

华恒生物 (688639)

证券研究报告

2023年05月04日

业绩符合预期，新产品布局逐步完善合成生物平台

事件: 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 14.19 亿元, 同比增长 48.69%; 实现营业利润 3.42 亿元, 同比增长 83.56%; 归属于上市公司股东的净利润 3.20 亿元, 同比增长 90.23%。按 1.08 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 2.95 元 (扣非后为 2.80 元), 每股经营现金流为 3.30 元。其中第四季度实现营业收入 4.35 亿元, 同比增长 30.62%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.03 亿元, 同比增长 55.69%; 折合单季度 EPS0.95 元。2023 年一季度, 公司实现营业收入 4.0 亿元, 同比增长 48.02%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.81 亿元, 同比增长 47.03%; 折合单季度 EPS 0.75 元。

产能释放带动产销规模增加, 收入及利润水平持续增长。公司全年业绩增长主要来源于缬氨酸及丙氨酸产品产销量增加。公司氨基酸产品实现营收 11.66 亿元, 占总营收的 82.2%, 为主要营收来源。2022 年氨基酸产品产量 6.42 万吨, 同比增加 1.52 万吨, 销量 5.94 万吨, 同比增加 1.15 万吨, 产销量同比增加是推动收入规模上涨的主要原因。从价格上看, 公司氨基酸产品均价同比上涨, 2022 年为 1.96 万元/吨, 同比 21 年的 1.68 万元/吨上涨 16.8%。其中, 22 年至 23Q1 公司缬氨酸产品价格同比实现上涨, 根据博亚和讯, 22 年全年缬氨酸市场均价为 23.2 元/千克, 较 21 年同期均价上涨 2.2%, 23Q1 均价为 26.77 元/千克, yoy+19.1%, qoq+10.2%。盈利能力方面, 公司 22 年实现毛利 5.49 亿元, 同比增加 2.40 亿元, yoy+77.8%; 综合毛利率为 38.66%, yoy+6.32pcts。

销售/管理费用率逐季度降低, 持续增加研发投入。22 年公司期间费用合计 2.14 亿元, 同比增加 0.81 亿元, yoy+60.9%, 期间费用率为 15.1%, yoy+1.1pcts。逐季度看, 22Q2-23Q1, 公司销售/管理/财务费用率整体呈下降趋势, 到 23Q1 三项费用率分别为 1.9%/6.8%/0.9%, 环比 -0.1/-0.2/+0.3pcts。公司高度重视技术创新与研发工作, 2022 年研发费用 7861 万元, 同比增加 2577 万元, yoy+48.7%, 研发费用率 5.5%, 新增发明专利 17 项, 新增实用新型专利 24 项, 累计获得专利数为 148 项。

在建工程持续推进, 拟签订植酸和肌醇技术许可合同。2022 年, 公司在赤峰基地启动建设年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产 5 万吨的生物基 PDO 项目, 在秦皇岛基地启动建设年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目, 项目正在稳步推进。此外, 公司公告拟与欧合生物签署《技术许可合同》, 欧合生物将其拥有的植酸和肌醇高产菌株及其发酵纯化技术授权公司使用, 该技术许可的性质为独占实施许可, 期限为 20 年。目前, 肌醇需求市场具备发展潜力, 受环保政策影响和需求景气提升, 当前价格位于较高水平。

盈利预测与估值: 综合考虑公司主营产品产销情况、成本端变化, 预计公司 2023~2025 年净利润分别为 4.7、6.6、8.1 亿元 (23、24 年前值为 3.8/4.6 亿元), 维持“买入”的投资评级。

风险提示: 产品系列较为单一风险、主要产品应用领域较为集中风险、市场需求放缓及容量有限风险、主要产品销售价格下降风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	954.10	1,418.65	1,892.55	3,027.10	3,957.43
增长率(%)	95.81	48.69	33.41	59.95	30.73
EBITDA(百万元)	281.97	464.95	607.79	833.64	1,027.40
归属母公司净利润(百万元)	168.24	320.03	466.34	655.69	813.94
增长率(%)	38.92	90.23	45.72	40.60	24.14
EPS(元/股)	1.55	2.95	4.30	6.05	7.51
市盈率(P/E)	100.10	52.62	36.11	25.68	20.69
市净率(P/B)	14.23	11.38	9.26	7.40	5.92
市销率(P/S)	17.65	11.87	8.90	5.56	4.26
EV/EBITDA	47.94	35.32	26.84	19.46	15.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	155.36 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	108.40
流通 A 股股本(百万股)	69.90
A 股总市值(百万元)	16,841.02
流通 A 股市值(百万元)	10,858.93
每股净资产(元)	14.46
资产负债率(%)	28.52
一年内最高/最低(元)	193.65/88.51

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《华恒生物-公司点评: 投建 5 万吨生物法 PDO, 逐步完善合成生物平台》2022-12-11
- 《华恒生物-季报点评: 三季度业绩超预期, 定增彰显发展决心》2022-10-28
- 《华恒生物-半年报点评: 新产能释放带动产销两旺, 营收及利润创新高》2022-08-19

事件

华恒生物发布 2022 年年报，实现营业收入 14.19 亿元，同比增长 48.69%；实现营业利润 3.42 亿元，同比增长 83.56%；归属于上市公司股东的净利润 3.20 亿元，同比增长 90.23%，扣除非经常性损益后的净利润 3.04 亿元，同比增长 108.95%。按 1.08 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 2.95 元（扣非后为 2.80 元），每股经营现金流为 3.30 元。其中第四季度实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 30.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.03 亿元，同比增长 55.69%；折合单季度 EPS 0.95 元。

公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 4.0 亿元，同比增长 48.02%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.81 亿元，同比增长 47.03%；折合单季度 EPS 0.75 元。

公司 2022 年年度利润分配方案：以总股本约 1.08 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发 9 元现金红利（含税），对应当期分红率 30.48%；同时，拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 4.5 股，合计转增约 0.49 亿股，转增后公司总股本增加至约 1.57 亿股。

点评

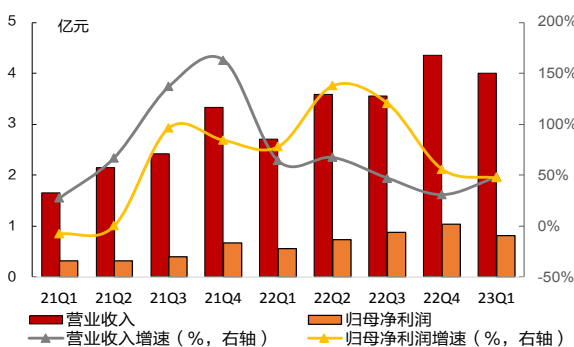
产能释放带动产销规模增加

2022 年，公司营业收入同比增加 4.65 亿元，归属于上市公司股东净利润同比增加 1.52 亿元。全资子公司秦皇岛华恒、巴彦淖尔华恒分别实现营业收入 4.7/5.6 亿元，同比增长 28.9%/74.3%，实现净利润 1.4/1.8 亿元，同比大幅增长 95.8%/103.1%。单季度看，22 年第四季度营业收入同比增加 1.02 亿元，yoy+30.6%，qoq+22.5%；归属于上市公司股东净利润同比增加 0.37 亿元，yoy+55.7%，qoq+17.0%。23 年一季度营业收入同比增加 1.30 亿元，yoy+48.0%，qoq-8.0%；归属于上市公司股东净利润同比增加 0.26 亿元，yoy+47%，qoq-21.2%。

公司全年业绩增长主要来源于缬氨酸及丙氨酸产品产销量增加。公司氨基酸产品实现营收 11.66 亿元，占总营收的 82.2%，为主要营收来源。2022 年氨基酸产品产量 6.42 万吨，同比增加 1.52 万吨，销量 5.94 万吨，同比增加 1.15 万吨，产销量同比增加是推动收入规模上涨的主要原因。**从价格上看，公司氨基酸产品均价同比上涨**，2022 年为 1.96 万元/吨，同比 21 年的 1.68 万元/吨上涨 16.8%，其中，22 年、23Q1 公司缬氨酸产品价格均同比实现上涨，根据博亚和讯，22 年全年缬氨酸市场均价为 23.2 元/千克，较 21 年同期均价上涨 2.2%，23Q1 均价为 26.77 元/千克，yoy+19.1%，qoq+10.2%。公司 IPO 募投项目巴彦淖尔交替生产丙氨酸、缬氨酸项目和秦皇岛发酵法丙氨酸技改扩产项目，按计划建成达产，产能快速释放，产品效益显著增加。

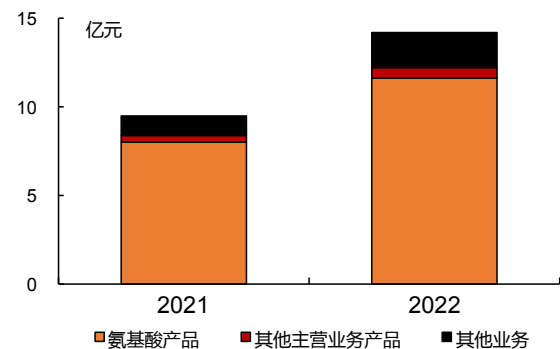
按销售区域划分，公司境内销售额增幅较快。22 年公司境内区域营收 7.0 亿元，同比增加 2.6 亿元，yoy+58.5%，境外区域营收 5.2 亿元，同比增加 1.2 亿元，yoy+29.9%。2020-2022 年，公司境内区域销售额增长较快，我们推测或因缬氨酸放量推动，公司与国内多家优质化工、制药、饲料和养殖企业保持着良好的合作关系，如诺力昂、华中药业、华海药业、牧原股份、双胞胎集团、新希望等均与公司建立了长期业务往来。

图 1：单季度营业收入、净利润及增速



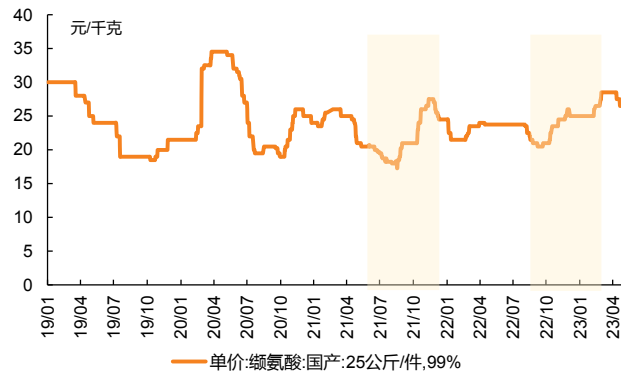
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司营业收入-分产品



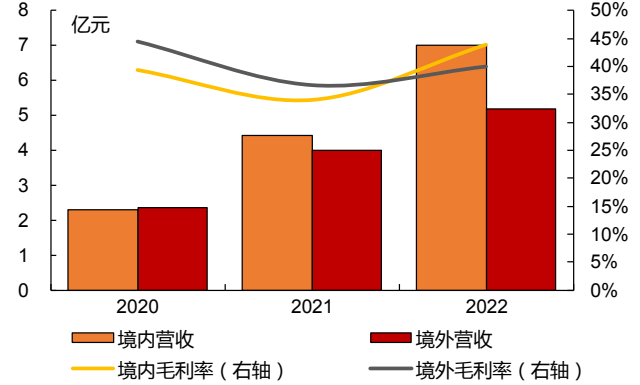
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：国内缬氨酸市场价



资料来源：Wind、博亚和讯，天风证券研究所

图 4：公司营业收入及毛利率-按销售区域划分

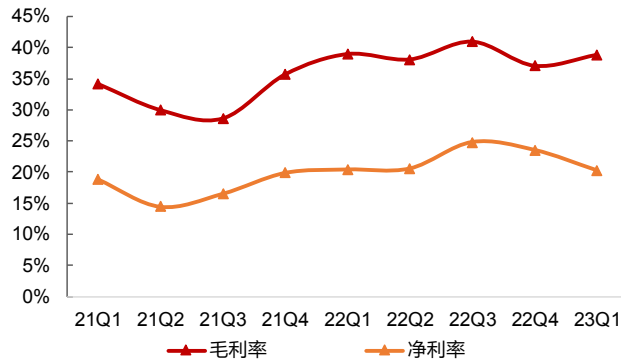


资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利能力方面，公司 22 年实现毛利 5.49 亿元，同比增加 2.41 亿元，yoy+78.2%；综合毛利率为 38.7%，yoy+6.4pcts。单季度看，22 年第四季度单季度实现毛利率 37.1%，同比提升 1.4 个百分点；23 年第一季度实现毛利率 38.8%，同比小幅下降 0.1 个百分点。分产品看，2022 年公司氨基酸产品实现毛利 4.94 亿元，同比增加 2.08 亿元，占总毛利额 90.1%，是最主要的毛利来源。

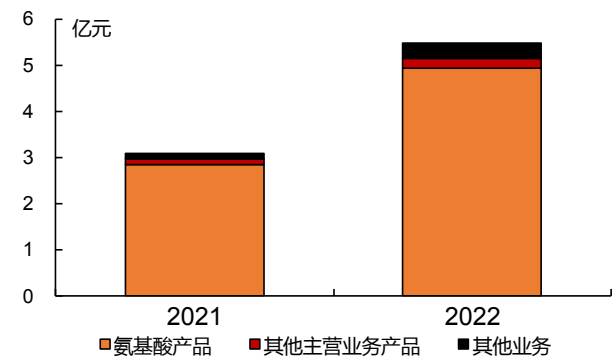
从产品单位成本拆分看，22 年公司氨基酸产品单位成本为 1.13 万元/吨，同比上涨 4.4%（明显低于销售均价涨幅，21 年为 1.08 万元/吨），上涨主要来源于制造费用平均每吨增加约 384 元，而直接原材料为主营业务成本最主要的组成部分，占比 69.1%。据百川盈孚，公司主要产品原材料葡萄糖 22 年市场均价 3949 元/吨，同比小幅下调 3.46%，23 年 Q1 均价 3925 元/吨，同比下降 1.6%，环比上涨 1.2%。

图 5：单季度毛利率、净利率



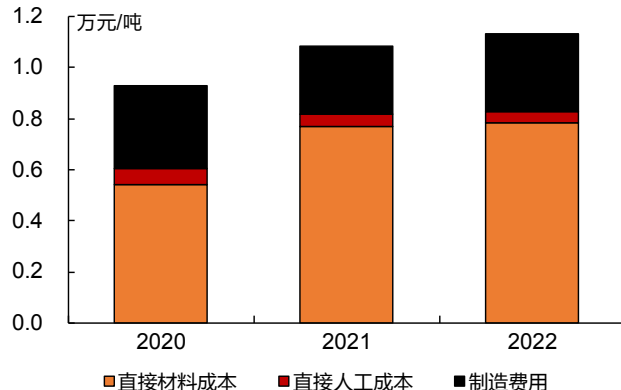
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司毛利-分产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司氨基酸产品成本拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：国内葡萄糖市场价



资料来源：Wind，天风证券研究所

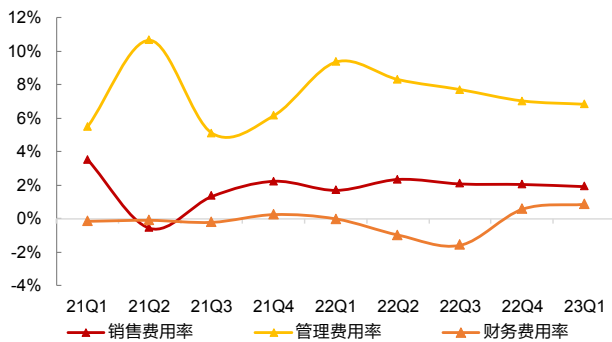
销售/管理费用率逐季度降低，持续增加研发投入

22 年公司期间费用合计 2.14 亿元，同比增加 0.81 亿元，yoy+60.9%，期间费用率为 15.1%，yoy+1.1pcts。其中，销售费用/管理费用/财务费用分别为 0.29/1.13/-0.07 亿元，同比增加 0.14/0.48/-0.07 亿元，费用率分别 yoy+0.5/+1.1/-0.5pcts。公司销售费用同比增加主要系员工人数及平均薪酬增长导致薪酬费用增加所致；管理费用系员工人数增长导致薪酬费用增加，以及公司股份支付费用所致；财务费用变动主要系受汇率波动影响汇兑净收益增加所致。逐季度看，22Q2-23Q1，公司销售/管理/财务费用率整体呈下降趋势，到 23Q1 三项费用率分别为 1.9%/6.8%/0.9%，同比+0.2/-2.5/+0.9pcts，环比-0.1/-0.2/+0.3pcts。

公司高度重视技术创新与研发工作，持续加大研发投入，引进海内外高端研发人才，完善合成生物研发平台建设。2022 年公司研发费用 7861 万元，较 2021 年增加 2577 万元，yoy+48.8%，研发费用率 5.5%。2022 年，公司新增发明专利 17 项，新增实用新型专利 24 项，累计获得专利数为 148 项，目前还有 326 项专利申请中。此外，去年秦皇岛华恒入选国家第四批专精特新“小巨人”企业名单。截至 22 年末，公司研发人员 154 人（较去年同期增加 42 人），占公司人数比例为 15.48%，同比提升 1.7pcts；其中博士 2 人，硕士 52 人；且研发人员多集中在 40 岁以下。

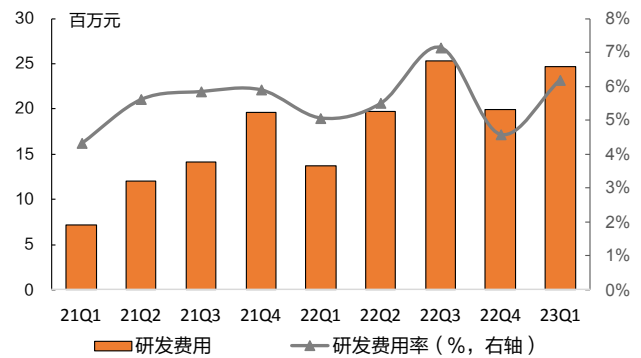
公司专注研发生产，通过“产学研”的创新合作方式提升公司综合技术研究能力。2022 年，公司继续加强华恒合成生物研究院人才引进、组织建设和研发体系建设，已基本建成分工明确、定位清晰的三大研发及研发管理中心/平台：系统与合成生物中心、发酵与酶工程中心和技术创新管理中心，全面覆盖从菌种构建、小试中试放大、工厂规模化生产和技术创新管理的全产业链技术产业化路径，同时，通过自主研发创新与产学研合作的紧密结合，形成高效运转的开放式研发体系。

图 9：“三费”费用率



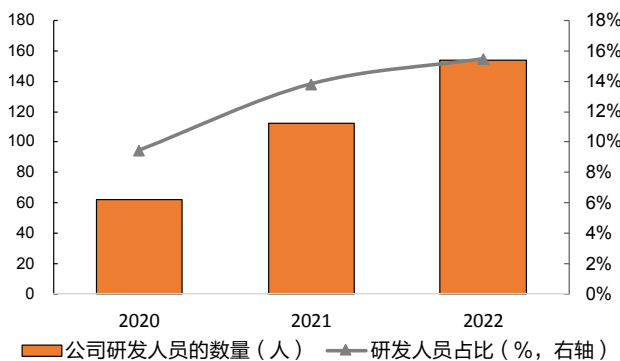
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司研发费用及费用率



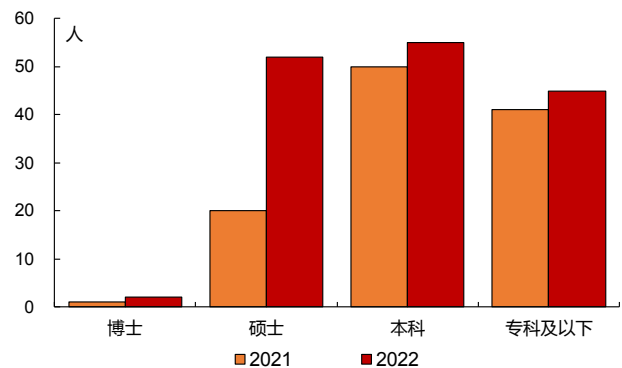
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司研发人员情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司研发人员分布情况



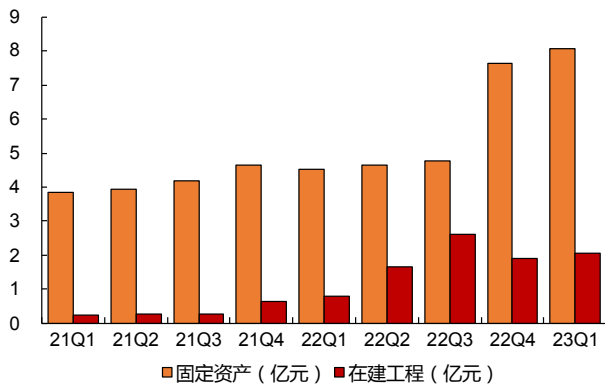
资料来源：公司公告，天风证券研究所

在建工程持续推进，拟签订植酸和肌醇技术许可合同

公司固定资产规模自 22Q4 明显增加，到 23Q1 达到 8.06 亿元。公司 22Q4、23Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 2.25、1.69 亿元，22Q4 同比环比均明显增加。

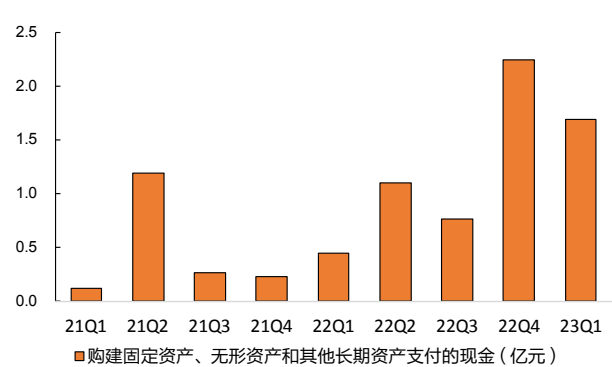
2022 年，公司在赤峰基地启动建设年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产 5 万吨的生物基 PDO 项目，在秦皇岛基地启动建设年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目，项目正在稳步推进。项目建成后，公司产品、技术将从氨基酸及其衍生物、维生素等扩充到生物基新材料单体，充分发挥公司已构建的合成生物平台研发和生物制造能力，加速扩充公司产品矩阵，进一步打开公司业务增长空间。

图 13：公司固定资产及在建工程情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：22 年公司重要在建工程项目变动情况（万元，%）

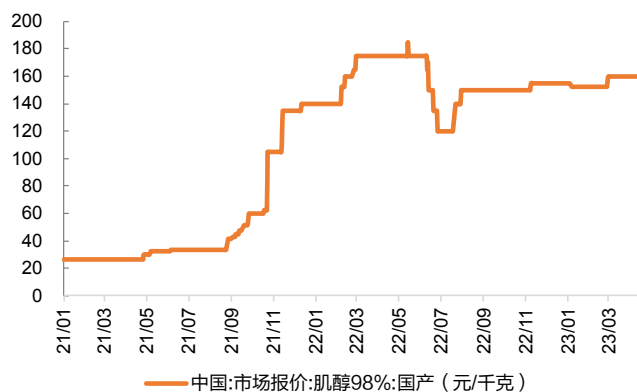
项目名称	本期转入固定资产金额	工程累计投入占预算比例	工程进度
巴彦淖尔华恒生物科技有限公司年产 1.6 万吨三支链氨基酸及衍生物项目	0.0	17.42%	20%
合肥华恒生物工程有限公司氨基酸工业菌种研发及其中试示范项目	4058.7	81.84%	85%
巴彦淖尔华恒生物科技有限公司交替年产 2.5 万吨丙氨酸、缬氨酸项目	15896.1	95.01%	95%
安徽华恒生物酶法生产 beta 丙氨酸衍生物项目	531.7	64.21%	70%
秦皇岛华恒生物工程有限公司 beta 丙氨酸项目	600.0	38.21%	40%
合计	21086.5	/	/

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司拟与杭州欧合生物科技有限公司（以下简称“欧合生物”）签署《技术许可合同》，欧合生物将其拥有的植酸和肌醇高产菌株及其发酵纯化技术授权公司使用，该技术许可的性质为独占实施许可，独占实施许可期限为 20 年。公司利用合同约定的技术成果实现产业化生产的当年起，按照每自然年度利用本技术成果生产形成的终端产品销售额（含税）的 2.00% 向欧合生物支付产业化提成，需支付许可费的独占实施许可期限为 10 年，独占实施许可期内剩余期限不再支付产业化提成。

肌醇需求市场具备发展潜力，受环保政策影响和需求景气提升，当前价格位于较高水平。肌醇广泛应用于医药、化妆品、饲料加工、食品饮料等领域。随着人们对肌醇功能特性认识深入和肌醇应用领域不断拓展，肌醇需求量有望大幅提高，尤其是以肌醇为原料的减肥降脂保健食品、功能饮料和含有肌醇减压降脂药品，具有较大市场发展潜力。我国是肌醇主要生产国家，2021 年度我国肌醇行业产能约 1.85 万吨。在环保政策趋严，企业成本上升，下游需求市场景气度提升的综合影响下，国内肌醇价格大幅攀升，2022 年度均价在 15.49 万元/吨左右。

图 15：肌醇产品市场价格（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测与估值

综合考虑公司主营产品产销情况、成本端变化,预计公司 2023~2025 年净利润分别为 4.7、6.6、8.1 亿元 (23、24 年前值为 3.8/4.6 亿元), 维持“买入”的投资评级。

风险提示

产品系列较为单一风险、主要产品应用领域较为集中风险、市场需求放缓及容量有限风险、主要产品销售价格下降风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	121.79	147.46	288.15	364.81	515.77
应收票据及应收账款	211.10	320.52	310.33	698.70	620.44
预付账款	33.75	15.95	39.40	65.53	68.45
存货	106.21	135.51	102.64	299.65	262.86
其他	379.65	243.61	248.31	257.85	265.27
流动资产合计	852.50	863.06	988.84	1,686.55	1,732.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	463.10	762.92	839.53	1,001.24	1,206.02
在建工程	65.33	188.91	233.35	380.01	468.00
无形资产	43.98	73.17	72.63	71.99	71.24
其他	49.19	139.02	72.13	86.78	99.31
非流动资产合计	621.61	1,164.03	1,217.63	1,540.02	1,844.58
资产总计	1,474.11	2,027.09	2,206.47	3,226.56	3,577.36
短期借款	18.50	79.23	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	99.87	221.64	165.36	639.23	432.22
其他	46.96	68.28	72.92	151.07	132.54
流动负债合计	165.32	369.15	268.27	820.30	594.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	108.09	156.69	118.75	127.84	134.42
非流动负债合计	108.09	156.69	118.75	127.84	134.42
负债合计	290.98	545.44	387.02	948.14	729.18
少数股东权益	0.00	1.15	1.15	1.15	1.15
股本	108.40	108.40	108.40	108.40	108.40
资本公积	588.04	624.47	624.47	624.47	624.47
留存收益	498.69	758.99	1,085.43	1,544.41	2,114.16
其他	(12.00)	(11.36)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,183.13	1,481.65	1,819.45	2,278.43	2,848.18
负债和股东权益总计	1,474.11	2,027.09	2,206.47	3,226.56	3,577.36

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	168.24	319.34	466.34	655.69	813.94
折旧摊销	47.50	59.15	81.50	94.27	109.97
财务费用	1.70	(0.20)	(9.29)	(10.50)	(11.53)
投资损失	(5.48)	(8.24)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(141.27)	(84.68)	(27.38)	(74.59)	(126.77)
其它	25.01	72.05	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	95.70	357.43	501.17	654.86	775.60
资本支出	150.15	463.14	239.94	392.91	395.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(661.97)	(805.15)	(431.94)	(784.91)	(787.42)
投资活动现金流	(511.82)	(342.00)	(192.00)	(392.00)	(392.00)
债权融资	(36.36)	67.45	(39.94)	10.50	11.53
股权融资	501.78	37.07	(128.54)	(196.71)	(244.18)
其他	11.56	(98.06)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	476.98	6.46	(168.48)	(186.21)	(232.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	60.86	21.88	140.69	76.66	150.95

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	954.10	1,418.65	1,892.55	3,027.10	3,957.43
营业成本	645.64	870.21	1,071.69	1,810.31	2,410.74
营业税金及附加	6.58	7.97	16.08	21.20	27.86
销售费用	15.26	29.31	37.85	60.54	79.15
管理费用	64.67	112.90	149.51	242.17	316.59
研发费用	52.84	78.61	104.09	166.49	217.66
财务费用	(0.21)	(6.72)	(9.29)	(10.50)	(11.53)
资产/信用减值损失	(5.50)	(2.56)	(3.68)	(3.91)	(3.38)
公允价值变动收益	1.06	(0.75)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.48	8.24	10.00	10.00	10.00
其他	(18.08)	(20.61)	0.00	0.00	0.00
营业利润	186.34	342.04	528.94	742.97	923.57
营业外收入	6.81	6.45	7.00	6.75	6.73
营业外支出	2.36	5.51	6.00	4.62	5.38
利润总额	190.79	342.98	529.94	745.10	924.93
所得税	22.55	23.64	63.59	89.41	110.99
净利润	168.24	319.34	466.34	655.69	813.94
少数股东损益	0.00	(0.69)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	168.24	320.03	466.34	655.69	813.94
每股收益(元)	1.55	2.95	4.30	6.05	7.51

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	95.81%	48.69%	33.41%	59.95%	30.73%
营业利润	40.79%	83.56%	54.64%	40.47%	24.31%
归属于母公司净利润	38.92%	90.23%	45.72%	40.60%	24.14%
获利能力					
毛利率	32.33%	38.66%	43.37%	40.20%	39.08%
净利率	17.63%	22.56%	24.64%	21.66%	20.57%
ROE	14.22%	21.62%	25.65%	28.79%	28.59%
ROIC	36.11%	45.28%	42.58%	50.01%	48.45%
偿债能力					
资产负债率	19.74%	26.91%	17.54%	29.39%	20.38%
净负债率	-8.73%	-4.61%	-14.19%	-14.69%	-17.06%
流动比率	4.66	2.22	3.69	2.06	2.91
速动比率	4.08	1.87	3.30	1.69	2.47
营运能力					
应收账款周转率	5.81	5.34	6.00	6.00	6.00
存货周转率	12.45	11.74	15.89	15.05	14.07
总资产周转率	0.86	0.81	0.89	1.11	1.16
每股指标(元)					
每股收益	1.55	2.95	4.30	6.05	7.51
每股经营现金流	0.88	3.30	4.62	6.04	7.16
每股净资产	10.91	13.66	16.77	21.01	26.26
估值比率					
市盈率	100.10	52.62	36.11	25.68	20.69
市净率	14.23	11.38	9.26	7.40	5.92
EV/EBITDA	47.94	35.32	26.84	19.46	15.63
EV/EBIT	57.65	40.47	30.99	21.94	17.50

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com