

# 华熙生物 (688363)

## 品牌建设元年护肤品高增带动 Q4 营收 yoy+73.4%，研发为基生物活性物全产业链开花

### 1. 公司 20 年营收 yoy+39.6%延续高增，护肤品高增带动 Q4 营收+73.4%

公司发布 2020 年报：营收 26.33 亿元，yoy39.6%；归母净利 6.46 亿元，yoy10.3%；扣非归母净利 5.68 亿元，yoy0.1%。每 10 股派发现金红利 4.10 元（含税），现金分红比例 30.47%。20Q1/Q2/Q3/Q4 实现营业收入 3.68、5.79、6.49、10.36 亿元，yoy 分别 3.5%/27.7%/35.7%/73.4%，逐季高增。护肤品业务三位数高增带动 Q4 营收高速增长；实现归母净利润 1.08/1.59/1.71/2.08 亿元，同增 0.8%/0.7%/12.8%/23.0%；实现扣非归母净利润 0.94/1.40/1.40/1.94 亿元，同比-13.6%/-9.9%/-5.7%/25.4%。

### 2. 加强品牌建设力度，费用率有所提高

公司 20 年期间费用率 53.2%，同增 12.2pcts，费用率的提升主要系因为 20 年是公司功能性护肤品品牌元年，需要大力投入品牌建设、渠道开拓，战略性支出导致销售费用提升，同时亦带动营收快速增长。分各费用率看：销售费用率 41.8%，同增 14.1pcts，其中广告宣传费用 1.25 亿元，线上推广服务费 4.93 亿元，费用投入的收效将不断积淀成为品牌护城河；管理费用率 6.2%，同降 3.5pcts；研发费用率 5.4%，同增 0.4pcts，公司持续加大研发力度，打造行业领先科技力。

### 3. 分业务看：功能性护肤品高增长，布局全产业链打通流量逻辑

**原料端：**20 年原料业务实现收入 7.03 亿元，同比略降 7.55%，营收占比 26.73%；毛利率为 78.09%，同比+1.97pcts。原料端随疫情缓和已有所恢复，随着透明质酸原料产品与各种生物活性物凭借技术优势持续巩固壁垒，预计未来延续疫情前的增长态势。

**医疗终端：**20 年医疗终端业务实现收入 5.76 亿元，同增 17.79%，营收占比 21.88%，其中，皮肤类医疗产品收入 4.35 亿元，同增 9.70%；毛利率 84.55%，同减 2.12pcts。未来公司将对医美业务产品体系进行系统梳理规划，加快医美产品管线的布局，通过满足不同消费者的多样化需求，提高公司产品市占率。

**功能性护肤品终端：**20 年功能性护肤品业务实现收入 13.46 亿元，同增 112.19%，营收占比 51.15%；毛利率 81.89%，同增 3.35pcts；功能性护肤品前四大核心品牌报告期内均取得快速增长。未来随着品牌品类矩阵的丰富，商业模式将不断复用、不断深化，打造强品牌认同、高复购、单个用户贡献价值较高的良好商业模式。

**食品终端：**公司今年以来发布两大口服玻尿酸品牌：口服透明质酸权威品牌“黑零”与首款玻尿酸饮用水“水肌泉”，引起消费者强烈关注。此外，公司不断与传统赛道企业共享研发成果实现产品升级，大力推动华熙生物在口服玻尿酸领域的领头羊地位。

### 4. 看未来：研发+产品+营销+管理多维度打造核心壁垒

**在研发方面：**公司持续提升研发力与科技力，上线华熙生物研究院，打造“华熙inside”授权生态，深度赋能产业上下游。**在产品方面：**公司生物活性物平台型企业构建初步成型，医美端预计将于 21 年年中推出全新润致系列填充产品，并着力构建个人消费品品类矩阵。**在营销方面：**线上多平台运营，并与线下媒体强强联合搭建了品牌和流量矩阵。**在管理方面：**成立“华熙大学”，将人才发展与公司中长期业务高度绑定。

**5. 投资建议：**华熙生物致力于生物科技&生物活性材料，凭借微生物发酵和交联两大技术平台，建立了从原料到终端的生物活性物全链路业务，聚焦有助于人类健康的多糖类和氨基酸类物质，玻尿酸、GABA、依克多因等原料及终端产品未来可期。公司将以美丽健康快乐的生命体验为使命，以研发为核心基础，以差异化产品为腾飞之翼。预计 21/22 年净利润 7.6/10.6 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**新技术替代风险、产品注册风险、行业竞争加剧风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,885.57	2,632.73	3,865.01	5,479.12	7,232.43
增长率(%)	49.28	39.63	46.81	41.76	32.00
EBITDA(百万元)	837.34	971.85	934.85	1,286.08	1,729.05
净利润(百万元)	585.61	645.84	762.96	1,061.66	1,438.96
增长率(%)	38.16	10.29	18.13	39.15	35.54
EPS(元/股)	1.22	1.35	1.59	2.21	3.00
市盈率(P/E)	129.85	117.74	99.67	71.62	52.84
市净率(P/B)	16.71	15.15	13.33	11.48	9.57
市销率(P/S)	40.33	28.88	19.67	13.88	10.51
EV/EBITDA	45.06	69.87	78.64	56.49	41.64

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	158.42 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	480.00
流通 A 股股本(百万股)	93.34
A 股总市值(百万元)	76,041.60
流通 A 股市值(百万元)	14,787.23
每股净资产(元)	10.46
资产负债率(%)	12.22
一年内最高/最低(元)	229.45/75.60

### 作者

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

**杨松** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

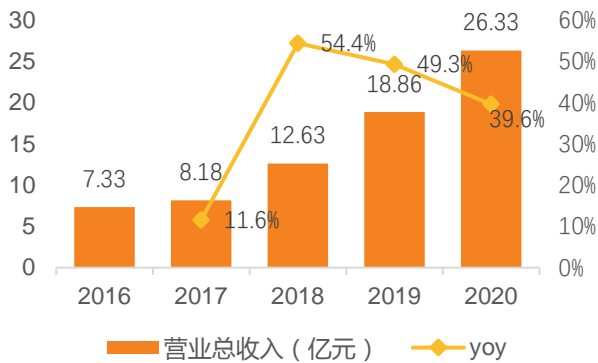
### 相关报告

- 《华熙生物-公司深度研究:领先技术坐落玻尿酸原料龙头，产销合力铸全产业链帝国》2021-03-26
- 《华熙生物-公司点评:功能性护肤品带动营收高增超预期，业务板块全面开花锚定长期业绩》2021-02-27
- 《华熙生物-公司点评:政策落地、品牌发布，食品级玻尿酸未来可期》2021-02-07

## 1. 事件：公司 20 年营收 yoy+39.6%延续高增，护肤品高增带动 Q4 营收+73.4%

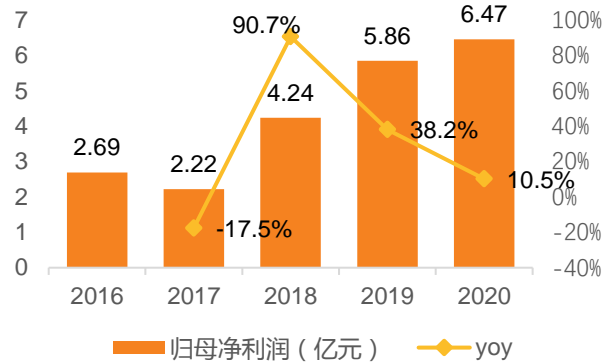
公司发布 2020 年报：营收 26.33 亿元，yoy39.6%；归母净利 6.46 亿元，yoy10.3%；扣非归母净利 5.68 亿元，yoy0.1%。每 10 股派发现金红利 4.10 元(含税)，现金分红比例 30.47%。

图 1：公司 20 年营收 26.33 亿元，yoy39.6%



资料来源：Wind，天风证券研究所

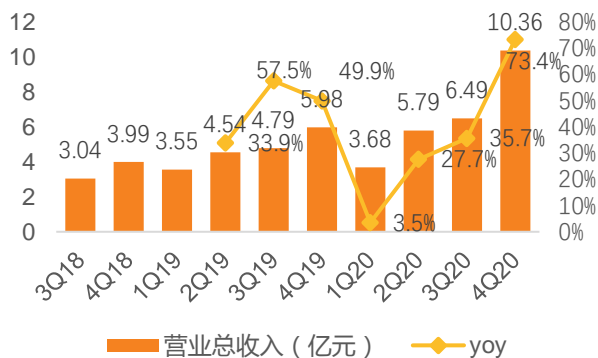
图 2：公司 20 年归母净利 6.46 亿元，yoy10.3%



资料来源：Wind，天风证券研究所

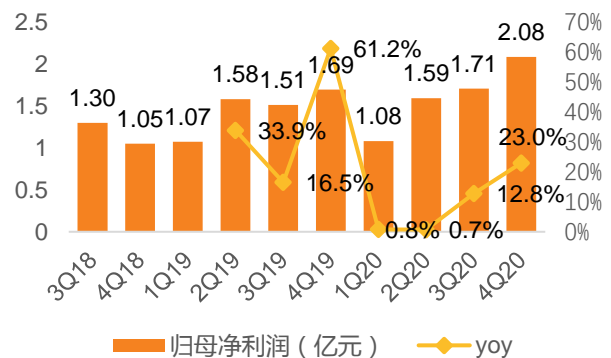
20Q1/Q2/Q3/Q4 实现营业收入 3.68、5.79、6.49、10.36 亿元，yoy 分别 3.5%/27.7%/35.7%/73.4%，逐季高增。护肤品业务三位数高增带动 Q4 营收高增长；实现归母净利润 1.08/1.59/1.71/2.08 亿元，同增 0.8%/0.7%/12.8%/23.0%；实现扣非归母净利润 0.94/1.40/1.40/1.94 亿元，同比-13.6%/-9.9%/-5.7%/25.4%。

图 3：20Q1-4 实现营业收入 3.68/5.79/6.49/10.36 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：20Q1-4 实现归母净利润 1.08/1.59/1.71/2.08 亿元

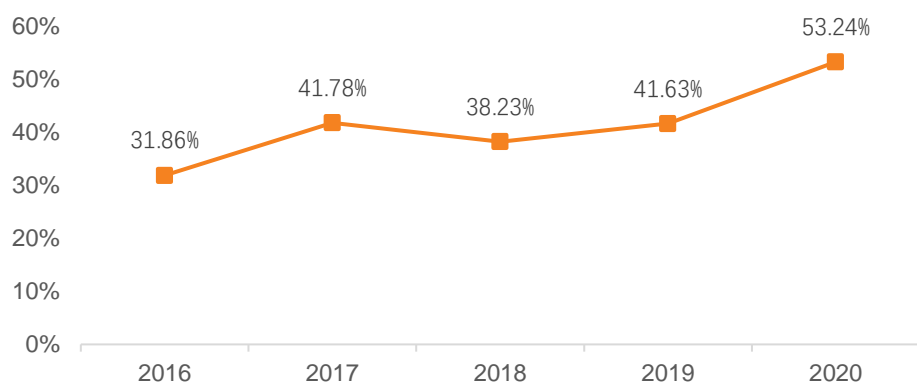


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 加强品牌建设力度，费用率有所提高

公司 20 年期间费用率 53.2%，同增 12.2pcts，费用率的提升主要系因为 20 年是公司功能性护肤品品牌元年，需要大力投入品牌建设、渠道开拓，战略性支出导致销售费用提升，同时亦带动营收快速增长。

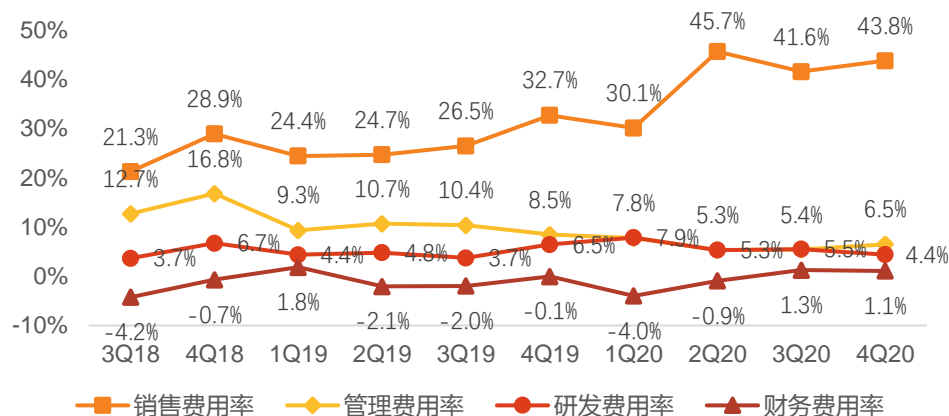
图 5：20 年期间费用率 53.2%，同增 12.2pcts



资料来源：Wind，天风证券研究所

分各费用率看：销售费用率 41.8%，同增 14.1pcts，其中广告宣传费用 1.25 亿元，线上推广服务费 4.93 亿元，费用投入的收效将不断积淀成为品牌护城河；管理费用率 6.2%，同降 3.5pcts，一方面受公司不断推进组织架构优化、运营效率提升等基础能力建设影响，另一方面 20 年不需再计提 Revitacare 对赌协议业绩奖励；研发费用率 5.4%，同增 0.4pcts，公司持续加大研发力度，公司研发人员达 377 人，占公司总人数 18.1%有所提升，同时专利 341 项、在研项目 123 项打造行业领先科技力。

图 6：公司单季度期间费用率

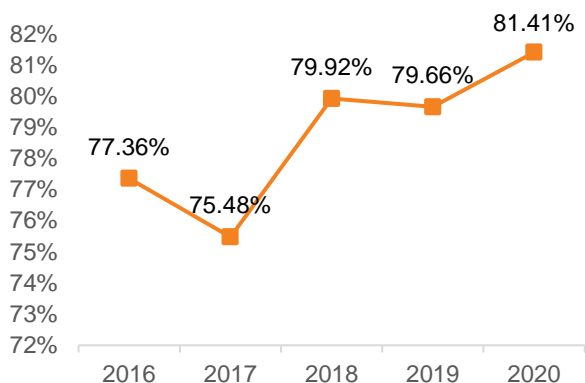


资料来源：Wind，天风证券研究所

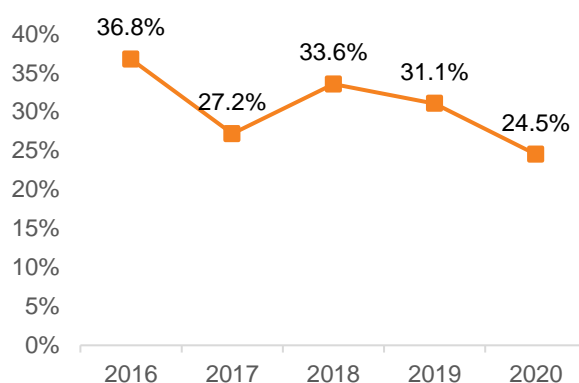
毛利率方面，公司 20 年毛利率 81.41%，同增 1.75pcts，主要来源于护肤品业务占比增长及其毛利率提升。净利率方面，受品牌建设力度加大、费用率提高的影响，公司 20 年归母净利润率 24.5%，同降 6.5pcts。

图 7：公司 20 年毛利率 81.41%，同增 1.75pcts

图 8：公司 20 年归母净利润率 24.5%，同降 6.5pcts



资料来源: Wind, 天风证券研究所

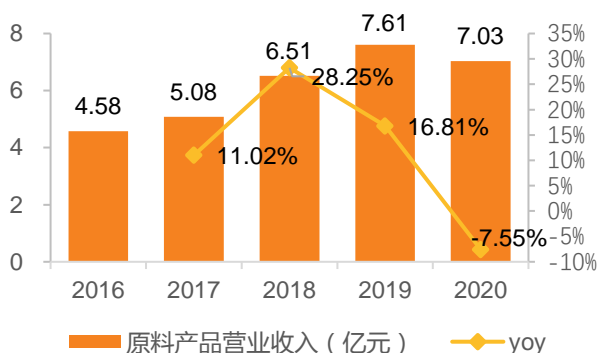


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 分业务看：功能性护肤品高增长，布局全产业链打通流量逻辑

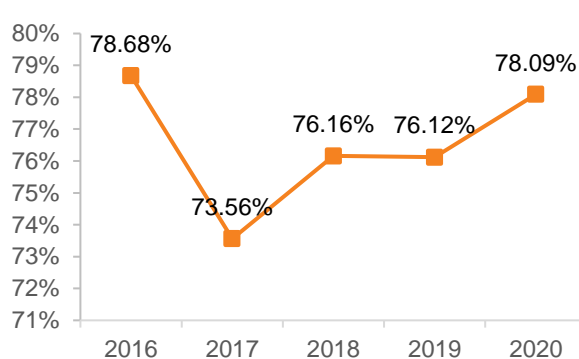
原料端：公司 20 年原料业务实现收入 7.03 亿元，同比略降 7.55%，营收占比 26.73%。原料端收入下降主要系由于国际客户受疫情影响减少对玻尿酸原料的采购，同时海外线下推广活动受到一定冲击。原料业务毛利率为 78.09%，同比+1.97pcts，公司持续发展科技力以支撑产品力，铸就技术壁垒，使得医药级透明质酸原料毛利率保持在 90%左右。原料端随疫情缓和已经有所恢复，随着透明质酸原料产品与各种生物活性物质凭借技术优势持续巩固壁垒，预计未来延续疫情前的增长态势。

图 9：20 年原料业务实现收入 7.03 亿元，同比略降 7.55%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10：公司 20 年原料业务毛利率 78.09%，同比+1.97pcts

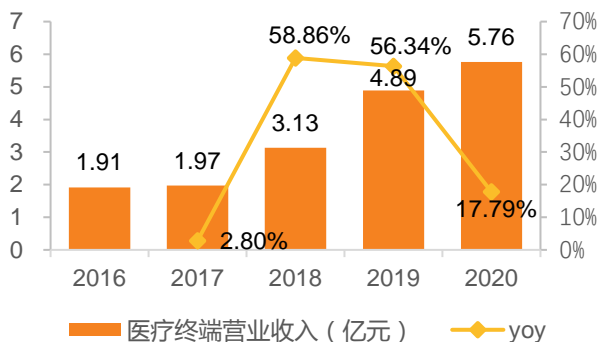


资料来源: Wind, 天风证券研究所

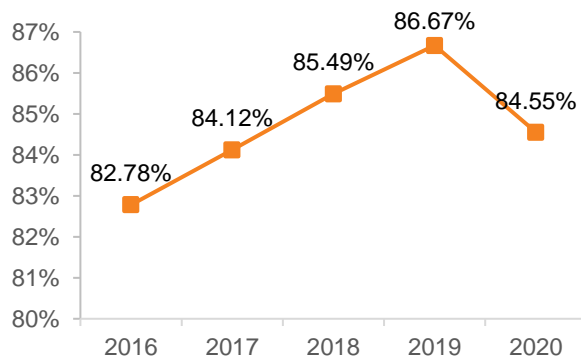
医疗终端：公司 20 年医疗终端业务实现收入 5.76 亿元，同增 17.79%，营收占比 21.88%，其中，皮肤类医疗产品收入 4.35 亿元，同增 9.70%；毛利率 84.55%，同减 2.12pcts。20 年初受疫情影响，公司医疗终端首当其冲，但随着国内疫情缓和、公司积极打通线上线下全域流量，产品热度得到迅速恢复。同时，公司于 20H2 推出拥有强大科技力的润致“娃娃针”，拥有三类医疗器械证书，具有较强的市场竞争力。公司已有数款医疗终端产品完成三类及二类医疗器械注册，未来公司将对医美业务产品体系进行系统梳理规划，加快医美产品管线的布局，通过满足不同消费者的多样化需求，提高公司产品市占率。

图 11：20 年医疗终端业务实现收入 5.76 亿元，同增 17.79%

图 12：20 年医疗终端毛利率 84.55%，同减 2.12pcts



资料来源: Wind, 天风证券研究所

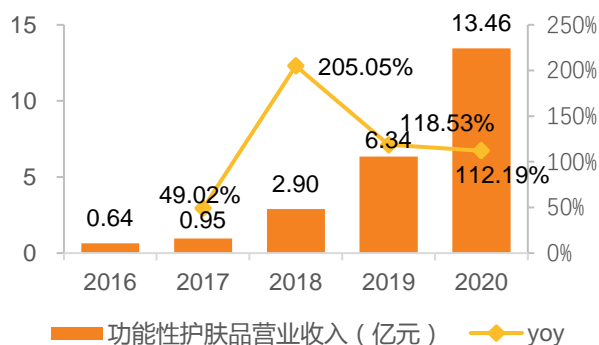


资料来源: Wind, 天风证券研究所

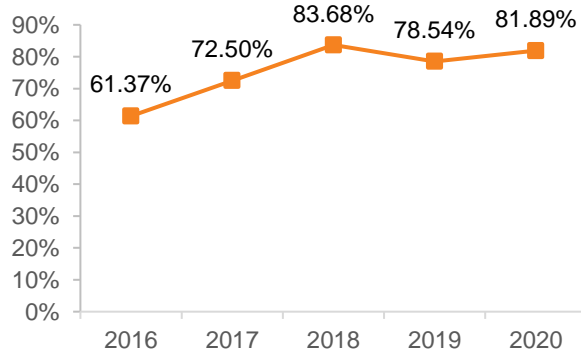
功能性护肤品终端: 公司 20 年功能性护肤品业务实现收入 13.46 亿元, 同增 112.19%, 营收占比 51.15%; 毛利率 81.89%, 同增 3.35pcts。功能性护肤品前四大核心品牌报告期内均取得快速增长, 润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活分别实现收入 5.65、3.91、1.99、1.13 亿元, 同增 65.29%、513.29%、136.32%、45.71%。在产品方面, 公司各品牌形成差异化定位, 针对不同消费者及其肌肤条件与使用方式构建高指向性的产品体系, 带来共 31 款收入超千万的产品, 同时 21Q1 天猫旗舰店 GMV 增长超 200%。在营销方面, 公司充分利用内容种草、超头直播带货等形式促进天猫、抖音、小红书等平台的公域流量增长, 并将其导向私域平台, 进一步带来发展空间。未来随着品牌品类矩阵的丰富, 商业模式将不断复用、不断深化, 打造强品牌认同、高复购、单个用户贡献价值较高的良好商业模式。

图 13: 20 年功能性护肤品业务实现收入 13.46 亿元, 同增 112.19%

图 14: 公司 20 年功能性护肤品毛利率 81.89%, 同增 3.35pcts



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

食品终端: 公司今年以来发布两大口服玻尿酸品牌: 口服透明质酸权威品牌“黑零”与首款玻尿酸饮用水“水肌泉”, 引起消费者强烈关注。此外, 公司不断与传统赛道企业共享研发成果实现产品升级, 大力推动华熙生物在口服玻尿酸领域的领头羊地位。

图 15: 公司口服透明质酸权威品牌“黑零”

图 16: 公司玻尿酸饮用水品牌“水肌泉”





资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所



资料来源：水肌泉官方旗舰店，天风证券研究所

#### 4. 看未来：研发+产品+营销+管理多维度打造核心壁垒

在研发方面，公司持续提升研发力与科技力，在两大平台基础上建立透明质酸基因工程菌实验室，构建基于中国人细胞的全层皮肤三维模型；上线华熙生物研究院，打造“华熙 inside”授权生态，深度赋能产业上下游。

图 17：公司核心技术门槛



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

图 18：华熙生物研究院授权生态



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

在产品方面：1) 原料端：新生物活性物原料的推广取得较大突破，收入同增约 30%，生物活性物平台型企业构建初步成型；2) 医疗终端：预计将于 21 年年中推出升级整合后的全新润致系列填充产品，通过产品组合拳模式为消费者提供一站式服务；3) 个人消费品终端：深入开拓食品、母婴、计生、日用消费品等其他个人消费品领域，着力构建个人消费品品类矩阵。

在营销方面：线上多平台运营，并与线下媒体强强联合搭建了品牌和流量矩阵。在管理方面：成立“华熙大学”，全力打造企业人才培养基地，将人才发展与公司中长期业务高度绑定。

#### 5. 投资建议

华熙生物致力于生物科技&生物活性材料，凭借微生物发酵和交联两大技术平台，建立了从原料到终端的生物活性物全链路业务，聚焦有助于人类健康的多糖类和氨基酸类物质，玻尿酸、GABA、依克多因等原料及终端产品未来可期。公司将以美丽健康快乐的生命体验为使命，以研发为核心基础，以差异化产品为腾飞之翼，颠覆传统消费品形成持续迭代。预计 21/22 年净利润 7.6/10.6 亿元，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,201.46	1,390.31	1,653.58	2,495.38	3,130.44
应收票据及应收账款	372.98	377.13	851.68	523.08	1,291.61
预付账款	37.10	44.68	56.03	104.86	116.30
存货	314.51	476.77	564.92	998.20	1,064.17
其他	844.64	1,374.68	1,286.34	1,396.30	1,432.45
<b>流动资产合计</b>	<b>3,770.68</b>	<b>3,663.57</b>	<b>4,412.55</b>	<b>5,517.82</b>	<b>7,034.96</b>
长期股权投资	14.61	17.90	17.90	17.90	17.90
固定资产	459.65	626.65	861.35	1,009.81	1,093.54
在建工程	171.80	618.11	406.87	292.12	205.27
无形资产	385.48	426.74	410.59	394.44	378.30
其他	169.43	363.92	221.59	243.91	267.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,200.98</b>	<b>2,053.32</b>	<b>1,918.29</b>	<b>1,958.19</b>	<b>1,962.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,971.66</b>	<b>5,716.89</b>	<b>6,330.84</b>	<b>7,476.01</b>	<b>8,997.69</b>
短期借款	0.00	24.08	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	95.01	196.93	179.22	369.87	419.20
其他	270.69	331.86	360.12	388.53	522.84
<b>流动负债合计</b>	<b>365.70</b>	<b>552.87</b>	<b>539.34</b>	<b>758.40</b>	<b>942.04</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	56.41	145.89	88.16	96.82	110.29
<b>非流动负债合计</b>	<b>56.41</b>	<b>145.89</b>	<b>88.16</b>	<b>96.82</b>	<b>110.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>422.11</b>	<b>698.76</b>	<b>627.50</b>	<b>855.22</b>	<b>1,052.33</b>
少数股东权益	(0.79)	(1.62)	(2.26)	(3.37)	(4.62)
股本	480.00	480.00	480.00	480.00	480.00
资本公积	3,451.53	3,451.53	3,451.53	3,451.53	3,451.53
留存收益	4,071.53	4,539.77	5,225.60	6,144.16	7,469.98
其他	(3,452.72)	(3,451.54)	(3,451.53)	(3,451.53)	(3,451.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,549.55</b>	<b>5,018.14</b>	<b>5,703.34</b>	<b>6,620.79</b>	<b>7,945.36</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,971.66</b>	<b>5,716.89</b>	<b>6,330.84</b>	<b>7,476.01</b>	<b>8,997.69</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	584.61	645.01	762.96	1,061.66	1,438.96
折旧摊销	62.93	75.02	52.69	62.43	69.27
财务费用	(4.53)	6.75	(15.27)	(20.81)	(28.22)
投资损失	(0.45)	(34.18)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(1,079.04)	206.52	(390.55)	(58.07)	(708.78)
其它	801.38	(194.00)	(0.76)	(1.41)	(1.73)
<b>经营活动现金流</b>	<b>364.89</b>	<b>705.12</b>	<b>407.07</b>	<b>1,041.80</b>	<b>767.50</b>
资本支出	458.13	640.51	117.73	71.34	36.53
长期投资	0.09	3.29	0.00	0.00	0.00
其他	(1,705.66)	(1,975.11)	(175.73)	(149.34)	(84.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,247.45)</b>	<b>(1,331.31)</b>	<b>(58.00)</b>	<b>(78.00)</b>	<b>(48.00)</b>
债权融资	0.00	24.08	0.00	0.00	0.00
股权融资	2,704.76	1.69	15.28	20.81	28.22
其他	(480.87)	(185.70)	(101.09)	(142.81)	(112.66)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,223.89</b>	<b>(159.94)</b>	<b>(85.81)</b>	<b>(122.00)</b>	<b>(84.44)</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>1,341.33</b>	<b>(786.12)</b>	<b>263.27</b>	<b>841.80</b>	<b>635.06</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,885.57</b>	<b>2,632.73</b>	<b>3,865.01</b>	<b>5,479.12</b>	<b>7,232.43</b>
营业成本	383.57	489.47	753.68	1,095.82	1,482.65
营业税金及附加	25.94	34.31	50.37	71.41	94.26
营业费用	521.37	1,099.27	1,478.37	2,095.76	2,748.32
管理费用	182.07	161.78	448.14	528.57	614.76
研发费用	93.89	141.16	270.55	482.16	650.92
财务费用	(12.45)	(0.51)	(15.27)	(20.81)	(28.22)
资产减值损失	(3.87)	(16.26)	(16.26)	(16.26)	(16.26)
公允价值变动收益	0.00	3.34	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.45	34.18	2.00	2.00	2.00
其他	(4.97)	(71.06)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
<b>营业利润</b>	<b>699.58</b>	<b>757.05</b>	<b>897.43</b>	<b>1,244.46</b>	<b>1,688.00</b>
营业外收入	6.24	4.62	1.35	5.00	5.00
营业外支出	4.73	2.77	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>701.09</b>	<b>758.90</b>	<b>896.78</b>	<b>1,247.46</b>	<b>1,691.00</b>
所得税	116.48	113.89	134.58	187.21	253.77
<b>净利润</b>	<b>584.61</b>	<b>645.01</b>	<b>762.20</b>	<b>1,060.26</b>	<b>1,437.23</b>
少数股东损益	(0.99)	(0.83)	(0.76)	(1.41)	(1.73)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>585.61</b>	<b>645.84</b>	<b>762.96</b>	<b>1,061.66</b>	<b>1,438.96</b>
每股收益(元)	1.22	1.35	1.59	2.21	3.00

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	49.28%	39.63%	46.81%	41.76%	32.00%
营业利润	33.39%	8.21%	18.54%	38.67%	35.64%
归属于母公司净利润	38.16%	10.29%	18.13%	39.15%	35.54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	79.66%	81.41%	80.50%	80.00%	79.50%
净利率	31.06%	24.53%	19.74%	19.38%	19.90%
ROE	12.87%	12.87%	13.37%	16.03%	18.10%
ROIC	68.07%	28.56%	28.40%	32.70%	43.63%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.49%	12.22%	9.91%	11.44%	11.70%
净负债率	-48.39%	-27.23%	-28.99%	-37.69%	-39.40%
流动比率	10.31	6.63	8.18	7.28	7.47
速动比率	9.45	5.76	7.13	5.96	6.34
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.32	7.02	6.29	7.97	7.97
存货周转率	7.68	6.65	7.42	7.01	7.01
总资产周转率	0.54	0.49	0.64	0.79	0.88
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.22	1.35	1.59	2.21	3.00
每股经营现金流	0.76	1.47	0.85	2.17	1.60
每股净资产	9.48	10.46	11.89	13.80	16.56
<b>估值比率</b>					
市盈率	129.85	117.74	99.67	71.62	52.84
市净率	16.71	15.15	13.33	11.48	9.57
EV/EBITDA	45.06	69.87	78.64	56.49	41.64
EV/EBIT	48.57	75.31	83.34	59.37	43.37

### 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