

证券研究报告

2019年07月18日

行业报告 | 行业深度研究

电气设备

电子烟、CBD浪潮下的电子雾化器机遇

作者：

分析师 杨藻 SAC执业证书编号：S1110517060001

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级： 强于大市（维持评级）  
上次评级： 强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

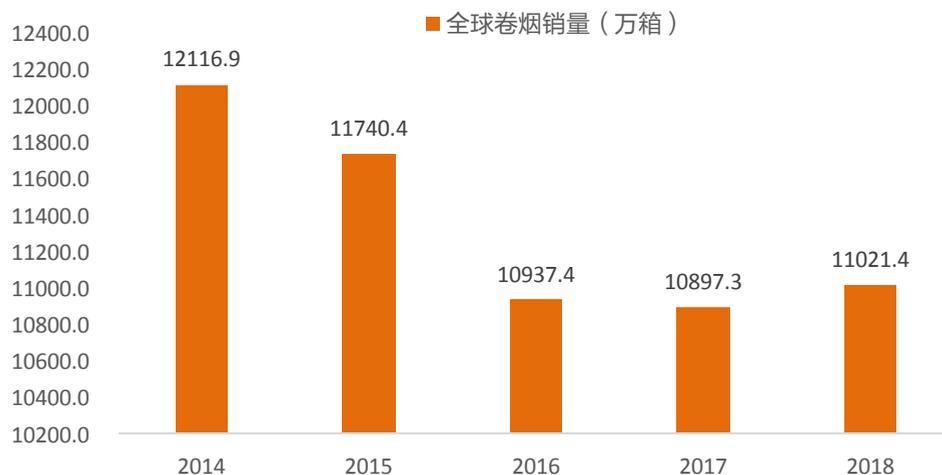
## 摘要

- 传统烟草行业下行，新型烟草成为烟草巨头新的战略布局。2017年-2021年电子烟行业CAGR为32.5%，预计今年市场规模将达到260亿美元。美国是最大的电子烟市场，监管趋于完善；欧洲是第二大的电子烟市场，总体以烟草巨头的品牌为主；日本是最大的加热不燃烧烟草市场；中国、东南亚、中东等市场将是未来新的增长点。
- CBD是大麻提取物，不同于毒品，有医疗功效。受益于大麻合法化浪潮，CBD市场成为电子雾化器又一大拉动力。CBD受众更广，且CBD雾化器多为一次性，预计CBD市场将比电子烟市场更有发展前景。2019年CBD市场将维持高速增长，市场规模可达到56.9亿美元。
- 麦克韦尔是目前的电子烟ODM龙头，拥有先进的雾化芯技术和英美烟草、日本烟草、悦刻、Jupiter Research LLC等优质大客户。烟油型电子烟的烟弹相对于烟杆属于耗材，对收入的拉动作用显著。烟弹比（烟弹销量/烟杆销量）发展水平可分为两个阶段，爆发增长阶段与稳步增长阶段，中国等新兴市场处于爆发增长阶段，烟弹比在9-21，随着新增客户的指数型增长，烟弹比也将呈现指数型增长；美国电子烟市场目前烟弹比在24左右。预计麦克韦尔业绩将维持高速增长。
- **风险提示：国内外电子烟监管政策，电子烟产品快速迭代，CBD相关业务可能含有政策变动风险、法律合规风险、经营管理风险、交易风险、自然风险、研发操作风险、合作不确定性，我们目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加，工业大麻应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化**

## 电子烟行业：传统卷烟业下行

□ 在控烟政策日趋严格与消费者健康意识提升的压力下，传统烟草销量从2014年的12116.9万箱下降到2018年的11021.4万箱。2018年的增长是由于经济下行时期烟草的“口红效应”。

图：2014-2018年全球传统卷烟销售情况



资料来源：世界烟草发展报告，国家统计局，天风证券研究所

## 电子烟行业：“减害”是电子烟发展的核心，口感、时尚度拓展受众

### “减害”是电子烟发展的核心

- 尼古丁具有成瘾性：尼古丁可以刺激大脑多巴胺的释放，形成奖励回路，使吸食者产生精神依赖。。
- 传统香烟的危害资料来源：香烟中含有1400多种化学成分，点燃香烟时烟纸和助燃剂的燃烧会产生大量有害气体。尼古丁并不是直接导致香烟疾病和死亡的直接原因。
- 电子烟的减害效果：电子烟烟油的主要配方是甘油、香精和尼古丁，不产生燃烧释放的有害气体。英格兰公共卫生局（PHE）认为电子烟比吸烟安全95%，美国癌症协会(ACS)推荐吸烟者用电子烟替代传统香烟。

### 口味、时尚度拓展了电子烟的受众

- 口味：电子烟烟油可以调出薄荷味、水果味等多种口味，吸引了传统卷烟烟民之外的受众。
- 时尚度：电子烟或小巧（小烟）或具有带有科技感的机械结构（大烟），兼具时尚感和趣味性。

## 电子烟行业：新型烟草成为烟草巨头新的战略布局

□为了寻求业绩增长点，烟草巨头纷纷通过开发自主品牌或收购现有电子烟品牌的方式增加新型烟草业务布局。

表：烟草巨头的电子烟业务布局

烟草巨头	主要电子烟品牌	类型	主要销售地区
英美烟草	VUSE	烟油型	美国
	Vype	烟油型	欧洲
	Glo	HNB型	日本、俄罗斯、加拿大
日本烟草	Logic	烟油型	美国
	Ploom	HNB型	日本、欧洲
帝国烟草	Blu、Jai	烟油型	美国、欧洲
奥驰亚	MarkTen、GREEN SMOKE、Juul	烟油型	美国、欧洲
菲莫国际	IQOS	HNB型	欧洲、日本、韩国

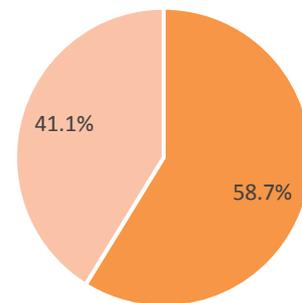
资料来源：公司年报，天风证券研究所

# 电子烟行业：2018年市场规模180亿美元，美国、欧洲是主要消费地区

## 电子烟市场规模

- 2018年全球电子烟市场规模为180亿美元，2015-2018复合增长率约为34%。
- 2018年烟油型电子烟市场规模为58.7%，HNB型约为41.1%。HNB型由于采用真实的烟草而在口感上更接近卷烟；但目前烟油型在口感上的研发力度加大，仿真程度越来越高，口感上不具有劣势。

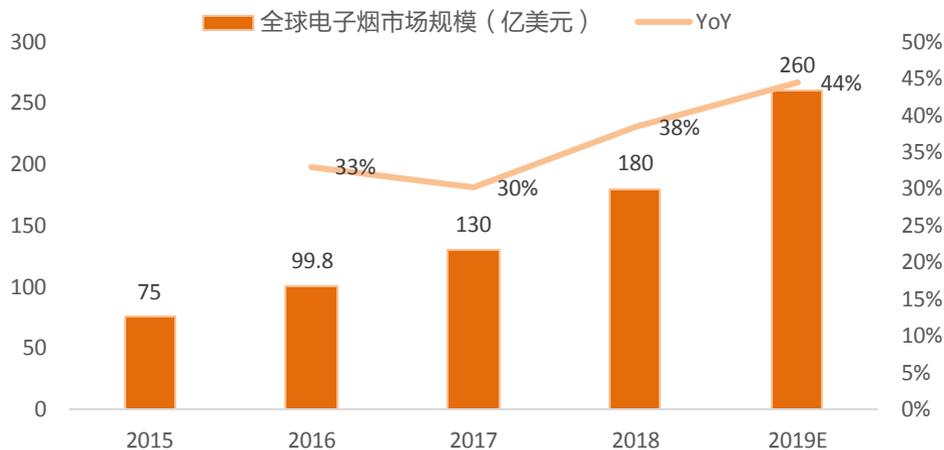
**主要消费地区：**美国是规模最大的电子烟消费国家，占47%的市场份额；欧洲各国大概占29%；中国3.22%；其他地区占17.64%，主要包含日本、韩国等国家和地区。



■ 烟油型电子烟 ■ 加热不燃烧烟草

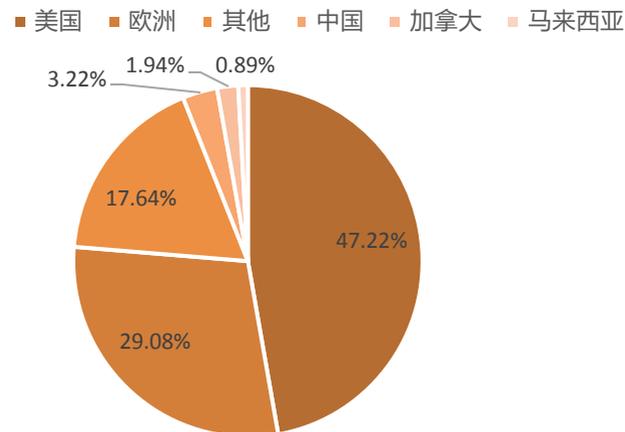
资料来源：欧睿国际，中商产业研究院，天风证券研究所

图：2015-2019年电子烟规模



资料来源：艾邦ESMOKE产业资讯，天风证券研究所

图：2018年主要电子烟消费地区市场份额



资料来源：2018世界烟草发展报告，天风证券研究所

## 美国市场：监管政策

**监管：产品上市要通过FDA认证，各州有权自行决定是否禁售电子烟产品**

- 2012年FDA（美国食品和药物管理局）禁止Njoy在美国销售，经Njoy起诉。美国最高法院判定电子烟属于烟草类产品而非FDA所管辖的医药类产品，美国电子烟市场就此被打开，电子烟销量呈现快速增长趋势。
- PMTA：FDA规定2016年8月之后发行的电子烟产品必须要通过PMTA（Pre-market Tobacco Product Application）认证才能上市；2016年8月之前上市的产品需要在2020年5月之前提交PMTA申请，提交申请后产品可以获得一年的流通期，FDA也将在这一年内对产品进行审核，审核不通过将禁止在市场上流通。FDA同时规定企业在提交申请报告时需要同时提交证明新型烟草产品比传统烟草减害的调查。
- MRTP：如果企业希望以“减害”的名义宣传产品，需要额外通过FDA的MRTP（modified risk tobacco product）认证
- 各州可以自行决定是否禁止销售电子烟：美国各州有自治权，有权自行决定对电子烟的监管态度，但有些州会参考FDA的监管态度。目前旧金山议会通过了电子烟禁令，禁止未通过PMTA认证的电子烟在旧金山销售。
- 青少年禁令：为了防止青少年沉溺电子烟，2018年FDA和各州纷纷出台了青少年电子烟禁令，电子烟商家普遍将可购买电子烟的最低年龄从18岁提高到21岁。

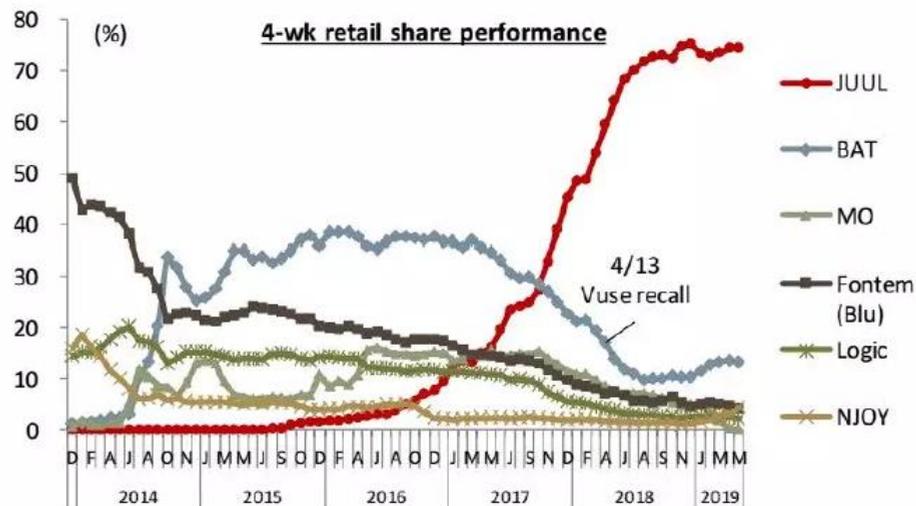
**税收：联邦尚未征税；一些州已经开始加征税收，如加州对烟油加征70%税收。**

## 美国市场：Juul引爆封闭式电子烟市场

### Juul引爆封闭式电子烟市场

- Juul占据72%的市场份额：封闭式电子烟品牌Juul在2015年面市。Juul拥有尼古丁盐的专利技术，产生的尼古丁浓度比一般电子烟高出2-3倍，实现了对传统卷烟口感的高度仿真，上市两年后超越VUSE成为市占率最大的电子烟品牌。Juul电子烟的迅速发展改变了电子烟细分产品格局，曾经增速最快的开放型电子烟占比跌落到2018年的36%，低于2014年的68%。
- 青少年禁令对Juul不利：2018年Juul推特账号的粉丝中，约45%的人年龄在13至17岁，虽然不能完全类比实际客户的年龄构成，但可以看出青少年是Juul的一大客户群体，2019年以来Juul的市场份额出现了一定的下滑，或与此禁令有关。

图：2014-2019年美国电子烟品牌市占率



资料来源：尼尔森，天风证券研究所

## 美国市场：价格优势和雾化芯技术推动Njoy、VUSE市占率回升

### Njoy和VUSE市占率开始回升

- Njoy：独立电子烟品牌Njoy在2008年面市，2016年因负债过重于2016年申请破产。2019年以来，Njoy的市占率开始回升。
- VUSE：2014-2017年中，VUSE市占率最大。2018年初由于电池故障召回，被Juul赶超。2018年底VUSE推出新品Alto，市占率回升，目前约占据15%的市场份额。

### Njoy和VUSE市占率回升的原因

- 具有价格优势：Juul的单支烟杆价格约在35美元，VUSE和Njoy分别在22美元、10美元，三个品牌单颗烟弹价格都在5美元左右。
- 使用了麦克韦尔的Feelm雾化芯技术：目前Juul使用的是棉芯。相对于棉芯，获得2018年“金叶奖”的FEELM雾化芯具有一致性好、不产生焦味、不漏油的优势。

图：FEELM陶瓷雾化芯



资料来源：FEELM官网，天风证券研究所

## 欧洲市场：各国市场相对独立，品牌较为分散

### 监管

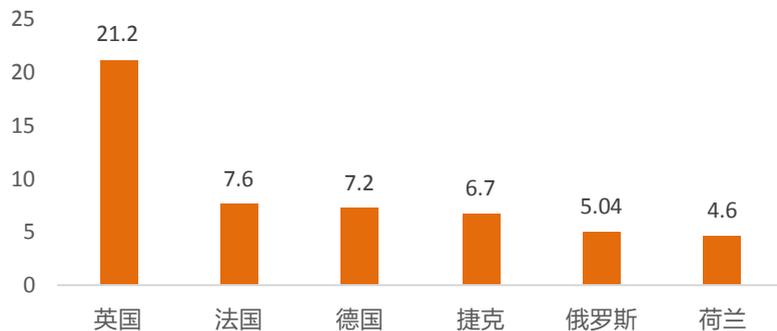
□ 欧盟：2017年5月，所有电子烟产品的进口商和生产商的相关流程和产品标准，都必须符合TPD（Tobacco Products Directive），否则将无法继续在欧盟销售。从申请材料的复杂程度、专业性上来看，相比于美国的PMTA认证，TPD的认证难度较低。各国的监管态度：英国政府认可电子烟的减害作用并支持电子烟的使用；意大利、德国将电子烟作为烟草制品监管；捷克不限制电子烟的流通和宣传。

**税收：**7个欧盟成员国将对电子烟征税。如意大利对每毫升烟油征税0.3743欧元，斯洛伐克将推出每千克73.90欧元的从量税。

### 市场格局

- 英国、意大利、德国、法国是欧洲主要的电子烟国家，各个主要市场相对独立，互相影响不大。
- 品牌分散：每个国家基本都有热销的本土电子烟品牌，但总体上以烟草巨头的品牌为主。随着旗下新产品ePen3的推出，Vype在英国的市占率增加到6.8%。

表：欧洲主要电子烟销售国家市场规模（亿美元）



资料来源：2018世界烟草发展报告，天风证券研究所

表：2018年11月-2019年4月ePen3在英国的市场份额



资料来源：BAT致投资者报告，天风证券研究所

# 日本市场：全球最大的加热不燃烧烟草市场，IQOS、Glo、Ploom三大品牌角力

## 监管：对烟油型电子烟和HNB型持不同的监管态度

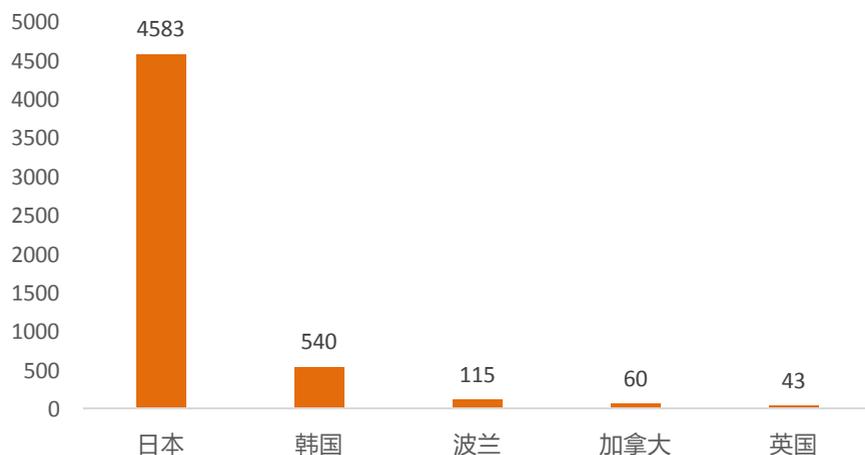
□日本允许HNB烟草在全国范围内销售，但禁止电子烟烟油中含有尼古丁。受益于政府对烟油型电子烟的限制，日本成为全球最大的加热不燃烧烟草市场。

## 市场格局

□2018年三大加热不燃烧品牌的市占率分别是：IQOS 71.8%，Glo 20%，Ploom 8.1%。

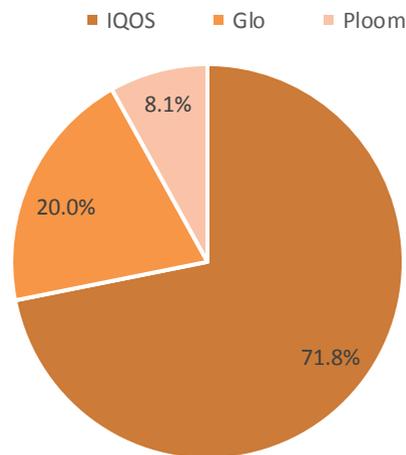
□今年1月份，日本烟草接连推出Ploom Tech+和Ploom S两款新产品。日本烟草计划通过渠道铺设、发布新品和本土品牌保护政策的加持，在2020年实现40%的市场份额。

图：各国加热不燃烧烟草市场规模（百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图：2018年日本加热不燃烧烟草市占率



资料来源：艾邦ESMOKE产业资讯，BAT官网，天风证券研究所

# 东南亚和中东市场：电子烟解禁带来的新兴热点市场

## 东南亚

- 马来西亚电子烟市场在2016年开始发展，2018年销售额达0.6亿美元，同比增长150%。政府拟在今年年底出台政策规范电子烟的使用。
- 2018年7月，印尼和菲律宾正式宣布电子烟合法，其中菲律宾政府将电子烟作为减害辅助工具。供应链铺设好后，东南亚电子烟的进口量将显著提升，有望成为电子烟新兴热点市场。

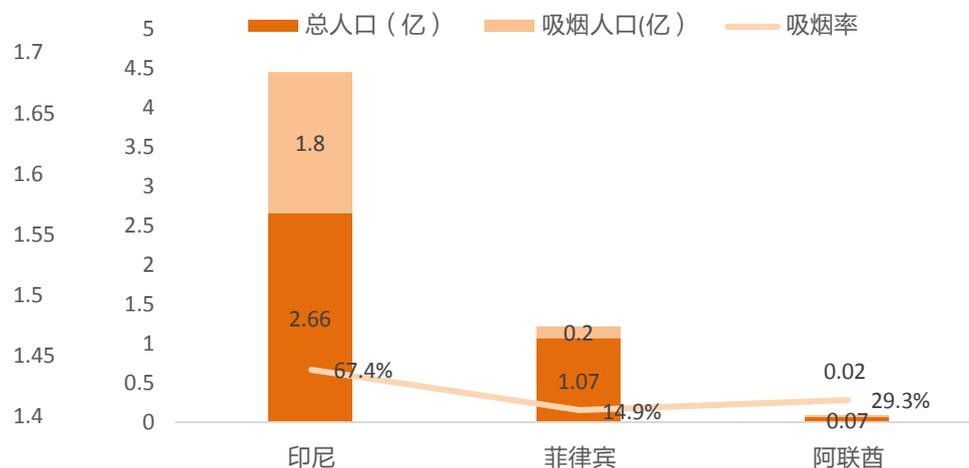
中东：继科威特和巴林之后，阿联酋也在今年4月解禁电子烟。阿联酋的吸烟率为29.3%，远高于美国的13.9%；此外，阿联酋人均GDP高达6.8万美元，具有极高的消费水平。目前阿联酋的烟草产品大多依赖进口，市场份额将主要由国际品牌瓜分。而迪拜自由港是全球贸易中转站，禁令取消对于开拓中东、北非市场具有重要意义。

图：马来西亚2016Q4-2019电子烟市场规模



资料来源：烟市通，天风证券研究所

图：2018年印尼、菲律宾、阿联酋吸烟率



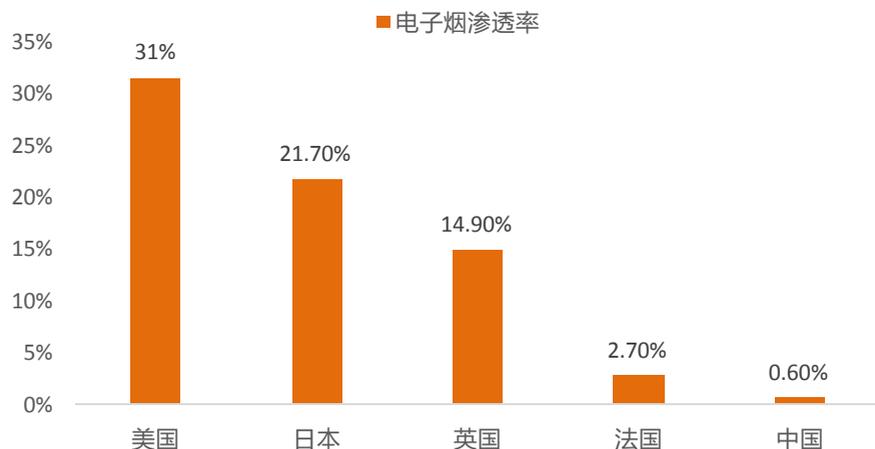
资料来源：烟市通，天风证券研究所

## 中国市场：处于起步阶段，随着渗透率的提升将迎来高速增长

中国是最大的传统烟草市场，2018年卷烟销量约占全球的55.3%。但电子烟的市场规模只有3.22%、渗透率只有0.6%，而美国渗透率达到31%，日本渗透率21.7%。

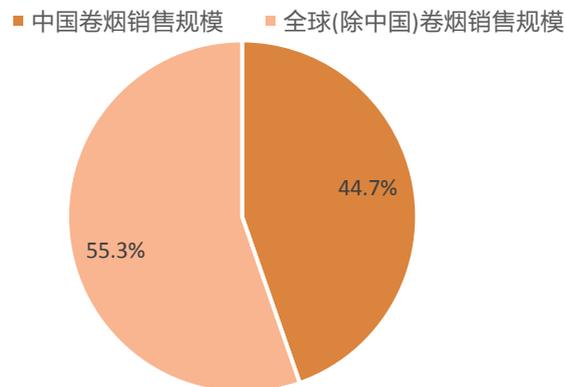
**主要国产电子烟品牌：**有悦刻、福禄FLOW、魔笛MOTI，在今年的电商618促销活动中，三个品牌占据销售榜前列，其中悦刻同时拿下天猫和京东的行业销售额首位，是国产电子烟的龙头品牌。

图：各国电子烟渗透率



资料来源：日烟公告，观研天下，CDC报告，天风证券研究所

图：各国传统卷烟市场规模



资料来源：世界烟草发展报告，国际统计局，天风证券研究所

## 中国市场：监管政策的可能性

**产品标准：**预计下半年出台国标都是硬性指标，将参照欧盟和美国的监管办法，一方面对尼古丁含量有要求，一方面对烟油成分、添加剂有要求，还会对器具的瓦数有规定。国标的出台将提升的研发、生产、销售成本，会淘汰一批小型企业，头部玩家集中度将进一步强化。

**流通办法：**产品标准不能决定监管属性，真正对行业有影响的会是流通办法，可能会对制造商分级、发牌照。

**可能的监管方法：**含尼古丁的产品都纳入监管，烟油由中烟生产；中烟曾试图将含有烟油的烟弹式电子烟纳入专卖范围，即只能在中国500万个烟草专卖点售卖，但被最高法驳回。

**税收：**由于电子烟市场抢占卷烟市场份额，将导致卷烟税收下降，大概率会对电子烟烟油征重税。但烟油的成本很低，重税对终端消费者的影响极小，预计征税对行业销量影响不大。

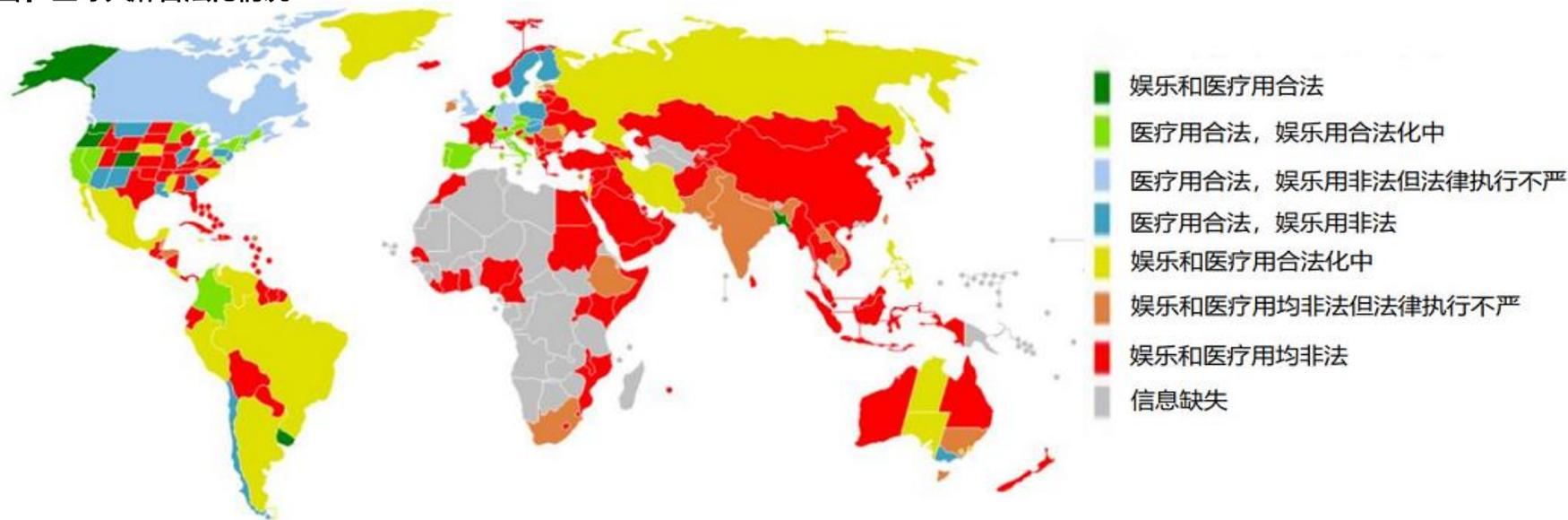
## 大麻：大麻合法化潮流在全球多地兴起

**工业大麻和娱乐大麻：**根据大麻中THC（四氢大麻酚）含量的不同，大麻被分为不同种类。THC含量低于0.3%的称之为工业大麻，工业大麻可用于医疗和食品，CBD大麻油通常由工业大麻制成；THC含量高于1%的属于娱乐大麻。

**医用大麻合法化地区：**目前全球医用大麻合法化或者限制性合法化的国家已经达到55个。

**娱乐大麻合法化地区：**2013年乌拉圭娱乐大麻合法化；2018年加拿大合法化；截至目前美国已有10个州宣布娱乐大麻合法化。

图：全球大麻合法化情况



资料来源：good earth，天风证券研究所

## 大麻：合法化浪潮推动CBD雾化器业务发展

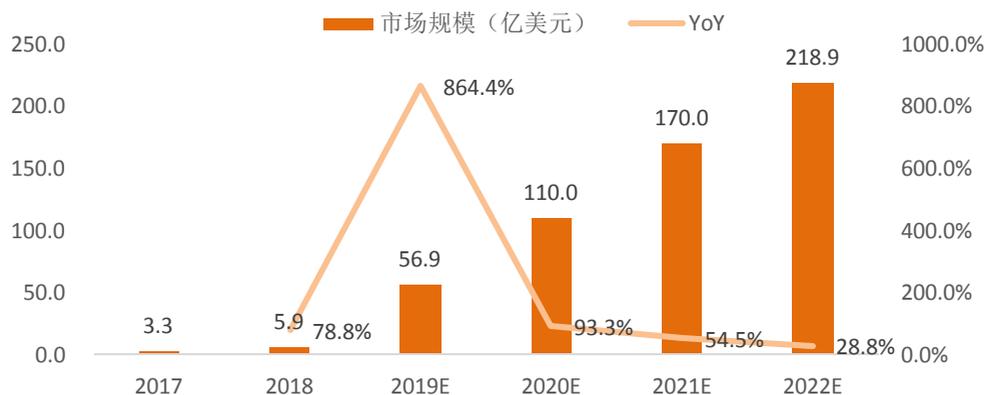
### CBD和THC的区分

- 相同点：CBD和THC都属于大麻素，是大麻的提取物。
- 不同点：THC有致幻作用；CBD没有致幻作用，具有包括治疗神经性疾病、抵抗炎症作用等多种医疗功效。

### 市场规模：CBD大麻油

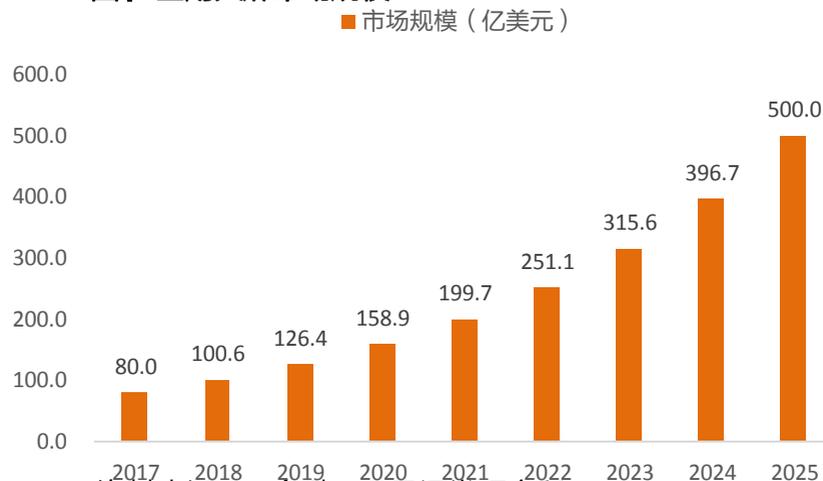
- CBD大麻油：2019年CBD市场将维持高速增长期，市场规模可达到56.9亿美元。使用场景包括喷剂、胶囊、大麻块、雾化器，目前雾化器不算主要使用场景，但由于雾化器在所有场景中吸食效果最佳，因此市场正在大力推广CBD雾化器。
- 医用大麻：医用大麻CAGR为25.7%，2017年，全球医用大麻的市场规模为80亿美元；预计2025年会超过500亿美元。
- CBD的医疗保健属性使得CBD雾化器的受众覆盖老、中、青，且CBD雾化器多为一次性用具，将比电子烟市场更有发展前景。

图：CBD市场规模



资料来源：美瑞健康国家产业集团，天风证券研究所

图：医用大麻市场规模



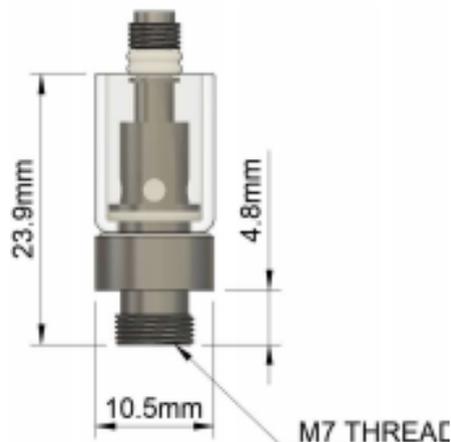
资料来源：PI金融，天风证券研究所

## 大麻：cCELL陶瓷雾化芯与CBD雾化器最适配

CBD雾化器和电子烟雾化器类似，由烟杆和烟弹构成。CBD油具有粘稠的特性，比其他液体更难汽化；而医用CBD雾化器需要保证患者每一次吸入等量的蒸汽。麦克韦尔专门成立cCELL品牌和团队负责CBD雾化器业务，cCELL雾化芯和CBD雾化器达到了最适配的效果。目前cCELL是CBD雾化器行业的第一大品牌。

- 大孔径：雾化芯孔径大小和导油率正相关，cCELL雾化芯偏大的孔径使CBD油更容易汽化。
- 多孔结构：加强对高粘度CBD油的吸取能力，同时使每一滴CBD油能够与空气充分接触完全汽化。
- 纳米级入口孔：使烟雾的口感更加细腻。

图：用于CBD雾化器的cCELL雾化芯孔径为10.5mm



资料来源：Jupiter Research LLC产品手册，天风证券研究所

图：CBD雾化器



资料来源：Jupiter Research LLC官网，天风证券研究所

## 麦克韦尔：ODM与APV业务双擎驱动，拥有优质大客户资源

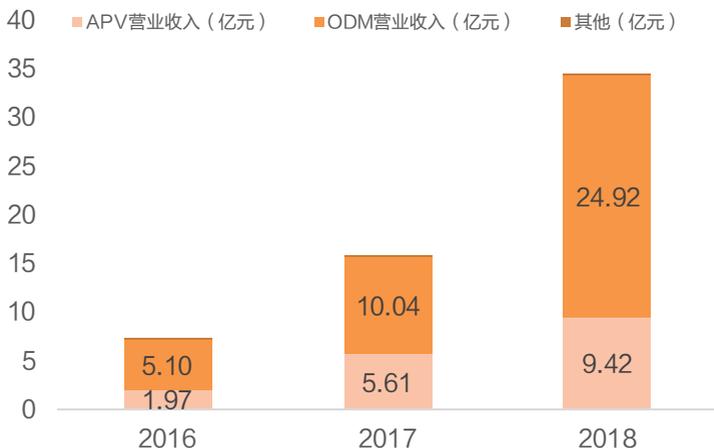
麦克韦尔主要业务是电子雾化器ODM和自有APV（开放式雾化设备）品牌

### ODM业务主要客户

- 电子烟雾化器业务：英美烟草的VUSE和Vype；日本烟草的Ploom和Logic；Njoy；国产电子烟品牌悦刻和Yooz。由于Juul和IQOS有排他性合作条款，因此麦克韦尔目前没有和这两个品牌合作。
- CBD雾化器业务：CBD雾化器设备制造商Jupiter和医疗器材制造商Kim International Corporation，其中Jupiter是北美排名第一的CBD雾化器经销商，是麦克韦尔2018年的第一大客户。

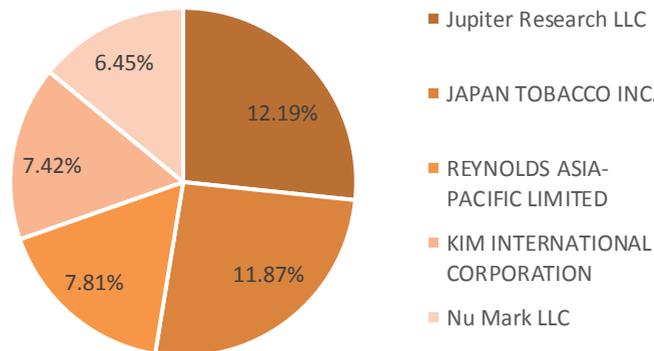
**自有APV业务：**麦克韦尔在2015年底推出自有品牌Vepresso。受到小烟迅猛发展的冲击，美国大烟市场萎缩，公司转向小巧、价值量低的大烟产品；而新兴市场和欧洲市场的业绩有所增长。预计今年自有APV业务收入维持正增长。

图：麦克韦尔分项目收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：麦克韦尔前五大客户年销售额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 麦克韦尔：电子雾化器ODM龙头企业

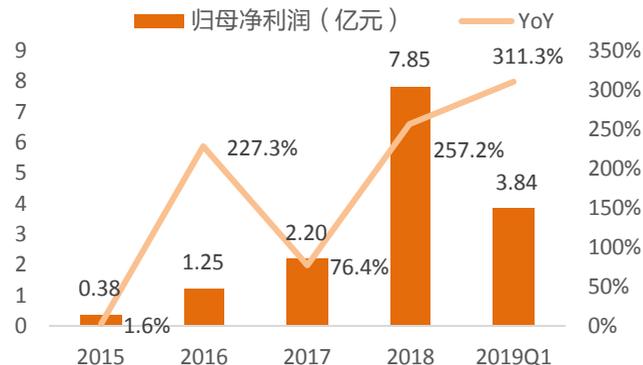
与上市公司比，如思格雷、五轮电子、艾维普思（2017年退市），麦克韦尔营业收入远超同行，且2016-2018保持近120%的高速增长，增速也高于其他公司，行业龙头地位显著。

图：麦克韦尔营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：麦克韦尔净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：上市制造电子烟企业营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 麦克韦尔：烟弹拉动收入的作用显著，烟弹比将持续增加

**烟弹比：**烟弹和烟杆销量的比例

- 烟弹属于耗材：一颗电子烟烟弹相当于2-3包卷烟的使用量，相对于寿命在1-2年的电子烟设备属于耗材。
- 烟弹比：电子烟初级消费者烟弹比在5左右，成熟消费者一年最多会消费40-50个烟弹。

烟油型电子烟收入的关键在于“烟弹比”：烟弹比”指年烟弹销量/烟杆销量，具体模拟测算的方法：以JUUL为例，根据各年新增客户的数量模拟烟油型市场的烟弹比，可大致分为两个阶段——爆发增长阶段与稳步增长阶段。爆发增长阶段市场呈非线性发展，表现为新增客户指数级增长，烟弹比逐年提升；稳步增长阶段表现为随着电子烟渗透率提升，新增客户数逐步下滑，如果不提升用户的烟弹使用频率，烟弹比将保持稳定。目前新兴市场普遍处于爆发增长阶段。

表：烟弹比模拟

年份	爆发增长阶段					稳步增长阶段				
	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10
新增客户（万人）	100	400	500	800	600	300	300	300	200	200
累计客户（万人）	100	500	1000	1800	2400	2700	3000	3300	3500	3700
烟杆（万套）	100	400	600	1300	1600	2100	2700	3000	3200	3500
烟弹（万颗）	500	3500	12500	31500	55000	82500	102000	114000	125500	136000
烟弹比	5	9	21	24	34	39	38	38	39	39

资料来源：天风证券研究所

## 麦克韦尔：盈利能力强劲，ROE高达103%

公司ROE较高原因有3点：

- 无利息负担。公司目前没有有息负债，经营与发展可靠自身利润支撑。
- 资产周转率较高。公司较高的营业收入，拉高资产周转率，自上市以来维持在1.9以上，资产利用效率较高。与同行业上市公司比较，麦克韦尔资产周转率逐年提高，主要原因为营业收入的增速大于总资产增加速度。
- 经营净利润较高。公司经营利润2018年达26.55%，较去年增加10%。

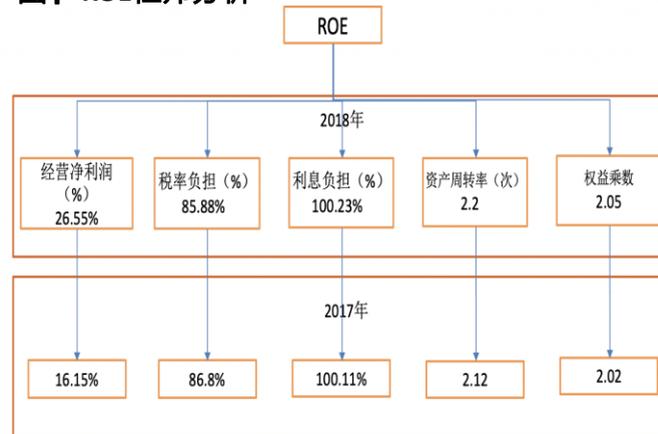
总的来看，公司高资产周转率以及高经营利润率，反映出公司销售能力较强，下游需求旺盛，且产品利润较高。营业利润率为ROE增长主要驱动力。除经营利润率外，其他四指标变化程度较小，经营利润率增长8%，ROE上涨约43%，营业利润率增长原因为为营业收入高速增长，以及规模效应所带来的成本下降。

图：平均ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：ROE杜邦分析



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 麦克韦尔：领先的雾化芯技术和高研发水平形成核心竞争力

**雾化芯技术：**电子烟核心在于雾化技术。传统棉芯基本不存在技术壁垒，麦克韦尔现拥有Feelm和cCELL雾化芯，雾化芯技术居于领先地位。国内热销的电子烟品牌悦刻和福禄都使用了麦克韦尔的Feelm雾化芯。

### 麦克韦尔具有研发优势，能够稳定输出电子烟专利技术

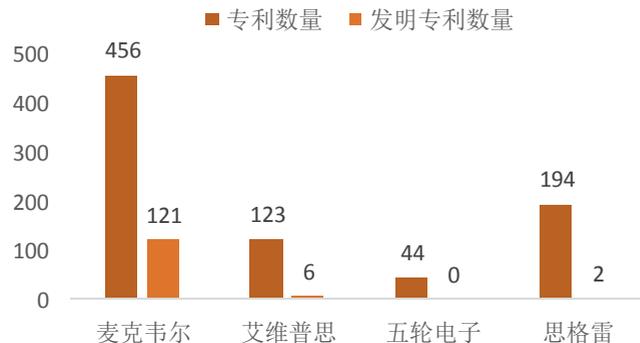
目前国内主要的电子烟制造企业有麦克韦尔、艾维普斯、五轮电子、思格雷、盈趣科技、劲嘉股份。研发投入中，盈趣科技、劲嘉股份、麦克韦尔依次投入最多，但盈趣科技和劲嘉股份的主营业务不是电子烟，因此麦克韦尔依然占据电子烟研发优势。

图：上市电子烟制造企业研发投入对比（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：上市电子烟制造企业专利数量对比（项）



资料来源：Wind，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。本报告中的信息均资料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其/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

THANKS