

CDMO 龙头企业，加速推进全球化

仙乐健康(300791)

► 25Q3 经营环比改善，中国区调整效果显现

2025年前三季度公司实现营业收入32.91亿元，同比增长7.96%，25Q3单季收入同比增长达18.11%，收入端环比改善明显。中国区业绩25Q3同比增长20%以上，新消费客户收入占比超50%，渠道拓展成效显著，直播、MCN、私域、跨境电商新零售等表现活跃。美洲2025年前三季度收入同比增长超20%，欧洲区25Q3收入同比增长超35%，公司海外品牌客户及渠道拓展力持续增强。受益于国内恢复+全球发力带动收入提升叠加毛利率提升，但BF亏损+税率波动对利润有所影响，公司综合净利率同比微降0.41pct至6.85%，相应的净利润同比提升16.20%至0.99亿元。

► 全球保健食品行业扩张，CDMO 市场快速增长

随着居民健康意识的提升，“防病于未然”的理念逐渐成为主流，营养健康食品成为大众化、日常化的消费习惯。参考欧睿数据，2024年全球营养健康食品零售规模达到1915亿美元，预计2026年增至2269亿美元，年化增速5.8%。中国市场2024年规模达2602亿元，未来三年预计增速4%以上，消费潜能充足。CDMO作为保健品行业分工深化与效率提升的必经路径，全球CDMO市场年复合增速维持在5%以上，美国、欧洲、亚太均具备高增长机遇。

► 保健食品 CDMO 龙头，进入全球化新征程

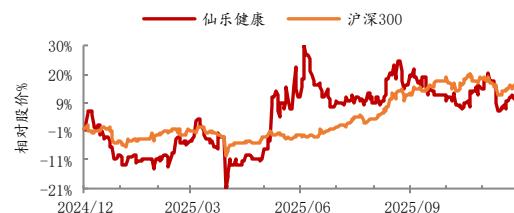
公司深耕保健品CDMO，具备软胶囊、粉剂、片剂、口服液、软糖等多品类研发与生产能力，是中国膳食营养补充剂出口龙头与全球软胶囊主要供应商。公司在中国、欧洲、美国建有生产基地，并在泰国投建新工厂，全球化布局使得公司不仅能规避贸易壁垒风险，还能以本土化生产和服务深度绑定全球头部客户，同时利用中国的工程师红利和供应链优势，形成全球协同的成本与研发优势，未来探索更多保健品行业合作方式，发展成为全球化保健品行业龙头。

► 国内结构优化复苏，BF 剥离减亏改善盈利能力

国内保健品市场传统药店渠道因医保政策调整等因素承压，但公司积极拓展新消费渠道客户，成效显著，中国区新消费客户成为增长核心动能，收入占比过半，有望带动公司中国区业务持续改善，延续加速修复态势；海外欧洲区渐入佳境，25Q3业绩表现亮眼；亚太区品牌知名度不断提升，未来随着泰国工厂建成，放量可期；美洲区随着BF个护业务有望剥离，将大幅改善公司合并报表的盈利能力。

评级及分析师信息

| | |
|-------------|------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 首次覆盖 |
| 目标价格： | 23.03 |
| 最新收盘价： | 23.03 |
| 股票代码： | 300791 |
| 52周最高价/最低价： | 33.9/21.22 |
| 总市值(亿) | 70.85 |
| 自由流通市值(亿) | 59.08 |
| 自由流通股数(百万) | 256.52 |



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

相关研究

投资建议

预计公司 25-27 年营业收入分别为 46.0/51.9/58.1 亿元，同比+9.2%/+12.8%/+11.9%；实现归母净利润 3.5/4.5/5.4 亿元，同比+7.7%/+28.2%/+19.7%；EPS 分别为 1.14/1.46/1.75 元，对应 12 月 10 日收盘价 23.03 元 PE 分别为 20/16/13 倍，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

BF PC 剥离不及预期、泰国工厂投产进度不达预期、中美贸易不确定性加大、行业竞争加剧。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,582 | 4,211 | 4,600 | 5,189 | 5,806 |
| YoY (%) | 42.9% | 17.6% | 9.2% | 12.8% | 11.9% |
| 归母净利润 (百万元) | 281 | 325 | 350 | 449 | 537 |
| YoY (%) | 32.4% | 15.7% | 7.7% | 28.2% | 19.7% |
| 毛利率 (%) | 30.3% | 31.5% | 32.6% | 32.5% | 32.3% |
| 每股收益 (元) | 1.20 | 1.39 | 1.14 | 1.46 | 1.75 |
| ROE | 11.8% | 13.0% | 12.9% | 15.2% | 16.6% |
| 市盈率 | 19.21 | 16.55 | 20.22 | 15.78 | 13.18 |

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 1. 保健食品 CDMO 龙头，布局全球化 | 4 |
| 2. 三季报点评：中国区调整效果显现，业绩环比加速 | 5 |
| 2.1. 收入端：中国区重回增长，欧洲区放量高增 | 5 |
| 2.2. 利润端：收入扩容+毛利率提升带动盈利改善 | 6 |
| 3. 盈利预测 | 7 |
| 4. 风险提示 | 9 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 图 1 公司发展历程 | 4 |
| 图 2 公司营业收入稳定增长 | 5 |
| 图 3 公司 Q3 收入增速环比明显改善 | 5 |
| 图 4 公司收入分区域格局（2025 年中报） | 6 |
| 图 5 公司泰国产业园奠基 | 6 |
| 图 6 Q3 毛利率环比提升 | 6 |
| 图 7 中国区业务毛利率更高（25H1） | 6 |
| 图 8 公司期间费用率变化情况 | 7 |
| 图 9 公司销售和管理费用环比下降 | 7 |
| 图 10 公司净利率变化情况 | 7 |
| 图 11 公司净利率季度变化情况 | 7 |
| 图 12 国内营养健康食品成长潜力高 | 8 |
| 图 13 全球营养保健品市场规模 | 8 |
| 图 14 国内人均消费量仍然较低 | 8 |
| 图 15 全球主要市场营养保健品代工市场规模 | 8 |
| 图 16 仙乐健康公司收入拆分 | 9 |
| 图 17 可比公司估值对比 | 9 |

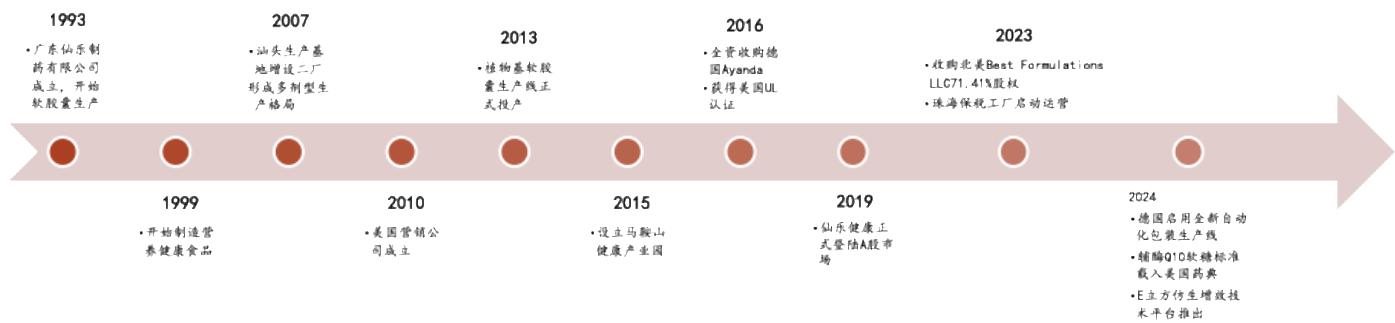
1. 保健食品 CDMO 龙头，布局全球化

深耕保健品 CDMO，加速布局全球布局：仙乐健康是国内保健品代工市场龙头企业，其前身广东仙乐制药有限公司成立于 1993 年，主要生产软胶囊等药品。公司于 2000 年正式开启保健品代加工业务，并在 10 年内成功建立品牌形象，成为中国重要的膳食营养补充剂出口公司、中国主要的软胶囊生产商之一，并在剂型上不断拓展布局粉剂、片剂、口服液、软糖等多样化剂型。公司持续深化全球化布局，通过收购、出让股权与多家外企达成合作，成为全球知名的营养健康食品合同开发与制造商。

公司发展历程：

- **1993 年-1999 年：**前身仙乐制药成立并开启软胶囊生产业务。
- **1999-2010 年：**制药公司转型 CDMO 模式。1999 年公司开始制造营养健康食品；2002 年启动出口业务；2003 年获得药品 GMP 认证，出口至北美、欧洲市场；2007 年汕头生产基地增设二厂、形成多剂型生产格局。
- **2010 年-2019 年：**加快国际化布局，不断扩张。2010 年，公司在美国设立营销子公司，更好地融入了全球高端产品市场；2016 年，全资收购欧洲知名的软胶囊生产商—Ayanda，同年获得美国 UL 认真。
- **2019 年至今：**正式进入 A 股市场，持续深化全球战略布局。2019 年，仙乐健康正式在深圳证券交易所创业板上市，成为第一家 A 股上市的营养健康食品 CDMO 企业；2023 年，收购北美植物基软胶囊制造商 Best Formulations LLC 71.41% 股权，实现了公司在北美本地化的供应链布局；目前，仙乐健康已成为全球知名的营养健康食品合同开发与制造商之一，为全球客户提供一站式解决方案。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网、华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2. 三季报点评：中国区调整效果显现，业绩环比加速

2.1. 收入端：中国区重回增长，欧洲区放量高增

2025 年前三季度公司实现营业收入 32.91 亿元，同比+7.96%，其中第三季度实现营业收入 12.50 亿元，同比+18.11%，收入端环比改善较为明显。

图 2 公司营业收入稳定增长（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

图 3 公司 25Q3 收入增速环比明显改善（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

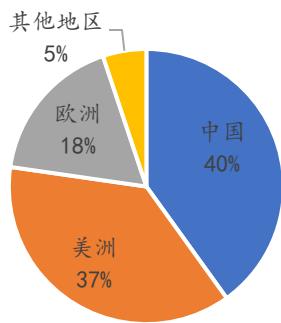
分地区来看，根据公司 2025 年第三季度业绩推介材料，中国区市场公司面对变化积极调整，重回增长通道，25Q3 国内业务总体收入增长 20%以上，总体订单同比增长 25%以上，特别是新消费客户在中国区业务占比超过 50%，实现高双位数增长。产品端来看，25Q3 公司发挥核心剂型技术优势，加强微创新能力，国内主流优势品类增长超过 60%，主流优势剂型增长超过 50%。渠道端来看，25Q3 公司在国内市场积极拓展新消费市场，MCN、私域、跨境电商、新零售商超等渠道均有不错增长；长青市场坚持大客户发展战略，战略 KA 营业收入同比增速接近 30%，但直销/药店等仍面临挑战。

美洲出口业务在贸易不确定中适应变化，2025 年前三季度营业收入同比增长超过 20%，主要来自于订单确认节奏的影响。公司配合北美客户推进现有产品的供应商资格认证，进一步夯实业务基础，长期来看美洲出口业务仍受关税不确定性扰动。BF 运营持续加强管理，努力拓展销售渠道，2025 年前三季度 BF 核心业务营业收入同比个位数增长；公司将进一步聚焦 BF 主业，全力推进 BF PC 寻求投资、剥离、出售或其他机会。

欧洲地区 2025 年第三季度营业收入同比增长超过 35%，公司与知名英国健康食品零售商、英国新锐线上健康公司、大型药房、跨国药企等合作顺利，多元化布局推动业务持续发展。

亚太地区作为公司新兴战略市场，持续深化布局，公司在泰国落子建厂，泰国产业园奠基，规划建设面积超过 7 万平方米，预计 2027 年正式投入运营，建成后产能将达到 24 亿粒营养软糖以及其他包装产线。

图 4 公司收入分区域格局 (2025 年中报)



资料来源: wind、华西证券研究所

图 5 公司泰国产业园奠基

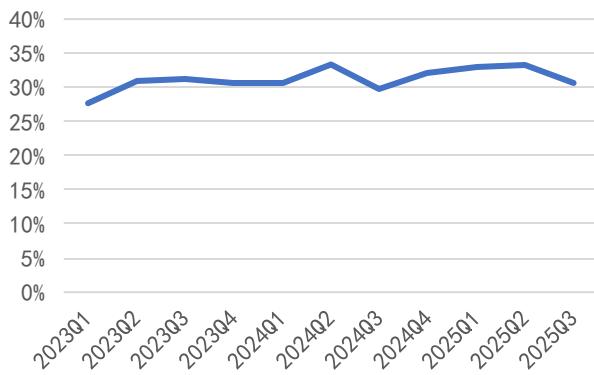


资料来源: 公司官网、华西证券研究所

2.2. 利润端: 收入扩容+毛利率提升带动盈利改善

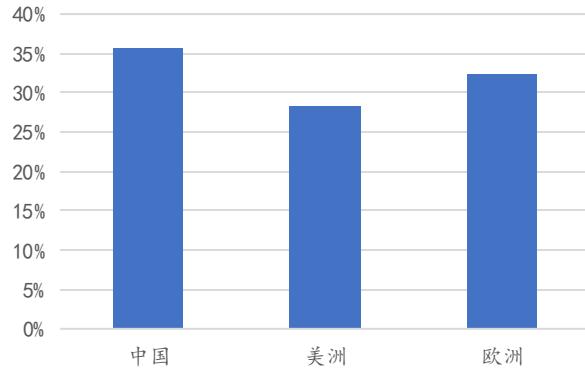
成本端来看, 25Q3 公司毛利率同比提升 1.13pct 至 30.76%, 我们判断主要系毛利率较高的中国区收入好转, 占比提升以及供应链效应持续优化。

图 6 25Q3 毛利率同比提升



资料来源: wind、华西证券研究所

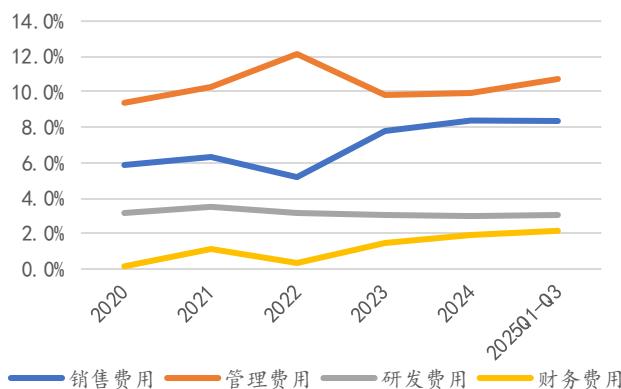
图 7 中国区业务毛利率更高 (25H1)



资料来源: wind、华西证券研究所

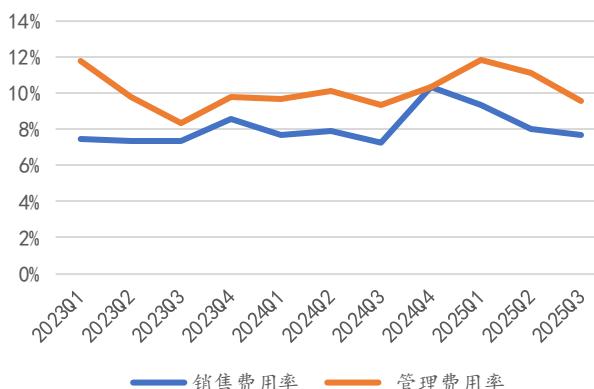
费用端来看, 25Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.72%/9.55%/3.07%/2.32%, 分别同比+0.45%/-0.16%/-0.11%/-0.29pct, 整体费用率稳定, 我们判断销售费用率提升主要系公司加大广告及市场推广费用。政府补助带动其他收益同比增加 0.17 亿元, 对利润有所增厚。受会计核算节点的差异, 25Q3 所得税率同比提升 23.7pct 至 19.58%, 对利润有所拖累。综合来看, 25Q3 实现了收入较快增长+毛利率提升, 但费用率和税率对利润有所拖累, 使得公司净利润同比微降 0.41pct 至 6.85%, 相应的归母净利润同比提升 16.2% 至 0.99 亿元。

图 8 公司期间费用率变化情况



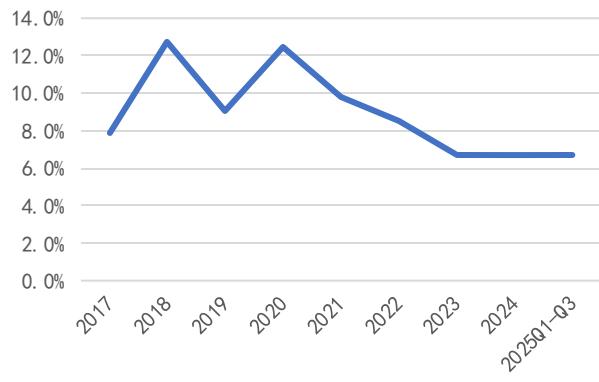
资料来源: wind、华西证券研究所

图 9 公司销售和管理费用环比下降



资料来源: wind、华西证券研究所

图 10 公司净利率变化情况



资料来源: wind、华西证券研究所

图 11 公司净利率季度变化情况



资料来源: wind、华西证券研究所

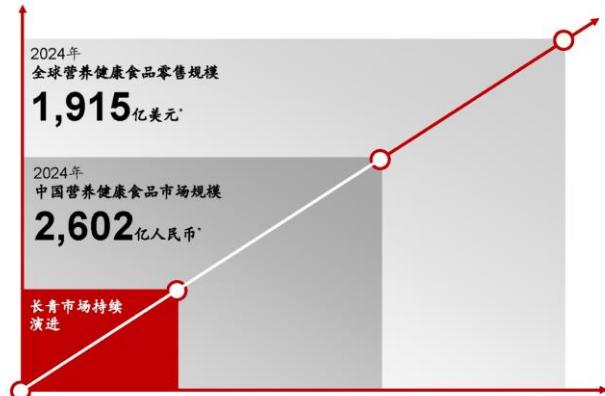
3. 盈利预测

全球保健食品规模扩张: 近些年随着居民健康意识提升, 全球人口老龄化加剧以及慢性疾病年轻化等趋势明显, 消费者健康管理主动性不断增强, 推动大健康行业呈现高增长态势。国内市场来看, 老龄化为需求筑底, 叠加新消费驱动, 参考欧睿数据, 2024 年国内营养健康食品市场规模达到 2602 亿元人民币, 未来三年预计仍将维持在 4%以上的增速; 另一方面国内营养健康食品人均消费额仅为 26 美元, 较成熟市场仍有较大的增长潜力。全球市场来看, 2024 年全球营养健康食品零售规模达到 1915 亿美元, 到 2026 年有望达到 2269 亿美元, 年化增速达到 5.8%, 其中美国、中国及欧洲仍为全球营养健康食品主要市场, 新兴市场如东南亚、拉丁美洲等预计将保持高增长。

CDMO 是保健品行业快速发展的必经之路: 保健品行业的产品和消费属性决定了 CDMO 行业的必要性和发展前景。国内 CDMO 行业的发展一方面得益于保健

食品市场规模持续扩张，与行业共同成长；另一方面保健食品越来越多的新锐品牌、跨界玩家等的参与，以及保健食品不断休闲食品化，都给予了保健食品 CDMO 行业更多的发展机会，我们认为行业增速高于保健食品。参考欧睿数据，24 年全国 CDMO 行业规模达到 34 亿美元，到 2027 年有望达到 40 亿美元，维持年化 5.0% 的较快增长。全球分布来看，各地区 CDMO 产品与保健品产业增速基本同频，美国作为最大 CDMO 市场，2024 年规模达到 98 亿美元，2027 年规模有望达到 113 亿元，年化增速 4.9%；欧洲市场 2024 年规模为 34 亿美元，未来三年有望实现年化 6.6% 的增长，到 2027 年规模达到 50 亿美元；亚太新兴市场规模 2024 年为 21 亿美元，未来三年年化增长有望达到 7.8% 至 27 亿美元。

图 12 国内营养健康食品成长潜力高



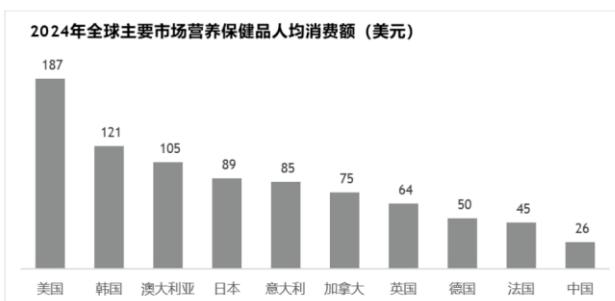
资料来源：公司 2025 年半年报、华西证券研究所

图 13 2021-2027 年全球营养保健品市场规模



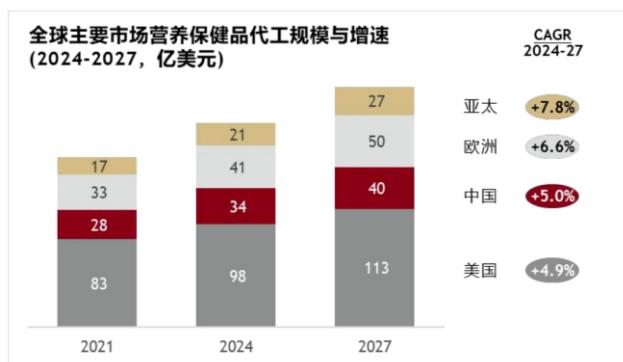
资料来源：公司 2025 年半年报、华西证券研究所

图 14 国内人均消费量仍然较低



资料来源：公司 2025 年半年报、华西证券研究所

图 15 2021-2027 年全球主要市场营养保健品代工市场规模



资料来源：公司 2025 年半年报、华西证券研究所

全球 CDMO 龙头企业，构建全球化业务布局：公司是全球 CDMO 龙头企业，专注营养健康食品领域 30 年，服务于全球优质客户，涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超以及在营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品以及化妆品企业等长青市场和新消费市场的主流企业，客户主要分布在中国、亚太、欧洲和美洲等地区，构建了全球化的业务布局。

中国区稳健增长，海外市场全面发力：国内市场公司积极拓展新消费市场，直播 MCN、跨境电商、私域、新零售电商成为增长抓手，同时坚持发展长青市场大客户，有望维持高个位数稳健增长。海外欧洲区渐入佳境，精准实现客户定制化开发需求，突破欧洲主要品牌商业务，增加大客户数量，构建当地销售网络，提升仙乐制造品牌在当地的知名度，有望维持较快增长；亚太区品牌知名度不断提升，未来随着泰国工厂建成，放量可期；美洲区随着 BF 个护业务有望剥离，有望逐步减亏，核心业务维持稳健增长。**毛利率端来看，2025 年国内业务恢复增长，预计带动毛利率提升至 32.6%；26-27 年毛利率更低的海外业务占比提升，受此影响，预计毛利率分别微降 32.5% 和 32.3%。**

图 16 仙乐健康公司收入拆分（亿元）

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 国内 | 14.91 | 18.51 | 16.61 | 17.44 | 19.01 | 19.96 |
| yoy | 2.3% | 24.1% | -10.3% | 5% | 9% | 5% |
| 美洲 | 5.41 | 10.44 | 16.66 | 18.33 | 20.53 | 23.60 |
| yoy | 35.9% | 93.0% | 59.6% | 10% | 12% | 15% |
| 欧洲 | 3.96 | 5.29 | 6.04 | 7.85 | 9.50 | 10.93 |
| yoy | -9.0% | 33.6% | 14.2% | 30% | 21% | 15% |
| 其他地区 | 0.79 | 1.58 | 2.80 | 2.38 | 2.86 | 3.57 |
| yoy | 2.6% | 100.0% | 77.2% | -15% | 20% | 25% |
| 合计 | 25.07 | 35.82 | 42.11 | 46.00 | 51.89 | 58.06 |
| yoy | 5.9% | 42.9% | 17.6% | 9.2% | 12.8% | 11.9% |

资料来源：wind、华西证券研究所

预计公司 25-27 年营业收入分别为 46.0/51.9/58.1 亿元，同比 +9.2%/+12.8%/+11.9%；实现归母净利润 3.5/4.5/5.4 亿元，同比 +7.7%/+28.2%/+19.7%；EPS 分别为 1.14/1.46/1.75 元，对应 12 月 10 日收盘价 23.03 元 PE 分别为 20/16/13 倍，首次覆盖给予买入评级。

图 17 可比公司估值对比

| 证券简称 | 总市值（亿元） | 市盈率 PE | | | | EPS（元） | | |
|------|---------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | TTM | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 仙乐健康 | 71 | 21 | 20 | 16 | 13 | 1.14 | 1.46 | 1.75 |
| 汤臣倍健 | 199 | 29 | 26 | 22 | 19 | 0.45 | 0.52 | 0.61 |
| 百合股份 | 27 | 22 | 18 | 14 | 12 | 2.31 | 3.02 | 3.52 |
| 金达威 | 115 | 24 | 23 | 18 | 14 | 0.82 | 1.09 | 1.34 |

资料来源：WIND、华西证券研究所

注：可比公司每股收益为 wind 一致预期，市盈率以 12 月 10 日收盘价为基准

4. 风险提示

BF PC 剥离不及预期

泰国工厂投产进度不达预期

中美贸易不确定性加大

行业竞争加剧

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 4,211 | 4,600 | 5,189 | 5,806 | 净利润 | 282 | 302 | 397 | 475 |
| YoY (%) | 17.6% | 9.2% | 12.8% | 11.9% | 折旧和摊销 | 288 | 302 | 323 | 302 |
| 营业成本 | 2,886 | 3,100 | 3,503 | 3,931 | 营运资金变动 | -71 | -28 | -95 | -63 |
| 营业税金及附加 | 31 | 35 | 39 | 41 | 经营活动现金流 | 567 | 594 | 671 | 760 |
| 销售费用 | 353 | 414 | 457 | 505 | 资本开支 | -407 | -261 | -190 | -140 |
| 管理费用 | 418 | 506 | 566 | 627 | 投资 | 101 | -30 | 0 | -40 |
| 财务费用 | 80 | 88 | 58 | 35 | 投资活动现金流 | -328 | -431 | -303 | -280 |
| 研发费用 | 126 | 143 | 159 | 177 | 股权募资 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 123 | 14 | 1 | 0 |
| 投资收益 | -5 | 9 | 5 | 6 | 筹资活动现金流 | -131 | -151 | -242 | -284 |
| 营业利润 | 327 | 350 | 456 | 544 | 现金净流量 | 111 | 15 | 126 | 195 |
| 营业外收支 | -10 | -11 | -10 | -10 | 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 利润总额 | 317 | 339 | 446 | 534 | 成长能力 (%) | | | | |
| 所得税 | 35 | 37 | 49 | 59 | 营业收入增长率 | 17.6% | 9.2% | 12.8% | 11.9% |
| 净利润 | 282 | 302 | 397 | 475 | 净利润增长率 | 15.7% | 7.7% | 28.2% | 19.7% |
| 归属于母公司净利润 | 325 | 350 | 449 | 537 | 盈利能力 (%) | | | | |
| YoY (%) | 15.7% | 7.7% | 28.2% | 19.7% | 毛利率 | 31.5% | 32.6% | 32.5% | 32.3% |
| 每股收益 | 1.39 | 1.14 | 1.46 | 1.75 | 净利润率 | 7.7% | 7.6% | 8.6% | 9.2% |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 总资产收益率 ROA | 5.3% | 5.4% | 6.7% | 7.6% |
| 货币资金 | 636 | 651 | 777 | 973 | 净资产收益率 ROE | 13.0% | 12.9% | 15.2% | 16.6% |
| 预付款项 | 21 | 22 | 23 | 27 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 存货 | 482 | 511 | 612 | 663 | 流动比率 | 2.45 | 2.34 | 2.46 | 2.59 |
| 其他流动资产 | 884 | 1,042 | 1,164 | 1,292 | 速动比率 | 1.79 | 1.71 | 1.79 | 1.93 |
| 流动资产合计 | 2,023 | 2,226 | 2,576 | 2,956 | 现金比率 | 0.77 | 0.69 | 0.74 | 0.85 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 51.9% | 51.5% | 50.7% | 49.6% |
| 固定资产 | 1,523 | 1,594 | 1,600 | 1,546 | 经营效率 (%) | | | | |
| 无形资产 | 526 | 510 | 495 | 479 | 总资产周转率 | 0.79 | 0.82 | 0.88 | 0.93 |
| 非流动资产合计 | 3,463 | 3,556 | 3,491 | 3,424 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 5,486 | 5,783 | 6,067 | 6,380 | 每股收益 | 1.39 | 1.14 | 1.46 | 1.75 |
| 短期借款 | 55 | 55 | 55 | 55 | 每股净资产 | 10.62 | 8.85 | 9.62 | 10.54 |
| 应付账款及票据 | 393 | 461 | 519 | 567 | 每股经营现金流 | 2.40 | 1.93 | 2.18 | 2.47 |
| 其他流动负债 | 376 | 435 | 475 | 518 | 每股股利 | 0.65 | 0.54 | 0.69 | 0.82 |
| 流动负债合计 | 825 | 950 | 1,049 | 1,140 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 132 | 132 | 132 | 132 | PE | 16.55 | 20.22 | 15.78 | 13.18 |
| 其他长期负债 | 1,889 | 1,896 | 1,896 | 1,896 | PB | 2.48 | 2.60 | 2.39 | 2.19 |
| 非流动负债合计 | 2,020 | 2,027 | 2,027 | 2,027 | | | | | |
| 负债合计 | 2,845 | 2,977 | 3,076 | 3,167 | | | | | |
| 股本 | 236 | 307 | 307 | 307 | | | | | |
| 少数股东权益 | 135 | 87 | 35 | -26 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,641 | 2,806 | 2,991 | 3,213 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 5,486 | 5,783 | 6,067 | 6,380 | | | | | |

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 | 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% |
|----------------------------|----|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 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。