

投资评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
食品饮料
2026年4月3日



鲟龙科技 (H2288) 招股书梳理

鱼子酱行业供不应求，龙头成长空间广阔

分析师：雷 轶 (S1350524110001)

分析师：张东雪 (S1350525060001)

分析师：周 翔 (S1350525070003)

主要内容

1. “小而美”的全球鱼子酱龙头
2. 全球鱼子酱市场空间大，龙头强者恒强
3. 产能扩张释放供给弹性，高盈利有望延续
4. 风险提示

1. “小而美”的全球鱼子酱龙头

1.1. 鲟龙科技发展历程：科研为基，稳健扩张

➤ 公司概况与发展历史

- 鲟龙科技是全球最大的鱼子酱企业；2003年成立以来，公司不仅突破鲟鱼育种、养殖技术壁垒，引领鲟鱼产业发展/标准制定，并完成鲟鱼全产业链（涵盖育种与养殖、鱼子酱加工、销售及品牌营销）布局，旗下拥有知名鱼子酱品牌KALUGA QUEEN(卡露伽)。
- 发展历程：1997年公司创始人王斌接触鲟鱼人工养殖，并担任中国水产科学研究院的鲟鱼繁育技术工程中心总经理；2003年创立鲟龙科技，2006年产出中国首罐符合国际标准的人工养殖鱼子酱，并成功打开国际市场；2010年改制为股份有限公司；2015年销量位列全球鱼子酱市场第一，2019年鲟鱼养殖量首次突破万吨，2022年鱼子酱年产销量均破200吨，目前正在推进在港股上市。

图表：公司核心资料与数据

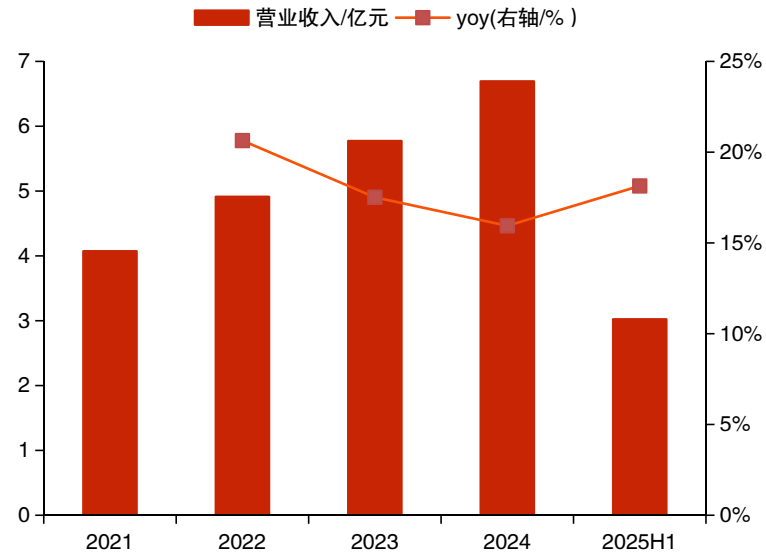


1.2. 公司业务结构梳理

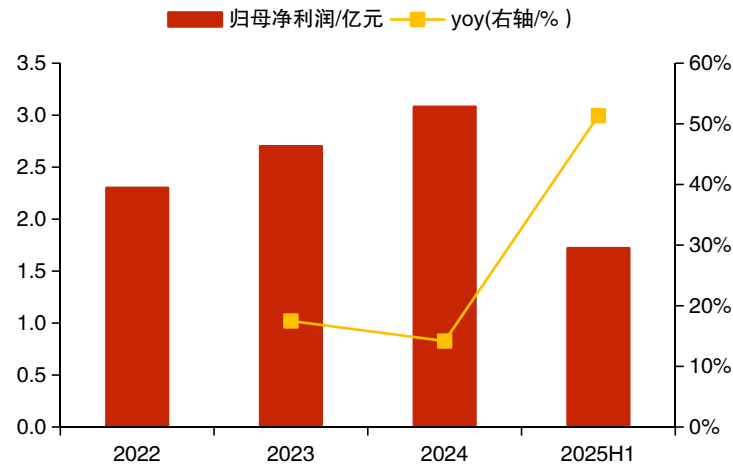
➤ 公司营收稳健增长，利润增速更快

- 截至2024年，公司实现营收、归母净利润6.69/3.08亿元，分别同增16%/14%，其中2021-2024年收入CAGR为18%（而2015-2021年营收、归母净利润CAGR分别为16%/25%）。分品类：
- 鱼子酱业务系近十年公司收入增长抓手，营收从2015年1.24亿元增至2024年6.14亿元，期间CAGR达19%，收入占比从2015年75.7%提升至2024年91.8%；
- 鲟鱼制品及其他业务保持收入低个位数增长，其中鲟鱼制品主要包括鲟鱼肉（雄性&取卵后雌性鲟鱼）、鲟鱼深加工制品（熏鲟鱼片、天妇罗鲟鱼肉），其他产品主要为活鲟鱼销售与其他鱼子酱衍生品销售（鱼子酱冰淇淋、饼干、巧克力等）。

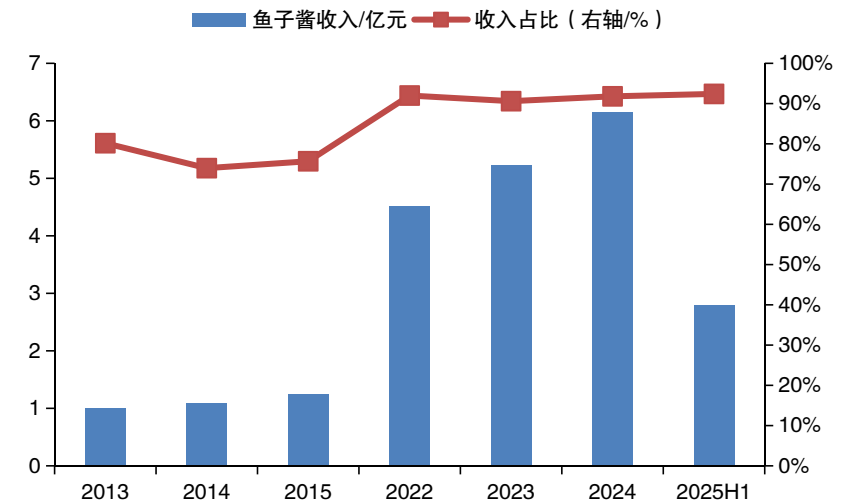
图表：公司营收稳健增长



图表：公司归母净利润增速比收入更快



图表：分品类收入拆分，鱼子酱是收入增长主要来源



1.2. 公司业务结构梳理

图表：公司可以提供6个主要品种的鱼子酱

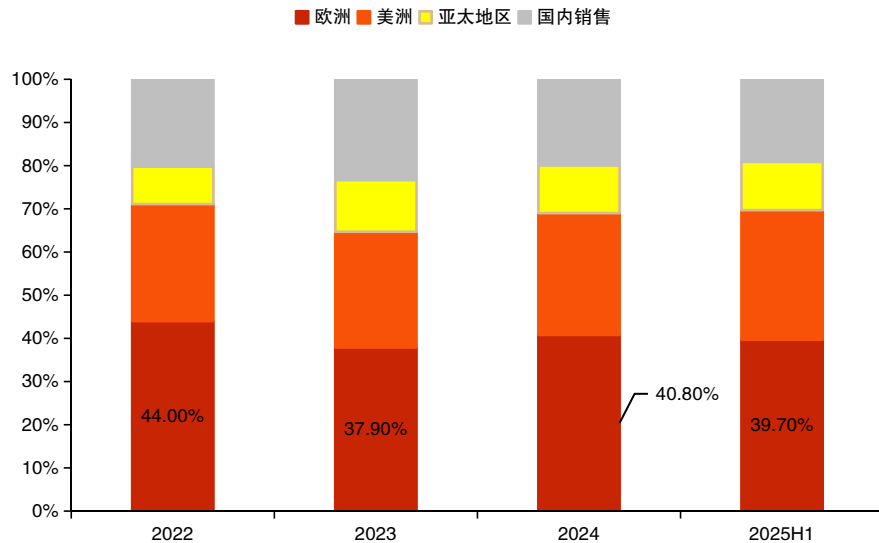
产品	平均体重	色泽	卵径标准	口感	建议零售价 (元/KG)	图片
杂交鲟鱼子酱(9年款)	30-50 千克	琥珀色 / 棕黄色	3.0mm 以上	富有韧性, 饱满浓郁, 奶油香气持久	15980	
俄罗斯鲟鱼子酱(10年款)	20-40 千克	棕黄色 / 灰黄色	3.0mm 以上	富有弹性, 层次分明, 散发淡淡坚果香	17880	
达氏鲟鱼子酱(15年款)	80-200 千克	棕灰色 / 黄棕色	3.2mm 以上	浓郁醇厚, 奶香鲜明, 回味悠长	42980	
欧洲鲟鱼子酱(20年款)	80-200 千克	珍珠灰 / 金属灰色	3.2mm 以上	黄油香味浓烈, 极富记忆点	180000	
施氏鲟鱼子酱(8年款)	15-40 千克	深棕灰色 / 灰黑色	2.9mm 以上	柔滑细腻, 并带有淡淡的果香	12880	
西伯利亚鲟鱼子酱(7年款)	10-20 千克	灰褐之间	2.8mm 以上	口感绵软、入口即化, 海洋气息清新自然	10080	

1.2. 公司业务结构梳理

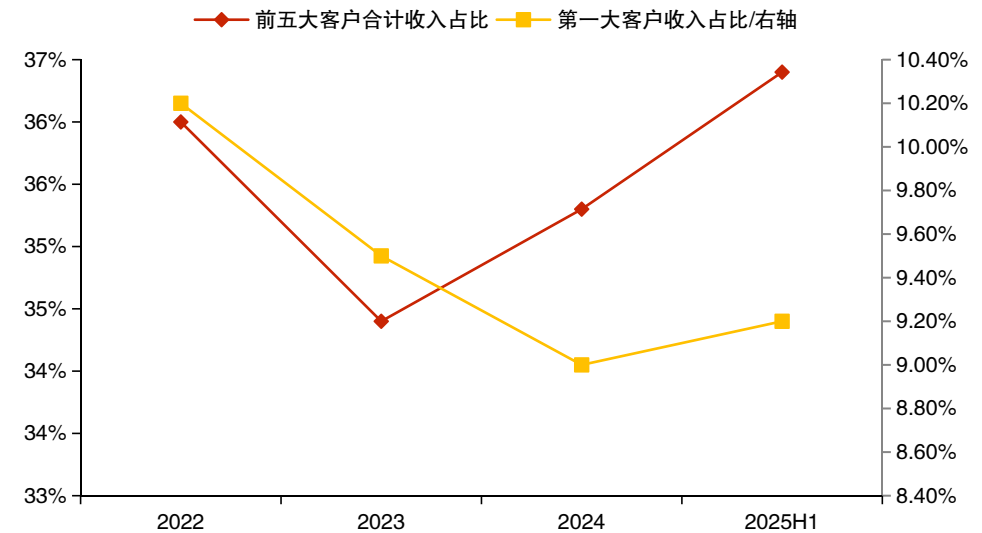
➤ 公司业务常年以出口为主，客户基础稳定

- 分区域：2024年海外客户销售占比在**80%左右**（2015年出口占78%）；其中**欧洲是主销市场**，2024年收入占比达**40.8%**（2015年收入占54%），而**美洲市场系近十年重要增长来源**，2015-2024年收入增量贡献占比**32%**，收入占比也从16.7%提升至28.2%；近年亚太市场逐步成为增量市场。
- **公司客户集中度较高，客户基础稳定**：前五大客户集中在欧美发达国家，2024年合计收入达2.36亿元，占比达**35.3%**，其中**第一大客户**同年收入占比9%，有三家客户存在15天账期；另外，截至2024年公司海外市场拥有108家客户，以营收计，其中70%的客户与公司合作时间超10年。

图表：区域视角下公司收入构成



图表：前五大客户合计收入占比高

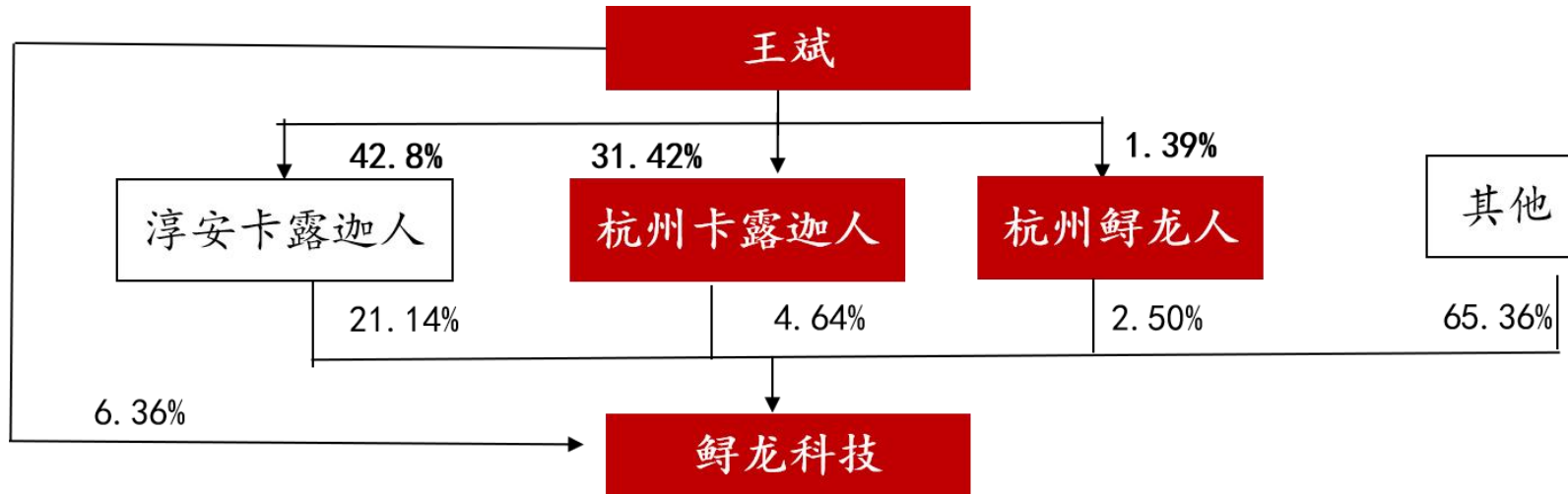


1.3. 公司股权集中度不高，管理层经验丰富

➤ 公司股权结构、高管团队情况

- 公司整体股权结构相对分散：截至2025年9月18日，创始人王斌直接持股6.36%，同时与创始人签署一致行动协议的股东合计持股28.28%，多方共计持股34.64%；其中，杭州卡露伽人、杭州鲟龙人均为员工持股平台，分别持股4.64%、2.50%。
- 高管团队科研技术背景出身，同时引进职业经理人提升管理。公司创始人王斌在鱼子酱行业拥有超30年的经验，同时，公司高级管理层在鲟鱼养殖和鱼子酱加工行业平均拥有多年工作经验，许多高级管理层成员参与了多项行业标准的制定。2011、2014年公司分别引入相关负责人分管财务等。

图表：公司股权结构图



1.3. 公司股权集中度不高，管理层经验丰富

图表：公司核心管理团队情况

姓名	职位	加入时间	履历
王斌	董事会主席、执行董事兼总经理	2003.4	1992 年获大连海洋大学水产养殖学士学位，于2003年4月创立集团；1992年7月至2003年4 月在中国水产科学研究院历任人事处科员、开发处副处长等职，1998 年4月至 2003年4月担任鲟鱼繁育技术工程中心总经理。
董振东	副董事长兼非执行董事	2025.9	1997 年获浙江大学国际金融专业经济学学士学位，2005 年 6 月获浙江大学工商管理硕士学位；2007 年起任职于西子联合控股有限公司，同时担任杭州锅炉集团股份有限公司董事会办公室副主任兼证券事务代表；2017.12 起担任百大集团执行副总经理、总经理及副董事长等职；2025年9月担任公司非执行董事。
夏永涛	执行董事兼常务副总经理	2005.4	1998 年7月获中国上海海洋大学海洋养殖学士，2022年11月起担任中国水产学会冷水鱼专业委员会副主任委员；自2005年起加入本公司担任副总经理、常务副总经理。
韩磊	执行董事兼副总经理	2005.5	2002.7-2005.5 担任中国水产科学研究院鲟鱼繁育技术工程中心销售经理；2005.5 起先后担任公司销售部经理、国际事业部总经理及副总经理。
徐黎耘	副总经理	2011.1	1988.7获浙江开放大学财务会计文凭，1994.10获得会计师资格证；2002.3-2008.9担任新奥能源分公司财务总监；2011.1起任职于本公司，2019.5起担任公司副总经理。
徐勇剑	首席财务官	2014.5	2006.6获南京审计大学会计学学士，2012年获中级审计师资格，2013年获中级会计师资格；之前在浙江恒风交通运输股份有限公司任职，在本集团内先后担任首席会计师、财务部经理、总经理助理等。
许鹏飞	董事会秘书	2020.9	2012年6月获中国南京大学法学学士学位，2016年获诉讼法硕士学位；2016-2018 年1月在国泰海通任职，2018-2020.9 在沔石投资担任投资经理。

2.1. 鱼子酱行业存在供需缺口，市场增长潜力大

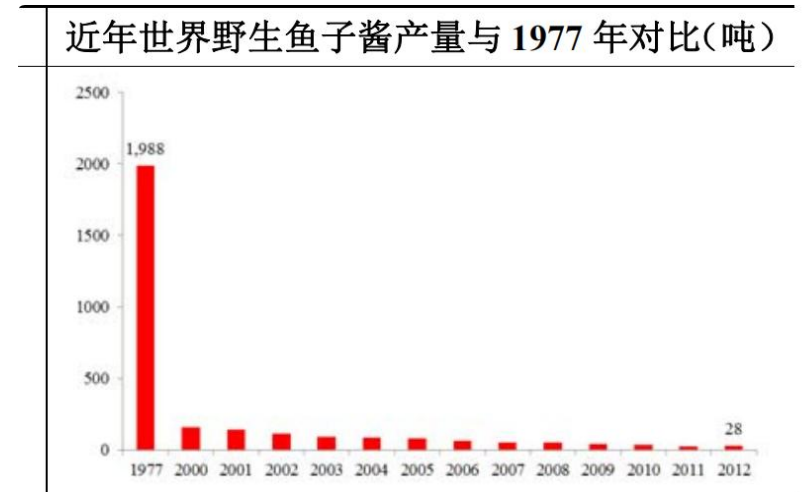
➤ 鱼子酱产业发展梳理

- 鱼子酱专指从成熟雌性鲟鱼获取的鱼卵，经加工及少量食盐腌制后保存，拥有独特的风味、口感以及高营养价值，是公认的世界三大顶级美食之一；而由于1980年代以来生态资源受损以及欧美等国对野生鱼子酱的政策限制，人工鱼子酱产业应运而生。
- 全球鱼子酱供给来源从野生转向人工养殖，但仍面临较大的理论供需缺口
- 鱼子酱在欧洲等地消费历史悠久，需求基础稳定，但野生产量从1977年巅峰**1988吨**降至2013年**9.4吨**，预计近年野生供给基本退出市场；
- 受限于上游漫长的育种、养殖周期（通常需要7~15年方可长成可用于鱼子酱生产的成熟鲟鱼），直至2007年人工养殖鱼子酱产量首次超过野生产量，但难以快速弥补野生供给下滑，2006-2012年全球鱼子酱年平均供给量仅153吨，存在较大的理论供需缺口。

图表：鱼子酱产业链



图表：野生鱼子酱供给量锐减，人工养殖难以弥补下滑

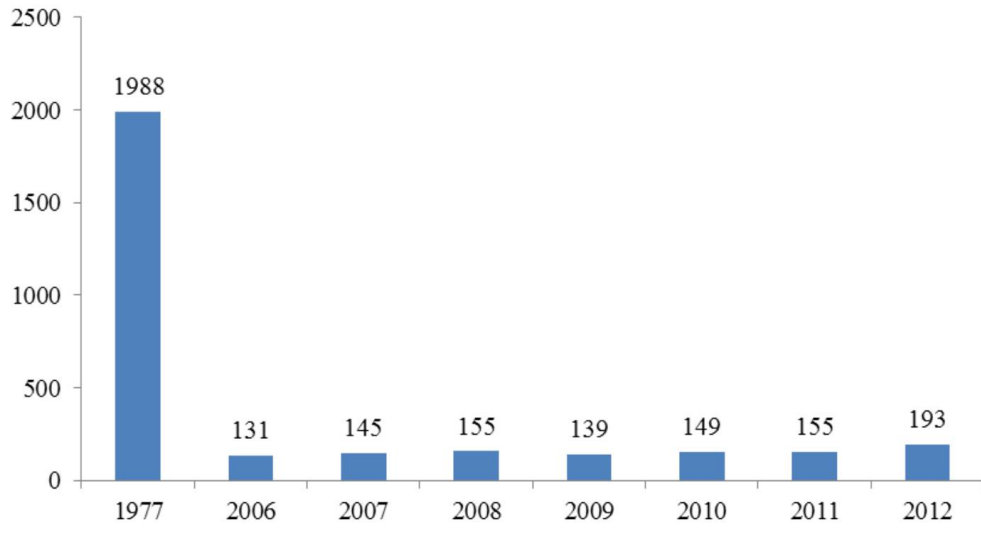


2.1. 鱼子酱行业存在供需缺口，市场增长潜力大

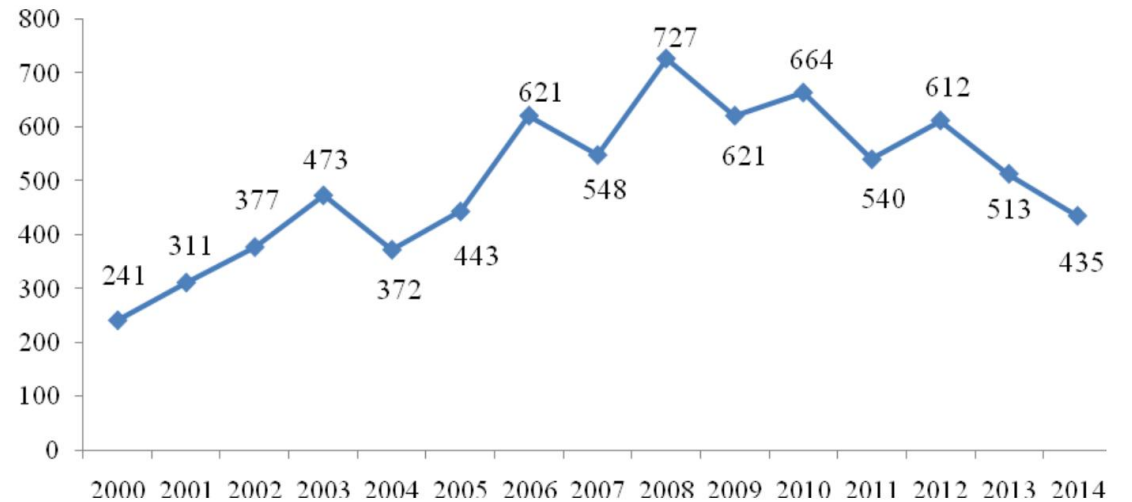
➤ 供需缺口推动鱼子酱价格大幅上涨：

- 受野生鱼子酱供给大幅收窄的影响，全球鱼子酱供需缺口显著放大；根据第六届鲟鱼养护大会统计数据，世界鱼子酱市场需求每年缺口近900吨。
- 供需缺口导致鱼子酱价格常年保持高位：根据FAO渔业数据库，2008年世界鱼子酱平均出口价一度涨至727美元/千克，较2000年提升200%+；而随着人工养殖产量持续提升，鱼子酱价格整体稳中有降。

图表：2006年-2012年世界鱼子酱总产量与历史高峰产值对比（吨），鱼子酱供需缺口放大



图表：世界鱼子酱平均出口销售价格情况（美元/kg）

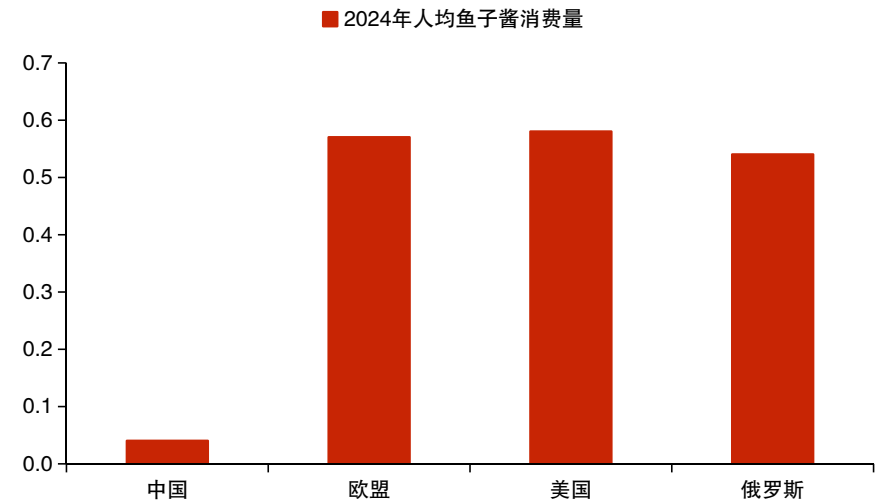
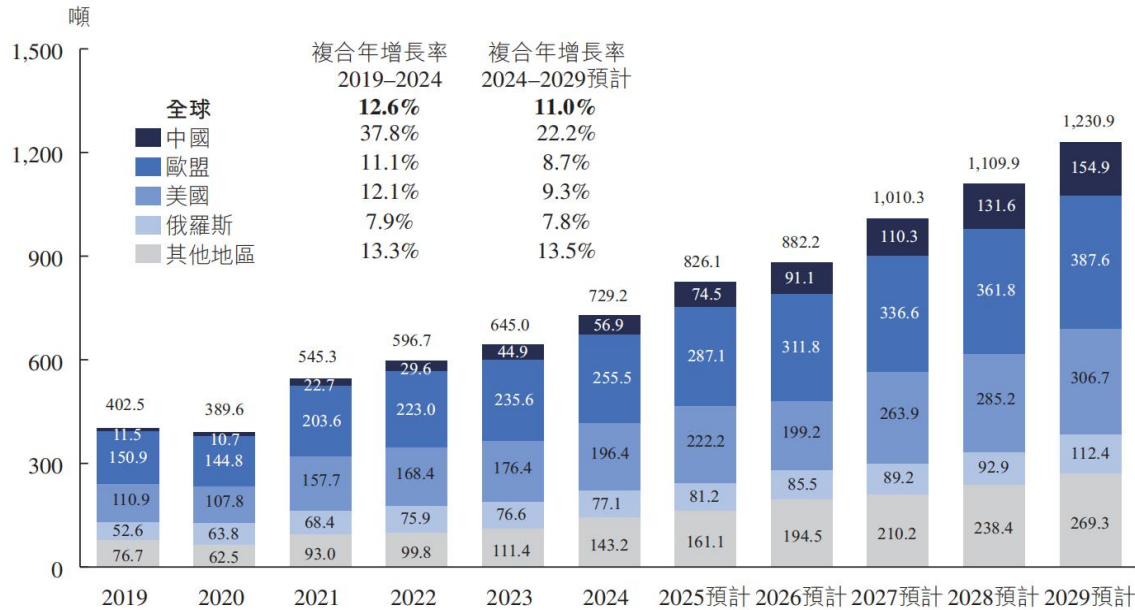


2.1. 鱼子酱行业存在供需缺口，市场增长潜力大

- 鱼子酱市场景气度高，2024年市场规模较历史巅峰值仍有翻倍空间
- 全球鱼子酱需求量有望稳健扩容，2024年市场规模较历史巅峰值仍有翻倍增长空间：根据灼识咨询，2024年全球鱼子酱销量仅回升至729吨，2019-2024年CAGR约12.6%（较行业巅峰需求量1988吨仍有翻倍以上的增长空间），预计2029年增长至1230.9吨，2024-2029年CAGR约10.5%。
- 分区域：欧盟、美国是鱼子酱消费的主力市场，2024年合计消费量占比约62%，预计2024-2029年CAGR分别为8.7%/9.3%；而以中国为代表等亚太、南美地区是鱼子酱消费快速增长的新兴市场，尤其是中国需求扩容速度最快（2024年末需求量56.9吨，2019-2024年CAGR约37.8%，预计2024-2029年CAGR约22.2%），未来提升潜力大。

图表：全球鱼子酱市场规模有望持续增长，以销量计/按区域划分

图表：我国人均鱼子酱消费量远低于欧美国家（g/年）

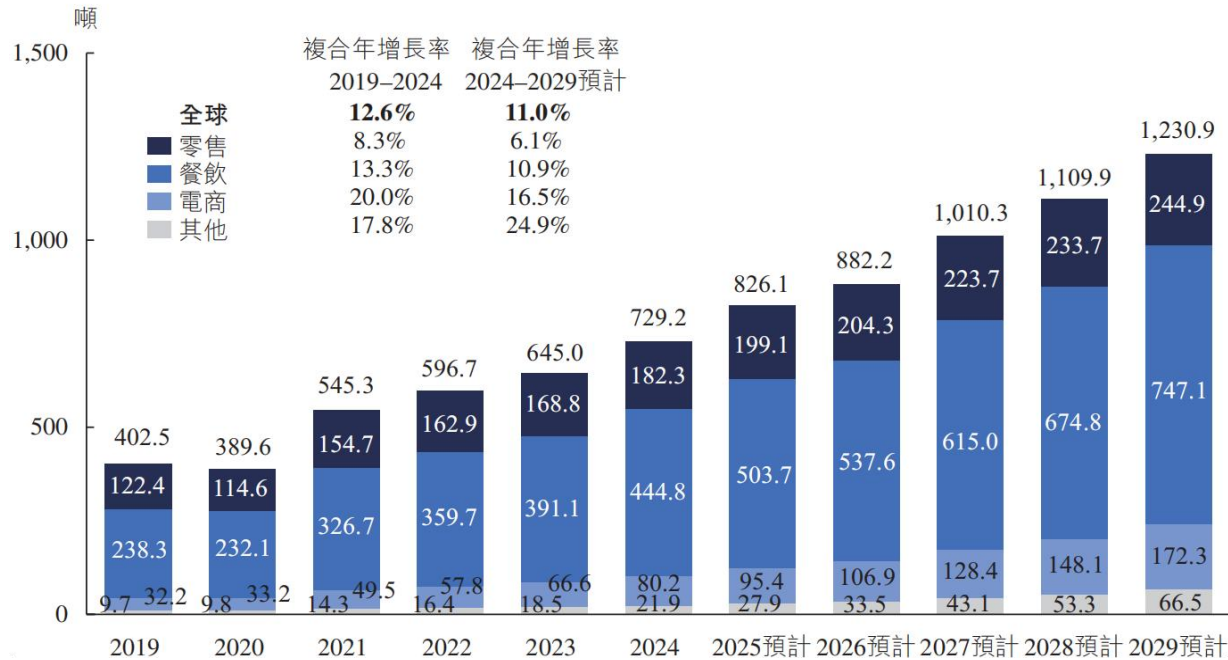


2. 全球鱼子酱市场空间大，龙头强者恒强

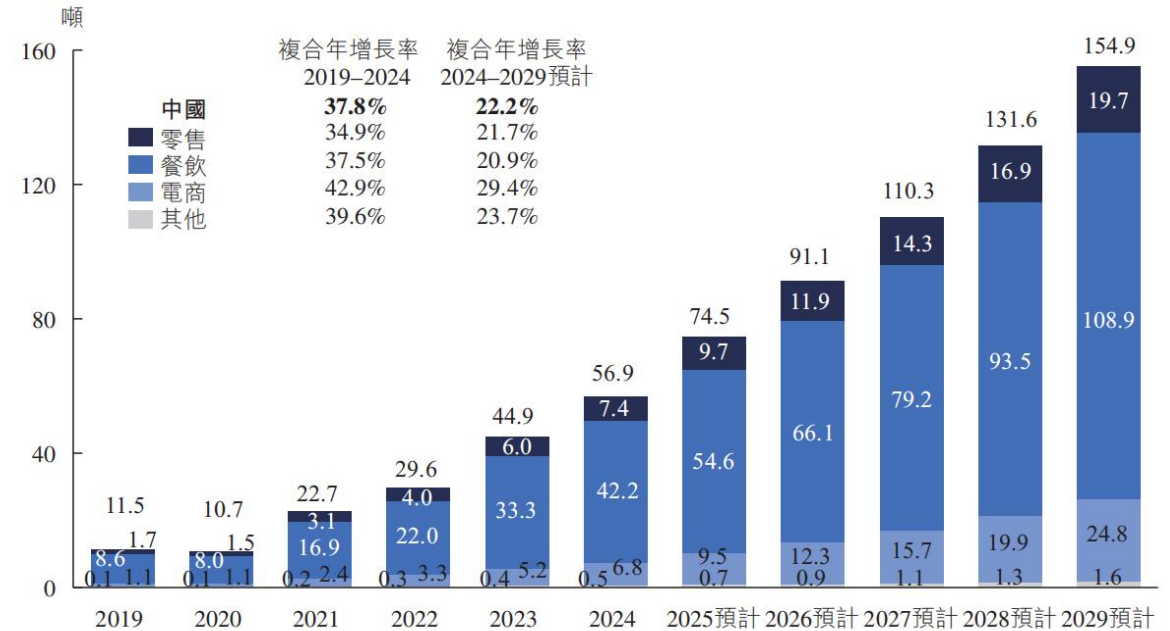
2.1. 鱼子酱行业存在供需缺口，市场增长潜力大

- 鱼子酱市场景气度高，2024年市场规模较历史巅峰值仍有翻倍空间
- 分渠道：餐饮市场是全球鱼子酱的主要销售渠道，2024年销量近445吨，占比约61%；而电商、其他场景（如航司、豪华邮轮等）系快速增长市场，预计2024-2029年CAGR分别为16.5%/24.9%。
- 相似地，中国鱼子酱主要销往餐饮渠道，2024年销量占比74.1%，未来随着B端价格合理化，餐饮、宴会等高端用餐场景扩容，预计2024-2029年保持20%+的增速。

图表：全球鱼子酱市场规模有望持续增长，按渠道划分



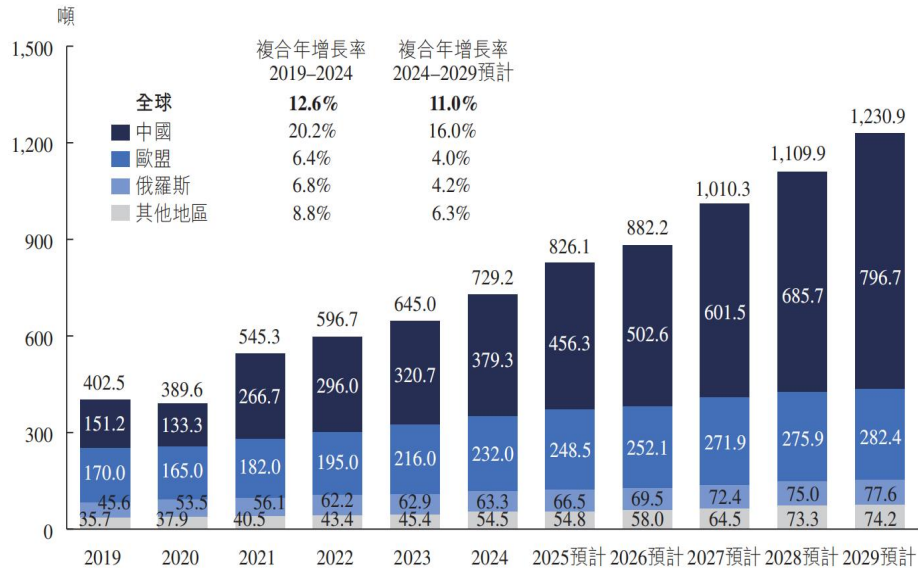
图表：中国鱼子酱市场规模快速增长，按渠道划分



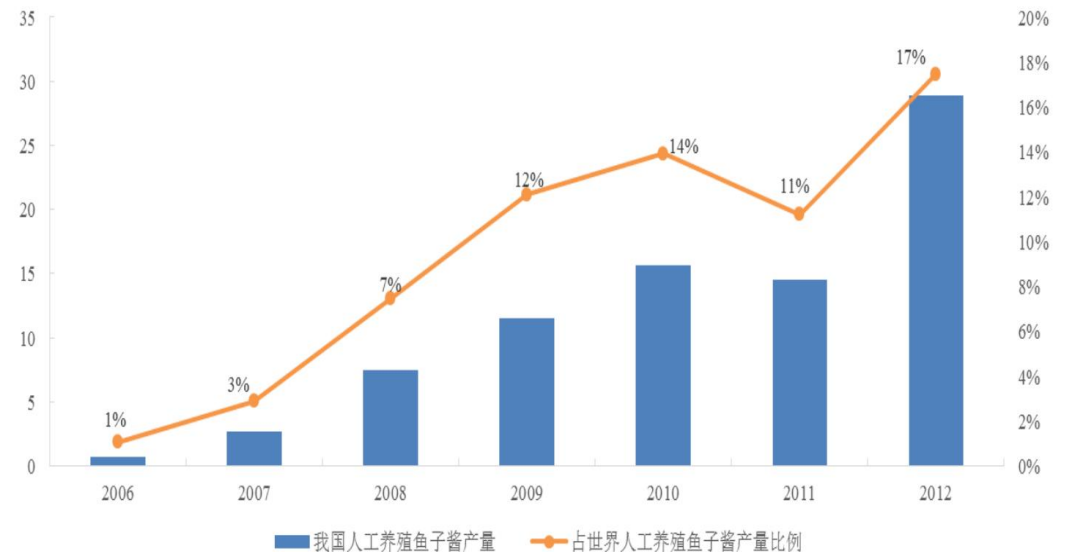
2.2. 鱼子酱供给集中度高，头部效应明显

- 目前全球鱼子酱供给基本为人工养殖，中国是全球人工鱼子酱的主产区、未来的核心增产区
- 1990年代我国突破鲑鱼人工繁育技术，2006年实现人工鱼子酱首次出口，随着原料雌鱼进入成熟期，2012年产量扩张至28.88吨，2006-2012年CAGR约85%，占全球产量的17%，成为全球第二大产区；
- 2021年我国鱼子酱产量超过欧盟，成为全球第一大产区，2012-2021年CAGR达28%；
- 2024年国内产量达379.3吨（占全球52%），预计以16%的年复合增速增至2029年796.7吨，全球占比有望进一步提升至64.7%。

图表：全球鱼子酱市场规模，按生产区域划分



图表：2006-2012年我国人工养殖鱼子酱产量以及占比（吨/%），占比在右轴

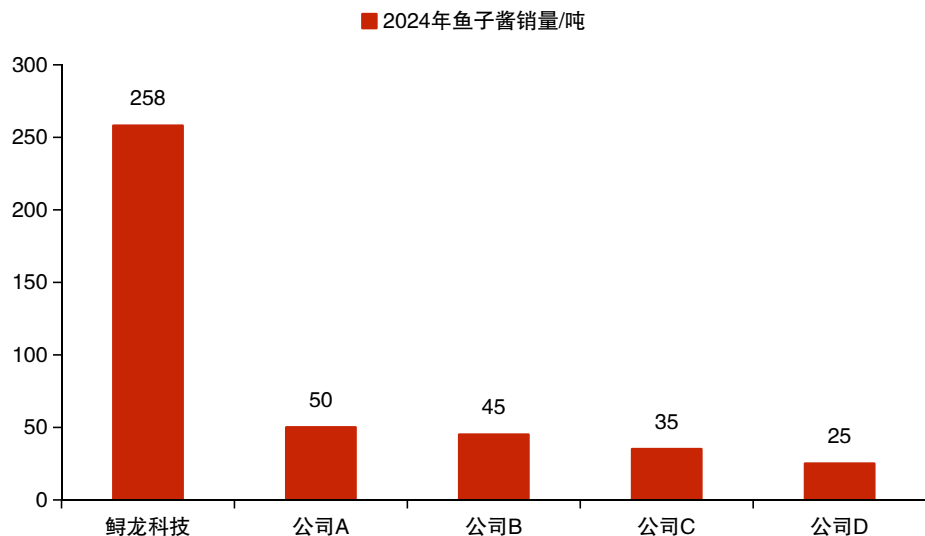


2.2. 鱼子酱供给集中度高，头部效应明显

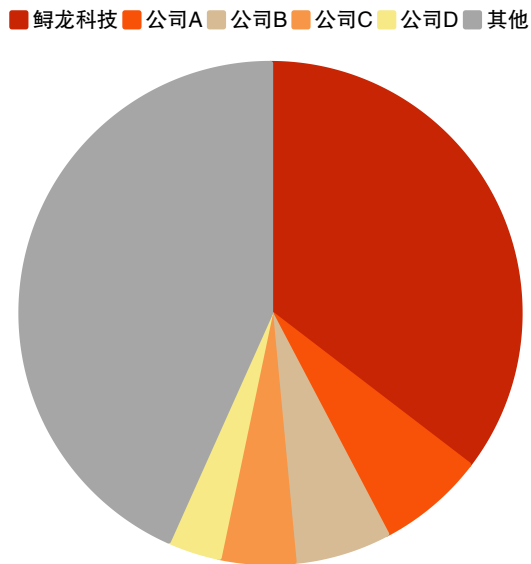
➢ 行业竞争格局清晰，市场份额持续向龙头集中

- 2012年世界人工养殖鱼子酱市场CR10约60%，其中公司市占率约10%，仅次于意大利的Agronittica。
- 在国内市场，2010-2014年期间公司鱼子酱销售占比达70%以上。
- 龙头强者恒强，领先优势明显。2024年全球前五大市场参与者合计销量413吨，行业CR5约56.7%，其中鲟龙科技市占率高达35.4%，大幅领先于行业挑战者；而且公司自2015年以来连续10年实现鱼子酱销量全球第一名；2021-2024年期间公司鱼子酱销量持续占据全球市场的30%以上。

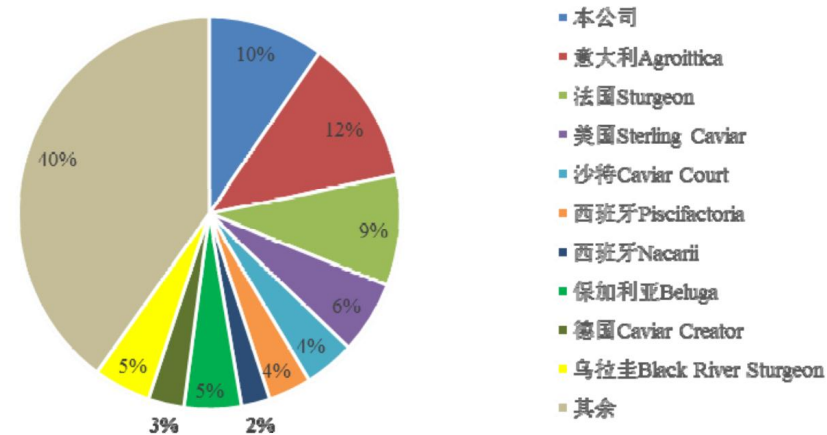
图表：2024年全球企业销量排名



图表：2024年全球鱼子酱行业销量CR5约56.7%



图表：2012年世界人工养殖鱼子酱市场竞争格局



2.3. 鱼子酱行业供给壁垒，鲟龙科技核心竞争优势

- 鱼子酱行业的关键在供给，而鲟鱼的育种养殖是供给端的重要环节，且具备较高壁垒
- 鲟鱼为亚冷水性鱼类，仅在0-30℃水温下可存活，适宜生长温度为18-25℃，另喜生活于高溶氧量、流水环境中，故生长资源相对更严苛；而提升鲟鱼产量、养殖效率的重要技术环节为：
 - 1) 遗传育种：鲟鱼良种选育时间长，多倍体选育难度大，具备较高的技术壁垒；而选育能力提升可以直接提升鱼子酱产量和品质；
 - 2) 养殖模式/效率：鲟鱼养殖模式包括网箱养殖、流水养殖以及工厂化循环水养殖模式，但养殖效率受水质控制、科学投喂饲料以及疾病防控系统等因素影响；
 - 3) 雌雄鉴别：鲟鱼性腺发育时间长，且无明显的第二性征，雄鱼经济价值低于雌鱼，越早辨别可节约饲养成本、提升生产效率；
 - 4) 成熟原料雌鱼发育性腺的检测：成熟原料雌鱼最适宜的加工时间较短，一般为一周左右；过早加工影响风味和营养物质积累，过晚加工则鱼卵弹性不足，影响口感。

2.3. 鱼子酱行业供给壁垒，鲟龙科技核心竞争优势

- 生产端：先发优势、规模优势以及技术领先优势明显
- 截至2025年H1，公司鲟鱼设计养殖量为1.49万吨，2025H1实际养殖量为1.35万吨，养殖利用率达90.9%，目前鲟鱼储备量、品种丰富度为全球领先；截至2025H1，公司拥有16.86亿元生物资产（2022-2024年CAGR为10%），其中截至2025H1雌性未成熟鲟鱼/雌性成熟鲟鱼占比分别为56%/44%，较2022年分别变化-4/+4pcts，鱼子酱供给处于成熟放量期。
- 养殖技术方面，公司通过缩短雌雄辨别年龄，将怀卵率从2006年的8%提高至2024年的18%（高于行业平均10%的水平），存活率提升至97%等。
- 漫长养殖周期、公司的长期战略布局以及卡位稀缺生态资源沉淀先发优势，其中公司战略布局8大核心养殖基地，其选址均位于生态环境优越的稀缺性水域。
- 销售端：客户基础稳定，自有品牌的影响力持续提升。

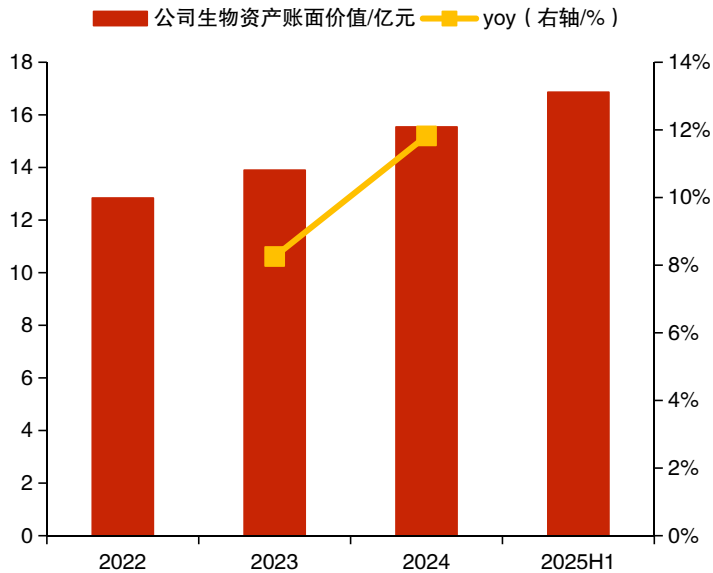
图表：鲟鱼成熟期（初次能繁殖的年龄）

类型	生长周期	具体种类举例
早熟型	约 6.5-12 年	匙吻鲟、长江鲟、小体鲟
中间型	约 13-18 年	施氏鲟、裸腹鲟、俄罗斯鲟
晚熟型	约 20-25 年	中华鲟、达乌尔鲟、西伯利亚鲟

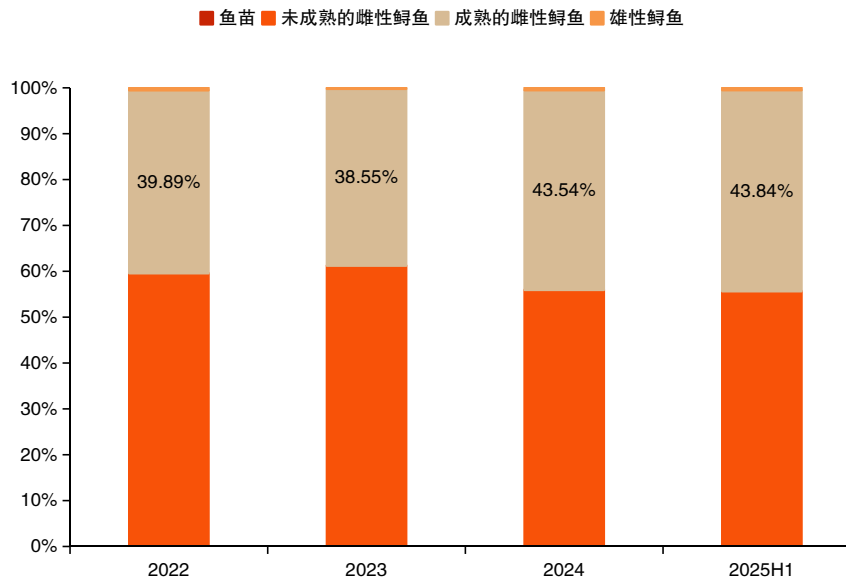
3.1. 产能扩张驱动收入增长，海外+国内业务齐发力

- 公司持续扩充鱼子酱“养殖、加工”环节产能，驱动收入稳健增长
- 养殖环节：公司积极扩产养殖，同时核心种鱼群已进入集中成熟期，前期“资源储备”开始逐步转化为“实际产能”。2022-2025H1公司鲟鱼养殖基地设计养殖量持续扩张，养殖利用率常年维持在90%+的高位；同时，公司鲟鱼生物资产的账面价值从2022年12.83亿元提升至2025H1的16.86亿元，鲟鱼数量从2022年75.35万尾提升至2025H1的117.45万尾，雌性成熟鲟鱼账面价值占比持续提升。
- 加工环节：公司目前拥有两大加工基地，合计年产能290吨，24年产能利用率高达90%；新建的四川基地预计在今年Q4投产，预计每年贡献220吨产能，有效缓解当下产能紧张。

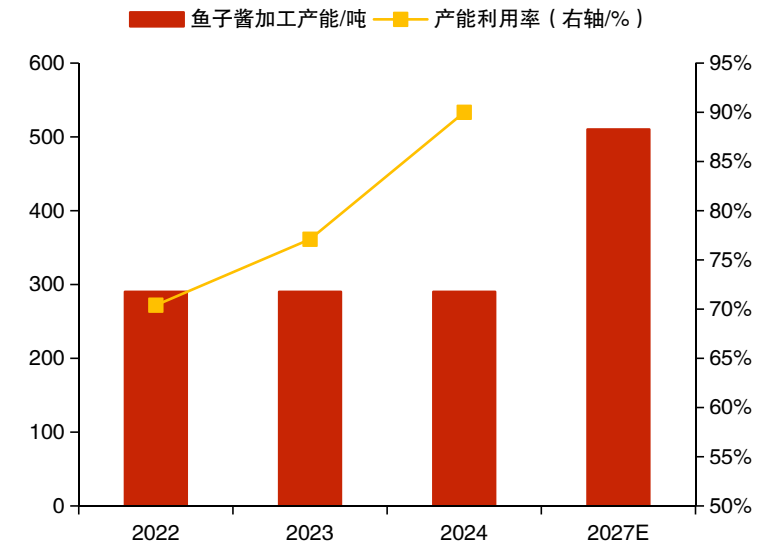
图表：2022-2025H1公司生物资产账面价值持续增长



图表：2022-2025H1公司生物资产账面价值结构占比



图表：公司鱼子酱加工产能利用率高



3.1. 产能扩张驱动收入增长，海外+国内业务齐发力

➤ 公司本次发行港股所募集资金未来5年内用途主要包括：

- 水产养殖及产能扩张、现有养殖加工基地技术升级，计划在湖北及四川布局和建设具备规模效应的养殖和加工基地；构建全产业链数字化生产管理平台，推进养殖产业智能化、自动化和信息化；
- 品牌营销活动、扩大全球销售渠道，增强卡露伽品牌认可度和吸引力，包括在中国一二线城市等开设多家线下零售门店，线上营销投入、体验式营销投入；
- 持续加强研发能力、升级数字化信息系统；
- 战略性投资或收购，以整合行业资源、扩大产能、增强品牌渗透、推动进入战略市场；
- 补充营运资金及一般公司用途。

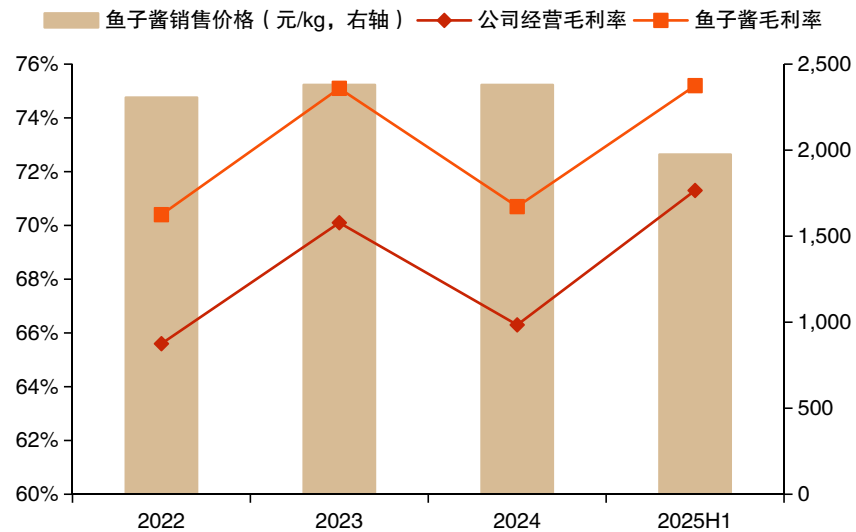
3.2. 高盈利、低周转的商业模式

- 从ROE视角看，公司系高盈利、低周转类商业模式，未来供需缺口有望维持公司高利润
- ROE拆分：公司维持高净利润率，核心靠持续的高毛利率与相对稳定的费用率。
- 剔除生物资产影响，公司经营毛利率保持高位；截至2025H1公司毛利率提升至71.3%，较2015年提升近10pct，主要系高毛利的鱼子酱业务收入占比提升。
- 公司合计费用率整体稳定：2023年管理费用率较高主要系限制性股份激励计划费用，截至2024年合计费用率回落至16.4%。

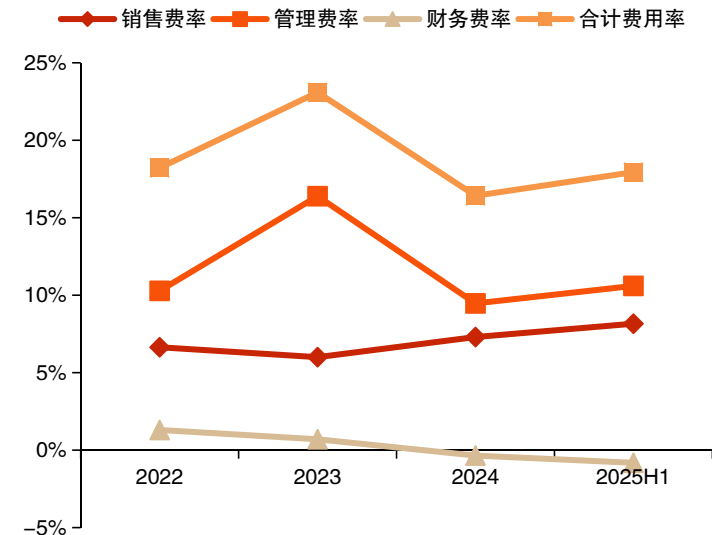
图表：公司ROE拆分，盈利能力高

	2023	2024	2025H1
ROE/%	20.35	19.26	9.43
总资产周转率	0.30	0.31	0.12
净利率/%	47.28	48.43	58.31
权益乘数	1.43	1.37	1.35

图表：公司毛利率保持高位水平



图表：公司各项费用率情况



- **客户过于集中：**公司主要收入依赖于五大客户，若主要客户的需求转变或者转换供应商，或者出现任何不利变化，都可能对公司业务或者财务状况造成重大影响。
- **养殖周期长且生产链易受外界等多种因素影响：**鲟鱼的养殖周期较长，通常需要7-15年时间，在这期间内，鲟鱼养殖环境，如水温、饵料配方等都给整个生产环节带来了巨大的挑战；同时，相关鱼病的传播也对鲟鱼养殖的疾病预防带来了很高的要求。
- **自然灾害风险：**公司主业依赖于鲟鱼养殖基地的稳定且需充足的原料供应。若养殖基地发生重大中断，养殖环境受到污染，甚至气候出现波动都会导致鱼类死亡、产量下降等严重后果。
- **行业竞争加剧风险：**高利润率可能吸引较多竞争对手参与市场，若竞争加剧，对公司盈利预计存在一定影响。



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