

产品价格维持高位，Q1 归母净利同比大增

众兴菌业 (002772)

事件概述

公司发布 2023 年第一季度报告，报告期内，公司实现营业收入 6.23 亿元，同比+27.60%；实现归母净利润 1.98 亿元，同比+1298.75%。

分析判断：

► 受益产品价格上升，Q1 业绩表现亮眼

公司前身为天水众兴菌业有限责任公司，成立于 2005 年，是一家致力于食用菌研发、生产及销售的国家级农业产业化重点龙头企业。公司主要产品为金针菇和双孢菇，产能方面，据公司年报，截止 2022 年年底，公司食用菌日产能 1105 吨，其中金针菇日产能 745 吨，双孢菇日产能 360 吨，金针菇日产能居国内同行业第二、双孢菇日产能位居国内同行业第一。2014 年以来，公司营业收入稳步增长，归母净利润随着主产品价格变化及产量情况波动。受益于金针菇高价持续，公司 2023 年一季度业绩表现亮眼，报告期内，公司实现营业收入 6.23 亿元，同比+27.60%；实现归母净利润 1.98 亿元，同比+1298.75%。

► 多因素共振，金针菇价格维持高位

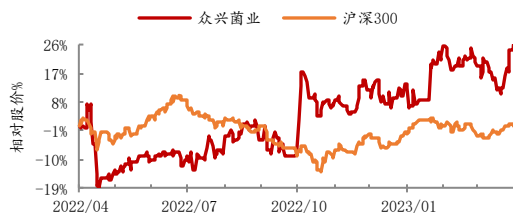
2022 年上半年，金针菇价格延续了 2021 年的低迷行情，但是下半年受多因素影响价格出现了拐点，(1) 2022 年下半年猪价回暖，7 月份毛猪价格维持高位，带动国内消费者通胀预期升温，推动生活必需品价格上涨；(2) 2022 年下半年全国多地高温，对蔬菜生产和冷链运输造成了影响，影响相关蔬菜供给；(3) 2021 年至 2022 年上半年食用菌市场行情持续低迷，行业深陷亏损推动产能去化；(4) 2022 年夏季多地高温，食用菌消费低迷，许多食用菌生产企业未满足负荷生产。多因素影响下，金针菇供给偏紧，推动价格淡季不淡，且价格景气一直持续到今年一季度。据 Wind 数据，2023 年 1 季度，金针菇大宗价的均价为 10.74 元/公斤，同比上涨 91.34%。

► 公司成本管控水平优异，2022 年下半年成本继续下降

从公司金针菇完全成本来看，公司成本管控水平优异。据我们测算，2022 年上半年公司金针菇生产成本仅为 5.16 元/公斤，在行业中处于较低水平，加上三费后公司金针菇完全成本为 5.88 元/公斤，尽管 2022 年上半年金针菇价格持续低迷，公司毛利率依然达到了 10.50%。2022 年下半年随着金针菇价格上涨，公司金针菇毛利率水平达到了 34.73%，而金针菇生产成本降至 4.23 元/公斤，完全成本降至 5.02 元/公斤，与同行业其他公司相比，公司金针菇生产成本管控优异，但三费成本相对较高，我们认为未来随着对三费的控制，公司金针菇完全成本

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	10.58
股票代码：	002772
52 周最高价/最低价：	10.58/6.07
总市值(亿)	39.20
自由流通市值(亿)	38.76
自由流通股数(百万)	402.87



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

相关研究

- 1.
- 2.
- 3.

有进一步下降的空间。

投资建议

我们分析：1) 受益于主产品尤其是金针菇价格上涨，公司作为食用菌生产企业龙头，食用菌总产能和金针菇产能均居全国前列，消费改善下，我们认为食用菌行业景气度有望持续，公司收入和利润有望进一步增长。2) 公司生产基地布局全国，且每个基地都有原料优势或市场优势，或两者兼顾，有利于公司食用菌生产成本的管控。考虑到这些因素影响，我们预计，2023-2025 年公司的营业收入分别为 23.29/23.93/27.34 亿元，归母净利润为 4.12/3.31/4.02 亿元，EPS 为 1.01/0.81/0.99 元，2023 年 4 月 11 日股价 10.58 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 10.5/13.0/10.7X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险，市场竞争加剧导致产品价格下降风险，销售价格及利润季节性波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,556	1,970	2,329	2,393	2,734
YoY (%)	4.9%	26.6%	18.2%	2.8%	14.3%
归母净利润(百万元)	55	158	412	331	402
YoY (%)	-70.9%	188.1%	160.4%	-19.7%	21.3%
毛利率 (%)	18.5%	25.5%	32.3%	27.6%	28.7%
每股收益 (元)	0.14	0.40	1.01	0.81	0.99
ROE	1.7%	4.7%	10.9%	8.0%	8.9%
市盈率	75.57	26.45	10.46	13.01	10.73

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 受益产品价格上升，Q1 业绩表现亮眼.....	4
2. 多因素共振，金针菇价格维持高位.....	5
3. 公司成本管控水平优异，2022 年下半年进一步下降.....	6
4. 盈利预测与投资建议.....	7
5. 风险提示.....	9

图表目录

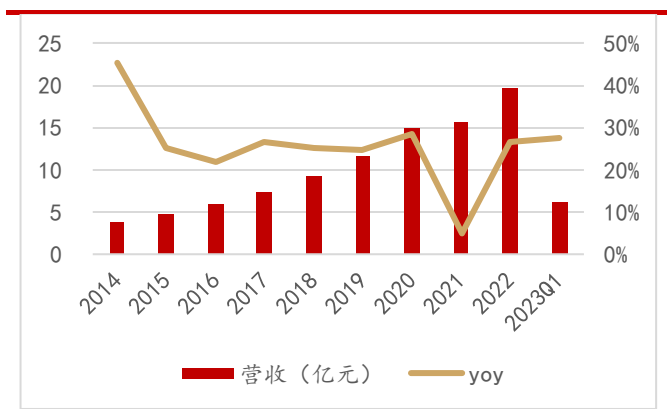
图 1 2014-2023Q1 公司营业收入情况.....	4
图 2 2014-2023Q1 公司归母净利润情况.....	4
图 3 2014-2022 年公司营业收入构成情况.....	5
图 4 2014-2022 年公司毛利来源情况.....	5
图 5 2017-2022 年公司主产品金针菇和双孢菇毛利率情况.....	5
图 6 2017-2021 年我国食用菌工业化企业数量.....	6
图 7 2017-2021 年金针菇产量.....	6
图 8 2022 年以来金针菇大宗价.....	6
表 1 主要金针菇工业化生产企业金针菇成本测算（数据来源于 2022 年半年报及 2022 年年报）.....	7
表 2 众兴菌业主要业务经营预测（单位：百万元）.....	8
表 3 可比公司盈利预测.....	9

1. 受益产品价格上升，Q1 业绩表现亮眼

公司前身为天水众兴菌业有限责任公司，成立于 2005 年，是一家致力于食用菌研发、生产及销售的国家级农业产业化重点龙头企业。公司主要产品为金针菇和双孢菇，产能方面，据公司年报，截止 2022 年年底，公司食用菌日产能 1105 吨，其中金针菇日产能 745 吨，双孢菇日产能 360 吨，金针菇日产能居国内同行业第二、双孢菇日产能位居国内同行业第一。

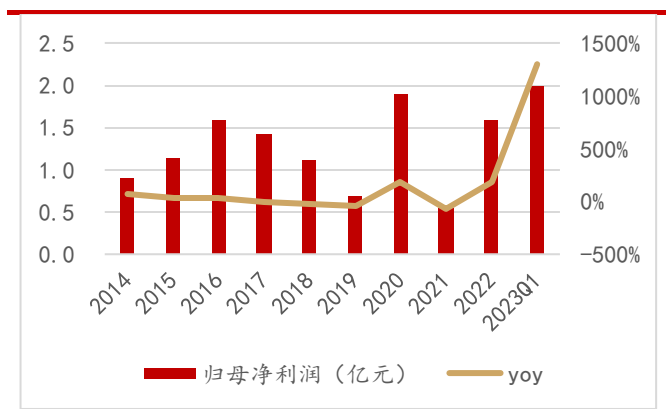
营收规模稳步增长，净利润随主产品价格变化而波动。2014-2022 年，公司营业收入从 3.83 亿元增长至 19.70 亿元，CAGR+22.72%，其中 2014-2020 年营业收入增长速度较为稳定，2021 年受主产品价格低迷影响，营收增速放缓，2022 年下半年金针菇价格淡季不淡，景气上行，2022 年营收 yoy+26.61%。从归母净利润来看，公司归母净利润随主产品价格变化而波动，2021 年行业低迷，金针菇价格低位徘徊，公司实现归母净利润 0.55 亿元，yoy-70.91%，2022 年下半年多因素影响，金针菇价格出现快速上涨，带动公司归母净利润增加，2022 年实现归母净利润 1.58 亿元，yoy+188.08%。2023 年一季度，公司主产品金针菇价格维持高位，公司实现营业收入 6.23 亿元，同比+27.60%；实现归母净利润 1.98 亿元，同比大幅增长 1298.75%。

图 1 2014-2023Q1 公司营业收入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

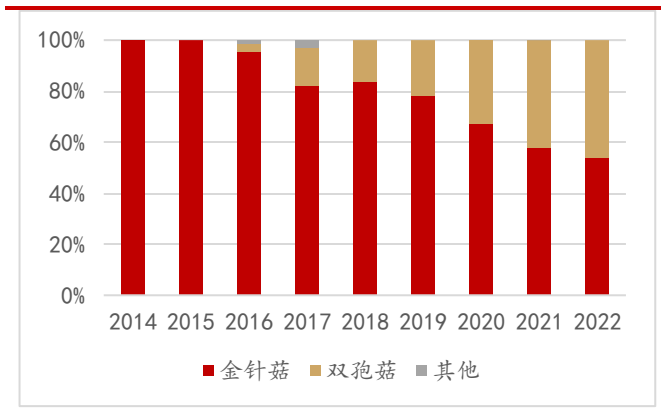
图 2 2014-2023Q1 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

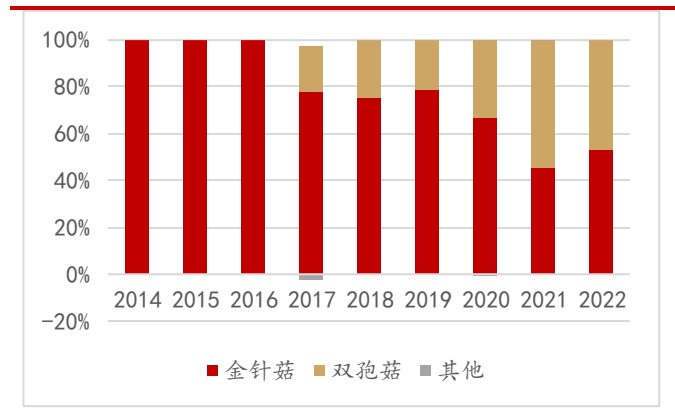
金针菇和双孢菇为公司主要的收入和利润来源。从公司的营收构成来看，2016 年之前，公司营业收入全部来源于金针菇，2016 年公司引入新产品双孢菇，其后双孢菇营收占比逐渐提升，2016-2022 年，双孢菇营收占比由 3%提升至 46%。从公司的毛利构成来看，尽管 2016 年引入了新产品双孢菇，2016 年及之前公司毛利全部来源于金针菇，2017 年双孢菇开始贡献利润，2017-2022 年双孢菇毛利占比由 21%增长至 47%，由于 2021 年金针菇价格低迷，双孢菇毛利占比首次超过金针菇达到 55%。我们认为 2016 年公司引入双孢菇后，有效降低了公司面临的市场风险，公司抗风险能力提高。

图3 2014-2022年公司营业收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

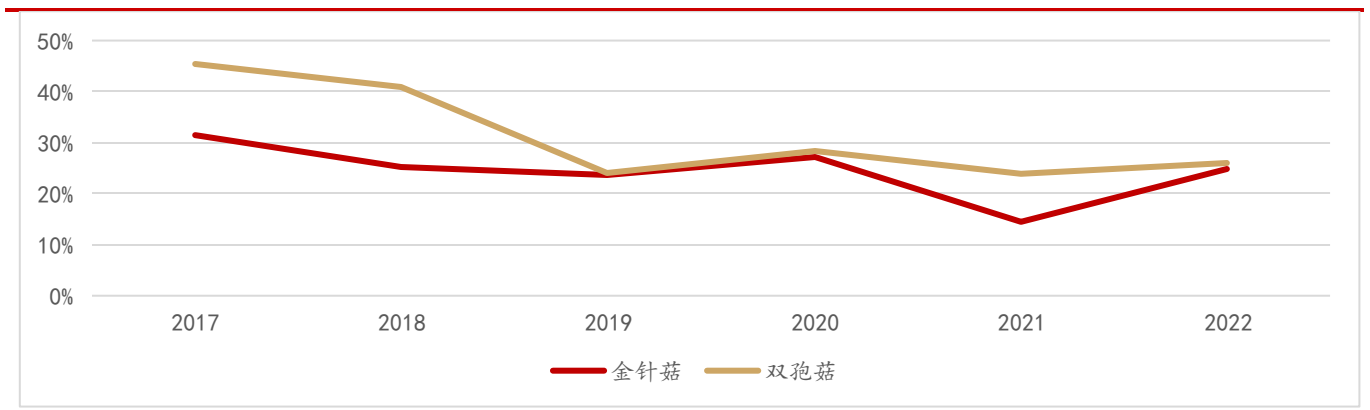
图4 2014-2022年公司毛利来源情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

近年来金针菇双孢菇毛利率差距缩小且后者毛利率水平较为稳定。公司2016年引入双孢菇，2017年开始贡献利润，利润贡献首年毛利率达45%，其后毛利率水平下降，2019-2022年维持在25%左右。金针菇的毛利率水平近年来波动更大，2021年为近5年最低，2022年随着金针菇价格回暖，毛利率恢复至25%，略低于双孢菇。

图5 2017-2022年公司主产品金针菇和双孢菇毛利率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 多因素共振，金针菇价格维持高位

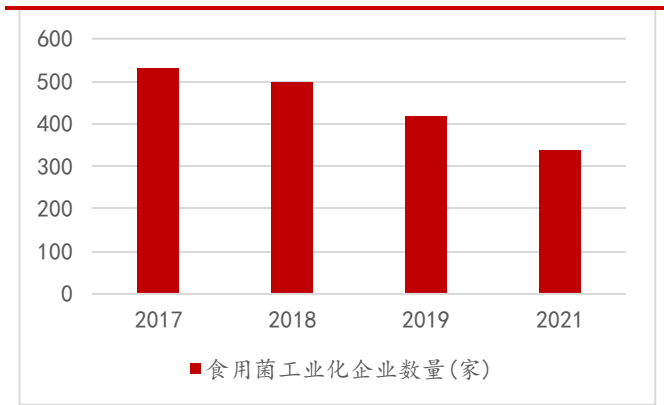
产品价格对公司盈利水平至关重要，公司主产品食用菌销售价格具有显著的周期性特点。一般来说，一年中二季度为食用菌消费淡季，主要原因包括：(1) 二季度新鲜蔬菜种类繁多，替代品冲击食用菌需求；(2) 食用菌尤其是金针菇的主要消费场景为火锅和麻辣烫等，此类热食在夏季需求较弱。相比之下，一季度、三季度和四季度食用菌市场需求较为旺盛，产品的销售价格和盈利水平也相应较高。

对于公司主产品金针菇，从近几年的价格情况来看，2021年由于金针菇产品短期内产能增幅巨大，供给增加，行业竞争激烈，价格低迷，而受市场行情持续低迷影响，不少工厂化企业停产、转产或是减产，2022年上半年，金针菇行业低迷行情持续，也进一步推动了产能的去化。据公司公告，2021年中国食用菌工业化企业有337

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

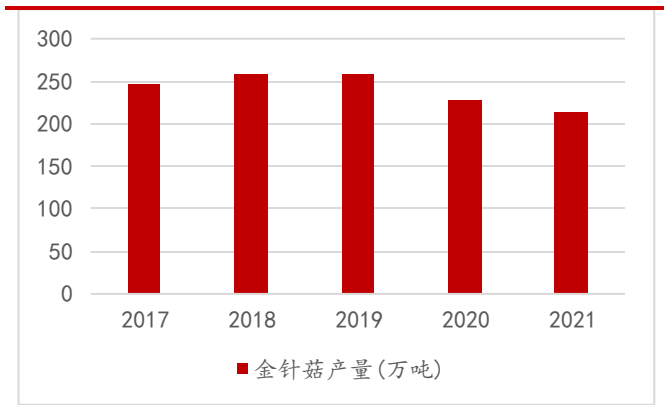
家，较 2019 年降幅为 19%；据中国食用菌协会微信公众号数据，2021 年金针菇产量也出现了下降，2021 年国内金针菇产量为 214.57 万吨，yoy-5.85%。

图 6 2017-2021 年我国食用菌工业化企业数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

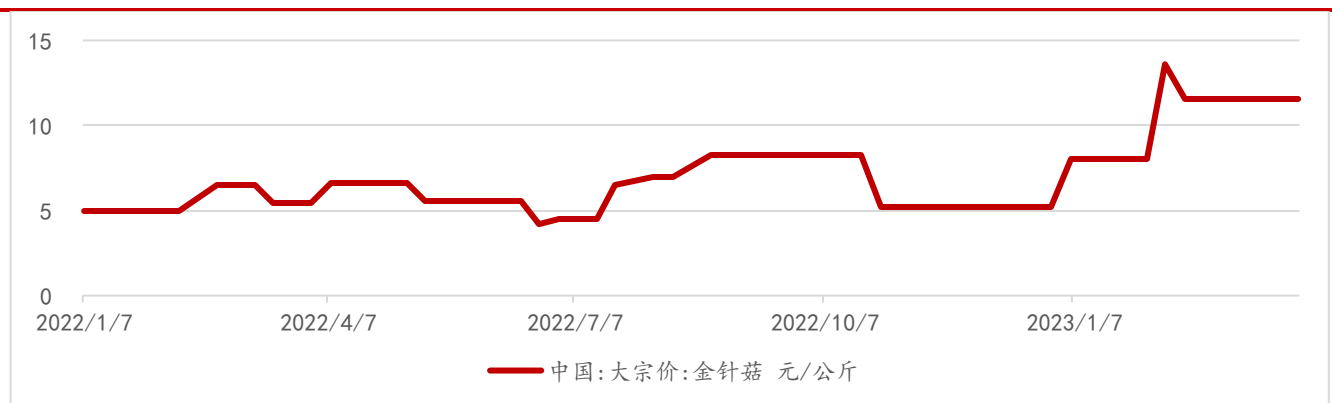
图 7 2017-2021 年金针菇产量



资料来源：中国食用菌协会，华西证券研究所

2022 年上半年，金针菇价格延续了 2021 年的低迷行情，但是下半年受多因素影响价格出现了拐点，(1) 2022 年下半年猪价回暖，7 月份毛猪价格维持高位，带动国内消费者通胀预期升温，推动生活必需品价格上涨；(2) 2022 年下半年全国多地高温，对蔬菜生产和冷链运输造成了影响，影响相关蔬菜供给；(3) 2021 年至 2022 年上半年食用菌市场行情持续低迷，行业深陷亏损推动产能去化；(4) 炎热夏季为食用菌消费淡季，许多食用菌生产企业未满足负荷生产。多因素影响下，金针菇供给偏紧，推动价格淡季不淡，且价格景气一直持续到今年一季度。据 Wind 数据，2023 年 1 季度，金针菇大宗价的均价为 10.74 元/公斤，同比上涨 91.34%。

图 8 2022 年以来金针菇大宗价



资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 公司成本管控水平优异，2022 年下半年进一步下降

从公司金针菇完全成本来看，公司成本管控水平优异。据我们测算，2022 年上半年公司金针菇生产成本仅为 5.16 元/公斤，远低于雪榕生物和华绿生物，加上三费后公司金针菇完全成本为 5.88 元/公斤，低于金针菇生产龙头雪榕生物，且与华绿生

物差距较小，尽管 2022 年上半年金针菇价格持续低迷，公司毛利率依然达到了 10.50%。2022 年下半年随着金针菇价格上涨，公司下半年金针菇毛利率水平达到了 34.73%，众兴菌业金针菇生产成本降至 4.23 元/公斤，完全成本降至 5.02 元/公斤，与同行业其他公司相比，公司金针菇生产成本管控优异，但三费成本相对较高，我们认为未来随着对三费成本的控制，公司金针菇完全成本有进一步下降的空间。

表 1 主要金针菇工业化生产企业金针菇成本测算（数据来源于 2022 年半年报及 2022 年年报）

金针菇成本测算（2022 年上半年）	雪榕生物	众兴菌业 2022H1/H2	华绿生物
产品单价（元/公斤）	5.77	5.77/6.48	5.77
毛利率	-0.70%	10.50%/34.73%	4.49%
生产成本（元/公斤）	5.81	5.16/4.23	5.51
三费（亿元）	1.14	1.43/1.57	0.08
食用菌半年产能（万吨）	24.21	19.89/19.89	7
三费成本（元/公斤）	0.47	0.72/0.79	0.12
完全成本（元/公斤）	6.28	5.88/5.02	5.63

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为公司食用菌生产成本优势显著的主要原因在于：

(1) 生产基地全国布局，原料优势&市场优势兼备。公司目前已建成及在建生产基地分布广泛：a. 甘肃基地所处西北，一方面具备较为丰富的食用菌种植所需的农业下脚料，原料成本优势明显，另一方面，陕西和甘肃市场作为西北地区最大的食用菌销售市场，吞吐量较大；b. 山东基地位于华北平原，原材料资源丰富且产品可覆盖环渤海经济圈；c. 河南基地原材料丰富，劳动力充足，交通便利；d. 四川基地是公司开拓西南市场的支点；e. 江苏基地靠近上海等消费市场；f. 吉林基地填补了东北市场的空缺；g. 安徽和湖北基地有利于巩固公司在华东和华中地区的市场占有率。

(2) 公司大力发展循环经济，实现了变废为宝和资源的循环利用。

4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及金针菇和双孢菇产品业务，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

金针菇：公司是国内食用菌龙头企业，其食用菌日产能和金针菇日产能均居国内同行业前列；2022 年 7 月中下旬以来，受供给端影响金针菇价格淡季出现上涨，金针菇作为公司的主要产品，推动公司盈利能力上升，2023 年 1 季度即实现归母净利润 1.98 亿元，同比+1299%。展望后市，供给端，2021 年及 2022 年上半年金针菇价格持续低迷，行业中存在部分产能去化；消费端：(1) 居民生活恢复正常，我们认为今年消费相较去年将会出现边际改善；(2) 金针菇价格季节性明显，2 季度为传统消费淡季，价格出现回落可能性较大，但三四季度和一季度假期提振，且天气转凉火锅和麻

辣烫等消费上升，为传统消费旺季。基于此，我们预计，2023-2025 年公司金针菇收入增速分别为 16.41%/-11.76%/15.82%，毛利率分别为 37.79%/29.50%/31.77%。

双孢菇：据中国食用菌协会，2021 年我国双孢蘑菇产量为 161 万吨，产量相较于大品类香菇、黑木耳等来说较小，公司目前日产能为 360 吨，据国内同行业第一。我们认为双孢菇消费市场还有较大拓展空间，且公司目前在持续推动扩大双孢菇产能，目前公司行业龙头地位稳固，尽管双孢菇生产成本较高，其价格也较为稳定，未来随着公司在建产能落地，有望进一步提升市场占有率。我们预计，2023-2025 年公司双孢菇收入增速分别为 20.30%/19.29%/12.94%，毛利率分别为 26.00%/26.00%/26.00%。

表 2 众兴菌业主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2022A	2023E	2024E	2025E
金针菇				
收入	1,065.31	1,240.16	1,094.26	1,267.33
成本	799.03	771.45	771.45	864.65
毛利	266.28	468.71	322.81	402.68
毛利率	25.00%	37.79%	29.50%	31.77%
双孢菇				
收入	904.965	1,088.640	1,298.640	1,466.640
成本	669.768	805.594	960.994	1,085.314
毛利	235.20	283.05	337.65	381.33
毛利率	25.99%	26.00%	26.00%	26.00%
费用率				
销售费率	8.12%	8.24%	8.24%	8.22%
管理费率	4.18%	4.63%	4.53%	4.51%
财务费率	2.93%	2.54%	1.76%	1.99%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们分析：1) 受益于主产品尤其是金针菇价格上涨，公司作为食用菌生产企业龙头，食用菌总产能和金针菇产能均居全国前列，消费改善下，我们认为食用菌行业景气度有望持续，公司收入和利润有望进一步增长。2) 公司生产基地布局全国，且每个基地都有原料优势或市场优势，或两者兼顾，有利于公司食用菌生产成本的管控。考虑到这些因素影响，我们预计，2023-2025 年公司的营业收入分别为 23.29/23.93/27.34 亿元，归母净利润为 4.12/3.31/4.02 亿元，EPS 为 1.01/0.81/0.99 元，2023 年 4 月 11 日股价 10.58 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 10.5/13.0/10.7X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司							
			EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300511.SZ	雪榕生物	7.85	-0.72	-0.61	0.61	0.70	-10.90	-12.87	12.87	11.21

资料来源：Wind，华西证券研究所；股价截至 2023 年 4 月 11 日收盘价

5. 风险提示

原材料价格波动风险。食用菌生产的主要原材料为米糠、玉米芯、麸皮等，原材料价格直接影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利能力。需要警惕原材料价格波动对公司生产经营造成的影响。

市场竞争加剧导致产品价格下降风险。2021 年行业曾出现短期内产能大幅增加，供给增加，从而价格低迷的情况，需警惕高价高利润下，产能增加，竞争加剧导致产品价格下降的风险。

销售价格及利润季节性波动风险。食用菌价格具有明显的季节性特征，一般来说，每年的二季度为食用菌消费淡季，价格较弱，而一、三和四季度尤其是天气较冷的时候，为食用菌消费旺季，价格也较好。产品价格直接影响公司利润，需警惕产品价格波动对公司的影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,970	2,329	2,393	2,734	净利润	159	412	331	401
YoY (%)	26.6%	18.2%	2.8%	14.3%	折旧和摊销	276	291	319	331
营业成本	1,469	1,577	1,732	1,950	营运资金变动	-78	509	-818	589
营业税金及附加	3	4	4	4	经营活动现金流	494	1,215	-164	1,325
销售费用	160	192	197	225	资本开支	-243	-364	-362	-359
管理费用	82	108	108	123	投资	-150	8	8	9
财务费用	58	59	42	54	投资活动现金流	-380	-346	-343	-337
研发费用	10	12	12	14	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-14	-5	-6	-8	债务募资	-198	-23	-23	-19
投资收益	12	10	11	13	筹资活动现金流	-368	-23	-23	-19
营业利润	166	419	338	409	现金净流量	-255	847	-530	969
营业外收支	-7	-8	-8	-8					
利润总额	159	412	331	401	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	0	0	0	0	成长能力				
净利润	159	412	331	401	营业收入增长率	26.6%	18.2%	2.8%	14.3%
归属于母公司净利润	158	412	331	402	净利润增长率	188.1%	160.4%	-19.7%	21.3%
YoY (%)	188.1%	160.4%	-19.7%	21.3%	盈利能力				
每股收益	0.40	1.01	0.81	0.99	毛利率	25.5%	32.3%	27.6%	28.7%
					净利率	8.0%	17.7%	13.8%	14.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.4%	5.9%	4.5%	5.2%
货币资金	1,326	2,173	1,643	2,612	净资产收益率 ROE	4.7%	10.9%	8.0%	8.9%
预付款项	43	40	44	51	偿债能力				
存货	1,255	736	1,631	1,053	流动比率	2.10	2.38	2.52	2.77
其他流动资产	412	408	413	419	速动比率	1.20	1.83	1.39	2.03
流动资产合计	3,037	3,356	3,732	4,134	现金比率	0.92	1.54	1.11	1.75
长期股权投资	0	-8	-16	-25	资产负债率	48.5%	45.3%	43.8%	41.7%
固定资产	2,317	2,292	2,222	2,113	经营效率				
无形资产	342	344	344	343	总资产周转率	0.30	0.34	0.33	0.36
非流动资产合计	3,532	3,589	3,615	3,627	每股指标 (元)				
资产合计	6,569	6,945	7,347	7,761	每股收益	0.40	1.01	0.81	0.99
短期借款	150	128	105	86	每股净资产	8.30	9.31	10.12	11.11
应付账款及票据	205	180	239	235	每股经营现金流	1.21	2.98	-0.40	3.25
其他流动负债	1,088	1,100	1,135	1,170	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,443	1,408	1,479	1,491	估值分析				
长期借款	1,622	1,622	1,622	1,622	PE	26.45	10.46	13.01	10.73
其他长期负债	119	119	119	119	PB	1.00	1.14	1.05	0.95
非流动负债合计	1,741	1,741	1,741	1,741					
负债合计	3,184	3,149	3,220	3,232					
股本	407	407	407	407					
少数股东权益	3	2	2	1					
股东权益合计	3,385	3,796	4,127	4,528					
负债和股东权益合计	6,569	6,945	7,347	7,761					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪金麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。