

# 安道麦 A (000553)

证券研究报告

2023 年 03 月 28 日

## 全年业绩创历史新高，新产品维护差异化竞争优势

**事件：**安道麦发布 2022 年年报，实现营业收入 373.82 亿元，同比增长 20.44%；营业利润 7.30 亿元，同比增加 41.50%；归属于上市公司股东的净利润 6.09 亿元，同比增加 287.17%，扣除非经常性损益后的净利润 4.90 亿元，同比增加 529.94%。按 23.30 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.26 元（扣非后为 0.21 元），每股经营现金流为 0.40 元。其中第四季度实现营业收入 93.04 亿元，同比增长 8.82%；实现归属于上市公司股东的净利润-1.59 亿元，同比减少 198.41%；折合单季度 EPS-0.07 元。

**全年营收实现历史新高，四季度业绩有所回落。**2022 年，受益于全球范围内对植保产品的需求强劲，尤其是巴西和中国市场的增长，公司全年销售额实现增长。全年公司实现销售额 55.70 亿美元，较 21 年增加 7.57 亿美元，其中分别受到产品销量和价格 4%和 16%的增长推动（以美元计）；以人民币计算，公司销售收入同比增加 63.43 亿元。分业务看，除草剂/杀菌剂/杀虫剂/精细化工产品业务分别实现了 165.98/70.51/101.20/36.13 亿元的营业收入，同比增加 38.81/9.13/9.28/6.21 亿元。2022 年第四季度，公司价格和销量分别同比变动+6.5%、-5.6%（以美元计），单季度销售额为 13.12 亿美元，同比减少 0.25 亿美元，yoy-2%。**分区域看，营收增量主要来源于亚太和拉美地区，其中国内市场需求增长旺盛。**公司综合毛利率为 25.1%，yoy+0.6pcts；毛利润 93.97 亿元，同比增加 17.71 亿元。过去一年公司毛利实现增长主要由于价格的显著上涨和销量增加抵消了物流、采购和生产成本增加以及汇率走势不利的负面影响。**公司成本控制能力强，不断加大研发投入力度。**2022 年，公司期间费用合计 61.29 亿元，同比减少 9.19 亿元，研发方面，公司注重在战略细分市场夯实基础，相应战略举措包括针对原药开发的“核心跃升”战略与针对打造制剂技术平台的“制剂致胜”战略。研发费用 5.78 亿元，同比增加 0.77 亿元，研发人员达到 277 人（yoy+5.32%），占公司总人数比例 3.01%。

**公司是全球非专利作物保护市场的领军企业，持续开发新产品维护差异化竞争优势。**为不断扩大公司差异化竞争优势，公司在过去一年在全球各地登记并推出 18 种差异化新产品，以及 10 款差异化新产品在不同国家取得登记。差异化产品既包括以专利新近过期且商业潜能高的有效成分为基础的的产品，也包括具备以下特点的产品：应用专管制剂技术、含有一种以上的作用机制、生物农药。

**盈利预测与估值：**考虑原药产品价格波动，我们预计公司 2023~2025 年归母净利润为 6.4/6.9/7.5 亿元（2023/2024 年前值为 11.3/13.0 亿元）。公司是全球非专利作物保护市场的领军企业，维持“持有”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、新项目及建设基地进度及盈利情况低于预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,038.61	37,381.92	39,624.83	42,794.82	46,218.40
增长率(%)	9.12	20.44	6.00	8.00	8.00
EBITDA(百万元)	4,868.21	4,278.54	3,736.77	4,108.04	4,245.36
净利润(百万元)	157.40	609.39	644.19	693.75	747.82
增长率(%)	(55.38)	287.17	5.71	7.69	7.79
EPS(元/股)	0.07	0.26	0.28	0.30	0.32
市盈率(P/E)	153.94	39.76	37.61	34.93	32.40
市净率(P/B)	1.15	1.05	1.06	1.03	0.99
市销率(P/S)	0.78	0.65	0.61	0.57	0.52
EV/EBITDA	5.32	7.17	8.75	8.39	8.31

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	持有（维持评级）
当前价格	10.1 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,177.07
流通 A 股股本(百万股)	2,177.07
A 股总市值(百万元)	21,988.43
流通 A 股市值(百万元)	21,988.38
每股净资产(元)	9.93
资产负债率(%)	60.12
一年内最高/最低(元)	13.12/7.49

### 作者

<b>唐婕</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
<b>张峰</b>	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

- 《安道麦 A-季报点评:三季度业绩持续增长，预计全球植保市场持续扩张》2022-10-27
- 《安道麦 A-半年报点评:上半年销售额再创历史新高》2022-09-02
- 《安道麦 A-季报点评:价量齐升，22Q1 业绩超预期强劲开局》2022-05-01

## 事件

安道麦发布 2022 年年报，实现营业收入 373.82 亿元，同比增长 20.44%；实现营业利润 7.30 亿元，同比增加 41.50%；归属于上市公司股东的净利润 6.09 亿元，同比大幅增加 287.17%，扣除非经常性损益后的净利润 4.90 亿元，同比大幅增加 529.94%。按 23.30 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.26 元（扣非后为 0.21 元），每股经营现金流为 0.40 元。其中第四季度实现营业收入 93.04 亿元，同比增长 8.82%；实现归属于上市公司股东的净利润-1.59 亿元，同比减少 198.41%；折合单季度 EPS-0.07 元。

公司 2022 年年度利润分配方案：以 2023 年 2 月 28 日总股本约 23.30 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.27 元（含税），现金分红比例为 10.38%。

## 2022 年年报点评

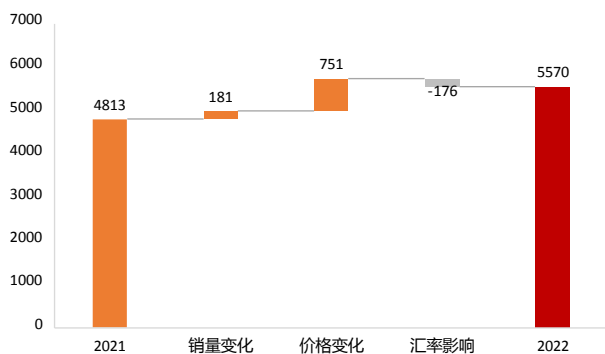
### 2022 年全球植保市场保持需求强劲，23 年初海外高库存影响短期需求

2022 年，全球粮食库存紧张叠加不利天气条件影响，农产品价格于 5 月上涨至历史高点，下半年起回落，全年总体保持历史高位水平。较高的农产品价格丰厚了种植农户收益，带动植保市场强劲需求。进入 23 年，由于前期全球部分植保地区库存水平高于平均，短期需求受到影响。成本端来看，国内原药产品价格自 22 年三季度以来逐步回落，同期物流运输成本回归常态区间，但也存在个别较高成本地区，如欧洲市场的助剂与内陆运输成本。

### 公司全年业绩实现历史新高，四季度盈利回落

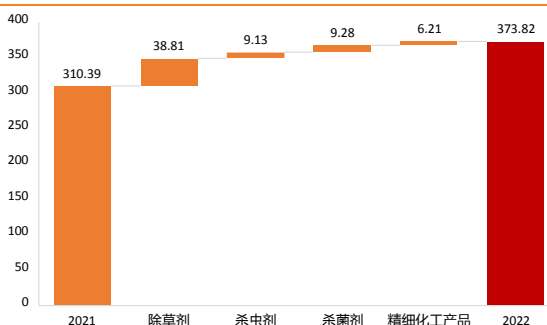
2022 年，受益于全球范围内对植保产品的需求强劲，尤其是巴西和中国市场的增长，公司全年销售额实现增长。全年公司实现销售额 55.70 亿美元，较 21 年增加 7.57 亿美元，其中分别受到产品销量和价格 4%和 16%的增长推动（以美元计）；以人民币计算，公司销售收入同比增加 63.43 亿元。分业务看，除草剂/杀菌剂/杀虫剂/精细化工产品业务分别实现了 165.98/70.51/101.20/36.13 亿元的营业收入，同比增加 38.81/9.13/9.28/6.21 亿元。2022 年第四季度，公司价格和销量分别同比变动+6.5%、-5.6%（以美元计），单季度销售额为 13.12 亿美元，同比减少 0.25 亿美元，yoy-2%。

图 1：2022 年公司同比营收变化（单位：百万美元）



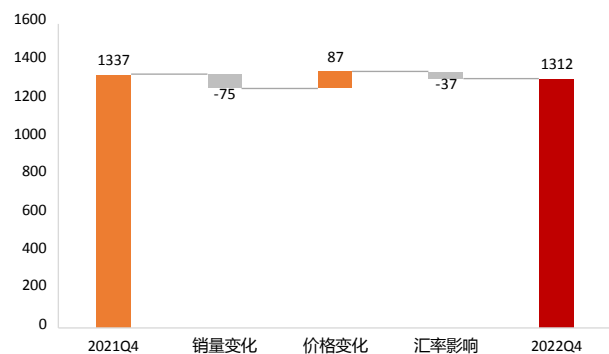
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2022 年公司分业务营收变化（单位：亿元）



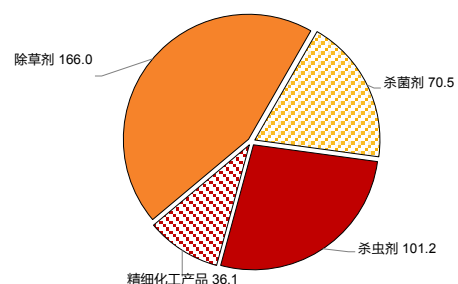
资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

图 2：2022 年第四季度公司营收同比变化（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

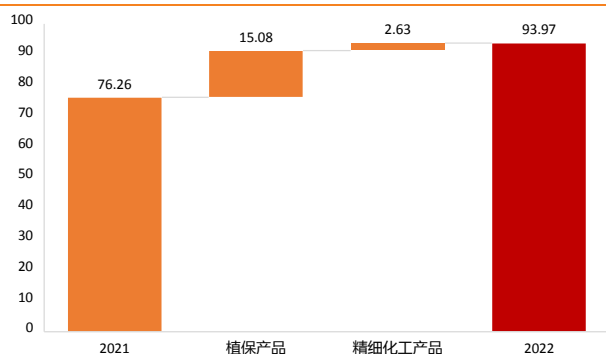
图 4：2022 年分业务收入（单位：亿元）



资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

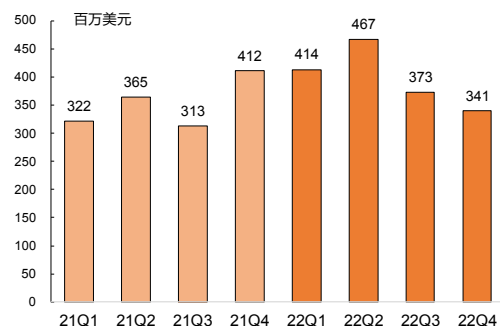
公司综合毛利率为 25.1%，yoy+0.6pcts；毛利润 93.97 亿元，同比增加 17.71 亿元。分产品看，植保产品毛利率为 25.20%，yoy+0.2pcts，毛利润同比增加 15.08 亿元；精细化工产品毛利率为 24.58%，yoy+3.6pcts，毛利润同比增加 2.63 亿元。过去一年公司毛利实现增长主要由于价格的显著上涨和销量增加抵消了物流、采购和生产成本增加以及汇率走势不利的负面影响。而第四季度由于巴西市场销售提前至第三季度，叠加中国区与农药生产有关的精细化工产品销售额下降以及汇率走势不利，毛利润同比减少 0.71 亿美元至 3.41 亿美元。

图 5：2022 年公司分业务毛利变化（单位：亿元）



资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

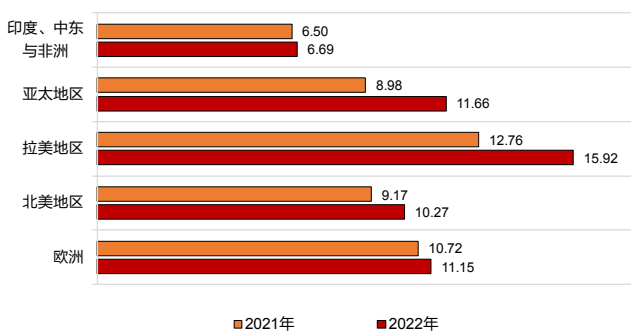
图 6：公司单季度毛利情况（单位：百万美元）



资料来源：公司各季度报告，天风证券研究所

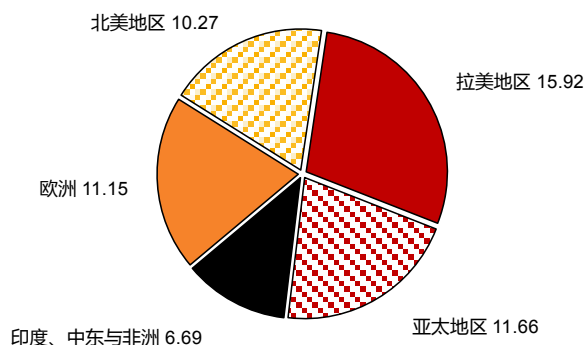
分区域看，营收增量主要来源于亚太和拉美地区，其中国内市场需求增长旺盛。2022 年，欧洲 / 北美 / 拉美 / 亚太 / 印度、中东与非洲地区分别实现营业收入 11.15/10.27/15.92/11.66/6.69 亿美元，分别同比增长 0.43/1.11/3.17/2.68/0.18 亿美元，yoy+4.0/12.1/24.8/29.9/2.8pcts（以美元计）。在欧洲区域，收入增长主要来源于公司在法国、意大利、罗马尼亚、希腊等提升了市占率，推出了利用专有技术的差异化新产品，且克服了不利天气以及供应存在的挑战。在北美区域，公司自有产品产能有力的支持了在市场供应短缺下的销售。拉美区域，巴西市场同时受益于涨价、销量增加以及新产品的上市，全年销售额实现强劲增长。亚太区域，中国区与农药生产相关的精细化工业务的强劲增长是带动该地区业务增长的主要原因。在印度、中东及非洲地区，2022 年该区域全年销售额增长主要来源于中东地区。

图 7：2022 年各大区销售额增幅（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2022 年营业收入区域分布（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 公司成本控制能力强，不断加大研发投入力度

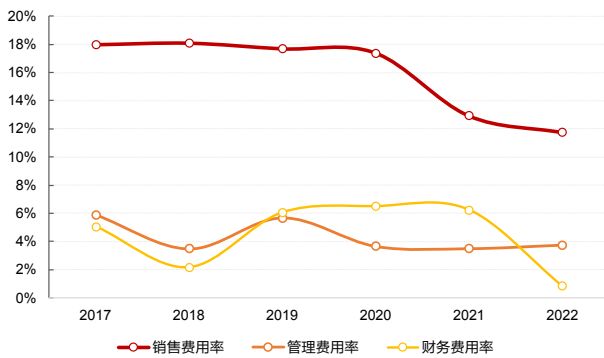
2022 年，公司期间费用合计 61.29 亿元，同比减少 9.19 亿元，其中销售/管理/财务费用分别为 43.96/14.07/3.26 亿元，同比变动+3.77/+3.17/-16.13 亿元，对应费用率分别为 11.76%/3.76%/0.87%，同比 yoy-1.19/+0.25/-5.38pcts。

销售费用端，公司全年销售费用反映出业务的增长以及计入 2021 年收购子公司的销售费用，其中增长主要来源于加大对职工薪酬投入（同比增加 2.19 亿元）。管理费用中，与销

售表现挂钩的员工薪酬相关费用同比增加 1.50 亿元是其增加的主要原因。公司财务费用净额（包括财务费用和公允价值变动损益）同比增加 4.89 亿元达到 18.31 亿元，主要由于：（1）以色列的 CPI 处于高位，导致公司以谢克尔计价、与以色列 CPI 挂钩的债券净成本增加。（2）受以色列谢克尔兑美元汇率急剧震荡的主要影响，汇率套保成本增加；同时，向 2021 年收购子公司的少数股东授予卖权选择权价值重评估产生了一次性收益（非现金）抵消了部分费用的增幅。

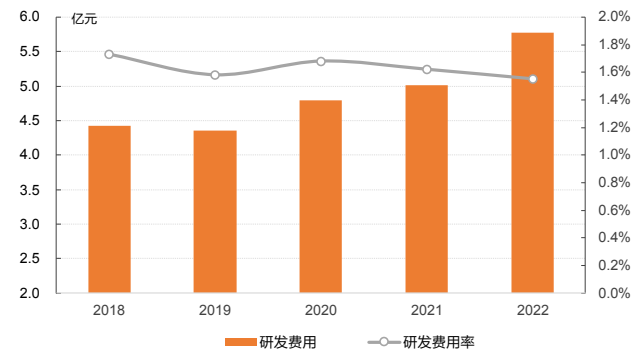
研发方面，公司为世界各地的农民提供增值解决方案的同时，注重在战略细分市场夯实基础，相应战略举措包括针对原药开发的“核心跃升”战略与针对打造制剂技术平台的“制剂致胜”战略。2022 年，公司研发费用 5.78 亿元，同比增加 0.77 亿元；研发费用率 1.55%，yoy-0.07pcts，研发人员达到 277 人（yoy+5.32%），占公司总人数比例 3.01%。

图 9：公司“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（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 全球非专利作物保护市场的领军企业，持续开发新产品维护差异化竞争优势

公司是全球非专利作物保护市场的领军企业，根据咨询机构 AgbioInvestor 对 2021 年全球农化行业规模的初步估算，公司 2021 年的全球市场份额占有率提升 0.5pcts 达到约为 6%（2020 年的全球市场份额约为 5.5%），在欧洲、以色列、巴西、拉美其它国家、北美、印度及亚洲其它国家都建立了研发与登记中心。此外，公司依靠全球登记体系具备在一百多个国家和地区完成本地登记的实力，能够在所有重点植保市场高效率地将新产品引入市场，为农民提供全方位的作物保护解决方案。过去三年中，由高素质专业人员组成的登记团队为公司取得了大约 1300 张新产品登记证。

为不断扩大公司差异化竞争优势，公司在过去一年在全球各地登记并推出 18 种差异化新产品，差异化产品既包括以专利新近过期且商业潜能高（“核心跃升”战略原药）的有效成分为基础的产品，也包括具备以下特点的产品：（1）应用专管制剂技术；（2）含有一种以上的作用机制；以及（3）生物农药。例如，在四季度新推出的以三重微生物组合为基础的生物性杀线虫剂和杀菌剂 Protege®；在中美洲国家推出有利于可持续发展的生物农药产品 ExpertGrow®等。同时，公司还有 10 款差异化新产品在不同国家取得登记。

### 盈利预测与估值

考虑原药产品价格波动，我们预计公司 2023~2025 年归母净利润为 6.4/6.9/7.5 亿元（2023/2024 年前值为 11.3/13.0 亿元）。公司是全球非专利作物保护市场的领军企业，维持“持有”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、新项目及建设基地进度及盈利情况低于预期。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,818.84	4,290.96	3,962.48	4,279.48	4,621.84
应收票据及应收账款	8,444.49	9,130.67	10,901.88	9,306.78	13,802.42
预付账款	379.79	341.10	636.02	352.11	899.63
存货	11,750.16	16,927.24	8,732.04	18,086.05	11,763.34
其他	1,995.34	2,450.65	3,102.55	3,119.70	3,133.49
<b>流动资产合计</b>	<b>28,388.61</b>	<b>33,140.62</b>	<b>27,334.97</b>	<b>35,144.13</b>	<b>34,220.72</b>
长期股权投资	15.34	26.37	26.37	26.37	26.37
固定资产	8,048.39	8,952.18	9,595.95	10,000.02	10,226.94
在建工程	2,143.40	2,961.40	4,048.33	4,651.43	5,218.35
无形资产	5,326.29	5,342.75	4,570.26	3,801.10	3,005.94
其他	6,313.28	7,557.16	6,945.31	7,070.25	7,190.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,846.69</b>	<b>24,839.87</b>	<b>25,186.22</b>	<b>25,549.17</b>	<b>25,668.50</b>
<b>资产总计</b>	<b>50,235.31</b>	<b>57,980.49</b>	<b>52,521.19</b>	<b>60,693.30</b>	<b>59,889.22</b>
短期借款	874.76	3,342.92	2,437.80	4,366.55	5,651.51
应付票据及应付账款	6,787.54	8,642.04	6,482.79	10,243.96	7,997.21
其他	5,343.72	6,953.08	7,399.46	8,680.39	8,014.55
<b>流动负债合计</b>	<b>13,006.01</b>	<b>18,938.05</b>	<b>16,320.05</b>	<b>23,290.89</b>	<b>21,663.27</b>
长期借款	3,498.91	3,662.87	2,800.00	3,093.57	3,172.41
应付债券	7,797.13	7,353.51	7,742.92	7,631.19	7,575.87
其他	3,476.86	3,124.83	2,861.06	3,154.25	3,046.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>14,772.90</b>	<b>14,141.21</b>	<b>13,403.98</b>	<b>13,879.00</b>	<b>13,795.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>29,160.23</b>	<b>34,855.83</b>	<b>29,724.03</b>	<b>37,169.90</b>	<b>35,458.27</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,329.81	2,329.81	2,329.81	2,329.81	2,329.81
资本公积	12,977.17	12,986.33	12,986.33	12,986.33	12,986.33
留存收益	6,180.63	6,712.10	7,291.87	7,916.25	8,589.29
其他	(412.53)	1,096.41	189.14	291.01	525.52
<b>股东权益合计</b>	<b>21,075.08</b>	<b>23,124.66</b>	<b>22,797.16</b>	<b>23,523.40</b>	<b>24,430.95</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50,235.31</b>	<b>57,980.49</b>	<b>52,521.19</b>	<b>60,693.30</b>	<b>59,889.22</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	163.31	609.39	644.19	693.75	747.82
折旧摊销	1,779.14	1,961.88	2,031.79	2,062.00	2,081.33
财务费用	1,193.97	69.67	192.03	775.24	1,023.99
投资损失	(43.94)	(12.68)	(15.00)	(50.00)	(150.00)
营运资金变动	2,263.40	(3,496.84)	2,996.25	(2,381.82)	(1,825.01)
其它	(794.01)	1,809.33	(1,400.00)	(1,075.31)	(1,326.71)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,561.88</b>	<b>940.75</b>	<b>4,449.27</b>	<b>23.86</b>	<b>551.42</b>
资本支出	2,420.58	4,458.76	3,253.77	2,006.81	2,187.54
长期投资	1.25	11.03	0.00	0.00	0.00
其他	(5,805.28)	(7,130.23)	(5,027.09)	(3,181.50)	(2,790.82)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,383.45)</b>	<b>(2,660.44)</b>	<b>(1,773.32)</b>	<b>(1,174.69)</b>	<b>(603.29)</b>
债权融资	(916.69)	2,329.09	(2,032.75)	1,435.34	234.50
股权融资	(375.07)	1,518.10	(971.68)	32.49	159.73
其他	2,128.92	(3,902.97)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>837.16</b>	<b>(55.79)</b>	<b>(3,004.43)</b>	<b>1,467.83</b>	<b>394.23</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,015.59</b>	<b>(1,775.49)</b>	<b>(328.48)</b>	<b>317.00</b>	<b>342.36</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>31,038.61</b>	<b>37,381.92</b>	<b>39,624.83</b>	<b>42,794.82</b>	<b>46,218.40</b>
营业成本	23,412.52	27,984.97	29,797.87	32,181.70	34,663.80
营业税金及附加	106.28	110.41	110.95	128.38	138.66
销售费用	4,019.26	4,396.28	4,854.04	5,298.00	5,721.84
管理费用	1,089.60	1,406.83	1,287.81	1,476.42	1,626.89
研发费用	501.38	577.86	614.18	718.95	776.47
财务费用	1,939.42	325.80	192.03	775.24	1,023.99
资产/信用减值损失	(59.38)	(417.05)	(220.00)	(100.00)	(50.00)
公允价值变动收益	(321.09)	(1,504.83)	(1,400.00)	(1,075.31)	(1,326.71)
投资净收益	928.95	12.68	15.00	50.00	150.00
其他	(1,094.34)	3,758.81	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>516.02</b>	<b>730.17</b>	<b>1,162.94</b>	<b>1,090.81</b>	<b>1,040.04</b>
营业外收入	65.24	58.40	70.00	64.55	64.31
营业外支出	37.45	31.73	40.00	36.39	36.04
<b>利润总额</b>	<b>543.80</b>	<b>756.83</b>	<b>1,192.94</b>	<b>1,118.96</b>	<b>1,068.32</b>
所得税	380.49	147.44	548.75	425.20	320.49
<b>净利润</b>	<b>163.31</b>	<b>609.39</b>	<b>644.19</b>	<b>693.75</b>	<b>747.82</b>
少数股东损益	5.92	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>157.40</b>	<b>609.39</b>	<b>644.19</b>	<b>693.75</b>	<b>747.82</b>
每股收益(元)	0.07	0.26	0.28	0.30	0.32

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.12%	20.44%	6.00%	8.00%	8.00%
营业利润	-4.09%	41.50%	59.27%	-6.20%	-4.65%
归属于母公司净利润	-55.38%	287.17%	5.71%	7.69%	7.79%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.57%	25.14%	24.80%	24.80%	25.00%
净利率	0.51%	1.63%	1.63%	1.62%	1.62%
ROE	0.75%	2.64%	2.83%	2.95%	3.06%
ROIC	2.57%	3.11%	2.24%	3.70%	4.28%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.05%	60.12%	56.59%	61.24%	59.21%
净负债率	38.66%	53.32%	47.45%	54.04%	55.78%
流动比率	1.97	1.60	1.67	1.51	1.58
速动比率	1.16	0.78	1.14	0.73	1.04
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.59	4.25	3.96	4.24	4.00
存货周转率	2.81	2.61	3.09	3.19	3.10
总资产周转率	0.64	0.69	0.72	0.76	0.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.07	0.26	0.28	0.30	0.32
每股经营现金流	1.96	0.40	1.91	0.01	0.24
每股净资产	9.05	9.93	9.78	10.10	10.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	153.94	39.76	37.61	34.93	32.40
市净率	1.15	1.05	1.06	1.03	0.99
EV/EBITDA	5.32	7.17	8.75	8.39	8.31
EV/EBIT	8.39	13.24	19.18	16.85	16.30

### 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	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com