

无评级

东北特色调味品龙头，酸菜利润修复兑现

风险评级：中高风险

朱老六（920726）深度报告

2026年9月21日

投资要点：

魏红梅

SAC执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：陈姿倩

SAC执业证书编号：

S0340125070028

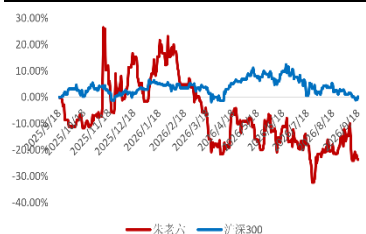
电话：0769-22119430

邮箱：chenziqian@dgzq.com.cn

主要数据 2026年9月18日

收盘价(元)	15.68
总市值(亿元)	15.89
总股本(亿股)	1.01
流通股本(亿股)	0.56
ROE(TTM)	8.43%
12月最高价(元)	30.93
12月最低价(元)	13.77

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，ifind

相关报告

- **东北发酵调味品区域龙头，2026H1经营进入显著修复阶段。**公司主营腐乳、酸菜和料酒，销售模式以经销为主并实行“先款后货”，现金流基础较好。2026年上半年实现营业收入1.25亿元，同比增长17.27%；实现归母净利润3059.48万元，同比增长178.93%；扣非归母净利润2763.53万元，同比增长164.68%；综合毛利率升至37.93%，较上年同期23.98%提升约13.95个百分点，是近年最清晰的一次利润修复。修复核心并非单一费用压缩，而是酸菜价格提升+白菜采购成本下降+促销收缩三因素共振，其中酸菜产品毛利率同比提升40.86个百分点，已成为本轮弹性的主要来源。
- **行业层面，调味品总量扩容，酸菜“小散乱”向合规集中。**中国调味品市场规模由2014年约2595亿元扩至2024年约6871亿元，2025E/2026E/2027E约7881/8921/10028亿元，增速中枢维持两位数；复合调味品2024年约2301亿元，2027E约3367亿元，长期跑赢大盘，契合公司“发酵调味+复合佐餐”场景。东北酸菜仍处家庭坛装、土坑作坊与现代化产线并存阶段，2024年东北核心市场约98.6亿元，2025年沈阳核心产区合规SC企业仅约65家；新建1万吨酸菜产能，污水池工程同步建设，环保重资产构成入局门槛。政策上2019年起辽宁禁止土坑腌制并常态化排查，供给出清非线性，但长期利好存量合规企业；白菜年景与价格战决定短期盈利节奏。
- **壁垒不在“高科技”，而在“区域风味+规范化产能+先款后货+长期渠道”的组合。**长春九台基地紧邻东北大豆、白菜原料带与消费腹地；酸菜采用标准化厂房+密闭发酵罐并配套千万级环保投入，区别于土坑作坊，具备商超与B端准入背书。渠道约300家经销商下沉县域二批、三批，2025年末公司应收账款余额已显著下降，回款质量持续优化，预收款项同比抬升；合并资产负债率约6.26%，账面资金充裕、财务费用长期为负。2021年公发募投已全部结项，专户2024年末清零注销，酸菜扩能约1万吨已达产，后续转向存量利用率提升与产品结构优化，不再粗放扩产。
- **风险提示。**短期看，原材料价格波动仍是最核心风险。中期看，酸菜行业竞争仍偏分散，大坑腌制短期难彻底退出，低价竞争仍可能扰动销量与毛利。长期看，公司全国化、线上化、ToB化仍处早期阶段，若新品、渠道扩张和品牌化投入不及预期，收入弹性可能弱于市场预期。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 东北特色调味品龙头	3
1.1 三十余年深耕东北发酵调味品	3
1.2 腐乳绝对主力，产品结构高度聚焦	4
1.3 利润率在 2026H1 显著修复	4
2. 行业格局与趋势洞察	6
2.1 调味品市场规模：十年扩容、增速台阶抬升.....	6
2.2 供给端：酸菜仍处“小散乱”，合规产能稀缺.....	7
2.3 政策演变：土坑整治明确长期方向，供给出清.....	7
3. 竞争优势.....	8
3.1 区域品牌积淀深厚，先款后货渠道质量优异.....	8
3.2 原料带区位优势，合规产能构筑周期壁垒.....	8
3.3 募投项目全面结项，经营重心转向存量提效.....	9
4. 风险提示.....	10

插图目录

图 1：2021-2026 公司营收结构（分产品类别，亿元）	4
图 2：2021-2026 公司营业收入与增速（亿元，%）	4
图 3：2021 年-2026 公司净利润与增速（亿元，%）	4
图 4：公司期间费用率（%）	5
图 5：公司毛利率净利率（%）	5
图 6：2014-2027E 年调味品市场规模及同比增速（%）	6
图 7：2014-2027E 年复合调味品市场规模及同比增速（%）	6

表格目录

表 1：公司发展历程	3
表 2：2019—2026 年酸菜相关政策主线	7
表 3：产能布局与战略作用	9
表 4：募集资金使用情况	9

1. 东北特色调味品龙头

1.1 三十余年深耕东北发酵调味品

品牌积淀奠定底色。公司业务底色来自三十余年东北发酵调味品研发、制造与品牌运营。实际控制人朱先明早期于1988年7月至1991年5月在珥春市河南酱油厂工作，1991年5月至2000年11月担任珥春市富民酱菜厂厂长，期间自1991年起与团队共同开发腐乳产品，并于1997年创立“朱老六”品牌；2000年11月至2002年11月任珥春市朱老六食品有限公司总经理，2002年11月将生产主基地迁至长春九台卡伦经济开发区，利用原料与市场枢纽优势，奠定“地道东北味”主线。此后专注红方、青方等腐乳品类，以区域口味复购与经销网络渗透替代爆品逻辑，形成区别于全国性龙头的区域深耕路径。

规模制造与产品线延伸属性突出。公司成长不依赖单一爆款，而体现在腐乳规模产能、酸菜标准化扩产与料酒配套协同。公开发行说明书披露，报告期内腐乳产能约2.5万吨、酸菜产能约0.87万吨、料酒产能约0.2万吨；募投拟新增腐乳1.5万吨、料酒1500吨。业务上以腐乳为主，2014年新增酸菜，逐步形成“腐乳为主、酸菜与料酒为辅”矩阵；2019年前后确立酸菜“品牌化”战略，通过控量、升包装、择机提价提升定位，扩能后酸菜产能达约2万吨。研发以自主为主、委外为辅，与吉林大学、吉林农业大学合作，获多项专利及ISO9001、ISO22000认证，体现区域龙头的“制造+品控+高校协同”能力结构。

产业化地位与客户结构相对成熟。公司为农业产业化国家级重点龙头企业，并曾获省级重点龙头、吉林省农产品加工业百强、放心调味品企业及长春市名牌农产品等荣誉；“朱老六”腐乳获长春农博会金奖、名特优农产品称号，在东北消费圈层认知度高。销售以经销为主、严格“先款后货”，客户分散，坏账风险低；区域上以东北为基本盘，并向华北、华东拓展，同时探索餐饮B端与电商展示渠道，但线上收入占比仍低，核心壁垒仍是区域品牌、规范化产能与回款纪律的组合，而非激进全国铺货。

表 1：公司发展历程

时间	公司重要事件
第一阶段：创业与品牌奠基	1991 - 2000年：任珥春市富民酱菜厂厂长；创始团队自1991年起开发腐乳，1997年创立“朱老六”品牌。
	2000 - 2002年：任珥春市朱老六食品有限公司总经理，品牌化运营进一步落地。
	2002年11月：创立长春市朱老六食品有限公司，主基地迁至九台卡伦经济开发区，奠定“地道东北味”主线。
第二阶段：产品延伸与公众公司转型	2014年：新增酸菜产品销售；同年8月整体变更设立股份公司。
	2015年1月12日：在全国股转系统（新三板）挂牌，证券代码831726。
	2018 - 2020年：腐乳/酸菜/料酒产能分别约2.5/0.87/0.2万吨；2019年腐乳产量规模达国内细分前三，并确立酸菜品牌化战略。
第三阶段：北交所上市与利润周期兑现	2021年：完成向不特定合格投资者公开发行并进入精选层，后转北交所上市（920726）；募投新增腐乳产能1.5万吨、料酒1500吨。
	2023年：酸菜扩能项目建成达产，产能提升至约2万吨。
	2024 - 2025年：受白菜成本、添加剂切换及低价竞争影响，酸菜利润承压，2025年毛利率转负。

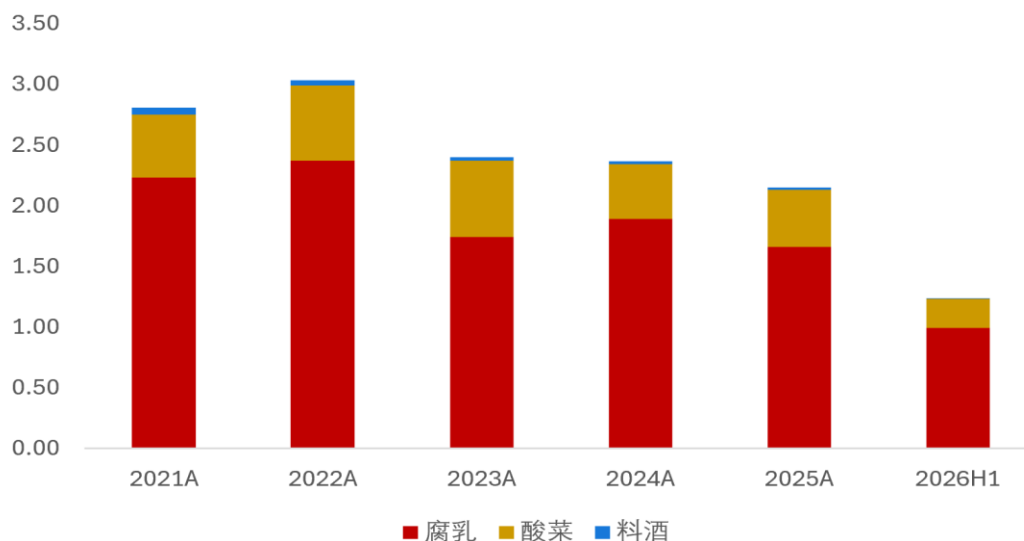
2026年上半年：营收1.25亿元（+17.27%），归母净利3,059.48万元（+178.93%），综合毛利率37.93%，酸菜利润修复兑现。

资料来源：朱老六：2026年半年度报告，东莞证券研究所

1.2 腐乳绝对主力，产品结构高度聚焦

腐乳构成收入基本盘，产品结构高度聚焦。公司产品以腐乳为主，辅以酸菜、料酒及其他。2021-2025年腐乳收入占营业收入比重分别为79.21%、77.84%、72.10%、79.24%、76.76%，始终占据绝对主力；2025年腐乳实现营业收入约1.66亿元，占营收约76.76%，毛利率约29.23%。酸菜为第二大品类，同期收入占比约18.33%、20.27%、25.99%、18.99%、21.56%，2025年酸菜收入约0.47亿元，但当年毛利率降至约-7.45%，成为利润波动的主要来源；料酒占比由2021年约1.99%降至2025年约0.92%，体量较小。2026年上半年结构进一步清晰：腐乳收入约0.99亿元（占比79.10%，同比+13.12%，毛利率37.41%），酸菜约0.24亿元（占比19.17%，同比+40.94%，毛利率37.49%），料酒约63万元（占比约0.50%）。公司战略上把腐乳作为稳态基本盘，把酸菜作为重点发展与弹性品类，持续推进酸菜品牌化、渠道完善与规范化产能建设。

图1：2021-2026公司营收结构（分产品类别，亿元）



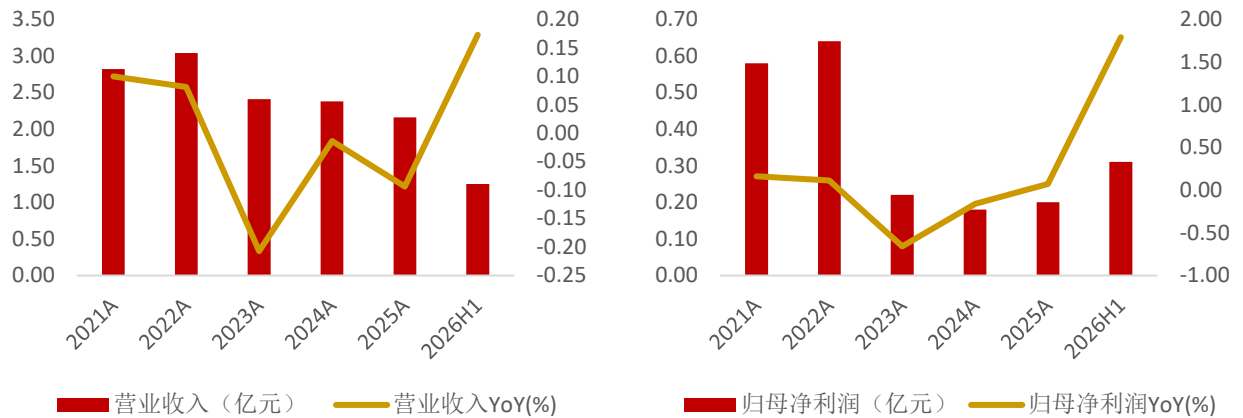
资料来源：ifind，东莞证券研究所

1.3 利润率在2026H1显著修复

营收2021-2025整体回落，2026H1出现拐点。2021-2025年，公司营业收入由2.82亿元降至2.16亿元；归母净利润由0.58亿元降至0.20亿元。分年度看，营收同比增速分别为9.97%、8.09%、-20.71%、-1.38%、-9.36%，其中2023年降幅最大，主因腐乳收入大幅下滑；2024年收入降幅收窄但利润继续下行；2025年收入仍降9.36%，归母净利润却同比+7.37%至约0.20亿元，利润端率先企稳。2026年上半年营业收入1.25亿元，同比+17.27%；归母净利润0.31亿元，同比+178.93%；扣非归母净利润0.28亿元，同比+164.68%，半年度利润已明显高于2025年全年水平。

图2：2021-2026公司营业收入与增速（亿元，%）

图3：2021年-2026公司净利润与增速（亿元，%）



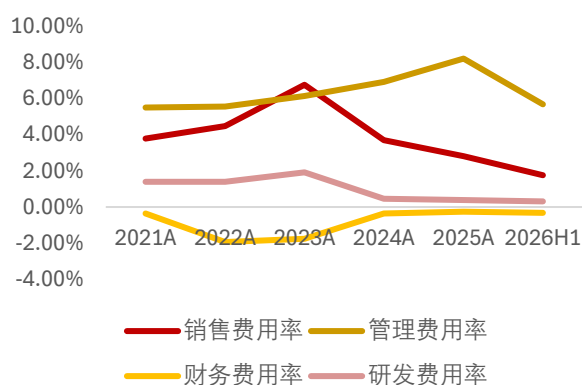
资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

毛利率先下后上，净利率同步修复。2021-2025年，公司销售毛利率分别为35.71%、32.29%、25.04%、22.24%、21.52%，整体由三成以上台阶回落至约21.5%；销售净利率分别为20.44%、21.03%、9.06%、7.73%、9.15%，2023-2024年随收入承压明显走弱，2025年利润率率先企稳回升。2026年上半年销售毛利率跃升至37.93%，销售净利率升至24.44%，双率均明显高于2025年全年水平，确认盈利能力进入显著修复阶段。营业利润与净利润高增主要系酸菜和部分腐乳产品提价、原材料白菜采购价格下降，并叠加精简销售人员、降低促销投入及现金管理收益增加等综合影响。

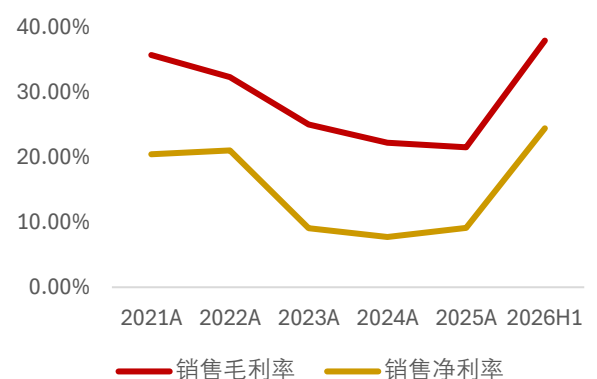
费用管控总体改善，财务费用长期为负。公司费用管控呈现总体改善态势，期间费用率自2023年高点持续回落，2026H1已降至7.44%，财务费用长期为负反映账面资金充裕、有息负债压力极小。利润高增的核心驱动力明确为酸菜及腐乳提价、白菜采购成本下降，叠加现金管理收益增加；销售费用率同比下降0.87个百分点至1.76%。2025年，管理费用率因收入下行期被动抬升至8.22%，2026H1回落至5.69%，仍待收入恢复改善固定成本分摊；研发费用率由约1.4%大幅降至0.38%，虽短期优化费用结构，但长期可持续性需关注。总体而言，费用端优化有限，利润修复主因产品提价与原料成本改善。

图4：公司期间费用率（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图5：公司毛利率净利率（%）



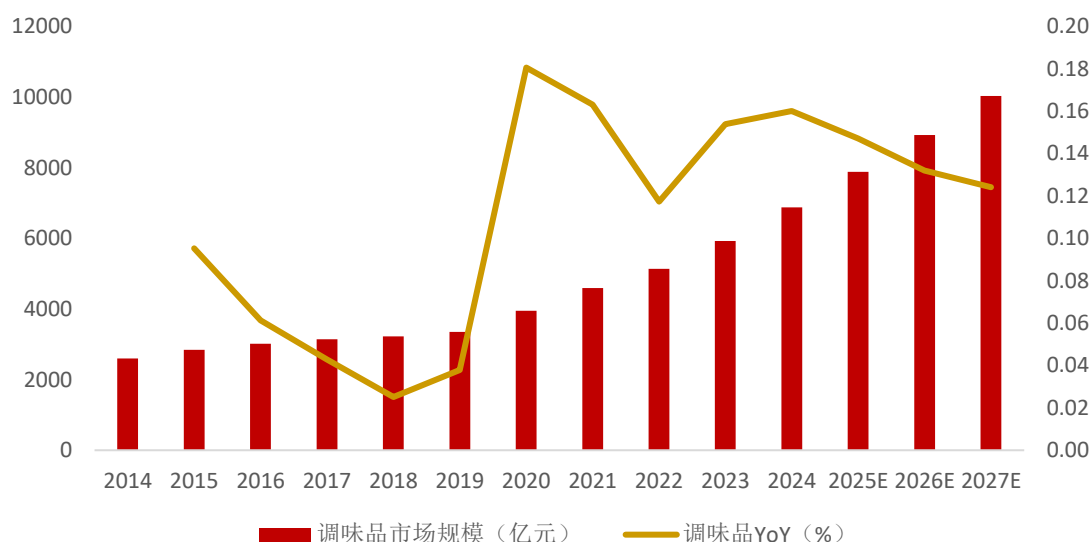
资料来源：ifind，东莞证券研究所

2.行业格局与趋势洞察

2.1调味品市场规模：十年扩容、增速台阶抬升

中国调味品市场规模近十年持续扩容。市场规模增速由个位数抬升至双位数平台，2025E—2027E仍有望维持两位数增长中枢。2014—2019年，行业规模由2595亿元增至3346亿元，同比大致落在约3%—10%区间，总量抬升、斜率偏平。2020年起进入加速扩容阶段，规模由3950亿元升至2024年6871亿元，同比约+12%—18%，餐饮恢复、复合调味渗透与渠道下沉共同抬升需求中枢。展望期，2025E/2026E/2027E规模约7881亿元/8921亿元/10028亿元，同比约+15%/+13%/+12%，增速较峰值略有收敛，行业由高速扩容过渡为高位稳健扩容。

图6：2014-2027E年调味品市场规模及同比增速（%）



资料来源：艾媒数据中心，东莞证券研究所

在调味品总量扩容的同时，复合调味品增速长期高于行业大盘。复合调味品是餐饮标准化与行业结构升级的核心赛道，高度契合朱老六“发酵调味+复合佐餐”的业务场景。2014—2019年，国内复合调味品市场规模由654亿元增长至1264亿元，年均增速约12%—15%，持续跑赢调味品整体大盘（同期大盘仅为个位数至低双位数增长），增长动力来自家庭端便捷烹饪需求提升，以及餐饮后厨降本增效带来的渗透率提升。2020年市场规模1414亿元，至2024年增长至2301亿元，年度增速大多维持在12%—14%区间，其中2023年约+14%、2024年约+13%；调味品大盘同步进入双位数扩容阶段，复合调味品对行业整体增量的贡献持续提升。基于同一口径测算，预计2025—2027年复合调味品市场规模分别可达2597/2948/3367亿元，增速中枢有望维持13%—14%的双位数水平，持续优于增速从高位逐步回落的调味品大盘。

图7：2014-2027E年复合调味品市场规模及同比增速（%）



资料来源：艾媒数据中心，东莞证券研究所

2.2供给端：酸菜仍处“小散乱”，合规产能稀缺

东北酸菜行业核心矛盾为供给结构分层、合规产能稀缺，需求端整体稳健。行业历经家庭坛装、土坑作坊、现代化产线三个发展阶段，当前粗放作坊产能与标准化合规产能并行，整体呈现“小散乱”格局，行业无绝对龙头、市场份额高度分散。2024年东北核心市场规模98.6亿元，2025年沈阳核心产区合规SC认证企业仅65家，头部合规企业体量偏小。

行业核心壁垒为环保重资产投入，新建1万吨酸菜产能，污水池工程同步建设，中小主体难以入局。但农户简易腌制产能边际成本极低，白菜丰产年份易回流市场，引发价格竞争，带来极强盈利周期波动。2025年为行业周期底部，受原料涨价、低端产能冲击影响，区域头部合规企业朱老六酸菜毛利率降至-7.45%；伴随2025年秋白菜丰产、原料价格回落，行业成本压力释放，2026年上半年企业毛利率快速修复至37.49%，周期反转弹性显著。长期来看，低端产能非线性出清下，行业份额将持续向标准化合规产能集中。

2.3 政策演变：土坑整治明确长期方向，供给出清

政策主线围绕食品安全与环保监管，推动行业供给规范化。2019年辽宁省食安办发布辽食安办发〔2019〕3号、7号文件，全省禁止土坑腌制酸菜；2019—2020年地方集中开展大坑清理专项治理。公司同步自2019年确立酸菜品牌化战略，加码合规产能建设。但土坑、简易大缸模式短期难以一次性清退，供给出清具备非线性特征。真正带动合规企业份额提升的驱动力，来自消费者食品安全意识抬升、品牌偏好增强，叠加污水治理等高固定投入形成的壁垒。政策决定行业长期发展方向；白菜年景与行业价格战，决定企业短期盈利节奏。2025年海城土坑腌菜安全事故后，辽宁持续强化窖腌酸菜常态化排查，对违规土坑行为坚持发现即整治，进一步压缩违规产能生存空间，持续利好存量合规企业。

表2：2019—2026年酸菜相关政策主线

时间	政策	核心内容
阶段一：基础规范与作坊监管起步（2010—2018 年）	GB2714《食品安全国家标准 酱腌菜》；DB21/T 2228-2014《东北酸菜生产加工规范》（辽宁地方标准）；《食品安全法》修订落地	统一酱腌菜基础食品安全底线，辽宁出台国内首个东北酸菜地方加工规范；对小作坊实行基础备案管理，但土坑露天腌制、高盐废水直排问题普遍，合规门槛偏低，行业作坊野蛮生长。
阶段二：土坑产能出清、产业规范化鼓励（2019—2023 年）	辽食安办发（2019）3 号、7 号；十一部门《培育传统优势食品产区和地方特色食品产业的指导意见》；《辽宁优品—酸菜》团体标准（2022）；新民《窖腌酸菜》团体标准（2019）	辽宁全省明令禁止土坑腌菜，2019 - 2020 填平 16283 个腌菜大坑；国家层面将新民酸菜列为特色食品产业集群重点培育对象；出台酸菜团体标准，支持标准化窖池、污水配套设施建设；省市配套设备补贴、龙头奖励，引导企业走品牌化路线。
阶段三：常态化闭环监管、品牌品质分级定型（2024—2026 年）	辽宁持续推进大坑腌菜长效排查（海城事故后）；辽宁省农业农村厅新民酸菜集群扶持政策；《发酵酸菜生产加工技术规程》（辽宁地方标准征求意见稿 2025）；“沈阳臻品”酸菜品质评价体系（2025）	由一次性专项整治转为全年闭环排查，严防土坑产能季节性反弹；产业政策转向全链条升级，扶持原料基地、产业园基建、智能化产线；建立酸菜品质分级与区域公用品牌认证体系，配套溯源要求，行业进入 食安准入 + 环保约束 + 品牌品质标签 筛选阶段。

资料来源：工业和信息化部，国家发展改革委，生态环境部，中国政府网，全国标准信息公共服务平台，东莞证券研究所

3. 竞争优势

3.1 区域品牌积淀深厚，先款后货渠道质量优异

公司具备突出的区域品牌与渠道壁垒优势。公司核心竞争壁垒源于深耕东北多年形成的发酵风味品牌心智，叠加高质量的县域经销渠道与稳健的结算模式。公司经营腐乳、酸菜产品三十余年，依托地道东北发酵工艺，在本土市场建立稳固的消费者认知与品牌口碑，区域护城河深厚。公司销售体系以经销模式为绝对核心，经销收入占比约99%，渠道布局聚焦东北县域市场，通过下沉经销商覆盖乡镇二批、三批网络，实现区域市场高密度渗透。

结算端公司严格执行先款后货制度，渠道管控能力行业领先。2025年末公司应收账款余额已显著下降，回款质量持续优化，预收款项同比抬升，有效规避行业普遍存在的压货、坏账、渠道让利风险，盈利修复可高效落地至报表端。公司未采取大规模广告投放与全国广泛铺货的打法，而是聚焦区域深耕，优先保障渠道质量。依托约300家经销商网络，匹配发酵食品的运输半径与本土口味消费腹地。目前公司以华北渠道加密、本地餐饮客户拓展为核心增量，线上渠道尚处培育初期，整体贡献有限。

3.2 原料带区位优势，合规产能构筑周期壁垒

依托区位与合规产能，公司可在行业低谷承接市场份额。公司长春九台核心生产基地紧邻东北大豆、白菜核心原料产区，同时贴近区域核心消费腹地，产供销一体化布局高度适配区域深耕战略，具备天然原料与物流区位优势。酸菜业务摒弃传统土坑腌制模式，

采用标准化厂房+密闭发酵罐现代化生产体系，配套千万级污水环保设施投入，形成严格的食品安全管控与稳定的产品品质，构筑起区别于小作坊的核心合规壁垒。

合规产能的价值，体现在周期波动中的竞争韧性。合规产能并非追求极致低成本，而是具备商超、B端客户的准入资质与合规背书，在行业周期波动中具备显著份额承接能力。白菜丰产周期下，低端土坑产能回流引发行业价格战，大量非合规小作坊盈利出清，公司依托标准化合规产能稳定供货、保障品质，持续收割市场份额，2026年上半年酸菜毛利率大幅修复，正是该壁垒的周期兑现。目前公司腐乳、酸菜产能利用率维持在70%左右，现阶段经营重心聚焦存量产能开工率提升与产品结构优化，不再进行粗放式产能扩张。

表3：产能布局与战略作用

产品/基地	功能定位	战略作用
长春九台基地	生产基地	贴近原料产地与消费市场，降本提效
腐乳（约2.5万吨+募投扩能）	基本盘品类	依托区域风味优势，贡献稳定现金流
酸菜（扩能后约2万吨）	弹性增长品类	受益合规产能稀缺红利，周期弹性充足
料酒	辅助品类	战略权重持续淡化
品控认证	ISO9001/ISO22000等体系认证	满足商超、B端渠道准入核心要求

资料来源：朱老六：2025年年度报告，朱老六：2025年年度报告，东莞证券研究所

3.3募投项目全面结项，经营重心转向存量提效

募投产能建设收官，公司进入存量精细化运营阶段。公司2021年公开发行股票募投项目已全部落地结项，募集资金专户于2024年末完整清零并注销，资本扩张阶段正式收官，后续经营核心转向存量产能效率提升与产品结构优化。公司2021年公开发行价9元/股，募资总额21105万元，净额19298万元。2022年公司灵活调整资金投向，将营销、研发未实施资金2985万元转投酸菜扩能项目，新增酸菜合规产能约1万吨，项目于2023年3月顺利达产，精准加码高弹性酸菜赛道。整体生产基地扩能项目于2024年10月达到预定可使用状态，项目节余资金4887万元于2024年11月永久补充流动资金，有效优化公司现金流、降低财务压力。2025-2026年公司无重大固定资产投资计划，仅开展少量自有资金设备技改，不新增产能；同期设立小型全资子公司用于技术研发，产品端推进新品储备。随着产能扩张结束，公司进入精细化运营阶段，存量产能利用率提升、高端化产品结构升级将成为未来业绩增长核心驱动力。

表4：募集资金使用情况

项目名称	调整后投资总额	截至期末累计投入（投入进度）	达到预定可使用状态
生产基地扩能建设项目	12,531.18	8,159.73（65.12%）	2024年10月
营销服务及信息化综合配套	940.07	940.07（100.00%）	2024年10月
研发中心升级	315.37	315.37（100.00%）	2024年10月
酸菜生产扩能	2,985.10	3,002.22（100.57%）	2023年3月
变更用途补充流动资金	2,684.56	2,684.78（100.01%）	—
节余转出（永久补流）	—	4887.06	2024年11月
募资净额	19298.28	已使用完毕	2024 年末专户清零

资料来源：朱老六：2024年度募集资金专项报告，朱老六：2024年募投项目结项公告，东莞证券研究所

4.风险提示

（1）**原材料价格大幅波动风险。**公司盈利对大豆、白菜、食用酒精等原材料价格较为敏感。若未来再度出现高成本年份且售价传导不畅，公司毛利率和净利润都可能承压。

（2）**酸菜行业低价竞争与大坑腌制短期持续风险。**行业虽然长期走向规范化，但管理层明确表示，大坑酸菜短期难完全取缔，低价竞争仍可能在局部年份和局部区域持续存在。若低价供给再度大规模涌入，可能导致公司价格体系承压、库存周转变慢、毛利率回落。

（3）**渠道扩张与全国化不及预期风险。**公司当前线下主市场仍集中于东北、华北，黄河以南市场开发多次尝试效果有限；线上业务起步晚，2025年营收占比不足0.5%；ToB与大客户合作尚处送样、送检阶段。若线上、南方市场、连锁餐饮客户拓展进度低于预期，则公司收入增量来源可能仍主要依赖区域基本盘。

（4）**新品研发与品牌化投入回报不确定风险。**公司新品如玫瑰腐乳、麻辣腐乳市场反响有限，复购率较低；管理层也坦言传统食品创新难度较大，品牌宣传投入仍较谨慎。若后续新品孵化失败、品牌化投入产出不匹配，可能拖累费用效率与渠道信心。

（5）**产能利用率与新增产能消化风险。**公司曾在募投文件中提示新增产能消化风险。当前腐乳、酸菜产能利用率均约70%，若未来需求恢复不及预期，规范化产能优势可能难以迅速转化为收入规模优势。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn