



招股书·解牛系列报告（二）

金添动漫：中国IP趣玩食品行业的开创者

证券分析师

姓名：陈良栋

资格编号：S1350524100003

邮箱chenliangdong@huayuanstock.com

目录

1. 公司概况：中国IP趣玩食品行业的开创者及领导者
2. 行业概况：IP食品产业景气度持续上修，金添动漫市占率高
3. 公司业务：构建多元化IP组合，渠道深度覆盖下沉市场
4. 风险提示



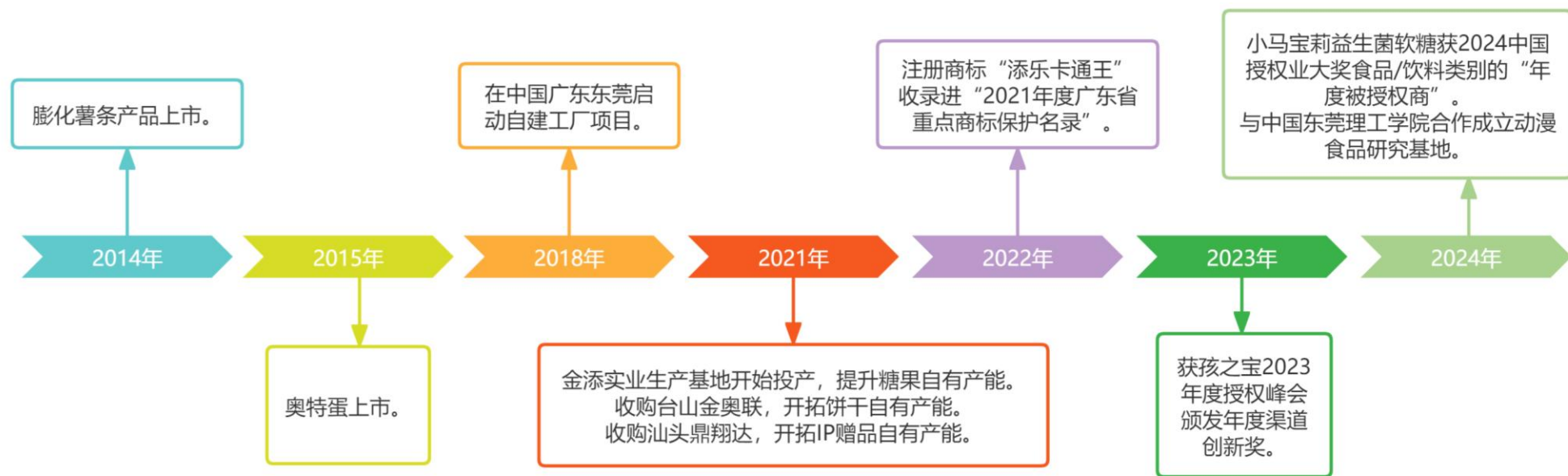
- **收入快速增长，盈利能力显著改善：**2024年金添动漫实现营业收入8.77亿元人民币，其中超98%为IP产品收入。2022/2023/2024/2025H1分别实现收入5.96/6.64/8.77/4.44亿元，对应毛利率26.6%/32.6%/33.7%/34.7%，对应调整后净利率6.2%/11.4%/14.9%/15.8%。业绩的快速增长主要依赖于经销网络的快速扩张（覆盖逾1700个县）和授权IP的运营（26个授权IP）。盈利能力的提升主要得益于市场扩张带来的毛利率优化（从2022年的26.6%提升至2025H1的34.7%）以及费用控制的加强。
- **受众广泛的多元化IP组合：**品类上涵盖常见的零食种类，糖果类为营收主力（2024收入占比超30%）。拥有26个知名授权IP（如奥特曼、小马宝莉等），并计划推出自有IP。针对不同IP及不同受众群体打造定制化的潮玩食品。
- **全面覆盖的销售及经销网络。**采用多渠道营销模式，整合经销商网络、面向零售商的直销以及电商平台。线下销售主要通过合作的经销商和零售商进行，截至2025年6月30日，通过超2,600家经销商构建起覆盖全国的多层级经销网络。这一网络触达全国逾1,700个县，县级覆盖率超60.0%。另外，通过与行业知名零售商合作建立直销网络，涵盖超市、IP主题快闪店及自动贩卖机等广泛的消费场景。线上渠道，电商渠道通过第三方网络平台（如抖音、拼多多、天猫、淘宝、京东、小红书及快手）的自营网店直接向终端消费者出售产品。通过线上线下全面覆盖的组合策略，实现了渠道广度与运营深度的同步提升。

1. 公司概况：中国IP趣玩食品行业的开创者及领导者

1.1 发展历程：中国IP趣玩食品行业的开创者及领导者

- 金添动漫的历史最早可以追溯至2004年，蔡建淳创立上海添乐卡通食品销售发展有限公司（现金添动漫附属公司之一）。
- 2011年，金添动漫成立并于2016年改制为股份有限公司。经过对台山市金奥联和汕头市鼎翔达的收购以及对自身生产基地的投资，金添动漫已开拓出自身主要产品的产能基地。金添动漫致力于对IP经济及趣玩食品领域的创新和研究，已成为中国IP趣玩食品行业的开创者及领导者。

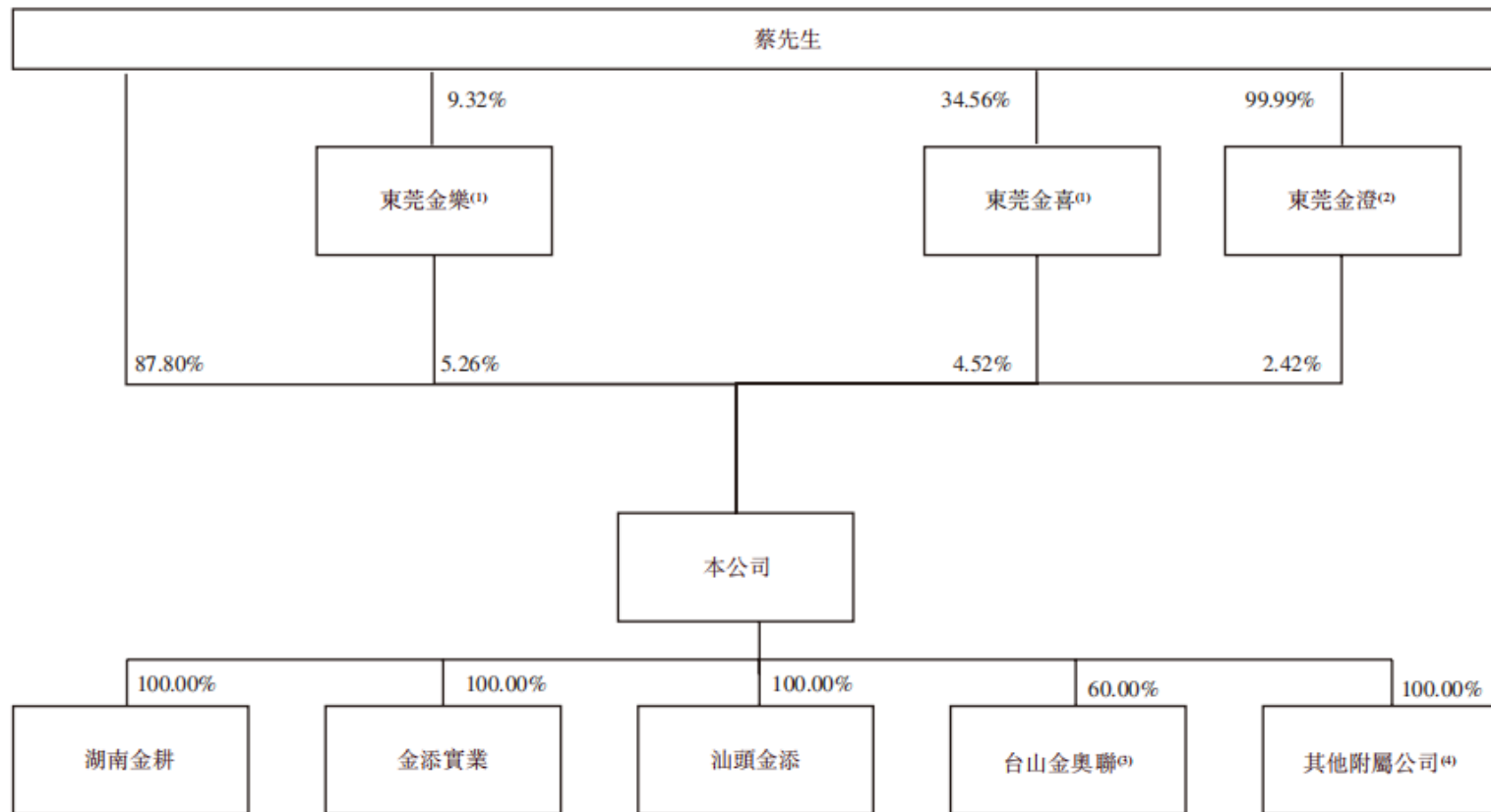
图：重要里程碑



1.2 股权结构：实控人100%控股

- 截至IPO前，公司执行董事、董事会主席兼总经理蔡建淳先生直接持股**87.8%**。东莞金乐持股5.26%；东莞金喜持股4.52%；东莞金澄持股2.42%。
- 此外，蔡建淳先生作为普通合伙人控制东莞金乐、东莞金喜和东莞金澄，对以上公司分别持股9.32%、34.56%和99.99%，因此，截至2025年10月20日，蔡建淳先生控制金添动漫100%的投票权。

图：截至2025年10月20日公司股权及企业架构



1.3 管理层经历：核心团队深耕专业领域多年

- 管理层深耕专业领域多年：**实控人蔡建淳先生在食品供应链行业拥有逾20年经验。刘群涛先生担任执行董事兼法务中心总监，此前分别在汕头市工商行政管理局龙湖分局和强生（中国）担任科员和知识产权办公室经理。刘玉华女士任执行董事兼资金管理主管，在会计及财务行业拥有逾20年经验。成协红女士担任执行董事兼客户服务中心总监，负责运营、销售及客户服务管理，在管理方面拥有逾15年的经验。殷安志先生任公司首席财务官，负责财务管理。

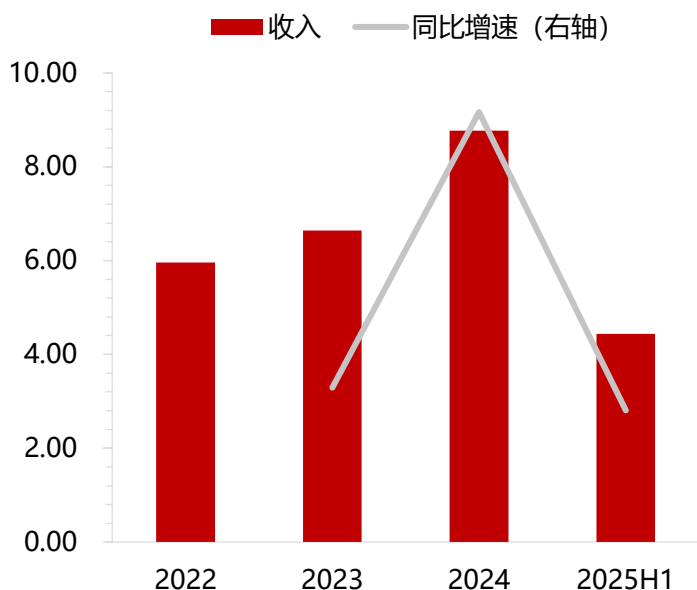
表：金添动漫管理层介绍

姓名	职位	介绍
蔡建淳	执行董事、董事会主席兼总经理	2011年4月加入集团自此任执行董事兼总经理，2016年2月起任董事会主席，主要负责整体战略规划、业务方向及运营管理。1997年8月至2000年5月任汕头经济特区裕生食品工业有限公司上海分公司经理，2004年11月创立并任上海添乐卡通食品销售有限公司董事兼总经理。2022年9月获中国北京外国语大学工商管理专业学士学位。2023年11月任中国食品工业协会马铃薯食品专业委员会常务副会长，2022年12月任中国东莞食品学会副理事长。
刘群涛	执行董事兼法务中心总监	2015年6月加入集团，2021年6月起担任执行董事，2025年9月担任法务中心总监。主要负责集团的运营管理、信息披露、法律及合规事宜。1993年5月至2001年8月任汕头市工商行政管理局龙湖分局科员。2001年10月至2003年12月任强生（中国）有限公司知识产权办公室经理。2004年6月至2010年3月任上海博涛知识产权有限公司法定代表人兼执行董事。1992年7月取得中国北京财贸学院（现首都经济贸易大学）经济学学士学位。
刘玉华	执行董事兼资金管理主管	2011年4月加入集团，2016年2月起任执行董事，2025年9月起任资金管理主管，主要负责财务监管、资金及税务合规事宜。2001年12月至2005年1月任职于汕头市东方纸塑包装厂有限公司。2004年11月至2005年7月任上海添乐会计师。2008年至2012年任台山市金侯联食品有限公司会计主管。刘女士于2015年1月自中国中央广播电视大学毕业，2019年1月取得中国中山大学管理学院首席财务官CFO研修班证书。2006年5月获初级会计师资格，2019年6月获国际高级财务管理师认证。
成协红	执行董事兼客户服务中心总监	2013年1月加入集团，2021年12月起任公司执行董事，2025年9月起任客户服务中心总监，主要负责运营、销售及客户服务管理。2007年8月至2008年3月任东莞新能源科技有限公司生产线经理。2008年5月至2008年10月任东莞时力科技电子厂项目工程师。2009年5月至2012年10月任东莞创盟电子有限公司总经理助理。成女士于2007年6月取得中国湖北大学的化学生物学学士学位。
殷安志	首席财务官	2021年6月加入集团担任财务中心总监，2024年5月起任首席财务官，负责财务管理。殷先生拥有丰富的财务经验，2008年5月至2010年4月任江阴海润科技股份有限公司财务经理，2010年6月至2012年2月任韩华新能源（南通）有限公司财务经理，2013年4月至2015年12月任中核华原（上海）钛白有限公司财务总监，2017年1月任浙江荣鑫燃气表有限公司财务总监，2017年9月至2020年9月任赢彩色浆制造（上海）有限公司财务经理，2020年11月至2021年4月任上海美诺福科技股份有限公司财务总监。殷先生于2000年7月取得中国武汉金融高等专科学校金融大专文凭。2016年3月获注册会计师资格。

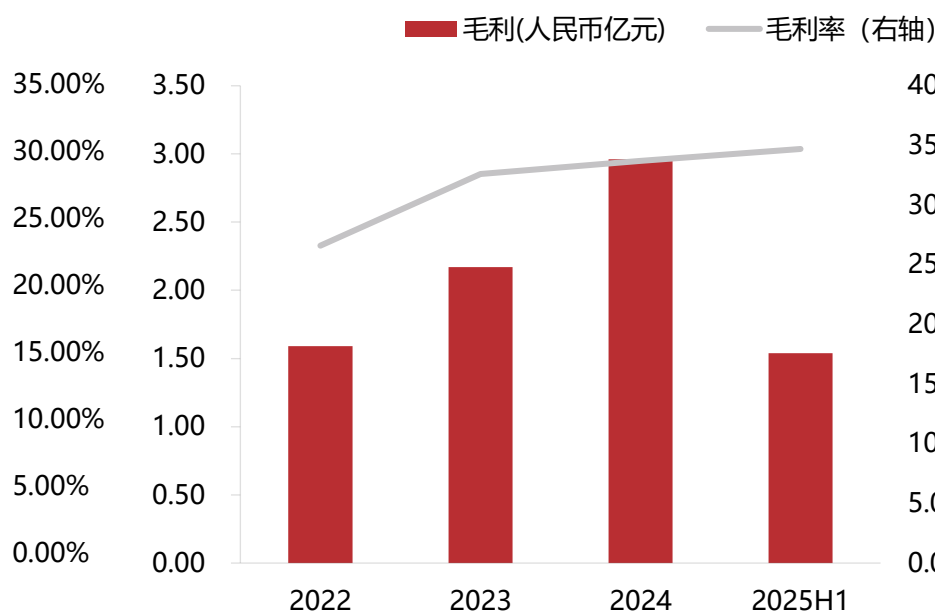
1.4 财务分析：营收快速增长，利润率持续优化

- **营业收入加速增长，毛利率持续上涨：**2022至2025H1，金添动漫取得收入5.96/6.64/8.77/4.44亿元，2023年、2024年同比增速分别为11.52%、32.08%，25H1同比24H1增长9.82%。2022至2025H1，取得毛利润1.59/2.17/2.96/1.54亿元，对应毛利率分别为26.6%/32.6%/33.7%/34.7%。2022-2025H1取得经调整净利润0.37/0.76/1.30/0.70亿元，调整后净利率分别为6.19%/11.40%/14.89%/15.84%。

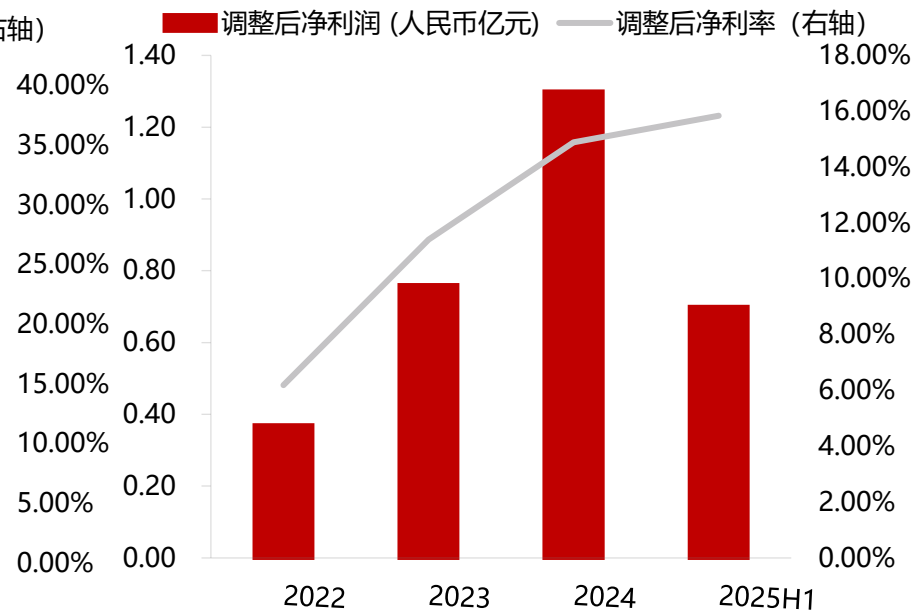
图：2022-2025H1公司营业收入（人民币亿元）



图：2022-2025H1公司毛利及毛利率情况



图：2022-2025H1公司调整后利润及净利率情况

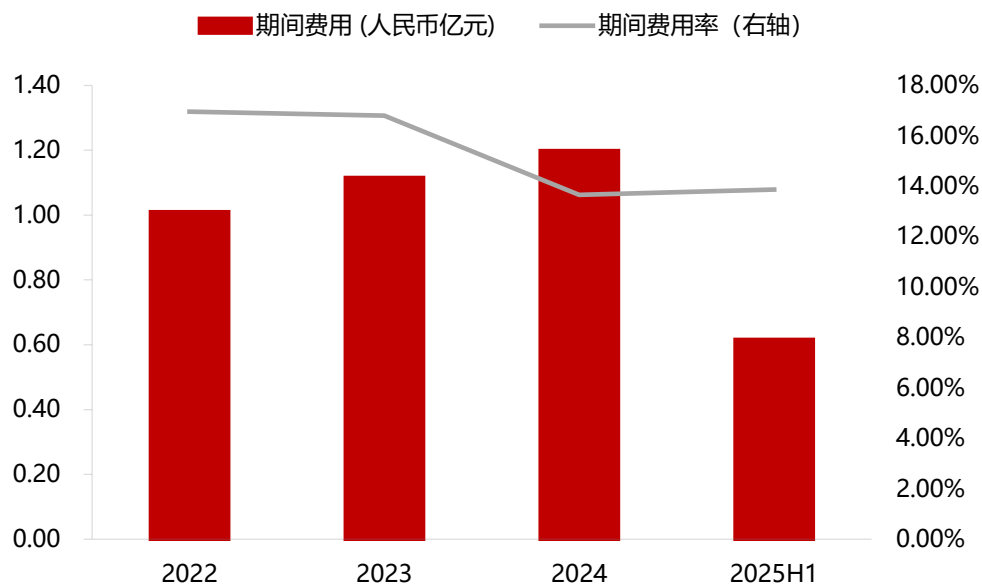


资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

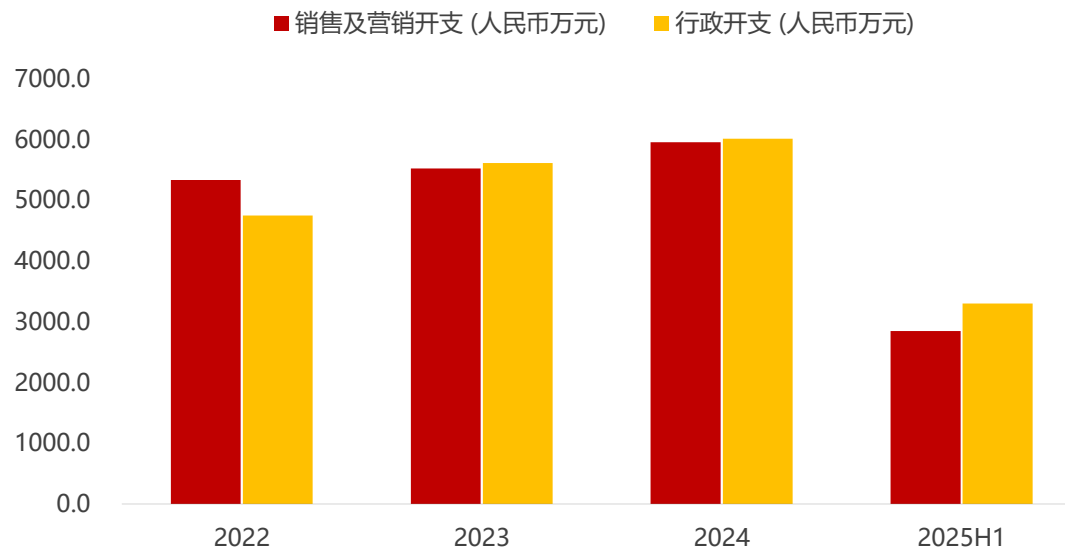
1.4 财务分析：销售费用率下降，研发费用投入增加

- 销售费用率下降：**2022-2025H1，金添动漫总期间费用为1.01/1.12/1.20/0.62亿元，费用率分别为16.96%/16.80%/13.66%/13.87%。拆分来看，2022-2025H1，销售及营销开支分别为5340.3/5533.8/5962.5万元和2850.1万元，费用率分别为8.97%、8.33%、6.80%和6.42%。行政开支分别为4756.3/5623.9/6021.3万元和3306.6万元，费用率分别为7.99%、8.47%、6.86%和7.45%。

图：2022-2025H1公司期间费用及费用率



图：2022-2025H1公司拆分的费用

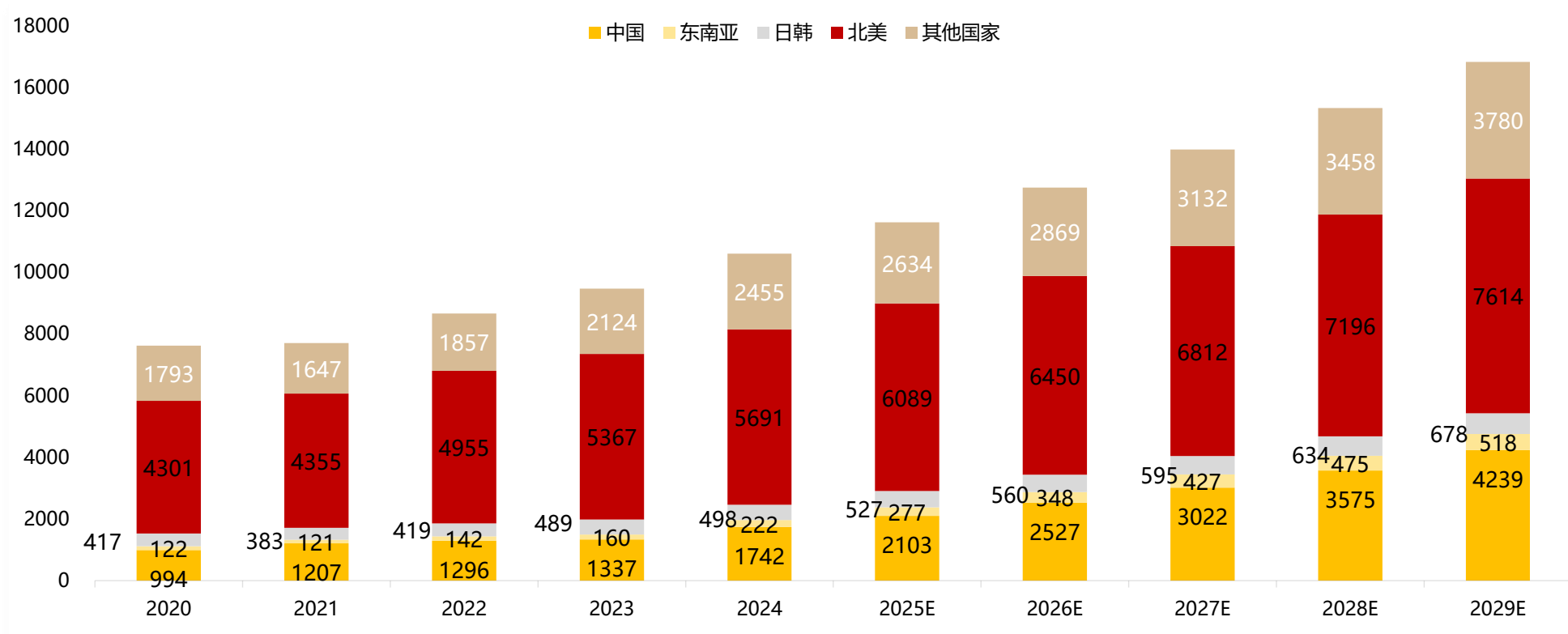


2. 行业概况：IP食品产业景气度
持续上修，金添动漫市占率高

2.1在文化产业加速发展的背景下，全球IP经济市场增长迅速

- 在文化产业加速发展，以及优质知识产权持续产出的助力下，IP经济已成为推动消费支出增长的强大新驱动因素。根据弗若斯特沙利文，全球IP经济市场规模从2020年的人民币7626亿元迅速增长至2024年的人民币10608亿元，2020年至2024年的复合年增长率为8.6%。随着新兴的信息传播渠道的快速发展，IP的传播速度获得了新的增长动力，带动了IP经济的稳步增长，预计2025年至2029年，IP经济市场将以复合年增长率9.7%快速增长，至2029年达人民币16830亿元。

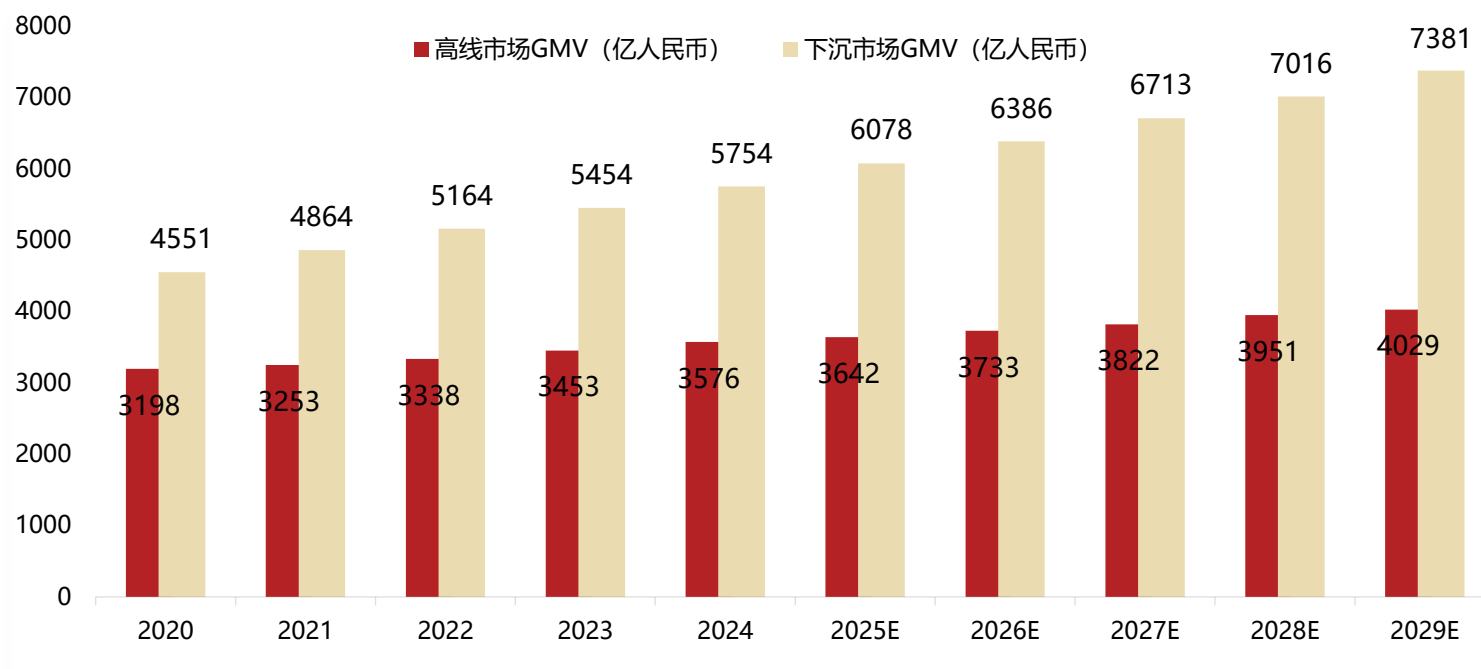
图：全球IP市场规模2020-2029（预计）（按收入计）（亿人民币）



2.2 中国零食市场规模广阔，并加速向下沉市场渗透

- 中国是最大的零食市场之一。2020年，中国零食行业市场规模按GMV计为人民币7749亿元，于2024年增长至人民币9,330亿元，期间的复合年增长率为4.8%。在零食持续创新、对更健康食品的需求不断增长以及渠道创新等因素的推动下，中国的零食市场预计将在2029年增长至人民币11410亿元，2024年至2029年的复合年增长率为4.1%。
- 在过去五年中，中国零食市场正在加速向下沉市场渗透发展。2024年，零食在下沉市场GMV已达到人民币5754亿元，2020年至2024年的复合年增长率为6.1%。下沉市场增速领先高线市场，未来预期仍将保持强劲增长，预计2025年至2029年间，下沉市场复合年增长率将保持在5.0%，持续领先高线市场2.6%的增速。消费水平的提升与基础设施的完善，标志着下沉市场的市场结构日趋成熟且未来增长前景广阔。

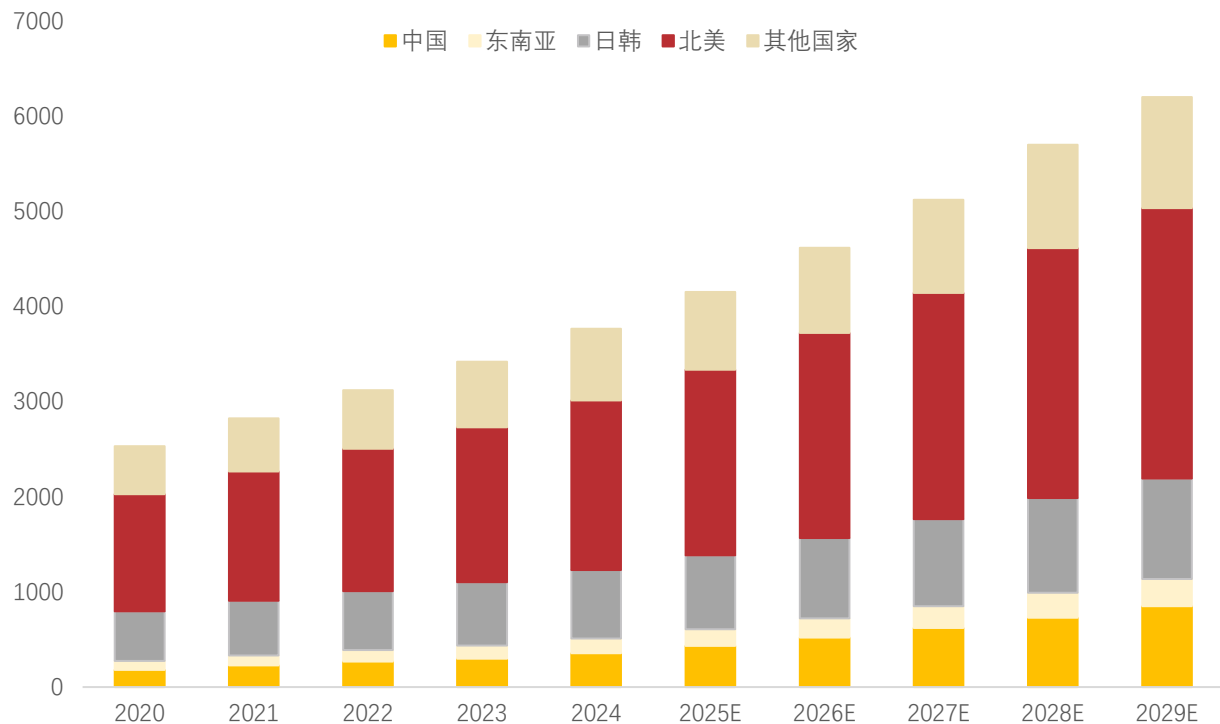
图：中国零食市场规模2020-2029（预计）（按GMV计）



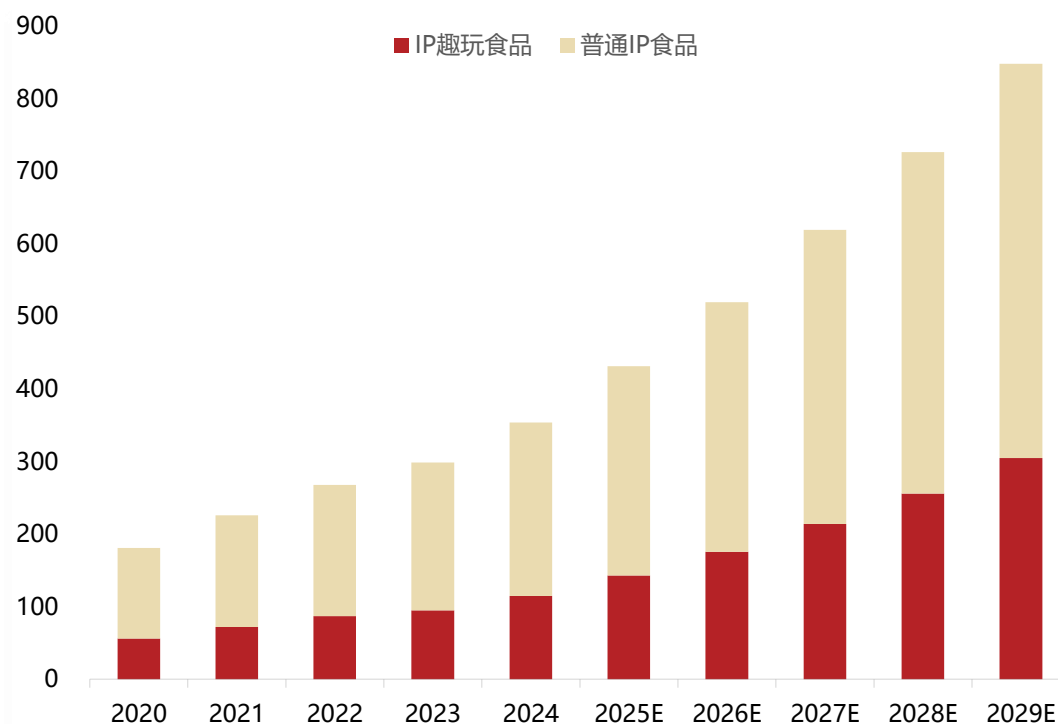
2.3 在全球IP经济市场增长迅速的背景下，IP食品细分品类异军突起

- 全球IP食品市场在2020年至2024年间经历了显著的增长，市场规模从2020年的人民币2531亿元迅速攀升至2024年的人民币3764亿元。2020年至2024年的全球IP食品市场复合年增长率为10.4%。随着IP食品进一步被消费者认同与接受，IP食品市场规模预计将在2029年达到人民币6197亿元，2025年至2029年的复合年增长率预计为10.6%。从区域分布来看，中国是全球IP食品市场的主要驱动力，其市场份额从2020年的7.1%快速增长至2024年的9.4%。东南亚市场同样表现出色，其市场份额从2020年的3.7%增长至2024年的4.1%。相对成熟的日韩市场和北美市场分别从2020年的20.7%和48.5%下降至2024年的19.1%和47.3%。
- 中国IP食品市场规模从2020年的人民币181亿元迅速增长至2024年的人民币354亿元，2020年至2024年的复合年增长率为18.2%。随着更加多元化口味和设计的IP食品投入市场，IP食品在中国零食市场中的渗透率预计将逐渐提高，预计2025年至2029年，市场将以复合年增长率18.5%高速增长，至2029年达人民币849亿元。

图：全球IP食品市场规模2020-2029（预计）（按收入计）（亿人民币）



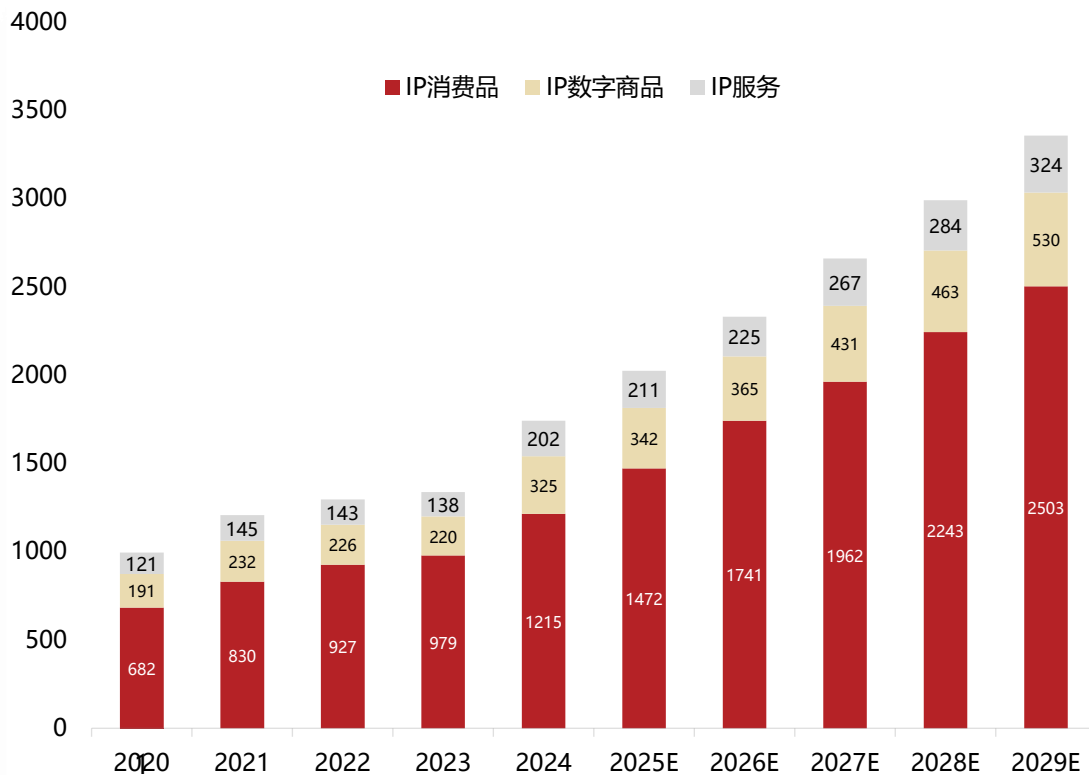
图：中国IP食品市场规模2020-2029（预计）（按收入计）（亿人民币）



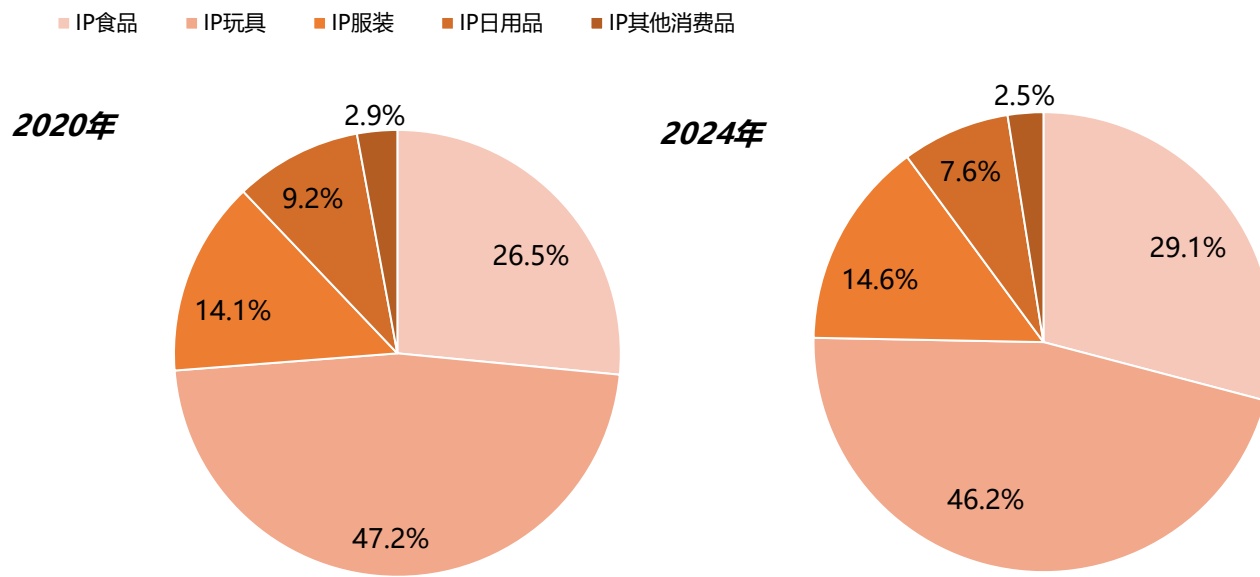
2.4 中国作为最大的IP经济市场之一，IP食品品类的占比持续上升

- 中国IP经济市场近年来呈现快速增长态势，凭借庞大的市场需求，完善的产业链配套和新兴IP创作的涌现，成为全球最大的IP经济市场之一。中国IP经济市场的市场规模从2020年的人民币994亿元上升至2024年的人民币1742亿元，复合年增长率为15.1%。中国IP经济市场规模获得了较大的增幅，预计2025年至2029年，市场将以复合年增长率13.5%增长。
- 从产品类别来看，2020年IP消费品在中国IP经济中占比高达68.6%，市场规模从2020年的人民币682亿元增长至2024年的人民币1215亿元，2020年至2024年的复合年增长率为15.5%。预计在2025年至2029年，IP消费品市场将以复合年增长率14.2%增长，至2029年达人民币2503亿元。
- 从IP消费品中细分占比来看，IP食品凭借其高消费频次和多使用场景的特点，从2020年的26.5%上涨至2024年的29.1%。

图：中国IP市场规模2020-2029（预计）（按收入计）（亿人民币）



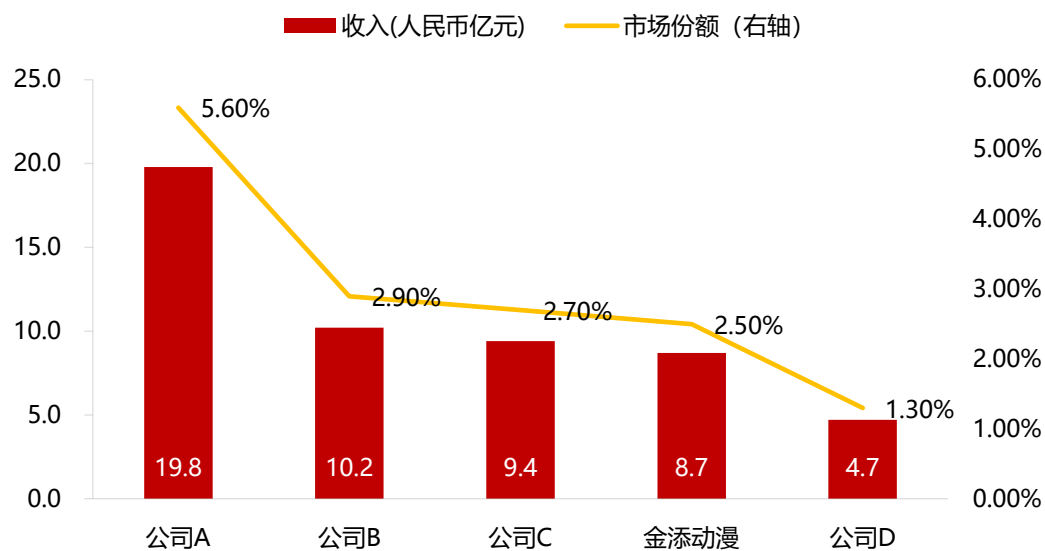
图：2020年及2024年中国消费品市场占比划分的明细（按收入计）



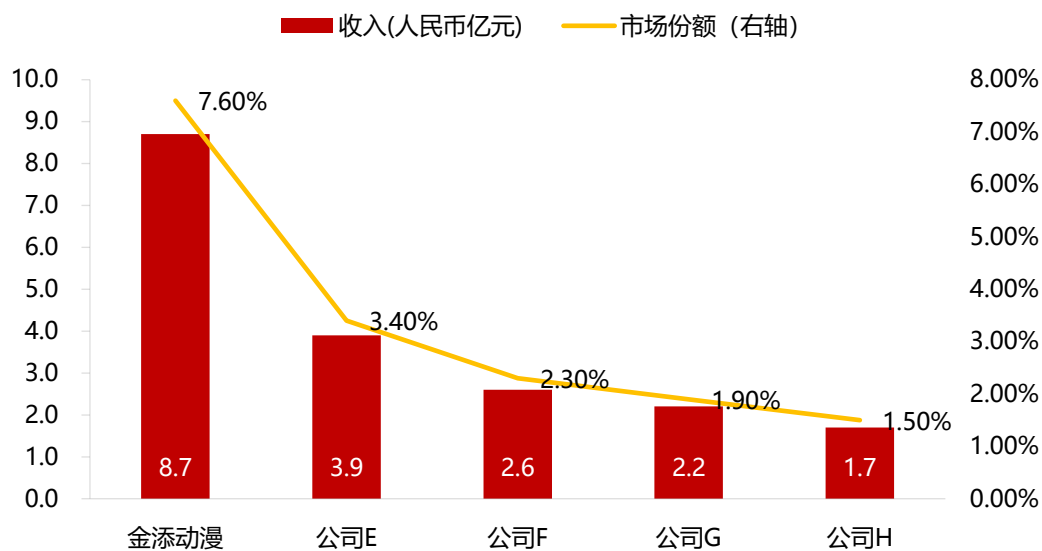
2.5 中国IP食品及IP趣玩食品行业竞争格局相对分散，金添动漫位居前列

- 按收入计，中国IP食品行业前五大公司的市场份额合计达15%，呈现相对分散的市场格局。其中，金添动漫2024年在中国的收入达人民币8.7亿元，排名第四，市场份额为2.5%。
- 按收入计，中国IP趣玩食品行业前五大公司的合计市场份额达16.7%，呈现较为分散的市场格局。于2024年，金添动漫在中国的收入为人民币8.7亿元，以7.6%的市场份额在中国IP趣玩食品行业中位居首位。

图：2024年中国境内IP食品行业市场份额前五（按收入计）



图：2024年中国境内IP趣玩食品行业市场份额前五（按收入计）



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

3.公司业务：构建多元化IP组合，
渠道深度覆盖下沉市场

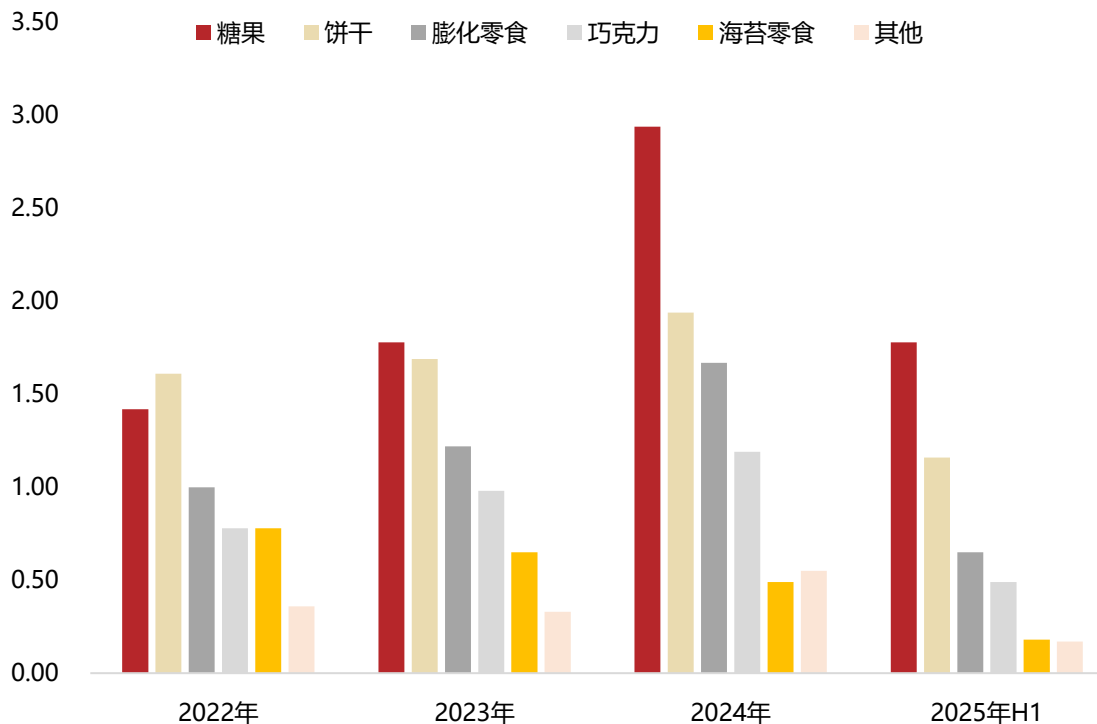
3.1 品类上：覆盖糖果等五大零食品类，与IP赠品定制化搭配

- 公司业务主要基于热门的授权IP提供多种IP趣玩食品，主要分为“添乐卡通王”和“TALA'S”两大品牌。
- 公司产品主要包括糖果、饼干、膨化零食、巧克力及海苔零食五大品类，IP趣玩食品均采用优质原料，并与IP赠品一起包装。
- IP赠品主要包括摆件、玩具、收藏卡、贴纸、罐子及徽章，可满足广泛的客户需求。其中，糖果及巧克力产品通常搭配授权IP角色摆件作为赠品。例如，蛋产品内置拼砌玩具组合，客户可将摆件组装后放置于蛋壳包装的专属陈列槽内，使产品体验从单纯食用延伸至互动玩耍，最终实现装饰陈列功能。在这之中，奥特蛋在往绩记录期间累计销量约为7000万件，巩固了其作为旗舰产品之一的地位。
- 供应链方面，截至2025年6月30日，公司建有5大生产基地、拥有26个授权IP及超600个活跃SKU。秉持以零食为载体、以IP为驱动的经营理念，打造充满乐趣且高度定制化的IP趣玩食品矩阵。

图：金添动漫的部分产品及IP赠品款式



表：金添动漫2022-2025H1各品类销售收入（人民币亿元）



3.2 IP方面：覆盖26个热门IP，头部IP均衡发展

- 公司目前拥有26项授权IP，是中国拥有IP授权最多的IP趣玩食品企业。在2024年和2025H1，IP产品收入占总收入的比例达到98%以上，涵盖了包括奥特曼、小马宝莉、蜡笔小新、Chiikawa在内的多个热门IP。
- 公司前三大IP为奥特曼、小马宝莉和蜡笔小新。奥特曼IP的销售额在2022-2025H1分别是3.73/4.18/4.79/1.95亿元，对应销售收入占比为62.6%/63.0%/54.5%和43.9%；小马宝莉IP的销售额在2022-2025H1分别是0.05/0.33/1.50/1.01亿元，对应销售收入占比为0.8%/5.0%/17.1%和22.8%；蜡笔小新IP的销售额在2022-2025H1分别是0/0.01/0.31/0.52亿元，对应销售收入占比为0%/0.2%/3.6%/11.8%。

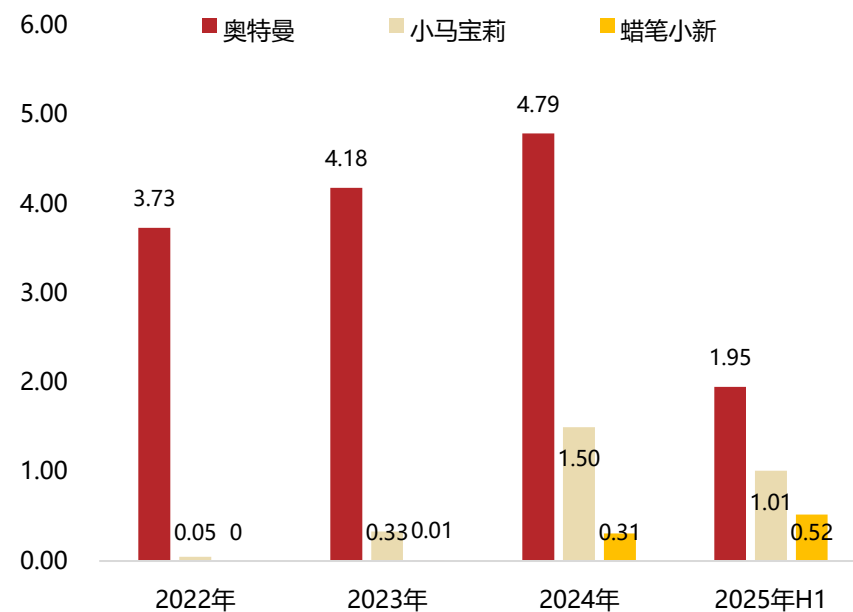
图：金添动漫的主要授权IP



图：金添动漫的部分授权IP及相关产品



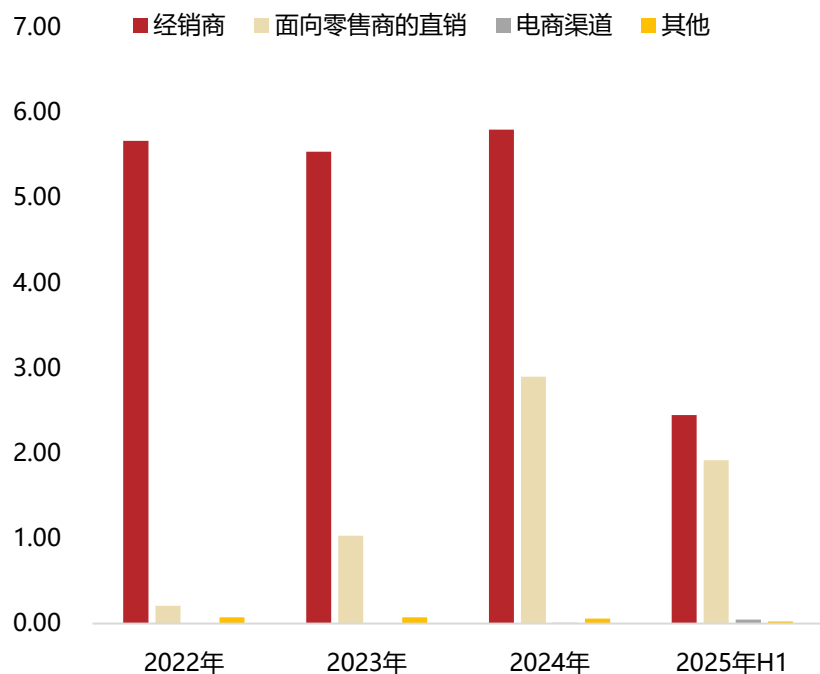
图：金添动漫2022-2025H1主要IP销售收入（人民币亿元）



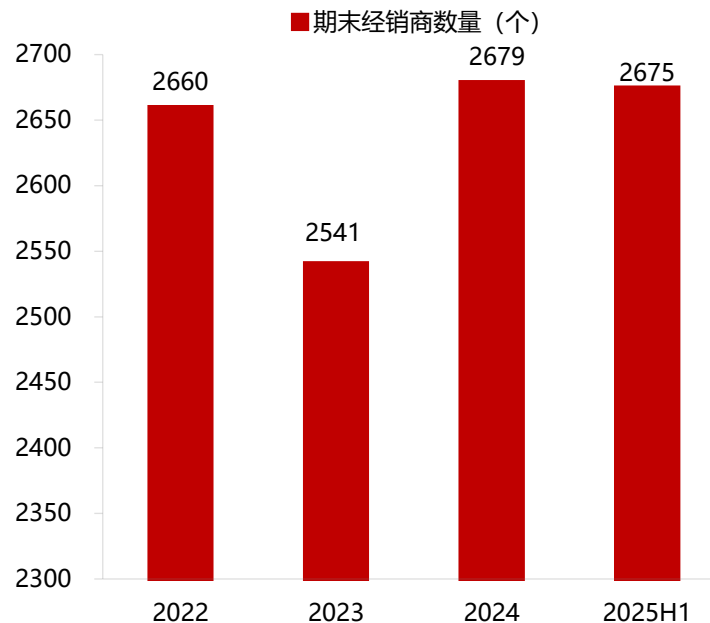
3.3 渠道上：以经销商为主，通过密集的经销网络深度覆盖下沉市场

- 渠道商以经销商为主，深度覆盖县域下沉市场。截至2025年6月30日，通过超2,600家经销商构建起覆盖全国的多层级经销网络。这一网络触达全国逾1,700个县，县级覆盖率超60.0%。同时，通过与行业知名零售商合作建立直销网络，涵盖超市、IP主题快闪店及自动贩卖机等广泛的消费场景。此外，电商渠道通过第三方网络平台（如抖音、拼多多、天猫、淘宝、京东、小红书及快手）的自营网店直接向终端消费者出售产品。

图：金添动漫2022-2025H1各渠道销售收入（人民币亿元）



图：金添动漫2022-2025H1期末经销商数量（个）



图：金添动漫线下IP定制展示架



3.4 客户：2025H1前五大客户占40.7%

- 公司主要向经销商、直销零售商及终端消费者（通过电商平台）销售产品。
- 于2022年、2023年及2024年以及截至2025年6月30日止六个月，来自五大客户的收入分别为人民币0.242、0.992、2.652及1.804亿元，分别占各自期间总收入的4.1%、15.0%、30.3%及40.7%。于2022年、2023年及2024年以及截至2025年6月30日止六个月，来自最大客户的收入分别为人民币0.060、0.556、1.547及1.047亿元，分别占同期总收入的1.0%、8.4%、17.6%及23.6%。

表：金添动漫前五大客户

时间段	来自前五大客户的收入 (人民币亿元)	占总收入比例
2022年度	0.242	4.1%
2023年度	0.992	15.0%
2024年度	2.652	30.3%
2025H1	1.804	40.7%

表：金添动漫最大客户

时间段	来自最大客户的收入 (人民币亿元)	占总收入比例
2022年度	0.060	1.0%
2023年度	0.556	8.4%
2024年度	1.547	17.6%
2025H1	1.047	23.6%

3.5 供应商：2025H1 前五大供应商占比24.4%

- 公司的供应商主要包括原材料供应商及OEM供应商。
- 于2022年、2023年、2024年及截至2025年6月30日止六个月，向五大供应商的采购额分别为人民币1.109、0.993、1.041及0.572亿元，分别占各期间总采购额的29.1%、26.6%、20.6%及24.4%。于2022年、2023年及2024年以及截至2025年6月30日止六个月，向最大供应商的采购额分别为人民币0.331、0.327、0.288及0.129亿元，分别占同期总采购额的8.7%、8.8%、5.7%及5.5%。

表：金添动漫前五大供应商

时间段	前五大供应商采购额 (人民币亿元)	占总采购额比例
2022年度	1.109	29.1%
2023年度	0.993	26.6%
2024年度	1.041	20.6%
2025H1	0.572	24.4%

表：金添动漫最大供应商

时间段	最大供应商采购额 (人民币亿元)	占总采购额比例
2022年度	0.331	8.7%
2023年度	0.327	8.8%
2024年度	0.288	5.7%
2025H1	0.129	5.5%



- **原材料：**主要原材料为白糖、面粉、棕榈油及ABS塑胶等。包装材料主要包括纸箱、彩盒以及胶带等低价值包装材料，大部分包装材料为定制产品。往绩记录期间，公司通过实施积极的成本控制措施，以应对原材料及包装材料价格的波动、增强议价能力并与供应商达成有利的价格，并未经历任何供应链中断。
- **库存管理：**金添动漫在东莞拥有仓库，并与天津提供仓储服务的物流服务供应商合作，实施严格的库存控制管理措施。所有的仓库都保持良好的通风环境及干燥的储存条件，并根据产品类型控制温度和湿度，以避免库存变质。库存通常储存在广东省的中央仓库中，通常根据成品的预期需求维持15天至20天的成品库存水平。通过生产及供应链部门之间的每周沟通调整生产计划。
- **物流：**截至招股书发布的日期，公司拥有8间物流服务供应商，覆盖全国所有省份及2,000多个县，预期所有物流服务供应商在7至10天内送达至中国各地的客户。通过车辆检查、例行追踪、回访及回顾性讨论监控物流质量。
- **存货管理：**存货主要包括制成品、包装材料、原材料、半成品及在途货物。截至2022年、2023年及2024年12月31日以及2025年6月30日，存货分别为人民币55.6百万元、人民币63.1百万元、人民币81.4百万元及人民币76.2百万元。于2022年、2023年、2024年及截至2025年6月30日止六个月的存货周转天数分别为45.1天、48.4天、45.3天及48.9天。

4.风险提示

IP授权稳定性风险：公司的产品竞争力高度依赖外部IP授权。若关键IP授权协议到期后无法续签、授权费用大幅上涨、IP热度消退，将直接冲击公司的产品线与收入基础。

食品安全与质量风险：公司产品直接面向儿童等敏感消费群体。一旦发生产品质量（如玩具小零件脱落）或食品安全（如菌落超标、异物）问题，极易引发大规模的消费者投诉、产品召回和监管审查，对品牌声誉造成影响的同时可能伴随巨额赔偿与法律责任。

行业竞争加剧风险：IP食品玩具模式门槛相对较低，易被竞争对手模仿。公司可能面临来自食品巨头（如亿滋、玛氏）和玩具巨头（如孩之宝、乐高）的双重夹击。若无法在IP资源、产品创意、渠道铺设上持续保持领先，市场份额和利润率将被侵蚀。

销售渠道集中与依赖风险：公司的销售收入可能高度依赖经销商。若与经销商的合作关系发生变化，或经销商自身经营策略调整，将直接影响公司的销售网络。

社会舆论与政策风险：产品定位处于“玩具”和“食品”的模糊中间地带，诱导未成年人非理性消费。这使其易成为社会舆论和监管关注的焦点，未来可能面临类似“盲盒新规”的更严格监管，从而限制其营销方式和盈利能力。

原材料价格波动风险：公司业务横跨食品制造业与玩具制造业，同时受粮食、白糖、塑料等大宗商品价格波动的影响。若原材料成本快速上涨，而公司无法通过提价将成本顺利转嫁给消费者，将直接压缩公司的毛利率空间。



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 股市场基准为沪深 300 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。



華源証券
HUAYUAN SECURITIES