是就近供应北方地区聚集的婴幼儿配方食品领域客户，产线预计 2025-2026 年建成，目前尚在试生产阶段。

图32：公司上市后扩产项目

扩产项目	开工时间	进展	建设产能
微生物油脂扩建二期工程项目	2021 年	已于 2022 年底投产	150 吨 ARA 油剂/年、450 吨 DHA 油剂/年
多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目	2021 年	已于 2023 年投产	1500 吨微胶囊/年(ARA 微胶囊 900 吨、DHA 微胶囊 600 吨)
依安县一期年产 3000 吨粉剂项目	2023 年	试生产阶段	3000 吨 ARA/DHA 粉剂

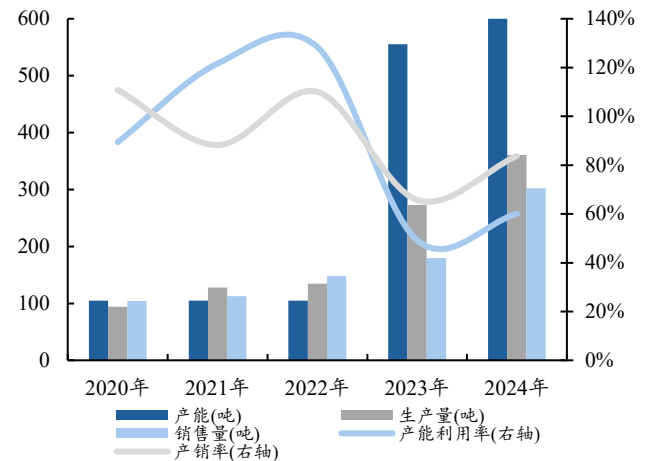
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图33: 2020-2024 年 ARA 产能



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图34: 2020-2024 年 DHA 产能



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测：伴随新国标正式落地及帝斯曼专利到期，公司作为 ARA、DHA 行业龙头之一，依托合成生物学技术优势，市场份额有望持续提升，我们看好公司未来发展，预计 2025-2027 年营收同比增速为 26%/18%/15%，其中受益于新国标切换+帝斯曼专利到期，ARA 产品营收同比增速为 29%/20%/16%，DHA 产品营收同比增速为 29%/15%/12%；SA 晶体所处化妆品业务推进偏缓，营收同比增速为-5%/-6%/-7%；其他健康产品因新品 HMOs 带动，营收同比增速为 5%/6%/7%。

业绩预测：随着生产规模增大，成本摊销，公司毛利率有望逐步恢复。我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 46.5%/48.0%/49.0%，2025-2027 年归母净利润为 1.76/2.13/2.55 亿元，同比增速为 42%/21%/20%。

表1: 公司营收测算汇总 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	444	556	700	823	943
YOY	2.4%	25.2%	26.0%	17.6%	14.5%
毛利率	42.4%	43.6%	46.5%	48.0%	49.0%
ARA 产品					
收入	302	390	502	603	702
YOY	18%	29%	29%	20%	16%
DHA 产品					
收入	79	109	140	161	180
YOY	23%	37%	29%	15%	12%
SA 晶体					
收入	23	16	16	15	14
YOY	-33%	-29%	-5%	-6%	-7%
其他健康产品					
收入	39	40	42	44.	48
YOY	-18%	2%	5%	6%	7%

数据来源: 公司公告, Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 7.00/8.23/9.43 亿元, 同比增速分别为 26%/18%/15%, 2025-2027 年归母净利润为 1.76/2.13/2.55 亿元, 同比增速为 42%/21%/20%。

对应 2025 年 9 月 17 日, 2025-2026 年 PE 为 25.57x、21.13x, 公司处在食品添加剂营养素赛道, 可比公司包括技源集团 (原料布局有 HMB 等)、金达威 (原料布局有辅酶 Q10、维生素 A 等)、蔚蓝生物等, 2025-2026 年平均 PE43.66x、35.98x。考虑到市场扩容在即, 公司产能完备, 我们认为当下估值具备性价比, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2025/9/17)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (x)			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
603262.SH	技源集团	31.81	127	1.6	1.74	1.95	2.37	79.375	73	65	54
002626.SZ	金达威	19.6	120	2.77	3.42	5.01	6.62	36	27	24	18
603739.SH	蔚蓝生物	14.23	36	0.81	0.63	0.86	0.99	44	57	42	36
	平均							53.27	52.38	43.66	35.98
688089.SH	嘉必优	26.71	44.95	0.91	1.24	1.76	2.13	49.20	36.19	25.57	21.13

数据来源: Wind、东吴证券研究所; 除了嘉必优之外, 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

市场竞争的风险：企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身研发，提升品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨：若原材料价格大幅上涨，公司净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险：如若产品推广不达预期，或对公司收入及利润产生影响。

嘉必优三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	657	752	820	931	营业总收入	556	700	823	943
货币资金及交易性金融资产	153	107	66	83	营业成本(含金融类)	313	374	428	481
经营性应收款项	290	389	456	517	税金及附加	5	8	9	11
存货	139	159	185	208	销售费用	32	38	44	47
合同资产	0	0	0	0	管理费用	41	56	66	71
其他流动资产	75	99	112	122	研发费用	48	60	71	81
非流动资产	1,030	1,104	1,207	1,307	财务费用	(4)	0	0	0
长期股权投资	44	52	59	70	加:其他收益	12	13	15	18
固定资产及使用权资产	502	493	479	462	投资净收益	2	4	5	5
在建工程	266	319	409	501	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	43	53	58	62	减值损失	(9)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	126	181	226	276
其他非流动资产	173	185	200	210	营业外净收支	13	20	17	17
资产总计	1,687	1,857	2,027	2,238	利润总额	140	200	243	292
流动负债	102	152	165	186	减:所得税	20	30	35	43
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	9	11	13	净利润	120	170	208	250
经营性应付款项	62	98	104	117	减:少数股东损益	(4)	(6)	(7)	(8)
合同负债	1	2	2	2	归属母公司净利润	124	176	213	255
其他流动负债	32	44	48	55	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	1.04	1.26	1.52
非流动负债	15	20	25	33	EBIT	120	200	243	292
长期借款	13	17	22	30	EBITDA	179	256	304	358
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.61	46.50	48.01	48.97
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	22.36	25.12	25.85	27.05
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	25.19	26.00	17.62	14.52
负债合计	117	172	190	219	归母净利润增长率(%)	35.94	41.55	21.04	19.84
归属母公司股东权益	1,556	1,677	1,834	2,017					
少数股东权益	13	8	3	2					
所有者权益合计	1,570	1,685	1,837	2,019					
负债和股东权益	1,687	1,857	2,027	2,238					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	173	107	149	218	每股净资产(元)	9.25	9.96	10.90	11.98
投资活动现金流	(226)	(105)	(142)	(143)	最新发行在外股份(百万股)	168	168	168	168
筹资活动现金流	(38)	(52)	(50)	(60)	ROIC(%)	6.69	10.31	11.61	12.69
现金净增加额	(90)	(47)	(41)	17	ROE-摊薄(%)	7.98	10.48	11.60	12.64
折旧和摊销	58	56	61	65	资产负债率(%)	6.95	9.26	9.39	9.78
资本开支	(211)	(89)	(123)	(126)	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.19	25.57	21.13	17.63
营运资本变动	(13)	(94)	(97)	(75)	P/B (现价)	2.89	2.68	2.45	2.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>