

2021年04月01日

Q4 营收恢复正增长，扩展性业务蓬勃发展

美凯龙(601828)

事件概述

美凯龙发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 142.36 亿元，同比下降 13.56%；归母净利润 17.31 亿元，同比下降 61.37%；扣非后净利润为 11.62 亿元，同比下降 55.53%。四季度单季度公司实现营收 47.09 亿元，同比增长 1.37%，归母净利润 0.01 亿元，同比下降 99.93%。

分析判断：

► **收入端：疫情叠加免租政策，各业务收入端均有所回落**

Q4 营收同比增长 1.37%，恢复季度同比正增长。分产品看，2020 年度公司自营商场/委管商场/建造施工及设计/家装相关服务及商品销售/其他业务分别实现收入 66.82/35.80/16.68/12.24/10.81 亿元，同比-14.3%/-23.9%/-25.9%/+115.1%/-5.9%。自营商场营收的下降主要系外部疫情影响和公司上半年推出的免租政策所致，2021 年这些免租政策都将不再延续。**委管商场**营收的下降主要系项目前期品牌咨询委托管理及商业咨询费及招商佣金项目收入降低所致。**建造施工及设计**营收的下降主要系受疫情影响工程进度放缓所致。**家装相关服务及商品销售**营收的下降主要系进口家居产品销售收入降低所致。**其他业务**营收的下降主要系部分新业务调整所致。

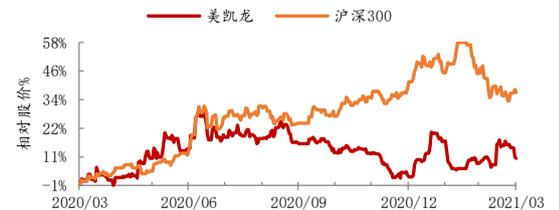
► **利润端：受免租政策影响，全年毛利、净利下滑**

公司 2020 年毛利率同比下降了 3.67pct 至 61.51%，毛利率的下降主要是由于公司对各项成本的管控效果小于疫情期间商场对租户实施免租政策。公司 2020 年归母净利润同比下滑 61.37% 到 17.31 亿元，扣非归母净利润同比下滑 55.53% 到 11.62 亿元，净利率同比下降了 4.9pct 至 14.5%。**单季度看，Q4 实现净利率 4.59%，同比下降了 9.08pct。****费用方面，2020 年度期间费用率为 41.3%，相较于 2020H1 期间费用率下降了 4.1pct，同比上升 2.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.9%/11.8%/0.3%/17.3%，同比变动-2.0/+1.20/+0.1/+3.6pct。**财务费用的增加主要系在疫情影响下，公司为获得充足的流动性资金保障，导致有息负债规模上升所致。**Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.4%/11.0%/0.3%/10.7%，同比变动-2.3/-2.0/+0.1/-2.7pct。**

► **其他重要财务指标**

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	9.11
股票代码：	601828
52 周最高价/最低价：	11.35/8.38
总市值(亿)	355.75
自由流通市值(亿)	288.21
自由流通股数(百万)	3,163.71



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话：

相关研究

1. 【华西轻工】美凯龙(601828) 2020 年三季度报点评报告：Q3 环比持续改善，围绕新零售打造线上线下一体化经营闭环
2020.11.01

公司持有的投资性房地产期末余额 931.5 亿元，较上年同期期末增长 9.45%，主要系报告期内自有商场租金提升、开发中投资物业工程进度推进以及新购入物业所致。公司长期应收款同比下降 33.48%，主要系长期项目借款减少所致。应收款项融资同比下降 85.69%，主要系期末持有的应收票据减少所致。其他应收款同比上升 114.74%，主要系公司代收代付贷款及往来款增加所致。

► 扩展性业务蓬勃发展，员工持股计划为企业赋能

公司继续围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”的战略定位，积极把握市场发展机会，制定了“新零售变革增强主业竞争力，家装业务打造第二增长曲线”的战略部署，重点发展同城零售、家装等新业态。截至报告期末，天猫同城站累计上线 22 城 56 家商场，数字化升级覆盖 176 城 241 家商场。同时，公司已在全国开设了 214 家家装门店，包括加盟和平台合作家装企业 106 家。员工持股计划为企业发展赋能。公司于 2021 年 3 月公布《第三期员工持股计划》，本次员工持股计划筹集金额上限为 3 亿元。

投资建议

公司不断丰富渠道结构，从多维度进行流量捕获，预计公司会深入拓展家装业务、软装业务、高端家电零售业务等。考虑到公司受到疫情影响和租赁业务增速放缓，我们下调公司的盈利预测，2021-2022 年收入由 232.78/270.74 亿元下调至 171.35/197.47 亿元，2023 年收入预测 227 亿元。2021-2022 年归母净利润由 56.46/65.29 亿元下调至 37.7/46.0 亿元，对应 EPS 为 0.97/1.18 元。2023 年归母净利润预测 54.8 亿元，对应 EPS 为 1.4 元。公司 2020 年下半年经营已经基本恢复正常，新零售变革未来可期，继续给予“买入”评级。

风险提示

1) 地产销售不及预期。2) 新零售模式拓展不顺利。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,469	14,236	17,135	19,747	22,700
YoY (%)	15.7%	-13.6%	20.4%	15.2%	15.0%
归母净利润(百万元)	4,480	1,731	3,769	4,601	5,478
YoY (%)	0.1%	-61.4%	117.8%	22.1%	19.1%
毛利率 (%)	65.2%	61.5%	64.6%	63.9%	62.3%
每股收益(元)	1.15	0.44	0.97	1.18	1.40
ROE	9.8%	3.6%	7.5%	8.6%	9.6%
市盈率	7.94	20.56	9.44	7.73	6.49

资料来源：华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：疫情叠加免租政策，各业务收入端均有所回落.....	4
3. 利润端：受免租政策影响，全年毛利、净利下降.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 扩展性业务蓬勃发展，员工持股计划为企业赋能.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率净利率情况.....	6
图 6 公司期间费用率拆分.....	6

1. 事件概述

美凯龙发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 142.36 亿元，同比下降 13.56%；归母净利润 17.31 亿元，同比下降 61.37%；扣非后净利为 11.62 亿元，同比下降 55.53%。四季度单季度公司实现营收 47.09 亿元，同比增长 1.37%，归母净利润 0.01 亿元，同比下降 99.93%；扣非后净利为 0.01 亿元，同比下降 99.67%。

分季度看，公司 2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 25.56/34.68/35.03/ 47.09 亿元，同比增长-27.69%/-17.86%/-13.87%/1.37%；分别实现归母净利润 3.93/7.08/6.29/0.01 亿元，同比下滑 70.08%/49.11%/41.67%/99.93%。扣非后净利润分别为 2.05/4.96/4.60/0.02 亿元，同比下滑 75.84%/42.69%/23.23%/99.46%。

2. 收入端：疫情叠加免租政策，各业务收入端均有所回落

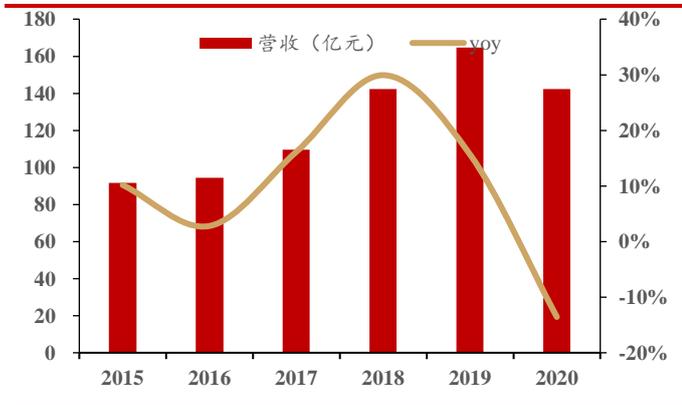
截至报告期末，公司经营了 92 家自营商场，总经营面积 8,034,277 平方米，平均出租率 92.1%。公司经营了 273 家委管商场，总经营面积 14,021,390 平方米，平均出租率 90.7%，并且通过战略合作经营 11 家家居商场公司。此外，本公司以特许经营方式授权开业 66 家特许经营家居建材项目。公司经营的自营商场和委管商场，覆盖全国 223 个城市，商场总经营面积 22,055,668 平方米。报告期内，公司新开设了 6 家自营商场，关闭了 2 家自营商场。截至报告期末，集团并有 24 家筹备中的自营商场。委管方面，公司新开设了 31 家委管商场，关闭了 7 家委管商场，另有 1 家商场由委管转为了自营商场。筹备中的委管商场中，有 348 个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。

Q4 营收同比增长 1.37%，继 Q3 以来恢复季度同比正增长。分产品看，2020 年度公司自营商场/委管商场/建造施工及设计/家装相关服务及商品销售/其他业务分别实现收入 66.82/35.80/16.68/12.24/10.81 亿元，同比-14.3%/-23.9%/-25.9%/+115.1%/-5.9%。自营商场营收的下降主要系外部疫情影响和公司上半年推出的免租政策所致，2021 年这些免租政策都将不再延续。委管商场营收的下降主要系项目前期品牌咨询委托管理及商业咨询费及招商佣金项目收入降低所致，其中项目前期品牌咨询委托管理服务收入 7.88 亿元，较上年同期下降 39.8%，主要系本期受疫情影响项目履约进度延缓，致使咨询服务确认收入项目较于 2019 年减少；商业咨询费及招商佣金收入 6.04 亿元，较上年同期减少 5.01 亿元，其主要系商业咨询项目较上年同期减少。建造施工及设计营收的下降主要系受疫情影响工程进度放缓所致。家装相关服务及商品销售营收的下降主要系进口家居产品销售收入降低所致。其他业务营收的下降主要系部分新业务调整所致。

传统家装设计业务在开展的过程主要是设计师通过调用本地化存储的通用模型，为顾客设计效果图。存在的问题就是制作周期长、无法买到效果图中的商品实物。针对家装设计痛点，公司自主研发了“设计云”软件，真正实现了“所见即所得”。通过多年来在行业内的经营积累，目前公司和 1.3 万家品牌商、4.6 万家经销商保持着长期稳定的合作关系，其在售商品及时被数字化技术导入到设计云软件数据库，3D 云设计可以根据消费者需求智能匹配不同的设计风格和可选商品，并按照消费者要求直接在真实的户型场景、房屋构造中进行呈现，待设计方案确定，消费者会得到一个包含硬装和软装的整体空间解决方案，红星美凯龙家装团队还会根据消费者要求提供后续报价、采购、配送和售后的一站式服务，从而实现用户体验和设计师效率的提升。mDesk 是公司自主研发的设计云软件展示机器，顾客通过裸眼 3D 全景 VR 可以“身

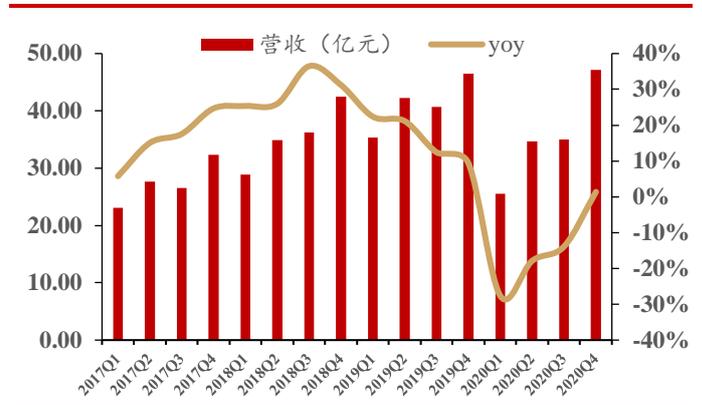
临其境”地体验家装设计整体方案。截至报告期末，设计云软件已在全国推广，软件已包含约 80 万来自全国各地的小区户型图、20 万真实商品模型，使用设计师导购等人数超 9.2 万。同时，利用设计云平台设计软件打通从设计到商品购买的全链路服务目前只在上海地区进行初步尝试，在推广的三个月内，已与上海 100 多家知名中大型装修企业达成合作关系，平台带动商品销售金额超 150 万。

图 1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 利润端：受免租政策影响，全年毛利、净利下降

盈利能力方面，公司 2020 年度营业收入同比下降了 13.6%，毛利率同比下降了 4.35pct，净利率同比下降了 4.9pct。

公司 2020 年毛利率同比下降了 3.67pct 至 61.51%，毛利率的下降主要是由于公司对各项成本的管控效果小于疫情期间商场对租户实施免租政策，2021 年后公司根据疫情给予的免租政策将不再持续。**分地区看**，华中、东北毛利率下滑显著，分别同比下滑 11.6/10.6pct 至 53.9%/67.4%，其中，华中地区毛利率下滑主要因为该区域的租赁商场受到免租政策影响。公司 2020 年净利率同比下降了 4.9pct 至 14.5%。**单季度看**，2020Q4 实现毛利率 52.7%，同比下降了 7.64pct，环比下降了 11.38pct。**分行业看**，各业务板块涉及成本均有不同程度的降低，其中自营商场/委管商场/建造施工及设计/家装相关服务及商品销售/其他业务成本分别同比-5.3%/-21.5%/-23.0%/+117.2%/-28.8%，除公司加强各项成本控制外，建造施工及设计成本下降主要系建筑施工业务工程进度减缓所致；家装相关服务及商品销售成本下降主要系进口家具购销及相关业务的减少所致。

公司 2020 年归母净利润同比下滑 61.37% 到 17.31 亿元，扣非归母净利润同比下滑 55.53% 到 11.62 亿元，净利率同比下降了 4.9pct 至 14.5%。**单季度看**，Q4 实现净利率 4.59%，同比下降了 9.08pct。**费用方面**，2020 年度期间费用率为 41.3%，相较于 2020H1 期间费用率下降了 4.1pct，同比上升 2.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.9%/11.8%/0.3%/17.3%，同比变动-2.0/+1.20/+0.1/+3.6pct。Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.4%/11.0%/0.3%/10.7%，同比变动-2.3/-2.0/+0.1/-2.7pct。**具体而言，管理费用率和财务费用率的上升是公司上半年及二季度净利率下滑的主要原因。销售费用率的下降**主要由公司严格控制品牌推广等活动支出导致广告费用及宣传费用下降所致，并且公司在与阿里战略合作后，公司

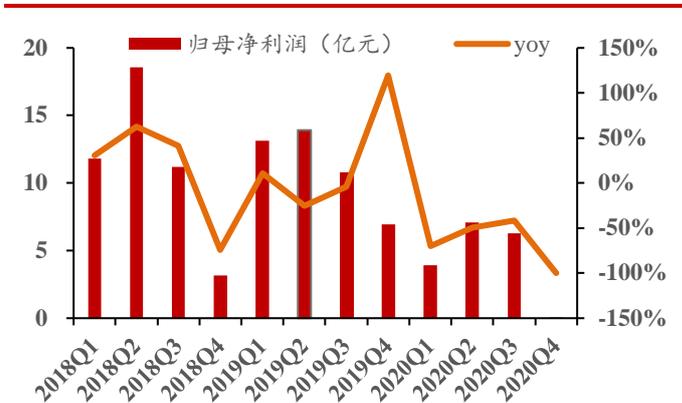
精准获取流量效率提升，节省销售费用；管理费用率的上升主要系公司办公及行政费用开支减少，同时虹桥办公楼于报告期内投入使用产生折旧所致；研发费用率的上升主要系研发项目减少所致。财务费用率较同期下降系公司计划节本控费，降低杠杆率，减少财务费用所致。

图3 公司归母净利润



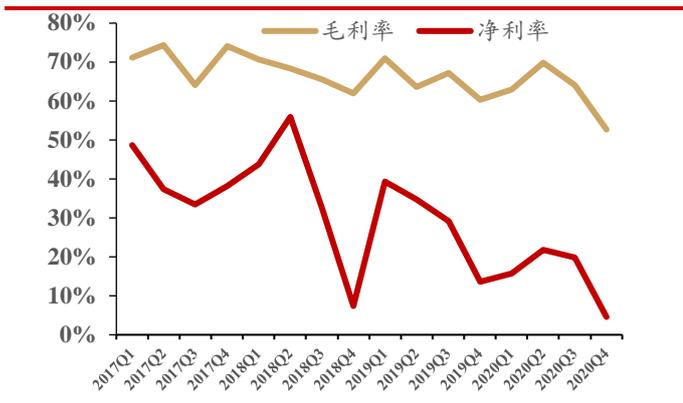
资料来源：wind，华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



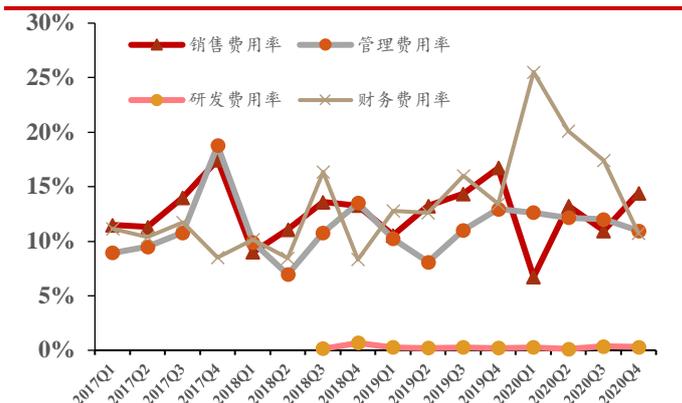
资料来源：Wind，华西证券研究所

图5 公司毛利率净利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图6 公司期间费用率拆分



资料来源：Wind，华西证券研究所

4.其他重要财务指标

公司持有的投资性房地产期末余额 931.5 亿元，较上年同期期末增长 9.45%，主要系报告期内自有商场租金提升、开发中投资物业工程进度推进以及新购入物业所致。公司长期应收款同比下降 33.48%，主要系长期项目借款减少所致。应收款项融资同比下降 85.69%，主要系期末持有的应收票据减少所致。其他应收款同比上升 114.74%，主要系公司代收代付贷款及往来款增加所致。

5.扩展性业务蓬勃发展，员工持股计划为企业赋能

新零售未来可期：公司于 2019 年引入阿里巴巴作为战略投资人，共同探索家居新零售领域的布局，率先推行线上线下一体化新零售模式。对于全国范围内的商场进行数字化升级，建立线上天猫同城站，推出主播训练营，并且利用淘宝直播，抖音等内容短视频营销工具提高用户心智，通过新零售团队的线上产品运营力及服务力，及时有效得将精准客流转化至线下商场进行体验及成交，赋能商户的同时也为消费者带来更好的家居购物体验。家居同城新零售的主阵地是天猫平台的“红星美凯龙官方旗舰店”，采用 LBS（LocationBasedServices，基于位置的服务）技术进行本地化商品展示和服务承接，可根据用户地理位置向其线上推送所在区域的本地化数字卖场界面。客户完成下单后，用户可选择于线下商场自提产品或由品牌经销商上门配送安装。实现家居同城商品在线上的“上架、订单、支付、服务”一体化。截至报告期末，天猫同城站累计上线 22 城 56 家商场，数字化升级覆盖 176 城 241 家商场。公司深耕数据分析，聚焦商品运营，在经历 618 理想生活狂欢季、全球家装狂欢季、双十一天猫全球购物狂欢季等多次促销活动后，不断推动商家的产品上线、服务上线、活动上线。天猫同城站累计覆盖品牌商家 1.6 万家，上线商品近 50 万件，实现全年同城站站内流量 5,475 万。为应对疫情的影响，天猫同城站利用网络平台对终端进行赋能，开展线上培训会 382 场，覆盖商场 1.5 万导购人员。积极推动商家线上直播卖货，总开播数 78,293 场，总计观看人次 3,325 万。发布内容短视频 3,596 条，累积播放次数超 499 万次。

依托公司强大的供应链整合能力、遍布全国的实体商场网络和自有的家装业务管理系统平台，以解决顾客的痛点为己任，公司致力于打造一个集设计、选材、施工、智能、环保和服务于一体的家装国民品牌，提供“选装修、买家居，都在红星美凯龙”的一站式、个性化的高品质服务。公司开拓了包括与地产商合作、家居商场内开设直营门店、实行合伙人制度拓展加盟门店等多样化渠道，为商场和商户引流，同时有效降低了家装和商场的获客成本，形成协同效应。截至报告期末，公司已在全国开设了 214 家家装门店，分布在北京、天津、上海、重庆、南京、苏州、沈阳、成都、郑州、合肥、石家庄等城市的家居商场内，包括加盟和平台合作家装企业 106 家。

员工持股计划为企业发展赋能：公司于 2021 年 3 月公布《第三期员工持股计划》，本次员工持股计划筹集金额上限为 3 亿元，任一持有人所持有本员工持股计划份额所对应的公司股票数量不超过公司股本总额的 0.10%，本次员工持股计划总人数共计不超过 800 人。员工持股计划将充分调动员工积极性，完善企业激励机制。

6. 投资建议

公司不断丰富渠道结构，从多维度进行流量捕获，预计公司会深入拓展家装业务、软装业务、高端家电零售业务等。考虑到公司受到疫情影响和租赁业务增速放缓，我们下调公司的盈利预测，2021-2022 年收入由 232.78/270.74 亿元下调至 171.35/197.47 亿元，2023 年收入预测 227 亿元。2021-2022 年归母净利润由 56.46/65.29 亿元下调至 37.7/46.0 亿元，对应 EPS 为 0.97/1.18 元。2023 年归母净利润预测 54.8 亿元，对应 EPS 为 1.4 元。公司 2020 年下半年经营已经基本恢复正常，新零售变革未来可期，继续给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 地产销售不及预期。
- 2) 新零售模式拓展不顺利。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,236	17,135	19,747	22,700	净利润	2,064	4,204	5,187	6,211
YoY (%)	-13.6%	20.4%	15.2%	15.0%	折旧和摊销	939	895	845	810
营业成本	5,480	6,064	7,138	8,567	营运资金变动	-904	-8,419	9	628
营业税金及附加	377	461	527	605	经营活动现金流	4,160	-2,042	7,202	8,708
销售费用	1,694	2,056	2,271	2,383	资本开支	-2,885	82	626	539
管理费用	1,681	1,885	1,876	2,043	投资	-759	-550	-300	-300
财务费用	2,464	1,476	1,554	1,484	投资活动现金流	-4,852	-15	846	797
资产减值损失	-333	0	0	0	股权募资	20	0	0	0
投资收益	222	452	520	558	债务募资	18,607	0	300	100
营业利润	2,946	5,774	7,069	8,375	筹资活动现金流	-182	-2,674	-2,681	-3,091
营业外收支	-132	-160	-105	-30	现金净流量	-875	-4,731	5,367	6,414
利润总额	2,814	5,614	6,964	8,345	主要财务指标				
所得税	750	1,410	1,777	2,134	成长能力 (%)				
净利润	2,064	4,204	5,187	6,211	营业收入增长率	-13.6%	20.4%	15.2%	15.0%
归属于母公司净利润	1,731	3,769	4,601	5,478	净利润增长率	-61.4%	117.8%	22.1%	19.1%
YoY (%)	-61.4%	117.8%	22.1%	19.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.44	0.97	1.18	1.40	毛利率	61.5%	64.6%	63.9%	62.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	14.5%	24.5%	26.3%	27.4%
货币资金	6,511	1,780	7,147	13,561	总资产收益率 ROA	1.3%	3.0%	3.5%	4.0%
预付款项	324	359	422	507	净资产收益率 ROE	3.6%	7.5%	8.6%	9.6%
存货	328	359	424	508	偿债能力 (%)				
其他流动资产	7,974	7,977	9,154	9,914	流动比率	0.48	0.45	0.70	0.94
流动资产合计	15,137	10,474	17,148	24,490	速动比率	0.41	0.37	0.61	0.84
长期股权投资	3,704	4,154	4,354	4,554	现金比率	0.21	0.08	0.29	0.52
固定资产	2,738	2,343	1,998	1,688	资产负债率	61.2%	57.1%	56.0%	54.6%
无形资产	344	364	384	404	经营效率 (%)				
非流动资产合计	116,411	115,827	114,556	113,481	总资产周转率	0.11	0.14	0.15	0.16
资产合计	131,548	126,302	131,704	137,971	每股指标 (元)				
短期借款	3,448	3,448	3,448	3,448	每股收益	0.44	0.97	1.18	1.40
应付账款及票据	2,085	2,059	2,521	2,987	每股净资产	12.18	12.86	13.68	14.68
其他流动负债	26,105	17,781	18,634	19,724	每股经营现金流	1.07	-0.52	1.84	2.23
流动负债合计	31,639	23,288	24,603	26,159	每股股利	0.00	0.28	0.36	0.41
长期借款	22,212	22,212	22,512	22,612	估值分析				
其他长期负债	26,599	26,599	26,599	26,599	PE	20.56	9.44	7.73	6.49
非流动负债合计	48,811	48,811	49,111	49,211	PB	0.70	0.71	0.67	0.62
负债合计	80,450	72,100	73,714	75,370					
股本	3,905	3,905	3,905	3,905					
少数股东权益	3,535	3,970	4,556	5,289					
股东权益合计	51,098	54,202	57,989	62,600					
负债和股东权益合计	131,548	126,302	131,704	137,971					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。