

# 巴比食品 (605338)

## 多项投资齐发力，提收益、增产能、拓市场

### 巴比食品对外投资早点品牌，拓宽市场布局

巴比食品拟与王勇、王竹林、丁剑锋、陈向军 4 位自然人签署《投资合作协议》，约定由这 4 位交易对手设立目标公司，自设立目标公司的正式运营满 12 个月，并达到协议约定的收购先决条件之后，巴比食品将通过受让股权或受让股权+增资的方式实现持有目标公司 70% 的股权。目标公司的品牌“早宜点”与“好礼客”在武汉有较好的市场基础。此次投资有助于公司释放产能，拓宽市场布局。

### 巴比食品拟建南京智能制造中心，增产能、扩覆盖

2021 年 1 月 21 日，巴比食品发布《南京智能制造中心一期项目可行性研究报告》。该项目拟投资 30281.2 万元，其中募集资金投入金额为 27780 万元，占比 91.74%，其余部分为公司自有资金投入。项目实施主体为巴比食品的全资子公司南京中茂，主要包括厂房和相关工程的建设，以及生产设备、软件及办公设备的购置，旨在拓展公司中式面点类及馅料类产品的生产规模，扩张产品覆盖区域，提高公司盈利能力。

### 巴比投资泰瑞嘉华降低投资风险，提高资本回报率

巴比食品拟投资泰瑞加华（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙），泰瑞嘉华拟募集资金上限 50 亿人民币，投资领域为大消费与现代服务；公司拟作为有限合伙人认缴出资 5000 万元。嘉华丰裕与嘉华资本为泰瑞嘉华合伙人，由于公司前任董事宋向前为加华裕丰的实际控制人和加华资本的控股股东，因此加华裕丰与加华资本均为公司关联方。通过投资股权投资基金，公司能够借助合作方投资管理经验，提高投资成功率，实现一定的资本增值收益。

**投资建议：**巴比食品作为中式面点龙头股，连锁经营体系完善。产品端标准化、多元化营造品牌效应，渠道端信息化、智能化迅速提高市场占有率。经营能力稳健，盈利水平逐年提升，商业模式可复制性强。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.43 亿元/2.27 亿元/2.67 亿元；对应 PE 分别为 68X/43X/37XPE。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧风险；加盟商管理风险；原材料价格波动风险。

| 财务数据和估值     | 2018   | 2019     | 2020E   | 2021E    | 2022E    |
|-------------|--------|----------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 990.21 | 1,063.97 | 952.30  | 1,371.02 | 1,558.50 |
| 增长率(%)      | 14.26  | 7.45     | (10.50) | 43.97    | 13.67    |
| EBITDA(百万元) | 182.65 | 197.75   | 155.39  | 270.57   | 319.15   |
| 净利润(百万元)    | 143.35 | 154.72   | 143.32  | 226.89   | 267.01   |
| 增长率(%)      | 27.37  | 7.93     | (7.37)  | 58.31    | 17.68    |
| EPS(元/股)    | 0.58   | 0.62     | 0.58    | 0.91     | 1.08     |
| 市盈率(P/E)    | 67.99  | 62.99    | 68.00   | 42.96    | 36.50    |
| 市净率(P/B)    | 16.44  | 13.63    | 10.59   | 8.50     | 6.89     |
| 市销率(P/S)    | 9.84   | 9.16     | 10.23   | 7.11     | 6.25     |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 0.00     | 58.19   | 32.36    | 27.02    |

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 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 39.3 元    |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 248.00      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 62.00       |
| A 股总市值(百万元)   | 9,746.40    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,436.60    |
| 每股净资产(元)      | 6.30        |
| 资产负债率(%)      | 15.59       |
| 一年内最高/最低(元)   | 56.67/15.26 |

### 作者

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

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

**李珍妮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120002  
lizhenni@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《巴比食品-季报点评:Q3 净利同比 +7.9%，团餐业务占比提升，盈利能力稳步增强》2020-10-23
- 《巴比食品-首次覆盖报告:立体销售智能供应，连锁化扩张走向全国》2020-10-17

## 1. 对外投资早点品牌，加速拓宽全国市场布局

**事件：**2021 年 1 月 21 日，巴比食品公布《关于签署对外投资合作协议的公告》，公司拟与王勇、王竹林、丁剑锋、陈向军 4 位自然人签署《投资合作协议》，约定由这 4 位交易对手设立目标公司，自设立目标公司的正式运营满 12 个月，并达到协议约定的收购先决条件之后，巴比食品将通过受让股权或受让股权+增资的方式实现持有目标公司 70%的股权。

### 1.1. 目标公司品牌市场基础良好

交易对方将按协定将原有品牌注入目标公司。目标公司注册资本为人民币 600 万元，由交易对方投资设立，根据协议要求，交易对方应在目标公司设立后的 3 个月内，将其合法拥有或通过相关协议、授权安排等可控制/使用（包括授权其他方使用）的“好礼客”“早宜点”品牌相关的全部资产及业务重组注入目标公司。

**品牌主营包点产品，市场基础良好。**“好礼客”“早宜点”品牌目前为武汉地区的连锁门店品牌，主营产品为包子等食品饮料，与巴比食品的主营产品基本相同。根据大众点评搜索结果，好礼客在武汉的门店数量大约在 280 家，评分多为 3-4 分，客单价约为 4 元/人。早宜点的店铺数量略少，大约在 10 家左右。两个品牌在武汉地区都有一定的市场基础和影响力。

图 1：武汉好礼客门店评分



#### 好礼客

☆☆☆☆☆ 3.73 详情 > 18条 ¥4/人

口味:3.75 环境:3.65 服务:3.78

汤包 雄楚大道

资料来源：大众点评，天风证券研究所

图 2：武汉早宜点门店评分



#### 早宜点生煎粥铺

☆☆☆☆☆ 3.72 详情 > 2条

口味:3.81 环境:3.61 服务:3.60

粥店 石牌岭/街道口

资料来源：大众点评，天风证券研究所

### 1.2. 巴比食品将取得目标公司 70%的股权

巴比食品将按协定取得目标公司 70%的股权。目标公司自成立之日起即规范运营，正式运营满 12 个月后，将根据加盟店数量、估值销售额、扣非净利润、以及主营产品毛利率等来确定目标公司的最后估值。在目标公司正式运营满 12 个月，且达到收购先决条件之后，巴比食品将按照约定条件以受让股权或者增资+受让股权的方式取得目标公司 70%的股权。

表 1：具体收购先决条件及目标公司估值

| 加盟店门店数量 (家) | 巴比加盟店门店数量 (家) | 最近 12 个月估值销售额 (万元) | 巴比最近 12 个月估值销售额 (万元) | 最近 12 个月的主营产品平均毛利率 | 对应估值 (万元)      |
|-------------|---------------|--------------------|----------------------|--------------------|----------------|
| 730         | 180           | 8300               | 2000                 | 18%                | 4000           |
| 680         | 150           | 7500               | 1500                 | 16%                | 3500           |
| 550         | 100           | 6500               |                      | 16%                | 3000           |
| 400         | 50            | 3800               |                      | 16%                | 估值销售额*估值系数 0.4 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 优化产能布局，拓宽市场区域

**拓宽全国市场，助力产能释放。**本次对外投资有助于公司优化产能布局、拓宽市场区域、有利于公司提升销售规模和盈利能力，增强公司的整体竞争力，是公司将区域销售网络的覆盖拓宽至全国市场的重要一步。且交易的资金来源为公司自有资金，目前公司现金流充足，不会因为本次对外投资影响公司现金流的正常运转。

## 2. 拟建南京智能制造中心，增产能、扩覆盖

**事件：**2021年1月21日，巴比食品发布《南京智能制造中心一期项目可行性研究报告》。该项目拟投资30,281.20万元，其中募集资金投入金额为27,780.00万元，占比91.74%，其余部分为公司自有资金投入。

**进一步增加公司产能，提升产品供应能力。**公司的订单需求远超过最大生产能力，整体产能利用率已处于相对饱和状态。项目建成后，公司将新增年产面点类包子馒头类产品18,550.31万个、面点类预包装产品1,152.29万袋以及生馅12,973.75吨、熟馅9,867.09吨的生产能力。公司速冻食品的生产规模将进一步扩大，生产能力将得到充分的扩充，有利于公司有效解决产能瓶颈问题，满足下游加盟店、团餐、消费者的需求，保证了公司产品的供应。

表 2：项目产品建设规模

| 产品名称       | 单位 | 预计新增产能    |
|------------|----|-----------|
| 面点类包子馒头类产品 | 万个 | 18,550.31 |
| 面点类预包装产品   | 万袋 | 1,152.29  |
| 生馅类        | 吨  | 12,973.75 |
| 熟馅类        | 吨  | 9,867.09  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**提高产品覆盖区域，扩大市场占有率。**目前，公司产品的配送区域以上海、广州、天津等地工厂为原点，向外展开350公里范围。随着市场需求的不断增加，公司业务范围不断扩增，产品配送区域将不断向外延伸。本项目通过投资新建生产线，购置先进的生产设备，引进生产人员，除了公司面点系列产品及馅料类产品的生产能力进一步增加，产品配送区域还将增加南京溧水工厂向外350公里范围，有利于公司提高产品覆盖区域，是公司把握市场机遇，扩大市场占有率，增强持续盈利能力的迫切需要。

**该项目将为公司带来较好的经济效益。**项目建成后的达产年，公司的营业收入将增加58,000.00万元，当年税后净利润达到6,687.77万元。经测算，所得税前项目内部收益率IRR为23.13%，全部投资财务净现值NPV为16,337.11万元，全部静态投资回收期为5.63年(含建设期)；所得税后项目内部收益率IRR为18.45%，全部投资财务净现值NPV为9,002.24万元，全部静态投资回收期为6.34年(含建设期)。所得税前后净现值NPV远大于零，说明该项目静态收益率超过了该行业应达到的最低收益水平；内部收益率IRR大于一般行业基准收益率12%，说明该项目的静态收益可行。

## 3. 投资基金实现资本增值收益，合作方资源有望提升投资成功率

**巴比食品拟投资泰瑞嘉华。**巴比食品拟投资泰瑞加华(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)，合伙企业拟募集资金上限为50亿元人民币，投资领域为大消费与现代服务；公司拟作为有限合伙人认缴5,000万元出资额，首期、第二期、第三期分别出资40%、30%、30%。

**本次交易属于关联交易。**公司本次投资前，泰瑞加华共有两个合伙人，加华裕丰为普通合伙人及执行事务合伙人，加华资本为有限合伙人。由于公司前任董事宋向前为加华裕丰的实际控制人、执行事务合伙人及主要管理人员，同时是加华资本的控股股东、董事长兼总经理，本次交易为关联交易。

**泰瑞嘉华合伙人投资收益情况良好。**加华裕丰自成立以来，专注于投资大消费与现代服务行业，投资收益良好。近三年管理嘉华优选、合兴、景顺等十几家基金。2020 年净利润 1.5 亿，同比增长 60.2%。加华资本同样获得了良好的投资回报，最近三年投资了居然之家、老乡鸡、新明珠陶瓷集团等多个消费与现代服务公司；2020 年净利润 2.4 亿，同比增长 157.4%。

#### 4. 投资建议及盈利预测

**巴比食品作为中式面点龙头股，连锁经营体系完善。产品端标准化、多元化营造品牌效应，渠道端信息化、智能化迅速提高市场占有率。经营能力稳健，盈利水平逐年提升，商业模式可复制性强。**我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.43 亿元/2.27 亿元/2.67 亿元；对应 PE 分别为 68X/43X/37XPE。

#### 5. 风险提示

**食品安全风险：**由于餐饮行业流动中间环节较多，可能因人员操作失误、物流操作不当等原因，出现食品安全问题，将对公司声誉和经营业绩产生重大不利影响。

**行业竞争加剧风险：**尽管当前速冻食品行业仍处于快速扩张阶段，但随着速冻食品行业市场竞争的不断深入，行业可能面临竞争加剧，利润下降的风险。

**加盟商管理风险：**尽管加盟门店独立核算，但若加盟商在日常经营中未严格遵守公司的管理要求，将对公司品牌形象造成不利影响，公司将面临经营效益下降的风险。

**原材料价格波动风险：**如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，可能会影响公司产品的市场竞争力，公司将面临利润下降的风险。



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2018          | 2019          | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|-----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 457.93        | 487.18        | 682.76          | 968.98          | 1,099.15        |
| 应收票据及应收账款       | 41.83         | 45.60         | 29.90           | 80.02           | 45.51           |
| 预付账款            | 7.57          | 3.37          | 4.37            | 8.20            | 5.68            |
| 存货              | 31.66         | 80.04         | 57.90           | 36.72           | 81.26           |
| 其他              | 4.96          | 9.28          | 6.91            | 8.40            | 9.10            |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>543.95</b> | <b>625.48</b> | <b>781.84</b>   | <b>1,102.33</b> | <b>1,240.70</b> |
| 长期股权投资          | 0.30          | 0.01          | 0.01            | 0.01            | 0.01            |
| 固定资产            | 217.62        | 208.13        | 240.21          | 283.24          | 319.84          |
| 在建工程            | 10.71         | 53.04         | 67.82           | 88.69           | 83.22           |
| 无形资产            | 39.47         | 37.30         | 35.11           | 32.91           | 30.72           |
| 其他              | 31.36         | 43.36         | 21.53           | 20.55           | 21.24           |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>299.45</b> | <b>341.84</b> | <b>364.67</b>   | <b>425.40</b>   | <b>455.02</b>   |
| <b>资产总计</b>     | <b>843.40</b> | <b>967.32</b> | <b>1,146.51</b> | <b>1,527.73</b> | <b>1,695.72</b> |
| 短期借款            | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付票据及应付账款       | 86.14         | 93.01         | 87.44           | 151.15          | 116.59          |
| 其他              | 138.26        | 133.24        | 116.19          | 205.44          | 142.28          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>224.39</b> | <b>226.26</b> | <b>203.62</b>   | <b>356.59</b>   | <b>258.86</b>   |
| 长期借款            | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他              | 25.60         | 25.50         | 22.35           | 24.48           | 24.11           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>25.60</b>  | <b>25.50</b>  | <b>22.35</b>    | <b>24.48</b>    | <b>24.11</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>250.00</b> | <b>251.75</b> | <b>225.97</b>   | <b>381.07</b>   | <b>282.97</b>   |
| 少数股东权益          | 0.65          | 0.63          | 0.28            | (0.49)          | (1.42)          |
| 股本              | 186.00        | 186.00        | 248.00          | 248.00          | 248.00          |
| 资本公积            | 87.97         | 87.10         | 87.10           | 87.10           | 87.10           |
| 留存收益            | 406.75        | 528.94        | 672.26          | 899.15          | 1,166.16        |
| 其他              | (87.97)       | (87.10)       | (87.10)         | (87.10)         | (87.10)         |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>593.41</b> | <b>715.57</b> | <b>920.54</b>   | <b>1,146.66</b> | <b>1,412.74</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>843.40</b> | <b>967.32</b> | <b>1,146.51</b> | <b>1,527.73</b> | <b>1,695.72</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2018           | 2019            | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润            | 142.89         | 154.01          | 143.32         | 226.89         | 267.01         |
| 折旧摊销           | 26.15          | 24.93           | 15.34          | 18.29          | 21.07          |
| 财务费用           | (15.73)        | (17.26)         | (21.37)        | (30.17)        | (37.77)        |
| 投资损失           | (0.18)         | (0.50)          | (5.00)         | (5.00)         | (5.00)         |
| 营运资金变动         | (4.28)         | (88.19)         | 35.27          | 121.81         | (106.98)       |
| 其它             | (12.59)        | 38.26           | (0.35)         | (0.77)         | (0.93)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>136.26</b>  | <b>111.25</b>   | <b>167.21</b>  | <b>331.05</b>  | <b>137.40</b>  |
| 资本支出           | 7.38           | 52.42           | 63.15          | 77.87          | 50.37          |
| 长期投资           | 0.00           | (0.29)          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (14.22)        | (152.15)        | (118.15)       | (152.87)       | (95.37)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(6.84)</b>  | <b>(100.02)</b> | <b>(55.00)</b> | <b>(75.00)</b> | <b>(45.00)</b> |
| 债权融资           | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 股权融资           | 16.72          | 14.85           | 83.37          | 30.17          | 37.77          |
| 其他             | (39.70)        | (51.84)         | (0.00)         | (0.00)         | (0.00)         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(22.98)</b> | <b>(36.98)</b>  | <b>83.37</b>   | <b>30.17</b>   | <b>37.77</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>106.44</b>  | <b>(25.75)</b>  | <b>195.58</b>  | <b>286.22</b>  | <b>130.17</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018          | 2019            | 2020E         | 2021E           | 2022E           |
|------------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>990.21</b> | <b>1,063.97</b> | <b>952.30</b> | <b>1,371.02</b> | <b>1,558.50</b> |
| 营业成本             | 660.06        | 711.73          | 632.86        | 886.94          | 996.74          |
| 营业税金及附加          | 7.91          | 6.47            | 7.10          | 10.39           | 11.34           |
| 营业费用             | 87.47         | 95.80           | 95.23         | 123.39          | 140.27          |
| 管理费用             | 73.01         | 75.69           | 76.18         | 95.97           | 109.10          |
| 研发费用             | 4.46          | 4.96            | 5.71          | 6.86            | 7.79            |
| 财务费用             | (16.77)       | (15.73)         | (21.37)       | (30.17)         | (37.77)         |
| 资产减值损失           | 0.48          | (0.07)          | 0.16          | 0.19            | 0.19            |
| 公允价值变动收益         | 0.00          | 0.97            | 0.00          | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 0.18          | 0.50            | 5.00          | 5.00            | 5.00            |
| 其他               | (4.11)        | (5.55)          | (10.00)       | (10.00)         | (10.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>177.53</b> | <b>189.19</b>   | <b>161.42</b> | <b>282.44</b>   | <b>335.85</b>   |
| 营业外收入            | 12.16         | 21.13           | 30.00         | 20.00           | 20.00           |
| 营业外支出            | 0.36          | 2.18            | 0.79          | 0.95            | 1.07            |
| <b>利润总额</b>      | <b>189.33</b> | <b>208.14</b>   | <b>190.63</b> | <b>301.49</b>   | <b>354.78</b>   |
| 所得税              | 46.44         | 54.13           | 47.66         | 75.37           | 88.70           |
| <b>净利润</b>       | <b>142.89</b> | <b>154.01</b>   | <b>142.97</b> | <b>226.12</b>   | <b>266.09</b>   |
| 少数股东损益           | (0.46)        | (0.71)          | (0.35)        | (0.77)          | (0.93)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>143.35</b> | <b>154.72</b>   | <b>143.32</b> | <b>226.89</b>   | <b>267.01</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.58          | 0.62            | 0.58          | 0.91            | 1.08            |

| 主要财务比率         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 14.26%  | 7.45%   | -10.50% | 43.97%  | 13.67%  |
| 营业利润           | 23.62%  | 6.57%   | -14.68% | 74.98%  | 18.91%  |
| 归属于母公司净利润      | 27.37%  | 7.93%   | -7.37%  | 58.31%  | 17.68%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 33.34%  | 33.11%  | 33.54%  | 35.31%  | 36.05%  |
| 净利率            | 14.48%  | 14.54%  | 15.05%  | 16.55%  | 17.13%  |
| ROE            | 24.18%  | 21.64%  | 15.57%  | 19.78%  | 18.88%  |
| ROIC           | 130.88% | 123.27% | 56.77%  | 87.50%  | 142.29% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 29.64%  | 26.03%  | 19.71%  | 24.94%  | 16.69%  |
| 净负债率           | -77.17% | -68.08% | -74.17% | -84.51% | -77.80% |
| 流动比率           | 2.42    | 2.76    | 3.84    | 3.09    | 4.79    |
| 速动比率           | 2.28    | 2.41    | 3.56    | 2.99    | 4.48    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 25.30   | 24.34   | 25.23   | 24.95   | 24.83   |
| 存货周转率          | 41.90   | 19.05   | 13.81   | 28.98   | 26.42   |
| 总资产周转率         | 1.27    | 1.18    | 0.90    | 1.03    | 0.97    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.58    | 0.62    | 0.58    | 0.91    | 1.08    |
| 每股经营现金流        | 0.55    | 0.45    | 0.67    | 1.33    | 0.55    |
| 每股净资产          | 2.39    | 2.88    | 3.71    | 4.63    | 5.70    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 67.99   | 62.99   | 68.00   | 42.96   | 36.50   |
| 市净率            | 16.44   | 13.63   | 10.59   | 8.50    | 6.89    |
| EV/EBITDA      | 0.00    | 0.00    | 58.19   | 32.36   | 27.02   |
| EV/EBIT        | 0.00    | 0.00    | 64.56   | 34.71   | 28.93   |

### 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<br>邮编：100031<br>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<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |