

中小市值

证券研究报告

2020年02月21日

宠物行业跟踪：2020年宠物板块能否迎来业绩拐点？

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wccong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中小市值-行业深度研究:数字经济系列之四:新冠肺炎来势汹汹,互联网如何为医院赋能?》2020-02-18
- 《中小市值-行业研究周报:疫情过后,传统行业将如何受益数字经济发展?》2020-02-17
- 《中小市值-行业研究周报:国际烟草巨头年报季来临:聊聊新型烟草行业未来发展的事?》2020-02-09

问题一：新冠疫情对宠物食品行业影响几何？

我们认为，2020年国内宠物行业仍将延续高增长。新冠疫情对国内宠物线下零售市场造成了不小的冲击，不少宠物店、宠物医院被迫关门停业，洗护、医疗等服务受到较大的冲击。但宠物食品对于养宠家庭而言，属于刚性需求，受到的影响较小，并且电商已经成为宠物食品的最主要渠道，占比接近50%。我们预计，2019年国内宠物食品行业市场规模约400亿元，而宠物数量的增长、渗透率的提升以及高端化的趋势将推动我国宠物食品市场持续快速增长，未来仍将保持20%以上的增速。当前阶段国内公司的体量普遍较小，市场份额也较低，仍有很大的提升空间，预计未来我国宠物食品的本土龙头公司份额有望达到15%。

问题二：2020年宠物板块能否迎来业绩拐点？

无论中宠股份还是佩蒂股份，国内市场均处投入期，加上贸易战和成本端的影响，导致业绩出现下滑：2019年前三季度中宠股份净利润0.6亿（同比-5.6%），佩蒂股份净利润0.3亿（同比-70.6%）。展望2020年，我们认为两家公司的国内收入仍将保持高速增长，而海外业务也有望迎来利润拐点：1）成本端的影响减弱，毛利率有望改善。尽管今年鸡肉价格预计仍将保持在高位，但是通过增加储备、提高价格、更改配方等措施，有望消化成本端的压力；2）随着贸易战缓和，宠物食品的出口关税有望进一步降低；3）随着中宠和佩蒂在海外布局的产能持续释放，对美国出口订单有望逐步转移，从而进一步降低关税的影响、规避贸易战的风险。

问题三：如何看待宠物股的估值？

宠物食品行业是可以诞生大公司的赛道。美股市场中，蓝爵食品（BUFF）被80亿美元收购，而鲜宠公司（FRPT）过去三年多的时间里涨幅近10倍。尽管BUFF和FRPT仍处于不同的成长阶段，但是共同点是资本市场都给予了很高的估值。从PS估值来看，BUFF估值区间4-6倍，FRPT估值区间4-10倍。

回到A股市场中，与美国宠物食品公司不同，中宠股份和佩蒂股份均以外贸代工业务起家，近几年大力投入国内市场，形成了“国内+国外”两个市场驱动的业务模式：国内业务高速增长但尚未盈利，利润由国外业务贡献。因此，我们认为合理的估值方法是国内业务按照PS估值，而海外业务按照PE估值。考虑到国内收入增速有望保持50%以上，高于行业平均及美股公司的增速，因此我们认为行业平均估值6倍PS；而随着利润重回高速增长（中宠复合增长60%以上/佩蒂复合增长80%以上），海外业务的净利润可以给予30-35倍PE。

投资建议：持续重点推荐宠物双骄

宠物食品行业增速快、潜力大、格局散，我们看好国内龙头公司持续加大投入，抢占份额并最终脱颖而出。展望2020年，随着成本端压力的缓解以及贸易战影响的弱化，宠物板块有望迎来业绩拐点。基于此，持续重点推荐中宠股份和佩蒂股份。

风险提示：市场竞争的风险；贸易及关税政策的影响；原材料价格的风险

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-02-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002891.SZ	中宠股份	24.87	买入	0.33	0.36	0.67	1.00	75.36	69.08	37.12	24.87
300673.SZ	佩蒂股份	27.90	买入	0.96	0.42	0.93	1.38	29.06	66.43	30.00	20.22

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 问题一：疫情对宠物食品行业影响几何？	4
1.1. 宠物食品需求刚性，短期疫情影响有限	4
1.2. 三因素驱动宠物食品持续快速增长	5
1.3. 市场集中度低，国内企业大有可为	6
2. 问题二：2020 年宠物板块能否迎来业绩拐点？	8
2.1. 原材料价格压力有望缓解	8
2.2. 贸易战边际影响持续降低	8
3. 问题三：如何看待宠物股的估值？	9
3.1. 参考美股：受资本青睐，宠物公司享受高估值	9
3.1.1. Blue Buffalo (BUFF)：80 亿美元的宠物食品新贵	9
3.1.2. Freshpet (FRPT)：过去 3 年多涨幅近 10 倍	10
3.2. 总结：国内业务按 PS 估值，海外业务按 PE 估值	11
4. 投资建议：持续推荐宠物双骄	12
4.1. 中宠股份 (002891)	12
4.2. 佩蒂股份 (300673)	13

图表目录

图 1：当前国内宠物食品渠道及份额	4
图 2：中宠股份拥抱新零售，助力本地化配送	4
图 3：国内宠物食品市场规模	5
图 4：平均消费金额对比	5
图 5：户均宠物数量对比	5
图 6：日本各类宠物食品使用比例	6
图 7：京东各区间狗粮增速（元/斤）	6
图 8：京东各区间猫粮增速（元/斤）	6
图 9：日本宠物食品格局	7
图 10：韩国宠物食品格局	7
图 11：玛氏主要品牌在国内市场份额变化（%）	7
图 12：2018 年中国宠物食品格局	7
图 13：鸡胸肉价格走势（元/公斤）	8
图 14：Blue Buffalo 上市前的成长过程	9
图 15：2012-2017 年 FRPT 营收情况	9
图 16：2012-2017 年 FRPT 净利润情况	9
图 17：BUFF 退市前估值区间 4-6 倍 PS	10
图 18：FRPT 过去 3 年多的股价涨幅近 10 倍	10
图 19：2013-2018 年 FRPT 营收情况	11
图 20：2013-2018 年 FRPT 净利润情况	11
图 21：FRPT 过去三年估值区间 4-10 倍	11

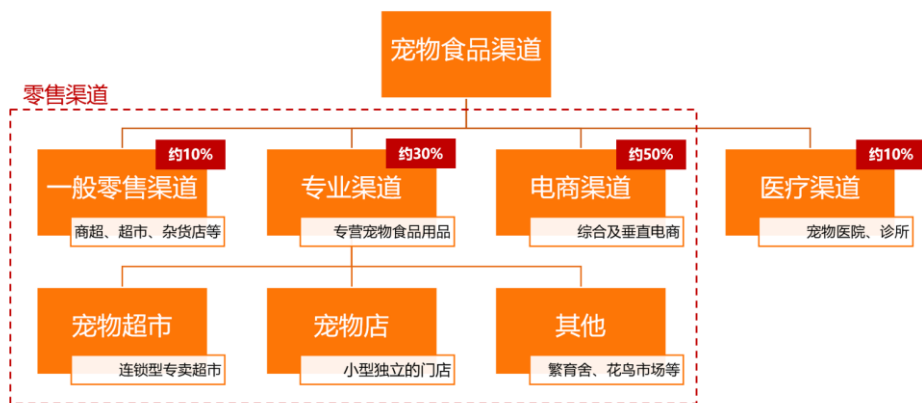
图 22: 中宠股份国内收入	12
图 23: 中宠股份净利润	12
图 24: 佩蒂股份国内收入	12
图 25: 佩蒂股份净利润	12
表 1: 佩蒂对美出口产品价格变化	8
表 2: 美股主要宠物食品公司估值	11

1. 问题一：疫情对宠物食品行业影响几何？

1.1. 宠物食品需求刚性，短期疫情影响有限

疫情对国内宠物线下零售市场造成了不小的冲击，不少宠物店、宠物医院被迫关门停业，洗护、医疗等服务受到较大的冲击。但宠物食品对于养宠家庭而言，属于刚性需求，受到的影响较小，并且电商已经成为宠物食品的最主要渠道。而在这个背景下，会使得宠物商品销售的线上化趋势更加强化。

图 1：当前国内宠物食品渠道及份额



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

另一方面，线下门店和经销商为了弥补关店造成的损失，也积极拥抱“新零售”。例如，中宠已携手饿了么、美团外卖的平台共同响应宠物行业在非常时期的新零售布局，帮助门店扩大本地化服务触达范围，保障疫情期间的无接触配送。凡入驻平台的宠物店都有专业人员在线提供咨询服务，为宠物店快速响应，解决问题。

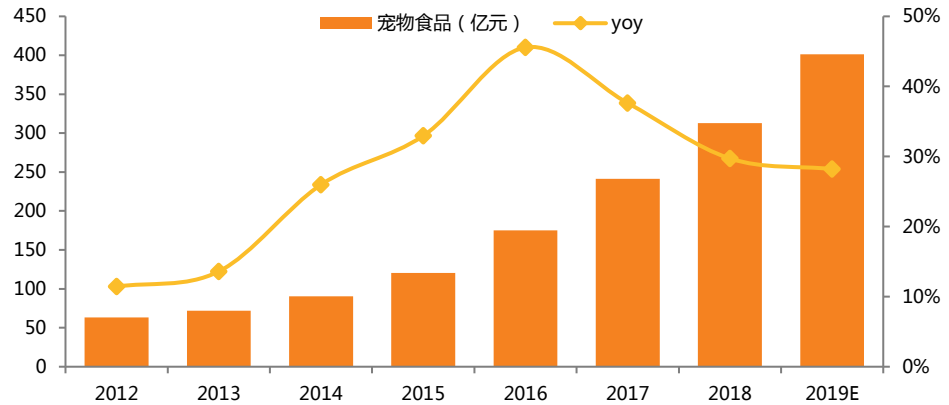
图 2：中宠股份拥抱新零售，助力本地化配送

资料来源：中宠股份公众号，天风证券研究所

1.2. 三因素驱动宠物食品持续快速增长

宠物食品作为饲养宠物的刚性需求，在宠物行业中占据重要位置，是最大的细分市场。2018年国内宠物食品行业市场规模约 313 亿元，同比增长 30%。宠物数量的增长、渗透率的提升以及高端化趋势将推动我国宠物食品市场持续快速增长。

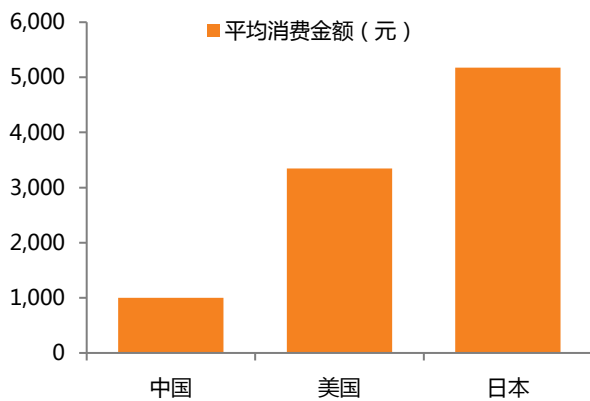
图 3：国内宠物食品市场规模



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

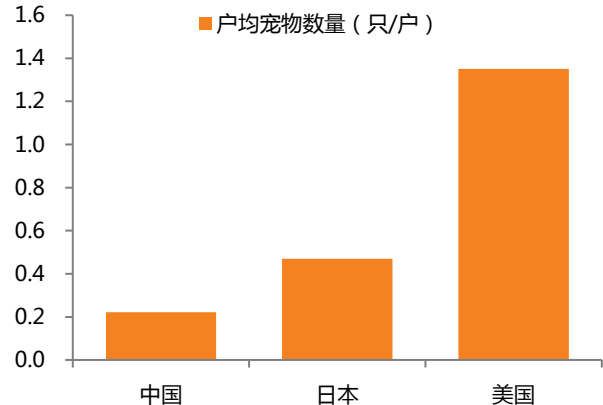
驱动因素之一：宠物数量快速增长，仍未饱和。当前我国户均宠物数量约为 0.2 只，而日本约为 0.5 只，我国宠物数量仍有 2 倍以上的增长空间。

图 4：平均消费金额对比



资料来源：APPA、JPFA、Yano、欧睿国际，天风证券研究所

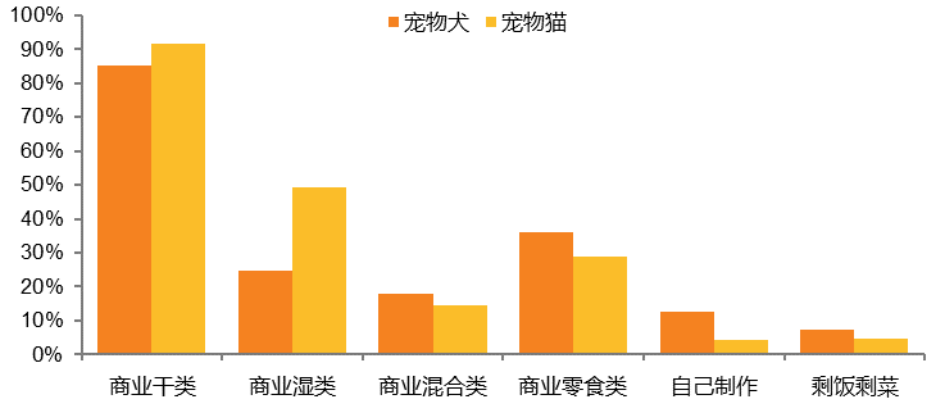
图 5：户均宠物数量对比



资料来源：APPA、JPFA、Yano、欧睿国际，天风证券研究所

驱动因素之二：宠物食品渗透率仍在提升。宠物粮使用比例是衡量宠物行业发展程度的重要标志之一。经过半个多世纪的发展，日本宠物行业已经进入了成熟阶段，目前在 85.1% 的宠物犬和 91.8% 的宠物猫使用干粮，而喂剩菜剩饭的比例分别为 7.2% 和 4.5%。相比较而言，目前我国宠物行业整体上还处于从剩菜剩饭向宠物食品过渡的阶段。

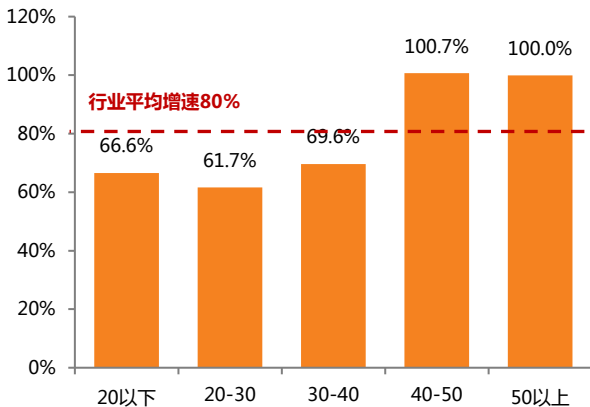
图 6：日本各类宠物食品使用比例



资料来源：JPFA，天风证券研究所

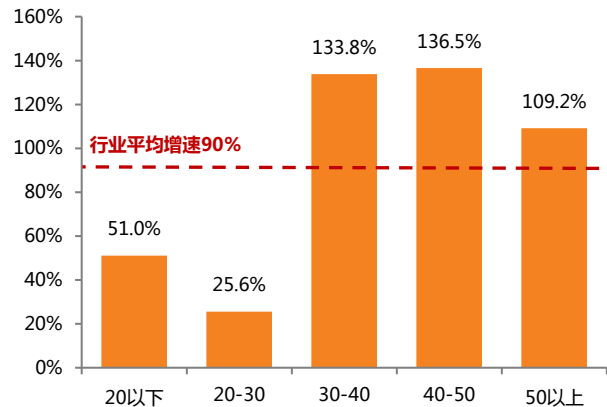
驱动因素之三：高端化趋势。发达国家进入成熟期后，高端化成为最主要驱动力，而这一趋势在当前国内市场同样存在。以京东平台为例，狗粮及猫粮的平均增速为 79.70%/90.14%，而中高端产品的平均增速均超过平均水平，说明消费者更愿意为宠物购买大品牌、高品质的主粮。

图 7：京东各区间狗粮增速（元/斤）



资料来源：京东宠物，天风证券研究所

图 8：京东各区间猫粮增速（元/斤）

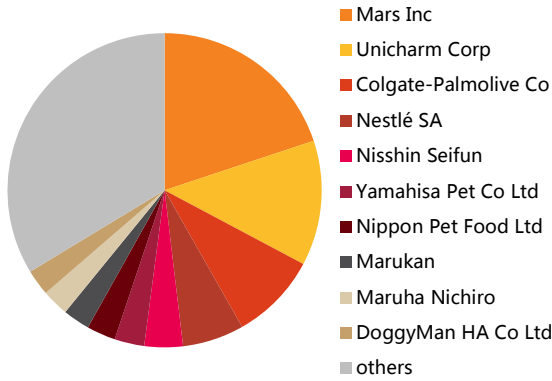


资料来源：京东宠物，天风证券研究所

1.3. 市场集中度低，国内企业大有可为

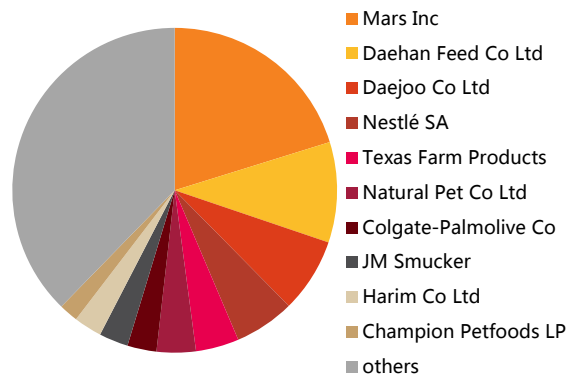
“皇家+宝路/伟嘉+其他”的组合是玛氏全球化扩张的品牌策略。在日韩市场中，玛氏均以 20% 的市场份额占据第一的位置，且地位稳固。但是本土公司往往能够占据第二名的位置，如日本的尤妮佳和韩国的大韩饲料。根据欧睿的统计，2018 年玛氏在国内的终端市场份额约 17%，位居第一，而雀巢的市场份额仅为 2.3%。在份额前十的公司中，除了玛氏和雀巢以外均为国内公司，整个宠物食品行业 CR10 仅为 37.8%，集中度低。

图 9：日本宠物食品格局



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

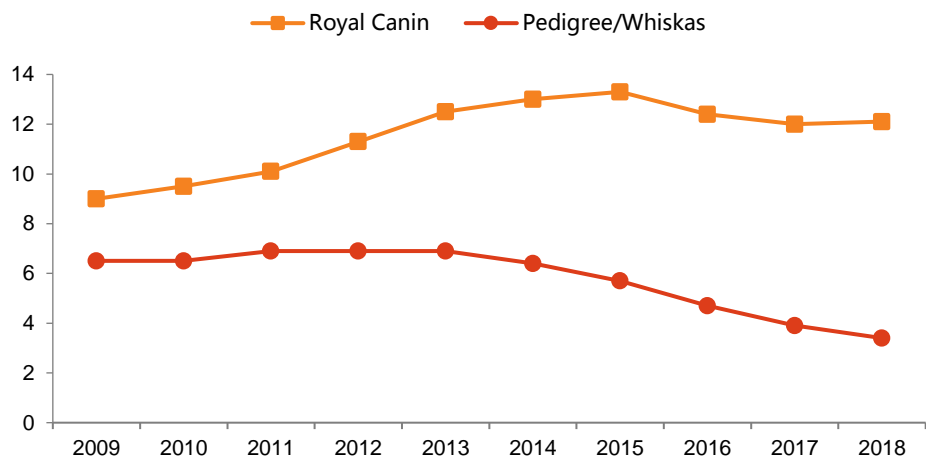
图 10：韩国宠物食品格局



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

尽管玛氏仍在国内市场领跑，但是随着国产品牌的崛起，其市场份额逐步降低。从皇家和宝路/伟嘉的市占率来看，其中，1) 皇家：定位高端，以专业渠道作为主要渠道，而处方粮系列则以医疗渠道为主，目前市场份额稳定在 12%；2) 宝路/伟嘉：定位中端，以商超作为主要渠道，2013 年之前市场份额约接近 7%，到 2018 年份额下降到 3.4%。

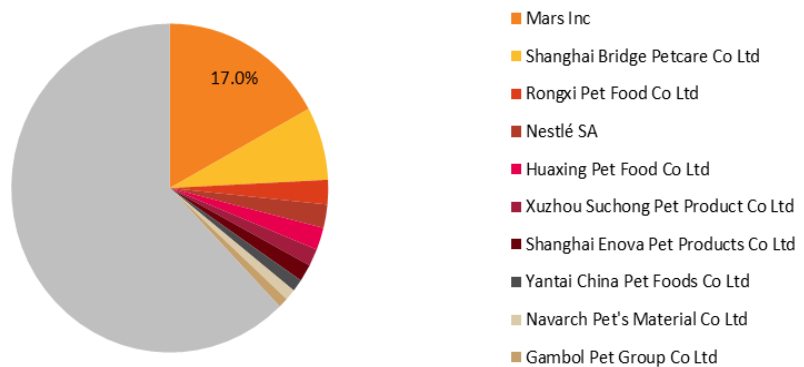
图 11：玛氏主要品牌在国内市场份额变化 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

当前阶段国内公司的体量普遍较小，市场份额也较低，仍有很大的提升空间。预计未来我国宠物食品的格局也将呈现与日韩类似的局面，本土龙头公司份额有望达到 15%。

图 12：2018 年中国宠物食品格局



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

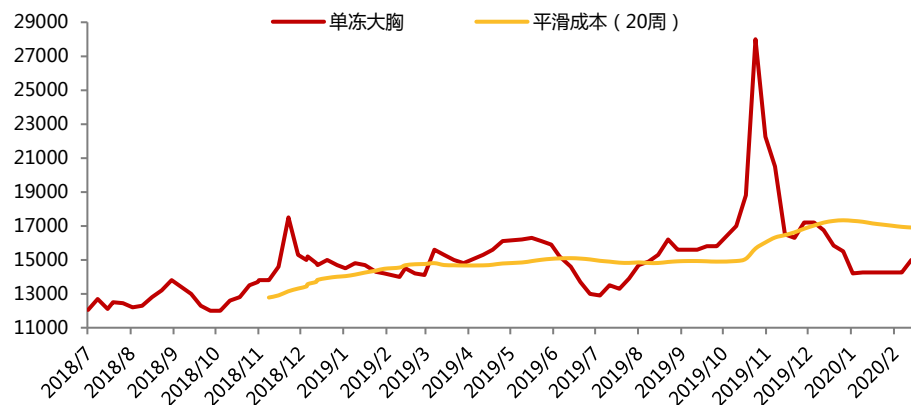
2. 问题二：2020 年宠物板块能否迎来业绩拐点？

无论中宠股份还是佩蒂股份，国内市场均处投入期，加上贸易战和成本端的影响，导致业绩出现下滑：2019 年前三季度中宠股份净利润 0.6 亿（同比-5.6%），佩蒂股份净利润 0.3 亿（同比-70.6%）。展望 2020 年，我们认为国内收入仍将保持高速增长，而海外业务也有望迎来利润拐点。

2.1. 原材料价格压力有望缓解

成本端的影响减弱，毛利率有望改善。鸡肉是宠物食品，特别是宠物零食的主要原材料。由于 2019 年以来鸡肉价格涨幅明显，毛利率承压。2020 年我们预计鸡肉价格仍将保持在高位但是上涨幅度有限，对毛利率的边际影响有望降低。而且公司可以通过增加储备、提高价格、更改配方等措施，有望进一步消化成本端的压力。

图 13：鸡胸肉价格走势（元/吨）



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

2.2. 贸易战边际影响持续降低

2018 年以来中美贸易摩擦不断升级，2018 年 9 月 24 日起，美国对原产于中国的 2,000 亿美元进口商品加征 10% 的关税；自 2019 年 5 月 10 日起，上述 2,000 亿美元进口商品加征关税由 10% 提高至 25%。出口美国的宠物食品也在上述清单中。以佩蒂股份为例，由于征收关税，公司产品价格同比下降接近 6%。

表 1：佩蒂对美出口产品价格变化

产品类别	2018 年 10-12 月		2019 年 1-6 月	
	平均售价（万元/吨）	同比变化	平均售价（万元/吨）	同比变化
畜皮咬胶	4.58	-6.53%	4.28	-7.36%
植物咬胶	3.90	-6.70%	3.65	-6.65%
营养肉质零食	4.82	-5.68%	4.75	-6.50%
其他	2.42	-1.63%	2.71	-3.56%
合计	4.23	-5.16%	4.04	-5.83%

资料来源：佩蒂股份公告，天风证券研究所

随着贸易战缓和，宠物食品的出口关税有望进一步降低。另一方面，随着中宠和佩蒂海外产能的不断释放，对美国出口订单有望逐步转移，从而进一步降低关税的影响、规避贸易战的风险。

3. 问题三：如何看待宠物股的估值？

3.1. 参考美股：受资本青睐，宠物公司享受高估值

3.1.1. Blue Buffalo (BUFF)：80 亿美元的宠物食品新贵

Blue Buffalo 是美国成长速度最快的宠物食品公司之一，主要经营优质天然配方的猫狗食品。公司创立于 2002 年 8 月，于 2015 年 7 月登陆纳斯达克上市。2018 年公司以约 80 亿美元的价格被通用磨坊集团收购。

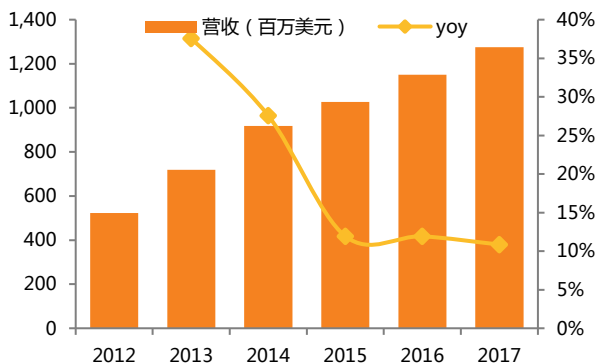
图 14：Blue Buffalo 上市前的成长过程



资料来源：蓝爵年报、INVUS 官网，天风证券研究所

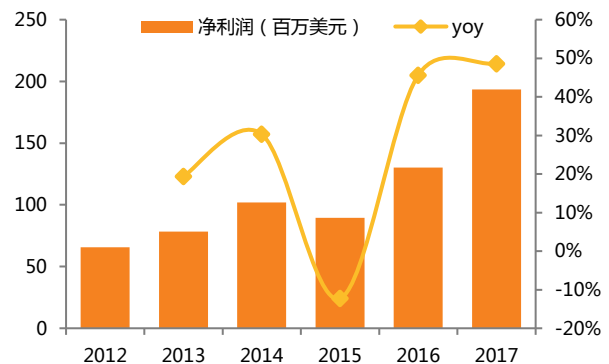
2010 年公司迎来拐点，业绩驶入快车道。2010 年之前，蓝爵公司大力投入研发和品牌建设，尽管收入有所增长，但一直处于亏损状态。2010 年公司扭亏为盈，业绩也迅速增长，由 2010 年的 1.9 亿美元增长到 2017 年的 12.8 亿美元，净利润由 2300 万美元增长到 1.9 亿美元，复合增长率分别为 37.3% 和 42.7%。

图 15：2012-2017 年 BUFF 营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2012-2017 年 BUFF 净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

在退市前，公司估值水平区间为 4-6 倍 PS。17 年上半年公司整体估值水平约为 4 倍 PS。随着公司渠道扩张策略的收效，17 年下半年收入增速回升，公司估值也随之提升，从 4 倍一直提升到 6 倍。

图 17: BUFF 退市前估值区间 4-6 倍 PS



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.1.2. Freshpet (FRPT): 过去 3 年多涨幅近 10 倍

Freshpet 是一家美国宠物食品公司, 主打宠物鲜粮。该公司生产针对狗和猫食用的天然新鲜宠物食品和零食, 销售地区以美国和加拿大为主。Freshpet 公司旗下品牌包含 Freshpet、Dognition、Dog Joy 等。公司于 2014 年上市, 当前 (2020.2.19) 总市值接近 28 亿美元, 而在过去三年多的时间里 (2016 年 11 月至今), 公司涨幅接近 10 倍。

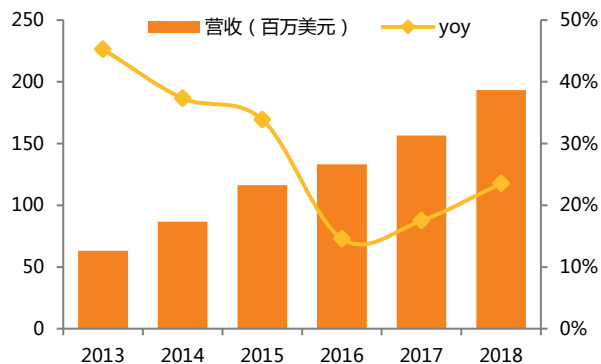
图 18: FRPT 过去 3 年多的股价涨幅近 10 倍



资料来源: Wind, 天风证券研究所

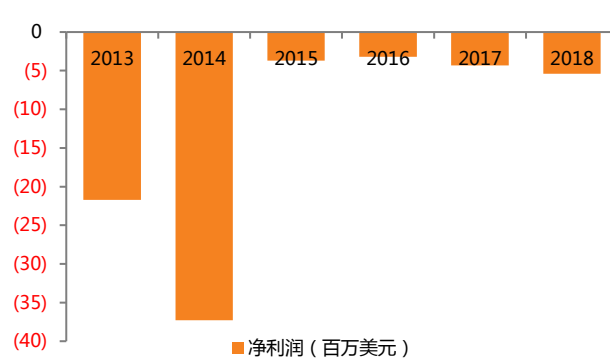
公司业务持续扩张, 但“增收不增利”。近几年公司收入一直保持快速增长, 2013-2018 年公司营收复合增速约为 25%; 但是由于渠道建设以及营销投入等因素, 至今仍未盈利。2019 年前三季度, 公司营收 1.8 亿美元, 同比增长 27.2%, 亏损 601.6 万美元。

图 19：2013-2018 年 FRPT 营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2013-2018 年 FRPT 净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司深受资本市场青睐，其估值一直保持较高的水平。过去三年伴随着公司收入的增长，其估值水平也显著提升。17 年平均估值水平约 4 倍 PS。18 年公司收入同比增长 23.5%，较 17 年 17.5% 的增速显著提升，公司估值也从 4 倍 PS 提升到 8 倍 PS；19 年公司收入增速进一步提升，前三季度同比增长 27.2%，估值也一路攀升到 12 倍 PS。

图 21：FRPT 过去三年估值区间 4-10 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 总结：国内业务按 PS 估值，海外业务按 PE 估值

从美股市场可以看到，宠物食品行业是可以诞生大公司的赛道。尽管 BUFF 和 FRPT 仍处于不同的成长阶段，但是共同点是资本市场都给予了很高的估值。而在公司收入增速明显加快后，估值也随之提升。

表 2：美股主要宠物食品公司估值

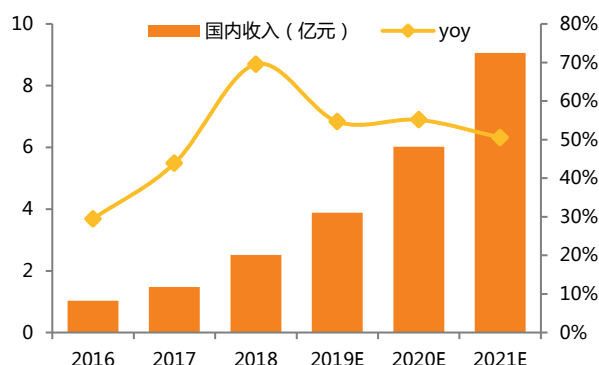
PS 估值法	区间下限	区间上限	均值
BUFF	4	6	5
FRPT	4	10	7
平均	4	8	6

资料来源：Wind，天风证券研究所

回到 A 股市场，与美国宠物食品公司不同，中宠股份和佩蒂股份均以外贸代工业务起家，近几年大力投入国内市场，形成了“国内+国外”两个市场驱动的业务模式：**国内业务高速增长但尚未盈利，利润由国外业务贡献。**因此，我们认为合理的估值方法是国内业务按照 PS 估值，而海外业务按照 PE 估值。

考虑到国内收入增速有望保持 50%以上，高于行业平均及美股公司的增速，因此我们认为可以给与国内业务收入 6 倍 PS；而随着利润重回高速增长（中宠复合增长 60%以上/佩蒂复合增长 80%以上），海外业务的净利润可以给与 30-35 倍 PE。

图 22：中宠股份国内收入



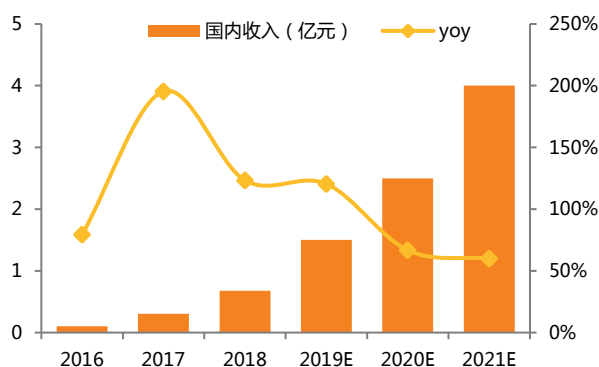
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：中宠股份净利润



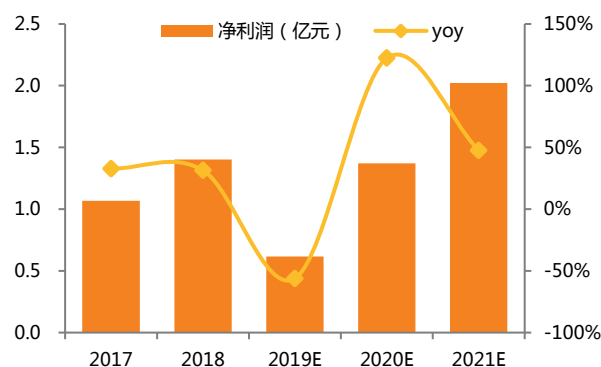
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：佩蒂股份国内收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：佩蒂股份净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 投资建议：持续推荐宠物双骄

4.1. 中宠股份（002891）

营收保持高速增长，毛利率持续改善。公司营收仍保持高速增长，我们预计前三季度国内收入接近 2.5 亿元，同比增长 40-50%，在总营收的占比约 20%。前三季度公司综合毛利率 23.44%，其中第三季度毛利率达到 25.29%，同比增加 1.87pct，环比增加 1.23pct。我们认为，公司毛利率的改善主要来自三方面：1）国内市场毛利率较高，增速快，在营收中的占比不断提高；2）公司海外业务占比大，持续受益于人民币贬值；2）三季度国内鸡胸肉价格波动较大，预计公司在低位囤积原材料，一定程度上缓解了成本压力。

国内市场持续发力，利润拐点值得期待。公司多年以来深耕境外渠道，OEM 模式成熟，客户质量与销售网络行业内领先，境外业务有望保持稳步增长。除此以外，我们认为公司最大的看点在于自主品牌在国内市场的开拓，国内市场有望保持 50%以上增速。公司作为宠物零食领域的龙头，近几年不断丰富品牌矩阵、升级品牌形象，同时在线上发力电商渠道、线下布局宠物医院和宠物店等渠道，在保持零食领域龙头地位的同时，不断向主粮市场渗透。基于公司在品牌和渠道的布局，我们看好公司在国内市场的发展！

盈利预测与投资建议：我们预计 2019/2020/2021 年，公司营收 17.42/21.74/26.63 亿元，同比 23.40%/24.73%/22.52%，归母净利润 0.62/1.14/1.71 亿元，同比增长 9.10%/84.40%/50.46%，EPS 分别为 0.36/0.67/1.00 元，对应 PE 分别为 54/29/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争的风险；贸易及关税政策的影响；原材料价格的风险。

4.2. 佩蒂股份（300673）

海外订单已恢复，四季度业绩环比改善。从单季度业绩来看，四季度归母净利润约1889-3189万元，同比下滑49%-14%，但是环比增长131%-290%，明显改善。上半年公司受下游客户库存调整的影响，导致公司整体营收同比仅增长1.61%。进入下半年，随着海外客户订单逐步恢复正常，第三季度公司营收同比增长38.52%，环比增长25.70%，迎来营收拐点。而营收恢复增长，进一步带动了四季度业绩环比改善。我们认为，随着公司订单恢复、海外产能逐步扩张、贸易战缓和以及国内市场发力，公司有望于2020年一季度迎来业绩拐点，重回高速增长。

全面发力国内市场，开启双轮驱动战略。凭借强大的产品力和独特的ODM模式，公司与众多海外客户实现深度绑定，随着下游大客户销量增加以及新市场新客户的开拓，公司海外业绩有望实现持续增长。国内方面，公司努力抓住国内市场高速发展的行业机遇，推出多款新品，以“科学养宠”等理念强化自主品牌运营，线上加强与平台方的合作，线下开拓门店、参股宠物医院，积极参与国内市场竞争。随着渠道不断完善、新产品陆续投入市场，我们预计公司国内收入增速有望超100%。

盈利预测与投资建议：我们预计2019/2020/2021年，公司营收10.4/12.9/15.7亿元，同比19.9%/23.5%/22.2%，归母净利润0.62/1.37/2.02亿元，EPS为0.42/0.93/1.38元，对应PE分别为62/28/19倍，维持“买入”评级。

风险提示：核心客户占比大；贸易及关税政策的影响；原材料价格的风险。

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