

# 九毛九 (09922)

证券研究报告

2020年03月28日

## 太二扩张助力业绩腾飞，19年归母净利润增长136%

公司2020年3月27日发布2019年全年业绩快报，2019年实现收入26.87亿元，同比增长41.97%；净利润（年度溢利）1.86亿元，同比增长151.56%；归母净利润1.64亿元，同比增长136.06%；基本EPS 0.16元/股，同比增长128.57%。分半年度看，2019年H1/H2公司分别实现收入12.37亿元/14.50亿元，同比+41.47%/+42.40%；归母净利润0.93亿元/0.72亿元，同比+80.95%/+288.52%，下半年营收和业绩增速相对更高。

**收入端：整体营收持续向好，太二酸菜鱼强势扩张。**①分品牌：九毛九收入有所增长，太二继续保持强势增长。太二酸菜鱼作为公司的强势扩张品牌，2019年实现收入12.77亿元，同比增长136.4%，自2016年以来一直以高于100%的增长水平迅速攀升，收入占比由2018年的28.5%增长19.0pct至2019年的47.5%。②分业务：餐厅经营是主要收入来源，2019年收入占比为90.8%。③门店网络：九毛九门店略有减少，太二门店迅速扩张。截至2019年底，公司餐厅数量共达336间，其中包括自营餐厅292间（九毛九餐厅143间、太二餐厅126间、2颗鸡蛋煎饼店21间、怱餐厅1间、那末大叔是大厨餐厅1间），加盟2颗鸡蛋煎饼店44间。各品牌客单价均有所提升，翻台率相对稳定。太二餐厅同店数量不多但增速快，经营效率表现优秀。截至2019年底，太二餐厅同店数量仅为32家，同店销售增长率为4.1%。

**成本费用端：标准化流程降低员工成本，期间费用率基本维稳。**①原材料及耗材成本上升，整体毛利率略有降低。2019年公司毛利率为63.33%，较2018年下降1.17pct，主要由于公司业务扩张，尤其是太二旗下餐厅业务快速增长，而太二所用原材料及耗材占收入的比例相对高于九毛九。②员工成本费用率有所下降，由2018年的27.62%下降1.69pct低至2019年的25.93%，主要系公司通过提升食材准备流程的标准化水平，降低了太二餐厅员工成本占收入的比例所致。③租金成本相对稳定，2019年为9.80%。

**利润端：盈利能力持续攀升，总经营利润率稳中有升。归母净利润迅速增长，2019年1.64亿元，同比增长136.1%。盈利能力进一步提升，资产回报率明显上升。**2019年归母净利润率为6.1%，较2018年增长2.4pct；总资产报酬率为18.2%，较2018年提升11.7pct；净资产收益率为101.4%，较2018年增长了65.0pct。经营利润率方面，九毛九维稳，太二迅速腾飞。2019年九毛九经营利润率上升0.4pct至17.7%；太二增长3.5pct至21.5%。

**资产负债率相对稳定，资产周转率有所增长。现金流情况整体健康良好。**

**餐饮业随春回暖，部分门店恢复堂食。**九毛九部分门店于3月18日起恢复营业，全面停业时间共计52天。截至2020年3月27日，太二酸菜鱼全国142家店面中共有132家恢复堂食，恢复率达93.0%。九毛九全国151家店面中共有20家恢复堂食，恢复率为13.2%，均位于广东省。随着餐饮行业新一轮洗牌，优秀餐企有望抓住机会，优化门店选址，继续快速扩张。

**九毛九作为中式快时尚餐饮领军者，①供应链体系完善：**通过“食材品类筛选+自建中央厨房+大型供应商集采”的供应链体系，为门店扩张提供上游保障。②商业模式可复制：通过“标准化流程+人才培养储备”，打造可复制商业模式，降低餐饮门店对于“人”的依赖性。③具有长期品牌势能：通过“反向营销+独特品牌+事业部运作”，塑造品牌长期势能。我们继续看好九毛九旗下两大主力品牌“太二酸菜鱼”门店快速扩张，“九毛九”的转型升级，业绩有望保持高速增长。受2020年疫情影响，我们将公司20-21年净利润预期从3.4/4.7亿元下调到1.9/4.1亿元；对应PE分别为57xPE、27xPE，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全质量风险，门店扩张及区域拓展不及预期，产能供应链跟不上满足扩张需求。

### 投资评级

行业 非必需性消费/旅游及休闲设施

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 8.03 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股) 1,383.41

港股总市值(百万港元) 11,108.78

每股净资产(港元)

资产负债率(%) 90.22

一年内最高/最低(港元) 11.00/7.60

### 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《九毛九-公司深度研究:西北菜&酸菜鱼龙头,规模化扩张与品质化提升并举》  
2020-01-16

## 1. 公司公布 2019 年度业绩公告

公司 2020 年 3 月 27 日发布 2019 年全年业绩快报，2019 年实现收入 26.87 亿，同比增长 41.97%；净利润（年度溢利）1.86 亿元，同比增长 151.56%；归母净利润 1.64 亿，同比增长 136.06%；基本 EPS 0.16 元/股，同比增长 128.57%。

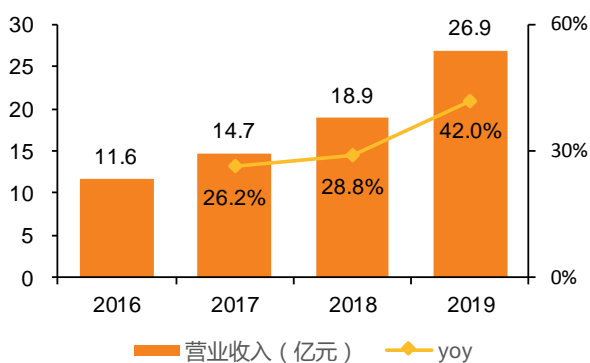
分半年度看，2019 年 H1/H2 公司分别实现收入 12.37 亿元/14.50 亿元，同比+41.47%/+42.40%；归母净利润 0.93 亿元/0.72 亿元，同比+80.95%/+288.52%，下半年营收和业绩增速相对更高。

## 2. 2019 年度业绩快报点评

### 2.1. 收入端：整体营收持续向好，太二酸菜鱼强势扩张

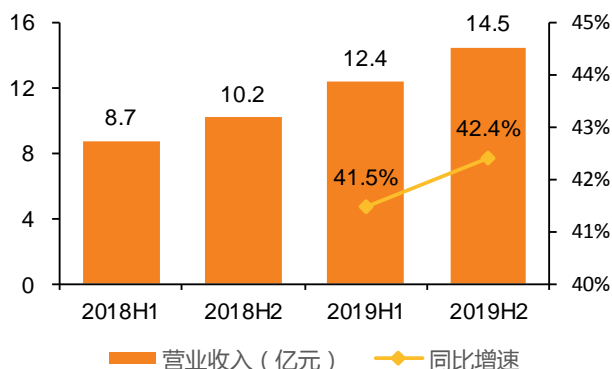
公司 2019 年实现营收 26.87 亿元，同比增长 42.0%，增速较 2018 年提升 13.2pct。其中，19H1 营业收入 12.37 亿元，同比增长 41.5%，占比为 46.0%；19H2 营业收入 14.5 亿，同比增长 42.4%，占比为 54.0%。下半年收入增速相对较快。

图 1：2019 年营收增长势头良好



资料来源：Wind，天风证券研究所

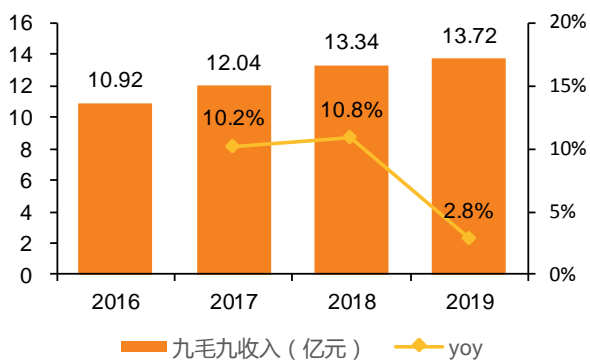
图 2：19H2 贡献更多营收，增速更快



资料来源：Wind，天风证券研究所

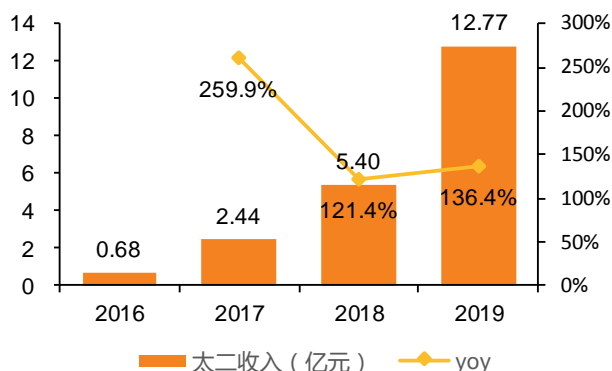
**分品牌：九毛九收入有所增长，太二继续保持强势增长。**公司旗下的五大品牌中，主要创收力量来自九毛九西北菜和太二酸菜鱼。九毛九西北菜 2019 年贡献收入 13.72 亿元，同比增长 2.8%，增速较 2018 年有所放缓，但整体仍旧保持增长。太二酸菜鱼作为公司的强势扩张品牌，2019 年实现收入 12.77 亿元，同比增长 136.4%，自 2016 年以来一直以高于 100% 的增长水平迅速攀升，收入占比由 2018 年的 28.5% 增长 19.0pct 至 2019 年的 47.5%。其他品牌（包括 2 颗鸡蛋煎饼、怂、那末大叔是大厨）2019 年实现收入 0.39 亿元，同比增长 107.94%，收入占比为 1.4%。

图 3：九毛九品牌营收稳中有升



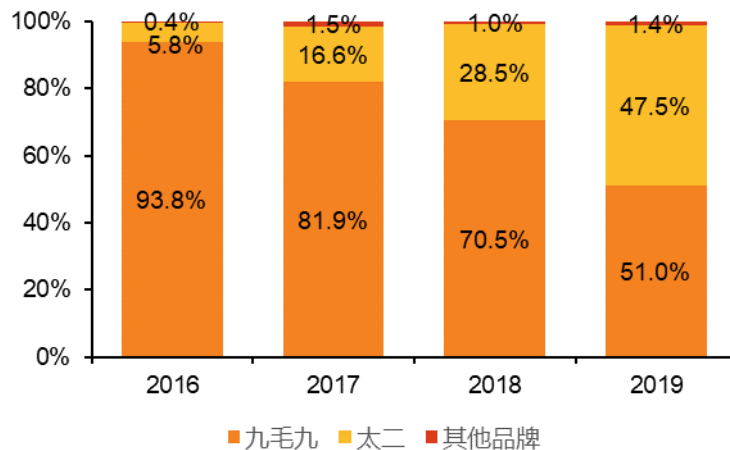
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 4：太二品牌持续强劲增长



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

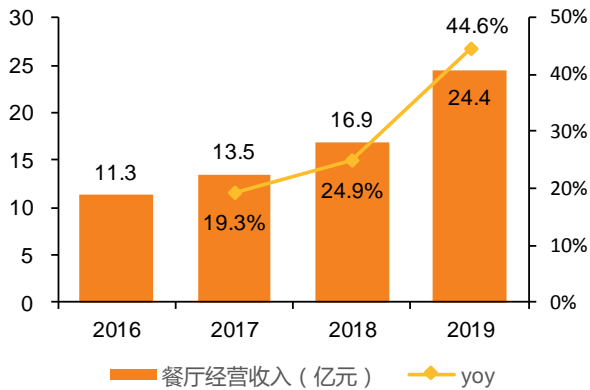
图 5：太二快速扩张促使营收占比迅速提升



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

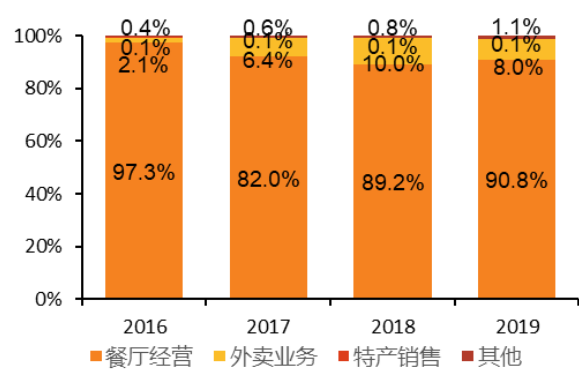
**分业务：餐厅经营是主要收入来源。**2019 年餐厅经营、外卖业务、特产销售及其他业务的收入分别为 24.41 亿元/2.14 亿元/0.04 亿元/0.29 亿元，同比增长 44.6%/13.1%/278.9%/102.0%，占比 90.8%/8.0%/0.1%/1.1%。其中，餐厅经营收入增长是由于门店的进一步增加和扩张，特别是太二餐厅由 2018 年 12 月 31 日的 65 间大幅增加至 2019 年 12 月 31 日的 126 间；外卖业务则主要是由于菜品价格提高而平均每单销售额由 62.8 元增长至 69.4 元；特产销售增速较快系餐厅网络的扩张；其他业务收入增长是由于 2 颗鸡蛋煎饼加盟餐厅数量的增加。

图 6：餐厅经营仍为主要收入来源



资料来源：公司年报，招股说明书，天风证券研究所

图 7：其他业务占比增加

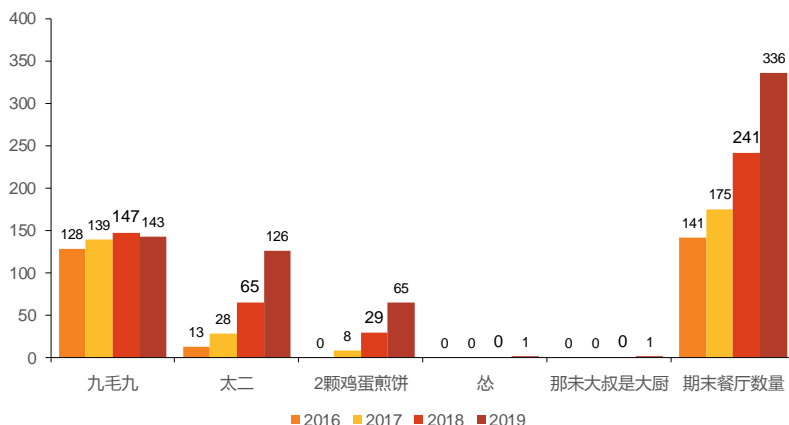


资料来源：公司年报，招股说明书，天风证券研究所

### 2.1.1. 门店网络：九毛九门店略有减少，太二门店迅速扩张

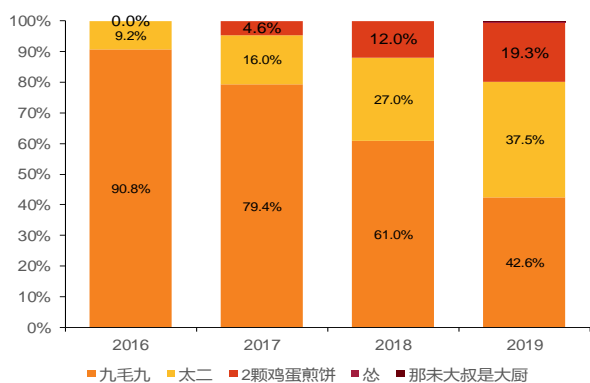
**九毛九和太二品牌餐厅数量占比较高，太二门店迅速扩张。**截至 2019 年底，公司餐厅数量共达 336 间，其中包括自营餐厅 292 间（九毛九餐厅 143 间、太二餐厅 126 间、2 颗鸡蛋煎饼店 21 间、总餐厅 1 间、那末大叔是大厨餐厅 1 间），加盟 2 颗鸡蛋煎饼店 44 间。太二受欢迎程度不断提升，开店速度也极为迅猛。截至 2019 年底，九毛九、太二、2 颗鸡蛋煎饼（含加盟店）餐厅数量占比分别为 42.6%、37.5%、19.3%，同比增速分别为 -2.7%、93.8%、124.1%。

图 8：公司各品牌的餐厅数量变化（家）



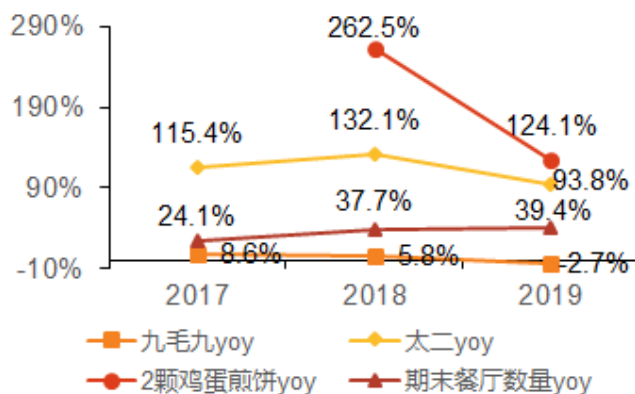
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 9：太二和 2 颗鸡蛋煎饼门店占比显著提升



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 10：太二和 2 颗鸡蛋煎饼开店势头强劲



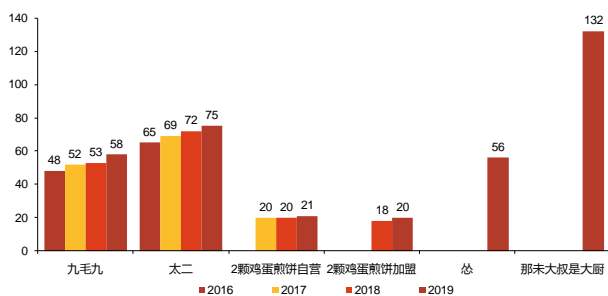
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 经营效率：各品牌客单价均有所提升，翻台率相对稳定

**客单价均有所提升。**2019 年，九毛九、太二客单价分别为 58 元/人、75 元/人，同比增长分别为 9.4%和 4.2%；2 颗鸡蛋煎饼自营和加盟店客单价亦保持增长。

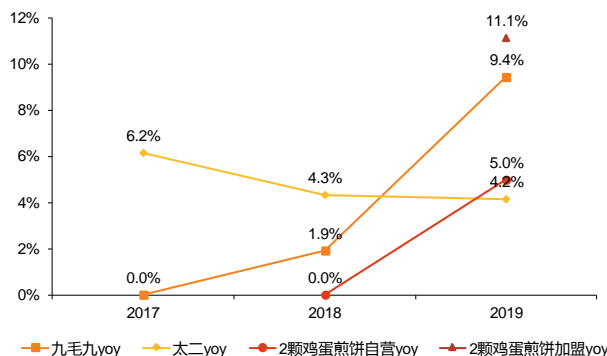
**翻座率相对稳定。**2017 年、2018 年、2019 年，九毛九的翻座率分别为 2.4 次/天、2.4 次/天、2.3 次/天，2019 年同比下滑 4.2%；太二翻座率分别为 4.5 次/天、4.9 次/天、4.8 次/天，2019 年同比下滑 2.0%。新开业的总品牌翻座率较高，为 4.2 次/天，那末大叔是大厨 2019 年的翻座率为 1.9 次/天。

图 11：各品牌客单价情况（元/人）



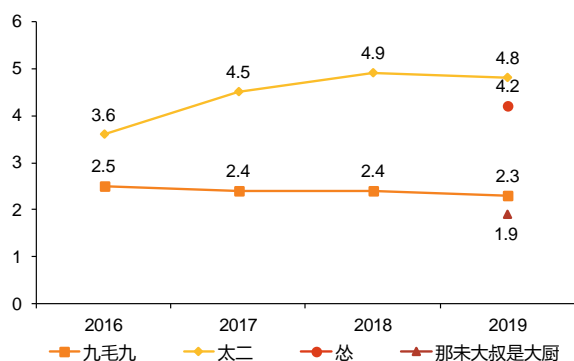
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 12：2019 年各品牌客单价均有所提升



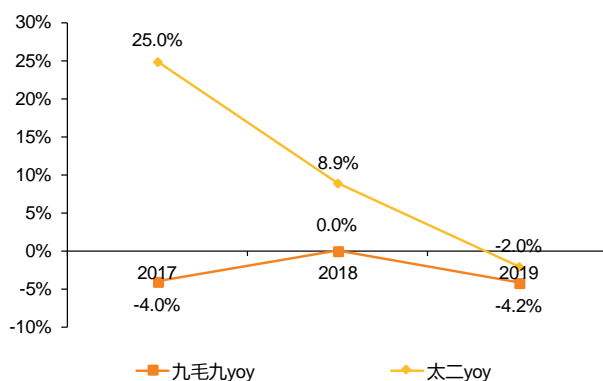
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 13: 各品牌翻座率表现 (次/天)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 2019 年太二和九毛九翻座率略有下滑

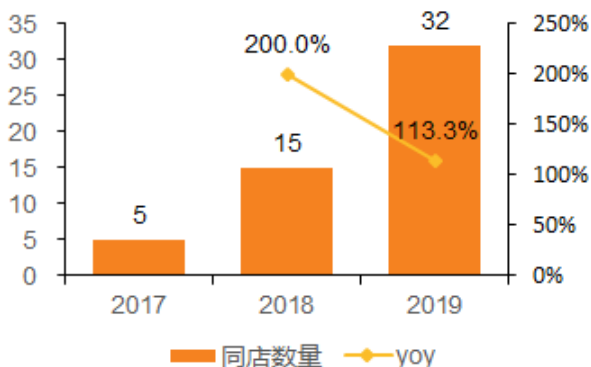


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

### 2.1.3. 同店表现: 太二同店表现优异, 九毛九保持稳定

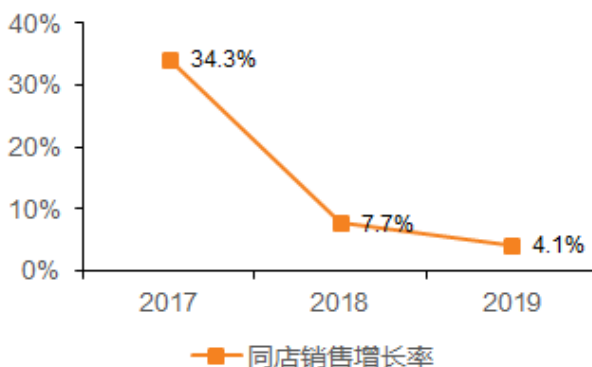
太二餐厅同店数量不多但增速快, 经营效率表现优秀。截至 2019 年底, 太二餐厅同店数量仅为 32 家, 同比增长 113.3%。太二餐厅同店经营效率表现不错, 2017 年、2018 年、2019 年, 同店销售增长率分别达到 34.3%、7.7%、4.1%。

图 15: 太二餐厅同店数量不多但增速较快 (家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

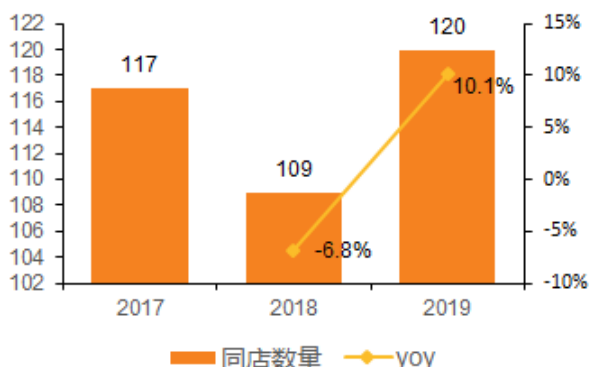
图 16: 太二餐厅同店销售保持增长



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

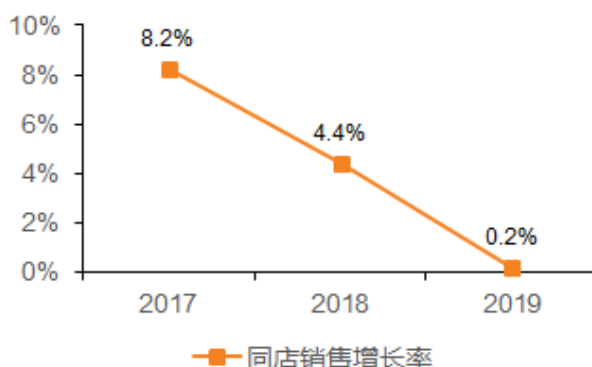
九毛九同店数量较多, 但 2019 年同店销售增长放缓。截至 2019 年底, 九毛九同店数量达到 120 家, 同比增长 10.1%。从同店经营效率来看, 同店销售额 2017 年、2018 年、2019 年同店销售增长率分别为 8.2%、4.4%、0.2%, 2019 年增长明显放缓。

图 17: 2019 年九毛九餐厅同店数量有所增长 (家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 18: 2019 年九毛九餐厅同店销售增长放缓



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**2 颗鸡蛋煎饼同店销售有所下降。**2019 年 2 颗鸡蛋煎饼同店数量为 9 家，同店销售增长率 -5.2%，主要系同类市场参加者导致竞争加剧，以及部分 2 颗鸡蛋煎饼餐厅所处商场客流量降低导致餐厅平均客流量减少所致。

## 2.2. 成本费用端：标准化流程降低员工成本，期间费用率基本维稳

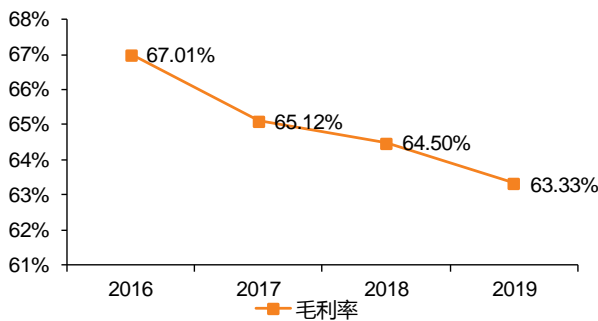
**原材料及耗材成本上升，整体毛利率略有降低。**2019 年公司毛利率为 63.33%，较 2018 年下降 1.17pct，主要由于公司业务扩张，尤其是太二旗下餐厅业务快速增长，而太二所用原材料及耗材占收入的比例相对高于九毛九。2019 年原材料及耗材成本达 9.85 亿元，同比增长 46.7%。

**员工成本费用率有所下降。**2019 年员工成本为 6.97 亿元，同比增长 33.09%，员工成本费用率由 2018 年的 27.62% 下降 1.69pct 低至 2019 年的 25.93%，主要系公司通过提升食材准备流程的标准化水平，降低了太二餐厅员工成本占收入的比例所致。

**租金成本相对稳定。**2019 年租金成本费用率为 9.80%（据 IFRS 16 会计准测，采用使用权资产折旧加租金及其他经营费用合计值计算租金成本）。2016-2019 年租金成本费用率相对稳定。

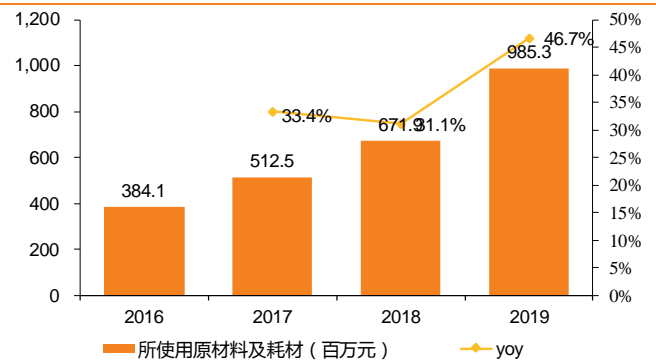
**上市成本：**2019 年九毛九支付上市费用 0.23 亿元，占收入的 0.9%；剩余 660 万元的上市开支将计入 2020 年度综合损益表；余额约 1.12 亿元将于 2020 年资本化。

图 19：整体毛利率有所下降



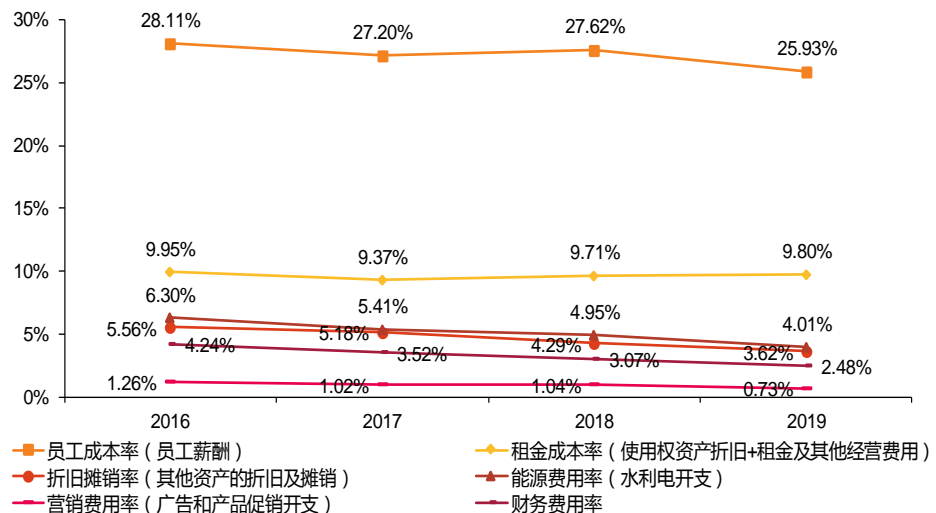
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：2019 年原材料及耗材成本提升较快



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：员工成本费用率有所下降，租金及其他成本费用率相对稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

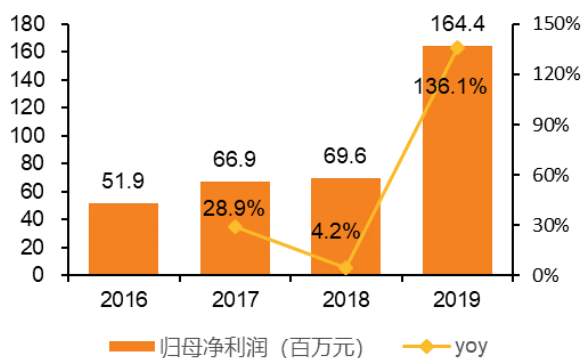
## 2.3. 利润端：盈利能力持续攀升，总经营利润率稳中有升

### 2.3.1. 归母净利润迅速增长，盈利能力进一步提升

**归母净利润迅速增长。**2019 年公司实现归母净利润 1.64 亿，同比增长 136.1%。19H1 和 19H2 分别贡献归母净利润 0.93 亿元和 0.72 亿元，同比增长 80.9%和 288.5%，占比分别为 56.3%和 43.7%。归母净利润上半年占比高，下半年增速快。

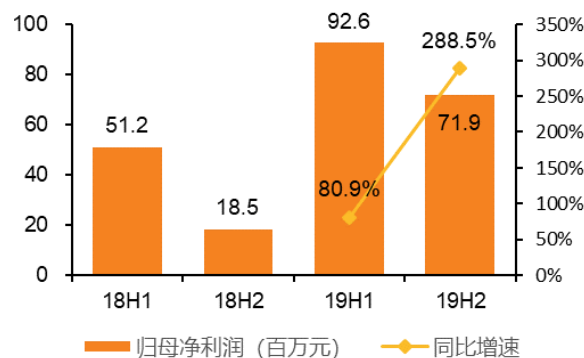
**盈利能力进一步提升，资产回报率明显上升。**2019 年归母净利润率为 6.1%，较 2018 年增长 2.4pct。纵观 2016-2019 年归母净利润率，整体呈增长态势。公司 2019 年度的总资产报酬率为 18.2%，较 2018 年提升 11.7pct,2017-2019 年整体向好；净资产收益率为 101.4%，较 2018 年增长了 65.0pct，飞速提升，主要系公司资本结构改变及利润飞速增长。

图 22：归母净利润快速增长



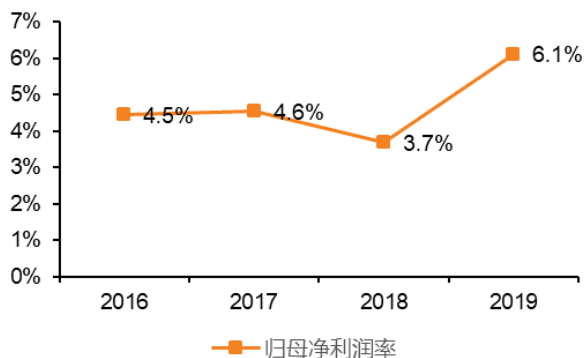
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：19H2 归母净利润增速高于 19H1



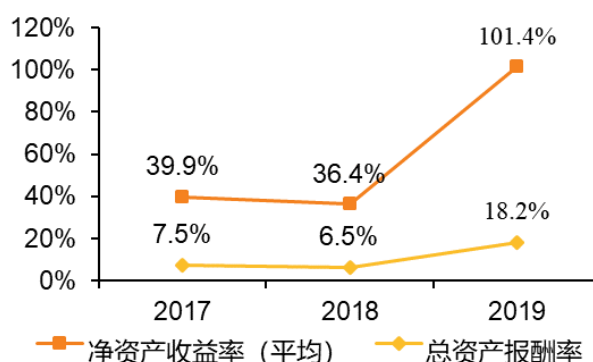
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2019 年归母净利率明显提升



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 25：2019 年 ROE 和 ROA 显著增长

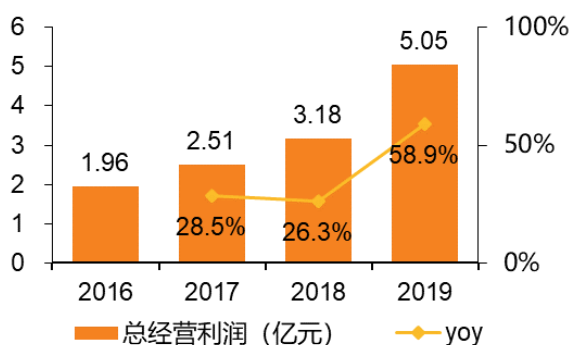


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3.2. 经营利润持续向好，太二酸菜鱼表现突出

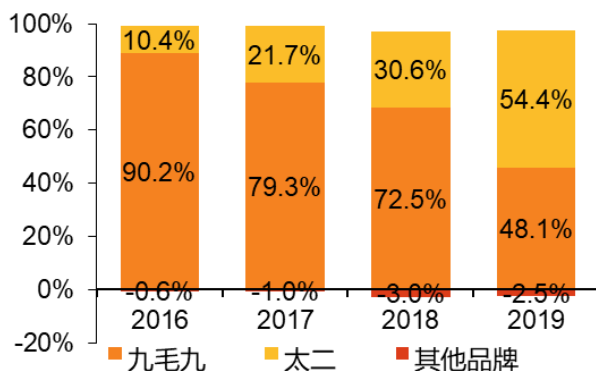
**经营利润率方面，九毛九维稳，太二迅速腾飞，其他品牌正当时。**公司 2019 年实现经营利润 5.05 亿元，同比增长 58.9%，增速较去年显著提升 32.6pct，总经营利润率提升 2.0pct 至 18.8%。九毛九西北菜及太二酸菜鱼分别实现经营利润 2.42 亿元和 2.74 亿元，同比增长 5.6%和 182.8%，占比分别为 48.1%和 54.4%。其他品牌正处于初期发展阶段，合计经营利润为 -0.13 亿元。综合历年数据来看，九毛九西北菜作为公司的核心品牌，经营利润率保持稳中有升的良好发展态势，2019 年经营利润率上升 0.4pct 至 17.7%。太二酸菜鱼作为迅速崛起的快时尚餐饮品牌代表，经营利润飞速攀升，2019 年经营利润率为 21.5%，较 2018 年增长 3.5pct；其他品牌仍处于初期探索阶段，暂未实现盈利。

图 26：2019 年总经营利润率翻一番



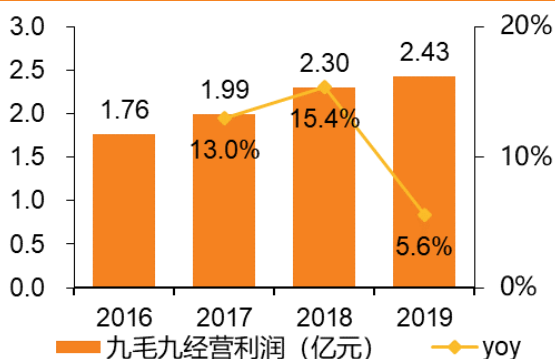
资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

图 27：太二超过九毛九成为经营利润的主要来源



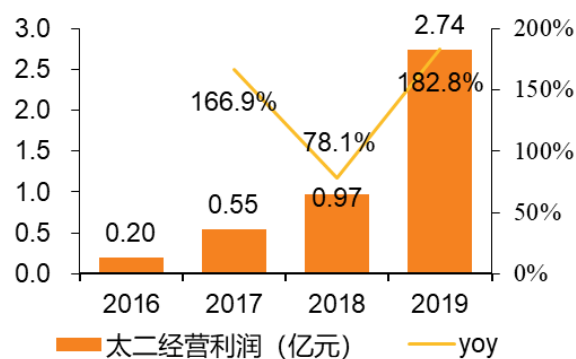
资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

图 28：九毛九经营利润率有所放缓



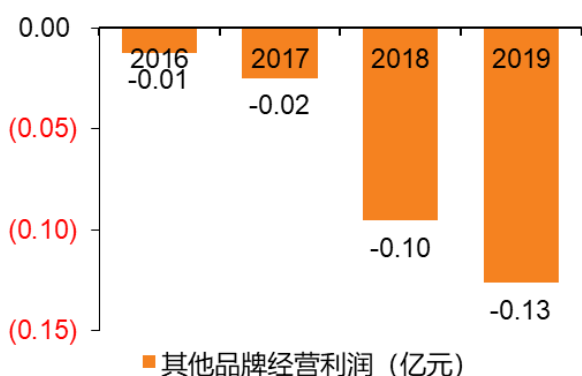
资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

图 29：太二经营利润率又创新高



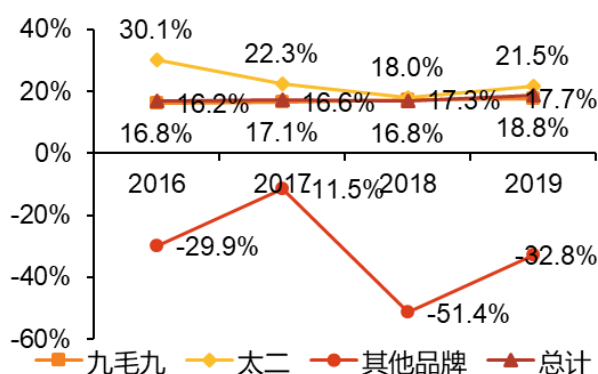
资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

图 30：其他品牌仍处于发展初期



资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

图 31：整体经营利润率水平稳中有升



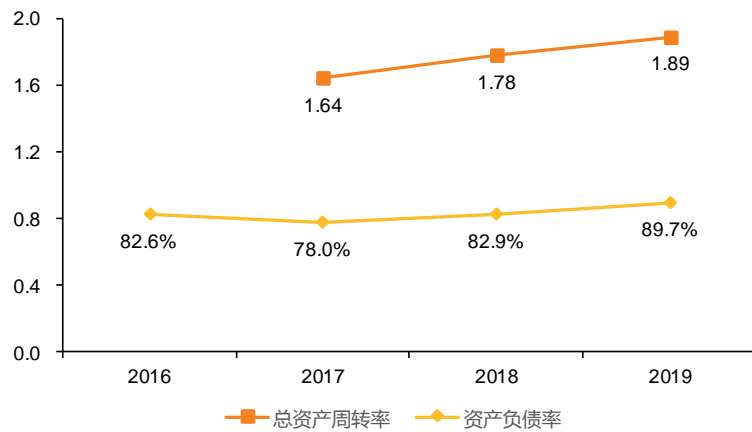
资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

## 2.4. 资产端：资产周转率有所提升

资产负债率相对稳定，资产周转率有所增长。2019 年资产负债率为 89.7%，较 2018 年增长 6.83pct，财务杠杆效应属于较高水平。总资产周转率自 2017 年以来呈现出一定的增长，2019 年为 1.89，资产利用效率进一步提高。



图 32: 资产负债率相对稳定, 资本周转率逐年提升

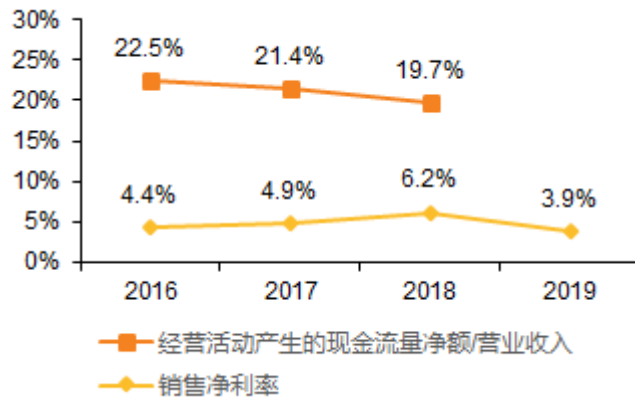


资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.5. 现金流情况整体健康良好

公司现金主要用于采购食材、耗材、设备以及翻新和装修门店。公司现金及现金等价物由 2018 年的 0.60 亿元增加 112.8%至 2019 年的 1.27 亿元, 此番大幅上升主要系公司自经营获得的现金有所增加。公司经营活动现金流量净额与营业收入的比值保持远大于销售净利率, 整体现金流情况健康。

图 33: 资产负债率相对稳定, 资本周转率逐年提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

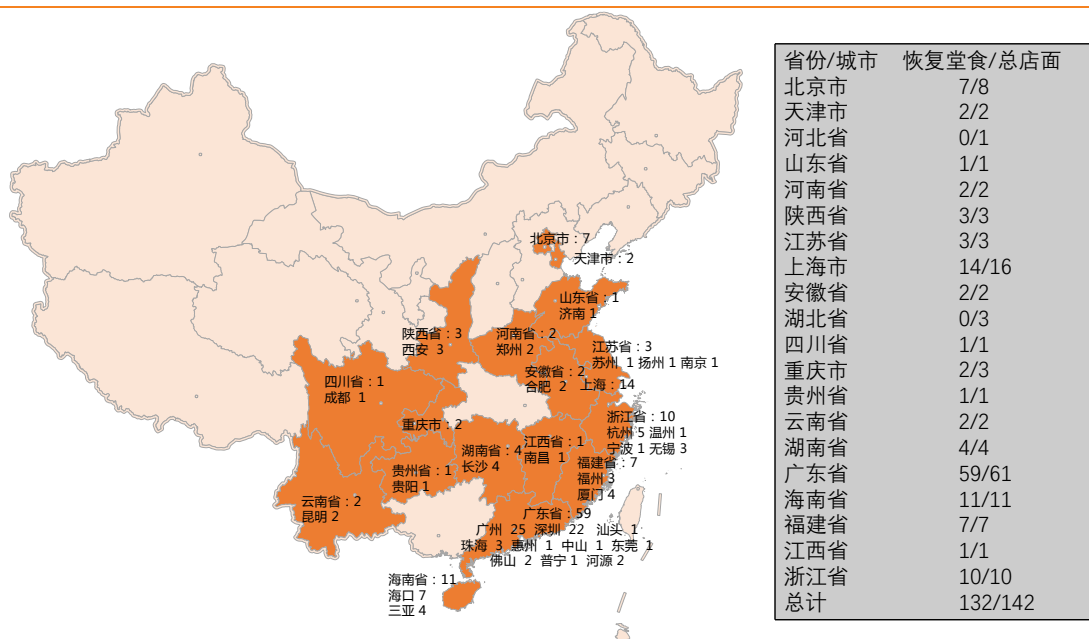
## 3. 餐饮业随春回暖, 部分门店恢复堂食

**九毛九部分门店于 3 月 18 日起恢复营业。**受疫情影响, 九毛九门店于 2020 年 1 月 26 日起暂停营业。随着国内疫情有所缓解, 公司部分门店(包括自营及特许经营门店)于 3 月 18 日恢复营业, 剩余门店将根据所在地区疫情防控的发展情况逐步开业, 全面停业时间共计 52 天。截至 2020 年 3 月 27 日, 太二酸菜鱼全国 142 家店面中共有 132 家恢复堂食, 恢复率达 93.0%, 分省份来看, 仅湖北、河北两地暂无恢复堂食, 其余省份均陆续恢复。九毛九全国 151 家店面中共有 20 家恢复堂食, 恢复率为 13.2%, 均位于广东省。

此次疫情对于餐饮业冲击较大, 3 月 16 日国家统计局公布的社会消费品零售数据显示, 1-2 月份餐饮行业收入 4,194 亿元, 同比下降 43.1%。餐饮企业面临员工和租金的硬性成本支出, 而突发疫情导致现金流情况恶化, 缺乏稳定现金流入, 面临持续经营压力, 中小型餐企尤为严重。随着餐饮企业门店的恢复营业, 客流逐渐回升, 餐饮企业经营压力有望缓解。而

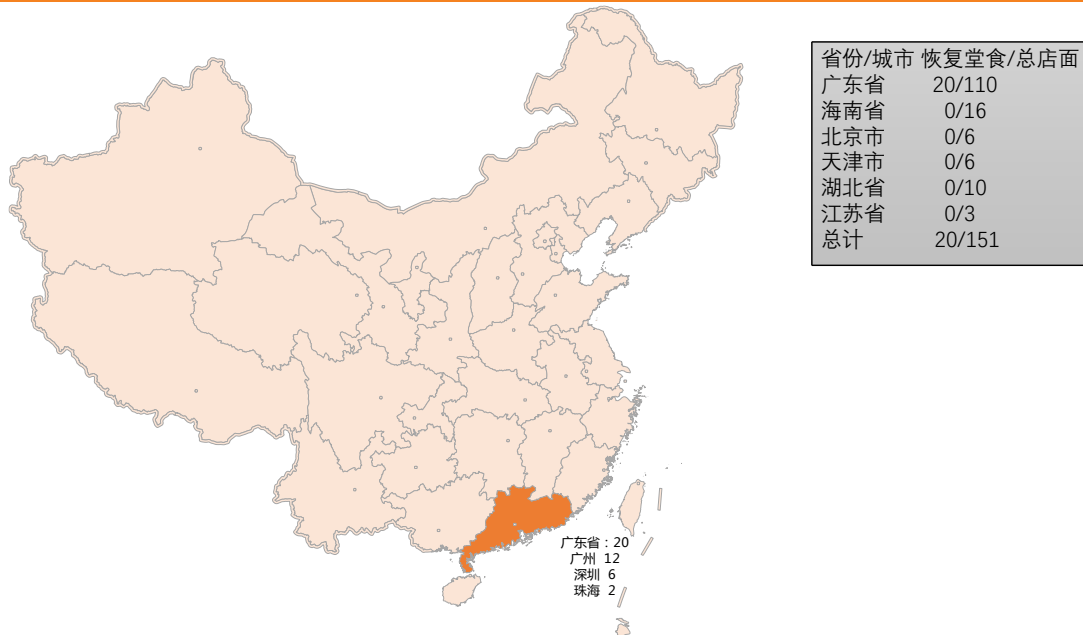
具备资金实力和品牌效力的餐饮企业能优先抓住客流、渡过难关。且随着餐饮行业新一轮洗牌，优秀的餐企有望抓住机会，优化门店选址，继续保持快速扩张。

图 34：太二酸菜鱼餐厅恢复堂食服务门店分布图



资料来源：太二微信公众号，天风证券研究所

图 35：九毛九西北菜餐厅恢复堂食门店分布图



资料来源：九毛九微信公众号，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测

九毛九作为中式快时尚餐饮领军者，①**供应链体系完善**：通过“食材品类筛选+自建中央厨房+大型供应商集采”的供应链体系，为门店扩张提供上游保障。②**商业模式可复制**：通过“标准化流程+人才培养储备”，打造可复制商业模式，降低餐饮门店对于“人”的依赖性。③**具有长期品牌势能**：通过“反向营销+独特品牌+事业部运作”，塑造品牌长期势

能。我们继续看好九毛九旗下两大主力品牌“太二酸菜鱼”门店快速扩张，“九毛九”的转型升级，业绩有望保持高速增长。受 2020 年疫情影响，我们将公司 20-21 年净利润预期从 3.4/4.7 亿元下调到 1.9/4.1 亿元；对应 PE 分别为 57 xPE、27 xPE，维持“买入”评级。

表 1：九毛九财务数据和估值表

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,471.43	1,895.40	2,699.55	3,391.19	5,880.45
增长率(%)	26.23%	28.81%	42.43%	25.62%	73.40%
EBITDA(百万元)	302.43	364.82	566.48	653.07	1,244.57
净利润(百万元)	66.86	69.65	164.41	194.47	411.80
增长率(%)	28.92%	4.17%	136.06%	18.28%	111.76%
EPS(元/股)	0.05	0.05	0.12	0.14	0.30
市盈率(P/E)	166.15	159.50	67.57	57.12	26.98
PEG	5.74	38.25	0.50	3.13	0.24

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**食品安全质量风险：**食品质量问题将引起诉讼、处罚和潜在纠纷，可能导致公司品牌形象受损，引发客户流失。

**门店扩张及区域拓展不及预期：**新门店的开设将面临选址、装修、牌照、招聘、培训等一系列的流程步骤，存在不能按照预期计划开设的可能，导致公司区域拓展和城市下沉等难以达到预期。

**产能供应链跟不上满足扩张需求：**门店快速扩张需要依靠上游供应链的支撑，一旦供应链产能紧张，跟不上门店扩张的节奏，将拖累公司的发展步伐。

### 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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com