

2026 年 07 月 29 日

养元饮品 (603156. SH)

投资评级：增持（首次）

——基本面稳健增长，投资收益有望大幅增厚

投资要点：

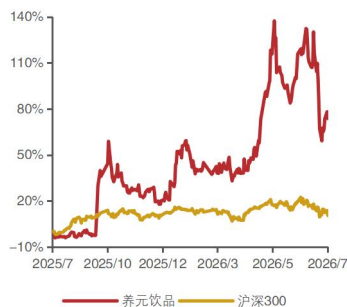
- **“六个核桃”壁垒深厚，股权集中治理结构稳定。**养元饮品于 2005 年前后推出“六个核桃”，围绕“经常用脑，多喝六个核桃”持续进行消费者教育，完成了从区域品牌向全国大单品的跃迁。截至 2026 年 3 月 31 日，董事长姚奎章直接持股 21.24%，并通过雅智顺投资与核心管理层共同持股，对经营及战略保持较强控制力。
- **核桃乳经营整体稳健，功能饮料快速成长。**2025 年，核桃乳收入占比约 83%，仍是公司业绩基本盘；功能饮料收入占比提升至 16.3%，近年来保持双位数增长，已成为主要增长来源。自公司 2020 年取得部分区域红牛维生素牛磺酸饮料经销权以来，功能饮料业务持续放量。我们认为，随着功能饮料行业景气延续、消费场景和人群不断拓展，公司依托原有渠道网络及终端覆盖能力，有望进一步放大功能饮料业务增长潜力，“核桃乳+功能饮料”双业务布局有望持续提升业绩增长的稳定性。
- **春节错期扰动短期业绩，经营质量及现金流依然稳健。**2025 年，公司实现营收 53.36 亿元，同比下降 11.91%；归母净利润 12.60 亿元，同比下降 26.84%，主要受春节错期影响，经销商备货节奏后移，部分收入确认递延至 26Q1。26Q1，公司收入、归母净利润分别同比增长 37.5%、25.8%。采用“25Q4+26Q1”跨年旺季口径计算，春节旺季收入同比增长约 8%，经营表现稳健。2025 年经营活动现金流净额达 19.54 亿元，远高于资本开支，在短期无大规模扩产压力下，高分红能力有望延续。
- **科技投资或进入收获期，长江存储有望贡献价值重估弹性。**截至 2025 年报，公司持有泉泓投资 99.92%的股权，并通过其布局半导体、人工智能、新能源等科技产业，其中间接持有长江存储 0.98%的股权。作为国内唯一具备 3D NAND 闪存完整产业链的 IDM 企业，截至 26Q1，长江存储全球 NAND 市场份额约 13%。随着全球 NAND 市场持续扩容，以及国产存储资本化进程明显提速（长鑫科技上市、长江存储完成 IPO 辅导备案），公司所持股权有望受益于长江存储未来的价值重估。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 14.18/14.86/15.44 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 33/31/30 倍。我们选取同类饮料公司承德露露、香飘飘、欢乐家作为可比公司，考虑到公司当前基本面稳健，高分红率有望维持，且股权投资项目或具备较大潜在增值空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**产品老化风险、市场竞争加剧风险、原材料成本上涨风险

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 07 月 28 日

收盘价 (元)	36.76
一年内最高/最低 (元)	53.00/20.83
总市值 (百万元)	46,327.80
流通市值 (百万元)	46,327.80
总股本 (百万股)	1,260.28
资产负债率 (%)	23.26
每股净资产 (元/股)	7.86

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	6,058	5,336	6,042	6,267	6,516
同比增长率 (%)	-1.69%	-11.91%	13.24%	3.73%	3.97%
归母净利润 (百万元)	1,722	1,260	1,418	1,486	1,544
同比增长率 (%)	17.35%	-26.84%	12.54%	4.84%	3.90%
每股收益 (元/股)	1.37	1.00	1.12	1.18	1.23
ROE (%)	17.20%	13.97%	16.48%	18.19%	20.00%
市盈率 (P/E)	26.90	36.77	32.68	31.17	30.00

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

养元饮品当前核桃乳业务稳健，功能饮料业务（红牛部分区域代理）保持高景气增长状态，我们预计公司 26-28 年收入分别达 60.42/62.67/65.16 亿元，分别同比 +13.24%/+3.73%/+3.97%。

利润端来看，我们预计公司在收入增长和费效比持续优化下，26-28 年归母净利润分别为 14.18/14.86/15.44 亿元，当前股价对应 26-28 年 PE 分别为 33/31/30 倍。

我们选取同类饮料公司承德露露、香飘飘、欢乐家作为可比公司，考虑到公司当前基本面整体稳健，高分红率有望维持，且股权投资中部分项目如长江存储或具备较大潜在增值空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

我们预计公司 26-28 年核桃乳收入增速分别为 13%/1.5%/1.5%；功能性饮料业务收入增速分别为 15%/15%/15%；其他植物饮料业务收入增速分别为 6.1%/6.1%/5.5%。

投资逻辑要点

公司作为核桃乳细分市场龙头，经营整体稳健，红牛代理业务保持双位数增长，预计未来仍将对收入端产生正向贡献。当前公司现金流稳健，且资本开支较低，预计未来高分红率可维持，同时公司股权投资项目聚焦科技领域，或具备较大潜在股权增值空间，有望为公司资产升值贡献新动能。

核心风险提示

产品老化风险、市场竞争加剧风险、原材料成本上涨风险

内容目录

1. 基本面经营稳健，高分红有望延续	5
1.1. 核桃乳基本盘稳定，功能饮料业务有序增长	6
1.2. 现金流稳健+低资本开支，有望支撑高分红	9
2. 股权投资聚焦科技领域，有望贡献较大弹性	10
3. 盈利预测与评级	12
3.1. 盈利预测拆分	12
3.2. 相对估值	12
4. 风险提示	14

图表目录

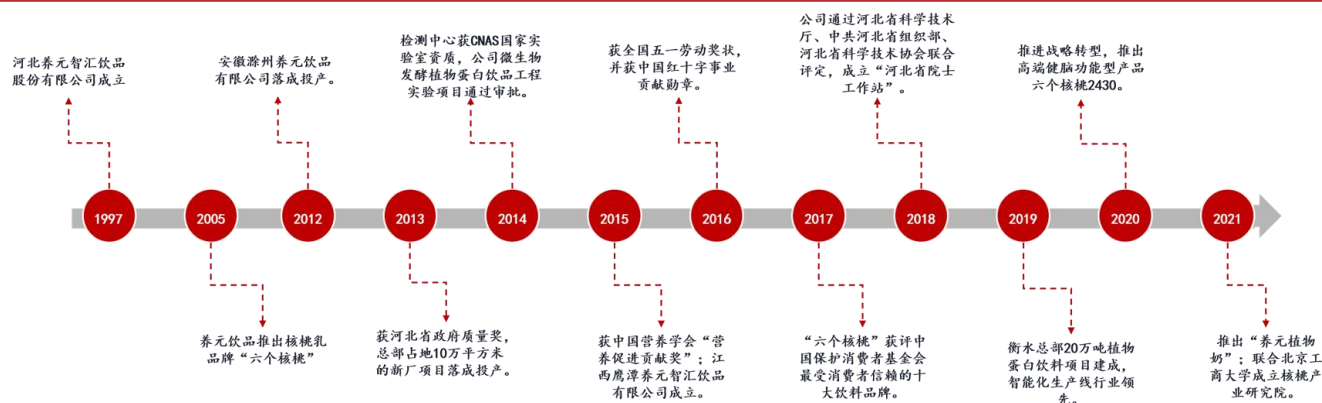
图表 1： 公司发展历程	5
图表 2： 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月 31 日）	6
图表 3： 前十大股东持股比例与任职情况（截至 2026 年 3 月 31 日）	6
图表 4： 养元饮品历史营收表现	7
图表 5： 养元饮品历史归母净利润表现	7
图表 6： 近年来公司营收结构变化	7
图表 7： 2025 年公司营收结构拆分	7
图表 8： 公司广告基本绑定用脑场景和需求	8
图表 9： 公司植物蛋白饮料当前已形成三大产品线 and 多个产品系列	8
图表 10： 核桃乳产品近年来整体收入维持稳定	8
图表 11： “上年 Q4+当年 Q1”的跨年旺季口径下，公司收入整体稳健	8
图表 12： 功能饮料收入每年保持双位数增长	9
图表 13： 公司经营活动现金流稳健，且资本开支较少	9
图表 14： 公司近几年维持较高水平分红率	9
图表 15： 养元旗下仍投资较多科技领域产业项目（截至 2026 年 7 月 27 日 Wind 显示数据）	10
图表 16： 长江存储历史创新进程	11
图表 17： 全球 NAND 存储市场格局（以收入计）	11
图表 18： NAND Flash 存储市场规模预计 2031 年增长至 760.3 亿美元	11
图表 19： 盈利预测拆分表（百万元）	12
图表 20： 可比公司估值表	13

1. 基本面经营稳健，高分红有望延续

养元饮品前身设立于 1997 年 9 月，并且在 2005 年前后推出“六个核桃”品牌，围绕“经常用脑，多喝六个核桃”的品牌定位持续进行市场教育，完成了从区域品牌到全国性大单品的跃迁。

公司在 2015 年达到营收高点，而后跟随植物蛋白饮料从高速增长期逐步进入成熟期。2015 年公司实现营业收入 91.17 亿元、归母净利润 26.2 亿元，“六个核桃”系列产品在礼赠、家庭消费等多个场景中的全国化扩张基本完成。此后，随着植物蛋白饮料行业整体进入成熟期，公司收入规模有所回落，逐步从高增长品种进入成熟经营阶段。2018 年，公司登陆上交所，上市后公司继续在植物蛋白饮料业务上深耕，推进产能布局和优化、营销网络建设等。同时，公司也开始涉猎股权投资，业务结构逐渐形成“核桃乳基本盘+功能饮料增量+产业投资弹性”的多元化格局。

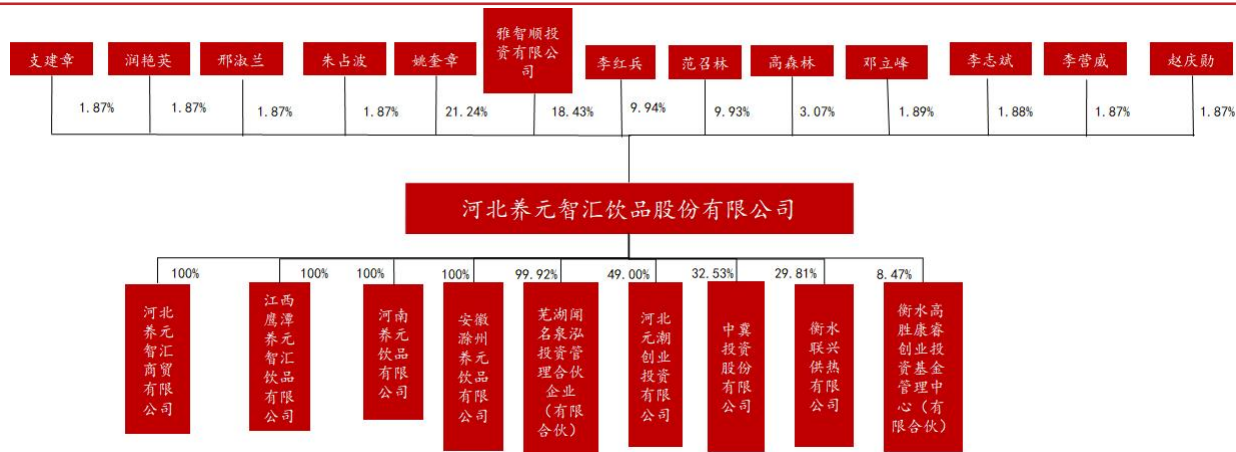
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国财富网，华源证券研究所

董事长姚奎章为公司实际控制人，股权绑定核心管理层。股权结构来看，董事长姚奎章为公司第一大股东，直接持股 21.24%，第二大股东为雅智顺投资有限公司，持股比例 18.43%；进一步穿透看，董事长姚奎章持有雅智顺投资 34.87%股权并担任执行董事兼总经理；范召林、李红兵等核心管理层亦通过雅智顺间接持股。公司股权结构较为集中，管理层对公司经营和战略有较强控制力。

图表 2：公司股权结构图（截至 2026 年 3 月 31 日）



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：子公司数据截至 2025 年报

图表 3：前十大股东持股比例与任职情况（截至 2026 年 3 月 31 日）

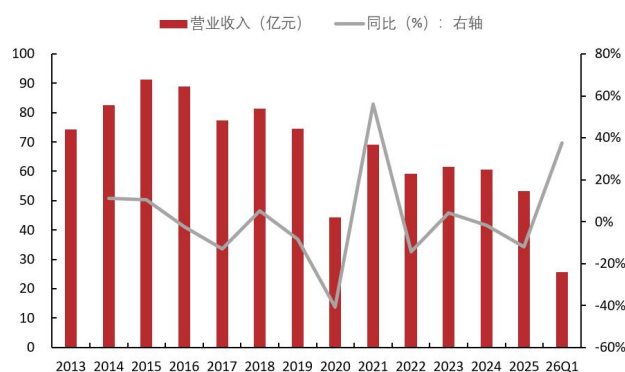
前十大股东	持股比例 (%)	任职情况
姚奎章	21.24	董事长、董事
雅智顺投资有限公司	18.43	姚奎章担任法人
李红兵	9.94	董事
范召林	9.93	副董事长、董事
高森林	3.07	雅智顺投资有限公司股东
邓立峰	1.89	董事
李志斌	1.88	河南养元饮品有限公司法人
李营威	1.87	雅智顺投资有限公司股东
朱占波	1.87	雅智顺投资有限公司股东
支建章	1.87	雅智顺投资有限公司股东

资料来源：Wind，华源证券研究所

1.1. 核桃乳基本盘稳定，功能饮料业务有序增长

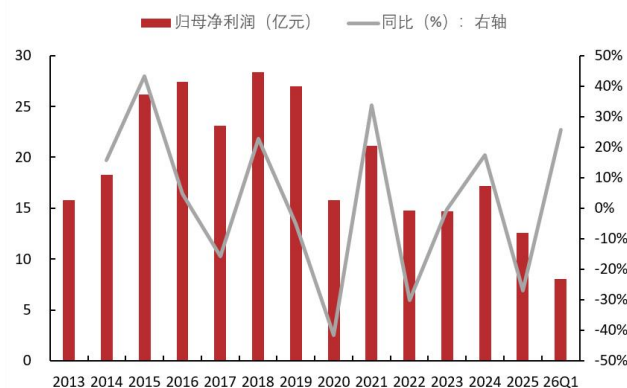
公司自 2015 年营收达到高点后，随着核桃乳市场逐步进入成熟期，以及公共卫生事件等因素影响，收入规模有所回落，利润表现亦随之波动。自 2022 年以来，公司经营整体趋于稳定，收入基本维持平稳。2025 年，公司实现收入 53.36 亿元，同比下滑 11.91%，实现归母净利润 12.6 亿元，同比下滑 26.84%，我们认为收入和业绩的下滑主要受 26 年春节较往年靠后导致备货节奏变化影响，部分春节备货收入确认延后至 26 年一季度，属于收入时点的阶段性错配。2026 年一季度，公司实现收入 25.57 亿元，同比增长 37.5%，实现归母净利润 8.08 亿元，同比增长 25.8%。

图表 4：养元饮品历史营收表现



资料来源：ifind，华源证券研究所

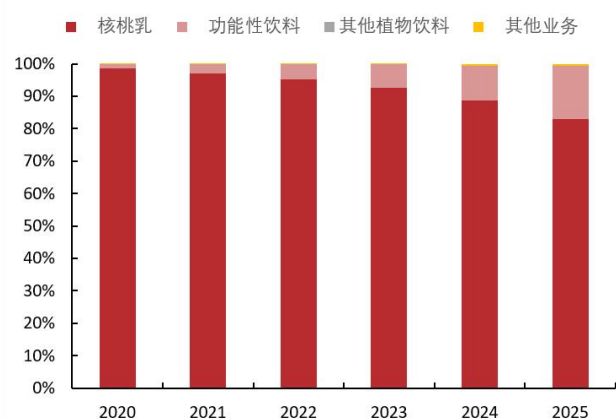
图表 5：养元饮品历史归母净利润表现



资料来源：ifind，华源证券研究所

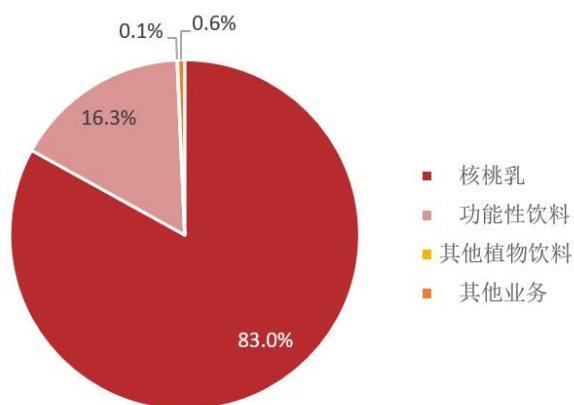
公司收入结构持续优化，功能饮料业务增长曲线逐步形成。2025 年，核桃乳业务收入占比约 83%，仍为公司业绩基本盘；功能性饮料收入占比提升至 16.3%，近年来占比持续提高，已成为收入增长的主要贡献来源。随着功能饮料行业仍处于成长阶段、消费场景不断拓展，公司“核桃乳+功能饮料”双业务布局逐渐成熟，有望降低单一品类波动对业绩的影响，或进一步提升收入增长的稳定性和持续性。

图表 6：近年来公司营收结构变化



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：2025 年公司营收结构拆分



资料来源：Wind，华源证券研究所

核桃乳业务来看，公司针对不同消费群体及不同层级市场的细分需求，持续推进产品差异化布局，不断丰富产品矩阵。目前，公司已形成涵盖六个核桃精品系列、养生系列、五星级系列、无糖系列、六个核桃 2430 等在内的完善产品矩阵。其中，六个核桃精品系列为核心主打产品；养生系列聚焦中老年及健康消费人群；五星级系列定位高端市场；无糖系列则顺应健康消费趋势推出，满足不同消费场景和层级市场的多元化需求。

图表 8：公司广告基本绑定用脑场景和需求



资料来源：公司官网，华源证券研究所

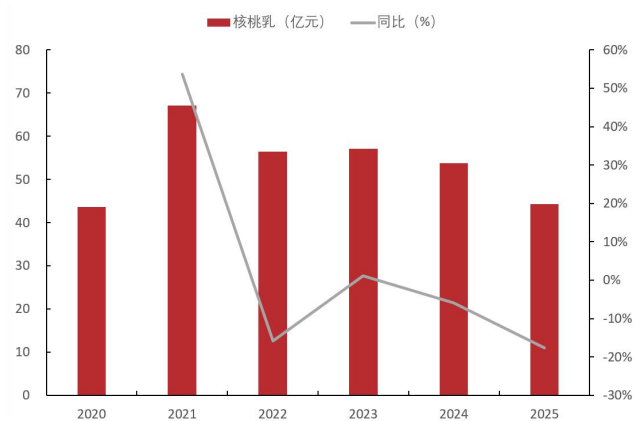
图表 9：公司植物蛋白饮料当前已形成三大产品线和多个产品系列

系列	产品	规格
六个核桃		精品/精选/精研/五星级/无糖型系列：240ml/罐装
		智汇养生系列：180ml/罐装
		无糖精品型：250ml/盒装
2430		六个核桃2430系列/考前30天系列：240ml/罐装
		梦浓系列：145ml/罐装
植物奶		有机植物奶/养元植物奶系列：250ml/盒装

资料来源：公司官网，华源证券研究所

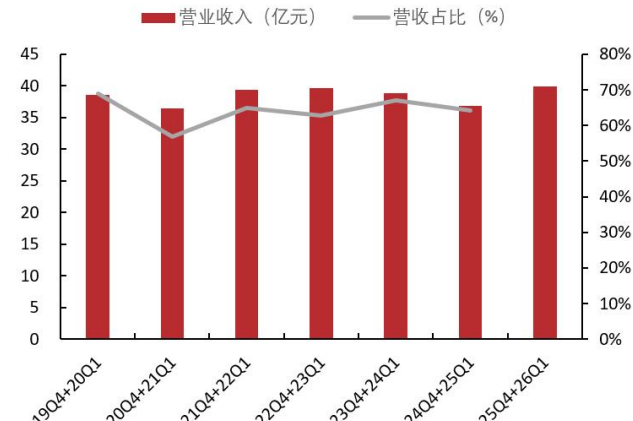
“六个核桃”具有较强的大众礼赠属性，公司收入和利润高度集中于春节备货及终端动销旺季，即上年四季度和当年一季度。由于 2026 年春节较 2025 年后移 19 天，部分原本应在 2025 年确认的收入递延至 2026 年一季度，因此单独比较 2025 年全年业绩或 2026 年一季度业绩均存在一定错期影响。由于“六个核桃”具有明显春节礼赠属性，传统年度口径容易受到春节日期变化影响。因此，我们采用“上年 Q4+当年 Q1”作为完整春节旺季观察窗口。历史数据显示，该窗口收入通常占全年主要销售周期（上年 Q4 至当年前三季度）60%左右。若以 2025Q4 与 2026Q1 合计收入进行比较，公司最新一轮春节旺季收入同比增长约 8%，整体经营表现依然稳健。

图表 10：核桃乳产品近年来整体收入维持稳定



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：“上年 Q4+当年 Q1”的跨年旺季口径下，公司收入整体稳健

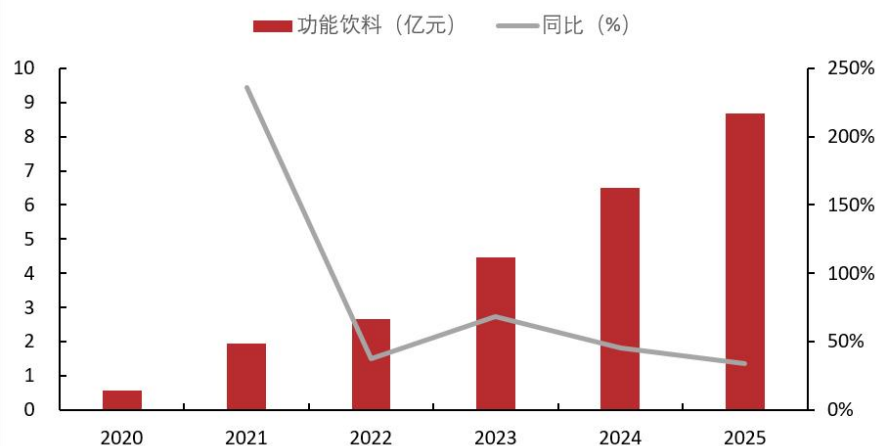


资料来源：ifind，华源证券研究所；营收占比的分母端为上年 Q4+当年 Q1-Q3，为完整的一个春节及当年备货周期

功能饮料业务保持较快增长，预计未来仍将持续贡献收入增量。公司旗下孙公司智慧健自 2020 年 9 月起取得红牛维生素牛磺酸饮料在部分区域的经销权，近年来功能饮料业务收入持续保持双位数增长，已成为饮料板块主要增量来源。我们认为，当前功能饮料行业仍处

于成长阶段，随着消费场景不断拓展、消费人群持续扩容，公司功能饮料业务有望延续较快增长态势。

图表 12：功能饮料收入每年保持双位数增长

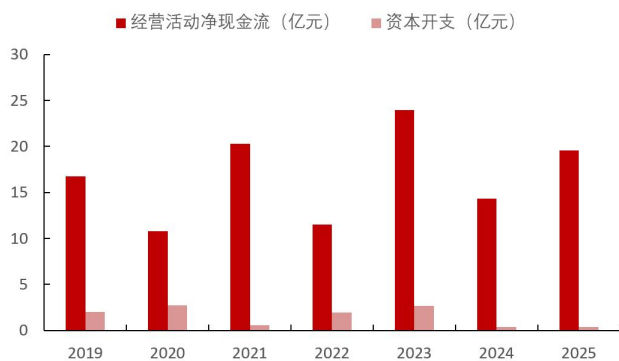


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. 现金流稳健+低资本开支，有望支撑高分红

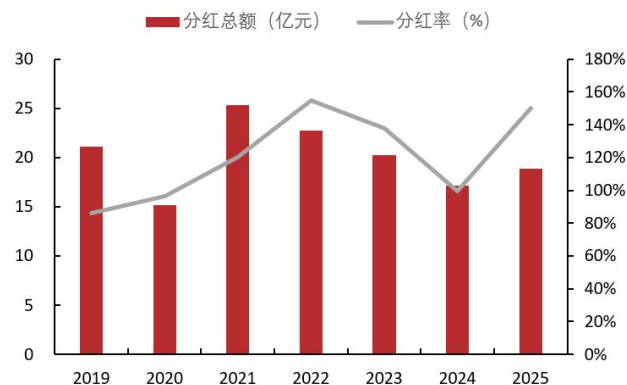
公司 2025 年经营活动产生的现金流量净额为 19.54 亿元，同比增长 36.55%；2024 年经营现金流净额也达到 14.31 亿元。与之对应，公司资本开支长期较低，2024 年资本开支仅 0.38 亿元，且 2025 年产能利用率仅 30.93%，预计产能短期不会大规模扩产。经营现金流远高于资本开支，意味着公司拥有较强的现金流创造能力，有望为持续分红、财务投资及产业投资提供资金保障。

图表 13：公司经营活动现金流稳健，且资本开支较少



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 14：公司近几年维持较高水平分红率

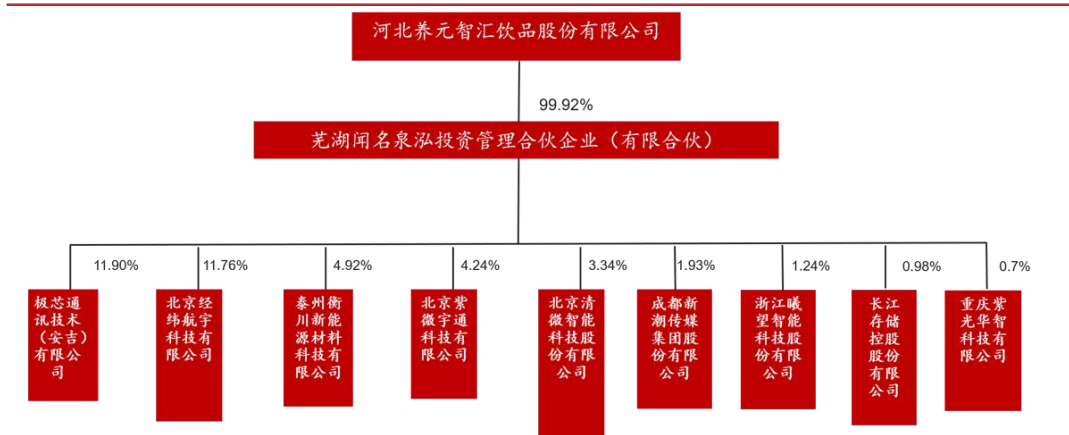


资料来源：ifind，华源证券研究所

2. 股权投资聚焦科技领域，有望贡献较大弹性

截至 2025 年报，公司持有芜湖闻名泉泓投资管理合伙企业（有限合伙）99.92%的股权，并通过泉泓投资对外投资半导体、人工智能、新能源等科技产业项目，如长江存储、极芯通讯、衡川新能源等。

图表 15：养元旗下仍投资较多科技领域产业项目（截至 2026 年 7 月 27 日 Wind 显示数据）



资料来源：Wind，华源证券研究所

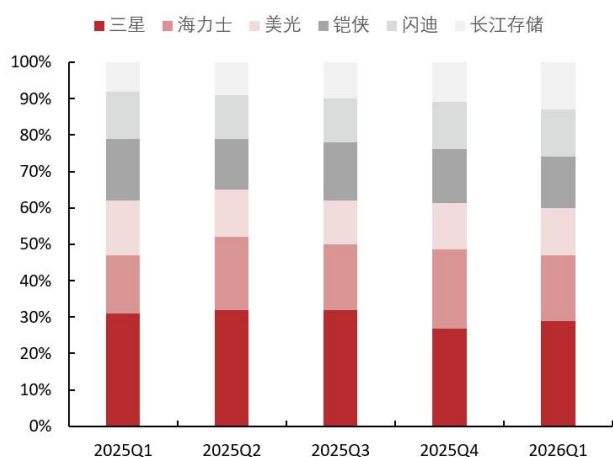
公司通过泉泓投资间接持有长江存储 0.98%的股权，或具备较强的股权价值提升预期，资本市场定价机制有望使此前非上市资产价值更加透明，同时为存量股权提供市场化估值参考。作为国内领先的 3D NAND 闪存 IDM 企业，根据 Counterpoint，长江存储占全球 NAND 市场份额约 13%（2026 年 Q1 数据），是国产存储领域的核心资产。2025 年全球 NAND 存储市场规模约 557.3 亿美元，预计 2031 年将增长至 760.3 亿美元，行业景气度或持续向上，为长江存储未来成长提供了良好的产业支撑。7 月 27 日，长鑫科技上市，国产存储板块资本化进程提速；与此同时，长江存储已于 5 月完成 IPO 辅导备案，上市预期进一步升温。在产业景气与资本化进程共振的背景下，公司所持的长江存储股权有望充分受益于其未来资本价值释放。

图表 16: 长江存储历史创新进程



资料来源: 长江存储公司官网, 华源证券研究所

图表 17: 全球 NAND 存储市场格局 (以收入计)



资料来源: Counterpoint, 华源证券研究所

图表 18: NAND Flash 存储市场规模预计 2031 年增长至 760.3 亿美元



资料来源: Mordor Intelligence, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测拆分

公司当前核桃乳业务稳健，功能饮料业务保持较快增长态势，我们预计公司 26–28 年收入分别达 60.42/62.67/65.16 亿元，分别同比+13.24%/+3.73%/+3.97%。

利润端来看，我们预计公司在收入增长和费效比持续优化下，26–28 年归母净利润分别为 14.18/14.86/15.44 亿元，当前股价对应 26–28 年 PE 分别为 33/31/30 倍。

图表 19：盈利预测拆分表（百万元）

分业务		2025	2026E	2027E	2028E
核桃乳	收入	4430.11	5006.02	5081.11	5157.33
	YoY	-17.6%	13.0%	1.5%	1.5%
	成本	2351.92	2657.67	2697.53	2738.00
	yoy	-15.10%	13.00%	1.50%	1.50%
功能性饮料	收入	868.61	998.90	1148.73	1321.04
	YoY	33.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	693.28	773.36	871.57	992.29
	yoy	53.78%	11.55%	12.70%	13.85%
其他植物饮料	收入	2.75	2.92	3.09	3.26
	YoY	—	6.1%	6.1%	5.5%
	成本	2.22	2.33	2.47	2.61
	yoy	—	5.00%	6.05%	5.53%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们选取同类饮料公司承德露露、香飘飘、欢乐家作为可比公司，考虑到公司当前基本面稳健，高分红率有望维持，同时股权投资项目或具备较大潜在增值空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 20：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
000848.SZ	承德露露	8.47	0.61	0.67	0.73	0.77	13.83	12.59	11.68	10.96
300997.SZ	欢乐家	15.00	0.10	0.10	0.13	0.15	258.97	150.00	115.38	100.00
603711.SH	香飘飘	10.37	0.23	0.53	0.58	0.69	58.22	19.75	17.78	15.03
平均值							110.34	60.78	48.28	42.00
603156.SH	养元饮品	36.76	1.00	1.12	1.18	1.23	36.77	32.68	31.17	30.00

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：以上数据截至 2026 年 7 月 28 日；可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，养元饮品盈利预测来自华源证券研究所预测

4. 风险提示

1) 产品老化风险：若公司核心系列产品老化，礼赠需求减弱，或对公司收入表现造成一定影响；

2) 市场竞争加剧：食品饮料部分行业需求增速放缓，公司或被动投入更多费用以应对竞争，影响利润表现；

3) 原材料成本上涨：若核桃等核心原材料和包装材料等价格上涨，可能会对公司盈利能力造成一定压制。

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	805	604	627	652
应收票据及账款	21	34	35	37
预付账款	56	100	104	108
其他应收款	162	176	182	189
存货	788	874	909	950
其他流动资产	6,078	5,759	5,773	5,788
流动资产总计	7,909	7,547	7,630	7,724
长期股权投资	574	564	554	544
固定资产	979	941	948	935
在建工程	27	63	50	50
无形资产	130	126	123	120
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	3,579	3,578	3,578	3,577
非流动资产合计	5,288	5,273	5,252	5,226
资产总计	13,197	12,820	12,883	12,950
短期借款	410	102	445	789
应付票据及账款	1,001	1,328	1,381	1,443
其他流动负债	2,638	2,656	2,755	2,866
流动负债合计	4,049	4,085	4,581	5,099
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	127	127	127	127
非流动负债合计	127	127	127	127
负债合计	4,177	4,213	4,708	5,226
股本	1,260	1,260	1,260	1,260
资本公积	2,607	2,607	2,607	2,607
留存收益	5,151	4,738	4,304	3,854
归属母公司权益	9,018	8,605	8,172	7,722
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	9,021	8,608	8,174	7,724
负债和股东权益合计	13,197	12,820	12,883	12,950

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,260	1,324	1,398	1,458
折旧与摊销	107	105	111	117
财务费用	-35	9	10	25
投资损失	9	-16	-11	-9
营运资金变动	695	505	91	104
其他经营现金流	-82	121	114	112
经营性现金净流量	1,954	2,049	1,714	1,806
投资性现金净流量	-317	-102	-105	-106
筹资性现金净流量	-1,946	-2,148	-1,586	-1,675
现金流量净额	-309	-201	23	25

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,336	6,042	6,267	6,516
营业成本	3,051	3,437	3,575	3,736
税金及附加	41	56	58	60
销售费用	650	695	689	684
管理费用	95	91	91	91
研发费用	41	42	38	35
财务费用	-35	9	10	25
资产减值损失	-2	-3	-3	-3
信用减值损失	1	2	2	2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-9	16	11	9
公允价值变动损益	50	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	88	105	102	101
营业利润	1,621	1,833	1,918	1,994
营业外收入	11	7	8	8
营业外支出	3	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,629	1,834	1,919	1,996
所得税	369	416	433	452
净利润	1,260	1,418	1,486	1,544
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1,260	1,418	1,486	1,544
EPS(元)	1.00	1.12	1.18	1.23

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-11.91%	13.24%	3.73%	3.97%
营业利润增长率	-26.81%	13.08%	4.62%	3.95%
归母净利润增长率	-26.84%	12.54%	4.84%	3.90%
经营现金流增长率	36.55%	4.85%	-16.35%	5.40%
盈利能力				
毛利率	42.83%	43.12%	42.96%	42.66%
净利率	23.61%	23.46%	23.72%	23.70%
ROE	13.97%	16.48%	18.19%	20.00%
ROA	9.55%	11.06%	11.54%	11.93%
估值倍数				
P/E	36.77	32.68	31.17	30.00
P/S	8.68	7.67	7.39	7.11
P/B	5.14	5.38	5.67	6.00
股息率	4.08%	3.95%	4.14%	4.31%
EV/EBITDA	16	19	19	18

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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）。