

扬农化工 (600486)

证券研究报告
2026年04月13日

业绩基本符合预期，葫芦岛进入贡献期

事件：扬农化工发布 2025 年年报，实现营业收入 118.7 亿元，同比增长 13.76%；实现归母净利润 12.86 亿元，同比增长 6.98%。按照 4.05 亿股总股本计算，实现每股收益 3.19 元，每股经营现金流 5.47 元。其中第四季度实现营业收入 27.14 亿元，同比增长 12.2%；实现归母净利润 2.31 亿元，同比增长 30.81%；单季度实现每股收益 0.57 元。

营收规模同比增加：葫芦岛基地贡献销量增长，原药产品价格底部徘徊

2025 年，公司销售收入 118.7 亿元，较上年增加 14.36 亿元(同比+13.76%)；从结构上看，原药、制剂、贸易收入分别为 73.15、14.98、28.48 亿元，分别同比变动+8.97、-0.47、+5.42 亿元，yoy+13.97%、-3.09%、+23.53%。

从销量上看，2025 年全年原药销量 11.35 万吨，同比增加 1.36 万吨，yoy+13.6%，制剂（不折百）业务销量为 3.68 万吨，同比增加 0.05 万吨，yoy+1.3%。分季度看，2025 年 Q1-Q4 各季度原药销量分别 2.87/2.80/2.96/2.72 万吨，制剂销量分别为 1.54/1.27/0.51/0.36 万吨。农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。因此，上半年是公司产品的销售旺季，Q3 后原药与制剂的销量规模通常呈现季节性回落。但 2025 年下半年公司原药业务销量整体保持平稳，季节性波动显著收敛。

我们推测，辽宁优创项目推进为公司 2025 年销售提供重要增量：辽宁优创一期项目 2024 年年内转固 15.5 亿元、2025 年年内转固 4.98 亿元，期末剩余 10 亿元，项目进度 87.6%。据公司公告，辽宁优创一期项目多个品种已拿出合格产品，多数产品已达产，2025 年生产原药达万吨，实现营收 14.16 亿元，净利润 0.61 亿元。

新基地运行毛利率略有下滑。2025 年，公司综合毛利率 22.0%，yoy-1.1pcts；毛利为 26.1 亿元，同比增加 1.99 亿元。其中，原药业务毛利率为 26.5%（yoy-1.2pcts），毛利额 19.35 亿元（yoy+1.57 亿元）；制剂业务毛利率 29.7%（yoy-0.1pcts），毛利额为 4.44 亿元（yoy-0.16 亿元）；贸易业务毛利率为 7.3%（yoy-0.1pcts），毛利额为 2.07 亿元（yoy+0.38 亿元）。公司综合毛利率较 2024 年有所下滑但幅度不大，同时公司的毛利额同比增加；其中原药类产品销售均价整体持平，而毛利率有所下滑，或是辽宁基地新投产项目运行成本相对较高，以及产品结构变化所致。

盈利预测与估值：综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 16.8、19.3、20.9 亿元（2026、2027 年前值为 16.2、19.3 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示：农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期、气候异常风险及汇率风险

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	80 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	405.33
流通 A 股股本(百万股)	403.99
A 股总市值(百万元)	32,426.02
流通 A 股市值(百万元)	32,319.09
每股净资产(元)	28.29
资产负债率(%)	36.91
一年内最高/最低(元)	89.71/48.00

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《扬农化工-季报点评:三季度销售增势良好，业绩持稳》 2025-11-01
- 《扬农化工-半年报点评:销量提升带动营收及利润同比增长》 2025-10-17
- 《扬农化工-季报点评:一季报业绩符合预期，期待葫芦岛基地投产》 2025-05-09

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,434.77	11,870.43	14,538.62	15,997.76	17,286.67
增长率(%)	(9.09)	13.76	22.48	10.04	8.06
EBITDA(百万元)	2,441.19	2,721.85	2,804.51	3,120.44	3,370.26
归属母公司净利润(百万元)	1,202.08	1,285.95	1,680.26	1,928.55	2,085.86
增长率(%)	(23.19)	6.98	30.66	14.78	8.16
EPS(元/股)	2.96	3.17	4.15	4.76	5.15
市盈率(P/E)	27.07	25.22	19.30	16.81	15.55
市净率(P/B)	3.09	2.83	2.58	2.70	3.49
市销率(P/S)	3.12	2.73	2.23	2.03	1.88
EV/EBITDA	8.38	9.25	9.91	8.83	8.58

资料来源：wind，天风证券研究所

事件

扬农化工发布 2025 年年报，实现营业收入 118.7 亿元，同比增长 13.76%；实现归母净利润 12.86 亿元，同比增长 6.98%。按照 4.05 亿股总股本计算，实现每股收益 3.19 元，每股经营现金流 5.47 元。其中第四季度实现营业收入 27.14 亿元，同比增长 12.2%；实现归母净利润 2.31 亿元，同比增长 30.81%；单季度实现每股收益 0.57 元。

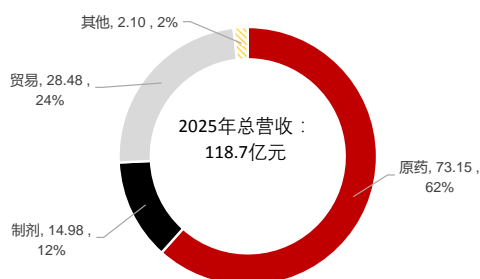
2025 年利润分配方案：以总股本约 4.05 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.14 元（含税）；2025 年半年度公司已向全体股东每 10 股派发现金红利 2.4 元(含税)。

点评

营收规模同比增加：葫芦岛基地贡献销量增长，原药产品价格底部徘徊

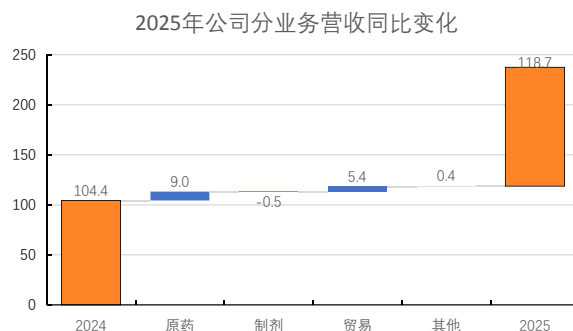
2025 年，公司销售收入 118.7 亿元，较上年增加 14.36 亿元（同比+13.76%）；从结构上看，原药、制剂、贸易收入分别为 73.15、14.98、28.48 亿元，分别同比变动+8.97%、-0.47%、+5.42 亿元，yoy+13.97%、-3.09%、+23.53%。

图 1：2025 年公司营收结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2025 年公司分业务营收同比变化（单位：亿元）

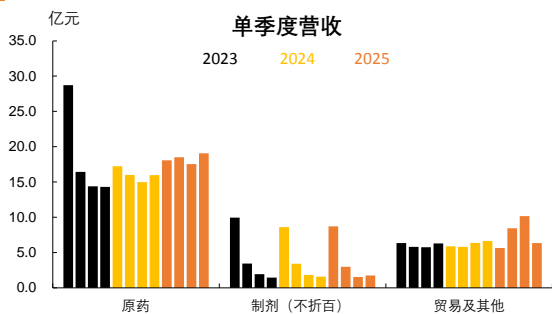


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从销量上看，2025 年全年原药销量 11.35 万吨，同比增加 1.36 万吨，yoy+13.6%，制剂（不折百）业务销量为 3.68 万吨，同比增加 0.05 万吨，yoy+1.3%。分季度看，2025 年 Q1-Q4 各季度原药销量分别 2.87/2.80/2.96/2.72 万吨，制剂销量分别为 1.54/1.27/0.51/0.36 万吨。农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。因此，上半年是公司产品的销售旺季，Q3 后原药与制剂的销量规模通常呈现季节性回落。但 2025 年下半年公司原药业务销量整体保持平稳，季节性波动有所收敛。

我们推测，辽宁优创项目推进为公司 2025 年销售提供重要增量：辽宁优创一期项目 2024 年年内转固 15.5 亿元、2025 年年内转固 4.98 亿元，期末剩余 10 亿元，项目进度 87.6%。据公司公告，辽宁优创一期项目多个品种已拿出合格产品，多数产品已达产，2025 年生产原药达万吨，实现营收 14.16 亿元，净利润 0.61 亿元。

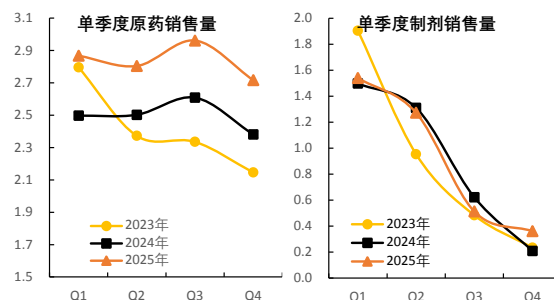
图 3：公司单季度主营产品营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所；

注：同色的四条柱状代表改年份的 Q1\Q2\Q3\Q4

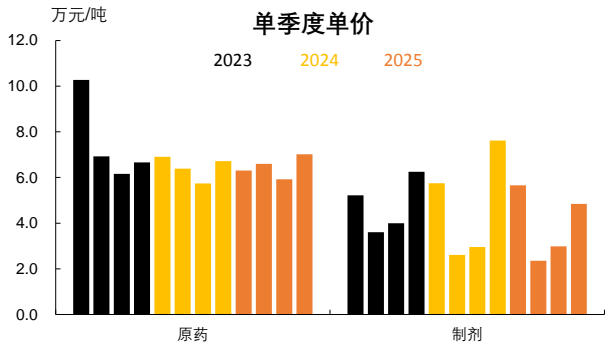
图 4：公司单季度主营产品销量情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从销售价格上看，公司年报中提到“在全年产品价格损失高达 2.78 亿元”，原药价格产品依然底部徘徊，公司 2025 年原药平均销售价格为 6.45 万元/吨，同比基本持平；制剂平均销售价格为 4.07 万元/吨，同比下降 4.3%。

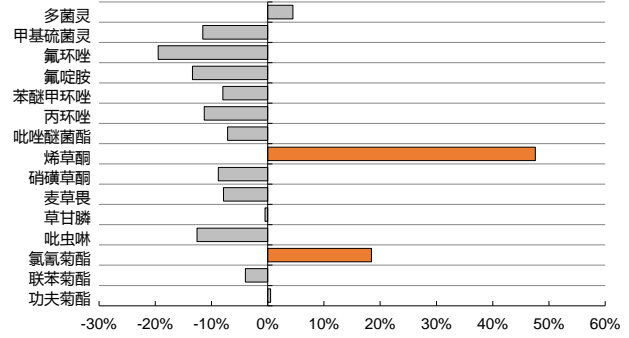
图 5：公司单季度主营产品销售均价情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：同色的四条柱状代表改年份的 Q1\Q2\Q3\Q4

图 6：公司主要原药产品 2025 年市场价格均同比下跌



资料来源：百川盈孚、中农立华，天风证券研究所

据百川盈孚、中农立华，公司产品主要原药高效氯氟菊酯/联苯菊酯/氯氟菊酯/吡虫啉/草甘膦/麦草畏/硝磺草酮/烯草酮/吡唑醚菌酯/丙环唑/苯醚甲环唑/氟啶胺/氟环唑/甲基硫菌灵/多菌灵，25 年市场均价分别为 10.9/12.9/7.3/6.8/2.5/5.5/8.6/10.1/15.1/7.0/8.9/13.7/26.5 /3.3 /3.5 万元/吨，较 2025 年

yoy+0.5%/-4.0%/+18.5%/-12.6%/-0.5%/-7.9%/-8.8%/+47.6%/-7.1%/-11.3%/-8.0%/-13.4%/-19.5%/-11.6%/+4.5%，多数产品市场价格跌幅高于公司产品均价同比变化。

图 7：公司主要原药产品市场价格（含税，万元/吨）

日期	功夫菊酯	联苯菊酯	氯氟菊酯	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮	烯草酮	吡唑醚菌酯	丙环唑	苯醚甲环唑	氟啶胺	氟环唑	甲基硫菌灵	多菌灵
2024年															
第一季	11.43	14.42	5.60	8.55	2.53	6.15	10.00	6.80	16.02	8.42	10.04	17.21	36.08	3.88	3.54
第二季	10.7	13.3	6.1	7.8	2.6	6.0	10.0	6.6	16.7	7.8	9.5	16.0	33.1	3.8	3.4
第三季	10.5	12.9	6.5	7.4	2.5	5.8	8.9	6.7	16.3	7.6	9.6	15.4	31.7	3.8	3.3
第四季	10.7	12.9	6.5	7.3	2.4	5.8	8.7	7.3	16.1	7.6	9.6	14.7	30.7	3.6	3.3
2025年															
第一季	10.93	12.82	6.75	7.13	2.31	5.77	8.70	7.70	15.70	7.42	9.22	14.25	27.81	3.50	3.34
第二季	11.02	12.97	7.50	6.80	2.33	5.40	8.70	10.45	15.58	7.20	9.17	14.00	26.85	3.46	3.60
第三季	10.7	12.7	7.5	6.7	2.6	5.4	8.5	12.1	14.9	6.7	8.8	13.4	26.1	3.2	3.5
第四季	11.0	12.9	7.5	6.6	2.6	5.4	8.4	10.1	14.3	6.6	8.6	13.2	25.2	3.2	3.7
2025A	10.9	12.9	7.3	6.8	2.5	5.5	8.6	10.1	15.1	7.0	8.9	13.7	26.5	3.3	3.5
2024A	10.8	13.4	6.2	7.8	2.5	6.0	9.4	6.9	16.3	7.9	9.7	15.8	32.9	3.8	3.4
YOY	0.5%	-4.0%	18.5%	-12.6%	-0.5%	-7.9%	-8.8%	47.6%	-7.1%	-11.3%	-8.0%	-13.4%	-19.5%	-11.6%	4.5%

资料来源：百川盈孚、中农立华，天风证券研究所

行业层面，农药行业需求虽具刚需属性，但 2025 年仍处于行业周期底部。

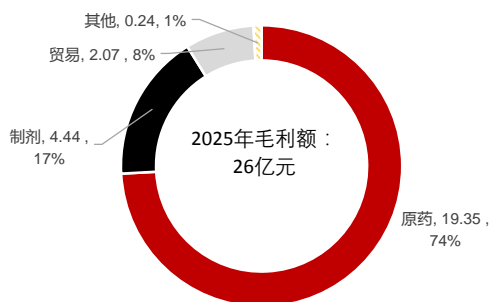
2025 年农药企业经营面临的挑战显著增多。产能供应方面，市场总体仍是供大于求。国内新增产能持续释放，印度等新兴经济体产能快速扩张，叠加跨界资本入局，行业内卷加剧。根据国家统计局数据，2025 年我国化学农药产量首次突破 400 万吨，同比增加 12%，行业竞争激烈导致农化产品价格维持低位。终端市场方面，受全球经济持续低迷、需求不振、粮食价格低位徘徊、基础化工原料价格涨跌分化等因素叠加影响，农药行业整体处于微利周期。

新基地运行毛利率略有下滑

2025 年，公司综合毛利率 22.0%，yoy-1.1pcts；毛利额为 26.1 亿元，同比增加 1.99 亿元。其中，原药业务毛利率为 26.5% (yoy-1.2pcts)，毛利额 19.35 亿元 (yoy+1.57 亿元)；制剂业务毛利率 29.7% (yoy-0.1pcts)，毛利额为 4.44 亿元 (yoy-0.16 亿元)；贸易业务毛利率为 7.3% (yoy-0.1pcts)，毛利额为 2.07 亿元 (yoy+0.38 亿元)。公司综合毛利率较 2024

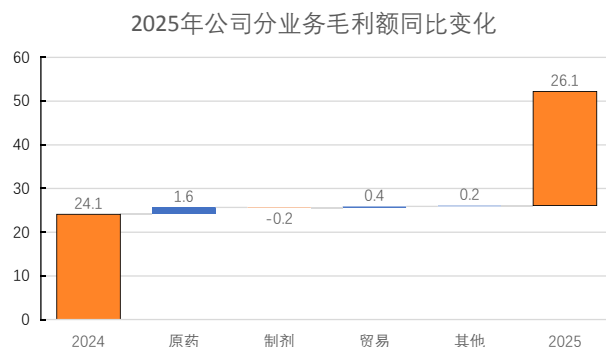
年有所下滑但幅度不大，同时公司的毛利额同比增加；其中原药类产品销售均价整体持平，而毛利率有所下滑，或是辽宁基地新投产项目运行成本相对较高，以及产品结构变化所致。

图 8：2025 年毛利结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2025 年公司分业务毛利同比变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用控制良好，但信用减值增加对利润影响负面

2025 年，公司加强费用管控，其中销售费用同比减少 767 万元；管理费用同比减少约 1450 万元；研发费用维持了较高强度为 3.93 亿元（同比增加 3471 万元）。

此外，信用减值损失较去年增加 5517 万元（对净利润影响负面，计提的坏账准备同比增加）；资产减值损失较去年减少约 3325 万元（对净利润影响正面，主要是无形资产减值同比减少）。

四季度单季度营收维持平稳增长，销量情况良好但单季度毛利率下滑较多，此外减值对单季度盈利影响较大。

公司四季度单季度实现营收 27.14 亿元，同比提升约 2.95 亿元，环比减少约 2 亿元，减少主要为贸易及其他业务。从业务结构上看，原药业务收入 19.07 亿元（同、环比分别增加约 3.09、1.53 亿元），制剂业务 1.74 亿元（同、环比分别增加 0.17、0.22 亿元），贸易及企业业务 6.33 亿元（同、环比分别减少 0.30、3.83 亿元）。

从销量和单价上看，四季度单季度原药业务销量为 2.72 万吨，环比减少 0.25 万吨，但是销售价格环比提升约 1.1 万元/吨到 7.02 万元/吨。制剂业务销量 0.36 万吨，环比因为季节性显著下降 0.15 万吨，而单价环比提升 1.86 万元/吨至 4.84 万元/吨。我们推测，或因年末结算等因素，公司历史上四季度往往存在较大的业务单元销售单价波动。

四季度单季度毛利率为 20.8%，环比提升 0.7 个百分点，为历史单季度较低水平但已经略有修复。单季度销售费用环比基本持平，管理费用环比增加 0.1 亿元，研发费用环比增加 0.05 亿元。

辽宁优创建设稳步进行，加快推进创制药成果产出

2025 年，公司统筹调配工程、技术、生产等多个专业资源，集中力量推动项目安装和生产调试，辽宁优创二阶段较计划提前 6 个月完成中交，提前半年实现年内“投产即盈利”目标。此外江苏优嘉多个项目稳步推进，公司另有多个项目正加快报批。

创制药方面，公司自主创制水平居行业领先，在我国自主创制、年销售额超过亿元的 6 个品种中，公司占居 3 个。2026 年 2 月，江苏优嘉植物保护有限公司 95%氟螨双醚原药、15%氟螨双醚悬浮剂在我国获准登记，这是氟螨双醚产品首次登记，也是我国近 10 年来首个获批登记的原创杀螨剂。

盈利预测与估值

综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 16.8、19.3、20.9 亿元（2026、2027 年前值为 16.2、19.3 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示

农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期、气候异常风险及汇率风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,618.03	1,331.60	3,225.43	3,005.53	1,901.53	营业收入	10,434.77	11,870.43	14,538.62	15,997.76	17,286.67
应收票据及应收账款	2,593.78	3,621.68	3,773.05	4,358.84	4,518.14	营业成本	8,023.21	9,259.87	11,143.87	12,197.57	13,130.73
预付账款	198.35	371.81	284.36	494.93	311.93	营业税金及附加	35.29	45.56	58.15	47.99	51.86
存货	1,104.87	1,027.32	2,673.99	978.22	2,793.89	销售费用	232.07	224.40	305.31	335.95	363.02
其他	1,666.92	2,225.55	2,296.52	2,085.67	2,208.37	管理费用	467.67	453.17	639.70	703.90	760.61
流动资产合计	7,181.95	8,577.96	12,253.35	10,923.18	11,733.87	研发费用	358.16	392.87	508.85	559.92	605.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(64.68)	(54.87)	(73.38)	(114.94)	(84.98)
固定资产	5,611.70	5,830.48	5,632.43	5,109.45	4,509.00	资产/信用减值损失	(50.24)	(72.17)	(18.94)	(47.11)	(46.07)
在建工程	1,615.40	1,245.19	672.60	386.30	343.15	公允价值变动收益	(3.19)	1.84	0.00	0.00	0.00
无形资产	584.89	564.56	545.42	526.29	507.15	投资净收益	2.91	(1.11)	(4.46)	(0.89)	(2.15)
其他	2,670.88	1,968.33	1,745.80	2,130.12	1,947.41	其他	80.41	37.11	49.59	55.71	47.47
非流动资产合计	10,482.87	9,608.56	8,596.25	8,152.16	7,306.71	营业利润	1,412.95	1,515.10	1,982.32	2,275.07	2,459.63
资产总计	17,664.82	18,186.52	20,849.60	19,075.34	19,040.58	营业外收入	4.95	3.93	3.66	4.18	3.93
短期借款	1,192.47	910.51	500.00	500.00	677.03	营业外支出	11.78	7.73	8.24	9.25	8.41
应付票据及应付账款	4,462.93	4,461.72	6,186.86	5,333.07	7,797.66	利润总额	1,406.12	1,511.31	1,977.74	2,270.00	2,455.15
其他	973.59	851.34	1,172.35	777.39	811.94	所得税	203.17	224.72	296.66	340.50	368.27
流动负债合计	6,628.99	6,223.58	7,859.21	6,610.46	9,286.63	净利润	1,202.96	1,286.58	1,681.08	1,929.50	2,086.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.88	0.63	0.82	0.95	1.02
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,202.08	1,285.95	1,680.26	1,928.55	2,085.86
其他	493.26	488.85	420.20	467.44	458.83	每股收益(元)	2.96	3.17	4.15	4.76	5.15
非流动负债合计	493.26	488.85	420.20	467.44	458.83						
负债合计	7,122.25	6,712.43	8,279.41	7,077.89	9,745.46	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	6.64	7.17	7.74	7.46	6.13	成长能力					
股本	406.69	405.40	405.33	405.33	405.33	营业收入	-9.09%	13.76%	22.48%	10.04%	8.06%
资本公积	773.03	722.51	685.99	685.99	685.99	营业利润	-24.41%	7.23%	30.84%	14.77%	8.11%
留存收益	9,438.06	10,351.04	11,527.22	10,948.66	8,237.04	归属于母公司净利润	-23.19%	6.98%	30.66%	14.78%	8.16%
其他	(81.84)	(12.03)	(56.10)	(49.99)	(39.37)	获利能力					
股东权益合计	10,542.57	11,474.09	12,570.19	11,997.44	9,295.12	毛利率	23.11%	21.99%	23.35%	23.75%	24.04%
负债和股东权益总计	17,664.82	18,186.52	20,849.60	19,075.34	19,040.58	净利率	11.52%	10.83%	11.56%	12.06%	12.07%
						ROE	11.41%	11.21%	13.38%	16.08%	22.46%
						ROIC	14.48%	16.66%	19.04%	23.18%	28.35%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	资产负债率	40.32%	36.91%	39.71%	37.10%	51.18%
净利润	1,202.96	1,286.58	1,680.26	1,928.55	2,085.86	净负债率	-4.03%	-3.67%	-21.68%	-20.88%	-13.17%
折旧摊销	706.37	808.17	889.78	928.41	962.73	流动比率	1.08	1.38	1.56	1.65	1.26
财务费用	(7.52)	(35.52)	(73.38)	(114.94)	(84.98)	速动比率	0.92	1.21	1.22	1.50	0.96
投资损失	(2.91)	0.14	4.46	0.89	2.15	营运能力					
营运资金变动	(640.79)	839.27	31.85	(411.08)	844.56	应收账款周转率	4.06	3.82	3.93	3.93	3.89
其它	897.20	(681.92)	0.82	0.95	1.02	存货周转率	7.74	11.13	7.86	8.76	9.17
经营活动现金流	2,155.31	2,216.73	2,533.79	2,332.78	3,811.34	总资产周转率	0.63	0.66	0.74	0.80	0.91
资本支出	2,261.40	640.45	168.65	52.76	308.61	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.96	3.17	4.15	4.76	5.15
其他	(4,454.62)	(1,532.79)	113.82	(218.14)	(696.74)	每股经营现金流	5.30	5.47	6.25	5.76	9.40
投资活动现金流	(2,193.23)	(892.34)	282.47	(165.37)	(388.13)	每股净资产	25.91	28.29	30.99	29.58	22.92
债权融资	636.71	(227.08)	(337.45)	114.94	262.01	估值比率					
股权融资	(255.64)	(79.29)	(584.99)	(2,502.24)	(4,789.21)	市盈率	27.07	25.22	19.30	16.81	15.55
其他	(209.37)	(417.20)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	3.09	2.83	2.58	2.70	3.49
筹资活动现金流	171.70	(723.56)	(922.43)	(2,387.30)	(4,527.20)	EV/EBITDA	8.38	9.25	9.91	8.83	8.58
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.79	13.16	14.51	12.57	12.02
现金净增加额	133.78	600.82	1,893.82	(219.90)	(1,103.99)						

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com