

中小市值

新型烟草行业品牌巡礼之：思摩尔—全球最大电子雾化设备制造商

公司概况

思摩尔国际控股有限公司是提供雾化科技解决方案的全球领导者，拥有先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合及多元的客户群，是**全球最大电子雾化设备制造商**（2018年）。公司成立于2019年7月，主要业务通过其全资附属公司深圳市麦克韦尔科技有限公司开展。受益于电子烟成熟市场例如美国销量的增加，以及大陆、香港、日本等亚洲地区新兴市场电子烟的蓬勃发展，公司近年来营收和利润高速增长。2016年-2018年公司的营收由7.07亿元增长至34.34亿元，CAGR达到120.39%；归母净利由1.06亿元增长至7.35亿元，CAGR达到163.32%。2019年上半年业绩增长极为迅速，实现营收32.74亿元，同比增178.37%；归母净利9.31亿元，同比增415.86%。

行业纵览：控烟减害背景下，新型烟草行业应运而生

全球烟草行业近年来一直在控烟条约的限制下缓慢发展，面对这一困境，国际巨头们在积极推动烟草行业的转型，努力降低卷烟的有害物质，而新型烟草制品成为各巨头的研发战略重心。根据欧睿国际统计数据显示，全球新型烟草市场规模以45.91%的年复合增长率从2013年的42亿美元迅速增加至**2018年的277亿美元，约占全球烟草市场的3.4%**；且预期将以年复合增长率25%进一步增长至2023年的840亿美元。**从品类来看**，在2017年之前电子烟产品以开放式大烟为主，因IQOS、JUUL的兴起，带动全球加热不燃烧、封闭式小烟品类迅速崛起，预计到2023年两者合计份额将超过85%，开放式大烟逐步小众化。

立足研发，打造全球最大雾化研发生产基地

- 1) 成熟的供应链管理及生产体系，助力公司产能稳步扩张：**根据弗若斯特沙利文统计，公司是目前全球最大的电子雾化设备制造商，在全球市场的份额为10.1%。凭借多年的研发和生产经验，公司以完善的生产系统及成熟的供应链管理而闻名，能够根据客户需要在保持产品质量的一致性与安全性的前提下快速提升产能和生产效率。
- 2) 业内领先的研发能力，夯实产品优势：**公司通过三个独立研发部门间的协同作用，不断加强核心技术发展，迅速响应市场变化及需求。公司自主研发的新一代陶瓷芯雾化技术“FEELM 金属膜雾化”不仅提高了雾化效率，同时降低了烟油渗漏概率，使得产品性能更加稳定，也成为2018年唯一折桂全球烟草业“金叶奖”的中国技术品牌。
- 3) 与国际客户深度绑定，构建全球化销售网络：**得益于领先的研发平台和良好的产品体验，公司的不同产品线可以满足不同国家消费者的需求以及口味，公司的客户包括以日本烟草和英美烟草为代表的全球领先的传统烟草公司，以及以RELX及NJOY为代表的专注于电子雾化产品的“新秀”烟草公司。

未来：打造全球领先雾化科技平台

公司计划在未来数年内，进一步强化研发能力，尤其是跨行业扩领域的研究拓展，例如将电子雾化技术和产品应用于医疗保健行业是公司下一阶段研究重点之一。此外，公司计划在广东省江门市及深圳市建立新的生产基地以提高生产能力，配备自动化生产以及装配线，提高生产效率；并为客户定制生产设备，进一步增强现有客户粘性，吸引不同领域的新兴客户。

风险提示：上市进展不及预期，新型烟草政策风险，销售不及预期，新技术推广不及预期

证券研究报告

2020年05月22日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

蒋梦晗 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中小市值-行业研究周报:麦克韦尔:母公司提交港股上市申请以后,它近况如何?》2020-05-17
- 2 《中小市值-行业专题研究:新兴产业2020年一季度总结——工业大麻、新型烟草、宠物三板块表现如何?》2020-05-11
- 3 《中小市值-行业研究周报:新三板“隐形冠军”系列之一:转板&转层新制加速落地背景下,哪些企业有望脱颖而出?》2020-05-05



内容目录

1. 公司概况	3
1.1. 发展历程：研发为基，持续拓展海外市场，铸就雾化行业龙头	3
1.2. 股权结构：陈志平为实际控制人	3
1.3. 乘海外市场之风，公司业绩高速增长	4
2. 行业纵览：控烟减害背景下，新型烟草行业应运而生	5
2.1. 传统卷烟疲软，新型烟草兴起	5
2.2. 雾化与 HNB 双品类高速发展，行业空间未来可期	5
3. 立足研发，打造全球最大雾化研发生产基地	7
3.1. 成熟供应链与生产管理体系，产能稳步高效扩张	7
3.2. 业内领先的研发能力，夯实产品优势	8
3.3. 与国际客户深度绑定，构建全球化销售网络	9
4. 未来：打造全球领先雾化科技平台	10
4.1. 进一步强化研发能力，跨行业扩领域拓展	10
4.2. 新建生产基地，进一步满足业务增长需求	10
4.3. 增加客户粘性，进军新兴市场	10

图表目录

图 1：公司发展里程碑一览	3
图 2：思摩尔国际控股有限公司股权结构（拟发行后）	4
图 3：公司近年来营收情况（亿元，%）	4
图 4：公司近年来归母净利润情况（亿元，%）	4
图 5：公司各版块收入情况（百万人民币）	5
图 6：公司盈利情况（%）	5
图 7：过去一百年尼古丁消费方式占比（%）	5
图 8：封闭式电子雾化设备与开放式雾化设备对比图	6
图 9：全球新型烟草销售规模（十亿美金）	6
图 10：尼古丁盐人体吸收效率接近传统卷烟	7
图 11：截止 2018 年底，公司在全球雾化设备市场中占比（%）	7
图 12：公司自动化生产设备展示	8
图 13：公司自动化生产设备展示	8
图 14：FEELM 雾化芯示意图	9
图 15：2016-2019H1 公司不同地域销售规模（人民币千元）	9
图 16：2019H1 公司不同地域销售市场份额（%）	9

未找到图形项目表。

1. 公司概况

思摩尔国际控股有限公司成立于 2019 年 7 月，主要业务通过其全资附属公司深圳市麦克韦尔科技有限公司开展。公司是提供雾化科技解决方案的全球领导者，拥有先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合及多元化的客户群，是全球最大电子雾化设备制造商（以 2018 年收入计算）。

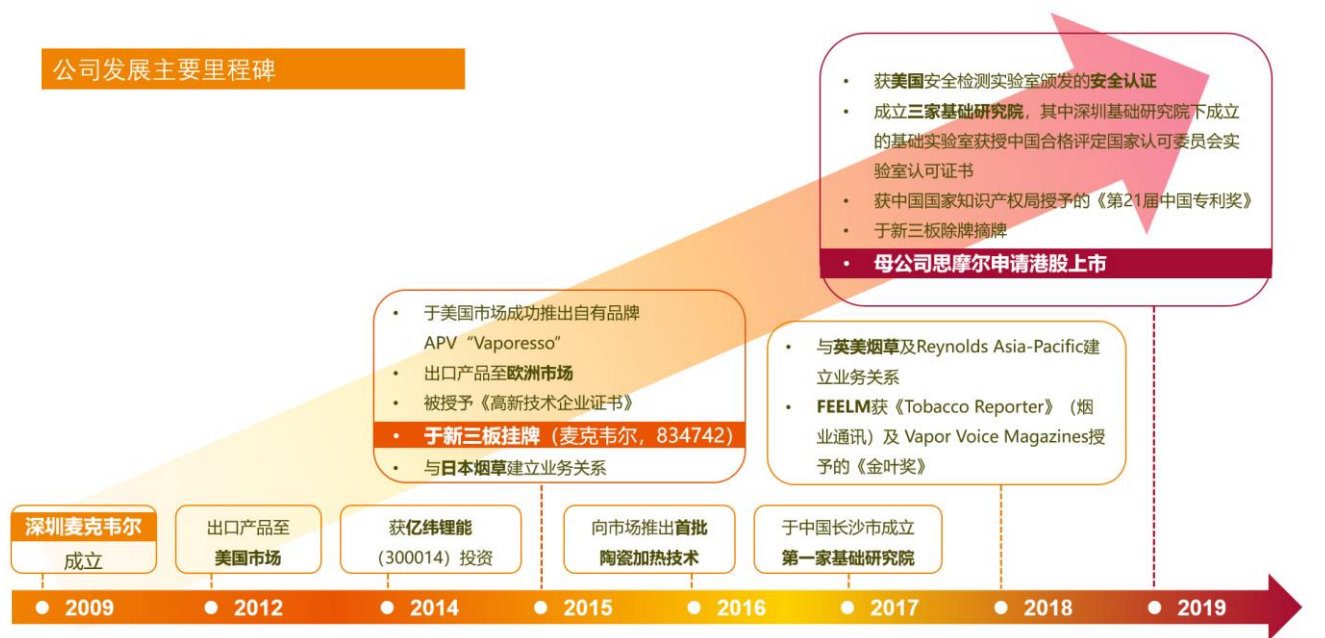
公司通过创新及领先的雾化科技解决方案运营两个主要业务板块：1）为全球领先烟草公司及独立电子雾化公司研究、设计及制造封闭式电子雾化设备及雾化组件。2）为零售客户进行自有品牌开放式电子雾化设备或 APV 的研究、设计、制造及销售，公司产品包括封闭式电子雾化设备、电子雾化组件以及开放式电子雾化设备。

1.1. 发展历程：研发为基，持续拓展海外市场，铸就雾化行业龙头

公司的业务主要通过深圳麦克韦尔开展，并凭借多元化的产品组合以及不断扩张的国际业务持续发展。创始人兼控股股东陈志平作为一位少数股东于 2007 年加入深圳市思摩尔科技有限公司，其首次涉足制造电子雾化设备及研发电子雾化技术且逐渐增加其股权至 85%。2009 年 9 月陈志平通过代持安排成立深圳麦克韦尔，该公司为雾化及加热技术服务提供研发平台，同时为 ODM 及 OEM 业务模式制造及内部销售及营销功能提供平台。

国际业务不断扩张，雾化技术成熟领先。公司于 2012 年将产品出口至美国市场，随后不断将出口扩展至 50 多个国家。截止 2019 年上半年，公司出口业务营业收入占总营业收入的 81.4%。出口业务的不断扩张助力公司业绩快速增长。此外，公司于 2015 年在美国市场推出自有品牌 APV，2016 年推出第一代加热技术后进一步推出第二代加热技术 FEELM。凭借研发及整合创新技术的优势，公司在产品技术、结构及设计方面不断改进，能够根据客户的不同需求提供定制化电子雾化设备，进一步增强客户粘性。

图 1：公司发展里程碑一览



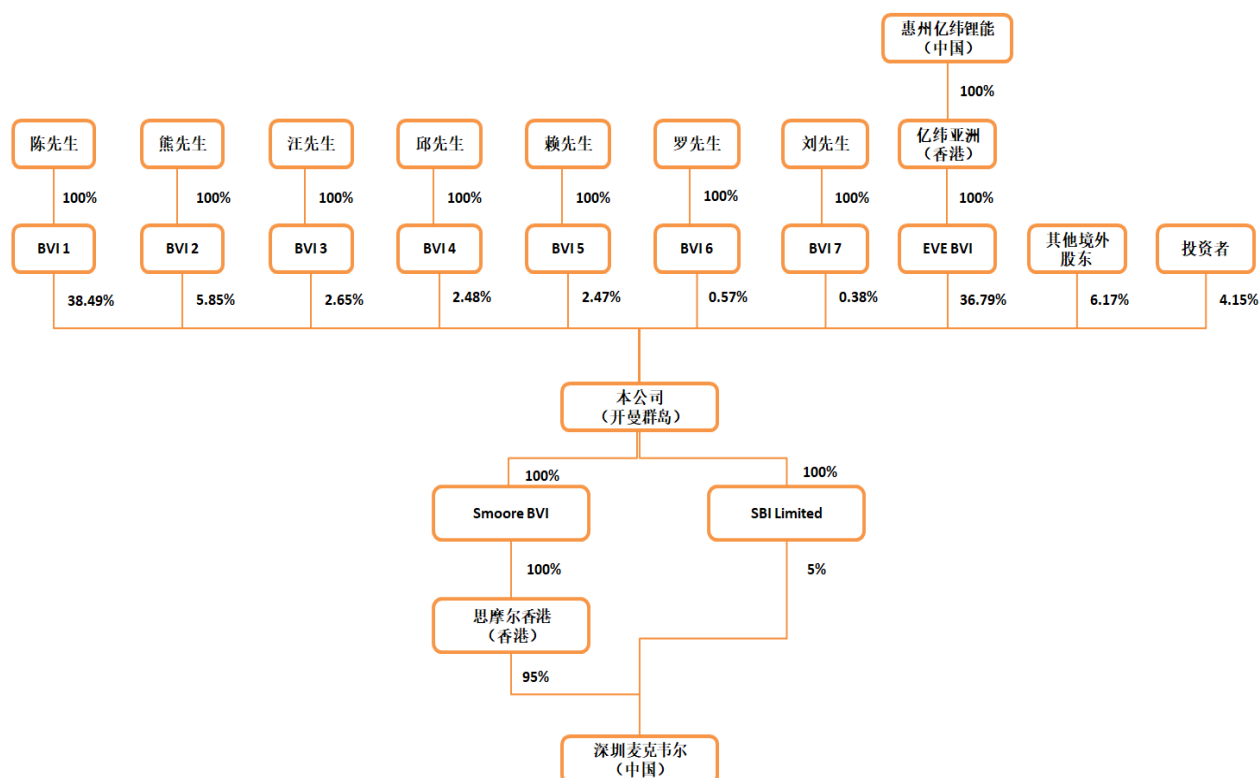
资料来源：招股书，天风证券研究所

1.2. 股权结构：陈志平为实际控制人

根据招股书拟发行后股权结构图披露，创始人陈志平先生持有 38.49% 股份为第一大股东和实控人，亿纬锂能持有 36.79% 股份为第二大股东。同时，深圳麦克韦尔是公司的全资子公司

司，公司业务主要通过深圳麦克韦尔开展。

图 2：思摩尔国际控股有限公司股权结构（拟发行后）

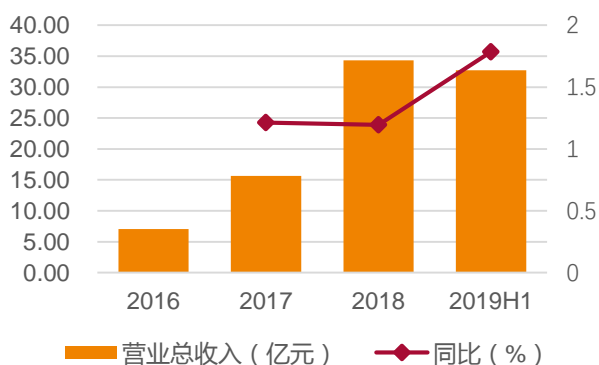


资料来源：招股书，天风证券研究所

1.3. 乘海外市场之风，公司业绩高速增长

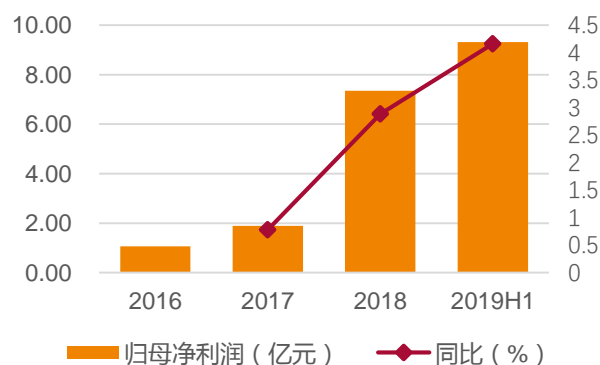
受益于电子烟成熟市场例如美国销量的增加，以及大陆、香港、日本等亚洲地区新兴市场电子烟的蓬勃发展，公司近年来营收和利润高速增长。2016 年-2018 年公司的主营业务收入由 7.07 亿元增长至 34.34 亿元，复合增长率达到 120.39%；归母净利润由 1.06 亿元增长至 7.35 亿元，复合增长率达到 163.32%。2019 年上半年业绩增长极为迅速，实现主营业务收入 32.74 亿元，同比增 178.37%；归母净利润 9.31 亿元，同比增 415.86%。

图 3：公司近年来营收情况（亿元，%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 4：公司近年来归母净利润情况（亿元，%）

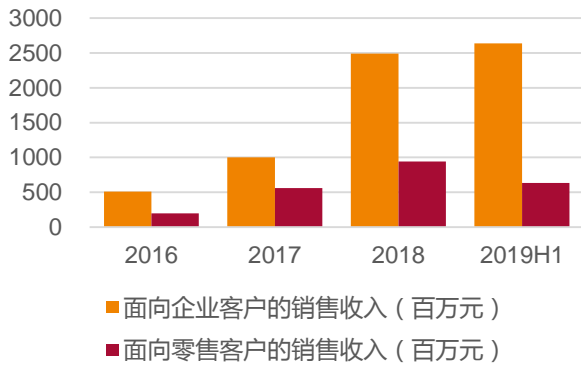


资料来源：招股书，天风证券研究所

各业务齐发力，公司盈利能力稳步上升。从各业务收入结构来看，公司面向企业客户以及

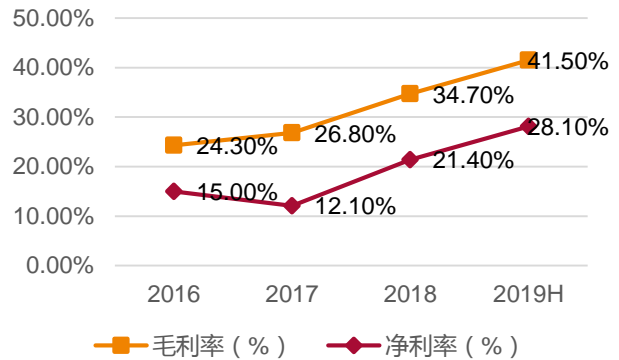
零售客户的收入均实现快速增长。面向企业客户销售收入的上升得益于更广的企业客户基础以及配备陶瓷加热技术的电子雾化设备需求增加。面向零售客户销售收入的上升得益于公司 APV 分销商基础扩大以及自有品牌 APV 的市场需求增长。基于公司的毛利率和净利率来看，2017 年以来均实现大幅度上升，这主要是由于公司致力于控制原材料成本、劳工成本及生产间接成本从而使得销售成本的相对值降低，从而提高公司的盈利能力。

图 5：公司各版块收入情况（百万人民币）



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 6：公司盈利情况（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

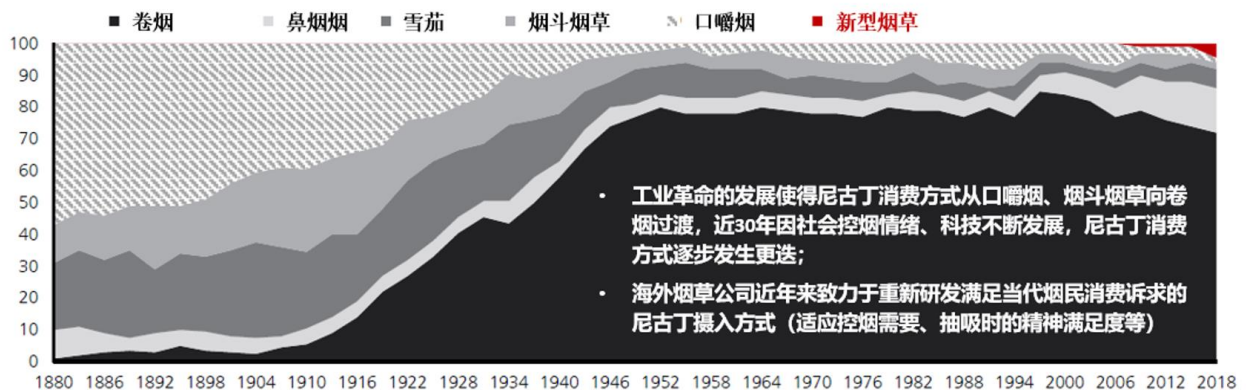
2. 行业纵览：控烟减害背景下，新型烟草行业应运而生

2.1. 传统卷烟疲软，新型烟草兴起

多年以来全球烟草行业一直在控烟条约的限制下缓慢发展。烟草作为一种成瘾性的有害产品，因影响人们的身体健康又不易戒止，受到反吸烟运动的抨击。并且随着人们健康意识的不断增强、卷烟礼品功能的弱化、提税顺价等综合性因素影响下，烟草市场的发展正逐步受到越来越大的限制。面对这一困境，国际巨头们在积极推动烟草行业的转型，努力降低卷烟的有害物质，而新型烟草制品就是当前巨头们的战略重心。尽管新型烟草市场仍相对年轻，但其增幅较快且随著相关技术日趋成熟吸引行业巨头进一步投资，预期市场规模仍有可观空间。截止 2018 年底，全球新型烟草市场销售规模达到近 280 亿美元，仅约占全球烟草市场的 3.4%。

图 7：过去一百年尼古丁消费方式占比（%）

1880-2018 年全球尼古丁不同消费方式占比

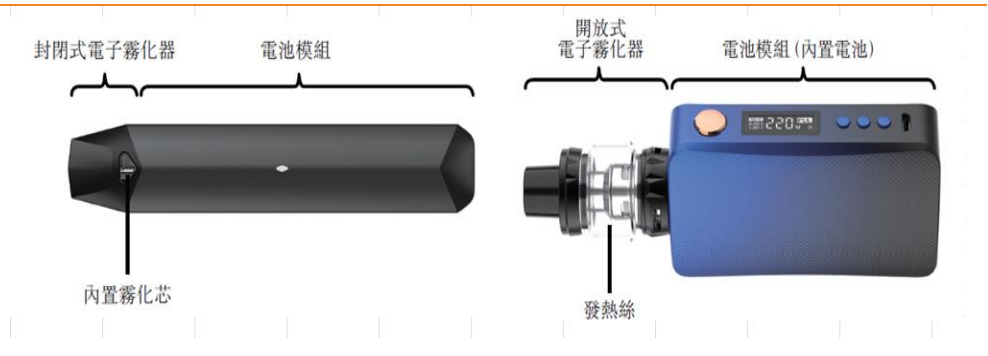


资料来源：IMB，天风证券研究所

2.2. 雾化与 HNB 双品类高速发展，行业空间未来可期

受益于技术不断成熟与消费者认知度的不断提升，全球电子烟市场近年来强劲增长。随着消费者对电子烟产品的接受程度不断提高、烟草巨头与新兴公司的积极营销，以及电子烟制造商的不断研发和创新，新型烟草已成为烟草制品的重要发展方向和研发热点。根据欧睿国际统计数据显示，全球新型烟草市场规模以 45.91% 的年复合增长率从 2013 年的 42 亿美元迅速增加至 2018 年的 277 亿美元，且预期将以年复合增长率 25% 进一步增长至 2023 年的 841 亿美元。目前新型烟草按照不同设备类型和加热方式主要分为三类：封闭式电子雾化设备、开放式电子雾化设备及加热不燃烧设备。

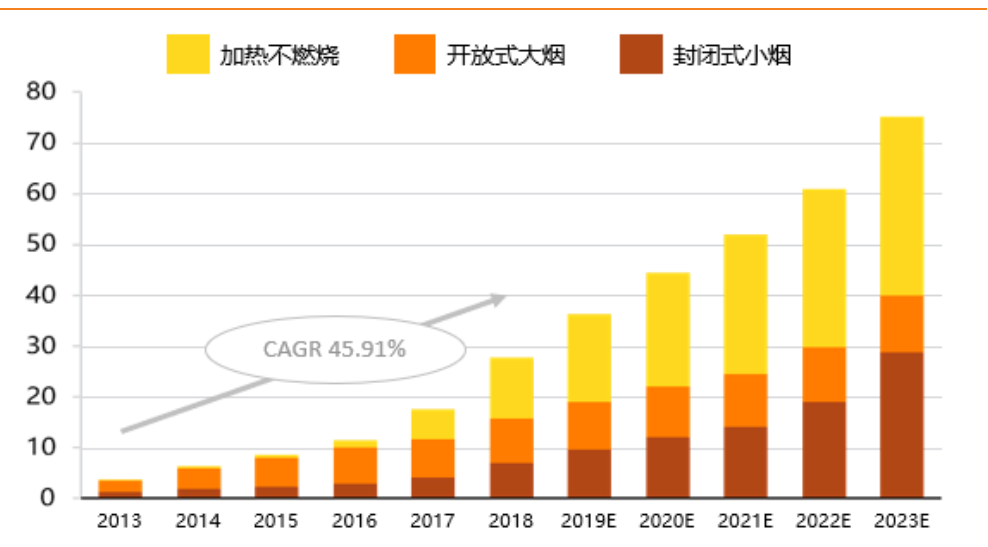
图 8：封闭式电子雾化设备与开放式雾化设备对比图



资料来源：招股书，天风证券研究所

具体从品类来看，在 2017 年之前电子烟产品以开放式大烟为主，2014 年封闭式大烟产品份额为 71%，因 IQOS、JUUL 的兴起，带动全球加热不燃烧、封闭式小烟品类迅速崛起，预计到 2023 年两者合计份额将超过 85%，开放式大烟逐步小众化。

图 9：全球新型烟草销售规模（十亿美元）



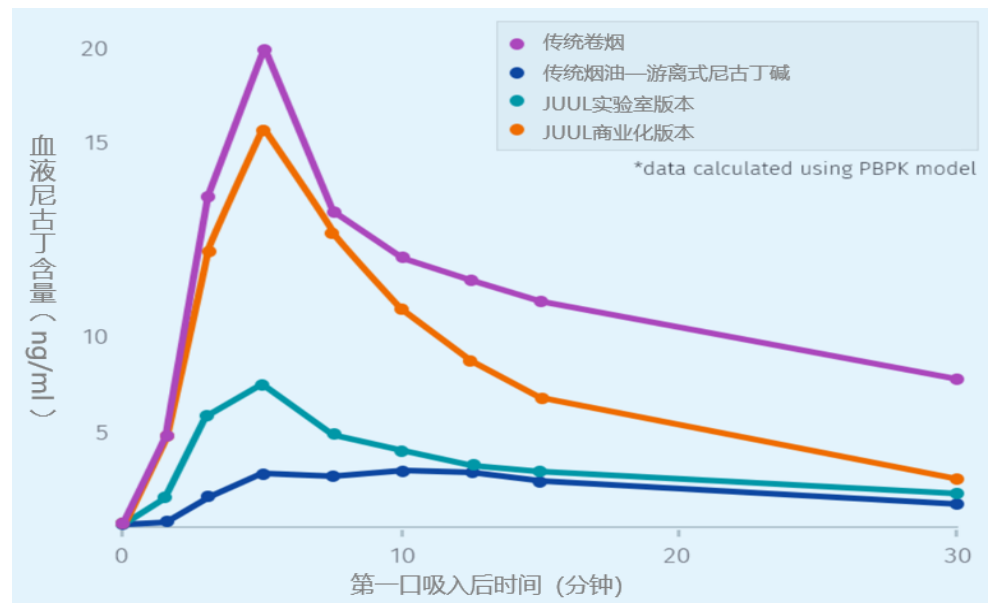
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

技术创新、功能的丰富及安全性的提升驱动消费者对电子雾化设备需求不断上升。随着技术的发展、研发持续的投入，雾化口感不断演变且在结构、功率及雾化口感方面变得愈发多样化。产品创新及电子设备技术的进步不仅增加了电子雾化设备的种类并提升了设备的使用安全性，同时降低了雾化设备的生产成本，使得电子雾化设备对于消费者而言使用感更好且价格较传统卷烟更易接受。此外，随着电子雾化设备制造技术愈发成熟，电子烟发生漏油的概率也在逐渐得到控制和下降，使得雾化电子烟的使用更加安全并更受消费者所青睐。

产品技术革新—尼古丁盐面世，提升尼古丁利用效率，改善烟油使用体验。在 JUUL 采用尼古丁盐（由苯甲酸与尼古丁碱合成）为电子烟烟油中的尼古丁添加剂之前，烟油中的尼古丁成份基本为游离式尼古丁碱。游离式尼古丁碱在一定程度上由于其刺激性（pH 值）

较高，使得雾化电子烟在抽吸时的浓度和顺滑无法达到较好的平衡和协调，同时人体吸收效率不高，使得电子烟使用者很难获得抽烟一样的满足感，过高的尼古丁含量仅停留在对喉咙的过度刺激上，从而限制了雾化式电子烟的使用体验。而尼古丁盐的出现，由于其本身 pH 值低于游离式尼古丁碱，同时可以在较低温度下雾化，使得雾化式电子烟的抽吸体验得到大幅改善。此外，尼古丁盐比游离式尼古丁碱穿透力更强，增加了相同时间内的血液吸收水平，从而提供接近真烟尼古丁吸收效率的方案，可以在所含尼古丁浓度较高的情况下仍然保证口感的顺滑。目前，基本市场上大多数的雾化电子烟（包括一次性电子烟、封闭式电子烟等）都开始采用尼古丁盐作为烟油添加剂。

图 10：尼古丁盐人体吸收效率接近传统卷烟



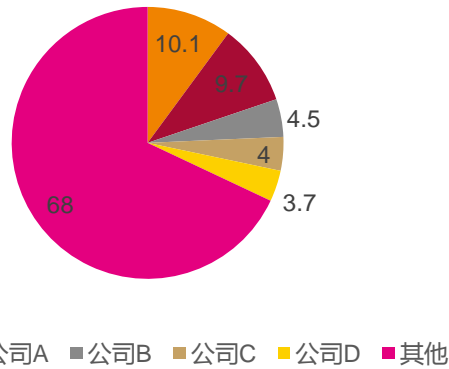
资料来源：Vapingdaily，天风证券研究所

3. 立足研发，打造全球最大雾化研发生产基地

3.1. 成熟供应链与生产管理体系，产能稳步高效扩张

成熟的供应链管理及生产体系，助力公司产能稳步扩张。根据弗若斯特沙利文统计，2018 年公司是目前全球最大的电子雾化设备制造商，在全球市场的份额为 10.1%。凭借多年的研发和生产经验，公司以完善的生产系统及成熟的供应链管理而闻名。因深圳及东莞是目前全球电子雾化设备供应链最发达且配套最完善的地区，公司大型生产基地中的多数建设于上述两地，从而达到降低生产成本、提高规模效益的目的。此外，自 2016 年起公司加快生产扩张并设立更多生产基地，为不断满足业务规模快速增长所带来的需求。通过对于生产基地的策略性选址，公司可以较低成本交付大型订单，及时处理客户需求。截至 2019 年中，就面向企业客户的销售而言，公司每月可生产超过 1 亿个标准单位。

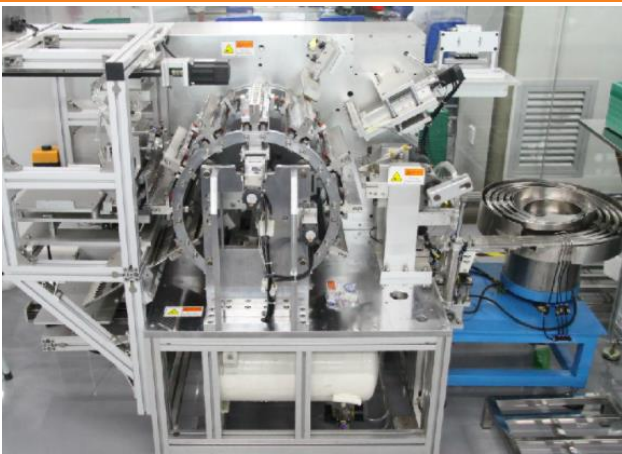
图 11：截止 2018 年底，公司在全球雾化设备市场中占比 (%)



资料来源：招股书，天风证券研究所

专注自动化生产，高效满足客户高质量订单需求。由于电子烟雾化设备订单的在过去数年的持续高速增长，能否在保持产品质量的一致性与安全性的前提下快速提升产能和效率是雾化设备供应商扩大市场份额必须解决的问题。而公司通过不断提高规模化生产能力、自主研发自动化生产基地，在保证产品质量和成本控制的前提下高效完成产能扩充。例如公司与烟草巨头之一日本烟草建立起战略合作关系，并建立大型综合生产基地，该项目有助于提升公司的生产能力并且有效降低产品的不良率。凭借精简、自动化生产流程和质量控制体系，公司能够实现规模经济及高质量产品的生产，从而在强竞争环境下提升公司综合竞争力。

图 12：公司自动化生产设备展示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：公司自动化生产设备展示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 业内领先的研发能力，夯实产品优势

研发平台独立部门协同作用，积极响应市场需求。公司的研发平台由三个独立部门即基础研究院、技术中心及技术产业化中心组成，各部门专注于研究领域的不同层面。根据战略规划及行业趋势，公司的基础研究院探索及发展基础知识并引发新思维，为电子雾化技术进步及发展奠定基础。基于基础研究成果，技术中心随后应用相关科学理论进行新技术研发及项目孵化。在开发新技术后，技术产业化中心将应用及测试相关技术，以大规模生产公司产品。通过整合该等三个部门的不同功能，公司不断加强核心技术的发展，并能够迅速响应市场变化及需求。

重视加热技术研究，建立自有技术品牌。2016 年，公司第一代加热技术问世，其旨在取代传统的棉芯发热丝，传统棉芯具有不均匀的热量分部、无效的加热过程及不可避免的烧焦味道。公司通过对加热技术进行优化，可以更有效地吸收和蒸发高粘度提取电子雾化液。

2016 年下半年，公司进一步推出第二代品牌 FEELM，其将金属薄膜与陶瓷导体相结合，以陶瓷为载体，采用了经过高温锻造的陶瓷，内部形成了大量的蜂窝状毛细孔，更有利于烟油的均匀渗透和加热雾化，同时保留并提升了陶瓷芯“口感纯净”、“层次感丰富”等原有的特点。FEELM 的核心技术在于彻底摆脱传统发热丝的束缚，在陶瓷底部经过特殊工艺大面积覆盖金属膜，并以“S”型分布，大大提升了整体加热性能。

图 14：FEELM 雾化芯示意图



资料来源：蒸汽新势力，天风证券研究所

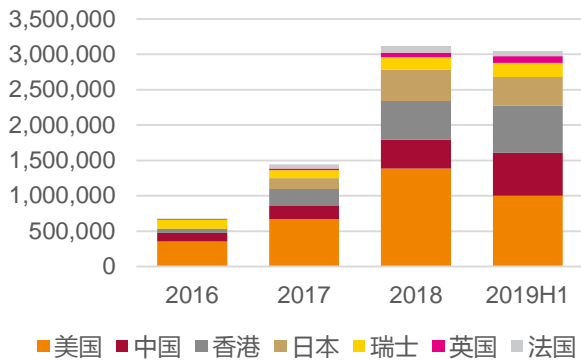
独特的结构设计不仅提高了雾化效率，同时也更加有利于产品的封装，对于防止烟油渗漏的作用非常明显。采用了 FEELM 金属覆膜雾化技术的小烟 POD 设备，口感更加纯正，性能更加稳定，使用更加可靠，替烟效果明显提升，这也是 FEELM 金属覆膜雾化技术成为了 2018 年度唯一折桂全球烟草业“金叶奖”中国技术品牌最根本的原因。

3.3. 与国际客户深度绑定，构建全球化销售网络

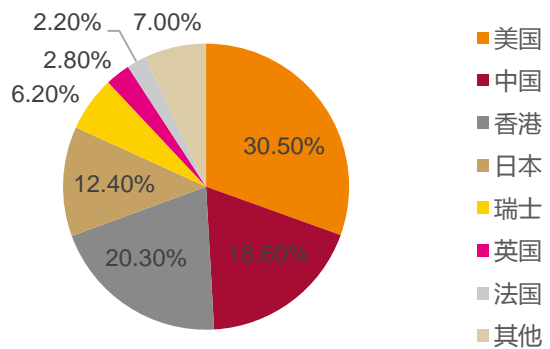
面向 50 多个海外国家销售产品，国内外客户资源丰富。由于新型烟草的市场及客户基本分布在海外国家和地区，因此公司的大部分业务是面向 50 多个海外国家的出口，主要包括美国、日本以及欧洲国家，其中在 2019 年上半年公司的销售收入中，出口美国地区的占比为 30.5%。得益于领先的研发平台和良好的产品体验，公司的不同产品线可以满足不同国家消费者的需求以及口味，公司的客户包括以日本烟草和英美烟草为代表的全球领先的传统烟草公司，以及以 RELX 及 NJOY 为代表的专注于电子雾化产品的“新秀”烟草公司。

图 15：2016–2019H1 公司不同地域销售规模（人民币千元）

图 16：2019H1 公司不同地域销售市场份额（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所



资料来源：招股书，天风证券研究所

4. 未来：打造全球领先雾化科技平台

4.1. 进一步强化研发能力，跨行业扩领域拓展

扩大研究团队，实现跨行业创新。公司计划在深圳建立一所集团级研究中心并且成立海外研究所，增强对于电子雾化核心技术的研究，从而进一步巩固公司核心加热技术的业内领导力。此外，公司将投入资源进行跨行业创新和研发活动。举例而言，将电子雾化技术和产品应用于医疗保健行业是公司下一阶段研究的重点之一：2020 年 4 月，思摩尔与 AIM ImmunoTech (AIM, NYSE) 签署了一项材料转移协议 (MTA)，研究使用创新的雾化吸入输送装置将 AIM 的旗舰药物 Ampligen 作为治疗新冠肺炎大流行的潜在易于使用的治疗方法。Ampligen 已在阿根廷获准用于治疗肌痛性脑脊髓炎、慢性疲劳综合征 (ME/CFS)，且已在美国完成了 3 期临床试验。AIM 方面表示 Ampligen 有潜力成为一种预防性、早发性治疗的药物。

4.2. 新建生产基地，进一步满足业务增长需求

公司计划在广东省江门市及深圳市建立新的生产基地以提高生产能力。公司目前拥有十个生产基地，为了进一步提高制造能力，公司计划投入人民币 27 亿元至 30 亿元分两期建设江门产业园。第一期的总建筑面积约为 330,000 平方米，预计将于 2021 年开始运营，第二期计划于 2021 年开始建设。公司预计使用新江门产业园生产大众化产品，并计划通过将更多类似生产线整合于一个生产基地同时提高运营及生产效率。此外，公司拟在深圳建立一个产业园，其总建筑面积将约为 187,000 平方米。**配备自动化生产以及装配线，提高生产效率**，公司将在新生产基地内部设计及外部采购中使用更多先进及自动化生产及装配线，旨在使得江门产业园达致全自动化制造流程，进一步提高公司产能。

4.3. 增加客户粘性，进军新兴市场

定制生产设备，进一步加深现有客户群粘性。通过与客户的过去多年成功合作经验，公司已在行业中建立了良好的声誉和品牌。公司计划将继续与现有客户合作并为其定制生产设备从而增加客户粘性，以实现更高销量及更广泛的产品覆盖。

探索新型应用领域，吸引不同领域的新客户。作为全球最大的电子雾化设备制造商，公司将通过吸引新客户继续增加电子雾化行业的市场份额。此外，公司也将探索新的应用领域客户范围，特别是医疗及保健领域，以进军新兴市场并进一步多样化客户群。尤其在电子雾化设备的潜在应用方面，公司计划接触不同类型的客户，包括医学研究院及制药公司。

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