

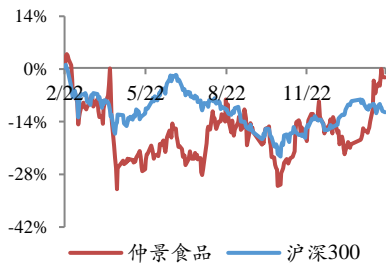
## 品牌力优势凸出，葱油产品快速发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-02-27

收盘价(元)	42.98
近12个月最高/最低(元)	45.70/30.34
总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	39
流通股比例(%)	38.69
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	17

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 公司深耕调味品二十余年，具备产品发展基础

2013到2021年营业收入CAGR为10.12%。13-21年归母净利润上下波动，13-21年间归母净利润CAGR为3.69%。22年Q1-Q3营业收入为6.54亿元，同比增长7.84%，归母净利润为1.02亿元，同比下降3.92%，葱油产品放量明显。2018年-2021年，仲景食品的销售毛利率分别为43.94%、42.01%、41.27%和38.98%。原材料价格的上涨导致的成本承压，其中花椒、大豆油等原材料成本大幅增长。从净利率角度来看，2018年-2021年公司销售净利率分别为15.29%、14.56%、17.61%、14.69%，22年公司加大广告及品牌宣传力度，22年1-9月广告宣传费累计投入3,861.67万元，较上年同期增长85.38%。

#### ● 产品：产品矩阵逐步多元化，葱油产品快速放量

2006年，仲景研发出花椒油120，是花椒类风味物质标准化、数据化的里程碑式产品。依托西峡香菇产地优势，仲景香菇酱于2008年上市，被国家认定为“首创”仲景牌香菇酱。20年8月推出新品辣辣队辣椒酱，2021年，上海葱油受到大众喜爱，线上销量直逼最大单品香菇酱，葱油成为公司发展的重要产品。上海葱油作为“国潮美食”原创产品，迅速抢占消费者心智，成为现象级单品，2021年度通过抖音短视频营销，累计销售超130万瓶，位居抖音拌饭酱榜TOP1；2022年前三季度依旧保持良好表现，实现销售4,192.17万元。2022年，仲景紧跟时代步伐，贯彻健康理念，推出香菇耗油，香菇对减盐功效有所帮助，同时也富含营养价值。

#### ● 渠道：加速线上线下融合，全渠道协同发展

公司以经销模式为主，通过扁平化运作的经销网络，产品能够快速通过超市、便利店、蔬菜生鲜店、农贸、餐饮批发市场等终端到达消费者。紧跟互联时代，拓展线上销售，下沉线下渠道，双管齐下布局销售网络。公司积极拓展线上业务，在发展传统电商平台（自营店铺+授权店铺）的基础上，积极尝试、布局新媒体营销，通过直播、短视频、种草、社交营销等方式，助力品牌传播和销售。

#### ● 品牌：标识深入人心，由区域走向全国

公司拥有众多品牌资产，其中包括采蘑菇的小姑娘图形及“仲景”“景小葺”“香菇酱”“劲道”“辣辣队”“北极蓝”“北极红”“六菌”等，这些都是仲景食品注册的商标。在品牌传播方面，公司线上线下共同发力，充分利用自有资源和渠道进行传播。**1) 线下：**可以在小型超市、生鲜店、便利店等，利用人形立牌、挂网等进行宣传，增加产品形象展示；另外，在品牌蓄力扩张的城市，投放电梯、地铁、公交站、高铁等硬广告。**2) 线上：**公司也正在筹划和腾讯、百度、抖音合作，通过直播、短视频、种草笔记、社交营销等方式，助力品牌的新媒体传播，加速线

上线下融合发展。

● **投资建议**

22 年成本压力较大，花椒与大豆油同比增长较多，预计成本端 23 年预计承压改善，毛利率有所提升；公司部分产品处于拓展期间，预判销售费用同比提升，加大品牌投入力度，但整体销售费用率处于较为稳定区间中。结合以上，我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 8.88、10.22、11.33 亿元，同比增长分别为 10.1%、15.1%、10.9%，22-24 年归母净利润为 1.21、1.55、1.85 亿元，同比增长分别为 1.7%、28.5%、19.5%，EPS 分别为 1.21、1.55、1.85 元/股，对应 PE 为 36、28、23 倍，对标可比公司，估值水平较为合理，给予“买入”评级。

● **风险提示**

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	806	888	1022	1133
收入同比 (%)	11.0%	10.1%	15.1%	10.9%
归属母公司净利润	119	121	155	185
净利润同比 (%)	-7.3%	1.7%	28.5%	19.5%
毛利率 (%)	39.0%	38.7%	39.2%	39.6%
ROE (%)	7.8%	7.5%	8.8%	9.5%
每股收益 (元)	1.19	1.21	1.55	1.85
P/E	45.55	35.63	27.72	23.20
P/B	3.54	2.69	2.45	2.21
EV/EBITDA	39.21	31.67	24.89	20.75

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 二十年深耕调味品，产品接受度较高 .....	5
2 收入增速较为稳健，成本挤压短期毛利率水平 .....	5
3 创新驱动，产品矩阵逐步完善 .....	6
3.1 酱类单品：聚焦优势产品，不断扩展产品矩阵 .....	6
3.2 上海葱油：加强新品推广，上海葱油带来新增长亮点 .....	8
4 渠道：加速线上线下融合，全渠道协同发展 .....	9
5 品牌：标识深入人心，由区域走向全国 .....	10
6 盈利预测与估值建议 .....	11
7 风险提示 .....	12
财务报表与盈利预测 .....	13

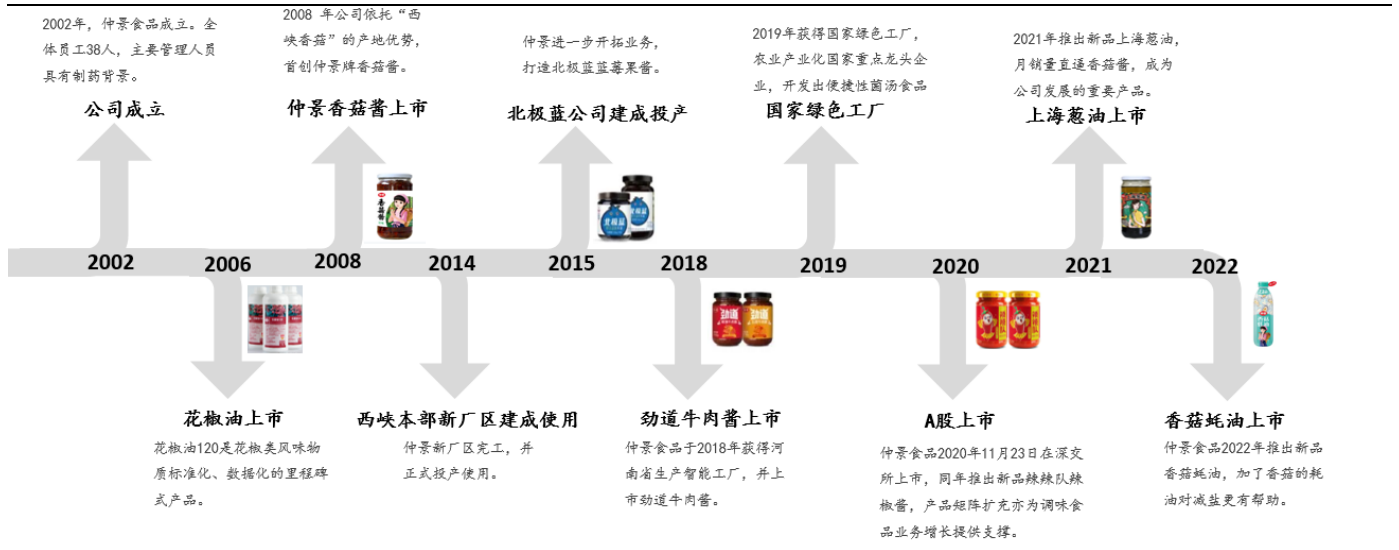
## 图表目录

图表 1 公司发展史.....	5
图表 2 营业收入 (亿元) 及增速.....	6
图表 3 归母净利润 (亿元) 及增速.....	6
图表 4 毛利率变动.....	6
图表 5 净利率变动.....	6
图表 6 调味酱系列产品的产能、产量、销量情况.....	7
图表 7 公司产品矩阵.....	8
图表 8 上海葱油产品图片.....	9
图表 9 直销、经销模式销售及占比情况.....	10
图表 10 经销商分区域变动情况.....	10
图表 11 公司香菇酱品牌标识.....	11
图表 12 可比公司估值情况.....	12

## 1 二十年深耕调味品，产品接受度较高

产品多元化布局，以花椒油为切点，深入调味品赛道。2002年，仲景食品在河南南阳成立。2006年，仲景研发出花椒油120，是花椒类风味物质标准化、数据化的里程碑式产品。依托西峡香菇产地优势，仲景香菇酱于2008年问世，被国家认定为“首创”仲景牌香菇酱。2014年，西峡本部新厂区建成，并投产使用，进一步扩大了公司产能。仲景在2015年建成北极蓝公司，并上市了北极蓝蓝莓果酱，是公司基于野生蓝莓原料开发的特色果酱。2018年，仲景食品获得河南省生产智能工厂，并开辟新赛道，进军牛肉酱行业，上市了劲道牛肉酱。公司又于2019年获得国家绿色工厂、农业产业化国家重点龙头企业，并开发出了便捷性菌汤食品。2020年11月23日，仲景食品在深交所上市，募集资金9.94亿元，同年8月推出新品辣辣队辣椒酱。2021年，上海葱油受到大众喜爱，线上销量直逼最大单品香菇酱，葱油成为公司发展的重要产品。2022年，仲景紧跟时代步伐，贯彻健康理念，推出香菇蚝油，香菇对减盐功效有所帮助，同时也富含营养价值。

图表 1 公司发展史

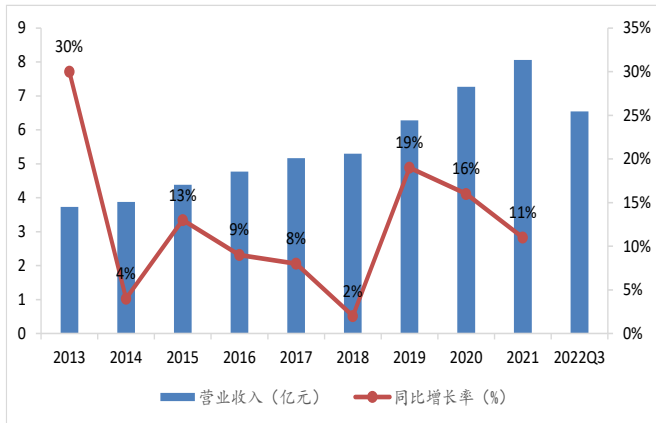


资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 2 收入增速较为稳健，成本挤压短期毛利率水平

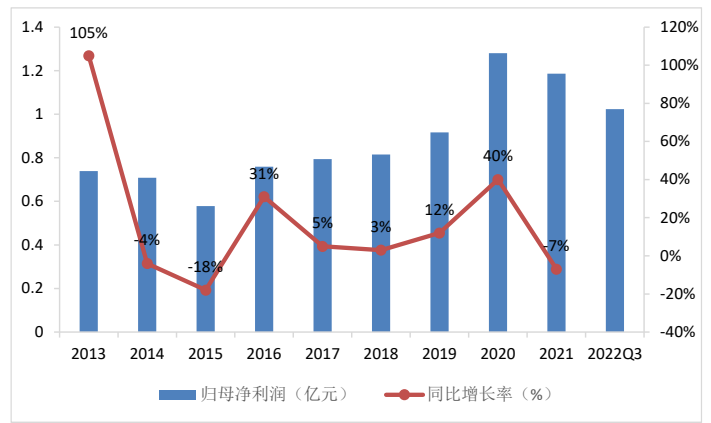
收入端稳健增长，盈利端有所波动。整体来看公司近几年营业收入稳步上升，2021年营业收入首次突破8亿大关，2013到2021年营业收入CAGR为10.12%。13-21年归母净利润上下波动，13-21年间归母净利润CAGR为3.69%。营业收入和归母净利润9年间均实现上涨，20年上市之后，整体表现较好，净利润规模首次破亿。22年Q1-Q3营业收入为6.5亿元，同比增长7.8%，归母净利润为1亿元，同比下降3.9%，葱油产品放量明显。

图表 2 营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

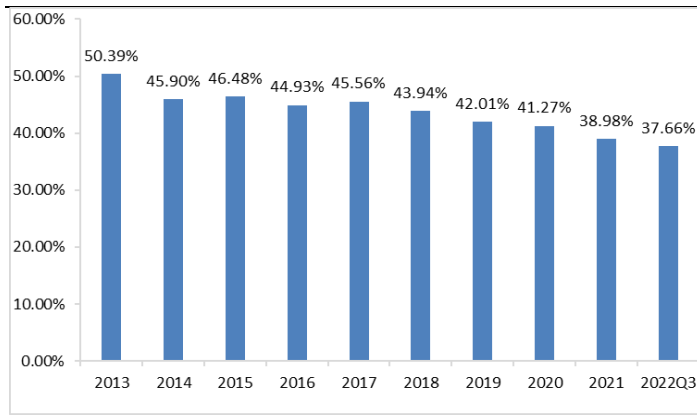
图表 3 归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

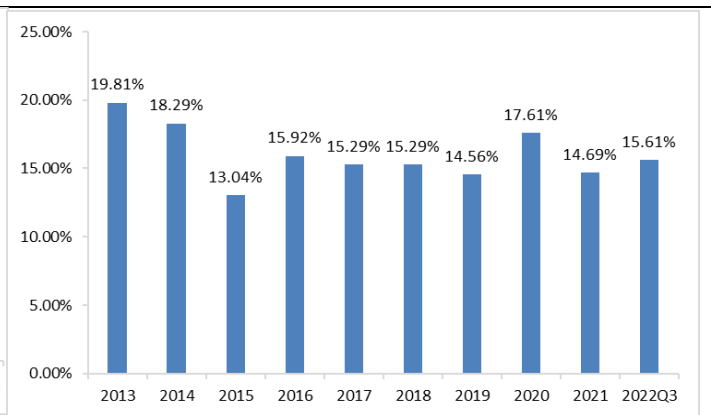
**成本承压, 毛利率有所下滑, 净利率较为稳定。**从毛利率角度来看, 公司毛利率已经连续 4 年下跌。数据显示, 2018 年-2021 年, 仲景食品的销售毛利率分别为 43.94%、42.01%、41.27%和 38.98%。原材料价格的上涨导致的成本承压, 其中花椒、大豆油等原材料成本大幅增长。从净利率角度来看, 2018 年-2021 年公司销售净利率分别为 15.29%、14.56%、17.61%、14.69%, 公司 2020 年销售净利率显著上升, 达到 17.61%, 同比增长 3.05 个百分点。22 年公司加大广告及品牌宣传力度, 22 年 1-9 月广告宣传费累计投入 3,861.67 万元, 较上年同期增长 85.38%。

图表 4 毛利率变动



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 净利率变动



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 3 创新驱动, 产品矩阵逐步完善

### 3.1 核心产品: 聚焦优势产品, 不断扩展产品矩阵

以自研香菇酱技术为核心, 多维开拓酱类产品。仲景食品利用“西峡香菇”的资源优势, 结合自行研发的香菇发酵专利技术、真空浸润、生物酶解等香菇综合加工利用技术, 率先研发出仲景香菇酱系列产品, 开创了一个独具特色的健康调味新品类。

现已形成多品类的产品组合，仲景香菇酱、劲道牛肉酱、辣辣队新鲜辣椒酱、成都红油、上海葱油、北极蓝野生蓝莓果酱等佐餐调味酱，2.3°鲜花椒油、香调馅油等调味油以及辣椒炒肉、黄焖炒鸡等快手菜调料，服务于个人家庭和餐饮饭店。

**大单品香菇酱基本产销同步。**在产销方面，仲景香菇酱产品基本实现了产销同步。因为仲景香菇酱产品品种不多，产量较大，所以采取少品种大批量柔性生产模式。调味酱产品在炒酱、灌装环节共线生产，公司有望通过规模化降低制造成本。

**图表 6 调味酱系列产品的产能、产量、销量情况**

年度	产量（万瓶）	销量（万瓶）	产销率
<b>2017 年度</b>	4471	4509	100.86%
<b>2018 年度</b>	3742	3692	98.67%
<b>2019 年度</b>	4517	4406	97.54%

注：表中调味酱涵盖范围为仲景香菇酱、劲道牛肉酱、仲景香菇小丁。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所



图表 7 公司产品矩阵

产品名称	
仲景®香菇酱 (230g、450g、800g)	
劲道®牛肉酱 (230g、800g) 辣辣队®新鲜辣椒酱 (150g、245g)	
仲景®成都红油 / 上海葱油 / 贵州辣子鸡 (220g、230g、435g、485g)	
仲景®特色调味油 (55ml、125ml、258ml、1.8L、5.4L)	
仲景®快手菜调料 (150g)	
仲景®调味配料 (1kg)	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.2 上海葱油：加强新品推广，上海葱油带来新增长亮点

上海葱油独居中国特色，有望成为带动公司增长的第二单品。公司坚持产品差异化的竞争策略，以持续创新为驱动力，不断推陈出新。上海葱油作为“国潮美食”原创产品，迅速抢占消费者心智，成为现象级单品，2021年度通过抖音短视频营销，累计销售超130万瓶，位居抖音拌饭酱榜TOP1；2022年前三季度依旧保持良好表现，实现销售4,192.17万元。

仲景推出上海葱油迎合了调味品市场健康化和多元化的趋势，秉承着“只做特色，只做不同”的产品理念，始终把好食材+好味道作为研发核心。公司从全国最大的香葱生产基地——泸西县香葱基地采购最新鲜的高品质小香葱，经过严格的清洗工序后，严控油炸时间，保证食材的健康本味，精心研制出的上海葱油酱葱香诱人、酱香浓郁、拌面绝绝子，再现老上海经典风味。

2022年新推出葱油拌面调味料，轻便包装，便于携带，随时随地满足消费者拌拉面、烩面、刀削面等多元化需求。葱油融合了南北餐桌的口味，是根植在中国人



内心深处、独具中国特色的调味料，仲景食品将葱油作为国潮美食进行推广，满足了消费者对于记忆中味道的需求，并为中国传统葱油文化赋予了新的意义。

图表 8 上海葱油产品图片



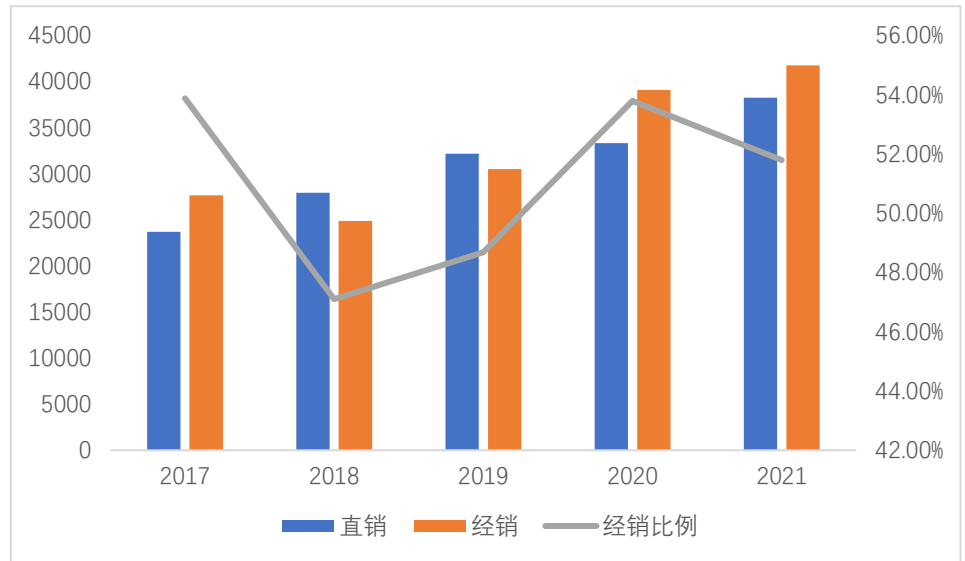
资料来源：天猫旗舰店，华安证券研究所

## 4 渠道：加速线上线下的融合，全渠道协同发展

**经销为主，终端布局广泛。**仲景调味食品的销售以经销模式为主，客户主要为经销商，通过扁平化运作的经销网络，公司产品能够快速通过超市、便利店、蔬菜生鲜店、农贸、餐饮批发市场等终端到达消费者。调味配料的销售以直销模式为主，客户主要是食品生产企业，另外有少部分通过经销商进行销售。

**紧跟互联时代，拓展线上销售，下沉线下渠道，双管齐下布局销售网络。**公司积极拓展线上业务，在发展传统电商平台（自营店铺+授权店铺）的基础上，积极尝试、布局新媒体营销，通过直播、短视频、种草、社交营销等方式，助力品牌传播和销售。公司将继续推进线下渠道的下沉和深耕，从 KA 商超更多地走向社区便利店、生鲜店、农贸市场，提升终端渠道的覆盖程度；充分挖掘场景展示（挂网、跳跳卡）、试吃推广等差异化优势，重视消费者现场体验，强化线下渠道销售力，加速线上线下融合、覆盖 B 端 C 端的一体化营销网络体系，实现全渠道协同发展。

图表 9 直销、经销模式销售及占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

以华东华中华北为圆心，开发新市场，经销商数量飞速增长。公司深耕华东、华中、华北地区，积极开拓华南、西南地区，华南、西南区经销商数量较 2020 年末增长远超过 30%，主要系广东、四川、重庆等区域增加招商。

图表 10 经销商分区域变动情况

区域	2021 年末经销商数 (家)	2020 年末经销商数量 (家)	增减变动比例
华东地区	606	490	23.67%
华中地区	382	321	19.00%
华北地区	349	323	8.05%
华南地区	118	63	87.30%
西南地区	95	50	90.00%
西北地区	59	47	25.53%
东北地区	34	30	13.33%
合计	1,643	1,324	24.09%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5 品牌：标识深入人心，由区域走向全国

品牌标识深入人心。仲景拥有众多品牌资产，其中包括采蘑菇的小姑娘图形及“仲景”“景小蕈”“香菇酱”“劲道”“辣辣队”“北极蓝”“北极红”“六菌”等，这些都是仲景食品注册的商标。品牌图腾“采蘑菇的小姑娘”借用了耳熟能详的儿歌名，有广泛的

群众基础，对品牌传播、促进消费者对新产品快速认知产生巨大助推力量，也成功获得了消费者的青睐。品牌歌曲“采蘑菇的小姑娘”和仲景广告中的可爱的“采蘑菇的小姑娘”形象相辅相成，成为仲景香菇酱的品牌超级资产。

图表 11 公司香菇酱品牌标识



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**营销从局部到全国持续发力。**仲景食品目前只是区域性品牌，覆盖河南、河北、山东等华中区域。从近几年仲景的品牌布局来看，正在逐步向全国发起攻势，具体来看，已经向湖南、湖北、江西、浙江、四川、重庆六个重点的省市展开全面扩张，利用多渠道、广招商的方式填补市场空白，覆盖终端网点。上市之后，仲景通过全面的经销商布局，有望从区域性品牌转变为全国性品牌。

**在品牌传播方面，公司线上线下共同发力，充分利用自有资源和渠道进行传播。**线下可以在小型超市、生鲜店、便利店等，利用人形立牌、挂网等进行宣传，增加产品形象展示；另外，在品牌蓄力扩张的城市，投放电梯、地铁、公交站、高铁等硬广告。除了线下持续进行品牌推广，仲景也正在筹划和腾讯、百度、抖音合作，通过直播、短视频、种草笔记、社交营销等方式，助力品牌的新媒体传播，加速线上线下融合发展。

## 6 盈利预测与估值建议

我们预计公司营业收入保持稳健增长，调味酱和调味料业务均实现稳健增长，大单品保持产品生命力，新品葱油等产品快速放量，实现良好的均衡发展。22 年成本压力较大，花椒与大豆油同比增长较多，预计成本端 23 年预计承压改善，毛利率有所提升；公司部分产品处于拓展期间，预判销售费用同比提升，加大品牌投入力度，但整体销售费用率处于较为稳定区间中。结合以上，我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 8.88、10.22、11.33 亿元，同比增长分别为 10.1%、15.1%、10.9%，22-24 年归母净利润为 1.21、1.55、1.85 亿元，同比增长分别为 1.7%、28.5%、19.5%，EPS 分别为 1.21、1.55、1.85 元/股，对应 PE 为 36、28、23 倍，对标可比公司，估值水平较为合理，给

予“买入”评级。

**图表 12 可比公司估值情况**

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
				PE (TTM)	22E	23E
603288.SH	海天味业	3,695.48	3,695.48	55.74	54.03	45.62
600298.SH	安琪酵母	349.33	349.33	29.41	26.56	21.02
600872.SH	中炬高新	298.84	298.84	37.64	78.02	35.47
603027.SH	千禾味业	239.82	239.82	86.62	76.90	55.80
002507.SZ	涪陵榨菜	236.29	236.29	25.28	25.05	21.87
603317.SH	天味食品	207.23	207.23	59.43	62.51	48.27
600305.SH	恒顺醋业	130.08	130.08	93.78	74.41	54.40
603170.SH	宝立食品	116.12	116.12	60.19	57.85	41.76
603755.SH	日辰股份	45.40	45.40	68.61	65.56	44.91
300908.SZ	仲景食品	43.03	43.03	37.61	35.43	26.97

资料来源：公司公告，华安证券研究所（数据截止到 2023/02/24，除仲景外采用一致预期）

## 7 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，食品安全事件。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	1193	1163	1308	1475	
现金	78	80	243	404	
应收账款	74	91	82	116	
其他应收款	1	2	2	2	
预付账款	2	8	9	10	
存货	238	176	174	134	
其他流动资产	800	806	799	808	
<b>非流动资产</b>	502	557	571	586	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	268	335	359	383	
无形资产	20	20	20	20	
其他非流动资产	214	202	192	183	
<b>资产总计</b>	1695	1720	1880	2061	
<b>流动负债</b>	138	93	98	94	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	102	66	67	60	
其他流动负债	36	27	31	34	
<b>非流动负债</b>	25	25	25	25	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	25	25	25	25	
<b>负债合计</b>	164	119	123	119	
少数股东权益	1	1	1	1	
股本	100	100	100	100	
资本公积	887	887	887	887	
留存收益	542	613	768	953	
归属母公司股	1530	1600	1756	1941	
<b>负债和股东权</b>	1695	1720	1880	2061	

现金流量表		单位:百万			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金</b>	120	107	166	163	
净利润	118	120	155	185	
折旧摊销	28	12	8	9	
财务费用	0	0	0	0	
投资损失	-23	-22	-25	-26	
营运资金变动	-9	-13	22	-9	
其他经营现金	131	141	139	199	
<b>投资活动现金</b>	-169	-54	-4	-1	
资本支出	-236	-75	-29	-28	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金	67	22	25	26	
<b>筹资活动现金</b>	-54	-50	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金	-53	-50	0	0	
<b>现金净增加额</b>	-103	3	162	162	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	806	888	1022	1133	
营业成本	492	551	630	693	
营业税金及附加	6	7	7	7	
销售费用	130	151	168	185	
管理费用	42	45	51	56	
财务费用	-3	-4	-4	-12	
资产减值损失	-1	-12	-10	-9	
公允价值变动收	0	0	0	0	
投资净收益	23	22	25	26	
<b>营业利润</b>	133	134	173	208	
营业外收入	6	5	5	5	
营业外支出	4	1	1	1	
<b>利润总额</b>	135	138	177	212	
所得税	16	18	23	27	
<b>净利润</b>	118	120	155	185	
少数股东损益	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利</b>	119	121	155	185	
EBITDA	136	133	163	188	
EPS (元)	1.19	1.21	1.55	1.85	

主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.0%	10.1%	15.1%	10.9%	
营业利润	-8.4%	1.1%	28.8%	20.1%	
归属于母公司净	-7.3%	1.7%	28.5%	19.5%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	39.0%	38.7%	39.2%	39.6%	
净利率 (%)	14.7%	13.4%	15.0%	16.1%	
ROE (%)	7.8%	7.5%	8.8%	9.5%	
ROIC (%)	6.2%	6.6%	7.7%	8.0%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	9.6%	6.9%	6.6%	5.8%	
净负债比率 (%)	10.7%	7.4%	7.0%	6.1%	
流动比率	8.64	12.47	13.36	15.71	
速动比率	6.88	10.46	11.45	14.12	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.49	0.53	0.58	0.58	
应收账款周转率	11.11	10.91	12.00	11.61	
应付账款周转率	5.88	6.55	9.47	10.91	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.19	1.21	1.55	1.85	
每股经营现金流	1.20	1.07	1.66	1.63	
每股净资产	15.30	16.00	17.56	19.41	
<b>估值比率</b>					
P/E	45.55	35.63	27.72	23.20	
P/B	3.54	2.69	2.45	2.21	
EV/EBITDA	39.21	31.67	24.89	20.75	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

**分析师:** 陈姝, 英国华威大学金融硕士, 食品科学与工程专业本科, 曾任职于长城证券, 水晶球团队成员

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无



法给出明确的投资评级。