

2023年04月25日

Q1 恢复势头明显，股权激励彰显信心

香飘飘(603711)

事件概述

公司 22 年实现收入 31.28 亿元，同比-9.8%，归母净利润 2.14 亿元，同比-3.9%；其中 22Q4 实现收入 15.98 亿元，同比+7.1%，归母净利润 2.89 亿元，同比+57.8%。公司 23Q1 实现收入 6.79 亿元，同比+37.0%，归母净利润 0.06 亿元，实现扭亏。此外，公司发布股权激励草案。

分析判断：

▶ 冲泡业务恢复性增长，即饮放量值得期待

去年因疫情扰动，冲泡业务有所下滑。随疫情防控完全放开，Q1 已出现改善趋势。此外公司打造冻柠茶、牛乳茶等瓶装即饮新品，市场反馈良好，Q1 保持增长态势。我们预计今年冲泡业务将实现恢复性增长，即饮产品放量增长，业绩表现值得期待。

▶ 冲泡成本压力缓解，利润弹性逐步释放

成本端来看，公司去年受制于成本高企，毛利率被压制。今年随着包材、植脂末等主要原材料价格回落，成本压力有望缓解。费用端来看，公司组建独立即饮运营团队，销售管理更加专业化，费用投放效率有望提升。考虑到去年因疫情扰动所致费用率波动，今年费用率整体水平有望保持稳定，利润弹性有望释放。

▶ 股权激励彰显信心，未来成长可期

公司宣布股权激励计划，目标 23/24/25 年营收同比 22 年增幅不低于 15%/35%/50%，并在个人层面提出业绩考核要求。我们认为公司股权激励计划将激发公司员工积极性，同时彰显公司中长期发展信心，未来发展值得期待。

投资建议

基于公司最新披露财报，我们预测 2023-2025 年公司总营收为 39.25/46.21/51.71 亿元，预测 2023-2025 年 EPS 分别 0.70/0.89/1.04 元，对应 4 月 25 日收盘价 20.71 元，PE 分别为 30/23/20 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

成本压力缓解不及预期，新品推广不及预期，疫情反复风险

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,466	3,128	3,925	4,621	5,171
YoY (%)	-7.8%	-9.8%	25.5%	17.7%	11.9%
归母净利润(百万元)	223	214	286	367	428
YoY (%)	-37.9%	-3.9%	33.8%	28.3%	16.5%
毛利率 (%)	33.6%	33.8%	34.9%	35.3%	35.5%
每股收益 (元)	0.53	0.52	0.70	0.89	1.04
ROE	7.5%	6.9%	8.4%	9.7%	10.2%

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	20.71
股票代码：	603711
52 周最高价/最低价：	23.0/10.23
总市值(亿)	84.08
自由流通市值(亿)	84.08
自由流通股数(百万)	410.75



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 冲泡业务恢复性增长，即饮放量值得期待	3
2. 成本压力缓解，利润弹性逐步释放	4
3. 股权激励彰显信心，未来成长可期	5
4. 投资建议	6
5. 风险提示	7

图表目录

图表 1 22Y、22Q4 及 23Q1 冲泡类与即饮类收入及 YOY（单位：亿元）	3
图表 2 22Y、22Q4 及 23Q1 各地区收入及 YOY（单位：亿元）	3
图表 3 22Y、22Q4 及 23Q1 各渠道收入及 YOY（亿元）	4
图表 4 2018-2022 年公司毛利率	4
图表 5 2018-2022 年公司各项费用率	4
图表 6 公司 2022 年销售费用明细（单位：亿元）及去年同期对比情况	5
图表 7 公司 2022 年管理费用明细（单位：亿元）及去年同期对比情况	5
图表 8 公司 2021-2025 年分产品业绩拆分及预测（单位：百万元）	6
图表 9 可比公司估值对比	7

1. 冲泡业务恢复性增长，即饮放量值得期待

分产品来看，22 年冲泡类/即饮类产品收入分别同比-11.55%/-0.69%，我们认为销售下滑主因疫情扰动，冲泡类产品所受影响更大。随疫情防控放开，冲泡类产品销售已出现恢复性增长倾向，23Q1 冲泡类/即饮类产品收入分别为 4.60/2.12 亿元，同比+39.93%/+34.28%。此外，公司去年推出即饮新品，市场反响较好。我们认为随着疫情影响逐步消除，消费逐步复苏，公司冲泡业务有望在 23 年迎来恢复性增长，即饮新品增长亦值得期待。

图表 1 22Y、22Q4 及 23Q1 冲泡类与即饮类收入及 YOY (单位: 亿元)

产品分类	22Y 收入	YOY	22Q4 收入	YOY	23Q1 收入	YOY
冲泡类	24.55	-11.55%	14.93	9.45%	4.6	39.93%
即饮类	6.38	-0.69%	0.99	-11.72%	2.12	34.28%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分地区来看，22 年华东/华中/西南/西北/华北/华南/东北/电商/出口/直营收入分别同比-11%/-10%/-6.7%/-1.4%/-15%/-6.3%/-22%/-16.9%/+8.9%/199%。多数区域营收出现下滑，主因疫情扰动。随着疫情影响消除，消费逐步复苏，目前各地市场已出现恢复性增长倾向。23Q1 华东/华中/西南/西北/华北/华南/东北/电商/出口/直营收入分别同比+88%/+66%/+10%/+6.4%/+36%/+6.8%/+25.6%/-14.5%/+16.9%/+217%，大多实现同比高增。此外，公司即饮产品在武汉、长沙、成都等非华东基地市场城市动销情况良好，2022 年销售额同比增长超过 15%，原点渠道分销额同比增长 22%。我们认为公司有望以即饮产品为抓手，在华东以外市场实现突破。

图表 2 22Y、22Q4 及 23Q1 各地区收入及 YOY (单位: 亿元)

地区	22Y 收入	YOY	22Q4 收入	YOY	23Q1 收入	YOY
华东	13.58	-10.98%	7.89	4.55%	2.7	87.74%
华中	4.63	-9.94%	2.51	9.38%	1	66.48%
西南	4.19	-6.66%	1.96	22.37%	0.94	10.16%
西北	2.7	-1.44%	1.36	42.32%	0.52	6.41%
华北	1.61	-15.07%	0.77	21.38%	0.28	36.39%
华南	1.12	-6.26%	0.4	24.16%	0.24	6.80%
东北	0.34	-22.02%	0.08	-38.67%	0.09	25.64%
电商	2.34	-16.87%	0.73	-39.63%	0.78	-14.45%
出口	0.15	8.86%	0.02	-46.86%	0.04	16.86%
直营	0.29	199.39%	0.23	655.46%	0.13	217.15%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分渠道来看，经销商渠道仍为公司主要销售模式，营收占比超过 90%。22 年经销商/电商/出口/直营收入分别同比-9.6%/-16.9%/+8.9%/+199%，其中直营渠道表现亮眼，主因公司积极拓展新渠道，基数较小，销量同比增长所致。

图表 3 22Y、22Q4 及 23Q1 各渠道收入及 YOY (亿元)

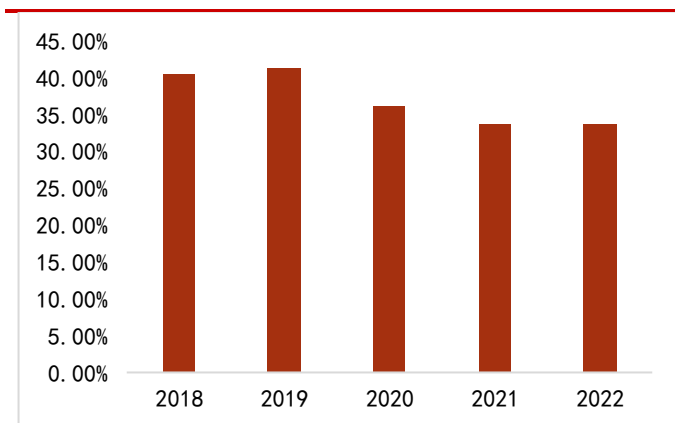
销售模式	22Y 收入	YOY	22Q4 收入	YOY	23Q1 收入	YOY
经销商	28.17	-9.57%	14.96	10.93%	5.77	48.64%
电商	2.34	-16.87%	0.73	-39.63%	0.78	-14.45%
出口	0.15	8.86%	0.02	-46.86%	0.04	16.86%
直营	0.29	199.39%	0.23	655.46%	0.13	217.15%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 成本压力缓解，利润弹性逐步释放

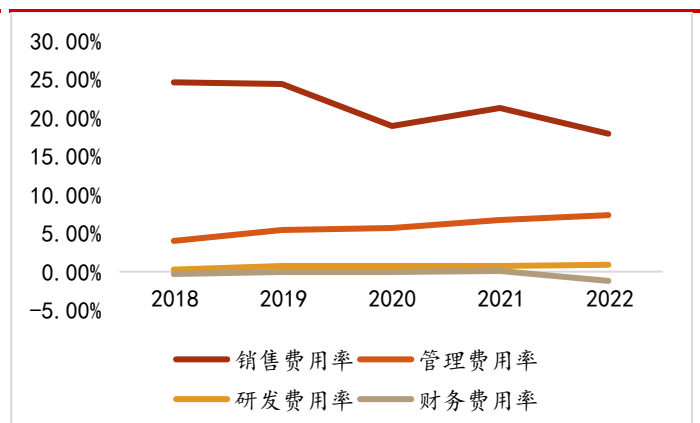
公司 22 年/23Q1 毛利率分别为 33.8%/31.0%，同比+0.2/+10.42pct。为应对原材料价格上涨所导致的成本压力，公司通过提价、集中采购、战略合作等方式进行对冲，22 年毛利率表现稳定。费用端来看，公司 22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.9%/7.4%/0.9%/-1.2%，同比-3.41/+0.75/+0.1/-1.29pct，23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.8%/8.0%/1.0%/-2.2%，同比-5.5/-2.13/-0.20/+0.77pct，22 年及 23Q1 整体费用率水平同比均有下滑。

图表 4 2018-2022 年公司毛利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 5 2018-2022 年公司各项费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

销售费用方面：22 年销售费用合计同比-24.4%，其中职工薪酬/市场推广费/广告费/差旅费/折旧与摊销/租赁费/会务费/中介机构费/其他费用分别同比+2.3%/-31.8%/-46.8%/-20%/+126.8%/-45.4%/-73.4%/-99.5%/-47.8%。销售费用率同比下降主因外部环境改善，市场推广费用及广告费用投入同比下降幅度较大。我们预计今年随着外部环境改善，广宣活动更加频繁，同时公司加大即饮产品推广力度，销售费用率同比 22 年将会有所提升。

管理费用方面：22 年管理费用合计同比+0.4%，剔除 21 年股权激励费用影响后同比-4.6%，其中职工薪酬/折旧与摊销/咨询服务费/办公费/水电费/检测检验费/差旅费/修理费/业务招待费/运费/其他费用分别同比+11.1%/-8.5%/-44.5%/-41.2%/-8.6%/-31.8%/+100.5%/+1.6%/-30.6%/-83.8%/+0.4%。销售费用率稳中有降，主因公司咨询服务费、办公费下降。我们预计公司今年管理费用整体将维持稳定。

图表 6 公司 2022 年销售费用明细（单位：亿元）及去年同期对比情况

	本期发生额	上期发生额	YOY (%)	本期占销售费用比例	上期占销售费用比例	YOY (pct)
职工薪酬	2.65	2.59	2.3%	47.2%	34.9%	12.2
市场推广费	1.35	1.98	-31.8%	24.1%	26.8%	-2.7
广告费	1.17	2.20	-46.8%	20.9%	29.7%	-8.8
差旅费	0.22	0.27	-20.0%	3.9%	3.7%	0.2
折旧与摊销	0.09	0.04	126.8%	1.6%	0.5%	1.0
租赁费	0.03	0.05	-45.4%	0.4%	0.6%	-0.2
会务费	0.01	0.05	-73.4%	0.2%	0.6%	-0.4
中介机构费	0.00	0.04	-99.5%	0.0%	0.5%	-0.5
其他	0.10	0.19	-47.8%	1.8%	2.6%	-0.8
合计	5.61	7.40	-24.2%	100.0%	100.0%	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 7 公司 2022 年管理费用明细（单位：亿元）及去年同期对比情况

	本期发生额	上期发生额	YOY (%)	本期占管理费用比例	上期占管理费用比例	YOY (pct)
职工薪酬	1.36	1.23	11.1%	59.3%	53.6%	5.7
折旧与摊销	0.32	0.35	-8.5%	14.0%	15.4%	-1.4
咨询服务费	0.18	0.32	-44.5%	7.7%	14.0%	-6.3
办公费	0.08	0.14	-41.2%	3.5%	6.0%	-2.5
水电费	0.04	0.05	-8.6%	1.9%	2.0%	-0.2
检测检验费	0.04	0.06	-31.8%	1.8%	2.7%	-0.9
差旅费	0.04	0.02	100.5%	1.6%	0.8%	0.8
修理费	0.02	0.02	1.6%	0.7%	0.7%	0.0
业务招待费	0.02	0.02	-30.6%	0.7%	1.0%	-0.3
运费	0.01	0.05	-83.8%	0.3%	2.1%	-1.8
股权激励费用	0.00	-0.12		0.0%	-5.3%	5.3
其他	0.19	0.16	19.7%	8.4%	7.1%	1.4
合计	2.30	2.29	0.4%	100.0%	100.0%	0.0

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 股权激励彰显信心，未来成长可期

4 月 18 日，公司发布股票期权激励计划草案。本次激励拟向杨静、邹勇坚、李超楠以及 36 名核心管理及核心技术（业务）人员（共计不超过 39 人）授予 1357 万份股票期权，激励规模约占股本总额的 3.30%，其中首次授予 1091 万份，约占股本总额的 2.66%，预留授予 266 万份，约占股本总额的 2.66%。股票期权行权价为 14.74 元，计划有效期不超过 60 个月。

本次股票期权激励具体考核标准如下：

- (1) **公司层面考核：**首次授予部分分为三个行权期，考核标准为 23/24/25 年营收较 22 年增长率分别不低于 15%/35%/50%；若预留部分在 23 年三季报披露后收入，则在预留授予的第一、二个行权期，24/25 年营收较 22 年增长率分别不低于 35%/50%；
- (2) **个人层面考核：**激励对象个人考核将由薪酬与考核委员会根据激励对象当年工作情况进行评定，比例为：第一档 100%，第二档 80-60%（含），第三档 60-30%，第四档 0，激励对象个人各考核年度实际行权额度=个人各考核年度计划行权额度×个人层面行权比例。

我们认为公司此次股权激励方案体现长期发展信心，并且通过在公司层面与个人层面进行双重考核将激励机制落实到人，将有效调动团队积极性，推动公司发展。此外，除对管理人员进行激励外，公司对核心技术人员也给予股票期权激励，体现公司对产品开发的重视。我们认为这将提升研发人员积极性，持续推动产品创新，有助打造产品核心竞争力。

4.投资建议

我们认为公司将坚持冲泡即饮“双轮驱动”的战略，在巩固冲泡业务基本盘的情况下，努力打造即饮产品第二业务增长曲线。我们预计受益于疫情防控放开因素，冲泡业务今年有望迎来恢复性增长，并在未来两年延续稳健增长势头，实现高个位数以上增长；即饮业务端有望以 Meco 蜜谷果汁茶、瓶装牛乳茶与兰芳园冻柠茶为核心，通过新组建的即饮团队进行专业运作，实现快速放量增长。

根据公司最新财务报告，我们预计收入端公司未来三年营收有望持续增长，利润端公司受益于成本压力缓解与产品结构升级，有望实现利润弹性逐步释放。我们预测 2023-2025 年公司总营收为 39.25/46.21/51.71 亿元，预测 2023-2025 年 EPS 分别 0.70/0.89/1.04 元，对应 4 月 25 日收盘价 20.71 元，PE 分别为 30/23/20 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 8 公司 2021-2025 年分产品业绩拆分及预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
冲泡类	2776.05	2455.45	2852.00	3168.58	3424.28
YOY	-9.49%	-11.55%	16.15%	11.10%	8.07%
即饮类	642.89	638.45	1039.08	1418.34	1712.65
YOY	-2.13%	-0.69%	62.75%	36.50%	20.75%
其他业务	47.32	33.92	33.92	33.92	33.92
YOY	28.69%	-28.32%	0.00%	0.00%	0.00%
总收入	3466.26	3127.82	3925.00	4620.84	5170.85
YOY	-7.83%	-9.76%	25.49%	17.73%	11.90%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 9 可比公司估值对比

公司	总市值 (亿元)	市盈率 (PE)			EPS (元/股)	
		TTM	2023E	2024E	2023E	2024E
香飘飘	84.08	30.09	29.58	23.26	0.70	0.89
东鹏饮料	713.26	44.77	37.57	29.74	4.75	6.00
百润股份	419.01	102.73	55.65	41.78	0.72	0.96
李子园	68.99	31.03	22.77	19.06	1.00	1.19

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (除香飘飘外, 其他均使用 wind 一致预测, 时间截止 2023 年 4 月 25 日)

5. 风险提示

(1) 成本压力缓解不及预期: 大宗原材料价格受多种因素影响, 波动较大, 不排除未来出现成本压力再度上行或未能大幅缓解的情况;

(2) 新品推广不及预期: 公司涉足即饮业务时间较短, 冲泡产品消费场景与即饮产品不同, 在营销模式、团队运营等方面需要重新磨合, 或存在新品推广不及预期的情况;

(3) 市场竞争加剧: 瓶装茶饮赛道参与者众多, 市场竞争日趋激烈。若不能推出有效战略, 采取有效手段维护市场, 市场份额可能被竞争对手挤压。

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	3,128	3,925	4,621	5,171	净利润	214	286	367	428
YoY (%)	-9.8%	25.5%	17.7%	11.9%	折旧和摊销	189	228	247	262
营业成本	2,071	2,556	2,991	3,338	营运资金变动	379	-2	125	82
营业税金及附加	30	35	37	41	经营活动现金流	786	499	720	750
销售费用	561	755	885	981	资本开支	-123	-115	-118	-104
管理费用	230	275	323	362	投资	57	-49	-52	-52
财务费用	-38	-19	-24	-33	投资活动现金流	98	-141	-142	-126
研发费用	28	32	39	44	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	-8	-33	-69
投资收益	16	23	28	30	筹资活动现金流	-355	-27	-51	-86
营业利润	285	377	471	548	现金净流量	530	332	527	538
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	283	377	471	548	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	69	90	104	121	成长能力				
净利润	214	286	367	428	营业收入增长率	-9.8%	25.5%	17.7%	11.9%
归属于母公司净利润	214	286	367	428	净利润增长率	-3.9%	33.8%	28.3%	16.5%
YoY (%)	-3.9%	33.8%	28.3%	16.5%	盈利能力				
每股收益	0.52	0.70	0.89	1.04	毛利率	33.8%	34.9%	35.3%	35.5%
					净利率	6.8%	7.3%	7.9%	8.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.2%	5.3%	6.2%	6.7%
货币资金	2,467	2,799	3,326	3,865	净资产收益率 ROE	6.9%	8.4%	9.7%	10.2%
预付款项	45	125	136	142	偿债能力				
存货	172	203	241	258	流动比率	1.61	1.76	1.90	2.14
其他流动资产	282	271	311	292	速动比率	1.48	1.58	1.71	1.94
流动资产合计	2,966	3,397	4,015	4,557	现金比率	1.34	1.45	1.58	1.82
长期股权投资	17	25	34	43	资产负债率	38.1%	37.1%	36.7%	34.4%
固定资产	1,572	1,636	1,681	1,683	经营效率				
无形资产	194	191	188	185	总资产周转率	0.62	0.75	0.81	0.84
非流动资产合计	2,078	2,022	1,954	1,856	每股指标 (元)				
资产合计	5,044	5,419	5,968	6,413	每股收益	0.52	0.70	0.89	1.04
短期借款	921	913	880	811	每股净资产	7.60	8.30	9.19	10.23
应付账款及票据	494	499	643	652	每股经营现金流	1.91	1.21	1.75	1.83
其他流动负债	425	517	588	665	每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,840	1,929	2,111	2,128	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	39.37	29.58	23.26	19.91
其他长期负债	80	80	80	80	PB	1.98	2.56	2.31	2.07
非流动负债合计	80	80	80	80					
负债合计	1,920	2,009	2,191	2,207					
股本	411	411	411	411					
少数股东权益	3	2	2	2					
股东权益合计	3,124	3,411	3,778	4,206					
负债和股东权益合计	5,044	5,419	5,968	6,413					

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

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

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。