下载日志已记录，仅供内部参考





# 富祥股份（300497.SZ）

2026 年 09 月 09 日

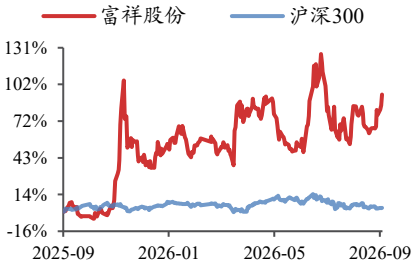
# 盈利修复拐点显现，微生物蛋白赛道空间广阔

## ——公司深度报告

**投资评级：买入（维持）**

| 日期 | 2026/9/9 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 19.95 |
| 一年最高最低(元) | 24.18/9.40 |
| 总市值(亿元) | 107.46 |
| 流通市值(亿元) | 91.02 |
| 总股本(亿股) | 5.39 |
| 流通股本(亿股) | 4.56 |
| 近 3 个月换手率(%) | 636.77 |

**股价走势图**




数据来源：聚源

**相关研究报告**

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

张思敏（分析师）
zhangsimin@kysec.cn
证书编号：S0790525080001

● **公司业绩拐点明确，维持“买入”评级**

富祥股份已形成医药制造、锂电池电解液添加剂和微生物蛋白三大业务布局。经历前期经营承压后，公司 2026H1 实现扭亏为盈，业绩拐点明确，主要受益于锂电添加剂量价齐升，叠加医药业务恢复及降本增效。展望未来，医药业务有望继续发挥基本盘作用，锂电添加剂受益于价格回升、需求量扩张及客户拓展，微生物蛋白亦有望加快商业化放量。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.7、9.9、13.1 亿元，对应 EPS 1.25、1.85 和 2.42 元，当前股价对应 PE 分别为 16.0、10.8、8.2 倍，维持“买入”评级。

● **医药基本盘盈利修复，锂电添加剂量价齐升释放业绩弹性**

医药业务方面，公司是国内舒巴坦、他唑巴坦等酶抑制剂产品的龙头企业，并具备较为完整的碳青霉烯产业链布局。随着 6-APA 等核心原材料价格处于相对低位，叠加部分酶抑制剂产品提价、哌拉西林扩产、三氮唑跨领域应用及工艺降本，医药业务盈利能力有望持续修复。锂电添加剂方面，新能源汽车及储能需求增长叠加行业库存消化，推动 VC、FEC 供需格局改善和价格中枢回升。公司持续推进现有产能优化和 FEC 扩产，并加快客户认证及供货导入，锂电添加剂业务有望延续量利增长。

● **微生物蛋白产业化加速，公司进军蓝海市场培育新增长曲线**

微生物蛋白兼具高蛋白和低脂肪特性，生产过程具有资源消耗低、生产周期短及不依赖耕地等优势，在健康消费和蛋白供给多元化趋势下，行业具备发展空间。公司聚焦丝状真菌蛋白方向，依托自主菌株和液体深层发酵工艺开发未冉®蛋白，产品已取得国内新食品原料准入及多项海外认证，为市场推广奠定基础。公司现有年产 1200 吨产业化产能，并持续推进年产 2 万吨微生物蛋白及 5 万吨氨基酸水溶肥项目建设。随着新增产能投放、B 端原料导入、C 端产品推广及国内外渠道拓展，未冉®蛋白商业化有望加快放量，逐步成长为公司新业绩增长曲线。

● **风险提示：** 原材料涨价风险、产品价格风险、新业务拓展不及预期风险。

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1,178 | 1,185 | 2,323 | 3,305 | 4,299 |
| YOY(%) | -26.8 | 0.6 | 96.1 | 42.3 | 30.1 |
| 归母净利润(百万元) | -272 | -55 | 672 | 995 | 1,306 |
| YOY(%) | -35.5 | 79.8 | 1321.3 | 48.0 | 31.3 |
| 毛利率(%) | 9.7 | 16.7 | 46.3 | 51.0 | 51.9 |
| 净利率(%) | -23.1 | -4.6 | 28.9 | 30.1 | 30.4 |
| ROE(%) | -12.9 | -2.9 | 24.0 | 27.3 | 26.2 |
| EPS(摊薄/元) | -0.51 | -0.10 | 1.25 | 1.85 | 2.42 |
| P/E(倍) | -39.5 | -195.3 | 16.0 | 10.8 | 8.2 |
| P/B(倍) | 4.9 | 4.9 | 3.8 | 2.8 | 2.1 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 录目

1、 富祥股份：深耕医药，多元化布局 ..... 4
1.1、 历史：深耕医药二十载，战略转型布局新赛道 ..... 4
1.2、 公司管理：股权结构集中，管理层稳定 ..... 4
1.3、 业务：医药稳基本盘，锂电快速增长，蛋白打开远期空间 ..... 6
1.4、 近期经营：扭亏为盈，业绩拐点向好 ..... 7
2、 医药业务：底部企稳，盈利能力修复 ..... 8
2.1、 行业概况：原料药市场扩容,抗生素需求平稳 ..... 8
2.2、 产品布局：β-内酰胺酶抑制剂为核心，多品类协同发展 ..... 9
2.3、 经营分析：收入恢复增长，盈利能力持续修复 ..... 10
3、 锂电添加剂：量价齐升，成为核心增长极 ..... 11
3.1、 行业概况：需求高增驱动量增，供给紧平衡推动价格修复 ..... 11
3.2、 核心产品：产能规模领先，进入下游头部客户供应体系 ..... 12
3.3、 业务分析：量价齐升驱动高增，产品矩阵持续拓展 ..... 13
4、 微生物蛋白:政策与需求共振，先发优势打开远期空间 ..... 14
4.1、 微生物蛋白：替代蛋白新蓝海，打开远期成长空间 ..... 14
4.1.1、 行业概述：替代蛋白新赛道，市场空间广阔 ..... 14
4.1.2、 供给端：高效低碳生产，营养价值突出 ..... 16
4.1.3、 需求端：消费升级驱动，需求持续扩容 ..... 17
4.1.4、 政策端：国家战略加持，政策红利持续释放 ..... 18
4.2、 公司布局：先发优势显著，商业化加速推进 ..... 19
4.2.1、 技术优势：自主菌种与发酵工艺构筑技术壁垒 ..... 20
4.2.2、 商业化进展：B 端 C 端并举，海内外同步突破 ..... 21
4.2.3、 产能布局：阶梯式扩张，规模效应持续释放 ..... 22
5、 盈利预测与投资建议 ..... 23
6、 风险提示 ..... 25
附：财务预测摘要 ..... 26

# 图表目录

图 1： 公司由医药主业向锂电添加剂及微生物蛋白延伸 ..... 4
图 2： 公司股权结构清晰 ..... 5
图 3： 两大技术平台支撑新业务发展 ..... 6
图 4： 医药业务为基本盘，锂电池占比快速提高 ..... 7
图 5： 公司同时发展境内业务和境外业务 ..... 7
图 6： 2026H1 公司营业收入同比增长 72.59% ..... 8
图 7： 2026H1 公司归母净利润同比增长 2660.26% ..... 8
图 8： 全球原料药市场 2023-2032 年 CAGR 约 6% ..... 8
图 9： 我国化学原料药市场规模稳步扩容 ..... 8
图 10： 全球抗生素市场 2024-2032 年 CAGR 约 3.3% ..... 9
图 11： 中国抗生素市场 2024-2030 年 CAGR 约 5.2% ..... 9
图 12： 公司医药制造业出现边际变化 ..... 10
图 13： 公司医药制造业毛利率近期改善 ..... 10

下载日志已记录，仅供内部参考



图 14: 电解液添加剂出货量持续上涨 ..... 11
图 15: VC 价格位于相对高位 ..... 11
图 16: 锂电池电解液产业链结构示意图 ..... 12
图 17: 公司已进入主流客户供应体系 ..... 12
图 18: 2025 年公司锂电添加剂业务收入同比增长 45.9% ..... 13
图 19: 2026 年 H1 公司电解液添加剂毛利率大幅提升至 52.52% ..... 13
图 20: 替代蛋白重要性日益增加 ..... 15
图 21: 微生物蛋白产量 2025E-2030E CAGR 达 111% ..... 15
图 22: 微生物蛋白两大发酵技术路径对比 ..... 15
图 23: 微生物蛋白主要类型及应用场景 ..... 16
图 24: 微生物蛋白综合优势突出，产业化确定性更强 ..... 16
图 25: 菌丝蛋白产品土地占用低于多数动植物蛋白 ..... 17
图 26: 菌丝蛋白产品淡水消耗低于多数动植物蛋白 ..... 17
图 27: 中国蛋白质膳食消费量持续增长 ..... 18
图 28: 中国人均蛋白质消费量显著低于美国 ..... 18
图 29: 中国居民健康素养水平持续提升 ..... 18
图 30: 运动营养与体重管理市场保持较快增长 ..... 18
图 31: 我国大豆进口依赖度持续较高 ..... 19
图 32: 我国鱼粉进口量显著高于产量 ..... 19
图 33: 未冉®蛋白主要菌种菌丝结构示意图 ..... 20
图 34: 未冉®蛋白产业链及应用场景 ..... 20
图 35: 未冉®蛋白 B 端常见的产品形态 ..... 21
图 36: 未冉®蛋白 B 端原料应用场景丰富 ..... 21
图 37: C 端产品矩阵持续丰富 ..... 22
图 38: 未冉®蛋白终端产品加速线下铺货 ..... 22
图 39: 联创商盟打通原料、产品与渠道资源 ..... 22
图 40: MYCO ONE 汉堡切入欧洲肉类替代消费场景 ..... 22
图 41: 公司微生物蛋白产能由千吨级迈向万吨级 ..... 23
图 42: 循环经济模式提升副产物资源化利用 ..... 23

表 1: 公司核心管理层经验丰富 ..... 5
表 2: 公司已形成医药制造、新能源材料、微生物蛋白三大业务矩阵 ..... 6
表 3: 公司医药业务以抗生素类业务为主 ..... 9
表 4: 市场产能主要集中在头部企业之中 ..... 12
表 5: 公司持续拓宽锂电添加剂产品矩阵 ..... 14
表 6: 我国支持替代蛋白相关政策 ..... 19
表 7: 公司微生物蛋白业务结构及主要内容 ..... 20
表 8: 收入拆分预测表 ..... 23
表 9: 医药行业可比公司估值表 ..... 24
表 10: 锂电行业可比公司估值表 ..... 24

下载日志已记录，仅供内部参考

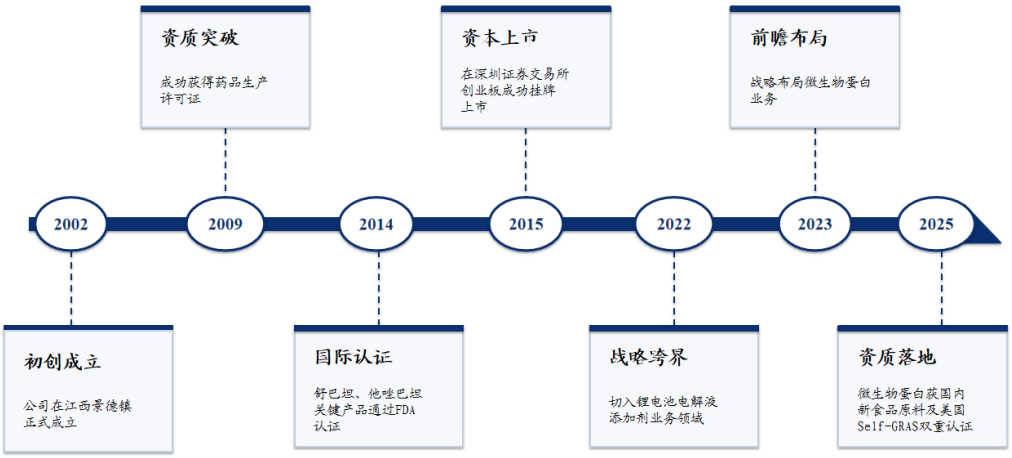


# 1、 富祥股份：深耕医药，多元化布局

## 1.1、 历史：深耕医药二十载，战略转型布局新赛道

**公司深耕医药领域二十余年，近年来逐步延伸至新能源材料和生物制造赛道，形成多元化业务布局。**公司成立于 2002 年，长期聚焦抗感染原料药及中间体领域，形成以舒巴坦、他唑巴坦等酶抑制剂产品为核心的医药制造基本盘。2015 年公司登陆深交所创业板，借助资本市场推进产能建设和产品拓展，持续巩固医药主业基础。近年来，公司依托化学合成、发酵工艺、质量控制和规模化制造能力，逐步向新业务延伸：2022 年切入锂电池电解液添加剂领域，VC、FEC 等产品实现产业化放量，并进入下游主流客户供应体系；2023 年以来加快布局微生物蛋白业务，推动未冉®蛋白产能建设、资质审批和终端产品开发同步推进。2025 年 11 月，威尼斯镰刀菌蛋白获批国内首个丝状真菌类新食品原料，微生物蛋白业务进入商业化推进阶段。当前，公司已形成医药制造、新能源材料和生物制造三大业务板块，其中医药业务提供基本盘支撑，新能源材料贡献利润弹性，微生物蛋白有望打开中长期成长空间。

**图1：公司由医药主业向锂电添加剂及微生物蛋白延伸**




资料来源：公司公告、开源证券研究所

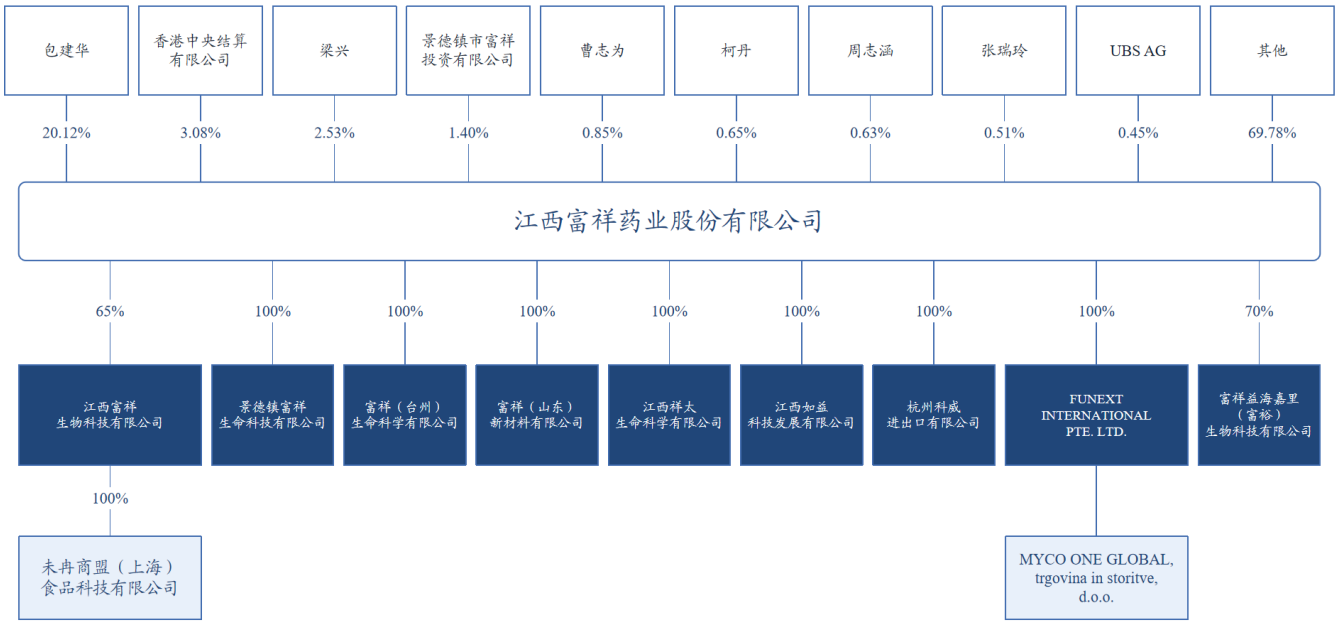
## 1.2、 公司管理：股权结构集中，管理层稳定

**公司股权结构较为稳定，实际控制人持股比例相对领先。**截至 2026 年 6 月末，公司实际控制人包建华直接持有公司 20.12%的股份，并通过持股 57.85%的景德镇市富祥投资有限公司间接持股约 0.81%，合计权益比例约 20.93%，为公司第一大股东及实际控制人。公司其他主要股东包括香港中央结算有限公司、梁兴、景德镇市富祥投资有限公司等，持股比例分别为 3.08%、2.53%和 1.40%，整体股权结构较为清晰。实际控制人持股比例显著领先于其他股东，有助于公司治理结构保持稳定。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图2：公司股权结构清晰**




资料来源：公司公告、公司交流、开源证券研究所

**核心管理层分工明确，产业经验与跨领域拓展能力互补。**公司管理层覆盖战略决策、技术研发和业务经营等关键环节，并围绕医药、新能源和合成生物三大事业部形成明确分工。董事长包建华为公司实际控制人，长期负责公司战略规划与经营管理。张祥明和魏海鹏分别负责医药事业部与新能源事业部，统筹相关业务经营。程健祖于 2025 年加入公司，具备消费品品牌运营、市场开拓和渠道管理经验，现负责合成生物事业部及相关市场拓展工作。总工程师李惠跃具备化工研发与技术管理背景，负责公司技术体系建设、工艺研发及项目推进。整体来看，公司管理层的职责分工和专业背景与三大业务布局较为匹配，为各业务板块经营发展提供管理与人才保障。

**表1：公司核心管理层经验丰富**

| 姓名 | 职务 | 履历 |
|---|---|---|
| 包建华 | 董事长 | 公司实际控制人，长期负责公司战略规划与经营管理，统筹公司多业务布局与发展。 |
| 程健祖 | 执行总裁、合成生物事业部负责人 | 2025 年加入公司，具备消费品品牌运营、市场开拓及渠道管理经验，负责合成生物事业部及相关市场拓展工作。 |
| 张祥明 | 副总经理、医药事业部负责人 | 具有医药制造及经营管理经验，负责医药事业部，推进医药业务经营与发展。 |
| 魏海鹏 | 副总经理、新能源事业部负责人 | 具有精细化工及生产运营管理经验，负责新能源事业部，推进锂电池电解液添加剂业务发展。 |

资料来源：公司公告、公司交流、开源证券研究所

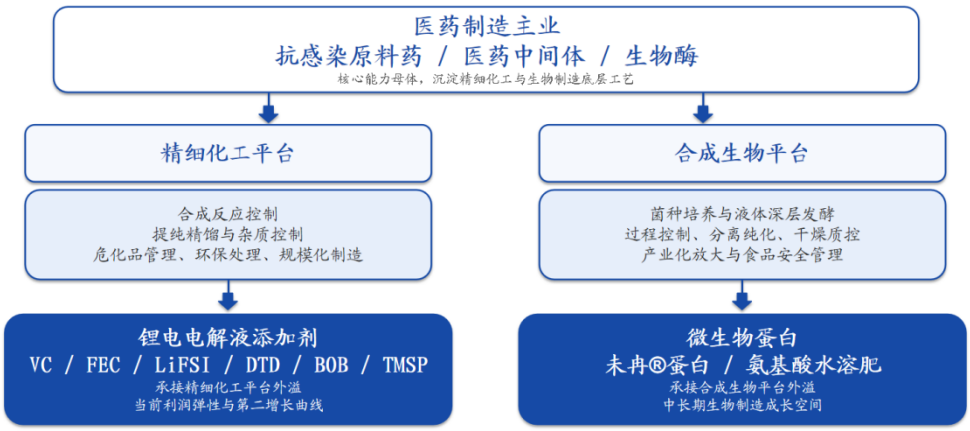
下载日志已记录，仅供内部参考



## 1.3、 业务：医药稳基本盘，锂电快速增长，蛋白打开远期空间

富祥股份基于技术同源性，战略布局锂电添加剂和微生物蛋白业务。锂电添加剂方面，VC、FEC 与医药中间体同属精细化工品，公司可充分复用原有合成、提纯、质控、环保及危化品安全生产体系，有效降低新业务放大和量产门槛；微生物蛋白方面，其生产过程与公司生物酶业务中的液体深层发酵、菌种培养、分离干燥等环节高度相通，公司可将医药领域成熟的工业化发酵经验延伸应用于新食品原料领域。

**图3：两大技术平台支撑新业务发展**




资料来源：公司公告、中国经济网、开源证券研究所

**公司当前已构建医药制造、新能源材料和生物制造三大业务板块。**医药板块以舒巴坦、他唑巴坦等 β-内酰胺酶抑制剂为核心，并覆盖培南系列中间体、洛韦/那韦系列抗病毒产品，是公司传统主业基本盘；新能源材料板块已量产 VC、FEC 等电解液成膜添加剂，并围绕 LiFSI、DTD、BOB 等产品拓展矩阵，是当前业绩弹性来源；生物制造板块以未冉®蛋白为核心，面向 B 端食品企业提供原料及解决方案，并依托未冉®魔方、迈壹国际等平台布局蛋白汉堡、肽爽气泡水等 C 端终端产品，同时推进欧洲商超等海外渠道拓展，是公司中长期成长方向。

**表2：公司已形成医药制造、新能源材料、微生物蛋白三大业务矩阵**

| 业务板块 | 核心产品 | 主要应用场景 |
|---|---|---|
| 医药制造 | β-内酰胺酶抑制剂：舒巴坦、他唑巴坦 | 用于复方抗生素制剂 |
| | 碳青霉烯类中间体 | 用于美罗培南、亚胺培南等重症感染抗生素 |
| | 抗病毒类产品：洛韦、那韦系列 | 用于抗病毒药物中间体及相关原料药方向 |
| 新能源材料 | VC：碳酸亚乙烯酯 | 锂电池电解液核心成膜添加剂，提升循环寿命和安全性 |
| | FEC：氟代碳酸乙烯酯 | 锂电池电解液成膜添加剂，改善高低温性能及电池稳定性 |
| 生物制造 | 微生物蛋白（未冉®蛋白） | B 端面向食品企业提供原料及解决方案；C 端拓展蛋白汉堡、饮品等终端产品 |
| | 氨基酸水溶肥 | 微生物蛋白生产副产物综合利用 |

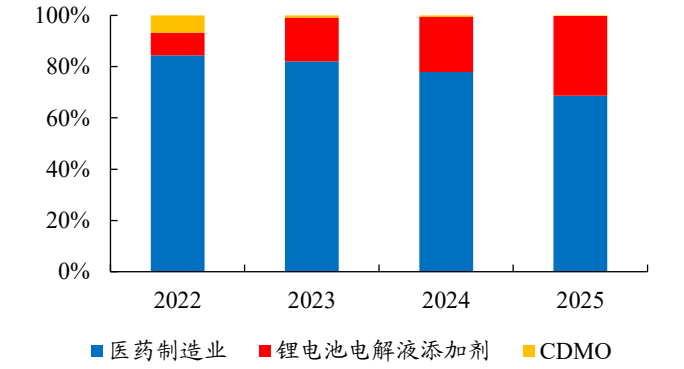
资料来源：公司公告、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



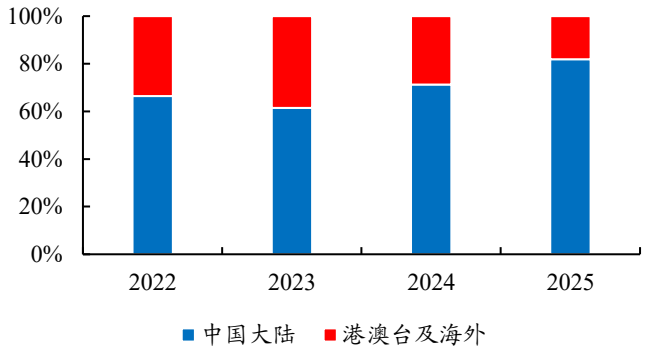
**公司当前医药制造仍为收入基本盘，锂电添加剂占比快速提升。**2025 年公司实现营业收入 11.85 亿元，其中医药制造业务收入占比 68.7%，仍为公司主要收入来源。细分来看，中间体、原料药、制剂类收入占比分别为 44.4%、23.0%、1.0%，以原料药及中间体为核心的医药主业仍构成公司经营基本盘。锂电池电解液添加剂业务收入占比提升至 31.1%，已成为公司第二大业务板块和当期收入增长的重要来源。分地区看，公司收入以内销为主，2025 年国内销售占比 79.6%，国外销售占比 20.4%，国内市场贡献主要收入基础，海外市场仍是后续医药及新业务拓展的重要方向。

**图4：医药业务为基本盘，锂电池占比快速提高**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：公司同时发展境内业务和境外业务**




数据来源：Wind、开源证券研究所

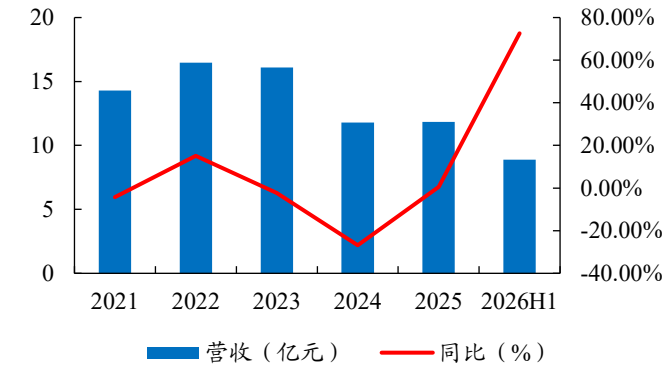
## 1.4、 近期经营：扭亏为盈，业绩拐点向好

**公司前期收入和盈利阶段性承压，2026 半年度扭亏为盈，业绩拐点明确。**2021-2023 年，公司收入增长动能不足，由 14.30 亿元增至 16.47 亿元后回落至 16.10 亿元，盈利端持续承压，归母净利润由 2021 年的 0.49 亿元转为 2022 年亏损 1.41 亿元，并于 2023 年亏损扩大至 2.01 亿元，主要受医药业务需求及价格承压、锂电添加剂价格下行和新业务投入增加影响。2024 年，公司收入进一步降至 11.78 亿元，同比下降 26.83%，归母净利润亏损扩大至 2.72 亿元，业绩处于阶段性底部。2025 年，公司经营修复趋势开始显现，收入企稳至 11.85 亿元，同比增长 0.61%，归母净利润亏损收窄至 0.55 亿元，主要受益于锂电添加剂量价齐升、毛利率修复，以及医药业务原材料成本回落。进入 2026 年，公司经营修复进一步兑现，2026H1 实现收入 8.88 亿元，同比增长 72.59%；归母净利润 1.77 亿元，同比增长 2660.26%，实现扭亏为盈，表明公司业绩拐点得到进一步验证。

下载日志已记录，仅供内部参考

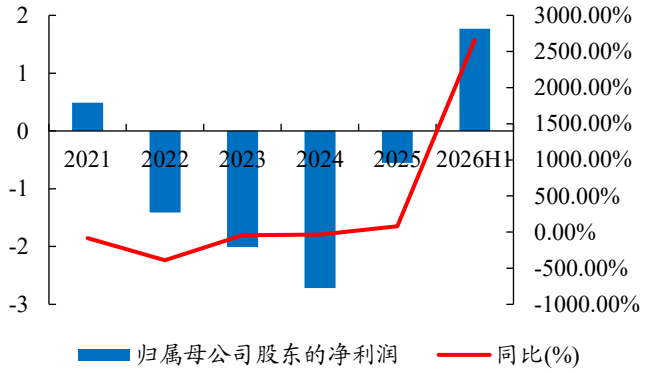


图6：2026H1 公司营业收入同比增长 72.59%




数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2026H1 公司归母净利润同比增长 2660.26%



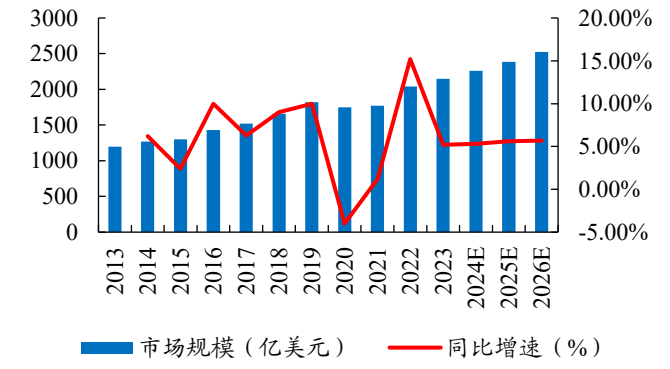

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 医药业务：底部企稳，盈利能力修复

### 2.1、 行业概况：原料药市场扩容,抗生素需求平稳

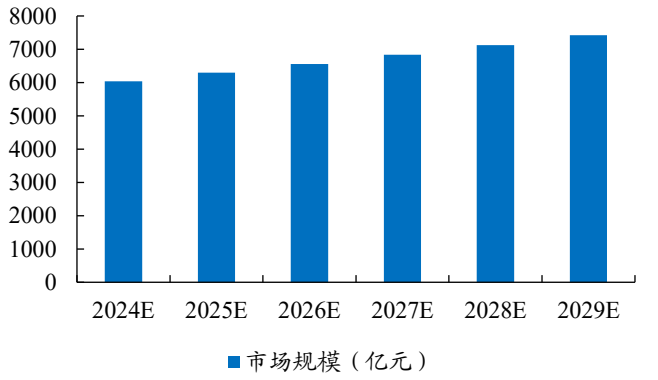
**深耕抗感染原料药及中间体需求具备刚性，全球原料药市场稳步扩容。**原料药作为药品生产的上游核心环节，受全球医药需求增长、仿制药放量及专利悬崖等因素推动，市场规模保持稳定增长。2024 年全球原料药市场规模预计达 2,261 亿美元，2023-2032 年 CAGR 约 6%；国内方面，预计到 2029 年我国化学药品原料药行业规模以上企业市场规模将超过 7,400 亿元，年均复合增速约 4.2%。公司所处的抗感染原料药及中间体赛道虽然相对成熟，但临床基础用药需求稳定，具备较强基本盘属性。

图8：全球原料药市场 2023-2032 年 CAGR 约 6%




数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：我国化学原料药市场规模稳步扩容




数据来源：公司公告、开源证券研究所

**抗生素市场成熟稳定，酶抑制剂复方制剂需求提供结构性支撑。**抗生素是临床抗感染治疗的基础药物，虽然行业整体增速不高，但在人口老龄化、重大疾病治疗需求增加及细菌耐药性持续存在的背景下，抗感染药物需求具备较强刚性。尤其在肿瘤治疗、复杂手术、重症监护等场景中，耐药菌感染和混合感染风险提升，推动复方抗生素制剂渗透率提升，舒巴坦、他唑巴坦等 β-内酰胺酶抑制剂仍具备稳定需求基础。根据公司 2025 年报，2023 年全球抗生素市场规模为 456 亿美元，预计

下载日志已记录，仅供内部参考



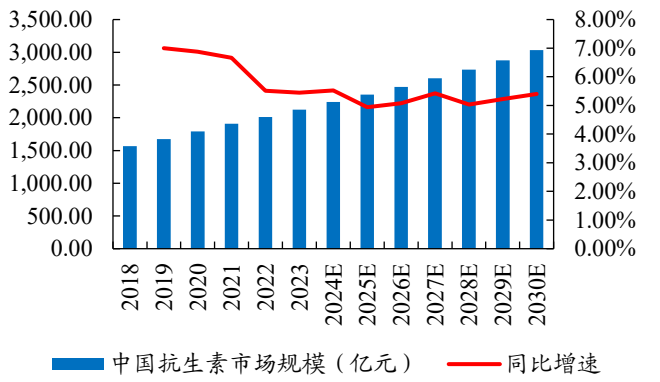
2024-2032 年 CAGR 约 3.3%。根据智研瞻产业研究院数据，中国抗生素市场规模由 2018 年的 1,564.53 亿元增至 2023 年的 2,123.39 亿元，预计 2030 年达到 3,034.19 亿元，2024-2030 年 CAGR 约 5.2%。整体来看，公司医药业务所在赛道并非高成长行业，但在老龄化、重大疾病治疗及耐药菌感染需求支撑下，具备稳定基本盘属性。

**图10：全球抗生素市场 2024-2032 年 CAGR 约 3.3%**




资料来源：公司公告

**图11：中国抗生素市场 2024-2030 年 CAGR 约 5.2%**




数据来源：智研瞻产业研究院、开源证券研究所

## 2.2、 产品布局： β-内酰胺酶抑制剂为核心，多品类协同发展

**公司医药业务以抗感染原料药及中间体为核心，产品矩阵主要覆盖 β-内酰胺酶抑制剂、碳青霉烯类和抗病毒类产品。**其中，β-内酰胺酶抑制剂是公司核心产品线，主要包括舒巴坦和他唑巴坦，二者通过抑制细菌产生的 β-内酰胺酶，提升抗生素疗效，广泛用于复方抗生素制剂。舒巴坦主要与头孢哌酮、氨苄西林等配伍使用；他唑巴坦抑酶活性更强，主要用于哌拉西林他唑巴坦等复方制剂。公司是全球主要舒巴坦供应商及他唑巴坦核心供应商之一，并通过自产三氮唑中间体、无菌他唑巴坦钠等产品向产业链上下游延伸。培南系列方面，公司覆盖 4-AA 起始原料及多类培南中间体，主要用于重症感染和耐药菌感染治疗；此外，公司还布局洛韦、那韦系列抗病毒产品，并拓展西他沙星、帕罗西汀等新品种。

**表3：公司医药业务以抗生素类业务为主**

| 产品大类 | 产品系列 | 主要产品 |
|---|---|---|
| 抗生素类 | 舒巴坦系列 | 舒巴坦、舒巴坦钠、舒巴坦匹酯、舒他西林、托西酸舒他西林、碘甲基舒巴坦 |
| | 他唑巴坦系列 | 他唑巴坦、他唑巴坦钠、他唑巴坦二苯甲酯、青霉烷亚砜酸二苯甲酯、三氮唑新工艺他唑巴坦 |
| | 培南系列 | 4AA、A9、美罗培南母核、美罗培南侧链、美罗培南原料药 |
| 抗病毒类 | 洛韦系列 | 鸟嘌呤、双乙酰鸟嘌呤、双乙酰阿昔洛韦 |
| | 那韦系列 | 氯酮、氯醇、2R-环氧化物 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**三氮唑产能释放，进一步降低他唑巴坦生产成本，并拓展电子化学品应用。**三氮唑是合成他唑巴坦等药物的重要中间体。公司通过新工艺实现三氮唑规模化生产，现有产能 500 吨/年。其中，150 吨用于配套生产他唑巴坦，有助于保障原料供应并

下载日志已记录，仅供内部参考



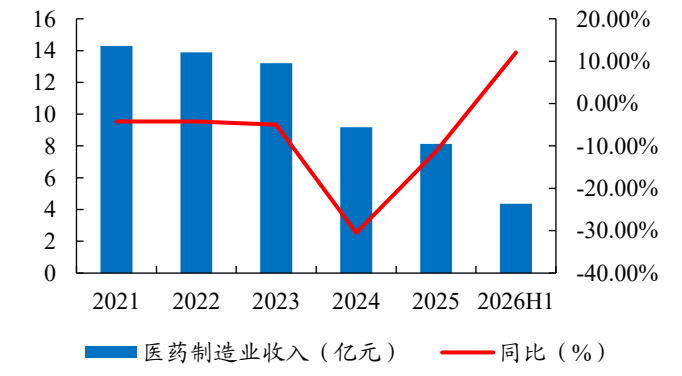
进一步降低生产成本;其余 350 吨可对外销售。公司电子级三氮唑纯度可达 99.99%，能够满足半导体清洗剂对纯度的较高要求，有望切入相关供应链。随着产能逐步释放，公司将进一步强化医药产业链一体化优势，同时拓展电子化学品市场，优化产品结构并贡献新的利润增量

## 2.3、 经营分析：收入恢复增长，盈利能力持续修复

**公司医药业务过去几年阶段性承压，主要表现为收入持续下滑、毛利率低位运行。**其中，收入端主要受需求波动及市场竞争加剧影响，盈利端则受到产品价格下降和原材料成本上升的拖累。2021-2024 年，公司医药制造业务收入由 14.30 亿元下降至 9.18 亿元；毛利率于 2023 年降至 13.95%，2024 年小幅回升至 14.33%，但整体盈利能力仍处于低位。需求端看，公共卫生事件期间医疗场景受到扰动，叠加海外客户需求及采购节奏波动，部分抗感染原料药和中间体订单阶段性承压。竞争格局方面，抗感染原料药及中间体市场竞争加剧，进一步强化了下游客户的议价能力，并对产品价格形成压力。价格端看，2022 年的复方制剂集采降价压力向上游传导，叠加 4-AA 等培南链条产品价格下行,对医药业务收入和毛利率形成拖累。成本端看，舒巴坦、他唑巴坦等产品的核心原材料 6-APA 阶段性高位运行，主要受公共卫生事件带来的抗生素需求波动，以及玉米、化工原辅料、能源和运输等成本上升影响，叠加抗生素中间体行业供给集中，造成公司原材料采购成本上升。

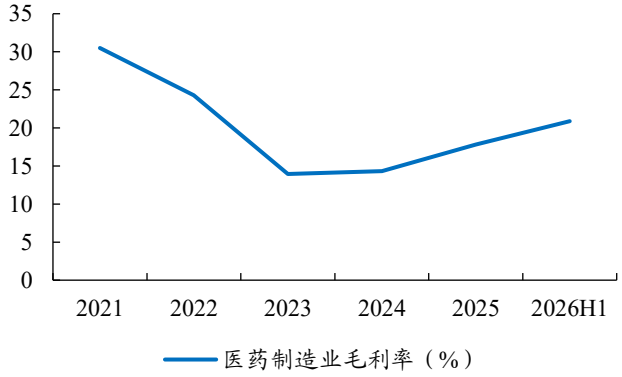
**当前公司医药业务的边际变化主要体现在成本端改善和产品结构优化。**2025 年，公司医药制造业务收入同比下降 11.33%至 8.14 亿元，收入端仍处于低位调整阶段;毛利率则由 2024 年的 14.33%提升至 17.81%，增加 3.48 个百分点。2026H1，公司医药制造业务实现收入 4.37 亿元，同比增长 12.05%；毛利率进一步提升至 20.87%。成本端看，舒巴坦、他唑巴坦等产品的核心原材料 6-APA 价格回落至相对低位，是毛利率改善的重要因素。2023 年以来，随着公共卫生事件扰动减弱、下游采购节奏逐步恢复常态，以及行业供给持续释放，6-APA 价格由前期高位逐步回归，公司舒巴坦、他唑巴坦成本压力随之缓解。产品端看，公司哌拉西林产能由 100 吨/年扩至 500 吨/年，并与他唑巴坦、舒巴坦等产品形成协同放量；三氮唑现有产能 500 吨/年，其中约 150 吨用于配套他唑巴坦生产、约 350 吨可对外销售，同时电子级产品纯度可达 99.99%，有望向电子化学品领域拓展。此外，公司持续优化生产工艺以降低制造成本，叠加部分酶抑制剂产品提价，为医药业务改善增添有利因素。

**图12：公司医药制造业出现边际变化**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：公司医药制造业毛利率近期改善**




数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



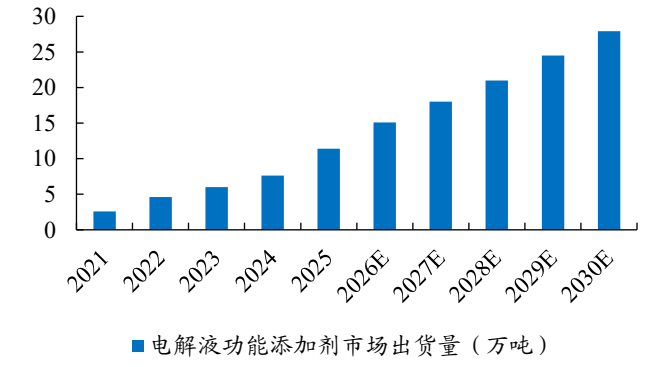
**展望未来，公司医药业务有望继续发挥基本盘作用，并通过行业地位稳固、产品结构优化和成本改善推动盈利能力进一步修复。**收入端看，抗感染药物作为临床基础用药，需求具备一定刚性，细菌耐药性问题持续存在，也为酶抑制剂复方制剂需求提供长期支撑。公司深耕抗感染原料药及中间体领域多年，是国内舒巴坦、他唑巴坦等酶抑制剂产品的龙头企业，同时具备较为完整的碳青霉烯产业链布局，在产品梯队、工艺积累和客户认证方面形成较强竞争基础。随着哌拉西林扩产放量，公司有望与他唑巴坦、舒巴坦等产品形成产业链协同，推动销量回暖；同时，三氮唑在满足内部配套需求的基础上向电子化学品领域拓展，有望进一步打开产品销量和利润空间。利润端看，目前 6-APA 等核心原材料价格虽有所回升，但整体仍处于相对低位，舒巴坦、他唑巴坦成本压力有所缓解。叠加部分酶抑制剂产品提价、三氮唑等关键中间体工艺优化、高附加值产品占比提升，以及能耗和内部费用管控持续推进，医药业务毛利率具备进一步提升基础。

# 3、 锂电添加剂：量价齐升，成为核心增长极

## 3.1、 行业概况：需求高增驱动量增，供给紧平衡推动价格修复

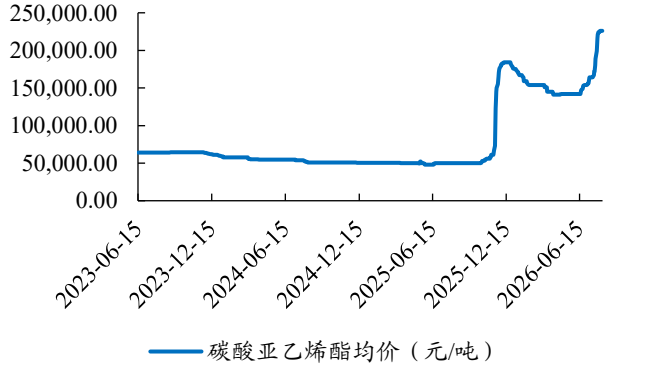
**锂电池电解液添加剂行业景气度回升，出货量快速增长、产品价格显著修复。**根据中金企信国际咨询数据，2025 年中国电解液功能性添加剂出货量约 11.4 万吨，同比增长约 50%，占全球出货量的 90%以上，预计 2030 年将增至 27.9 万吨，2025-2030 年 CAGR 约 20%。需求增长主要受新能源汽车销量提升与储能装机扩张驱动，带动锂电池、电解液及 VC、FEC 等功能性添加剂需求持续扩容。在产品价格方面，VC 价格自 2025Q4 起明显回升，均价由 2025 年 10-11 月的约 5-7 万元/吨，快速上涨至 12 月的 17.7 万元/吨以上，2026 年初达到 18.2 万元/吨左右。根据百川盈孚数据，截至 2026 年 8 月 25 日，VC 价格已升至 23 万元/吨。价格修复主要由于 2022-2024 年行业持续低迷推动落后产能退出、企业扩产趋于谨慎，叠加下游需求回暖、行业库存处于低位，供需关系阶段性改善。

**图14：电解液添加剂出货量持续上涨**




数据来源：中金企信国际咨询、开源证券研究所

**图15：VC 价格位于相对高位**




数据来源：iFind、开源证券研究所

**VC 行业供需格局改善，产能向头部企业集中，产品价格明显修复。**2022-2024 年，行业产能集中释放，供需阶段性宽松，VC、FEC 等产品价格大幅回落，部分成本较高、客户基础较弱的中小企业逐步退出。进入 2025 年后，下游新能源汽车及储能需求回暖，叠加前期库存逐步消化，行业供需关系明显改善。从产能格局来看，

下载日志已记录，仅供内部参考



现有有效产能主要集中于山东亘元、华盛锂电、富祥股份、永太科技及孚日股份等头部企业，后续新增产能亦主要由上述企业布局。头部企业凭借规模化生产、工艺积累及客户认证优势持续扩张，行业产能进一步向优势企业集中，推动 VC 价格进入修复通道。

**表4：市场产能主要集中在头部企业之中**

| 企业 | 现有/已投产产能 | 在建及规划产能 | 产能进展 |
|---|---|---|---|
| 山东亘元 | VC 50,000 吨 | VC 70,000 吨 | 30,000 吨新产线于 2026 年 4 月投产，预计 2026 年底 VC 总产能达到 120,000 吨 |
| 华盛锂电 | VC 14,000 吨、FEC 6,500 吨 | VC 30,000 吨 | 3 万吨 VC 项目预计 2026H2 试生产 |
| 富祥股份 | VC 10,000 吨、FEC 近 4,000 吨 | FEC 20,000 吨 | VC 技改完成，FEC 项目在建 |
| 永太科技 | VC 16,666.6 吨 | VC50000 吨 | 6,666.6 吨 VC 进入试生产，5 万吨项目规划建设 |
| 孚日股份 | VC 10,000 吨 | VC 2,000 吨 | 技改项目预计 2026 年 10 月投产 |
| 泰和科技 | - | VC 20,000 吨 | 工程进度 99.59%，准备试生产 |

资料来源：各公司公告、山东省储能促进会、开源证券研究所

## 3.2、 核心产品：产能规模领先，进入下游头部客户供应体系

**公司锂电池业务以电解液添加剂为核心，主要产品包括 VC 碳酸亚乙烯酯和 FEC 氟代碳酸乙烯酯。**其中，VC 是电解液中用量较大的核心成膜添加剂，可在负极表面形成稳定致密的 SEI 膜，抑制溶剂分子嵌入负极，从而提升电池循环寿命和安全性;FEC 则主要用于高倍率动力型锂离子电池电解液,可增强电极材料稳定性，改善电池高倍率性能、安全性及低温表现。在 2026 年二季度，公司 VC 产能提升至约 1 万吨，FEC 产能近 4000 吨。客户方面，公司与天赐材料、新宙邦等主流电解液厂商保持稳定合作，VC 产品通过比亚迪认证并实现供货，新能源材料业务产业化基础持续夯实。

**图16：锂电池电解液产业链结构示意图**




资料来源：公司公告

**图17：公司已进入主流客户供应体系**




资料来源：各公司年报

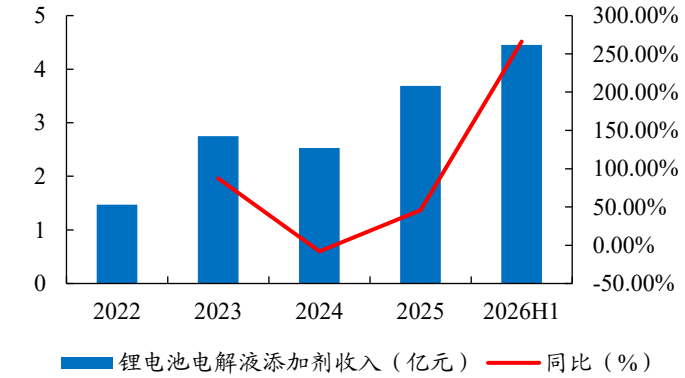
下载日志已记录，仅供内部参考



### 3.3、 业务分析：量价齐升驱动高增，产品矩阵持续拓展

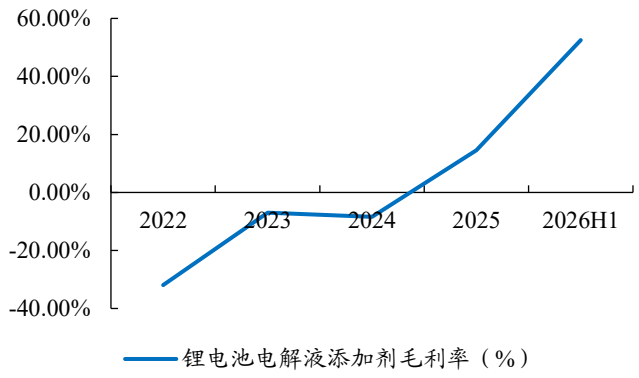
**公司锂电添加剂业务在量价齐升和降本增效驱动下实现盈利加速释放。**2022-2024 年，公司锂电添加剂业务收入由 1.47 亿元增至 2.53 亿元，但受行业产能集中释放、下游需求不足及产品价格低位影响，毛利率连续三年为负。2025 年，公司新能源业务实现收入 3.69 亿元，同比增长 45.9%，毛利率由 2024 年的-8.4%提升至 14.6%；VC、FEC 合计出货 8,939 吨，同比增长约 37%。2026H1，公司电解液添加剂业务实现收入 4.45 亿元，同比增长 266.06%，毛利率大幅提升至 52.52%；锂电池电解液添加剂销量达 5,904.89 吨，产能利用率为 98.41%。其中， VC、FEC 价格中枢显著回升是业务收入增长和盈利改善的核心因素。二者价格回升主要受新能源汽车和储能需求增长驱动，叠加行业库存逐步消化，共同推动产品供需格局持续改善。同时，出货规模扩大、生产工艺优化及技术改造带来的成本下降进一步释放盈利弹性。产能方面，公司 VC 产能已于 2026 年 6 月由 8,000 吨/年提升至 1 万吨/年，叠加 FEC 近 4,000 吨/年产能，为后续销量增长提供支撑。价格回升、销量增长与降本增效共同推动锂电添加剂业务量利齐升，使其成为公司业绩增长的核心增量。

**图18：2025 年公司锂电添加剂业务收入同比增长 45.9%**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图19：2026 年 H1 公司电解液添加剂毛利率大幅提升至 52.52%**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司在 VC、FEC 两大主力产品基础上，持续拓展电解液材料产品矩阵。**年报披露，公司已有 VC、FEC 等产品正常生产与销售，并拟进一步拓展 LiFSI、DTD、LiBOB 等品类，打造一站式电解液材料供应平台。 其中，LiFSI 项目规划年产 1 万吨，属于公司向新型锂盐领域延伸的重要布局；DTD、LiBOB、TMSP 等新品则用于丰富功能添加剂产品线。公司锂电业务正由 VC、FEC 两大主力产品驱动，逐步向覆盖成膜添加剂、新型锂盐和功能添加剂的综合产品矩阵升级，有助于提升客户配套能力、增强客户黏性，并提高产品结构弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考



表5：公司持续拓宽锂电添加剂产品矩阵

| 产品 | 产品定位 | 进展 | 业务意义 |
| --- | --- | --- | --- |
| LiFSI | 新型锂盐 | 规划年产 1 万吨项目 | 向高附加值锂盐领域延伸 |
| DTD | 功能添加剂 | 2025 年报披露下一步实施商业化生产 | 丰富添加剂产品矩阵 |
| LiBOB | 功能性锂盐添加剂 | 2025 年报披露下一步实施商业化生产 | 完善锂盐及功能添加剂布局 |
| TMSP | 功能添加剂 | 2025 年报披露下一步实施商业化生产 | 拓展安全型/功能型添加剂方向 |

资料来源：公司公告，开源证券研究所

**展望后续，公司锂电池电解液添加剂业务有望延续量价齐升和盈利改善趋势。**量的方面，动力电池装机稳步增长叠加储能电池快速放量，将持续拉动电解液及 VC、FEC 等成膜添加剂需求。根据智研咨询数据，2025 年我国 VC 需求量为 6.17 万吨，预计 2026 年增至 9.32 万吨，同比增长约 51%。同期 VC 产量预计由 6.41 万吨增至 9.67 万吨，行业供需总体维持紧平衡。公司已具备 1 万吨/年 VC 和近 4,000 吨/年 FEC 产能，并拟通过定增建设 2 万吨/年 FEC 项目，进一步完善 VC、FEC 双核心产品布局。随着比亚迪等客户认证及供货推进，后续出货规模有望持续增长。价格方面，经历 2022-2024 年行业产能释放和价格下行后，落后产能逐步出清，而新增产能从投产到稳定供货仍需经历设备调试、工艺验证、客户认证和产能爬坡，短期有效供给释放有限，行业供需有望维持紧平衡。2026 年上半年 VC 价格维持在 14 万元/吨以上，截至 2026 年 8 月 10 日，VC、FEC 市场价格已分别升至 23 万元/吨和 8 万元/吨，后续价格景气度有望延续。叠加公司持续推进工艺优化、技术改造和能耗管控，单位制造成本有望继续下降，新能源业务利润弹性有望进一步释放。

# 4、 微生物蛋白:政策与需求共振，先发优势打开远期空间

## 4.1、 微生物蛋白：替代蛋白新蓝海，打开远期成长空间

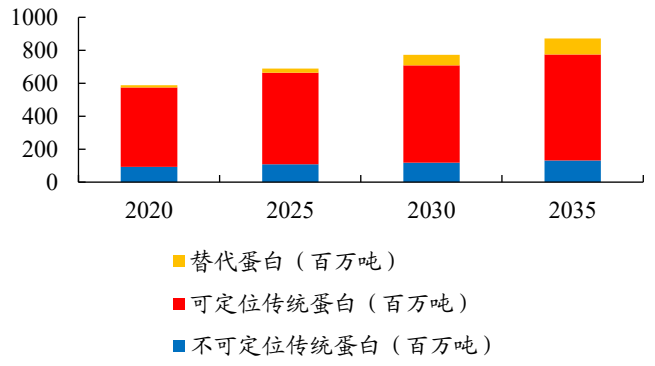
### 4.1.1、 行业概述：替代蛋白新赛道，市场空间广阔

**微生物蛋白是替代蛋白的重要分支，受益于蛋白消费升级和产业化推进，成长空间广阔。**微生物蛋白以淀粉、糖蜜等低成本碳源为原料，通过丝状真菌、酵母菌等微生物发酵合成蛋白，后经分离、干燥等工艺制成成品。相较传统动植物蛋白，其具备生产效率高、资源消耗低、碳排放少、不受季节和气候影响等优势，可应用于人造肉、功能食品、特医食品、宠物食品和蛋白饮料等领域。需求端看，在“大食物观”、全球蛋白需求增长及可持续消费趋势推动下，替代蛋白渗透率有望持续提升。根据 BCG analysis 测算，全球替代蛋白规模预计由 2020 年的 1300 万吨提升至 2035 年的 9700 万吨，占比由 2%升至 11%；其中微生物蛋白 2035 年产量有望达 2200 万吨，占替代蛋白市场 23%，2025-2030 年 CAGR 有望达 111%。作为兼具规模化和成本优化潜力的路线，微生物蛋白产业化有望加快。

下载日志已记录，仅供内部参考

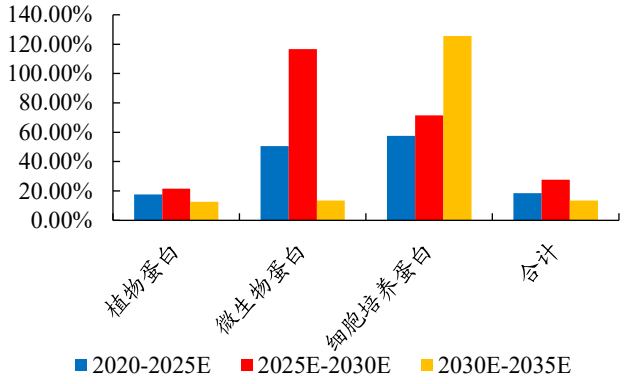


图20：替代蛋白重要性日益增加




数据来源：BCG analysis、开源证券研究所

图21：微生物蛋白产量 2025E-2030E CAGR 达 111%




数据来源：BCG analysis、开源证券研究所

**富祥股份布局的未冉®蛋白属于生物质发酵路径下的丝状真菌蛋白。**微生物蛋白可按技术路径和微生物来源进行分类。按技术路径看，微生物蛋白主要包括生物质发酵和精密发酵两类：生物质发酵以微生物菌体本身作为蛋白来源，生产效率较高、成本下降路径相对清晰，更适合肉类替代、乳制品替代、宠物食品和蛋白原料等大规模应用场景；精密发酵则通过基因工程或合成生物学方法改造微生物，使其定向生产特定蛋白、酶、风味物质或功能成分，产品附加值较高，但在技术难度、监管审批和规模化成本方面要求更高。按微生物来源看，行业主要包括酵母蛋白、丝状真菌蛋白、微藻蛋白和细菌蛋白等，其中酵母蛋白产业化基础较成熟，丝状真菌蛋白在纤维质构和肉感模拟方面优势突出，微藻蛋白具备营养和功能属性，细菌蛋白则可利用甲烷、氢气、二氧化碳等低碳底物生产，长期更契合低碳制造方向。富祥未冉®蛋白的核心优势在于真菌菌丝结构接近动物肌肉纤维，适合向肉类替代品、功能食品及宠物食品等场景拓展

图22：微生物蛋白两大发酵技术路径对比

| 技术路线分类 | 生物质发酵 | 精密发酵 |
| --- | --- | --- |
| 技术原理 | • 直接利用微生物菌体本身作为蛋白来源<br>• 依靠生物量增长，蛋白含量随菌体积累提升 | • 将微生物设计为“细胞工厂”<br>• 定向表达特定蛋白或功能成分，强调功能属性 |
| 核心特征 | • 更适合大宗蛋白原料生产，成本下降路径更清晰<br>• 当前产业化进度更快，适合食品主材场景 | • 附加值较高，但技术、监管与成本门槛更高<br>• 更偏功能成分赛道，商业化节奏相对更慢 |
| 产物形态 | • 微生物菌体蛋白<br>• 典型为酵母蛋白、丝状真菌蛋白、细菌蛋白、微藻蛋白 | • 微生物制造蛋白<br>• 典型为乳蛋白、胶原蛋白、血红蛋白及功能酶制剂 |
| 主要应用 | • 人造肉、乳制品和鸡蛋替代品<br>• 功能食品、宠物食品、蛋白饮料、培养基成分 | • 乳制品、鸡蛋等特定功能蛋白替代<br>• 添加剂、风味物质、色素、酶及培养基成分 |

资料来源：易凯资本、国投聚力、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**图23：微生物蛋白主要类型及应用场景**

| 分类 | 代表菌种 | 主要特点 | 典型应用 | 产业化特征 |
|---|---|---|---|---|
| 酵母蛋白 | 酿酒酵母<br>克鲁维酵母等 | 工艺成熟、蛋白含量较高<br>具备乳化、增稠等功能特性 | 蛋白饮品、烘焙食品<br>营养补充品、饲料 | 产业化基础成熟<br>商业化应用较广 |
| 丝状真菌蛋白 | 镰刀菌<br>脉孢菌等 | 菌丝结构接近动物肌纤维<br>质构和咀嚼感较好 | 人造肉、主食主粮<br>功能食品、宠物食品 | 适合肉类替代场景<br>食品需求成熟度较高 |
| 微藻蛋白 | 小球藻<br>螺旋藻等 | 富含蛋白、维生素及色素<br>营养与功能属性较强 | 功能食品、保健品<br>饮料、营养强化 | 营养价值较高<br>但气味与成本仍待优化 |
| 细菌蛋白 | 甲烷氧化菌<br>氢氧化菌等 | 蛋白含量高，可利用低碳原料<br>更契合低碳制造方向 | 饲料蛋白、水产养殖<br>未来食品原料 | 长期空间较大<br>食品端应用仍处早期 |

资料来源：汪超、夏路、李兆丰、陈坚《微生物蛋白的关键生产技术体系与食品产业应用》、Verified Market Reports、开源证券研究所

### 4.1.2、 供给端：高效低碳生产，营养价值突出

**从替代蛋白技术路线对比看，微生物蛋白兼具营养价值、商业化应用和规模化生产优势，是产业化确定性较强的方案。**植物蛋白技术成熟、应用基础较好，但部分植物蛋白存在必需氨基酸构成不均衡的问题，制成植物肉后可能带有豆腥味，同时上游仍依赖大豆等农产品供给。细胞蛋白的营养结构接近肉类，但培养成本较高、生产周期较长，仍处于前沿技术阶段。昆虫蛋白营养较为丰富，但消费者接受度偏低，现阶段主要应用于饲料领域。相比之下，微生物蛋白通过真菌或酵母发酵将底物转化为蛋白，氨基酸构成相对完整，并可通过工业化发酵实现规模生产。随着食品原料导入和终端产品开发加快，微生物蛋白兼具营养、商业化和规模量产潜力。

**图24：微生物蛋白综合优势突出，产业化确定性更强**

| 路线 | 定义 | 成本 | 人造肉风味 | 技术成熟度 | 应用场景 |
|---|---|---|---|---|---|
| 植物蛋白 | 大豆/豌豆提取<br>加工制成人造蛋白 | 低 | 豆腥味较明显 | 工艺成熟<br>已商业化 | 植物肉、<br>蛋白饮品 |
| 微生物蛋白 | 真菌/酵母发酵<br>将底物转化为蛋白 | 中低 | 异味较轻，<br>更中性 | 发酵成熟<br>可规模化 | 肉替代、功能<br>食品、宠物食品 |
| 微生物蛋白：发酵工艺成熟，兼具营养价值、风味优势与规模化生产能力 | | | | | |
| 细胞蛋白 | 培养动物细胞<br>形成肌肉组织 | 高 | 最接近<br>真实肉类 | 产业化早期 | 高端培养肉 |
| 昆虫蛋白 | 黄粉虫/黑水虻等<br>转化为蛋白原料 | 中 | 接受度偏低 | 仍处起步期 | 饲料、宠物食品 |

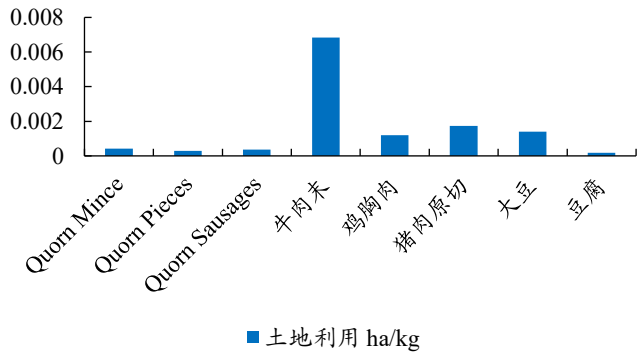
资料来源：易凯资本、国投聚力、中国食品报、科技日报、中国食品科学技术协会、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



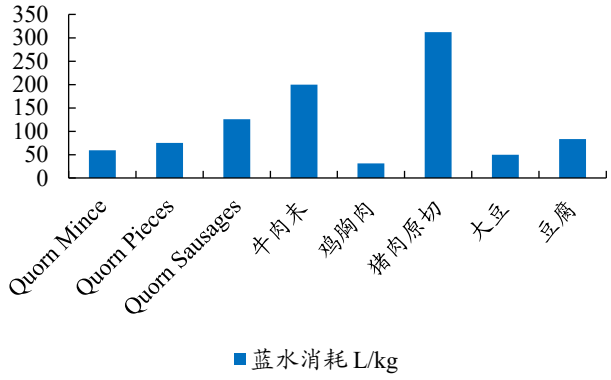
**从资源消耗看，微生物蛋白较传统动物蛋白具备低资源消耗和高效供给属性。**微生物蛋白采用工厂化发酵方式生产，生产周期较短，且受季节、气候和动物疫病影响较小，供给稳定性更强。以 Carbon Trust 数据为例，菌丝蛋白土地占用仅为 0.000167ha/kg，淡水消耗为 31L/kg；相比之下，牛肉末土地占用为 0.00683ha/kg，淡水消耗为 200L/kg，资源消耗明显更高。从具体产品看，Quorn Mince、Quorn Pieces、Quorn Sausages 等产品土地占用整体低于牛肉、鸡肉、猪肉和大豆等多数动植物蛋白，淡水消耗也低于牛肉、猪肉等部分传统动物蛋白。

**图25：菌丝蛋白产品土地占用低于多数动植物蛋白**




数据来源：Carbon Trust、开源证券研究所

**图26：菌丝蛋白产品淡水消耗低于多数动植物蛋白**




数据来源：Carbon Trust、开源证券研究所

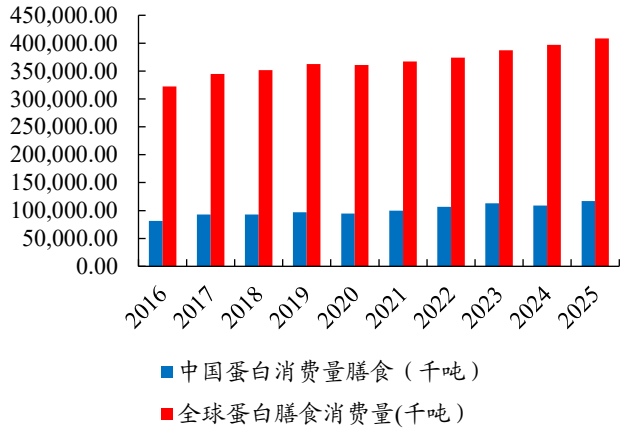
### 4.1.3、需求端：消费升级驱动，需求持续扩容

**从需求端总量看，中国蛋白质消费市场仍具备较大增长潜力。**一方面，随着居民收入水平提升、膳食结构升级和健康消费意识增强，人均蛋白质摄入需求持续增长，尤其是肉类、乳制品等动物蛋白消费仍有提升空间；另一方面，中国作为全球重要的蛋白质消费市场，人口基数庞大，但人均动物蛋白消费量与发达国家相比仍存在一定差距，长期需求扩容趋势较为明确。与此同时，传统畜牧业受土地、水资源、饲料粮供给和环境承载力等因素约束，供给端进一步扩张空间有限，蛋白供需缺口或将长期存在。在此背景下，发展微生物蛋白等新型蛋白来源，有助于补充传统蛋白供给、提升食物供给多元化水平，并在更高层面服务国家粮食安全和“大食物观”战略。

下载日志已记录，仅供内部参考

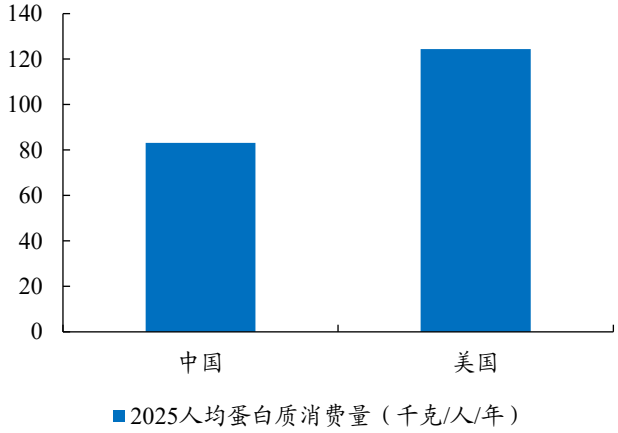


图27：中国蛋白质膳食消费量持续增长




数据来源：iFind、开源证券研究所

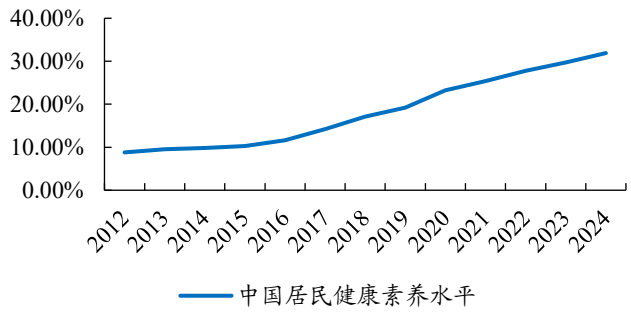
图28：中国人均蛋白质消费量显著低于美国




数据来源：iFind、开源证券研究所

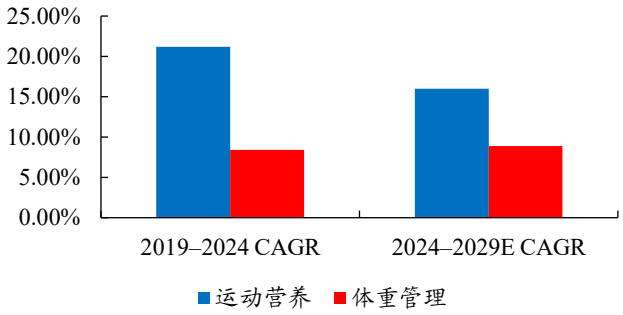
**从健康消费趋势看，中国居民健康素养水平持续提升，为高蛋白及功能营养食品需求扩容奠定基础。**2012-2024 年，中国居民健康素养水平由 8.8%提升至 31.9%，居民对营养摄入、体重管理和主动健康的认知不断增强，推动蛋白消费从基础膳食补充向运动营养、体重管理等细分场景延伸。细分市场看，2019-2024 年运动营养和体重管理市场复合增速分别为 21.2%和 8.4%，预计 2024-2029 年仍将保持 16.0%和 8.9%的较快增长。整体来看，健康意识提升叠加功能化消费场景扩容，有望持续带动优质蛋白需求增长，为微生物蛋白等新型蛋白原料打开应用空间。

图29：中国居民健康素养水平持续提升




数据来源：头豹研究院、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图30：运动营养与体重管理市场保持较快增长




数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

### 4.1.4、 政策端：国家战略加持，政策红利持续释放

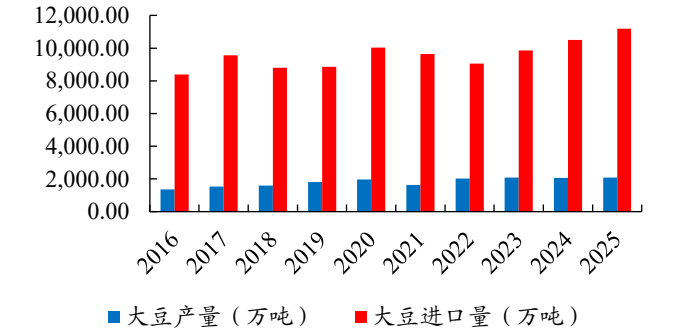
**政策端来看，微生物蛋白已被纳入国家“大食物观”、生物制造和粮食安全的重要战略框架，行业发展具备较强政策支撑。** 一方面，我国传统蛋白供给仍存在较高进口依赖和结构性缺口。以大豆和鱼粉为例，2025 年我国大豆产量约 2,090.75 万吨，而进口量达 11,183.00 万吨，进口量约为国内产量的 5.3 倍；鱼粉产量约 46.5 万吨，进口量达 210.0 万吨，进口量约为国内产量的 4.5 倍，反映植物蛋白和饲料蛋白原料仍高度依赖外部供给。另一方面，动物蛋白生产又受土地、水资源、碳排放和养殖周期等约束，传统蛋白供给扩张空间有限。在此背景下，微生物蛋白通过发酵方式

下载日志已记录，仅供内部参考



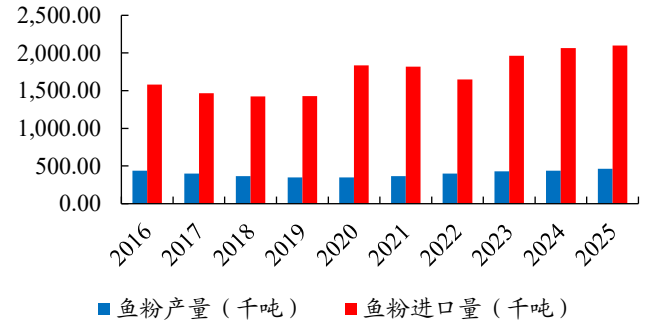
实现高效蛋白供给，具备低资源消耗、工厂化生产和稳定供应等优势，契合国家构建多元化食物供给体系、提升蛋白自给能力和推进低碳发展的政策方向。近年来，相关政策已从“大食物观”顶层战略逐步延伸至生物制造、食品配料、饲料应用和新食品原料审批等具体环节，随着政策定位升级和准入机制完善，微生物蛋白产业化进程有望持续提速。

**图31：我国大豆进口依赖度持续较高**




数据来源：iFind、开源证券研究所

**图32：我国鱼粉进口量显著高于产量**




数据来源：iFind、开源证券研究所

**表6：我国支持替代蛋白相关政策**

| 时间 | 政策/事件 | 内容 |
|---|---|---|
| 2022 年 3 月 | “大食物观”相关重要论述 | 提出树立“大食物观”，从更丰富的生物资源中拓展食物来源，向植物、动物、微生物要热量、要蛋白，为微生物蛋白发展提供顶层战略方向 |
| 2022 年 5 月 | 《“十四五”生物经济发展规划》 | 提出发展合成生物学技术，探索研发“人造蛋白”等新型食品，实现食品工业迭代升级，降低传统养殖业带来的环境资源压力 |
| 2024 年 1 月 | 《关于推动未来产业创新发展的实施意见》 | 提出加快生物制造等新兴场景推广，以场景创新带动制造业转型升级，推动前沿技术向规模化应用落地 |
| 2024 年 9 月 | 《关于践行大食物观构建多元化食物供给体系的意见》 | 提出培育发展生物农业、开拓新型食品资源，发展食品发酵工业，推广应用微生物菌体蛋白，推动新型食物产业化 |
| 2025 年 2 月 | 《2025 年中央一号文件》 | 提出构建多元化食物供给体系，践行大农业观、大食物观，推动食用菌增产提质、深加工及生物农业发展，拓展新型食品资源。 |
| 2025 年 11 月 | 《关于威尼斯镰刀菌蛋白等 14 种“三新食品”的公告》 | 国家卫健委批准威尼斯镰刀菌蛋白作为新食品原料，营养成分包括蛋白质、脂肪和膳食纤维，标志丝状真菌蛋白在国内实现准入 |

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、国家发展和改革委员会、中华人民共和国国家卫生健康委员会、中国政府网、新华社、开源证券研究所

## 4.2、 公司布局：先发优势显著，商业化加速推进

**公司微生物蛋白业务已初步形成覆盖产品开发、应用拓展及渠道建设的产业化体系。**公司聚焦丝状真菌蛋白方向，推出未冉®蛋白，具有高蛋白、高膳食纤维、低糖、低脂肪和零胆固醇等特点。未冉®蛋白既可作为 B 端原料应用于食品饮料、健康食品及动物营养等领域，也可进一步开发为主食、肉类替代、功能食品及休闲食品等 C 端产品。目前，公司持续推进产品准入与国内外市场拓展，通过 B 端客户导入和 C 端渠道建设，加快客户验证与终端产品推广，逐步完善微生物蛋白业务的商

下载日志已记录，仅供内部参考



业化布局。

**表7：公司微生物蛋白业务结构及主要内容**

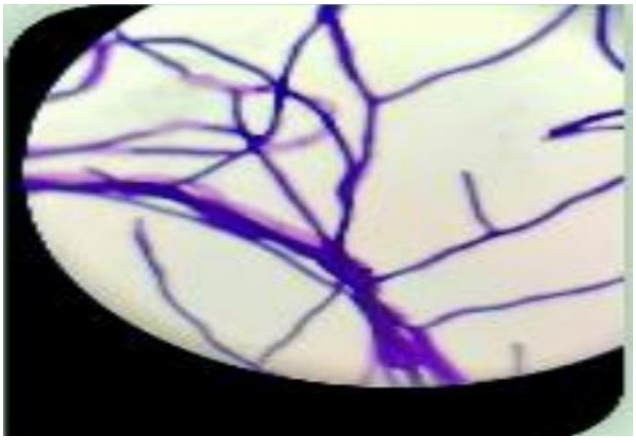
| 业务板块 | 主要内容 |
| --- | --- |
| B 端原料业务 | 向食品饮料、烘焙、素食/人造肉、宠物食品及饲料企业供应未冉®蛋白原料、基料及应用解决方案 |
| C 端消费品业务 | 围绕未冉®蛋白开发蛋白饮料、珍珠奶茶、冰淇淋、薯片、魔芋食品、素汉堡肉饼等终端产品 |
| 副产物业务 | 将发酵过程中产生的副产物加工为氨基酸水溶肥 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 4.2.1、 技术优势：自主菌种与发酵工艺构筑技术壁垒

**自主菌株、准入资质和发酵工艺共同构成公司未冉®蛋白产业化壁垒。**公司微生物蛋白业务聚焦丝状真菌蛋白方向，以威尼斯镰刀菌为生产菌株开发未冉®蛋白，并围绕核心菌株形成自主知识产权和专利布局。资质审批方面，未冉®蛋白已通过美国 SELF-GRAS、HALAL 及多项食品安全体系认证，并于 2025 年获批国家卫健委新食品原料，食品端准入优势进一步明确。生产工艺方面，公司已建立覆盖菌株选育、种子放大、液体深层发酵、固液分离、高压均质、干燥粉碎等环节的完整流程，并通过 DCS 自控系统对温度、pH 值、溶氧量等关键参数进行精准控制，保障产品质量稳定。技术合作方面，公司与江南大学陈坚院士团队共建微生物蛋白联合研究中心，围绕生产工艺优化、技术创新及下游产品开发开展产学研合作。公司“短柄镰刀菌发酵生产微生物蛋白关键技术及工业化应用”项目经中国轻工业联合会鉴定，整体技术达到国际先进水平，其中菌种选育技术达到国际领先水平，为后续产能放大和产品应用拓展提供技术支撑。

**图33：未冉®蛋白主要菌种菌丝结构示意图**



资料来源：公司公告

**图34：未冉®蛋白产业链及应用场景**




资料来源：公司公告

下载日志已记录，仅供内部参考



### 4.2.2、 商业化进展：B 端 C 端并举，海内外同步突破

**B 端原料业务客户导入持续推进，海外小批量验证已有阶段性进展。**公司主要通过直销模式，面向下游食品加工及动物营养企业提供未冉®蛋白原料和应用解决方案，推动产品进入食品、宠物食品及动物营养等环节。产品形态方面，公司 B 端产品分为干基蛋白和湿基蛋白两类，干基蛋白便于储存和运输，主要适用于蛋白饮品、营养健康食品、烘焙食品等领域，湿基蛋白可较好维持菌丝体结构，主要面向肉类替代、肉制品加工及宠物食品等场景。公司正与东南亚、欧洲等区域客户持续接触，部分客户处于小批量订单验证阶段，整体推进较为顺利。

**图35：未冉®蛋白 B 端常见的产品形态**




资料来源：未冉官网、开源证券研究所

**图36：未冉®蛋白 B 端原料应用场景丰富**




资料来源：公司公告、开源证券研究所

**C 端消费品业务持续丰富终端产品和渠道布局。**公司采用自主品牌和联创品牌并行模式，通过线上线下多渠道推进未冉®蛋白在终端消费品中的应用落地。国内市场方面，公司成立未冉商盟上海食品科技有限公司，打造未冉新质蛋白联创商盟平台，联合产业链合作伙伴共同开发终端产品，现已推出蛋白汉堡、肽爽气泡水、肽润草本水、椰肽水、蛋白魔芋面等 20 余款产品，覆盖饮品、主食、零食等多个消费品类。渠道推进方面，公司以江西景德镇商超铺货作为区域市场试点，后续有望逐步向江西省内复制，并进一步拓展至全国市场。海外市场方面，公司通过斯洛文尼亚合资公司迈壹国际布局欧洲渠道，旗下 MYCO 品牌牛肉味、鸡肉味蛋白汉堡已进入德国奥乐齐 ALDI、荷兰 SPAR 等主流连锁商超，并计划进一步拓展 Kaufland、麦德龙等渠道。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图37：C 端产品矩阵持续丰富**



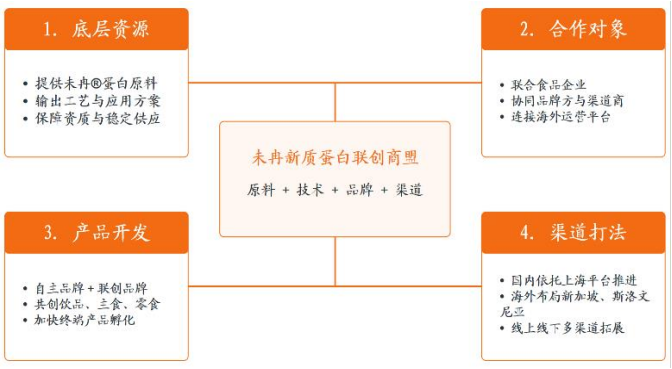

资料来源：未冉官网

**图38：未冉®蛋白终端产品加速线下铺货**




资料来源：魅力昌江微信公众号

**图39：联创商盟打通原料、产品与渠道资源**




资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图40：MYCO ONE 汉堡切入欧洲肉类替代消费场景**




资料来源：魅力昌江微信公众号

### 4.2.3、 产能布局：阶梯式扩张，规模效应持续释放

**公司微生物蛋白产能正由千吨级向万吨级放大，产业化能力持续提升。**目前公司已具备年产 1,200 吨丝状真菌蛋白产能，并持续推进年产 20 万吨微生物蛋白及资源综合利用项目建设。其中，一期项目建成后预计将形成 2 万吨微生物蛋白和 5 万吨氨基酸水溶肥产能，不仅有助于公司实现微生物蛋白规模化供应，也体现了发酵副产物资源化利用的循环经济模式。具体来看，公司通过丝状真菌发酵获得菌体蛋白，菌体经分离、均质、干燥等工艺加工为未冉蛋白，发酵过程中产生的副产液则进一步加工为氨基酸水溶肥，实现蛋白主产品与农资副产品协同开发。随着产能扩张、规模化发酵、工艺优化和水溶肥副产物利用持续推进，公司微生物蛋白业务单位成本有望逐步下降，产业化经济性和综合收益水平有望进一步提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

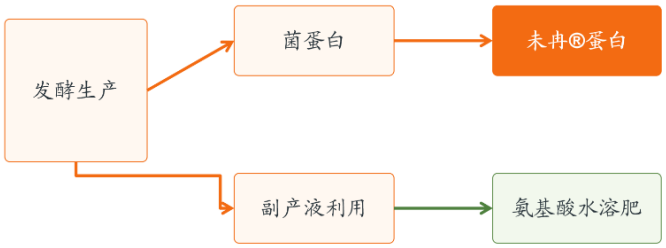


图41：公司微生物蛋白产能由千吨级迈向万吨级

| 产能 | 当前状态 |
| --- | --- |
| 1,200吨/年<br>丝状真菌蛋白产能 | 已建成投产 |
| 2万吨/年微生物蛋白<br>+ 5万吨/年氨基酸水溶肥项目 | 建设推进中<br>为一期扩产核心项目 |
| 20万吨/年<br>微生物蛋白及资源综合利用项目 | 远期规划<br>分期建设 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图42：循环经济模式提升副产物资源化利用




资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、 盈利预测与投资建议

**收入假设：**原料药与中间体业务预计低位企稳，随着销量逐步稳定及部分产品价格修复，预计 2026-2028 年收入增速分别为 6.4%、5.0%、10.3%；电解液添加剂业务受益于 VC、FEC 等产品价格修复和出货增长，预计 2026-2028 年收入增速分别为 267.6%、41.4%和 30.9%；微生物蛋白业务预计自 2026 年开始放量，当年收入预计达到 1.0 亿元，随着 B 端客户导入、C 端产品拓展及产能爬坡，预计 2027-2028 年收入增速分别为 378.0%和 65.0%；其他业务预计保持稳定。综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入增速分别为 96.1%、42.3%和 30.1%。

**毛利率假设：**原料药与中间体业务受益于 6-APA 等原材料价格回落及产品结构优化，盈利能力有望逐步修复，预计 2026-2028 年毛利率分别为 23.4%、24.8%和 25.5%；电解液添加剂业务受 VC、FEC 价格上涨带动，盈利能力明显修复，但考虑到后续价格上涨空间收窄及新增产能逐步落地，预计 2026-2028 年毛利率分别为 62.2%、66.2%和 63.0%；微生物蛋白业务产品附加值较高，参考公司项目效益测算，并考虑新增产能投产后的规模效应及产能爬坡节奏，我们预计 2026-2028 年该业务毛利率分别为 30.0%、40.0%和 50.0%。综上，我们预计公司 2026-2028 年整体毛利率分别为 46.3%、51.0%和 51.9%。

表8：收入拆分预测表

| | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 原料药与中间体 | 收入（百万元） | 897.1 | 798.7 | 850.0 | 892.5 | 984.0 |
| | 增速 | -30.1% | -11.0% | 6.4% | 5.0% | 10.3% |
| | 毛利率 | 13.9% | 17.6% | 23.4% | 24.8% | 25.5% |
| 电解液添加剂 | 收入（百万元） | 252.6 | 368.8 | 1355.7 | 1917.4 | 2509.2 |
| | 增速 | -8.2% | 46.0% | 267.6% | 41.4% | 30.9% |
| | 毛利率 | -8.5% | 14.6% | 62.2% | 66.2% | 63.0% |
| 微生物蛋白 | 收入（百万元） | | | 100.0 | 478.0 | 788.8 |
| | 增速 | | | | 378.0% | 65.0% |
| | 毛利率 | | | 30.0% | 40.0% | 50.0% |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 其他业务 | 收入（百万元） | 28.1 | 17.5 | 17.5 | 17.5 | 17.5 |
| | 增速 | -44.4% | -37.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利率 | 37.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% |
| 营业总收入 | 收入（百万元） | 1177.8 | 1185.0 | 2323.2 | 3305.4 | 4299.5 |
| | 增速 | -26.8% | 0.6% | 96.1% | 42.3% | 30.1% |
| | 毛利率 | 9.7% | 16.7% | | 51.0% | 51.9% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

富祥股份以抗感染原料药及中间体制造为基本盘，同时布局锂电池电解液添加剂和微生物蛋白业务。我们分别选取医药原料药及中间体领域业务较为相似的 4 家公司，以及锂电材料领域产品属性较为接近的 3 家公司作为可比公司。医药行业可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 18.9、16.1、13.6 倍，锂电行业可比公司平均 PE 分别为 16.9、13.4、11.5 倍。富祥股份同期 PE 分别为 16.0、10.8、8.2 倍，均低于两组可比公司平均水平。随着医药业务盈利能力逐步修复、锂电添加剂量价齐升以及微生物蛋白产能释放，公司业绩有望保持较快增长，当前估值相较可比公司具备一定吸引力。

**投资建议：维持“买入”评级。**公司医药业务盈利能力逐步修复，新能源材料业务受益于 VC、FEC 等电解液添加剂价格修复和出货增长，微生物蛋白业务有望打开中长期成长空间。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.7、9.9、13.1 亿元，EPS 分别为 1.25、1.85 和 2.42 元，当前股价对应 PE 分别为 16.0、10.8、8.2 倍，维持“买入”评级。

**表9：医药行业可比公司估值表**

| 证券代码 | 股票简称 | 评级 | 总市值（亿元） | 收盘价（元） | EPS | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 000739.SZ | 普洛药业 | 买入 | 259 | 22.40 | 0.88 | 1.07 | 1.31 | 25.5 | 20.9 | 17.1 |
| 301301.SZ | 川宁生物 | 买入 | 184 | 8.25 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 25.0 | 22.3 | 20.1 |
| 605507.SH | 国邦医药 | 买入 | 123 | 15.69 | 1.13 | 1.44 | 1.87 | 13.9 | 10.9 | 8.4 |
| 600216.SH | 浙江医药 | 未评级 | 124 | 12.90 | 1.13 | 1.27 | 1.44 | 11.4 | 10.2 | 9.0 |
| **平均** | | | | | | | | **18.9** | **16.1** | **13.6** |
| 300497.SZ | 富祥股份 | 买入 | 107 | 19.95 | 1.25 | 1.85 | 2.42 | 16.0 | 10.8 | 8.2 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截至 2026 年 9 月 9 日，普洛药业、川宁生物、国邦医药、富祥股份 EPS 采用开源证券预测值，浙江医药来自于 Wind 一致预测）

**表10：锂电行业可比公司估值表**

| 证券代码 | 股票简称 | 评级 | 总市值（亿元） | 收盘价（元） | EPS | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 688353.SH | 华盛锂电 | 未评级 | 136 | 85.31 | 5.86 | 6.95 | 7.28 | 14.6 | 12.3 | 11.7 |
| 300037.SZ | 新宙邦 | 买入 | 516 | 68.49 | 2.94 | 3.97 | 5.07 | 23.3 | 17.3 | 13.5 |
| 002083.SZ | 孚日股份 | 未评级 | 95 | 10.05 | 0.79 | 0.94 | 1.08 | 12.7 | 10.7 | 9.3 |
| **平均** | | | | | | | | **16.9** | **13.4** | **11.5** |
| 300497.SZ | 富祥股份 | 买入 | 107 | 19.95 | 1.25 | 1.85 | 2.42 | 16.0 | 10.8 | 8.2 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截至 2026 年 9 月 9 日，新宙邦、富祥股份 EPS 采用开源证券预测值，其他可比公司均来自于 Wind 一致预测）

下载日志已记录，仅供内部参考



## 6、 风险提示

（1）原材料涨价风险：6-APA 为公司医药制造业务主要原材料，若其价格出现上涨或大幅波动，可能推升公司生产成本。

（2）产品价格风险：若 VC、FEC 等电解液添加剂供给释放较快，可能导致价格竞争加剧，对公司业务收入可能产生一定影响。

（3）新业务拓展不及预期风险：公司微生物蛋白业务仍处商业化推进阶段，可能存在开拓进展不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1681 | 1461 | 2554 | 3223 | 4728 |
| 现金 | 695 | 483 | 947 | 1347 | 2142 |
| 应收票据及应收账款 | 304 | 417 | 721 | 946 | 1265 |
| 其他应收款 | 28 | 25 | 79 | 70 | 124 |
| 预付账款 | 10 | 16 | 36 | 38 | 58 |
| 存货 | 421 | 380 | 632 | 682 | 998 |
| 其他流动资产 | 222 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| **非流动资产** | 2856 | 2943 | 3039 | 3378 | 3286 |
| 长期投资 | 24 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1809 | 1861 | 2026 | 2204 | 2259 |
| 无形资产 | 235 | 288 | 289 | 289 | 291 |
| 其他非流动资产 | 788 | 785 | 724 | 885 | 735 |
| **资产总计** | 4537 | 4405 | 5593 | 6601 | 8013 |
| **流动负债** | 1544 | 1269 | 1898 | 1903 | 2123 |
| 短期借款 | 556 | 572 | 808 | 938 | 572 |
| 应付票据及应付账款 | 603 | 348 | 832 | 685 | 1259 |
| 其他流动负债 | 384 | 350 | 259 | 280 | 292 |
| **非流动负债** | 816 | 935 | 801 | 716 | 497 |
| 长期借款 | 736 | 809 | 675 | 590 | 371 |
| 其他非流动负债 | 80 | 126 | 126 | 126 | 126 |
| **负债合计** | 2360 | 2205 | 2699 | 2619 | 2620 |
| 少数股东权益 | -4 | 16 | 39 | 131 | 237 |
| 股本 | 550 | 539 | 539 | 539 | 539 |
| 资本公积 | 1381 | 1247 | 1247 | 1247 | 1247 |
| 留存收益 | 409 | 354 | 838 | 1554 | 2494 |
| **归属母公司股东权益** | 2180 | 2184 | 2856 | 3851 | 5157 |
| **负债和股东权益** | 4537 | 4405 | 5593 | 6601 | 8013 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 188 | 63 | 715 | 814 | 1403 |
| 净利润 | -280 | -63 | 694 | 1088 | 1411 |
| 折旧摊销 | 171 | 188 | 171 | 199 | 225 |
| 财务费用 | 27 | 45 | -13 | -57 | -110 |
| 投资损失 | 14 | 13 | -1 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | 97 | -136 | -140 | -420 | -130 |
| 其他经营现金流 | 160 | 16 | 3 | 5 | 8 |
| **投资活动现金流** | -140 | -220 | -265 | -537 | -132 |
| 资本支出 | 142 | 225 | 276 | 538 | 133 |
| 长期投资 | 0 | 3 | 10 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 2 | 2 | 2 | 2 | 0 |
| **筹资活动现金流** | -88 | 73 | -222 | -7 | -109 |
| 短期借款 | 7 | 15 | 236 | 130 | -367 |
| 长期借款 | -262 | 73 | -134 | -85 | -219 |
| 普通股增加 | 0 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -33 | -134 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 201 | 130 | -325 | -52 | 477 |
| **现金净增加额** | -32 | -85 | 227 | 270 | 1162 |

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1178 | 1185 | 2323 | 3305 | 4299 |
| 营业成本 | 1064 | 987 | 1247 | 1619 | 2069 |
| 营业税金及附加 | 17 | 16 | 28 | 41 | 56 |
| 营业费用 | 17 | 20 | 43 | 59 | 72 |
| 管理费用 | 139 | 133 | 236 | 380 | 559 |
| 研发费用 | 75 | 60 | 127 | 181 | 243 |
| 财务费用 | 27 | 45 | -13 | -57 | -110 |
| 资产减值损失 | -157 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 44 | 39 | 35 | 38 | 37 |
| 公允价值变动收益 | -0 | -1 | 1 | 1 | -1 |
| 投资净收益 | -14 | -13 | 1 | 1 | 1 |
| 资产处置收益 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | -287 | -64 | 689 | 1116 | 1440 |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **利润总额** | -289 | -65 | 686 | 1114 | 1438 |
| 所得税 | -8 | -2 | -8 | 26 | 27 |
| **净利润** | -280 | -63 | 694 | 1088 | 1411 |
| 少数股东损益 | -8 | -8 | 22 | 93 | 106 |
| **归属母公司净利润** | -272 | -55 | 672 | 995 | 1306 |
| EBITDA | -56 | 196 | 904 | 1355 | 1675 |
| EPS(元) | -0.51 | -0.10 | 1.25 | 1.85 | 2.42 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | -26.8 | 0.6 | 96.1 | 42.3 | 30.1 |
| 营业利润(%) | -25.1 | 77.8 | 1182.5 | 62.0 | 29.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | -35.5 | 79.8 | 1321.3 | 48.0 | 31.3 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 9.7 | 16.7 | 46.3 | 51.0 | 51.9 |
| 净利率(%) | -23.1 | -4.6 | 28.9 | 30.1 | 30.4 |
| ROE(%) | -12.9 | -2.9 | 24.0 | 27.3 | 26.2 |
| ROIC(%) | -5.7 | 0.2 | 16.0 | 19.8 | 22.2 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 52.0 | 50.0 | 48.3 | 39.7 | 32.7 |
| 净负债比率(%) | 45.3 | 58.7 | 28.6 | 12.4 | -16.4 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.7 | 2.2 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.7 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 4.4 | 3.8 | 4.8 | 4.7 | 4.6 |
| 应付账款周转率 | 4.0 | 3.4 | 4.0 | 4.1 | 4.1 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | -0.51 | -0.10 | 1.25 | 1.85 | 2.42 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.35 | 0.12 | 1.33 | 1.51 | 2.60 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.05 | 4.05 | 5.30 | 7.15 | 9.57 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | -39.5 | -195.3 | 16.0 | 10.8 | 8.2 |
| P/B | 4.9 | 4.9 | 3.8 | 2.8 | 2.1 |
| EV/EBITDA | -209.4 | 61.5 | 12.8 | 8.4 | 6.0 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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。

## 分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（北交所基准指数为北证 50 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。 | | |

下载日志已记录，仅供内部参考



## 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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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