

日期: 2015 年 06 月 24 日

行业: 纺织服装、服饰业



刘丽  
021-53519888-1923  
liuli@shzq.com

执业证书编号: S0870510120018

上市合理估值 RMB27.37-33.45 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股)	58.80
发行后总股本 (百万股)	408.80
发行方式	网下询价
保荐机构	国泰君安证券

**主要股东 (IPO 前)**

红蜻蜓集团	51.32%
钱金波	13.85%
景林创投	5.83%

**收入结构 (2014Y)**

皮鞋	81.49%
皮具	11.01%
儿童用品	5.96%
服装	0.41%

报告编号: LL15-NSP07

首次报告日期: 2015 年 06 月 24 日

# 二三线城市领先品牌皮鞋企业

**■ 投资要点****公司简介**

红蜻蜓公司是一家以红蜻蜓品牌为主,集皮鞋、皮具、儿童用品的设计、开发、生产和销售为一体的时尚鞋服企业。公司以“自产加外协”为生产模式,以“直营和特许加盟”为销售模式,产品主要针对二、三线城市、经济强镇及一线城市二、三线商区 25-40 岁的消费者。截至 2014 年末,公司共有各类营销店铺(含加盟店)4,321 间,其中直营店(含商场店)502 间、加盟店 3819 间。公司同时也通过直营与代理方式开展电子商务业务,且增长迅速。

**募集资金项目简介**

红蜻蜓本次 IPO 募集资金将投向营销渠道建设和信息系统提升建设两个项目,募集资金总额为 97470.07 万元。营销渠道建设项目有助于完善公司营销网络布局,提升品牌形象和市场竞争力,促进销售收入持续增长;信息系统提升建设项目将强化公司对业务数据的管理应用水平,提高运营效率。

**盈利预测**

我们预计公司 2015 年、2016 年将实现营业收入分别为 32.70 亿元、35.78 亿元,年增长率分别为 4.54% 和 9.42%;实现归属于母公司的净利润分别为 3.55 亿元、3.93 亿元,年增长率分别为 8.40% 和 10.60%;每股收益分别为 0.87 元和 0.96 元。

**公司合理估值**

我们以鞋类上市公司作为红蜻蜓的相对估值参考,A 股可比公司星期六及奥康国际的估值均相对较高,2015 年动态市盈率分别为 159 倍和 52 倍;根据公司主营业务未来成长性评估,我们认为以 2015 年 35 倍市盈率为中枢,上下浮动 10% 给予公司 2015 年 31.5-38.5 倍市盈率较为合理,由此公司合理估值为 27.37-33.45 元/股。

**■ 数据预测与估值:**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3,221.54	3,127.96	3,269.99	3,578.08
年增长率	5.00%	-2.91%	4.54%	9.42%
归属于母公司的净利润	257.59	327.63	355.16	392.80
年增长率	-13.10%	27.19%	8.40%	10.60%
每股收益 (元)	0.63	0.80	0.87	0.96

注: 有关指标按发行后总股本 40880 万股摊薄

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处行业发展概况

红蜻蜓公司的主营业务为皮鞋、皮具、儿童用品的设计、开发、生产和销售，所处行业主要为皮鞋行业。

目前全球皮鞋行业形成了欧美皮鞋企业主要从事品牌运营，以中国为代表的发展中国家皮鞋企业主要从事生产加工的行业格局。国际知名皮鞋企业在发展中越来越将注意力集中到品牌建设和营销网络发展上，旨在全方位提高企业竞争力。

近年来中国皮鞋产量继续保持增长，但增速有所放缓，2009年-2013年五年分别实现产量35.9亿双、41.9亿双、42.7亿双、44.9亿双和49.3亿双。我国皮鞋行业呈现以下三个特点：1、皮鞋产能主要集中在东部，有向西部转移的趋势；2、皮鞋企业迈向品牌提升的新阶段；3、品牌皮鞋企业营销渠道建设在高速扩张后进入平稳发展阶段。

中国是世界最大的鞋类产品制造基地，也是世界第一大鞋类产品消费市场。根据 Euromonitor 统计，2013 年中国鞋类市场销售额达 3,208.97 亿元。随着中国城市化进程进一步加快，鞋类销售也将加速增长。随着国民可支配收入的不断增加，消费者人均鞋消费量将有提升空间，市场存在较大发展潜力。根据 Euromonitor 预测，2013 年-2018 年中国鞋类产品消费额将保持 6.40% 的复合平均增长率，预计到 2018 年将达到 4,383.90 亿元。

### 1.2 行业竞争格局

国内皮鞋行业竞争激烈，伴随着皮鞋消费市场逐年增大，国际品牌和国内知名品牌激励争夺市场份额。国际知名品牌及奢侈品牌有如 Salvatore Ferragamo、Gucci、LV、Hermès 等，这些品牌定价较高，消费群体主要集中在经济发达的一线城市；国内知名品牌主要有百丽、达芙妮等，这些品牌产品设计也越来越紧跟国际潮流，注重时尚，定价比较适中，在一、二线城市的竞争优势较为明显，其他品牌如红蜻蜓等在二、三线城市占据领先优势，并积极在一线城市开拓市场份额。此外，行业内还有一些作坊式的皮鞋制造企业，产品毛利较低，以生产规模赚取利润，品牌知名度低，消费对象以低端消费群体为主。

### 1.3 公司行业地位及竞争优势

公司是国内知名的品牌皮鞋企业，在同行业中，公司的综合实力较强。目前，公司营销网络覆盖全国各省、直辖市和自治区，并且在华东、华南、西南占据领先地位。截至 2014 年 12 月 31 日，公司共有各类营销店铺（含加盟店）4,321 间，在国内皮鞋企业中处在前列。根据 Euromonitor 报告，按 2013 年零售终端销售额统计，红蜻蜓皮鞋市场占有率为 1.4%，在所有皮鞋企业中位居第三位，仅次于百丽国际和达芙妮国际。

公司竞争优势主要表现在：

1、品牌优势：公司以品牌建设和产品设计为核心，结合公司自身及外部资源优势，构建了庞大的供应链体系和营销网络体系，成为我国皮鞋行业领先品牌；

2、营销网络优势：主要采取直营与特许加盟相结合的渠道发展模式，有效整合公司自身和加盟商资源，实现公司经营规模快速扩张；

3、供应链优势：公司在供应链整合方面具备先发优势，早于国内同行与外协工厂合作，推广外协生产。公司先后在温州、广州、上海、成都等地建立基地，集研发、生产、采购、销售为一体，利用规模优势降低成本；同时，公司将生产基地与市场对接，形成了完整、系统的快速反应链。

4、产品设计能力优势：公司在全球时尚中心如法国巴黎、意大利米兰设有时尚信息中心，把握国际最新流行趋势，为公司产品设计提供最新时尚元素。公司在温州、上海、广州、成都分别设有研发机构。同时，公司与陕西科技大学、温州大学等院校、爱尔思康科技（北京）有限公司等展开技术合作，开发新技术和新产品，满足消费者对时尚及舒适度的追求。

## 二、公司分析及募集资金投向

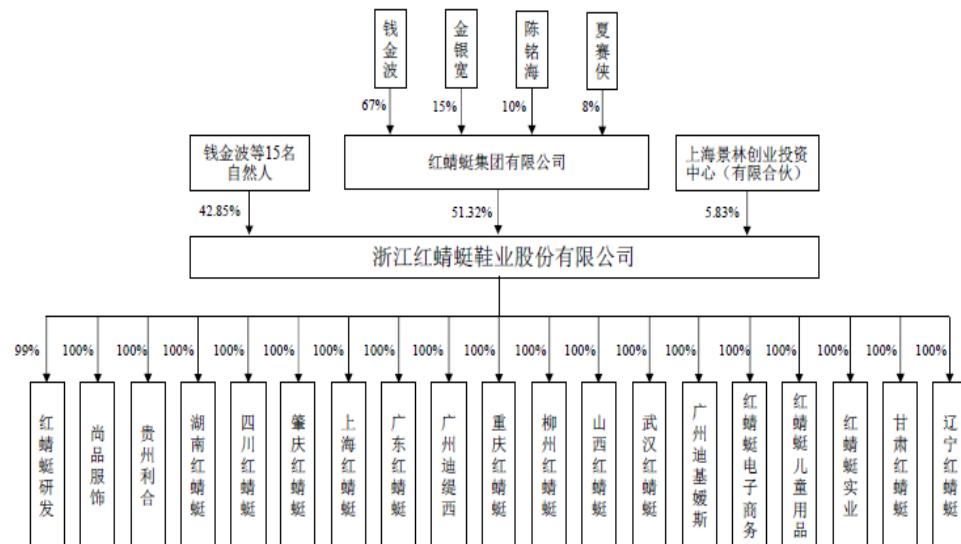
### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

红蜻蜓公司系由红蜻蜓集团与钱金波、金银宽等 15 名自然人于 2007 年 8 月 30 日签署《设立浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司之发起人协议》，共同发起设立的股份有限公司。

红蜻蜓集团为公司发起人及控股股东，本次发行前持有公司 179,623,000 股股份，占公司股份总数的 51.32%；钱金波先生直接持有公司 13.85% 的股权且直接持有红蜻蜓集团 67% 的股权，钱金波

先生合计控制公司 65.17%的股权，为公司实际控制人，本次发行后仍合计控制公司 55.80%的股权。

图 1 红蜻蜓股权结构（发行前）



资料来源：公司招股说明书

表 1 红蜻蜓发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例%	股数(万股)	比例%
红蜻蜓集团	17,962.30	51.32%	17,962.30	43.94%
钱金波	4,847.13	13.85%	4,847.13	11.86%
景林创投	2,040.00	5.83%	2,040.00	4.99%
金银宽等 14 名自然人	10,150.57	28.99%	10,150.57	24.82%
社会公众股	-	-	5,880.00	14.38%
合计	35,000.00	100.00%	40,880.00	100.00%

数据来源：公司招股说明书

## 2.2 公司业务简况及收入利润结构

红蜻蜓公司是一家以红蜻蜓品牌为主，集皮鞋、皮具、儿童用品的设计、开发、生产和销售为一体的时尚鞋服企业。公司注重塑造“红蜻蜓”品牌文化内涵，自创牌 20 年来，以“单品牌、多品类”为发展战略，以“自产加外协”为生产模式，以“直营和特许加盟”为销售模式，建立了扁平化的销售管理体系，为消费者提供时尚生活产品。公司自成立以来，一直主要从事成人皮鞋业务。2009 年起，

公司开始经营皮具业务；2010 年起，开始经营儿童用品业务。公司产品主要针对二、三线城市、经济强镇及一线城市二、三线商区 25-40 岁的消费者，主要产品皮鞋的零售价格在 300-500 之间。

目前，公司营销网络覆盖全国各省、直辖市和自治区，截至 2014 年 12 月 31 日，公司共有各类营销店铺（含加盟店）4,321 间，其中直营店（含商场店）502 间、加盟店 3819 间。

在电商布局上，公司于 2011 年设立子公司红蜻蜓电子商务，并在组织架构上成立了电子商务事业部，从设计研发、供应链组织乃至销售平台拓展均区别于线下业务，实现独立运作。公司的电子商务业务分为直营与代理两类。电子商务直营业务主要依托于淘宝平台，公司目前在天猫商城开设了六个品牌旗舰店，同时有自建平台 www.51hqt.com。目前公司通过代理模式开展业务的平台包括京东商城、亚马逊、好乐买、优购网等等。另外，公司于 2013 年下半年与唯品会也开展了品牌特卖方面的业务合作。2012-2014 年，公司电子商务渠道实现的销售收入分别为 11,218.29 万元、22,891.97 万元和 33,106.81 万元，增长迅速。

图 2 红蜻蜓主营收入构成（2011Y-2014Y）

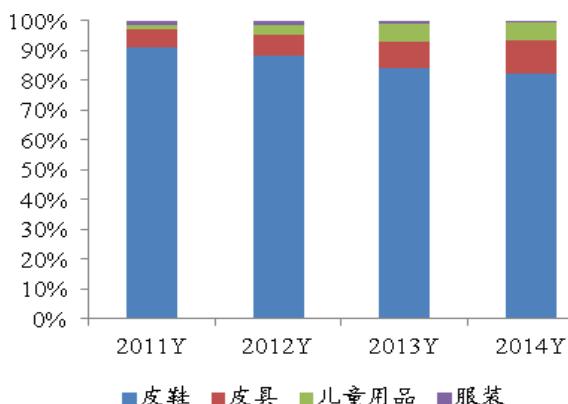
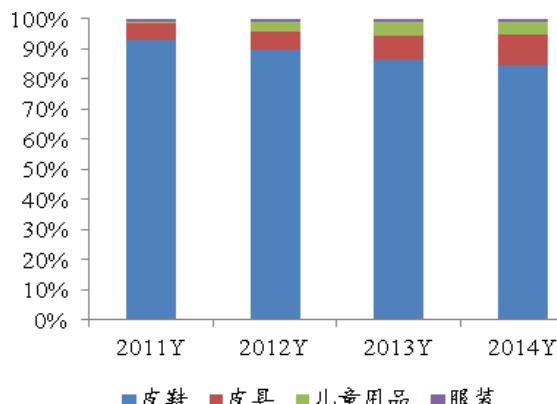


图 3 红蜻蜓主营毛利构成（2011Y-2014Y）



数据来源：公司招股说明书

公司主要产品为皮鞋、皮具、儿童用品等，皮鞋是公司主营收入及利润的最大来源，近年来所占比例均在 80% 以上。2014 年皮鞋、皮具、儿童用品在公司主营收入中的占比分别为 82.42%、11.14% 和 6.03%；在主营毛利中所占比例分别为 84.72%、10.14% 和 4.19%。

公司主营收入来源地区构成中，以华东、西南、华中、华南为主，2014 年四个区域的销售在主营收入中占比分别为 41.02%、17.25%、15.54% 和 12.65%，此外华北、西北、东北区域销售占比分别为 5.59%、5.46% 和 2.49%。

图 4 红蜻蜓主营收入地区构成 (2011Y-2014Y)

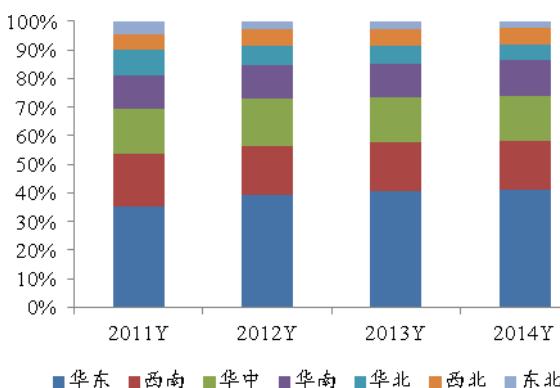


图 5 红蜻蜓销售渠道概况 (2011Y-2014Y)



数据来源：公司招股说明书

表 2 红蜻蜓主营收入销售渠道结构 (2012-2014Y, 单位：万元)

主营收入销售渠道 占比	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
特许加盟销售	231,282.44	74.79%	244,836.23	76.75%	241,177.51	79.27%
直营店销售	41,481.41	13.41%	47,991.68	15.04%	48,763.10	16.03%
其中：直营独立店	14,265.99	4.61%	15,437.63	4.84%	14,728.39	4.84%
直营商场店	27,215.41	8.80%	32,554.05	10.20%	34,034.71	11.19%
电子商务销售	33,106.81	10.71%	22,891.97	7.18%	11,218.29	3.69%
团体订购销售	3,387.25	1.10%	3,287.26	1.03%	3,091.62	1.02%
总计	309,257.91	100.00%	319,007.14	100.00%	304,250.52	100.00%

数据来源：公司招股说明书

### 2.3 募集资金投向

红蜻蜓本次 IPO 募集资金将投向营销渠道建设和信息系统提升建设两个项目，募集资金总额为 97,470.07 万元。营销渠道建设项目有助于完善公司营销网络布局，提升品牌形象和市场竞争力，促进销售收入持续增长；信息系统提升建设项目将强化公司对业务数据的管理和应用水平，提高运营效率。

表 3 红蜻蜓 IPO 募集资金项目概况 (单位：万元)

序号	项目名称	投资额	拟用募集资金投入总额
1	营销渠道建设项目	86,691.25	86,691.25
2	信息系统提升建设项目	10,778.82	10,778.82
合计		97,470.07	97,470.07

数据来源：公司招股说明书

## 1、营销渠道建设项目

公司计划在现有的营销渠道网络的基础上，通过开设直营独立店的方式，进一步挖掘二、三线市场的市场潜力，同时扩大在一线市场的影响力，抢占市场份额。营销渠道建设项目将通过购置方式建设 10 间旗舰店，20 间标准店；通过租赁方式建设 20 间旗舰店，80 间标准店。项目预计总投资 86,691.25 万元，其中建设投资 76,008.74 万元，流动资金 10,682.51 万元。项目建成后，公司预计可实现年收入 93,442.15 万元，净利润 11,996.14 万元。

## 2、信息系统提升建设项目

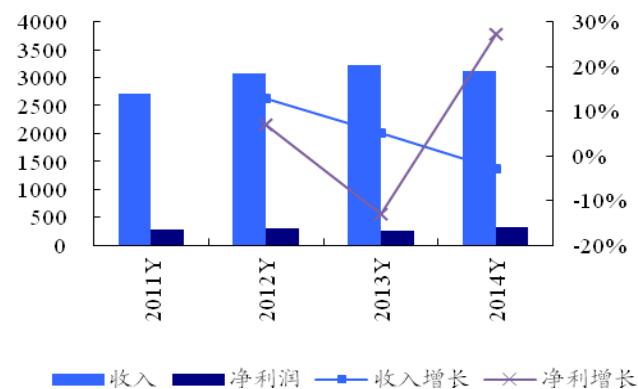
公司计划引入国内外先进信息化管理理念与应用软件，集中提升建设业务运营管理平台、经营决策支持平台、协同办公管理平台和系统网络支撑平台，通过整合信息数据管理与挖掘的多项辅助功能模块，着力打造高效、智能的信息化管理平台。项目投资预算总额为 10,778.82 万元，其中软件及硬件建设投资费用为 9,568.00 万元，其他费用为 1,210.82 万元。

## 三、财务状况和盈利预测

### 3.1 公司营收与净利润持续增长，14 年增速下降

公司 2012-2014 年分别实现营业收入 30.68 亿元、32.21 亿元和 31.28 亿元，年增长率分别为 12.88%、5.00% 和 -2.91%，受宏观经济环境影响，公司营业收入出现波动；2012-2014 年分别实现归属于母公司的净利润 2.96 亿元、2.58 亿元和 3.28 亿元，年增长率分别为 7.00%、-13.10% 和 27.19%，2014 年净利增幅较大主要因期间费用控制的结果。

图 6 红蜻蜓营业收入和净利润增长 (2011Y-2014Y)



资料来源：公司招股说明书

### 3.2 综合毛利率、净利率与可比公司比较

公司 2012 年、2013 年、2014 年综合毛利率分别为 35.50%、35.14%、34.28%；净利率分别为 9.66%、8.00% 和 10.47%。与同行业其他上市公司相比，由于渠道结构不同，公司综合毛利率水平低于直营渠道为主的上市公司，与渠道结构类似（经销渠道为主）的奥康国际相当；渠道结构的不同也影响了同行业上市公司不同的期间费用率表现，由于公司期间费用率相对较低，其净利率水平相对较高。

表 4 红蜻蜓毛利率&净利率同行业对比

综合毛利率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002291.SZ	星期六	52.21	46.75	48.10	51.44
603001.SH	奥康国际	34.56	37.16	40.01	35.49
1880.HK	百丽国际	57.20	56.60	57.55	57.51
0210.HK	达芙妮国际	61.14	59.16	55.89	55.41
1028.HK	千百度	63.53	63.30	62.05	63.39
<b>603116.SH</b>	<b>红蜻蜓</b>	<b>34.05</b>	<b>35.50</b>	<b>35.14</b>	<b>34.28</b>
期间费用率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002291.SZ	星期六	36.61	37.87	42.31	44.70
603001.SH	奥康国际	15.85	17.10	25.42	20.98
1880.HK	百丽国际	39.46	41.09	43.04	43.08
0210.HK	达芙妮国际	46.18	47.44	51.64	53.65
1028.HK	千百度	43.67	47.53	51.18	54.45
<b>603116.SH</b>	<b>红蜻蜓</b>	<b>21.17</b>	<b>22.45</b>	<b>22.45</b>	<b>20.11</b>
净利率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002291.SZ	星期六	7.38	3.60	1.96	2.20
603001.SH	奥康国际	15.42	14.86	9.81	8.71
1880.HK	百丽国际	14.70	13.24	12.38	11.86
0210.HK	达芙妮国际	10.86	9.06	3.14	1.76
1028.HK	千百度	14.18	12.86	9.49	8.74
<b>603116.SH</b>	<b>红蜻蜓</b>	<b>10.19</b>	<b>9.66</b>	<b>8.00</b>	<b>10.47</b>

数据来源：Wind 资讯

### 3.3 应收账款周转率&存货周转率同业比较

2012 年、2013 年、2014 年，公司应收账款周转率分别为 11.51 次、9.16 次和 7.73 次，从趋势上看因受消费市场疲弱影响有所下降。与同行业其他上市公司相比，高于 A 股另两家鞋类公司，低于港股

上市的达芙妮及百丽。

2012 年、2013 年、2014 年，公司存货周转率分别为 3.59 次、3.40 次和 3.28 次，趋势上有所下降，但仍高于同行业其他上市公司。

表 5 红蜻蜓资产周转能力指标对比

应收账款周转率

证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002291.SZ	星期六	3.39	2.75	2.72	2.47
603001.SH	奥康国际	4.50	3.31	2.40	2.77
1880.HK	百丽国际	11.90	11.18	11.22	9.90
0210.HK	达芙妮国际	35.39	33.91	29.33	29.92
1028.HK	千百度	9.65	8.39	6.62	7.14
<b>603116.SH</b>	<b>红蜻蜓</b>	<b>11.32</b>	<b>11.51</b>	<b>9.16</b>	<b>7.73</b>

存货周转率

证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002291.SZ	星期六	0.94	0.91	0.86	0.67
603001.SH	奥康国际	4.69	4.40	2.44	2.24
1880.HK	百丽国际	2.18	2.11	2.06	2.63
0210.HK	达芙妮国际	2.12	1.94	1.84	1.88
1028.HK	千百度	1.53	1.51	1.49	1.44
<b>603116.SH</b>	<b>红蜻蜓</b>	<b>3.61</b>	<b>3.59</b>	<b>3.40</b>	<b>3.28</b>

总资产周转率

证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002291.SZ	星期六	0.70	0.67	0.67	0.62
603001.SH	奥康国际	1.42	0.93	0.57	0.62
1880.HK	百丽国际	1.24	1.21	0.00	1.23
0210.HK	达芙妮国际	1.49	1.54	1.39	1.34
1028.HK	千百度	1.50	1.22	1.05	1.21
<b>603116.SH</b>	<b>红蜻蜓</b>	<b>1.23</b>	<b>1.29</b>	<b>1.24</b>	<b>1.15</b>

数据来源：Wind 资讯

### 3.4 业绩预测

我们预计公司 2015 年、2016 年将实现营业收入分别为 32.70 亿元、35.78 亿元，年增长率分别为 4.54% 和 9.42%；实现归属于母公司的净利润分别为 3.55 亿元、3.93 亿元，年增长率分别为 8.40% 和 10.60%；每股收益分别为 0.87 元和 0.96 元。

## 四、主要风险因素

### 1、市场环境和终端竞争风险

受市场环境变化和终端竞争加剧等因素的影响，公司的经营业绩增速放缓，未来公司的业绩存在一定程度的不确定性。如果我国宏观经济增速持续走低、市场环境持续恶化、终端竞争进一步加剧，公司存在营业利润大幅下降的风险。

### 2、存货金额较大的风险

随着公司营销网络终端的扩张和销售规模的扩大，公司用以直营终端铺货和持有以备加盟商提货的库存亦不断增加。若在未来中因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货积压或减值，将对公司经营造成不利影响。

## 五、估值及定价分析

我们以鞋类上市公司作为红蜻蜓的相对估值参考，A股可比公司星期六及奥康国际的估值均相对较高，2015年动态市盈率分别为159倍和52倍；根据公司主营业务未来成长性评估，我们认为以2015年35倍市盈率为中枢，上下浮动10%给予公司2015年31.5-38.5倍市盈率较为合理，由此公司合理估值为27.37-33.45元/股。

表 6 可比上市公司相对估值情况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		PB
			14A	15E	16E	14X	15X	
星期六	002291.SZ	21.35	0.10	0.13	0.17	215.78	159.45	129.00
奥康国际	603001.SH	42.31	0.64	0.82	0.98	65.69	51.90	43.17
百丽国际	1880.HK	9.28	0.56	0.58	0.62	16.43	15.96	14.86
达芙妮国际	0210.HK	1.91	0.11	0.15	0.21	17.89	12.72	9.24
千百度	1028.HK	3.58	0.12	-	-	29.56	-	-
均值						69.07	60.01	49.07
								3.49

数据来源：Wind 资讯；股价以2015年6月24日收盘价计算

## 六、附表

附表 1 红蜻蜓损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、营业总收入</b>	3,221.54	3,127.96	3,269.99	3,578.08	3,947.92
<b>二、营业总成本</b>	2,877.27	2,720.93	2,823.74	3,082.96	3,387.71
营业成本	2,089.50	2,055.69	2,120.83	2,297.87	2,511.56
营业税金及附加	23.70	21.67	22.56	24.69	27.24
销售费用	402.96	345.17	376.05	411.48	454.01
管理费用	294.10	277.04	294.30	339.92	386.90
财务费用	26.12	6.86	-10.00	-11.00	-12.00
资产减值损失	40.89	14.49	20.00	20.00	20.00
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	344.27	407.03	446.24	495.13	560.22
加: 营业外收入	20.54	21.23	20.00	20.00	20.00
减: 营业外支出	8.16	5.44	5.00	5.00	5.00
<b>五、利润总额</b>	356.65	422.82	461.24	510.13	575.22
减: 所得税	99.08	95.18	106.09	117.33	132.30
<b>六、净利润</b>	257.58	327.64	355.16	392.80	442.92
减: 少数股东损益	-0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	257.59	327.63	355.16	392.80	442.92
<b>每股收益</b>	0.63	0.80	0.87	0.96	1.08

资料来源: 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。