

## 欧福蛋业 (839371.BJ)

2023年05月11日

投资评级: 增持 (首次)

日期	2023/5/8
当前股价(元)	3.71
一年最高最低(元)	5.94/2.63
总市值(亿元)	7.62
流通市值(亿元)	1.62
总股本(亿股)	2.05
流通股本(亿股)	0.44
近3个月换手率(%)	169.04

北交所研究团队

## 北交所首家外资控股蛋制品龙头企业, 拟切入鸡蛋白饮料再添稀缺性 ——北交所首次覆盖报告

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

### ● 专注于蛋品加工的龙头企业, 2022年实现营收8.92亿元(+5.08%)

欧福蛋业是蛋品行业头部企业中唯一专注于鸡蛋制品生产加工的挂牌或上市公司, 主要产品包括蛋液、蛋粉和预制品等蛋制品, 其中蛋液收入占总收入比例超80%, 终端客户联合利华、亿滋、味可美、百胜集团(肯德基)等国际食品巨头贡献6成的销售收入。2022年实现营收8.92亿元(+5.08%), 归母净利润3580.59万元(+59.22%), 2023Q1实现营收2.34亿元(+5.08%), 归母净利润1231.89万元(-26.68%)。我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为0.39/0.58/0.70亿元, 对应当前股价PE分别为17.0/11.4/9.4倍, 可比公司PE(2023E)均值为20.1X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

### ● 国内蛋品加工市场空间广阔, 2026年预制菜市场规模有望达万亿级别

我国是鸡蛋生产的第一大国, 2020年我国蛋壳产量达到3,024.81万吨, 占全球蛋壳总产量的34.90%, 预计到2024年将达3420万吨。现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为5%-7%左右, 且80%是加工为传统蛋制品, 与发达国家仍有着极大的差距, 预计到2025年加工率有望达到30%, 市场空间广阔。在餐饮连锁化、冷链物流基建、居民可支配收入上升、消费群体饮食习惯的改变以及各地政策密集出台下, 2022年中国预制菜市场规模将达4196亿元, 2026年有望达万亿级别。

### ● 从蛋源、生产工艺设备至蛋品定制化的安全可控, 鸡蛋白饮料再添稀缺性

公司以产业化联合体的方式从源头把控鸡蛋质量, 作为中国首家专业生产巴氏杀菌液蛋的企业, 生产线采用自动控制系统, 生产设备采购自境外关联方Sanovo集团。立足国内消费与饮食习惯创新研发, 目前已掌握生物技术、复配技术、杀菌技术和热反应技术的四项核心技术, 其中所开发生产的热稳定全蛋液、高泡沫品质蛋白液以及高乳化性蛋黄液曾先后被认定为高新技术产品。本次募投项目中的鸡蛋白饮料, 作为公司自主创新研发的面向零售端的创新型产品, 目前市场无公开在售的同类产品, 预期为公司系列产品再添稀缺性。

### ● 风险提示: 鸡蛋价格波动风险、鸡蛋白饮料开拓风险、产能不及预期风险。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	849	892	1,126	1,257	1,482
YOY(%)	36.9	5.1	26.1	11.7	17.9
归母净利润(百万元)	22	36	39	58	70
YOY(%)	-53.9	59.2	7.8	49.7	21.1
毛利率(%)	10.0	10.7	11.2	11.7	11.9
净利率(%)	2.6	4.0	3.4	4.6	4.7
ROE(%)	6.4	9.2	7.2	9.7	10.5
EPS(摊薄/元)	0.11	0.17	0.19	0.28	0.34
P/E(倍)	29.2	18.4	17.0	11.4	9.4
P/B(倍)	1.9	1.7	1.2	1.1	1.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目录

1、看点一：北交所首家外资控股、蛋品行业的上市公司	4
1.1、深耕 19 载，是国内蛋制品行业的龙头企业	4
1.2、Thornico 集团蛋制品业务在中国的唯一运营主体	4
1.3、主营蛋液、蛋粉及预制品，拟募投扩产进一步打开市场空间	4
2、看点二：蛋制品行业第一品牌，蛋品质量安全可控	7
2.1、更具品牌效应的蛋品企业：主要客户为国内外知名企业	7
2.2、更安全的蛋源供应：欧福与鸡蛋供应商共同成立产业化联合体	8
2.3、更先进的生产工艺与设备：国内首家专业生产巴氏杀菌液蛋的企业	8
2.4、更本土化的蛋品研发：立足国内消费与饮食习惯创新研发	9
3、看点三：3 年营收 CAGR 9.44%，毛利率达 12.39%	10
3.1、规模与成长性：2022 年实现营收 8.92 亿元，疫情下仍实现增长	10
3.2、盈利能力：鸡蛋成本占 80%，价格波动大导致盈利能力较不稳定	11
3.3、期间费用：2022 年期间费用率 6.53%，呈稳中有降趋势	11
4、看点四：预制品市场空间广阔，鸡蛋白饮料再添稀缺性	12
4.1、现阶段国内蛋品加工率仅为 5%-7%，增长空间广阔	12
4.2、B 端与 C 端需求增，中国预制菜市场步入快速发展期	13
4.3、拟切入 RTD 赛道，鸡蛋白饮料再添产品稀缺性	16
5、盈利预测	16
6、风险提示：	17
附：财务预测摘要	18

## 图表目录

图 1：深耕 19 载，是国内蛋制品行业的龙头企业	4
图 2：主营业务为蛋液、蛋粉及蛋制品	5
图 3：蛋液营业收入占比在 80%左右	5
图 4：未来公司将重点开发预制品类高毛利蛋品	5
图 5：2021 年开始产销量和产能利用率快速上升	6
图 6：欧姆蛋系公司自主创新推出的创新型产品	6
图 7：募投将为蛋挞液、咸蛋黄设置专有产能各 1000 吨	7
图 8：蛋挞液在各大电商平台及线下商超均有销售	7
图 9：2021 年蛋粉产能利用率达 97.37%，天津太阳全年总体产能利用率已达 65.46%	7
图 10：2021 年向终端客户销售收入占比 63.3%	8
图 11：客户广泛分布在食品制造、烘焙、餐饮等领域	8
图 12：手动打蛋过程中有蛋液被污染风险	9
图 13：蛋的内外都有可能被沙门氏菌污染	9
图 14：生产设备采购自全球知名的蛋品行业设备供应商 Sanovo 集团	9
图 15：2023Q1 实现营收 2.34 亿元 (+5.08%)	10
图 16：2022 年归母净利润达 3580.59 万元 (+59.22%)	10
图 17：公司在华东地区的收入占比达 50%	11
图 18：公司的销售网络遍布国内大部分地区	11
图 19：2023Q1 年毛利率为 14.57%	11
图 20：2023 年 3 月国内鸡蛋价格均价为 11.87 元/公斤	11
图 21：2023Q1 净利率为 5.26%	11
图 22：2022 年 ROE (加权) 为 7.86%	11
图 23：2022 年期间费用率 6.53%	12
图 24：2021 年我国壳蛋产量达到 2,974.76 万吨	12
图 25：2021 年中国连锁餐饮门店达到 41641 家	14
图 26：2021 年中国餐饮行业规模为 46895 亿元	14
图 27：2021 年中国冷链物流市场规模将达 5699 亿元	14
图 28：2021 年中国冷库总容量达 5224 万吨	14
图 29：2021 年中国居民人均可支配收入 35128 元	14
图 30：2021 年中国居民人均食品烟酒消费支出 7178 元	14

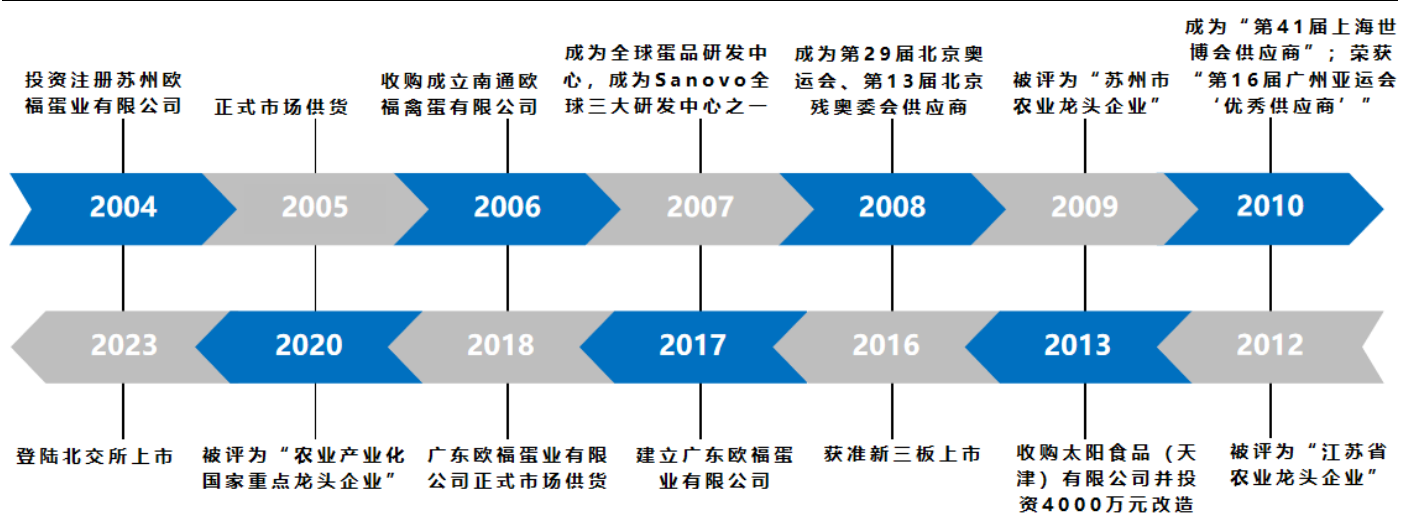
图 31: 71.9%预制菜消费者的主要目的是为了省时 .....	15
图 32: 51%预制菜消费者每周购买 1-3 次 .....	15
图 33: 2022 年中国预制菜市场规模将达 4196 亿元, 同比增长 21.3%, 2026 年有望达 10720 亿元.....	16
图 34: 2026 年全球运动营养市场规模将达到 228.57 亿美元.....	16
表 1: 预制蛋制品等募投项目的总投资达 1.82 亿元.....	6
表 2: 公司与主要鸡蛋供应商共建产业化联合体.....	8
表 3: 公司已掌握生物技术、复配技术、杀菌技术和热反应技术的四项核心技术 .....	10
表 4: 现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为 5%-7%左右 .....	13
表 5: 2021 年公司的蛋液、蛋粉市占率分别达 18.06%、9.29% .....	13
表 6: 预制菜产业是推动乡村振兴的落脚点, 各地政策密集出台 .....	15
表 7: 欧福蛋业 2023E PE 为 17.0X, 可比公司 2023E PE 均值为 20.1X.....	17

## 1、看点一：北交所首家外资控股、蛋品行业的上市公司

### 1.1、深耕 19 载，是国内蛋制品行业的龙头企业

欧福蛋业是蛋品行业头部企业中专注于鸡蛋制品生产加工的上市公司，被多家客户评价为鸡蛋制品行业第一品牌。公司成立于 2004 年，主要从事蛋液、蛋粉以及各类蛋类预制品的研发、生产、销售，是国内首家专业生产巴氏杀菌蛋液的农业产业化国家重点龙头企业。设立之初的主营业务为各类巴氏杀菌蛋液产品。经过不断的研发与技术积累，公司于 2007 年将产品类型拓展至加盐、加糖蛋液产品；2010 年，推出热稳定蛋液产品等功能性蛋液产品；2013 年，投资建设预制蛋品生产线并于 2015 年完成建设，预制蛋品推向市场；2016 年，公司完成对天津太阳的收购，丰富了蛋粉产品的种类；2020 年，推出面向终端客户的零售蛋液产品，产品种类不断丰富。

图1：深耕 19 载，是国内蛋制品行业的龙头企业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、Thornico 集团蛋制品业务在中国的唯一运营主体

控股股东为 China Egg Products ApS（丹麦），持有 13,518.8506 万股股份，占比 87.96%。Christian Nicholas Stadil 通过 China Egg Products ApS（丹麦）间接持有公司 87.96% 股份，为公司的实际控制人。除公司外，China Egg Products ApS（丹麦）对南通欧福禽蛋有限公司（公司的前 5 大供应商之一）持股占比 100%。刘文先生担任公司董事及总经理，是公司的核心技术人员之一，持有公司 1,075.87 万股股份，占比 7.00%，为持有公司 5% 以上股份的其他股东。

China Egg Products ApS 属于 Thornico Food & Food Technology Group A/S 旗下的蛋品业务持股公司之一，控股在中国的蛋制品业务主体（即欧福蛋业），即欧福蛋业属于集团蛋制品生产与销售板块，是 Thornico 集团蛋制品业务在中国（含港澳台地区）的唯一运营主体。

### 1.3、主营蛋液、蛋粉及预制品，拟募投扩产进一步打开市场空间

**主营业务：**蛋液、蛋粉等蛋制品，其中基础性蛋液包括全蛋液、蛋黄液、蛋白液，基础性蛋粉包括全蛋粉、蛋黄粉、蛋白粉。再者，以欧福蛋液为主要原料可根

据用途差异生产出热稳定蛋液、高胶蛋白粉、高泡蛋白粉、强筋蛋白粉、咸蛋黄粉、改性蛋黄粉等功能性产品。

**应用范围：**蛋糕/饼干/沙琪玛等烘焙食品、肉制品、面条、色拉、蛋黄酱、糖果、布丁、冰淇淋、鱼类等。

图2：主营业务为蛋液、蛋粉及蛋制品

## 07 巴氏杀菌定制蛋液

\*可根据需要按比例加糖、加盐

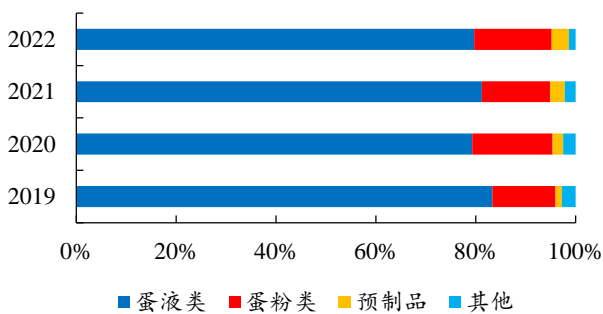


资料来源：公司产品图册

主营业务突出，2019年-2022年CAGR为9.44%。2019年-2022年的营业收入分别为6.81亿元、6.20亿元、8.49亿元、8.92亿元。蛋液是主要收入来源，占比超80%。2019-2022年蛋液的营业收入占总营业收入的占比分别为83.31%、79.29%、81.21%、79.67%。

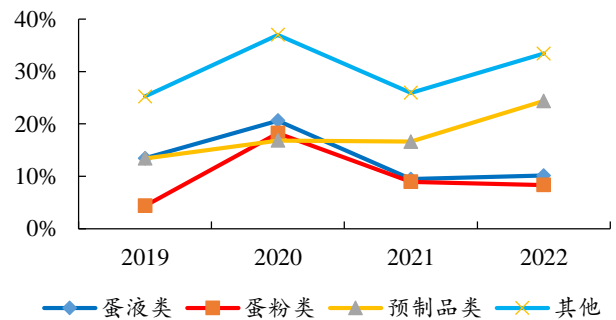
招股书披露公司将着重发展预制品类高毛利产品，不断开发各类预制蛋品和面向终端消费者（零售蛋液产品、新型蛋白饮料等）的蛋制品，提升产品附加值。

图3：蛋液营业收入占比在80%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：未来公司将重点开发预制品类高毛利蛋品



数据来源：Wind、开源证券研究所

**募投聚焦扩产，达产后或增加年收入约4.7-5.7亿元和4000-6000万的年净利润。**招股书中募投项目包括“预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目”、“年增产15000吨蛋制品加工项目”和“补充公司流动资金”，投资规模分别为7,600万元、7,500万元、3,069万元。



表1: 预制蛋制品等募投项目的总投资达 1.82 亿元

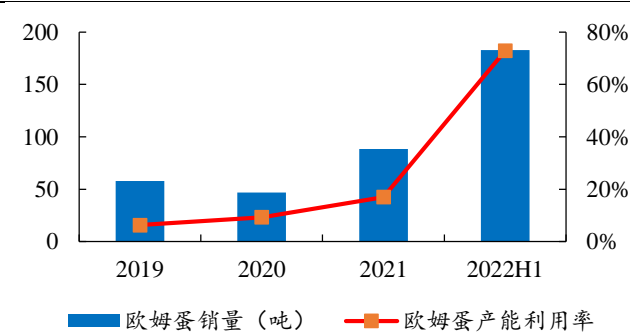
项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 额 (万元)	满产后可增加年 收入 (亿元)	满产后可增加年 利润 (亿元)	投资回报率 (%)	投资回收期 (年)
预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目	7,600.00	4,189.99	3~4	3000-5000	45%	4
年增产 15000 吨蛋制品加工项目	7,500.00	3,990.46	1.7	1000	18%	6.5
补充公司流动资金	3,069.55	3,069.55				
合计	18,169.55	11,250.00	4.7-5.7	5000-6000		

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

- 预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目: 苏州欧福将年新增欧姆蛋产品 500 吨、蛋挞液和咸蛋黄酱产品各 1000 吨、鸡蛋蛋白饮料产品 6000 吨。

欧姆蛋系公司自主创新推出的创新型产品, 目前国内公开市场无大规模在售的同类竞品。目前该产品客户包括厦门航空、汉堡王等知名品牌, 未来潜在客户除航空公司、高端酒店、餐饮等传统企业客户外, 还可通过商超、网络等渠道直接向个人消费者销售。2021 年开始产销量和产能利用率快速上升, 公司现有的欧姆蛋产能无法满足市场新增需求, 受限于生产过程无法达到完全机械自动化生产, 产能利用率较低, 亟需新增产线提高产量。

图5: 2021 年开始产销量和产能利用率快速上升



数据来源: 一轮问询的回复、开源证券研究所

图6: 欧姆蛋系公司自主创新推出的创新型产品

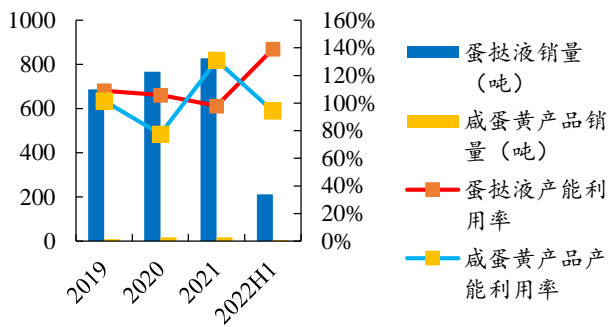


资料来源: 欧福中国官网

蛋挞液是常见的烘焙原料, 除食品制造、烘焙业等客户大量使用外, 其在零售市场亦受到烘焙爱好者的欢迎, 京东、天猫等各大电商平台及线下商超均有销售, 市场空间广阔。但目前公司蛋挞液无专有生产线, 利用现有蛋液、蛋粉生产设备调整后生产, 调整过程繁琐且会影响其他产品的生产。募投项目为蛋挞液设置专有产能 1000 吨, 除继续供给现有企业客户外, 也可通过商超、网络等渠道直接向个人消费者销售, 试水零售端市场。

咸蛋黄产品作为在国内首研开发的特色产品, 利用鸡蛋等原料调制出咸鸭蛋风味口感, 可广泛用于月饼、零食调味、馅料等, 受到市场欢迎。现有客户包括基快富、达利集团、宝立食品、统一集团、朱师傅 (江门高迪食品有限公司) 等行业知名品牌, 未来具有替代鸭蛋黄并进一步拓展咸蛋黄应用市场的潜力, 潜在市场空间广阔。

图7：募投将为蛋挞液、咸蛋黄设置专有产能各 1000 吨



数据来源：一轮问询的回复、开源证券研究所

图8：蛋挞液在各大电商平台及线下商超均有销售

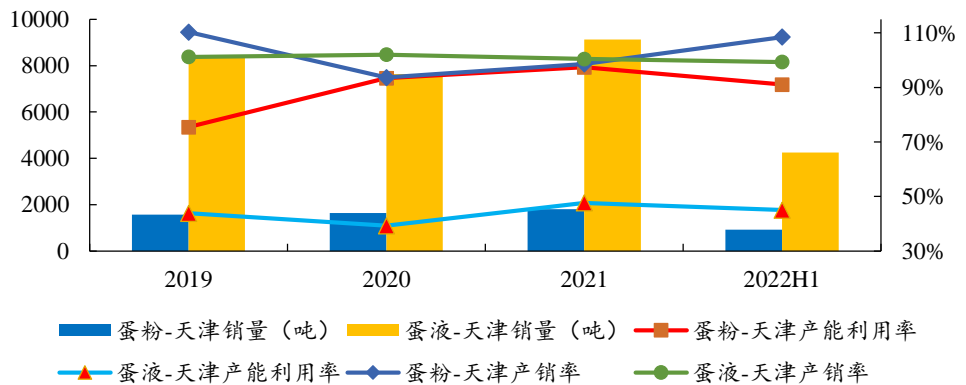


资料来源：淘宝

➢ 年增产 15000 吨蛋制品加工项目：天津太阳将新增蛋液类产品产能约 7000 吨/年，新增蛋粉产品产能约 1200 吨/年。

2019 年-2022 年上半年天津太阳蛋粉产能利用率持续攀升，2021 年蛋粉产能利用率已经达到 97.37%，机器已满负荷运作；蛋液产能利用率虽只有 47.68%，但实际由于蛋粉的生产需使用基础蛋液，若将蛋粉折算至基础蛋液，则折算后的天津太阳全年总体产能利用率已达 65.46%。为解决天津太阳产能瓶颈，满足全国日益增长的蛋粉需求，也更好地供应北方地区的蛋液市场需求，天津太阳亟需通过实施募投项目扩大产能。

图9：2021 年蛋粉产能利用率达 97.37%，天津太阳全年总体产能利用率已达 65.46%



数据来源：一轮问询的回复、开源证券研究所

## 2、看点二：蛋制品行业第一品牌，蛋品质量安全可控

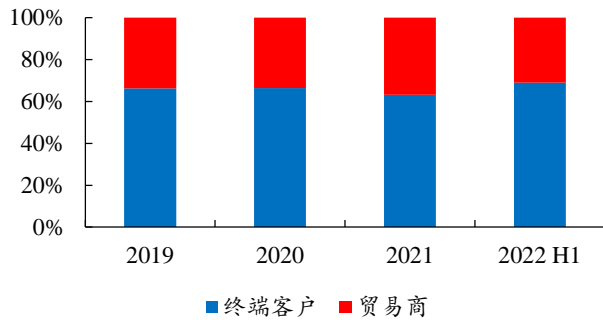
### 2.1、更具品牌效应的蛋品企业：主要客户为国内外知名企业

以直销模式为主，优质客户广泛分布在食品制造、烘焙、餐饮等领域。2019 年-2021 年向终端客户的销售收入占主营业务收入比例为 66.17%、66.33%、63.26%。公司与联合利华、亿滋、味可美、百胜集团（肯德基）等国际食品巨头，以及好利来、味好美、85 度 C、桃李面包、克莉丝汀、巴黎贝甜、元祖等烘焙行业巨头建立了长期稳定的合作关系。

超长保质期蛋液产品已成为蛋液类产品的主力产品；热稳定蛋液产品持续向联合利华、味可美、味好美等知名企业供应；咸蛋黄粉等产品也实现了向成都统一企业食品有限公司、基快富食品（中国）有限公司等企业的销售，欧福的创新力受

到市场认可。

图10: 2021年向终端客户销售收入占比63.3%



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图11: 客户广泛分布在食品制造、烘焙、餐饮等领域



资料来源: 各公司官网、公司招股书、开源证券研究所

## 2.2、更安全的蛋源供应: 欧福与鸡蛋供应商共同成立产业化联合体

以产业化联合体的方式从源头把控鸡蛋质量。公司与鸡蛋供应商（包括鸡蛋直接生产商和贸易类供应商的终端生产商）共同成立欧福产业化联合体，对养殖场的投入品共同管控，共同对投入品生产厂家进行现场审核及评估，并结合实际应用效果建立欧福联合体投入品肯定列表清单，与供应商约定供应商在养殖时可使用的投入品必须从肯定列表中选择，排除由投入品带入不可控的风险。公司也会不定期委托第三方对鸡蛋进行检测，保障采购的鸡蛋持续符合公司的原材料质量要求。

表2: 公司与主要鸡蛋供应商共建产业化联合体

序号	供应商名称	供应商类型	采购内容	平均采购单价 (元/公斤)	金额 (不含税)	占比	供应对象及时间
<b>2022年度</b>							
1	香河新恒昌养鸡有限公司	生产商	鸡蛋	7.81	15,000.38	22.32%	天津太阳, 全年供应
2	山西晋龙养殖股份有限公司	生产商	鸡蛋	8.56	7,479.79	11.13%	苏州欧福、广东欧福, 全年供应
3	淮安梁华一蛋鸡养殖农民专业合作社	贸易类供应商	鸡蛋	9.11	5,604.41	8.34%	广东欧福, 全年供应
4	南通欧福禽蛋有限公司	生产商	鸡蛋	8.63	4,264.45	6.35%	苏州欧福、全年供应
5	青岛林宇养殖场	生产商	鸡蛋	-	4040.04	6.01%	-
		合计			36,389.07	54.15%	
<b>2021年度</b>							
1	香河新恒昌养鸡有限公司	生产商	鸡蛋	8.15	14,834.66	22.51%	天津太阳, 全年供应
2	山西晋龙养殖股份有限公司	生产商	鸡蛋	8.84	8,083.48	12.27%	苏州欧福、广东欧福, 全年供应
3	壹号食品	生产商	鸡蛋	8.50	7,418.35	11.26%	苏州欧福、广东欧福, 全年供应
4	淮安梁华一蛋鸡养殖农民专业合作社	贸易类供应商	鸡蛋	8.81	6,110.17	9.27%	广东欧福, 全年供应
5	青岛林宇养殖场	生产商	鸡蛋	8.39	3,919.53	5.95%	苏州欧福, 全年供应
		合计			40,366.19	61.26%	

数据来源: 一轮问询的回复、2022年年报、开源证券研究所 注: 2022年度平均采购单价为一轮问询回复中2022年上半年相应数值

## 2.3、更先进的生产工艺与设备: 国内首家专业生产巴氏杀菌液蛋的企业

蛋的内外都有被沙门氏菌等污染物污染风险。中国香港特别行政区政府食物安



全中心统计，在 2017 年 8 月-2020 年 8 月期间，食品安全中心收到约 300 余宗与食肆有关的沙门氏菌食物中毒个案转介，涉及近千名患者。

蛋壳如被粪便污染，细菌可能会透过蛋壳上的小孔或裂纹进入蛋内。此外，沙门氏菌可在蛋壳尚未形成时，经家禽受感染的生殖组织入侵蛋内，受沙门氏菌污染的蛋外边可能与正常无异。同时，蛋壳表面来自养殖场或运输途中携带的粪便、泥土、其他细菌等污染物若未在打蛋前进行消毒、清洁，可能对蛋液造成二次污染。

**图12：手动打蛋过程中有蛋液被污染风险**



资料来源：香港特别行政区政府食品安全中心

**图13：蛋的内外都有可能被沙门氏菌污染**

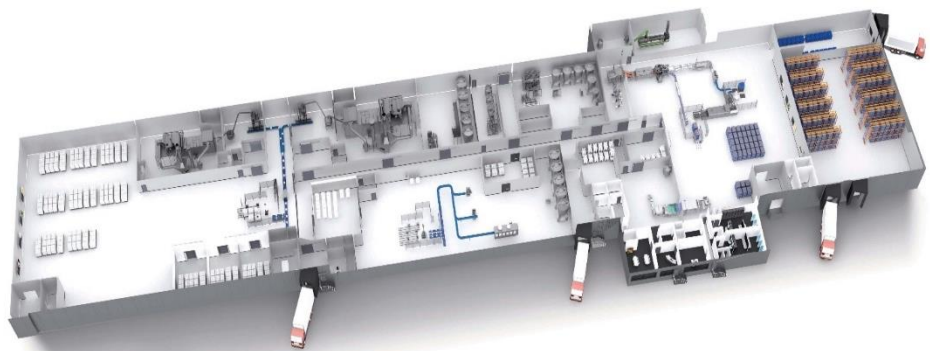


资料来源：美国疾病控制及预防中心

**欧福蛋业是中国首家专业生产巴氏杀菌液蛋的企业。**欧福蛋业的生产线采用自动控制系统，生产设备采购自境外关联方 Sanovo 集团（指包括 Sanovo Technology A/S 在内的欧福蛋业实际控制人控制的各类蛋制品机械设备公司的统称），生产线的设计、管理遵循欧盟蛋制品 GMP 和 HACCP 标准。

为确保所有产品都拥有最佳的品质，欧福蛋业通过严格的原料控制、完善的过程管控，制定一系列严格的企业生产标准（巴氏杀菌液体蛋系列、白煮蛋、蛋粉系列等），并严格遵守生产准则落实相关标准，同时加强对原材料供应的质量管控，使得欧福蛋业的产品具备突出的质量优势。

**图14：生产设备采购自全球知名的蛋品行业设备供应商 Sanovo 集团**



资料来源：Sanovo 官网、开源证券研究所

## 2.4、更本土化的蛋品研发：立足国内消费与饮食习惯创新研发

在蛋液、蛋粉的通用工艺上以及设备使用上虽然与 Thornico 集团的蛋制品公司存在相同及相似之处，但我国蛋源的饲养条件、规模化养殖程度、养殖场管理水平等与国外存在较大差异、国内外法规环境上的添加剂使用标准不同以及国内市场消费者长期以来形成的消费习惯与市场需求。

立足于上述差异，经过多年研发，目前已掌握生物技术、复配技术、杀菌技术和热反应技术的四项核心技术，专注于研发更符合本土口味的蛋品，其中所开发生产的热稳定全蛋液、高泡沫品质蛋白液以及高乳化性蛋黄液曾先后被认定为高新技术产品。

**表3：公司已掌握生物技术、复配技术、杀菌技术和热反应技术的四项核心技术**

序号	技术	技术描述	独特性及先进性
1	生物技术	筛选合适的酶制剂，对蛋制品进行生物改性，提高其乳化、耐高温及热反应性质	1、在不使用反应助剂的情况下，生产乳化能力高且乳化稳定性好的改性蛋制品；2、在不使用反应助剂的情况下，开发生产耐热的蛋制品，可让蛋制品在100度以上加热条件下不凝结
2	复配技术	通过不同配料的组织，有效地提高蛋制品的耐冷冻性	通过不同配料的组织，生产可以耐冻的预制蛋品
3	杀菌技术	利用现有杀菌机开发全新的杀菌工艺，大大延长产品的保质期	在不使用添加剂的情况下，生产长达45天保质期蛋液产品（一般产品14-21天）
4	热反应技术	通过适当的酶处理结合配糖和热反应形成新的风味	1、在不使用添加剂的情况下，提高蛋白粉生产过程中的凝胶强度；2、在不使用添加剂的情况下，强化或形成新的风味

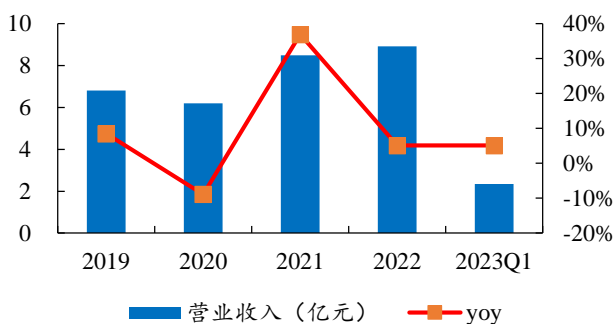
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

### 3、看点三：3年营收 CAGR 9.44%，毛利率达 12.39%

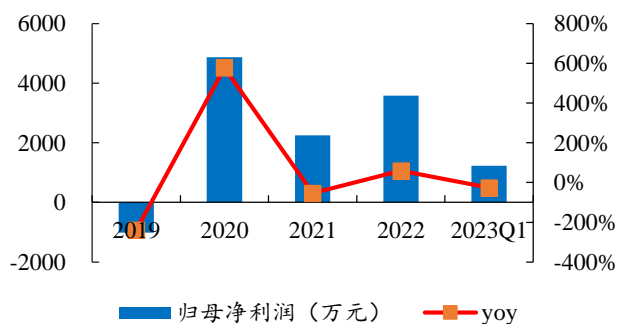
#### 3.1、规模与成长性：2022 年实现营收 8.92 亿元，疫情下仍实现增长

**规模端：**2019 年-2023Q1 分别实现营收 6.81 亿元 (+8.50%)、6.20 亿元 (-8.90%)、8.49 亿元 (+36.92%)、8.92 亿元 (+5.08%)、2.34 亿元 (+5.08%)，归母净利润分别为-1020.86 万元 (-239.65%)、4873.69 万元 (+577.41%)、2248.80 万元 (-53.86%)、3580.59 万元 (+59.22%)、1231.89 万元 (-26.68%)。

**成长性：**3 年营收 CAGR 达 9.44%，3 年利润 CAGR 达 76.60%。在受疫情影响、餐饮行业停滞下仍能实现增长。

**图15：2023Q1 实现营收 2.34 亿元 (+5.08%)**


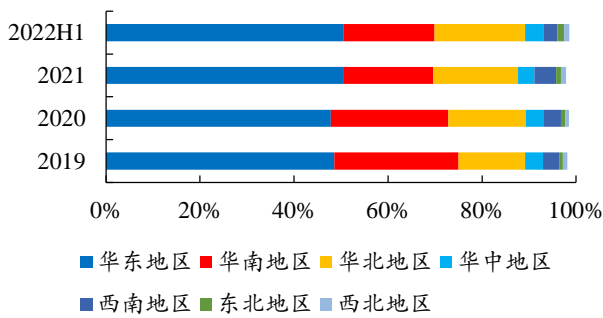
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：2022 年归母净利润达 3580.59 万元 (+59.22%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

继续深耕华东地区，粤港澳大湾区和京津冀地区将是未来努力重点。2021 年公司华东地区的营业收入较疫情前的 2019 年增加了 18.15%。苏州欧福将继续深耕华东，重点拓展上海以外的其他华东地区客户，如江苏、浙江等经济大省，进一步提高蛋制品在华东地区的覆盖率。未来随着广东欧福产能继续释放，公司将重点开拓粤港澳大湾区业务。天津太阳作为公司在京津冀地区的布局，长期以来因肩负全国蛋粉供应的任务而蛋液生产受限，募投项目实施后，将较大程度提升天津太阳的产能，开拓更多客户。

图17: 公司在华东地区的收入占比达 50%



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图18: 公司的销售网络遍布国内大部分地区



资料来源: 欧福中国官网、开源证券研究所

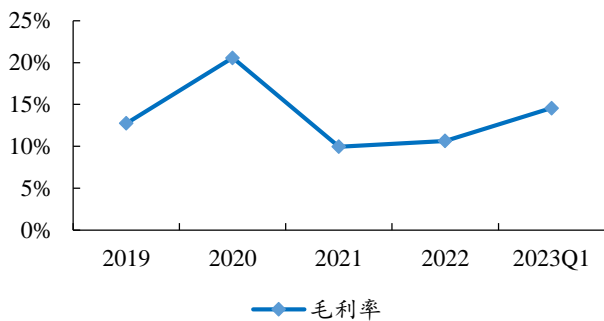
### 3.2、盈利能力: 鸡蛋成本占 80%, 价格波动大导致盈利能力较不稳定

**毛利率:** 2019 年-2023Q1 年分别为 12.75%、20.56%、9.96%、10.65%、14.57%。

**净利率:** 2019 年-2023Q1 分别为-1.50%、7.86%、2.65%、4.01%、5.26%。

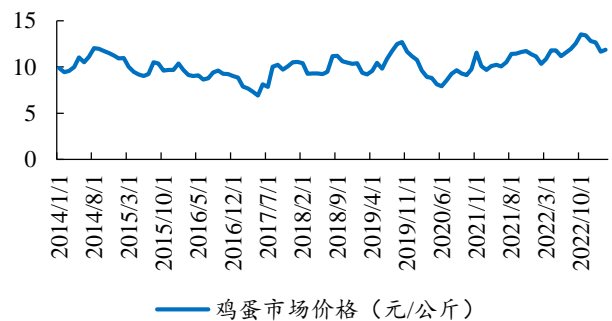
由于主要原料为鸡蛋, 鸡蛋成本占公司产品总成本比重达 80%左右, 且鸡蛋价格波动幅度较大, 公司的采购价格随行就市, 而公司产品销售价格的调整存在滞后性, 可能无法将原料鸡蛋价格的波动及时、全部传导至下游客户, 故鸡蛋价格的波动对公司的盈利有决定性的作用

图19: 2023Q1 年毛利率为 14.57%



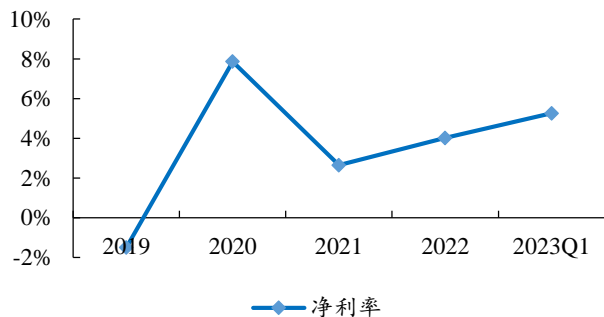
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2023 年 3 月国内鸡蛋价格均价为 11.87 元/公斤



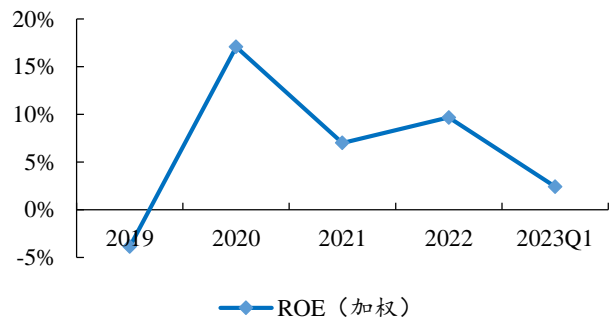
数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 数据截止 20230328

图21: 2023Q1 净利率为 5.26%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2022 年 ROE (加权) 为 7.86%



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、期间费用: 2022 年期间费用率 6.53%, 呈稳中有降趋势

**销售费用率:** 2019 年-2022 年分别为 7.80%、2.92%、2.17%、1.88%, 2019 年

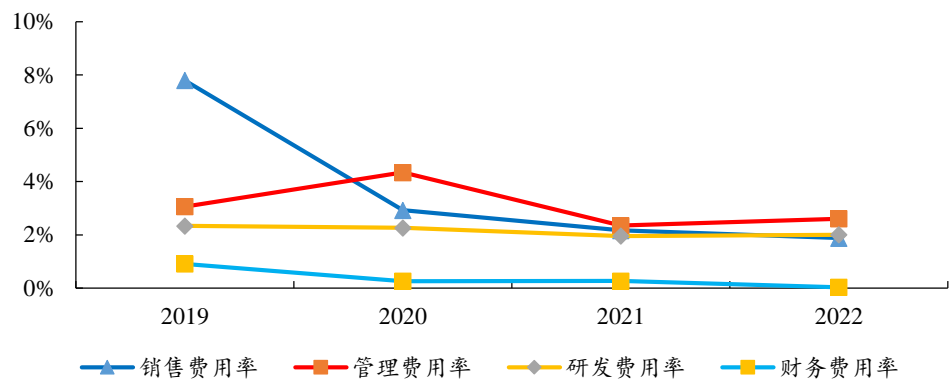
销售费用占比较高是当年运输费用计入销售费用，2020年起计入营业成本。

**管理费用率：2019年-2022年分别为3.06%、4.35%、2.35%、2.61%**，2020年管理费用较高是因为当年业绩较好，导致与公司业绩挂钩的年终绩效较高。

**研发费用率：2019年-2022年分别为2.33%、2.27%、1.96%、2.00%**，研发费用保持稳定，这与公司致力于以研发驱动增长、持续加大研发的战略一致。

**财务费用率：2019年-2022年分别为0.91%、0.26%、0.27%、0.03%**，2022年财务费用降低是因为公司经营现金流良好，提前偿还了有息负债。

**图23：2022年期间费用率6.53%**



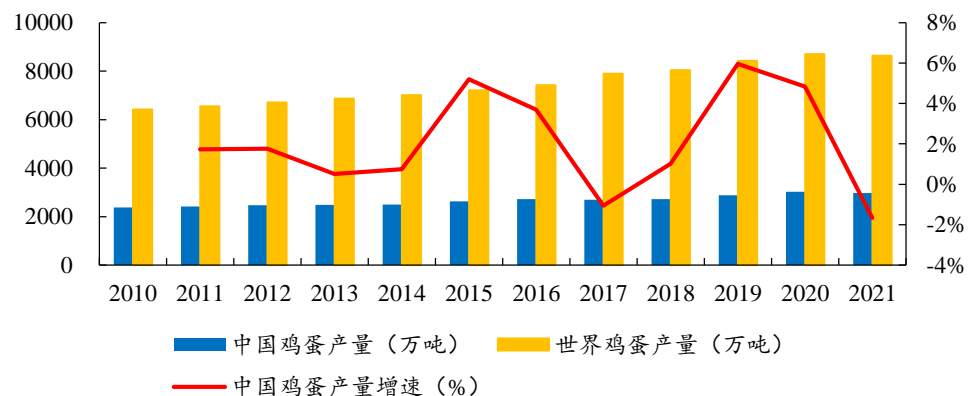
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、看点四：预制品市场空间广阔，鸡蛋白饮料再添稀缺性

### 4.1、现阶段国内蛋品加工率仅为5%-7%，增长空间广阔

我国是鸡蛋生产的第一大国，2021年我国壳蛋产量占全球总产量的34.43%。根据联合国粮食及农业组织统计，2021年我国壳蛋产量达到2,974.76万吨，占全球壳蛋总产量的34.43%，已成为全世界鸡蛋生产的第一大国。充足的鸡蛋供给为蛋制品市场规模的不断增长提供了有力的支撑。

**图24：2021年我国壳蛋产量达到2,974.76万吨**



数据来源：联合国粮食及农业组织、开源证券研究所

我国蛋制品消费占比较低，2025年我国的蛋制品加工占比有望达30%。根据《中国禽业导刊》，现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为5%-7%左右，且80%是加工为传统蛋制品。我国鸡蛋的加工比例与国外发达国家仍有着较大的差距：根据《蛋品



世界》，美国蛋制品加工比例占 33%，欧洲约占 20%~30%，日本则高达 50%。根据世界蛋品协会预测，到 2025 年我国的蛋制品加工占比有望达到 30%，未来蛋品加工行业市场空间广阔。

**表4：现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为 5%-7%左右**

国家	蛋品加工率/%	品牌蛋比率/%	非农养比率/%
中国	5-7%	<5%	1%(9%散养)
美国	33%	40-50%	20%
欧盟	20-30%	50-55%	46.80%
日本	50%	60-70%	5%

数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

随着产能和业绩规模不断扩大市场占有率有望进一步提高。根据 IEC (International Egg Commission 国际蛋品协会) 数据统计，2019 年-2021 年国内终端市场所需的蛋液、蛋粉年度总产量分别由 250,000 吨增长至 280,000 吨、由 21,000 吨增长至 23,000 吨，公司的蛋液、蛋粉产量分别由 42,968.54 吨增长至 50,556.61 吨、由 1,554.43 吨增长至 2,136.95 吨，市场占有率分别由 17.19%增长至 18.06%、由 7.40%增长至 9.29%，终端市场所需的年度总产量呈现波动上涨的趋势，公司的主要产品蛋粉和蛋液也呈现波动上涨的趋势。

**表5：2021 年公司的蛋液、蛋粉市占率分别达 18.06%、9.29%**

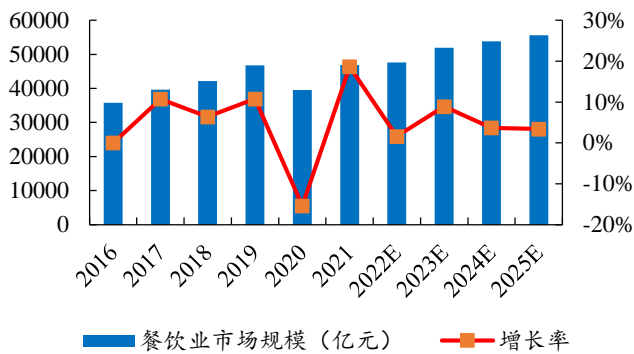
项目	2019 年	2020 年	2021 年
<b>蛋液</b>			
年度总产量 (吨)	250,000.00	230,000.00	280,000.00
公司的产量 (吨)	42,968.54	37,223.31	50,556.61
公司的市场占有率	17.19%	16.18%	18.06%
<b>蛋粉</b>			
年度总产量 (吨)	21,000.00	23,000.00	23,000.00
公司的产量 (吨)	1,554.43	1,963.25	2,136.95
公司的市场占有率	7.40%	8.54%	9.29%

数据来源：IEC、公司招股书、开源证券研究所

## 4.2、B 端与 C 端需求增，中国预制菜市场步入快速发展期

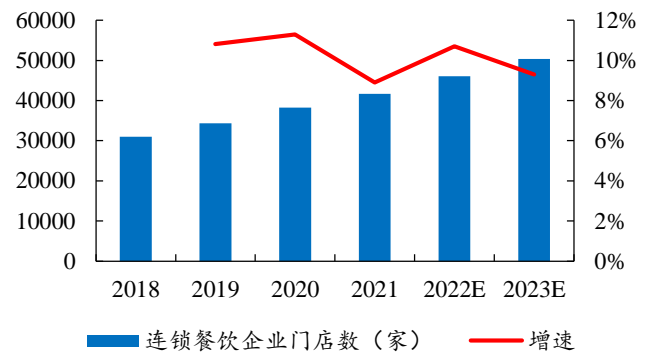
**B 端餐饮连锁化趋势下，菜品标准化需求日益增长。**2021 年中国连锁餐饮门店达到 41641 家，连锁化率 2018 年 12%提升至 2021 年的 18%，餐饮行业规模为 46895 亿元，同比增长 18.6%。随着未来连锁餐饮的进一步扩张拓店，菜品稳定性有望成为品牌竞争力的核心，用更易标准化的预制菜取代后厨烹饪加工的传统出菜模式可满足这一需求，推动对预制菜的需求也相应增长。同时，蛋液系列产品能解决餐饮企业针对蛋白或蛋黄的单一需求而造成另一部分浪费的痛点。

图25：2021年中国连锁餐饮门店达到41641家



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

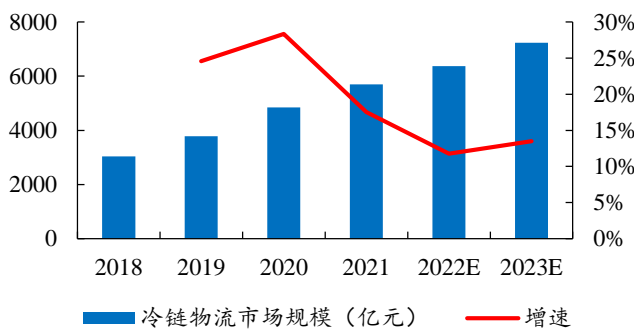
图26：2021年中国餐饮行业规模为46895亿元



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

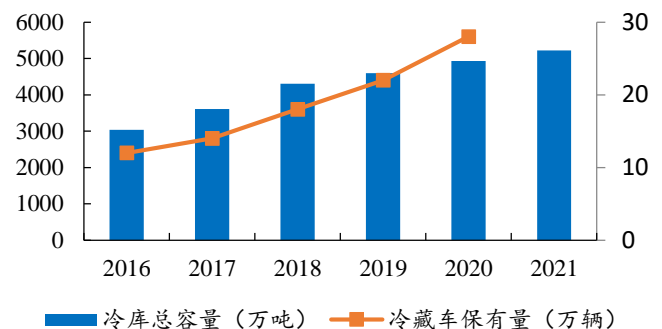
冷链物流基建的发展，支持了预制菜中对食材新鲜度要求较高的即烹和即配细分赛道的发展。冷链物流技术和设备逐渐完善，保证了餐饮食材在运输、仓储环节的品质，满足了消费者对口感和体验的高品质要求，为中国预制菜行业迈向标准化、产业化筑牢根基。根据中物联冷链委数据显示，2021年中国冷链物流市场规模达5699亿元，冷库总容量达5224万吨，2020年冷藏车保有量达28万辆，冷链物流及仓储体系稳步发展。

图27：2021年中国冷链物流市场规模将达5699亿元



数据来源：中物联冷链委、开源证券研究所

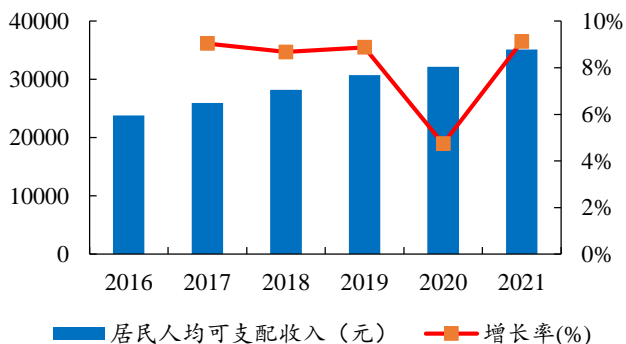
图28：2021年中国冷库总容量达5224万吨



数据来源：中物联冷链委、开源证券研究所

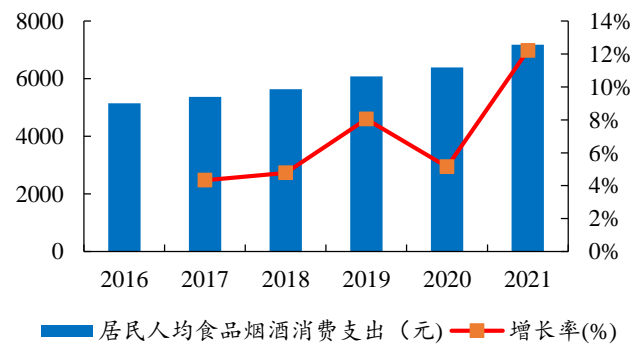
居民可支配收入上升，预制菜消费基础牢固。根据国家统计局数据显示，中国居民人均可支配收入呈上升趋势，2021年达35128元；人均食品烟酒消费支出呈上升趋势，2021年达7178元。中国居民可支配收入不断上升，居民饮食结构由温饱型转向膳食平衡型，对于食品的安全性、营养价值、口味口感、加工便捷性需求逐渐凸显，奠定了预制菜行业消费的经济基础。

图29：2021年中国居民人均可支配收入35128元



请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图30：2021年中国居民人均食品烟酒消费支出7178元



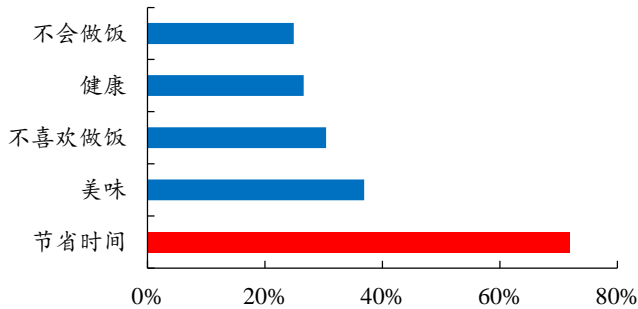
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

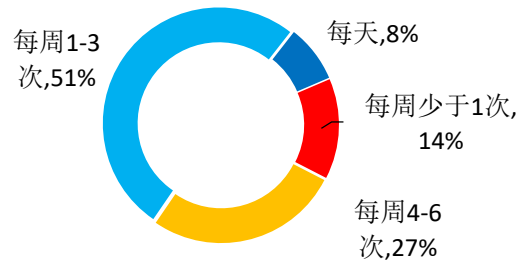
**C 端消费群体饮食习惯的改变催化预制菜行业的加速发展。**根据 iResearch 2021 年的调研数据显示，在预制菜消费者中，有 71.9% 的人购买的主要目的是为了省时，其次是为了美味与健康，不喜欢做饭和不会做饭也是购买预制菜的动因。从消费者每周购买预制菜的频次看，有 8% 的消费者在每天购买，27% 的消费者每周购买 4-6 次，51% 的人每周购买 1-3 次。

图31：71.9%预制菜消费者的主要目的是为了省时

图32：51%预制菜消费者每周购买 1-3 次



数据来源：iResearch、开源证券研究所



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

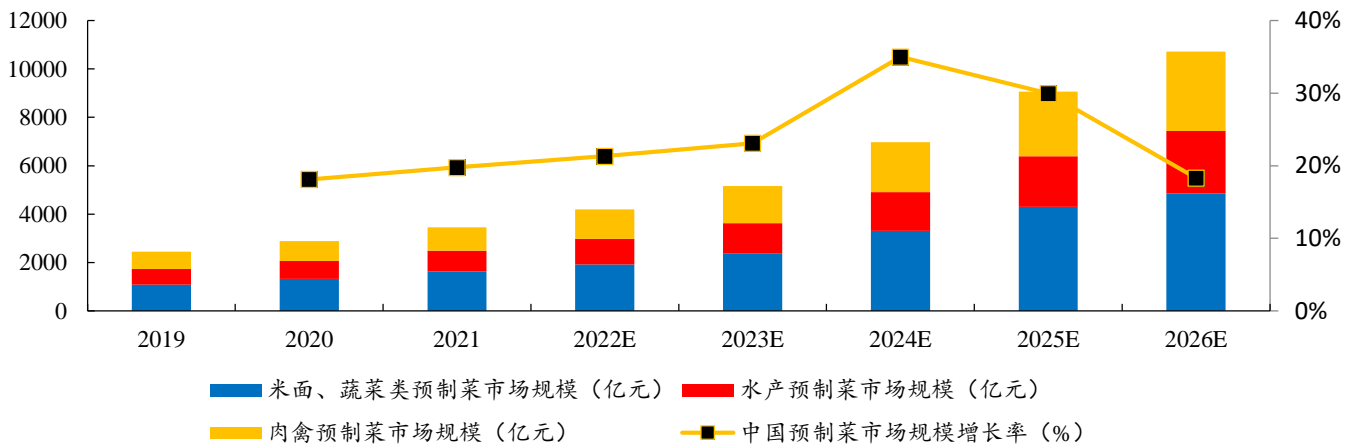
**各地政策密集出台，2026 年中国预制菜市场规模有望达万亿级别。**预制菜产业是推动乡村振兴的落脚点，预制菜产业一头连接田间地头，一头连接市场餐桌，受到各地政府的高度关注。

疫情期间，消费者对预制菜产品需求增多，各大电商、生鲜超市预制菜销量成倍增长，C 端预制菜产品接受度提升。预制菜有效地降低了餐厅运营成本，缓解了疫情期间因堂食业务减少而带来的损失，成为餐饮企业降本增效的利器。B、C 端激增的需求吸引了生鲜电商、餐饮等企业的布局，行业玩家增多，2026 年中国预制菜市场规模有望达 10720 亿元。

表6：预制菜产业是推动乡村振兴的落脚点，各地政策密集出台

发布时间	地区	政策名称	主要内容
2022 年 11 月	山东	《青岛市预制菜产业高质量发展三年行动计划（2022-2024 年）》	明确了打造“中华预制菜产业第一城”的目标，计划了完善产业链条、提升产业支撑能力、多维度拓展消费市场、强化组织推动等具体措施。
2022 年 4 月	北京	《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的实施方案》	扩大净菜、预制菜上市规模，发展“健康数据+营养配餐”等新型加工业态。
2022 年 3 月	广东	《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》	构建预制菜流通体系；培育一批跨区域的预制菜仓储冷链物流龙头企业；开展营销活动，鼓励预制菜企业创建加盟网店；要推动预制菜走向国际市场
2021 年 12 月	河南	《河南省“十四五”乡村振兴和农业农村现代化规划》	顺应社会消费升级、家庭结构小型化趋势，大力发展预制菜产业，拓展绿色食品业发展新赛道。在原阳县等地建设中央厨房产业园，打造全国知名的预制菜加工基地。

资料来源：各省市政府官网、开源证券研究所

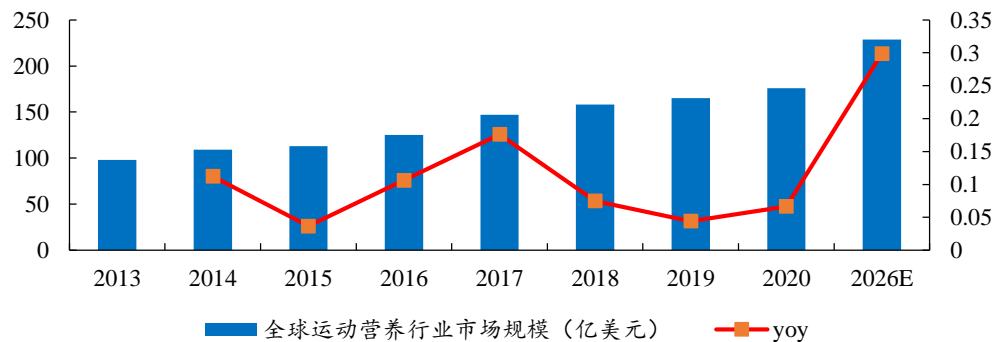
**图33：2022年中国预制菜市场规模将达4196亿元，同比增长21.3%，2026年有望达10720亿元**


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

### 4.3、拟切入RTD赛道，鸡蛋白饮料再添产品稀缺性

鸡蛋白饮料系公司自主创新研发的面向零售端的创新型产品，目前市场无公开在售的同类产品。相较于蛋白粉在雾化制作工艺下会导致部分营养成分流失，鸡蛋白饮料更能满足健身、健美爱好者及老年人等对蛋白补充需求较高的人群。

全球运动营养市场规模由2014年的108.83亿美元增长到2020年的176亿美元，预计到2026年，全球运动营养市场规模将达到228.57亿美元，公司的鸡蛋白饮料作为RTD（即饮食品）较传统蛋白粉更便捷，也将受益于蛋白粉市场的增长。

**图34：2026年全球运动营养市场规模将达到228.57亿美元**


数据来源：欧睿国际、华经产业研究院、开源证券研究所

## 5、盈利预测

**核心假设：**（1）根据募投项目的实施进展与设备的充分利用情况，我们预测募投项目“预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目”与“年增产15000吨蛋制品加工项目”在2023-2025年达产率分别为50%、75%、100%。（2）鉴于经济增长的放缓、投资的萎缩，以及货币的收紧，鸡蛋价格将依然向上走，有望创造新的历史高点。除此之外，农业部门也将实施积极的政策，利用市场机制和鼓励机制来稳定价格，改善养鸡环境，提升质量，提高产量，以及确保充足供应，共同推动价格上涨，我们预测未来鸡蛋价格将上涨至12元/公斤以上。（3）在过去三年新冠疫情的影响下，更多消费者保持居家，消费者对于诸如公司的蛋液、蛋粉、预制蛋品等预制菜的认知度和接受度不断提高，这有助于即时增加的需求逐步转化为长期可



持续的市场需求。同时，餐饮企业面临堂食骤降的门面空置压力以及连锁化下门店数量剧增，用更易标准化的预制菜取代后厨烹饪加工的传统出菜模式可满足降本增效的需求。(4) 蛋白质作为组成人体一切细胞、组织的重要成分，在后疫情时代下消费者的健康意识不断提高，对于蛋白质的补充需求也将不断提高。相较于传统蛋白粉在雾化制作工艺下会导致部分营养成分流失，鸡蛋白饮料更能满足健身、健美爱好者及老年人等对蛋白补充需求较高的人群。作为公司自主创新研发的面向零售端的创新型产品，目前市场无公开在售的同类产品，我们预测鸡蛋白饮料推出市场后会受消费者青睐。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 11.26/12.57/14.82 亿元，归母净利润分别为 0.39/0.58/0.70 亿元，对应当前股价 PE 分别为 17.0/11.4/9.4 倍，可比公司 PE (2023E) 为 20.1X，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表7：欧福蛋业 2023E PE 为 17.0X，可比公司 2023E PE 均值为 20.1X**

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	PE (2022)	PE(2023E)	PE(2024E)
002746.SZ	仙坛股份	9.10	77.28	28.77	22.15	17.70
002216.SZ	三全食品	16.65	147.70	17.64	16.42	14.59
603345.SH	安井食品	167.22	498.25	38.88	33.64	26.80
603609.SH	禾丰股份	10.33	93.60	14.05	8.23	6.57
	均值	50.83	204.21	24.83	20.11	16.41
839371.BJ	欧福蛋业	3.20	6.57	22.96	16.56	11.06

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测，收盘日为 20230504

## 6、风险提示：

鸡蛋价格波动风险、鸡蛋白饮料市场开拓风险、产能不及预期风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	306	276	534	473	708
现金	75	51	188	232	243
应收票据及应收账款	156	152	235	158	313
其他应收款	0	0	1	1	1
预付账款	1	2	1	2	1
存货	59	51	94	64	131
其他流动资产	15	20	16	17	18
<b>非流动资产</b>	249	237	263	273	306
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	210	197	227	235	266
无形资产	31	30	28	27	25
其他非流动资产	8	10	7	11	15
<b>资产总计</b>	554	513	797	746	1014
<b>流动负债</b>	198	120	252	144	342
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	97	83	139	104	207
其他流动负债	101	36	113	40	135
<b>非流动负债</b>	5	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	204	125	257	149	347
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	154	154	199	199	199
资本公积	58	60	128	128	128
留存收益	139	175	213	271	341
<b>归属母公司股东权益</b>	351	388	540	597	667
<b>负债和股东权益</b>	554	513	797	746	1014

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	47	59	80	83	79
净利润	22	36	39	58	70
折旧摊销	26	26	25	30	36
财务费用	2	0	-1	-2	-1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-13	-1	13	-4	-26
其他经营现金流	9	-2	4	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-8	-11	-55	-40	-69
资本支出	8	11	54	40	69
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-5	-71	112	2	0
短期借款	-4	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	0	45	0	0
资本公积增加	10	2	68	0	0
其他筹资现金流	-20	-73	-0	2	0
<b>现金净增加额</b>	34	-22	137	44	11

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	849	892	1126	1257	1482
营业成本	765	797	999	1110	1305
营业税金及附加	3	4	5	5	6
营业费用	18	17	23	25	29
管理费用	20	23	35	34	41
研发费用	17	18	23	25	30
财务费用	2	0	-1	-2	-1
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	26	34	42	61	72
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	26	34	43	62	73
所得税	4	-2	4	4	3
<b>净利润</b>	22	36	39	58	70
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	22	36	39	58	70
EBITDA	51	60	66	89	105
EPS(元)	0.11	0.17	0.19	0.28	0.34

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	36.9	5.1	26.1	11.7	17.9
营业利润(%)	-59.9	28.9	25.3	45.4	17.7
归属于母公司净利润(%)	-53.9	59.2	7.8	49.7	21.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.0	10.7	11.2	11.7	11.9
净利率(%)	2.6	4.0	3.4	4.6	4.7
ROE(%)	6.4	9.2	7.2	9.7	10.5
ROIC(%)	6.7	10.2	10.5	15.0	15.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.7	24.3	32.3	19.9	34.2
净负债比率(%)	-8.9	-12.4	-34.5	-38.6	-36.2
流动比率	1.5	2.3	2.1	3.3	2.1
速动比率	1.2	1.7	1.7	2.7	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.7	1.7	1.6	1.7
应收账款周转率	5.9	5.8	5.8	6.4	6.3
应付账款周转率	9.0	8.8	9.0	9.1	8.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.17	0.19	0.28	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.29	0.39	0.40	0.39
每股净资产(最新摊薄)	1.71	1.89	2.63	2.91	3.25
<b>估值比率</b>					
P/E	29.2	18.4	17.0	11.4	9.4
P/B	1.9	1.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.9	9.9	6.8	4.6	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

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

## 分析师承诺

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

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	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	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	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	预计行业弱于整体市场表现。

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

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

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

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

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

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

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10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