

# 甘源食品 (002991)

公司研究/动态报告

## 产品推新+渠道扩张+产能投放，持续打造新增长点

动态研究报告/食品饮料

2021年02月23日

### 报告摘要:

#### ● H1推出新三样及口味型坚果，完善坚果类产品矩阵

甘源将在老三样优势产品之外，着力打造新三样产品及口味型坚果，以进一步丰富产品矩阵。甘源 20H1 老三样收入占比超 70%，公司正着力打造新三样（花生、兰花豆、虾条豆果）及持续开发口味型坚果，达成更加完善的坚果系列产品矩阵。公司秉持极致小单品策略，产品体系由籽坚果延伸至树坚果，产品跨度小，能有效复制籽坚果口味研发经验，同时公司坚持深耕坚果领域，品牌心智清晰。口味型坚果是目前诸多坚果品牌尚未深入涉足的领域，结合甘源在口味研发方面的优势，有望在口味型坚果领域抢占先机。此外，公司计划将于 21H2 推出坚果品类以外的新产品线，并打造第二店中岛。

#### ● 市场下沉空间广阔，散装专柜进场进一步拉动规模增长

甘源渠道下沉空间广阔，散装专柜铺设进一步的打开市场空间。甘源目前已覆盖一二线城市及 130 余个地级市，仍有 200 余个地级市及广大的县乡渠道有待开发。公司下一步将大力开拓空白市场，在县级市场与头部经销商合作，积极培育优质渠道。甘源目前拥有 6000 余条散装中小柜及 3000 余条坚果专柜，计划 2021 年继续铺设 5000 条以上坚果专柜，在 KA 渠道大力发展散装市场。甘源意在打造具有品牌心智的坚果炒货店中岛，在 SKU 推新、产品矩阵持续完善的背景下，甘源有能力填充大型坚果专柜，并通过新品置换销量不佳的老品，双重动力带动收入规模进一步提升。

#### ● 安阳产能预计年中投产，萍乡产能继续扩张，共同储备新品产能空间

安阳产能稍有缩减，萍乡产能继续扩大，重新规划新品产能储备。2019 年公司产能利用率超 85%，已处行业高位水平。IPO 募资拟建设 3.6 万吨安阳第二生产基地，预计将于今年年中前后正式投产，主要用于花生等坚果类新品生产。但安阳产能在原定基础上有部分缩减，原因在于公司规划进一步扩大萍乡产能，为 2021H2 及 2022 年所推坚果以外的新品类储备产能。

#### ● 投资建议

由于公司持续推进产品推新+渠道扩张+产能投放，我们对此前盈利预测进行调整。预计 2020-2022 年公司收入为 12.14/15.32/19.15 亿元，同比+9.4%/+26.2%/+25.0%；归母净利润为 2.02/2.38/2.82 亿元，同比+20.2%/+17.9%/+18.3%；对应摊薄后 EPS 为 2.17/2.55/3.02 元；对应 PE 为 40X/34X/29X。我们看好公司在产品创新、渠道扩张、产能投放带来的成长空间，维持“推荐”评级。

#### ● 风险提示

新品推广不及预期，行业竞争加剧，食品质量及安全问题。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,109	1,214	1,532	1,915
增长率 (%)	21.7%	9.4%	26.2%	25.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	168	202	238	282
增长率 (%)	40.1%	20.2%	17.9%	18.3%
每股收益 (元)	2.40	2.17	2.55	3.02
PE (现价)	35.9	39.8	33.7	28.5
PB	11.9	5.0	4.3	3.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**

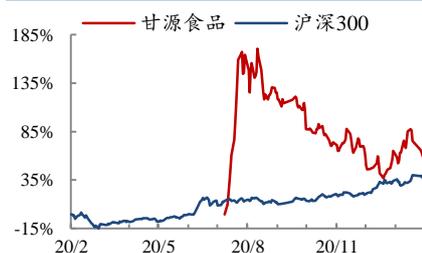
维持评级

当前价格： 86.09 元

交易数据 2021-2-22

近 12 个月最高/最低 (元)	157.42/46.12
总股本 (百万股)	93
流通股本 (百万股)	23
流通股比例 (%)	25.00
总市值 (亿元)	80
流通市值 (亿元)	20

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

#### 相关研究

1. 甘源食品 (002991.SZ) 调研简报：新品、渠道、产能三重蓄力，打造新增长点
2. 甘源食品 (002991) 2020 年三季度点评：新品上线+渠道发力，双驱动保驾持续增长

## 目录

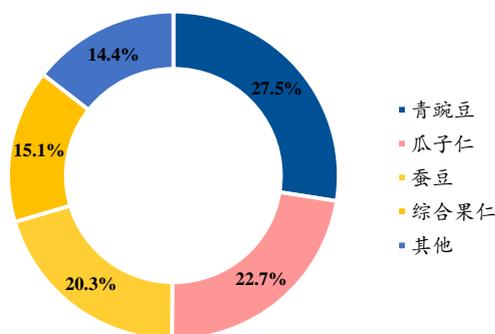
<b>1 产品：新三样及口味型坚果将于 H1 推出，完善坚果类产品矩阵</b> .....	<b>3</b>
1.1 品类扩张、SKU 增补，产品矩阵持续完善 .....	3
1.2 自主生产+技术研发，保障产品品质 .....	4
<b>2 渠道：市场下沉空间广阔，散装坚果专柜加快进场</b> .....	<b>5</b>
2.1 KA 渠道市场下沉空间广阔 .....	5
2.2 散装进场打开巨大市场空间 .....	6
2.3 社区团购布局空白市场 .....	6
2.4 电商模式重新梳理，新亮点值得期待 .....	7
<b>3 产能：安阳产能预计年中投放，萍乡产能持续扩张，共同推动新品放量</b> .....	<b>8</b>
3.1 安阳产能预计年中放量，坚果新品投放值得期待 .....	8
3.2 萍乡新增产能，为后续规模扩张推出做足储备 .....	8
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>9</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>9</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>11</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>11</b>

# 1 产品：新三样及口味型坚果将于 H1 推出，完善坚果类产品矩阵

## 1.1 品类扩张、SKU 增补，产品矩阵持续完善

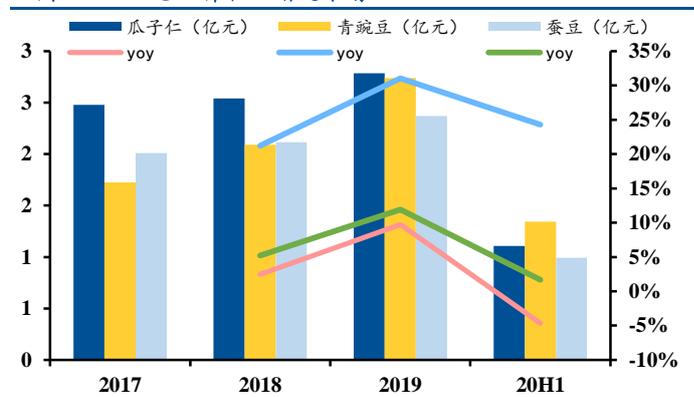
甘源目前产品矩阵主要为老三样，即青豌豆、瓜子仁、蚕豆。2020H1 老三样占比超 70%，是公司核心产品矩阵，也是在市场上已建立稳固优势的品类。甘源秉持极致小单品策略，对每一个产品口味匠心琢磨，开创独特蟹黄味、芥末味、椰香味等十余种市场新口味。甘源对口味的匠心与创新，建立了口味型豆类领域独特壁垒，在市场同类产品中保持绝对领先地位。但老三样产品在规模高基数背景下增速有所放缓，2019-2020H1 年青豌豆系列产品尚持续保持 20% 以上增长，但瓜子仁及蚕豆系列于 20H1 增速下滑明显，拖累老三样整体收入增速降至个位数。

图1: 老三样占公司 70% 以上收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2: 20H1 老三样收入增速下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

后续构思新三样及口味型坚果，构建更加丰富产品矩阵。新三样是指花生、兰花豆及虾条豆果，口味型坚果在传统坚果基础上，添加更为丰富的口味，预计袋装及散装共 20 个 SKU。目前已推出部分花生、兰花豆、口味型坚果产品，终端市场反馈良好。老三样以外产品系列在公司收入占比也持续提升，由 2017 年占比 20.88% 持续提升至 2020H1 占比 29.47%。后续在更多新品推出、产品系列更加完善的情况下，期待新三样及口味型坚果更好的市场表现。此外，公司计划在 2021H1 完善坚果产品矩阵之后，于 2021H2 推出坚果以外的全新产品系列，并推出散称包装，打造第二店中岛。

品牌力+研发创新，孵化全国化籽坚果品牌。目前花生、兰花豆等籽坚果仍是蓝海市场，没有形成具备全国化认知度的龙头品牌。甘源意在目前籽坚果领域的坚实品牌力基础上，发力整合花生等品类。2020 年 9 月公司推出 4 个口味的花生，仅在约 40% 的 KA 渠道及线上进行推广，推广效果良好，后续将在全渠道进行推广。公司已储备多个新口味，预计将于今年 3/4 月前后继续推出，形成系列化产品体系，将在全部大型 KA 渠道同步推出。同时，花生等籽坚果将推出散装产品，在袋装、散装两个领域同步发力。

籽坚果优势复制树坚果，开创口味型坚果新品类。目前市场上坚果产品主要集中于原味带壳坚果及每日坚果，而每日坚果仅是将多种原味坚果去壳后混合在一起，并未进行坚果本身的研发创新。甘源选择了独特的口味型坚果赛道，根据坚果不同特性，改变传统坚果口味。甘源 2020

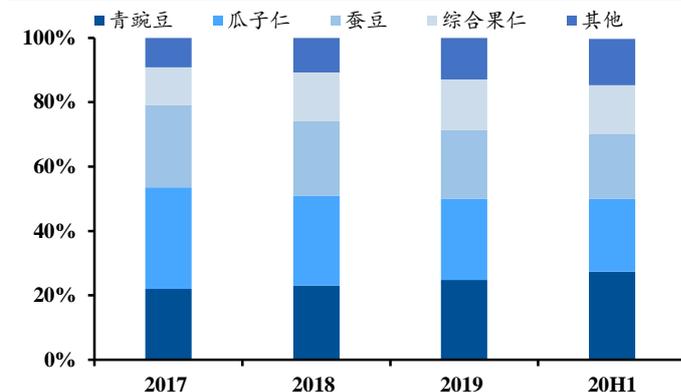
年已推出 7 个口味型坚果，目前仍有诸多新品正在储备中，计划于今年 3/4 月前继续推新，并统一包装，与花生系列共同构成黑色系列包装，构成终端系列化品牌陈列。口味型坚果是目前诸多坚果品牌尚未深入涉足的领域，叠加甘源在口味研发方面的突出优势与口味型坚果高度重叠的品牌心智，有望在这一领域抢占先机。

图3: 甘源陆续推出花生、口味型坚果等新品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图4: 老三样以外产品系列占比持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 1.2 自主生产+技术研发，保障产品品质

**致力极致小单品战略，贯穿研发到生产全流程。**甘源致力于极致小单品策略，不仅注重产品口味的研发打磨，也在生产环节发力，不断改进生产技术，设计定制非标生产设备，磨合生产工艺，达成高度自动化水平，保证产品的安全性与统一性。

**品类延伸逻辑，更易形成规模效应。**口味型坚果与口味型蚕豆、口味型花生等，同属坚果类，产品跨度小，区别于盐津铺子的品类叠加模式，甘源是品类延伸的逻辑。新老产品生产流程相似，生产线共用程度高，更容易形成规模效应。一方面老三样口味创新的经验可复制于花生、坚果等新品，另一方面自动化生产线复用程度高，有效提高生产效益。甘源经历技术变革的全过程，在拓展新品类，升级新生产线自动化生产方面，具有充足的经验和优势。

图5: 甘源品类延伸逻辑



资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 2 渠道：市场下沉空间广阔，散装坚果专柜加快进场

### 2.1 KA 渠道市场下沉空间广阔

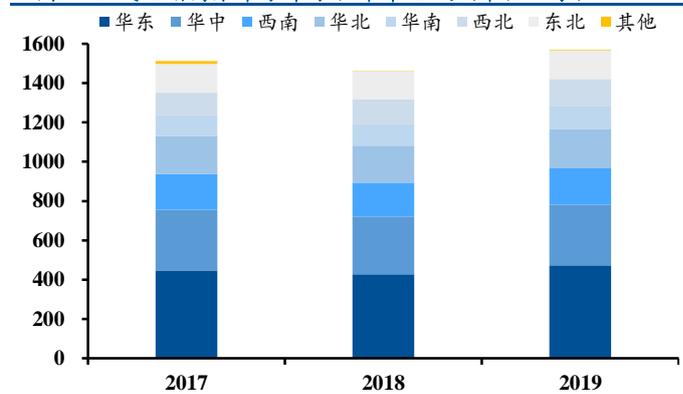
市场空白区域较多，渠道下沉空间广阔。目前甘源主要进驻一二线城市及 130 余个地级市，仍有近 200 个地级市和广大县乡市场处于自然发展状态。截至 2019 年末，公司拥有 1569 家正式经销商及 616 家试销经销商（试销经销商为年下单次数小于两次，或销售金额小于 10 万元的经销商），2017-2019 年经销商数量基本保持稳定。正式经销商主要集中于华东、华中地区，与公司业务分布一致。在未来持续增加 SKU、构建更丰富产品矩阵的背景下，公司将加大销售团队的支持力度，与各地头部经销商联手打开未来增长空间。公司下一步将大力开拓空白地级市及广大县级市场，与县级市场头部经销商合作，精耕地方市场。且甘源采用一级经销商模式，保障了公司对渠道的充分把控力度。

图6：2019 年末公司拥有 1569 家正式经销商（单位：家）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

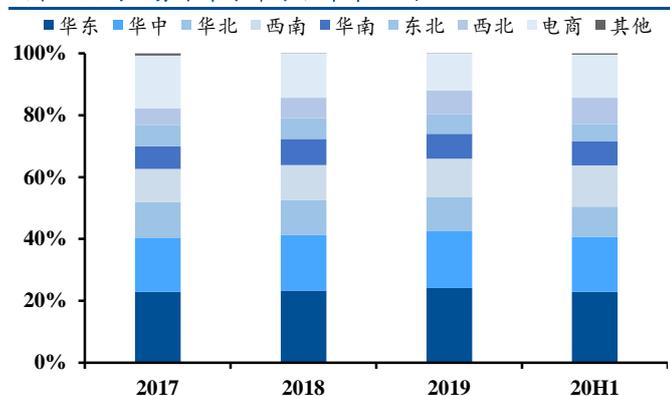
图7：正式经销商集中于华东、华中区域（单位：家）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

区域发展差异程度大，下一步重点发展弱势区域。甘源渠道已覆盖全国 32 个省市自治区，但在不同区域发展水平不平衡。2020H1 公司华东/华中区域分别实现收入占比 22.94%/17.71%，并将江西、湖南、湖北、四川、山东 5 个省份打造为样板市场，其他区域占比相对较低。未来在样板市场示范下，公司将重点加大弱势区域的开拓力度。

图8：公司业务集中于华东、华中区域



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：甘源打造江西、湖南等 5 个样板市场



资料来源：公司官网，民生证券研究院

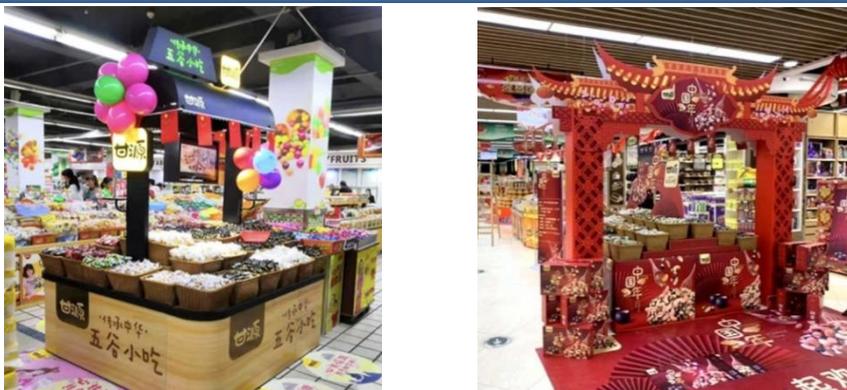
## 2.2 散装进场打开巨大市场空间

**散装进场，带动单店收入提升。**目前甘源已进驻 KA 渠道散装市场，截至 2020 年底已铺设 6000 余条散装中小柜以及 3000 余条 1.8\*1.8 米 36 缸坚果专柜。公司计划 2021 年继续铺设 5000 条以上坚果专柜，包含新设专柜及替换中小柜，另外也将根据地区及商超情况继续铺设中小型散装柜。2020 年公司散装业务预计约占线下总销量的 50-55%，在产品矩阵持续完善大背景下，甘源将具备填充大型坚果专柜的产品能力，并将逐步置换效率不高的单品以提高单岛坪效。

**发展坚果专柜，建立坚果品牌心智。**甘源的出发点在于建立具有品牌心智的店中岛，沿着籽坚果向树坚果发展，散装柜也意在建立坚果炒货专柜，仅陈列坚果类产品以谋求更好的陈列效果。对比盐津铺子品类叠加模式，甘源坚持极致小单品策略，品牌心智清晰。在维护品牌形象及定位的同时，也正契合大型商超对散装区品牌化、成熟化、服务优质的合作诉求，目前国内尚缺乏全国化散装坚果品牌，甘源发展散称包装，正好弥补了散装品牌坚果的空缺。

**散装专柜产品结构以中端价格带为主，口味型坚果不推散称包装。**对于散装专柜的产品结构，公司在目前的老三样基础下，已储备花生、带壳西瓜子、南瓜子等散装单品，预计将于今年一季度末二季度初前后推出，但不会推出口味型坚果的散称包装，主要是考虑到散装产品需要货值接近，未来专柜产品的研发思路也将以中端价格带为主。

图10:甘源散装坚果专柜



资料来源：公司官网，民生证券研究院

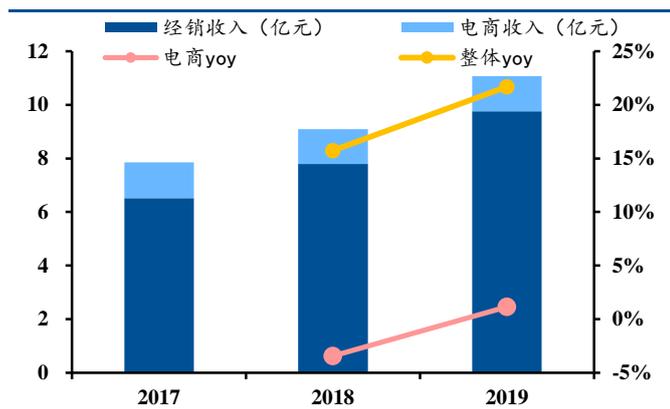
## 2.3 社区团购布局空白市场

**社区团购业务快速发展，补充空白市场布局。**甘源于 2020 年 4 月成立社区营销部，对接社区团购，实现订单隔天送达团长，再转入消费者手中。与方便面、饮料等已实现全国高渗透率的品牌不同，甘源的社区团购模式没有挤占流通渠道的市场空间，反而通过社区团购模式提高了空白市场覆盖率。甘源于 4 月开始搭建团购后台配置，于 8 月开始在湖北、湖南运营，至今已逐渐铺开全国化市场，订单规模实现快速增长。甘源目前发展社区团购所面临的主要困境在于缺乏中转仓及前置仓，难以有效配合全国化团购业务。目前甘源暂时与各地经销商合作，租用或共用经销商仓库达成部分终端配送，同时在全国头部大团购所在地建立分仓来配合社区团购工作。2021 年甘源计划重点发展社区团购，也将着力解决中转仓及前置仓问题。

## 2.4 电商模式重新梳理，新亮点值得期待

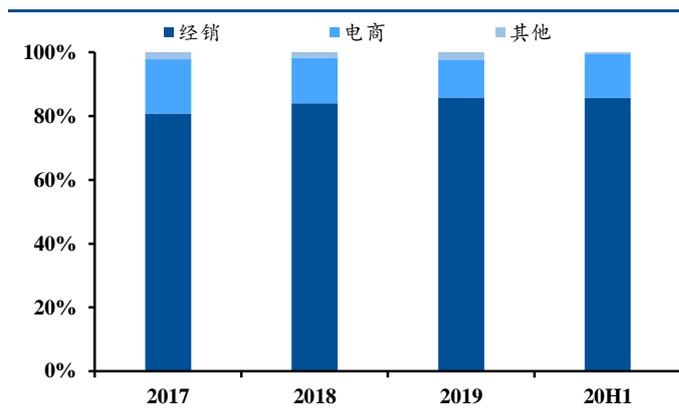
电商模式重构新发展思路，2021 年期待突破。甘源销售模式以经销为主，电商为辅，2017-2019 年电商模式分别实现收入 1.34/1.30/1.31 亿元，电商收入增速显著跑输公司整体增速，占比分别为 17.10%/14.27%/11.86%，处于持续下滑趋势，2020H1 疫情背景下电商收入占比升至 13.92%。公司接下来将重点改造电商渠道，已在杭州成立电商运营公司，基本完成团队招募，2021 年将在现有淘宝、京东等传统电商业务模式之外，同步发展短视频、直播带货、第三方合作等业务。

图11:公司电商模式收入增速不及整体



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图12:2017-2019 年电商模式占比逐年下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

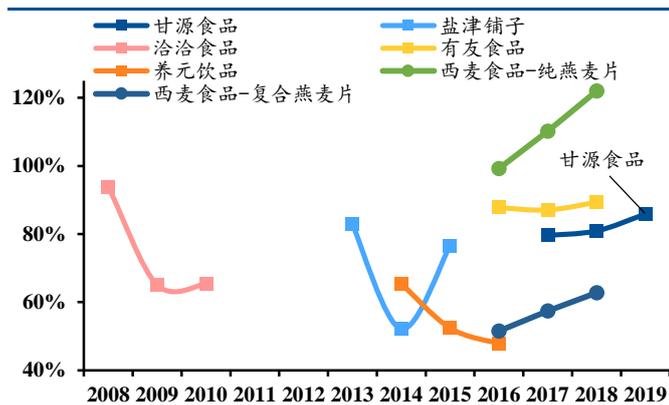
### 3 产能：安阳产能预计年中投放，萍乡产能持续扩张，共同推动新品放量

#### 3.1 安阳产能预计年中放量，坚果新品投放值得期待

现有产能利用率已达高位，产能约束压力明显。公司现有萍乡产能 5.98 万吨，2019 年产能利用率达 85.83%，由于休闲零食具有季节波动性，受春节与双十一高需求推动，休闲销售旺季集中在下半年，对比同业 60%-90% 产能利用率，甘源产能利用率已处绝对高位。

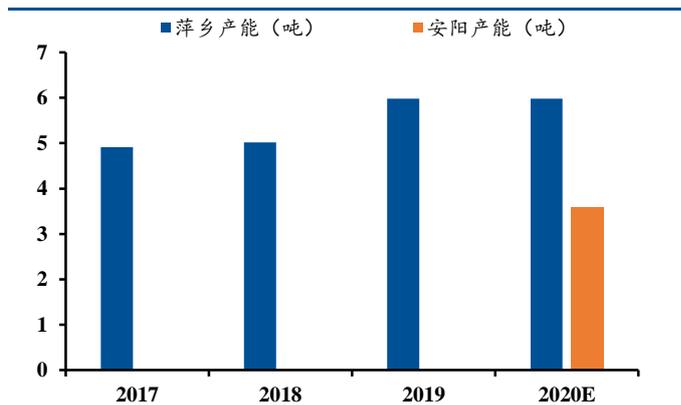
安阳生产基地预计今年年中投产，新品生产在即。甘源于河南安阳新建第二生产基地，根据招股说明书，原计划建设年产 3.6 万吨生产基地，将投放花生、带壳西瓜子、南瓜子等新品，选址安阳是因花生等产品的优质原料主要在河南、山东等地。随着经营发展，公司拟在 3.6 万吨基础上缩减部分产能，并进一步扩大原厂萍乡生产规模。目前安阳生产基地正在建设中，预计将于 2021 年年中前后投产。

图13:甘源 80%以上产能利用率属于行业高位水平



资料来源：各公司招股说明书，民生证券研究院

图14:公司原计划于河南安阳新建年产 3.6 万吨生产基地



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

#### 3.2 萍乡新增产能，为后续规模扩张推出做足储备

萍乡产能持续建设，为坚果以外新品推出建立生产基础。萍乡主要生产老三样等传统产品，由于公司经营及生产安排，公司计划进一步扩大萍乡产能。2021 年 1 月已开始重新建设公司最早的一厂，为即将推出的新店中岛搭建两个新车间。此外公司新拍萍乡周边 100 余亩土地，预期将于 2021 年 5 月交付土地，预计萍乡新规划产能将为 2022 年之后的规模扩张做足生产端储备。

## 4 盈利预测

公司 2020 前三季度实现营业收入 7.94 亿元，同比+9.75%。考虑到 2021 年春节错期、备货旺季将部分延至 2021 年 1 月，因此我们预计公司 20Q4 收入增速或将低于前三季度，预计 2020 年全年实现收入 12 亿元，同比+9.5%。

表1: 公司收入拆分预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
瓜子仁	247.90	253.98	278.70	271.18	302.51	324.19
yoy		2.45%	9.73%	-2.70%	11.56%	7.17%
青豌豆	172.54	209.15	274.06	317.91	387.21	441.93
yoy		21.22%	31.03%	16.00%	21.80%	14.13%
蚕豆	201.15	211.64	236.86	239.28	259.20	273.13
yoy		5.21%	11.92%	1.02%	8.32%	5.37%
综合果仁及豆果系列	92.32	137.27	173.44	184.40	218.42	258.72
yoy		48.68%	26.35%	6.32%	18.45%	18.45%
花生及口味型坚果				45.00	167.50	324.75
yoy					272.22%	93.88%
其他	73.67	99.37	146.07	156.16	196.67	292.28
yoy		34.88%	47.00%	6.90%	25.94%	48.61%
合计	787.58	911.41	1,109.13	1,213.93	1,531.51	1,914.99
yoy		15.72%	21.69%	9.45%	26.16%	25.04%

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

我们以洽洽食品、盐津铺子、三只松鼠、良品铺子、来伊份 5 家公司作为可比对象, 公司目前股价对应 2021 年预期 PE 为 34X, 略低于可比公司平均 40X 以及中信休闲食品板块 36X 的估值水平。

表2: 可比休闲食品公司估值

公司	2021 年预测 PE (算术平均)	公司	2021 年预测 PE (算术平均)
洽洽食品	32X	良品铺子	56X
盐津铺子	37X	来伊份	28X
三只松鼠	45X		
核心可比公司平均估值	40X	CS 休闲食品	36X

资料来源: Wind, 民生证券研究院

由于公司持续推进产品推新+渠道扩张+产能投放, 我们对此前盈利预测进行调整。预计 2020-2022 年公司收入为 12.14/15.32/19.15 亿元, 同比+9.4%/+26.2%/+25.0%; 归母净利润为 2.02/2.38/2.82 亿元, 同比+20.2%/+17.9%/+18.3%; 对应摊薄后 EPS 为 2.17/2.55/3.02 元; 对应 PE 为 40X/34X/29X。我们看好公司在产品创新、渠道扩张、产能投放带来的成长空间, 维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

新品推广不及预期, 行业竞争加剧, 食品质量及安全问题。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,109	1,214	1,532	1,915
营业成本	648	687	876	1,095
营业税金及附加	14	15	19	24
销售费用	192	212	291	383
管理费用	38	38	49	59
研发费用	4	5	8	10
EBIT	213	256	288	344
财务费用	(0)	(1)	(16)	(20)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	6	6	6	6
营业利润	226	270	318	377
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	225	271	319	378
所得税	57	69	81	96
净利润	168	202	238	282
归属于母公司净利润	168	202	238	282
EBITDA	242	286	322	382

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	71	1096	1345	1520
应收账款及票据	11	11	15	18
预付款项	7	11	12	15
存货	99	86	148	144
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	431	1446	1766	1942
长期股权投资	0	6	12	18
固定资产	345	353	425	465
无形资产	101	122	140	155
非流动资产合计	431	511	504	690
资产合计	862	1957	2270	2632
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	84	80	103	131
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	250	240	314	395
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债合计	358	348	422	503
股本	70	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	504	1609	1847	2129
负债和股东权益合计	862	1957	2270	2632

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.7%	9.4%	26.2%	25.0%
EBIT 增长率	46.9%	19.9%	12.8%	19.1%
净利润增长率	40.1%	20.2%	17.9%	18.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.6%	43.4%	42.8%	42.8%
净利润率	15.1%	16.6%	15.5%	14.7%
总资产收益率 ROA	19.5%	10.3%	10.5%	10.7%
净资产收益率 ROE	33.3%	12.5%	12.9%	13.2%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.7	6.0	5.6	4.9
速动比率	1.3	5.7	5.1	4.6
现金比率	1.2	5.6	5.0	4.5
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.1	3.2	3.1	3.1
存货周转天数	47.5	48.3	48.0	48.0
总资产周转率	1.4	0.9	0.7	0.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.4	2.2	2.6	3.0
每股净资产	7.2	17.3	19.8	22.8
每股经营现金流	3.4	2.4	2.9	4.2
每股股利	1.1	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	35.9	39.8	33.7	28.5
PB	11.9	5.0	4.3	3.8
EV/EBITDA	32.3	23.8	20.2	16.6
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	168	202	238	282
折旧和摊销	30	30	34	38
营运资金变动	41	(0)	3	80
经营活动现金流	236	225	268	393
资本开支	76	103	20	218
投资	(146)	0	0	0
投资活动现金流	(216)	(103)	(20)	(218)
股权募资	0	903	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(70)	903	0	0
现金净流量	(51)	1,025	248	176

## 插图目录

图 1: 老三样占公司 70% 以上收入.....	3
图 2: 20H1 老三样收入增速下滑.....	3
图 3: 甘源陆续推出花生、口味型坚果等新品.....	4
图 4: 老三样以外产品系列占比持续提升.....	4
图 5: 甘源品类延伸逻辑.....	4
图 6: 2019 年末公司拥有 1569 家正式经销商.....	5
图 7: 正式经销商集中于华东、华中区域.....	5
图 8: 公司业务集中于华东、华中区域.....	5
图 9: 甘源打造江西、湖南等 5 个样板市场.....	5
图 10: 甘源散装坚果专柜.....	6
图 11: 公司电商模式收入增速不及整体.....	7
图 12: 2017-2019 年电商模式占比逐年下滑.....	7
图 13: 甘源 80% 以上产能利用率属于行业高位水平.....	8
图 14: 公司原计划于河南安阳新建年产 3.6 万吨生产基地.....	8

## 表格目录

表 1: 公司收入拆分预测 (百万元).....	9
表 2: 可比休闲食品公司估值.....	9

## 分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

## 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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。