

北交所定期报告

2025年06月09日

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

蛋品工业化浪潮不断推进，关注北交所蛋品加工企业欧福蛋业

——北交所消费服务产业跟踪第十七期（20250609）

投资要点：

- **兼具“质”与“价”的鸡蛋蛋白，下游应用加速渗透。**鸡蛋蛋白质因其氨基酸组成与人体需求高度匹配，消化率（98%）与生物利用率（94%）在常见食物中均位居前列，被称为“完美蛋白质模式”。然而，我国蛋品加工行业的发展尚处早期，目前鸡蛋加工比例仅为5%-7%，远低于日本（50%）和美国（33%）等发达国家，这预示着未来较大的市场增长空间。在下游食品工业化、餐饮连锁化进程加速的驱动下，我国蛋制品市场规模已从2011年稳步增长至2021年，复合增速达11.8%，其中更适用于B端应用的蛋液是核心驱动品类，复合增速为12.0%。**北交所蛋制品加工企业欧福蛋业，深耕B端市场，为烘焙、餐饮等工业客户提供蛋液、蛋粉等解决方案，产能不断扩张，产品线丰富。在巩固B端壁垒的同时，公司积极布局鸡蛋白饮料等C端产品，旨在切入功能性饮料新赛道，打造第二增长曲线。**2024年，欧福蛋业营收9.06亿元(yoy-6.77%)、归母净利润约4560万元，毛利率、净利率分别为16.56%、5.03%。纵观公司的成长能力，2021-2024年的营收3年CAGR和归母净利润3年CAGR分别为2.19%、26.57%。
- **总量：北交所消费服务股股价涨跌幅中值+1.21%。**本周（2025年6月2日至6月6日），北交所消费服务产业37家企业多数上涨，区间涨跌幅中值为+1.21%，其中上涨公司达27家（占比73%），中设咨询（+13.76%）、康农种业（+11.43%）、康比特（+6.52%）、宏裕包材（+6.15%）、泰鹏智能（+5.42%）位列涨跌幅前五。北证50、沪深300、科创50、创业板指周度涨跌幅分别为+1.30%、+0.88%、+1.50%、+2.32%。本周37家企业市盈率中值由52.2X升至53.5X，总市值由1239.29亿元升至1261.48亿元，市值中值由21.23亿元升至21.93亿元。
- **行业：泛消费产业市盈率TTM中值-0.62%至67.1X。**泛消费PETTM中值由67.6降至67.1X，宏裕包材（+6.15%）、泰鹏智能（+5.42%）市值涨幅居前。食品饮料和农业PETTM中值由50.2X降至50.0X，康农种业（+11.43%）、康比特（+6.52%）市值涨跌幅居前。专业技术服务PETTM中值由27.1X升至27.5X，中设咨询（+13.76%）、瑞华技术（+3.69%）市值涨跌幅居前。本周泛消费产业市盈率TTM中值-0.62%至67.1X。
- **公告：中草香料获得发明专利。**公司获得一项发明专利：一种白脱酯香料的合成方法。
- **风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险。**

内容目录

1. 蛋制品加工市场广阔，欧福蛋业首创鸡蛋蛋白饮品	4
1.1. 兼具“质”与“价”的鸡蛋蛋白，下游应用加速渗透	4
1.2. 北交所企业：欧福蛋业-B 端壁垒深厚，C 端创新开启成长	6
2. 总量：北交所消费服务股股价涨跌幅中值+1.21%	9
3. 行业：泛消费产业市盈率 TTM 中值-0.62%至 67.1X	11
4. 公告：中草香料获得发明专利	13
5. 风险提示	14

图表目录

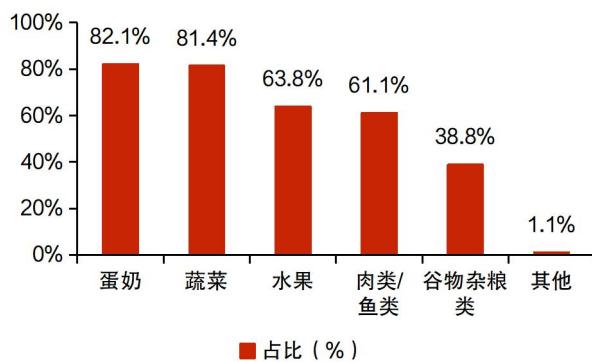
图表 1: 蛋奶制品和蔬菜是消费者营养补给的首要来源	4
图表 2: 消费者在选择蛋白质食品时最关注蛋白类型	4
图表 3: 蛋类蛋白质的消化率在常见食物中位居榜首	5
图表 4: 鸡蛋蛋白质的生物利用率 (BV) 高于其他食物	5
图表 5: 蛋液为蛋制品市场主要品类, 2011-2021 年复合增速达 12% (单位: 万吨) .	5
图表 6: 蛋白饮料按其来源分为动物、植物及复合蛋白饮料	6
图表 7: 蛋液产品为欧福蛋业核心业务, 收入占比近八成	6
图表 8: 鸡蛋白饮料主打“轻压力”与“高蛋白”核心卖点	7
图表 9: 玉米价格与鸡蛋价格走势具备相关性	7
图表 10: 2024 年欧福蛋业营收 9.06 亿元、归母净利润 4560 万元 (yoy+5.65%)	8
图表 11: 北交所消费服务产业企业区间涨跌幅中值为 +1.21%	9
图表 12: 北交所消费服务产业企业的市盈率中值由 52.2X 升至 53.5X (单位: 家)	9
图表 13: 北交所消费服务产业企业总市值升至 1261.48 亿元 (单位: 家)	10
图表 14: 中设咨询、康农种业、康比特等企业本周涨跌幅居前	10
图表 15: 北交所泛消费产业 PETTM 中值降至 67.1X	11
图表 16: 宏裕包材、泰鹏智能等市值涨跌幅居前	11
图表 17: 北证食品饮料&农业产业 PETTM 中值降至 50.0X	11
图表 18: 康农种业、康比特等市值涨跌幅居前	11
图表 19: 北交所专业技术服务产业 PETTM 中值上升	12
图表 20: 中设咨询、瑞华技术等市值涨跌幅居前	12
图表 21: 中草香料获得发明专利	14

1. 蛋制品加工市场广阔，欧福蛋业首创鸡蛋白饮品

1.1. 兼具“质”与“价”的鸡蛋蛋白，下游应用加速渗透

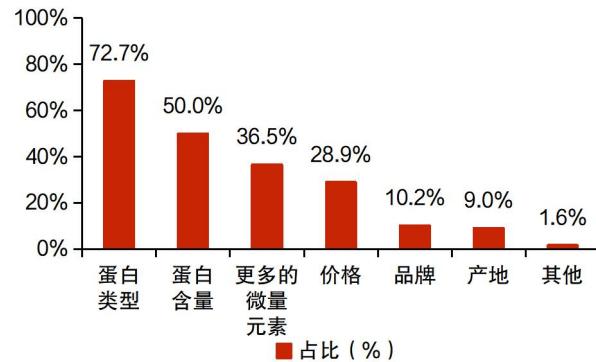
消费者对蛋白认知由“量”转向“质”，驱动高品质蛋白产品市场发展。《Z世代消费态度观察·食》调研显示，蛋奶制品是Z世代营养补给的首要来源，占比高达82.1%。在选择蛋白质食品时，高达72.7%的消费者更多考虑“蛋白类型（乳蛋白、大豆蛋白、鸡蛋蛋白等）”，超过“蛋白含量”（50%）和“价格”（28.9%）。禽蛋类食品是优质蛋白质的重要来源。禽蛋作为易得、加工简单、烹饪手段丰富的蛋白质来源成为Z世代的普遍选择。禽蛋除了蛋白质含量丰富，其营养价值也高，富含维生素A、维生素D、维生素B12、磷、硒等，被认为是一种营养均衡的食物。这些营养素在维持视力、骨骼健康、神经系统功能和免疫系统等方面发挥重要作用。目前我国是全球鸡蛋第一大生产国和消费国，鸡蛋产量约占全球总量的35%。

图表1：蛋奶制品和蔬菜是消费者营养补给的首要来源



资料来源：《Z世代消费态度观察·食》第一财经、华源证券研究所
注：N=4243, Q：哪类食物你每天都会有意识摄入？

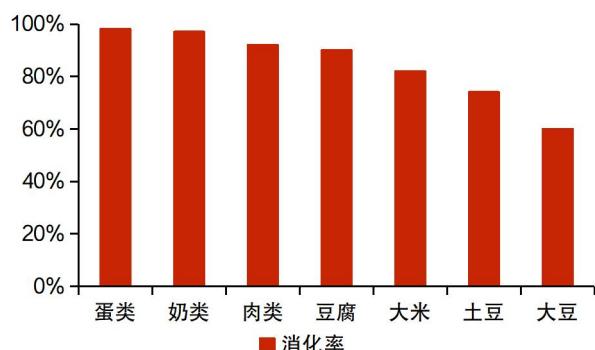
图表2：消费者在选择蛋白质食品时最关注蛋白类型



资料来源：《Z世代消费态度观察·食》第一财经、华源证券研究所
注：N=4010, Q：选择蛋白质食品时，你更多考虑以下哪些因素？

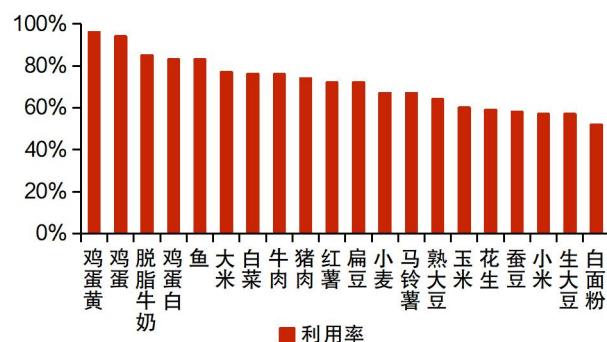
食物中以大豆为蛋白质最高，肉类次之，粮谷类较低。根据临床营养网公众号，大豆的单位蛋白质含量（35%）>牛肉（20%）>鸡蛋（13.1%）>全脂牛奶（3.3%）。蛋类蛋白质的消化率高于其余常见食物，高达98%。蛋白质消化率不仅反映了蛋白质在消化道内被分解的程度，同时还反映消化后的氨基酸和肽被吸收的程度。并且鸡蛋蛋白质的生物利用率也位于前列，对肝肾病人来讲，生物价高表明食物蛋白质中氨基酸主要用来合成人体蛋白，极少有过多的氨基酸经肝肾代谢而释放能量或由尿排出多余的氮，从而大大减少肝肾的负担。鸡蛋蛋白质因其氨基酸组成与人体需求高度匹配，且几乎能被完全消化吸收，因此被称为“完美蛋白质模式”，这也是鸡蛋及其制品（如蛋液、蛋粉）在功能性食品和营养强化领域备受青睐的原因。

图表 3：蛋类蛋白质的消化率在常见食物中位居榜首



资料来源：佛山市第一人民医院巧说营养公众号、华源证券研究所

图表 4：鸡蛋蛋白质的生物利用率 (BV) 高于其他食物



资料来源：佛山市第一人民医院巧说营养公众号、华源证券研究所

目前我国鸡蛋消费结构仍以鸡蛋为主，蛋制品消费占比较低。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。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%。我国鸡蛋的加工比例与国外发达国家仍有着较大的差距，未来蛋品加工行业市场空间广阔。**我国蛋制品市场规模稳步扩张，其中蛋液是增长的核心驱动品类。**根据 IEC 国际蛋品协会数据，2011-2021 年，我国蛋制品（蛋液与蛋粉合计）市场（不含中国香港、中国台湾、中国澳门地区）的年均复合增长率为 11.8%。其中，蛋液市场规模从 2011 年的 9 万吨增长至 2021 年的 28 万吨，CAGR 达到 12.0%；蛋粉市场规模则从 0.9 万吨增长至 2.3 万吨，CAGR 为 9.8%。蛋制品市场的持续增长，核心原因在于下游食品工业化、餐饮连锁化进程的不断加速，标准化的蛋制品在成本、效率和食品安全上优势显著。蛋液之所以能成为增长的主要驱动力，是因为其在功能属性上最大程度地保留了鸡蛋的天然形态和风味，更适用于烘焙、餐饮等主流 B 端应用场景。

图表 5：蛋液为蛋制品市场主要品类，2011-2021 年复合增速达 12%（单位：万吨）



资料来源：IEC 国际蛋品协会、华源证券研究所

蛋白饮料，是指主要以乳或乳制品、有一定蛋白质含量的植物的果实、种子或种仁等为原料，经加工或发酵制成的饮料。蛋白饮料不仅能为人体提供一定量的优质蛋白质，还兼具营养与饮用的特性。按蛋白质的来源，可将蛋白饮料细分为动物蛋白饮料、植物蛋白饮料以及复合蛋白饮料。

图表 6：蛋白饮料按其来源分为动物、植物及复合蛋白饮料



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

1.2. 北交所企业：欧福蛋业-B 端壁垒深厚，C 端创新开启成长

欧福蛋业是中国蛋制品加工业的积极开拓者和持续引领者，一直秉承着对质量苛刻的追求，针对国内和亚洲客户的需求，不断开发新品，提供食用安全、使用便利、质量上乘的蛋制品，给工业客户和餐饮客户提供解决方案，满足消费者日益变化的需求。欧福具有丰富的产品线，既有蛋液（全蛋液、蛋白液、蛋黄液）、蛋粉（全蛋粉、蛋白粉、蛋黄粉）这些常规蛋制品，又有功能改良的功能性产品，还有为客户定制的一系列专用产品，使得欧福蛋业的产品广泛应用于烘焙、调味品及餐饮行业中。

图表 7：蛋液产品为欧福蛋业核心业务，收入占比近八成



资料来源：欧福蛋业招股说明书、iFinD、华源证券研究所

注：为 2024 年营收占比数据

首创布局鸡蛋白饮料，从 B 端向 C 端市场延伸。一瓶欧福蛋白质饮品的优质蛋白质含量高达 20.5g，相当于 3 瓶 200ml 的牛奶，但仅有 1.5 根香蕉的热量；并且，在为人们提供高蛋白的同时，这款蛋白饮料还有着“0 糖、0 脂肪、0 胆固醇”的优点，更加符合年轻一代的消费趋势。该产品未来潜在客户主要包括运动、健身、健美爱好者及老年人等对蛋白补充需求较高的人群。这一战略布局的背后，是公司寻求“第二增长曲线”和提升产品附加值的主动探索，能让公司直接触达终端消费者，建立品牌认知，从而提高议价能力和盈利水平。在

健康消费风潮下，鸡蛋白饮料凭借其天然、优质、非乳制动物蛋白的独特定位，有望在功能性饮料市场中开辟出新的细分蓝海。

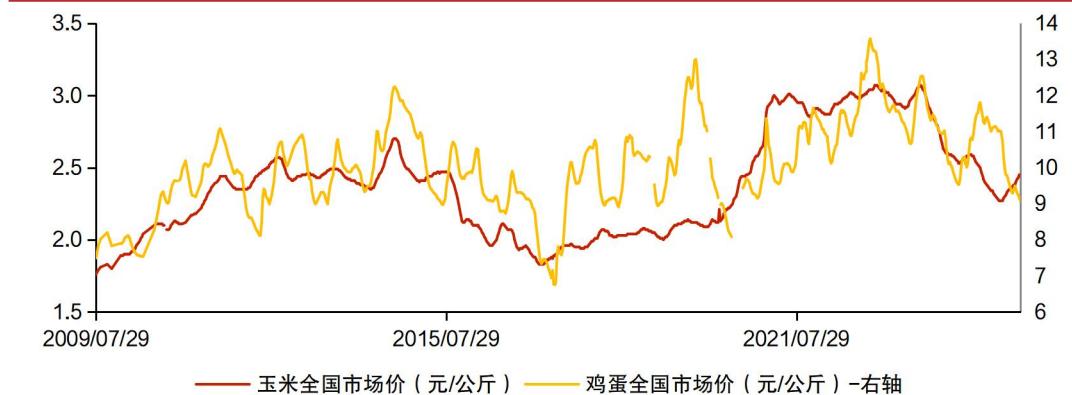
图表 8：鸡蛋白饮料主打“轻压力”与“高蛋白”核心卖点



资料来源：欧福蛋业天猫旗舰店、华源证券研究所

上游原料价格波动，考验公司成本控制与盈利能力。蛋制品加工行业的原料主要为鸡蛋，价格波动明显。由于蛋鸡自身的生物学规律和农牧业产能调整的滞后性，行业供给端无法根据需求的变动及时调整自身的供应能力，而消费端则受多种因素的影响而起伏较大，使得鸡蛋的价格整体波动较大，从而导致蛋制品加工行业企业成本波动较大。此外，饲料价格的波动也对鸡蛋的价格产生较大的影响，养殖户也会根据饲料的价格调整养殖规模，进而影响鸡蛋的价格。对于欧福蛋业而言，其专业的供应链团队能够对未来鸡蛋的采购成本做出前瞻性判断，从而提前制定和调整采购策略，有效平滑成本波动，并且公司不断开发新的创新产品和高技术附加值产品来应对原材料价格波动，这是其核心竞争优势之一。

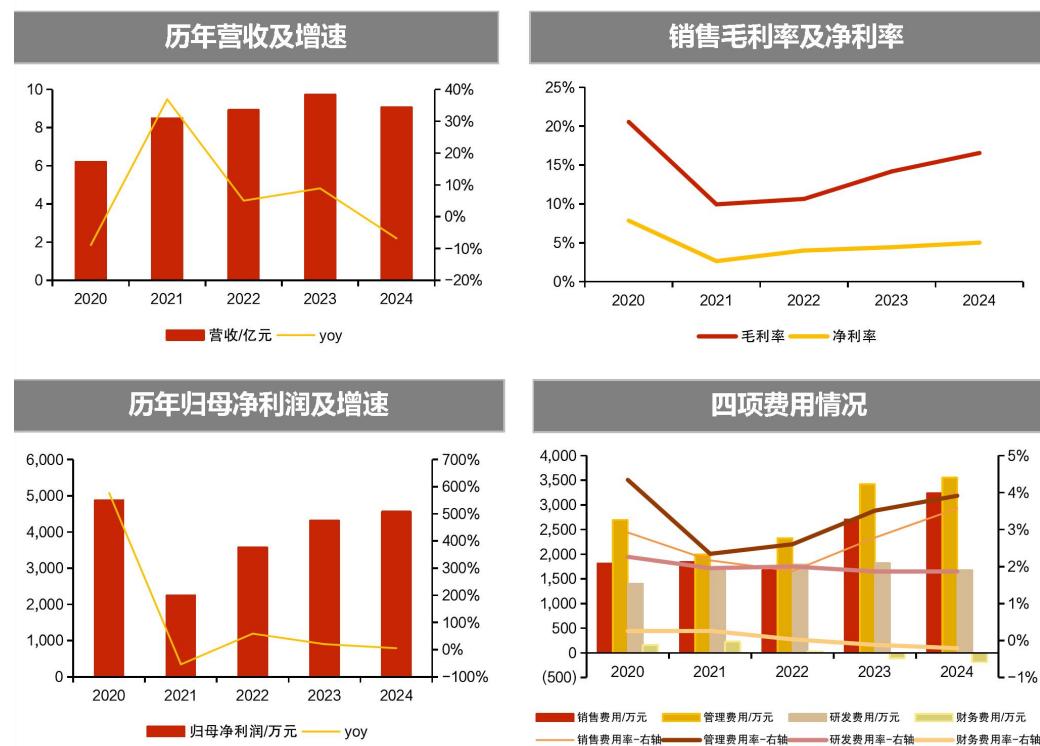
图表 9：玉米价格与鸡蛋价格走势具备相关性



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2024年，欧福蛋业营收9.06亿元(yoy-6.77%)、归母净利润4559.99万元(yoy+5.65%)，毛利率、净利率分别为16.56%、5.03%。纵观公司的成长能力，2021-2024年的营收3年CAGR和归母净利润3年CAGR分别为2.19%、26.57%。

图表 10：2024 年欧福蛋业营收 9.06 亿元、归母净利润 4560 万元 (yoY+5.65%)

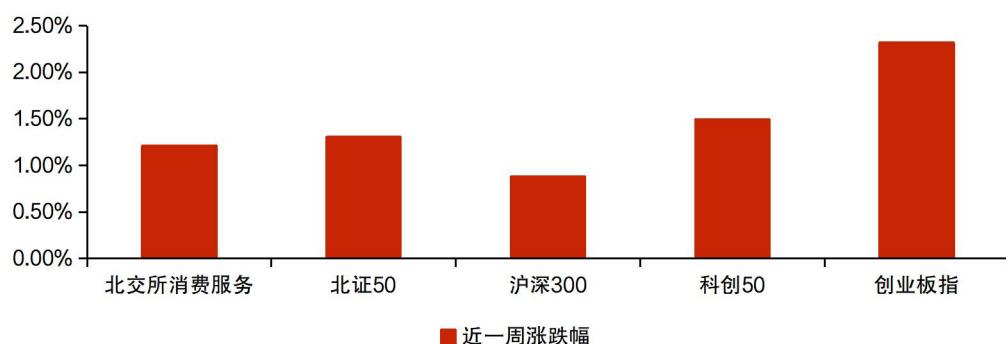


资料来源：iFinD、华源证券研究所

2. 总量：北交所消费服务股股价涨跌幅中值+1.21%

截至 2025 年 6 月 6 日，经梳理后本期锁定了 37 家核心标的池（持续更新）。从周度涨跌幅数据来看，2025 年 6 月 2 日至 6 月 6 日，北交所消费服务产业企业多数上涨，区间涨跌幅中值为+1.21%，其中上涨公司达 27 家（占比 73%），中设咨询（+13.76%）、康农种业（+11.43%）、康比特（+6.52%）、宏裕包材（+6.15%）、泰鹏智能（+5.42%）位列涨幅前五。北证 50、沪深 300、科创 50、创业板指周度涨跌幅分别为+1.30%、+0.88%、+1.50%、+2.32%。

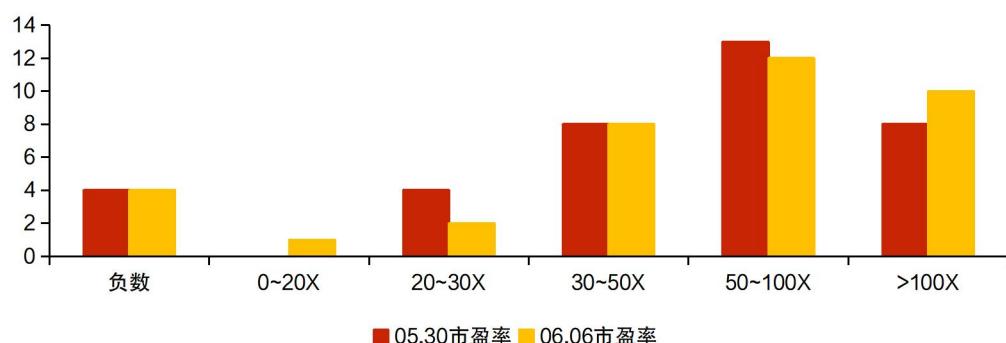
图表 11：北交所消费服务产业企业区间涨跌幅中值为+1.21%



资料来源：iFinD、华源证券研究所注：数据截至 2025 年 6 月 6 日，新上市并入统计，下同

本周，北交所消费服务产业企业的市盈率中值由 52.2X 升至 53.5X。从分布区间来看，位于负数区间的企业数量与上周一致，位于 0~20X 区间的企业数量增加至 1 家，位于 20~30X 区间的企业数量减少至 2 家，位于 30~50X 区间的企业数量不变，位于 50~100X 区间的企业数量减少至 12 家，位于>100X 区间的企业数量增加至 10 家。

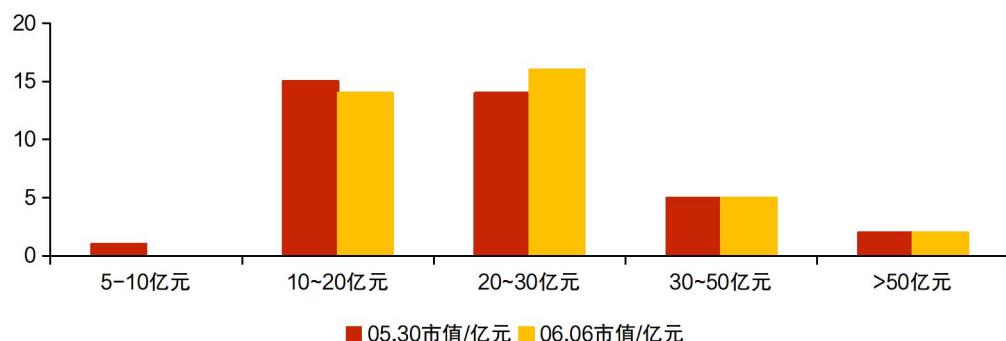
图表 12：北交所消费服务产业企业的市盈率中值由 52.2X 升至 53.5X（单位：家）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

本周，北交所消费服务产业企业的市值整体有所上涨，总市值由 1239.29 亿元升至 1261.48 亿元，市值中值由 21.23 亿元升至 21.93 亿元。从分布区间来看，位于 5~10 亿元市值区间内的企业数量减少至 0 家，位于 10~20 亿元市值区间内的企业数量减少至 14 家，位于 20~30 亿元市值区间内的企业数量增加至 16 家，位于 30~50 亿元市值区间内的企业数量以及位于 >50 亿元区间的企业数量与上周一致。

图表 13：北交所消费服务产业企业总市值升至 1261.48 亿元（单位：家）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

本周（2025年6月2日至6月6日），前十大涨跌幅标的分别是中设咨询、康农种业、康比特、宏裕包材、泰鹏智能、路斯股份、中草香料、瑞华技术、骑士乳业、润普食品。

图表 14：中设咨询、康农种业、康比特等企业本周涨跌幅居前

证券代码	证券简称	区间涨跌幅	市值/亿元	市盈率 TTM	2024 年营收 /亿元	2024 年归母净利润/万元	业务
833873.BJ	中设咨询	13.76%	10.52	-10.26	0.73	-10,502.99	城乡规划、全过程工程咨询及其他相关工程咨询服务
837403.BJ	康农种业	11.43%	23.66	33.07	3.37	8,259.99	玉米杂交种子
833429.BJ	康比特	6.52%	35.41	39.18	10.40	8,931.40	运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务
837174.BJ	宏裕包材	6.15%	14.17	258.43	6.40	371.25	彩印复合包材、注塑、吹膜和新材料产品
873132.BJ	泰鹏智能	5.42%	20.79	144.86	2.95	2,122.15	庭院帐篷(硬顶、软顶和 PC 顶等)以及其他户外休闲家具用品
832419.BJ	路斯股份	5.12%	26.30	32.55	7.78	7,836.24	宠物食品
920016.BJ	中草香料	4.89%	21.49	79.62	2.22	3,662.61	香料香精制造
920099.BJ	瑞华技术	3.69%	26.66	22.36	5.55	11,595.37	为石油化工企业基于化工工艺包技术的成套技术综合解决方案
832786.BJ	骑士乳业	3.13%	23.39	-162.22	12.97	-769.51	有机生鲜乳、各类乳制品及含乳饮料、白砂糖及其副产品
836422.BJ	润普食品	2.98%	12.83	100.79	5.17	1,495.87	食品添加剂

资料来源：iFinD、华源证券研究所注：数据截至 20250606

3. 行业：泛消费产业市盈率 TTM 中值-0.62%至 67.1X

➤ 泛消费（15家）：市盈率TTM中值由67.6降至67.1X

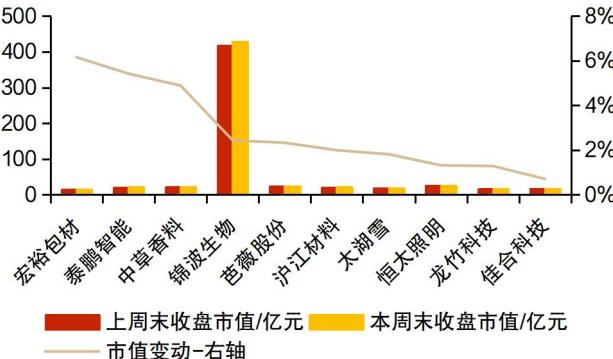
本周，从估值表现看，北交所泛消费产业企业的市盈率TTM中值由67.6X降至67.1X。从本周个股市值表现来看，宏裕包材（+6.15%）、泰鹏智能（+5.42%）、中草香料（+4.89%）分列市值涨跌幅前三甲。

图表 15：北交所泛消费产业 PETTM 中值降至 67.1X



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 16：宏裕包材、泰鹏智能等市值涨跌幅居前



资料来源：iFinD、华源证券研究所

➤ 食品饮料和农业（15家）：市盈率TTM中值由50.2X降至50.0X

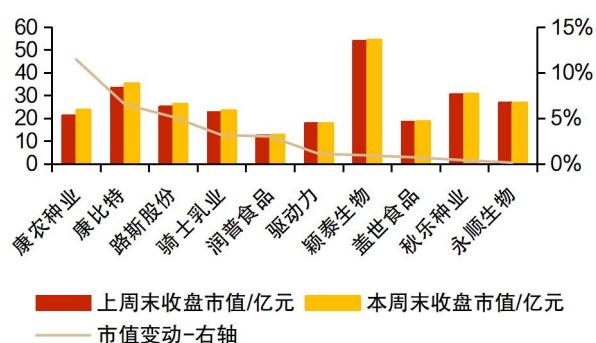
本周，从估值表现看，北交所食品饮料和农业产业15家企业的市盈率TTM中值由50.2X降至50.0X。从本周个股市值表现来看，康农种业（+11.43%）、康比特（+6.52%）、路斯股份（+5.12%）分列市值涨跌幅前三甲。

图表 17：北证食品饮料&农业产业 PETTM 中值降至 50.0X



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 18：康农种业、康比特等市值涨跌幅居前



资料来源：iFinD、华源证券研究所

➤ 专业技术服务（7家）：市盈率TTM中值由27.1X升至27.5X

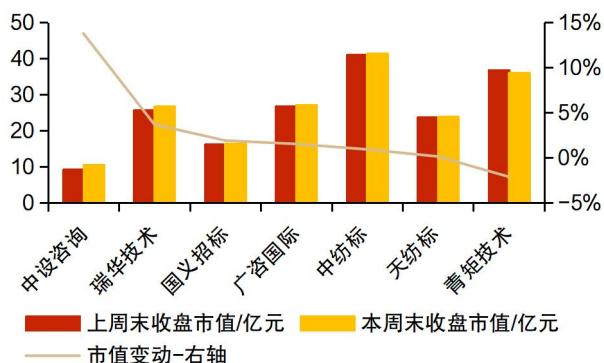
本周，从估值表现看，北交所专业技术服务产业企业的市盈率TTM中值由27.1X升至27.5X。从本周个股市值表现来看，中设咨询（+13.76%）、瑞华技术（+3.69%）、国义招标（+1.90%）分列市值涨幅前三甲。

图表 19：北交所专业技术服务产业 PETTM 中值上升



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 20：中设咨询、瑞华技术等市值涨幅居前



资料来源：iFinD、华源证券研究所

4. 公告：中草香料获得发明专利

【公告】

盖世食品：拟使用自有资金 780 万元至 1,527.5 万元，以不超过 6.5 元/股的价格，通过竞价方式回购公司股份。本次回购股份数量预计为 120 万股至 235 万股，占公司总股本的 0.85%-1.67%。回购的股份将全部用于实施股权激励或员工持股计划，旨在建立长效激励机制，增强公司核心竞争力。该回购方案的实施期限为自 2024 年 7 月 23 日董事会审议通过之日起，截至 2025 年 5 月 31 日，尚未回购。

中草香料：公司获得一项发明专利：一种白脱酯香料的合成方法。

方大新材：股权激励计划限制性股票解除限售公告，本次股票解除限售数量总额为 608,300 股，占公司总股本 0.47%，可交易时间为 2025 年 6 月 10 日。

天纺标：股东津联（天津）资产管理有限公司、天津天宝创业投资有限公司、单学蕾、郭盛和闫莉娜均预计自本公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内计划减持股份。其中津联（天津）资产管理有限公司和天津天宝创业投资有限公司计划通过集中竞价或大宗交易减持股份均不高于 355,000 股，减持股份比例 0.4361%；单学蕾和郭盛计划通过集中竞价分别减持股份不高于 75,000 股和不高于 25,000 股，减持股份比例分别为 0.0921% 和 0.0307%；闫莉娜计划通过集中竞价减持股份不高于 3,400 股，减持股份比例 0.0041%。

图表 21：中草香料获得发明专利

证券代码	证券简称	公告时间	公告内容
836826.BJ	盖世食品	2025 年 6 月 3 日	盖世食品拟使用自有资金 780 万元至 1,527.5 万元，以不超过 6.5 元/股的价格，通过竞价方式回购公司股份。本次回购股份数量预计为 120 万股至 235 万股，占公司总股本的 0.85%-1.67%。回购的股份将全部用于实施股权激励或员工持股计划，旨在建立长效激励机制，增强公司核心竞争力。该回购方案的实施期限为自 2024 年 7 月 23 日董事会审议通过之日起，截至 2025 年 5 月 31 日，尚未回购。
920016.BJ	中草香料	2025 年 6 月 4 日	公司获得一项发明专利：一种白脱酯香料的合成方法。
838163.BJ	方大新材	2025 年 6 月 5 日	股权激励计划限制性股票解除限售公告，本次股票解除限售数量总额为 608,300 股，占公司总股本 0.47%，可交易时间为 2025 年 6 月 10 日。
871753.BJ	天纺标	2025 年 6 月 6 日	股东津联（天津）资产管理有限公司、天津天宝创业投资有限公司、单学蕾、郭盛和闫莉娜均预计自本公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内计划减持股份。其中津联（天津）资产管理有限公司和天津天宝创业投资有限公司计划通过集中竞价或大宗交易减持股份均不高于 355,000 股，减持股份比例 0.4361%；单学蕾和郭盛计划通过集中竞价分别减持股份不高于 75,000 股和不高于 25,000 股，减持股份比例分别为 0.0921% 和 0.0307%；闫莉娜计划通过集中竞价减持股份不高于 3,400 股，减持股份比例 0.0041%。

资料来源：iFinD、各公司公告、华源证券研究所

5. 风险提示

宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险

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）。