

2018年05月07日

拉芳家化 (603630.SH)

研发丰富产品矩阵 自媒体+美妆拓展新渠道

■17&18Q1 数据：2017年：营收 9.81 亿元/-6.47%，归母净利 1.38 亿元/-7.64%，扣非归母净利 1.24 亿元/-12.33%。18Q1：营收 2.21 亿元/-5.94%，归母净利 0.45 亿元/+31.94%，扣非归母净利 0.37 亿元/+9.79%。利润分配：以截止 17 年底公司总股本 1.744 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 1.18 元（含税）；同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股，本次公积金转增股本后公司总股数变更为 2.2672 亿股。

■营业收入略有下滑，中高端品牌“美多丝”增长势头良好。2017 年度，公司面临国内日化行业市场竞争持续加剧，原材料棕榈油价格上涨、网上零售等新兴业态蓬勃发展、产品结构优化及人工成本逐年增加等因素影响，营收 9.81 亿元同比下降-6.47%。18Q1 公司实现营收 2.21 亿元/-5.94%。①分产品看，公司 17 年洗护用品营收 8.92 亿元/-7.12%，香皂产品营收 0.56 亿元/+0.75%，略有增长。②分品牌看，公司中高端品牌“美多丝”实现营业收入 1.78 亿元/+13.10%，且 5 年复合增长率达到 69.01%。③分渠道看，公司实行经销、商超“双渠驱动”营销策略。17 年公司经销渠道营收为 6.25 亿元/-15.78%，占总营收比重降低为 63.69%/-7.09pct。商超渠道营收 2.66 亿元/+5.05%，公司大力发展一、二线城市的商超渠道，已成为少数几家进入商超渠道的洗护民族品牌企业之一。电商渠道营收 0.90 亿元/+70.29%，随电商零售新业态的发展，预期将贡献更多业绩。

■毛利率短期受原材料涨价影响有所下降，长期预计上升。2017 年公司销售毛利率 60.05%/+0.86pct，18Q1 公司毛利率 58.21%/-2.43pct，预计短期受原材料价格上涨影响，毛利率有所降低，长期呈现上升趋势。2017 年期间费用率 43.93%/+1.23pct，略有上升主要系营收减少叠加人工成本、电商平台费用增加所致。17 年业绩下滑叠加公司计提更多存货跌价准备导致归母净利降低，18 年有望实现业绩反弹。同时 18Q1 公司对宿迁百宝的投资收益增加，实现投资收益 744.55 万元/+2829.83%，公司整体业绩有望复苏。

■加大研发力度，丰富品牌矩阵。公司市场定位为大众洗护品牌，近年来公司将“美多丝”品牌的市场定位进行升级，主要定位于中高端市场，为适应消费者对洗护沐产品绿色、健康的消费需求特点，推出“依媚”、“娇草堂”、“曼丝娜”等品牌，构建品牌矩阵。2017 年公司

公司快报

证券研究报告

日用化学品

投资评级

买入-A

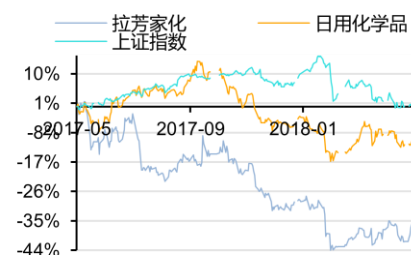
首次评级

6 个月目标价： 29.83 元
股价 (2018-05-07) 25.32 元

交易数据

总市值(百万元)	4,415.81
流通市值(百万元)	1,583.34
总股本(百万股)	174.40
流通股本(百万股)	62.53
12 个月价格区间	21.73/39.55 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.54	21.62	-38.59
绝对收益	4.71	14.67	-37.5

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

研发费用率 3.47%/+0.04pct,实现新增授权专利共 23 项。获得国家知识产权局授予的“国家知识产权优势企业”等荣誉。

■收购宿迁百宝，自媒体电商+美妆促发展。2017 年 9 月收购国内最具代表性的社群电商企业之一宿迁百宝 20%股权，主要通过微信公众平台平台上低成本聚拢精准粉丝，并依托忠实粉丝群体的高转化率实现婴幼儿用品、女性用品的规模化销售。公司美妆及护肤品未来有望通过头部公众号、微博等平台的 KOL 助力产品的宣传，提升品牌认知。2016 年，拉芳家化作为主要出资人在珠海成立拉芳易简基金，持股 71.42%，投资的领域包括新媒体、跨境电商和垂直电商等新兴经济，旨在通过粉丝转化促进销售。2018 年 4 月，公司拟出资 4700 万元发起设立珠海拉芳品观华熙美妆产业基金。

■大股东二级市场增持彰显公司未来发展信心，实行股权激励计划有望注入管理活力。公司控股股东、实际控制人吴桂谦先生自 2018 年 2 月通过二级市场（包括但不限于集中竞价和大宗交易的方式）增持公司股份。截至 2018 年 5 月 4 日，上述股份增持计划时间过半，累计增持公司股份 33.63 万股，占公司总股本的比例为 0.19%；合计持有公司股份共计 5301.60 万股，占比 30.40%；公司向 69 名核心业务人员与高管授予 116 万份股票期权，行权价为 32.75 元/股，有利于进一步激发公司管理活力。

■投资建议：首次覆盖给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 29.73 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 24.06%、17.58%、11.58%，净利润增速分别为 39.78%、15.60%、10.18%。2018-2020 年 EPS 分别为 1.03/1.23/1.43，PE 分别为 23.7x/19.8x/17.2x，成长性突出。

■风险提示：经济发展进入新常态、日化行业竞争日趋激烈、网上零售等新兴业态蓬勃发展、原材料价格上涨风险

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,049.0	981.1	1,125.7	1,351.0	1,605.6
净利润	149.5	138.0	179.8	215.4	248.6
每股收益(元)	0.86	0.79	1.03	1.23	1.43
每股净资产(元)	4.82	9.74	10.70	11.83	13.18

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	28.5	30.9	23.7	19.8	17.2
市净率(倍)	5.1	2.5	2.3	2.1	1.9
净利润率	14.2%	14.1%	16.0%	15.9%	15.5%
净资产收益率	17.8%	8.1%	9.6%	10.4%	10.8%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%
ROIC	60.4%	34.9%	17.4%	36.7%	29.1%

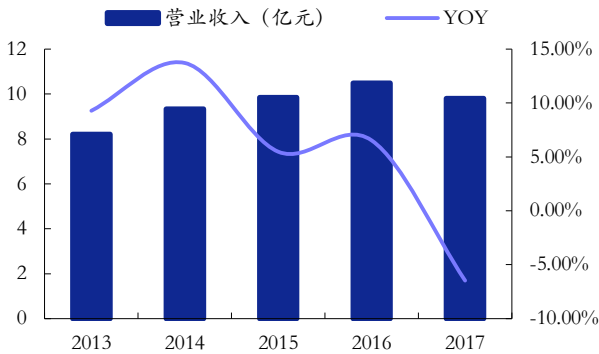
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

一、17年及18年一季度：

17&18Q1 数据：

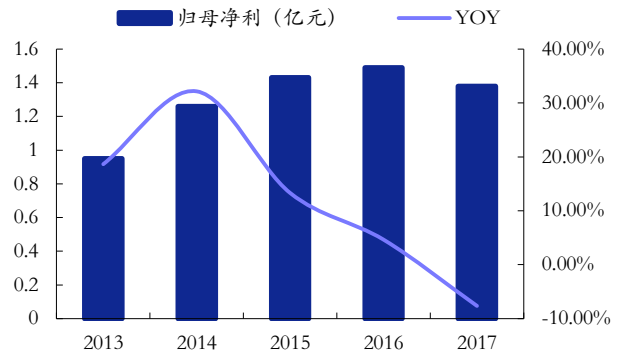
2017年：公司实现营收 9.81 亿元/-6.47%，归母净利润 1.38 亿元/-7.64%，扣非后归母净利润 1.24 亿元/-12.33%，扣非后 EPS 为 0.75 元/-29.91%。

图 1：17 年公司营收变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：17 年归母净利润变化

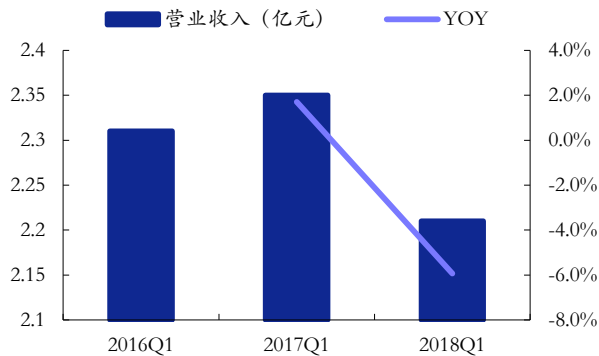


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

利润分配：以截止 17 年底公司总股本 1.744 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 1.18 元（含税）；同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股，本次公积金转增股本后公司总股数变更为 2.2672 亿股。

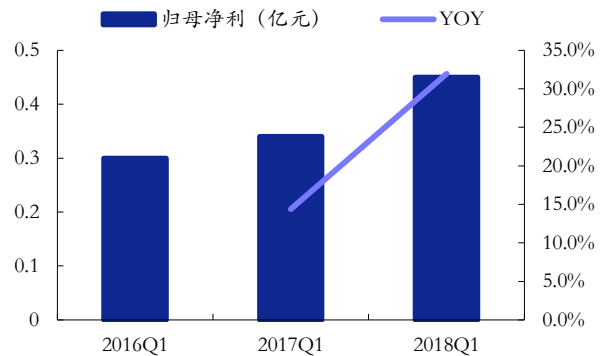
18Q1：公司实现营收 2.21 亿元/-5.94%，归母净利润 0.45 亿元/+31.94%，扣非后归母净利润 0.37 亿元/+9.79%，EPS 为 0.26 元/+31.95%。

图 3：18Q1 公司营收



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：18Q1 归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

业绩点评：

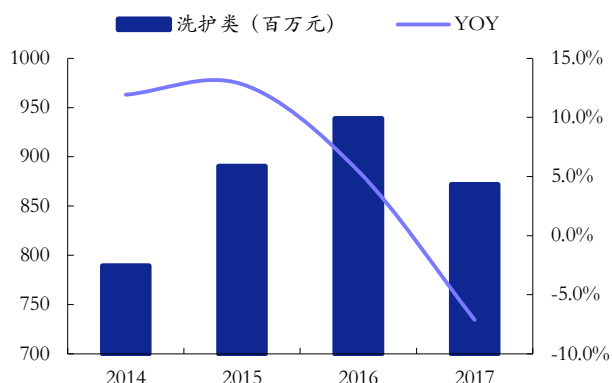
1) 营业收入略有下滑，中高端品牌“美多丝”增长势头良好。

2017 年公司实现营收 9.81 亿元/-6.47%，18Q1 公司实现营收 2.21 亿元/-5.94%。营收下滑主要系国内日化行业市场竞争持续加剧，原材料棕榈油价格上涨、网上零售等新兴业态蓬勃发展、公司产品结构优化及人工成本逐年增加所致。

①分产品看，公司 17 年洗护用品营收 8.92 亿元/-7.12%，膏霜、护发素、沐浴露洗发露、啫喱产品销量均同比下降。香皂产品营收 0.56 亿元/+0.75%，略有增长，销售量 45.09 万件/+1.08%。

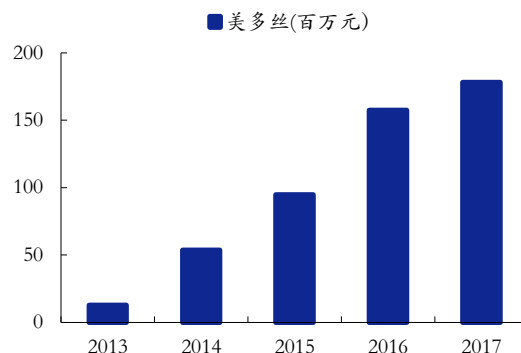
②分品牌看，公司中高端品牌“美多丝”实现营业收入 1.78 亿元/+13.10%，且 5 年来保持较高增速，复合增长率达到 69.01%，在公司整体营收下滑条件下仍保持较高增长。

图 5：洗护类产品营收下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：美多丝产品增速较快

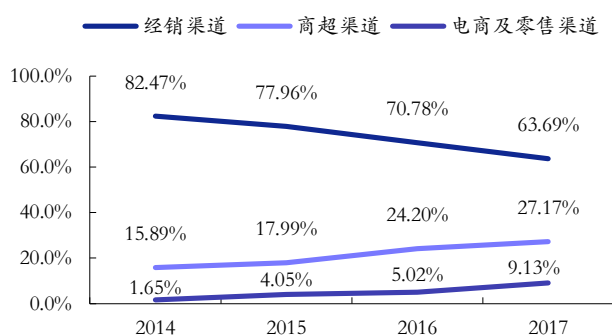


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

③分渠道看，公司实行经销、商超“双渠驱动”营销策略。17 年商超渠道营收 2.66 亿元/+5.05%，近年来公司大力发展一、二线城市的商超渠道，通过选取大型商场、超市作为销售载体，在提升产品销量的同时展示品牌形象，达到销售与宣传并举的目的。目前，公司已成为少数几家进入商超渠道的洗护民族品牌企业之一。公司商超渠道主要包括沃尔玛、家乐福、易初莲花、乐天玛特、乐购、欧尚、大润发等知名商超。

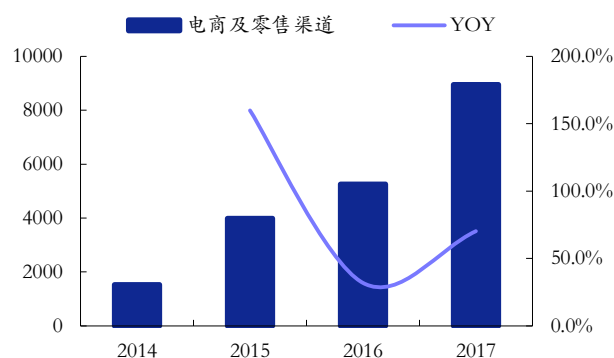
17 年公司经销渠道营收为 6.25 亿元/-15.78%，占总营收比重降为 63.69%/-7.09pct。电商渠道营收 0.90 亿元/+70.29%，公司主要与京东、天猫等电商平台进行合作，随着电商零售新业态的发展，预期电商渠道将贡献更多业绩。

图 7：公司渠道



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 8：电商渠道增长较快

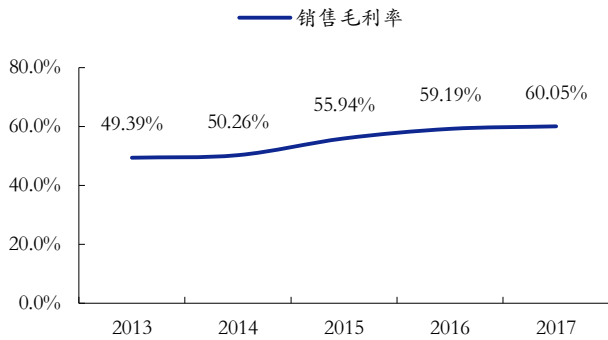


资料来源：安信证券研究中心

2) 毛利率短期受原材料涨价影响有所下降，长期预计上升。

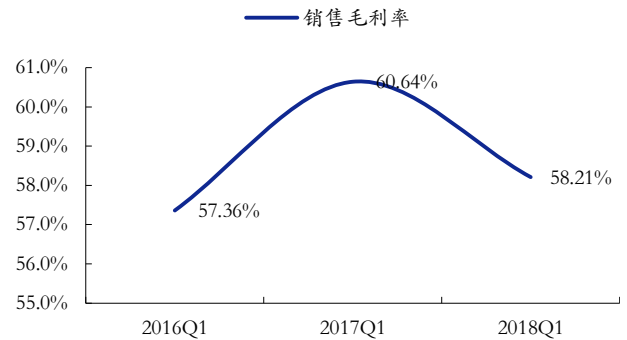
2017 年公司销售毛利率 60.05%/+0.86pct，2018Q1 公司毛利率 58.21%/-2.43pct，预计短期受原材料价格上涨影响毛利率有所降低，长期呈现上升趋势。

图 9：17 年毛利率上升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

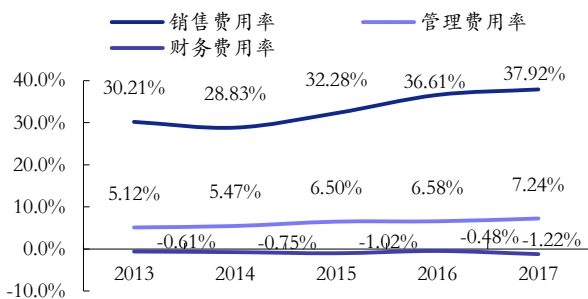
图 10：毛利率变化情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

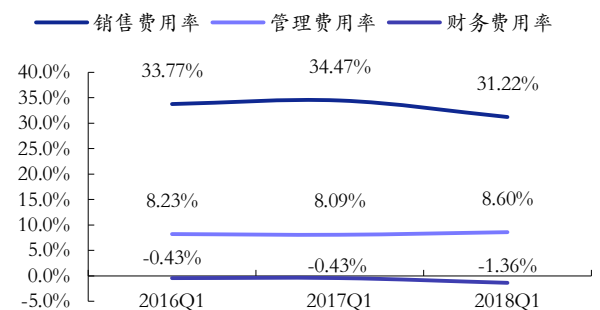
2017 年期间费用率 43.93%/+1.23pct，略有上升主要系营收减少叠加人工成本、电商平台费用增加所致。其中销售费用率 37.92%/+1.31pct，主要系营收减少而人工成本增加所致，同时公司加大电商渠道建设力度，电商平台费用 0.28 亿元/+57%；管理费用率 7.24%/+0.66pct；财务费用率-1.22%/-0.75pct，主要系利息收入增加所致。

图 11：17 年期间费用



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：18Q1 期间费用



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2018Q1 期间费用率 38.46%/-3.67pct，其中销售费用率 31.22%/-3.25pct，管理费用率 8.60%/+0.51pct，财务费用率-1.36%/-0.93pct，主要系银行存款增加所致。

3) 17 年业绩下滑导致归母净利降低，18 年有望实现业绩反弹。

2017：实现归母净利润 1.38 亿元/-7.64%，扣非后归母净利 1.24 亿元/-12.33%。主要系营收下滑叠加公司计提更多存货跌价准备所致；2018Q1：归母净利润 0.45 亿元/+31.94%，扣非后归母净利 0.37 亿元/+9.79%，净利润同比增加主要系毛利率提升所致，同时银行理财产品收益增加及对宿迁百宝的投资收益增加引致公司实现投资收益 744.55 万元/+2829.83%，此外公司营收下滑减少，业绩有望复苏，计提坏账损失与存货跌价准备减少。

二、核心看点：

1) 大股东二级市场增持彰显公司未来发展信心，实行股权激励计划有望注入管理活力。公

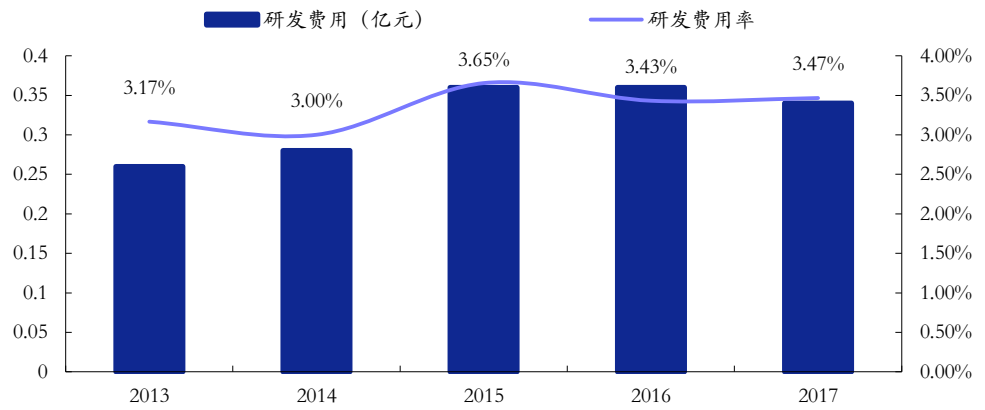
司控股股东、实际控制人吴桂谦先生计划自 2018 年 2 月 2 日起 6 个月内通过上海证券交易所交易系统（包括但不限于集中竞价和大宗交易的方式）增持公司股份。截至 2018 年 5 月 4 日，上述股份增持计划时间过半，吴桂谦先生累计增持公司股份 33.63 万股，占公司总股本的比例为 0.19%；合计持有公司股份共计 5301.60 万股，占公司总股本 30.40%；2017 年公司向 69 名核心业务人员与高管授予 116 万份股票期权，行权价为 32.75 元/股，有利于进一步激发公司管理活力。

2) 丰富品牌矩阵、发力中高端品牌“美多丝”。公司市场定位为大众洗护品牌，主要产品包括洗发水、护发素、沐浴露、香皂、膏霜等洗护沐产品，旗下拥有“拉芳”、“美多丝”、“雨洁”、“缤纯”、“圣峰”等核心品牌。将“美多丝”品牌的市场定位进行升级，主要定位于中高端市场，近年来美多丝品牌增长较快。为了适应消费者对洗护沐产品绿色、健康的消费需求特点，公司推出“依媚”、“娇草堂”、“曼丝娜”等品牌，通过不断丰富品牌和品类矩阵，从而实现拓宽消费层次的覆盖面，促进业绩持续增长，进一步提升公司在国内日化行业的影响力。

3) 收购宿迁百宝，自媒体电商+美妆促发展。公司已形成以经销和商超渠道为主，电商渠道为辅，覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区的立体营销渠道。2017 年公司对销售渠道的布局进行调整优化，重点拓展现代渠道（如大卖场、超市、小型超市等）、化妆品专营店及电子商务（如京东、天猫等）等新兴渠道。2017 年 9 月收购宿迁百宝 20% 股权，宿迁百宝的主营业务主要是在母婴与泛女性领域利用内容与产品聚集用户并向其销售商品与服务。主要通过微信公众号平台上撰写优质文章低成本聚拢精准粉丝、向粉丝提供优质服务提升粘度，并依托忠实粉丝群体的高转化率实现婴幼儿用品、女性用品的规模化销售，是目前国内最具代表性的社群电商企业之一。公司美妆及护肤品未来有望通过头部公众号、微博等平台的 KOL 助力产品的宣传，提升品牌认知，从而达成产品的前期销售等工作。同时以自建和投资的方式快速搭建线上主流销售平台的团队和模式；线下以拉芳多年的沉淀为基础，以拉芳品观线下 CS 基金为依托，大力拓展以购物中心为主的 CS 渠道，从而提升公司综合竞争力，努力使公司成为化妆品行业一流企业。2016 年，拉芳家化作为主要出资人在珠海成立拉芳易简基金，持股 71.42%，投资的领域包括新媒体、跨境电商和垂直电商等新兴经济，旨在通过粉丝转化促进销售。

4) 推进创新驱动，加大研发力度。2017 年公司研发费用率 3.47%/+0.04pct，实现新增授权专利共 23 项，其中：发明专利 7 项，外观专利 16 项；公司及子公司新增商标 138 项，其中国内商标 121 项。公司发明专利《含有重要本草植物的去屑护发组合物、洗发露及其制备方法》获得中国第十八届专利优秀奖。参与制定《洗发沐浴露》及《润发液》等 28 项行业标准（团体标准），获得国家知识产权局授予的“国家知识产权优势企业”等荣誉。继续聚焦洗护沐，并加大对膏霜、儿童、口腔护理等领域产品的研发，通过持续与德之馨、巴斯夫、瓦克等国际性机构合作，不断研发新产品。

图 13: 研发费用率较高



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,049.0	981.1	1,125.7	1,351.0	1,605.6	成长性					
减:营业成本	428.0	392.0	448.3	536.1	637.4	营业收入增长率	6.5%	-6.5%	14.7%	20.0%	18.8%
营业税费	10.0	12.8	11.3	13.5	16.1	营业利润增长率	-1.7%	-7.8%	33.2%	19.0%	16.0%
销售费用	384.5	371.5	412.6	500.6	597.1	净利润增长率	4.6%	-7.6%	30.2%	19.8%	15.4%
管理费用	68.6	70.6	76.0	92.3	111.2	EBITDA 增长率	0.9%	-11.9%	29.5%	16.9%	15.6%
财务费用	-5.1	-12.1	-20.5	-25.5	-27.9	EBIT 增长率	1.0%	-13.9%	32.1%	18.4%	16.8%
资产减值损失	0.3	3.3	1.4	0.8	0.5	NOPLAT 增长率	1.8%	-11.4%	29.6%	18.8%	16.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.4%	159.3%	-43.5%	47.0%	-8.2%
投资和汇兑收益	1.6	6.3	5.0	6.8	7.3	净资产增长率	21.6%	102.3%	9.9%	10.5%	11.4%
营业利润	164.4	151.5	201.7	240.0	278.5	利润率					
加:营业外净收支	10.1	7.6	6.1	8.2	8.1	毛利率	59.2%	60.0%	60.2%	60.3%	60.3%
利润总额	174.4	159.1	207.8	248.3	286.6	营业利润率	15.7%	15.4%	17.9%	17.8%	17.3%
减:所得税	25.0	21.1	28.1	32.9	38.0	净利润率	14.2%	14.1%	16.0%	15.9%	15.5%
净利润	149.5	138.0	179.8	215.4	248.6	EBITDA/营业收入	16.5%	15.6%	17.6%	17.1%	16.6%
						EBIT/营业收入	15.2%	14.0%	16.1%	15.9%	15.6%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	26	26	19	12	7
货币资金	488.1	795.3	1,353.7	1,311.7	1,608.3	流动营业资本周转天数	46	133	126	89	98
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	276	441	538	513	491
应收账款	78.0	90.8	74.3	132.2	120.2	应收账款周转天数	25	31	26	28	28
应收票据	-	0.2	0.2	0.2	0.3	存货周转天数	76	92	77	81	83
预付账款	9.4	3.1	20.5	5.2	23.0	总资产周转天数	335	543	642	595	557
存货	238.4	264.4	219.5	386.5	355.6	投资资本周转天数	98	228	225	167	160
其他流动资产	45.3	392.5	147.7	195.2	245.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	17.8%	8.1%	9.6%	10.4%	10.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.8%	7.3%	8.4%	9.2%	9.4%
长期股权投资	99.8	207.3	207.3	207.3	207.3	ROIC	60.4%	34.9%	17.4%	36.7%	29.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	75.8	67.6	52.7	37.7	22.8	销售费用率	36.7%	37.9%	36.7%	37.1%	37.2%
在建工程	1.7	4.4	4.4	4.4	4.4	管理费用率	6.5%	7.2%	6.8%	6.8%	6.9%
无形资产	37.7	50.0	48.5	46.9	45.4	财务费用率	-0.5%	-1.2%	-1.8%	-1.9%	-1.7%
其他非流动资产	5.5	5.7	6.1	5.8	5.8	三费/营业收入	42.7%	43.8%	41.6%	42.0%	42.4%
资产总额	1,079.8	1,881.3	2,134.9	2,333.0	2,638.2	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	22.2%	9.7%	12.6%	11.6%	12.9%
应付账款	89.3	97.0	77.7	141.4	129.2	负债权益比	28.5%	10.7%	14.4%	13.1%	14.8%
应付票据	44.9	-	32.8	19.5	41.2	流动比率	3.77	9.07	7.09	7.87	7.19
其他流动负债	93.6	73.5	145.4	97.1	157.1	速动比率	2.72	7.52	6.24	6.38	6.10
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-31.17	-11.33	-8.82	-8.42	-8.98
其他非流动负债	11.9	11.7	12.0	11.8	11.8	分红指标					
负债总额	239.8	182.2	268.0	269.8	339.2	DPS(元)	0.17	-	0.07	0.11	0.07
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	20.0%	0.0%	6.7%	8.9%	5.2%
股本	130.8	174.4	174.4	174.4	174.4	股息收益率	0.7%	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%
留存收益	709.2	1,524.7	1,692.5	1,888.8	2,124.5						
股东权益	840.0	1,699.1	1,866.9	2,063.2	2,298.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	149.5	138.0	179.8	215.4	248.6	EPS(元)	0.86	0.79	1.03	1.23	1.43
加:折旧和摊销	14.0	15.5	16.5	16.5	16.5	BVPS(元)	4.82	9.74	10.70	11.83	13.18
资产减值准备	0.3	3.3	-	-	-	PE(X)	28.5	30.9	23.7	19.8	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	2.5	2.3	2.1	1.9
财务费用	0.1	-0.0	-20.5	-25.5	-27.9	P/FCF	147.2	-10.3	7.5	-183.9	13.8
投资损失	-1.6	-6.3	-5.0	-6.8	-7.3	P/S	4.1	4.3	3.8	3.2	2.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	26.1	14.7	12.8	9.9
营运资金的变动	-12.1	-447.6	353.4	-241.0	42.1	CAGR(%)	12.9%	21.7%	8.0%	12.9%	21.7%
经营活动产生现金流量	184.1	59.4	524.2	-41.4	272.0	PEG	2.2	1.4	3.0	1.5	0.8
投资活动产生现金流量	-152.4	-466.0	5.0	6.8	7.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-7.4	720.1	29.2	-7.3	17.3	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034