

速冻米面龙头，盈利改善持续验证

三全食品(002216)

事件概述

三全食品发布中报业绩预告，预计公司上半年实现归母净利润4.35-4.62亿元，同比增长390%-420%。

分析判断：

► 机制改革红利延续，上半年利润大幅增长

公司上半年归母净利润大幅增长 390%-420%，主要得益于：
1) 公司积极优化产品结构，改善渠道质量，聚焦核心场景，加大产品创新，满足客户多维度需求，改革红利延续，速冻主业持续增长，预计净利率实现恢复性增长；2) 公司上半年确认了子公司全生农牧的股权转让收益、政府补助等非经常性损益合计1.39亿元。

► Q2 延续高增势头，盈利改善持续验证

公司 Q2 单季度实现归母净利润 1.77-2.04 亿元，同比高增 265%-320%；扣非归母净利润 1.41-1.67 亿元，同比高增 268%-338%，主业 Q2 延续了高增势头。我们认为公司 Q2 主业盈利提升受多重因素提振：1) 收入端去年同期因猪瘟事件影响基数较低，同时 Q2 受疫情影响速冻食品仍是紧俏的高需求商品，叠加公司持续优化零售市场产品结构，向高附加值、差异化产品倾斜，预计 Q2 收入端量价齐升，同比增速有望超过 20%。2) Q2 原材料猪肉价格等较去年同期下降较多，并且公司持续优化产品结构，预计毛利率同比有较大提升。3) Q2 疫情仍在蔓延，速冻仍是超市重要的引流产品，促销活动同比明显减小，公司对终端超市的议价能力提升，预计销售费用率下降较多。公司积极应对疫情，将危机转化为公司发展的历史机遇，并且公司去年推行的一系列内外部改革效用明显，盈利改善持续验证，净利率延续恢复性增长。

► 三全市场竞争力提升，未来聚焦三大场景提升业绩空间

疫情为速冻食品发展带来了历史机遇，培养了消费者的饮食习惯并加快了行业集中度提升，三全前期的机制改革也在此次疫情中经受住了考验，预计作为行业龙头的三全市占率大概率将有所提升。随着机制改革逐步完善，未来公司将聚焦家庭备餐、早餐和涮烤三大场景，围绕大场景寻找品类成长空间，我们长期看好公司整合产品和渠道资源，提升业绩的天花板，实现收入和利润携手成长。

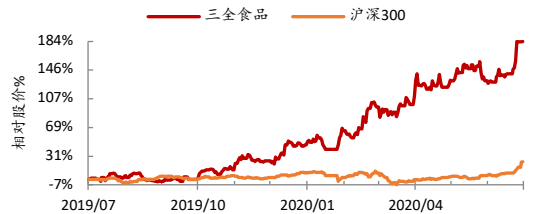
投资建议

预计公司 2020-2022 年实现营业收入 68.5/77.2/85.6 亿元，同比 +14.4%/+12.8%/+10.8%；实现归母净利润 6.0/6.2/7.0 亿元，同比 +172.7%/+3.0%/+13.7%；实现每股收益 0.75/0.77/0.88 元，当前股价对应 PE 分别为 36/35/31 倍。考虑公司成长性和可比公司估值，我们给予公司 20 年 42 倍估值，对应目标价 31.5 元。首次覆盖，给予买入评级。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：31.50
最新收盘价：27.28

股票代码：002216
52 周最高价/最低价：27.28/9.23
总市值(亿)：218
自由流通市值(亿)：154
自由流通股数(百万)：565.56



证券分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：15811000965

风险提示

行业竞争加剧、原材料成本上涨、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5539.32	5985.72	6846.48	7723.51	8556.84
YoY (%)	5.39	8.06	14.38	12.81	10.79
归母净利润(百万元)	101.90	220.02	599.97	618.04	702.50
YoY (%)	41.49	115.91	172.69	3.01	13.67
毛利率 (%)	35.52	35.17	35.78	35.24	35.57
每股收益 (元)	0.13	0.27	0.75	0.77	0.88
ROE (%)	4.94	9.87	21.95	19.08	18.42
市盈率	190.77	91.85	36.34	35.28	31.04

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 速冻食品行业领跑者	4
2. 零售端调整产品结构，加码 2B 赛道	6
3. 盈利预测	7
4. 风险提示	9

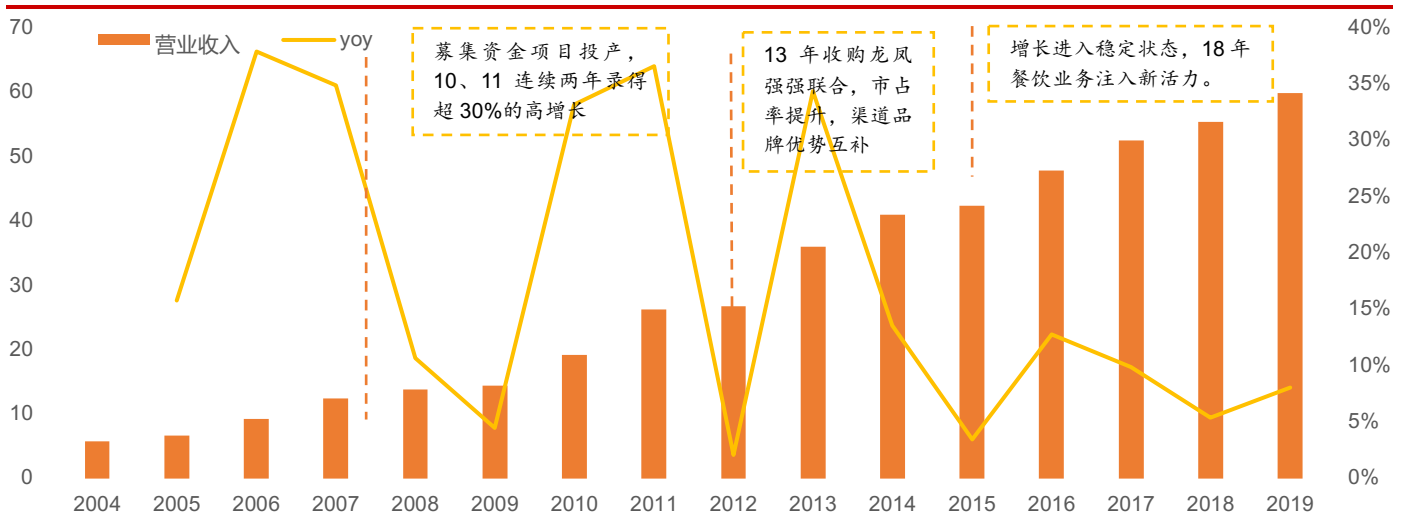
图表目录

图 1 公司发展历程（亿元）	4
图 2 分品类收入占比（%）	5
图 3 分品类毛利占比（%）	5
图 4 公司餐饮渠道收入占比达到 13%	5
图 5 公司销售费用率居高不下	6
图 6 公司盈利能力有待改善（亿元，%）	6
图 7 餐饮收入快速增长	7
图 8 餐饮渠道净利率达到 6.8%	7
图 9 三全食品收入拆分预测（亿元）	8
图 10 可比公司估值对比	8

1. 速冻食品行业领跑者

公司前身是成立于 1993 年的郑州三全食品厂，2008 年在中小板成功上市。公司始终专注于汤圆、饺子、面点等速冻食品的研发、生产与销售，作为国内第一颗速冻汤圆、第一只速冻粽子的发明者，三全食品历经 27 年的发展已经成为国内速冻食品行业的龙头企业。

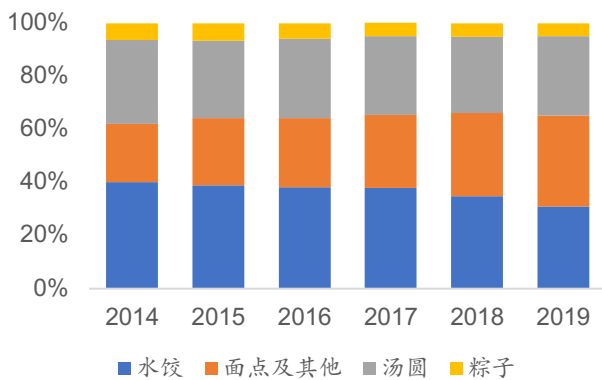
图 1 公司发展历程（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

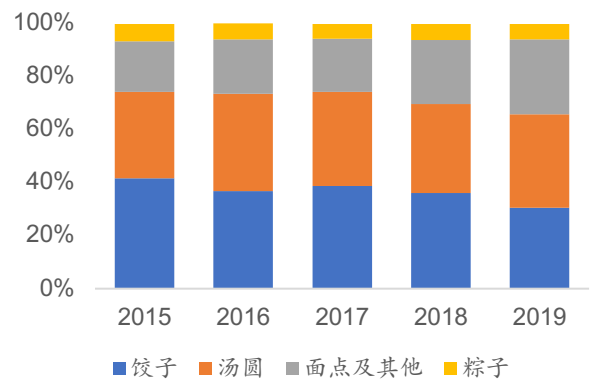
速冻汤圆、水饺是主要收入与利润来源，速冻米面占比提升。公司主要产品是速冻汤圆和水饺，2019 年水饺和汤圆分别占营收 30.9%和 29.9%，占毛利 30.4%和 35.1%，是公司收入与利润的主要贡献点。水饺和汤圆是公司整个速冻食品行业的传统支柱产品，但随着近年来消费升级，大众饮食需求也日益多元，新品层出不穷填补市场空白并抢占传统食品市场。公司 2014 年-2019 年水饺与汤圆合计营收占比从 71.6%下降到 60.77%，毛利占比从 75.3%下降至 65.4%。公司新品研发力度向“速冻面点及其他食品”倾斜，面点及其他产品的营收和毛利占比呈现逐年上升趋势，14-19 年间营收占比增长了 12 个百分点，毛利占比增长了 10 个百分点。公司强大的新品的研发能力赋予公司乃至整个速冻食品行业更多的可能性。

图2 分品类收入占比 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

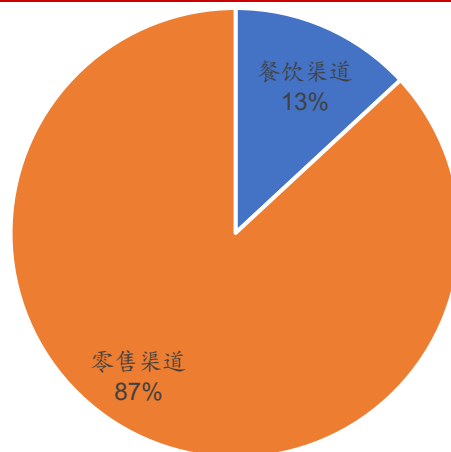
图3 分品类毛利占比 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

渠道重大战略调整，重点发力餐饮业务市场。公司作为速冻食品行业领跑者，在研发能力、品牌影响力以及生产各环节的把控力等方面都有打入餐饮市场的先天优势。公司战略调整后资源投放亦开始向餐饮业务倾斜，辅以餐饮行业自身高景气的东风，餐饮渠道业务未来有望成为公司收入利润新的增长点。19年公司餐饮业务交出满意成绩，实现收入7.84亿元，实现毛利2.14亿元，收入、毛利分别占公司总体的13.1%、10.2%；实现净利润5326.1万，同比增长43.86%。

图4 公司餐饮渠道收入占比达到13%



资料来源：公司公告、华西证券研究所

19年推动机制改革，实现利润释放：公司从19年开始在内部进行了大刀阔斧的改革，从机制、管理、产品和渠道等多维度着手，追求利润率的恢复性增长，19年改革红利释放，净利率达到3.66%，同比增长1.8pct。公司将零售和餐饮两大渠道部门独立运营，绩效奖金充分市场化。使得零售端利润率提升、餐饮端规模快速增长。公司对两个事业部分开考核，实行“3+1”考核机制，3是创造绩效的部门：生产（考核制造费用），渠道（考核收入及销售费用率），市场（考核产品研发和推广速度、市场费用效率），1是中后台是服务部门（控费提效）。考核机制转变后费用投放有效性提升，员工业务逻辑调整，盈利能力明显提升。

20年探索三大场景，寻找成长新动能。20年将主要聚焦于三个场景：家庭备餐场景、早餐场景和涮烤场景，依靠大场景大品类，以及围绕大品类的边缘品类，以此来整合市场的产品和渠道资源，实现业绩的可持续成长，延续改革红利的同时寻找成长的持续动力。

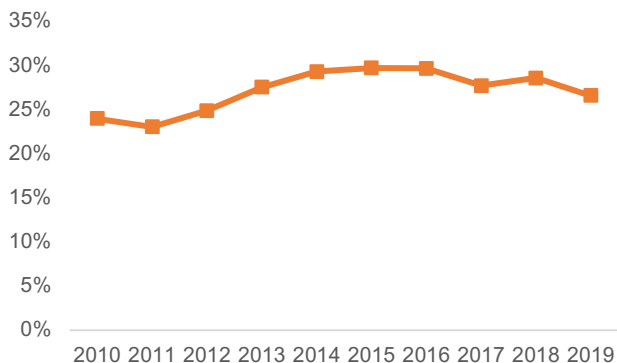
2. 零售端调整产品结构，加码 2B 赛道

行业竞争+商超销售占比高使得公司零售端盈利较弱：公司 2013 年开始净利率下降到 5% 以下，盈利水平波动较大，主因销售费用率上升到 25% 以上，其中市场经费、人员经费和业务经费上涨较多。我们认为盈利能力下降主要受以下因素影响：1) 行业竞争激烈，三全与全国性的品牌思念、湾仔码头以及部分地方小品牌在产品和渠道上相似性较高，竞争较为激烈，费用投放上难以有明显的效率提升。2) 公司商超渠道占比较高，但直营 KA 是各品牌宣传的主阵地，KA 渠道方较为强势，资源竞争激烈，因此费用投放居高不下。3) 公司对于销售人员考核侧重收入和销量，考核导向使得重规模轻利润。

行业发展和公司内部诉求共同推动公司零售端改革：从行业层面来看，速冻米面行业增长降速，各企业盈利增长受阻，行业整体对盈利改善的诉求提升。产品突破原有的饺子、汤圆，米面制品等高净利空间的产品受到消费者认可。安井等 B 端品牌的进入使得三全等企业盈利压力进一步加大。从公司层面来看，利润率波动较大+鲜食业务拖累使得公司亟待利润释放。同时公司高净利产品研发趋于成熟，支持公司进行结构调整。

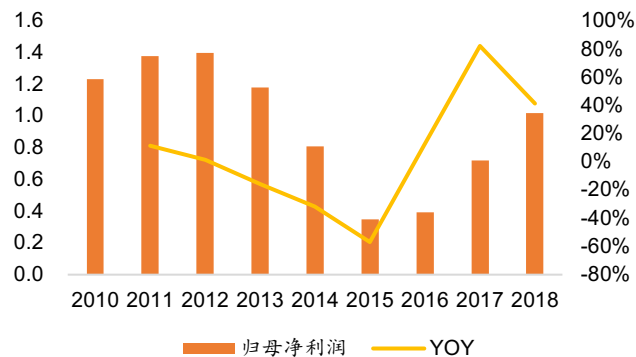
考核以利润为导向，市场化机制激发活力：为了改善零售端盈利水平，公司在产品、渠道和生产三大板块考核中均设置利润目标，全流程开展提效降费，提升费用投放效率，倒逼销售思路转变，整体经营水平改善。同时公司在商超端通过跟商超重新谈判渠道费用，加大盈利新品的投放力度等实现减亏。并且公司调整零售端产品结构，资源更多倾斜至高毛利率产品，产品盈利结构优化。受益于公司调整产品结构，以及市场需求增长，预计零售端整体收入将维持 10% 左右的增长。

图 5 公司销售费用率居高不下



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 6 公司盈利能力有待改善（亿元，%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

2016 年开始积极布局餐饮，迅速适应市场需求：公司 2016 年开始餐饮渠道布局，进军潜力巨大的 B 端餐饮市场。公司以标准化团餐为应用场景，研发上市针对 B 端的面点、水饺、蒸饺、汤圆、馄饨、牛肉丸等餐饮产品，主打大包装、高效和便捷，也推出了彩蔬蒸饺等爆款产品。

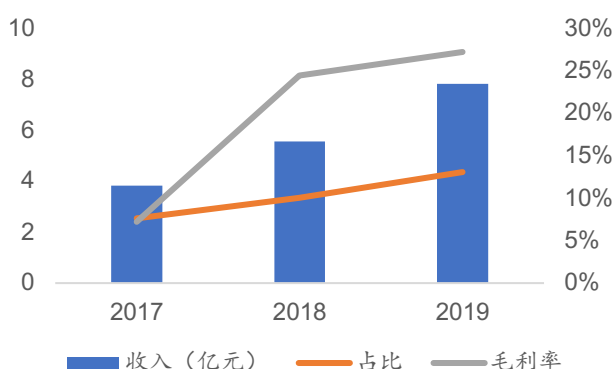
直营+经销提升服务有效性：公司在餐饮市场方面实施“直营+经销覆盖”的销售模式，已构建出服务于全国的餐饮食材经销服务网络。分渠道而言，公司餐饮业务以经销渠道为主，经销渠道占比约为 90%，大客户定制占比约为 10%。经销渠道主要看重产品，产品推广成熟后价格相对透明，低毛利、低费用率，产品升级和价格体系维护较为重要；大客户定制产品体现公司的研发优势和产品品质保证，高毛利率、低费用率，净利率水平高于社会餐饮（小 B）和传统零售。

与多家知名连锁品牌合作：公司通过直营服务百胜餐饮集团、海底捞、巴奴、呷哺呷哺、永和大王、真功夫、华住酒店集团、康帕斯和索迪斯等知名连锁品牌，为客户定制化的研制配套产品，实现双赢。

公司聚焦餐饮渠道后迎来高速增长：公司 2018 年餐饮业务实现营业收入 5.58 亿元，同比增长 46%，占收入的比重也从 7.6% 增加到 10.1%。2017 年餐饮业务净利润仅 337 万，2018 年餐饮业务实现利润已经达到 3702 万元，成为提升公司利润水平的重要渠道。2019 年延续了高速增长，录得收入 7.84 亿元，同比 41%，占收入的比重提升至 13%；实现净利润 5326 万，同比+44%，快速成长。

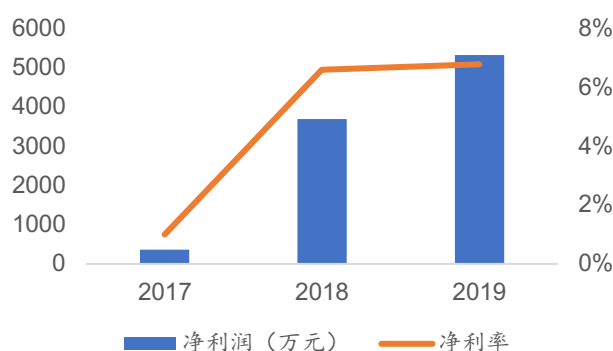
餐饮业务扩张带动公司整体利润率改善：随着业务规模体量的提升，餐饮业务的毛利率实现有效的提升，从 17.3% 增长到 27.3%。同时由于餐饮业务销售费用投放低，用户粘性高，餐饮业务的净利率也远高于零售流通市场，2019 年餐饮业务实现净利率 6.8%，带动公司整体净利率从 1.83% 提升到 3.66%。

图 7 餐饮收入快速增长



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 8 餐饮渠道净利率达到 6.8%



资料来源：公司公告、华西证券研究所

3. 盈利预测

公司是速冻米面的领军企业，经营速冻水饺、汤圆、粽子和面点等。20 年上半年受疫情推动和公司优化产品结构，收入端实现超预期高增长，预计增长趋势将延续至全年，收入增速超两位数。

公司 19 年水饺业务受猪瘟影响，同比下跌，但给予 20 年较低业绩基数，同时受疫情推动，预计 20 年水饺增速将达到 14%；21 和 22 年将受益于公司不断拓宽应用场景，预计分别同比+8.0%/+7.0%。

汤圆和粽子是公司稳定的收入来源，预计增长也将较为稳健。20 年因疫情使得具备节庆属性的汤圆和粽子销售热度不高，预计 21 年将有所改善，预计 20-22 年公司汤圆年化销售增速+10%，粽子增速分别为+5.0%/+7.0%/+5.0%。

面点及其他业务增长一方面受益于面点业务扩张，另一方面消费场景的延伸也是增长的核心推动力，预计公司 20-22 年面点及其他业务收入分别同比+20%/+20%/+15%。

整体来看，预计公司 20-22 年收入端分别同比+14.4%/+12.8%/+10.8%，20 年受疫情推动将实现高增长，21 和 22 年重点关注公司三大场景布局带来的收入增长弹性。

预计公司 2020-2022 年实现营业收入 68.5/77.2/85.6 亿元，同比 +14.4%/+12.8%/+10.8%；实现归母净利润 6.0/6.2/7.0 亿元，同比 +172.7%/+3.0%/+13.7%；实现每股收益 0.75/0.77/0.88 元，当前股价对应 PE 分别为 36/35/31 倍。考虑公司成长性和可比公司估值，我们给予公司 20 年 42 倍估值，对应目标价 31.5 元。首次覆盖，给予买入评级。

图9 三全食品收入拆分预测 (亿元)

单位: 亿元		2018	2019	2020E	2021E	2022E
水饺	收入	19.23	18.48	21.07	22.76	24.35
	YOY	-3.1%	-3.9%	14.0%	8.0%	7.0%
	毛利率	36.8%	34.6%	36.0%	35.3%	35.6%
汤圆	收入	15.87	17.89	19.68	21.65	23.81
	YOY	2.8%	12.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	41.5%	41.3%	41.5%	41.7%	42.0%
粽子	收入	2.79	2.94	3.09	3.31	3.47
	YOY	4.5%	5.4%	5.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	41.5%	41.7%	42.0%	42.0%	42.0%
面点及其他	收入	17.36	20.42	24.50	29.40	33.81
	YOY	19.8%	17.6%	20.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	27.3%	29.1%	30.0%	29.5%	30.2%
其他业务	收入	0.14	0.12	0.12	0.12	0.12
	YOY	28.5%	-13.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	79.4%	96.5%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	55.39	59.86	68.46	77.24	85.57
	YOY	5.4%	8.1%	14.4%	12.8%	10.8%
	毛利率	35.5%	35.2%	35.8%	35.2%	35.6%

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图10 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002216.SZ	三全食品	218.04	50	36	35	31	0.75	0.77	0.88
002702.SZ	海欣食品	39.28	253	44	38	30	0.19	0.22	0.28
603345.SH	安井食品	293.60	74	69	50	40	1.81	2.49	3.14
002982.SZ	湘佳股份	109.89	36	39	30	24	2.8	3.55	4.47

资料来源: wind、华西证券研究所

4. 风险提示

行业竞争加剧的风险：速冻米面行业的参与者既有思念、湾仔码头等传统优势企业，又有广州酒家、船歌鱼、缸鸭狗等新入局的竞争者。市场参与者的不断多元化也使得竞争不断加剧，各品牌的产品和渠道相似度高，可能存在行业竞争加剧，公司盈利能力改善不达预期的风险。但我们认为公司深耕速冻食品行业超过 25 年，拥有丰富的应对行业竞争的经验。

原材料成本上涨的风险：公司营业成本中 8 成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。虽然公司原材料供给充分、价格稳定，但作为公司重要原材料的猪肉今年以来上涨明显，可能会使公司成本端承压。公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。

餐饮渠道发展不达预期：公司餐饮市场业务收入超过 7 亿，占比超过 10%，是公司目前重点开拓和发展最快的渠道。公司餐饮近几年才全力开拓餐饮市场，餐饮市场供给和渠道较为稳定，易守难攻，公司仍在开拓期，未来仍存在渠道开拓进程缓慢，发展不达预期的风险。

食品安全的风险：公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5985.72	6846.48	7723.51	8556.84	净利润	219.15	597.76	615.46	699.63
YoY (%)	8.06	14.38	12.81	10.79	折旧和摊销	399.76	137.48	140.81	148.45
营业成本	3880.34	4396.62	5001.50	5513.17	营运资金变动	3.15	292.40	-272.32	567.20
营业税金及附加	49.02	54.77	61.79	68.45	经营活动现金流	611.20	920.01	453.16	1384.68
销售费用	1591.46	1608.92	1776.41	1985.19	资本开支	216.33	42.41	34.06	22.84
管理费用	219.81	246.47	274.18	301.20	投资	347.73	0.00	0.00	0.00
财务费用	-11.20	-2.00	-20.00	-25.00	投资活动现金流	-557.39	-42.41	-34.06	-22.84
资产减值损失	-33.27	-5.00	-10.00	-10.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.03	106.00	30.00	30.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	252.79	701.61	723.29	822.49	筹资活动现金流	-65.36	-95.91	-111.90	-127.88
营业外收支	-2.00	1.64	0.79	0.61	现金净流量	-11.55	781.68	307.20	1233.95
利润总额	250.79	703.25	724.07	823.10	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	31.64	105.49	108.61	123.46	成长能力 (%)				
净利润	219.15	597.76	615.46	699.63	营业收入增长率	8.06	14.38	12.81	10.79
归属于母公司净利润	220.02	599.97	618.04	702.50	净利润增长率	115.91	172.69	3.01	13.67
YoY (%)	115.91	172.69	3.01	13.67	盈利能力 (%)				
每股收益	0.27	0.75	0.77	0.88	毛利率	35.17	35.78	35.24	35.57
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	3.68	8.76	8.00	8.21
货币资金	589.03	1370.71	1677.91	2911.87	总资产收益率 ROA	4.45	10.62	9.55	8.36
预付款项	20.71	26.05	28.65	31.94	净资产收益率 ROE	9.87	21.95	19.08	18.42
存货	1406.97	1227.69	1787.06	1548.65	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1081.75	1190.27	1315.21	1334.14	流动比率	107.95	123.16	136.93	150.84
流动资产合计	3098.46	3814.72	4808.83	5826.60	速动比率	58.93	83.53	86.04	110.74
长期股权投资	49.56	155.56	185.56	215.56	现金比率	33.41	56.20	58.31	84.96
固定资产	1675.54	1649.14	1607.86	1548.19	资产负债率	57.82	54.58	53.33	51.54
无形资产	216.99	212.72	209.81	206.57	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2184.76	2197.34	2121.38	2026.39	总资产周转率	121.01	121.23	119.35	115.76
资产合计	5283.22	6012.06	6930.21	7852.98	每股指标 (元)				
短期借款	70.07	70.07	70.07	70.07	每股收益	0.27	0.75	0.77	0.88
应付账款及票据	1323.23	1513.34	1718.52	1893.06	每股净资产	2.79	3.42	4.05	4.77
其他流动负债	1477.00	1513.88	1723.28	1899.76	每股经营现金流	0.76	1.15	0.57	1.73
流动负债合计	2870.30	3097.29	3511.87	3862.89	每股股利	0.06	0.12	0.14	0.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	184.24	184.24	184.24	184.24	PE	101.04	36.34	35.28	31.04
非流动负债合计	184.24	184.24	184.24	184.24	PB	9.78	7.98	6.73	5.72
负债合计	3054.54	3281.53	3696.12	4047.13					
股本	799.26	799.26	799.26	799.26					
少数股东权益	-0.10	-2.30	-4.88	-7.75					
股东权益合计	2228.68	2730.53	3234.10	3805.85					
负债和股东权益合计	5283.22	6012.06	6930.21	7852.98					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，深入覆盖白酒、乳制品、饮料、葡萄酒、肉食等行业。团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。