

伊利股份 (600887)

证券研究报告

2018年05月16日

营收增长符合预期，继续推荐伊利股份

公司公告：2017年公司实现营收680.58亿元，较上年同期增长12.29%，净利润60.03亿元，较上年同期增长5.89%，扣非后净利53.28亿，同比增长17.7%。18年一季度营收195.76亿，同比去年增加24.56%，扣非后净利润19.98亿，同比增长20.67%。年报收入增长符合预期，我们认为净利润低于预期的原因主要来源于成本端压力与同期政府补助、投资收益减少等原因。

收入增长符合预期，市场份额进一步提升：2017年，伊利股份实现营收680.58亿，同比增长12.29%。其中主营收入675亿，同比去年增加12%。行业收入增速6.77%，利润-3.27%。可见伊利的增长速度要远高于行业增长速度，市场份额进一步提升。

17年成本端压力增大，影响企业净利：2017年，公司净利润60.03亿元，较上年同期增长5.89%，扣非后净利53.28亿，同比增长17.7%。非经常性损益差别比较大，通过比较16年与17年年报数据可以发现17年收到政府补助为8.49亿，去年同期10.58亿，减少2.09亿，此外投资收益相比去年减少2.5个亿左右。因此按扣非后净利润算，伊利业绩增速不慢。从年报中可以看出，成本增加部分主要来源于直接材料（同比增加14.57%）和制造费用（同比增加15.47%）。从万得pet材料价格走势我们可以看出，自17年年中开始，包材价格就在不断上涨，给企业带来了很大的压力。我们认为伊利作为具有规模优势的龙头企业，平滑成本的能力较强，18年可消化成本端带来的压力，利润恢复增长。

渠道下沉，库存减少，三四线市场持续拓展：随着三四线消费能力的持续释放，伊利股份持续在三四线城市渠道拓展市场，提升份额。根据公司公告显示从渠道来看17年年末公司直控村级网点近53万家，比上年提升了54%，显示出其市场渗透能力继续增强。我们认为随着渠道的持续下沉，伊利股份有望凭借其产品优势、品牌优势抢占一些区域性乳企份额，进一步提升市场份额。从库存情况来看，库存情况比去年减少。17年公司液体乳库存减少10.66%，奶粉及奶制品增加0.98%，冷饮产品减少18.41%。

持续拓展非奶业务，产品结构向达能靠近：在达能的产品结构中，非奶业务占到了近50%。伊利近年来不断拓展非奶业务，致力于优化产品结构，例如17年推出的豆奶等产品揭示了伊利向非奶业务转变的决心。我们认为伊利未来不仅仅是一家乳制品公司，而是定位为健康食品公司，有望调整产品结构，提升公司竞争力与盈利能力。

盈利预测：由于伊利17年年报受成本影响压力大等原因，业绩增速不达预期，盈利预测由18-19年、82、98亿下调至70、87亿，2020年预测净利润112.82亿，维持买入评级。

风险提示：非奶业务、渠道扩张不达预期、经营管理不达预期

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 食品饮料/食品加工 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 27.07元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 6,078.49 |
| 流通A股股本(百万股) | 6,033.37 |
| A股总市值(百万元) | 164,544.79 |
| 流通A股市值(百万元) | 163,323.30 |
| 每股净资产(元) | 4.47 |
| 资产负债率(%) | 44.24 |
| 一年内最高/最低(元) | 35.93/17.96 |

作者

刘鹏 分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《伊利股份-公司点评：“植选”豆奶推出市场，伊利大健康战略持续推进》2017-12-19
- 《伊利股份-公司研究简报：强者恒强，龙头优势持续凸显》2017-11-30
- 《伊利股份-公司研究简报：单寡头估值溢价—从加入MSCI看伊利戴维斯双击！》2017-06-26

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 60,609.22 | 68,058.17 | 77,504.65 | 89,107.09 | 99,808.86 |
| 增长率(%) | 0.41 | 12.29 | 13.88 | 14.97 | 12.01 |
| EBITDA(百万元) | 7,097.66 | 7,854.02 | 9,012.83 | 10,741.13 | 13,670.21 |
| 净利润(百万元) | 5,661.81 | 6,000.88 | 6,987.13 | 8,669.21 | 11,281.55 |
| 增长率(%) | 22.24 | 5.99 | 16.44 | 24.07 | 30.13 |
| EPS(元/股) | 0.93 | 0.99 | 1.15 | 1.43 | 1.86 |
| 市盈率(P/E) | 27.88 | 26.31 | 22.59 | 18.21 | 13.99 |
| 市净率(P/B) | 6.84 | 6.29 | 5.35 | 4.50 | 3.63 |
| 市销率(P/S) | 2.60 | 2.32 | 2.04 | 1.77 | 1.58 |
| EV/EBITDA | 12.86 | 22.90 | 15.19 | 11.59 | 8.68 |

资料来源：wind，天风证券研究所



公司公告：2017 年公司实现营业收入总收入 680.58 亿元，较上年同期增长 12.29%，净利润 60.03 亿元，较上年同期增长 5.89%，扣非后净利 53.28 亿，同比增长 17.7%，eps0.99 元。并拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.00 元（含税）。18 年一季度营收 195.76 亿，同比去年增加 24.56%，扣非后净利润 19.98 亿，同比增长 20.67%。年报收入增长符合预期，我们认为净利润低于预期的原因主要来源于成本端压力与同期政府补助、投资收益减少等原因。

1. 收入增长符合预期，市场份额进一步提升

2017 年，伊利股份实现营收 680.58 亿，同比去年增长 12.29%，其中主营收入 675 亿，同比去年增加 12%。伊利的增长速度要高于行业增长速度。

从乳制品行业来看，17 年，根据公司公告国内乳制品加工行业进入统计范围的企业有 611 家，较上年减少 16 家，全年加工和制造各类乳品产量 2935 万吨，比上年（可比口径）增长 4.2%，共计实现销售收入 3590.41 亿元，比上年（可比口径）增长 6.77%，利润总额 244.87 亿元，比上年（可比口径）减少 3.27%。

图 1：2017 年主要乳制品上市公司增长%

| | 主营同比增长% | 净利润同比增长% | 毛利率同比增减% |
|------|---------|----------|----------|
| 伊利乳业 | 12 | 6 | -1.74 |
| 蒙牛股份 | 11.86 | 372.62 | 7.38 |
| 光明乳业 | 7.25 | 21.15 | -13.87 |
| 中国圣牧 | -22.06 | -244.84 | -17.28 |
| 皇氏集团 | -3.26 | -78.27 | -1.04 |
| 天润乳业 | 41.71 | 24.2 | -9.69 |
| 燕塘乳业 | 12.58 | 17.05 | -4.13 |
| 科迪乳业 | 53.92 | 41.56 | -17.81 |

资料来源：wind，天风证券研究所

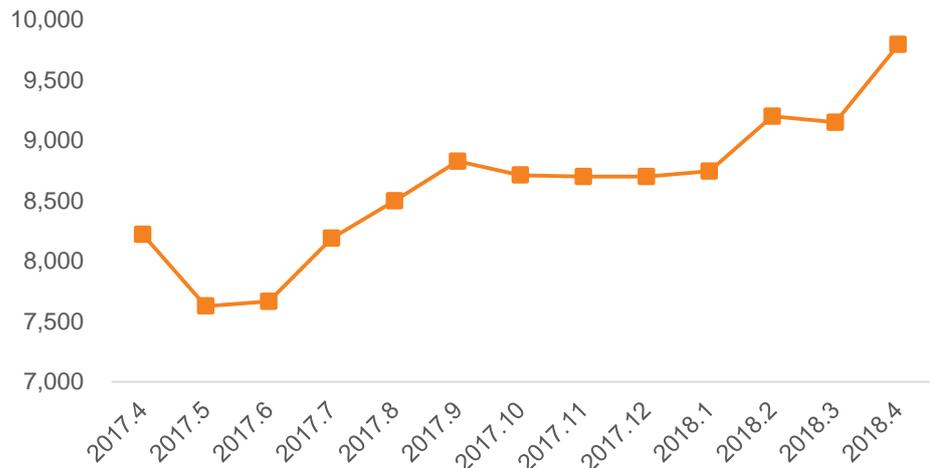
上表我们统计了 2017 年上市公司乳制品企业同比增长率，可以看出大部分上市公司增长速度要高于行业增速。我们认为乳制品行业的集中度还在持续提升中，这个阶段是伊利不断拓展市场，提升市场份额的过程。

2. 17 年成本端压力增大，影响企业净利

2017 年，公司净利润 60.03 亿元，较上年同期增长 5.89%，扣非后净利 53.28 亿，同比增长 17.7%。非经常性损益差别比较大，通过比较 16 年与 17 年年报数据可以发现 17 年收到政府补助为 8.49 亿，去年同期 10.58 亿，减少 2.09 亿，此外投资收益相比去年减少 2.5 个亿左右。因此按扣非后净利润算，伊利业绩增速不慢。

2017 年公司主营业务成本约 424 亿元，同比去年同期增长 13.19%，高于收入增速 1.19 个百分点；成本增长主要来自于乳业板块的成本增长。从年报中可以看出，成本增加部分主要来源于直接材料（同比增加 14.57%）和制造费用（同比增加 15.47%）。从下图我们可以看出，自 17 年年中开始，包材价格就在不断上涨，给企业带来了很大的压力。

图 2: pet 包材价格 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

此外, 公司乳制品业务 17 年毛利率 37.52% 同比去年减少 0.81 个百分点。结合上面数据我们认为毛利率的下降受包材等原材料价格影响比较大。

表 1: 伊利各产品毛利率%

| 分产品 | 17 年毛利率% | 16 年毛利率% | 同比去年增减 (%) |
|--------|----------|----------|------------|
| 液体乳 | 35.17 | 35.96 | -0.79 |
| 奶粉及奶制品 | 53.95 | 54.17 | -0.22 |
| 冷饮产品 | 43.08 | 43.05 | +0.03 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

17 年由于包材的原材料价格持续上涨, 影响下游消费品企业盈利能力。我们认为伊利作为具有规模优势的龙头企业, 平滑成本的能力较强, 18 年可消化成本端带来的压力, 利润恢复增长。

图 3: 2018Q1 主要乳企营业数据增长率%

| | 主营同比增长% | 净利润同比增长% | 毛利率同比增减% |
|------|---------|----------|----------|
| 伊利乳业 | 24.56 | 21.30 | 3.08 |
| 光明乳业 | -4.98 | 1.22 | -2.46 |
| 天润乳业 | 23.28 | 16.33 | -9.13 |
| 燕塘乳业 | 9.14 | -18.93 | -1.66 |
| 科迪乳业 | 21.15 | 3.64 | -14.05 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

从上图 1 我们可以看出, 17 年主要乳企基本都出现了毛利率降低的问题, 可以看出包材等原材料价格上涨的压力是全行业的压力, 而到了 18 年 1 季度, 在其他乳企毛利率持续下滑的情况下, 伊利维持住了毛利水平, 因此可以看出伊利平滑成本的能力相对较高。

3. 渠道下沉，库存减少，三四线市场持续拓展

随着三四线消费能力的持续释放，伊利股份持续在三四线城市渠道拓展市场，提升份额。从渠道来看，2017 年公司继续深耕渠道，将更多的终端门店纳入到了标准化服务和规范化管理的范畴，提升了营销资源的投入产出效益。根据公司公告显示到 17 年年末公司直控村级网点近 53 万家，比上年提升了 54%，显示出其市场渗透能力继续增强。我们认为随着渠道的持续下沉，伊利股份有望凭借其品类优势、品牌优势抢占一些区域性乳企份额，进一步提升市场份额。

此外，除了在区域上拓展外，在渠道上也在不断拓展，17 年电商业务收入较上年增长 130%，在母婴渠道，公司的零售额较上年增长 38.9%；在便利店渠道，公司常温液态奶业务的零售额市占份额较上年提高 0.7 个百分点。

从库存情况来看，库存情况比去年减少。17 年公司液体乳库存减少 10.66%，奶粉及奶制品增加 0.98%，冷饮产品减少 18.41%。

4. 持续拓展非奶业务，产品结构向达能靠近

根据公司公告显示在达能的产品结构中，非奶业务占到了近 50%。伊利近年来不断拓展非奶业务，致力于优化产品结构，例如 17 年推出的豆奶等产品（凤凰网）都揭示了伊利向非奶业务转变的决心。我们认为伊利未来不仅仅是一家乳制品公司，而是定位为健康食品公司，有望调整产品结构，提升公司竞争力与盈利能力。

盈利预测：

由于伊利 17 年年报受成本影响压力大等原因，业绩增速不达预期，盈利预测由 18-19 年、82、98 亿下调至 70、87 亿，2020 年预测净利润 112.82 亿，维持买入评级。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 13,823.65 | 21,823.07 | 19,258.15 | 31,680.04 | 37,533.65 |
| 应收账款 | 611.07 | 830.80 | 756.33 | (1,554.29) | (1,740.96) |
| 预付账款 | 558.39 | 1,192.43 | 372.92 | 1,543.81 | 676.26 |
| 存货 | 4,325.78 | 4,639.99 | 6,506.45 | 5,950.88 | 8,250.72 |
| 其他 | 873.80 | 1,359.44 | 1,046.35 | 1,145.45 | 1,222.50 |
| 流动资产合计 | 20,192.70 | 29,845.73 | 27,940.21 | 38,765.88 | 45,942.17 |
| 长期股权投资 | 1,631.10 | 1,765.19 | 1,765.19 | 1,765.19 | 1,765.19 |
| 固定资产 | 13,137.46 | 13,256.39 | 13,345.10 | 13,126.74 | 12,711.13 |
| 在建工程 | 1,343.60 | 1,887.86 | 1,168.71 | 749.23 | 479.54 |
| 无形资产 | 990.88 | 514.36 | 503.23 | 492.10 | 480.98 |
| 其他 | 1,966.53 | 2,030.83 | 1,852.21 | 1,904.89 | 1,893.32 |
| 非流动资产合计 | 19,069.57 | 19,454.62 | 18,634.44 | 18,038.15 | 17,330.15 |
| 资产总计 | 39,262.27 | 49,300.36 | 46,574.65 | 56,804.03 | 63,272.33 |
| 短期借款 | 150.00 | 7,860.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 7,908.07 | 8,522.89 | 9,603.80 | 11,697.98 | 11,837.59 |
| 其他 | 6,849.39 | 7,467.14 | 6,458.68 | 9,101.11 | 7,132.05 |
| 流动负债合计 | 14,907.45 | 23,850.03 | 16,062.48 | 20,799.09 | 18,969.64 |
| 长期借款 | 0.29 | 0.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,118.64 | 210.22 | 870.53 | 733.13 | 604.63 |
| 非流动负债合计 | 1,118.93 | 210.51 | 870.53 | 733.13 | 604.63 |
| 负债合计 | 16,026.39 | 24,060.54 | 16,933.01 | 21,532.22 | 19,574.27 |
| 少数股东权益 | 154.12 | 136.43 | 150.75 | 161.42 | 175.13 |
| 股本 | 6,064.80 | 6,078.49 | 6,078.49 | 6,078.49 | 6,078.49 |
| 资本公积 | 2,476.36 | 2,765.53 | 2,765.53 | 2,765.53 | 2,765.53 |
| 留存收益 | 16,655.02 | 19,297.98 | 23,412.39 | 29,031.90 | 37,444.44 |
| 其他 | (2,114.41) | (3,038.62) | (2,765.53) | (2,765.53) | (2,765.53) |
| 股东权益合计 | 23,235.89 | 25,239.82 | 29,641.63 | 35,271.81 | 43,698.06 |
| 负债和股东权益总 | 39,262.27 | 49,300.36 | 46,574.65 | 56,804.03 | 63,272.33 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 5,669.04 | 6,002.81 | 6,987.13 | 8,669.21 | 11,281.55 |
| 折旧摊销 | 1,611.78 | 1,443.93 | 707.24 | 732.39 | 748.47 |
| 财务费用 | 67.66 | 208.40 | 88.95 | (145.11) | (197.17) |
| 投资损失 | (399.26) | (134.68) | (150.00) | (180.00) | (230.00) |
| 营运资金变动 | 6,181.18 | (1,893.92) | 292.61 | 6,135.53 | (3,284.01) |
| 其它 | (313.07) | 1,379.75 | 15.08 | 10.85 | 14.02 |
| 经营活动现金流 | 12,817.33 | 7,006.30 | 7,941.01 | 15,222.86 | 8,332.86 |
| 资本支出 | 1,154.01 | 2,616.15 | (600.31) | 217.40 | 178.50 |
| 长期投资 | 1,509.22 | 134.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (5,906.44) | (5,867.05) | 679.04 | (121.16) | 7.76 |
| 投资活动现金流 | (3,243.21) | (3,116.81) | 78.73 | 96.24 | 186.26 |
| 债权融资 | 150.29 | 7,884.48 | 8.06 | 10.75 | 14.34 |
| 股权融资 | 190.77 | (372.52) | 238.37 | 204.21 | 259.33 |
| 其他 | (9,155.59) | (3,459.15) | (10,831.09) | (3,112.18) | (2,939.18) |
| 筹资活动现金流 | (8,814.53) | 4,052.81 | (10,584.66) | (2,897.22) | (2,665.51) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 759.58 | 7,942.29 | (2,564.91) | 12,421.88 | 5,853.62 |

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 60,609.22 | 68,058.17 | 77,504.65 | 89,107.09 | 99,808.86 |
| 营业成本 | 37,427.44 | 42,362.40 | 47,510.35 | 54,444.43 | 60,833.50 |
| 营业税金及附加 | 420.07 | 511.57 | 480.53 | 614.84 | 688.68 |
| 营业费用 | 14,114.32 | 15,521.86 | 17,500.55 | 19,781.78 | 20,959.86 |
| 管理费用 | 3,456.67 | 3,317.05 | 3,820.98 | 4,392.98 | 4,591.21 |
| 财务费用 | 23.88 | 113.49 | 88.95 | (145.11) | (197.17) |
| 资产减值损失 | 45.70 | 50.62 | 36.65 | 44.32 | 43.87 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 399.26 | 134.68 | 150.00 | 180.00 | 230.00 |
| 其他 | (798.52) | (1,069.41) | (300.00) | (360.00) | (460.00) |
| 营业利润 | 5,520.41 | 7,115.91 | 8,216.64 | 10,153.86 | 13,118.91 |
| 营业外收入 | 1,178.78 | 85.60 | 100.00 | 100.00 | 200.00 |
| 营业外支出 | 67.12 | 127.54 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 利润总额 | 6,632.07 | 7,073.97 | 8,286.64 | 10,223.86 | 13,288.91 |
| 所得税 | 963.04 | 1,071.16 | 1,284.43 | 1,543.80 | 1,993.34 |
| 净利润 | 5,669.04 | 6,002.81 | 7,002.21 | 8,680.06 | 11,295.58 |
| 少数股东损益 | 7.23 | 1.93 | 15.08 | 10.85 | 14.02 |
| 归属于母公司净利润 | 5,661.81 | 6,000.88 | 6,987.13 | 8,669.21 | 11,281.55 |
| 每股收益(元) | 0.93 | 0.99 | 1.15 | 1.43 | 1.86 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 0.41% | 12.29% | 13.88% | 14.97% | 12.01% |
| 营业利润 | 12.79% | 28.90% | 15.47% | 23.58% | 29.20% |
| 归属于母公司净利润 | 22.24% | 5.99% | 16.44% | 24.07% | 30.13% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 38.25% | 37.76% | 38.70% | 38.90% | 39.05% |
| 净利率 | 9.34% | 8.82% | 9.02% | 9.73% | 11.30% |
| ROE | 24.53% | 23.90% | 23.69% | 24.69% | 25.92% |
| ROIC | 42.55% | 80.46% | 75.50% | 99.42% | 646.69% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 40.82% | 48.80% | 36.36% | 37.91% | 30.94% |
| 净负债率 | 0.91% | 8.13% | -19.05% | -6.61% | -23.25% |
| 流动比率 | 1.35 | 1.25 | 1.74 | 1.86 | 2.42 |
| 速动比率 | 1.06 | 1.06 | 1.33 | 1.58 | 1.99 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 98.30 | 94.40 | 97.67 | -223.34 | -60.58 |
| 存货周转率 | 13.49 | 15.18 | 13.91 | 14.31 | 14.06 |
| 总资产周转率 | 1.54 | 1.54 | 1.62 | 1.72 | 1.66 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.93 | 0.99 | 1.15 | 1.43 | 1.86 |
| 每股经营现金流 | 2.11 | 1.15 | 1.31 | 2.50 | 1.37 |
| 每股净资产 | 3.80 | 4.13 | 4.85 | 5.78 | 7.16 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 27.88 | 26.31 | 22.59 | 18.21 | 13.99 |
| 市净率 | 6.84 | 6.29 | 5.35 | 4.50 | 3.63 |
| EV/EBITDA | 12.86 | 22.90 | 15.19 | 11.59 | 8.68 |
| EV/EBIT | 16.46 | 27.97 | 16.48 | 12.43 | 9.18 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |