

证券研究报告

2019年07月29日

行业报告 | 行业专题研究

商业贸易

珀莱雅&丸美对比研究：探索国货龙头之光

作者：

分析师 刘章明 SAC执业证书编号：S1110516060001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 公司历史&管理模式

丸美17年如一日深耕眼部护理，珀莱雅深耕护肤彩妆多年铸经典。丸美销售以华北&华东为主，珀莱雅销售以华中&华东为主。丸美股权高度集中，珀莱雅股权相对分散。珀莱雅实行业务部组织架构，丸美实行集权式组织架构。

## 公司运营

1) 品牌：珀莱雅差异化定位满足多层次客户群，丸美深耕眼部护理，珀莱雅通过投资孵化，打造大美业生态圈。2) 产品：两家均以护肤为主，护肤细分品类中丸美眼部护理占比33.8%，销量TOP10产品平均价格珀莱雅为¥96，丸美为¥186。3) 营销：珀莱雅紧抓时尚趋势新聘流量小生，丸美精选代言人塑造高端形象。销售费用率珀莱雅高于丸美3.6pct，广告费用率丸美高于珀莱雅3.5pct。4) 渠道：丸美线上经销占比达71.6%，珀莱雅线上经销占比为54.2%。两家线上线下占比相近，丸美线下百货渠道占比高于珀莱雅。丸美&珀莱雅约3-4折供货给经销商。4) 研发：两家研发费用率均在2%左右，珀莱雅研发费用高于丸美。

## 财务重点指标比较

营收&归母净利润：2016年业绩均出现下滑，2017/2018年均实现高速增长；毛利率：丸美毛利率高于珀莱雅约4.3pct，主品牌毛利率均高于其他品牌，丸美眼部护肤类毛利率高达73%；净利率：丸美高于珀莱雅14.2pct；管理费用率：丸美低于珀莱雅2.7pct；应收账款周转率：丸美高于珀莱雅，丸美先款后货，珀莱雅账期约1-3个月；存货：两家均1年4转；ROE：丸美高于珀莱雅13.2pct

**风险提示：新品销售不及预期，市场竞争激烈**

### 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-07-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603983.SH	丸美股份	32.54	买入	1.04	1.16	1.31	1.48	31.29	28.05	24.84	21.99
603605.SH	珀莱雅	68.06	买入	1.43	1.92	2.51	3.34	47.59	35.45	27.12	20.38

资料来源：wind，天风证券研究所

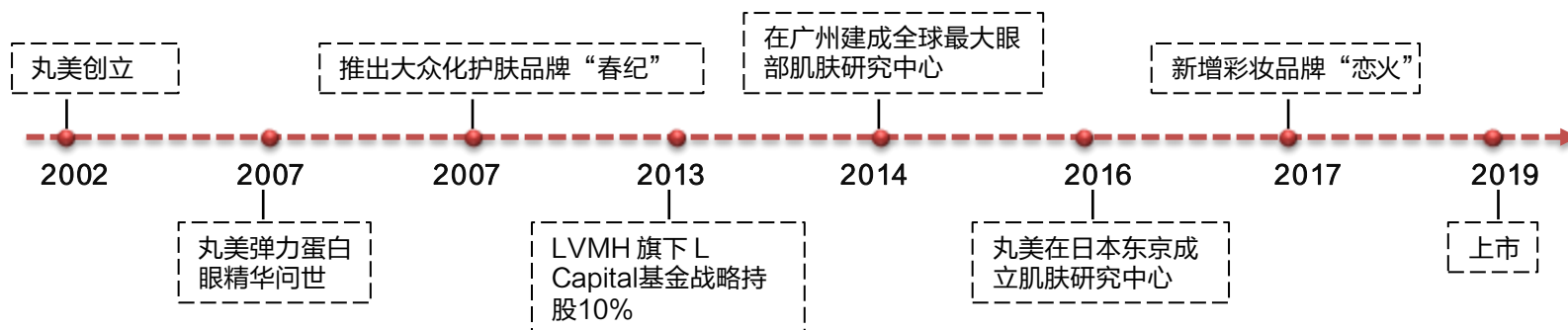
# 目录

- 1、公司历史
- 2、管理模式
- 3、公司运营
- 4、财务重点指标比较

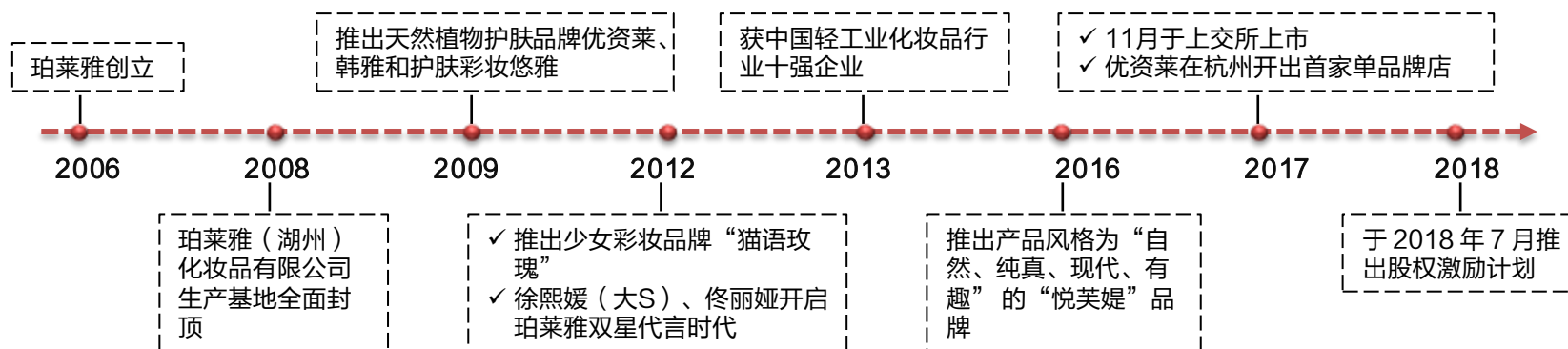
# 1 公司历史

# 1.1 发展历程：丸美17年如一日深耕眼部护理，珀莱雅深耕护肤彩妆多年铸经典

丸美发展历程



珀莱雅发展历程

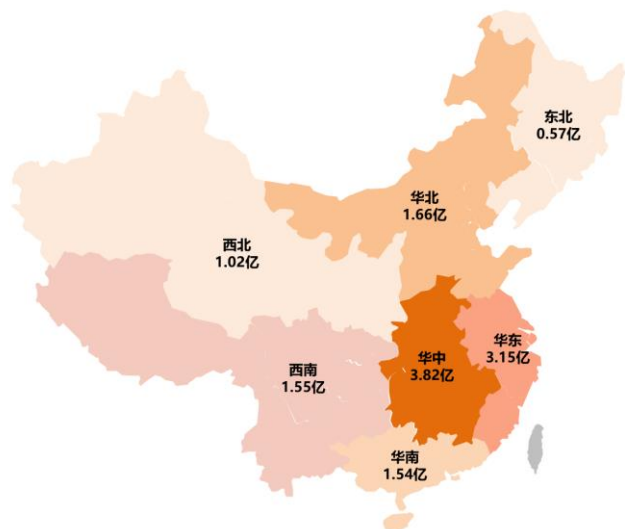


资料来源：公司招股说明书、公司官网、公司公告、腾讯网、搜狐网、中国品牌库等，天风证券研究所

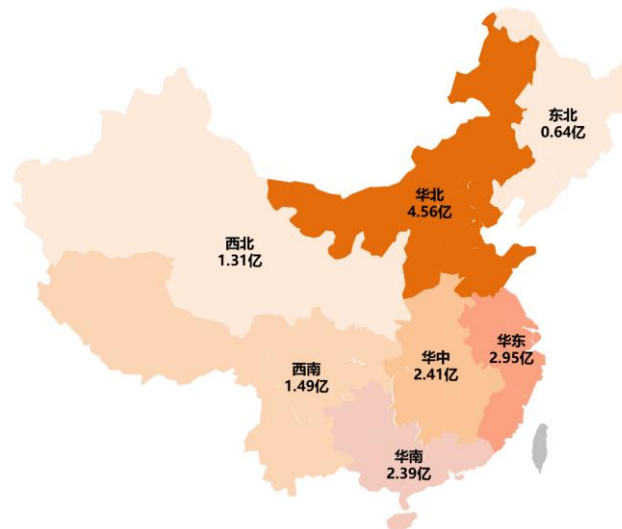
## 1.2 销售热力图：丸美销售以华北&华东为主，珀莱雅销售以华中&华东为主

- 丸美销售以华北、华东地区为主，2018年华北和华东销售收入占比分别达28.92%和18.72%
- 珀莱雅销售以华中、华东地区为主，除线上销售外，2018年华中和华东销售收入占比分别达16.16%和13.35%

2018年珀莱雅销售收入分布热力图（注：线上销售10.28亿）



2018年丸美销售收入分布热力图



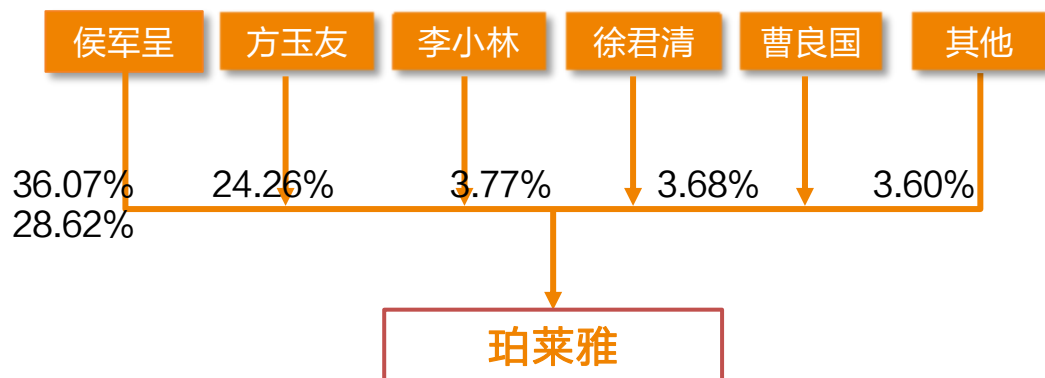
资料来源：公司年报，天风证券研究所

# 2 管理模式

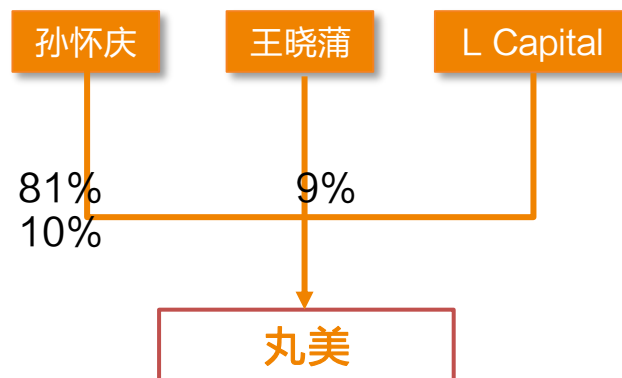
## 2.1 股权结构：丸美股权高度集中，珀莱雅股权相对分散

- **丸美**：股权高度集中，孙怀庆夫妇共持股90%
- **珀莱雅**：实际控制人侯军呈持股36.07%，二股东方玉友持股24.26%

珀莱雅股权结构图



丸美股权结构图



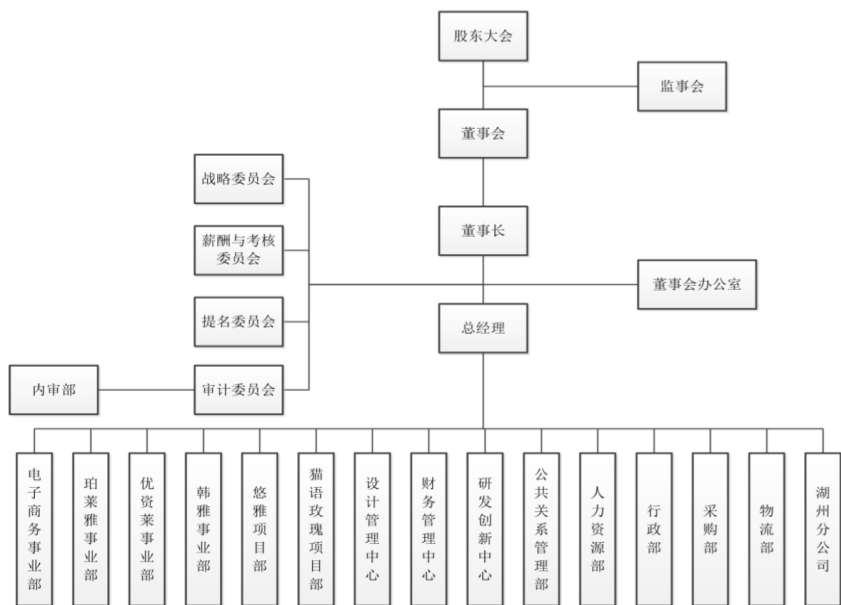
资料来源：珀莱雅2019Q1季报，丸美招股说明书，天风证券研究所



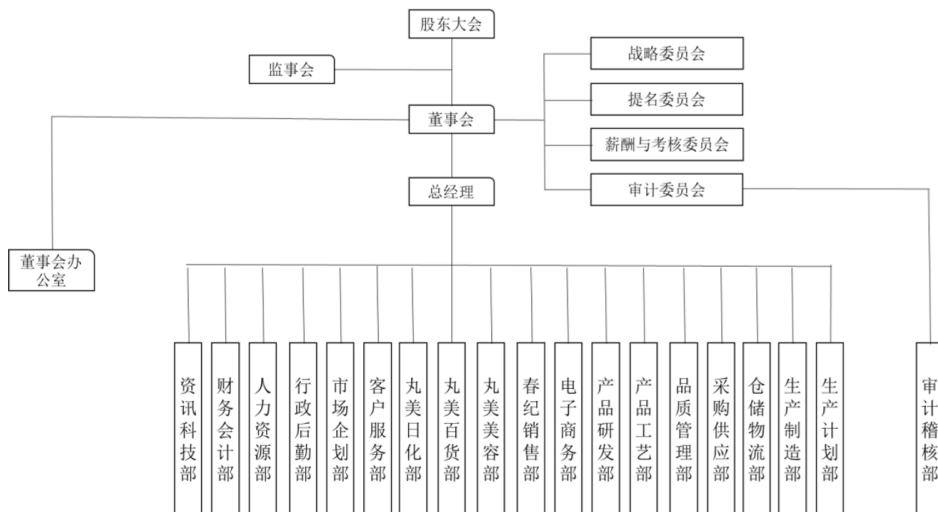
## 2.2 组织架构：珀莱雅实行事业部组织架构，丸美实行集权式组织架构

- **珀莱雅**：实行事业部组织架构，各事业部事务相对独立，公司负责提供资金、财务、人力、工厂、物流等资源支持，每个事业部有自己的收入和利润考核目标
- **丸美**：则实行集权式组织架构

珀莱雅组织架构



丸美组织架构









资料来源：招股说明书，天风证券研究所




# 3 公司运营

# 3.1 品牌：珀莱雅差异化定位满足多层次客户群，丸美深耕眼部护理

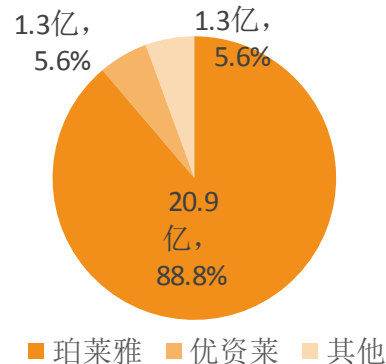
珀莱雅品牌矩阵

品类	子品牌名称	品牌定位	消费者年龄层	价格区间 (单品)	2017H1 直营网店客户 购买次数≥2 次占比
护肤	 珀莱雅	海洋护肤	16-50 岁	39-210 元	33.89%
护肤	 优资莱	茶养护肤	18-50 岁	26-468 元	
护肤+彩 妆	 HAPSODE 悦芙媄	自然、纯真、现代、 有趣	20-35 岁	20-170 元	
护肤	 ANYA 安妍	高功能护肤	18-50 岁	39-254 元	
彩妆	 YOYA 悠雅	时尚彩妆	20-35 岁	29-199 元	
彩妆	 甜美恋爱系 自然彩妆	甜美恋爱系 自然彩妆	20-35 岁	39-139 元	

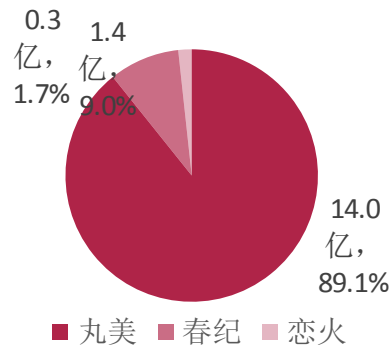
丸美品牌矩阵

品类	子品牌名称	品牌定位	消费者年龄层	价格区间 (单品)	2018 年天猫直营客户 购买次数≥2 次占比
护肤	 MARUBI 丸美	尊贵优雅	25-45 岁	100-400 元	45.27%
彩妆	 春纪 两颊肌肤一辈子	青春时尚	18-35 岁	40-180 元	
彩妆	 Passional Lover LOVE LIKE FIRE	现代时尚	18-40 岁	50-180 元	

珀莱雅分品牌收入构成 (亿元, %)



丸美分品牌收入构成 (亿元, %)



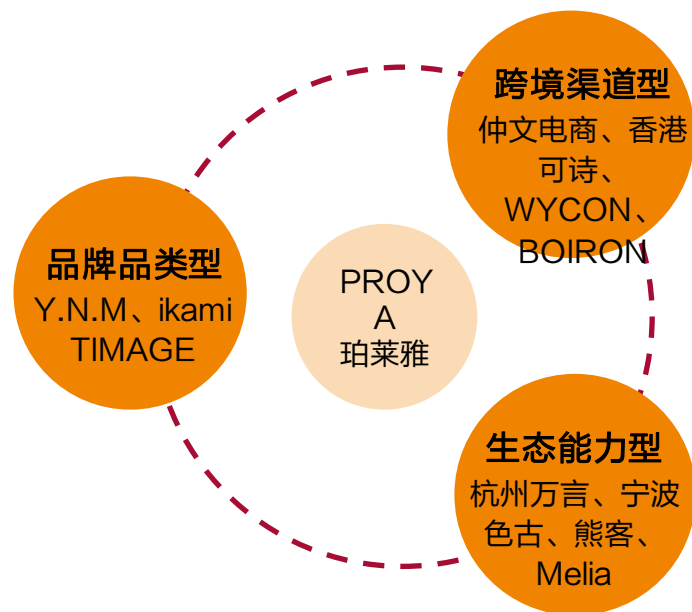
资料来源：公司公告、官网，天风证券研究所

### 3.1 品牌：珀莱雅通过投资孵化，打造大美业生态圈

珀莱雅通过投资孵化，打造大美业生态圈

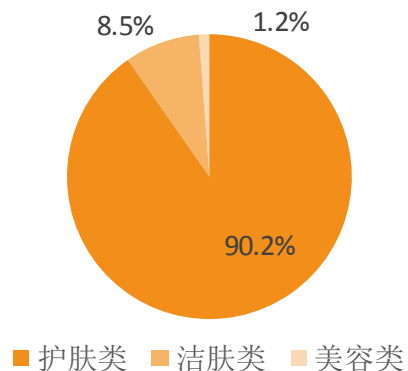


珀莱雅投资布局一览

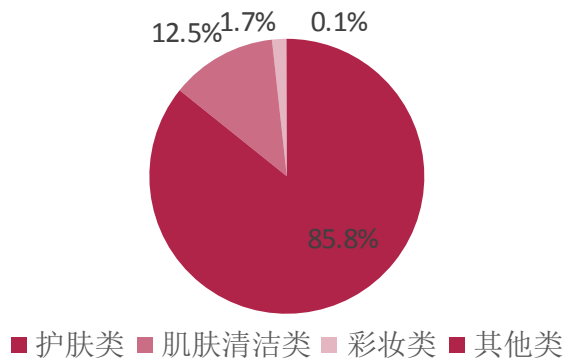


## 3.2 产品：两家均以护肤为主，护肤细分品类中丸美眼部护理占比33.8%

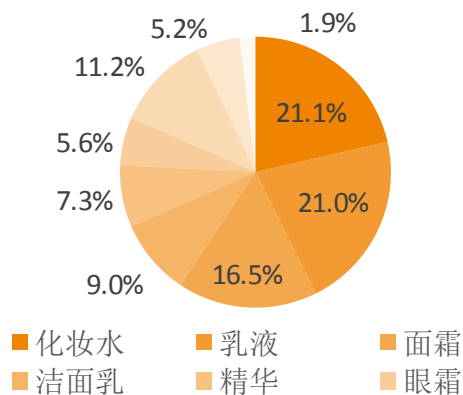
2017H1珀莱雅分品类收入构成



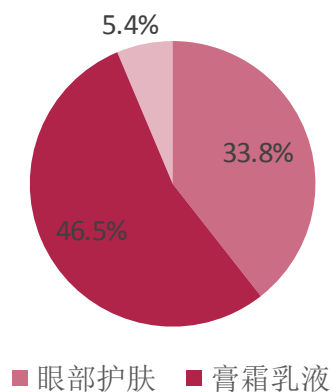
2018年丸美分品类收入构成



2017H1珀莱雅护肤类收入细分品类构成



2018年丸美护肤类收入细分品类构成



- **护肤品为主：**珀莱雅和丸美均以护肤类产品为主，分别占比90.2%和85.8%。
- **护肤细分品类构成：**珀莱雅化妆品和乳液占比最大，分别为21.1%和21.0%，丸美眼部护肤占比33.8%。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 3.2 产品：销量TOP10产品平均价格珀莱雅为¥96，丸美为¥186

珀莱雅销量TOP10产品及价格

图片	名称	价格
	珀莱雅黑海盐高净润泡泡 SPA 面膜 10 片	¥99
	珀莱雅印彩巴哈透薄持妆粉底液 (柔润型)	¥79.9
	珀莱雅水动力保湿三件套	¥148
	珀莱雅水动力活能水	¥34
	珀莱雅氨基酸净润洁面乳	¥34.9
	珀莱雅神经酰胺面膜 20 片	¥108
	珀莱雅轻享阳光水润轻薄隔离防晒乳	¥89
	珀莱雅光感雪肌气垫 CC 霜	¥99
	珀莱雅雅烟酰胺精华液 30ml	¥169
	珀莱雅舒颜气垫粉凝霜	¥99

丸美销量TOP10产品及价格

图片	名称	价格
	丸美雪睛眼霜	¥138
	丸美眼部多元修护精华素	¥112
	丸美眼霜新肌丝滑眼乳霜	¥188
	丸美眼霜女眼凝胶 25g	¥106
	丸美眼霜套装宠爱珍藏套装	¥398
	丸美面膜弹力蛋白精华面膜	¥38
	丸美眼霜宠爱套装眼部精华	¥368
	丸美 BB 新肌醒肤日霜 20g	¥39
	丸美护肤品套装巧克力	¥288
	丸美眼霜巧克力丝滑眼乳霜	¥188

● 珀莱雅销量TOP10的产品平均价格为¥96；丸美销量TOP10的产品平均价格为¥186，丸美的产品价格定位更高

资料来源：天猫旗舰店，天风证券研究所

### 3.3 营销：珀莱雅紧抓时尚趋势新聘流量小生，丸美精选代言人塑造高端形象

- 珀莱雅多聘请大众偶像，紧抓时尚趋势新聘请流量小生：珀莱雅多聘请徐熙媛、佟丽娅、李多海、李易峰、罗云熙、刘颖伦、宋仲基、郑爽等大众偶像。为迎合年轻化战略，18/19年新添流量小生罗云熙、刘颖伦、黄明昊作为代言人。
- 丸美精选代言人塑造高端形象，春纪聘请青春偶像：丸美选取周迅、梁朝伟、袁咏仪、梅婷、陈鲁豫、杨子姗、彭于晏作为代言人，春纪为吸引年轻女性，聘请李宇春、胡歌、周冬雨、古力娜扎、吴莫愁、吴谨言等青春偶像。

珀莱雅历年代言人



丸美历年代言人

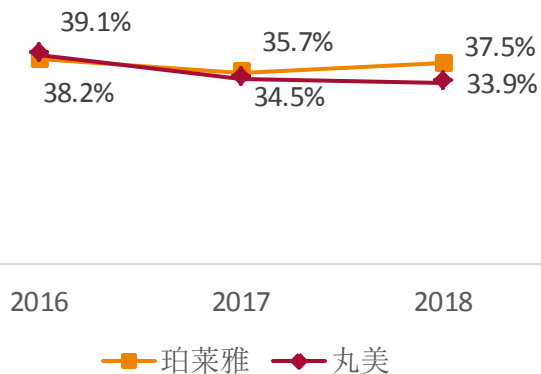


资料来源：官网，天风证券研究所

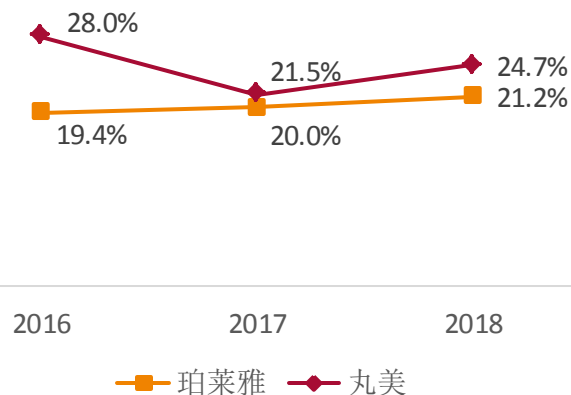
### 3.3 营销：销售费用率珀莱雅高于丸美3.6pct，广告费用率丸美高于珀莱雅3.6pct

- **销售费用率**：丸美逐年下降，整体上珀莱雅更高，珀莱雅销售费用率高于丸美3.6pct
- **广告投放费用率**：丸美广宣费用率高于珀莱雅，主要系投放渠道中传统电视渠道较高，广告费用率丸美高于珀莱雅3.5pct

销售费用率对比



广告投放费用率对比



资料来源：公司年报，天风证券研究所



## 3.4 渠道：丸美线上经销占比达71.6%，珀莱雅线上经销占比为54.2%

- **全渠道：**珀莱雅和丸美线上经销占比分别为80.1%和87.6%
- **线上：**丸美线上经销占比达71.6%，珀莱雅线上经销占比为54.2%。丸美线上经销占比中，2016-2018年美妮美雅（专注于经营日化产品电商业务的经销商）占比65.7%/63.0%/66.2%
- **经销商数量：**截至2017年底，主品牌珀莱雅线下经销商120余家，截至2018年底，丸美签约的经销商为186家

珀莱雅全渠道经销&直营占比（亿元，%）

	2014	2015	2016	2017	2018
经销	16.7	15.2	14.6	15.4	18.9
YOY		-9.1%	-4.0%	5.3%	23.1%
占比		92.3%	89.9%	86.1%	80.1%
直营	0.7	1.3	1.6	2.5	4.7
YOY		84.9%	30.7%	50.3%	90.2%
占比		7.7%	10.1%	13.9%	19.9%

珀莱雅线上渠道经销&直营占比（亿元，%）

	2014	2015	2016	2017	2018
经销	2.1	2.7	3.4	4.0	5.6
YOY		28.6%	26.0%	17.8%	41.0%
占比		67.9%	67.1%	61.5%	54.2%
直销	0.7	1.3	1.6	2.5	4.7
YOY		84.9%	30.7%	50.3%	90.2%
占比		32.1%	32.9%	38.5%	45.8%

丸美全渠道经销&直营占比（亿元，%）

	2014	2015	2016	2017	2018
经销	10.0	11.0	10.6	11.7	13.8
YOY		10.0%	-3.0%	10.1%	18.0%
占比	92.6%	92.0%	88.0%	86.5%	87.6%
直营	0.8	1.0	1.1	1.6	1.9
YOY		19.9%	11.7%	48.4%	22.3%
占比	7.4%	8.0%	8.8%	11.7%	12.3%
代销			0.4	0.2	0.0
YOY				-38.2%	-94.8%
占比			3.2%	1.8%	0.2%

丸美线上渠道经销&直营占比（亿元，%）

	2014	2015	2016	2017	2018
经销	1.2	1.7	2.5	3.5	4.7
YOY		44.7%	46.7%	41.1%	35.1%
占比		65.1%	70.5%	69.4%	71.6%
直销	0.7	0.9	1.0	1.5	1.9
YOY		28.0%	14.7%	48.7%	21.8%
占比		34.9%	29.5%	30.6%	28.4%

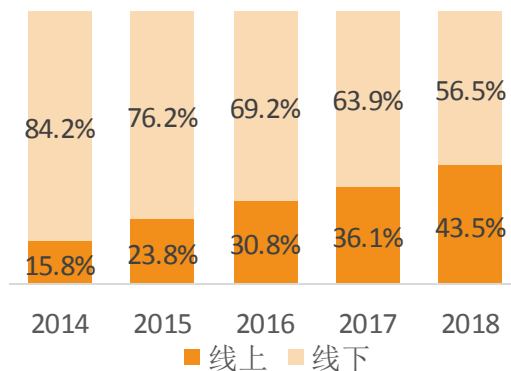
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.4 渠道：线上线下占比相近，丸美线下百货渠道占比高于珀莱雅

珀莱雅线下各渠道收入占比

珀莱雅	2016	2017	2018
日化专营店	9.3	9.3	10.0
占比	57.6%	52.4%	42.5%
商超	1.6	1.6	2.0
占比	10.1%	9.0%	8.5%
单品牌店	0.0	-	1.2
占比	0.2%	-	4.9%
连锁商超（代销）	0.2	-	-
占比	0.9%	-	-
其他渠道	0.2	-	0.1
占比	1.0%	-	0.6%

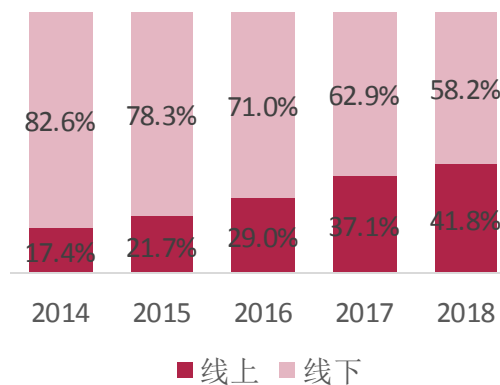
珀莱雅线上线下收入占比



丸美线下各渠道收入占比

丸美	2016	2017	2018
日化店	5.8	5.9	6.3
占比	48.2%	43.8%	39.8%
百货专柜	1.6	1.4	1.7
占比	13.3%	10.4%	11.0%
美容院	0.7	0.9	1.1
占比	6.1%	6.6%	7.0%
商超	0.0	0.0	0.0
占比	0.1%	0.1%	0.1%
屈臣氏（代销）	0.4	0.2	0.0
占比	3.2%	1.5%	0.0%
大润发（代销）	0.0	0.0	0.0
占比	0.0%	0.3%	0.1%

丸美线上线下收入占比



- **线上线下占比：**珀莱雅和丸美线上收入占比分别为43.5%/41.8%，线上占比均快速上升
- **线下渠道：**珀莱雅线下以CS渠道为主（占比42.5%），丸美以CS和百货为主（占比分别为39.8%和11.0%）
- **网点数：**截至2018年底，丸美终端网点超16000个，截至2017年底，珀莱雅线下CS网点13000余家。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3.4 渠道：丸美&珀莱雅约3-4折供货给经销商

丸美各品牌各渠道定价情况

销售模式	渠道	品牌	产品类型	定价原则
直营	百货专柜	丸美	常规线下产品	终端零售价
	电子商务平台	丸美 春纪 恋火	线上专供产品及部分 常规线下引流产品	在终端建议零售价的基础上，根据平台促销活动的安排给予一定的折扣。产品在不同时间段分日常价、活动价、大促价等价位
	其美容院采购	丸美	美容院专供产品	终端零售价的5折
经销	日化店渠道	丸美 春纪 恋火	常规线下产品	丸美品牌：终端零售价的4折； 春纪品牌：终端零售价的3.5折； 恋火品牌：终端零售价的3.5折/4折
	百货专柜渠道	丸美	常规线下产品	终端零售价的4折
	美容院渠道	丸美	美容院专供产品	终端零售价的3折
	电子商务渠道	丸美 春纪 恋火	线上专供产品及部分 常规线下引流产品	丸美品牌：终端零售价的4折或4.5折； 春纪品牌：终端零售价的3.5折或3.8折 恋火品牌：终端零售价的4折
	商超渠道	春纪	常规线下产品	终端零售价的3.5折
代销	屈臣氏	春纪	常规线下产品	终端零售价的5.82折
	大润发	春纪	常规线下产品	折合约约为终端零售价的7折

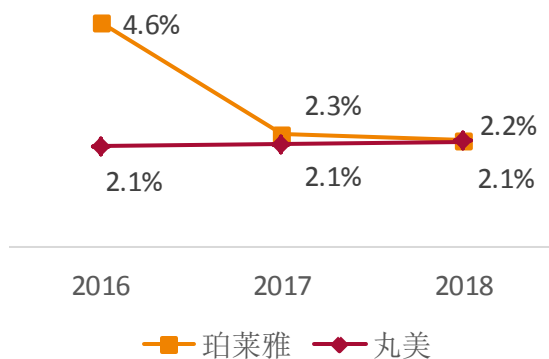
珀莱雅&优资莱定价情况

品牌	定价原则
珀莱雅	终端零售价的3-3.5折
优资莱	加盟商4.5折从代理商拿货

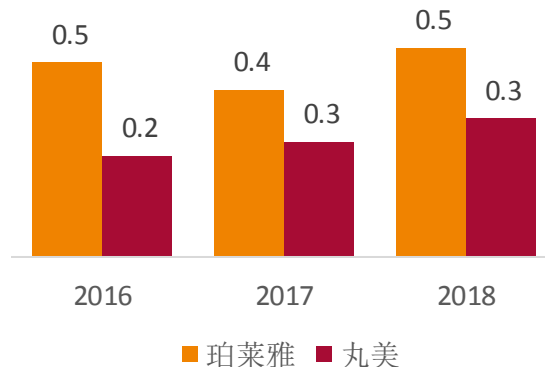
资料来源：公司公告、品观网，天风证券研究所

## 3.5 研发：两家研发费用率均在2%左右，珀莱雅研发费用高于丸美

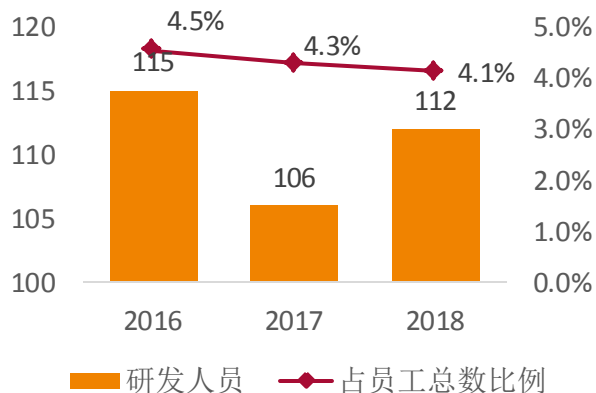
研发费用率对比



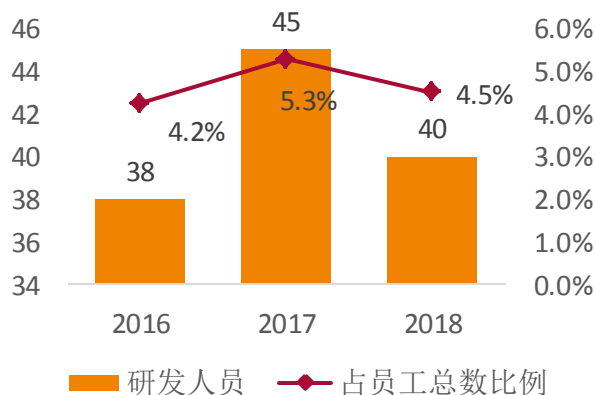
研发费用对比 (亿元)



珀莱雅研发人员 (人)



丸美研发人员 (人)



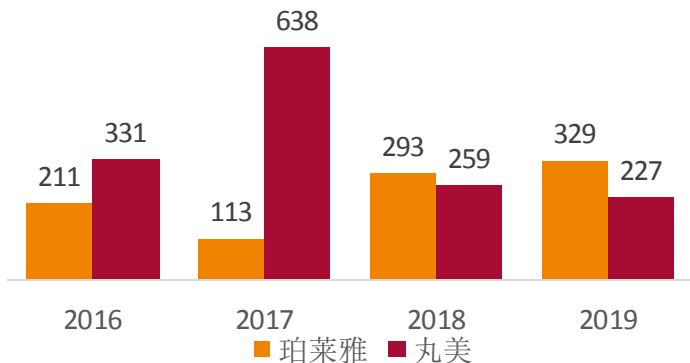
- 研发费用率：珀莱雅和丸美研发费用率均在2%左右
- 研发费用：珀莱雅研发费用（0.5亿元）约是丸美（0.3亿元）的1.5倍
- 研发人员：珀莱雅和丸美员工占比在4%-5%左右，珀莱雅研发人员（112人）约是丸美（40人）的2.8倍

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3.5 研发：坚攻研发之路，丸美引入日本匠心团队

- 2016-2019年7月，珀莱雅和丸美在化妆品备案信息系统分别备案946和1455件化妆品
- 截止至2018年底，珀莱雅拥有国家授权专利43项；截至2019年6月，丸美拥有境内有效专利87项
- 2016年，丸美在日本东京成立肌肤研究中心，引入佐佐木公夫等多位日本专家，从产品研发、生产、品质把控、产品包装设计到市场运营层层把控

珀莱雅&丸美化妆品备案情况对比（件）



珀莱雅&丸美研发合作机构

### 珀莱雅：

北京东方淼森生物科技有限公司、苏州纳康生物科技有限公司、上海龙懿生物科技有限公司、北京工商大学、宁波大学、浙江科技学院、上海香料香精及化妆品研究中心、法国海洋开发研究所 (IFREMER)、法国国家海藻研究机构 (CEVA) 等

### 丸美：

暨南大学、华南理工大学、广东省农业科学院蚕业与农产品加工研究所、广州熙研生物科技有限公司、广东省保化检测中心有限公司、广东省保化检测中心有限公司、广州康准基因科技有限公司等

资料来源：化妆品备案网，公司公告，天风证券研究所

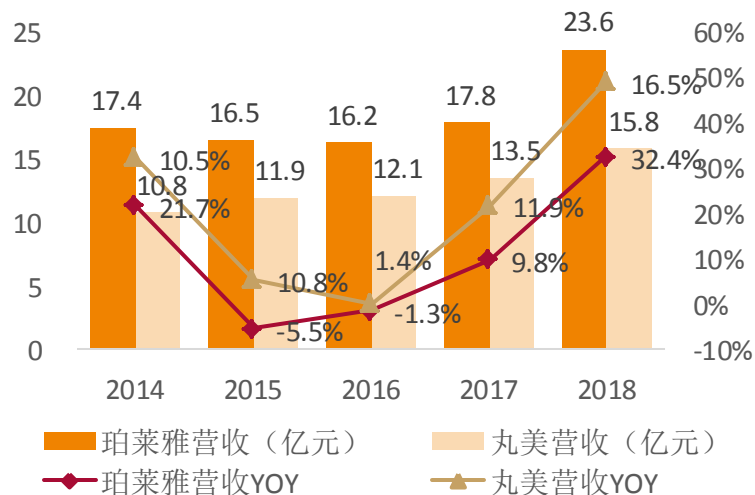
# 4

## 财务重点指标比较

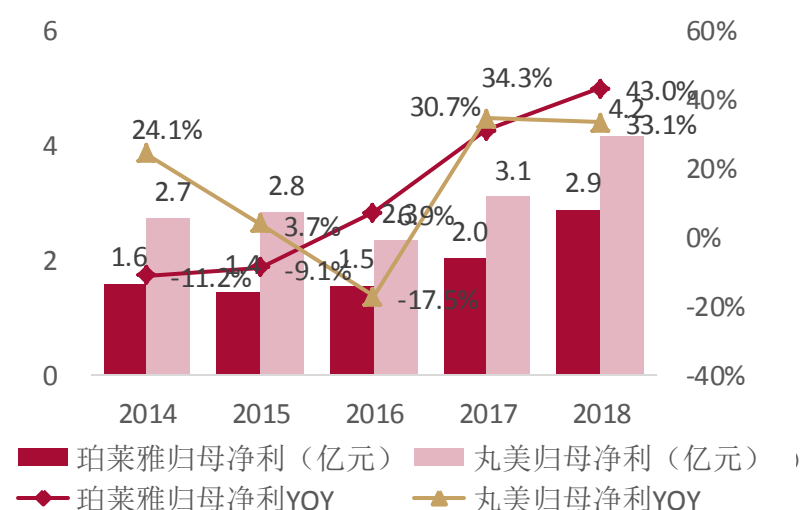
## 4.1 营收&归母净利润：2016年业绩均出现下滑，2017/2018年均实现高速增长

- **营收**：2016-2018年，珀莱雅营收yoy-1.3%/+9.8%/+32.4%，丸美+1.4%/+11.9%/+16.5%
- **归母净利润**：2016-2018年，珀莱雅归母净利润+6.9%/+30.7%/+43.0%，丸美归母净利润-17.5%/+34.3%/+33.1%

营收对比



归母净利润对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4.2 毛利率：丸美毛利率高于珀莱雅约4.3pct

毛利率对比



2014 2015 2016 2017 2018  
 珀莱雅 丸美

珀莱雅线下渠道毛利率

	2016
日化专营店	57.7%
商超	58.4%
单品牌店	74.4%
连锁商超	80.8%
其他渠道	41.2%

线上渠道毛利率对比

	珀莱雅		丸美	
	2016	2016	2017	2018
直营	76.0%	70.2%	74.4%	73.8%
经销	67.7%	61.2%	61.0%	64.4%

丸美线下渠道毛利率

	2016	2017	2018
直营	70.6%	74.6%	74.1%
百货专柜	90.1%	89.1%	90.6%
其他	75.7%	77.9%	76.0%
经销	67.6%	67.2%	67.5%
日化店渠道	69.7%	70.3%	69.3%
百货专柜渠道	68.7%	68.5%	69.4%
美容院渠道	70.5%	69.7%	68.7%
商超渠道	57.1%	61.2%	38.2%

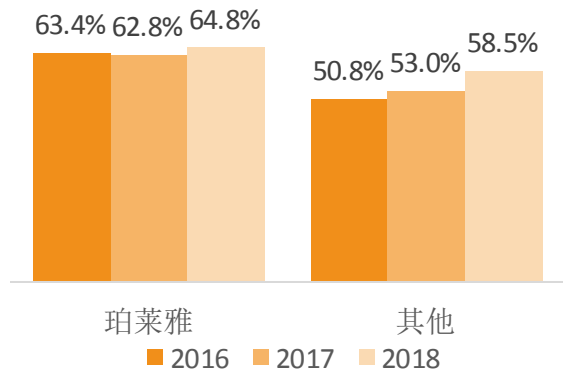
- **整体**：丸美毛利率高于珀莱雅4.3pct左右
- **线上**：丸美低于珀莱雅
- **线下**：丸美直营渠道毛利率（74.11%）较高，珀莱雅连锁商超（80.8%）和单品牌店（74.4%）毛利率较高

资料来源：公司公告，天风证券研究所

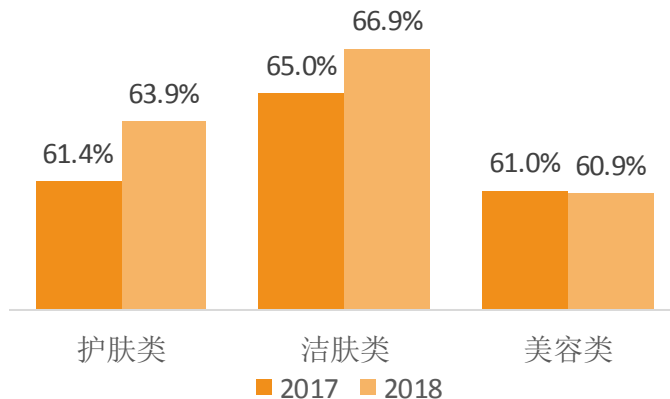


## 4.2 毛利率：主品牌毛利率均高于其他品牌，丸美眼部护肤类毛利率高达73%

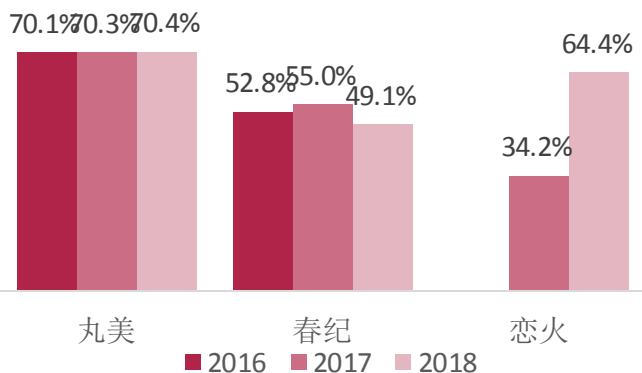
珀莱雅分品牌毛利率



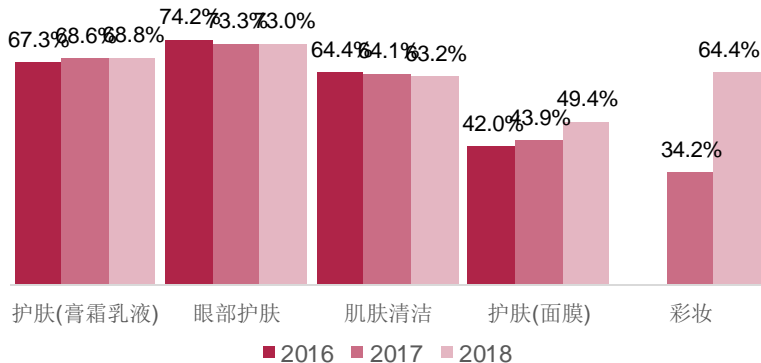
珀莱雅分品类毛利率



丸美分品牌毛利率



丸美分品类毛利率

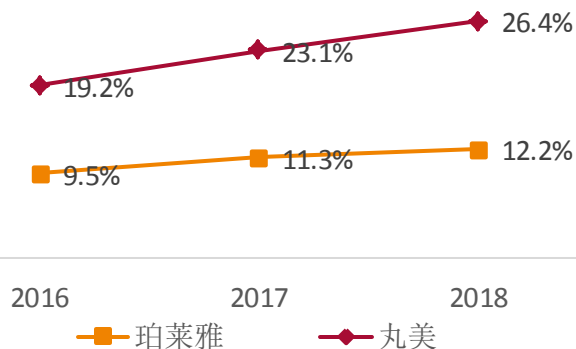


- **珀莱雅**：主品牌珀莱雅毛利率在65%左右，洁肤类毛利率最高，在70%左右
- **丸美**：主品牌丸美毛利最高，在70%左右；眼部护肤类毛利率最高，在73%左右

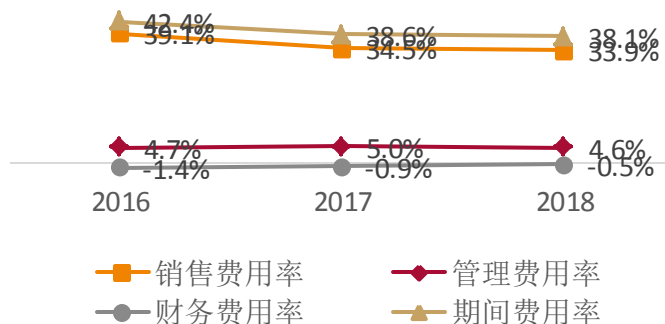
资料来源：公司公告，天风证券研究所

# 4.3 净利率：丸美高于珀莱雅14.2pct，管理费用率：丸美低于珀莱雅2.7pct

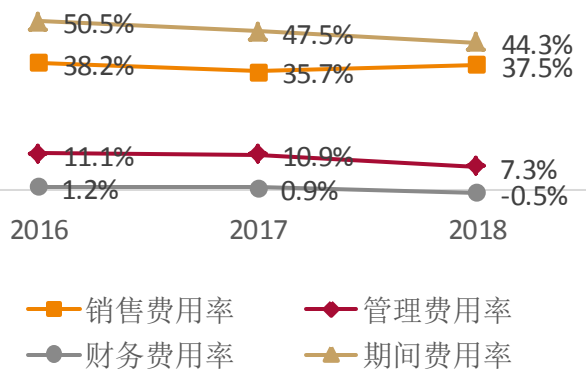
净利率对比



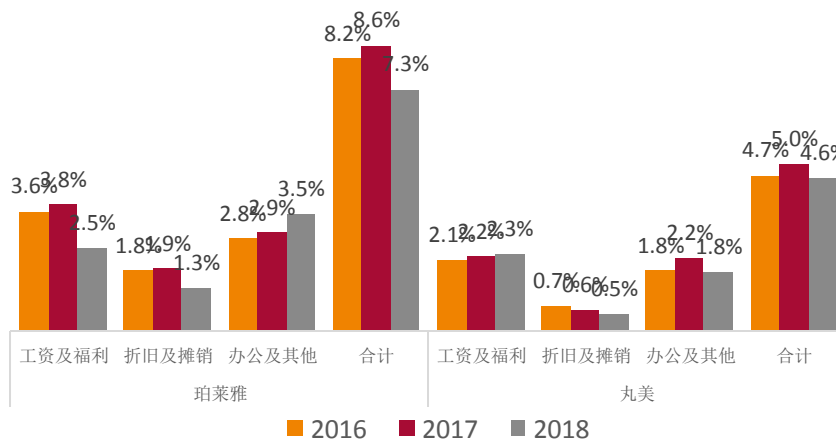
丸美期间费用



珀莱雅期间费用



管理费用率明细项目



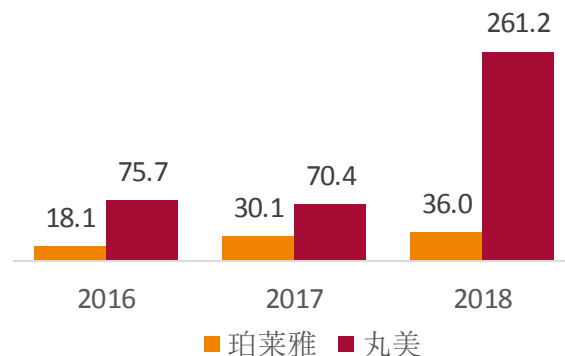
- 珀莱雅：丸美高于珀莱雅14.2pct
- 期间费用率：丸美低于珀莱雅6.2pct
- 管理费用率：整体丸美低于珀莱雅2.7pct，其中办公及其他费用率丸美低于珀莱雅1.7pct

资料来源：公司公告，天风证券研究所

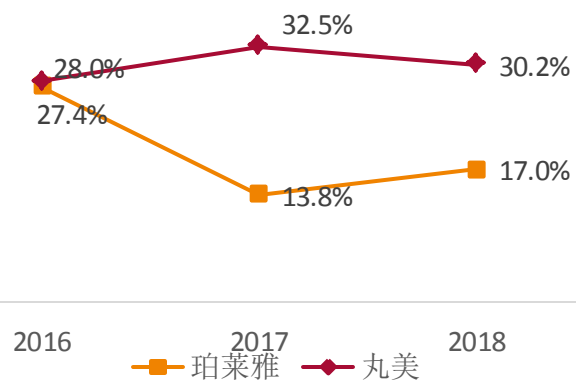
## 4.4 应收账款周转率: 丸美高于珀莱雅, 存货: 两家均1年4转, ROE: 丸美高于珀莱雅13.2pct

- 应收账款周转率: 丸美高于珀莱雅
- 存货周转率: 丸美略高于珀莱雅, 两家均为1年4转
- ROE: 丸美高于珀莱雅13.2pct

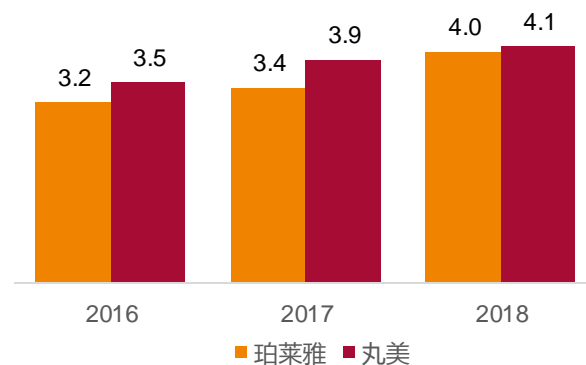
应收账款周转率对比



ROE对比



存货周转率对比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 4.4 丸美先款后货，珀莱雅账期约1-3个月

- 丸美：先款后货
- 珀莱雅：账期约1-3个月

珀莱雅对分销商的收款政策及信用政策

销售类型	收款政策	信用政策
与经销商合作	根据与经销商签订的合同，一般采用先款后货的模式	经经销商申请，发行人审批后给予部分优质经销商一定的信用额度，信用期一般为1-3个月。信用额度和信用期由发行人根据申请情况进行审批，金额和期限均不固定
大型B2C平台	根据与大型B2C平台签订的合同，一般采用赊销的模式	发行人给予客户赊销账期，一般为2-3个月，未规定信用额度
与连锁商超合作	根据与连锁商超签订的合同，一般采用赊销的模式	发行人给予客户赊销账期，一般为2-3个月，未规定信用额度

丸美预收款政策

- ✓ 对经销商客户执行先款后货的销售收款方式
- ✓ 与经销商于销售合同中约定首批订单款项必须不低于合同目标金额的25%或30%，按月度/季度/年度约定出货及回款目标，对完成目标的经销商给予实际回款和出货金额按一定比例折算成的等额产品作为返利

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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

THANKS