

# 日辰股份 (603755)

## 坚守创新转型升级，细分龙头整装待发

### 复合调味料行业空间大，受益餐饮连锁化和便捷化等需求有望快速增长

目前我国复合调味品销售额占调味品市场的比重为 26%，对标成熟市场，我国复合调味品仍有 1 倍以上的发展空间。目前，复合调味料行业总体上呈现“小而散”的格局，且区域性品牌较多，行业集中度低，行业暂未形成龙头企业，处于导入阶段。行业 B 端受益餐饮连锁化趋势，C 端因消费多元化和便捷化有望快速增长。

### 坚守创新转型升级，打造多元化复合调味品专家

公司是国内最早的专业复合调味料生产商之一，主营由酱汁类调味料，粉体类调味料和食品添加剂三个板块构成。近年来公司营收维持高增态势，营收从 2014 年的 1.23 亿元增加至 2018 年的 2.38 亿元，CAGR+17.94%。公司营收重心逐渐从加工企业转向餐饮企业，餐饮企业销售占比高速增长，由 2014 年的 12% 增至 2019H1 的 41%；同时，公司开发自由品牌，加大 C 端建设，电商自营端发展迅猛，近两年复合增长率高达 136.11%。公司凭借“小规模，定制化”特征维持行业较高的毛利率，期间费用率整体呈下降态势，使得公司净利率上升的同时，ROE 逐步增加。未来公司将加大餐饮端和 C 端的发展，提高运营效率，未来业绩高增可期。

### 餐饮连锁化提升叠加外卖行业高速发展，创造 B 端新盈利增长点

对标日本和美国，我国餐饮连锁化程度仍然较低，餐饮连锁企业门店数量及营业额远低于上述国家。餐饮经营模式连锁化的“中央厨房+门店”的经营模式为复合调味料具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的企业创造了新的商业机会。此外，现代的快节奏生活，消费观念升级使得国内外市场蓬勃发展，复合调味料市场将受益于外卖规模的快速增长。公司目前逐步加大餐饮渠道的营收占比，受益餐饮连锁化率提升，该渠道有望持续高增，从而带动业绩增长。

### 第三消费时代下多样化、便捷性需求推动 C 端发展

伴随人均消费水平的不断提升和生活节奏的加快，在家庭餐饮消费方面，消费者呈现出口味多样性、操作便捷性的新需求，复合调味料的家庭消费的市场空间正在逐步扩大，具有创新能力成为复合调味料企业发展的核心竞争优势。公司积极投入研发费用，研发支出占营业收入比例居行业前列，产品品类丰富，将受益于 C 端复合调味料需求增长。

**投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年实现营收 3.03/3.55/4.52 亿元，同比增长 27.69%/16.94%/27.49%，实现净利润 0.87/1.03/1.33 亿元，同比增长 24.36%/18.56%/29.35%，EPS 分别为 0.88/1.04/1.35 元。目标价 57.2，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**市场竞争风险，产能扩张风险，食品安全风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	208.77	237.52	303.28	354.66	452.14
增长率(%)	32.79	13.77	27.69	16.94	27.49
EBITDA(百万元)	76.95	90.54	117.30	149.45	193.97
净利润(百万元)	56.04	69.81	86.81	102.93	133.13
增长率(%)	71.90	24.57	24.36	18.56	29.35
EPS(元/股)	0.57	0.71	0.88	1.04	1.35
市盈率(P/E)	86.67	69.57	55.95	47.19	36.48
市净率(P/B)	29.57	24.40	16.99	12.49	9.31
市销率(P/S)	23.26	20.45	16.01	13.69	10.74
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.34	32.37	24.78

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	49.25 元
目标价格	57.2 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	98.61
流通 A 股股本(百万股)	24.66
A 股总市值(百万元)	4,967.17
流通 A 股市值(百万元)	1,242.12
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	7.19
一年内最高/最低(元)	57.17/22.61

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**吴文德** 联系人  
wuwende@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 坚守创新转型升级，打造多元化复合调味品专家.....	3
1.1. 创新实现转型升级，机制灵活，激励充分.....	3
1.2. 营收净利持续向好，盈利能力高于同业.....	3
2. 消费升级叠加餐饮连锁化，公司复合调味品业务蓄势待发.....	5
3. 盈利预测与估值.....	6
4. 风险提示.....	7

## 图表目录

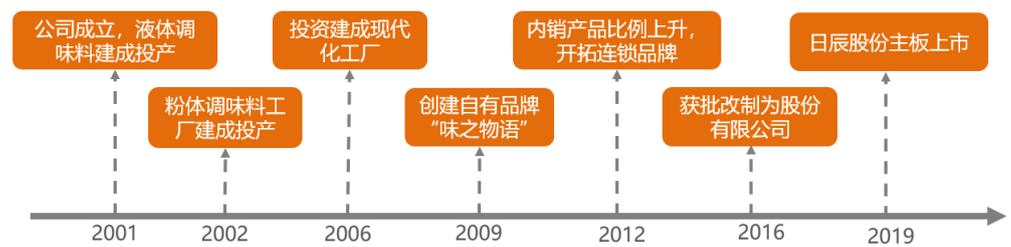
图 1：公司发展历程.....	3
图 2：股权结构示意图.....	3
图 3：公司营业收入（亿元）及增速（%）.....	4
图 4：分产品营业收入占比.....	4
图 5：分渠道营业收入占比.....	4
图 6：分地区营业收入占比.....	4
图 7：归母净利润（万元）及增速.....	4
图 8：可比公司毛利率.....	4
图 9：日辰股份期间费用率.....	5
图 10：日辰股份毛利率、净利率及 ROE.....	5
图 11：各国复合调味品销售额占调味品行业对比.....	5
图 12：2018 年头部公司零售市场份额.....	5
图 13：餐饮连锁集中度对比.....	5
图 14：外卖 O2O 行业渗透率.....	5
图 15：研发支出总额占营业收入比例.....	6
图 16：核心产品.....	6
表 1：日辰股份业务拆分及盈利预测.....	6
表 2：可比公司估值.....	7

## 1. 坚守创新转型升级，打造多元化复合调味品专家

### 1.1. 创新实现转型升级，机制灵活，激励充分

公司成立于 2001 年，前身为日辰有限，是国内最早的专业复合调味料生产商之一。自成立起，公司先后建成液体和粉体调味料工厂，初期依靠对日出口业务迅猛发展。2006 年，公司投资建成了行业内技术和设备水平领先的现代化工厂；2008 年我国加工食品对日出口大幅下降，公司积极创新，调整发展方向，创建自有品牌“味之物语”，逐步将公司战略发展重点转向国内；2012 年，公司内销产品比例不断上升，开拓了味干拉面等知名连锁餐饮品牌；2019 年公司成功登陆主板上市。目前，公司拥有业内品类齐全的复合调味料产品，年产量 15,000 吨以上，是业界领先的专业复合调味料生产商。

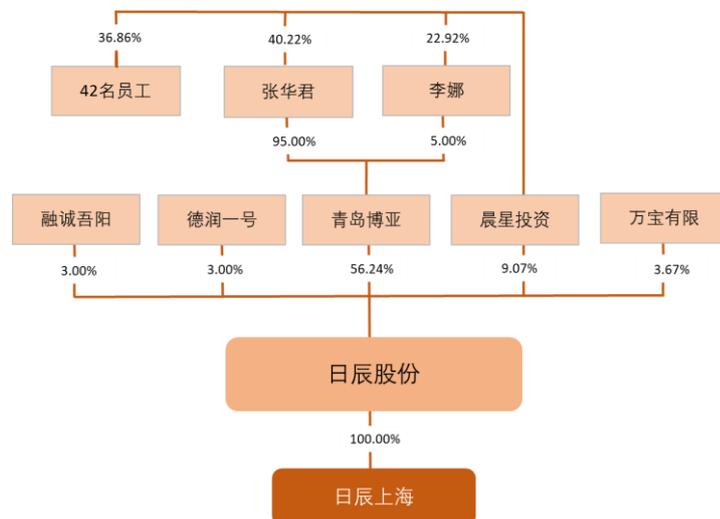
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书、公司官网、天风证券研究所

**公司股权结构集中，实际控制人持股过半。**公司实际控制人为张华君夫妇，张华君夫妇通过青岛博亚公司持有 56.24% 的股份，通过参股晨星投资持有 5.73% 的股份，累计持股 61.97%。晨星投资系公司员工持股平台，共计 42 名员工累计持有公司股份 3.34%。除中高管外，另有 18 名核心骨干人员参与员工持股计划，股权激励充分，机制灵活。

图 2：股权结构示意图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.2. 营收净利持续向好，盈利能力高于同业

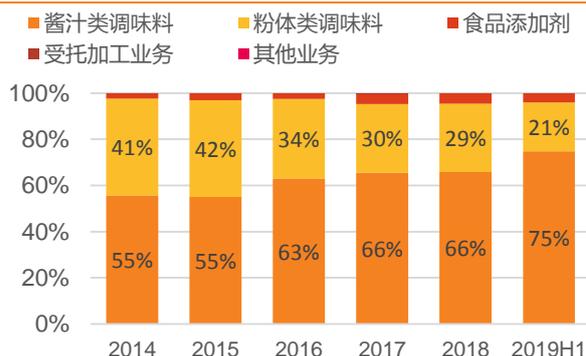
**营收高速增长，主营业务板块突出。**公司营收持续增长，从 2014 年的 1.23 亿元增加至 2018 年的 2.38 亿元，CAGR+17.94%。2019 年前三季度实现营收 2.02 亿元，同比增长 22%，持续高增。公司主营由酱汁类调味料，粉体类调味料和食品添加剂三个板块构成，其中酱汁类调味料增速稳健，占比逐年上升，由 2014 年的 55% 增至 2018 年的 66%，2019 年 H1，进一步增至 75%。

图 3：公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

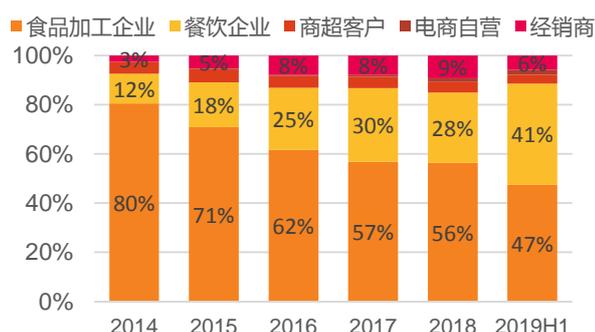
图 4：分产品营业收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所

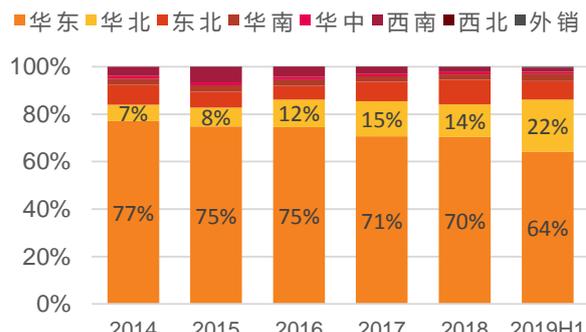
**坚守华东主战场，持续发力餐饮渠道。**华东区域为公司优势区域，营收占比常年维持在 70% 左右。近年来公司逐步拓展国内其他区域及海外地区，华东区域营收占比由 77% 下降至 2019 年 H1 的 64%。华北地区近四年复合增长率最高，达 40.83%。从渠道端来看，公司直销占比 90% 以上，其中传统食品加工企业销售收入占比逐年下降，由 2014 年的 80% 降至 2019H1 的 47%；而餐饮企业销售占比高速增长，由 2014 年的 12% 增至 2019H1 的 41%；同时，电商自营端发展迅猛，近两年复合增长率 136.11%。

图 5：分渠道营业收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：分地区营业收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所

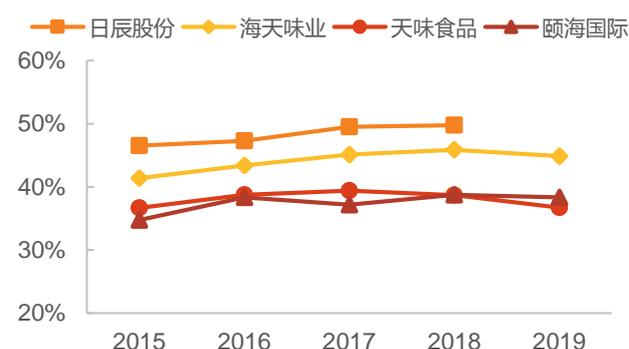
**归母净利润持续高增，盈利能力高于同业水平。**公司归母净利润从 2014 年的 2288 万元增加至 2018 年的 6981 万元，CAGR+32.16%。2019 年前三季度实现归母净利 5560 万元，同比增长 23%。公司利润增速维持高速增长，一方面主要来自公司高于同业公司的盈利能力。公司毛利率较行业其他公司高，且毛利率逐年提升，由 2014 年的 46.16% 增至 2018 年的 50.49%，系公司产品“小规模，定制化”特征所致。另一方面，公司期间费用率整体呈下降态势，其中管理费用逐年下降，从高位的 15.01% 下降至 2019 年 Q3 的 7.66%，销售费用实现稳中有降，公司净利率上升的同时，ROE 逐步增加。

图 7：归母净利润（万元）及增速



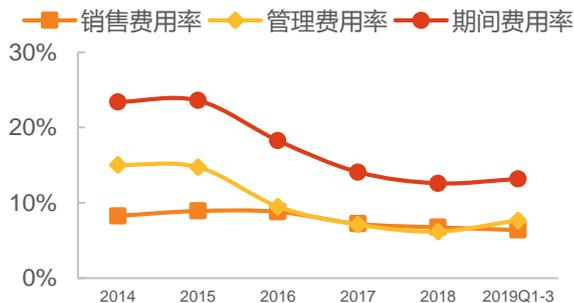
资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：可比公司毛利率



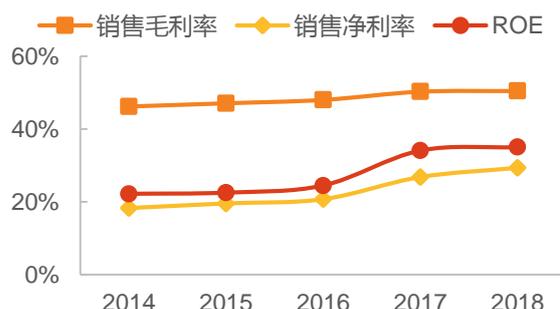
资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：日辰股份期间费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：日辰股份毛利率、净利率及 ROE

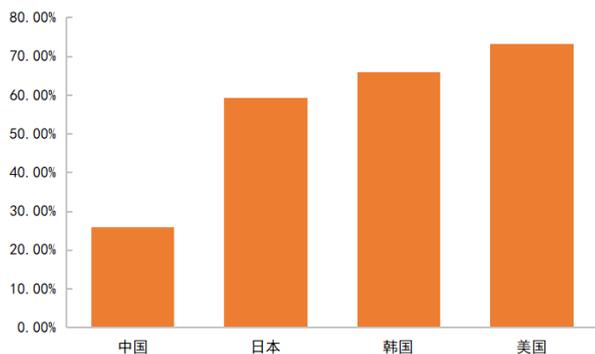


资料来源：wind、天风证券研究所

## 2. 消费升级叠加餐饮连锁化，公司复合调味品业务蓄势待发

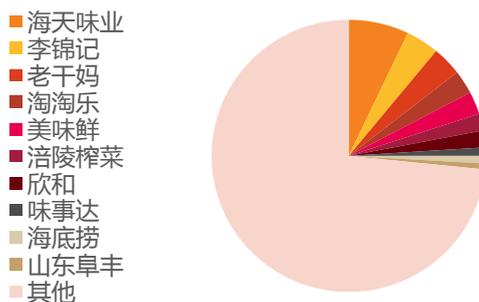
**复合调味料行业空间大，市场集中度较低。**目前我国复合调味品销售额占调味品市场的比重为 26%，对标成熟市场，我国复合调味品仍有 1 倍以上的发展空间。目前，复合调味料行业总体上呈现“小而散”的格局，且区域性品牌较多，行业集中度低，2018 年全国百强调味品企业销售总额为 939 亿，占全行业营收不足 30%，2018 年我国调味品行业零售额 CR10 的行业集中度为 26.6%，行业暂未形成龙头企业，处于导入阶段。

图 11：各国复合调味品销售额占调味品行业对比



资料来源：产业信息网、天风证券研究所

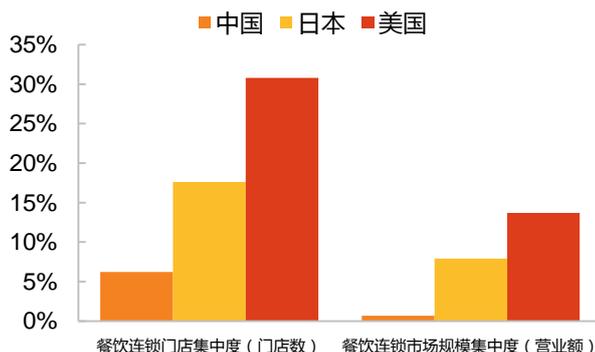
图 12：2018 年头部公司零售市场份额



资料来源：产业信息网、天风证券研究所

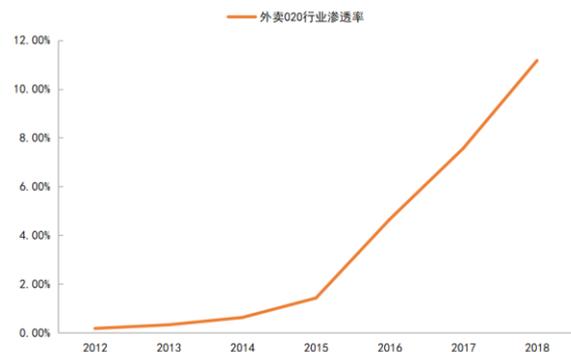
**餐饮连锁化提升叠加外卖行业高速发展，创造 B 端新盈利增长点。**对标日本和美国，我国餐饮连锁化程度仍然较低，餐饮连锁企业门店数量及营业额远低于上述国家。餐饮经营模式连锁化的“中央厨房+门店”的经营模式为复合调味料具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的企业创造了新的商业机会。此外，现代的快节奏生活，消费观念升级使得国内外卖市场蓬勃发展。快餐餐饮企业对标准化、快速化的程度要求较高，对复合调味料需求量大，复合调味料市场将受益于外卖规模的快速增长。公司目前逐步加大餐饮渠道的营收占比，受益餐饮连锁化率提升，该渠道有望持续高增，从而带动业绩增长。

图 13：餐饮连锁集中度对比



资料来源：产业信息网、天风证券研究所

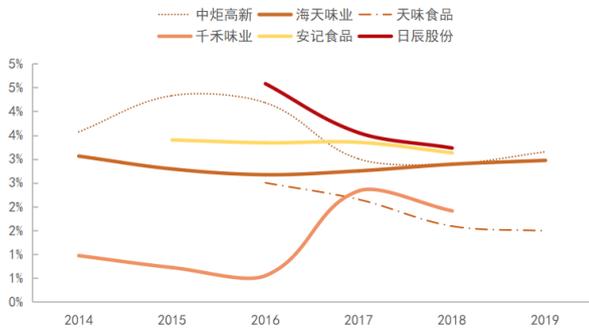
图 14：外卖 O2O 行业渗透率



资料来源：产业信息网、天风证券研究所

**第三消费时代下多样化、便捷性需求推动 C 端发展。**伴随人均消费水平的不断提升和生活节奏的加快，在家庭餐饮消费方面，消费者呈现出口味多样性、操作便捷性的新需求，复合调味料的家庭消费的市场空间正在逐步扩大，具有创新能力成为复合调味料企业发展的核心竞争优势。公司积极投入研发费用，研发支出占营业收入比例居行业前列，产品品类丰富，将受益于 C 端复合调味料需求增长。

图 15：研发支出总额占营业收入比例



资料来源：wind、天风证券研究所

图 16：核心产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 盈利预测与估值

我们假设：

- 1.公司 2020 年受新冠疫情影响，业绩有所承压；
- 2.公司所处细分行业竞争格局较为稳定，毛利率维持高位并稳步提升；
- 3.公司费用率保持平稳态势。

表 1：日辰股份业务拆分及盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（万元）	12,259	13,131	15,713	20,874	23,726	30,298	35,433	45,177
- 酱汁类调味料	6,826	7,206	9,875	13,739	15,630	20,309	23,867	30,824
- 粉体类调味料	5,113	5,489	5,411	6,191	6,992	8,564	9,879	12,270
- 食品添加剂	320	436	427	889	1,087	1,406	1,666	2,059
- 受托加工业务	-	-	-	55	17	20	22	24
主营成本（万元）	6,600	6,950	8,172	10,375	11,734	14,886	17,297	21,749
yoy		5%	18%	27%	13%	27%	16%	26%
- 酱汁类调味料	3,595	3,735	4,987	6,636	7,542	9,753	11,406	14,521
- 粉体类调味料	2,935	3,115	3,090	3,542	3,956	4,832	5,536	6,796
- 食品添加剂	70	100	96	172	229	293	345	422
- 受托加工业务	-	-	-	26	7	8	9	10
毛利率	46%	47%	48%	50%	50%	51%	51%	52%
酱汁类调味料	47%	48%	50%	52%	52%	52%	52%	53%
粉体类调味料	43%	43%	43%	43%	43%	44%	44%	45%
食品添加剂	78%	77%	78%	81%	79%	79%	79%	79%
受托加工业务				53%	57%	58%	59%	59%

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计公司 2019-2022 年分别实现营收 3.03/3.55/4.52 亿元，同比增长 27.69%/16.94%/27.49%，实现净利润 0.87/1.03/1.33 亿元，同比增长 24.36%/18.56%/29.35%，对应 EPS 为 0.88/1.04/1.35 元。我们选取调味品行业可比公司海天味业、天味食品和颐海国际作为可比公司，取 2020 年 4 月 20 日 Wind 一致预期作为可比公司的 PE 值，采用相

对估值法对公司进行估值。首次覆盖，给予公司 2020 年 55 倍估值，目标价格 57.2 元，给予公司“增持”评级。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司名称	PE(17)	PE(18)	PE(19)	PE(20)	PE(21)
603288.SH	海天味业	41.15	42.56	54.23	53.83	45.64
603317.SH	天味食品	-	-	62.47	53.93	42.78
1579.HK	颐海国际	25.21	33.91	59.64	59.53	44.29
	行业平均	33.18	38.235	58.78	55.76	44.24

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4. 风险提示

**行业竞争风险：**巨大的市场成长空间也正在吸引包括多家行业龙头企业在内的其他调味料企业纷纷进入，公司未来将会面临更加激烈的市场竞争，可能面临市场占有率降低，发展空间受到挤压的风险。

**产能扩张风险：**未来市场处于不断变化过程中，项目建成至全面达产尚需一定的时间，不排除未来公司可能会面临因市场需求变化、竞争加剧等因素导致产能不能及时消化的风险。

**食品安全风险：**若出现食品安全事件将对行业产业链上下游及公司经营造成重大负面影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	101.19	134.10	151.64	177.33	226.07	营业收入	208.77	237.52	303.28	354.66	452.14
应收票据及应收账款	35.75	40.29	72.27	50.48	105.87	营业成本	103.78	117.60	149.15	173.28	217.84
预付账款	0.13	0.09	0.43	0.05	0.54	营业税金及附加	3.21	3.43	3.64	3.90	4.75
存货	16.40	18.42	29.14	24.45	42.66	营业费用	15.04	16.03	19.71	21.99	28.94
其他	0.97	1.60	1.39	1.21	1.93	管理费用	14.77	14.61	21.84	25.36	32.55
<b>流动资产合计</b>	<b>154.43</b>	<b>194.52</b>	<b>254.87</b>	<b>253.53</b>	<b>377.08</b>	研发费用	7.42	7.68	10.01	11.35	14.24
长期股权投资	0.00	0.00	(6.00)	(4.00)	(1.00)	财务费用	(0.44)	(0.76)	(0.96)	(1.11)	(1.36)
固定资产	44.53	46.11	124.56	173.08	190.87	资产减值损失	0.08	0.55	0.29	0.31	0.38
在建工程	0.01	0.00	95.00	145.67	156.22	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.25	3.03	12.13	29.85	50.84	投资净收益	0.00	0.11	0.31	0.14	0.19
其他	1.40	1.15	8.78	8.53	6.77	其他	(0.07)	(0.44)	(0.61)	(0.28)	(0.37)
<b>非流动资产合计</b>	<b>49.19</b>	<b>50.29</b>	<b>234.47</b>	<b>353.12</b>	<b>403.70</b>	<b>营业利润</b>	<b>64.97</b>	<b>78.71</b>	<b>99.91</b>	<b>119.72</b>	<b>154.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>203.62</b>	<b>244.81</b>	<b>489.34</b>	<b>606.65</b>	<b>780.78</b>	营业外收入	0.55	2.55	1.05	1.38	1.66
短期借款	0.00	0.00	117.41	130.00	144.48	营业外支出	0.03	0.00	0.02	0.02	0.01
应付票据及应付账款	23.17	28.61	40.01	38.39	59.84	<b>利润总额</b>	<b>65.49</b>	<b>81.25</b>	<b>100.94</b>	<b>121.09</b>	<b>156.62</b>
其他	15.70	16.71	16.17	16.04	17.17	所得税	9.45	11.44	14.13	18.16	23.49
<b>流动负债合计</b>	<b>38.87</b>	<b>45.32</b>	<b>173.58</b>	<b>184.43</b>	<b>221.50</b>	<b>净利润</b>	<b>56.04</b>	<b>69.81</b>	<b>86.81</b>	<b>102.93</b>	<b>133.13</b>
长期借款	0.00	0.00	29.59	33.02	36.98	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>56.04</b>	<b>69.81</b>	<b>86.81</b>	<b>102.93</b>	<b>133.13</b>
其他	0.53	0.46	0.33	0.44	0.41	每股收益(元)	0.57	0.71	0.88	1.04	1.35
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.53</b>	<b>0.46</b>	<b>29.92</b>	<b>33.46</b>	<b>37.39</b>						
<b>负债合计</b>	<b>39.40</b>	<b>45.78</b>	<b>203.50</b>	<b>217.89</b>	<b>258.89</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	73.95	73.95	98.61	98.61	98.61	营业收入	32.79%	13.77%	27.69%	16.94%	27.49%
资本公积	29.34	29.34	4.68	4.68	4.68	营业利润	70.99%	21.15%	26.94%	19.83%	29.45%
留存收益	90.27	125.07	187.23	290.15	423.28	归属于母公司净利润	71.90%	24.57%	24.36%	18.56%	29.35%
其他	(29.34)	(29.34)	(4.68)	(4.68)	(4.68)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>164.22</b>	<b>199.03</b>	<b>285.84</b>	<b>388.77</b>	<b>521.90</b>	毛利率	50.29%	50.49%	50.82%	51.14%	51.82%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>203.62</b>	<b>244.81</b>	<b>489.34</b>	<b>606.65</b>	<b>780.78</b>	净利率	26.84%	29.39%	28.62%	29.02%	29.44%
						ROE	34.12%	35.07%	30.37%	26.47%	25.51%
						ROIC	87.64%	108.67%	133.44%	36.21%	35.30%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	19.35%	18.70%	41.59%	35.92%	33.16%
						净负债率	-61.62%	-67.38%	-1.62%	-3.68%	-8.55%
						流动比率	3.97	4.29	1.47	1.37	1.70
						速动比率	3.55	3.89	1.30	1.24	1.51
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.76	6.25	5.39	5.78	5.78
						存货周转率	12.86	13.64	12.75	13.24	13.47
						总资产周转率	1.11	1.06	0.83	0.65	0.65
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.57	0.71	0.88	1.04	1.35
						每股经营现金流	0.61	0.74	0.71	1.58	1.20
						每股净资产	1.67	2.02	2.90	3.94	5.29
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	86.67	69.57	55.95	47.19	36.48
						市净率	29.57	24.40	16.99	12.49	9.31
						EV/EBITDA	0.00	0.00	41.34	32.37	24.78
						EV/EBIT	0.00	0.00	49.01	40.79	31.29

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	56.04	69.81	86.81	102.93	133.13
折旧摊销	5.06	5.12	18.36	30.83	40.35
财务费用	0.00	0.00	(0.96)	(1.11)	(1.36)
投资损失	(0.00)	(0.11)	(0.31)	(0.14)	(0.19)
营运资金变动	0.18	(1.90)	(33.82)	23.79	(53.31)
其它	(1.06)	(0.12)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>60.22</b>	<b>72.80</b>	<b>70.08</b>	<b>156.30</b>	<b>118.62</b>
资本支出	3.93	6.55	201.04	147.62	89.72
长期投资	0.00	0.00	(6.00)	2.00	3.00
其他	(6.87)	(11.44)	(395.55)	(297.36)	(182.40)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2.94)</b>	<b>(4.89)</b>	<b>(200.50)</b>	<b>(147.74)</b>	<b>(89.68)</b>
债权融资	0.00	0.00	147.00	163.02	181.46
股权融资	0.44	0.76	0.96	1.11	1.36
其他	(25.44)	(35.76)	(0.00)	(147.00)	(163.02)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(25.00)</b>	<b>(35.00)</b>	<b>147.96</b>	<b>17.13</b>	<b>19.80</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>32.28</b>	<b>32.91</b>	<b>17.53</b>	<b>25.69</b>	<b>48.74</b>

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