下载日志已记录，仅供内部参考

基础化工 | 化学制品

非金融|公司专题报告

2026 年 10 月 13 日

新和成(002001.SZ)

——蛋氨酸价格有望企稳，新材料奠定持续成长

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

李辉

SAC：S1350526010001

lihui01@huayuanstock.com

张峰

SAC：S1350525120003

zhangfeng03@huayuanstock.com

沈露瑶

SAC：S1350526060002

shenluyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 10 月 12 日
收盘价（元）	26.21
一年内最高/最低（元）	40.19/22.95
总市值（百万元）	80,554.38
流通市值（百万元）	79,595.92
总股本（百万股）	3,073.42
资产负债率（%）	24.96
每股净资产（元/股）	11.35

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **供给收缩，旺季来临，蛋氨酸价格有望企稳回升。**公司蛋氨酸持续放量，成本优势明显，净利润占比快速提升。美伊战争降级及海外工厂产能陆续恢复，4-6 月国内进口量同比分别大幅增长导致蛋氨酸市场价下跌。但是我们注意到，受订单周期影响，Q2 厂家实际成交价涨幅不及市场价，Q3 随着低价单占比大幅降低，实际成交价或将好于市场预期。26 年 10 月安迪苏计划停产检修，韩国希杰 8 月宣布关闭马来西亚工厂，进口减少，供给收缩，叠加需求旺季来临下游补库存，我们预计蛋氨酸价格有望企稳回升。

- **聚焦精细化工，新产品奠定持续成长。**过去公司持续推出新产品，且依托其强大研发能力持续进行工艺改进降低成本，致力于将产品做成细分领域全球龙头。蛋氨酸以外，未来几年公司或仍将持续推出新产品，在建项目方面，公司拟投资 45 亿元建设 HA 项目，达产后将形成年产 10.3 万吨 HDI、2.1 万吨 IPDI 和 4 万吨 IPDA 产能；投资 100 亿元建设天津“己二腈-己二胺-尼龙 66”一体化项目，总规划 50 万吨/年己二腈及下游己二胺、尼龙 66。另外，公司已启动占地约千亩的山东香料新产业园规划。厄尔尼诺背景下，公司牛磺酸、藻油产品也值得关注，未来成长可期。

- **估值低位，盈利和分红能力强。**当前公司 PE 和 PB 估值均降至历史低位，公司盈利能力强，股东回报优异，近十年股利支付率保持在 40%-50%的较高水平。公司在建项目众多，考虑到长期以来公司产品均保持较高盈利能力，我们预计这些项目陆续投产后，公司收入利润有望进一步增长。此外，公司经营稳健，近几年资产负债率持续降低，较为优质的资产负债表或为公司未来发展提供充沛的资金支持。

- **盈利预测与评级：**公司已经形成维生素、蛋氨酸、香料、新材料四大业务板块，逐渐摆脱对维生素的依赖。未来随着新材料的产能释放及收入、利润的占比提升，或将降低养殖周期对公司的业绩影响，业绩稳定性有望进一步提升。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别至 90.4/116.6/128.8 亿元，同比增速分别为 33.59%/29.09%/10.40%。按照 2026 年 10 月 12 日股价对应的 PE 分别为 8.9/6.9/6.3 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示。产品价格波动；客户开拓不及预期；产能投放不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	21,610	22,251	24,943	29,310	33,068
同比增长率（%）	42.95%	2.97%	12.10%	17.51%	12.82%
归母净利润（百万元）	5,869	6,764	9,036	11,665	12,878
同比增长率（%）	117.01%	15.26%	33.59%	29.09%	10.40%
每股收益（元/股）	1.91	2.20	2.94	3.80	4.19
ROE（%）	20.01%	20.62%	23.92%	26.40%	25.12%
市盈率（P/E）	13.73	11.91	8.91	6.91	6.26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

公司已经形成维生素、蛋氨酸、香料、新材料四大业务板块，逐渐摆脱对维生素的依赖。未来随着新材料的产能释放及收入、利润的占比提升，或将降低养殖周期对公司的业绩影响，业绩稳定性有望进一步提升。我们维持盈利预测，预计公司2026-2028年归母净利润分别至90.4/116.6/128.8亿元，同比增速分别为33.59%/29.09%/10.40%。按照2026年10月12日股价对应的PE分别为8.9/6.9/6.3倍。我们选取同样为蛋氨酸及维生素生产企业的安迪苏、完整布局维生素产品的浙江医药以及均为核心赛道打破国外技术垄断的一体化平台公司万华化学作为可比公司。考虑到后续随着己二腈和其它产品放量，业绩或将继续保持稳健增长，维持“买入”评级。

关键假设

收入预测方面，我们预计公司2026-2028年营业收入分别为249、293、331亿元，对应同比增速分别为12.10%、17.51%、12.82%。分业务来看，我们预计公司营养品板块2026-2028年营业收入分别为174、195、203亿元；香精香料板块2026-2028年营业收入分别为39、44、51亿元；新材料板块2026-2028年营业收入分别为22、39、62亿元。

毛利率方面，我们预计2026-2028年公司整体毛利率分别为47.75%、51.73%、51.17%。

费用率方面，我们假设2026-2028年公司销售费用率分别为0.80%、0.80%、0.80%；管理费用率分别为2.80%、2.70%、2.70%；研发费用率分别为4.70%、4.60%、4.60%。

投资逻辑要点

公司已经形成维生素、蛋氨酸、香料、新材料四大业务板块，逐渐摆脱对维生素的依赖。未来随着新材料的产能释放及收入、利润的占比提升，或将降低养殖周期对公司的业绩影响，业绩稳定性有望进一步提升。

核心风险提示

产品价格波动；客户开拓不及预期；产能投放不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 蛋氨酸价格有望企稳回升 6
2. 新产品奠定持续成长 8
2.1. 己二腈：“皇冠明珠”，进口替代空间大 9
2.2. 藻油：受益于厄尔尼诺，替代鱼油逻辑强化 12
2.3. 牛磺酸：供给阶段性收缩，价格大幅上涨 15
2.4. HDI：寡头格局，公司具备一体化优势 17
3. 估值低位，盈利和分红能力强 19
4. 盈利预测与评级 21
4.1. 盈利预测 21
4.2. 投资建议 21
5. 风险提示 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 公司蛋氨酸净利润占比快速提升 6
图表 2： 新和成蛋氨酸盈利能力领先 6
图表 3： 2026 年蛋氨酸价格大涨后快速回落 6
图表 4： 2026 年 Q2 蛋氨酸进口量大幅增长 6
图表 5： 2026 年蛋氨酸出口价 4-7 月大幅上涨 7
图表 6： 2026 年全球蛋氨酸供给格局 7
图表 7： 全球蛋氨酸开工率持续提升 7
图表 8： 4 季度是饲料需求旺季 7
图表 9： 公司不断推出新产品 8
图表 10： 新产品驱动公司收入快速增长 8
图表 11： 上市以来公司净利润持续上台阶 8
图表 12： 己二腈产业链全景图 9
图表 13： 己二腈下游应用及份额占比 9
图表 14： 丁二烯法生产己二腈的直接氰基化反应式 9
图表 15： 己二腈主要生产工艺参数对比 10
图表 16： 全球己二腈产能情况（截至 2023 年底，不完全统计） 10
图表 17： 我国尼龙 66 产能及产量逐年增长 11
图表 18： 我国己二腈消费量情况 11
图表 19： 己二胺价格走势 11
图表 20： 鱼粉消费结构 12
图表 21： 2025 年全球鱼粉产量区域分布 12
图表 22： 秘鲁捕捞季配额和捕捞率均受厄尔尼诺影响 13
图表 23： 2026 年以来全球鱼粉产量骤降 13
图表 24： 秘鲁鱼油价格大幅上涨 14
图表 25： 不同藻油中的 PUFA/DHA/EPA 占总脂肪酸的含量 14
图表 26： 藻油 DHA（omega-3）含量高于鱼油 14
图表 27： 2025 年牛磺酸下游市场分布 15
图表 28： 2021-2025 年全球牛磺酸销量 15
图表 29： 我国牛磺酸生产企业产能分布情况 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30： 26Q2 以来牛磺酸价格大幅上涨 16
图表 31： 2025 年以来环氧乙烷价格走势（元/吨） 17
图表 32： 2025 年以来硫磺价格走势（元/吨） 17
图表 33： HDI 生产路线 18
图表 34： HDI 具有出色的耐候性,制品不易黄变 18
图表 35： 我国 HDI 下游应用结构 18
图表 36： 全球头部 HDI 单体企业产能（万吨/年） 18
图表 37： HDI 价格走势 19
图表 38： 公司 PE 估值处于历史底部区间 20
图表 39： 公司 PB 估值处于历史底部区间 20
图表 40： 公司股利支付率保持较高水平 20
图表 41： 2010 年至今公司 ROIC 走势 20
图表 42： 2019 年以来公司资产负债率逐渐降低 21
图表 43： 公司现金类资产高，有息负债低 21
图表 44： 可比公司估值表 22

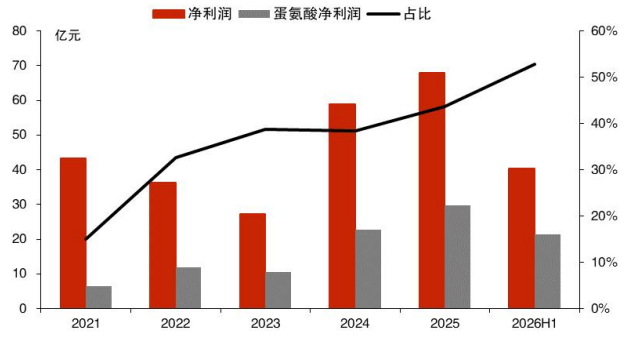
下载日志已记录，仅供内部参考

公司蛋氨酸持续放量，成本优势明显，净利润占比快速提升。26Q2 蛋氨酸价格大涨，而后价格快速回落，公司股价回调明显。我们认为当前公司估值较低，已具有较高安全边际，后续随着己二腈和其它产品放量，业绩或将继续保持稳健增长。

1. 蛋氨酸价格有望企稳回升

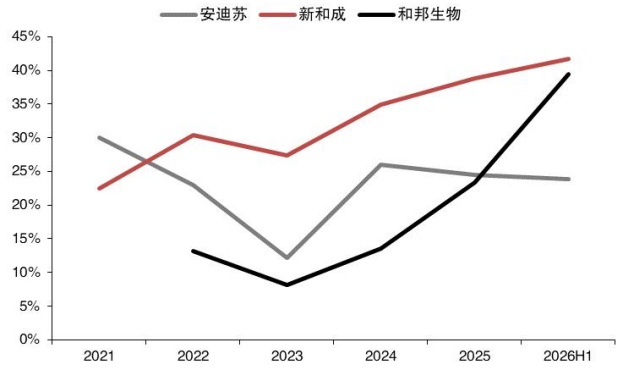
近几年公司蛋氨酸产能快速增长，从 2019 年 5 万吨迅速扩产至目前 55 万吨（含合资公司）。成本优势明显，2026 年上半年，公司氨基酸子公司净利率 41.7%，可比公司安迪苏功能化学品板块毛利率为 23.84%，和邦生物蛋氨酸产品毛利率为 39.4%。凭借成本优势和产销量增长，2026 年上半年，公司蛋氨酸贡献净利润 21.3 亿（含合资公司），净利润占比为 52.87%。

图表 1：公司蛋氨酸净利润占比快速提升



资料来源：wind，华源证券研究所

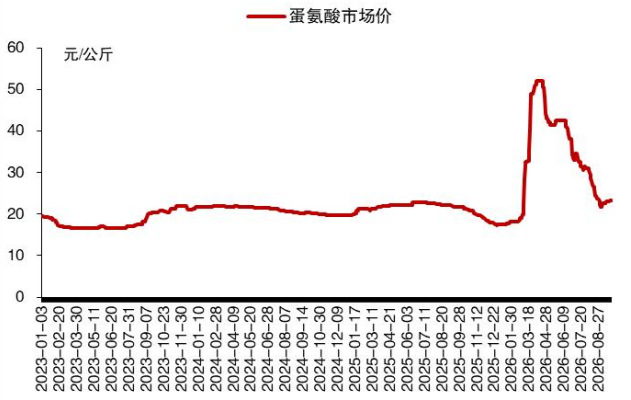
图表 2：新和成蛋氨酸盈利能力领先



资料来源：wind，华源证券研究所 注：新和成为氨基酸子公司净利率，和邦生物为蛋氨酸板块毛利率，安迪苏为功能化学品板块毛利率，不同披露口径仅供参考

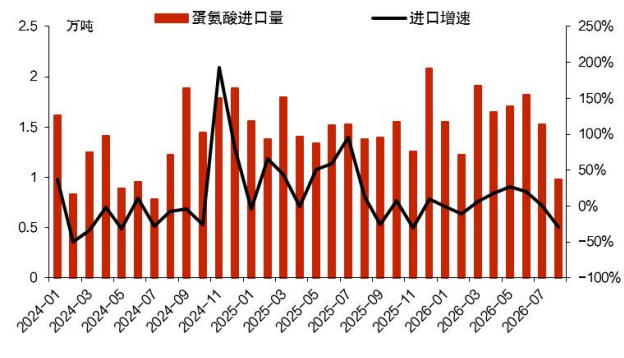
受美伊战争和赢创新加坡工厂不可抗力影响，26Q2 国内蛋氨酸市场价大幅上涨，从 2 月底 19.15 元/公斤迅速涨至 4 月初最高 52 元/公斤。此后美伊战争降级及海外工厂产能陆续恢复，4-6 月国内进口量同比分别大幅增长 17.2%/26.9%/20%，导致市场价迅速跌至目前 23.2 元/公斤（截至 26 年 9 月底）。

图表 3：2026 年蛋氨酸价格大涨后快速回落



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2026 年 Q2 蛋氨酸进口量大幅增长



资料来源：wind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

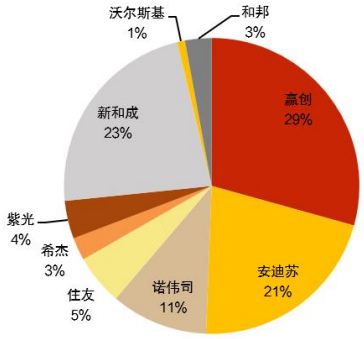
由于蛋氨酸盈利占新和成比重较高，受市场价大幅下跌影响，公司股价自 26 年 4 月至今整体回落较多。但是我们注意到，受订单周期影响，Q2 厂家实际成交价涨幅不及市场价，Q3 随着低价单占比大幅降低，实际成交价或将好于市场预期。根据海关数据，3-7 月国内蛋氨酸出口均价分别为 2.19/2.7/3.03/3.54/4.08 美元/公斤，价格持续上涨。8 月虽回落至 3.54 美元/公斤，但仍明显高于去年同期和今年 2 季度均价。

图表 5：2026 年蛋氨酸出口价 4-7 月大幅上涨



资料来源：wind，华源证券研究所

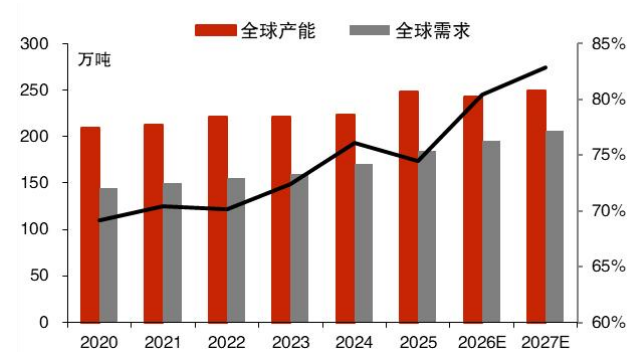
图表 6：2026 年全球蛋氨酸供给格局



资料来源：博亚和讯，杭州维高公众号等，华源证券研究所

龙头退出，行业格局改善。8 月底韩国希杰宣布彻底关闭马来西亚工厂蛋氨酸产线，其 8 万吨/年全球唯一大规模发酵法蛋氨酸产能正式退出市场。厂区后续计划改造生产其他氨基酸产品，此举进一步收紧全球蛋氨酸供给。事实上，近几年海外产能在持续收缩。2021 年赢创关闭德国韦瑟灵工厂 6.5 万吨产能，住友化学 2023 年 11 月关闭 30%约 8 万吨产能，安迪苏关闭其法国 Commentry 工厂 5.7 万吨产能。本次韩国希杰退出蛋氨酸市场后，赢创、安迪苏和新和成三大龙头产能占比或将超过 70%，行业集中度进一步提升。

图表 7：全球蛋氨酸开工率持续提升



资料来源：博亚和讯，华源证券研究所 注：液蛋按折纯折算产能

图表 8：4 季度是饲料需求旺季



资料来源：wind，华源证券研究所

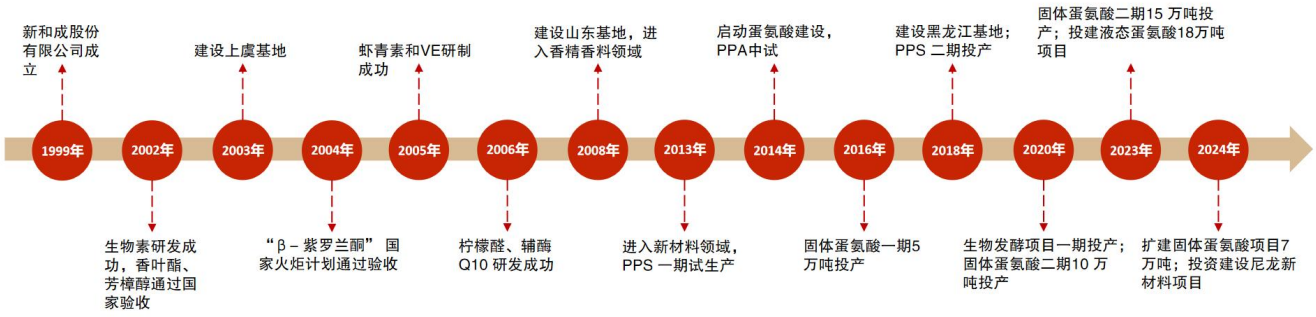
10 月安迪苏计划停产检修，韩国希杰产能关闭进口减少。据秣宝网报道，下游饲料 10 月进入需求旺季，大部分终端用户的维生素和氨基酸库存不会超过 1 个月。因此，我们预计今年 10 月采购或将快速恢复。下游补库存叠加供给收缩，我们预计蛋氨酸价格有望企稳回升。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 新产品奠定持续成长

新和成聚焦精细化工，持续推出新产品，且依托其强大研发能力持续进行工艺改进降低成本，致力于将产品做成细分领域全球龙头。至 2025 年公司已经形成维生素、蛋氨酸、香料、新材料四大业务板块，逐渐摆脱对维生素的依赖。未来随着新材料产能释放，收入和利润的占比提升，或将降低养殖周期对公司的业绩影响，业绩稳定性进一步提升。

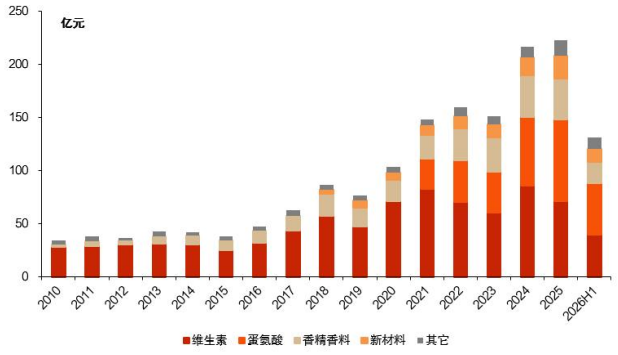
图表 9：公司不断推出新产品



资料来源：公司官网，华源证券研究所

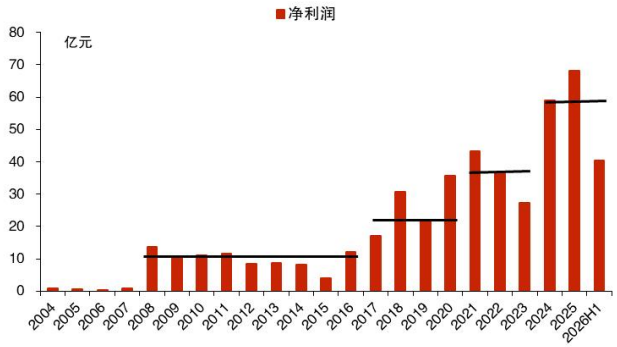
25Q4 和 26Q1，蛋氨酸、维生素均处于价格底部区间，公司季度归母净利润分别为 14.43 亿和 18.27 亿。2025 年公司与中国石油化工股份有限公司合资建设的 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目顺利完成一次性试车，公司新增权益 9 万吨蛋氨酸产能，满产后预计公司利润或将进一步提升。

图表 10：新产品驱动公司收入快速增长



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：上市以来公司净利润持续上台阶



资料来源：wind，华源证券研究所

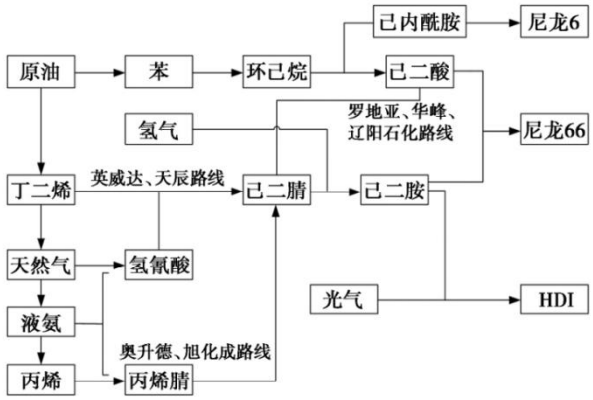
蛋氨酸以外，未来几年公司或仍将持续推出新产品，未来成长依然可期。其中牛磺酸、藻油、己二腈、HDI 等值得关注。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1. 己二腈：“皇冠明珠”，进口替代空间大

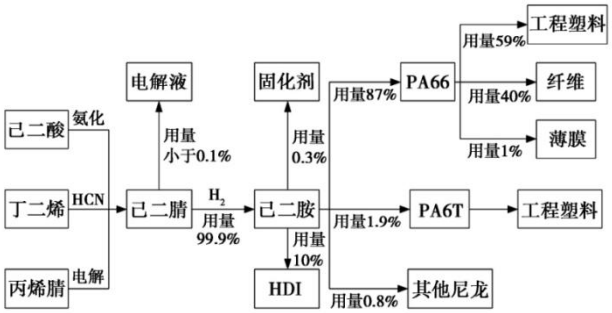
己二腈（ADN）是一种非常重要的有机化工原料，其为无色透明的油状液体，易燃，有毒性和腐蚀性。己二腈在工业上主要用于生产己二胺，己二胺主要用于生产尼龙 66。尼龙 66 具有高强度、耐热、耐磨、耐腐蚀的优良性能，被广泛应用于化纤和工程塑料领域。

图表 12：己二腈产业链全景图



资料来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》陈亚君，华源证券研究所

图表 13：己二腈下游应用及份额占比

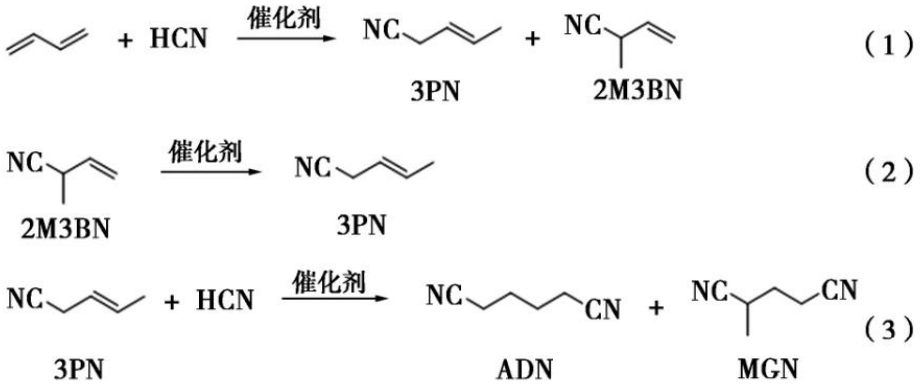


资料来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》陈亚君，华源证券研究所

目前，工业生产己二腈的工艺路线主要有丁二烯氰化法、丙烯腈电解法、己二酸氨化法，还有产能规模小的己内酰胺氨化法和 1,4-二氯丁烷氰化法。

丁二烯法生产工艺具有竞争力。丁二烯法虽然采用剧毒的氢氰酸为生产原料，对于设备、操作、管理等方面都有非常高的要求，但具有原料成本低、能耗低、工艺路线短、产品的质量好及收率高等优势，是比较理想的大规模工业化生产路线。

图表 14：丁二烯法生产己二腈的直接氰基化反应式



资料来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》陈亚君，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：己二腈主要生产工艺参数对比

工艺路线	丙烯腈电解法		丁二烯氰化法	己二酸氨化法
	有隔膜法	无隔膜法		
能耗（$kW \cdot h^{-1}$）	4000	3000	200	-
工艺条件（℃）	50-60		40-150	200-350
产品收率（%）	90-92		85-90	84-96
生产规模	中小		大	中小
投资额	较高		高	较低
原料成本	较高		原料成本低	较高
工艺前景	反应可以一步完成，产品质量好，但反应条件复杂，工艺危险性高。对操作条件要求高，能耗高，且丙烯腈的毒性及腐蚀性强。		原料成本低、能耗低、工艺路线短且产品的质量好，是比较理想的工业化生产路线，适合大规模的工业化生产，但一次性投资大，技术门槛高，催化剂难，原料氢氰酸剧毒，对安全管理有较高要求。	己二酸法生产工艺简单、设备投资低，但副反应多，导致产品分离难度大，产品质量不好，单套装置产能受限，原料利用效率低，随着己二酸工艺不断成熟，成本不断降低，己二酸法经济效益开始变化。
代表公司	旭化成	奥升德	英威达	重庆华峰

资料来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》陈亚君，华源证券研究所

全球己二腈生产以美国英威达为首，行业高度集中，近年来重心逐步向我国转移。截至 2023 年底，英威达、奥升德、巴斯夫、华峰、天辰齐翔这 5 家企业占据了全球产能的 97%。其中，英威达产能 91.65 万吨，是全球最大的己二腈生产企业，占全球产能的 49%。2023 年 10 月，英威达宣布关闭在美国德克萨斯州奥兰治（Orange）的己二腈工厂，随着我国己二腈行业的快速发展，英威达发展的重心正逐步移向我国，全球尼龙产业的重心也正向我国移动。

图表 16：全球己二腈产能情况（截至 2023 年底，不完全统计）

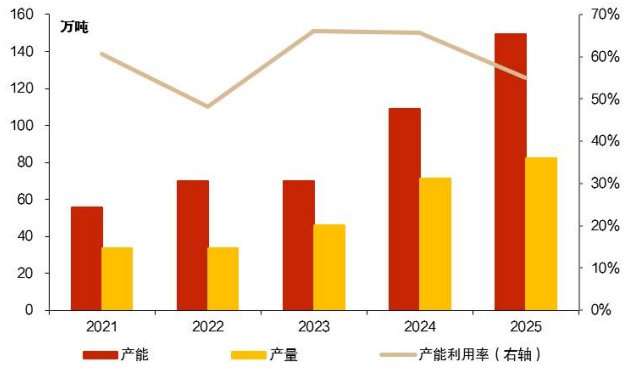
企业	地点	产能（万吨/年）	工艺路线	备注
英威达	美国奥兰治（Orange）	51.65	丁二烯法	2023 年 10 月关闭
	美国维多利亚（Victoria）	51.65	丁二烯法	
	中国上海	40.00	丁二烯法	
英威达/巴斯夫	法国 Butachimie	62.50	丁二烯法	两家各占 50%
奥升德	美国	49.00	丙烯腈法	
华峰集团	中国	20.00	己二酸法	
天辰齐翔	中国	20.00	丁二烯法	
旭化成	日本	4.30	丙烯腈法	

资料来源：《己二腈的产业化现状与发展建议》伊帆，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

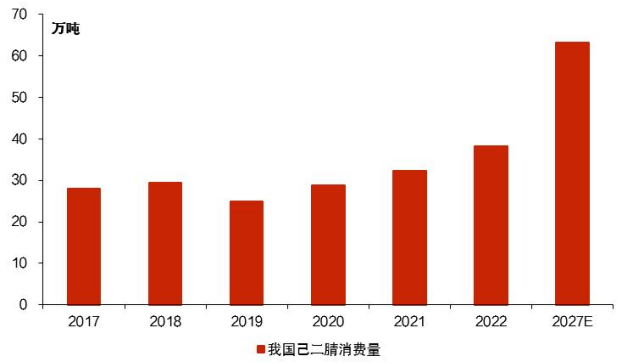
己二腈下游主要用于合成尼龙 66，尼龙 66 国内产能近几年快速增长，25 年产量达到 82 万吨，己二腈需求相应增长，预计 2027 年我国己二腈消费量将达到 63.2 万吨。考虑到我国尼龙 66 国内产能加速扩张，预计未来己二腈需求量将相应增长。

图表 17：我国尼龙 66 产能及产量逐年增长



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

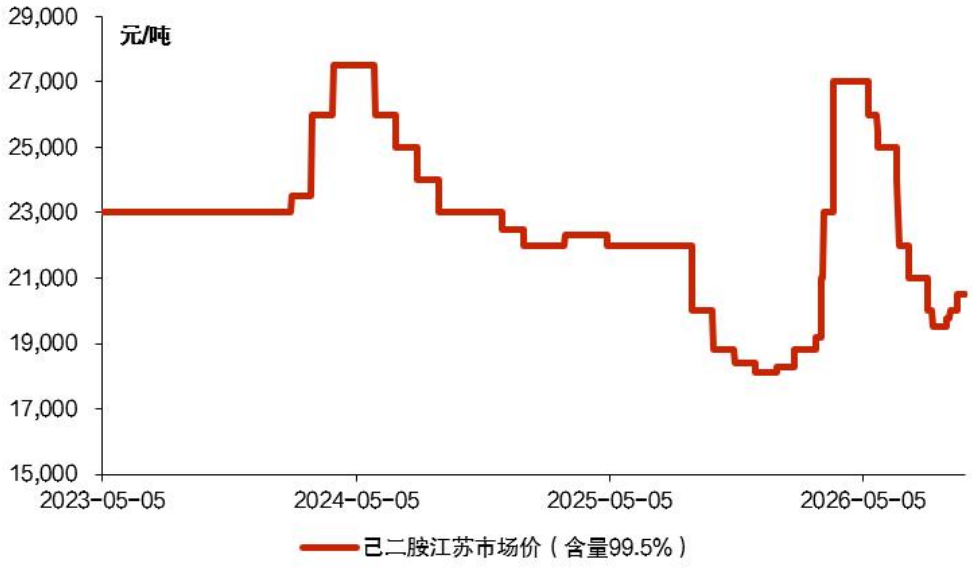
图表 18：我国己二腈消费量情况



资料来源：《己二腈工艺路线选择及产业化分析》陈亚君，艾邦高分子，华源证券研究所

2022 年受地缘冲突影响，己二腈原料供应受限，价格维持高位，进口高端产品价格一度达 60000 元/吨，国产替代尚未形成规模，国内进口依赖度超 60%，价格被动跟随海外巨头定价。2023-2024 年随着中国己二腈国产化突破，天辰齐翔、华峰等企业扩产释放产能，叠加全球经济增速放缓压制下游需求，全年均价较 2022 年腰斩。2024 年随着新增产能持续释放，市场竞争加剧，英威达、华峰等企业主动下调报价，价格维持弱稳。

图表 19：己二胺价格走势



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司天津基地聚焦“己二腈-己二胺-尼龙 66”全产业链一体化布局，采用自主研发技术推动关键材料国产替代，一期规划建设 10 万吨/年己二腈、己二胺及 14 万吨/年尼龙 66 产能，项目预计 2027 年建成投产，此外，公司远期规划 50 万吨/年己二腈及下游己二胺、尼龙 66，打造一体化生产体系。

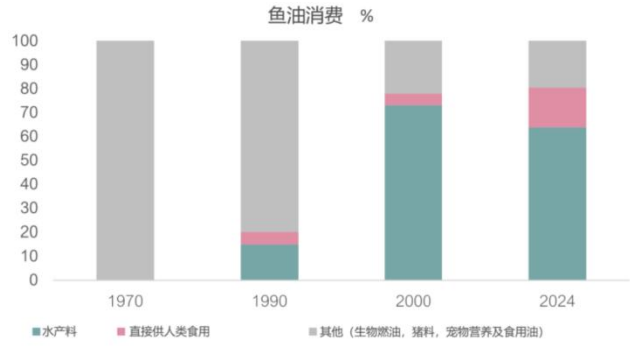
公司具备原料优势，独立研发稳定且成本更低的己二腈催化合成技术。公司蛋氨酸项目的发展过程中，形成了氢氰酸整条工艺生产线的自主生产。己二腈生产所需的原料也有氢氰酸，公司自产的氢氰酸将为蛋氨酸、己二腈提供充足原料。此外，公司拥有独立催化平台，具备多年催化剂研发经验，自主研发出稳定且成本更低的己二腈催化合成技术。

2.2. 藻油：受益于厄尔尼诺，替代鱼油逻辑强化

鱼粉是以一种或多种鱼类为原料，经去油、脱水、粉碎加工后形成的高蛋白质饲料原料，具有营养丰富、生物学价值高等特点，鱼油是在加工鱼粉的过程中副产出的油脂原料，富含丰富的多不饱和脂肪酸，具有十分重要的营养和药用价值。根据 IFFO 统计，鱼粉下游消费以水产饲料为主，鱼油下游消费同样以水产饲料为主，但由于人们发现了长链 omega-3 脂肪酸对于人体的营养价值，近年来鱼油越来越多被用于供人类食用。

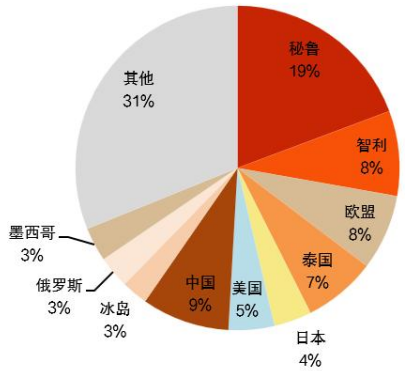
过去全球鱼粉/鱼油供应量相对稳定，秘鲁产量占比较高。根据 IFFO 数据，自 2000 年起鱼粉和鱼油的产量稳定在每年 600 万吨左右，其中鱼粉产量约为 500 万吨，鱼油产量约为 100 万吨。近年来得益于渔业管理和新投资，全球鱼粉和鱼油产量有所增加，鱼油年产量在 120 万吨以上，美国农业部数据显示 2025 年全球鱼粉产量为 531 万吨。产量分布来看，秘鲁是全球鱼粉产量最大的区域，2025 年秘鲁鱼粉产量占全球比例约为 19%。

图表 20：鱼粉消费结构



资料来源：IFFO，华源证券研究所

图表 21：2025 年全球鱼粉产量区域分布



资料来源：美国农业部，华源证券研究所

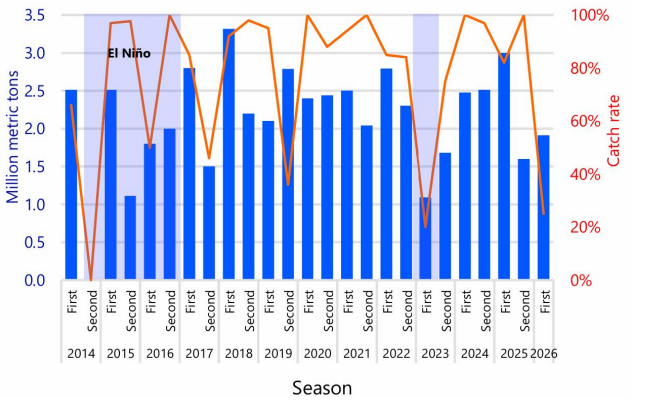
生物量持续萎缩，厄尔尼诺叠加秘鲁禁渔，全球鱼粉/鱼油供给遭受冲击。鱼粉和鱼油的主要原料是鳀鱼等中上层鱼类，秘鲁鳀鱼是全球范围内产量最大的单鱼种渔业，也是最容易受厄尔尼诺现象影响的渔业之一，秘鲁鳀鱼捕获量会在较大程度上影响鱼粉和鱼油产量。由于开捕前评估显示生物量持续萎缩，秘鲁政府将 2026 年第一个捕捞季配额设定为 191 万吨，较 2025 年的 300 万吨同比下降 36%。与此同时，由于厄尔尼诺导致海温升高，开捕后幼鱼

下载日志已记录，仅供内部参考

数量占比增加，秘鲁政府实施了全面禁渔，禁令一直延续至 2026 年 6 月，最终演变成了实际上的捕捞季关闭。因此，秘鲁 2026 年第一个捕捞季的捕捞量仅达到配额的约 25%，这对于全球鱼粉和鱼油的供给冲击较为剧烈。

根据 IFFO 统计，2026 年 1-5 月 IFFO-8 覆盖区域（包含秘鲁、丹麦、挪威、智利、美国、冰岛、北冰洋、南非、西班牙）鱼粉累计产量为 64 万吨，同比下滑 48%，2026 年 5 月单月同比下滑 82%；鱼油累计产量同比下滑 30%，2026 年 5 月单月同比下滑 65%。

图表 22：秘鲁捕捞季配额和捕捞率均受厄尔尼诺影响



资料来源：RaboResearch 《El Niño: The Pacific's long reach and its implications for agriculture and animal protein》，华源证券研究所

图表 23：2026 年以来全球鱼粉产量骤降

区域/国家	2026年1-5月鱼粉产量（千公吨）	1-5月同比变化 (25/26)	仅5月同比变化 (25/26)
秘鲁	202	-65%	-97%
丹麦/挪威	86	-40%	-75%
智利	151	-35%	-35%
IFFO-8总计	640	-48%	-82%

资料来源：Kontali、IFFO、RaboResearch，华源证券研究所

正常年份的鲲鱼出油率一般在 3-3.5%左右，厄尔尼诺年份会对鲲鱼种群造成影响，出油率最低可达 1.8%，鱼油比鱼粉更易发生供给弹性收缩。一旦海水温度始终较暖，受温度影响或饵料匮乏的秘鲁鲲鱼的出油率会显著低于健康成鱼。产出 1 吨鱼粉通常来说仅需 4-4.3 吨鲲鱼，出粉率 23-25%，波动较小。然而，鱼油出油率受到鱼龄、季节和海温等影响，如果鲲鱼“偏瘦”，将导致出油率下降，使得鱼油产量发生更大的弹性收缩，产出 1 吨鱼油需要的鲲鱼最高可达 55 吨，出油率低至 1.8%。

鱼粉/鱼油的有限供应引发了其价格的大幅上涨。根据 Seafood Media 数据，截至 2026 年年中，优质鱼粉价格突破 4000 美元/吨，高端 Omega-3 鱼油价格已接近 7000 美元/吨。根据 Rabobank 数据，2026 年初鱼粉价格大幅上升，突破了 2000 美元/吨的关口，截至 2026 年 7 月，鱼粉价格为去年同期 2 倍水平，而鱼油价格为去年同期 3 倍水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24：秘鲁鱼油价格大幅上涨



资料来源：Austevoll Seafood ASA，华源证券研究所

藻油 Omega-3（EPA+DHA）和鱼油生物利用度相近。DHA 的主要来源是鱼油和藻油，藻油是一种有营养、安全且可持续的鱼油替代品。藻油富含高浓度的二十二碳六烯酸（DHA）和部分二十碳五烯酸（EPA），是以各种微藻为原料，经生物发酵、分离、提纯等工艺生产的一种可供食用的油脂。藻油不受渔业配额、气候冲击和季节变化影响，产出不受资源限制，供应链更稳定，是一种可靠的 omega-3 来源，在 2023 年鱼油危机期间藻油迅速填补了鱼油的供应缺口。根据 CFI 数据，藻油的价格区间为 6000-15000 美元/吨左右。我们认为，考虑到鱼油涨价，藻油作为重要的功能性营养油脂，市场需求有望呈现稳健增长趋势。

图表 25：不同藻油中的 PUFA/DHA/EPA 占总脂肪酸的含量



资料来源：《DHA 藻油的健康功效及其在保健食品中的应用》郭晋红等，华源证券研究所

图表 26：藻油 DHA（omega-3）含量高于鱼油

DHA Content Comparison	
Source	DHA Content (g/100 g oil)
Algal Oil	30–40
Fish Oil	18–30
Yeast Oil	10–15
GM Oilseed Oil	10–15

资料来源：《Microalgal omega-3 oils in salmonid aquaculture: nutritional, immunological, and sustainability perspectives beyond fish oil》John Lloyd F. Penionez 等，华源证券研究所

根据新和成公告，公司采用异养发酵工艺，通过工程藻种选育与精准发酵控制，以可持续来源的葡萄糖生产藻油 DHA，从而减少对海洋生态的依赖。公司藻油 DHA 产品纯度高、稳定性好，已获国内外客户认可，为营养健康产业提供可持续的植物基 Omega-3 解决方案。

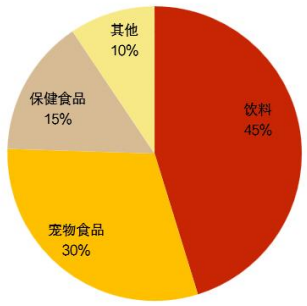
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3. 牛磺酸：供给阶段性收缩，价格大幅上涨

牛磺酸又称牛胆酸，是一种含硫的非蛋白质类氨基酸，无臭、微酸味，为白色针状晶体或粉末状。牛磺酸水溶性大，不仅存在于胆汁中，也广泛存在于所有动物的组织、细胞内，在哺乳类组织细胞中，特别是神经、肌肉和腺体中的含量较高，海洋生物含量最高。

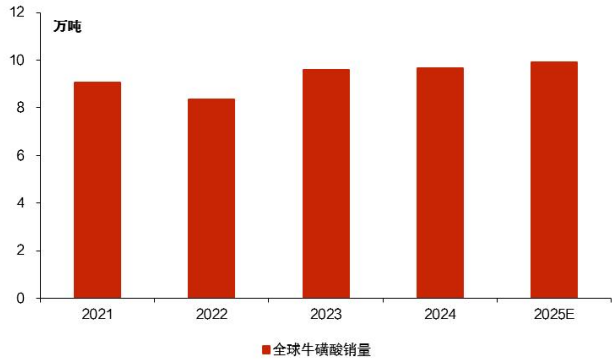
牛磺酸具有重要的生理功能和药理功能，广泛应用于功能饮料、保健食品、宠物饲料及水产养殖等领域，具有改善神经功能、增强免疫力、抗氧化等作用，下游需求持续增长。2024年全球牛磺酸销量已经达到9.67万吨，2025年预计销量为9.93万吨，未来全球牛磺酸销量有望保持在10万吨/年以上。

图表27：2025年牛磺酸下游市场分布



资料来源：观研报告网，华源证券研究所

图表28：2021-2025年全球牛磺酸销量



资料来源：观研报告网，华源证券研究所

牛磺酸生产工艺以化学合成为主。牛磺酸最初是通过天然产物提取制备，以富含牛磺酸的海洋生物（如马氏珠母贝、海瓜子、芝麻螺、蓝鳍金枪鱼等）、藻类以及屠宰下脚料等为原料提取，牛磺酸的天然产物提取工艺虽然原料来源丰富、产品性能高于合成牛磺酸，但其量产难度大、成本高，无法满足日益增长的市场需求。因此，目前超过90%的牛磺酸市场供应来源于化学合成工艺，且环氧乙烷法已经成为化学合成生产牛磺酸的首选工艺。

全球90%以上牛磺酸产能集中于我国，且行业寡头格局稳固。牛磺酸目前在国际市场上除了日本有少量生产之外，主要生产厂商均在我国，国内头部企业合计产能占全球90%以上。海外牛磺酸厂商主要供应医药级产品，国内牛磺酸行业供给呈寡头格局，目前已投产产能主要集中在永安药业、新和成和远大生科。

下载日志已记录，仅供内部参考

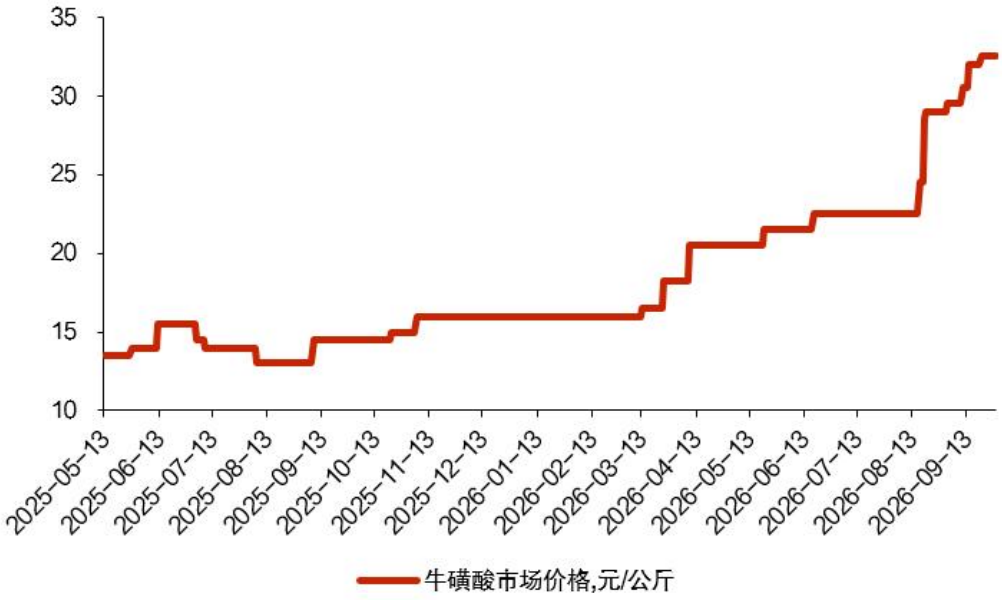
图表 29：我国牛磺酸生产企业产能分布情况

公司	产能（万吨/年）	备注
永安药业	7.8	采用环氧乙烷法，全球最大的牛磺酸生产基地，牛磺酸产品大部分出口，为红牛、雀巢、可口可乐等世界级公司的重要供应商
圣元环保	4（在建）	采用环氧乙烷法，正在进行设备安装调试，即将开始联动调试、专项验收及试生产条件审查和备案，备案通过后将进行中试及投料试生产
新和成	3	采用环氧乙烷法，主要供应食品饮料、饲料添加剂等领域国内外知名企业
远大生科	2.5	采用环氧乙烷法，属于远大医药旗下
江阴华昌	1	采用环氧乙烷法

资料来源：慧聪化工网，各公司公告，中国兽药饲料交易中心，华源证券研究所

26Q2 以来牛磺酸价格大幅走高。2026 年初牛磺酸市场价格普遍为 16 元/公斤，截至 8 月底市场价格冲高至 29 元/公斤。进入 9 月后，牛磺酸价格持续走高，截至 9 月 29 日价格达到 32.5 元/公斤，较年初涨幅达到 103%。根据中国兽药饲料交易中心报道，预计后市牛磺酸价格或将达到 40 元/公斤。

图表 30：26Q2 以来牛磺酸价格大幅上涨

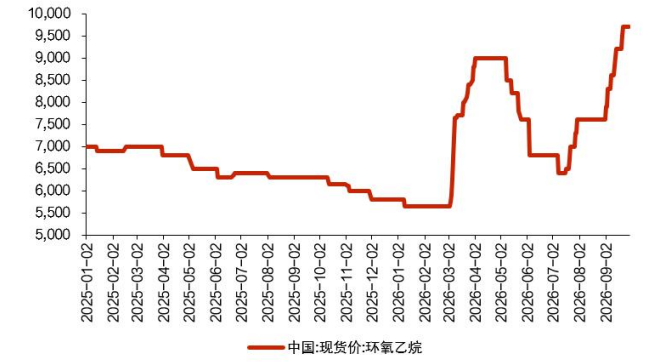


资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

本轮牛磺酸大幅涨价的原因一方面在于成本端提升，另一方面在于装置检修带来的有效供给阶段性收缩。成本端来看，牛磺酸生产以环氧乙烷法为主流工艺，主要原料为环氧乙烷、硫磺等原料。2026 年以来，硫磺、环氧乙烷价格同比大幅上行，截至 2026 年 9 月 29 日，环氧乙烷价格为 9700 元/吨，较年初涨幅达到 67%；硫磺价格为 7544 元/吨，较年初涨幅达到 105%。两大核心原料同步上涨，直接抬升牛磺酸生产成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31：2025 年以来环氧乙烷价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，华源证券研究所

图表 32：2025 年以来硫磺价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

多家主流企业安排装置检修，有效供给阶段性收缩，同时行业库存处于低位，厂商挺价意愿较强。供给方面，据慧聪化工网报道，近期牛磺酸主流厂家或按计划减产停产检修，部分品牌交货供应受限，形成阶段性的供需趋紧。需求方面，宠物食品行业持续扩容，海外宠物饲料强制添加牛磺酸新规落地带来增量。此外，饲料领域还出现牛磺酸替代部分鱼粉的配方调整，进一步拉动新增需求，多下游同步放量，支撑价格上行。未来随着牛磺酸行业寡头格局的不断强化，我们认为头部企业对于牛磺酸的定价能力有望进一步加强。

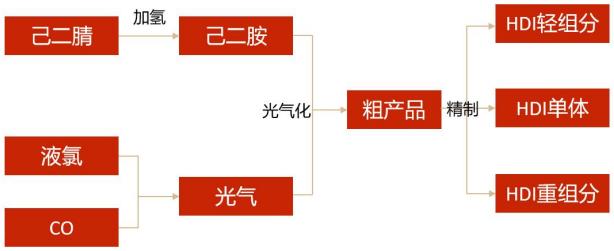
2023 年公司采用自主知识产权的绿色工艺生产的牛磺酸产品投放市场，当前公司具备牛磺酸产能 3 万吨/年，主要供应食品饮料、饲料添加剂等领域的国内外知名企业。鱼粉高价时代下，牛磺酸可以作为低鱼粉饲料配方中不可或缺的短板营养，公司致力于提供高品质、高稳定性的饲料级牛磺酸，帮助客户完成鱼粉减量配方升级，有效解决鱼虾长势慢、体质弱、应激高发、肝胆差等实际难题。

2.4. HDI：寡头格局，公司具备一体化优势

HDI 即六亚甲基二异氰酸酯，是一种脂肪族多异氰酸酯。作为高端脂肪族异氰酸酯核心品种，HDI 与传统 MDI、TDI 存在本质差异，其分子结构不含苯环、仅含饱和脂肪链，具备耐黄变、耐候、耐腐蚀、高透光等核心优势，使得制得的聚氨酯制品具有不黄变的特点，是高端聚氨酯涂料、胶粘剂不可或缺的核心原料。凭借优异的综合性能，HDI 广泛应用于各类高要求场景，例如汽车原厂面漆、户外建筑外墙涂料、工业重防腐漆、高档木器清漆、游艇防水涂层等长期暴露在外、对颜值与耐用性要求严苛的领域，HDI 作为原料可较好解决传统涂料易发黄、易老化、寿命短的痛点。从 HDI 生产路线看，合成 HDI 的关键原材料是己二胺和光气，通过光气化形成粗产品，精制后得到 HDI 轻组分、HDI 单体和 HDI 重组分。

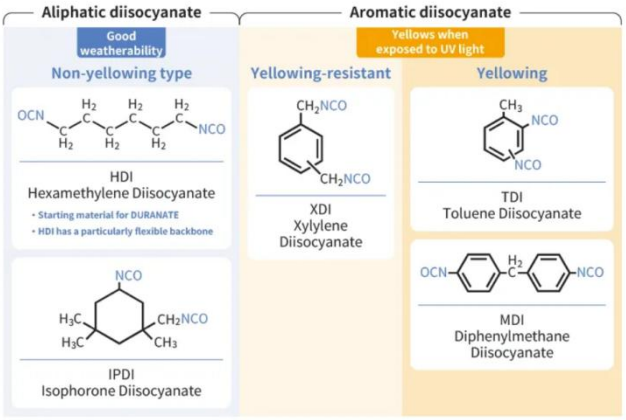
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33：HDI 生产路线



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

图表 34：HDI 具有出色的耐候性，制品不易黄变



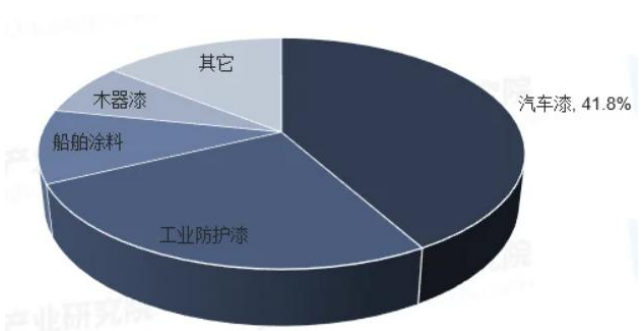
资料来源：旭化成官网，华源证券研究所

工业防护漆、船舶漆和木器漆等是 HDI 重要的应用领域。具体来看，汽车用漆是 HDI 第一大消费市场，占比达到 41.8%。其次为工业防护漆、船舶涂料和木器漆。随着涂料应用高端化和新兴工业领域的发展，HDI 在电泳漆、超耐磨地坪漆、风电叶片及塔筒防护涂料、光伏背板结构胶等新兴领域的应用也在快速增长。

当前 HDI 行业寡头格局显著，科思创、万华化学、美瑞新材为全球前三大 HDI 生产企业。供给方面，康睿（Vencorex）曾长期占据全球第二大 HDI 供应商地位，然而，受俄乌战争引发的欧洲能源危机影响，康睿在激烈的市场竞争中成本优势下降，经营状况持续恶化，最终进入司法重组阶段。2025 年 4 月 10 日，万华化学完成对康睿 HDI 业务的收购，包括其位于法国的核心生产基地及 7 万吨 HDI 单体产能。2026 年 7 月 1 日，科思创完成对康睿在泰国罗勇府和美国得克萨斯州弗里波特的两家拥有独立 HDI 衍生物生产基地的收购。当前 HDI 行业寡头格局显著，科思创、万华化学、美瑞新材为全球前三大 HDI 生产企业。

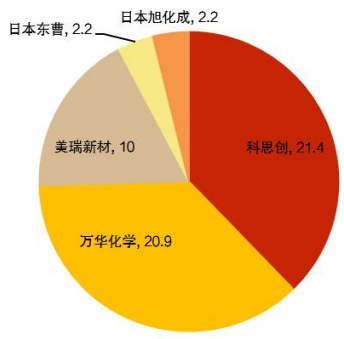
现阶段，HDI 的生产受到工艺技术以及原料的双重制约。HDI 生产制备主要采用光气法，光气作为生产过程中的关键原料，由于其剧毒特性，导致光气项目的审批难度大，也限制了 HDI 行业的产能扩张。此外，HDI 的生产依赖于己二胺作为主要的中间体，这与尼龙 66 生产中对己二胺的显著需求之间构成了一种潜在的市场争夺，鉴于己二胺在这两种产品制造中的核心地位，任何一端需求的增长都可能对另一端的原料获取造成影响。

图表 35：我国 HDI 下游应用结构



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

图表 36：全球头部 HDI 单体企业产能（万吨/年）

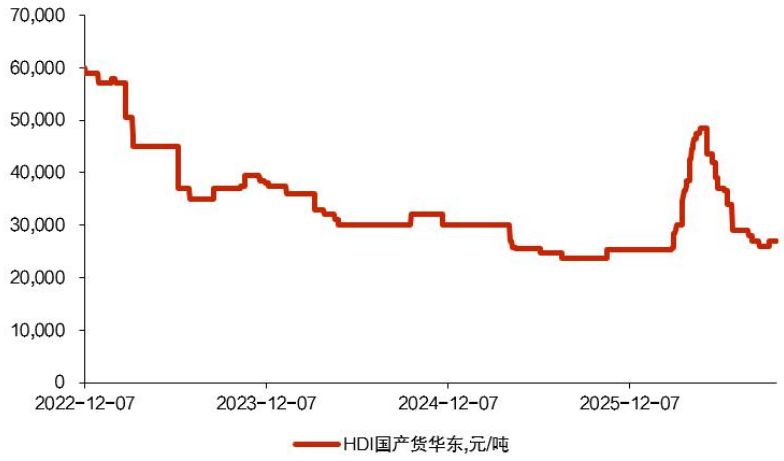


资料来源：化工新材料公众号，科思创官网等，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

随着供给从紧缺走向宽松，HDI 产品价格已呈下滑趋势。2026 年 3 月以来，由于中东局势导致原材料价格上涨，HDI 价格由年初 25250 元/吨最高上行至 48500 元/吨，然而随着供给从紧缺走向宽松，5 月以来 HDI 产品价格已呈下滑趋势，截至 2026 年 9 月 29 日我国 HDI 价格为 27000 元/吨。

图表 37：HDI 价格走势



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

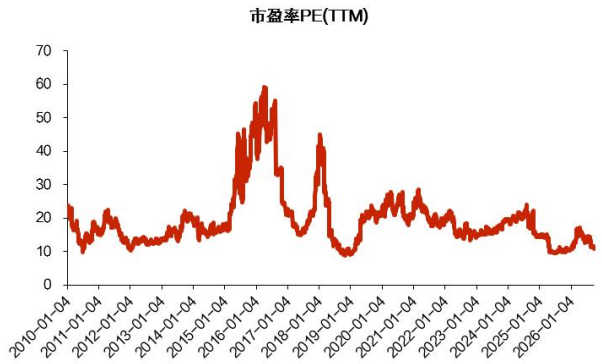
山东潍坊基地作为公司的核心布局之一，规划了 HDI/IPDI 新材料项目，总规划产能为 10.3 万吨/年。此外，2026 年 4 月公司还获批了 11 万吨脂肪族异氰酸酯项目（HDI+IPDI+HMDI），项目将依托现有光气、氰化氢装置及配套气体系统，形成从基础原料到异氰酸酯单体及衍生物的完整一体化产业链。与竞争对手相比，公司依托其己二腈-己二胺一体化布局，具备显著的差异化及一体化竞争优势。

3. 估值低位，盈利和分红能力强

截至 2026 年 9 月 29 日，公司 PE-ttm 估值已降至 11 倍，2010 年至今最低 8.9 倍，均值 19.5 倍。PB 估值已降至 2.3 倍，2010 年至今最低 1.6 倍，均值 3 倍。当前公司 PE 和 PB 估值均降至历史低位。

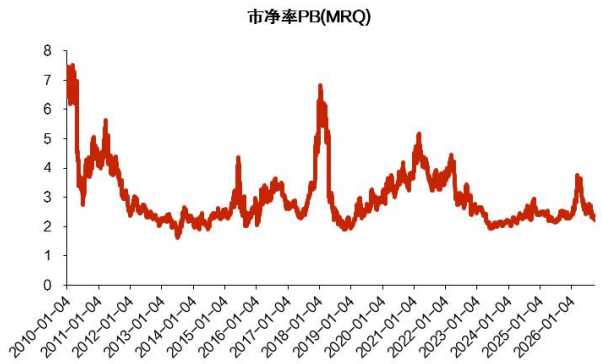
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 38：公司 PE 估值处于历史底部区间



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 39：公司 PB 估值处于历史底部区间



资料来源：wind，华源证券研究所

盈利能力强，股东回报优异。近十年随着收入利润稳步提升，公司经营性现金流也保持快速增长，股利支付率保持在 40%-50%的较高水平（2024 年现金股利支付率 36.65%，但回购注销 1748.6 万股）。2010 年至今公司 ROIC 均值 14%，2025 年提升至 17.45%。

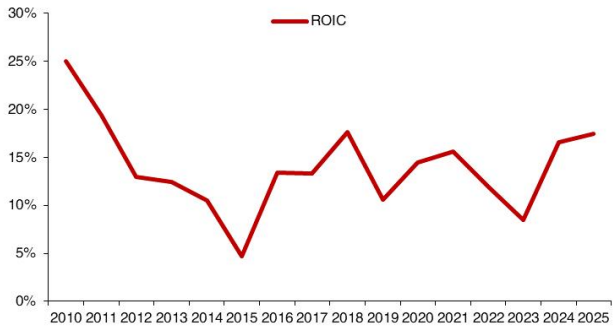
在建项目众多，内生增长动力强。公司拟投资 45 亿元建设 HA 项目，达产后将形成年产 10.3 万吨 HDI、2.1 万吨 IPDI 和 4 万吨 IPDA 产能，投资 100 亿元建设天津“己二腈-己二胺-尼龙 66”一体化项目，总规划 50 万吨/年己二腈及下游己二胺、尼龙 66。另外，公司已启动在占地约千亩的山东香料新产业园规划，年产 17000 吨合成香料、8209 吨 3-甲基-3-丁烯-1-醇、5650 吨异戊烯醛项目，以及年产 4000 吨和 8000 吨合成香料等多个项目正在推进。系列醛项目也在按计划稳步开展，预计将为公司香料板块增添数十个新品类。考虑到长期以来公司产品均保持较高盈利能力，我们预计这些项目陆续投产后，公司收入利润有望进一步增长。

图表 40：公司股利支付率保持较高水平



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 41：2010 年至今公司 ROIC 走势

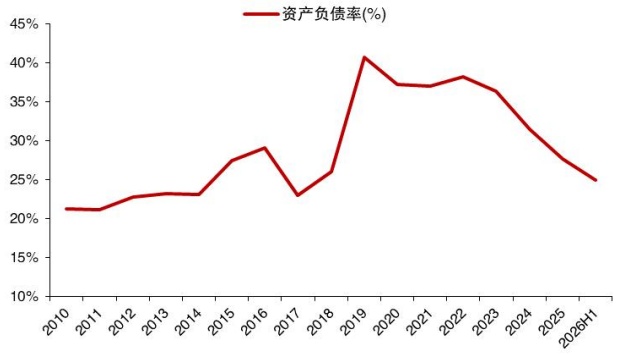


资料来源：wind，华源证券研究所

经营稳健，负债率低现金充沛。公司经营稳健，近几年资产负债率持续降低，截至 26 年中期，负债率降至 25%，现金类资产（货币资金+银行理财）高达 100.4 亿，有息负债降至 41.3 亿，较为优质的资产负债表或将为公司未来发展提供充沛的资金支持。

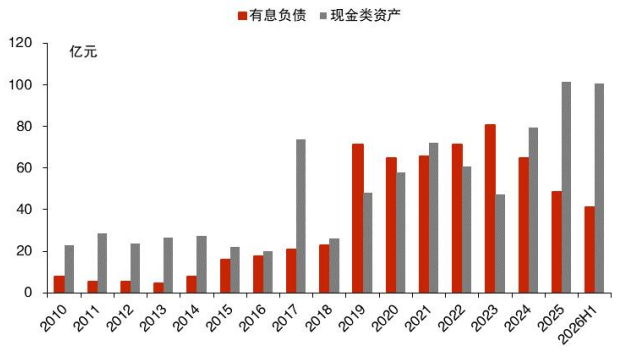
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 42：2019 年以来公司资产负债率逐渐降低



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 43：公司现金类资产高，有息负债低



资料来源：wind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

收入预测方面，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 249、293、331 亿元，对应同比增速分别为 12.10%、17.51%、12.82%。分业务来看，我们预计公司营养品板块 2026-2028 年营业收入分别为 174、195、203 亿元；香精香料板块 2026-2028 年营业收入分别为 39、44、51 亿元；新材料板块 2026-2028 年营业收入分别为 22、39、62 亿元。

毛利率方面，我们预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 47.75%、51.73%、51.17%；费用率方面，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率分别为 0.80%、0.80%、0.80%；管理费用率分别为 2.80%、2.70%、2.70%；研发费用率分别为 4.70%、4.60%、4.60%

4.2. 投资建议

公司已经形成维生素、蛋氨酸、香料、新材料四大业务板块，逐渐摆脱对维生素的依赖。未来随着新材料的产能释放及收入、利润的占比提升，或将降低养殖周期对公司的业绩影响，业绩稳定性有望进一步提升。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别至 90.4/116.6/128.8 亿元，同比增速分别为 33.59%/29.09%/10.40%。按照 2026 年 10 月 12 日股价对应的 PE 分别为 8.9/6.9/6.3 倍。我们选取同样为蛋氨酸及维生素生产企业的安迪苏、完整布局维生素产品的浙江医药以及均为核心赛道打破国外技术垄断的一体化平台公司万华化学作为可比公司。考虑后续随着己二腈和其它产品放量，业绩或将继续保持稳健增长，维持“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 44：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE			PB
			26E	27E	28E	26E	27E	28E	
600299.SH	安迪苏	8.27	0.53	0.58	0.64	15.53	14.16	12.86	1.29
600216.SH	浙江医药	12.38	1.13	1.27	1.44	10.96	9.77	8.60	1.02
600309.SH	万华化学	69.2	6.04	6.89	7.79	11.46	10.05	8.88	1.91
	可比公司平均值					12.65	11.33	10.11	1.41
002001.SZ	新和成	26.21	2.94	3.80	4.19	8.91	6.91	6.26	2.31

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，新和成盈利预测来自华源证券研究所，截至 2026 年 10 月 12 日收盘价，PB 来自 ifind

5. 风险提示

产品价格波动。公司维生素、蛋氨酸等产品价格受上游原材料成本、行业供需格局及市场竞争等多重因素影响。若主要原材料价格大幅波动，或行业新增产能集中释放导致供给阶段性过剩，公司相关产品的价格及毛利率可能承压，进而影响盈利能力。

客户开拓不及预期。新材料产品技术门槛高、客户认证周期长，若公司新客户开拓、产品导入或认证进度低于预期，相关高端产品的放量节奏可能慢于预期。

产能投放不及预期。若公司产能投放进度、达产爬坡不及预期，可能制约公司对下游快速增长需求的供给能力，影响业绩兑现。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,966	7,885	10,097	13,356
应收票据及账款	4,144	4,881	5,735	6,470
预付账款	178	245	287	324
其他应收款	274	267	314	354
存货	4,649	4,905	5,325	6,076
其他流动资产	2,223	2,240	2,253	2,264
流动资产总计	**19,435**	**20,422**	**24,011**	**28,845**
长期股权投资	965	1,706	2,889	4,072
固定资产	20,308	21,969	23,352	24,459
在建工程	745	621	497	373
无形资产	2,590	3,002	3,888	4,750
长期待摊费用	19	35	15	10
其他非流动资产	1,543	2,043	2,043	2,043
非流动资产合计	**26,171**	**29,376**	**32,685**	**35,707**
资产总计	**45,606**	**49,798**	**56,696**	**64,551**
短期借款	675	475	375	275
应付票据及账款	1,850	2,268	2,462	2,809
其他流动负债	4,872	4,239	4,656	5,303
流动负债合计	**7,398**	**6,982**	**7,493**	**8,387**
长期借款	4,190	3,772	3,672	3,472
其他非流动负债	1,058	1,058	1,058	1,058
非流动负债合计	**5,248**	**4,830**	**4,730**	**4,530**
负债合计	**12,646**	**11,812**	**12,223**	**12,918**
股本	3,073	3,073	3,073	3,073
资本公积	3,136	3,136	3,136	3,136
留存收益	26,597	31,566	37,982	45,065
归属母公司权益	32,806	37,776	44,191	51,274
少数股东权益	155	210	281	360
股东权益合计	**32,961**	**37,986**	**44,472**	**51,634**
负债和股东权益合计	**45,606**	**49,798**	**56,696**	**64,551**

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	6,802	8,222	10,490	11,710
折旧与摊销	2,308	2,587	2,904	3,181
财务费用	-15	-107	123	103
投资损失	-141	-782	-1,223	-1,223
营运资金变动	-424	-1,285	-766	-581
其他经营现金流	267	1,023	1,464	1,464
经营性现金净流量	**8,797**	**9,658**	**12,991**	**14,654**
投资性现金净流量	**-2,043**	**-5,163**	**-5,207**	**-5,196**
筹资性现金净流量	**-4,478**	**-4,576**	**-5,572**	**-6,199**
现金流量净额	**2,298**	**-81**	**2,212**	**3,259**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**22,251**	**24,943**	**29,310**	**33,068**
营业成本	**12,311**	**13,033**	**14,149**	**16,146**
税金及附加	274	274	322	364
销售费用	187	200	234	265
管理费用	657	698	791	893
研发费用	1,099	1,172	1,348	1,521
财务费用	-15	-107	123	103
资产减值损失	-235	0	0	0
信用减值损失	13	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	141	782	1,223	1,223
公允价值变动损益	-53	0	0	0
资产处置收益	-1	0	1	2
其他收益	253	241	241	241
营业利润	**7,854**	**10,696**	**13,807**	**15,243**
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	23	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**7,850**	**10,696**	**13,807**	**15,243**
所得税	1,047	1,604	2,071	2,286
净利润	**6,802**	**9,091**	**11,736**	**12,956**
少数股东损益	38	55	71	78
归属母公司股东净利润	**6,764**	**9,036**	**11,665**	**12,878**
EPS(元)	2.20	2.94	3.80	4.19

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	2.97%	12.10%	17.51%	12.82%
营业利润增长率	12.64%	36.18%	29.09%	10.40%
归母净利润增长率	15.26%	33.59%	29.09%	10.40%
经营现金流增长率	24.38%	9.78%	34.52%	12.80%
盈利能力				
毛利率	44.67%	47.75%	51.73%	51.17%
净利率	30.57%	36.45%	40.04%	39.18%
ROE	20.62%	23.92%	26.40%	25.12%
ROA	14.83%	18.15%	20.57%	19.95%
估值倍数				
P/E	11.91	8.91	6.91	6.26
P/S	3.62	3.23	2.75	2.44
P/B	2.46	2.13	1.82	1.57
股息率	3.81%	5.05%	6.52%	7.19%
EV/EBITDA	7	6	4	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。