

春风动力 (603129.SH)

买入 (首次评级)

两轮外销高歌猛进，四轮车去库尾声改善可期

当前价格：151.50 元

投资要点：

➤ 两轮车国内份额提升，外销高歌猛进

春风动力在国产品牌中率先瞄准并切入玩乐类摩托领域，以寻求差异化的发展路径，多年细分市场的深耕使公司具备行业领先的消费者洞察能力、更加贴合年轻用户需求的产品设计能力以及稳定的品控能力，进而持续输出 250SR、450SR、XO 狒狒等爆款产品，带头在国内进行大排量摩托车的市场教育，逐步提升国产品牌在中高端大排量领域的口碑，让用户和市场看到国产替代的可能性。近年来公司积极拓展两轮车出口业务，渠道扩张、新品上市共同发力，出口持续实现高增长，向世界级中国品牌持续迈进。

➤ 全地形车构筑基本盘，结构优化驱动盈利改善

全地形车业务构筑公司基本盘，公司全地形车主要销往欧美，疫情期间凭借供应链优势，公司快速提升市占率。2023 年公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 70.79%，稳居龙头地位；美国市场成长势能强劲，经销网点持续铺开，欧洲稳居市占率第一。与海外品牌相比，公司全地形车产品具有较强性价比，在海外经济下行背景下，有望持续抢占份额。与此同时，公司积极优化全地形车产品结构，重点布局 U/Z 系列新品，有望驱动全地形车毛利率持续改善。

➤ 稳中求进，业绩持续超预期

2023 年公司实现收入 121.1 亿元，同比+6%，归母净利润 10.1 亿元，同比+44%，扣非净利润 9.7 亿元，同比+22%。24Q1 实现收入 30.6 亿元，同比+6%，归母净利润 2.8 亿元，同比+32%，扣非净利润 2.7 亿元，同比+39%。四轮车方面，23 年收入 65 亿元，同比-5%，销量 14.65 万台，同比-12%，均价 4.44 万元，同比+8%；23Q4、24Q1 四轮车海外去库存，收入端承压，Q1 末去库存或进入尾声，后续公司四轮车有望迎来改善。两轮车方面，23 年收入 45 亿元，同比+33%，销量 19.7 万台，同比+36%，均价 2.27 万元，同比-2%。其中两轮内销 22 亿元，同比+5%，内销量 9.9 万台，同比+8.6%；两轮出口 23 亿元，同比+78%，出口量 9.8 万台，同比+81%，两轮内销表现稳健、外销延续高景气。

➤ 盈利预测与投资建议

预计 2024-2026 年归母净利润为 12.27、14.77、17.24 亿元，同比+22%、+20%、+17%，对应 EPS 为 8.10、9.75、11.39 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 19x、16x、14x。公司具有行业领先的消费者洞察能力、产品设计能力及品牌营销能力，国内大排量摩托车持续打造爆款，全地形车、两轮车出海均占据先发优势，有望在全球范围内持续提升竞争力。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

宏观经济波动、贸易政策不利变化、汇率变化、市场竞争加剧

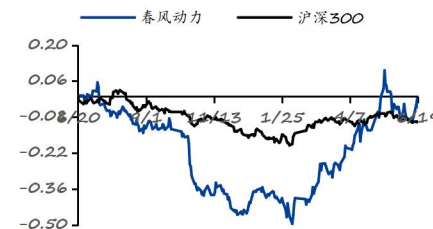
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,378	12,110	14,539	17,133	19,507
增长率	45%	6%	20%	18%	14%
净利润 (百万元)	701	1,008	1,227	1,477	1,724
增长率	70%	44%	22%	20%	17%
EPS (元/股)	4.63	6.65	8.10	9.75	11.39
市盈率 (P/E)	33.2	23.1	19.0	15.8	13.5
市净率 (P/B)	5.5	4.6	3.9	3.2	2.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	151.43/151.43
流通 A 股市值(百万元)	22,941.93
每股净资产(元)	35.25
资产负债率(%)	49.15
一年内最高/最低价(元)	178.57/78.47

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：谢丽媛(S0210524040004)
 xly30495@hfzq.com.cn
 分析师：宋雨桐(S0210524050008)
 syt30544@hfzq.com.cn

相关报告



投资要件

关键变量

摩托车业务：外销持续放量，内销稳健增长。公司在海外持续拓渠道、推新品，未来摩托车外销有望持续放量；内销方面，短期来看，2024年内销需求回暖，中长期来看，国内大排量摩托车仍处早期发展阶段，未来渗透率提升有望带动行业延续较快增长，公司具有较强的消费者洞察能力，近年来频出爆款车型，在品类渗透的过程中，有望率先受益，预计未来公司摩托车内销将保持稳健增长。综合来看，预计2024-2026年公司摩托车业务收入分别为62/79/96亿元，同比+39%/+27%/+21%，毛利率分别为25.0%/26.0%/26.5%。

全地形车业务：U/Z系列新品推出，产品结构优化带动均价上涨，全地形车有望保持稳健增长。2022-2023年公司在全地形车业务进行结构调优，均价明显提升，2024年公司重点布局U/Z系列新品，预计产品力明显提升，有望抢占进一步海外UTV/SSV市场份额，叠加海外去库存结束、销量有望企稳回升。目前公司高附加值的U/Z系列占比仍有较大提升空间，未来随着U/Z系列占比持续提升，公司全地形车业务均价有望进一步提高，未来全地形车业务有望实现量价齐升。预计2024-2026年公司全地形车业务收入为70/77/83亿元，同比+8%/+10%/+7%，毛利率分别为38.8%/40.0%/40.6%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点：

1) 市场认为公司全地形车业务经过多年快速增长，未来增长空间有限。2) 国内大排量摩托车行业景气度下行，公司两轮车内销或有承压。

我们的观点：

1) 海外全地形车市场需求稳定，近年来行业UTV/SSV车型占比持续提升，而公司以ATV车型起家，在ATV市场持续抢占份额，未来在UTV/SSV市场仍有发力空间，与行业产品结构相比，公司目前UTV/SSV车型占比仍有较大提升空间，未来随着公司在高附加值的U/Z系列产品持续发力，有望持续抢占UTV/SSV市场份额，进而带动公司全地形车业务保持稳健增长，同时产品结构优化将带动公司全地形车毛利率持续改善。2) 受消费环境影响，2023年国内大排量摩托车景气度下行，但公司凭借450SR、450CLC、800NK等优质新品，整体表现优于行业，份额持续提升，我们认为公司具有行业领先的消费者洞察能力、产品设计能力及品牌营销能力，有望持续打造爆款新品，实现份额持续提升，延续稳健增长。

股价上涨的催化因素

公司两轮车出口持续放量；欧美全地形车市场需求改善；公司全地形车U/Z系列新品销售表现优异；国内大排量摩托车景气度回升。

盈利预测与投资建议

预计2024-2026年归母净利润为12.27、14.77、17.24亿元，同比+22%、+20%、+17%，对应EPS为8.10、9.75、11.39元，对应2024-2026年PE分别为19x、16x、14x。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

宏观经济波动风险、贸易政策不利变化的风险、汇率变化风险、市场竞争加剧风险。



正文目录

1 春风动力：四轮车、两轮车双驱，业绩持续高增长	4
2 盈利预测与投资建议	7
2.1 盈利预测	7
2.2 投资建议	8
3 风险提示	8

图表目录

图表 1： 公司历史沿革	5
图表 2： 2014-2023 年公司营业总收入及增长率	5
图表 3： 2018-2023 年公司主营业务分地区情况	5
图表 4： 2014-2023 年公司收入拆分（单位：亿元）	6
图表 5： 公司两轮车和四轮车营收增速	6
图表 6： 2018-2023 年两轮车和四轮车毛利率	6
图表 7： 2013-2023 年公司归母净利润及增长率	7
图表 8： 2013-2023 年公司净利率和毛利率	7
图表 9： 公司业绩拆分预测表	8
图表 10： 可比公司估值表	8
图表 11： 财务预测摘要	10



1 春风动力：四轮车、两轮车双驱，业绩持续高增长

春风动力成立于1989年，以水冷发动机核心部件起家，随后切入整车领域，开拓大排量摩托车、四轮车业务，国内外市场并行。回顾公司发展历程，主要分为三个阶段。

1) **1989-2005年：从核心部件切入整车领域。**1992年，公司开始125cc发动机核心部件气缸头的研发生产，填补国内空白；1998年，250cc水冷发动机进入研发日程；1999年，大绵羊款水冷踏板车正式上线生产，填补了国内水冷摩托车领域的技术空白；随后公司自行开发研制的CF125T-19、CF150T、CF250VIP等多款产品陆续上线。

2) **2006-2016年：确立四轮、两轮“两条腿走路”发展战略。**2006年召开ATV新品发布会，正式进军ATV市场；2011年推出650NK、捷悍、夜猫、领跑王、狒狒5款新品，全面拓展国内市场，至此公司形成全地形车、大排量摩托车业务布局；2013年与国际摩企KTM签订合作协议，成为KTM国内进口商、制造工厂，2014年国宾650成为中央政府定制的国宾护卫队指定用车，标志着公司研发制造能力受到国内、国际双重认可。

3) **2017年至今：进入高速发展期，业务规模快速扩张。**2017年在上交所上市；2018年CFMOTO-KTMR2R合资新工厂奠基仪式隆重举行，意味着年产5万台动力机车建设项目正式启动；2020年发布电摩品牌极核(ZEEHO)；2021年开始CFMOTO加入Moto3组别赛事，并于2022年在印尼站勇夺季军，有效提升全球品牌力。

公司目前已形成全地形车、大排量摩托车双驱的业务布局，电摩品牌极核有望形成第三条增长曲线。从行业地位来看，公司全地形车出口数量和出口金额连续多年位列行业第一，大排量摩托车国内排名前三，业务布局清晰，龙头地位稳固。产能方面，公司实施全球化产业布局，目前产能主要位于国内，同时陆续在泰国、墨西哥建厂，泰国工厂已投入运营，墨西哥工厂正在筹建中，产能充足。



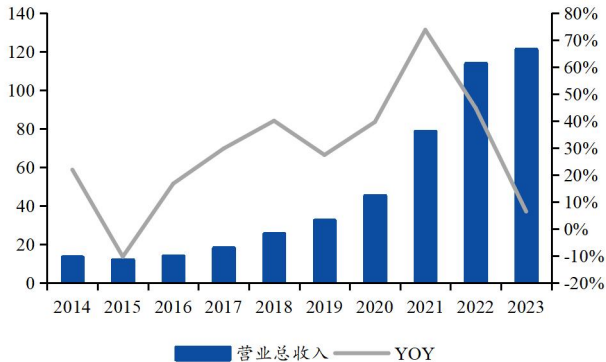
图表 1: 公司历史沿革

时间	事件
1989	• 春风动力前身正式成立。
1992	• 开始了125CC发动机核心部件气缸头的研发生产。
1998	• 250CC水冷发动机进入研发日程。
1999	• 大绵羊款水冷踏板车正式上线生产，填补了国内水冷摩托车领域的技术空白。
2001	• 企业通过德国TUV质量管理体系认证； • 公司生产的CF250T水冷大绵羊被选为APEC会议各国元首车队的开道车。
2003	• 春风150T研制成功并批量生产。
2006	• 进入ATV市场。
2009	• 春风控股集团杭州摩托车制造有限公司整体变更设立浙江春风动力股份有限公司
2011	• 推出650NK、捷悍、夜猫、领跑王、狒狒5款新品，全面拓展国内市场。
2013	• 正式与奥地利品牌KTM签订合同，展开包括代理销售、CKD制造、技术等全面立体式合作。 • KTM R2R与春风动力合作之后的最大成果:CKD组装车型200Duke和390Duke正式在春风动力工厂下线发布。春风动力也借此机会展现了一流的生产线、先进的造车工艺以及与原厂车同样优异的商品品质；
2014	• 国宾650成为中央政府定制的国宾护卫队指定用车。
2017	• 在上交所成功挂牌上市。
2018	• CFMOTO-KTM R2R合资新工厂奠基仪式隆重举行，意味着年产5万台动力机车建设项目正式启动。
2020	• 发布国产最大排量休旅豪华旅车1250TR-G； • CFMOTO旗下EV品牌ZEEHO发布。
2021	• CFMOTO加入Moto3组别赛事。

数据来源：公司官网，华福证券研究所

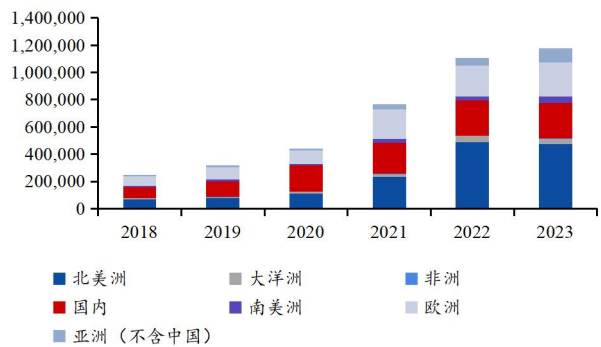
公司经营表现亮眼，近5年营收CAGR达37%。2023年公司实现营业总收入121.1亿元，同比+6.44%，2018-2023年公司营业总收入CAGR为37%。公司采取全球化发展战略，实现内外销业务共振，2023年公司境外业务收入为91.9亿元，同比+8.65%，近5年CAGR为40%，在主营业务中占比78%；2023年国内业务收入为25.84亿元，同比持平，近5年CAGR为26%，在主营业务中占比22%。海外分地区来看，2023年公司北美洲、欧洲收入占比分别为40%、21%。

图表 2: 2014-2023 年公司营业总收入及增长率



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 3: 2018-2023 年公司主营业务分地区情况

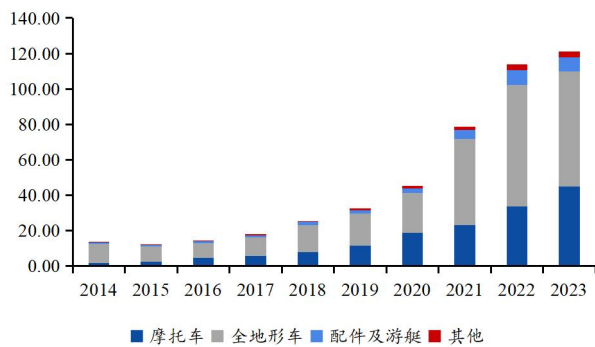


数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所



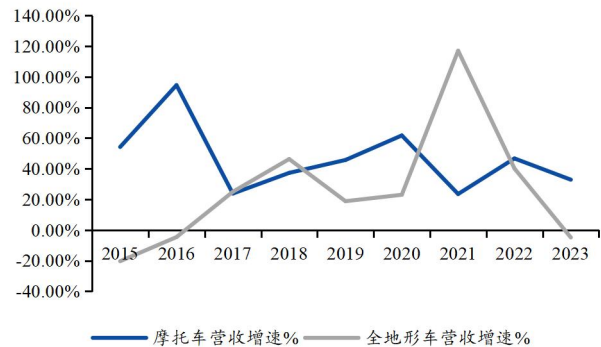
四轮车、两轮车业务双轮驱动，两轮外销持续放量。2023年公司全地形车收入65.04亿元，同比-5%，近5年CAGR为33%，23年销量为14.65万台，同比-12%，均价4.44万元，同比+8%，受海外去库存影响，23年全地形车销量下滑，但在产品结构优化、汇率等因素驱动下，均价延续上涨趋势；2023年公司摩托车收入44.79亿元，同比+33%，近5年CAGR为41%，23年摩托车销量为19.7万台，同比+36%，均价2.27万元，同比-2%。其中两轮内销22亿元，同比+5%，内销量9.9万台，同比+8.6%；两轮出口23亿元，同比+78%，出口量9.8万台，同比+81%，两轮内销表现稳健，两轮外销延续高景气。

图表 4：2014-2023 年公司收入拆分（单位：亿元）



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

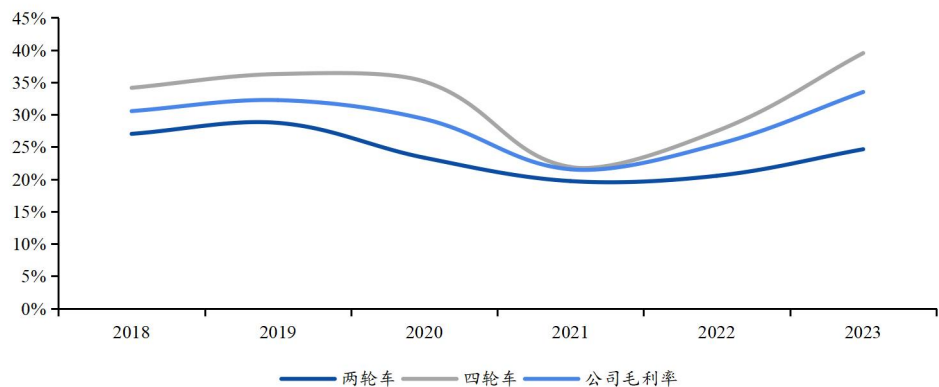
图表 5：公司两轮车和四轮车营收增速



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

2023 年盈利能力明显改善。毛利率方面，2023 年公司毛利率为 33.50%，同比+8.13pct，其中全地形车毛利率为 39.52%，同比+12.06pct，主要受益于海运费下降、产品结构优化、汇率提升，两轮车毛利率为 24.64%，同比+4.12pct。净利润方面，23 年公司归母净利润 10.08 亿元，同比+43.65%，2018-2023 年 CAGR 为 53%，2023 年销售净利率为 8.73%，同比+2.23pct，盈利能力持续改善。

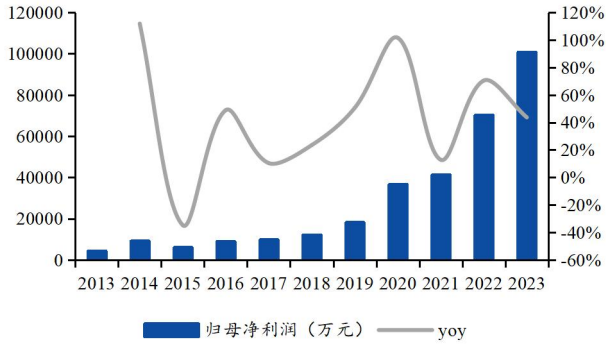
图表 6：2018-2023 年两轮车和四轮车毛利率



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

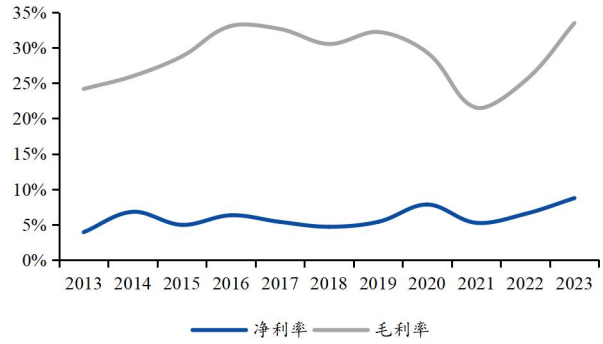


图表 7：2013-2023 年公司归母净利润及增长率



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 8：2013-2023 年公司净利率和毛利率



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

摩托车业务：外销持续放量，内销稳健增长。外销方面，近年来，公司采取“深耕国内+拓展海外”并重的战略，摩托车出海业务快速增长，公司在海外持续拓渠道、推新品，未来摩托车外销有望持续放量；内销方面，短期来看，2024 年内销需求回暖，中长期来看，国内大排量摩托车仍处早期发展阶段，未来渗透率提升有望带动行业延续较快增长，公司具有较强的消费者洞察能力，近年来频出爆款车型，在品类渗透的过程中，有望率先受益，预计未来公司摩托车内销将保持稳健增长。综合来看，预计 2024-2026 年公司摩托车业务收入分别为 62/79/96 亿元，同比+39%/+27%/+21%，毛利率分别为 25.0%/26.0%/26.5%，在产品结构优化、规模效应带动下，公司摩托车毛利率有望稳步提升。

全地形车业务：U/Z 系列新品推出，产品结构优化带动均价上涨，全地形车有望保持稳健增长。2022-2023 年公司对全地形车业务进行结构调优，均价明显提升，2024 年公司重点布局 U/Z 系列新品，预计产品力明显提升，有望抢占进一步海外 UTV/SSV 市场份额，叠加海外去库存结束、销量有望企稳回升。目前公司高附加值的 U/Z 系列占比仍有较大提升空间，未来随着 U/Z 系列占比持续提升，公司全地形车业务均价有望进一步提高，未来全地形车业务有望实现量价齐升。预计 2024-2026 年公司全地形车业务收入为 70/77/83 亿元，同比+8%/+10%/+7%，毛利率分别为 38.8%/40.0%/40.6%，2024 年海运费上涨对公司四轮车毛利率或有负面影响，但在产品结构升级对冲下，预计四轮车毛利率整体表现稳健，2025-2026 年有望稳中有升。

预计公司 2024-2026 年实现营收 145、171、195 亿元，同比+20%、+18%、+14%，毛利率分别为 32.5%、33.0%、33.1%。


图表 9：公司业绩拆分预测表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
两轮车						
收入 (亿元)	22.98	33.72	44.79	62.11	79.01	95.80
yoy	23%	47%	33%	39%	27%	21%
毛利率(%)	20%	21%	25%	25%	26%	27%
四轮车						
收入 (亿元)	48.79	68.38	65.04	70.32	77.42	82.88
yoy	117%	40%	-5%	8%	10%	7%
毛利率(%)	22%	27%	40%	39%	40%	41%
其他业务 (配件、游艇、其他合计)						
收入 (亿元)	6.84	11.68	11.27	12.96	14.90	16.39
yoy	64%	71%	-4%	15%	15%	10%
毛利率(%)	25%	27%	34%	34%	34%	34%
合计						
营业总收入 (亿元)	78.61	113.78	121.10	145.39	171.33	195.07
yoy	74%	45%	6%	20%	18%	14%
毛利率(%)	22%	25%	34%	32%	33%	33%

数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

2.2 投资建议

预计 2024-2026 年归母净利润为 12.27、14.77、17.24 亿元，同比+22%、+20%、+17%，对应 EPS 为 8.10、9.75、11.39 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 19x、16x、14x。采用可比公司估值，选取同行业可比公司钱江摩托、隆鑫通用、九号公司、涛涛车业，可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 21x、19x、16x，公司当前估值低于可比公司平均估值水平，公司具有行业领先的消费者洞察能力、产品设计能力及品牌营销能力，国内大排量摩托车持续打造爆款，全地形车、两轮车出海均占据先发优势，有望在全球范围内持续提升竞争力。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 10：可比公司估值表

公司	EPS (元/股)				PE				当前股价 (元)
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
钱江摩托	0.88	1.09	1.30	1.54	19.1	15.4	12.9	10.9	16.8
隆鑫通用	0.32	0.56	0.63	0.72	39.8	22.5	20.0	17.6	12.6
九号公司-WD	0.83	0.87	1.13	1.44	35.8	23.8	27.8	21.5	41.7
涛涛车业	2.57	3.40	4.33	5.24	26.8	20.2	15.8	13.1	68.6
可比公司平均数					30.4	20.5	19.1	15.8	
春风动力	6.65	8.10	9.75	11.39	23.1	19.0	15.8	13.5	153.8

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所（更新日期：2024.6.20）

注：可比公司估值为 ifind 一致预期。

3 风险提示

1、宏观经济波动风险：

若未来全球或公司的主要出口国经济形势严峻不及预期，经济下行、需求萎缩，将对公司产品营销造成不利影响。



2、 贸易政策不利变化的风险

公司出口产品主要销往美国、加拿大、澳大利亚、德国、法国等国家，公司外销收入占营业收入比例较高，如果未来主要出口国家和地区对公司相关产品的贸易政策和认证制度发生变化，或主要海外市场的国家和地区对中国实施贸易制裁或发生激烈的贸易战，则公司的业务和经营将可能受到不利影响。

3、 汇率变化风险

公司主营业务出口收入占比较高。公司外销主要以美元报价和结算，汇率随着国内外政治、经济环境等因素的变化而波动，具有一定的不确定性，人民币汇率波动将对公司的出口业务及经营业绩产生一定影响。

4、 市场竞争加剧风险

随着公司对国际市场开拓力度的加大，以及更多国际知名企业进军和加大在中国的营销，公司将在国际、国内市场上面临更大的竞争压力。如果不能及时把握市场需求变化，提升产品创新能力和售后服务质量，有效加大市场开拓力度，可能难以维持和提高目前的市场竞争优势，进而对公司的竞争地位、市场份额和利润实现造成不利影响。



图表 11: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,506	6,627	7,316	10,039	营业收入	12,110	14,539	17,133	19,507
应收票据及账款	1,086	1,175	1,259	1,377	营业成本	8,053	9,821	11,479	13,050
预付账款	102	147	172	196	税金及附加	212	224	248	292
存货	1,663	2,232	3,554	3,114	销售费用	1,341	1,454	1,628	1,756
合同资产	0	0	0	0	管理费用	567	698	857	975
其他流动资产	352	259	287	314	研发费用	924	1,120	1,405	1,639
流动资产合计	7,709	10,440	12,588	15,040	财务费用	-191	-212	-218	-241
长期股权投资	237	237	237	237	信用减值损失	-3	0	0	0
固定资产	1,334	1,477	1,594	1,691	资产减值损失	-51	-26	-29	-35
在建工程	310	248	198	159	公允价值变动收益	1	0	-1	-3
无形资产	167	176	188	205	投资收益	1	1	1	1
商誉	0	0	0	0	其他收益	51	51	51	51
其他非流动资产	556	562	568	574	营业利润	1,202	1,461	1,756	2,049
非流动资产合计	2,605	2,701	2,785	2,866	营业外收入	3	3	3	3
资产合计	10,314	13,141	15,373	17,905	营业外支出	13	13	13	13
短期借款	0	0	0	0	利润总额	1,191	1,451	1,746	2,039
应付票据及账款	4,173	5,789	6,643	7,565	所得税	135	164	197	230
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,057	1,287	1,549	1,808
合同负债	159	262	308	351	少数股东损益	49	60	72	84
其他应付款	74	74	74	74	归属母公司净利润	1,008	1,227	1,477	1,724
其他流动负债	429	509	605	677	EPS (按最新股本摊薄)	6.65	8.10	9.75	11.39
流动负债合计	4,836	6,634	7,630	8,667					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	306	306	306	306					
非流动负债合计	306	306	306	306					
负债合计	5,142	6,939	7,936	8,973					
归属母公司所有者权益	5,039	6,008	7,172	8,583					
少数股东权益	133	193	265	349					
所有者权益合计	5,172	6,201	7,437	8,932					
负债和股东权益	10,314	13,141	15,373	17,905					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,385	2,457	1,026	3,047
现金收益	998	1,216	1,488	1,737
存货影响	405	-569	-1,322	439
经营性应收影响	-168	-109	-79	-107
经营性应付影响	-375	1,616	854	922
其他影响	526	304	85	56
投资活动现金流	-862	-236	-241	-252
资本支出	-580	-231	-235	-244
股权投资	-203	0	0	0
其他长期资产变化	-78	-5	-6	-8
融资活动现金流	-160	-100	-95	-72
借款增加	11	0	0	0
股利及利息支付	-212	-328	-328	-328
股东融资	75	0	0	0
其他影响	-34	228	233	256

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	6.4%	20.1%	17.8%	13.9%
EBIT 增长率	109.8%	23.8%	23.4%	17.6%
归母公司净利润增长率	43.7%	21.8%	20.4%	16.8%
获利能力				
毛利率	33.5%	32.5%	33.0%	33.1%
净利率	8.7%	8.8%	9.0%	9.3%
ROE	19.5%	19.8%	19.9%	19.3%
ROIC	21.8%	22.0%	22.3%	21.5%
偿债能力				
资产负债率	49.9%	52.8%	51.6%	50.1%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	29	28	26	24
存货周转天数	83	71	91	92
每股指标 (元)				
每股收益	6.65	8.10	9.75	11.39
每股经营现金流	9.14	16.23	6.77	20.12
每股净资产	33.27	39.68	47.36	56.68
估值比率				
P/E	23	19	16	14
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	158	129	106	91

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn