

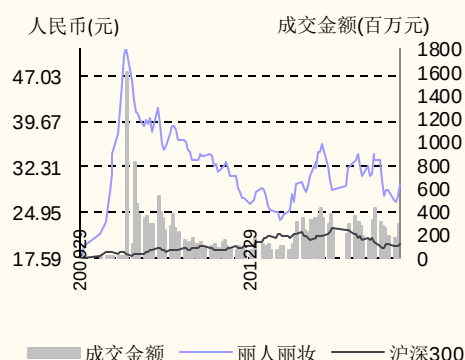
**丽人丽妆 (605136.SH) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格 (人民币): 29.40 元

## 市场数据(人民币)

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 4.02        |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 0.40        |
| 总市值(亿元)       | 118.08      |
| 年内股价最高最低(元)   | 51.51/17.61 |
| 沪深 300 指数     | 5142        |
| 上证指数          | 3463        |



## 相关报告

1.《丽人丽妆 (605136.SH) 股权激励公告点评-股权激励指引未来稳健增长》，2021.1.11

2.《丽人丽妆 (605136.SH) 深度报告-资深化妆品代运营商》，2020.12.23

**大客户流失影响逐步消除，20 年业绩回升**

## 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 3,874  | 4,600  | 4,784  | 4,927  | 5,026  |
| 营业收入增长率        | 7.18%  | 18.72% | 4.00%  | 3.00%  | 2.00%  |
| 归母净利润(百万元)     | 286    | 339    | 416    | 477    | 536    |
| 归母净利润增长率       | 13.36% | 18.70% | 22.42% | 14.86% | 12.34% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.71   | 0.85   | 1.03   | 1.19   | 1.34   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.41   | -0.03  | 1.08   | 1.05   | 1.25   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 18.05% | 14.51% | 15.91% | 16.47% | 16.66% |
| P/E            | 0.00   | 33.45  | 28.41  | 24.74  | 22.02  |
| P/B            | 0.00   | 4.83   | 4.52   | 4.07   | 3.67   |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- “双 11”表现靓丽助力全年业绩。公司公告 2020 年营收 46.00 亿元、同增 18.72%，归母净利 3.39 亿元、同增 18.70%，扣非净利 3.09 亿元、同增 41.72%，EPS 0.92 亿元。分季度看，20Q2-4 营收增速分别为 17.86%/12.09%/31.13%，净利增速分别为-2.41%/-6.21%/63.08%。其中 20Q4 营收增长提速主要获益“双 11”代运营品牌表现靓丽。

## 经营分析

- 业务：20 年零售、运营营收占比分别为 94.84%/4.33%，分别同增 17.90%/51.39%，增速均较上一年提升。
- 平台：天猫国内、天猫国际、其他平台营收占比分别为 94.62%、3.52%、1.86%，分别同增 17.12%、118.56%、1.54%。天猫国际 20 年快速发展，主要获益奥伦纳素海外旗舰店销售翻倍增长及新增渡美海外旗舰店。其他平台有跨境出口电商（东南亚市场）、抖音（合作雅漾、LG 生活与健康等）。
- 品类：截止 20 年底公司合作有雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素等超 60 个品牌，以国际美妆品牌为主，此外公司也在拓展其他母婴（蓝臻、多美滋）、服装、保健品、配饰（欧视伦隐形眼镜）等品类。
- 毛利率 35.90% (+0.29PCT) 稳定；期间费用率 24.52% (-2.45PCT)、受益规模效应下降；存货周转 83.12 天，较 19 年增加 4 天，主要为疫情下增加海外进口品备货，应收账款周转 8.80 天、较 19 年下降 1.22 天；计提 1 亿元资产及信用减值损失，其中主要为滞销及积压存货计提减值。

## 投资建议

- 18-19 年受欧莱雅等大客户流失影响，公司业绩增速放缓。目前该影响逐步消除、同时后、雪花秀等韩系高端品牌客户 2020 双 11 表现靓丽，20Q4 超预期带动 20 年公司业绩增速回升，未来公司发展多品牌/渠道，孵化自有品牌及拓展营销推广等领域。考虑天猫美妆将进入存量竞争，公司力争 21 年营收增 4%、扣非净利增 22%（目标完成 21 年业绩考核）。20Q4 超预期，上调 21-22 年 EPS 至 1.03 /1.19 元，上调幅度为 7.11%/2.42%，新增 23 年 EPS 为 1.34 元，对应 21 年 PE 为 28 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 库存积压存货跌价损失；客户终止合作；自有品牌发展不及预期。

李婕 分析师 SAC 执业编号：S1130520110003  
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号：S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

## 1、业绩点评

**20 年公司营收同增 18.72%，净利同增 18.70%。**公司公告 2020 年营收 46.00 亿元、同增 18.72%，归母净利 3.39 亿元、同增 18.70%，扣非净利 3.09 亿元、同增 41.72%，EPS 0.92 亿元。扣非净利增速高于归母净利主要为政府补助（减少 2527 万元）、公允价值变动收益（减少 1931 万元）等非经常性损益减少。每股派发现金红利 0.18 元（含税）。

20 年公司归母净利增速与收入相当，主要为净利率 7.38% 与上一年基本持平。细拆影响净利率的主要指标来看，毛利率总体稳定、费用率有所下降，资产减值损失较去年略有增加、计提 1 亿资产及信用减值损失（19 年计提 3285 万元），其中存货跌价准备（计提损失 8637 万元）以及其他应收账款坏账准备（1376 万元）、应收账款坏账准备（6.75 万元），其中存货减值主要因滞销、积压以及产品更新换代等。

**Q4 表现亮眼，双 11 靓丽表现助推全年业绩增速回升至双位数。**分季度看，20Q2~4 营收增速分别为 17.86%/12.09%/31.13%，净利增速分别为 -2.41%/-6.21%/63.08%。其中 20Q4 营收增长提速主要获益双 11 公司代运营品牌表现靓丽。2020 双十一期间，公司成交金额(GMV)再创历史新高，累计超过 30 亿元，共有后、美丽芳丝、雪花秀、奥伦纳素、雅漾、施华蔻、兰芝等 7 个品牌进入天猫平台“亿元俱乐部”。

20Q2~4 净利率分别为 9.38%/6.27%/6.92%，分别较上一年同期降 1.95PCT/降 1.22PCT/提升 1.36PCT。其中 20Q2 净利率水平下降主要为其他收益减少；20Q3 净利率水平下降主要为销售费用率提升；20Q4 虽毛利率下降、资产价值损失计提较多，但获益销售费用率下降，净利率水平同比提升。资产减值损失主要集中在 Q1、Q4，20Q1~4 分别为 2891/129/929/4688 万元。

## 2、经营分析

### ■ 下半年零售模式增速提升至 24.29%，20 年运营模式大增 51.39%，拓展品类/平台寻新机遇

**分业务看**，20 年公司零售（压货模式、赚取进销价差）、运营（管理模式、收取佣金）营收规模分别为 43.62、1.99 亿元，贡献营收比重分别为 94.84%、4.33%，分别同增 17.90%、51.39%，增速均较上一年提升。

其中零售业务下半年增长提速、预计主要获益四季度电商大促销售拉动，20H1、20H2 增速分别为 9.19%、24.29%。

运营业务 20H1、20H2 增速分别为 50.41%、52.16%，对比 2019 年同降 42.17% 有显著改善，主要为代运营品牌后、欧蕙、珂莱欧等品牌增长拉动。

**分品牌/品类看**，截止 20 年底公司合作有雪花秀、雅漾、后、施华蔻、美丽芳丝、奥伦纳素等超 60 个品牌，并且以国际品牌为主，品牌覆盖高中低端多个客户群体，其中多个品牌的天猫旗舰店已成为品牌全球最大的在线专柜。

除夯实化妆品外，公司也在拓展其他母婴（蓝臻、多美滋）、服装、保健品、配饰（欧视伦隐形眼镜）等品类。

**分平台看**，公司仍以天猫为主，其中天猫国际 20 年快速发展，主要获益电商零售业务模式下 ErnoLaszlo（奥伦纳素）海外旗舰店销售翻倍增长，以及本年新增 Tunemakers（渡美）海外旗舰店。20 年天猫国内、天猫国际、其他平台营收规模分别为 43.52、1.62、0.86 亿元，占比分别为 94.62%、3.52%、1.86%，分别同增 17.12%、118.56%、1.54%。

公司 20 年在东南亚电商领域进行探索，先后在 Lazada、Shopee 等平台上与妮维雅、欧舒丹、奇士美、露华浓等品牌进行合作，目前业务开展顺利；同时在抖音上合作雅漾、LG 生活与健康等。

### ■ 毛利率稳定、规模效应下费用降、存货周转有所放缓

20 年毛利率 35.90%、较上一年度增加 0.29PCT、总体稳定，其中零售、运营业务毛利率分别为 34.22% (-0.99PCT)、79.61% (+22.55PCT)。

20 年期间费用率为 24.52% (较上一年下降 2.45PCT)，其中销售费用率 22.14% (-2.66PCT)、管理+研发费用率 2.42% (-0.14PCT)。

20 年底存货 8.45 亿元、较年初增加 63.39%，存货周转天数为 83.12 较 19 年仍增加 4 天，主要为疫情下为避免公司部分品牌受到海外疫情的影响断供，提高部分品牌的备货深度所致。

20 年底应收账款周转天数为 8.80 天、较 19 年下降 1.22 天。

经营活动现金流量净额为 1.75 亿元、同降 20.52%，主要为购买较多存货所致，其中 20Q1~20Q4 经营性现金流量净额分别为-2.49/4.68/-4.86/4.43 亿元。

### 3、投资建议

#### ■ 大客户流失影响逐步消除，20 年业绩回升

公司主营国际美妆品牌电商代运营、以零售模式为主，集中在天猫平台。2017 年及以前获益国际美妆品牌在天猫渠道的快速发展，2013~2017 年公司营收及净利年均复合增速分别为 72.99%、158.40%，营收规模由 2013 年的 4.46 亿元提升至 2017 年的 40.06 亿元，规模效应下销售与费用率持续下降、净利率水平不断提升，由 2013 年的 1.33%提升至 2017 年的 6.60%。

2018~2019 年受到大客户流失影响，公司收入增速放缓至个位数。欧莱雅集团旗下的巴黎欧莱雅、兰蔻分别于 2018 年 4 月、7 月终止合作，美宝莲于 2019 年 8 月转丽人丽妆天猫旗舰店经销（丽人丽妆天猫店总体月销量 1000+ 件）。而终止合作前一年，2017 年兰蔻、巴黎欧莱雅分别为公司第一、二大客户，合作模式为零售，贡献公司营收分别为 5.63、4.24 亿元，占当年公司总收入比重为 16.47%、12.38%；2018 年继兰蔻、巴黎欧莱雅终止合作后，美宝莲成公司第一大客户，贡献当年营收 4.72 亿元、占总营收 13.08%。2018~2019 年公司收入增速虽放缓，但净利率水平仍持续提升，净利仍维持双位数增长。

2020 年大客户流失影响逐步消化，公司收入增速恢复至双位数，尤其是后、雪花秀等公司代运营韩系高端品牌“双 11”表现靓丽，公司分享其成长红利（雪花秀与公司合作模式为零售、后为运营模式）。2019 年后首次登上天猫“双 11”美妆榜单第八、2020 年提升至第四，雪花秀 2020 年首次登上天猫“双 11”美妆榜单第八。2020 年公司净利率水平与 2019 年持平，未延续此前提升态势，主要为资产减值损失较多，规模效应下费用率仍呈下降趋势。

2021 年 1~2 月公司主要品牌客户天猫旗舰店累计销售额同比增速数据：零售模式下雪花秀同增 219%、芙丽芳丝（零售+运营）118%、兰芝 81%、汉高（零售+运营）30%、雅漾 131%、凡士林 26%，管理模式下后 91%、佑天兰-54.31%、珂莱欧-4.22%、菲诗小铺 53%、贝玲妃-36%、凯朵 41%、欧蕙-84%。

#### ■ 未来战略拓展多品类/渠道，尝试自有品牌、营销推广等丰富业务板块

未来公司在持续强化化妆品优势业务的同时，努力拓展多品类、多渠道、多维度的业务发展路径，充分利用新一代信息技术，提升公司的服务能力和核心竞争力，形成稳健、长远的发展格局，将公司打造成为规模领先、技术卓越的互联网零售服务商。

自有品牌方面，公司自主孵化的主打粉色系的创意美妆工具 momoup（少量彩妆、如口红），主力价格带为 10~30 元，部分产品价格近 100 元，最近一年（2020.03~2021.02）品牌天猫旗舰店销售额为 672 万元，店铺累计销量前三分别为化妆刷清洁盒（累计总销量 4.59 万，下同）、指套卸妆湿巾（1.48 万）、按压式气泡瓶（0.60 万）。2011 年产生品牌构思雏形，2014 年品牌正式成立，2016 年 10 月登陆天猫，主创团队为 85 后，已经上市的各款产品中均有自主原创的发明专利；采用外包生产模式，据国家非特殊用途化妆品备案平

台，公司委托苏州安特生产的 momoup 唇泥产品已于 2021 年 1 月 6 日完成备案。

除 momoup 外，2021 年公司计划在自有品牌孵化、营销推广方面进行一些尝试。

综上，大客户流失影响逐步消除，20Q4 获益公司代理的国际大牌双 11 电商大促靓丽表现，20 年全年业绩回升。考虑到天猫美妆将进入存量市场竞争、营销成本的控制将成为关键，公司目标 21 年营收 48 亿元、同增 4.35%，扣非归母净利 3.77 亿元、同比增 22%，目标完成 21 年股权激励业绩考核要求（21~22 年激励成本摊销前扣非净利目标增速不低于 20%/12.50%/11.11%）。

考虑到 20Q4 业绩超预期，大客户影响基本消除，上调 21~22 年 EPS 分别至 1.03 /1.19 元，上调幅度分别为 7.11%/2.42%，新增 23 年 EPS 为 1.34 元，对应 21~23 年 PE 分别为 28/25/22 倍，维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

库存积压存货跌价损失；客户终止合作；自有品牌发展不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2018   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 3,615  | 3,874  | 4,600  | 4,784  | 4,927  | 5,026  |
| 增长率          |        | 7.2%   | 18.7%  | 4.0%   | 3.0%   | 2.0%   |
| 主营业务成本       | -2,291 | -2,495 | -2,948 | -3,112 | -3,236 | -3,312 |
| %销售收入        | 63.4%  | 64.4%  | 64.1%  | 65.0%  | 65.7%  | 65.9%  |
| 毛利           | 1,324  | 1,380  | 1,651  | 1,672  | 1,691  | 1,714  |
| %销售收入        | 36.6%  | 35.6%  | 35.9%  | 35.0%  | 34.3%  | 34.1%  |
| 营业税金及附加      | -9     | -10    | -21    | -24    | -25    | -25    |
| %销售收入        | 0.2%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   |
| 销售费用         | -943   | -961   | -1,018 | -1,052 | -995   | -950   |
| %销售收入        | 26.1%  | 24.8%  | 22.1%  | 22.0%  | 20.2%  | 18.9%  |
| 管理费用         | -80    | -88    | -100   | -104   | -99    | -90    |
| %销售收入        | 2.2%   | 2.3%   | 2.2%   | 2.2%   | 2.0%   | 1.8%   |
| 研发费用         | -22    | -11    | -12    | -11    | -25    | -25    |
| %销售收入        | 0.6%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.5%   | 0.5%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 270    | 309    | 500    | 481    | 548    | 623    |
| %销售收入        | 7.5%   | 8.0%   | 10.9%  | 10.0%  | 11.1%  | 12.4%  |
| 财务费用         | 5      | 4      | 2      | 33     | 40     | 46     |
| %销售收入        | -0.2%  | -0.1%  | 0.0%   | -0.7%  | -0.8%  | -0.9%  |
| 资产减值损失       | 24     | 33     | 100    | 26     | 31     | 28     |
| 公允价值变动收益     | 0      | 14     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 80     | 6      | 1      | 0      | 0      | 0      |
| %税前利润        | 23.2%  | 1.6%   | 0.3%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 营业利润         | 345    | 367    | 444    | 540    | 620    | 696    |
| 营业利润率        | 9.6%   | 9.5%   | 9.7%   | 11.3%  | 12.6%  | 13.9%  |
| 营业外收支        | 2      | 0      | -1     | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润         | 347    | 367    | 443    | 540    | 620    | 696    |
| 利润率          | 9.6%   | 9.5%   | 9.6%   | 11.3%  | 12.6%  | 13.9%  |
| 所得税          | -96    | -82    | -105   | -124   | -143   | -160   |
| 所得税率         | 27.5%  | 22.4%  | 23.7%  | 23.0%  | 23.0%  | 23.0%  |
| 净利润          | 252    | 284    | 338    | 416    | 477    | 536    |
| 少数股东损益       | -1     | -2     | -2     | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | 252    | 286    | 339    | 416    | 477    | 536    |
| 净利率          | 7.0%   | 7.4%   | 7.4%   | 8.7%   | 9.7%   | 10.7%  |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 252  | 284  | 338  | 416   | 477   | 536   |
| 少数股东损益   | -1   | -2   | -2   | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | -18  | -32  | -80  | -19   | -24   | -21   |
| 非经营收益    | -98  | -11  | -9   | 34    | 0     | 0     |
| 营运资金变动   | -323 | -93  | -260 | 3     | -32   | -15   |
| 经营活动现金净流 | -187 | 149  | -11  | 434   | 421   | 501   |
| 资本开支     | -7   | -27  | -8   | -2    | -2    | -2    |
| 投资       | 228  | 50   | -12  | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 8    | 7    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流 | 229  | 30   | -19  | -2    | -2    | -2    |
| 股权募资     | 0    | 0    | 449  | 23    | 0     | 0     |
| 债权募资     | 18   | -18  | 13   | -13   | 0     | 0     |
| 其他       | -28  | 21   | -81  | -167  | -191  | -215  |
| 筹资活动现金净流 | -11  | 4    | 381  | -157  | -191  | -215  |
| 现金净流量    | 31   | 182  | 351  | 275   | 229   | 285   |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 679   | 872   | 1,479 | 1,841 | 2,070 | 2,355 |
| 应收账款     | 642   | 565   | 593   | 655   | 675   | 688   |
| 存货       | 580   | 517   | 845   | 659   | 741   | 800   |
| 其他流动资产   | 138   | 184   | 94    | 144   | 149   | 152   |
| 流动资产     | 2,039 | 2,138 | 3,012 | 3,300 | 3,635 | 3,996 |
| %总资产     | 96.9% | 96.1% | 96.7% | 97.9% | 98.1% | 98.3% |
| 长期投资     | 7     | 22    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 固定资产     | 5     | 4     | 31    | 31    | 30    | 30    |
| %总资产     | 0.2%  | 0.2%  | 1.0%  | 0.9%  | 0.8%  | 0.7%  |
| 无形资产     | 8     | 5     | 3     | 4     | 4     | 4     |
| 非流动资产    | 65    | 87    | 104   | 70    | 69    | 69    |
| %总资产     | 3.1%  | 3.9%  | 3.3%  | 2.1%  | 1.9%  | 1.7%  |
| 资产总计     | 2,103 | 2,225 | 3,115 | 3,370 | 3,705 | 4,065 |
| 短期借款     | 18    | 0     | 13    | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 578   | 458   | 510   | 508   | 528   | 539   |
| 其他流动负债   | 212   | 186   | 258   | 255   | 284   | 310   |
| 流动负债     | 808   | 644   | 781   | 763   | 811   | 850   |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债       | 808   | 644   | 781   | 763   | 811   | 850   |
| 普通股股东权益  | 1,298 | 1,584 | 2,339 | 2,612 | 2,898 | 3,220 |
| 其中：股本    | 360   | 360   | 400   | 402   | 402   | 402   |
| 未分配利润    | 558   | 830   | 1,157 | 1,407 | 1,693 | 2,015 |
| 少数股东权益   | -3    | -3    | -5    | -5    | -5    | -5    |
| 负债股东权益合计 | 2,103 | 2,225 | 3,115 | 3,370 | 3,705 | 4,065 |

**比率分析**

|            | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 0.628   | 0.712   | 0.845   | 1.035   | 1.189   | 1.335   |
| 每股净资产      | 3.606   | 4.400   | 5.847   | 6.503   | 7.216   | 8.017   |
| 每股经营现金净流   | -0.519  | 0.413   | -0.028  | 1.080   | 1.049   | 1.247   |
| 每股股利       | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.414   | 0.475   | 0.534   |
| 回报率        |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 19.44%  | 18.05%  | 14.51%  | 15.91%  | 16.47%  | 16.66%  |
| 总资产收益率     | 12.00%  | 12.85%  | 10.90%  | 12.33%  | 12.89%  | 13.19%  |
| 投入资本收益率    | 14.92%  | 15.19%  | 16.26%  | 14.19%  | 14.59%  | 14.92%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 5.69%   | 7.18%   | 18.72%  | 4.00%   | 3.00%   | 2.00%   |
| EBIT增长率    | -2.57%  | 14.39%  | 61.77%  | -3.97%  | 14.08%  | 13.63%  |
| 净利润增长率     | 11.04%  | 13.36%  | 18.70%  | 22.42%  | 14.86%  | 12.34%  |
| 总资产增长率     | 26.73%  | 5.78%   | 40.01%  | 8.18%   | 9.93%   | 9.72%   |
| 资产管理能力     |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 10.7    | 10.2    | 8.9     | 10.0    | 10.0    | 10.0    |
| 存货周转天数     | 75.3    | 80.2    | 84.3    | 85.0    | 88.0    | 90.0    |
| 应付账款周转天数   | 56.3    | 55.0    | 36.9    | 40.0    | 40.0    | 40.0    |
| 固定资产周转天数   | 0.5     | 0.4     | 2.5     | 2.3     | 2.2     | 2.2     |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -51.04% | -55.16% | -62.81% | -70.62% | -71.53% | -73.23% |
| EBIT利息保障倍数 | -49.2   | -76.1   | -257.6  | -14.5   | -13.5   | -13.6   |
| 资产负债率      | 38.40%  | 28.95%  | 25.06%  | 22.64%  | 21.90%  | 20.90%  |

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1    | 1    | 2    | 4    | 11   |
| 增持 | 2    | 2    | 3    | 5    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.67 | 1.67 | 1.60 | 1.56 | 1.00 |

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2020-12-23 | 买入 | 28.89 | 30.00~38.80 |
| 2  | 2021-01-11 | 买入 | 25.27 | N/A         |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |

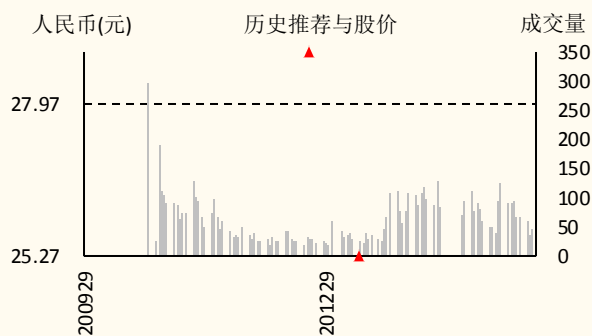
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402