

# 立华股份 (300761.SZ)

优于大市

## 2025 一季报点评：受益猪鸡养殖成本下降，公司 Q1 维持较好盈利

### 核心观点

**受益成本改善，2025Q1 归母净利润同比+91%。**公司 2025 年一季度实现营业收入 40.86 亿元，同比+11.60%，环比-18.94%；公司 2025 年一季度实现归母净利润 2.06 亿元，同比+157.47%，环比-42.79%。收入同比增长主要得益于鸡猪出栏增加以及猪价改善，盈利同比大幅回升主要受益于鸡猪养殖成本下降以及猪价改善。

**肉鸡出栏稳增，成本预计维持改善。**参考销售月报，公司 2025Q1 实现肉鸡出栏 1.23 亿羽，同比+8.69%，依靠华南、西南、华中等地发展中子公司产能爬坡，公司出栏继续维持增长。价格方面，公司 2025Q1 肉鸡销售均价为 11.00 元/kg，同比-14.86%。行情虽有回落，但公司养鸡板块生产成绩始终保持较强竞争力，核心生产指标达到近五年最好水平，叠加饲料原料成本下降，预计 2025Q1 成本进一步下降，板块仍逆势保持较好盈利。而且考虑到当前行业产能虽有恢复但仍处低位，后续随五一、端午等重要消费节点到来，黄羽肉鸡景气有望改善，公司或充分受益。

**肉猪产能释放，生产稳定性提高，成本预计维持改善。**参考销售月报，公司 2025Q1 实现肉猪出栏 48.37 万头，同比+162.60%，大幅增长主要得益于养殖产能扩张释放以及生产稳定性的提高。依靠自有猪场建设以及外部优质猪场整合，公司截至 2024 年末的生猪养殖产能已达 200 万头，后续生猪出栏有望继续保持较快增长。价格方面，公司 2025Q1 肉猪销售均价为 15.31 元/kg，同比+4.92%，环比有所回落。2024 年以来公司不断强化生物安全软硬件升级和人员结构优化，生产稳定性目前得到显著明显提升，叠加饲料原料成本下降，公司截至 2024 年末的生猪完全成本已降至 14 元/kg 以下，我们预计公司 2025Q1 肉猪单头盈利仍能保持 200-300 元。考虑到当前行业母猪及仔猪补栏谨慎，2025Q1 末能繁母猪存栏再度环比回落，2025-2026 年行业景气有望延续，公司依靠成本改善和产能储备，有望充分受益。

**风险提示：**养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨，食品安全风险。

**投资建议：**考虑到国内黄羽肉鸡产能恢复导致年内供给增加，我们下调 2025 年归母净利润预测至 10.5 亿元（原为 17.6 亿元），基于中期消费改善和生猪景气维持预期，我们上调 2026 年归母净利润预测至 15.2 亿元（原为 10.8 亿元），同时预测 2027 年归母净利润为 16.2 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.3/1.8/2.0 元。公司作为黄鸡养殖龙头，出栏稳步扩张，成本持续改善，且生猪业务规模保持较快扩张，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 15,354  | 17,725  | 18,777 | 20,642 | 22,195 |
| (+/-%)      | 6.3%    | 15.4%   | 5.9%   | 9.9%   | 7.5%   |
| 净利润(百万元)    | -437    | 1521    | 1050   | 1518   | 1622   |
| (+/-%)      | -149.1% | -447.7% | -30.9% | 44.5%  | 6.9%   |
| 每股收益(元)     | -0.53   | 1.84    | 1.27   | 1.83   | 1.96   |
| EBIT Margin | -1.5%   | 9.3%    | 6.3%   | 7.8%   | 7.6%   |
| 净资产收益率(ROE) | -5.7%   | 16.8%   | 10.7%  | 13.9%  | 13.5%  |
| 市盈率(PE)     | -38.8   | 11.2    | 16.2   | 11.2   | 10.5   |
| EV/EBITDA   | 50.9    | 9.2     | 11.5   | 9.5    | 9.2    |
| 市净率(PB)     | 2.21    | 1.88    | 1.73   | 1.55   | 1.42   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 20.53 元         |
| 总市值/流通市值    | 16992/12344 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 26.80/16.84 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 289.17 百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

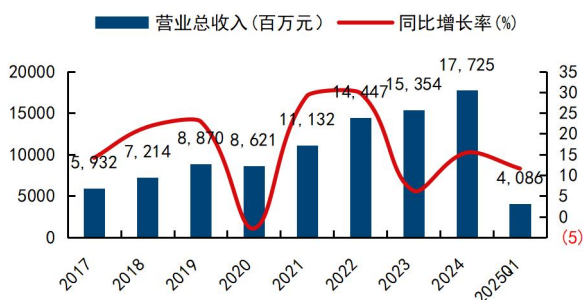
- 《立华股份(300761.SZ)-成本领先的黄羽鸡与生猪养殖优质标的》——2024-12-08
- 《立华股份(300761.SZ)-2024 三季报点评：景气回暖，成本改善，Q3 归母净利润同比+91%》——2024-10-23
- 《立华股份(300761.SZ)-2024 中报点评：出栏稳增、成本下降，Q2 归母净利润同比+346%》——2024-08-01
- 《立华股份(300761.SZ)-黄鸡销量维持增长，生猪 Q2 扭亏为盈》——2024-07-24
- 《立华股份(300761.SZ)-2023 年报及 2024 一季报点评：出栏稳步扩张，成本维持改善》——2024-04-24

**受益成本改善，2025Q1 归母净利润同比+91%。**公司 2025 年一季度实现营业收入 40.86 亿元，同比+11.60%，环比-18.94%；公司 2025 年一季度实现归母净利润 2.06 亿元，同比+157.47%，环比-42.79%。收入同比增长主要得益于鸡猪出栏增加以及猪价改善，盈利同比大幅回升主要受益于鸡猪养殖成本下降以及猪价改善。

**肉鸡出栏稳增，成本预计维持改善。**参考销售月报，公司 2025Q1 实现肉鸡出栏 1.23 亿羽，同比+8.69%，依靠华南、西南、华中等地发展中子公司产能爬坡，公司出栏继续维持增长。价格方面，公司 2025Q1 肉鸡销售均价为 11.00 元/kg，同比-14.86%。行情虽有回落，但公司养鸡板块生产成绩始终保持较强竞争力，核心生产指标达到近五年最好水平，叠加饲料原料成本下降，预计 2025Q1 成本进一步下降，板块仍逆势保持较好盈利。

**肉猪产能释放，生产稳定性提高，成本预计维持改善。**参考销售月报，公司 2025Q1 实现肉猪出栏 48.37 万头，同比+162.60%，大幅增长主要得益于养殖产能扩张释放以及生产稳定性的提高。依靠自有猪场建设以及外部优质猪场整合，公司截至 2024 年末的生猪养殖产能已达 200 万头，后续生猪出栏有望继续保持较快增长。价格方面，公司 2025Q1 肉猪销售均价为 15.31 元/kg，同比+4.92%，环比有所回落。2024 年以来公司不断强化生物安全软硬件升级和人员结构优化，生产稳定性目前得到显著明显提升，叠加饲料原料成本下降，公司截至 2024 年末的生猪完全成本已降至 14 元/kg 以下，我们预计公司 2025Q1 肉猪单头盈利仍能保持 200 元左右。

图1：立华股份营业收入及增速（单位：百万元、%）



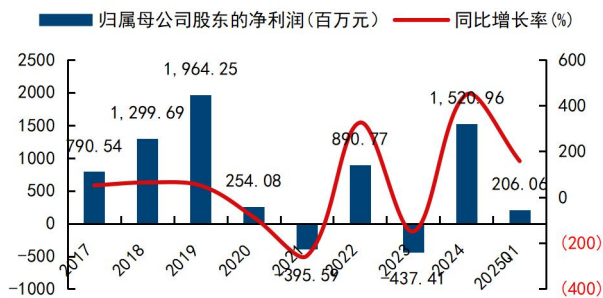
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：立华股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



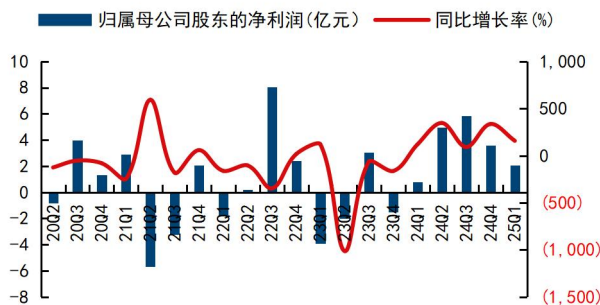
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：立华股份归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

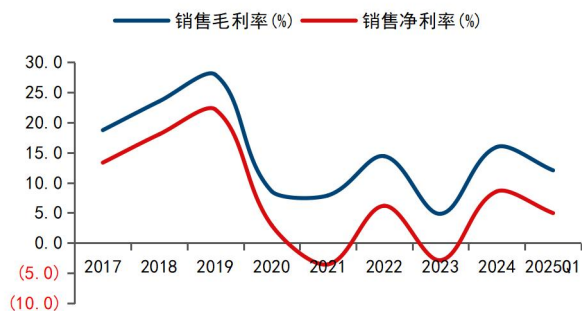
图4：立华股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

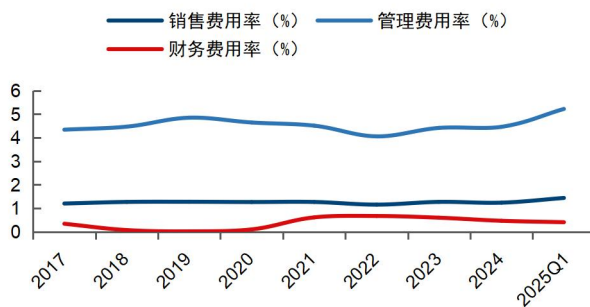
**利润率同比改善，费用率维持平稳。**公司 2025Q1 销售毛利率 12.05%，同比+3.06pct；销售净利率 4.96%，同比+2.81pct，利润率同比回升主要受益于养殖成本下降和生猪价格回暖。费用方面，公司 2025Q1 销售费用率 1.44%（同比+0.04pct），管理费用率 5.22%（同比+0.33pct），财务费用率 0.41%（同比-0.19pct）。三项费用率合计 7.07%，同比+0.18pct，整体变动不大。

图5：立华股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

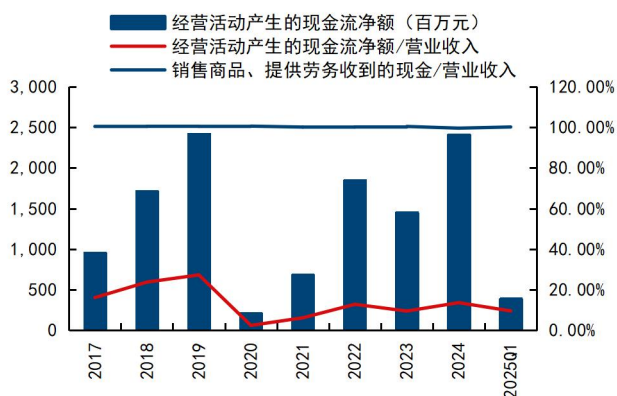
图6：立华股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

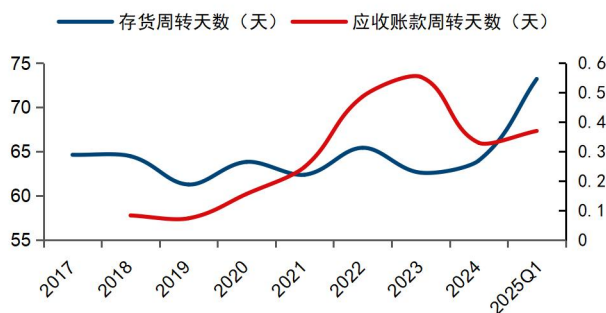
**经营性现金流净额同比回升，资产周转速度维持平稳。**2025Q1 经营性现金流净额 3.88 亿元（同比+77.78%），经营性现金流净额占营业收入比例为 9.49%（同比+3.53pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.17%（同比-0.55pct）。在主要流动资产周转方面，2025Q1 存货周转天数达 73 天（同比+5.6 天），应收账款周转天数达 0.37 天（同比）。

图7：立华股份经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：立华股份主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**考虑到国内黄羽肉鸡产能恢复导致年内供给增加，我们下调 2025 年归母净利润预测至 10.5 亿元（原为 17.6 亿元），基于中期消费改善和生猪景气维持预期，我们上调 2026 年归母净利润预测至 15.2 亿元（原为 10.8 亿元），同时预测 2027 年归母净利润为 16.2 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.3/1.8/2.0 元。公司作为黄鸡养殖龙头，出栏稳步扩张，成本持续改善，且生猪业务规模较快扩张，维持“优于

“大市”评级。

表1: 立华股份业务拆分

|           | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>鸡</b>  |        |        |        |        |        |        |
| 收入(亿元)    | 128.2  | 134.5  | 145.3  | 153.2  | 168.4  | 181.5  |
| 增速        | 28.2%  | 5.0%   | 8.0%   | 5.4%   | 10.0%  | 7.7%   |
| 毛利(亿元)    | 17.3   | 9.0    | 21.2   | 18.6   | 22.6   | 24.2   |
| 毛利率       | 13.5%  | 6.72%  | 14.6%  | 12.2%  | 13.4%  | 13.3%  |
| <b>猪</b>  |        |        |        |        |        |        |
| 收入(亿元)    | 14.5   | 16.6   | 29.3   | 31.7   | 34.9   | 37.2   |
| 增速        | 41.9%  | 14.6%  | 76.5%  | 8.4%   | 10.1%  | 6.6%   |
| 毛利(亿元)    | 3.2    | -1.7   | 6.9    | 5.1    | 6.5    | 6.8    |
| 毛利率       | 22.1%  | -10.0% | 23.4%  | 16.1%  | 18.7%  | 18.2%  |
| <b>鹅</b>  |        |        |        |        |        |        |
| 收入(亿元)    | 1.2    | 1.6    | 1.6    | 1.7    | 1.8    | 1.9    |
| 增速        | 21.9%  | 27.1%  | 5.2%   | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 毛利(亿元)    | 0.17   | 0.26   | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| 毛利率       | 13.9%  | 16.9%  | 17.5%  | 18.0%  | 18.0%  | 18.0%  |
| <b>合计</b> |        |        |        |        |        |        |
| 收入(亿元)    | 144.47 | 153.53 | 177.24 | 187.76 | 206.41 | 221.94 |
| 增速        | 29.8%  | 6.3%   | 15.4%  | 5.9%   | 9.9%   | 7.5%   |
| 毛利(亿元)    | 20.69  | 7.65   | 28.30  | 24.02  | 29.44  | 31.28  |
| 毛利率       | 14.3%  | 5.0%   | 16.0%  | 12.8%  | 14.3%  | 14.1%  |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

|           | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 17725  | 18777  | 20642  | 22195  |
| 营业成本      | 14902  | 16375  | 17698  | 19067  |
| 销售费用      | 220    | 230    | 268    | 293    |
| 管理费用      | 790    | 830    | 900    | 967    |
| 研发费用      | 140    | 131    | 139    | 160    |
| 财务费用      | 84     | 60     | 25     | (16)   |
| 营业利润      | 1558   | 1090   | 1554   | 1660   |
| 利润总额      | 1519   | 1052   | 1516   | 1622   |
| 归属于母公司净利润 | 1521   | 1050   | 1518   | 1622   |
| EPS       | 1.84   | 1.27   | 1.83   | 1.96   |
| ROE       | 16.79% | 10.72% | 13.88% | 13.53% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

|              | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>乐观预测</b>  |         |         |        |        |        |
| 营业收入(百万元)    | 15,354  | 17,725  | 18,830 | 20,793 | 22,436 |
| (+/-%)       | 6.3%    | 15.4%   | 6.2%   | 10.4%  | 7.9%   |
| 净利润(百万元)     | -437    | 1521    | 1942   | 2512   | 2718   |
| (+/-%)       | -149.1% | -447.7% | 27.7%  | 29.4%  | 8.2%   |
| 摊薄 EPS       | -0.53   | 1.84    | 2.35   | 3.04   | 3.28   |
| <b>中性预测</b>  |         |         |        |        |        |
| 营业收入(百万元)    | 15,354  | 17,725  | 18,777 | 20,642 | 22,195 |
| (+/-%)       | 6.3%    | 15.4%   | 5.9%   | 9.9%   | 7.5%   |
| 净利润(百万元)     | -437    | 1521    | 1050   | 1518   | 1622   |
| (+/-%)       | -149.1% | -447.7% | -30.9% | 44.5%  | 6.9%   |
| 摊薄 EPS(元)    | -0.53   | 1.84    | 1.27   | 1.83   | 1.96   |
| <b>悲观的预测</b> |         |         |        |        |        |
| 营业收入(百万元)    | 15,354  | 17,725  | 18,724 | 20,491 | 21,956 |
| (+/-%)       | 6.3%    | 15.4%   | 5.6%   | 9.4%   | 7.2%   |
| 净利润(百万元)     | -437    | 1521    | 164    | 537    | 548    |
| (+/-%)       | -149.1% | -447.7% | -89.2% | 226.8% | 2.2%   |
| 摊薄 EPS       | -0.53   | 1.84    | 0.20   | 0.65   | 0.66   |
| 总股本（百万股）     | 828     | 828     | 828    | 828    | 828    |



## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表（百万元）          | 2023         | 2024          | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 366          | 183          | 1853         | 3497         | 4929         | 营业收入              | 15354        | 17725         | 18777        | 20642        | 22195        |
| 应收款项             | 240          | 323          | 334          | 356          | 394          | 营业成本              | 14611        | 14902         | 16375        | 17698        | 19067        |
| 存货净额             | 2462         | 2835         | 3112         | 3243         | 3597         | 营业税金及附加           | 20           | 25            | 24           | 27           | 29           |
| 其他流动资产           | 817          | 774          | 845          | 976          | 1006         | 销售费用              | 195          | 220           | 230          | 268          | 293          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3885</b>  | <b>4116</b>  | <b>6145</b>  | <b>8072</b>  | <b>9926</b>  | 管理费用              | 678          | 790           | 830          | 900          | 967          |
| 固定资产             | 7301         | 7767         | 6874         | 6459         | 5926         | 研发费用              | 80           | 140           | 131          | 139          | 160          |
| 无形资产及其他          | 310          | 322          | 310          | 298          | 286          | 财务费用              | 92           | 84            | 60           | 25           | (16)         |
| 投资性房地产           | 2113         | 2445         | 2445         | 2445         | 2445         | 投资收益              | 1            | 17            | 15           | 15           | 15           |
| 长期股权投资           | 56           | 73           | 74           | 77           | 84           | 资产减值及公允价值变动       | 186          | 60            | (53)         | (45)         | (49)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>13665</b> | <b>14722</b> | <b>15848</b> | <b>17351</b> | <b>18667</b> | 其他收入              | (347)        | (222)         | (131)        | (139)        | (160)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 2202         | 1675         | 1938         | 1938         | 1851         | 营业利润              | (402)        | 1558          | 1090         | 1554         | 1660         |
| 应付款项             | 993          | 917          | 1005         | 1127         | 1191         | 营业外净收支            | (37)         | (39)          | (38)         | (38)         | (38)         |
| 其他流动负债           | 1856         | 2212         | 2220         | 2433         | 2690         | <b>利润总额</b>       | <b>(439)</b> | <b>1519</b>   | <b>1052</b>  | <b>1516</b>  | <b>1622</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5051</b>  | <b>4804</b>  | <b>5164</b>  | <b>5499</b>  | <b>5731</b>  | 所得税费用             | 0            | 3             | 5            | 3            | 5            |
| 长期借款及应付债券        | 181          | 82           | 82           | 82           | 82           | 少数股东损益            | (1)          | (5)           | (3)          | (5)          | (5)          |
| 其他长期负债           | 646          | 679          | 712          | 744          | 777          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(437)</b> | <b>1521</b>   | <b>1050</b>  | <b>1518</b>  | <b>1622</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>827</b>   | <b>761</b>   | <b>794</b>   | <b>827</b>   | <b>859</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>   | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>5878</b>  | <b>5565</b>  | <b>5957</b>  | <b>6326</b>  | <b>6590</b>  | 净利润               | (437)        | 1521          | 1050         | 1518         | 1622         |
| 少数股东权益           | 102          | 97           | 95           | 91           | 88           | 资产减值准备            | (120)        | (68)          | 892          | (50)         | (69)         |
| 股东权益             | 7685         | 9060         | 9796         | 10934        | 11988        | 折旧摊销              | 680          | 796           | 807          | 855          | 883          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>13665</b> | <b>14722</b> | <b>15848</b> | <b>17351</b> | <b>18667</b> | 公允价值变动损失          | (186)        | (60)          | 53           | 45           | 49           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 财务费用              | 92           | 84            | 60           | 25           | (16)         |
| 每股收益             | (0.53)       | 1.84         | 1.27         | 1.83         | 1.96         | 营运资本变动            | 706          | (498)         | 662          | 35           | (139)        |
| 每股红利             | 0.55         | 0.37         | 0.38         | 0.46         | 0.69         | 其它                | 117          | 64            | (894)        | 47           | 66           |
| 每股净资产            | 9.29         | 10.95        | 11.84        | 13.21        | 14.48        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>760</b>   | <b>1755</b>   | <b>2570</b>  | <b>2450</b>  | <b>2413</b>  |
| ROIC             | -3.06%       | 14.99%       | 10.70%       | 15.83%       | 17.86%       | 资本开支              | 0            | (1247)        | (847)        | (424)        | (318)        |
| ROE              | -5.69%       | 16.79%       | 11%          | 14%          | 14%          | 其它投资现金流           | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 5%           | 16%          | 13%          | 14%          | 14%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>9</b>     | <b>(1263)</b> | <b>(848)</b> | <b>(427)</b> | <b>(325)</b> |
| EBIT Margin      | -1%          | 9%           | 6%           | 8%           | 8%           | 权益性融资             | (0)          | 0             | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 3%           | 14%          | 11%          | 12%          | 12%          | 负债净变化             | (150)        | (99)          | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 6%           | 15%          | 6%           | 10%          | 8%           | 支付股利、利息           | (455)        | (308)         | (315)        | (379)        | (568)        |
| 净利润增长率           | -149%        | -448%        | -31%         | 44%          | 7%           | 其它融资现金流           | 261          | 140           | 263          | 0            | (88)         |
| 资产负债率            | 44%          | 38%          | 38%          | 37%          | 36%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(950)</b> | <b>(675)</b>  | <b>(52)</b>  | <b>(379)</b> | <b>(656)</b> |
| 股息率              | 2.7%         | 1.8%         | 1.9%         | 2.2%         | 3.3%         | <b>现金净变动</b>      | <b>(181)</b> | <b>(183)</b>  | <b>1670</b>  | <b>1644</b>  | <b>1432</b>  |
| P/E              | (38.8)       | 11.2         | 16.2         | 11.2         | 10.5         | 货币资金的期初余额         | 547          | 366           | 183          | 1853         | 3497         |
| P/B              | 2.2          | 1.9          | 1.7          | 1.6          | 1.4          | 货币资金的期末余额         | 366          | 183           | 1853         | 3497         | 4929         |
| EV/EBITDA        | 50.9         | 9.2          | 11.5         | 9.5          | 9.2          | 企业自由现金流           | 0            | 695           | 1804         | 2073         | 2100         |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0            | 736           | 2008         | 2048         | 2028         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032