

浙江美大 (002677)

证券研究报告

2021年10月25日

行业延续高景气，网点效益释放发展动能

事件：公司 2021Q3 实现营收 6.25 亿元，同比+17.78%；归母净利润 1.97 亿元，同比+19.34%；扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+15.15%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 15.34 亿元，同比+30.36%；归母净利润 4.51 亿元，同比+34.50%；扣非归母净利润 4.38 亿元，同比+31.14%。公司营收与业绩略超预期。

行业端：三季度集成灶线下量价齐升，行延续高景气。据奥维云网，21Q3 我国集成灶行业线上/线下 KA 销额分别同比-1.0%/+75.5%；销量分别同比-19.1%/+53.3%。行业线下增速亮眼，多家企业渠道扩张显著；伴随集成灶产品的消费者认知度提升，及集成灶公司的品牌力逐步形成，企业议价能力逐步提升。原材料成本上行、房屋销售迅速降温背景下，21Q3 集成灶线下实现量价齐升，新兴赛道释放发展红利。

公司端：网点效益开始释放，为公司 Q3 业绩增长点。据奥维云网数据，21Q3 美大集成灶线上/线下 KA 渠道销额分别同比-43.4%/+9.2%，销量分别-40.7%/+10.4%，均价分别-435/-116 元，销额份额分别-3.0/-7.1pct。基于公司 Q3 较好的营收及业绩表现，结合公司扎实的线下经销体系，我们预计公司增长主要来自线下经销渠道。据公司 2021 中报，上半年公司新增一级经销商 170 多家，累计拥有一级经销商 1800 多家；新增营销终端 500 多个，累计拥有营销终端 3400 个。我们认为，目前公司的网点效益开始释放，为公司 Q3 的业绩增长点。同时，考虑到美大在线上为纯 To C 零售模式，其在线上集成灶市场中的零售份额应高于 4.0%。

公司目前正在发力产品、渠道和营销端的改革，期待四季度边际改善带动公司价格及份额的逐步修复。1) 产品方面，公司在维护集成灶产品庞大存量市场用户，挖掘老客户复购，并通过集成灶产品推新带动新增购买需求的同时，致力于产品线的丰富及延展，助力双品牌产品扩充。2) 渠道方面，在巩固线下终端网点优势的基础上，新兴渠道的布局为公司带来增长点。电商渠道，通过经营模式的改革，发挥专业团队的优势；KA 渠道，加速推进连锁家电卖场、连锁建材卖场渠道的进驻布点，并与京东、天猫、苏宁建立战略合作携手开发下沉渠道网点，攫取低线市场的份额；工程渠道，公司加大工程力量，加强与前 20 大房地产商的合作，未来精装工程为重点发展渠道之一；通过专门成立的业务部门推进家装渠道合作。3) 营销方面，公司 7 月在上海虹桥站、杭州东站两大高铁枢纽设立广告，抢占消费者心智；9 月通过直播探厂集成灶发源地、发布《中国变频集成灶白皮书》、举办集成灶发明节等活动，巩固行业缔造者地位并引领集成灶行业良性竞争。

盈利能力方面，2021Q3 公司毛利率为 49.83%，同比-1.72pct；净利率为 31.47%，同比+0.41pct。公司毛利率同比下降，我们预计主要系原材料成本压力逐渐显现所致；在成本端承压下，21Q1-Q3 公司整体盈利能力仍保持同比修复。

费用端，公司各项费用比率维持平稳。公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 8.7%/3.2%/ 2.9%/-0.6%，分别同比-0.4/-0.1/-0.1/-0.2pct。公司持续加大研发投入与营销力度，带动产品力提升，并不断巩固品牌知名度。

投资建议：受益于赛道高景气 and 扎实的线下经销体系，公司 Q3 收入与业绩实现双位数增长。未来，公司在产品、渠道和营销端的发力，有望带动公司四季度形成边际改善；产品端，加大研发投入，带动美大+天牛双品牌产品矩阵扩充、产品力提升；渠道端，线下网点效益持续释放的同时，公司发力新兴渠道有望形成第二增长曲线；营销端，广告投放与内容营销不断持续，转化效果或将逐步显现。预计 21-23 年公司归母净利润 6.76/8.18/9.59 亿元，当前股价对应 21-23 年 14.98x/12.38x/10.56x PE，维持“增持”投资评级。

风险提示：宏观经济周期和政策变化的风险；主要原材料价格大幅波动风险；产品市场竞争的风险。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	15.67 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	646.05
流通 A 股股本(百万股)	417.79
A 股总市值(百万元)	10,123.63
流通 A 股市值(百万元)	6,546.84
每股净资产(元)	2.71
资产负债率(%)	20.07
一年内最高/最低(元)	23.45/14.18

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004	
suncqiana@tfzq.com	
宗艳	联系人
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

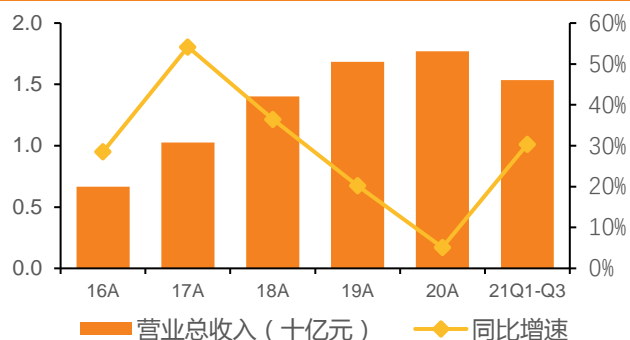
- 1 《浙江美大-半年报点评:产品升级+推新延续，双线渠道多元化发展》 2021-08-10
- 2 《浙江美大-公司点评:集成灶赛道延续高景气，公司业绩快速增长》 2021-07-22
- 3 《浙江美大-公司点评:产品结构改善，线上份额有所提升》 2021-02-22

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,684.48	1,770.82	2,221.29	2,699.53	3,178.86
增长率(%)	20.24	5.13	25.44	21.53	17.76
EBITDA(百万元)	607.50	717.95	870.39	1,051.81	1,231.84
净利润(百万元)	460.01	543.56	675.73	818.01	958.62
增长率(%)	21.85	18.16	24.31	21.06	17.19
EPS(元/股)	0.71	0.84	1.05	1.27	1.48
市盈率(P/E)	22.01	18.62	14.98	12.38	10.56
市净率(P/B)	6.66	5.94	5.37	4.97	4.57
市销率(P/S)	6.01	5.72	4.56	3.75	3.18
EV/EBITDA	12.75	12.82	10.29	8.47	7.05

事件

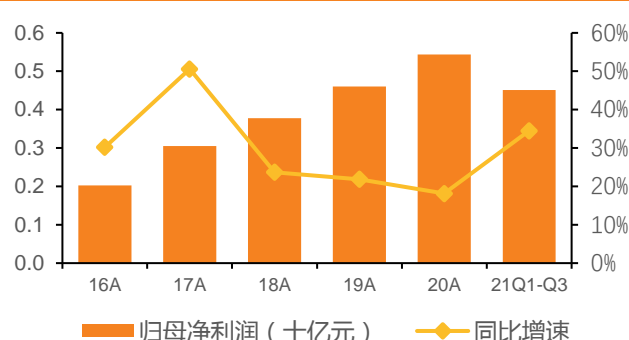
公司 2021Q3 实现营收 6.25 亿元，同比+17.78%；归母净利润 1.97 亿元，同比+19.34%；扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+15.15%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 15.34 亿元，同比+30.36%；归母净利润 4.51 亿元，同比+34.50%；扣非归母净利润 4.38 亿元，同比+31.14%。公司营收与业绩略超预期。

图 1：2016 年至 2021Q1-Q3 公司营业收入情况（十亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：2016 年至 2021Q1-Q3 公司归母净利润情况（十亿元）

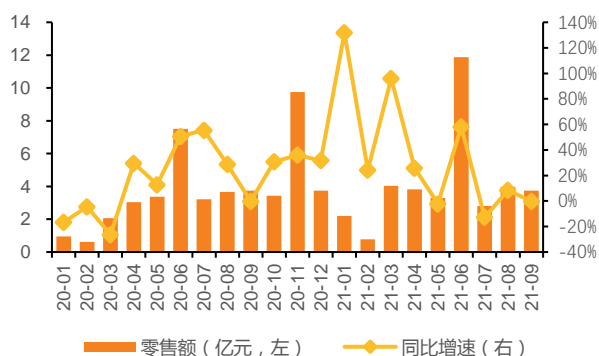


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

点评

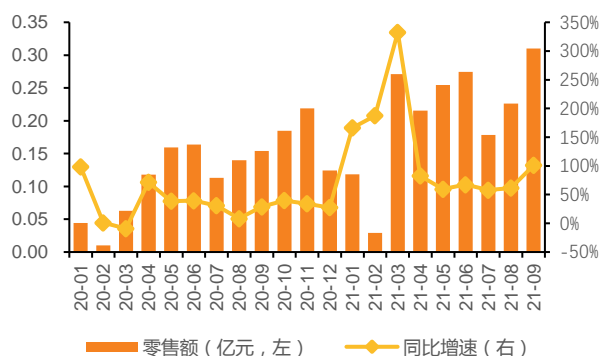
行业端：三季度集成灶线下量价齐升，行业延续高景气。据奥维云网，21Q3 我国集成灶行业线上/线下 KA 销额分别同比-1.0%/+75.5%；销量分别同比-19.1%/+53.3%。行业线下增速亮眼，多家企业渠道扩张动作频频；伴随集成灶产品的消费者认知度提升，及集成灶公司的品牌力逐步形成，企业针对 KA 卖场的产品定价上行且企业议价能力逐步提升。集成灶企业成本中八成成为原材料，且 21Q3 主要原材料冷轧板、铜价格仍在高位震荡，故成本上行压力下，21Q3 集成灶线上/线下均价上行，分别同比+1342/+1259 元，对应销量分别同比-19.1%/+53.3%，线下实现量价齐升。结合 Q3 商品房销售限制政策的出台致使房屋销售迅速降温，以及 21 年二手房交易活跃度弱于 20 年，在需求降温背景下，集成灶作为厨电新品类整体表现出高景气。

图 3：2020-2021Q3 我国集成灶线上销额情况



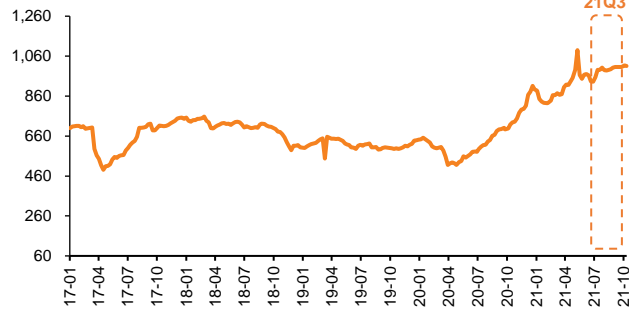
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 4：2020-2021Q3 我国集成灶线下销额情况



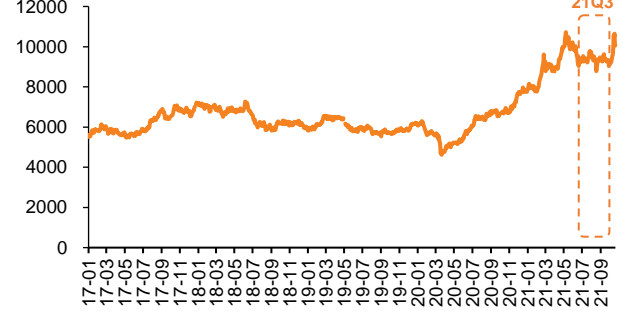
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 5：2017 年至今中国冷轧板市场价（美元/吨）



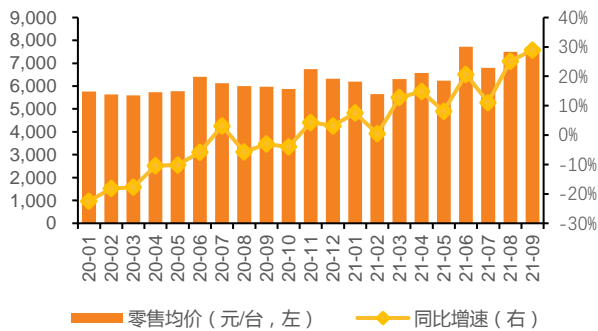
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 6：2017 年至今 LME 铜价格（美元/吨）



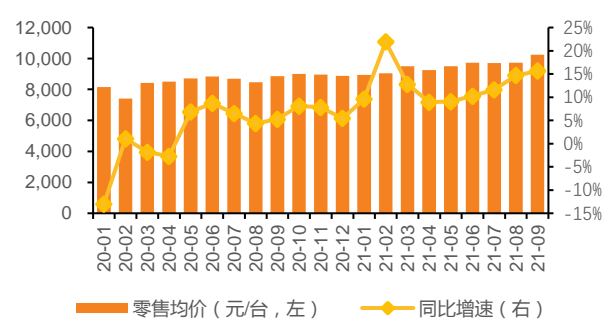
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 7：2020-2021Q3 我国集成灶线上均价情况



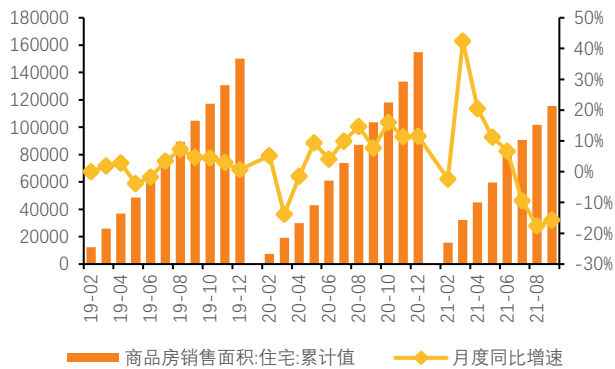
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 8：2020-2021Q3 我国集成灶线下均价情况



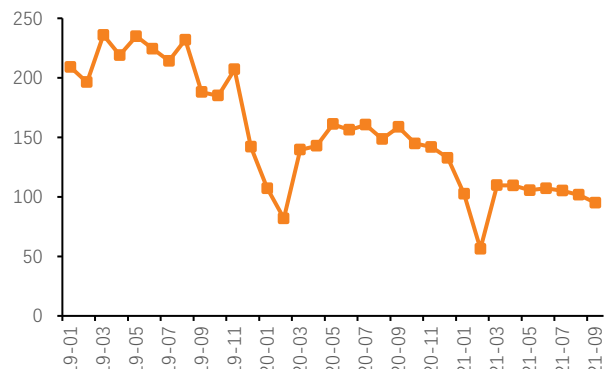
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 9：21Q3 住宅商品房竣工面积同比增速有所下滑



资料来源：wind，天风证券研究所

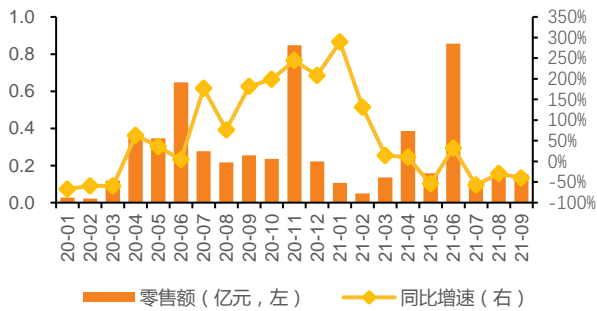
图 10：21Q3 我国城市二手房出售挂牌指数继续走低



资料来源：wind，天风证券研究所

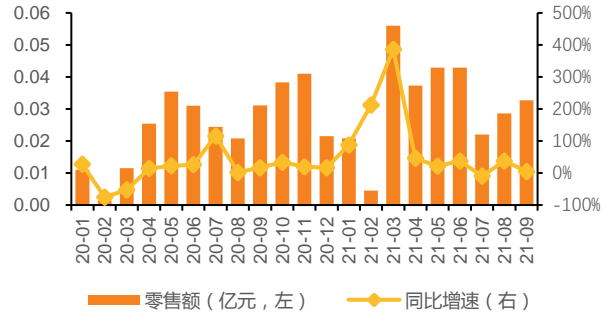
公司端：网点效益开始释放，为公司 Q3 业绩增长点。据奥维云网数据，21Q3 美大集成灶线上/线下 KA 渠道销额分别同比-43.4%/+9.2%，销量分别-40.7%/+10.4%，均价分别-435/-116 元，销额份额分别-3.0/-7.1pct。基于公司 Q3 较好的营收及业绩表现，结合公司扎实的线下经销体系，我们预计公司增长主要来自线下经销渠道。据公司 2021 中报，上半年公司新增一级经销商 170 多家，累计拥有一级经销商 1800 多家；新增营销终端 500 多个，累计拥有营销终端 3400 个，公司鼓励支持经销商增开门店，推进渠道下沉和终端网点拓展，提高渗透率和覆盖面。我们认为，目前公司的网点效益开始释放，为公司 Q3 业绩增长点。同时，考虑到美大在线上为纯 To C 零售模式，其在线上集成灶市场中的零售份额应高于 4.0%。

图 11：2020-2021Q3 美大集成灶线上销额情况



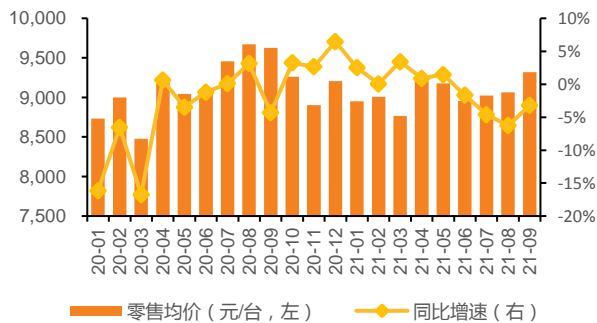
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 12：2020-2021Q3 美大集成灶线下销额情况



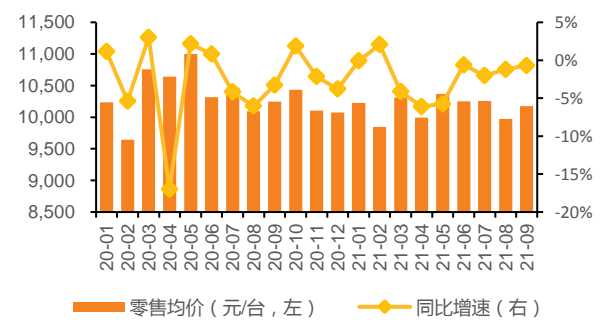
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 13：2020-2021Q3 美大集成灶线上均价情况



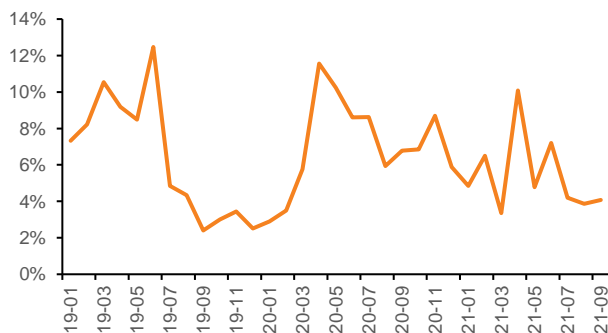
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 14：2020-2021Q3 美大集成灶线下均价情况



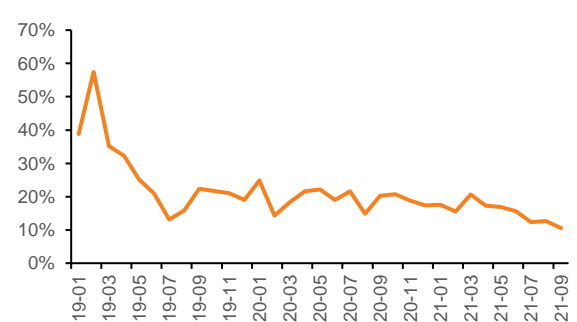
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 15：2019-2021Q3 美大集成灶线上销额份额情况



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 16：2019-2021Q3 美大集成灶线下销额份额情况



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

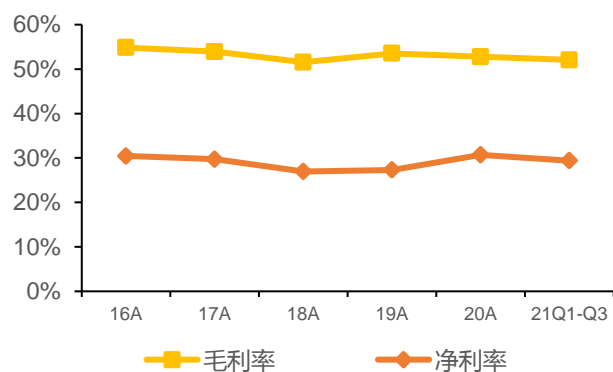
公司目前正在发力产品、渠道和营销端的改革，期待四季度边际改善带动公司价格及份额的逐步修复。1) 产品方面，一方面，公司维护集成灶产品庞大存量市场用户，挖掘老客户复购，并通过集成灶产品推新带动新增购买需求。目前公司已在官网上线十余个价格较高的蒸烤款集成灶产品，伴随产品结构的不断优化，有望助力公司均价的逐步提升并优化盈利水平。另一方面，公司致力于产品线的丰富及延展，已开拓集成灶洗碗机、热水器、净水器、蒸烤箱等品类，未来公司会继续开发适合不同消费层次和功能组合的产品，助力美大、天牛双品牌的产品扩充。2) 渠道方面，在巩固线下终端网点优势的基础上，电商、

KA、工程、家装等新兴渠道的布局为公司带来增长点。电商渠道，通过经营模式的改革，发挥专业团队的优势；KA 渠道，加速推进连锁家电卖场、连锁建材卖场渠道的进驻布点，并与京东、天猫、苏宁建立战略合作携手开发下沉渠道网点，攫取低线市场的份额；工程渠道，加大工程部力量，加强与前 20 大房地产商的联系，未来精装工程为重点发展渠道之一；家装渠道，公司已通过专门成立的业务部门推进合作。3) 营销方面，公司 7 月通过在上海虹桥站、杭州东站两大高铁枢纽设置广告抢占消费者心智；9 月通过直播探厂集成灶发源地、发布《中国变频集成灶白皮书》、举办集成灶发明节等活动，巩固行业缔造者地位并引领集成灶行业良性竞争。公司在产品、渠道和营销端的发力有望带动公司四季度形成边际改善，带动公司价格及份额的逐步修复。

盈利能力方面，2021Q1-Q3 公司毛利率为 52.05%，同比+0.62pct；净利率为 29.40%，同比+0.91pct。其中，Q3 公司毛利率为 49.83%，同比-1.72pct；净利率为 31.47%，同比+0.41pct。公司毛利率同比下降，我们预计主要系原材料成本压力逐渐显现所致；在成本端承压下，21Q1-Q3 公司整体盈利能力仍保持同比修复。

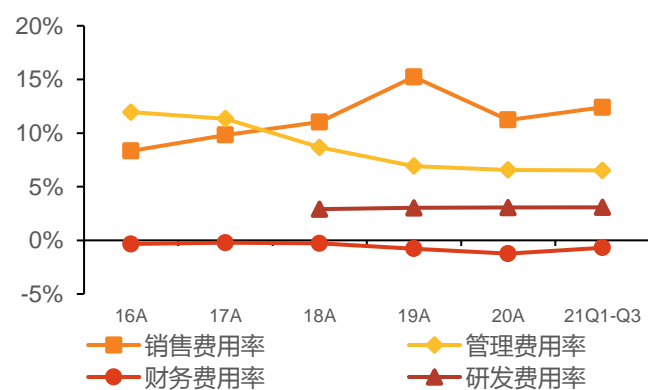
费用端，公司各项费用比率维持平稳。公司 2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 12.4%/6.5%/3.1%/-0.7%，分别同比+0.3/-0.2/+0.1/+0.4pct；2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 8.7%/3.2%/ 2.9%/-0.6%，分别同比-0.4/-0.1/-0.1/-0.2pct。公司十分重视产品的创新研发，持续加大研发费用投入，其中，7 月公司创新研发的直流变频集成灶控制系统获 12 项计算机软件著作权，佐证了公司的行业技术引领地位，且该技术已全面运用公司集成灶系列产品，助力公司集成灶产品力的提升。同时，公司也在加大营销力度，通过广告宣传的增加巩固品牌知名度。

图 17： 2016 年至 2021Q1-Q3 公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18： 2020 和 2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从资产负债表看，截至 21Q3，公司存货为 1.00 亿元，较 20 年底+28.7%，表明在产品出货的催化下，公司货品储备有所增加。应收账款合计为 0.32 亿元，同比+10.6%，因公司先款后货的销售政策下，公司给予部分信誉较好、发展潜能较强的经销商一定的信用额度支持，有利于加强与经销商的绑定，促进经销渠道稳定、长期的发展；公司无应收票据，主要系货款不再以商业承兑汇票结算。应付账款+票据合计为 1.19 亿元，同比-27.7%，为应付工程款的减少所致。2021Q1-Q3 公司存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 32.8、5.0 和 46.7 天，较去年同期分别-1.0、-1.7 和 -49.6 天，公司存货、应收账款周转加快。同时，公司与专业投资机构共同设立海创投基金，将助力公司进一步提升资本运营能力。

从现金流量表看，公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 2.27 亿元，同比-2.8%；投资活动产生的现金流量净额为-0.49 亿元，同比+148.2%。

投资建议

受益于赛道高景气和扎实的线下经销体系，公司 Q3 收入与业绩实现双位数增长。未来，公司在产品、渠道和营销端的发力，有望带动公司四季度形成边际改善：产品端，加大研发投入，带动美大+天牛双品牌产品矩阵扩充、产品力提升；渠道端，线下网点效益持续释放的同时，公司发力新兴渠道有望形成第二增长曲线；营销端，伴随广告投放与内容营销的不断持续，转化效果或将逐步显现。预计 21-23 年公司归母净利润 6.76/8.18/9.59 亿元，当前股价对应 21-23 年 14.98x/12.38x/10.56x PE，维持“增持”投资评级。

风险提示

宏观经济周期和政策变化的风险：集成灶产品的需求产生于厨房装修环节，属于地产后周期行业，加之集成灶产品当前的需求大部分来自于新房需求，因此国家经济宏观调控影响，将带来房地产市场的波动，进而可能影响公司的经营业绩。

主要原材料价格大幅波动风险：公司产品的主要原材料为不锈钢板、冷轧板，且原材料占公司主营业务成本比例较高，随着主要原材料供求关系和市场竞争状况的不断变化，公司主营业务成本也将随之波动。2021 年上半年不锈钢等大宗原材料产品价格持续上涨，若主要原材料价格持续上涨，则可能导致公司主营业务成本上升，进而对公司经营业绩产生一定压力。

产品市场竞争的风险：集成灶行业的竞争主要体现在技术储备、研发、质量、渠道、品牌、配套能力和售后服务等综合能力的竞争。集成灶作为厨电行业中的新品类，近些年保持着高速增长的态势，从而引起综合性家电企业、传统厨电企业的陆续进入，加之集成灶行业第二梯队企业也陆续登陆资本市场，都将导致市场竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	799.13	509.97	712.42	855.86	1,187.06
应收票据及应收账款	17.73	28.97	19.99	38.77	30.07
预付账款	13.72	14.71	20.61	21.95	27.88
存货	79.64	78.03	119.34	120.11	161.00
其他	6.15	505.48	407.87	304.27	208.38
流动资产合计	916.37	1,137.16	1,280.23	1,340.94	1,614.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	728.87	674.53	762.92	826.07	868.87
在建工程	80.71	120.27	93.39	77.25	67.57
无形资产	174.12	169.02	184.64	199.51	213.64
其他	86.74	77.55	57.76	57.22	57.22
非流动资产合计	1,070.44	1,041.38	1,098.71	1,160.05	1,207.30
资产总计	1,986.80	2,178.53	2,378.94	2,501.00	2,821.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	240.36	164.09	220.15	246.35	301.49
其他	199.43	284.45	253.78	197.17	284.06
流动负债合计	439.79	448.54	473.93	443.52	585.55
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	27.76	26.28	19.24	19.24	19.24
非流动负债合计	27.76	26.28	19.24	19.24	19.24
负债合计	467.56	474.82	493.17	462.76	604.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	646.05	646.05	646.05	646.05	646.05
资本公积	104.92	104.92	104.92	104.92	104.92
留存收益	920.36	1,113.77	1,239.71	1,392.18	1,570.85
其他	(152.08)	(161.02)	(104.92)	(104.92)	(104.92)
股东权益合计	1,519.25	1,703.71	1,885.77	2,038.23	2,216.90
负债和股东权益总计	1,986.80	2,178.53	2,378.94	2,501.00	2,821.70

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	460.01	543.56	675.73	818.01	958.62
折旧摊销	37.26	62.18	88.14	103.37	118.01
财务费用	0.00	0.00	(1.75)	(1.75)	(0.60)
投资损失	(3.51)	0.00	(4.79)	(4.79)	(4.79)
营运资金变动	12.23	202.51	(2.49)	(47.13)	99.78
其它	37.39	(174.41)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	543.39	633.84	754.84	867.71	1,171.02
资本支出	260.33	43.22	172.30	165.26	165.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(534.43)	(613.26)	(232.77)	(225.73)	(225.73)
投资活动现金流	(274.10)	(570.04)	(60.47)	(60.47)	(60.47)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	9.48	14.76	59.68	3.57	2.42
其他	(313.15)	(364.92)	(551.60)	(667.36)	(781.77)
筹资活动现金流	(303.67)	(350.16)	(491.92)	(663.79)	(779.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(34.38)	(286.36)	202.45	143.44	331.20

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,684.48	1,770.82	2,221.29	2,699.53	3,178.86
营业成本	782.85	836.45	1,047.93	1,273.25	1,495.70
营业税金及附加	12.38	17.55	30.21	37.10	45.14
营业费用	256.66	198.69	206.10	250.85	296.85
管理费用	65.78	61.82	83.50	101.86	121.41
研发费用	50.93	54.28	75.91	92.64	110.54
财务费用	(13.09)	(21.88)	(1.75)	(1.75)	(0.60)
资产减值损失	0.00	(0.03)	0.18	0.18	0.18
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.51	0.00	4.79	4.79	4.79
其他	(9.30)	(11.41)	(14.77)	(14.77)	(14.77)
营业利润	534.76	635.35	789.19	955.38	1,119.62
营业外收入	0.12	0.52	0.24	0.24	0.24
营业外支出	0.58	1.81	0.16	0.16	0.16
利润总额	534.30	634.06	789.27	955.46	1,119.70
所得税	74.28	90.50	113.55	137.45	161.08
净利润	460.01	543.56	675.73	818.01	958.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	460.01	543.56	675.73	818.01	958.62
每股收益(元)	0.71	0.84	1.05	1.27	1.48

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	20.24%	5.13%	25.44%	21.53%	17.76%
营业利润	20.01%	18.81%	24.21%	21.06%	17.19%
归属于母公司净利润	21.85%	18.16%	24.31%	21.06%	17.19%
获利能力					
毛利率	53.53%	52.76%	52.82%	52.83%	52.95%
净利率	27.31%	30.70%	30.42%	30.30%	30.16%
ROE	30.28%	31.90%	35.83%	40.13%	43.24%
ROIC	102.72%	83.03%	109.41%	114.09%	116.10%
偿债能力					
资产负债率	23.53%	21.80%	20.73%	18.50%	21.43%
净负债率	-52.60%	-29.93%	-37.78%	-41.99%	-53.55%
流动比率	2.08	2.54	2.70	3.02	2.76
速动比率	1.90	2.36	2.45	2.75	2.48
营运能力					
应收账款周转率	95.75	75.84	90.73	91.89	92.36
存货周转率	23.43	22.46	22.51	22.55	22.62
总资产周转率	0.89	0.85	0.97	1.11	1.19
每股指标(元)					
每股收益	0.71	0.84	1.05	1.27	1.48
每股经营现金流	0.84	0.98	1.17	1.34	1.81
每股净资产	2.35	2.64	2.92	3.15	3.43
估值比率					
市盈率	22.01	18.62	14.98	12.38	10.56
市净率	6.66	5.94	5.37	4.97	4.57
EV/EBITDA	12.75	12.82	10.29	8.47	7.05
EV/EBIT	13.58	14.02	11.45	9.39	7.79

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 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