

2024年11月23日

# 主业迎来拐点，新品类进入放量周期

## 浙江自然(605080)

### ► 充气床垫：24Q2 拐点，长期看好 TPU 渗透率提升

我们分析，1) 短期看拐点：公司此前在 21Q1-22Q1 连续 5 个季度收入增速在 30-60% 高速增长阶段，但自 22Q3-24Q1 由于海外疫情放开、下游去库存，公司进入 5 个季度调整期。主业充气床垫 24Q2 收入同比+13%、迎来拐点，预计未来有望保持 10%+ 增速；2) 长期来看，TPU 替代 PVC 的渗透率提升仍在持续，公司募投项目达产后贡献收入增量 15 亿元。

### ► 保温箱：海外布局、技术迭代领先，新客户突破

户外保温硬箱主要用于海钓、食物和饮料存放等户外场景。根据 QYResearch，2022 年全球保温箱行业营收规模为 21.57 亿美元，+7.9%YOY；预计 2026 年达 26.15 亿美元，+3.5%YOY。浙江自然优势在于率先实现海外布局。对比浙江嘉特，公司硬箱收入规模及毛利率仍有提升空间，两家均在海外布局。24H1 柬埔寨美御收入/净利润为 4.79/-126.36 万元，24Q3 已扭亏，伴随客户拓展、产能释放，未来有望维持高双位数增长，长期展望硬箱业务达 5 亿收入空间；而净利率虽然低于主业充气床垫、但随着材料突破和供应链整合，未来仍有望达到 15% 以上。

### ► 水上用品：SUP 百亿美元市场规模，24Q3 迎来拐点

SUP 为海外 2010 年开始的新兴户外运动、替代传统划艇，此前处于高增长期，但 22 年以来同样经历了下游去库存，24Q3 迎来拐点。根据 Technavio 报告，预计 2021-2025 年 CAGR 为 6%、2025 年全球 SUP 市场规模达到 126 亿美元。公司布局越南拓展 SUP 水上用品品类，24H1 子公司越南大自然收入/净利润分别为 1464.76/7.54 万元，Q3 迎来放量拐点，预计未来有望维持高双位数增长。

### 投资建议

我们分析，(1) 短期来看，公司主业户外充气床垫迎来下游去库存拐点，未来有望保持 10% 以上收入增速；(2) 中期来看，保温硬箱和水上用品有望成为新增长点、保持高双位数增长；(3) 长期来看，公司在新材料领域的研发、成本控制能力较强，TPU 渗透率有望持续提升，海外户外装备仍处于成长期，公司仍在持续扩产，长期收入有望在 15-20 亿元。维持 24-26 年收入预测 9.66/11.84/14.29 亿元，维持 24-26 年归母净利润预测 1.82/2.23/2.73 亿元，维持 24-26 年 EPS 预测 1.29/1.58/1.93 元，2024 年 11 月 22 日收盘价 19.26 元对应

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	19.26
股票代码：	605080
52 周最高价/最低价：	28.3/13.18
总市值(亿)	27.27
自由流通市值(亿)	27.27
自由流通股数(百万)	141.57



分析师：唐奕奕

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

### 相关研究

- 【华西纺服】浙江自然 2024Q3 业绩点评：Q3 业绩超预期，主业持续复苏趋势  
2024.10.27
- 【华西纺服】浙江自然 2024 中点评：主业复苏趋势持续，期待硬箱新品类改善  
2024.08.27
- 【华西纺服】浙江自然 2023 年点评：期待硬箱、内销车载成为新驱动  
2024.04.02

24-26 年 PE 分别为 15/12/10X，公司已完成回购、未来有望迎来基本面拐点，维持“买入”评级。

### 风险提示

海运影响发货延迟；原材料价格波动风险；工厂爬坡不及预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	946	823	966	1,184	1,429
YoY (%)	12.3%	-13.0%	17.4%	22.6%	20.6%
归母净利润(百万元)	213	131	182	223	273
YoY (%)	-3.0%	-38.6%	39.5%	22.4%	22.3%
毛利率 (%)	36.6%	33.8%	30.3%	27.0%	23.5%
每股收益 (元)	1.50	0.92	1.29	1.58	1.93
ROE	11.9%	7.0%	8.9%	9.8%	10.7%
市盈率	12.80	20.87	14.96	12.22	10.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 主业户外充气床垫：短期看去库拐点，长期看好 TPU 渗透率提升 .....	4
1.1. 短期逻辑：22Q3-24Q1 下游去库存，24Q2 迎来收入拐点 .....	4
1.2. 长期展望：TPU 替代 PVC 渗透率提升，募集项目打满预计达到 15 亿元收入 .....	4
2. 水上用品业务：SUP 百亿美元市场规模，24Q3 迎来拐点 .....	5
3. 保温硬箱业务：海外布局、技术迭代领先，新客户持续拓展 .....	6
4. 盈利预测与投资建议 .....	7
4.1. 收入拆分 .....	8
4.2. 投资建议 .....	9
5. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1 公司单季收入/归母净利及增速 .....	4
表 1 TPU 充气床垫 VS 非 TPU 充气床垫 .....	5
表 2 公司 TPU 募集项目 .....	5
表 3 国内硬箱生产商对比 .....	6
表 4 硬箱工艺对比 .....	7
表 5 收入拆分（亿元） .....	8

## 1. 主业户外充气床垫：短期看去库拐点，长期看好TPU渗透率提升

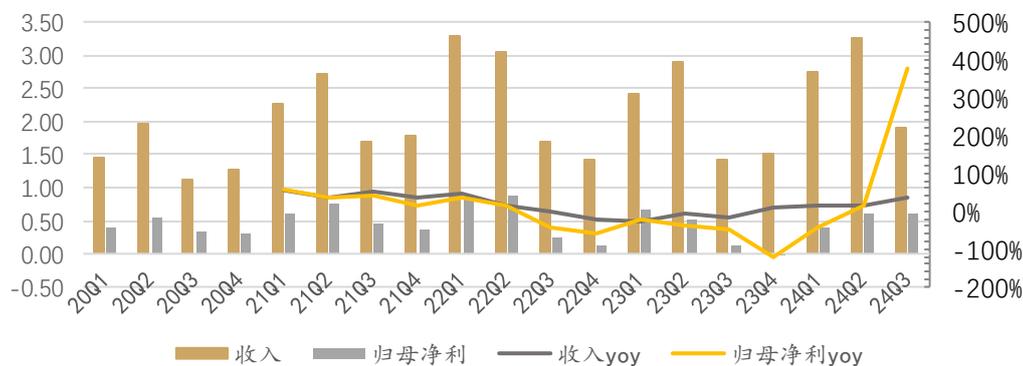
### 1.1. 短期逻辑：22Q3-24Q1 下游去库存，24Q2 迎来收入拐点

我们曾在 2021 年 7 月发布《浙江自然深度报告：户外代工第一股，利基市场下盈利能力强》进行推荐：公司 80%收入来自出口，其中欧洲/美国/日韩/国内占比约为 45%/20%/20%/15%，受益于海外疫情期间户外装备需求爆发、在户外充气床垫领域中 TPU 新材料对 PVC 替代的渗透率提升，叠加上市后加速扩产，自 21Q1-22Q1 连续 5 个季度收入增速在 30-60%高增长阶段。但自 22Q3-24Q1 由于海外疫情放开、下游去库存，公司进入 5 个季度调整期。

24Q2 公司收入同比+13%、迎来拐点，我们分析主要受益于各大品牌基本完成去年库存，主业充气床垫订单需求逐渐回暖；24Q3 收入同比+35%，则在主业改善基础上、根据览富财经网，受益于海外发展战略，且叠加公允价值变动损益贡献（0.41 亿元）、24Q3 归母净利同比+372.43%。

公司主业充气床垫主要客户为迪卡侬（根据搜狐新闻，公司为其熔接加工技术唯一战略合作伙伴）、SEA TO SUMMIT、REI、RTIC 等，23 年前五大客户占比 47%，随着海外户外品牌去库结束，公司优势在于垂直一体化和海外布局带来的成本优势、强研发带来的新品迭代优势，我们预计未来主业充气床垫有望恢复至 10%+增速。

图 1 公司单季收入/归母净利（亿元）及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 1.2. 长期展望：TPU 替代 PVC 渗透率提升，募集项目打满预计达到 15 亿元收入

我们分析，TPU 材料优势在于：（1）环保；（2）耐磨、产品寿命更长；（3）轻便，符合轻量化趋势；（4）不需要硫化和交联反应，从而缩短生产周期，且废料可以回收再利用。因此我们分析 TPU 取代 PVC 是发展必然，从 TPU 替代 PVC 的渗透率来看，目前在户外中高端产品里已大幅替代 PVC 产品，特别是在野外户外产品中、消费者注重性能高于价格；而在服装、家用充气垫等产品上，价格敏

感性更高，替代可能缓慢。目前 TPU 面料不仅应用于充气床垫，户外其他装备也有较多应用，如始祖鸟品牌等，价格较传统冲锋衣更高。

在长期的生产经营过程中，公司掌握了 TPU 薄膜生产、TPU 与面料复合技术、聚氨酯 (PU) 软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术，实现 TPU 充气床垫垂直一体化生产，根据招股书截止 20 年公司 TPU 充气床垫销量占比达 52%，我们估计目前达 70% 以上；TPU/PVC 毛利率分别为 48.66%/30.24%。

表 1 TPU 充气床垫 VS 非 TPU 充气床垫

	优点	缺点	价格 (元)
TPU 充气床垫	弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、环保无毒、机械强度高、生产周期短、可回收	成型性不好、研发困难	148 (20 年)
非 TPU 充气床垫 (PVC)	安全性高、稳定性高、耐气候变化能力强，成本低	不环保、弹性不好、舒适性差	76 (20 年)

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

2021 年 5 月公司在上交所主板上市，为满足公司在产能扩张、研发实力提升、拓展海外布局、补充流动资金方面的需求，募集资金总额 7.88 亿元，募集资金净额 7.24 亿元，其中 4.75 亿元用改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目，主要生产 TPU 面料及充气床垫等产品，预计达产后可形成年产 TPU 复合面料 2100 万米及 TPU 充气床（无海绵）300 万张产能，“户外用品自动化生产基地改造项目”预计达产后形成自动充气床垫 600 万张的产能，假设单价 170 元/张，对应产能打满后预计实现收入 15 亿元。但我们也认为，随着近些年贸易环境变化，部分产能海外转移，从而对原有预计有一定影响。

表 2 公司 TPU 募集项目

产品名称	达产后产能	项目名称	达产后收入预测
TPU 面料	2100 万米	改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	15 亿元
TPU 充气床（无海绵）	300 万张	改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	
自动充气床（垫）	600 万张	户外用品自动化生产基地改造项目	

资料来源：浙江自然招股书，天台县人民政府，华西证券研究所

## 2. 水上用品业务：SUP 百亿美元市场规模，24Q3 迎来拐点

SUP 为海外 2010 年开始的新兴户外运动，此前处于高增长期，但 22 年以来同样经历了下游去库存，24Q3 迎来拐点。根据数据咨询公司 Technavio 的数据，在 2021 年至 2025 年的预测期内，全球站立式桨板市场规模预计将以近 6% 的复合年增长率增长，达到 1.08 亿美元。其中，站立式桨板 (SUP) 已经风靡全球，成为目前发展最快的户外娱乐运动。在国外，SUP 的普及已经占据了很多人原有划艇的份额。

我们分析，公司优势在于越南布局的先发优势、以及根据搜狐新闻公司是迪卡侬的热熔接战略合作伙伴，23 年越南户外用品生产基地建设项目未实现预期效益，主要由于产能未完全释放，处于生产爬坡阶段；24H1 子公司越南大自然收入/净利润分别为 1464.76/7.54 万元，我们分析上半年水上用品仍处于去库存阶段，Q3 以来开始迎来去库拐点，预计 Q4 及明年有望持续放量。

### 3. 保温硬箱业务：海外布局、技术迭代领先，新客户持续拓展

户外保温硬箱主要用于海钓、食物和饮料存放等户外场景。消费者在选择保温箱时主要考虑体积、保温效果、携带方式、是否有排水口、价格等因素，而保温效果则主要取决于保温箱厚度、泡沫材质及密封性。海外知名品牌包括 YETI、STANLEY、IGLOO、COLEMAN、RTIC 等。根据 YETI 年报，19 年冷却器与装备收入为 26 亿元人民币。

根据 QYResearch，2022 年全球保温箱行业营收规模为 21.57 亿美元，较上年同比增长 7.90%；我国保温箱行业营收规模为 271.29 百万美元，较上年同比增长 12.37%。预计 2026 年全球保温箱行业营收规模达 26.15 亿美元，同比增长 3.49%；我国保温箱行业营收规模达 359.10 百万美元，同比增长 4.83%。

从竞争格局来看，浙江自然主要优势在于：（1）率先实现海外布局，从而能更好应对贸易环境的变化，公司在疫情期间率先在 22 年实现了柬埔寨布局。从行业技术升级来看，保温箱制造工艺主要分为滚塑、注塑、吹塑，其中注塑工艺更美观、牢固性更高、生产效率更高。对比浙江嘉特，公司硬箱收入规模及毛利率仍有提升空间，两家均在海外布局。

公司布局柬埔寨产能，积极开拓保温硬箱业务，子公司柬埔寨美御的保温硬箱在 2023 年开始批量出货，24H1 美御收入/净利为 4119/414.73 万元，我们分析主要仍受产能爬坡及上游品牌去库影响，24Q3 扣非净利增长 44.5%，我们分析硬箱业务已扭亏，伴随客户拓展、产能释放，长期展望硬箱业务达 5 亿收入空间；而净利率虽然低于主业充气床垫、但随着材料突破和供应链整合，未来仍有望达到 15% 以上。

表 3 国内硬箱生产商对比

	硬箱收入 (23 年)	主要客户	毛利率/净利率	产能布局
浙江嘉特	0.98	Corporate Support & Fulfillment LLC、 IGLOO (50L-329 元)	30.72% (保温箱毛利率) / 8.24%	国内、泰国

浙江自然	0.41 (24H1)	RTIC (25QT-75QT: 470-900 元)	-	柬埔寨
------	-------------	-----------------------------	---	-----

资料来源：淘宝，公司公告，华西证券研究所

表 4 硬箱工艺对比

工艺	外观	工艺	优势	劣势
滚塑	滚塑表面相对平整的，特点是无接缝，无注塑口。有合模线。	滚塑是指将塑料圆棒经过加热软化，再将其压制成型	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 适用于大型、复杂形状的保温箱生产，生产出的产品具有较好的一致性和均匀性；</li> <li>2) 产品壁厚可调，可以根据需求进行定制；</li> <li>3) 抗冲击性强，适用于恶劣环境的使用</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 生产效率较低，不适合大规模生产；</li> <li>2) 对于小型、简单形状的保温箱，成本较高；</li> <li>3) 产品的精度和表面光洁度略差于注塑和吹塑制品</li> </ol>
注塑	注塑是实心体，注塑件表面是光亮的。	注塑是将塑料颗粒或粉末加热融化，注入模具中进行成型	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 生产效率高，可实现大规模生产。</li> <li>2) 产品质量稳定，精度和表面光洁度较高。</li> <li>3) 可以实现多种颜色、款式和材质的保温箱生产。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 对于大型、复杂形状的保温箱，制造成本较高。</li> <li>2) 模具成本高，对于小批量生产可能不经济。</li> <li>3) 抗冲击性相对较差</li> </ol>
吹塑	制品表面光滑、无毛刺、无塑化不良、无明显擦痕和条纹、水印，光洁。	吹塑是将塑料颗粒加热至融化，然后通过喷嘴将熔化的塑料吹入模具中，让其充分膨胀，最终形成所需的形状	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 适用于中小型、空心结构的保温箱生产。</li> <li>2) 生产效率较高，成本相对较低。</li> <li>3) 产品具有一定的抗冲击性。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 对于大型、复杂形状的保温箱，制造难度较大。</li> <li>2) 产品精度和表面光洁度略差于注塑制品。</li> <li>3) 壁厚不易控制，可能存在部分区域壁厚不均的问题。</li> </ol>

资料来源：爱采购，华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

## 4.1.收入拆分

我们预计：2024-2026 年收入为 9.66/11.84/14.29 亿元，同比增速为 17.4%/22.5%/20.7%，24-26 年的净利率为 18.8%/18.8%/19.1%，预计归母净利润 1.82/2.23/2.73 亿元。

分业务来看：（一）传统业务收入预计为 8.05/8.91/9.44 亿元，同比增速为 10%/11%/6%，其中：1）我们认为充气床垫业务此前受行业去库影响收入承压，目前去库结束，该业务预计回归 10%以上增速，假设产能利用率逐步提升为 49%/53%/53%，单价增长 3%/4%/4%，预计 24-26 年收入为 6.06/7.19/7.92 亿元，增速为 13.9%/18.6%/10.2%；2）24-26 年户外箱包收入预计为 1.45/1.37/1.26 亿元；3）头枕坐垫预计收入为 0.54/0.36/0.25 亿元。预计传统业务随着充气床垫产能利用率提升，净利率有所提升，预计 24-26 年传统主业净利率为 20.1%/20.6%/21.2%，则预计贡献净利 1.62/1.84/2.0 亿元。

（二）新品类：1）越南水上用品业务随着客户需求恢复，及产能爬坡，预计 24-26 年收入达 0.61/1.03/1.36 亿元，同比增长 144%/69%/32%，预计净利率随着产能释放逐步提升为 13%/14%/15%，则预计贡献净利为 0.08/0.14/0.20 亿元；2）柬埔寨硬箱业务随着客户拓展，产能释放，订单增加，预计 24-26 年收入为 1.0/1.9/3.5 亿元，同比增长 100%/90%/84%；伴随生产效率提升，技术升级，24-26 年净利率预计分别为 13%/14%/15%，预计贡献净利为 0.13/0.26/0.52 亿元。

表 5 收入拆分（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	9.46	8.23	9.66	11.84	14.29
增速	12.30%	-13.00%	17.4%	22.5%	20.7%
归母净利润	2.13	1.31	1.82	2.23	2.73
增速	-3.00%	-38.60%	39%	23%	22%
归母净利率	22.50%	15.90%	18.8%	18.8%	19.1%
一、传统业务收入	8.9	7.31	8.05	8.91	9.44
增速	10.98%	-17.87%	10%	11%	6%
净利率		17.88%	20.1%	20.6%	21.2%
净利		1.31	1.62	1.84	2.00
1、充气床垫收入	6.88	5.32	6.06	7.19	7.92
增速	8.20%	-22.70%	13.9%	18.6%	10.2%
产能（万个）	504	579.6	658	690	724

产能利用率	88.10%	47.71%	49%	53%	53%
生产量 (万个)	444	276.5	319	364	386
销售量 (万个)	434.6	307.9	351	401	425
增速	2.70%	-29.20%	14%	14%	6%
单价 (元)	158.31	167.18	173	179	187
<b>2、户外箱包收入</b>	1.27	1.56	1.45	1.37	1.26
增速	14.80%	22.80%	-7%	-6%	-8%
<b>3、头枕坐垫收入</b>	0.75	0.6	0.54	0.36	0.25
增速	34.60%	-19.80%	-10%	-10%	-10%
<b>二、水上用品业务收入</b>	0.55	0.4	0.61	1.03	1.36
增速	37.00%	-27.27%	144%	69%	32%
净利率			13%	14%	15%
净利			0.08	0.14	0.20
<b>三、硬箱业务收入</b>	0.2	0.5	1.00	1.90	3.50
增速			100%	90%	84%
净利率		0%	13%	14%	15%
净利		0.00	0.13	0.26	0.52

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.2.投资建议

公司于23年9月公告拟回购3000-6000万元，截止24/2/23，已完成回购128.5万股，成交价15-26.75元/股、均价23.27元/股，回购金额3001.6万元（不含交易费用）。

我们分析，（1）短期来看，公司主业户外充气床垫迎来下游去库存拐点，未来有望保持10%以上收入增速；（2）中期来看，保温硬箱和水上用品有望成为新增长点、保持高双位数增长；（3）长期来看，公司在新材料领域的研发、成本控制能力较强，TPU渗透率有望持续提升，海外户外装备仍处于成长期，公司仍在持续扩产，长期收入有望在15-20亿元。维持24-26年收入预测9.66/11.84/14.29亿元，维持24-26年归母净利预测1.82/2.23/2.73亿元，维持24-26年EPS预测1.29/1.58/1.93元，2024年11月22日收盘价19.26元对应24-26年PE分别为15/12/10X，公司已完成回购、未来有望迎来基本面拐点，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

海运影响发货延迟；原材料价格波动风险；工厂爬坡不及预期；系统性风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	823	966	1,184	1,429	净利润	128	179	219	268
YoY (%)	-13.0%	17.4%	22.5%	20.7%	折旧和摊销	43	35	34	34
营业成本	545	638	781	941	营运资金变动	53	-40	-41	-46
营业税金及附加	9	20	12	14	经营活动现金流	240	143	166	205
销售费用	20	31	46	44	资本开支	-178	-92	-99	-112
管理费用	59	62	95	122	投资	-13	0	0	0
财务费用	-9	-3	-4	-5	投资活动现金流	-191	-63	-58	-62
研发费用	36	39	41	50	股权募资	788	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	50	0	0	0
投资收益	7	29	41	50	筹资活动现金流	-45	0	0	0
营业利润	148	209	254	314	现金净流量	4	80	109	143
营业外收支	0	2	4	1					
利润总额	148	211	258	315	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	20	32	40	47	<b>成长能力</b>				
净利润	128	179	219	268	营业收入增长率	-13.0%	17.4%	22.5%	20.7%
归属于母公司净利润	131	182	223	273	净利润增长率	-38.6%	39.5%	22.4%	22.3%
YoY (%)	-38.6%	39.5%	22.4%	22.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.92	1.29	1.58	1.93	毛利率	33.8%	33.9%	34.0%	34.1%
					净利率	15.6%	18.5%	18.5%	18.7%
					总资产收益率 ROA	6.1%	7.7%	8.5%	9.2%
					净资产收益率 ROE	7.0%	8.9%	9.8%	10.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	342	422	531	673	流动比率	5.61	5.69	5.30	5.06
预付款项	11	13	16	20	速动比率	4.64	4.65	4.27	4.02
存货	215	253	309	372	现金比率	1.46	1.65	1.69	1.78
其他流动资产	746	769	807	851	资产负债率	12.8%	12.6%	13.5%	14.2%
流动资产合计	1,315	1,457	1,663	1,917	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.41	0.45	0.48
固定资产	468	534	609	695	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	174	167	161	154	每股收益	0.92	1.29	1.58	1.93
非流动资产合计	841	900	970	1,049	每股净资产	13.19	14.48	16.05	17.98
资产合计	2,156	2,357	2,633	2,966	每股经营现金流	1.69	1.01	1.18	1.45
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	167	182	224	272	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	67	74	90	107	PE	20.87	14.96	12.22	9.99
流动负债合计	234	256	314	379	PB	1.60	1.32	1.19	1.06
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	41	41	41	41					
非流动负债合计	41	41	41	41					
负债合计	275	297	355	420					
股本	142	142	142	142					
少数股东权益	13	10	6	0					
股东权益合计	1,881	2,060	2,278	2,546					
负债和股东权益合计	2,156	2,357	2,633	2,966					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。